

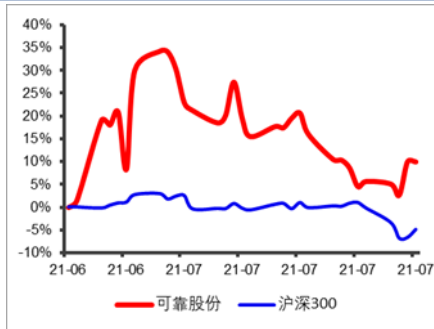
成人失禁用品龙头，“ODM+自主品牌”双轮驱动

投资评级：增持（首次）

报告日期：2021-07-30

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 28.44 |
| 近12个月最高/最低(元) | 38.22/25.70 |
| 总股本(百万股) | 271.86 |
| 流通股本(百万股) | 58.01 |
| 流通股比例(%) | 21.34 |
| 总市值(亿元) | 77.32 |
| 流通市值(亿元) | 16.50 |

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 全国成人失禁龙头，员工持股平台激励充分。

公司专注于一次性卫生用品的设计、研发、生产和销售，主要产品包括婴儿护理用品、成人失禁用品、宠物卫生用品和口罩。公司采用

“ODM+自主品牌”双轮驱动的发展模式：ODM业务领域，公司致力于精品制造和高端制造，与国内外诸多知名婴儿护理用品品牌商菲律宾JS、杜迪公司、万邦健康等建立长期稳定的合作模式；自主品牌业务领域，主打成人失禁用品，拥有成人失禁用品知名品牌“可靠”，产品覆盖高、中、低各个市场定位。金利伟先生是公司创始人、董事长和实控人，唯艾诺、唯艾诺贰号、唯艾诺叁号为公司员工持股平台。

● 中国成人失禁用品市场潜力巨大，婴儿护理用品亚洲市场需求旺盛。

①我国成人失禁用品市场发展潜力巨大。年龄超过65岁的老人中，50.9%存在尿失禁或意外大便失禁的情况。我国60岁以上人口总数约为2.54亿，占总人口18.1%，目前我国成人失禁用品市场渗透率仅为3%，远低于世界平均水平12%，远低于日本80%、北美60%、西欧58%，成人失禁用品市场发展潜力巨大。②婴儿护理用品亚洲市场需求量旺盛。据美国棉花公司预测，2018-2023年全球婴儿纸尿裤销量将增长23%，其中，亚洲市场销量增长最快，可达到45%；由于亚太地区拥有庞大的人口基数和较高生育率，2023年仍将成为世界最大的婴幼儿纸尿裤市场。③宠物卫生用品国内市场处起步阶段，发展空间广阔。

● ODM业务合作稳定，自主品牌线上销售逾七成。

2018-2020年公司前五大客户基本一致，占当年营收比重稳定在68%左右，除京东世纪为自主品牌业务外，其他均为公司ODM业务客户。公司自2010年与菲律宾JS UNITRADE开启合作，目前JS UNITRADE已成为公司最大的客户，JS向公司采购的纸尿裤产品达到其采购总额50%。2014年，公司与杜迪公司展开合作，是杜迪公司纸尿裤产品的独家供应商。公司自主品牌业务以生产销售成人失禁用品为主，线上销售占比逾70%。2012年，公司为发展互联网新型零售渠道，入驻天猫等电商平台；2014年起，公司逐步拓展电商渠道销售规模，2020年电商渠道年销售额达3.14亿元，自营电商店铺占线上销售比重约50%。

● 投资建议

公司IPO募资7.88亿元，为中长期业务扩张奠定基础。我们预计公司2021-2023年实现营业收入19.51亿元、24.45亿元、30.01亿元，同比增长19.3%、25.3%、22.7%，实现归母净利润2.09亿元、2.63亿元、3.28亿元，同比增长-2.2%、25.7%、24.6%，对应EPS0.77元、0.97元、1.21元，对应PE为38.8、30.86、24.75倍。我们给予公司2021年40倍PE，目标价格30.8元，给予“增持（首次）”评级。

● 风险提示

汇率波动风险、产品质量控制及产品安全问题风险；客户流失风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1635 | 1951 | 2445 | 3001 |
| 收入同比 (%) | 39.3% | 19.3% | 25.3% | 22.7% |
| 归属母公司净利润 | 214 | 209 | 263 | 328 |
| 净利润同比 (%) | 144.7% | -2.2% | 25.7% | 24.6% |
| 毛利率 (%) | 27.8% | 22.9% | 23.0% | 23.1% |
| ROE (%) | 34.9% | 25.4% | 24.2% | 23.2% |
| 每股收益 (元) | 1.05 | 0.77 | 0.97 | 1.21 |
| P/E | 0.00 | 38.80 | 30.86 | 24.75 |
| P/B | 0.00 | 9.87 | 7.48 | 5.74 |
| EV/EBITDA | -0.70 | 20.80 | 16.30 | 12.83 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

| | |
|--------------------------------|-----------|
| 1 全国成人失禁龙头，员工持股平台激励充分 | 5 |
| 1.1 深耕一次性卫生用品二十载，股权结构稳定且集中 | 5 |
| 1.2 国内自主品牌+国外 ODM 模式，实现全球布局 | 6 |
| 1.3 营收快速增长，国内外市场同时发力 | 10 |
| 2 成人失禁用品潜力大，亚洲婴儿护理需求旺 | 13 |
| 2.1 成人失禁用品：市场规模快速增长，消费观念逐渐升级 | 13 |
| 2.2 婴儿护理用品：市场竞争激烈，行业持续升温 | 15 |
| 2.3 宠物卫生用品：国内市场处于起步阶段，发展空间广阔 | 16 |
| 3 ODM+自主品牌双轮驱动，募投支撑中期发展 | 18 |
| 3.1 ODM 业务合作稳定，客户集中度较高 | 18 |
| 3.2 老龄化催生需求，自主品牌线上销售为主 | 20 |
| 3.3 技术优势明显，持续加大研发投入 | 21 |
| 3.4 募资扩产，增长势头强劲 | 23 |
| 4 盈利预测与投资建议 | 24 |
| 4.1 盈利预测 | 24 |
| 4.2 投资建议 | 25 |
| 风险提示： | 25 |
| 财务报表与盈利预测 | 26 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1 公司发展历程..... | 5 |
| 图表 2 公司股权结构..... | 6 |
| 图表 3 公司控股及参股子公司..... | 6 |
| 图表 4 公司主要产品..... | 7 |
| 图表 5 公司自主品牌产品系列..... | 8 |
| 图表 6 公司 ODM 客户情况..... | 9 |
| 图表 7 公司营业总收入及增速 (单位: 亿元)..... | 10 |
| 图表 8 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元)..... | 10 |
| 图表 9 2018-2020 年公司不同业务收入 (单位: 亿元)..... | 11 |
| 图表 10 2020 年公司不同主营业务收入占比..... | 11 |
| 图表 11 2018-2020 年公司主要产品收入 (单位: 亿元)..... | 11 |
| 图表 12 2018-2020 年公司主营业务收入 (分地区, 单位: 亿元)..... | 12 |
| 图表 13 2018-2020 年公司主营业务毛利率 (分产品)..... | 13 |
| 图表 14 2018-2020 年公司主营业务毛利率 (分模式)..... | 13 |
| 图表 15 2015-2019 年我国 60 岁以上人口数量及比例..... | 13 |
| 图表 16 2013-2019 年成人失禁用品市场规模及增速 (亿元)..... | 14 |
| 图表 17 全球成人失禁用品市场渗透率..... | 14 |
| 图表 18 2017-2019 年成人失禁用品市场结构..... | 15 |
| 图表 19 2014-2019 年我国婴儿纸尿裤/片消费量及增速 (亿片)..... | 16 |
| 图表 20 2018 年-2023 年全球各地区婴儿纸尿裤销量 (亿片)..... | 16 |
| 图表 21 2015-2019 年我国宠物市场规模及增速 (单位: 亿元)..... | 17 |
| 图表 22 各国宠物行业渗透率与人均 GDP 的关系..... | 17 |
| 图表 23 2018-2020 年公司 ODM 收入及增速..... | 18 |
| 图表 24 2020 年前五名客户营收占比..... | 18 |
| 图表 25 2018-2020 年公司 ODM 业务前五大客户收入 (单位: 亿元)..... | 18 |
| 图表 26 2011 年-2019 年世界部分国家生育率 (每个育龄妇女平均生育子女数, 单位: 个)..... | 19 |
| 图表 27 2018-2020 年公司 ODM 产品业务收入 (单位: 亿元)..... | 19 |
| 图表 28 2018-2020 年公司自主品牌业务各销售模式比例..... | 20 |
| 图表 29 线上销售的三种模式..... | 21 |
| 图表 30 2018-2020 年公司线上不同平台销售额 (单位: 亿元)..... | 21 |
| 图表 31 2017-2020 年可比公司研发费用对照图 (亿元)..... | 22 |
| 图表 32 2017-2020 年可比公司研发费用占比情况..... | 22 |
| 图表 33 可比公司专利数量 (单位: 个)..... | 22 |
| 图表 34 公司合作研发项目情况..... | 22 |
| 图表 35 募集资金使用计划..... | 23 |
| 图表 36 项目建设具体内容..... | 24 |
| 图表 37 盈利预测..... | 24 |
| 图表 38 可比公司估值..... | 25 |

1 全国成人失禁龙头，员工持股平台激励充分

公司成立于 2001 年 8 月，专注于一次性卫生用品的设计、研发、生产和销售，主要产品包括婴儿护理用品、成人失禁用品、宠物卫生用品和口罩。

公司采用“ODM+自主品牌双轮驱动”的发展模式，产品畅销国内外市场。在 ODM 业务领域，公司致力于精品制造和高端制造，与国内外诸多知名婴儿护理用品品牌商，例如菲律宾 JS、杜迪公司、万邦健康等建立起了长期稳定的合作模式；在自主品牌业务领域，公司主打成人失禁用品，拥有成人失禁用品知名品牌“可靠”，产品覆盖高、中、低各个市场定位。据生活用纸委员会发布的《生活用纸和卫生用品行业年度报告》显示，2017-2019 年，公司和“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，同时“可靠”品牌连续数年蝉联全网销售冠军。

1.1 深耕一次性卫生用品二十载，股权结构稳定且集中

公司自 2001 年成立以来，始终专注于一次性卫生用品的设计、研发、生产和销售，公司发展历史可分为以下三个阶段。

第一阶段（产品时代），2001-2007 年，公司专注于产品制造，建成具有亚洲影响力的纸尿裤生产研发基地。2001 年，公司在中国杭州成立；2003 年，公司联手庄臣进入日本市场，产品销往意大利、澳大利亚；2006 年，公司优先引进国内成人失禁裤生产线，三大自有品牌在国内上市。

第二阶段（品牌时代），2008-2014 年，公司发展自有品牌，布局全球市场。2011 年，建成具有亚洲影响力的纸尿裤生产研发基地；2012 年，发展互联网新型零售渠道，入驻天猫等电商平台；2014 年，与合生元成立中外合资子公司“可艾”，成立全资子公司“可靠福祉”并发布养老福祉全球战略。公司逐步完善中国为主战场、日本为龙头、涵盖泛亚及澳新的全球市场布局。

第三阶段（生态时代），2015 年至今，公司进入养老福祉万亿市场，布局老年产业。2015 年，公司启动“大数据+互联网”模式，布局老年产业生态圈；2017 年，荣获电商销售世界纪录认证，可靠品牌全线升级，新品首发，开启国内成人纸尿裤科技化、国际化、品牌化新篇章；2019 年，公司与“可靠”品牌在 2017-2019 年国内成人失禁用品生产商和品牌中综合排名蝉联第一，“可靠”品牌连续数年蝉联全网销售冠军。

图表 1 公司发展历程

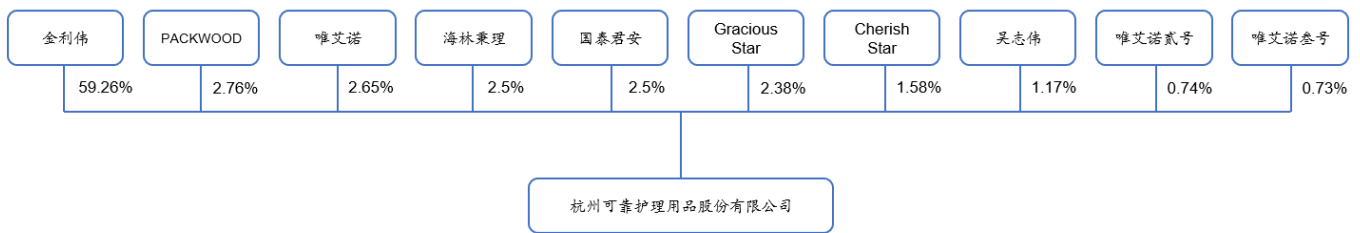
| 时间 | 发展历程 |
|------|---|
| 2001 | 可靠在中国杭州诞生。 |
| 2003 | 公司联手庄臣进入日本市场，产品销往意大利、澳大利亚；通过 IOS9001 体系认证。 |
| 2006 | 优先引进国内成人失禁裤生产线。 |
| 2011 | 建成具有亚洲影响力的纸尿裤生产研发基地。 |
| 2012 | 发展互联网新型零售渠道，入住天猫等电商平台。 |
| 2014 | 与合生元成立中外合资子公司“可艾”，成立全资子公司“可靠福祉”并发布养老福祉全球战略；逐步完善中国为主战场、日本为龙头、涵盖泛亚及澳新的全球市场布局。 |
| 2015 | 公司启动“大数据+互联网”模式，布局老年产业生态圈。 |
| 2017 | 荣获电商销售世界纪录认证，可靠品牌全线升级，新品首发，开启国内成人纸尿裤科技化、国际化、品牌化新篇章。 |

| | |
|------|---|
| 2019 | 公司和“可靠”品牌在2017-2019年国内成人失禁用品生产商和品牌中综合排名蝉联第一，“可靠”品牌连续数年蝉联全网销售冠军。 |
|------|---|

资料来源：公司官网，招股说明书，华安证券研究所

金利伟先生为公司创始人、董事长、实际控制人及最终受益人，直接持股 59.26%。唯艾诺、唯艾诺贰号、唯艾诺叁号为公司的员工持股平台，金利伟、鲍佳夫妇直接及间接（通过唯艾诺）合计持有公司 60.86%的股权。公司前三大股东为金利伟先生、PACKWOOD 和唯艾诺，分别持有公司 59.26%、2.76%、2.65%股权。

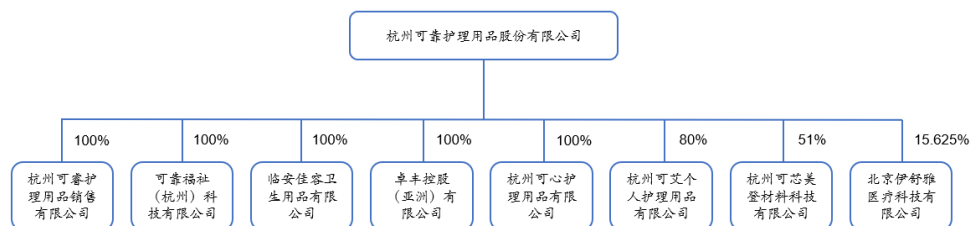
图表 2 公司股权结构



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

截至招股说明书签署日，公司共有 7 家控股子公司。杭州可艾个人护理用品有限公司由可靠护理与健合香港于 2014 年 1 月 10 日合资设立的子公司，可艾公司的主营业务为婴儿纸尿裤 ODM 代工；可靠福祉成立于 2014 年 9 月 18 日，公司持股 100%，其主营业务为一次性卫生用品、福祉产品的销售；可芯美登成立于 2021 年 1 月 18 日，公司持股 51%，其主营业务为复合芯体等卫生用品原材料的生产制造，目前尚未开始营业；临安佳容成立于 2014 年 03 月 05 日，公司持股 100%，最初成立的目的是为了从事仓储业务经营，2019 年起逐渐不再开展业务；可靠护理的另外 3 家全资子公司卓丰控股、可心护理、可睿护理目前尚未实际开展业务。

图表 3 公司控股及参股子公司


















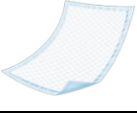




资料来源：招股说明书，华安证券研究所

1.2 国内自主品牌+国外 ODM 模式，实现全球布局

公司采用“ODM+自主品牌双轮驱动”的发展模式。ODM 业务以生产婴儿护理用品为主，以生产宠物卫生用品和成人失禁用品为辅。公司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。

图表 4 公司主要产品

| 产品系列 | 产品名称 | 图例 | 用途 |
|------|---------------|---|--|
| 成人系列 | 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 |
| | 成人纸尿裤片 |  | 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 |
| | 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 (隐形吸水巾) |  | 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 |
| | 隐形出行裤 |  | 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失禁人群使用 |
| | 安心裤 |  | 裤型卫生巾，适合经期或孕期的女性使用 |

| | | | |
|------|-------------|---|--|
| 婴儿系列 | 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 |
| 宠物系列 | 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 |
| 口罩 | 一次性使用医用口罩 |  | 用于普通环境下的一次性卫生护理，不作外科手术时特殊防护用 |
| | 医用外科口罩（儿童版） |  | 用于覆盖住使用者的口、鼻及下颌，为防止病原体微生物、体液、颗粒物等的直接透过提供物理屏障 |

资料来源：Wind，招股说明书，华安证券研究所

公司旗下成人护理产品主要有“可靠 coco”、“吸收宝”、“安护士”三大系列，分别覆盖成人失禁用品高端、中端、低端三类市场。在婴儿护理用品领域，公司推出自有品牌“酷特适”，拥有纸尿裤、拉拉裤、尿片等多种不同产品。

图表 5 公司自主品牌产品系列

| 品牌 | 品牌介绍 | 主要产品示例 |
|---|--|---|
|  | 公司在成人失禁用品领域的高端自有品牌，拥有成人纸尿裤、拉拉裤、尿片、护理垫、如婴两用巾、医用护理垫等多种产品和型号。 |  |
|  | 公司在成人失禁用品领域的精品自有品牌，拥有成人纸尿裤、拉拉裤、护理垫、纸尿裤等多 |  |

| | | |
|--|---|--|
| | 种产品和型号。 | |
|  | 公司在一次性卫生用品领域的大众自有品牌，主要为成人失禁用品。 |  |
|  | 公司在成人失禁用用品领域的平价自有品牌。拥有成人纸尿裤、拉拉裤、尿片、护理垫等多种产品和型号。 |  |
|  | 公司在婴儿护理用品领域的自有品牌，拥有纸尿裤、拉拉裤、尿片等多种型号。 |  |
|  | 派特酷是可靠品牌旗下专为宠物研发设计的宠物护理产品系列。产品包括宠物纸尿裤、宠物尿垫。 |  |

资料来源：公司官网，招股说明书，华安证券研究所

在 ODM 业务方面，公司与菲律宾 JS、杜迪公司、万邦健康等国内外知名婴儿护理用品品牌商进行合作，以生产婴儿护理用品为主，以生产宠物卫生用品和成人失禁用品为辅。

图表 6 公司 ODM 客户情况

| 客户名称 | 客户简介 | 公司代工产品品类 |
|-----------------|-------------------------------|---------------------------|
| JS UNITRADE | 菲律宾本地市场份额领先的一次性卫生用品品牌商。 | 公司为其代加工全系列的婴儿护理用品和成人失禁用品。 |
| 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。 | 公司为其代加工婴儿纸尿裤、拉拉裤等产品。 |
| 万邦（汕头）健康科技有限公司 | 一家在国内微电商渠道快速崛起的母婴服务综合运营管理服务商。 | 公司为其代加工婴儿纸尿裤、拉拉裤等产品。 |

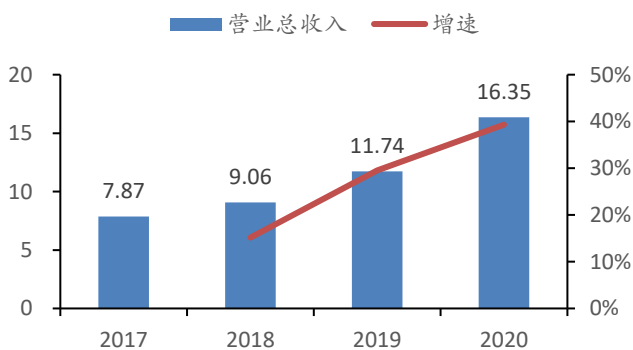
| | | |
|---------------------------|---|---------------------|
| 杭州沐歆品牌管理有限公司 | 源自澳洲的母婴护理用品品牌商，主营业务包含母婴系列和女性私护系列。 | 公司为其代加工婴儿纸尿裤、拉拉裤。 |
| 上海亲蓓母婴用品有限公司 | 国内最大的母婴产品销售及提供母婴服务的机构之一，爱婴室旗下母婴护理产品公司。 | 公司目前为其代加工婴儿纸尿裤、拉拉裤。 |
| 滨海昌正企业管理有限公司 | 主要从事母婴行业品牌开发与销售，主要产品在国内多个电商平台进行销售。 | 公司目前为其代加工婴儿护理垫。 |
| KOHNAN | 日本上市公司，知名连锁家居超市 | 公司目前为其代加工宠物护理垫。 |
| OSAKI MEDICAL CORPORATION | 日本企业，主营产品内容包括卫生材料、医药品、化妆品、特殊用途化妆品和医疗器械。1936 年成立以来，根据时代需求进行商品开发，长期面向医疗机构销售医疗产品。近年，在亚洲市场也开展了以销售产妇护理产品为主的国际业务。 | 目前公司为其代加工成人护理垫。 |

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

1.3 营收快速增长，国内外市场同时发力

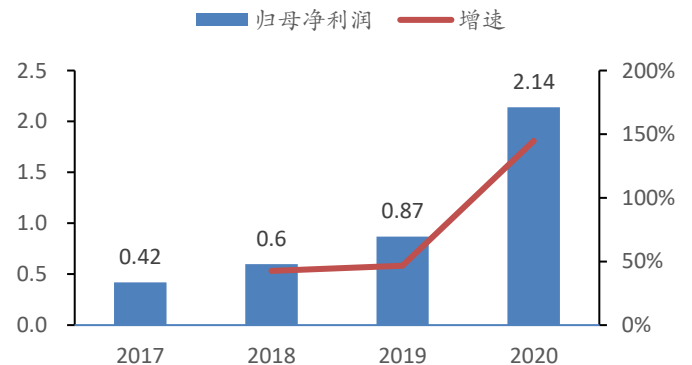
公司主要采用“ODM+自主品牌双轮驱动”的发展模式，ODM 业务占比超过 70%，自主品牌收入占比接近 30%。2020 年公司营业总收入 16.35 亿元，同比增长 39.3%。2020 年全球新冠疫情爆发，公司第一时间启动口罩生产项目，口罩 ODM 代工收入 9,645.94 万元，自主品牌口罩销售 7,843.87 万元，合计 1.75 亿元。若剔除口罩收入后，2020 年公司营业收入 14.60 亿元，同比增长 24.4%。

图表 7 公司营业总收入及增速 (单位: 亿元)



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元)

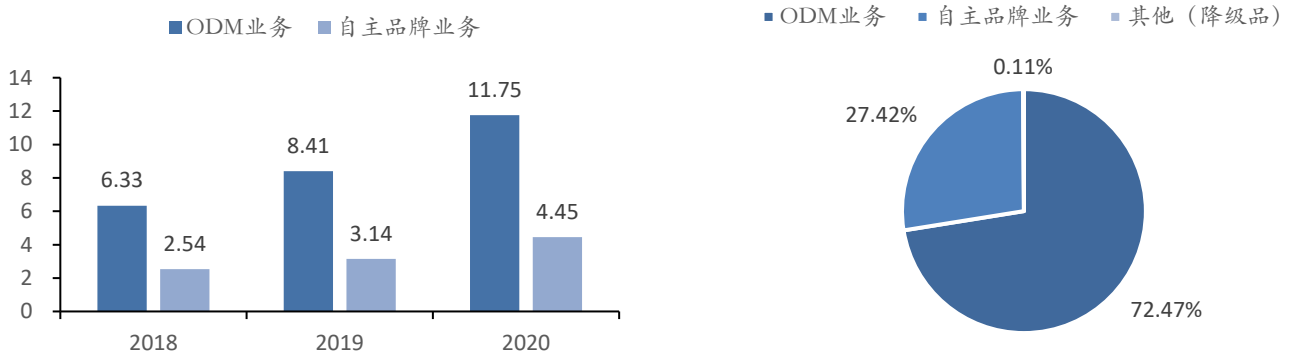


资料来源：wind，华安证券研究所

从业务类别看，2018-2020 年公司自主品牌业务收入分别为 2.54 亿元、3.14

亿元、4.45 亿元，占主营业务收入比重分别为 28.6%、27.1%、27.4%；公司 ODM 业务收入分别为 6.33 亿元、8.41 亿元、11.75 亿元，占主营业务收入比重分别为 71.2%、72.7%、72.5%；其他业务收入主要为材料销售收入、废料销售收入等，占比较小，2018-2020 年收入分别为 0.16 亿元、0.16 亿元、0.14 亿元，占总收入比例为 1.82%、1.42%、0.83%。

图表 9 2018-2020 年公司不同业务收入 (单位: 亿元) 图表 10 2020 年公司不同主营业务收入占比

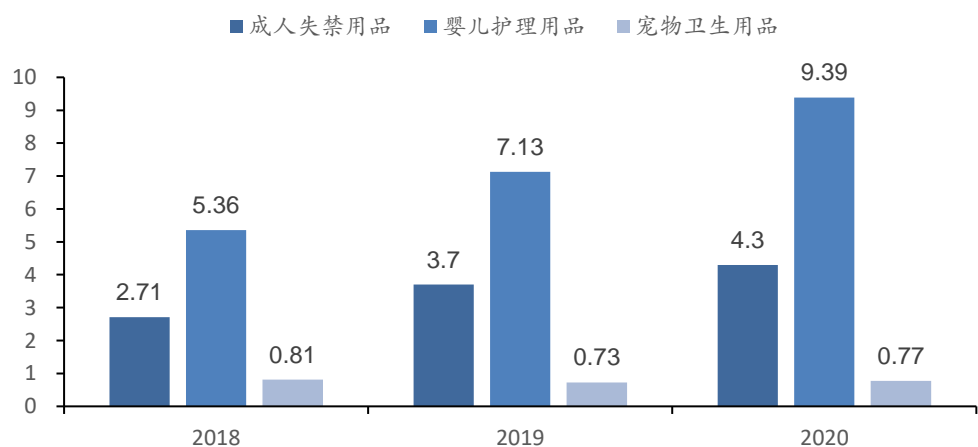


资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

从产品类别来看, 2018-2020 年公司成人失禁用品收入分别为 2.71 亿元、3.70 亿元、4.30 亿元, 占比分别为 30.4%、32.0%、26.5%; 婴儿护理用品收入分别为 5.36 亿元、7.13 亿元、9.39 亿元, 占比分别为 60.3%、61.6%、57.9%; 宠物卫生用品收入分别为 0.81 亿元、0.73 亿元、0.77 亿元, 占比分别为 9.1%、6.3%、4.8%。2020 年公司新增口罩收入 1.75 亿元, 占比 10.8%。近三年公司成人失禁用品和婴儿护理用品收入持续增长, 宠物卫生用品收入保持稳定, 2019 年略有下降, 主要由于日本客户 KOHNAN 订单量增减变动导致。

图表 11 2018-2020 年公司主要产品收入 (单位: 亿元)



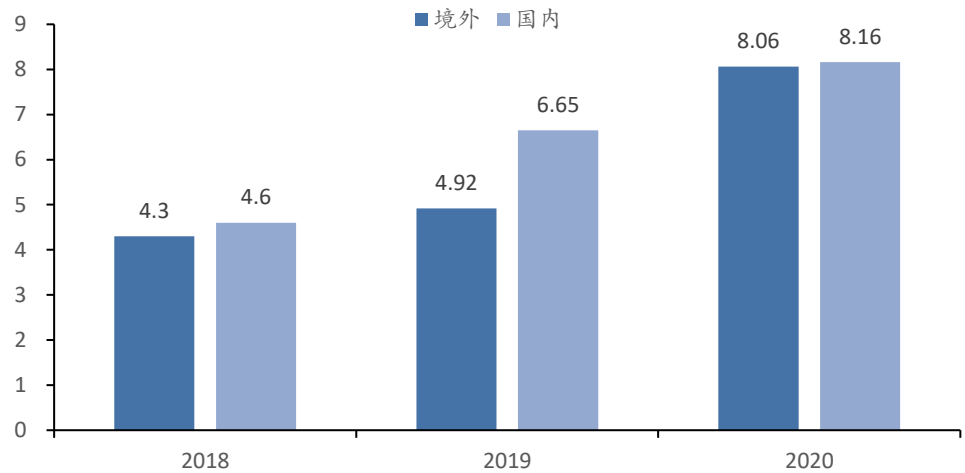
资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

分地区看, 公司国内收入占比和境外收入占比较为稳定。2018-2020 年公司境外销售收入分别为 4.30 亿元、4.92 亿元和 8.06 亿元, 占主营业务收入的比重分别为 48.3%、42.5%和 49.7%; 国内销售收入分别为 4.60 亿元、6.65 亿元和 8.16 亿

元, 占主营业务收入的比重分别为 51.7%、57.5%和 50.3%。2019 年公司国内 ODM 业务增长明显, 国内收入占比大幅提升; 2020 年疫情爆发, 境外客户 AUTOBEST MANUFACTURING COMPANY 和 NEXT FOLIEN GMBH 分别为公司带来口罩产品收入 9,645.94 万元和 5,204.8 万元, 公司境外销售规模大幅提升。

公司境外 ODM 业务的主要客户为菲律宾 JS、KOHANAN 和 AUTOBEST MANUFACTURING COMPANY。菲律宾 JS 为公司 ODM 业务最大的客户, 是菲律宾婴儿纸尿裤市场占有率第一的品牌, 近三年公司对菲律宾 JS (含 PACKWOOD) 的销售收入占公司总营收 35%左右, 公司向菲律宾 JS 提供优质的纸尿裤产品, 建立了长期稳固的战略关系。KOHANAN 是一家日本知名连锁家居超市, 公司目前为其代工宠物护理垫, 2018 年-2020 年 KOHANAN 为公司贡献收入 0.74 亿元、0.59 亿元、0.65 亿元。AUTOBEST MANUFACTURING COMPANY 是公司 2020 年新增口罩客户, 2020 年公司对其口罩收入为 0.96 亿元。

图表 12 2018-2020 年公司主营业务收入 (分地区, 单位: 亿元)



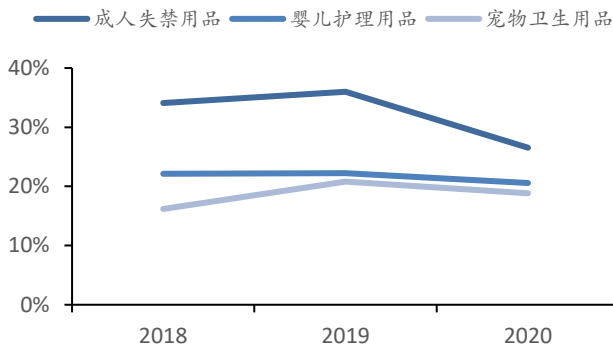
资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

2018-2020 年, 公司主营业务毛利率分别为 25.24%、26.55%和 27.36%。其中, 成人失禁用品毛利率分别为 34.09%、35.99%、26.54%, 2020 年起公司开始执行新收入准则, 将运输费用计入成本, 导致成人失禁用品毛利率明显下降, 剔除运输费用的影响后, 成人失禁用品毛利率为 37.03%, 较 2019 年提升 1.04 个百分点; 婴儿护理用品毛利率分别为 22.12%、22.24%、20.57%; 宠物卫生用品毛利率分别为 16.19%、20.81%、18.82%; 2020 年公司新增口罩业务的毛利率为 69.84%, 显著高于其他业务毛利率, 公司 2020 年综合毛利率较 2019 年上升 0.81 个百分点。

公司成人失禁用品毛利率显著高于婴儿护理用品。主要原因是, 公司成人失禁用品以自主品牌销售为主, 定价包含品牌溢价和相关销售费用, 而婴儿护理用品以 ODM 销售为主, 通常不含品牌溢价且销售费用低。

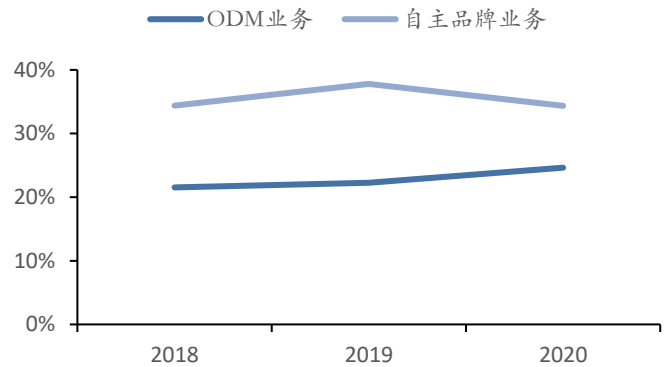
2018-2020 年, 公司 ODM 毛利率分别为 21.53%、22.28%和 24.63%, 自主品牌毛利率分别为 34.37%、37.79%和 34.45%, 公司自主品牌通过线上、线下各渠道实现销售的费用较高, 因此定价更高, 其整体毛利率高于 ODM 业务。

图表 13 2018-2020 年公司主营业务毛利率 (分产品)



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

图表 14 2018-2020 年公司主营业务毛利率 (分模式)



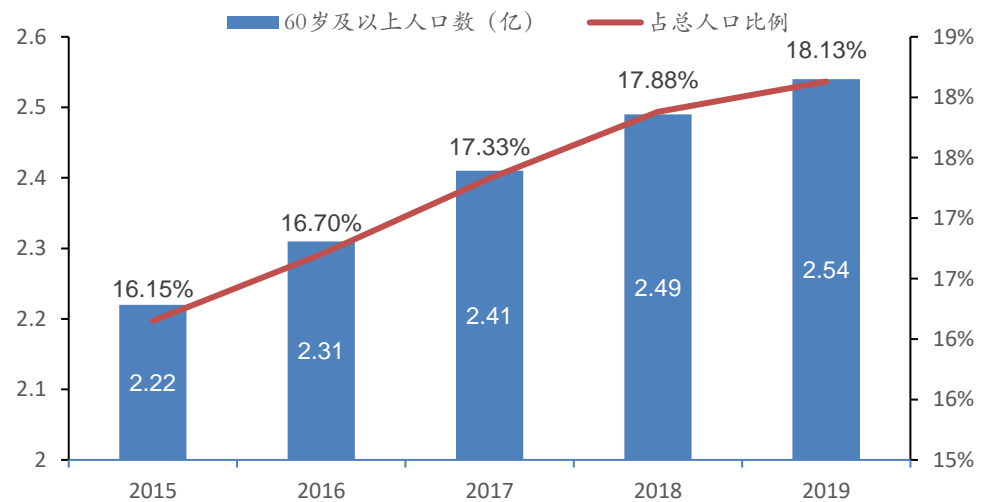
资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

2 成人失禁用品潜力大, 亚洲婴儿护理需求旺

2.1 成人失禁用品: 市场规模快速增长, 消费观念逐渐升级

我国成人失禁用品行业的潜在市场巨大, 近年来保持持续增长的趋势。2019 年末, 我国 60 岁以上人口总数约为 2.54 亿, 占总人口的 18.13%。美国疾病预防控制中心数据显示, 在年龄超过 65 岁的老人中, 50.9% 存在尿失禁或意外大便失禁的情况。随着老龄化程度日益加剧, 老年疾病患者也持续增长, 中风、痴呆、糖尿病等都易造成尿失禁或者行动不便, 为成人失禁用品创造了巨大的市场需求。

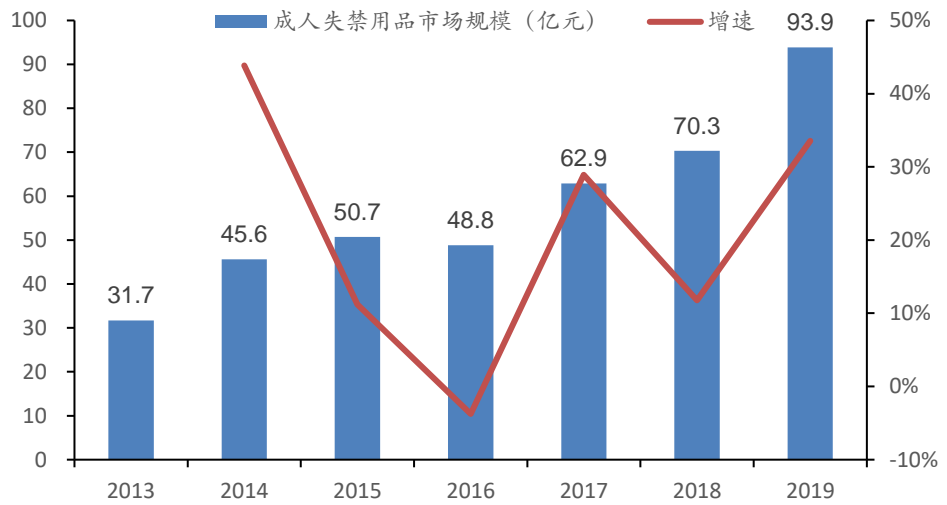
图表 15 2015-2019 年我国 60 岁以上人口数量及比例



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

近年来, 成人失禁用品市场总体保持增长的趋势。据《2019 年一次性卫生用品行业的概况和展望》数据显示, 2019 年, 成人失禁用品市场规模达到 93.9 亿元, 同比增长 33.6%, 自 2013 年以来年均复合增长率 19.8%。

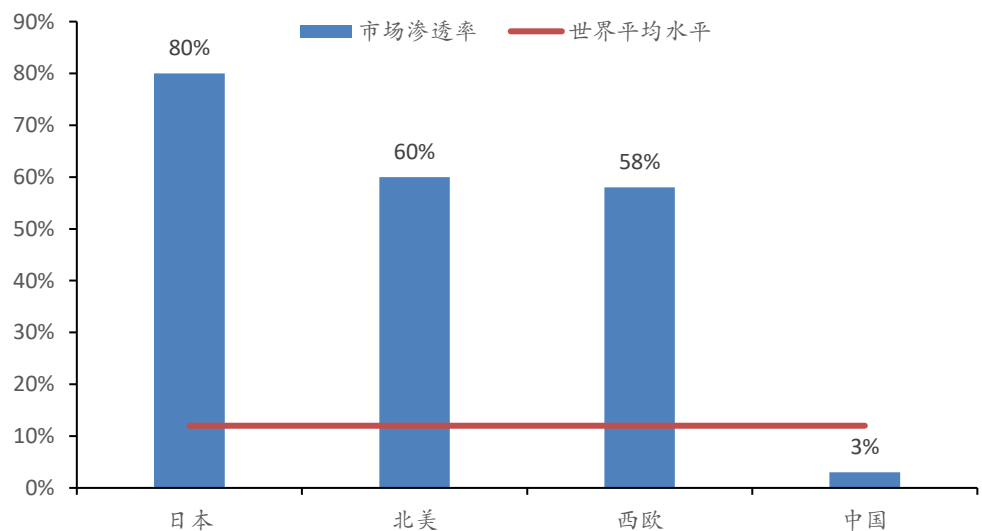
图表 16 2013-2019 年成人失禁用品市场规模及增速 (亿元)



资料来源: 生活用纸委员会, 华安证券研究所

市场渗透率仍低于发达国家, 未来发展空间广阔。我国成人失禁用品行业起步较晚, 市场渗透率显著低于发达国家水平, 与世界平均水平也有一定的距离。据生活用纸委员会数据显示, 我国成人失禁用品市场渗透率仅为 3%, 远低于世界平均水平。作为全球老龄化水平最高的国家之一, 日本成人失禁用品市场渗透率达到 80%, 位居全球第一, 北美、西欧分别为 60%、58%, 均远高于世界平均水平 12%。

图表 17 全球成人失禁用品市场渗透率

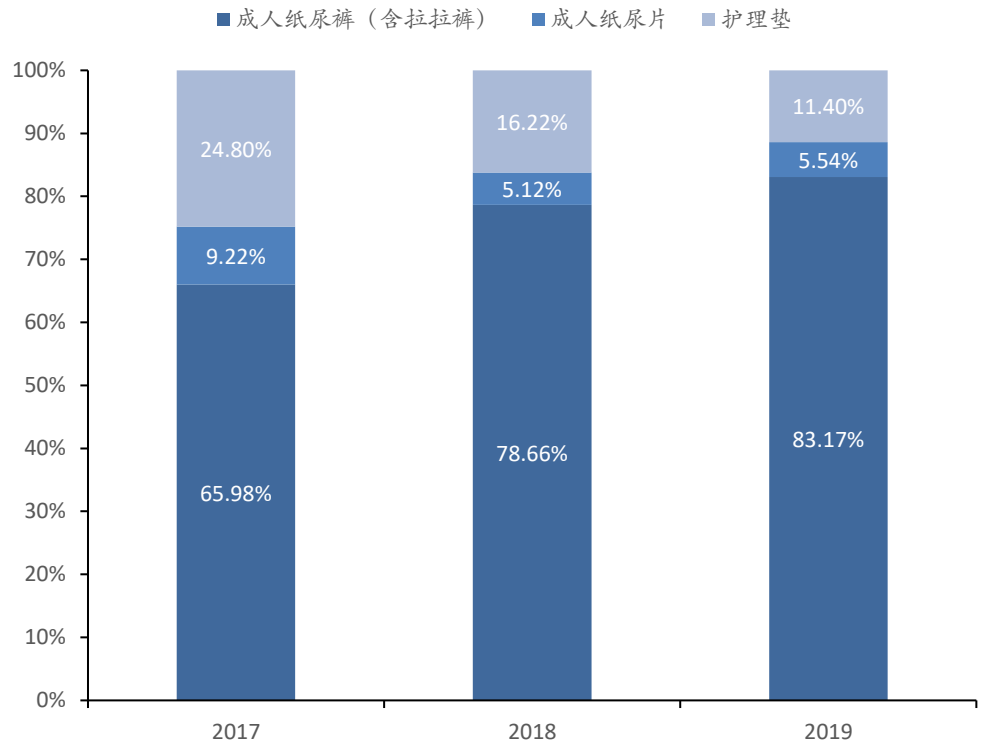


资料来源: 生活用纸委员会, 华安证券研究所

行业集中度较低, 消费观念逐渐升级。目前国内成人失禁用品行业市场集中度较低, 产品的生产、销售比较分散, 市场主流品牌可分为三类: 1、以金佰利、维达为代表的跨国公司, 技术优势较为明显; 2、以恒安、可靠、吸收宝为代表的国内知名品牌, 产品在全国布局广泛, 在电商渠道占据优势地位; 3、以千芝雅、周大人为代表的专注于成人失禁用品的区域性国内品牌。

近年来，成人失禁用品消费者的消费观念逐步升级，消费者对产品的品质要求不断提升。据生活用纸委员会统计数据显示，近年来，价格较低的护理垫、纸尿裤的市场规模和市场份额呈下降趋势，单价更贵、舒适度更高的成人纸尿裤的市场规模和市场份额均逐年提高。2017-2019年，成人纸尿裤的市场规模从41.5亿元提高到52.8亿元，占成人失禁用品市场份额从66.0%提升至83.2%。

图表 18 2017-2019 年成人失禁用品市场结构

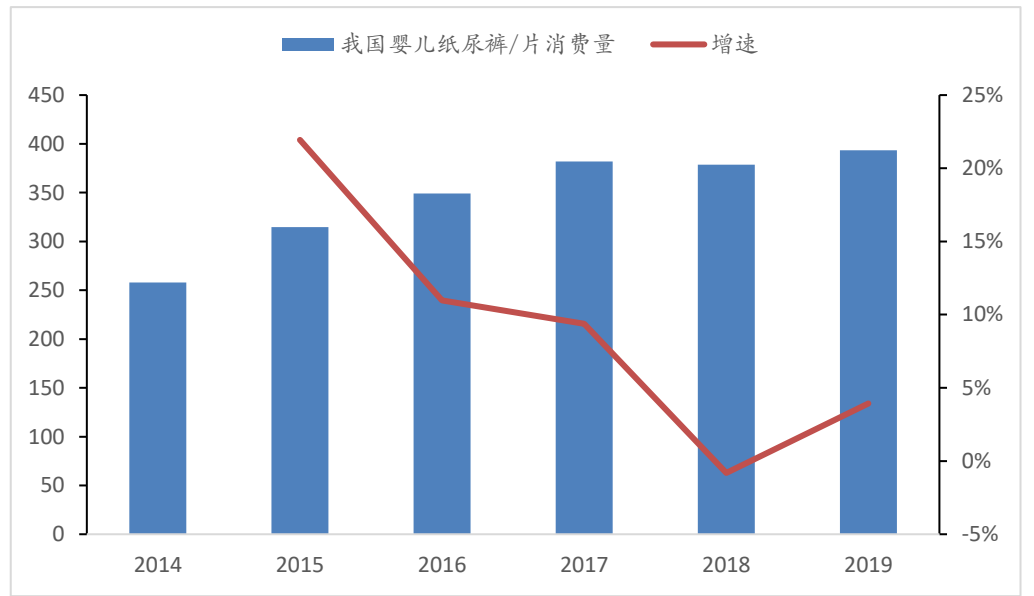


资料来源：生活用纸委员会，华安证券研究所

2.2 婴儿护理用品：市场竞争激烈，行业持续升温

婴儿护理用品市场整体保持增长趋势，市场渗透率进一步提高。据生活用纸专业委员会数据显示，2019年我国婴儿纸尿裤/片总产量约407.6亿片，总消费量约393.6亿片，比上年增长3.9%。国内婴儿纸尿裤的市场渗透率由2017年59.6%上升至2019年72.2%，但与发达国家90%以上市场渗透率仍有差距。未来，随着我国生育政策的逐步放松以及婴儿护理用品消费观念的逐渐升级，国内婴儿护理用品市场仍将有发展空间。

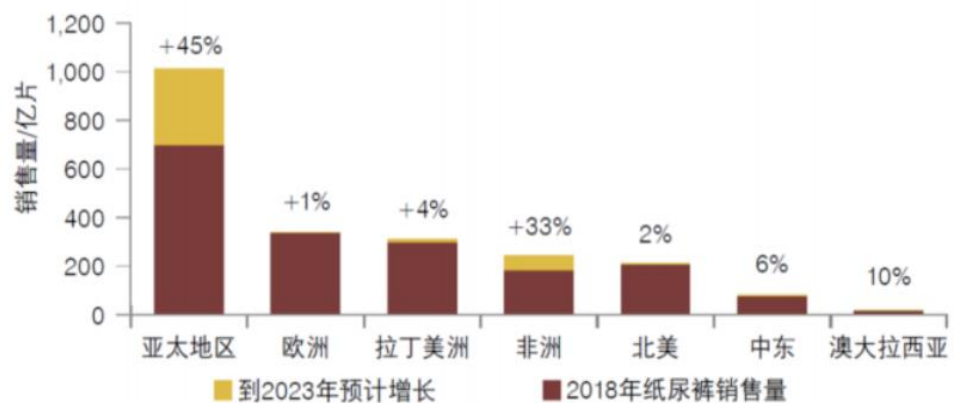
图表 19 2014-2019 年我国婴儿纸尿裤/片消费量及增速 (亿片)



资料来源：生活用纸委员会，华安证券研究所

亚太地区为世界最大的纸尿裤市场，预计 2018-2023 年销量增长 45%。根美国棉花公司 2018 Q4 调查，2018-2023 年全球婴儿纸尿裤销量将增长 23%，总销量超过 2,200 亿片；其中，非洲市场和亚洲市场的销量增长最快，分别为 33%和 45%；由于亚太地区拥有庞大的人口基数和较高生育率，2023 年仍将成为世界最大的婴幼儿纸尿裤市场。

图表 20 2018 年-2023 年全球各地区婴儿纸尿裤销量 (亿片)

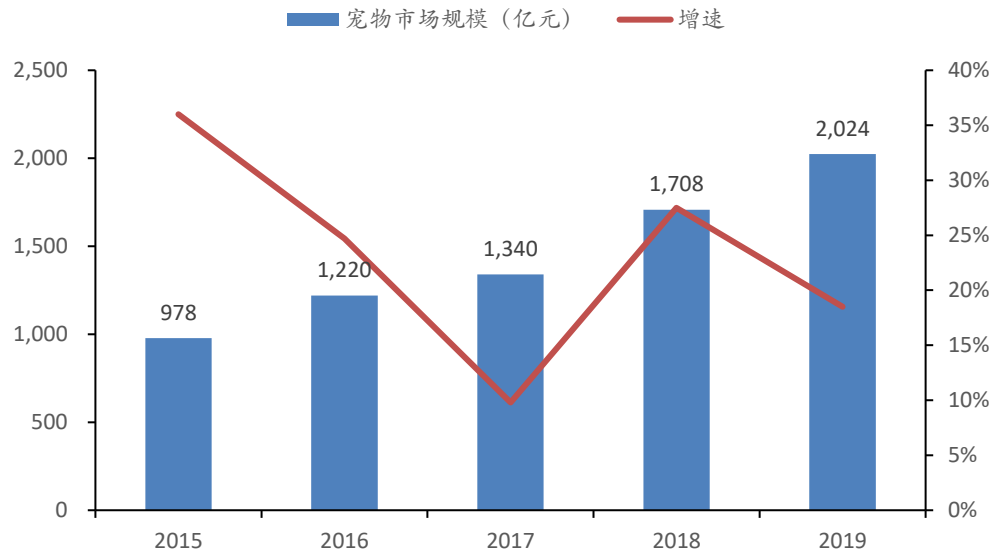


资料来源：招股说明书，《全球婴儿护理用品市场的现状与展望》，华安证券研究所

2.3 宠物卫生用品：国内市场处于起步阶段，发展空间广阔

宠物市场快速扩张，宠物渗透率仍处较低水平。2019 年，我国宠物行业市场规模 2,024 亿元，同比增长 18.5%，2015-2019 年年复合增长率 19.94%。

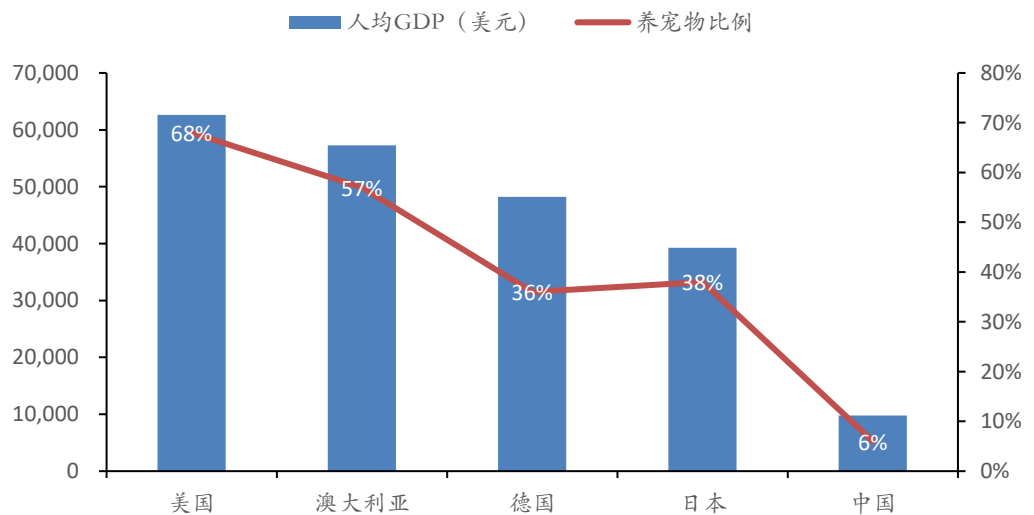
图表 21 2015-2019 年我国宠物市场规模及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

国内宠物卫生用品市场仍处于起步阶段, 多以小规模出口代工企业为主, 尚未出现具有影响力的品牌。与发达国家相比, 我国宠物渗透率较低。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。

图表 22 各国宠物行业渗透率与人均 GDP 的关系



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

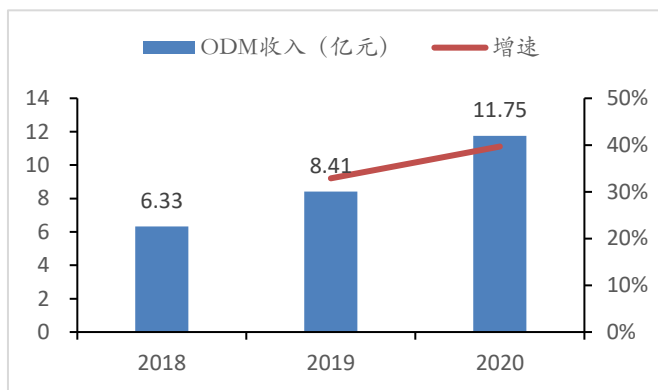
随着我国人均 GDP 稳步提升, 二三线城市人均可支配收入的增加, 养宠风潮将会向低线城市蔓延, 市场规模及宠物渗透率将进一步增长。目前, 国内宠物纸尿裤企业多以 OEM/ODM 模式为主, 出口占比较大。未来随着国内宠物消费市场规模快速增长, 国内企业有望在境外客户代工的基础上增加自主品牌销售, 以满足国内消费者日益增长的宠物消费需求。

3 ODM+自主品牌双轮驱动，募投支撑中期发展

3.1 ODM 业务合作稳定，客户集中度较高

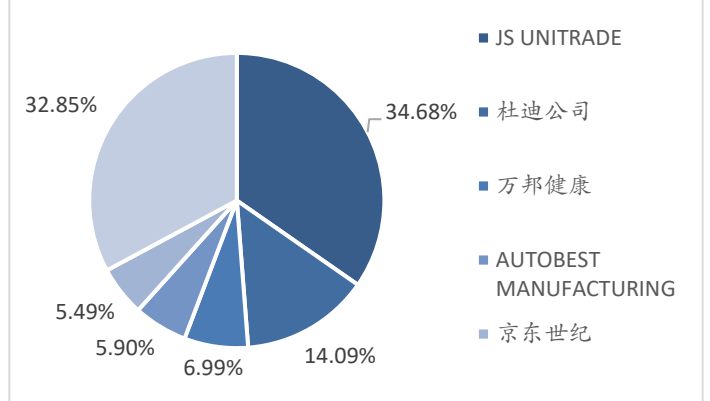
2018-2020年，公司前五大客户基本一致，前五名客户销售额分别为6.32亿元、8.05亿元、10.98亿元，占当年营业收入的比重分别为69.76%、68.56%和67.15%。公司自2010年与菲律宾JS UNITRADE开启合作，目前JS UNITRADE已成为公司最大的客户，JS向公司采购的纸尿裤产品达到其采购总额的50%。2014年，公司与杜迪公司展开合作，是杜迪公司纸尿裤产品的独家供应商。前五大客户中，除京东世纪为自主品牌业务外，其他均为公司ODM业务客户。

图表 23 2018-2020 年公司 ODM 收入及增速



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 24 2020 年前五名客户营收占比



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

公司在 ODM 业务领域客户集中度相对较高，近三年各期的前五大 ODM 客户中，公司基于战略需要，与天津露乐在 2018 年停止合作，与其他 ODM 客户合作保持稳定。

图表 25 2018-2020 年公司 ODM 业务前五大客户收入 (单位: 亿元)

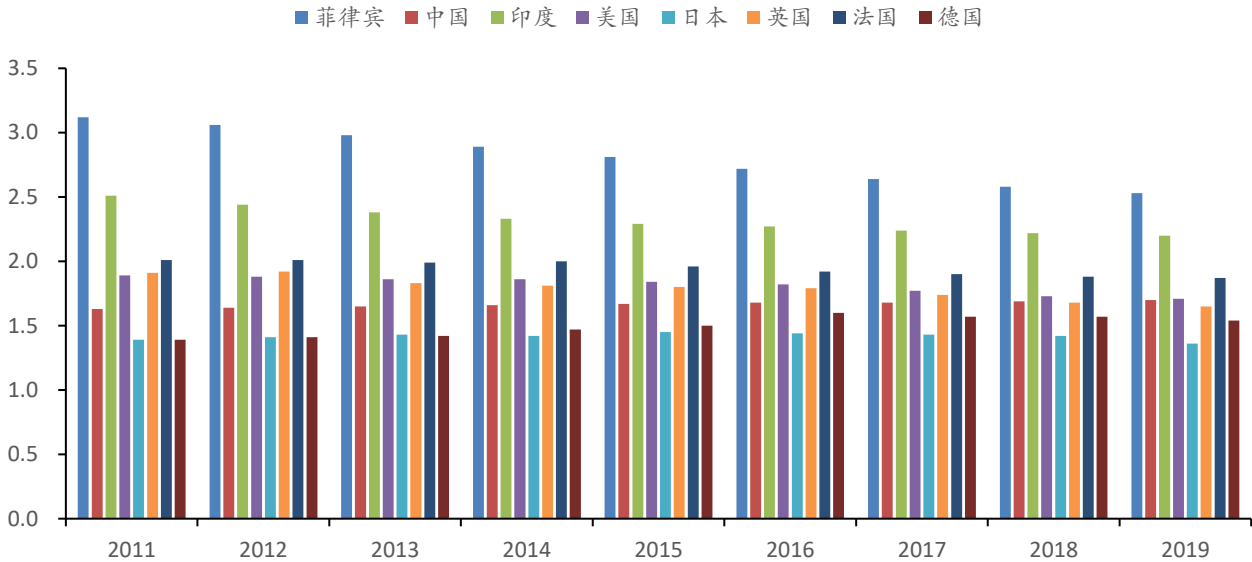
| 序号 | ODM 客户 | 2020 年 | 2019 年 | 2018 年 | 客户情况 |
|----|--------------------------------|--------|--------|--------|-----------------|
| 1 | 菲律宾 JS | 5.67 | 4.03 | 3.32 | 正常合作 |
| 2 | 杜迪公司 | 2.29 | 1.49 | 0.89 | 正常合作 |
| 3 | AUTOBEST MANUFACTURING COMPANY | 0.96 | — | — | 2020 年新增口罩客户 |
| 4 | 万邦健康 | 1.14 | 1.10 | 0.73 | 正常合作 |
| 5 | KOHNAN | 0.65 | 0.59 | 0.74 | 正常合作 |
| 6 | 杭州沐歆 | 0.41 | 0.34 | — | 2019 年新增客户，正常合作 |
| 7 | 天津露乐 | — | — | 0.25 | 2018 年停止合作 |

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

菲律宾生育率增长稳定，市场需求旺盛。JS UNITRADE 作为公司重要的大客户，2018-2020 年公司对于菲律宾 JS (含 PACKWOOD) 的销售收入分别为 3.32 亿元、4.03 亿元和 5.67 亿元，占公司营业收入占比分别为 36.7%、34.3%和 34.7%。世界银行的数据显示，2019 年菲律宾总人口 1.08 亿，是世界第十三大人口大国，与世界其他主要国家相比，菲律宾生育率较高，2018 年菲律宾每名育龄妇女平均生

育数为 2.58，高于世界平均水平 2.41，未来，随着健康意识的不断提高，对婴儿护理用品的需求仍然旺盛。

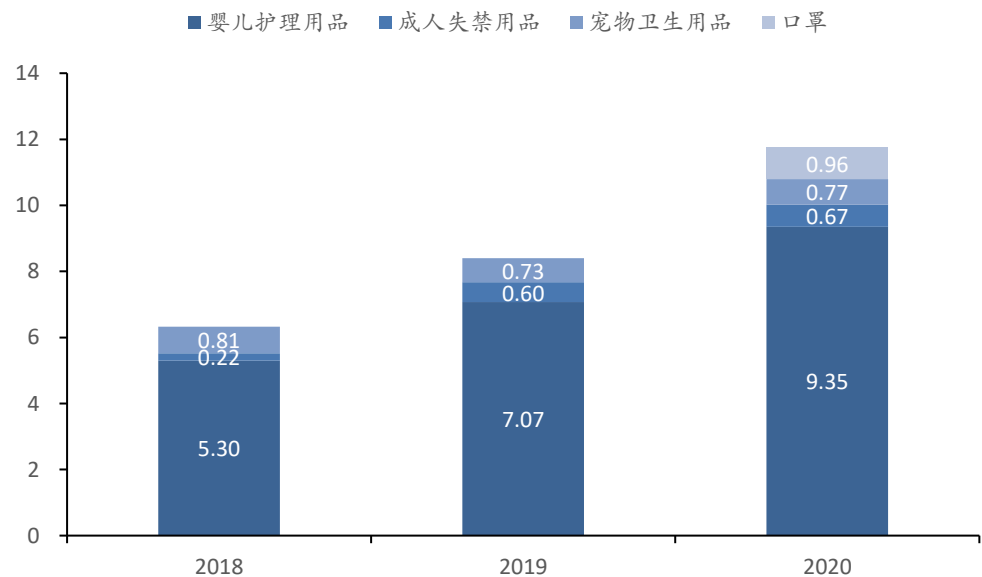
图表 26 2011 年-2019 年世界部分国家生育率（每个育龄妇女平均生育子女数，单位：个）



资料来源：世界银行，华安证券研究所

ODM 业务增长动力不减，拉拉裤广受市场青睐。2018-2020 年，公司 ODM 业务收入持续增长。2020 年公司 ODM 业务收入达到 11.75 亿元，比 2019 年增加 3.34 亿元，同比增长 39.7%。其中，ODM 婴儿拉拉裤销量 3.78 亿片，比 2019 年增加 2.02 亿片，同比增长 115.10%，公司 ODM 品牌商客户菲律宾 JS、杜迪公司、万邦健康等均不同程度地加大了婴儿拉拉裤产品的生产订单数量。

图表 27 2018-2020 年公司 ODM 产品业务收入（单位：亿元）



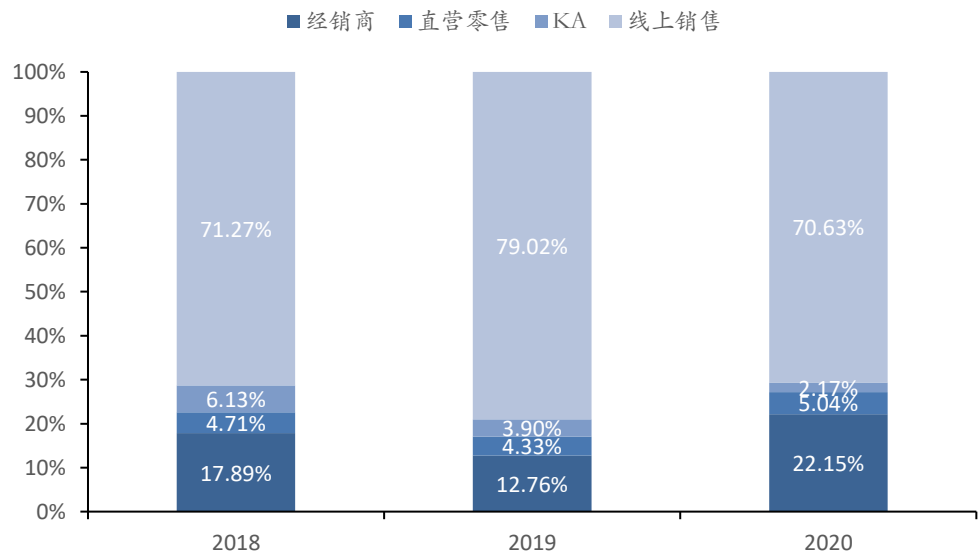
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

3.2 老龄化催生需求，自主品牌线上销售为主

公司自主品牌业务主要是生产销售成人失禁用品，2018-2020 年收入分别为 2.54 亿元、3.14 亿元、4.45 亿元，占主营业务收入比重分别为 28.59%、27.13%、27.42%；成人失禁用品在国内尚处于导入期，涉足成人失禁用品市场较早的“得伴”、“添宁”等国际大品牌目前在中国销售的成人失禁用品产品主要采取 OEM/ODM 加工，“包大人”系列产品在大陆尚未建立自有生产线。2005 年，公司引入第一条成人纸尿裤生产线，经过多年发展，公司在成人失禁用品领域取得行业领先地位。

公司自主品牌业务的销售模式主要分为四类，分别为经销商、直营零售、KA 以及线上销售，其中，线上销售为主要的销售渠道，占比超过 70%。2018-2020 年，公司通过经销商渠道实现销售收入 4,549.89 万元、4,004.31 万元和 9,849.08 万元；在经济较为发达、老年人口比例较高的地区，公司重点发展直营零售模式，聚焦重点医院的小卖部及周边店铺、养老院、品牌连锁药店，以及红十字会等慈善机构，2018-2020 年直营零售渠道收入分别为 1,198.97 万元、1,359.34 万元和 2,241 万元；KA 渠道方面，公司与 KA 客户签订年度框架销售合同，KA 客户根据自身销售及库存情况向公司发送订单，2018 年-2020 年 KA 渠道销售收入分别为 1,560.09 万元、1,222.89 万元和 965.46 万元，由于消费者青睐更加便捷的线上购物，KA 渠道的销售额逐渐下降。

图表 28 2018-2020 年公司自主品牌业务各销售模式比例



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

2012 年，公司为发展互联网新型零售渠道，入驻天猫等电商平台。自 2014 年起，公司逐步拓展电商渠道销售规模，2020 年电商渠道年销售额已达到 3.14 亿元。公司线上销售产品主要为自主品牌的成人失禁用品，销售模式包括自营电商店铺、电商超市以及线上分销。

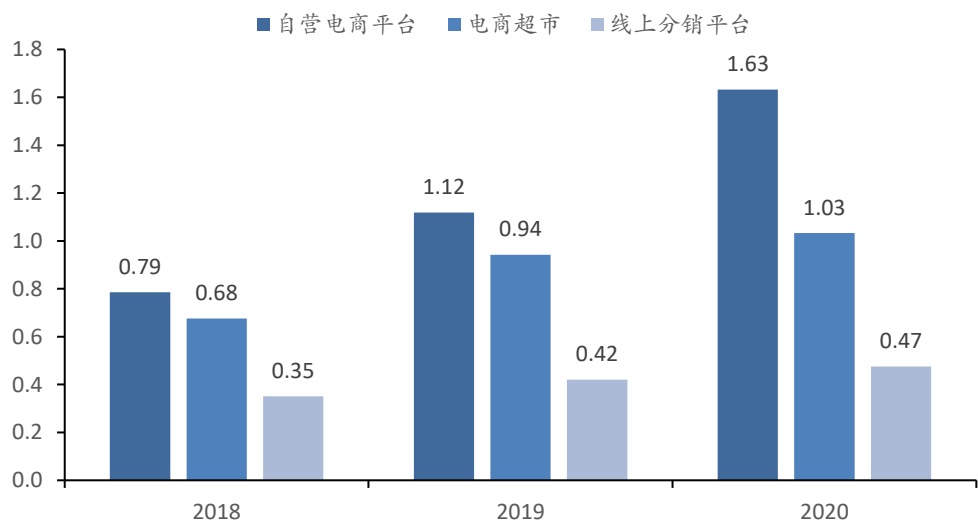
图表 29 线上销售的三种模式



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

在线上渠道中，自营电商店铺为公司的主要收入来源，2018-2020 年销售额分别为 7,853.23 万元、11,182.21 万元和 16,325.12 万元，占线上销售比重 43.32%、45.08%和 51.98%。公司共有 20 个自营电商店铺，其中天猫、拼多多和京东三家官方旗舰店销售额合计占比超 80%。

图表 30 2018-2020 年公司线上不同平台销售额 (单位: 亿元)



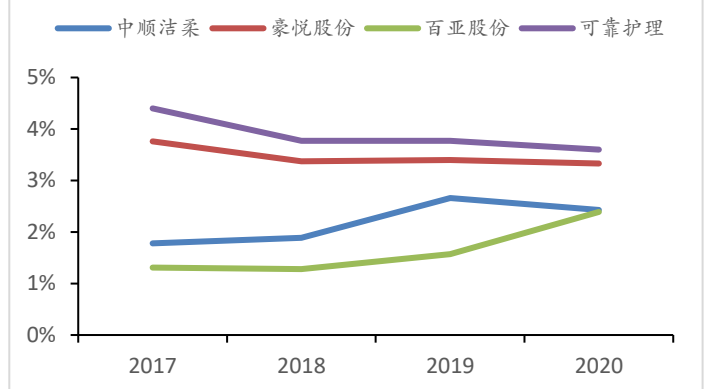
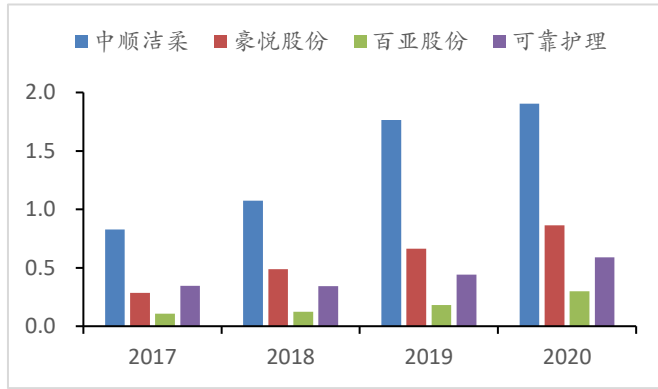
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

3.3 技术优势明显，持续加大研发投入

2020 年公司研发费用投入 5,884.02 万元，占营业收入比重为 3.6%，研发费用占比领先于同行业其他公司，中顺洁柔 (2.43%)、百亚股份 (2.39%) 和豪悦股份

(3.33%)。公司拥有 239 项专利，数量远高于同行业豪悦股份 (113 项) 和百亚股份 (191 项)，其中，发明专利 39 项 (豪悦股份 7 项，百亚股份 7 项)，实用新型专利 160 项 (豪悦股份 89 项，百亚股份 140 项)，外观设计专利 40 项 (豪悦股份 17 项，百亚股份 44 项)，公司各项专利均处于行业领先地位。

图表 31 2017-2020 年可比公司研发费用对照图 (亿元) 图表 32 2017-2020 年可比公司研发费用占比情况



资料来源：招股说明书，各公司年报，华安证券研究所

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 33 可比公司专利数量 (单位：个)

| 序号 | 公司名称 | 专利情况 | | | |
|----|------|------|------|--------|------|
| | | 专利总数 | 发明专利 | 实用新型专利 | 外观专利 |
| 1 | 豪悦股份 | 113 | 7 | 89 | 17 |
| 2 | 百亚股份 | 191 | 7 | 140 | 44 |
| 3 | 可靠护理 | 239 | 39 | 160 | 40 |

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

公司自成立以来一直重视一次性卫生用品研发，目前有六项在研项目：①超薄舒适型婴儿纸尿裤；②舒适型轻失禁成人纸尿裤；③多层结构复合芯体的吸收机理及复合技术的研究与应用；④超薄透汽型婴儿拉拉裤；⑤医护级婴儿纸尿裤；⑥水刺无纺布复合芯体的开发及其在纸尿裤中的应用；其均处于国内领先阶段。除内部研发机构外，公司与中国制浆造纸研究院、浙江工业大学、嘉兴学院等科研机构开展产学研合作，设立合作研发平台、医用高分子材料研究所等，分别开展不同领域和方向的研究工作。

图表 34 公司合作研发项目情况

| 序号 | 项目名称 | 合作单位 | 合作内容 | 研究成果归属 |
|----|--------------|--------|--|------------------------------------|
| 1 | 医护用高分子材料研究项目 | 浙江工业大学 | 1、负责剖析可靠护理提供的产品，根据可靠护理的要求分析产品数据，为可靠护理产品的设计提供相关依据；2、负责新产品、新工艺的研究开发工作；3、以研究开发医护用高分子为研究方向；4、配合可靠护理开发若干个新产品，并力争投入工业化生产；5、指导可靠护理相关产品生产工艺的改造及优化，帮助可靠护理解决和处理在生产中出现的技术问题；提供技术管理人员培训和深造条件，并适时向可靠护理推荐合适的技术开发和管理人才；6、合理使用和保养双方提供的各种 | 双方共有，可靠护理有无条件使用权，未经可靠护理允许不得授权第三方使用 |

| | | | | |
|---|---------------------|---------------|--|----------------------------------|
| | | | 设备和仪器; 7、技术改造引进项目可行性分析, 工艺技术路线优化和人员培训等; 8、每月月底组织一次例会。 | |
| 2 | 标准制定 | 中卫安 (北京) 认证中心 | 1、医护级产妇背拥抱 (待产包) 通用要求; 2、卫生用品原材料供应商评价标准; 3、医护级婴儿纸尿裤团体标准修订课题组; 4、医护级成人纸尿裤团体标准修订课题组; 5、医护级卫生巾团体标准修订课题组。 | 双方共有 |
| 3 | 纸尿裤功能高分子材料的开发及其应用技术 | 浙江工业大学 | 开发纸尿裤用功能高分子 (SAP) 及其在卫材中的应用技术和复合纸尿裤制备技术。 | 双方共有 |
| 4 | 纸尿裤吸水材料开发及相关技术研究 | 中国制浆造纸研究院有限公司 | 1、开发可降解高吸水树脂 (SAP) 的开发; 2、纸尿裤除臭评价方法的研究; 3、纸尿裤相关标准验证; 4、纸尿裤原料及产品的分析与评价; 5、行业技术交流及会展; 6、检测设备及试验器材; 7、技术培训。 | 知识产权归属于中国制浆造纸研究院有限公司, 可靠护理有优先使用权 |
| 5 | 标准制定 | 中卫安 (北京) 认证中心 | 1、《医护级老人保健卫生护理包质量规范》系列团体标准课题组; 2、《医护级成人防护口罩》团体标准课题组; 3、《医护级裤型卫生巾》团体标准课题组; 4、《医护级智能健康成人纸尿裤》团体标准课题组。 | 双方共有 |

资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

3.4 募资扩产, 增长势头强劲

公司募资 7.88 亿元, 主要用于智能工厂建设项目、技术研发中心升级建设项目、品牌推广项目和补充流动资金。

图表 35 募集资金使用计划

| 序号 | 项目名称 | 项目投资总额 | 募集资金投资额 |
|----|--------------|-----------|-----------|
| 1 | 智能工厂建设项目 | 57,387.15 | 57,000.00 |
| 2 | 技术研发中心升级建设项目 | 4,389.23 | 4,300.00 |
| 3 | 品牌推广项目 | 8,500.00 | 8,500.00 |
| 4 | 补充流动资金 | 9,000.00 | 9,000.00 |
| | 合计 | 79,276.38 | 78,800.00 |

资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

项目拟投资 57,387.15 万元, 用于一次性卫生用品的智能工厂和原材料仓库的建设, 其中, 智能化工厂拟投资 5.44 亿元, 新建婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、成人纸尿裤、成人拉拉裤、成人经期裤五类产品, 共计 10 条生产线; 原材料仓库拟投资 0.3 亿元。在项目资金分配上, 拟投资 1.43 亿元用于厂房及配套仓库建设, 投资 3.74 亿元用于购买相关设备。预计项目建成达产后, 公司将每年新增产能 11.66 亿片。

图表 36 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，华安证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

(1) **成人失禁用品**：老龄化程度日益加剧，预计未来 3 年成人失禁用品市场年均复合增长率在 25% 以上。公司智能化工厂拟投资 54,355.17 万元，新建婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、成人纸尿裤、成人拉拉裤、成人经期裤五类产品，共计 10 条生产线；预计项目建成达产后，公司将每年新增产能 11.66 亿片。预计 2021-2023 年收入增速分别为 50%、40%、30%，毛利率分别为 28%、30%、32%。

(2) **婴儿护理用品**：婴儿护理用品市场整体保持增长趋势，市场渗透率进一步提高。亚太地区为世界最大的纸尿裤市场，菲律宾生育率维持高位，市场需求强劲。预计 2021-2023 年收入增速分别为 25%、20%、20%，毛利率分别为 22%、22.5%、23%。

(3) **宠物卫生用品**：宠物市场快速扩张，宠物渗透率仍处于较低水平。但公司宠物卫生用品业务占比较小，预计发展稳定，低速增长。预计 2021-2023 年收入增速分别为 8%、10%、12%，毛利率分别为 18%、19%、20%。

(4) **口罩收入**：2020 年新冠肺炎在全球范围蔓延，公司口罩收入增长显著。预计 2021-2023 年大幅缩减，收入增速分别为 -80%、-20%、-20%，毛利率分别为 65%、60%、55%。

图表 37 盈利预测

| 细分产品 | 项目 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------|------------|--------|--------|--------|--------|----------|----------|----------|
| 成人失禁用品 | 销售收入 (百万元) | 195.11 | 270.88 | 369.76 | 429.16 | 643.74 | 901.24 | 1,171.61 |
| | YoY | — | 38.8% | 36.5% | 16.1% | 50.0% | 40.0% | 30.0% |
| | 毛利 (百万元) | 64.99 | 92.34 | 133.08 | 113.90 | 170.85 | 239.19 | 310.94 |
| | 毛利率 (%) | 33.3% | 34.1% | 36.0% | 26.5% | 26.5% | 26.5% | 26.5% |
| | 业务收入占比 (%) | 24.8% | 29.9% | 31.5% | 26.2% | 33.0% | 36.9% | 39.0% |
| 婴儿护理用品 | 销售收入 (百万元) | 515.07 | 536.11 | 712.82 | 939.17 | 1,173.96 | 1,408.76 | 1,690.51 |
| | YoY | — | 4.1% | 33.0% | 31.8% | 25.0% | 20.0% | 20.0% |
| | 毛利 (百万元) | 147.46 | 118.59 | 158.53 | 193.19 | 241.48 | 289.78 | 347.74 |
| | 毛利率 (%) | 28.6% | 22.1% | 22.2% | 20.6% | 20.6% | 20.6% | 20.6% |
| | 业务收入占比 (%) | 65.5% | 59.2% | 60.7% | 57.4% | 60.2% | 57.6% | 56.3% |
| 宠物卫生用品 | 销售收入 (百万元) | 68.62 | 80.81 | 72.80 | 77.14 | 84.85 | 93.34 | 102.67 |

| | | | | | | | | |
|--------|------------|-------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| | YoY | — | 17.8% | -9.9% | 6.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| | 毛利 (百万元) | 8.30 | 13.08 | 15.15 | 14.52 | 15.27 | 16.80 | 18.48 |
| | 毛利率(%) | 12.1% | 16.2% | 20.8% | 18.8% | 18.0% | 18.0% | 18.0% |
| | 业务收入占比(%) | 8.7% | 8.9% | 6.2% | 4.7% | 4.3% | 3.8% | 3.4% |
| 口罩 | 销售收入 (百万元) | | | | 176.10 | 35.22 | 28.18 | 22.54 |
| | YoY | | | | — | -80.0% | -20.0% | -20.0% |
| | 毛利 (百万元) | | | | 122.02 | 7.04 | 5.64 | 4.51 |
| | 毛利率(%) | | | | 69.3% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 其他主营业务 | 业务收入占比(%) | | | | 10.8% | 1.8% | 1.2% | 0.8% |
| | 销售收入 (百万元) | 2.46 | 1.97 | 1.70 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| | YoY | — | -19.9% | -13.7% | -100.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| | 毛利 (百万元) | 0.12 | 0.56 | 0.41 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他业务 | 毛利率(%) | 5.0% | 28.6% | 24.4% | 24.4% | 24.4% | 24.4% | 24.4% |
| | 业务收入占比(%) | 0.3% | 0.2% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| | 销售收入 (百万元) | 5.68 | 16.47 | 16.64 | 13.55 | 13.55 | 13.55 | 13.55 |
| | YoY | — | 190.0% | 1.0% | -18.6% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| | 毛利 (百万元) | 4.10 | 6.25 | 10.00 | 11.42 | 11.42 | 11.42 | 11.42 |
| | 毛利率(%) | 72.2% | 38.0% | 60.1% | 84.3% | 84.3% | 84.3% | 84.3% |
| | 业务收入占比 (%) | 0.7% | 1.8% | 1.4% | 0.8% | 0.7% | 0.6% | 0.5% |

资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

4.2 投资建议

我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入 19.51 亿元、24.45 亿元、30.01 亿元, 同比增长 19.3%、25.3%、22.7%, 实现归母净利润 2.09 亿元、2.63 亿元、3.28 亿元, 同比增长-2.2%、25.7%、24.6%, 对应 EPS0.77 元、0.97 元、1.21 元, 对应 PE 为 38.8、30.86、24.75 倍。我们给予公司 2021 年 40 倍 PE, 目标价格 30.8 元, 给予“增持(首次)”评级。

图表 38 可比公司估值

| 证券代码 | 证券简称 | 营业总收入 (TTM) 亿元 | 归母净利润 (TTM) 亿元 | 市值 (亿元) | PE (TTM) |
|--------|------|----------------|----------------|---------|----------|
| 002511 | 中顺洁柔 | 78.24 | 9.06 | 258 | 26.0 |
| 003006 | 百亚股份 | 12.51 | 1.83 | 95 | 45.6 |
| 605009 | 豪悦护理 | 25.91 | 6.02 | 95 | 16.0 |
| 301009 | 可靠股份 | 16.35 | 2.14 | 77 | 37.4 |

资料来源: Wind, 华安证券研究所

风险提示:

汇率波动风险、产品质量控制及产品安全问题风险; 客户流失风险。

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 会计年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 849 | 1549 | 2161 | 2877 | 营业收入 | 1635 | 1951 | 2445 | 3001 |
| 现金 | 339 | 40 | 307 | 634 | 营业成本 | 1180 | 1505 | 1882 | 2308 |
| 应收账款 | 225 | 486 | 610 | 748 | 营业税金及附加 | 4 | 4 | 6 | 7 |
| 其他应收款 | 7 | 11 | 13 | 16 | 销售费用 | 65 | 98 | 122 | 150 |
| 预付账款 | 14 | 9 | 11 | 14 | 管理费用 | 25 | 33 | 42 | 51 |
| 存货 | 128 | 866 | 1082 | 1327 | 财务费用 | 22 | 0 | 3 | 0 |
| 其他流动资产 | 137 | 137 | 137 | 138 | 资产减值损失 | -35 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 644 | 591 | 538 | 485 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 1 | 1 | 2 | 2 |
| 固定资产 | 486 | 438 | 390 | 342 | 营业利润 | 255 | 250 | 314 | 391 |
| 无形资产 | 51 | 46 | 41 | 36 | 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 108 | 108 | 108 | 108 | 营业外支出 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 资产总计 | 1494 | 2141 | 2699 | 3362 | 利润总额 | 254 | 249 | 313 | 390 |
| 流动负债 | 806 | 1234 | 1519 | 1839 | 所得税 | 31 | 31 | 38 | 48 |
| 短期借款 | 99 | 99 | 99 | 99 | 净利润 | 223 | 218 | 274 | 342 |
| 应付账款 | 257 | 814 | 1018 | 1249 | 少数股东损益 | 9 | 9 | 11 | 14 |
| 其他流动负债 | 450 | 321 | 401 | 492 | 归属母公司净利润 | 214 | 209 | 263 | 328 |
| 非流动负债 | 7 | 7 | 7 | 7 | EBITDA | 344 | 296 | 361 | 433 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 1.05 | 0.77 | 0.97 | 1.21 |
| 其他非流动负债 | 7 | 7 | 7 | 7 | | | | | |
| 负债合计 | 812 | 1241 | 1525 | 1846 | | | | | |
| 少数股东权益 | 68 | 77 | 88 | 102 | | | | | |
| 股本 | 204 | 204 | 204 | 204 | | | | | |
| 资本公积 | 30 | 30 | 30 | 30 | | | | | |
| 留存收益 | 380 | 589 | 852 | 1180 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 613 | 823 | 1086 | 1414 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 1494 | 2141 | 2699 | 3362 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | | 主要财务比率 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | | | | | 会计年度 | | | | |
| 会计年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2023E |
| 经营活动现金流 | 396 | -296 | 269 | 329 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 214 | 209 | 263 | 328 | 营业收入 | 39.3% | 19.3% | 25.3% | 22.7% |
| 折旧摊销 | 42 | 53 | 53 | 53 | 营业利润 | 136.6% | -2.2% | 25.6% | 24.6% |
| 财务费用 | 25 | 3 | 3 | 3 | 归属于母公司净利 | 144.7% | -2.2% | 25.7% | 24.6% |
| 投资损失 | -1 | -1 | -2 | -2 | 获利能力 | | | | |
| 营运资金变动 | 71 | -570 | -61 | -68 | 毛利率 (%) | 27.8% | 22.9% | 23.0% | 23.1% |
| 其他经营现金流 | 188 | 789 | 336 | 411 | 净利率 (%) | 13.1% | 10.7% | 10.8% | 10.9% |
| 投资活动现金流 | -311 | 0 | 1 | 1 | ROE (%) | 34.9% | 25.4% | 24.2% | 23.2% |
| 资本支出 | -221 | -1 | -1 | -1 | ROIC (%) | 34.0% | 21.3% | 21.2% | 20.6% |
| 长期投资 | -100 | 0 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | |
| 其他投资现金流 | 9 | 1 | 2 | 2 | 资产负债率 (%) | 54.4% | 58.0% | 56.5% | 54.9% |
| 筹资活动现金流 | 28 | -3 | -3 | -3 | 净负债比率 (%) | 119.2% | 137.9% | 129.9% | 121.8% |
| 短期借款 | 58 | 0 | 0 | 0 | 流动比率 | 1.05 | 1.26 | 1.42 | 1.56 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 速动比率 | 0.88 | 0.55 | 0.70 | 0.83 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营运能力 | | | | |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 1.09 | 0.91 | 0.91 | 0.89 |
| 其他筹资现金流 | -30 | -3 | -3 | -3 | 应收账款周转率 | 7.26 | 4.01 | 4.01 | 4.01 |
| 现金净增加额 | 101 | -299 | 266 | 327 | 应付账款周转率 | 4.59 | 1.85 | 1.85 | 1.85 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 1.05 | 0.77 | 0.97 | 1.21 |
| | | | | | 每股经营现金流 | 1.46 | -1.09 | 0.99 | 1.21 |
| | | | | | 每股净资产 | 2.26 | 3.03 | 3.99 | 5.20 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 0.00 | 38.80 | 30.86 | 24.75 |
| | | | | | P/B | 0.00 | 9.87 | 7.48 | 5.74 |
| | | | | | EV/EBITDA | -0.70 | 20.80 | 16.30 | 12.83 |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与联系人简介

分析师: 王莺, 华安证券农业首席分析师, 2012 年水晶球卖方分析师第五名, 农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。