

## 一次性卫生用品行业系列报告之二：国产成人护理龙头公司，“可靠”的产品与未来

### 核心观点：

- **公司系国内成人失禁领域龙头，正处于规模高速扩张的成长期。** 专注于一次性卫生用品的设计、研发、生产和销售，17-20年营收增长至16.35亿元，CAGR 27.61%。18-20年在成人纸尿裤市场占有率排名第一，拥有“可靠”、“康普适”等成人失禁品牌，产品矩阵覆盖高、中、低端市场，近三年综合毛利连续上涨。
- **公司在产业链中形成优势。** 1) 上游原材料供应格局分散，可靠通过分散采购、合资建厂等策略保证成本稳定；2) 公司居于中游，“代工+自有品牌”模式把握订单与需求；3) 下游对自有品牌积极变革营销渠道，同时精心筛选、拓展 ODM 合作客户。
- **公司的核心竞争力在于智选 ODM 优质客户+自主品牌双驱动模式，攻守兼备。** 当前自有品牌收入占比近 30%。1) 在竞争激烈、增速放缓的婴护市场，通过智选 ODM 业务、深耕高端婴裤制造，同时开辟菲律宾新兴蓝海市场，权益结构上深度绑定菲律宾 JS、杜迪等大客户等模式享受发展红利，20 年婴幼儿类营收至 9.1 亿，3 年 CAGR 达 23%；2) 在蓝海成人失禁领域，公司选择自主产销模式迅速扩张，借助自有品牌丰富产品矩阵，多元化渠道布局响应市场需求，20 年成人类营收至 4.3 亿，3 年 CARG 30%；3) 全生命周期布局女性经期裤、宠物护理等领域，攻守兼备以应对市场需求变革。
- **公司成长潜力在于乘政策之风，以技术研发为支撑，扩产能、扩品类、扩渠道迅速发展。** 1) 短期洞察市场趋势，把握成人拉拉裤、纸尿裤、婴儿拉拉裤需求，募投产能扩张，投产后每年产能预期增长近 12 亿片；2) 伴随可支配收入提升，消费意识与结构转变，中高端产品以及可满足多元化需求的产品矩阵有待进一步丰富；3) 目前我国正处于长护险试点期，未来有望直接促进成人失禁产品渗透率提升，并加大国产失禁品牌竞争力，行业龙头或可直接受益；公司借力直营零售（药房、养老机构、医院）合作与线上渠道，加大产品普及度，打牢客户基础。
- **风险提示：** 消费者健康卫生意识和消费习惯转换程度不及预期的风险；原材料价格波动的风险。
- **可靠护理盈利预测**

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,635.13	1,960.14	2,439.85	3,074.34
增长率 (%)	39.31%	19.88%	24.47%	26.01%
归属母公司股东净利润	214.01	262.12	345.95	461.17
增长率 (%)	144.72%	22.48%	31.98%	33.31%
EPS (元/股)	1.05	0.96	1.27	1.70
销售毛利率	27.83%	26.53%	26.65%	27.08%
净资产收益率 (ROE)	34.89%	35.21%	37.71%	40.17%
市盈率 (P/E)		29	22	17
市净率 (P/B)		10.23	8.30	6.64
市销率 (P/S)		3.89	3.12	2.48

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院，截止 2021 年 08 月 12 日收盘价

可靠护理 (301009.SZ)

推荐 维持评级

分析师

李昂

✉: liang-zb@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130517040001

甄唯莹

✉: zhenweixuan-yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050002

特别鸣谢: 熊雅婷

行业数据

时间 2021.08.13



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

相关研究

【银河零售消费品李昂团队】行业深度报告-一次性卫生用品行业系列报告之一: 消费渗透尚待提升, 产品升级长期可期-20210719

## 目 录

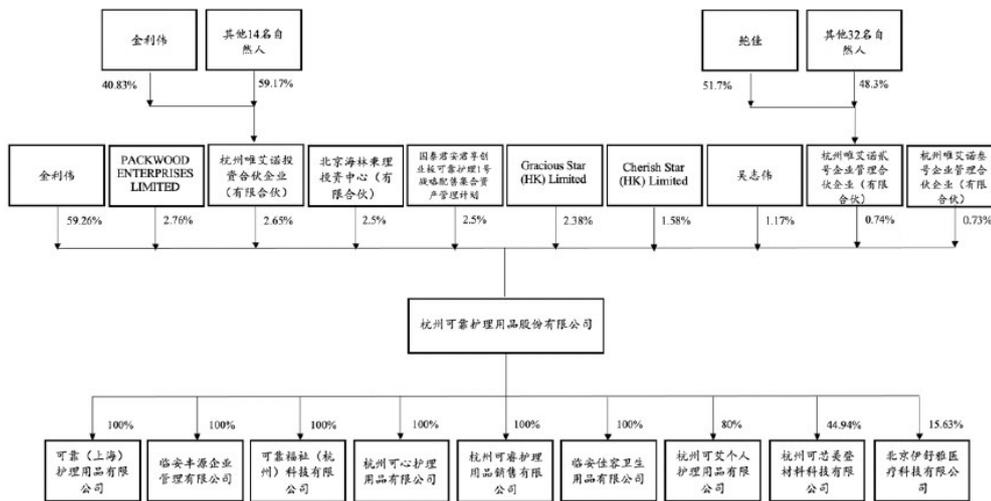
<b>一、公司特征概况：优质一次性卫生用品制造商，ODM+自主品牌双轮驱动快速发展</b> .....	3
（一）公司治理分析：治理结构优质，股权架构促进战略实施 .....	3
（二）公司发展历程回顾：从 ODM 走向自主经营，三大赛道迭代布局，把握行业趋势 .....	4
（三）公司业务概况：双轮驱动模式下，经营效率与效益齐升，助力 ROE 领跑行业 .....	5
<b>二、公司的产业链优势：上游成本可控，下游共享成长红利</b> .....	8
（一）上游供应商策略：分散采购、绑定核心供应商，成本稳定 .....	8
（二）中游制造策略：“代工+自有品牌”运营，头部瓜分主要订单，市场规模集中 .....	9
（三）下游策略：渠道变革提升议价能力，客户绑定助力合作持久 .....	10
<b>三、婴裤赛道：谨慎选择，开放合作，与优质客户共成长</b> .....	12
（一）婴裤行业：高端品类加速渗透国内，菲律宾市场表现亮眼 .....	12
（二）公司竞争力：细心布局，优选客户，助力业绩稳健增长 .....	17
<b>四、成人失禁赛道：扬帆蓝海市场，把握渠道红利，公司潜力不可限量</b> .....	21
（一）成人失禁行业：渗透率存在较大提升空间，产品结构有待进一步转型 .....	21
（二）公司竞争力：自建品牌矩阵产品多元，私域渠道扩容，确立龙头地位 .....	28
<b>五、宠物护理赛道：伴随人均收入水平提升成为朝阳行业，国内消费潜力十足</b> .....	34
（一）宠物护理行业：日本市场内具有刚需属性，中国处于高速成长期 .....	35
（二）公司竞争力：宠物业务稳健增长，从代工走向自营可期 .....	38
<b>六、知日鉴中：从成熟的日本市场与头部企业尤妮佳的发展，看可靠股份核心竞争力</b> .....	38
（一）行业趋势先行者：把握行业变革趋势，攻守兼备，扬帆起航 .....	39
（二）政策趋势乘风者：失禁领域具备爆发潜力，国产将成为主流 .....	43
<b>七、驱动因素：研发优势筑底，客户开拓与赛道智选形成拉力</b> .....	45
（一）短期驱动：募投与生产打开成长空间、助力规模效应 .....	45
（二）中期驱动：把握消费升级下新品迭代带来的结构性增量 .....	47
（三）长期驱动：政策驱动下，研发能力深化品牌护城河 .....	48
<b>八、公司未来投资价值分析与评级：予以推荐评级</b> .....	50
<b>九、风险提示</b> .....	52

## 一、公司特征概况：优质一次性卫生用品制造商，ODM+自主品牌双轮驱动快速发展

### (一) 公司治理分析：治理结构优质，股权架构促进战略实施

股权结构集中且稳定、借力机构投资者优化公司治理。公司董事长金利伟先生不仅是公司的创始人，也是当前公司的实际控制人和最终受益人，直接持有公司 59.26% 的股份，与配偶鲍佳通过员工持股平台（唯艾诺）共计持有 60.77% 股份，股权相对集中。持股人中机构投资者占比超过 5%，有望进一步优化公司治理结构。可靠于 2021 年 6 月上市，董事长直接或间接持有的公司股份自上市起 36 个月内（至 2024 年 6 月）不得转让，由此看来，短期内公司不会出现大股东减持的行为，股权结构较稳定。

图 1：可靠股权结构



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院整理

管理层经验丰富、董事会经历资深，为公司成长开拓空间。公司管理层及骨干均具有较强的专业能力，任职可靠多年，在业务领域内经验丰富；独立董事多为当地名校博士，且在法律、金融、管理等公司治理各领域内均具备研究深度，有助于公司战略制定与产学研一体发展；同时，公司多次引入员工持股平台唯艾诺，通过股权激励计划，奖励、吸引骨干耿振强，李海峰等高学历人才担任公司要职。

表 1：管理层及独董简介（括号内为该人员的持股比例）

姓名	任职	个人简介
金利伟	董事长、总经理	1999-2006 年担任临安侨资汽车维修有限公司总经理，2001 年创建杭州侨资纸业有限公司。（59.26%）
王仲其	副总经理、研究院副院长	1998-2009 年任职于杭州余宏精工机械有限公司、杭州珂瑞特机械制造有限公司调试部经理。2009 年至今先后担任可靠护理部门经理、副总经理、研究院副院长。
鲍佳	副总经理	浙江大学本科，经贸英语专业。2004 年至今先后任职可靠护理外贸部经理、国际销

(1.51%)		售总监、人资行政总监、董事长特别助理、副总经理
李海峰	副总经理、董事	浙大民法法硕士，曾任金杜律师事务所公司证券部律师。2017年起任职于可靠护理
(0.17%)	会秘书	证券法务部、可靠护理董事会秘书。
耿振强	副总经理、财务	浙大本科，注册会计师，曾任职于各大公司财务部、会计师事务所审计部、上市公司
(0.09%)	总监	财务管理机构负责人，2019年起先后任可靠护理财务总监、副总经理兼财务总监。
周忠英	董事，副总经理	高级技师，曾任锦江集团生产班长。2001入职可靠，先后担任储运部经理、采购部
(0.35%)		经理供应链总监等。
张永亮	独立董事	浙江农林大学政法学院教授，中国国际经济法学研究会理事，法律实务上研究出色。
杜健	独立董事	浙江大学管理学博士，任职浙江大学创新创业与战略学系副教授，在企业创新与战略
		规划领域富有见解。
朱茶芬	独立董事	上财博士，浙大工商管理博士后，任职于浙大管理学院副教授。擅长企业经营管理，
		管理体制变革与优化。

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院整理

表 2：员工持股平台布局

员工持股平台	持股比例	出资金额	成立时间	主要特点
唯艾诺	2.65%	近 750 万	2011.6	15LP，主要针对公司各部门核心领导股权激励，包括研发、国贸、福祉、制造等多部门。 2011.7，为进一步加大对员工的激励，金利伟出资额由原来的 1,102 万元几乎全部转让于其他合伙人，其他合伙人份额翻倍。
唯艾诺贰号	0.75%	近 750 万	2019.12	33LP，涵盖更多销售部门人员（销售经理、主管、专员等）表明公司重点发力自营失禁用品销售端，同时在对车间主管、质量工程师、以及优秀部门专员激励。
唯艾诺叁号	0.73%	近 750 万	2019.12	32LP，以研究所成员为主，涵盖多个研究所工程师、研发专员以及生产制造部门。
可靠 1 号战略配售资管计划	2.5%	近 10600 万	2021.3	高级管理人员与核心员工资产管理计划参与战略配售拟认购公司公开发行的比例为 10%。高级管理人员包括：投资、计划、大客户、供应链、福祉等多重要部门。

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院整理

## （二）公司发展历程回顾：从 ODM 走向自主经营，三大赛道迭代布局，把握行业趋势

公司前生侨资纸业成立于 2001 年，自成立以来专注于一次性卫生用品的设计、研发、生产和销售。历经近 20 年行业探索，根据可靠在一次性卫生用品行业不同赛道迭代布局策略，可将该公司发展分为以下三个阶段：

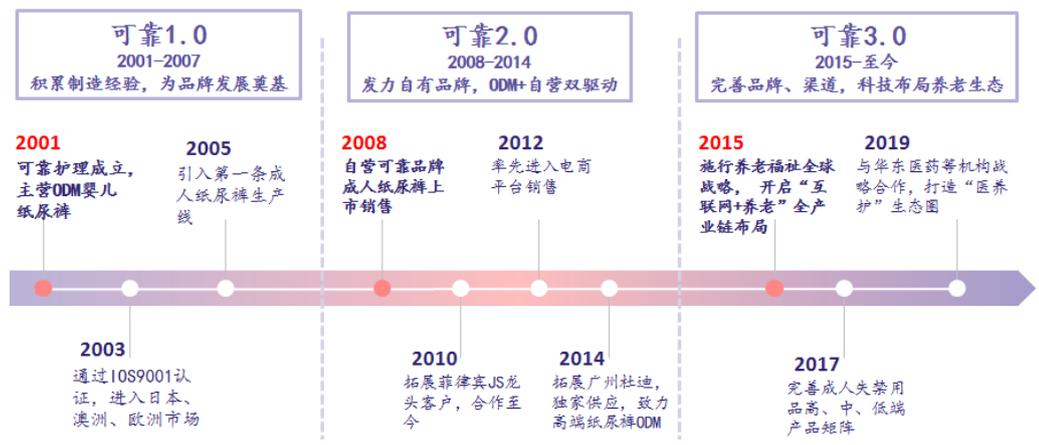
**第一阶段：专注 ODM 领域，致力制造与生产，为品牌发展奠基。**2001 年，可靠在杭州成立，公司专注于高端低价一次性产品的制造工艺，对营销以及 To C 消费没有过多投入，

通过对龙头日企尤妮佳代工，积累高质量产品生产经验与技术，为自营品牌发展奠基。

**第二阶段：借力制造经验，发力自有品牌，双驱动策略表现优异。**积累高端制造经验和完备的生产技术后，可靠于2008年正式启动成人纸尿裤产品生产计划，并通过大量广告投放、开拓电商渠道以率先抢占消费者心智，为行业龙头地位打下根基；在ODM领域内，可靠明确与优质客户的深度绑定的策略，先后与菲律宾JS、广州杜迪公司在权益上深度合作，至此，可靠“ODM+自营双轮驱动”战略正式形成并表现优异。

**第三阶段：洞察行业趋势，科技布局未来养老产业。**2015年以来，可靠全面开启“大数据+互联网”模式，以全面优化其养老福祉战略布局，并扩大产品服务范围，先后完善了高、中、低端产品矩阵。通过与各区域药房和养老院深度合作的方式，打造“医养护”大健康生态圈。在优质的产品与渠道布局下，可靠连续数年蝉联淘宝/天猫平台单品类全网销售冠军。

图 2：可靠迭代布局战略

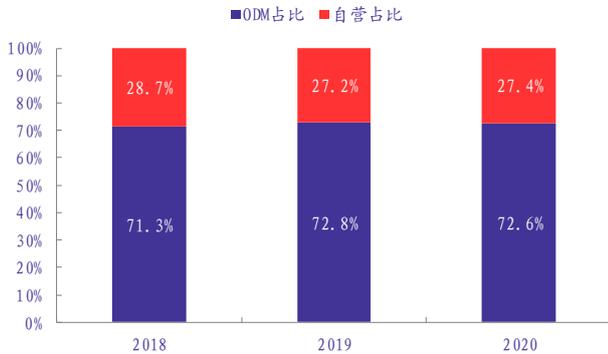


资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院整理

### （三）公司业务概况：双轮驱动模式下，经营效率与效益齐升，助力 ROE 领跑行业

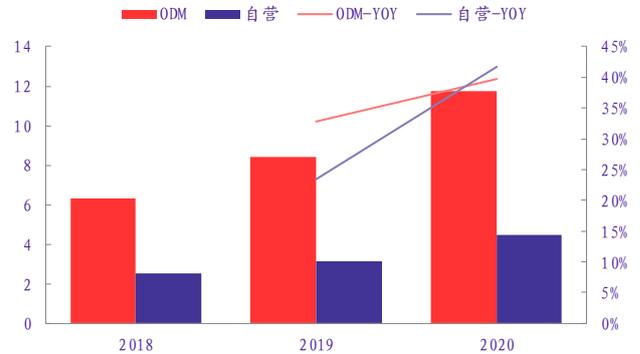
**国内领先一次性卫生用品制造商，ODM+自主品牌双轮驱动的发展。**目前公司主要产品包括婴儿卫生用品、成人失禁用品、宠物卫生用品和口罩等，公司采用 ODM+自主品牌双轮驱动的经营方式，ODM 业务占比 72.47%，以生产婴儿卫生用品为主，宠物卫生和成人失禁用品为辅，通过精心筛选海内外成长性高、生产和渠道战略互促的品牌商，近 3 年 ODM 业务 CAGR 达到 36.2%；自营品牌占比 27.42%，以成人失禁用品为主，拥有“可靠”、“吸收宝”、“安护士”、“康普适”等品牌，受益于成人失禁蓝海市场，公司近 3 年 CAGR 达到 32.2%，“可靠”品牌连续多年蝉联业内线上销售额第一。

图 3: ODM 与自营业务营收占比



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

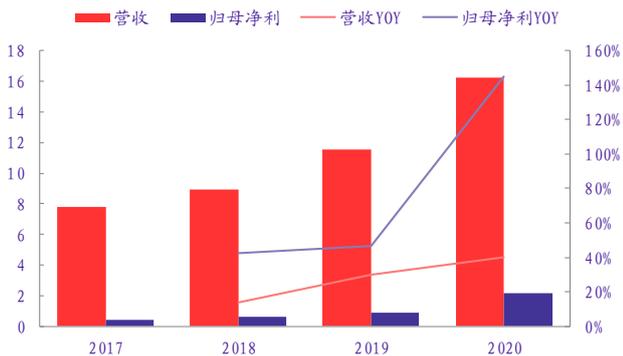
图 4: ODM 与自营业务营收 (亿元) 及增速



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

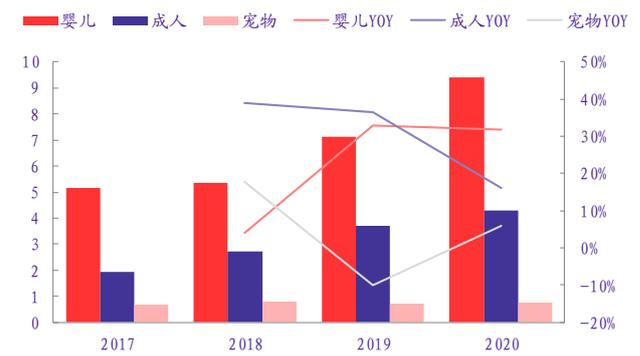
**婴儿卫生用品、成人失禁用品助力公司业绩快速增长。**得益于公司在不同赛道内模式的选择, 精准把握行业机遇, 为市场提供符合需求的产品, 在 2017-2020 年期间, 公司主营业务收入从 7.81 亿元提升至 16.15 亿元, CAGR 为 27.6%; 其中, 2020 年, 受益于疫情间口罩业务的需求激增, 公司主营业务收入同比增速达 144.7%。目前婴儿卫生用品、成人失禁用品是公司的制造核心, 2020 年营收分别达到 9.39、4.29 亿元, 合计占比超过公司总营收 80%。其中, 婴儿卫生用品的增长受益于公司在 ODM 领域内的“大客户”在红海中依然表现不俗, 近 3 年婴儿类总营收 CAGR 达 22.2%; 目前成人失禁市场仍处于导入期, 低价竞争激烈, 在新零售的加持下, 公司自营领域内的成人失禁业务维持了良好增长态势, 近 3 年营收 CAGR 达到 30.1%; 宠物护理业务非公司主要聚焦业务, 占比较少, 2020 年占比 5.3%, 主要以 ODM 模式出口。

图 5: 总营收 (亿元) 与归母净利润金额及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 6: 婴儿/成人/宠物护理营收 (亿元) 及增速

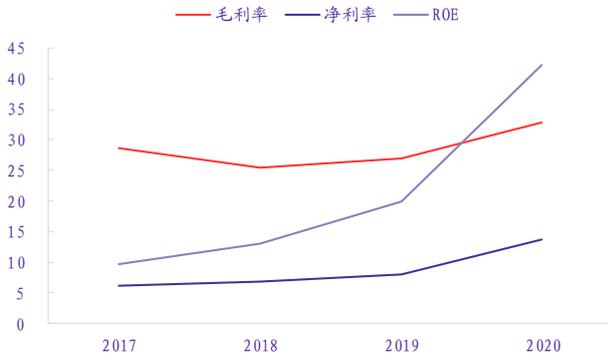


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

**毛利稳健, 费率控制优异, 助力净利强势增长。**ODM 领域内, 公司深度绑定上下游优质客户, 与其共同成长, 婴儿卫生用品毛利率稳中提升, 维持在 23% 左右; 在自营业务领域, 公司丰富产品矩阵, 布局高、中、低端市场, 在成人失禁领域内逐渐确立龙头地位, 毛利率从 2018 年 34.1% 提升至 37.0%; 同时, 受益于公司逐步优化管理结构、较强的费率控制能力, 2017-2020 年, 总费用率下降近 10%, 加速净利率水平的提升, 公司近 3 年净利率水

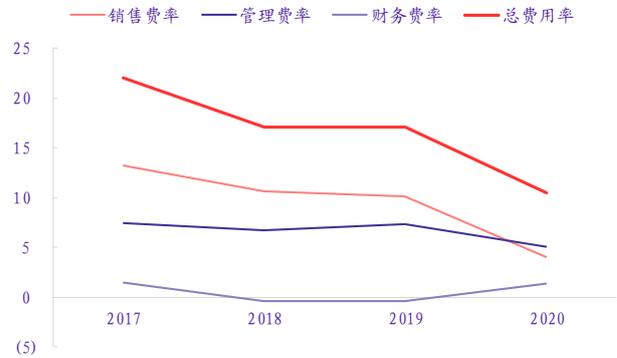
平抬升 6.8 个百分点至 13.6%。

图 7: 综合毛利率/净利率/ROE 表现情况 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

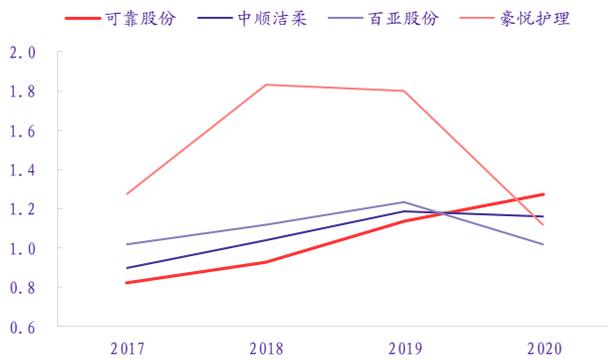
图 8: 销售/管理/财务/综合费率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

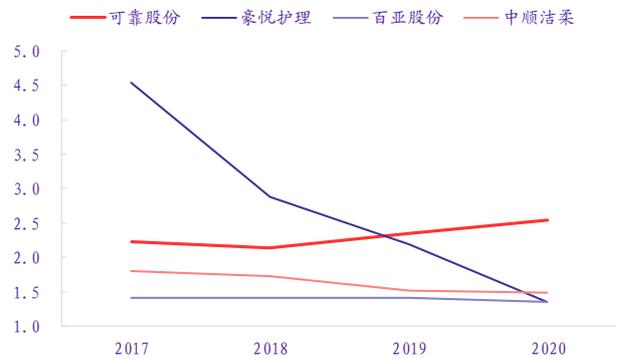
扩产能把握行业风口, 经营效率显著提升, 助力 ROE 引领行业。2017 年以来, 公司把握市场趋势, 及时建立婴儿拉拉裤、成人拉拉裤等新生产线, 产能、利用率、总资产周转率齐提升, 经营效率位于行业内较高水平; 同时, 公司在行业内议价能力强, 以无息负债为驱动经营模式, 使其在维持一定的杠杆水平下又能避免财务风险; 在效率、盈利能力、杠杆的共同催化下公司 ROE 位于行业领先水平, 2020 年达到 42.3%。

图 9: 可比公司总资产周转率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

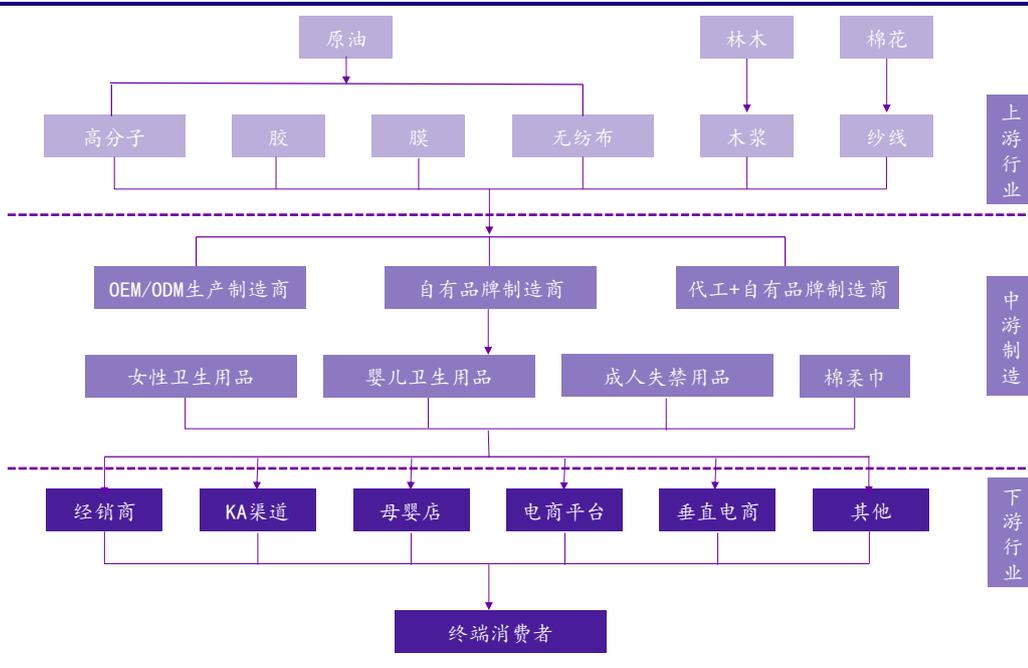
图 10: 可比公司权益乘数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 二、公司的产业链优势：上游成本可控，下游共享成长红利

图 11：一次性卫生用品产业链结构

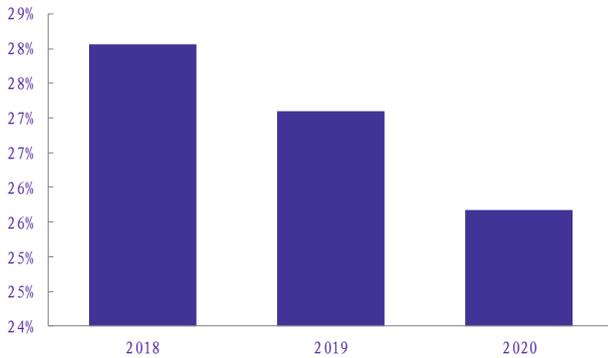


资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院整理

### （一）上游供应商策略：分散采购、绑定核心供应商，成本稳定

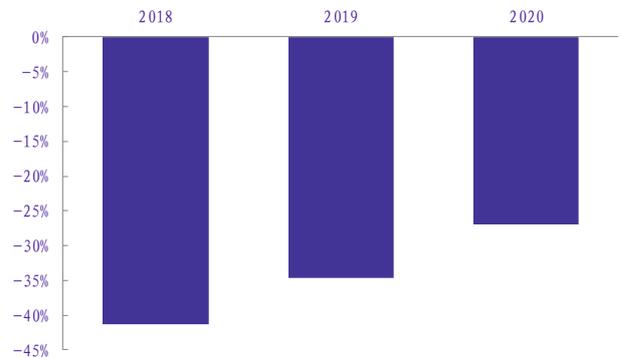
上游格局分散，可靠通过分散采购、合资建厂、互惠策略保证公司原材料成本稳定。公司主要原材料包括木浆、无纺布、底膜、高分子、复合芯体、纸箱卫生纸、包装袋和热熔胶等，占比生产成本 88%左右，主要受到石油价格影响。上游供应企业整体呈现出分散供应、完全竞争格局，中游制造商议价能力相对高。1) 可靠采用分散采购策略，5 大供应商集中度呈现下降趋势，且单一供应商采购比例不超过 6.5%；2) 可靠采用合资建厂策略，2021 年与复合芯体供应商广东美登纸业合资成立可芯美登公司，双方共同为复合芯体业务转型发展提供支持。3) 可靠采用互相采购策略，与多家原材料供应商共享资源优势，上下游压价竞争关系转为互惠互利局面。因此，经测算，原材料上涨 5% 对公司净利润变动在逐渐减弱，表明公司稳成本策略的实施较为有效。

图 12: 前 5 大原材料供应商集中度



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

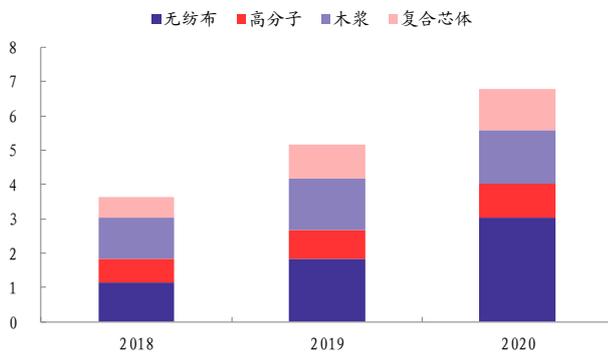
图 13: 原材料上涨 5%对各期利润影响



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

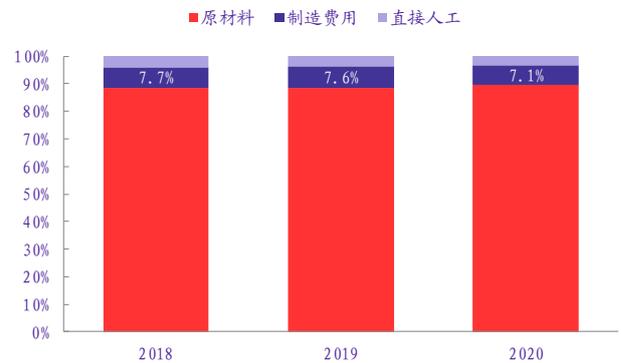
规模效应有助于改善原材料占比规模, 强化公司壁垒。公司制造费用在营业成本中的占比连续三年出现减缓趋势。目前, 公司仅对菲律宾 JS 专码专线生产; 募投后, 伴随产能扩大、以及客户持续扩张, 公司有望进一步扩大专码专线生产化能力以摊薄生产成本、提高盈利能力, 强化公司壁垒。

图 14: 主要原材料采购总额 (亿元)



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 15: 各制造成本占比



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

## (二) 中游制造策略: “代工+自有品牌”运营, 头部瓜分主要订单, 市场规模集中

我国吸收性卫生用品制造企业竞争激烈, 大厂商集中头部品牌订单, 一般以代工+自有品牌模式运营。在以婴儿和女性护理为代表的红海市场中, 受益于营销和渠道而崛起的国内品牌通常并不具备深厚的行业经验, 市场上能为各大品牌提供 ODM 的厂商数量较少, 品质稳定且具备规模的产能仍属于稀缺资源。国内主要的一次性卫生用品 ODM 制造商主要有可靠护理、杭州千芝雅、广东昱升、豪悦护理等。大厂商集中了大部分头部品牌的代工订单, 市场规模比较集中, 制造商依托强大的下游客户可以发挥更大的规模优势。

**表 3: 可靠 ODM 业务主要竞争对手情况 (截止 2020.12)**

公司名称	主营业务产品	生产情况	生产基地及产线
可靠护理	成人失禁用品为主,同时生产婴儿卫生用品、宠物卫生用品	ODM+自有, 代工菲律宾 JS、杜迪、万邦等	可靠、可艾两大生产基地; 20 余条自动化生产线, 年产 33 亿片
杭州千芝雅	婴儿卫生用品、成人失禁用品、女性卫生用品	ODM+自有, 代工小鹿叮叮、爱他美、超级奶爸(韩国)、马呢可(俄罗斯)	桐庐生产基地、湖北生产基地; 37 条生产线, 年产 45 亿片
广东显升	婴儿卫生用品、成人失禁用品	ODM 为主, 代工凯儿得乐、露安适	拥有 24 万平方的现代化厂房; 拥有全自动生产线, 每分钟能生产 400-450 片纸尿裤, 最快每分钟能达到 1200 片
杭州珍琦	成人尿裤、成人拉拉裤、尿片、婴儿尿裤、婴儿拉拉裤、护理垫、卫生巾、经期裤	ODM+自有, 拥有珍琦、自由生活、Elibell。等多个自主品牌,	厂房面积达 6.5 万平方米, 拥有意大利 GDM 生产线, 2020 年新增 9 亿片纸尿裤产能。
豪悦护理	婴儿卫生用品为主, 同时生产成人失禁用品、女性卫生用品	ODM 为主, 代工凯儿得乐、BabyCare、蜜芽、尤妮佳、金佰利、花王、宝洁等	在浙江杭州和江苏沭阳建有生产基地; 44 条生产线, 婴儿纸尿裤产能 15.8 亿片、成人纸尿裤产能 1.5 亿片、卫生巾产能 9.6 亿片、经期裤产能为 1.2 亿片

资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院整理

**技术优势拓宽中游企业护城河, 高端化、细分化趋势引领行业未来发展。** 1) **可靠抓住复合芯体转型红利。** 根据我们在《一次性卫生用品行业系列报告之一》的研究, 目前吸收用品正在经历由传统木浆芯体向高端复合芯体技术转型过程, 掌握复合芯体技术厂商更有利于在市场转型中获得客户资源与超额收益。可靠目前掌握线上线下复合芯体生产技术, 在 2021 年更是与下游复合芯体主要供应商广州美登合资成立可芯公司, 助力公司在该领域内低成本、快速布局, 未来有助于其在高端纸尿裤领域进一步拓展新客户、显著提升生产效率。2) **可靠把握细分化与高端化行业趋势。** 2020 年, 可靠出资设立北京伊舒雅医疗科技, 该公司意在服务于可靠多元化、高端化战略, 研发 HPV 防护性卫生巾新产品, 助力母公司业务深度与宽度拓展。

**表 4: 木浆芯体与复合芯体对比**

芯体	特性
木浆+吸水高分子芯体	蓬松、渗透速度快, 结构松散, 吸水后会迅速膨胀, 会因为婴幼儿的频繁肢体活动产生起坨、断层等问题。
高蓬松热风无纺布+吸水高分子芯体	轻薄、柔韧、不易断层, 吸水后整体膨胀、平整不起坨等特点, 有效提升产品档次。

资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

### (三) 下游策略: 渠道变革提升议价能力, 客户绑定助力合作持久

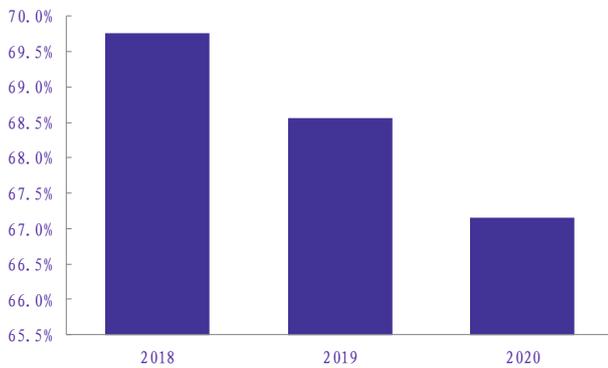
**一次性卫生用品产品的销售渠道变革，促使可靠在产业链上的议价能力持续提升。**微商、母婴电商等私域流量渠道持续扩容，国产新锐品牌得以在社群群体内快速提高品牌影响力，带动上游 ODM 制造商订单快速增长，形成品牌商专注渠道和营销，而可靠依托强大设计与交付能力，负责提供生产制造全套解决方案，双方精细化分工局面。

**精心筛选合作客户、权益绑定策略促进合作持久性。**公司主要的合作品牌商为菲律宾 JS、广州杜迪、万邦健康等，近年来未出现更换品牌商情形，合作稳定有以下原因：1) 定制化生产线导致品牌商更换 ODM 方成本高，客户粘性强；2) 可靠选择与擅长市场营销且弱于生产制造的品牌商合作；3) 可靠与客户合资建厂、权益持股等，保证业务长期可持续。因此，公司前五大客户整体占比较高，近 67.15%，但随着公司生产能力扩大有所降低。

**为大客户代工的品质背书效应促进客户拓展。**可靠在成立之初曾为日本护理巨头尤妮佳代工，以提升公司自身生产能力与产品质量。在具备强大设计能力和交付能力后，先后为菲律宾婴护龙头、健合国际旗下高端婴裤品牌生产。近年来，得益于 ODM 大客户的优异市场表现背后对产品品质的背书，可靠再次吸引了一批中高端客户，例如百诺恩、亲蓓、Lovekins 等。

**研发能力引领市场趋势，提升产业链议价能力。**在婴儿卫生用品行业渗透率较饱和、成人护理卫生领域内小厂家激烈竞争的背景下，可靠凭借研发能力不断推新，自主设计研发了高端类婴儿拉拉裤、更具功能型的高吸收、除异味成人拉拉裤等系列，引领市场消费结构转型，促进下游产品火爆销量，在行业内议价能力持续提升。

图 16: 前 5 大客户集中度



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院整理

图 17: ODM 获客途径与合作方式

ODM 客户	主要代工产品	获取客户途径	采购占比	未来合作
菲律宾 JS	婴儿纸尿裤系列	会议论坛	50%	是
杜迪公司	高端婴儿纸尿裤系列	合营方	100%	是
万邦健康	高端婴儿纸尿裤系列	客户上门	90%	是
KOHAN	宠物护理用品	会议论坛	80%	是
杭州沐歆	高端婴儿纸尿裤系列	客户上门	100%	是

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院整理

根据可靠的发展历程，婴儿卫生用品是公司在一次性卫生用品行业接触最早、积累经验最多的领域，也是目前公司经营规模最大的领域，占比营收近 50%，通过 ODM 业务深耕，并积累完善的生产制造经验后，可靠洞察一次性卫生用品行业中婴儿卫生竞争激烈、养老市场更具前景的趋势，将自营发展中心转向更具备生产前景的成人失禁行业，并在未来中国增长潜力无限的宠物护理领域逐步开辟探索，因此，可靠深谙我国人口结构与市场格局变化方向。根据可靠的发展历程与公司目前在不同业务的生产规模，本文将分别从婴儿卫生用品、成人失禁用品、宠物卫生用品分析目前行业趋势与公司经营状况。

### 三、婴裤赛道：谨慎选择，开放合作，与优质客户共成长

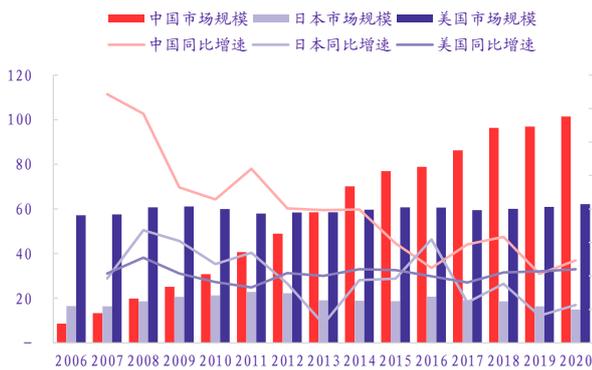
#### （一）婴裤行业：高端品类加速渗透国内，菲律宾市场表现亮眼

##### 1. 国内市场：增速高于全球，高端化细分市场渐热，注重渠道与技术新锐品牌崛起

规模增高于全球平均水平，渗透率较低，整体增长空间大。婴儿卫生市场规模由 2006 年的 69.09 亿元增加至 2020 年的 703.39 亿元，10-20 十年复合增长率 12.92%，增速明显高于全球市场。市场渗透率为 72.2%，而同期美、日等发达国家渗透率约 90%，我国渗透率仍具备增长空间。

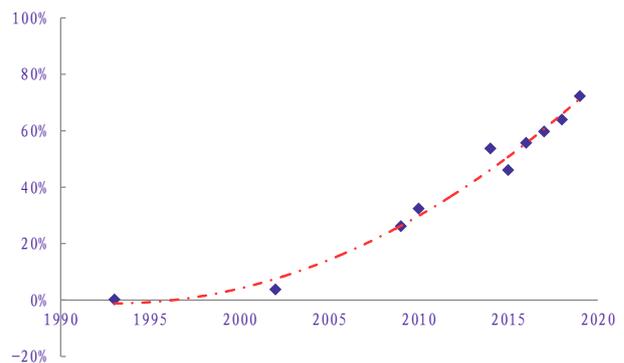
市场量价齐升，增量空间源于消费升级下新品需求的释放，高端化、个性化细分市场或成为行业发展风口。从使用量来看，根据《一次性卫生用品行业系列报告之一》测算结果，我国使用婴裤更换频次显著低于美国和日本，仍有较大提升；从消费价格来看，随着消费升级，我国的纸尿裤平均零售价总体呈现上升趋势。值得注意的是，2019 年高端纸尿裤销售额同比增长 146%，远超纸尿裤整体水平，在高端纸尿裤中，单价较高的升级品类拉拉裤渗透率近年来显著提升，根据近两年 618 期间数据对比，拉拉裤占比由 2020 年 6 月份 40.9% 提升至 2021 年 47.6%，同比提升 6.6%。注：拉拉裤是一种便于穿脱的学步裤，多采用轻薄的复合芯体结构，是对普通婴儿纸尿裤的功能性升级，产品切换障碍低，设计符合家长育儿习惯。拉拉裤单价是同档次纸尿裤单价 1.2-1.5 倍，在消费升级背景下更容易快速吸引新用户打开市场，我国拉拉裤市场份额相对婴儿卫生用品行业发展较成熟的日本与美国更低，未来国内纸尿裤市场或在高端化、个性化等领域成为行业发展风口。

图 18：中/日/美婴儿卫生用品市场规模及增速（亿元）



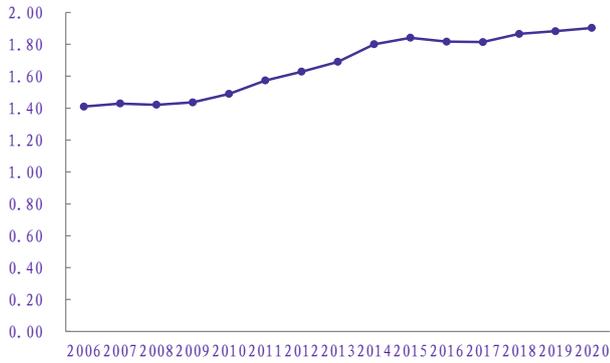
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 19：国内婴儿卫生用品渗透率（%）



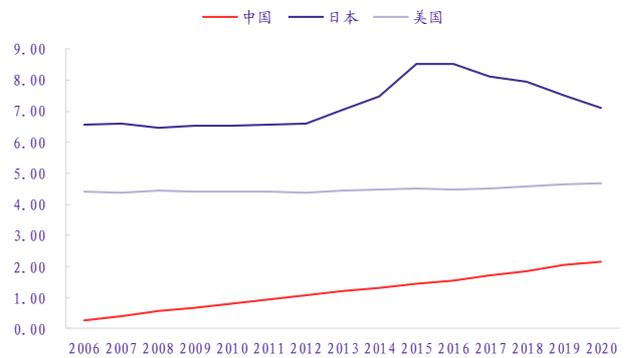
资料来源：中国造纸协会，中国银河证券研究院整理

图 20: 我国婴儿纸尿裤平均零售价 (元/片)



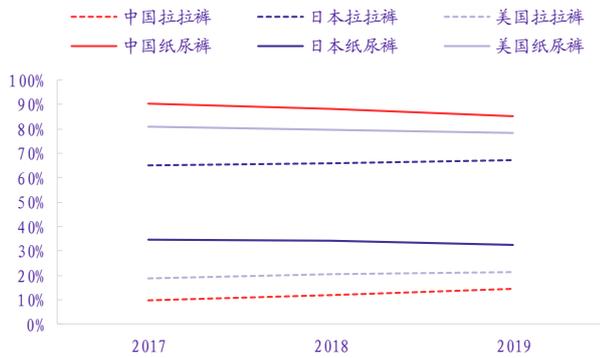
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 21: 中日美人均每日使用量 (测算值)



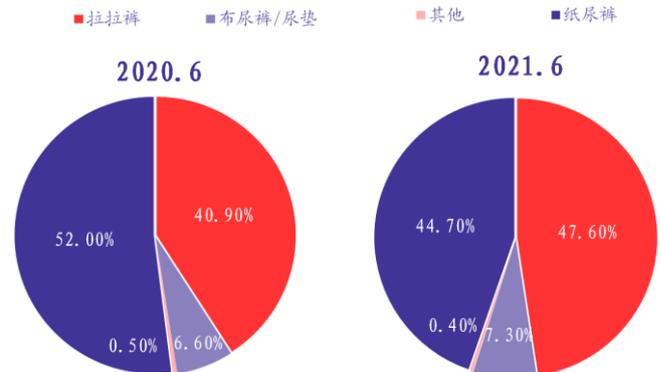
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 22: 中/日/美婴儿纸尿裤与拉拉裤市场份额



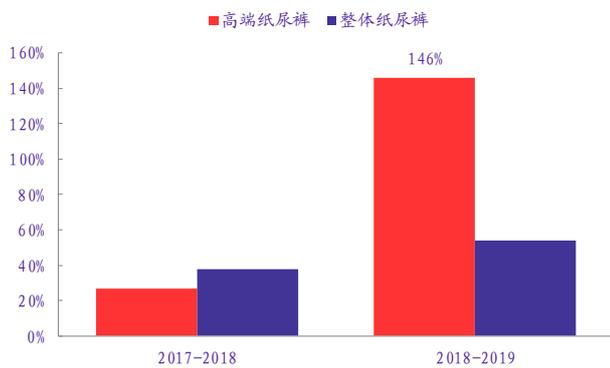
资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 23: 2020 与 2021 年“618”期间婴儿护理用品销售份额



资料来源: 天猫 (数据期间 6.1-6.17), 中国银河证券研究院整理

图 24: 高端/整体纸尿裤市场规模增速



资料来源: CBNDATA, 中国银河证券研究院整理

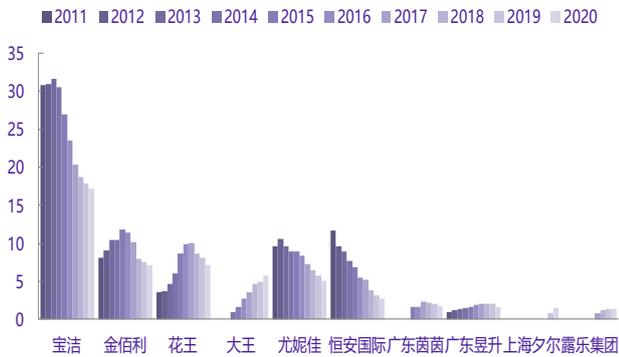
表 5: 我国主要产品纸尿裤与拉拉裤功能/单价对比

公司名称	产品名称	产品信息	产品功能	单价 (元/片)	产品图例
宝洁	帮宝适	帮宝适超薄干爽绿帮纸尿裤 (XL 码)	超薄吸收芯, 三条干爽通道, 均匀吸收不易鼓包, 更加合身。外层柔软, 具有尿显提示。	1.98	
		帮宝适一级帮拉拉裤 (XL 码)	提取金盏花油呵护肌肤健康, 3D 苏醒过来, 舒适合身, 吸收芯体不起坨。	3.42	
金佰利	好奇	好奇铂金装婴儿纸尿裤 (XL 码)	Nude-tech 裸感芯, 对比上代产品减薄 30%, 具有劲吸导流层和尾部“便兜”, 拒绝起坨断层。	2.12	
		好奇铂金装超薄透气成长裤 (XL 码)	加高加长立体护围, 高效防护侧漏。莱卡 LAYCRA 大弹力不勒肚不变形, 海量吸收干爽无潮感。	2.64	
恒安国际	安儿乐	安儿乐特柔小轻芯纸尿裤 (XL 码)	进口海量瞬吸魔力珠 (SAP), 吸收基体近卫 0.1cm 超薄舒适, 全兜造型设计防止侧漏。	1.61	
		安儿乐魔力吸婴儿拉拉裤 (XL 码)	可以吸收高达几十倍自身重量的液体, 一片紧锁八次尿量, 导流层具有高分子锁水分子。腰围舒适弹力大。	1.93	
凯儿得乐	凯儿得乐	丝柔亲体系列婴儿纸尿裤 (XL 码)	丝薄亲肤、轻芯柔软、3D 面层、干爽透气; 轻薄 2.0 系列吸收芯体薄至 0.095cm	2.57	
		丝薄瞬吸拉拉裤 (XL 码)	弹力贴合、轻薄立体防漏, 轻薄 2.0 系列吸收芯体薄至 0.095cm; 加速吸收, 5 重锁水防止渗漏	3.86	

资料来源: 天猫, Amazon, 公司公告, 中国银河证券研究院整理

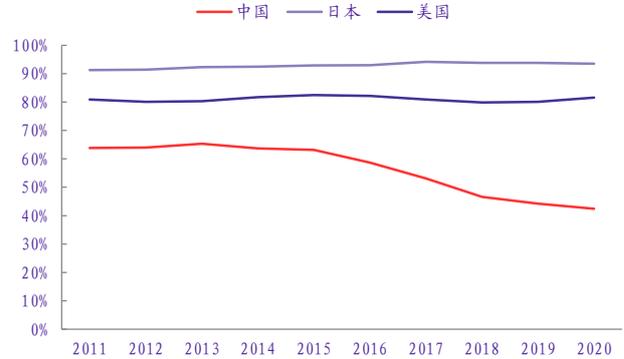
婴裤市场格局尚未稳定, 注重渠道和技术的国产新锐品牌崛起。婴儿卫生用品市场内头部公司 CR5 仅为 42.4%, 相较于 2020 年美国 81.6% 日本 93.5%, 仍有较大差距, 主要原因在于我国行业格局未定, 头部均为外资品牌, 受益于“中国质造”和“新零售业态”双轮驱动, 恒安、昱升、凯儿得乐等国产品牌迅速崛起, 外资品牌市占率下滑, 在消费升级和体量扩张下, 注重渠道和技术附加值的新锐企业更有持续扩张市场份额的机会。

图 25: 我国婴儿卫生用品公司份额占比 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 26: 我国婴儿纸尿裤公司竞争格局 CR5

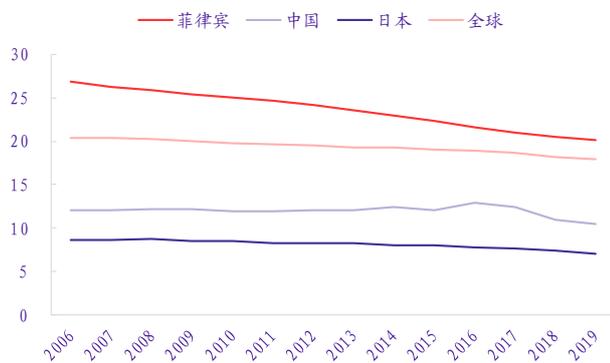


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

## 2. 菲律宾市场: 生育率领跑全球, 经济增长与消费提升促进市场扩张

婴儿护理用品渗透率低、国家生育率显著高于全球水平、新生人口增速表现相对优势, 共同稳固菲律宾婴儿卫生用品市场发展。据美国棉花公司 2018 年四季度的调查, 2018 至 2023 年, 全球婴儿纸尿裤增速预期可达 23%, 总销售量将超过 2200 亿片; 其中非洲、亚洲的增长最多, 分别为 33%和 45%; 针对菲律宾市场来看, 2019 年菲律宾总人口数为 1.08 亿人, 系世界第十三大大人口大国; 从出生率和新生人口增速来看, 在全球生育率下行的背景下, 2019 年菲律宾出生率为 20%, 远超同期欧美、中国等生育率水平; 菲律宾新生人口虽也出现负增长局面, 但相较于中国、日本、美国的新生儿增速大幅下滑的趋势下, 仍能保持相对稳定的增速; 根据生活用纸协会数据, 2016 年菲律宾婴儿纸尿裤渗透率仅为 15%, 人均使用量 2020 年仅为 0.88, 远低于同期发达国家水平。因此, 在新生人口具有相对红利的背景下, 菲律宾婴儿卫生用品市场多年来呈现温和增长的局面, 近 10 年 CAGR 为 7.3%。

图 27: 菲律宾与部分国家出生率对比 (%)



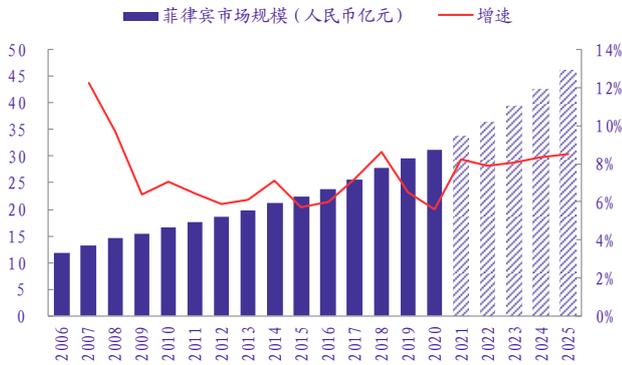
资料来源: 世界银行, 中国银河证券研究院整理

图 28: 菲律宾与部分国家新生人口增速对比



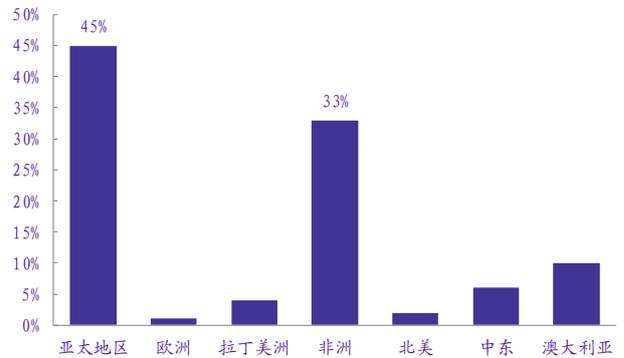
资料来源: 世界银行, 中国银河证券研究院整理

图 29: 菲律宾婴儿卫生用品市场规模 (人民币亿元) 增速



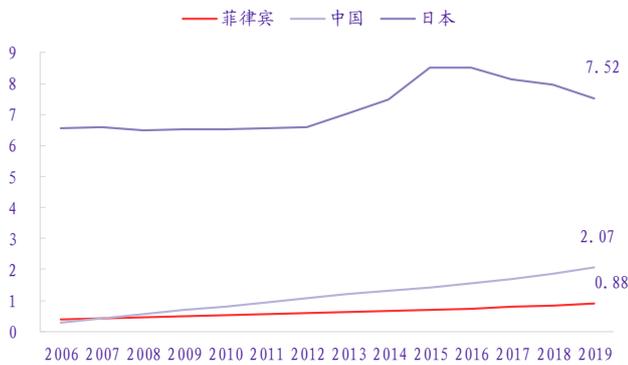
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 30: 全球婴儿纸尿裤市场增长率对比



资料来源: 美国棉花公司, 中国银河证券研究院整理

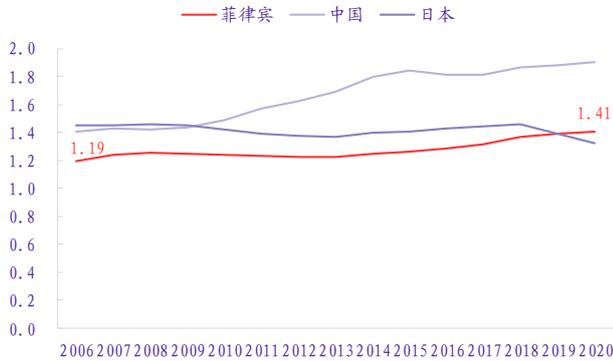
图 31: 菲律宾/中/日人均每日使用量 (片) (测算值)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

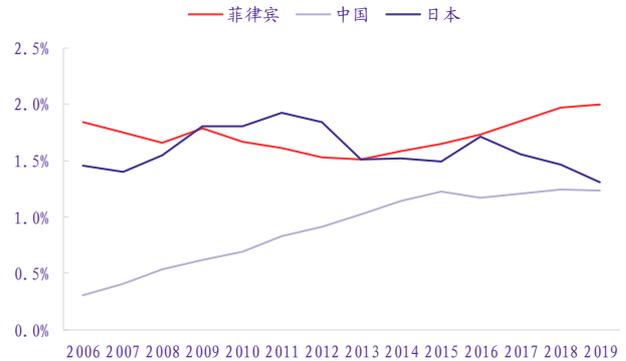
市场竞争格局稳定，卫生意识提高与消费能力的拉动，促进婴儿卫生用品行业欣欣向荣。拆分菲律宾婴儿纸尿裤市场量价来看，行业长期稳定发展不仅在于上述人口相对红利的驱动，居民卫生意识与消费能力的提升带来同期纸尿裤市场价格温和上行，更是不可忽视，目前菲律宾人均婴儿护理消费占比显著高于中国、日本，这也印证了该国居民对婴儿护理卫生意识的崛起。值得注意的是，相较于中国婴儿卫生用品头部公司的激烈竞争，目前菲律宾婴儿卫生用品品牌 CR5 保持稳定，近年来维持在 75% 水平，龙头公司 JS 与宝洁旗下品牌占据市场超过 50% 份额，可充分享受行业自然增长带来的红利。

图 32: 菲律宾婴儿纸尿裤单价 (元/片)



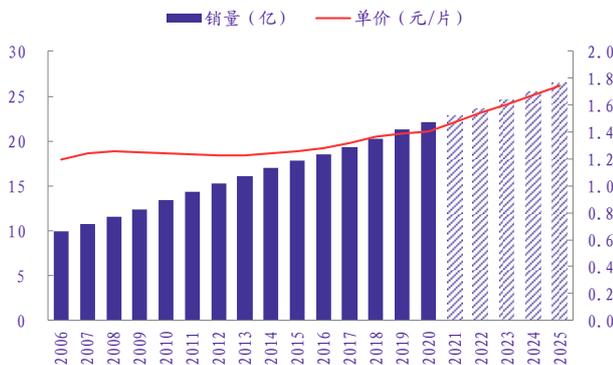
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 33: 人均婴儿护理消费占比人均收入



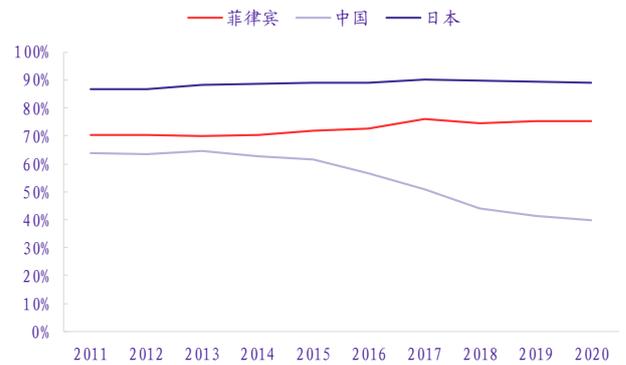
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 34: 菲律宾婴儿卫生用品销量与单价



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 35: 菲律宾/中国/日本 CR5 比较



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

## (二) 公司竞争力: 细心布局, 优选客户, 助力业绩稳健增长

### 1. ODM 战略模式参与婴裤市场, 助力规模与效率双双提升

ODM 战略布局婴裤市场, 产能规模助力公司收获红海红利。可靠 ODM 婴儿纸尿裤系列主要包括以下三类产品: 婴儿纸尿裤, 婴儿拉拉裤, 婴儿护垫。婴儿卫生类营收占比公司总营收规模 56.1%; ODM 业务领域内, 婴儿纸尿裤及拉拉裤占比高达 86.5%。在品牌竞争激烈的红海市场中, 品质稳定且具备规模的产能的 ODM 的厂商属于稀缺资源。国内主要的一次性卫生用品 ODM 制造商主要有可靠护理、杭州千芝雅、广东昱升、广东川田、慕尚护理和豪悦护理等, 集中大部分头部品牌的代工订单, 依托强大的下游客户可以发挥更大的规模优势。

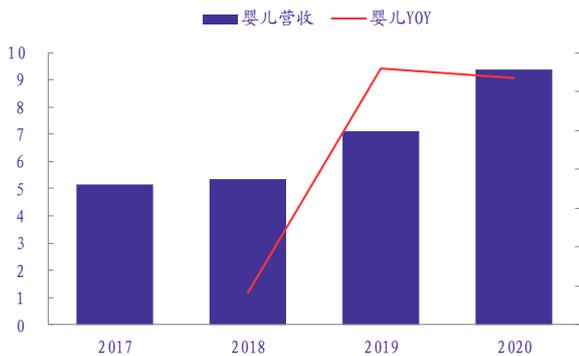
表 6: 婴儿卫生系列产品简介

产品名称	图例	用途	占比 ODM 份额
婴儿纸尿裤		用于不同月龄的婴幼儿。魔术腰贴，裤体底部设有立体防漏边缘	53.4%
婴儿拉拉裤		供婴幼儿运动、学步时使用。采用全方位弹力腰围腿围，贴身舒适，方便穿脱	25.3%
婴儿尿片/超薄尿片		用于不同月龄的婴幼儿。没有左右腰贴，需要搭配固定带使用	-
婴儿卫生垫		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，中国银河证券研究院整理

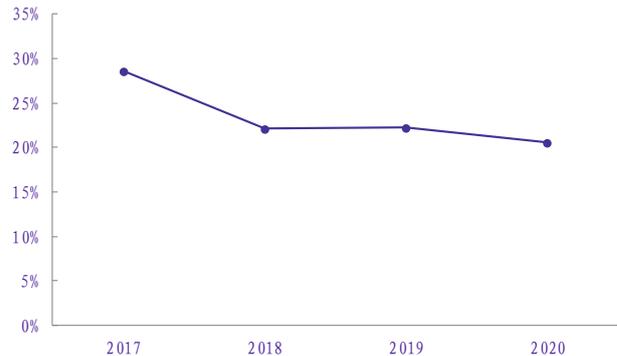
**营收增长迅猛，毛利趋于稳定，产能利用率逐步提升。**得益于公司优质大客户战略，2017-2020 年婴儿卫生营收从 5.1 亿增长至 9.4 亿，CAGR 达到 23%；为维持与大客户业务稳定性，同时受到婴儿纸尿裤向拉拉裤产品转变的格局，以及近年来原材料价格上涨的共同作用，婴裤综合毛利率近年来稳定维持在 20%左右，近三年产能利用率逐步提升，2020 年达 83.56%，主要系产品婴儿纸尿裤与拉拉裤的产量快速提升导致，预置部分产能满足纸尿裤及拉拉裤市场扩张需求以及应对新 ODM 客户开拓。

图 36: 婴儿卫生用品营业收入（亿）及其增速



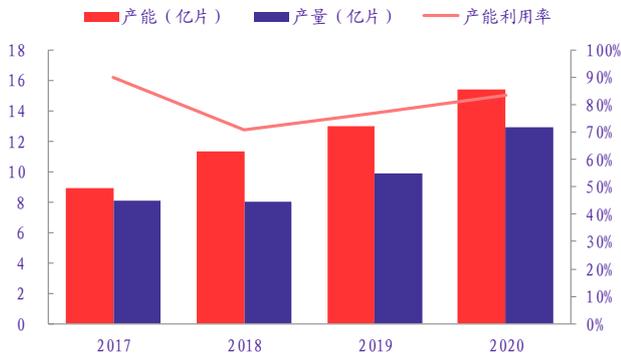
资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院整理

图 37: 婴儿卫生用品系列毛利



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院整理

图 38: 婴儿卫生总产能利用率

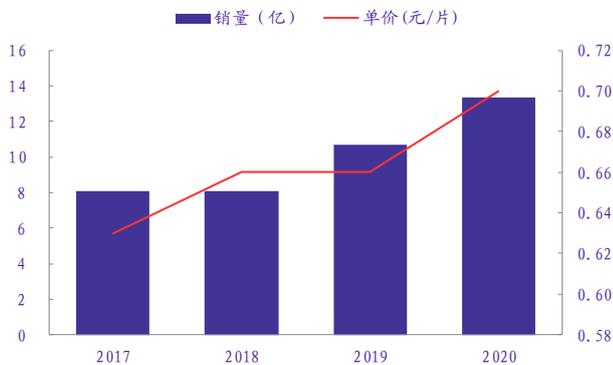


资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

## 2. 细心布局高毛利品类, 助力业绩量价齐升

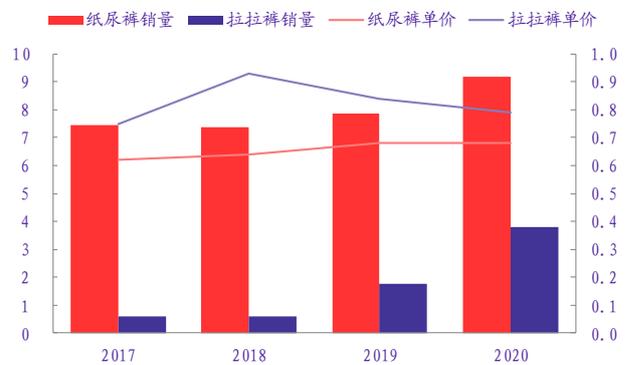
迅速布局高端化与细分品类（婴儿拉拉裤）是助力公司婴儿品类量价齐升主要动力。下游 ODM 客户业务扩张带动婴护销量增长, 2020 年销量达 13.46 亿 (yoy24.5%); 受益于近年来纸尿裤的高端化与细分化趋势, 主要 ODM 品牌商均加大婴儿拉拉裤产品的生产订单数量, 18-20 年婴裤平均单价逐年上升, 共促公司拉拉裤营收规模放量, 3 年 CAGR 高达 230%。未来毛利更高、销量迅猛的拉拉裤将成为公司业务新增长点。

图 39: 婴儿卫生用品价 (元/片) 和量 (亿片) 表现



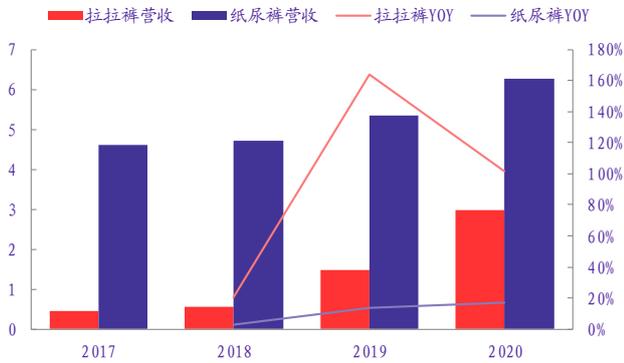
资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 40: 婴儿纸尿裤以及拉拉裤价 (元/片) 和量 (亿片) 表现



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 41: 婴儿拉拉裤/纸尿裤营收及增速 (亿元)



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

### 3. 谨慎选择, 开放合作, 与品牌客户共成长

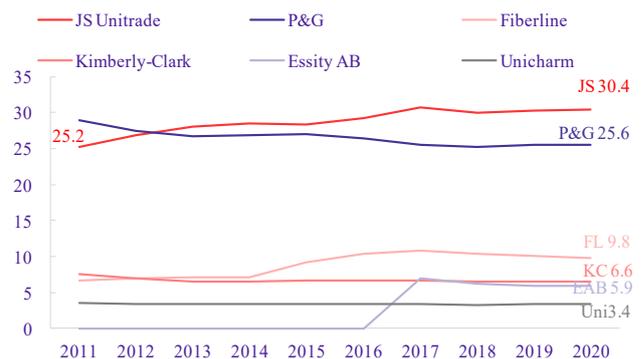
**优选客户, 共同成长。**可靠基于以下考虑进行客户合作: 1) **在客户选择上**, 战略择优行业新势力、强品牌、弱生产的互补性企业, 近年来新客户例如万邦健康、杭州沐歆等均均为国内新兴纸尿裤品牌, 且无生产线建设计划; 2) **在合作方式上**, 公司与菲律宾 JS、广州杜迪采用股权绑定的方式, 且与 ODM 主要客户例如万邦健康、杭州沐歆均签订长期合同以稳定客源; 3) **在客户拓展上**, 基于合作方影响力与品牌效应拓展新客户, 公司凭借为杜迪代工建立的高端婴儿纸尿裤生产定位, 吸引了系列中高端婴裤品牌例如百诺恩、亲蓓、Lovekins 等。目前公司的主要战略大客户为菲律宾 JS 和杜迪, 2020 年对两者销售额达到当期营收规模 50%, 上述大客户近年来在行业内均表现不俗, 近三年以来可靠与二者销售额增速分别达到 31%、60%。

图 42: 菲律宾 JS 战略合作特点



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 43: 2020 年菲律宾婴儿卫生用品市场占有率 (%)

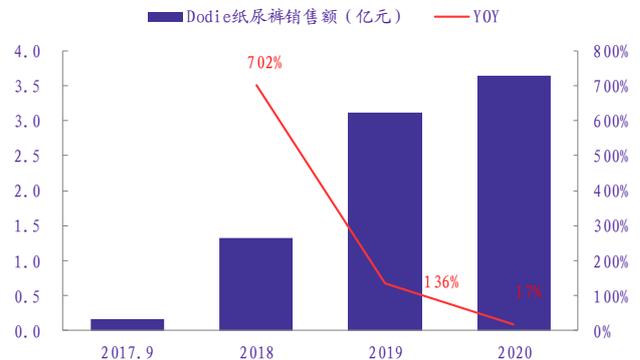


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 44: 广州杜迪战略合作特点



图 45: 杜迪公司纸尿裤营收(亿元)及增速



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

资料来源: H&H 年报, 中国银河证券研究院整理

表 7: 婴护业务主要 ODM 客户往来情况

客户	(亿)	2018	2019	2020	CAGR	合作情况
菲律宾 JS	销售额	3.32	4.03	5.67	30.69%	2010 合作至今, 已签订 2020-2025 五年合同, 委托可靠生产婴儿纸尿裤和成人纸尿裤, 可靠需在产能内优先满足对方订购规模。
	占营收	37.33%	34.85%	34.97%		
广州杜迪	销售额	0.89	1.49	2.29	59.87%	签订 2017-长期合约, 委托可靠生产婴儿纸尿裤。杜迪提前半年承诺未来采购量, 可靠需优先安排杜迪公司订单生产。
	占营收	10.05%	12.87%	14.09%		
万邦健康	销售额	0.74	1.10	1.14	24.78%	签订 2020-2023 合约, 委托生产婴儿纸尿裤。
	占营收	8.26%	9.48%	7.05%		
杭州沐歆	销售额	-	0.34	0.41	23.64%	2019-2020 签订合同, 委托生产 lovekins (沐歆) 纸尿裤、拉拉裤等商品。
	占营收	-	2.91%	2.52%		
天津露乐	销售额	0.24	-	-	-	2018 年终止合作, 系可靠需优先满足菲律宾 JS 和广州杜迪产能, 无法满足天津露乐产量需求。
	占营收	2.76%	-	-		

资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

## 四、成人失禁赛道: 扬帆蓝海市场, 把握渠道红利, 公司潜力不可限量

### (一) 成人失禁行业: 渗透率存在较大提升空间, 产品结构有待进一步转型

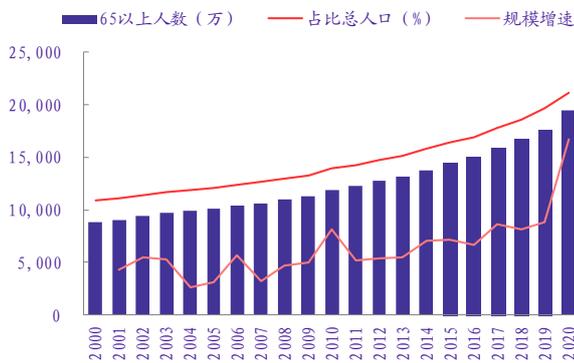
#### 1. 老龄化趋势蔓延, 低渗透的空间表现共促行业总量高速扩容

**老龄化趋势:** 我国老年化趋势随时间的推移程度不断加剧, 行业进入快速发展期。根据美国疾病预防控制中心的报道, 超过 65 岁的老年人中, 50.9% 存在尿失禁或意外大便失禁的情况。据七普数据, 2015-2020 年我国 65 岁及以上人口增速为 5.8%, 远高于总人口

0.83%的增速,占比高达13.91%。成人失禁市场规模由06年的3.28亿元增加至20年的51.21亿元,10-20年十年期复合增长率24.46%;在疫情之前,行业呈现出加速发展的趋势,这与人口老龄化的大趋势相符,也说明消费者的接受程度正在逐步提升,至19年,行业增速几近30%,增速表现远优于发展较为成熟、增速放缓的女性及婴儿卫生用品行业。

**空间表现:渗透率远低于发达国家,行业的发展现阶段主要受到消费量的驱动,未来存在120%-320%的提升空间。**目前我国失禁产品在一二线城市普及度相对较高,在低线城市等受制于渠道与消费者认知等因素,普及度低。目前我国成人纸尿裤渗透率仅有3%左右,对比日本80%,北美60%、西欧58%、世界均值12%差距甚远,这主要在于成人失禁产品的使用尚在推广普及的初级阶段,一方面使用者自身或出于羞耻感接受程度较低,另一方面社会与使用者的家庭支持力度有待提升,例如部分国家地区将成人失禁用品引入社会保障体系以加强推广,家庭内成员对于长辈的关注度与照顾程度还需进一步加强等等。由此看来,未来渗透率的提升将直接拉动消费量与行业规模的增长。06-20年我国成人失禁卫生用品行业的消费量自1.91亿片增长至20.47亿片,10-20年十年期复合增长率为21.31%,成人失禁卫生用品行业的发展现阶段主要受到消费量的驱动。**根据我们在《一次性卫生用品行业系列报告之一》的测算,乐观预期我国成人失禁卫生用品的终端市场规模约211亿元,保守也可达到109亿元,较20年市场规模有120%-320%的提升空间。**

图 46: 65 岁以上人数 (万) / 增速 / 占比



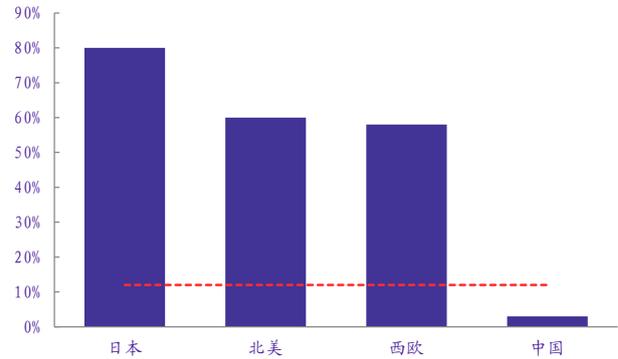
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

图 48: 成人失禁用品销量 (亿片)



请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

图 47: 2018 年全球成人失禁卫生用品消费渗透率 (%)



资料来源: 观研天下, 中国银河证券研究院整理

图 49: 我国成人失禁市场规模 (亿元) 及增速



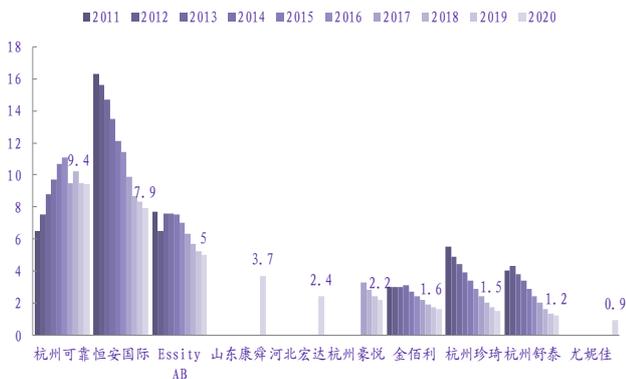
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

## 2. 老龄化趋势下的消费观转变、空间提升下的消费能力改善, 共促行业结构转型

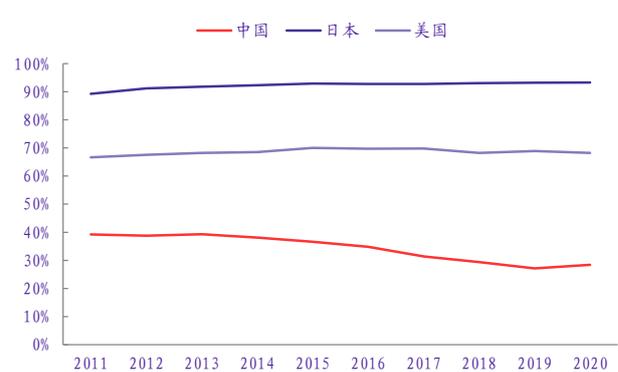
市场处于导入期末端, 集中度低、国产品牌领先, 行业份额主要集中在高性价比的大众产品。20 年美国、日本成人失禁卫生用品市场内头部公司 CR5 分别为 68.2%、93.3%, 我国成人失禁用品 CR5 仅 28.4%。从 CR10 来看我国成人失禁行业具体竞争格局, 20 年我国成人失禁卫生用品行业内企业的 CR10 为 35.8%, 与 11 年水平相比下滑 14.9 个百分点; 前十名中仅有三家国际公司, 其中 Essity 和金佰利的份额不断下滑, 分别依靠包大人、得伴两个主力品牌支撑销售规模, 而第十名的尤妮佳份额不足 1%, 市场内国际公司未见明显的竞争优势; 国产品牌中以可靠护理为首。行业整体处于导入期末端, 行业格局尚未完善, 老牌企业享受先发优势与认知度红利的同时要面临新锐品牌的进入, 多数品牌的规模增速与行业增速相似即可获得健康成长。

图 50: 我国成人失禁卫生用品前十大品牌集团市占率 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 51: 中日美市场集团公司竞争格局 CR5 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

表 8: 我国成人失禁卫生用品各大集团旗下品牌情况

集团名称	品牌列举
杭州可靠	可靠
恒安国际	安而康 (Elder joy)
Essity AB	包大人 (Dr P)、添宁 (Tena)
山东康舜	周大人
河北宏达	老来福
杭州豪悦	白十字、康福瑞
金佰利 (Kimberly-Clark)	得伴 (Depend)
杭州珍琦	珍琦
杭州舒泰	千芝雅
尤妮佳 (Unicharm)	乐互宜 (Lifree)
启动天成	常青树
上海唯尔福	唯尔福

资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

卫生意识提高、价格导向转为品牌与舒适导向的结构变化促进价量齐升，行业进入快速发展期。市场规模的扩大同时受到市场需求快速扩张与产品升级带来的价格提升和销量放量，根据生活用纸委员会统计的数据，近年来，舒适度和价格均较低的护理垫、纸尿裤的市场规模和市场份额总体呈下降趋势，而单价更贵、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。产品结构改变的背后折射出消费观念的升级，未来随着 50 后、60 后中国第一批中产阶级步入老龄，势必扭转我国老龄人口中普遍存在的价格敏感，消费能力较差的长期现象。

图 52: 成人失禁用品销量 (亿片) 及单价 (元/片)

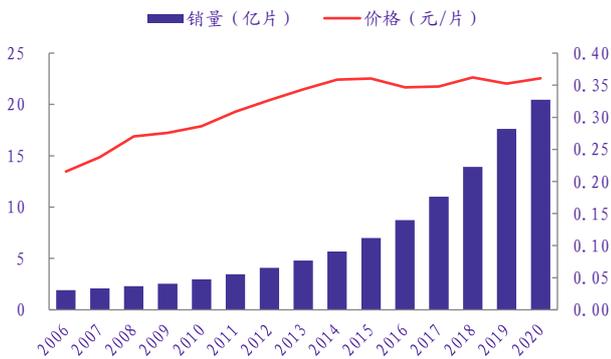
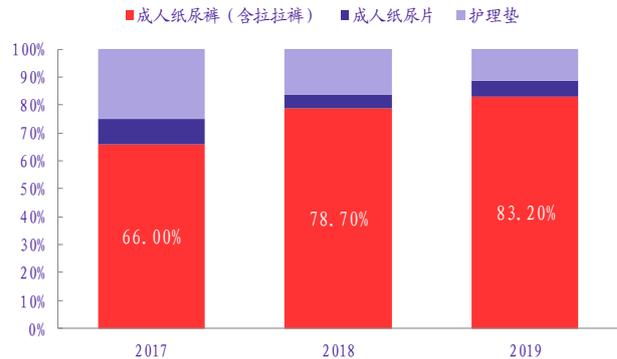


图 53: 我国成人失禁市场结构变化



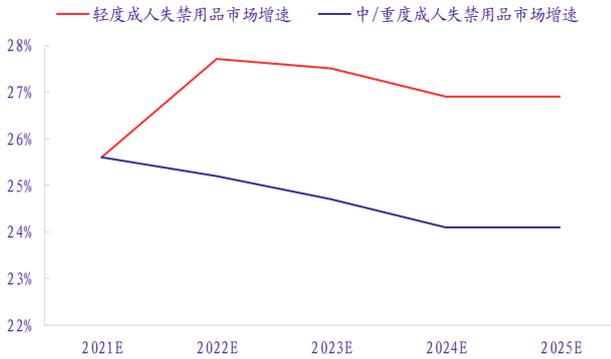
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

轻度失禁、细分化、创新化失禁产品或成为未来行业发展下一个风口。在传统文化影响下，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，约占失禁用品市场总额的 82% 左右。中轻度失禁产品主要针对 1) 退而不休的老龄人群，根据《老龄社会研究报告 (2019)》显示，65 岁及以上的就业人口总量从 2001 年的 2200 万人增加到 2018 年的 4000 万人，占就业人口比重从 3% 上升到 5.2%，老年群体的劳动参与率在 20%-35% 不等；在 65 岁以上的就业人口中，每周工作时长超过 40H 的人数占比近年来显著提升，考虑到失禁问题随着年龄的增长逐步显现，由此对成人纸尿裤的需求由尝试转向定期，轻度失禁垫的需求空间增加；2) 在大笑、咳嗽、抬重物，以及在走路、站立状态下，尿液不自主泄漏的女性；相较于经血，尿液流量更大、流速更快，因此普通的卫生巾并不适用于女性的轻度失禁护理等，因此轻度失禁专用护理垫，更受到这部分女性的欢迎。在成人失禁发展较成熟的日本市场来看，轻度失禁市场景气度更高，市场规模增速远高于同期中重度增速，反观我国，根据欧睿预测，虽然轻度失禁市场行业规模小，但在未来五年内增速将高于重度失禁市场。

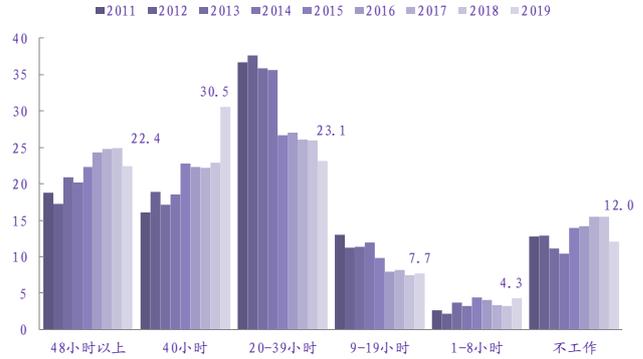
根据《一次性卫生用品行业系列报告之一》，我们研究发现目前美日的产品已经出现了功能的细分化。例如护舒宝 Always Discreet 旗下有主打女性使用的场景，提供类似卫生巾和内裤形式的卫生用品；日本市场内有专门针对轻失禁及可独立行走人群的环境式纸尿裤，在保证产品吸收性功能上具有相对大的升级，由此看来，未来我国也可在实现男女之别、功能细分、提高贴身性和私密性、舒适性、安全性、改善皮肤健康等方面的产品创新及升级，例如，基于老年人日常活动、年轻人特殊需求，未来更易穿脱更方便的轻度失禁用品例如成人拉拉裤，隐形出行裤等或成为重要增长点。

图 54: 轻度/重度失禁用品市场增速预测



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 55: 我国就业人口中 65 岁以上工作时长比例 (%)



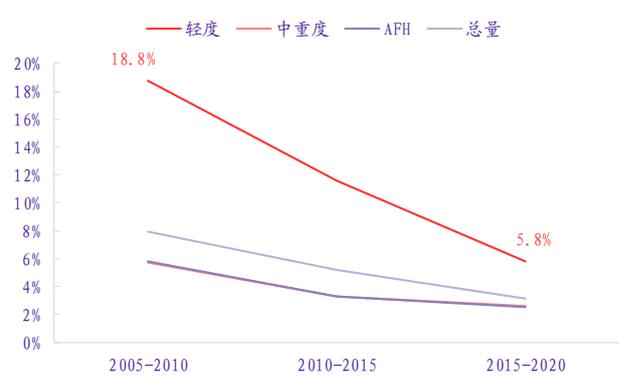
资料来源: 人力资源和社会保障部, 中国银河证券研究院整理

图 56: 成人失禁用品创新趋势



资料来源: Bostilk, 中国银河证券研究院整理

图 57: 日本失禁市场细分增速对比



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 58: 轻度/中度/重度成人失禁表现、适用人群、产品类型

失禁程度	轻度	中度	重度	辅助护理系列
表现	<ul style="list-style-type: none"> <li>具有自主行动能力</li> <li>有正常的社交需求</li> <li>仅在咳嗽、打喷嚏、抬重物时才会出现尿失禁, 以致需要更换衣物</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>在辅助器械协助下可以坐、站立和行走</li> <li>需要家人协助上厕所, 在走路、站立、购物时, 即使轻度用力也会出现尿失禁。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>症状主要表现为无意识排出大量尿液</li> <li>往往已经丧失自理能力, 容易因长时间接触尿液而导致泌尿系统感染, 需要完善失禁护理</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>可以和任意产品进行搭配, 双层保护</li> </ul>
适用人群	<ul style="list-style-type: none"> <li>女性生育数量的增加, 失禁比例增大、经期女性</li> <li>部分失禁需求男性</li> <li>外出或交通堵塞无法如厕</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>手术后, 泌尿系统恢复期</li> <li>卧床, 行动较为不便</li> <li>孕期、产妇产褥期</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>卧床或行动不便的重度失禁</li> <li>多发于长期卧床的老人, 缺乏自理能力</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>适用于任何人群</li> </ul>
产品类型	纸尿裤: 更换便捷, 透气轻薄, 时刻干爽。	拉拉裤: 成人拉拉裤类似普通内裤, 轻薄贴身, 吸水力强, 穿着十分方便稳固, 对社交活动甚至体育运动没有任何影响	成人纸尿裤(医护级)、搭扣式纸尿裤: 可卧床更换, 失禁者不需自主穿脱。	成人护理垫: 透气防漏, 确保床单清洁。
图例				

资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

### 3. 政策加持与护理体系完善将助力行业快速发展

不同于女性卫生、婴儿卫生等行业，成人失禁用品行业渗透率离不开医疗保障等社会福利政策的催化。海外：政府普遍将成人失禁用品纳入社会福利或医保报销范围，提供给符合条件的个人。国内：长护险模式与养老体系完善将加速产品渗透，失禁产品龙头企业将迎来一轮爆发增长期。2016年6月，人社部出台《关于开展长期护理保险制度试点的指导意见》，选取15个城市开展长期护理保险试点，2020年扩大试点至49个城市。**长护险：**对因年老、疾病或伤残等原因造成的失能所产生的机构护理、上门护理、居家护理费用进行报销，也为老年人相关护理消耗品的消费提供保障。2020年末长护险覆盖人群超过1.1亿人，基金收入近200亿，累计有136万人受益，近3000家养老机构和护理机构纳入了长期护理保险的定点服务机制。因此，未来在随着产品报销与政府集中采购等制度出台，失禁产品龙头企业将迎来一轮爆发增长期。

表 9: 各国失禁用品相关政策 (截止 2020.12)

国家	相关政策
英国	1. 国家医疗服务体系 (NHS) 可全额或部分报销成人失禁产品，并调节分发给失禁成人的吸收性产品的数量和质量，只有诊所评估符合条件才可以免费获得产品。2. 任何为大小便失禁者提供产品的慈善机构、由慈善基金或自愿捐款支付货款的某些其他合资格团体、为人们提供护理或治疗的慈善护理机构、通过互联网或邮购提供的符合条件的失禁产品，只要是为残疾人提供的，享受增值税零税基。3. 2015年12月 NHS 发布首个失禁护理实践指南，旨在为所有受失禁困扰的病人提供最佳实践指导。
澳大利亚	1. 政府根据尿失禁的严重程度，部分或全部补助消费者，确保失禁人群在经济上都能够负担得起，目前澳大利亚对失禁人群的补助主要通过以下三种渠道：残疾人政府保险系统 (NDIS)、失禁用品补助 (CAPS) 和养老系统。2. 经过残疾人政府保险系统 (NDIS) 评估的残疾人员可获得指导价格的失禁用品补助，这部分人群在购买相关失禁用品时可享受政府补贴价格，3. 经过社区护士评估的社区居民每年可享受 583.2 美元的失禁用品补助。4. 经国家养老系统 (ACAT) 评估居住在养老院的老人可享受政府免费提供的失禁用品。
美国	通过医疗补助 Medicaid 为低收入、老年、残疾群体提供健康保险或长期护理服务，成人失禁用品的报销政策取决于所在州，各品牌、型号的报销计划不同，通常要求医生根据个人的医疗状况开出失禁用品，说明每月所需的用品数量。
日本	国家介护险体系为失禁患者提供费用补贴，政府和保险金支付 90%，10% 由个人负担。

资料来源：各国政府官网，中国银河证券研究院整理

表 10: 我国长护险试点情况 (截止 2020.12)

试点城市	长护险支付标准
重庆	协议机构护理 50 元/每日，非协议机构和人员护理 30/40 元/每日
长春	限额 107 元/每日，基金支付比例为：职工：重度失能 90%，中度失能 70%；城镇居民：重度失能 80%，中度失能 70%
青岛	职工：医疗护理 90%，生活照料限额 90%；居民：医疗护理费 70-80%
宁波	机构护理 40 元/每日
承德	机构护理 60-80 元/每日，居家护理 15 或 50 元/每日
上饶	机构护理 1200 元/每月，机构上门 900 元/每月，自主照料 450 元/每月
苏州	机构护理重度失能 26 元/每日，中度失能 20 元/每日；居家护理重度失能 30 元/每日，中度失能 25 元/每日

广州	机构护理限额 120 元每日，基金支付 75%；居家护理限额 115 元每日，基金支付 90%
上海	符合条件的费用，机构护理基金支付 85%，居家护理基金支付 90%
成都	符合条件的费用，机构护理基金支付 70%，居家护理基金支付 75%
南通	医疗机构护理：重度失能或失智 70 元每日，中度失能 30 元每日；养老机构护理：重度失能或失智 50 元每日，中度失能 30 元每日；居家护理：重度失能或失智 15 元每日，中度失能 8 元每日，另有居家上门服务套餐
齐齐哈尔	医疗机构护理 30 元每日，基金支付 60%；养老机构护理 25 元每日，基金支付 55%；居家护理：20 元每日，基金支付 50%；
安庆	医疗机构护理 60 元每日，养老机构护理 50 元每日，居家护理：机构上门 500 元每月，自主照料 450 元每月
荆门	医疗机构护理 150 元每日，基金支付 70%；养老机构护理 100 元每日，基金支付 75%；居家护理：全日 100 元每日，基金支付 80%，非全日 40 元每日，基金支付 100%
石河子	协议机构护理基金支付 70%，限额 750 元每月，非协议机构和居家护理 25 元每日，限额 750 元每月

资料来源：《中国医疗保险》，中国银河证券研究院整理

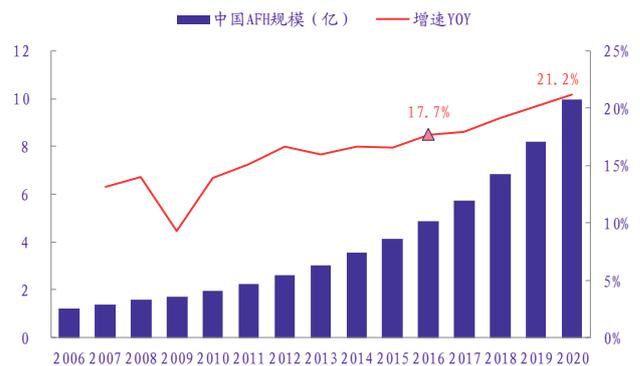
以日本政策实施效果为例，养老机构数量、参与介护建设的公司营收的增长与日本介护体系的建设基本同步，我国自 2016 年试点长期护理保险后，机构采购市场出现一定放量。日本介护服务机构数量 2000 年后显著放量，5 年 CAGR 达到 20%。同时，介护保险的推行极大的促进了介护市场的繁荣，以日本居家式养老机构中最具代表性的为日医学馆为例，1996 年该公司开始居家式护理服务，自 2000 年日本介护保险法颁布后，当年内公司营收增速达 30%。我国自 2016 年试点长期护理保险后，5 年内成人失禁产品居家外用（AFH）销售市场，即一些专业性结构如医院、敬老院、养老院、政府采购等渠道市场增速显著提升，由 2011-2016 年 AFH 规模 CAGR16%，提升至 2016-2020 年 AFH 规模 CAGR20%，由此可见，未来长护险普及，或加速我国护理类行业发展。

图 59：日本介护服务机构数量及增速



资料来源：日本厚生劳动省，银河证券研究院整理

图 60：我国 AFH 市场营收规模（亿元）及增速



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 61: 日本主要护理机构业务简介与介护险影响

公司名称	业务简介	介护险对公司影响
日医学馆	1996年该公司开始居家式护理服务，主要提供介护险覆盖范围内的服务，包括日间照料、上门服务以及部分介护险覆盖范围内的居住式养老。	自2000年日本介护保险法颁布后，当年内公司营收增速达30%，5年内CAGR达到20%
Benesse	老年教育巨头，介护保险法颁布后，03年公司转型加速成立介护业务板块，目前已成为日本运营居住式养老机构最多的企业之一。	自转型介护领域后，2003年后5年内CAGR达到10%
SECOM	医养一体化机构巨头，1996年起建设居住式养老服务，建立收费养老院。	2000年增速达到16%，5年内CAGR达到9%

资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

## (二)公司竞争力: 自建品牌矩阵产品多元, 私域渠道扩容, 确立龙头地位

### 1. 自建品牌与多元产品矩阵助业绩与效率齐增, 确定龙头地位

自营品牌建设策略,在成人失禁市场导入期更具优势。在ODM领域积累丰富生产技术、品牌营销经验后,公司2005年引进国内首条成人纸尿裤生产线,系国内最早进入失禁领域企业之一。与婴儿卫生不同,成人失禁行业处于导入期,规模小、渗透率低,更具发展前景,自主品牌建设利于公司迅速抢占市场份额,在老年化趋势的蓝海市场中打下牢固根基。

表 11: 可靠成人失禁系列品牌

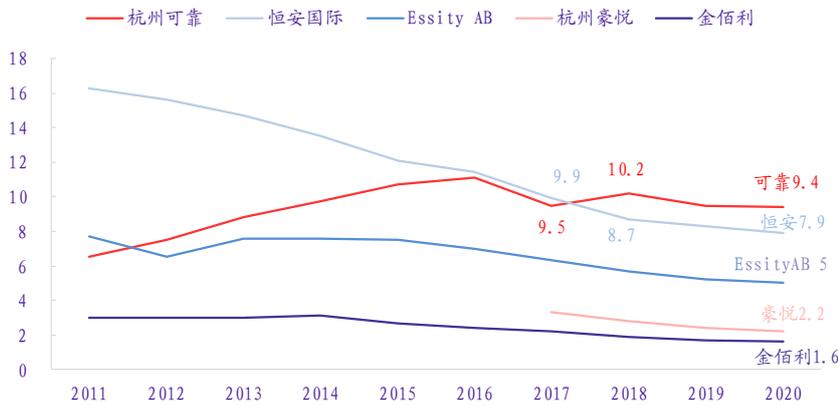
品牌标识	品牌介绍	定位/纸尿裤 单价(元/片)	产品图
	高端失禁护理系列, 产品包括: 内裤型成人纸尿裤、成人纸尿裤、纸尿裤、护理垫、妇婴两用巾、产妇卫生巾、成人失禁湿巾等。	高端 2.8-3.8元	
	成人失禁精品自有品牌, 产品包括: 内裤型成人纸尿裤、成人纸尿裤、纸尿裤、护理垫等。吸收宝产品线主打大吸收量, 性价比高。	精品、中高端 2元	
	一次性卫生用品领域的大众自有品牌, 产品包括: 纸尿裤、拉拉裤、护理垫。	大众、平价 1.7元	
	成人失禁用品领域的平价自有品牌, 产品包括: 纸尿裤、拉拉裤、护理垫。	大众、平价 1.8元	

资料来源: 可靠官网, 中国银河证券研究院整理

业务矩阵覆盖高、中、低端市场,龙头地位初步确定。公司自上而下推出各品牌系列,有主打高端的“可靠”系列、大众平民的“吸收宝”系列、以及中低端类“安护士”“康普适”系列,满足消费者对于性价比需求,并抢占下沉市场份额。国货品牌例如可靠、安尔

康(所属恒安国际)、老来福(所属河北宏达)等产品线丰富,外资品牌得伴(所属金佰利)、乐互宜(所属尤妮佳)在国内品牌结构设立较为单一。在格局分散的成人失禁市场内,可靠于2018年首次超过安尔康,目前市占率为9.4%,位于行业第一。

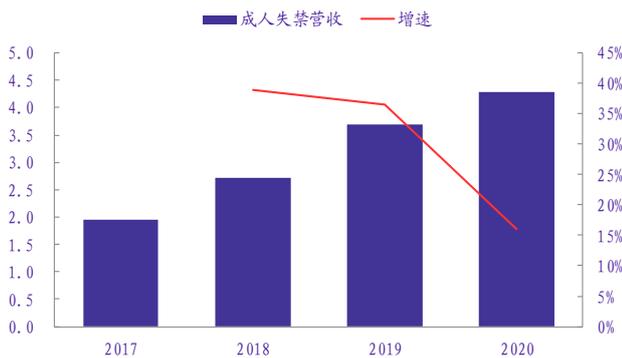
图 62: 成人失禁主要公司占有率变化情况 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

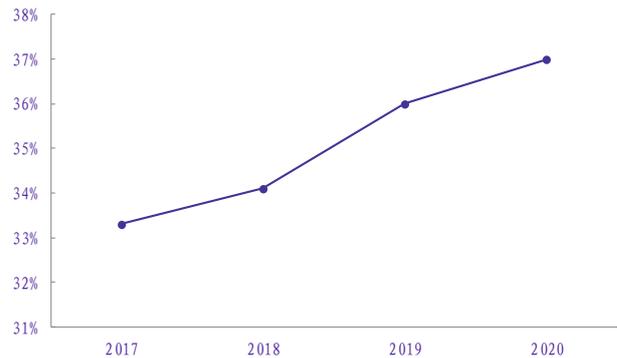
**营收增长迅猛, 毛利趋于稳定, 产能利用率逐步提升。**近3年公司成人失禁用品(纸尿裤、拉拉裤)收入CAGR达到32.4%,毛利受益于近年来拉拉裤产品的推出,产品结构优化,逐年稳健提升;成人纸尿裤(含拉拉裤)产量从17年的0.88亿片稳步提升至2020年的2.02亿片,产能、产量、利用率均稳健增长,2020年受疫情影响有所下滑,产销情况优良,平均维持100%。

图 63: 成人失禁类总营收(亿)及增速



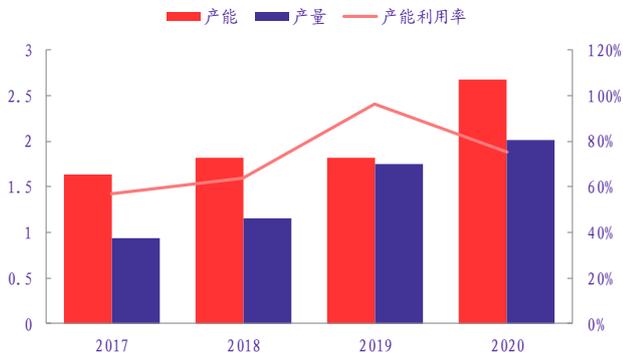
资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 64: 可靠成人失禁(含拉拉裤)系列综合毛利



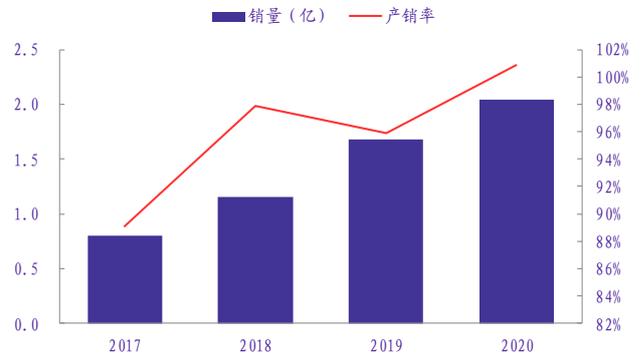
资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 65: 成人失禁（纸尿裤、拉拉裤）产能情况（亿片）



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院整理

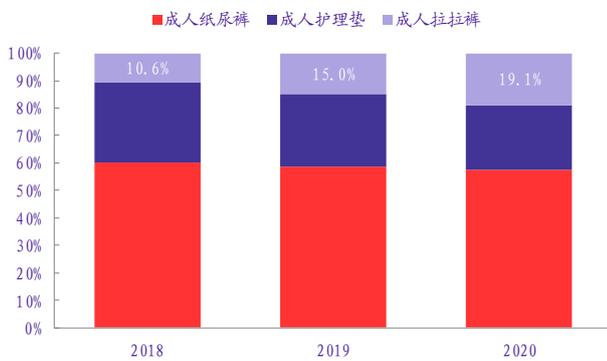
图 66: 成人失禁（纸尿裤、拉拉裤）销量（亿片）/产销率



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院整理

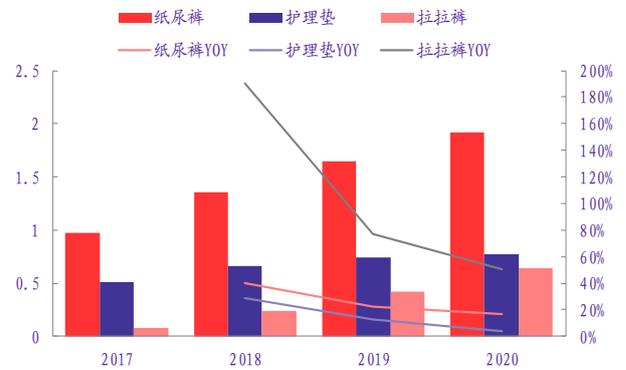
轻度失禁用品拓宽使用人群与场景，营收迅猛，系公司未来失禁市场助力领域。自营业务领域内增长贡献最高的是成人纸尿裤和拉拉裤，合计占当年失禁用品销量增幅的 90% 以上。值得注意的是，随着消费认知不断成熟，轻度失禁人群开始接纳和使用成人拉拉裤，（内裤型，垂直方向穿脱，穿脱便利性稍差，但贴合度及舒适度较高，防侧漏性强，适用于日常活动）近年来定位于轻度失禁的成人拉拉裤销量持续增长。近三年内成人拉拉裤营收从 2397 万增长至 6367 万，销量 CAGR 达到 67.94%，系成人失禁业务增长助力器。

图 67: 成人系列各产品营收占比



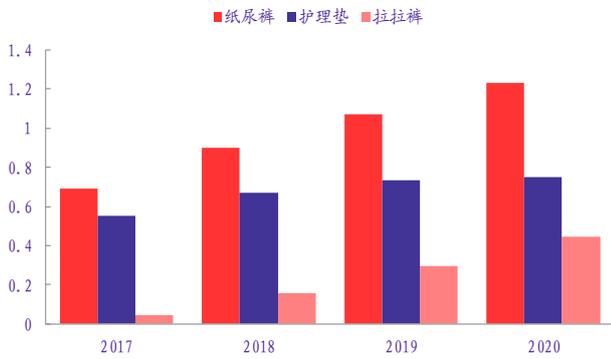
资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院整理

图 68: 成人系列产品营收（亿）及增速



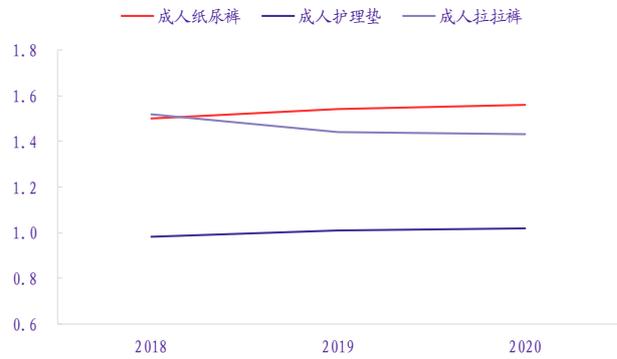
资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院整理

图 69: 成人失禁各产品销量 (亿片)



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 70: 成人失禁各产品单价 (元)

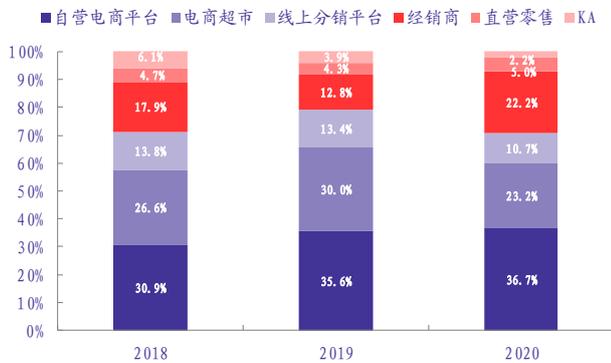


资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

## 2. 线上、线下私域流量渠道齐发力, 助力全产业链养老福祉战略布局

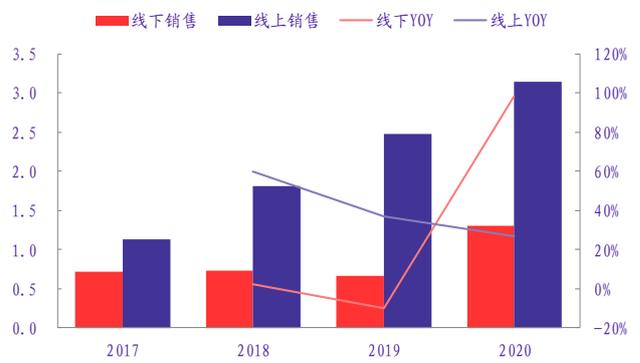
线下首次接触, 线上高频购买, 线上渠道助力公司快速发展。失禁产品具有一定的隐私性, 因此产品主要以线下首次接触体验、线上高频、大量复购为主。线上渠道主要指以淘宝、京东等为主流的电商平台, 销售占比超过 70%, 线下渠道为传统的经销、直营零售、KA 大卖场等, 由于线下渠道运营费高、隐私差, 销售收入占比不断下降。2020 年受疫情影响, 线下销售口罩较多, 导致线下营收增速扩张。

图 71: 成人失禁产品渠道占比



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 72: 成人失禁线上线下营收 (亿)



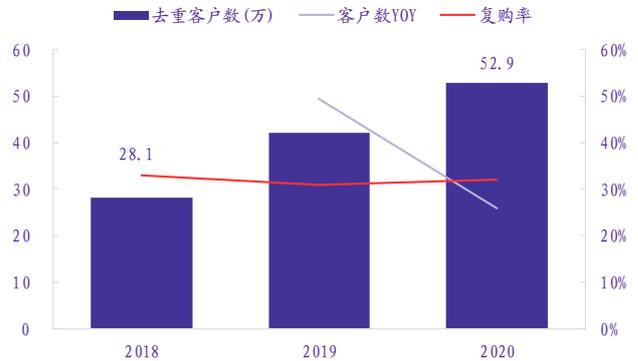
资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

先发优势、多渠道模式助力线上渠道客户群总量与消费结构齐优化。线上渠道采用自营店铺、电商超市以及线上分销三种模式。在成人失禁领域, 可靠系最早进入电商渠道的品牌商之一, 经过近十年的客户积累, 客户群快速增长。以淘宝店铺为例, 近 3 年客户增速达到 37.2%; 同时, 凭借“可靠”强大的品牌力、丰富的产品矩阵, 各平台复购率稳定 33%左右。

图 73: 成人失禁品牌入驻天猫时间与粉丝数



图 74: 可靠淘宝店铺客户数及复购率情况



资料来源: 天猫, 中国银河证券研究院整理

资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

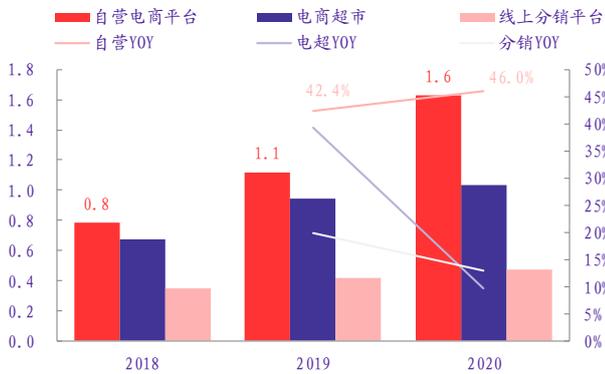
图 75: 市场主流成人失禁产品及价格带分布

纸尿裤单价	品牌	产品类型	产品系列	价格带	纸尿裤单价	品牌	产品类型	产品系列	价格带	
3-4元/片	得伴	纸尿裤	成人纸尿裤	4.3	2-3元/片	千芝雅	纸尿裤	基本型、黏贴型	2.3-2.5	
		拉拉裤	女性吸水裤	3.5			拉拉裤	内裤型	2.2	
		纸尿裤	-	3.2			纸尿裤	葫芦型	1.5	
		护理垫	-	1.3			护理垫	经济型、加厚型	1.1-1.4	
	乐互宜	纸尿裤	-	4.2		吸收宝	纸尿裤	-	2	
		拉拉裤	-	4.1			拉拉裤	普通型、夜用型	1.7-2.2	
		纸尿裤	-	1.3			纸尿裤	直条型、内置型	0.8-1.0	
		护理垫	-	2.2			护理垫	-	1.3	
	添宁	纸尿裤	ProSkin、干爽易穿	3.6-3.9		1-2元/片	康福瑞	纸尿裤	基本型、海量吸型	1.6-1.8
		拉拉裤	ProSkin、干爽易穿	3.3-3.7				拉拉裤	-	1.8
		纸尿裤	ProSkin、全效防漏、夜用全效	1.8-2.9				纸尿裤	哑铃型、海量吸型	1.1-2.1
		护理垫	基础型、亲肤易用、医药型	1.7-7.0				护理垫	-	1.3
安尔康	纸尿裤	舒适干爽、长效干爽、超值干爽	3.2-3.4	安护士/康普适	纸尿裤	-	1.7			
	拉拉裤	防漏安心、舒柔安心	2.9		拉拉裤	-	1.5			
	纸尿裤	加长防漏直条型、贴身防漏哑铃型	1.9-2.7		纸尿裤	-	0.8			
	护理垫	纤薄护理垫、棉柔护理垫	2.0-2.7		护理垫	-	0.8			
可靠	纸尿裤	加强型、亲肤型、超值型、医护型	2.8-3.8	低于1元/片	老来福	纸尿裤	黏贴型、尿显型、夜用型、双层导流型	0.8-2.2		
	拉拉裤	-	4			拉拉裤	内裤型、夜用型	0.8-1.8		
	纸尿裤	8字防漏、加长加宽、妇婴两用巾	0.5-1.8			纸尿裤	直条型、夜用型、蝴蝶型、双背胶型	0.4-1.2		
	护理垫	加厚型、医护型	2.2			护理垫	加厚型、夜用型	0.8-0.9		
2-3元/片	包大人	纸尿裤	基础型、加强型、夜用型	2.3-3.4	周大人	纸尿裤	基本型、加厚款	0.8		
		拉拉裤	活动裤	2.9		拉拉裤	基本型、加强型	1.6-2.0		
		纸尿裤	-	2		纸尿裤	直条型、葫芦型	1.8-1.0		
		护理垫	-	1.3		护理垫	经济型、加厚型	1-1.1		

资料来源: 天猫, 中国银河证券研究院整理

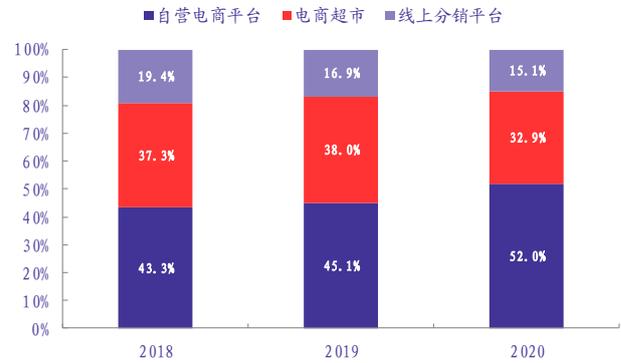
优化线上渠道建设, 多平台布局, 重点发力毛利更高自营店铺平台, 目前可靠在京东、拼多多、唯品会等均有布局。2020年, 自营/电商超市/分销毛利分别为 31.32%、31.15%、20.39%, 公司在自营电商平台更具有客户优势, 同时客户对于自营电商平台具有购买意愿和信任度, 销售额 CAGR 高达 44.2%, 显著高于电商超市和分销平台增速。电商超市的营收增长加强了公司的线上曝光, 有一定广告效果, 同时满足客户应急购买和拼单需求; 线上分销则增速缓慢, 主要用于公司广告引流以及部分区域经销商线上成交。

图 76: 线上渠道营收规模 (亿) 及增速



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

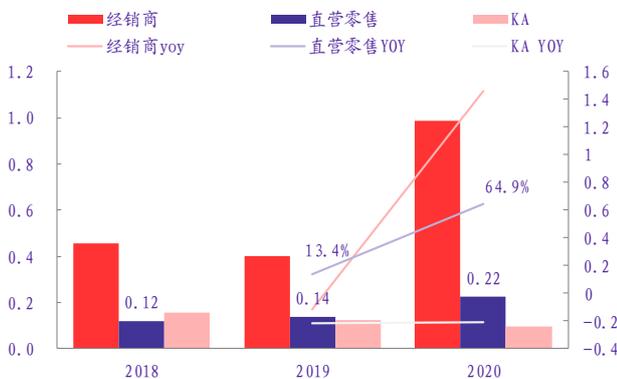
图 77: 线上渠道营收占比



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

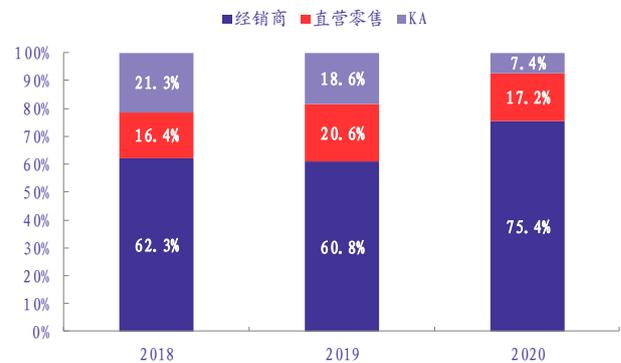
优化线下渠道结构, 并发力线下私域流量体系构建, 完善首次接触产品渠道, 直营零售渠道系公司未来强引擎。公司采取不同策略优化线下渠道。目前, 经销商渠道、直营零售、KA 的营收 3 年 CAGR 分别为 47.1%、36.7%、-21.3%, 直营零售渠道显著放量, 经销商收入提升主要由于 2020 年口罩业务增长。发力线下私域流量, 公司与华东医药、光大养老等大型机构战略合作, 借助其在医院、药店、养老院等特通渠道的影响力, 扩大公司成人失禁产品首次接触覆盖面, 打下坚固客户基础, 同时推行以该合作伙伴为核心的省区总代理制度, 替代原有的逐级分销体系, 提高分销体系的运转效率, 强调优势互补, 互利共赢。

图 78: 线下渠道营收规模 (亿) 及增速



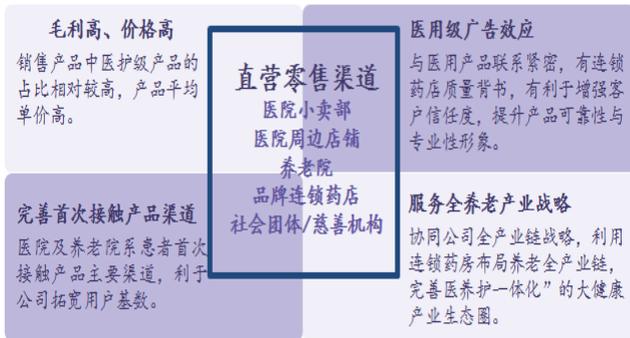
资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 79: 线下渠道营收占比



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 80: 直营零售优势及渠道



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院整理

图 81: 线下优化渠道策略



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院整理

以成人失禁产品为切入点，全系列布局“医养护一体化”的大健康生态圈，未来潜力无限。可靠于2014年成立可靠福祉公司，建立一站式适老用品零售&集采平台，产品覆盖护理、出行、健康管理、康复等多场景需求，全方位布局老年产业生态圈，目前已与九州大药房、云南白药大药房、华东医药等众多连锁药房签署战略合作协议，未来将在医疗、康复护理、养老福祉等领域深化合作。成人失禁业务仅为目前公司全产业链布局切入点，未来养老福祉战略系未来公司业务主要驱动力，成为连接全养老产业的核心中枢。

图 82: 可靠福祉合作机构



资料来源：可靠福祉官网，中国银河证券研究院整理

图 83: 可靠福祉官网



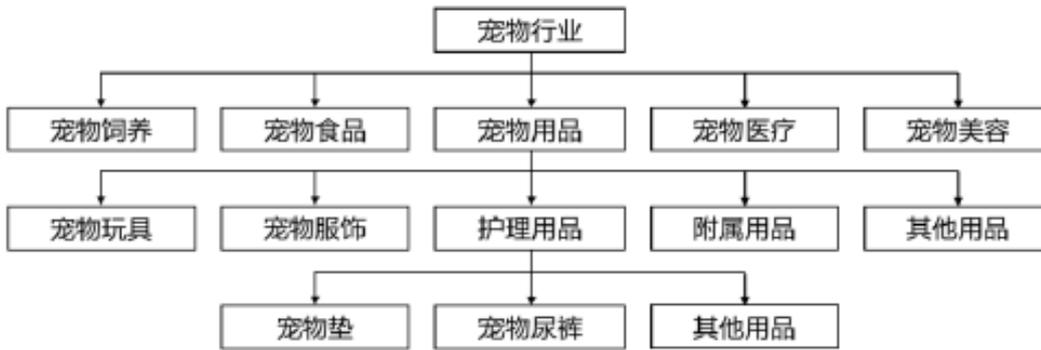
资料来源：可靠福祉官网，中国银河证券研究院整理

## 五、宠物护理赛道：伴随人均收入水平提升成为朝阳行业，国内消费潜力十足

宠物护理用品一般指仅供宠物使用，主要目的是为改善宠物生活质量、提高卫生环境的一次性卫生用品，主要包括宠物垫、宠物尿裤及其他用品。随着宠物家庭地位的提高，宠物消费从最初的一般消费转变为现在的亲情消费，单只宠物的投入逐渐增加，需求也从最基本的食品需求扩充到健康卫生的医疗、卫生用品需求，2020年中国宠物用品行业渗透率达到80.4%，消费金额占比达13.6%。随着对宠物饲养和消费接受能力更强的90后逐渐

成为养宠主力军，宠物垫、宠物尿裤等新兴产品因其卫生、便捷的特点受到广大年轻消费人群的喜爱，行业渗透率迅速提高，赛道前景光明。

图 84：宠物行业分类



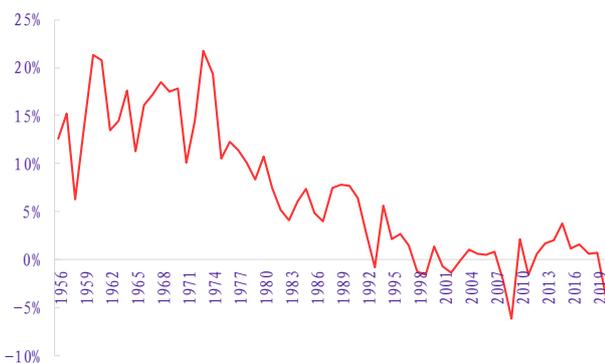
资料来源：《中国宠物行业白皮书》，中国银河证券研究院整理

## （一）宠物护理行业：日本市场内具有刚需属性，中国处于高速成长期

### 1. 日本宠物护理市场：社会因素促进宠物护理行业发展，宠物卫生用品已成刚需

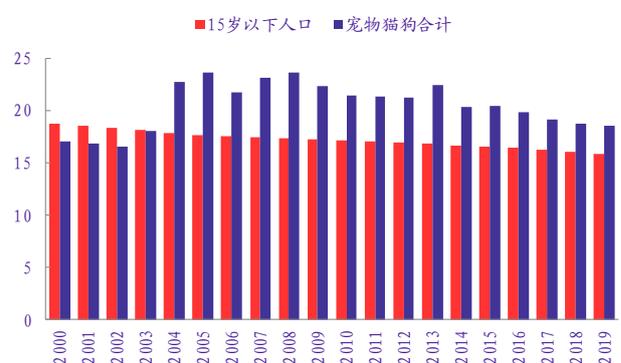
**经济增长停滞、住所小、收入高、宠物高龄化共同促进宠物护理行业发展。** 1) 近 20 年来日本经济增长停滞，育儿成本高，宠物数量自 2003 年已超过 15 岁人群数量。家庭选择饲养宠物以寄托情感；2) 住所小，日本倾向于在室内养宠物，宠物卫生用品作为高频消费品保持室内环境清洁，狗的尿垫消耗频率约为一天 1-2 片；3) 居民人均收入处于全球前列，有足够能力与意愿支付更高费用；4) 高龄宠物占比提升，医疗条件好，喂养科学导致日本宠物高龄化现象明显，进而促进宠物护理用品需求。

图 85：日本 GDP 增速



资料来源：日本统计局，中国银河证券研究院整理

图 86：日本宠物数量自 2003 年超过 15 岁以下人群数量（百万）

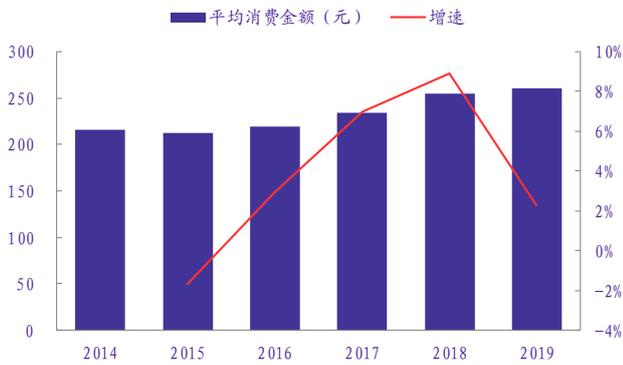


资料来源：日本统计局，中国银河证券研究院整理

**宠物市场步入稳定期，维持缓慢增速。** 日本宠物市场发展已相当成熟，虽然近十年来养宠量有所下滑，但随着宠物用品结构改善，宠物用品市场仍然维持稳定增长。10-20 年

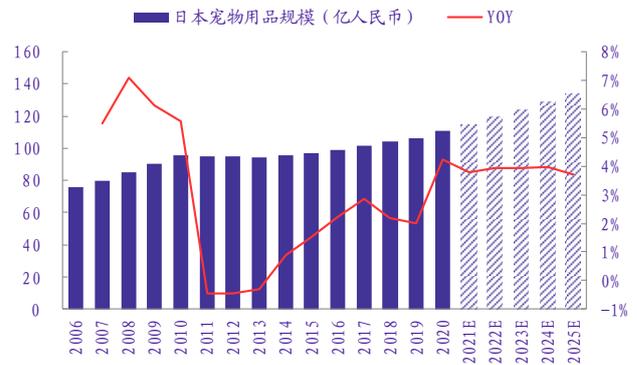
十年间日本宠物用品行业以 1.4% CAGR 稳步增长，2020 年行业规模达 113 亿人民币 (yoy4.24%)，其中宠物狗尿垫市场规模近 4 年来复合增速高于宠物用品市场规模整体增速，5 年 CAGR 达到 4%。

图 87: 日本宠物狗尿垫平均消费金额 (元/年) 及增速



资料来源: JPPMA, 中国银河证券研究院整理

图 88: 日本宠物用品市场规模及增速 (亿人民币)

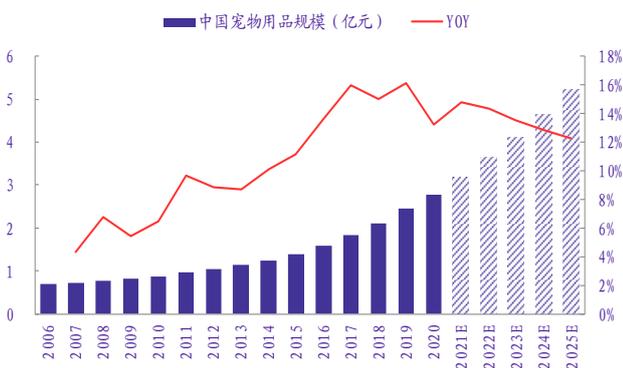


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

## 2. 国内宠物护理市场: 养宠群体增加、人均收入提高和消费升级共同驱动宠物护理行业增长

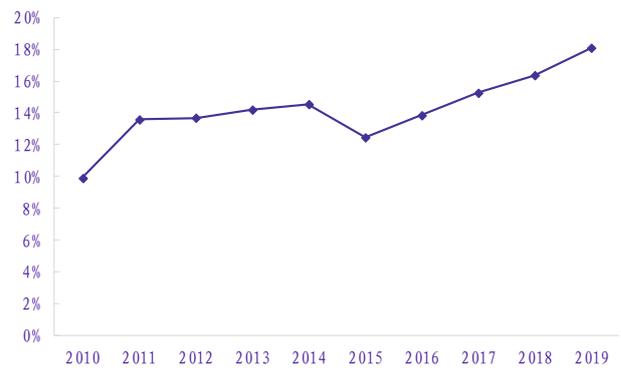
社会结构变化增加宠物饲养需求，养宠渗透率提升空间大，我国宠物用品市场量能放大可期。社会结构变化+宠物饲养观念改变，宠物成为情感寄托，宠物消费增长。2011-2020 年，我国 60 岁和 65 岁以上人口占比不断提升，2019 年我国一人户占家庭总户数的 18.45%，同比增加 1.76%，独居群体数量庞大且不断增加。随着我国老龄化程度不断加深和独居群体扩大，宠物逐渐成为人们的情感寄托，宠物数量将持续增加。对比北美、欧洲宠物市场成熟国家高达 60% 的渗透率，我国宠物市场渗透率仅为 17%，彰显出巨大成长空间。

图 89: 中国宠物市场规模及增速 (亿元)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 90: 我国一人户占比

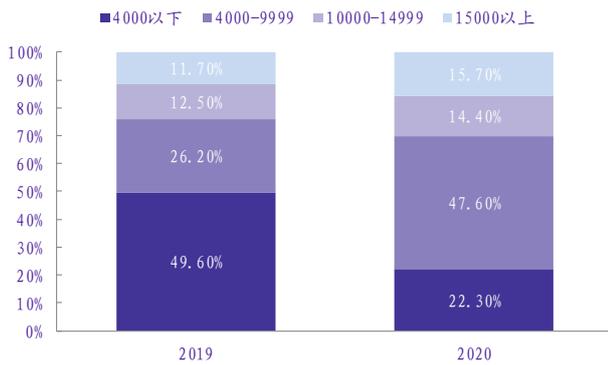


资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

居民收入提高、养宠情感投入促进宠物用品市场向优质、高价转型。随着宠物饲养者将情感投注于宠物身上，人们对宠物的消费意愿不断增强，带动宠物用品市场规模不断增长，我国宠物用品销售规模十年间从 0.8 亿元提升至 2020 年的 2.7 亿元，CAGR 达 12.2%。

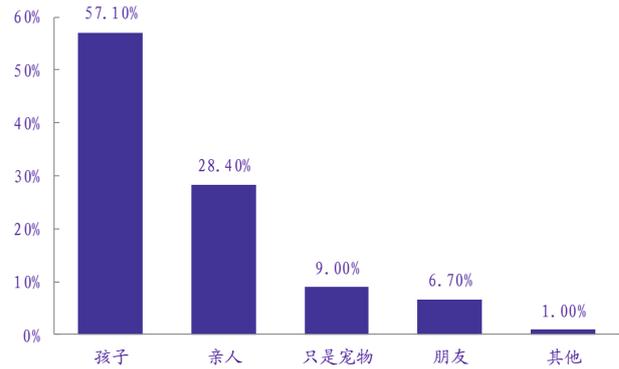
高收入宠物主比例和宠物地位的提升，是支撑单只宠物年消费金额持续提高的主要驱动力。养宠中高收入群体比例提高，其中月收入超 15000 元的人群比例从 2019 年 11.7% 提升至 2020 年 15.7%，月收入介于 10000 元和 14999 元的宠物主比例从 12.5% 提升至 14.4%。另外，宠物的家庭地位提升拉动宠物消费升级，根据《2020 年中国宠物行业白皮书》的数据，85% 以上的养宠家庭视宠物为孩子和亲人。

图 91: 宠物主收入群体变化 (月收入)



资料来源:《中国宠物行业白皮书》，中国银河证券研究院整理

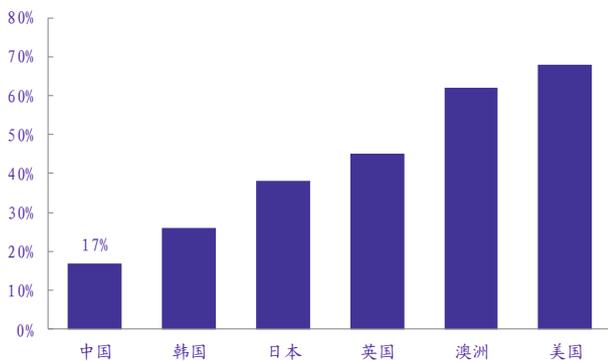
图 92: 2020 我国养宠家庭对宠物态度



资料来源:《中国宠物行业白皮书》，中国银河证券研究院整理

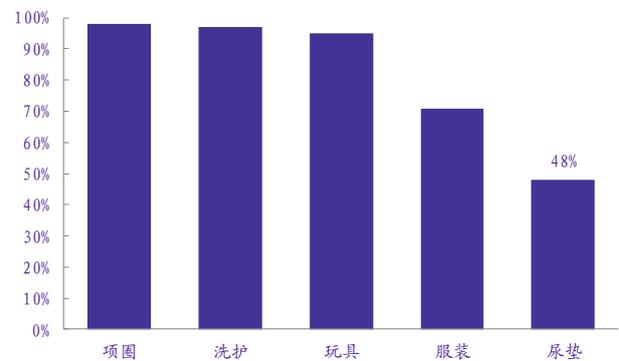
宠物消费由必选消费向可选消费转化，提升环境舒适度和养宠体验感将随着居民收入增长产生更多消费增量。对于不同个体而言：老年人拥有一定的财富累积，有支付能力和充足的意愿承担更高宠物消费；单身年轻人群，普遍拥有开放的新型消费观，更舍得花费来保障宠物的生活水平。宠物消费也从之前必需的食品消费、医疗消费逐步扩大到宠物卫生用品等细分领域。2018 年《中国宠物行业白皮书》数据显示，在主要狗用品中，尿垫渗透率最低，仅为 48%。而在日本等成熟国家中，尿垫已经成为相对刚需的产品。随着饲养者的卫生意识不断增强且对环境舒适要求逐步提高，宠物卫生用品的需求将不断上升，市场潜力大。

图 93: 2019 年我国家庭养宠渗透率



资料来源: 观研天下，中国银河证券研究院整理

图 94: 2018 年宠物用品渗透率



资料来源:《中国宠物行业白皮书》，中国银河证券研究院整理

## (二) 公司竞争力: 宠物业务稳健增长, 从代工走向自营可期

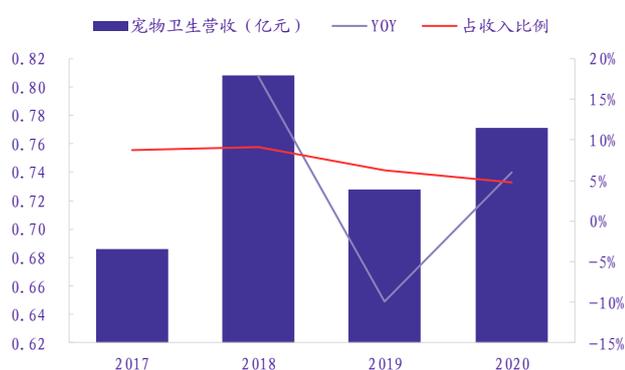
**ODM 业务出口日本, 毛利提升, 营收稳健。**目前公司宠物卫生用品体量较小, 仅对 KOHMAN 日本家居超市进行 ODM 制造, 占比营收 5%。产品包括宠物纸尿裤、宠物护理垫等, 17-20 年, 分别实现营收 0.69/0.81/0.73/0.77 亿, 营收波动主要系日本客户订单量增减变动所致; 近年来, 受益于生产规模化, 宠物护理毛利率呈现出稳健提升态势。

表 12: 宠物护理系列产品

产品名称	图例	用途
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

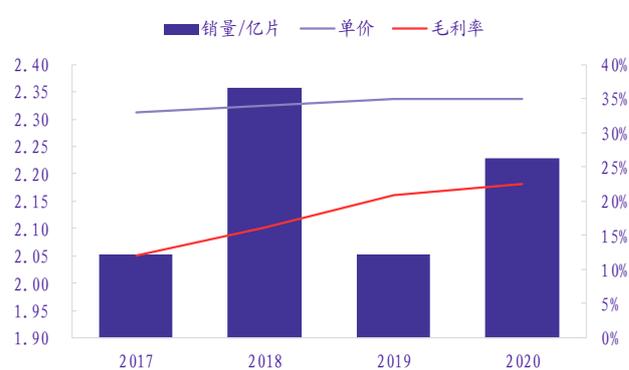
资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 95: 宠物护理营收 (亿元) / 增速 / 占比



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 96: 宠物护理销量 (亿片) / 单价 (元) / 毛利率



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

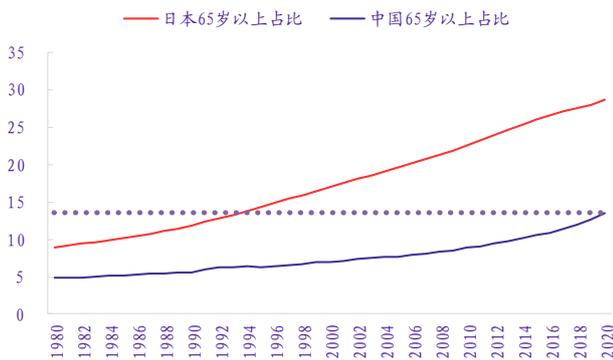
**公司从代工走向自主品牌可期。**目前, 我国宠物用品 A 股上市公司均以海外代工业务起家, 近几年重点发力国内市场, 打造自主品牌。例如中宠股份、佩蒂股份、依依股份等, 近年来均实现 30% 以上高速增长。宠物卫生用品如宠物垫具备刚需属性, 迎合宠物消费升级趋势, 有望在未来保持较快增长, 市场集中度将会向知名度高的优质宠物品牌运营商和具备较好研发、设计、生产能力的卫生用品生产商集中, 可靠均具备上述优质品质。

## 六、知日鉴中: 从成熟的日本市场与头部企业尤妮佳的发展, 看可靠股份核心竞争力

日本人口老龄化历程对我国具有较高的借鉴意义, 从经济发展情况与人口变革增速来

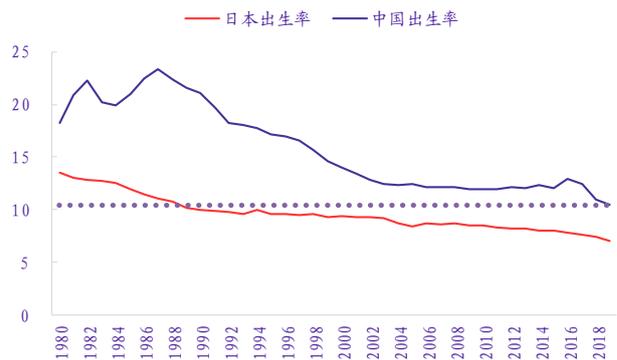
看，我国老龄化水平已经与日本 90 年代末水平相近。联合国将 65 岁以上人口占比达 7%、14%和 21%依次定义为轻度、中度和重度老龄化，并预测到 2050 年中国 65 岁以上人口占比为 26%，正与日本目前的老龄化水平相当；值得注意的是，相较日本，中国因为独生子女政策的影响，老龄速度甚至会更快。因此，日本一次性卫生用品市场近 20 年来风雨变革对我国一次性卫生用品领域未来发展具有重要参考价值，同时，日本一次性卫生用品巨头尤妮佳发展路径或将成为我国一次性卫生用品市场龙头真实写照。

图 97: 中日 65 岁以上总人口占比 (%)



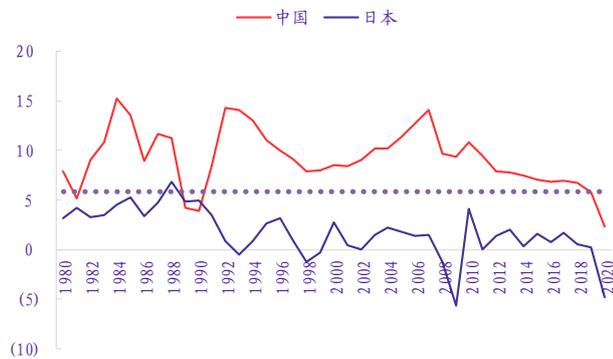
资料来源: 世界银行, 中国银河证券研究院整理

图 98: 中日出生率 (%)



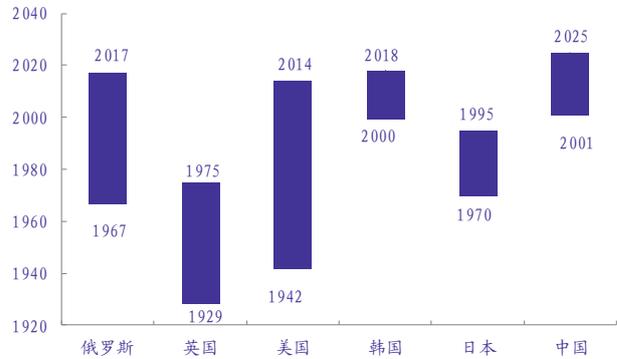
资料来源: 世界银行, 中国银河证券研究院整理

图 99: 中日实际经济增速对比 (%)



资料来源: 世界银行, 中国银河证券研究院整理

图 100: 主要国家老龄化率从 7% 上升到 14% 的时间



资料来源: 联合国人口署, 中国银河证券研究院整理

## (一) 行业趋势先行者: 把握行业变革趋势, 攻守兼备, 扬帆起航

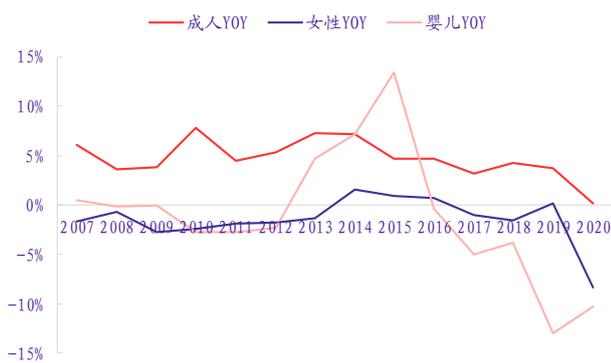
### 1. 行业内: 可靠把握一次性卫生用品行业变革趋势, 全生命周期布局

成人护理卫生用品系日本一次性卫生用品唯一正增长领域, 尤妮佳深刻把握行业变革特征, 进可攻退可守, 针对不同市场灵活采取战略措施。1) 日本市场: 经历少子化、老龄化的年龄结构变革, 目前日本成人失禁用品终端市场规模达到 18 亿, 占整体一次性卫生

用品行业的半壁江山，成为日本一次性卫生用品唯一正增长领域，近十年来复合增速为4.4%。2) **尤妮佳**：作为日本一次性卫生用品龙头，尤妮佳深刻把握行业变革特征，根据尤妮佳年报，其将新市场的增长分为4个阶段：早期、增长、渗透和成熟阶段，针对市场所处的各个阶段实施明确的策略，致力于在正确时间推出合适的产品，提高市场占有率并最大化利润。例如，在GDP突破3000美元时，女性护理和婴儿护理渗透率快速提升，尤妮佳通过具有竞争力的经济型产品快速打入新兴市场。而当该国GDP达到较高水平，适龄人群和人口出生均出现下滑时，尤妮佳一方面仰赖技术领先推广高附加值产品稳定营收，另一方面提前布局成人失禁市场和宠物护理市场，先发制人。

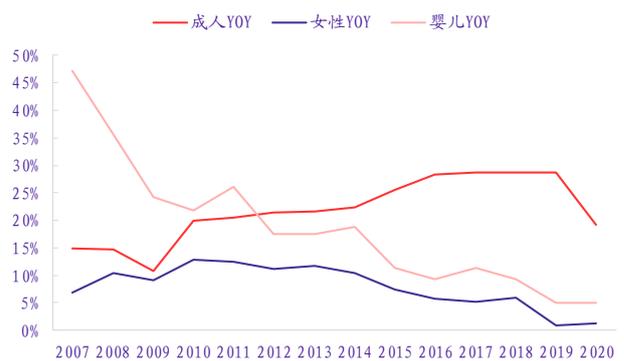
**中国成人护理卫生用品处于导入期，未来潜力无限，可靠全品类延伸覆盖消费者全生命周期，进军海外突破国内天花板。** 1) **中国市场**：中国一次性卫生用品市场也呈现出成人失禁迅速崛起、婴儿卫生用品快速下滑、女性一次性卫生用品低速增长格局。随着独生子女政策推动的出生率进一步下滑、老龄化加速，我国与日本一次性卫生用品行业发展格局走势存在相似性。2) **可靠**：可靠在经营模式与产品品类的完善上更是顺应我国一次性卫生用品领域的格局变化。首先，在经营模式上，公司智选以ODM模式而非品牌经营生产参与婴而护理，且抓住婴护领域内高端化、细分化趋势，致力于高端纸尿裤生产；眼光敏锐，顺应市场潮流，智选自主产销模式，火力全开加速布局成人失禁领域，收获行业红利；其次，在品类构建上，可靠产品品类齐全，消费人群覆盖广泛抵御人口结构变化，女性护理用品、婴儿卫生用品与成人失禁用品发展的先后顺序与全球该产品的发展历程相吻合。在婴护领域，通过竞争力的经济型产品海外布局高生育率菲律宾市场、针对红海的国内市场则布局高端尿裤领域；在存量激烈竞争的女性卫生护理行业，则仰赖HPV防护性技术、领先推广经期裤等高附加值产品稳定营收；同时先发制人布局成人失禁领域与宠物护理市场。全品类覆盖使得可靠在人口增长放缓的高收入水平地区能够有效抵消人口变化的影响，支持业绩的持续增长。

图 101：日本一次性卫生用品行业增速对比



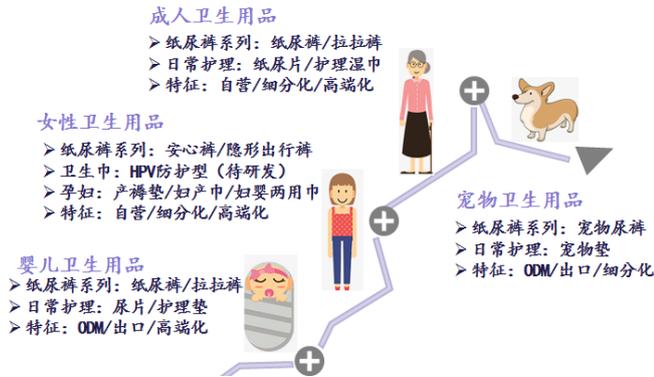
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 102：中国一次性卫生用品行业增速对比



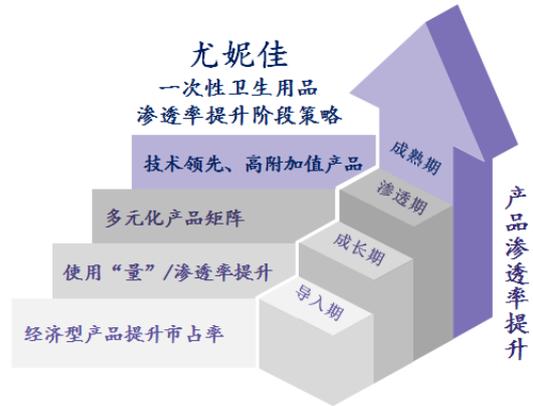
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 103: 可靠核心产品布局



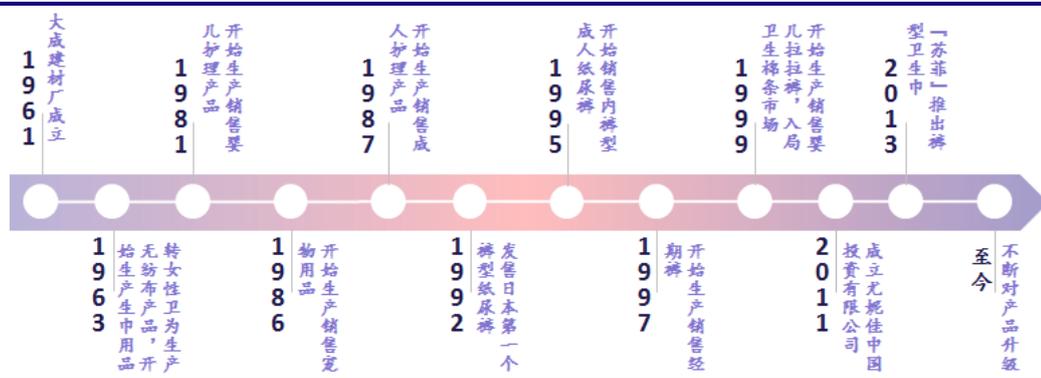
资料来源: 可靠官网, 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 104: 尤妮佳产品生命周期布局



资料来源: 尤妮佳官网, 中国银行证券研究院整理

图 105: 尤妮佳发展历程



资料来源: 尤妮佳官网, 中国银河证券研究院整理

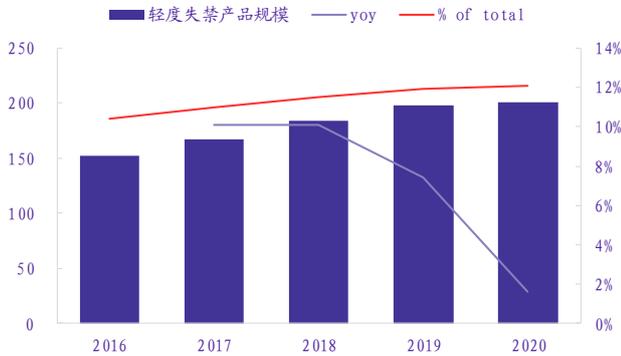
## 2. 领域内: 可靠眼光敏锐, 领先市场提前布局轻度失禁细分领域

日本老年人成为重要的劳动力资源, 轻度失禁系日本成护领域发力点; 尤妮佳在该领域大力布局。1) 日本市场: 随着近十年日本 65 岁及以上“退而不休”的老年人 CAGR 为 5.08%, 市场已实现了由胶贴式纸尿裤到轻度失禁垫的转变。该产品穿脱方便, 适用于从轻度失禁到重度失禁各类消费者, 4 年内 CAGR 为 8.02%。2) 尤妮佳: 日本巨头尤妮佳更是在近年加力研发和改进轻度失禁垫、超薄拉拉裤等产品, 使成人纸尿裤逐渐向轻薄方向迈进, 解决当代老年人及部分年轻人“轻度失禁”的问题, 旗下品牌 Lifree 专门为轻度失禁人群(日常出行、生育后失禁女性)打造, 目前尤妮佳在日本轻度失禁领域市场占有率达到 60%。

定位于轻度失禁人群的拉拉裤系列在助力可靠成人护理业务繁荣, 可靠领先市场在产品推新、科研方向上均对轻度失禁领域战略布局。1) 中国市场: 我国成人护理卫生行业仍处于导入期, 市场上以重度成人失禁用品为主, 专门针对轻度失禁人群的产品较少, 未来随着年轻人消费能力与卫生意识的提升, 我国轻度失禁市场将成为引领成人护理卫生用品主力军。2) 可靠: 已推出适合轻度失禁人群日常使用隐形护理垫、安心裤、出行裤等多系列产品, 适合轻度失禁老年人以及部分女性; 同时在科研领域内开展多项针对轻度失禁功能性需求课题, 例如性别的不同设计不同吸收程度的内芯、除臭, 轻薄等, 便于成年人

在外工作时安心使用。

图 106: 日本轻度失禁规模/增速/结构占比 (亿日元)



资料来源: 日本产经省, 中国银河证券研究院整理

图 107: 轻度失禁领域探索 (可靠&尤妮佳)

	尤妮佳	可靠
<b>老年人 轻失禁</b>	发售老人自己也能随意穿脱的轻薄型内裤型纸尿裤和复健内裤。	发售成人拉拉裤系列产品, 便于老年人穿脱。
<b>年轻人 轻失禁</b>	1) 发售“吸水盘”系列纸尿裤, 在肌肤接触面采用100%有机棉。 2) 在乐互宜“清爽垫”系列女性轻度失禁产品中添加了微量5cc至多量100cc都能舒适使用的内芯, 在男性“清爽垫”中增加了中量使用45cc产品。 3) 设计无香、香味、除臭多种香型选择, 便于成年人外出工作使用。	1) 发售隐形防护中、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(女性)失禁人群使用。 2) 发售安心裤系列: 裤型卫生巾, 适合经期或孕期的女性使用。
<b>研发 方向</b>	1) 渐向轻薄、功能化、便携化方向迈进; 2) 研发和改进轻度失禁垫、超薄拉拉裤等产品。	1) 舒适型轻失禁成人纸尿裤的开发; 2) 大小便分离型成人纸尿裤; 3) T型成人纸尿裤; 4) 除臭、轻薄方向改进产品。

资料来源: 尤妮佳年报, 招股说明书, 中国银行证券研究院整理

### 3. 渠道内: 可靠线上、线下战略布局助推公司迅速成长

日本整体以线下购买为主, 尤妮佳线下通过直营零售走进消费者心智, 线上巧妙利用互联网流量拓宽客源。1) 日本市场: 日本人很注重线下的体验过程, 同时得益于完善的零售业, 例如购物中心、便利店, 自助售货机等, 日本一次性卫生护理业态以线下消费零售为主, 失禁领域电商渠道占比较低。2) 尤妮佳: 巨头尤妮佳线下主推自有贩社渠道, 该渠道致力于与直营零售商深度合作, 直接发挥“现场”思维, 就物品陈列、促销等提出意见, 避免经销商或代理商的渠道费用与效沟低下问题; 线上则大力发展一站式购物平台、消费者互动与科普平台, 例如开发出免费 App 帮助父母教导婴幼儿进行如厕训练、为月经初潮女孩提供免费应用程序, 旨在让她们独立管理月经周期、推出在线一次性成人尿布选择指南, 全年提供 24 小时支持等, 通过线上渠道稳客源, 成功占据消费者心智。

数字消费系中国渠道特征, 可靠线上布局可靠线上布局“互联网+”, 把握养老全产业链布局, 线下首次覆盖场景充分, 拓宽客户基石者方能长久远行。1) 中国市场: 线上价格更便宜、隐私性更强、失禁产品由购买者(年轻人作为父母购买)向使用者(年轻人步入老年)转型而形成的对品牌强大依赖, 线上购买仍为主流, 同时, 年轻人拥有更丰厚的储蓄额、更充裕的闲暇时间, 线上购物中更易缓解孤独感的社交属性更重要; 线下则失禁用品的首次购买渠道往往是医院、养老院、连锁药房等线下场景。2) 可靠: 线上领域, 目前拥有庞大电商客户基础, 并在拼多多、拼团购买、社区团购等社交电商领域先发制人, 同时, 上市后, 将进一步利用最热门的营销手段, 例如短视频、直播引流、电视广告、活动赞助以及明星代言等方式, 在提升品牌价值的同时, 进一步完善在老年人社交电商领域探索。线下领域, 可靠目前已在医院自主贩卖机上有所布局、加大了与养老院、医院的合作, 与机构合作, 拓宽了公司的接触人群, 更具医用高质量属性背书效应; 同时, 由于产品购买就具有大批次特点, 往往包装有 50 片及以上, 用户在 50 片内将形成对产品习惯, 在没有重大影响下, 仍会选择复购可靠品牌。

图 108: 尤妮佳一站式购物网站



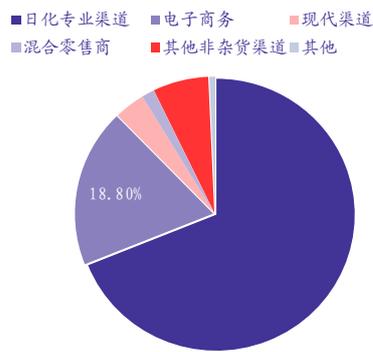
资料来源: 尤妮佳官网, 中国银河证券研究院整理

图 109: 尤妮佳女性失禁护理网



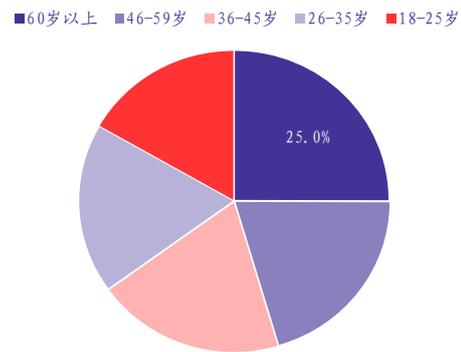
资料来源: 尤妮佳官网, 中国银河证券研究院整理

图 110: 日本成人失禁销售渠道



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 111: 中国社交电商使用者年龄分布



资料来源: 央视财经《中国美好生活大调查 2020-2021》, 中国银河证券研究院整理

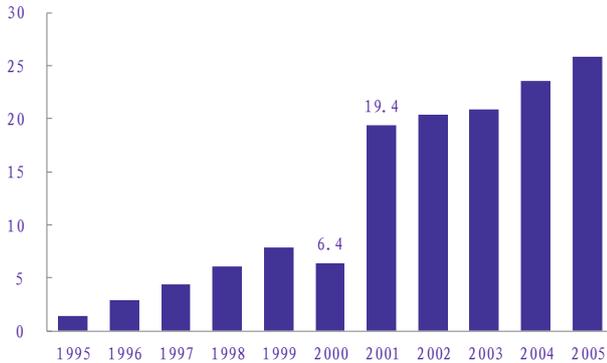
## (二) 政策趋势乘风者: 失禁领域具备爆发潜力, 国产将成为主流

日本在介护险的时间发展脉络、养老福利体系构建对我国颇具参考价值。1) 从时间轴发展来看, 日本 90 年代末试点介护险, 10 年内全国推行介护险, 与我国长护险现阶段时间框架一致。目前我国老龄化与经济发展均与 90 年代末日本相似, 同时, 已开始试点长护险体系; 2) 体系构建来看, 日本是以政府为主导的养老体系, 65 岁及以上的人使用长期护理服务时仅自付 10% 即可, 这与我国目前长护险施行主体、报销方案较为一致。

日本介护险、养老福利体系构建促进失禁行业发展, 尤妮佳等本土日本一次性卫生用品企业更具竞争优势。1) 日本市场: 以介护险以居家护理为主, 自 2000 年实施介护险后, 老年人均护理费用增长近 3 倍 (见下图); 在《长期护理保险法》实施前, 纸尿裤作为使用费单独收取, 而在该法案实施后, 政府针对失禁用品施行全面覆盖、税基抵扣、保障供应、补贴政策等, 促进失禁行业迅速发展, 日本介护机构在 2000 年后 5 年内 CAGR 增速达 20%,

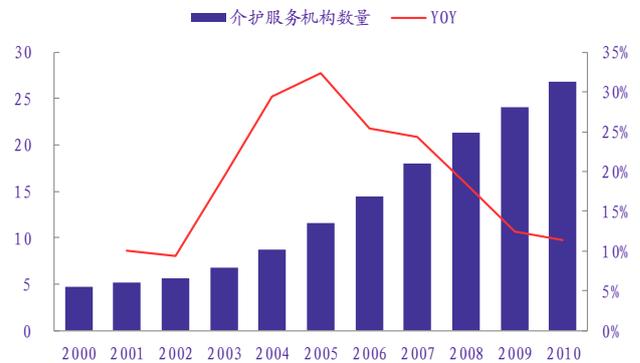


图 116: 日本国民医疗费: 家访护理费用 (亿人民币)



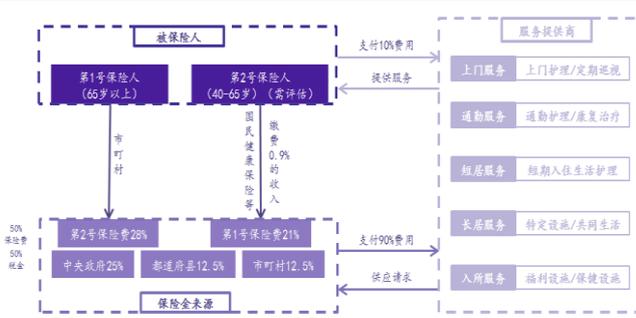
资料来源: 日本厚生劳动省, 中国银河证券研究院整理

图 117: 日本介护服务机构数量及增速



资料来源: 日本厚生劳动省, 银河证券研究院整理

图 118: 日本长护险运营模式



资料来源: 日本厚生劳动省, 中国银河证券研究院整理

图 119: 东京北区成人失禁产品补贴政策

	需要长期护理的老年人纸尿裤补贴	为需要长期护理的老人提供一次性尿布
政策适用对象	需要护理的北区老年人, 符合以下所有条件的居民: 1. 根据《长期护理保险法》被认定为需要长期护理3 (75 岁以上)、4、5 的人。 2. 因经常性大小便失禁而需要使用尿布者。 3. 在指定的纸尿裤医院住院的, 或住院期间在医院门店购买纸尿裤并带入的。	属于以下任何一项并始终需要尿布的人: 1. 已通过长期护理保险证明需要长期护理4 或5 的40 岁以上的人。 2. 已通过长期护理保险证明需要长期护理。 3. 的75 岁及以上人士。
补助详情	补助金额: 每月最多补助5,000 日元。如果每月的尿布费用少于5,000 日元, 则将补贴所支付的金额。申请月份的尿布价格将由补贴支付。	付款明细: 符合要求的居民可以从商品目录中选择一次性尿布。在每个老人护理中心, 都有“关于老人纸尿裤供应业务的信息”。

资料来源: 东京都北区政府网, 中国银河证券研究院整理

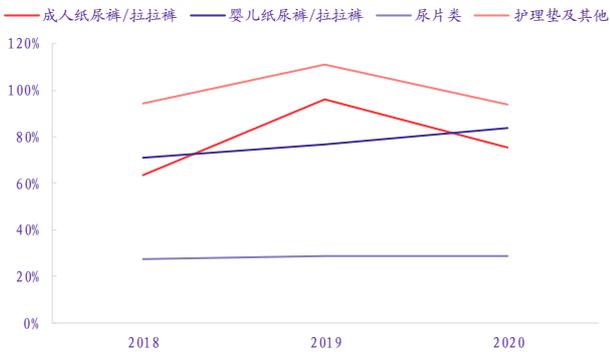
## 七、驱动因素: 研发优势筑底, 客户开拓与赛道智选形成拉力

### (一) 短期驱动: 募投与生产打开成长空间, 助力规模效应

洞察市场趋势, 合理安排产能, 留置成长空间。由于生产线建造需要一年以上时间, 可靠会预留部分产能以应对下游婴裤、成裤市场扩张与需求升级, 新建多条成人拉拉裤、纸尿裤、婴儿拉拉裤生产线。截止至 2020 年, 公司成人失禁用品、婴儿卫生用品、尿片类、护理垫等产能分别为 2.68、15.44、1.61、3.58 亿片。目前, 公司自营业务产能利用率维持在 80%、ODM 业务产能利用率维持 90%, 2020 年因疫情略有下滑; 凭借市场敏感性和 ODM 客户合作稳定性, 产销率保持 100% 水平, 存货周转能力强。

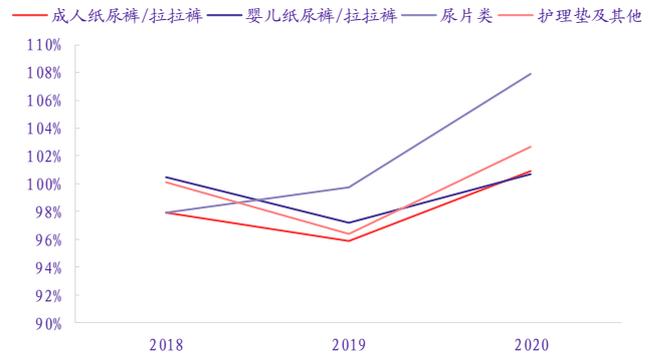
产品深耕, 自主产销, 同时具备渠道和产品优势。成人失禁用品在国内处于导入期, 部分品牌商为迅速占领市场, 例如“得伴”、“添宁”等目前主要采取 OEM/ODM 加工, “包大人”系列产品在大陆也尚未建立自有生产线, 而可靠于 2005 年引入成人纸尿裤生产线后便坚持自主产销, 同时具备渠道、产品、核心技术, 更能够及时针对消费者的心理和需求, 进行产品优化, 生产效率与决策速度上更具备优势。

图 120: 各业务产能利用率



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

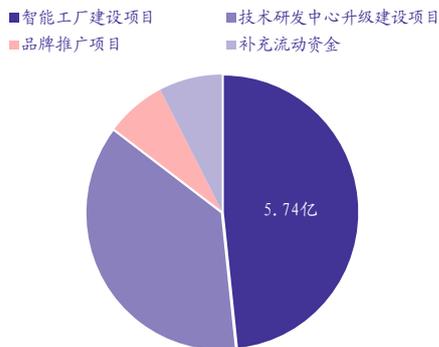
图 121: 各业务产销率



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

现有产能面临瓶颈, 募投项目助公司在广度和深度上打开成长空间。可靠曾出现过由于生产线不足导致外购产品的问题, 因此在生产线布局上更为谨慎。上市后, 公司将募集的 5.7 亿元资金用于智能工厂建设, 增设 10 条生产线, 建成预计每年可新增产能约 11.66 亿片 (其中婴儿卫生产品 8.13 亿片, 成人失禁护理产品 2.44 亿片)。1) 新增产能在广度上有助于公司拓宽在 ODM 领域下游高端客户客户源, 并在自营成人失禁市场中稳住根基, 同时发挥更大的规模优势, 持续降低生产成本, 进而巩固行业壁垒。2) 从募投方向来看, 公司发展深度有望进一步拓宽, 可靠在完善成人失禁领域内业务同时, 开辟在经期裤细分市场探索。

图 122: 募投项目及金额 (亿)



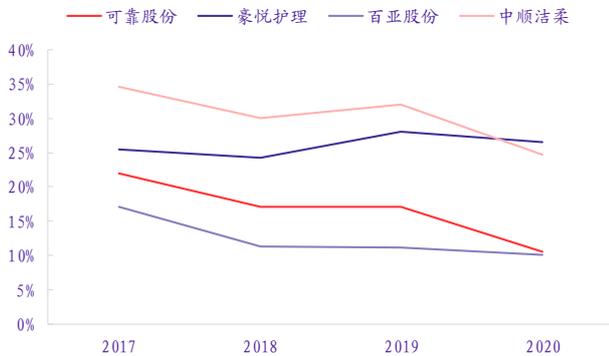
资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 123: 智能工厂建设项目

产品名称	生产线数	新增产能 (万片/年)
婴儿纸尿裤	4	54,216.00
婴儿拉拉裤	2	27,108.00
成人纸尿裤	2	16,264.80
成人拉拉裤	1	8,132.40
成人经期裤	1	10,843.20
合计	10	116,564.40

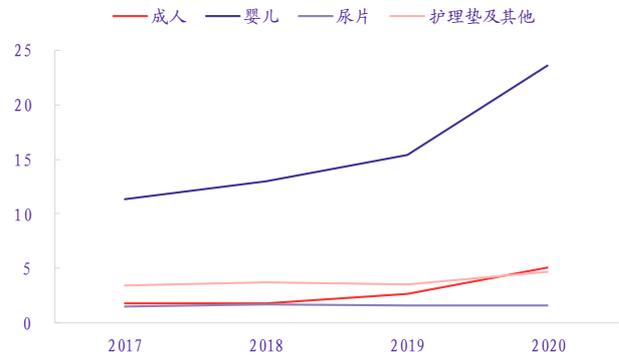
资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 124: 对标公司总费用率比较



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 125: 可靠各业务总产能比较 (亿片)

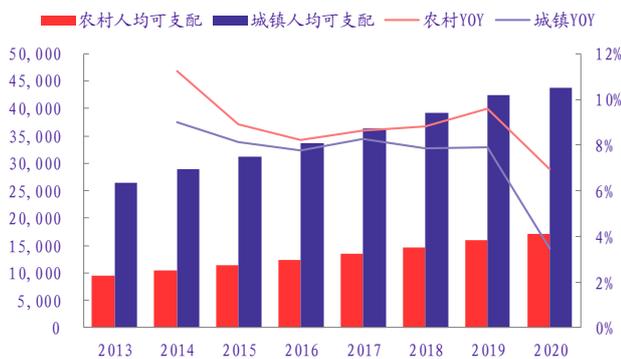


资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

## (二) 中期驱动: 把握消费升级下新品迭代带来的结构性增量

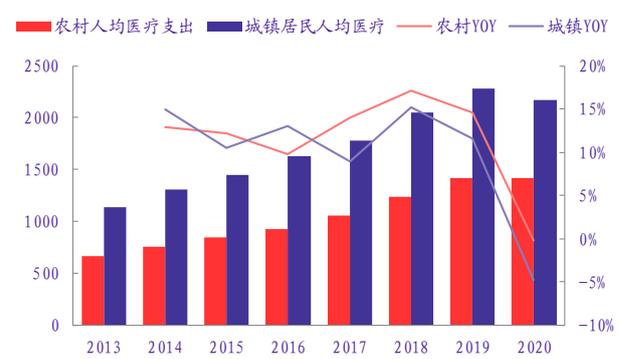
可支配收入增长、消费者意识提升, 推动消费结构转变。从收入总量来看, 我国居民可支配收入持续稳定增长为消费升级提供基础; 农村居民收入增速高于城镇居民, 有望加速产品在下沉市场拓张; 从支出结构来看, 居民医疗保健支出均稳健提升, 且增速高于人均收入, 显示出居民对于健康保健意识提升, 进而有望提升对健康护理产品需求。

图 126: 我国农村/城镇人均可支配收入及增速 (元/年)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 127: 农村/城镇人均医疗支出 (元/年)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

洞察行业趋势, 收获新品迭代带来结构性增量。随着居民消费水平提高, 国内一次性卫生用品用品高端化趋势明显, 公司把握行业发展趋势, 针对不同市场, 迅速响应, 投入了经期裤、复合芯体纸尿裤、成人拉拉裤等细分产品, 以丰富产品矩阵, 在细分赛道建立领先优势。

表 13: 可靠新品迭代策略

	女性卫生用品	婴儿卫生用品	成人护理卫生用品
<b>市场趋势</b>	女性护理行业消费升级，市场裤型销售量显著提升	婴护行业消费升级、功能性升级趋势明显	1) 新一代年轻人向老年化时代迈进 2) 产品将不断细分以及提升舒适度 3) 更易穿脱的轻/中度失禁需求可期
<b>新产品</b>	裤型卫生巾、HPV防护性卫生巾等	易穿脱的拉拉裤和轻薄的复合芯体产品等	成人拉拉裤、轻度失禁护理、安睡裤、隐形裤等
<b>扩产能</b>	募投资金可新增11亿片/年产能裤型卫生巾	募投资金可新增2.7亿片/年产能拉拉裤生产	募投资金将新增8千万/年成人拉拉裤生产线
<b>公司策略</b>	1) 借助经期裤产品切入女性护理细分赛道 2) 2021年入资设立舒雅医疗科技公司，致力于HPV防护性女性卫生用品研发	1) 开设多项复合芯体研发项目； 2) 2021年与复合芯体重要供应商权益绑定，合资建立可芯公司	1) 轻度失禁日常护理科研项目研究 2) 系市场率先布局轻度失禁领域企业

资料来源：招股说明书，中国银行证券研究院整理

### (三) 长期驱动：政策驱动下，研发能力深化品牌护城河

**研发能力深化品牌护城河。**设计推新能力使可靠掌握市场风向标，甚至引领市场需求。

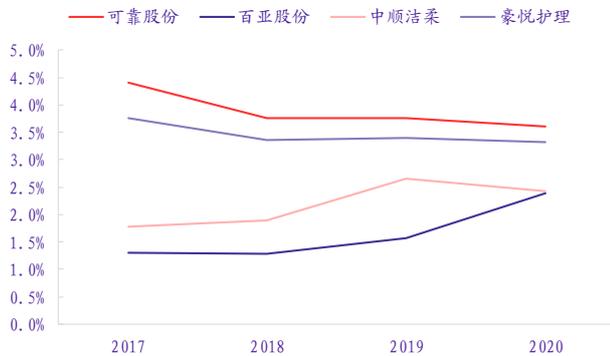
1) **主导产品设计，与客户互惠互赢**，可靠掌握研发环节，可根据下游客户需求主导产品设计，推出具备市场潜力的新品，例如婴儿拉拉裤等，帮客户赢得更多市场份额；2) **打开盈利空间**。目前，可靠已申请多项拉拉裤研究专利，在产品设计和工艺上形成部分垄断，具备高端纸尿裤产品议价能力；3) **掌握复合芯体核心技术，引领行业未来发展**。纸尿裤的核心技术在于芯体，海外品牌由于供应链、设备等原因普遍采用以绒毛浆为主要原料的芯体，为获得更多市场份额必定寻求具有大规模、具有生产实力的 ODM 厂商合作，因此掌握该技术的企业在行业中更具谈判优势；4) **行业标准领导者之一，深化制造话语权**。公司共计获得专利 239 项，远超前于行业其他可比厂商，旗下的可靠护理产品创新研究院是国内最早成立的纸尿裤产品研究基地，也是行业内首家获批的省级企业研究院；同时公司参与了起草多项国家标准和行业标准，成为行业内标准化的领导者之一。

表 14: 近 3 年行业标准制定参与情况

年份	行业标准制定	年份	行业标准制定
2017	参与起草《医护级成人纸尿裤（片、垫）》	2020	参与起草《儿童口罩技术规范》、《女性卫生裤护理标准》
2018	主要起草单位，《成人纸尿裤》浙江制造团体标准。	2021	《一次性纸制品降解性能评价方法》、《纸尿裤 第 2 部分：成人纸尿裤》和《绒毛浆》
2019	公司被全国造纸工业标准化技术委员会授予“造纸标准化先进企业”		

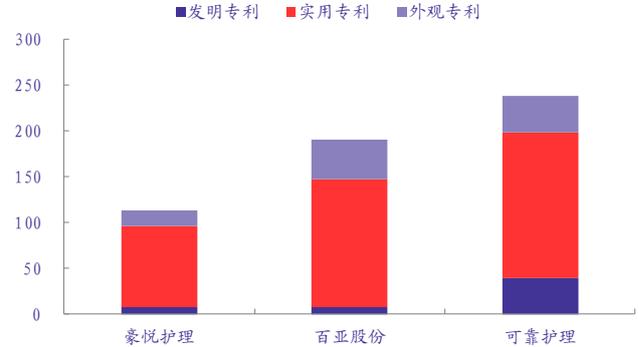
资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院整理

图 128: 研发费率占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 129: 专利对比 (项) (截止 2020.12)



资料来源: 招股说明书, 中国银行证券研究院整理

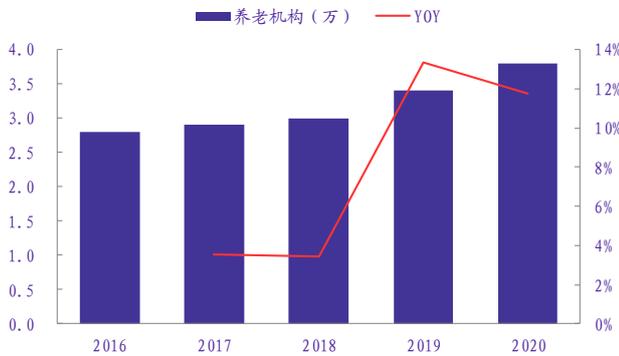
表 15: 可靠核心专利铸就公司竞争力

婴儿/材料	技术介绍	成人失禁	技术介绍
婴儿纸尿裤	结构新颖, 使用舒适性好, 不容易发生侧漏液和向后腰部漏液情况	一种可完全降解无纺材料及其在成人失禁护理垫中的应用	本发明材料具有强力好、不易掉纤维、渗透导湿快, 液体能快速沿材料纵向分布, 从而减少积液和渗漏, 防止回渗产生的特点, 且丢弃后可完全降解, 是制作成人失禁护理垫的理想材料
一种婴儿用吸收制品	该婴儿用吸收制品的优点是生产成本低、使用舒适性好, 防漏液效果好, 沿外罩长度方向的透气性好	一种一次性成人纸尿裤	该一次性成人纸尿裤的优点是生产成本低, 使用的舒适性好, 裆部不容易渗液, 防侧边漏液效果好。
护理垫的压制工艺	该护理垫的压制工艺的优点是工艺新颖, 便于大规模的生产, 生产成本低, 生产的护理垫使用舒适	一种成人纸尿裤	该成人纸尿裤的优点是生产成本低, 使用的舒适性好, 裆部不容易渗液, 防侧边漏和防后漏效果好
纸尿裤上后弹性腰围的生产设备和制作工艺	纸尿裤上后弹性腰围的生产设备的优点是结构简单, 操作简单, 采用整块的弹性片作为纸尿裤的后弹性腰围的生产方便且成品率高	可降解的成人纸尿裤	该可降解的成人纸尿裤的优点是使用的舒适性好, 裆部不容易渗液, 防侧边漏和防后漏效果好, 透水性内层可降解
一种含聚乳酸纤维的便携式护理垫及其制备方法	本发明制备的护理垫具有加工流程短、成型良好、抑菌除味、透气干爽的特点, 在使用过程中不起坨、不掉粉, 是制作一次性医疗卫生用品的理想材料	一种成人纸尿裤及其套装	该成人纸尿裤的优点是使用成本低, 使用的舒适性好, 裆部不容易渗液, 防侧边漏和防后漏效果好

资料来源: 招股说明书, 中国银行证券研究院整理

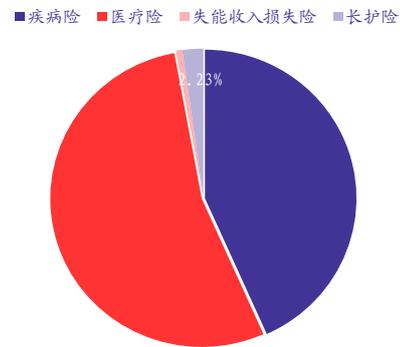
**福利政策与养老行业资本入局, 驱动失禁行业龙头收获渠道和量价双红利。** 1) 目前, 政府逐渐放开市场入局养老行业的门槛和限制, 我国连锁药房、养老机构数量显著提升, 复合增速达到 9.2%; 养老机构与连锁药店扩张加速了老年化产品和服务布局, 在营销渠道和采购量价上均有助于失禁行业龙头可靠的扩张。2) 政府福利政策与保险发展促进成人失禁市场长青。目前我国政府已开始逐步实普及长护险, 在商业领域内, 虽然其基数低, 但保费收入呈现出爆发式增长, 增速高达 120%以上, 未来政府或商业有望大批量采购失禁龙头企业产品。

图 130: 养老机构数量(万)及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 131: 2019 年末各保险产品数量占比



资料来源: 观研天下, 中国银行证券研究院整理

## 八、公司未来投资价值分析与评级: 予以推荐评级

### (一) 盈利预测

公司作为一次性卫生用品行业内领军的制造销售类企业, 不仅获得 ODM 合作客户的高度认可, 同时自有品牌在成人失禁领域内占有一席之地, 双轮驱动主营业务稳步增长。公司积极把握国内市场机会以及与海外市场的延伸机遇, 全面布局发展较为成熟的婴儿卫生用品、女性卫生用品领域, 以及处于高速成长期的成人失禁产品、宠物用品领域, 产品结构丰富。且制定合理的产品发展战略, 在相对成熟的产品领域以 ODM 代工为主, 避免与高市占率品牌产生直面竞争, 充分享受行业发展带来的制造红利; 在高速成长期的产品领域侧重发展自有品牌, 提升品牌认知度, 公司与行业实现共同成长。

#### 关键假设与预测

1) 核心客户与公司订单关系稳定, 例如在招股说明中提到 2021-2025 年度, 菲律宾 JS 向可靠护理订购金额不低于 6,500 万美元/年(2018-2020 年 JS 在公司总营收中的占比约为 35%, 较为稳定), 此外菲律宾 JS 承诺在可靠护理产能提升过程中, 逐步增加从可靠护理处的订单数量;

2) 公司产能稳步扩张, 如我们在前文公司的短期驱动因素中阐述的一致, 公司上市募集资金项目涉及到成人纸尿裤、拉拉裤、经期裤以及婴儿纸尿裤、拉拉裤的项目扩产, 预期建成后每年可新增产能 116564.4 万片, 自资金投入后第一年 Q4 至第三年年末陆续投产;

3) 随着产能逐步建成释放, 公司产能利用率维持在 80% 左右, 且产销率保持相对稳定, 处于 99% 左右的均值水平, 新建产能可以有序转为有效的销售;

4) 公司产品的竞争力逐步提升, 产品销售单价每年可以保持 0.01-0.02 元/片的提价。

伴随着募投项目逐步投产, 产品销售规模稳步提升, 我们预测公司 2021/2022/ 2023

年分别实现营收 19.60/24.40/ 30.74 亿元，归母净利润 2.62/3.46/4.61 亿元，对应 PS3.89/3.12/2.48 倍，对应 EPS 为 0.96/1.27/1.70 元/股，对应 PE29/22/17 倍，维持予以“推荐评级”。

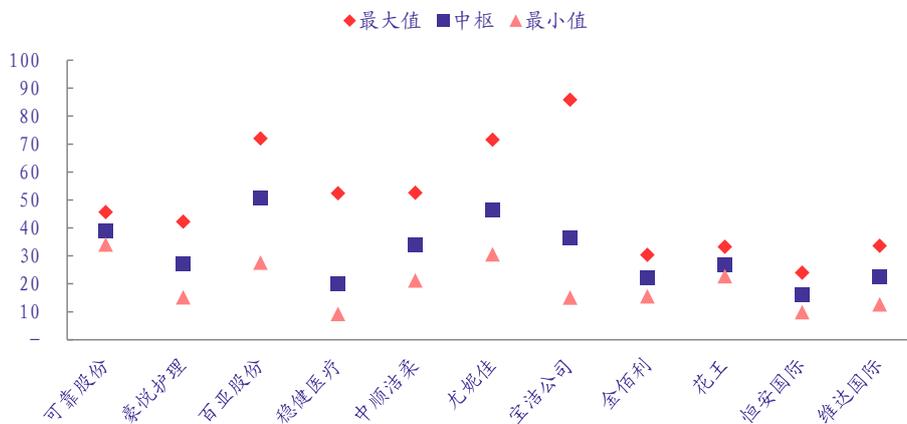
**表 16: 公司盈利预测**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(单位:百万元)	1,173.73	1,635.13	1,960.14	2,439.85	3,074.34
增长率(%)	29.52%	39.31%	19.88%	24.47%	26.01%
归属母公司股东净利润(单位:百万元)	87.45	214.01	262.12	345.95	461.17
增长率(%)	46.53%	144.72%	22.48%	31.98%	33.31%
EPS(元/股)	0.44	1.05	0.96	1.27	1.70
销售毛利率	27.02%	27.83%	26.53%	26.65%	27.08%
净资产收益率(ROE)	21.92%	34.89%	35.21%	37.71%	40.17%
市盈率(P/E)			29	22	17
市净率(P/B)			10.23	8.30	6.64
市销率(P/S)			3.89	3.12	2.48

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理及预测, 截止 2021 年 08 月 12 日

## (二) 相对估值分析

我们选取了一次性卫生用品行业内的相关公司进行横向对比, 可以发现公司 6 月上市至今 PE (TTM) 中枢水平为 39X, 在 34-46X 的范围内波动; 与产业链中其他标的公司相比处于中等偏上水平。进一步对比可以发现, 产业链中通过自有品牌树立了一定行业影响力的公司, 其议价能力与毛利率水平更高, 市场估值水平相较代加工企业偏高。考虑到公司一方面布局自有品牌, 以主品牌可靠不断提升市场认知度; 另一方面自有品牌所处的细分赛道成人失禁领域较传统的女性卫生用品、婴儿卫生用品长期优势明显, 未来可期的发展空间更大, 由此估值尚存在提升的可能性, 我们给予 35-50X 的预期, 结合 2021 年的业绩来看, 公司估值或可达到 92-131 亿元。

**图 132: 可比公司估值对比 (2018 年年初至今)**


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 九、风险提示

消费者健康卫生意识和消费习惯转换程度不及预期的风险；直营零售渠道不及预期；大客户营收不及预期；原材料价格波动的风险。

## 插图目录

图 1: 可靠股权结构.....	3
图 2: 可靠迭代布局战略.....	5
图 3: ODM 与自营业务营收占比 .....	6
图 4: ODM 与自营业务营收 (亿元) 及增速 .....	6
图 5: 总营收 (亿元) 与归母净利金额及增速 .....	6
图 6: 婴儿/成人/宠物护理营收 (亿元) 及增速 .....	6
图 7: 综合毛利率/净利率/ROE 表现情况 (%) .....	7
图 8: 销售/管理/财务/综合费率 (%) .....	7
图 9: 可比公司总资产周转率 .....	7
图 10: 可比公司权益乘数 .....	7
图 11: 一次性卫生用品产业链结构 .....	8
图 12: 前 5 大原材料供应商集中度 .....	9
图 13: 原材料上涨 5% 对各期利润影响 .....	9
图 14: 主要原材料采购总额 (亿元) .....	9
图 15: 各制造成本占比 .....	9
图 16: 前 5 大客户集中度 .....	11
图 17: ODM 获客途径与合作方式 .....	11
图 18: 中/日/美婴儿卫生用品市场规模及增速 (亿元) .....	12
图 19: 国内婴儿卫生用品渗透率 (%) .....	12
图 20: 我国婴儿纸尿裤平均零售价 (元/片) .....	13
图 21: 中日美人均每日使用量 (测算值) .....	13
图 22: 中/日/美婴儿纸尿裤与拉拉裤市场份额 .....	13
图 23: 2020 与 2021 年“618”期间婴儿护理用品销售份额 .....	13
图 24: 高端/整体纸尿裤市场规模增速 .....	13
图 25: 我国婴儿卫生用品公司份额占比 (%) .....	15
图 26: 我国婴儿纸尿裤公司竞争格局 CR5 .....	15
图 27: 菲律宾与部分国家出生率对比 (%) .....	15
图 28: 菲律宾与部分国家新生儿人口增速对比 .....	15
图 29: 菲律宾婴儿卫生用品市场规模 (人民币亿元) 增速 .....	16
图 30: 全球婴儿纸尿裤市场增长率对比 .....	16
图 31: 菲律宾/中/日人均每日使用量 (片) (测算值) .....	16
图 32: 菲律宾婴儿纸尿裤单价 (元/片) .....	17
图 33: 人均婴儿护理消费占比人均收入 .....	17
图 34: 菲律宾婴儿卫生用品销量与单价 .....	17
图 35: 菲律宾/中国/日本 CR5 比较 .....	17
图 36: 婴儿卫生用品营业收入 (亿) 及其增速 .....	18
图 37: 婴儿卫生用品系列毛利 .....	18
图 38: 婴儿卫生总产能利用率 .....	19
图 39: 婴儿卫生用品价 (元/片) 和量 (亿片) 表现 .....	19

图 40: 婴儿纸尿裤以及拉拉裤价 (元/片) 和量 (亿片) 表现	19
图 41: 婴儿拉拉裤/纸尿裤营收及增速 (亿元)	20
图 42: 菲律宾 JS 战略合作特点	20
图 43: 2020 年菲律宾婴儿卫生用品市场占有率 (%)	20
图 44: 广州杜迪战略合作特点	21
图 45: 杜迪公司纸尿裤营收 (亿元) 及增速	21
图 46: 65 岁以上人数 (万) /增速/占比	22
图 47: 2018 年全球成人失禁卫生用品消费渗透率 (%)	22
图 48: 成人失禁用品销量 (亿片)	22
图 49: 我国成人失禁市场规模 (亿元) 及增速	22
图 50: 我国成人失禁卫生用品前十大品牌集团市占率 (%)	23
图 51: 中日美市场集团公司竞争格局 CR5 (%)	23
图 52: 成人失禁用品销量 (亿片) 及单价 (元/片)	24
图 53: 我国成人失禁市场结构变化	24
图 54: 轻度/重度失禁用品市场增速预测	25
图 55: 我国就业人口中 65 岁以上工作时长比例 (%)	25
图 56: 成人失禁用品创新趋势	25
图 57: 日本失禁市场细分增速对比	25
图 58: 轻度/中度/重度成人失禁表现、适用人群、产品类型	25
图 59: 日本介护服务机构数量及增速	27
图 60: 我国 AFH 市场营收规模 (亿元) 及增速	27
图 61: 日本主要护理机构业务简介与介护险影响	28
图 62: 成人失禁主要公司占有率变化情况 (%)	29
图 63: 成人失禁类总营收 (亿) 及增速	29
图 64: 可靠成人失禁 (含拉拉裤) 系列综合毛利	29
图 65: 成人失禁 (纸尿裤、拉拉裤) 产能情况 (亿片)	30
图 66: 成人失禁 (纸尿裤、拉拉裤) 销量 (亿片) /产销率	30
图 67: 成人系列各产品营收占比	30
图 68: 成人系列产品营收 (亿) 及增速	30
图 69: 成人失禁各产品销量 (亿片)	31
图 70: 成人失禁各产品单价 (元)	31
图 71: 成人失禁产品渠道占比	31
图 72: 成人失禁线上线下营收 (亿)	31
图 73: 成人失禁品牌入驻天猫时间与粉丝数	32
图 74: 可靠淘宝店铺客户数及复购率情况	32
图 75: 市场主流成人失禁产品及价格带分布	32
图 76: 线上渠道营收规模 (亿) 及增速	33
图 77: 线上渠道营收占比	33
图 78: 线下渠道营收规模 (亿) 及增速	33
图 79: 线下渠道营收占比	33
图 80: 直营零售优势及渠道	34

图 81: 线下优化渠道策略.....	34
图 82: 可靠福祉合作机构.....	34
图 83: 可靠福祉官网.....	34
图 84: 宠物行业分类.....	35
图 85: 日本 GDP 增速.....	35
图 86: 日本宠物数量自 2003 年超过 15 岁以下人群数量 (百万) .....	35
图 87: 日本宠物狗尿垫平均消费金额 (元/年) 及增速.....	36
图 88: 日本宠物用品市场规模及增速 (亿人民币) .....	36
图 89: 中国宠物市场规模及增速 (亿元) .....	36
图 90: 我国一人户占比.....	36
图 91: 宠物主收入群体变化 (月收入) .....	37
图 92: 2020 我国养宠家庭对宠物态度 .....	37
图 93: 2019 年我国家庭养宠渗透率 .....	37
图 94: 2018 年宠物用品渗透率 .....	37
图 95: 宠物护理营收 (亿元) /增速/占比.....	38
图 96: 宠物护理销量 (亿片) /单价 (元) /毛利.....	38
图 97: 中日 65 岁以上总人口占比 (%) .....	39
图 98: 中日出生率 (%) .....	39
图 99: 中日实际经济增速对比 (%) .....	39
图 100: 主要国家老龄化率从 7% 上升到 14% 的时间 .....	39
图 101: 日本一次性卫生用品行业增速对比 .....	40
图 102: 中国一次性卫生用品行业增速对比 .....	40
图 103: 可靠核心产品布局.....	41
图 104: 尤妮佳产品生命周期布局.....	41
图 105: 尤妮佳发展历程.....	41
图 106: 日本轻度失禁规模/增速/结构占比 (亿日元) .....	42
图 107: 轻度失禁领域探索 (可靠&尤妮佳) .....	42
图 108: 尤妮佳一站式购物网站.....	43
图 109: 尤妮佳女性失禁护理网.....	43
图 110: 日本成人失禁销售渠道.....	43
图 111: 中国社交电商使用者年龄分布 .....	43
图 112: 日本 AFH 与零售规模对比.....	44
图 113: 中国 AFH 与零售对比.....	44
图 114: 日本长护险对失禁产品相关政策.....	44
图 115: 采购目录产品清单 (尤妮佳以纸尿裤提供为主) .....	44
图 116: 日本国民医疗费: 家访护理费用 (亿人民币) .....	45
图 117: 日本介护服务机构数量及增速.....	45
图 118: 日本长护险运营模式.....	45
图 119: 东京北区成人失禁产品补贴政策.....	45
图 120: 各业务产能利用率.....	46
图 121: 各业务产销率.....	46

图 122: 募投项目及金额 (亿) .....	46
图 123: 智能工厂建设项目 .....	46
图 124: 对标公司总费用率比较 .....	47
图 125: 可靠各业务总产能比较 (亿片) .....	47
图 126: 我国农村/城镇人均可支配收入及增速 (元/年) .....	47
图 127: 农村/城镇人均医疗支出 (元/年) .....	47
图 128: 研发费率占比 .....	49
图 129: 专利对比 (项) (截止 2020.12) .....	49
图 130: 养老机构数量 (万) 及增速 .....	50
图 131: 2019 年末各保险产品数量占比 .....	50

## 表格目录

表 1: 管理层及独董简介 (括号内为该人员的持股比例) .....	3
表 2: 员工持股平台布局 .....	4
表 3: 可靠 ODM 业务主要竞争对手情况 (截止 2020.12) .....	10
表 4: 木浆芯体与复合芯体对比 .....	10
表 5: 我国主要产品纸尿裤与拉拉裤功能/单价对比 .....	14
表 6: 婴儿卫生系列产品简介 .....	18
表 7: 婴护业务主要 ODM 客户往来情况 .....	21
表 8: 我国成人失禁卫生用品各大集团旗下品牌情况 .....	23
表 9: 各国失禁用品相关政策 (截止 2020.12) .....	26
表 10: 我国长护险试点情况 (截止 2020.12) .....	26
表 11: 可靠成人失禁系列品牌 .....	28
表 13: 可靠新品迭代策略 .....	48
表 14: 近 3 年行业标准制定参与情况 .....	48
表 15: 可靠核心专利铸就公司竞争力 .....	49
表 16: 公司盈利预测 .....	51

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

李昂：现任消费品零售及化妆品团队负责人。曾任社服行业研究员、商业零售行业主分析师，具备消费产业跨多行业研究经验。

甄唯莹：现任消费品零售及化妆品行业分析师。2018年5月加盟银河研究院从事零售行业研究，擅长深度挖掘公司基本面。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling-bj@chinastock.com.cn