

可靠股份 (301009)

证券研究报告
2021年07月07日

国内老年护理第一品牌，成人失禁&海外市场成长可期

成人失禁自主品牌国内排名第一，专注养老生态，制造奠定基础。可靠 2001 年成立，实控人为金利伟、鲍佳夫妇。公司“ODM+自主品牌”双轮驱动，主要产品包括婴儿护理用品（ODM 主导）、成人失禁用品（自主品牌主导），以及宠物卫生用品（ODM 主导）。公司成人纸尿裤产品国内市场占有率连续三年 17-19 年排名第一，拥有“可靠”、“吸收宝”、“安护士”以及“康普适”等成人失禁品牌；按销售额指标排序，“可靠”品牌在国内成人失禁用品生产商和品牌商中综合排名蝉联第一。

国内成人失禁用品市场基数低、单价低、增长快，亚洲为全球最大的纸尿裤市场。我国成人失禁用品市场目前已步入快速发展期，2019 年市场规模为 94 亿元，同比增长 33.6%，13-19 年的 CAGR 为 20%。市场渗透率远低于发达国家，日本成人失禁用品的市场渗透率约为 80%，北美和西欧的市场渗透率也在 60%左右，世界平均水平为 12%，我国仅为 3%。从价格带分布来看，2018 年 54.6%的中号成人纸尿裤价格在 1.7 元/片以下，市场以中低端价格竞争为主。全球来看，预计 2023 年全球婴儿纸尿裤市场规模为 701 亿美元，18-23 年年均复合增长率为 36%。亚太地区为全球最大纸尿裤市场；中东和非洲市场增速最快，18-23 年 CAGR 为 83%，空间广阔。

ODM 模式为主，品控严格&客户优质助力业务快速发展。公司 2020 年实现收入 16.4 亿，同比增长 39%。分产品来看，婴儿卫生用品占比最大，20 年贡献 57.4%的收入；成人失禁用品为 26.2%；宠物卫生用品为 4.7%。分业务模式看，20 年 ODM 和自有品牌收入占比分别为 72%和 28%。客户集中度较高，17-20 年 CR5 在 70%左右。公司是 JS 的主要供应商，占其纸尿裤采购总额的 50%左右，20 年 JS 收入贡献 35%；第二大客户杜迪 20 年收入贡献 14%，公司是杜迪纸尿裤产品的独家供应商。20 年实现净利润 2.23 亿，同比增长 140%，净利率 13.6%。随着净利率和资产周转率的提升，加权 ROE 稳步提升，2020 口罩业务加持下达到 42.3%。

投资建议：可靠国内成人失禁自主品牌排名第一，制造奠定基础。成立“可艾”、“可靠福祉”子公司，专注卫护赛道，逐步完善以国内为主战场、菲律宾/日本为龙头、涵盖泛亚及澳新的全球市场布局。公司 20 年产能约 23.3 亿片，募资投产新增产能 11.7 亿片，婴儿纸尿裤大客户深度绑定&成人失禁自主品牌持续加大推广下，后续成长可期。**预计 2022 年实现净利润 2.6 亿元，目标市值 117 亿元，目标股价 43.0 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。**

风险提示：客户集中度较高，汇率波动风险，原材料价格上涨风险，行业竞争加剧风险；国内婴儿出生率下降引起的市场风险；发行人暂停口罩大规模生产后，存在业绩波动较大和设备减值的风险；短期内股价波动风险；该股为次新股，流通股本较少，存在短期内股价大幅波动的风险。

投资评级

行业	轻工制造/造纸
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	31.07 元
目标价格	43.0 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	271.86
流通 A 股股本(百万股)	58.01
A 股总市值(百万元)	8,446.69
流通 A 股市值(百万元)	1,802.35
每股净资产(元)	3.21
资产负债率(%)	44.13
一年内最高/最低(元)	38.22/25.70

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
范张翔	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,173.73	1,635.13	1,922.42	2,333.25	2,910.96
增长率(%)	29.52	39.31	17.57	21.37	24.76
EBITDA(百万元)	57.63	436.02	221.21	319.63	358.20
净利润(百万元)	87.45	214.01	176.45	260.48	292.00
增长率(%)	46.53	144.72	(17.55)	47.62	12.10
EPS(元/股)	0.32	0.79	0.65	0.96	1.08
市盈率(P/E)	96.59	39.47	47.71	32.32	28.83
市净率(P/B)	21.17	13.77	9.82	7.53	5.97
市销率(P/S)	7.20	5.17	4.38	3.61	2.89
EV/EBITDA	0.00	0.00	35.86	23.48	20.05

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 中国老年护理第一品牌，打造“适老用品”养老生态平台	4
1.1. “ODM+自主品牌”双轮驱动，国内成人失禁自主品牌 NO.1	4
1.2. 实控人持股比例较高，管理层经验丰富	5
1.3. 17-20 年收入 CAGR28%，盈利水平稳步提升	6
2. 国内成人失禁市场步入快速发展期，海外卫护用品空间可观	8
2.1. 成人失禁用品基数低渗透率低增长快，看好行业中长期发展逻辑	8
2.2. 海外卫护市场空间广阔，国内宠物卫生用品处于起步期	10
3. ODM 模式为主，品控严格&客户优质助力业务快速发展	11
3.1. 2020 收入+39%，婴儿护理&成人失禁&宠物卫生全赛道布局	11
3.1.1. 婴儿护理用品营收占比 58%，拉拉裤代工发展亮眼	11
3.1.2. 成人失禁用品 20 年营收+16%，毛利率略有下降	13
3.1.3. 宠物卫生用品体量较小，单价水平最低	15
3.2. 20 年 ODM 收入占比 72%，自主品牌线上销售为主	16
3.3. 生产设备&研发投入领先，募资扩产成长可期	19
4. 盈利预测与投资建议	20
5. 风险提示	21

图表目录

图 1：发展历程	4
图 2：股权结构图	5
图 3：员工职位分布	6
图 4：员工年龄分布	6
图 5：20 年营业收入+39%	6
图 6：20 年婴儿卫生用品贡献 57.4% 营收	6
图 7：毛利率变化趋势	7
图 8：费用率变化趋势	7
图 9：净利润和净利率变化	7
图 10：加权 ROE 变化	7
图 11：经营性净现金流/净利润	7
图 12：存货周转率和应收账款周转率	7
图 14：我国成人失禁用品市场规模及其增速	8
图 15：我国 60 岁以上人口数量及其增速	8
图 16：全球成人失禁用品渗透率	8
图 17：国内轻、中/重度成人失禁用品市场增速预测	8
图 20：成人失禁用品销售量和销售单价	9

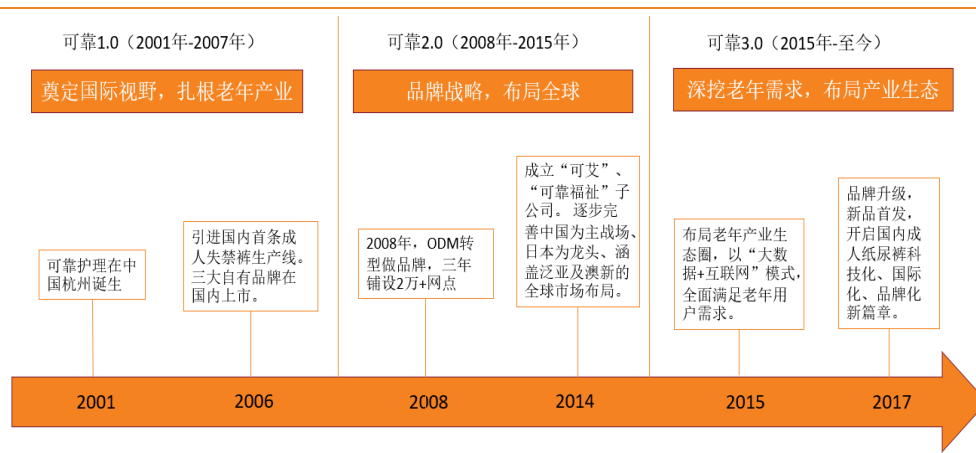
图 21: 17-19 年成人失禁用品市场结构.....	9
图 19: 亚太地区为世界最大的婴儿纸尿裤市场.....	10
图 26: TOP15 人口大国出生率情况.....	10
图 27: 婴儿护理用品营业收入（亿元）及其增速.....	12
图 28: 婴儿护理用品毛利率.....	12
图 29: 婴儿护理用品销量与单价变化.....	12
图 30: 婴儿纸尿裤、拉拉裤产能利用情况.....	12
图 31: 成人失禁用品营收及其增速.....	14
图 32: 成人失禁用品毛利率（20 年未剔除运输费用口径）.....	14
图 33: 成人纸尿裤产能、产量及其产能利用率.....	14
图 34: 成人纸尿裤销量及其产销率.....	14
图 35: 成人失禁产品销量与单价提升.....	15
图 36: 宠物卫生用品营业收入及其增速.....	16
图 37: 宠物卫生用品毛利率.....	16
图 38: 宠物卫生产品单价稳定.....	16
图 39: 销售模式.....	16
图 40: 分业务模式收入情况.....	17
图 41: 客户集中度较高.....	17
图 42: 线上销售三种模式.....	18
图 43: 自主品牌收入及 yoy.....	18
图 44: 自主品牌业务分模式收入结构.....	18
图 45: 境内外营收（亿元）及增速情况.....	19
图 46: 境内外毛利率情况.....	19
图 47: 募集资金用途.....	19
表 1: 主要品牌.....	4
表 2: 公司高管简介.....	5
表 3: 零售渠道成人失禁用品分品牌市占率.....	9
表 4: 菲律宾纸尿裤市场 2019 年品牌市占率 TOP5.....	11
表 5: 婴儿护理用品代表.....	11
表 6: 成人失禁产品代表.....	13
表 7: 成人纸尿裤品类市场占有率.....	14
表 8: 宠物卫生用品代表.....	15
表 9: ODM 客户情况.....	17
表 10: 智能工程项目建设具体内容.....	20
表 11: 盈利预测.....	20
表 12: 可比公司估值.....	21

1. 中国老年护理第一品牌，打造“适老用品”养老生态平台

1.1. “ODM+自主品牌”双轮驱动，国内成人失禁自主品牌 NO.1

成人失禁自主品牌国内排名第一，专注养老生态，制造奠定基础。可靠 2001 年成立，专注于一次性卫生用品的设计、研发、生产和销售。采用“ODM+自主品牌”双轮驱动的发展模式，主要产品包括婴儿护理用品（ODM 主导）、成人失禁用品（自主品牌主导）、宠物卫生用品（ODM 主导）。自主品牌业务以生产销售成人失禁用品为主，目前拥有“可靠”、“吸收宝”、“安护士”以及“康普适”等品牌，高中低端均有布局。根据生活用纸委员会，公司成人纸尿裤产品国内市场占有率连续三年排名第一；按销售额指标排序，17-19 年“可靠”品牌在国内成人失禁用品生产商和品牌中综合排名蝉联第一。

图 1：发展历程



资料来源：公司官网，凤凰网，天风证券研究所

表 1：主要品牌

品牌名称	产品系列	包含产品类别	产品示例
 COCO 可靠 大人ケア用品			
 吸收宝			
 Ann 安护士	成人系列	内裤型成人纸尿裤、成人纸尿裤、纸尿裤、护理垫、妇婴两用巾、产妇卫生巾、成人护理湿巾等多款护理用品。	
 康普适			
 Quties 酷特适	婴儿系列	超级薄棉柔婴儿纸尿裤、金牌棉柔婴儿纸尿裤、活力弹弹裤、劲薄弹弹裤。	

派特酷

宠物系列

宠物纸尿裤、宠物尿垫

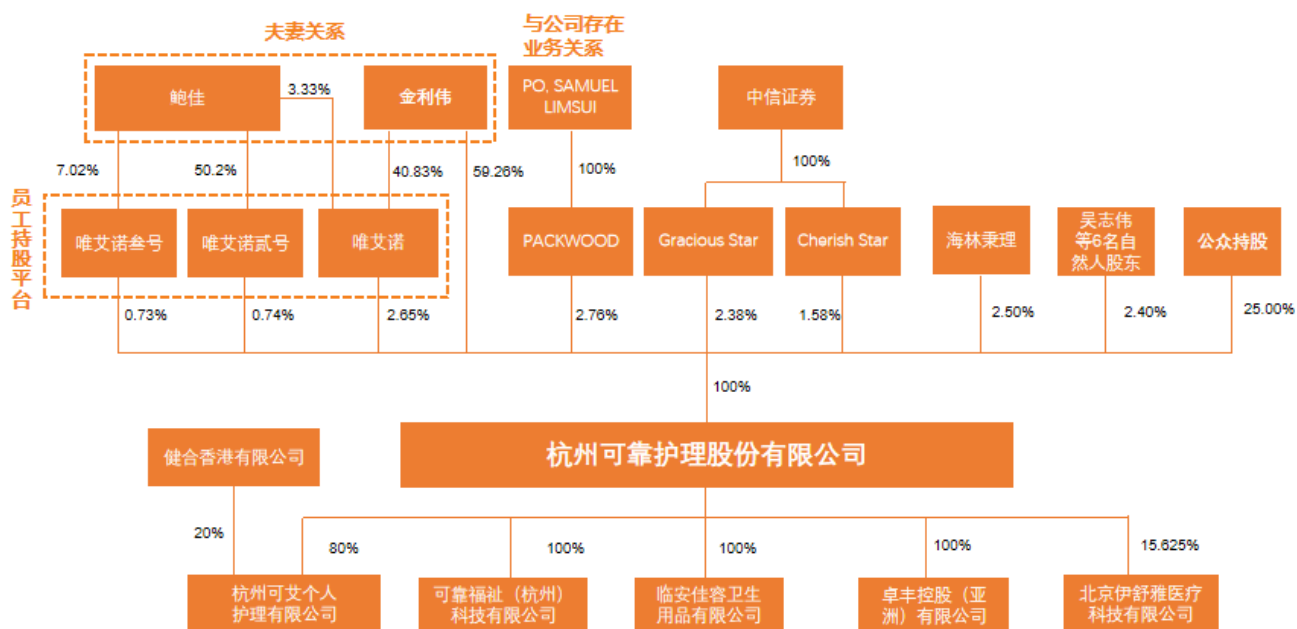


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2. 实控人持股比例较高，管理层经验丰富

实控人为金利伟、鲍佳夫妇，直接和间接持股 84.50%。金利伟作为公司创始人，直接持股 59.26%。唯艾诺为员工持股平台，金利伟作为唯艾诺的唯一 GP 持有 40.83%的合伙份额，而唯艾诺持有公司 2.65%的股份；此外，金利伟先生的配偶鲍佳持有唯艾诺 3.33%的合伙份额，并作为唯一 GP 持有唯艾诺贰号 50.20%的合伙份额以及唯艾诺叁号 7.02%的合伙份额。上市前，金利伟及其配偶鲍佳直接和间接控制发行人的股权比例合计 84.50%。子公司方面，可艾公司系可靠与健合香港于 2014 年合资设立，主营婴儿纸尿裤的 ODM 代工。

图 2：股权结构图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

管理层行业背景深厚，人才培养机制完善。公司高管行业背景深厚，对行业趋势有准确的把握，同时通过外部人才引进和内部员工培养的双重机制，储备了充足的人才队伍。截至 2020 年末，共有 815 名员工，其中销售与研发人员分别占比 14.4%和 12.6%；35 岁以下的年轻员工占比 50%以上。为激励核心骨干员工，分别于 2011 年 6 月、2019 年 12 月和 2019 年 12 月设立唯艾诺、唯艾诺贰号和唯艾诺叁号三个员工持股平台，用于股权激励，激励的对象包括中、高级管理人员和骨干员工。

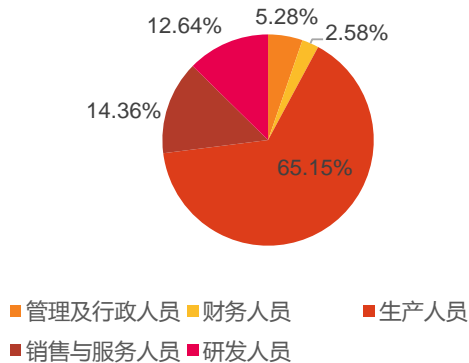
表 2：公司高管简介

姓名	职务	简介
金利伟	董事长	男，1970 年生，长江商学院 EMBA 在读。1999 年至 2006 年担任临安侨资汽车维修有限公司总经理；2001 年创建杭州可靠护理用品股份有限公司，任董事长兼总经理。
程岩传	董事	男，1961 年生，大专学历，工商企业管理专业，中级会计师。2003 年至今，任职于可靠护理，先后担任财务经理、财务总监、副总经理、董事会秘书，现任董事。

周忠英	董事	女，1968年生，毕业于华中科技大学，大专学历，行政管理专业，高级技师。2001年至今，任职于可靠护理，先后担任储运部经理、采购部经理、供应链总监，现任董事、副总经理。
袁源	董事	女，1977年生，毕业于上海社会科学院，金融学专业硕士学历，法国里昂证券投资高级副总裁，无境外居留权。2007年至2020年任职于里昂投资咨询服务（上海）有限公司北京分公司、并在浙江雅迪纤维有限公司兼任监事，现担任董事。

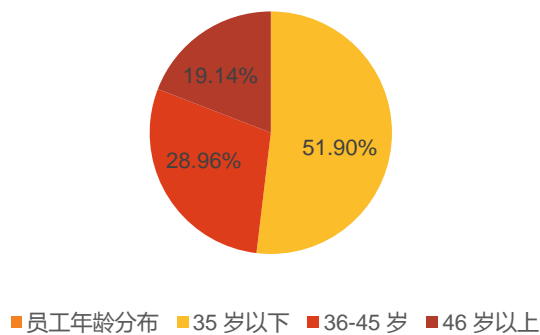
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 3：员工职位分布



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 4：员工年龄分布

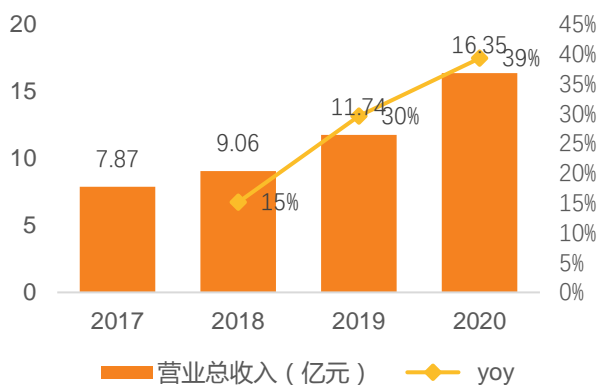


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.3. 17-20 年收入 CAGR28%，盈利水平稳步提升

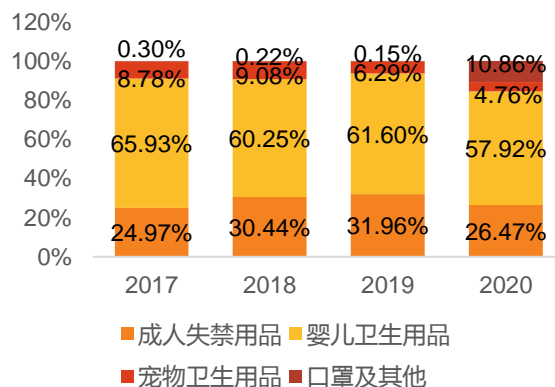
主营业务收入结构较稳定，20 年新增口罩业务助力营收增长。2020 年公司实现营收 16.35 亿元，同比增长 39%。分产品看，婴儿卫生用品占比最大，20 年实现收入 3.97 亿元，营收贡献 57.92%；2020 年，成人失禁用品、宠物卫生用品、口罩及其他用品收入占比分别为 26.47%/4.76%/10.86%。2020 年初，公司购置口罩生产线，迅速成为浙江省首批省级重点民用口罩及关键材料生产企业，不仅获得一定的销售收入，而且还扩大了可靠品牌在医用级卫生护理用品的应用场景。

图 5：20 年营业收入+39%



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 6：20 年婴儿卫生用品贡献 57.4% 营收

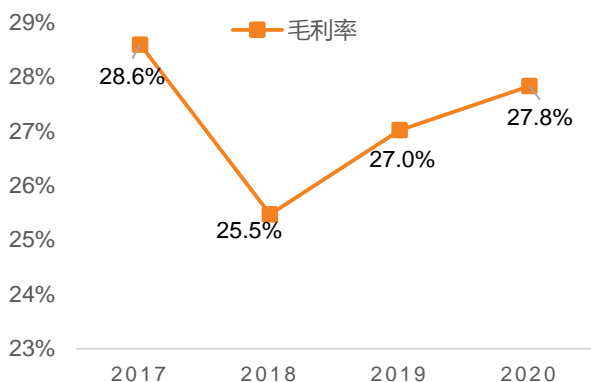


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

毛利率相对稳定，期间费用率规模效应显著。17-20 年毛利率分别为 28.6%/25.5%/27.0%/27.8%，18 年毛利率下滑主要由于境外 ODM 客户的订单结构发生变化，产品单价有所下调；20 年受疫情影响，新增口罩业务拉动毛利率上升。

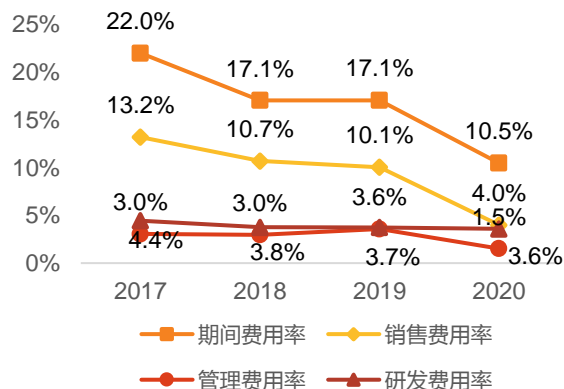
17-20 年期间费用率分别为 22.0%/17.1%/17.1%/10.5%，销售费用率显著下降。一方面，由于 ODM 业务所需销售费用相对固定，随着收入体量的增大和业务的拓展，规模效应显现，另一方面，2020 年起执行新会计准则，将与合同履行直接相关的运输费用计入营业成本，销售费用下降显著。

图 7：毛利率变化趋势



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

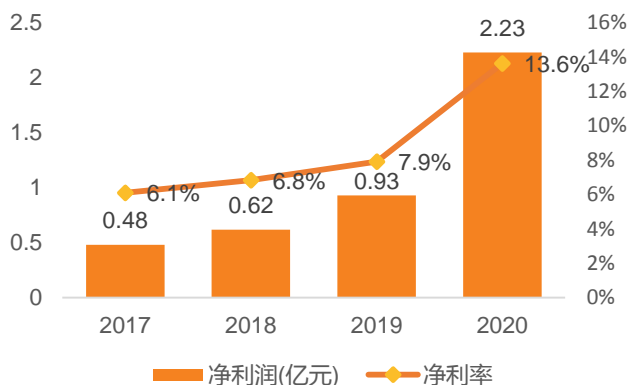
图 8：费用率变化趋势



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

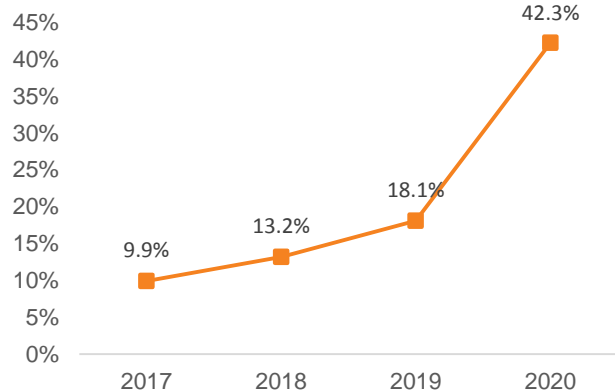
2020 年实现净利润 2.23 亿元，同比增长 140%，增速亮眼，实现净利率 13.6%，同比增长 5.7pct。2020 年，随着综合毛利率的提升与期间费用率水平的下降，净利润与净利率增长明显。17-20 年，随着净利率和资产周转率的提升，加权 ROE 分别为 9.9%/13.2%/18.1%/42.3%。

图 9：净利润和净利率变化



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 10：加权 ROE 变化

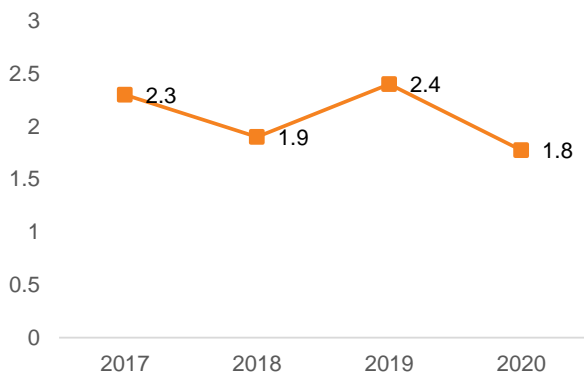


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

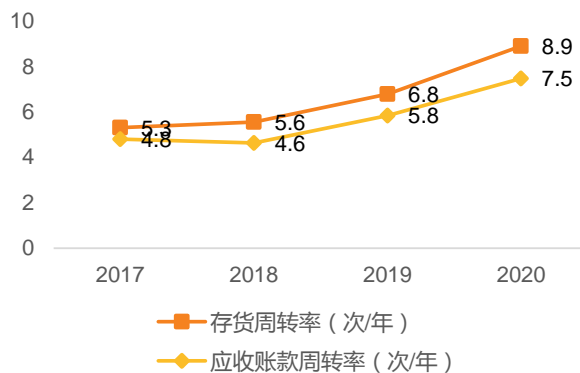
存货周转率&应收账款周率略有波动，稳中有升。公司资产负债结构较为健康，现金流状况良好，17-20 年经营性净现金流与净利润的比值分别为 2.3/1.9/2.4/1.8。公司不断加强存货管理，存货运营效率逐年提升，库存消化情况良好，17-20 年存货周转率分别为 5.3/5.6/6.8/8.9 次/年；同时，公司不断开拓国内外市场，客户收款能力逐步提高，17-19 年应收账款周转率分别为 4.8/4.6/5.8/7.5 次/年。

图 11：经营性净现金流/净利润

图 12：存货周转率和应收账款周转率



资料来源: Wind, 天风证券研究所



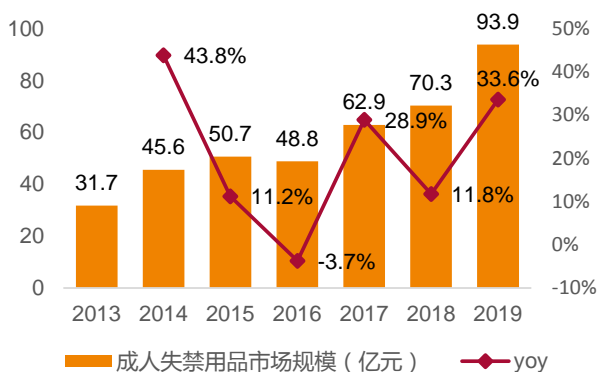
资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 国内成人失禁市场步入快速发展期，海外卫护用品空间可观

2.1. 成人失禁用品基数低渗透率低增长快，看好行业中长期发展逻辑

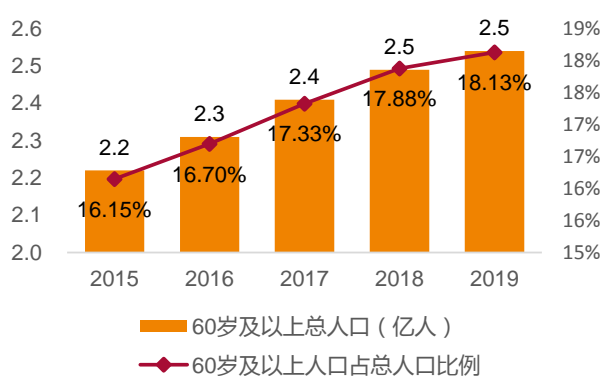
中国步入老龄化社会，成人失禁用品市场潜能大。成人失禁用品主要包括有成人纸尿裤、成人拉拉裤、成人纸尿裤片和成人护理垫，其使用者一般为老年失禁者和残疾失禁者，其中老年失禁者为主要目标消费群体。根据美国疾控中心报道，在超过 65 岁的老年人中，51%存在尿失禁或意外大便失禁的情况。中国成人纸尿裤行业起步较晚，1996 年，维达旗下品牌“包大人”进入大陆市场；2000 年，恒安集团推出“安尔康”成人纸尿裤；2001 年，杭州可靠成立，并于 2006 年引进中国首条成人纸尿裤生产线；2007 年起，金佰利旗下得伴、尤妮佳旗下乐互宜相继进入中国市场。2019 年末，我国 60 岁以上人口总数约为 2.54 亿，占总人口的 18%。根据生活用纸委员会数据，2019 年我国成人失禁用品市场规模为 94 亿元，同比增长 33.6%；13-19 年的 CAGR 为 20%，目前行业已步入快速发展期。

图 13: 我国成人失禁用品市场规模及其增速



资料来源: 生活用纸委员会, 天风证券研究所

图 14: 我国 60 岁以上人口数量及其增速

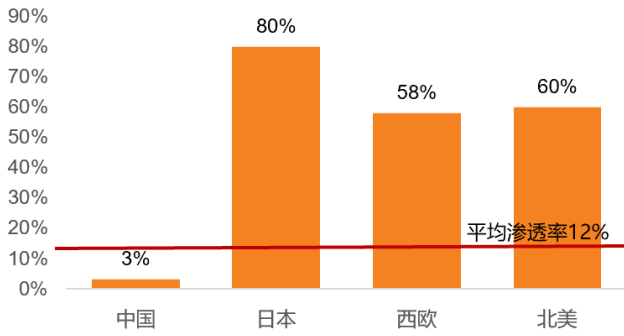


资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

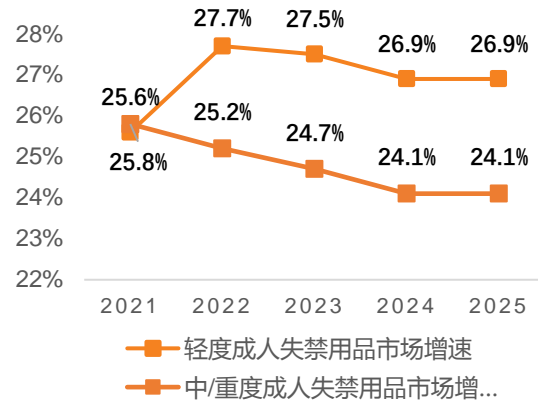
市场渗透率远低于发达国家，消费习惯有待培育。日本、欧美等发达国家，成人失禁用品市场目前已较为成熟，日本成人失禁用品的市场渗透率约为 80%，北美和西欧的市场渗透率也在 60%左右，世界平均水平为 12%，我国目前仅为 3%。传统文化影响下，轻度失禁人群普遍比较保守，中度、重度失禁患者是主要受众人群，19 年约占失禁用品市场总额的 82%左右。但是轻度成人失禁用品市场增速略高于中/重度，根据欧睿预测，20-25 年预计轻度成人失禁用品市场规模的 CAGR 为 16.3%，中/重度则为 21.2%。

图 15: 全球成人失禁用品渗透率

图 16: 国内轻、中/重度成人失禁用品市场增速预测



资料来源：中华纸业，天风证券研究所



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

成人失禁用品市场品牌分散，消费升级趋势明显。我国成人失禁用品市场的头部品牌包括金佰利、维达、恒安、可靠护理等国际一线企业和本土厂商。添宁等国际品牌主要采取OEM/ODM加工，包大人系列产品在大陆也尚未建立自有生产线。19年CR5市占率在46%左右，且有逐年下滑的趋势，市场较为分散，长尾品牌势头更盛。另外值得关注的是，随着消费观念的变化，18-19年成人失禁用品单片提价幅度均在10%以上；产品结构变化方面，消费升级趋势明显，高单价的成人纸尿裤的市场份额逐年提升，17-19年从66%提升到了83%。

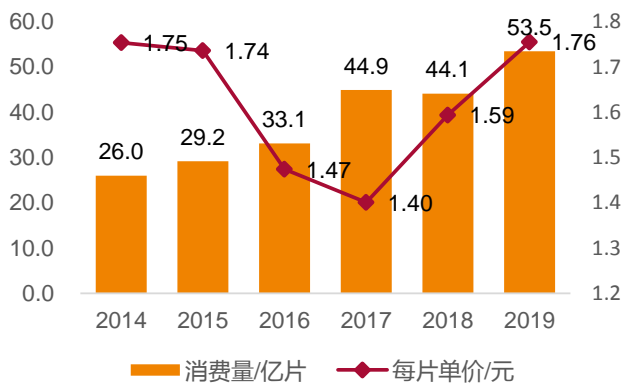
表 3：零售渠道成人失禁用品分品牌市占率

品牌	2014	2015	2016	2017	2018	2019
安而康	16.8%	16.1%	15.7%	14.8%	13.5%	12.5%
可靠	9.7%	10.7%	11.1%	11.3%	11.3%	11.3%
千芝雅	4.6%	7.3%	8.5%	9.1%	9.0%	8.5%
包大人	11.9%	11.9%	11.1%	9.9%	9.0%	8.2%
珍琦	6.1%	6.0%	6.0%	6.1%	5.9%	5.6%
CR5	49.1%	52.0%	52.4%	51.2%	48.7%	46.1%
得伴	6.1%	5.5%	4.9%	4.3%	3.8%	3.4%
唯尔福	3.9%	3.5%	3.3%	3.2%	3.0%	2.7%
添宁	2.2%	2.2%	2.0%	1.9%	1.7%	1.5%
白十字	-	-	-	1.4%	1.3%	1.2%
洒露把	2.3%	2.1%	1.9%	1.7%	1.4%	1.1%
CR10	63.6%	65.3%	64.5%	63.7%	59.9%	56.0%

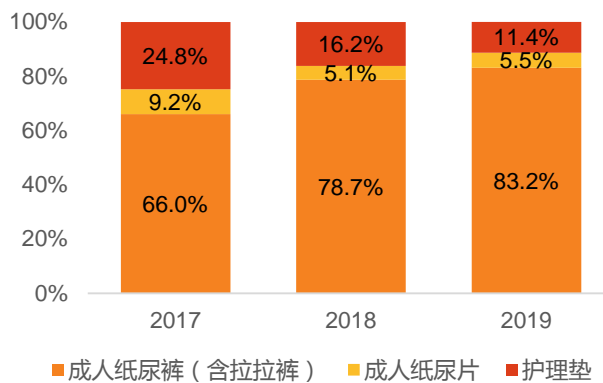
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 17：成人失禁用品销售量和销售单价

图 18：17-19 年成人失禁用品市场结构



资料来源：生活用纸委员会，天风证券研究所



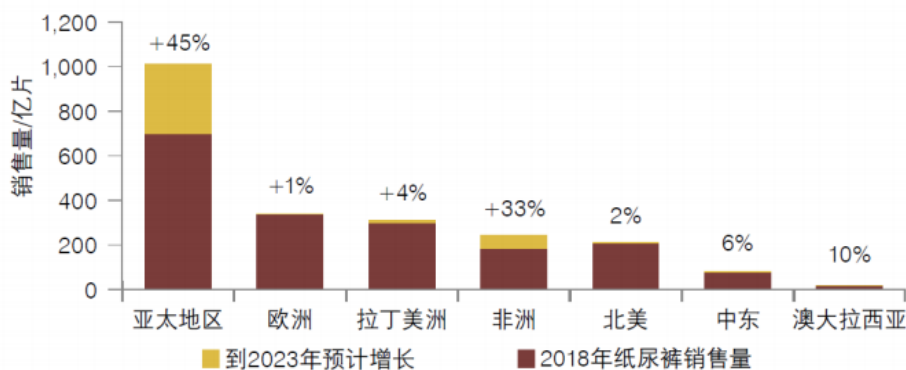
资料来源：生活用纸委员会，天风证券研究所

2.2. 海外卫护市场空间广阔，国内宠物卫生用品处于起步期

宠物卫生用品处于起步阶段，生产多用 OEM 模式。根据发达国家宠物行业发展经验，各国人均 GDP 与宠物行业渗透率呈现正相关，2018 年我国人均 GDP 为 9,770 美元，家庭宠物渗透率仅 6%。由于发展时间较短，目前国内宠物卫生用品市场仍处于起步阶段，在产品品牌和销售渠道上尚存短板，多以小规模出口代工型企业为主。

亚太地区为全球最大纸尿裤市场，中东和非洲市场增速亮眼。根据美国棉花公司 2018 年四季度的调查，18 至 23 年，全球婴儿纸尿裤销量将增长 23%，总销售量将超过 2200 亿片；其中非洲市场和亚洲市场的销量增长最多，分别为 33%和 45%；得益于较大的人口基数和较高的生育率，2023 年亚太地区仍将成为世界最大的纸尿裤市场。全球来看，预计 2023 年全球婴儿纸尿裤市场规模为 701 亿美元，18-23 年年均复合增长率为 36%。

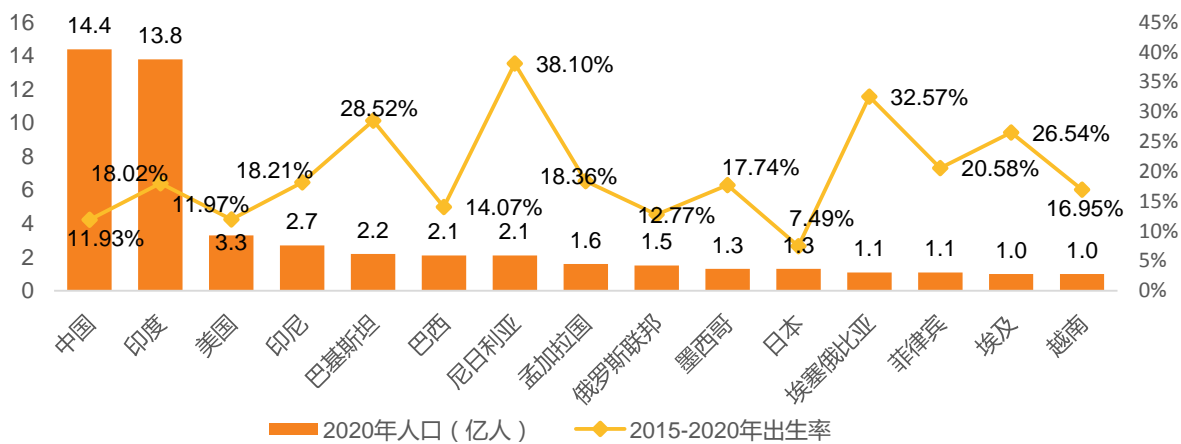
图 19：亚太地区为世界最大的婴儿纸尿裤市场



资料来源：天风证券研究所

菲律宾为人口大国，生育率水平维持高位。根据世界银行的数据，2019 年菲律宾总人口 1.08 亿，是世界第十三大大人口大国，且人口仍处于增长中；与世界其他主要国家相比，2018 年，菲律宾每名育龄妇女平均生育数为 2.58，世界平均水平为 2.41。公司第一大客户为菲律宾 JS，占其纸尿裤采购总额的 50%左右，且 JS 为菲律宾市场纸尿裤市占率第一。后续随着市场扩容，业务成长可期。

图 20：TOP15 人口大国出生率情况



资料来源：联合国，天风证券研究所

表 4：菲律宾纸尿裤市场 2019 年品牌市占率 TOP5

	2019 年市占率
EQ (JS Unitrade Merchandise Inc)	29.5%
Pampers (Procter & Gamble Co, The)	25.0%
Happy (Fiberline Industries Inc)	6.8%
Huggies (Kimberly-Clark Corp)	6.4%
Drypers (Essity AB)	5.8%

资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

3. ODM 模式为主，品控严格&客户优质助力业务快速发展

3.1. 2020 收入+39%，婴儿护理&成人失禁&宠物卫生全赛道布局

3.1.1. 婴儿护理用品营收占比 58%，拉拉裤代工发展亮眼

婴儿护理用品绝大多数为 ODM 代工，也拥有“酷特适”等自有品牌。婴儿护理用品包括婴儿拉拉裤、婴儿护理垫和婴儿纸尿裤。公司 ODM 存量客户市场表现良好，带动公司 ODM 订单销量逐年上升，17-20 年婴儿护理用品分别实现营收 5.15/5.36/7.13/9.39 亿，当期营收贡献分别为 66%/60%/62%/58%。综合毛利率略有降低，17-20 年分别为 28.6%/22.1%/22.2%/20.6%。

表 5：婴儿护理用品代表

产品系列	产品名称	图例	用途
婴儿系列产品	婴儿纸尿裤		用于不同月龄的婴幼儿
	婴儿尿片/超薄尿片		用于不同月龄的婴幼儿
	婴儿拉拉裤		供婴幼儿运动、学步时使用

婴儿护理垫



用于不同月龄的婴幼儿，防止污染床单

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 21：婴儿护理用品营业收入（亿元）及其增速

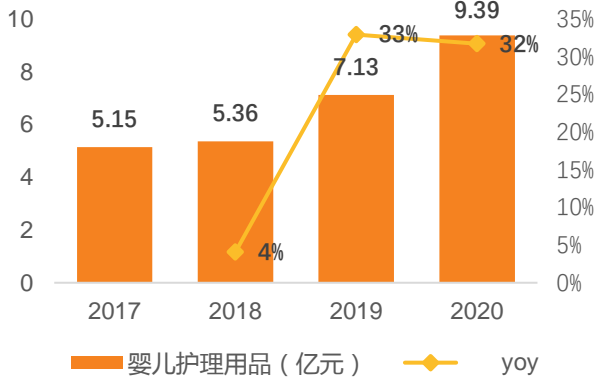
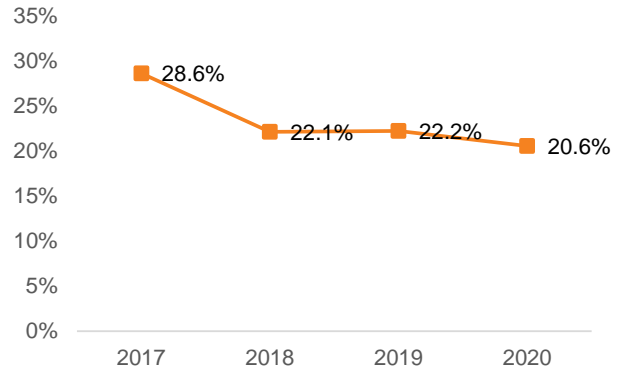


图 22：婴儿护理用品毛利率



18

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2020 年婴儿纸尿裤实现收入 6.27 亿元，婴儿拉拉裤实现收入 2.97 亿元。婴儿拉拉裤占比比较小但增速较快，拉拉裤系近些年出现的婴儿护理用品新种类，适用于学步期间的宝宝，自推向市场以后逐渐受到家长青睐，17-20 年分别实现营收 0.47/0.56/1.48/2.97 亿，18-20 年同比增长 20%/164%/102%。

婴儿护理用品销量与单价齐升，主要产品产能利用率充足。随着杜迪公司、万邦健康等主要客户业务扩张，带动公司 ODM 婴儿护理用品销量不断增长，2020 年达 13.46 亿片，同比增长 24.5%；另一方面，受主要原材料采购价格上升影响，18-20 年公司婴儿护理用品 ODM 业务产品平均单价逐年上升，分别为 0.65 元/片、0.66 元/片和 0.70 元/片。产能利用率方面，主要产品婴儿纸尿裤与拉拉裤的产量从 17 年的 8.1 亿片提升至 20 年的 12.9 亿片，近三年产能利用率逐步提升，2020 年达 83.56%的水平。

图 23：婴儿护理用品销量与单价变化

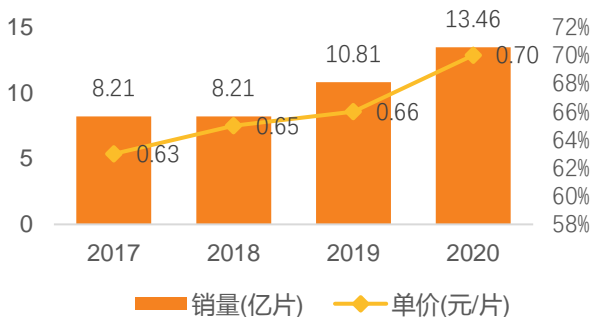
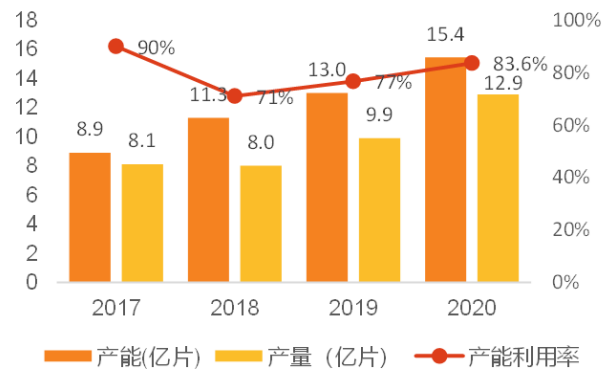


图 24：婴儿纸尿裤、拉拉裤产能利用情况





资料来源：招股说明书，天风证券研究所

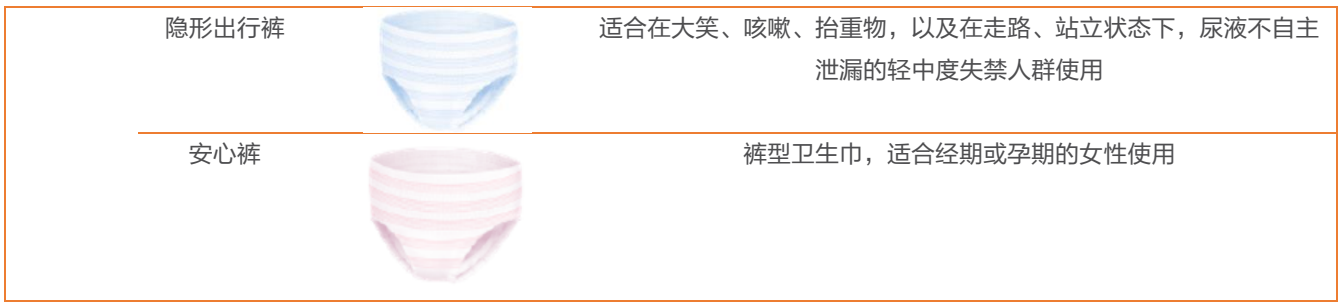
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.1.2. 成人失禁用品 20 年营收+16%，毛利率略有下降

成人失禁用品国内市占第一，2020 年毛利率略有下降。17-20 年，成人失禁用品分别实现营收 1.95/2.71/3.70/4.29 亿，当期营收贡献分别为 24.97%/30.44%/31.96%/30.44%。成人失禁用品是公司主要发展方向，在该领域拥有“可靠”“吸收宝”“安护士”“康普适”等自有品牌。根据生活用纸委员会统计，17 至 19 年，公司成人纸尿裤品类市场占有率连续三年国内排名第一，全球排名第三。

表 6：成人失禁产品代表

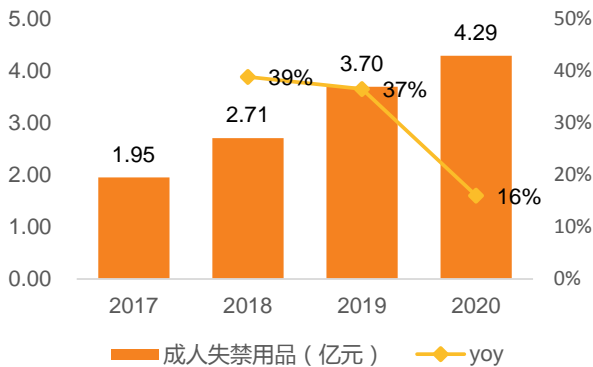
产品系列	产品名称	图例	用途
	成人纸尿裤		用于长期卧床、术后、行动不便的中重度失禁者，及特殊情况无法如厕者
	成人纸尿裤（医护级）		用于长期卧床、术后、行动不便的中重度失禁者，卫生安全标准达到医护级别
	成人护理垫		用于失禁、卧床、术后、经期夜用、产妇及婴童等多种用途，防止污染床单
	成人拉拉裤		用于卧床或行动不便的中重度失禁者，经期女性，外出或交通堵塞无法如厕者
	成人纸尿片		用于卧床、术后、行动不便的中重度失禁者，及特殊情况无法如厕者
	妇婴两用巾		用于经期夜用、产妇及婴童
成人系列 产品	产妇巾		用于产妇产褥期、经期夜用
	产褥垫		用于产妇产褥期、经期间，防止床单脏污
	成人护理湿巾		成人皮肤清洁、日常家居清洁
	隐形安护巾		适合在大笑、咳嗽、抬重物，以及在走路、站立状态下，尿液不自主泄漏的轻中度女性失禁人群使用



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

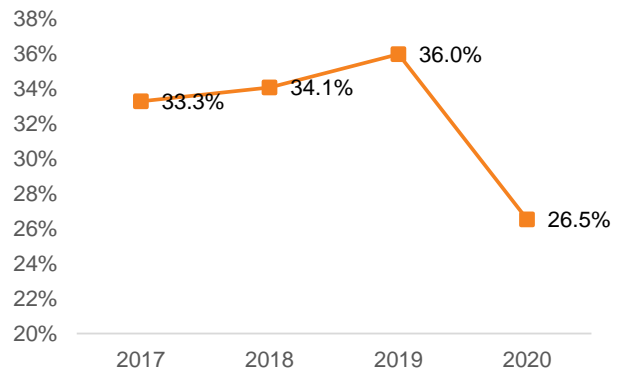
剔除运输费用的影响后，2020 年成人失禁用品毛利率为 37.03%，同增 1.04pct。17-20 年毛利率分别为 33.3%/34.1%/36.0%/26.5%（20 年末剔除运输费用口径）。2019 年，增值税税率由 16%调整为 13%，而公司自主品牌的成人失禁用品出厂税前单价保持不变，因此不含税单价上升，毛利率上涨。2020 年公司实行新会计准则，将与合同履行直接相关的运输费用计入营业成本，毛利率为 26.5%，若剔除运输费用的影响，毛利率为 37.03%，同增 1.04pct。

图 25：成人失禁用品营收及其增速



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 26：成人失禁用品毛利率（20 年末剔除运输费用口径）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 7：成人纸尿裤品类市场占有率

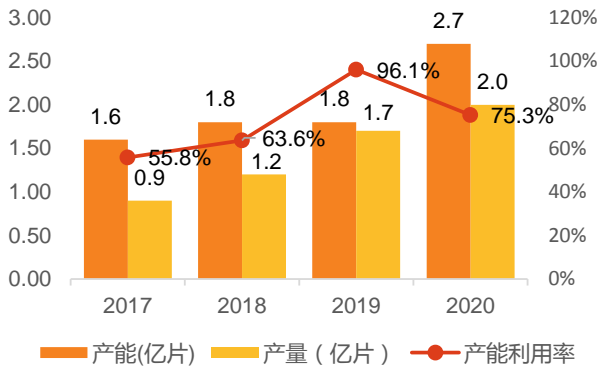
年度	2017 年	2018 年	2019 年
国内市场占有率	5.7%	6.6%	6.6%
国内排名	1	1	1
全球市场占有率	1.0%	1.2%	1.3%
全球排名	3	3	3

资料来源：生活用纸委员会，招股说明书，天风证券研究所

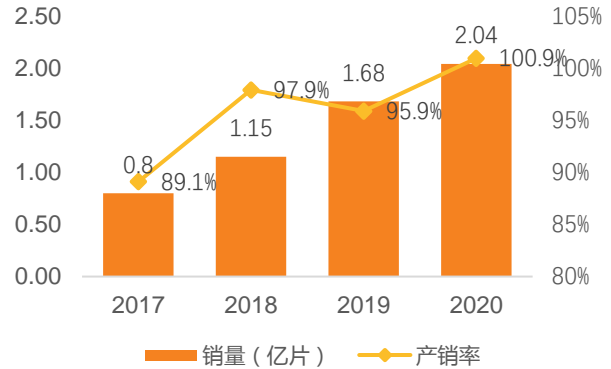
成人纸尿裤产能利用率受疫情影响有所下滑，产销情况优良。成人纸尿裤（含拉拉裤）产量从 17 年的 0.88 亿片稳步提升至 20 年的 2.02 亿片，17-20 年 CAGR 为 8.4%。产能利用率受疫情影响，全年有效工作天数下降，导致产能利用率由 19 年的 96.1%下降到 20 年的 75.3%。近年产销率水平维持高位，20 年达 100.9%。

图 27：成人纸尿裤产能、产量及其产能利用率

图 28：成人纸尿裤销量及其产销率



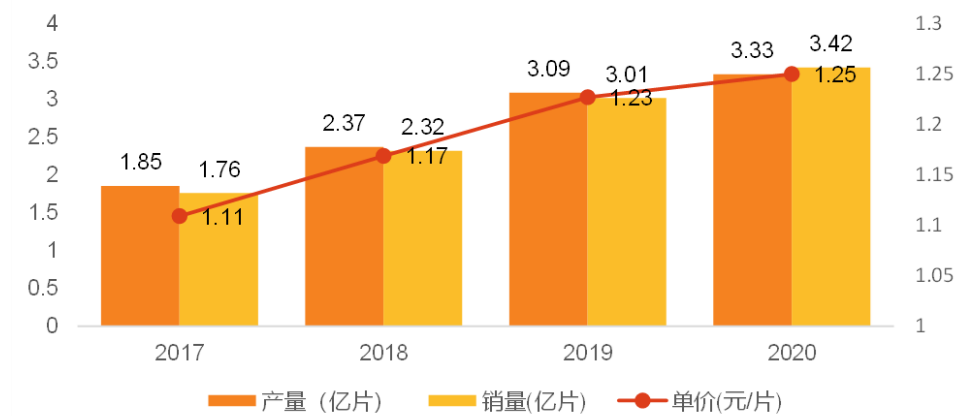
资料来源：招股说明书，天风证券研究所



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

量价拆分来看，成人失禁产品单价与销量稳步提升，带动收入增长。公司通过引进优秀电商运营团队、加大信息化硬件建设等方式着力发展线上业务，线上销售渠道销量的迅速增长，公司成人失禁用品销量大幅增加，由 2017 年的 1.76 亿片增长至 2020 年的 3.42 亿片。近年电商销售渡过推广期，成人失禁产品单价逐步回升，由 2017 年的 1.11 元/片提升至 2020 年的 1.25 元/片。

图 29：成人失禁产品销量与单价提升



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.1.3. 宠物卫生用品体量较小，单价水平最低

宠物卫生用品体量较小，主要为 KOHNAN 等企业代工。宠物卫生用品包括宠物纸尿裤、宠物护理垫等，主要为 KOHNAN 等企业代工。17-20 年，分别实现营收 0.69/0.81/0.73/0.77 亿，当期营收贡献分别为 9%/9%/6%/5%，波动主要为日本客户 KOHNAN 订单量增减变动所致。毛利率分别为 12.1%/16.2%/20.8%/18.8%。单价水平低，价格区间分布在 0.30-0.35 元/片之间。

表 8：宠物卫生用品代表

产品系列	产品名称	图例	用途
宠物系列产品	宠物尿裤		根据不同尺码用于不同时期段的宠物（猫类/狗类）

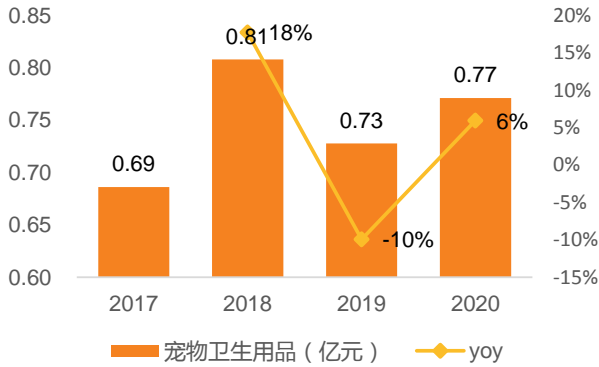
宠物垫



配合宠物尿裤使用

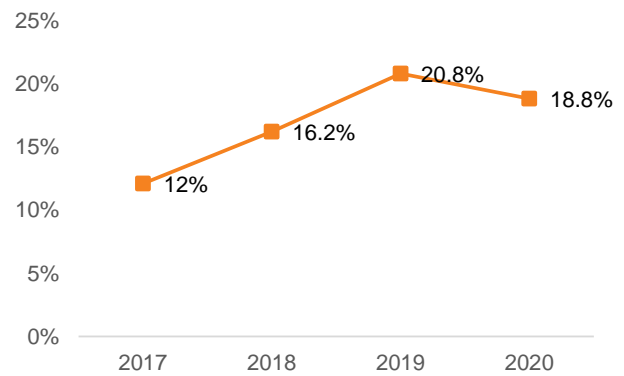
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 30：宠物卫生用品营业收入及其增速



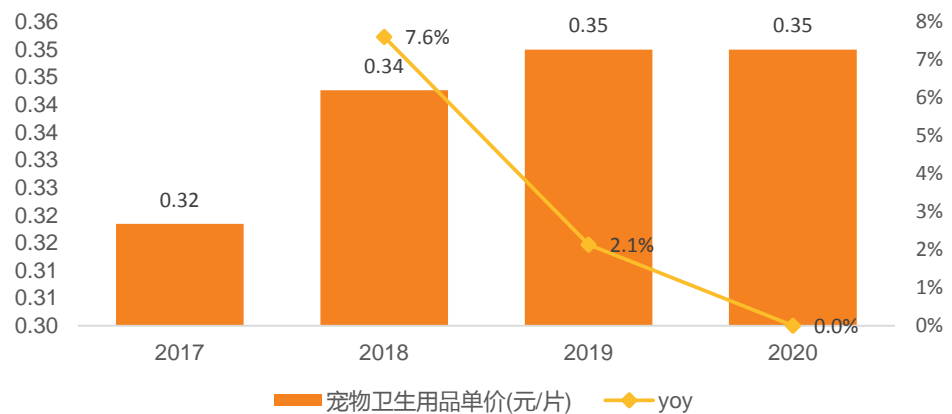
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 31：宠物卫生用品毛利率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 32：宠物卫生产品单价稳定

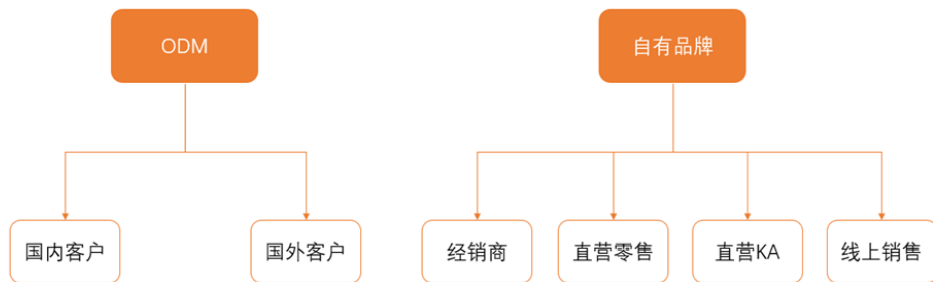


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.2. 20 年 ODM 收入占比 72%，自主品牌线上销售为主

ODM 模式贡献超 70% 营收，客户优质稳定。公司销售模式分为 ODM 和自有品牌，20 年两者收入占比分别为 72% 和 27%。合作客户包括菲律宾头部卫护用品销售企业 JS UNITRADE、国际营养健康产业服务商健合国际、万邦健康和杭州沐歆等国内新兴品牌商、日本 KOHNAN 和新加坡 NTUC 等境外大型连锁超市，以及日本 OSAKI 等国际知名医护品牌等。

图 33：销售模式



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

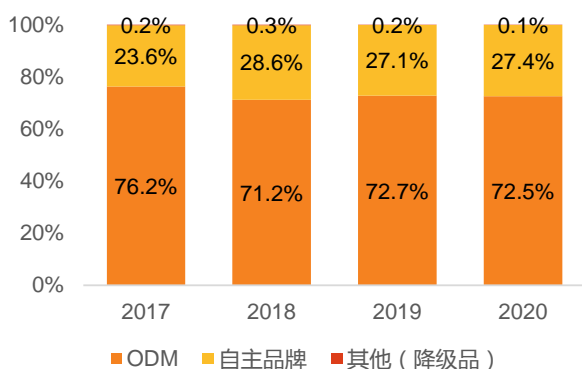
客户集中度较高，供应商采购比例较高。17-20 年，前五大客户集中度在 70%左右，第一大客户菲律宾 JS 的收入占比分别为 40%/37%/34%/35%。公司是 JS 的主要供应商，占其纸尿裤采购总额的 50%左右。第二大客户杜迪 18-20 年的收入贡献占比分别为 10%/13%/14%，公司是杜迪纸尿裤产品的独家供应商。

表 9：ODM 客户情况

客户名称	客户简介	代工产品品类
广州杜迪婴幼儿护理用品有限公司	由合生元投资成立的专业母婴护理公司	代加工婴儿纸尿裤、拉拉裤等
万邦（汕头）健康科技有限公司	一家在国内微商渠道快速崛起的母婴服务综合运营管理服务商。	代加工婴儿纸尿裤、拉拉裤等
杭州沐歆品牌管理有限公司	源自澳洲的母婴护理用品品牌商，主营业务包含母婴系列和女性私护系列。	代加工婴儿纸尿裤、拉拉裤
上海亲蓓母婴用品有限公司	国内最大的母婴产品销售及提供母婴服务的机构之一，爱婴室旗下母婴护理产品公司。	代加工婴儿纸尿裤、拉拉裤
滨海昌正企业管理有限公司	主要从事母婴行业品牌开发与销售，主要产品在国内多个电商平台进行销售。	代加工婴儿护理垫
KOHNAN	日本上市公司，知名连锁家居超市	代加工宠物护理垫
OSAKI MEDICAL CORPORATION	日本企业，主营内容包括卫生材料、医药品、化妆品、特殊用途化妆品和医疗器械。	代加工成人护理垫

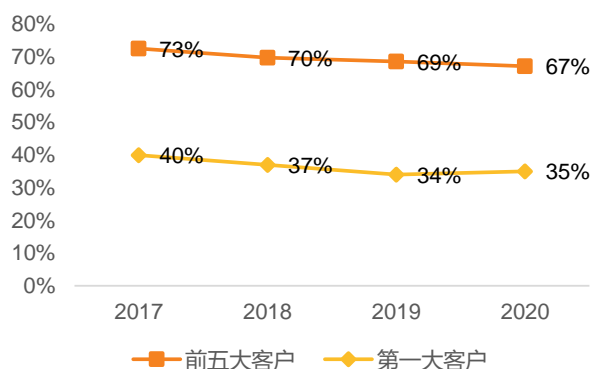
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 34：分业务模式收入情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 35：客户集中度较高



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

自主品牌模式以线上销售为主。17-20 年，自主品牌分别实现收入 1.84/2.54/3.14/4.45 亿元，18-20 年同比增长 38%/23%/42%，以线上渠道销售为主。线上渠道销售模式分为自营电商平台、电商超市以及线上分销平台。其中，自营电商店铺收入贡献较高，其次为电商超市。

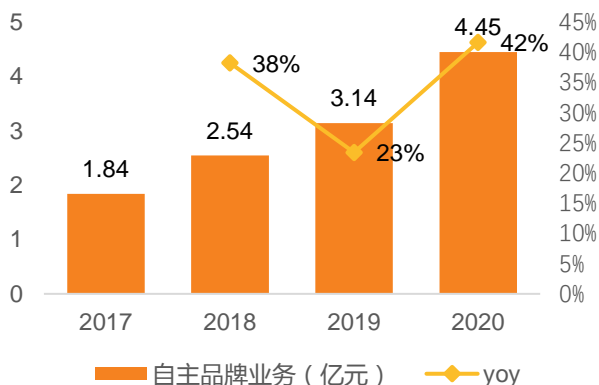
线下渠道方面，公司在维持传统 KA、经销渠道的同时，重点开拓直营零售客户，与华东医药、光大养老、陕西国药、国药华鸿等大型医药流通公司建立战略合作关系，打通与养老院、医院周边店、连锁药房等的联系。17-20 年，直营零售渠道收入分别为 711/1199/1359/2241 万元。

图 36：线上销售三种模式



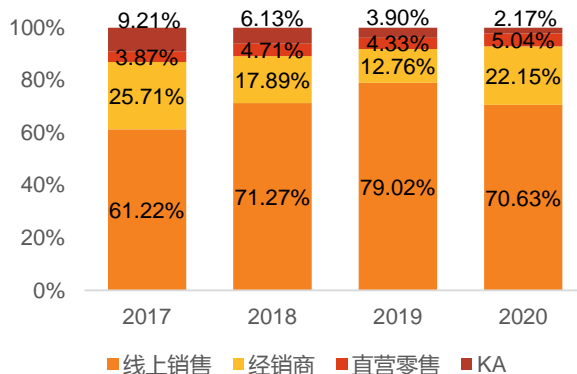
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 37：自主品牌收入及 yoy



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 38：自主品牌业务分模式收入结构



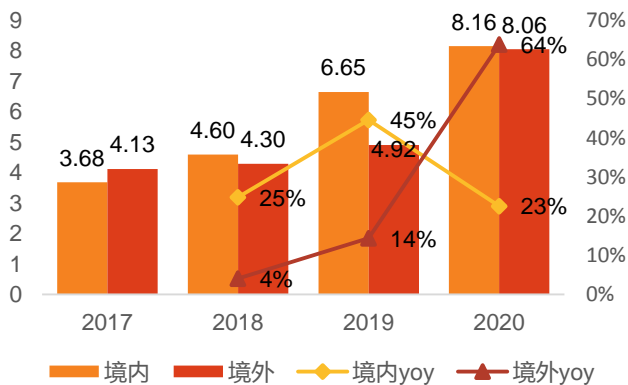
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

境内外收入占比较为稳定，20 年口罩业务加持带动境外营收增长。17-20 年，境外营收分别为 4.13/4.30/4.92/8.06 亿元，营收占比分别为 52.8%/48.3%/42.5%/49.7%。17-20 年境内营收分别为 3.68/4.60/6.65/8.16 亿，营收占比 47.1%/51.7%/57.5%/50.3%。2019 年公司境内 ODM 客户业务增长明显，境内收入占比上升。2020 年疫情爆发后，境外客户口罩采购量

快速增加，公司境外销售规模增长幅度较大。

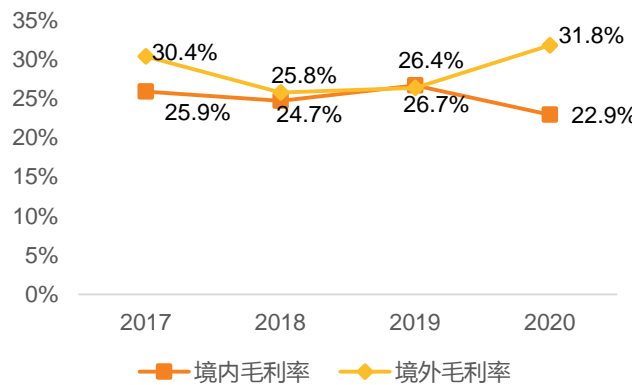
2020 年，向境外销售口罩拉动毛利率上涨。17-20 年公司境外销售的毛利率分别为 30.4%/25.8%/26.4%/31.8%，20 年疫情发生后，口罩毛利率高达 69.8%，拉动总体毛利率上行；境内销售的毛利率分别为 25.9%/24.7%/26.7%/22.9%。剔除口罩影响后，20 年境外毛利率为 22.99%，境内外毛利率不存在明显差异。

图 39：境内外营收（亿元）及增速情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 40：境内外毛利率情况



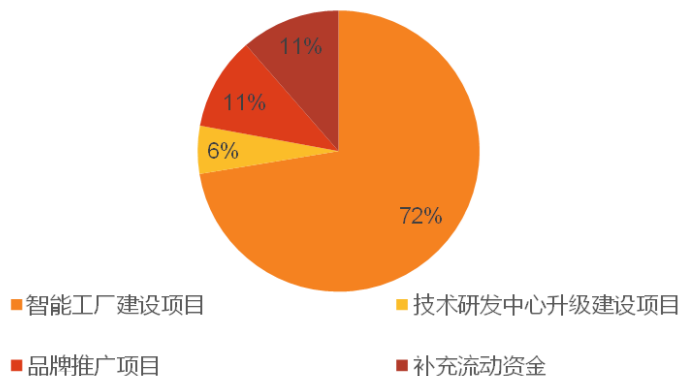
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.3. 生产设备&研发投入领先，募资扩产成长可期

生产设备&研发投入领先，参与起草成人纸尿裤行业标准。生产设备方面，公司拥有国内领先的自动化生产线 20 余条，多数为通用设备，可满足多种产品类别和型号的生产；年生产超过 18 亿片纸尿裤，产销额长期居于行业前列。原材料供应方面，采用 GP、3M、德国汉高以及日本住友等全球知名供应商产品。研发投入方面，公司拥有行业内首家获批的省级企业研究院——浙江可靠护理产品创新研究院。先后参与起草《医护级成人纸尿裤（片、垫）》（T/NAHIEM002-2017）行业标准和《成人纸尿裤》（T/ZZB 0645—2018）浙江制造团体标准，并长期与卫护行业头部院校开展科研合作。

募资净额约 7.6 亿，新增产能 11.66 亿片。募投项目拟用资金中，72%拟用于智能工厂建设项目，包括新增婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、成人纸尿裤、成人拉拉裤、成人经期裤等共 10 条生产线，总产能约 11.66 亿片/年，新增产能成长可期。11%拟用于补充流动资金，11%拟用于品牌建设与推广项目，6%拟用于技术研发中心建设项目。

图 41：募集资金用途



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 10: 智能工程项目建设具体内容

序号	产品名称	生产线数量 (条)	设计产能 (亿片/年)
1	婴儿纸尿裤	4	5.42
2	婴儿拉拉裤	2	2.71
3	成人纸尿裤	2	1.63
4	成人拉拉裤	1	0.81
5	成人经期裤	1	1.08
	合计	10	11.66

资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

假设: ①成人失禁用品国内市场双位数增速较快, 可靠为头部品牌制造商, 上市后新建产能持续发力, 预计 21-23 年收入增速分别为 50%/30%/21%, 毛利率分别为 28.5%/32.0%/29.0%; ②婴儿卫生用品 20 年受疫情影响销售单价较高, 预计 21-23 年收入增速分别为 21%/20%/30%, 毛利率分别为 23%/24.5%/24%; ③宠物卫生用品预计后续业务发展较为平稳, 预计 21-23 年收入增速分别为 13%/9%/10%, 毛利率保持在 20%左右; ④预计口罩等其他业务 21-23 年大幅缩减, 收入增速分别为 -70%/-33%/-50%, 毛利率分别为 60.0%/55.0%/55.0%; ⑤预计上市后销售费用率和管理费用率在收入增长规模效应下, 相比 2019 年有所下滑, 大力开拓适老新产品下, 研发费用率相对平稳。

公司国内成人失禁自主品牌排名第一, 制造奠定基础。成立“可艾”、“可靠福祉”子公司, 专注卫护赛道, 逐步完善以国内为主战场、菲律宾日本为龙头、涵盖泛亚及澳新的全球市场布局。公司 20 年产能约 23.3 亿片, 募资产投产新增产能 11.7 亿片, 大客户深度绑定 & 自有品牌持续加大推广下, 后续成长可期。预计 2022 年实现净利润 2.6 亿元, 参考行业可比公司估值, 考虑到 ODM 业务的稳定性以及成人失禁市场的广阔成长空间, 给予 22 年 45 倍 PE, 目标市值 117 亿元, 目标股价 43.0 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。(可比公司选取均为 22 年预期动态 PE, 因为疫情影响下, 卫护板块普遍 20 年高基数 21 年低基数, 利润波动较大, 故选取 22 年指标)

表 11: 盈利预测

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (亿元)	7.9	9.1	11.7	16.4	19.2	23.3	29.1
yoy		15%	30%	39%	18%	21%	25%
其中: 成人失禁用品 (亿元)	2.0	2.7	3.7	4.3	6.5	8.4	10.2
yoy	-	39%	37%	16%	50%	30%	21%
% of total	25%	30%	31%	26%	34%	36%	35%
婴儿卫生用品 (亿元)	5.2	5.4	7.1	9.4	11.4	13.7	17.8
yoy	-	4%	33%	32%	21%	20%	30%
% of total	65%	59%	61%	57%	59%	29%	61%
宠物卫生用品 (亿元)	0.7	0.8	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0
yoy	-	18%	-10%	6%	13%	9%	10%
% of total	9%	9%	6%	5%	5%	4%	4%
口罩等其他用品 (亿元)	-	-	-	1.8	0.5	0.4	0.2
yoy	-	-	-	-	-70%	-33%	-50%
% of total	-	-	-	11%	3%	2%	1%

归母净利润 (亿元)	0.42	0.60	0.87	2.14	1.76	2.60	2.92
yoy		43%	45%	146%	-18%	48%	12%
归母净利率	5.3%	6.6%	7.4%	13.1%	9.1%	11.1%	10%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 12: 可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	PE(2022E)
003006.SZ	百亚股份	107	34
001206.SZ	依依股份	62	31
600315.SH	上海家化	381	49
	平均值		38

资料来源: Wind, 天风证券研究所

5. 风险提示

客户集中度较高: 18-20 年, 公司前五大客户集中度在 70%左右, 第一大客户集中度在 35%以上, 主要客户订单量不及预期可能会对当期业绩产生不利影响。

汇率波动风险: 18-20 年, 境外客户收入贡献占比在 50%左右, 公司与境外客户间通常以美元进行定价和结算, 外汇汇率大幅波动可能产生汇兑损失。

原材料价格上涨风险: 公司产品的主要原材料包括木浆、无纺布、底膜、高分子、复合芯体、纸箱、卫生纸、包装袋和热熔胶等, 18-20 年上述原材料合计占生产成本的 80%左右, 主要原材料价格持续上涨将对利润产生不利影响。

行业竞争加剧风险: 成人失禁是一次性卫生护理行业的细分蓝海市场, 人口老龄化趋势下, 行业进入者增加可能会对企业盈利空间产生不利影响。

市场风险: 国内婴儿出生率下降引发

发行人暂停口罩大规模生产后, 存在业绩波动较大和设备减值的风险。

短期内股价波动风险: 该股为次新股, 流通股本较少, 存在短期内股价大幅波动的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	200.39	339.25	523.12	934.60	1,245.27
应收票据及应收账款	190.62	226.55	408.55	235.55	438.70
预付账款	4.83	13.84	0.75	18.75	8.31
存货	134.29	127.75	285.27	167.27	448.24
其他	39.84	142.10	68.26	86.72	102.87
流动资产合计	569.97	849.49	1,285.95	1,442.90	2,243.40
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	340.79	485.82	510.67	546.96	577.11
在建工程	75.42	50.24	66.14	87.69	82.61
无形资产	52.08	50.76	49.30	47.84	46.38
其他	33.68	57.67	42.50	40.90	40.38
非流动资产合计	501.97	644.48	668.61	723.38	746.48
资产总计	1,071.94	1,493.97	1,954.56	2,166.28	2,989.88
短期借款	40.85	99.18	45.70	38.90	40.20
应付票据及应付账款	515.17	653.31	896.92	880.46	1,371.05
其他	51.91	53.19	81.11	55.23	94.87
流动负债合计	607.93	805.68	1,023.74	974.59	1,506.12
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	5.96	6.74	5.76	6.15	6.22
非流动负债合计	5.96	6.74	5.76	6.15	6.22
负债合计	613.89	812.42	1,029.50	980.74	1,512.34
少数股东权益	59.04	68.12	68.12	68.12	68.12
股本	203.89	203.89	270.96	270.96	270.96
资本公积	29.26	29.66	29.66	29.66	29.66
留存收益	195.12	409.53	585.98	846.46	1,138.46
其他	(29.26)	(29.65)	(29.66)	(29.66)	(29.66)
股东权益合计	458.05	681.55	925.06	1,185.54	1,477.54
负债和股东权益总计	1,071.94	1,493.97	1,954.56	2,166.28	2,989.88

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	93.48	223.10	176.45	260.48	292.00
折旧摊销	34.55	41.90	20.70	23.63	26.38
财务费用	(2.87)	24.75	0.00	0.00	0.00
投资损失	6.95	(1.11)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	67.55	62.91	(33.53)	225.29	55.81
其它	23.66	44.31	0.00	11.11	14.81
经营活动现金流	223.33	395.86	163.62	520.50	389.00
资本支出	94.83	156.98	60.98	79.61	49.93
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(230.54)	(468.45)	(54.32)	(181.83)	(129.56)
投资活动现金流	(135.72)	(311.47)	6.67	(102.22)	(79.63)
债权融资	40.85	99.18	45.70	38.90	40.20
股权融资	32.72	(22.01)	67.06	0.00	0.00
其他	(211.24)	(48.70)	(99.18)	(45.70)	(38.90)
筹资活动现金流	(137.66)	28.47	13.59	(6.80)	1.30
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(50.05)	112.85	183.87	411.48	310.67

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,173.73	1,635.13	1,922.42	2,333.25	2,910.96
营业成本	856.56	1,180.11	1,427.78	1,691.37	2,160.22
营业税金及附加	6.15	3.69	0.00	0.00	0.00
营业费用	118.34	65.44	153.79	198.33	227.05
管理费用	161.89	24.90	69.21	70.00	104.79
研发费用	7.59	58.84	71.13	88.66	101.88
财务费用	(4.09)	22.41	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	(1.63)	(34.67)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	11.11	14.81
投资净收益	(6.95)	1.11	0.00	0.00	0.00
其他	(72.09)	57.91	0.00	(22.22)	(29.63)
营业利润	107.95	255.39	200.51	296.00	331.82
营业外收入	1.38	0.08	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.91	1.17	0.00	0.00	0.00
利润总额	108.43	254.30	200.51	296.00	331.82
所得税	14.94	31.20	24.06	35.52	39.82
净利润	93.48	223.10	176.45	260.48	292.00
少数股东损益	6.03	9.09	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	87.45	214.01	176.45	260.48	292.00
每股收益(元)	0.32	0.79	0.65	0.96	1.08

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	29.52%	39.31%	17.57%	21.37%	24.76%
营业利润	63.08%	136.57%	-21.49%	47.62%	12.10%
归属于母公司净利润	46.53%	144.72%	-17.55%	47.62%	12.10%
获利能力					
毛利率	27.02%	27.83%	25.73%	27.51%	25.79%
净利率	7.45%	13.09%	9.18%	11.16%	10.03%
ROE	21.92%	34.89%	20.59%	23.31%	20.72%
ROIC	32.08%	92.03%	62.17%	70.06%	142.79%
偿债能力					
资产负债率	57.27%	54.38%	52.67%	45.27%	50.58%
净负债率	-34.83%	-35.22%	-51.61%	-75.55%	-81.56%
流动比率	0.94	1.05	1.26	1.48	1.49
速动比率	0.72	0.90	0.98	1.31	1.19
营运能力					
应收账款周转率	6.13	7.84	6.05	7.25	8.63
存货周转率	9.41	12.48	9.31	10.31	9.46
总资产周转率	1.14	1.27	1.11	1.13	1.13
每股指标(元)					
每股收益	0.32	0.79	0.65	0.96	1.08
每股经营现金流	0.82	1.46	0.60	1.91	1.43
每股净资产	1.47	2.26	3.16	4.12	5.20
估值比率					
市盈率	96.59	39.47	47.71	32.32	28.83
市净率	21.17	13.77	9.82	7.53	5.97
EV/EBITDA	0.00	0.00	35.86	23.48	20.05
EV/EBIT	0.00	0.00	39.57	25.36	21.64

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com