

自有品牌成人失禁用品稳步发展，疫情缓解后公司口罩业务规模大幅下滑

——一次性卫生用品行业系列报告之三

核心观点:

● 事件

2021年上半年公司实现营业收入6.30亿元，同比减少21.14%；实现归属母公司净利润0.67亿元，同比减少48.71%；实现归属母公司扣非净利润0.65亿元，同比减少48.95%。经营现金流量净额为0.18亿元，较上年同期减少89.81%。

● ODM代工生产婴儿护理产品规模略有下滑但仍占据营收主要份额，自有品牌成人失禁用品稳步发展，口罩业务不稳定性较高

表1: 2021H1 营业收入情况

	营业收入 (亿元)	增量(亿 元)	同比增减 (%)	营收占比 (%)	增量占比 (%)
总营业收入	6.30	-1.69	-21.14%	100.00%	100.00%
按产品划分					
成人失禁用品	2.24	0.19	9.20%	35.58%	-11.18%
婴儿护理用品	3.54	-0.43	-10.95%	56.10%	25.73%
宠物卫生用品	0.40	0.03	8.02%	6.39%	-1.77%
口罩及其他	0.12	-1.47	-92.36%	1.93%	87.22%
按地区划分 est					
境内	3.17	-0.75	-19.07%	50.22%	44.13%
境外	3.14	-0.88	-21.97%	49.78%	52.28%
按季度划分					
第一季度	3.33	0.19	6.06%	52.79%	-11.24%
第二季度	2.98	-1.88	-38.72%	47.21%	111.24%
重点子公司					
杭州可艾	1.25	-0.67	-34.92%	19.86%	39.74%

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理

公司是国内领先的一次性卫生用品制造商, 采用ODM+自主品牌双轮驱动的经营方式; 短期内ODM的主导地位不会发生变化。从产品业务的角度来看, ODM业务产品以生产婴儿护理用品和宠物卫生用品为主, 其中主导的婴儿护理用品规模出现轻微下滑, 与之对应, 主要负责婴儿纸尿裤ODM代工的子公司杭州可艾业务规模同样出现下滑。自主品牌业务以成人系列产品为主, 该业务实现稳步增长。此外, 上年同期受疫情影响口罩的生产量、需求量与销售量出现迅速增长, 当期国内外疫情趋于稳定后, 口罩业务收入出现大幅下滑。

可靠股份(301009.SZ)

推荐 维持评级

分析师

李昂

✉:

分析师登记编码: S0130517040001

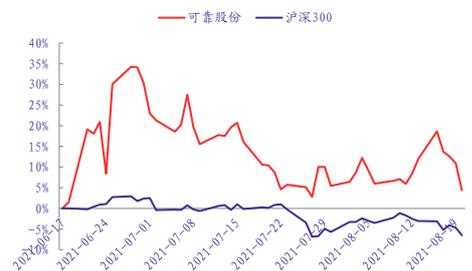
甄唯萱

✉: zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050002

行业数据时间

2021.08.20



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河零售轻工李昂团队】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

【银河消费品零售李昂团队】一次性卫生用品行业系列报告之二: 可靠股份-国产成人护理龙头公司, “可靠”的产品与未来-20210813

从季度的角度来看，同样是受口罩业务波动的影响较大，2020 年公司的口罩业务订单主要聚集在二季度内，规模影响幅度达到近 1.47 亿元，三季度次之，规模影响约为 1400 万元，一四季度影响较小，仅为 650-800 万元；因此可以看出二季度单季较上年同期营收规模出现大幅滑落。若扣除季节性因素的影响，考虑到秋冬季为旺季（夏季偏热会在一定程度上减少产品使用），且生产商提前为年底线上大促生产备货，一二季度实际为公司的销售淡季，下半年合计应贡献全年 55% 左右的份额。

表 2: 2021H1 公司利润情况

	现值	增量	增速 (%)
归母净利润 (亿元)	0.67	-0.64	-48.71%
扣非归母净利润 (亿元)	0.65	-0.62	-48.96%
非经常性损益 (万元)	276.48	-302.27	-52.23%
政府补贴 (万元)	122.87	-553.33	-81.83%
委托他人投资或管理资产的损益 (万元)	175.34	158.88	965.24%

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

● **2021 年上半年综合毛利率下降 8.46pct，期间费用率提升 2.90pct**

表 3: 2021H1 公司毛利&净利率情况

毛利率情况	现值 (%)	增量 (bps)
销售毛利率	24.05%	-8.46
分产品或服务		
成人失禁用品	28.18%	-0.74
婴儿护理用品	20.71%	0.56
宠物卫生用品	13.76%	-4.32
口罩及其他	78.91%	7.64

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

表 4: 2021H1 公司费用情况

	现期值 (万元)	增量 (万元)	现期比率 (%)	比率增量 (bps)
期间费用	7,349.01	351.11	11.66%	2.90
销售费用	3,727.67	723.29	5.91%	2.16
管理费用	1,134.42	-162.96	1.80%	0.18
研发费用	2,363.38	-464.03	3.75%	0.21
财务费用	123.54	254.80	0.20%	0.36

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

报告期内公司实现综合毛利率 24.05%，较上年同期出现大幅下滑。一方面 ODM 业务本具有低毛利的特征，同时公司为了对自有品牌（例如成人失禁用品）进行推广，也会适当降低毛利以让利；另一方面，享有最高毛利水平的口罩业务尽管在报告期内实现了毛利水平的进一步提升，但其销售额占比出现大幅滑落，因此毛利率出现了结构性变化。

公司上半年期间费用率水平同比提升 2.90pct。期间费用中销售费用率提升幅度最大，公司发展自有品牌并加强品牌宣传推广以及营销拓展力度，市场推广费较上年大幅提升 646.41 万元至 2612.12 万元，是销售费用规模增长的主要原因。财务费用出现增长则是在于美元贬值等因素影响，海外业务中汇兑损益较上年大幅提升 540.18 万元至 284.91 万元。

● **智选 ODM 优质客户+自主品牌双驱动模式，构建公司攻守兼备堡垒**

从半年报的表现来看，公司深耕自有品牌+ODM 双轮驱动策略，并不断优化公司营收结构，提

升自有品牌业务占比，自有成人失禁品牌营收显著提升。在一次性卫生用品领域，公司多元化业务布局，以从容应对行业变革与人口结构变化。1) 在国内竞争激烈、增速放缓、逐渐失去人口红利优势的婴护市场，通过智选 ODM 业务、深耕高端尿裤制造，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行业红利，20 年婴儿类营收至 9.1 亿，3 年 CAGR 达 23%，近半年营收放缓与高端纸尿裤竞争加剧有关，公司作为优质高端纸尿裤 ODM 厂商，未来有望对接更多高端纸尿裤品牌资源；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 CARG30%；2021 半年报内公司成人失禁业务的增长更是印证了成人失禁行业的广阔增长前景，同时，半年报内出现的成人失禁业务结构的增长，更是印证了公司在该蓝海领域大力发展的决心；3) 全生命周期布局女性经期裤、宠物护理等领域，半年报内宠物业务营收提升也表明了公司多元化业务发展的可持续性。整体来看，公司以攻守兼备的战略应对市场需求、行业格局、人口红利变革具有有效性。

● 乘政策之风，扩品类，扩渠道发展助力可靠深化公司竞争壁垒

目前我国正处于长护险试点期，根据海外护理险对于行业的发展效益来看，未来长护险的普及有望直接促进成人失禁产品渗透率提升，并加大本土失禁品牌竞争力，因此我国成人失禁行业龙头可靠股份或可直接受益；同时，从公司半年报以及已披露的公告中，均可见公司对产品营销和渠道布局力度的加强，借力直营零售（药房、养老机构、医院）合作与线上渠道，进一步打牢了客户基础，增强客户粘性；针对客户多元化的需求来看，公司更是加大了产品研发力度，研发支出稳健提升，并从产品功能、及使用者体验感上不断创新并开创中高端产品以完善产品矩阵，并应对消费升级下未来行业的变革趋势。因此，不论是宏观上从人口老龄化、长护政策驱动，还是从行业的消费升级与产品多元化需求扩张，亦或者公司微观层面的研发投入、产能扩张与产品创新，可靠股份均有深化公司竞争壁垒，稳固成人失禁龙头地位。

● 投资建议

公司采用“ODM+自主品牌”的发展模式，从事一次性卫生用品业务，主要产品包括婴儿护理用品、成人失禁用品和宠物卫生用品和口罩，其中婴儿卫生用品和成人失禁用品占比最高，且成人失禁用品有逐渐成为公司主导业务的趋势。从产品的角度来看，公司为各年龄段消费人群提供安全、舒适和高品质的个人健康护理产品，自营成人失禁用品的稳步发展，将成为未来公司营收规模增长与盈利水平抬升的主要动力。从渠道的角度来看，公司实施“直营零售拓展、电商建设深耕”的发展策略，线下优化经销商渠道、创新性引入直营零售渠道的建设，抢先占领直营零售渠道红利；另一方面，作为最早进入成人失禁领域电商渠道的公司之一，公司积极完善线上电商渠道的搭建，并搭建“可靠福祉”一站式养老采购平台，进一步深化公司在养老护理行业内话语权与品牌影响力。综上，我们预测公司 2021/2022/2023 年将分别实现营收 18.00/20.89/24.48 亿元，净利润 2.13/2.84/3.65 亿元，对应 PS 为 4.08/3.51/3.00 倍，对应 EPS 为 0.78/1.05/1.34 元/股，PE 为 34/26/20 倍，维持“推荐评级”。

● 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。

附：1. 盈利预测和估值对比

表 5: 盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (单位: 百万元)	1,173.73	1,635.13	1,799.53	2,089.44	2,448.39
增长率 (%)	29.52%	39.31%	10.05%	16.11%	17.18%
归属母公司股东净利润 (单位: 百万元)	87.45	214.01	213.10	284.28	365.13
增长率 (%)	46.53%	144.72%	-0.43%	33.41%	28.44%
EPS (元/股)	0.44	1.05	0.78	1.05	1.34
销售毛利率	27.02%	27.83%	25.23%	26.75%	27.98%
净资产收益率 (ROE)	21.92%	34.89%	29.60%	32.97%	34.95%
市盈率 (P/E)			34	26	20
市净率 (P/B)			10.19	8.51	7.02
市销率 (P/S)			4.08	3.51	3.00

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理及预测 (股价为 2021 年 8 月 20 日收盘价)

表 6: 可比公司最新估值情况

境内可比公司							
	百亚股份	稳健医疗	中顺洁柔	依依股份	豪悦股份	均值	中位数
PE	50	9	28	25	17	26	25
PB	10.00	3.42	5.50	6.89	3.58	5.89	5.50
PS	8.00	2.69	3.36	3.69	3.80	4.31	3.69
境外可比公司							
	花王	金佰利	宝洁公司	恒安国际	尤妮佳	均值	中位数
PE	25	23	25	10	57	28	25
PB	3.46	74.73	7.71	2.09	6.07	18.81	6.07
PS	2.31	2.46	4.62	1.87	4.11	3.08	2.46

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

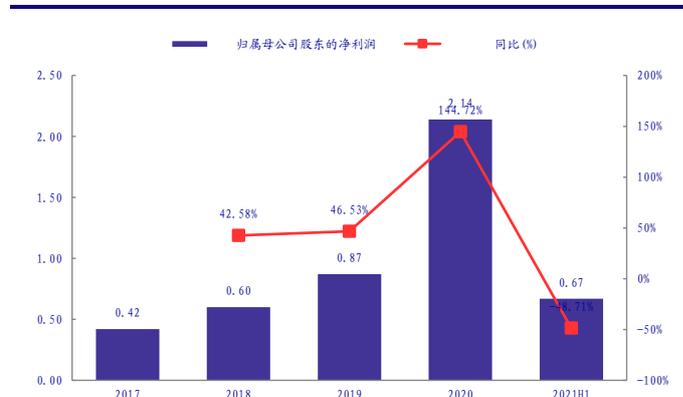
2. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1: 2017-2021H1 年营业收入 (亿元) 及同比增长率



资料来源: 公司公告, 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 2: 2017-2021H1 年归母净利润 (亿元) 及同比增长率



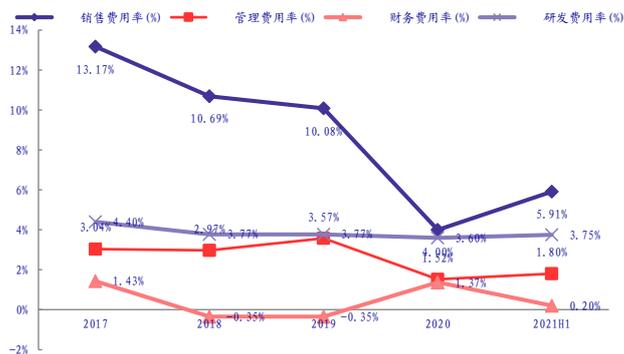
资料来源: 公司公告, 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 3: 2017-2021H1 年毛利率和净利率变动情况



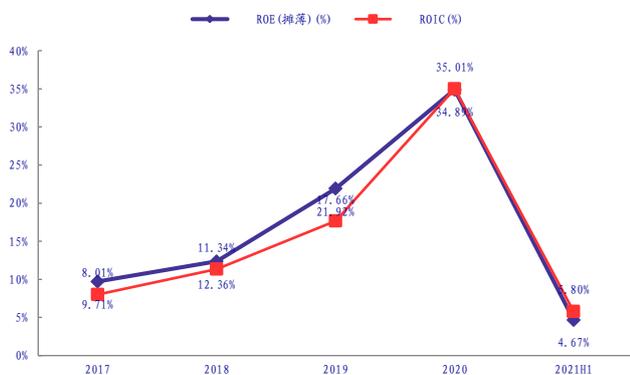
资料来源: 公司公告, 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 4: 2017-2021H1 年期间费用率变动情况



资料来源: 公司公告, 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 5: 2017-2021H1 年 ROE 及 ROIC 变动情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3. 重大事项进展跟踪

表 7: 可靠股份 2021H1 重大事项进展

事件类型	内容
IPO 上市	2021 年 6 月 17 日, 公司发行 6797 万 A 股, 占发行后总股本比例 25%, 发行价: 12.54 元 (CNY), 发行方式: 战略配售, 网下询价, 网上发行, 新股募集资金总额 8.52 亿元, 所属证监会行业: 造纸和纸制品业 (参考 PE 为 16.92), 主承销商: 国泰君安证券股份有限公司
董事会决议	2021 年 6 月 28 日召开第四届董事会第七次会议, 审议通过《关于补选董事的议案》, 提名吴志伟为公司第四届董事会非独立董事候选人; 拟聘任徐思敏为公司证券事务代表; 2021 年 8 月 6 日召开第四届董事会第九次会议, 审议通过《关于聘任副总经理的议案》, 拟聘任俞文斌、吕恒为副总经理, 任期与本届董事会董事任期一致。2021 年 8 月 11 日召开第四届董事会第十次会议, 董事会在董事会秘书空缺期间, 拟指定公司副总经理俞文斌先生代行董事会秘书职责, 代行时间不超过三个月。
董监高变动	2021 年 6 月 28 日, 袁源女士因个人原因辞去董事会非独立董事及相应专门委员会职务, 其原定任期为 2021 年 1 月 21 日至 2024 年 1 月 20 日, 离职后袁源女士将不再担任公司的任何职务; 聘任吴志伟为公司第四届董事会非独立董事候选人。2021 年 8 月 6 日, 聘任俞文斌先生、吕恒先生为公司副总经理。2021 年 8 月 11 日, 公司副总经理、董事会秘书李海峰因个人职业规划调整原因申请辞职, 离职后李海峰先生

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

将不再担任公司任何职务，公司董事会同意在董事会秘书空缺期间，指定公司副总经理俞文斌先生代行董事会秘书职责，代行时间不超过三个月。

股东大会

2021年6月29日，公司提议召开股东大会，提出《关于变更公司注册资本、公司类型及修订〈章程〉并办理工商变更登记的议案》、《关于补选董事的议案》，上述议案已于2021年7月15日股东大会审议并通过。

工商变更

公司注册资本由人民币20389万元变更为人民币27186万元，公司股份总数由20389万股变更为27186万股。公司类型由“股份有限公司（港澳台投资、未上市）”变更为“股份有限公司（港澳台投资、上市）”。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

5. 公司前十大股东情况跟踪

表8：可靠股份前十大股东情况（更新自2021年半年报）

排名	股东名称	方向	期末持股数量（万股）	报告期内持股数量变动（万股）	占总股本比例（%）	持股比例变动（%）	股本性质
1	金利伟	新进	16,110.00	16,110.00	59.26%	59.26%	限售流通A股
	PACKWOOD	新进					
2	ENTERPRISES LIMITED		750.00	750.00	2.76%	2.76%	限售流通A股
3	杭州唯艾诺投资合伙企业(有限合伙)	新进	720.00	720.00	2.65%	2.65%	限售流通A股
4	北京海林致理投资管理有限公司-北京海林秉理投资中心(有限合伙)	新进	679.63	679.63	2.50%	2.50%	限售流通A股
5	Gracious Star (HK) Limited	新进	647.35	647.35	2.38%	2.38%	限售流通A股
6	Cherish Star (HK) Limited	新进	430.25	430.25	1.58%	1.58%	限售流通A股
7	吴志伟	新进	317.73	317.73	1.17%	1.17%	限售流通A股
8	杭州唯艾诺贰号企业管理合伙企业(有限合伙)	新进	200.00	200.00	0.74%	0.74%	限售流通A股
9	杭州唯艾诺叁号企业管理合伙企业(有限合伙)	新进	199.33	199.33	0.73%	0.73%	限售流通A股
10	中国农业银行股份有限公司-上投摩根新兴动力混合型证券投资基金	新进	176.09	176.09	0.65%	0.65%	A股流通股
	合计		20,230.37		74.42%		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

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：现任消费品零售与化妆品行业团队负责人。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。

甄唯萱：现任消费品零售与化妆品行业分析师。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