

自主品牌平稳增长，关注特通渠道开拓进展

投资要点

- **业绩摘要:** 公司发布 2021 年半年报, 2021H1 公司实现营收 6.3 亿元(-21.1%); 归母净利润 6736 万元(-48.7%); 扣非净利润 6460 万元(-49%)。单季度来看, 2021Q2 公司实现营收 3 亿元(-38.7%); 归母净利润 2711 万元(-67.7%); 扣非后归母净利润 2600 万元(-67.5%)。
- **剔除口罩业务后毛利率稳定, 销售费用投放增加。** 2021H1 公司整体毛利率为 24.1%, 毛利率下降一方面由于疫情得到有效控制, 口罩业务毛利率回归常态, 另一方面受到新收入准则将运输费用计入销售成本的影响, 剔除口罩业务后毛利率同比保持稳定。分产品来看, 上半年成人失禁/婴儿卫生/宠物卫生用品毛利率分别为 28.2%(-0.7pp)/20.7%(+0.6pp)/13.8%(-4.3pp)。费用率方面, 2021H1 公司整体费率为 11.7%(+0.5pp)。其中, 销售费用率为 5.9%(+2.2pp), 系推广促销费用等增加所致。管理费用率为 1.8%(+0.2pp); 研发费用率为 3.8%(+0.2pp); 财务费用率为 0.2%(+0.4pp), 系汇率变动致汇兑损失增加所致。综合来看, 公司净利率为 10.7%(-5.7pp)。此外, 截至中报, 公司经营活动产生得现金流净额为 1810 万元, 同比减少 89.8%, 主要由于 ODM 收入端短期承压, 及本年支付的税金及贷款等增加所致。
- **自主品牌平稳增长, 婴儿用品 ODM 受出生率下降影响下滑。** 21H1 公司自主品牌收入 1.8 亿+, 同比增速平稳, 自主品牌线上线下各渠道持续推进布局, 保持品牌影响力和先发优势。ODM 方面, JS 等海外大客户维持较快增长, 国内客户受到出生率下滑影响订单额减少, 整体 ODM 收入略下滑。分产品来看, 2021H1 成人失禁用品营收为 2.2 亿元(+9.2%), 占比 35.6%, 增速稳健; 婴儿护理用品营收为 3.5 亿元(-11%)。宠物卫生用品/口罩及其它营业收入营收为 4025 万元(+8%)/1220 万元(-92.4%)。
- **电商渠道市占率领先, 特通渠道抢占先发优势。** 目前成人失禁用品市场规模较小, 根据招股书, 2019 年成人失禁用品市场规模为 93 亿元, 尚处于发展初期, 渗透率及行业集中度均较低。公司以自有品牌切入行业, 凭借丰富的产品矩阵和优质产品力, 以电商渠道为突破口逐渐占领一定市场份额。针对成人失禁产品渗透率较低现状, 公司提前布局医院、养老院、药店等特通渠道, 针对目标群体进行产品普及及品牌认知, 建立先发优势。目前公司已经成立特通渠道部门, 加强销售人员引进, 针对 OTC 及医院规划专门产品线, 助力特通渠道深耕。目前公司进驻的特通渠道网点依然较少, 空间充分。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.58 元、0.71 元和 0.89 元, 对应 PE 分别为 46 倍、38 倍和 30 倍。考虑到公司产品矩阵丰富, 自主品牌市场空间充分, 首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 纸浆价格大幅波动的风险; 产品渗透率增长不及预期的风险; ODM 下游客户订单不及预期的风险; 行业竞争加剧的风险。

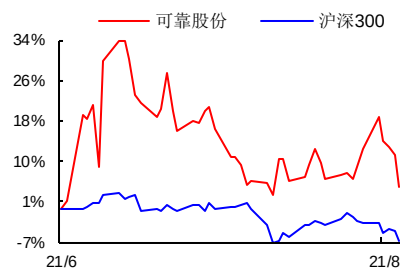
指标年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1635.13	1570.61	1865.48	2301.35
增长率	39.31%	-3.95%	18.77%	23.36%
归属母公司净利润(百万元)	214.01	158.35	193.62	241.51
增长率	144.72%	-26.01%	22.27%	24.73%
每股收益 EPS(元)	0.79	0.58	0.71	0.89
净资产收益率 ROE	32.73%	18.15%	18.17%	18.46%
PE	34	46	38	30
PB	11.96	8.74	7.10	5.76

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
 执业证号: S1250517080002
 电话: 023-67511807
 邮箱: cxin@swsc.com.cn
 联系人: 赵兰亭
 电话: 023-67511807
 邮箱: zhlt@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.72
流通 A 股(亿股)	0.65
52 周内股价区间(元)	25.85-34.7
总市值(亿元)	73.38
总资产(亿元)	21.75
每股净资产(元)	5.31

相关研究

1 公司概况：坚持自主品牌，战略定位清晰

杭州可靠护理用品股份有限公司设立于 2011 年，前身为成立于 2001 年的杭州侨资纸业
有限公司。公司专注于一次性卫生用品的设计、研发、生产和销售，采用“ODM+自主品牌
双轮驱动”的发展模式。公司的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
以及因疫情新开发的口罩产品。目前，公司 ODM 业务以婴儿护理用品为主，致力于精品高
端制造；自主品牌领域，主打成人失禁用品，旗下有“coco 可靠”、“吸收宝”、“安护士”、
“康普适”、“酷特适”等定位明确品牌，产品覆盖高、中、低各个市场定位，在同类市场竞
争中处于领先地位。其中“coco 可靠”、“吸收宝”、“安护士”、“康普适”为成人失禁用品品
牌，“酷特适”为婴儿纸尿裤品牌。公司产品畅销国内外市场，荣获生活用纸委员会评选的
2018 年度中国婴儿纸尿裤行业 10 强企业、2018 年度中国成人失禁用品行业 10 强企业。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

表 1：公司自主品牌业务基本情况

产品类别	品牌	品牌介绍	产品图示
成人失禁用品	可靠	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、妇婴两用巾、医用护理垫等多种产品和型号。2020 年下半年，公司专为亚洲女性设计开发轻失禁护理高端产品——隐形吸水巾。	
	吸收宝	发行人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。	
	安护士	发行人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。	

产品类别	品牌	品牌介绍	产品图示
	康普适	公司在成人失禁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。	
婴儿护理品	酷特适	发行人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。	

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

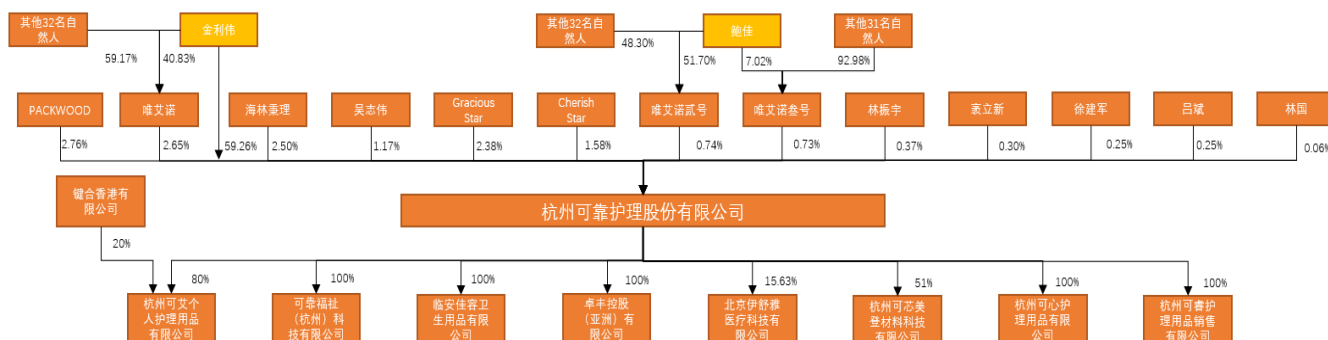
1.1 股权结构集中，股权激励充分

公司股权结构集中，股权激励充分。公司控股股东金利伟直接持有公司 59.3% 股份，金利伟及其配偶鲍佳为公司实际控制人，二人直接和间接控制公司的股权比例合计 60% 以上，股权集中，利于公司战略制定和决策执行。实控人、公司高级管理员、骨干员工通过持股平台唯艾诺、唯艾诺贰号和唯艾诺叁号合计持有公司股份 4.1%，股权激励充分。本次 IPO 发行后公司总股本为 2.7 亿股，募集资金总额为 8.5 亿元。

表 2：公司 IPO 前后股本变化情况

股东名称	发行前		发行后		备注
	持股数（万股）	占比（%）	持股数（万股）	占比（%）	
金利伟	16110.0	79.0	16110.0	59.3	控股股东，实际控制人
PACKWOOD	750.0	3.7	750.0	2.8	
唯艾诺	720.0	3.5	720.0	2.7	员工持股平台
海林秉理	679.6	3.3	679.6	2.5	
Gracious Star	647.4	3.2	647.4	2.4	
Cherish Star	430.2	2.1	430.2	1.6	
吴志伟	317.7	1.6	317.7	1.2	
唯艾诺贰号	200.0	1.0	200.0	0.7	员工持股平台
唯艾诺叁号	199.3	1.0	199.3	0.7	员工持股平台
林振宇	101.9	0.5	101.9	0.4	
裘立新	81.6	0.4	4277.8	0.3	-
徐建军	68.0	0.3	68.0	0.3	-
吕斌	68.0	0.3	68.0	0.3	
林国	15.3	0.1	15.3	0.1	
本次发行股份	-	-	6797.0	25.0	
合计	20389.0	100	27186.0	100	

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 2：公司股权结构（IPO 后）


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

IPO 募投项目扩充产能，研发与品牌推广投入进一步增强。公司 IPO 预计募集资金总额为 8.5 亿元，所募资金将用于智能工厂建设项目、技术研发中心升级建设项目、品牌推广项目及补充流动资金，加强新研发产品和工艺的生产部署能力，丰富产品矩阵，提升产品竞争力。智能工厂建设项目完成后，10 条新增产品线助力产能增长，充分满足市场需求；品牌推广项目有利于提升公司产品市场占有率，保证公司可持续发展。

表 3：公司 IPO 募投项目情况

项目名称	项目投资额 (百万元)	募集资金投资额 (百万元)	建设内容	建设期
智能工厂建设项目	573.9	570.0	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 5.4 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 3032.0 万元	36 个月
技术研发中心升级 建设项目	43.9	43.0	项目拟新增先进的研发设备，改善公司研发硬件环境；投入专项课题研究，提高公司的工艺水平和技术能力，增强产品竞争力。	36 个月
品牌推广项目	85.0	85.0	用于公司一次性卫生用品的品牌建设及推广，将通过广告投放、明星代言及冠名、线上推广和线下推广等方式，提升公司品牌的知名度和影响力，从而进一步提升公司产品的市场占有率，保证公司的可持续发展。	36 个月
补充流动资金	90.0	90.0	满足公司业务扩张的资金需求。	36 个月
合计	792.8	788.0		

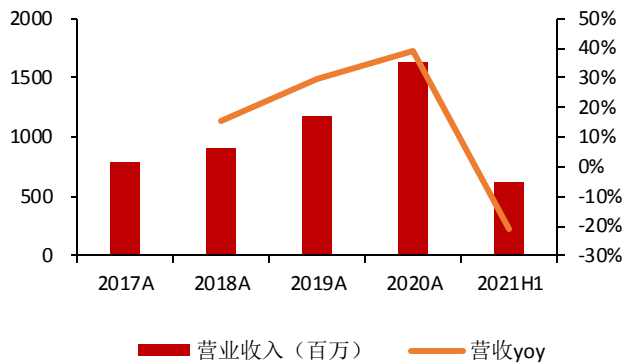
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

1.2 自主品牌+ODM 双轮驱动，盈利能力较快成长

营收及业绩规模稳健成长。2017-2020 年公司收入规模持续扩张，年均复合增速达 27.6%。2020 年公司引进口罩产线，收入同比增长 39.3%至 16.3 亿元。2018-2020 年公司归母净利润加速增长，年均复合增速达 24.2%。2020 年受防疫物资价格大幅上涨影响，

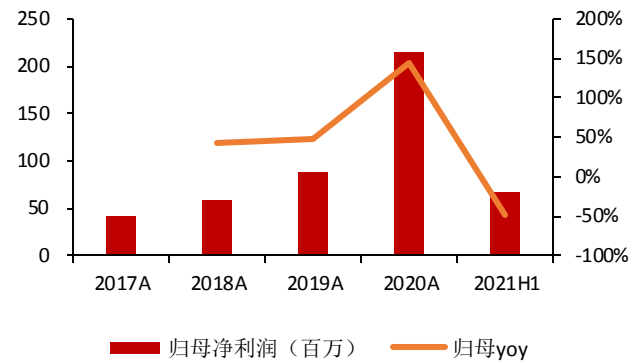
2020 年公司归母净利润同比增长 144.7% 达到 2.1 亿元。2021H1 营收达 6.3 亿元，同比减少 21.1%。

图 3：2017-2021H1 公司营收（百万元）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

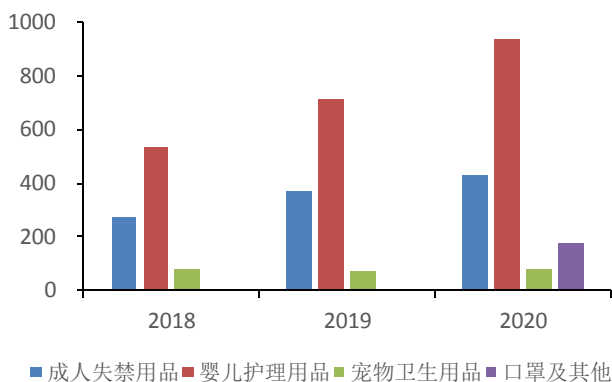
图 4：2017-2021H1 公司归母净利润（百万元）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

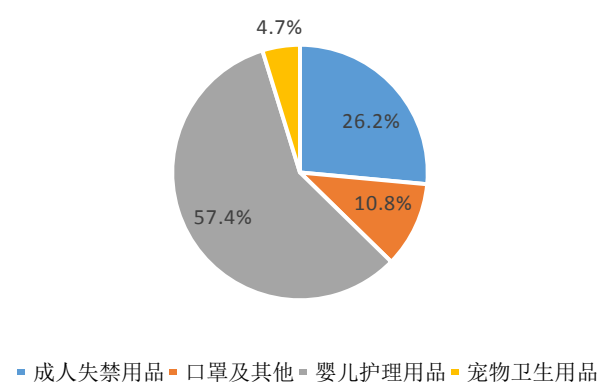
ODM+自主品牌双轮驱动，销售模式结构稳定。 ODM 业务收入是公司营业收入的最主要部分，占总营业额比例稳定在 70% 左右。公司与国内外诸多知名婴儿护理用品品牌商，例如菲律宾 JS、杜迪公司、万邦健康等探索建立起了长期稳定的合作模式，2020 年 ODM 收入达到 11.8 亿元 (+39.7%)，2018-2020 年复合增长率为 36.2%。其中，公司 ODM 产品中占比最高的是婴儿护理用品，2020 年公司 ODM 婴儿用品的营收为 9.3 亿元 (+32.1%)，占公司 ODM 业务营收比例为 79.5%，占公司总营收比例为 57.2%。公司于 2008 年开始发展自主品牌产品，自主品牌快速扩张并逐渐贡献重要增量，2018-2020 自主品牌销售模式收入分别为 2.5/3.1/4.4 亿元，CAGR 为 32.2%，占公司总营收比例的 27% 左右，以成人失禁用品为主。分渠道来看，自主品牌 20 年经销商/直营零售/KA/线上销售渠道分别占自主品牌营收的 22.2%/5%/2.2%/70.6%。2020 年公司口罩业务营收为 1.7 亿元，占公司总营收比例为 10.7%，预计伴随防护产品价格常态化后口罩收入将减少。

图 5：2018-2020 年公司主要产品营收情况（百万元）



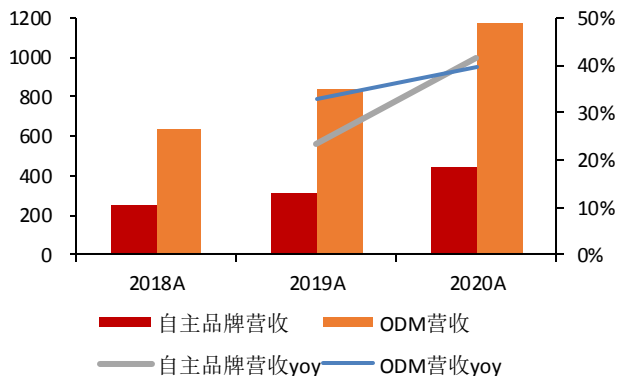
数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2020 年公司各品类收入占比



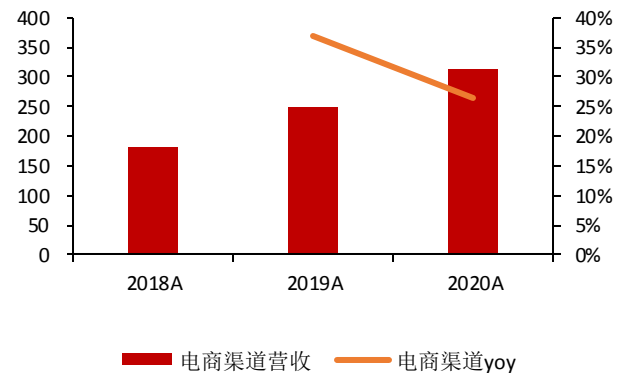
数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：2018-2020 年 OBM 与 ODM 产品营收（百万元）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：2018-2020 年公司电商渠道产品营收（百万元）及增速

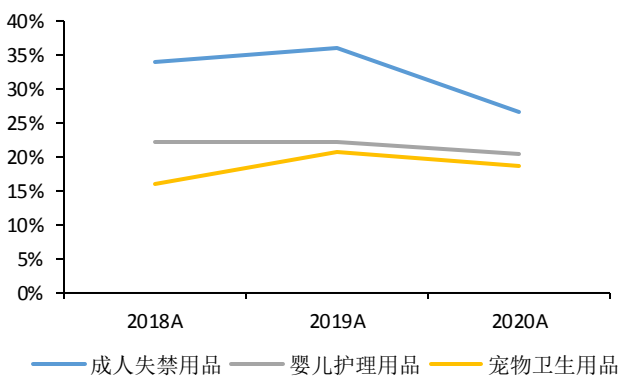


数据来源：Wind，西南证券整理

受原材料价格下行影响，毛利率稳中有增。2018-2020 年公司综合毛利率整体呈增长趋势，主要受到 18-20 年原材料价格下行影响。2020 年毛利率达 27.8%，若剔除新收入准则，运费计入成本的影响，主营业务毛利率应为 32%，主要由于高毛利（70%）口罩业务的拉动。具体分模式来看，2020 年 ODM 毛利率为 24.6%（+2.4pp）；自主品牌毛利率为 34.5%（-3.3pp），整体高于 ODM 业务毛利率水平。从细分品类来看，除口罩以外，公司成人失禁用品毛利率最高，剔除执行新收入准则后运输费用影响，其毛利率维持在 35%左右；其次为婴儿护理用品/宠物卫生用品，毛利率均维持在 20%左右。

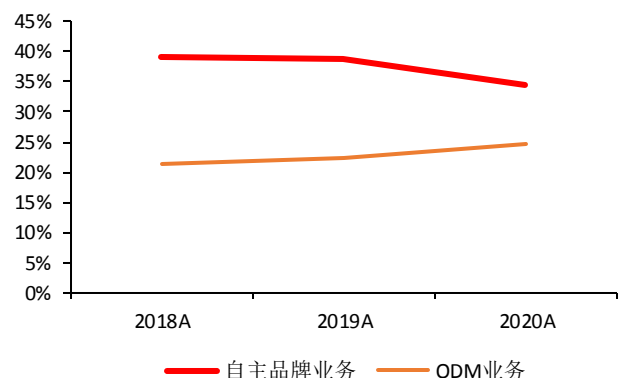
公司原材料占主营业务生产成本的比重均在 80%以上，原材料占成本比例较高。主要原材料包括木浆、无纺布、底膜、高分子、复合芯体、纸箱、卫生纸、包装袋和热熔胶等，木浆和部分高分子原料主要进口自国外，其余原材料主要来自国内供应商。21 年 H1 木浆价格上行，无纺布、SAP 等其他原材料价格下行，剔除口罩业务后整体毛利率水平相对稳定。

图 9：2018-2020 年公司产品毛利率情况



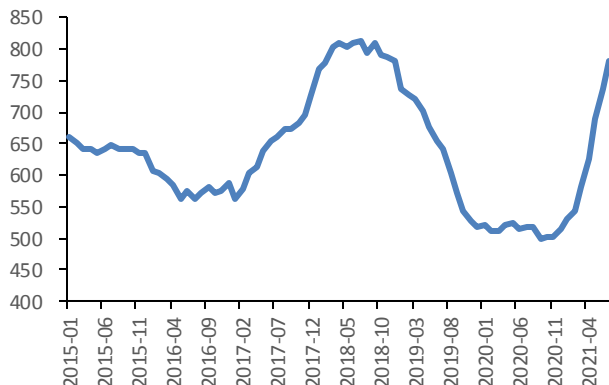
数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：2018-2020 年公司分渠道毛利率情况



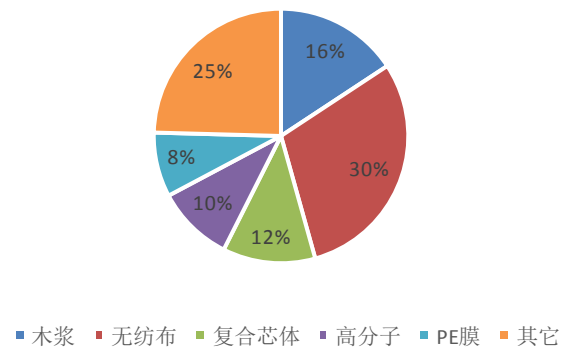
数据来源：Wind，西南证券整理

图 11: 15-20 年纸浆进口平均单价 (美元/吨)



数据来源: Wind, 西南证券整理

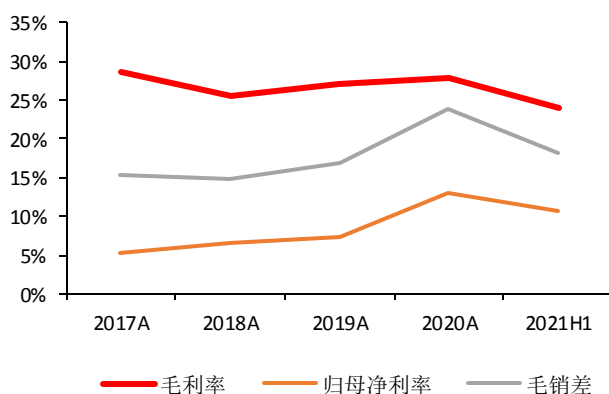
图 12: 2020 年公司各原材料采购金额占比



数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

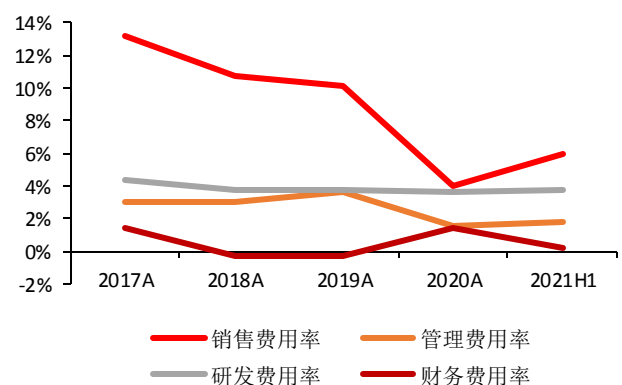
控费能力提升, 盈利能力得以强化。2017 年以来公司期间费用管控良好, 2017-2020 期间费用率由 17.6% 下降至 6.9%, 考虑到新会计准则的影响, 将 2019 年以后的运输费用还原回销售费用中, 则 2017-2020 期间费用率仍从 17.6% 下降为 11.5%。期间费用率下降主要有以下几个原因: 1) 剔除新会计准则影响, 销售费用率由 2017 年的 13.2% 下降至 8.6%, 主要原因为公司收入规模持续扩大, 而公司 ODM 业务所需的销售费用相对固定, 因此公司整体销售费用增长的幅度较小, 使得销售费用率有所下降; 2) 2020 年管理费用率为 1.5% (-2.1pp), 原因系优化管理人员结构, 清理部分冗余勤杂行政人员。此外, 公司注重研发投入, 2017-2020 研发费用率均高于 3%, 2020 研发费用率为 3.6%, 高于行业内可比公司平均水平。整体来看, 受规模效应放大及重视费用管控影响, 公司归母净利率显著提升, 2020 达到 13.1% (+5.6pp)。2021H1 期间费用率为 11.7%, 控费能力良好, 期间费用率稳定。

图 13: 2017-2021H1 年公司毛利率及归母净利率情况



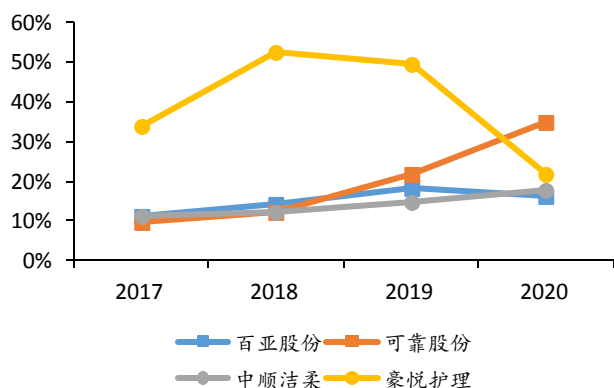
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 14: 2017-2021H1 年公司费用率情况

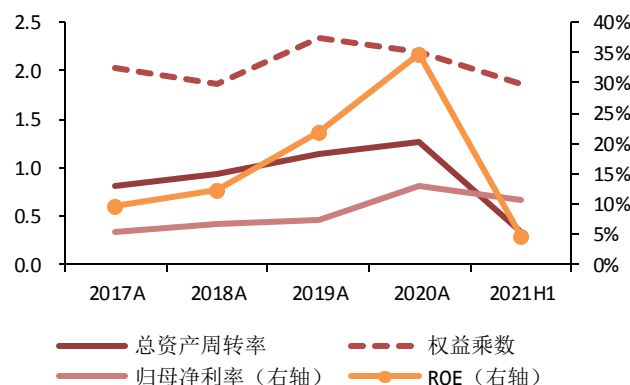


数据来源: Wind, 西南证券整理

盈利能力推动 ROE 上行, 资产周转率改善。2017-2020 年 ROE 从 9.7% 上涨到 42.3%, 与行业平均水平接近, 公司经营质量较优。拆分来看, 近两年净利率受原材料下行利好, 增长较快, ROE 上升主要受净利率增长拉动; 2017-2020 年公司权益乘数维持在 2 左右, 资产负债结构位于合理区间; 资产周转率从 0.8 增至 1.3, 主要由于下游客户逐渐放量后产能利用率提升, 进而带动公司 ROE 上行。

图 15：2017-2020 年公司与可比公司摊薄 ROE 对比


数据来源：Wind，西南证券整理

图 16：2017-2021H1 年公司 ROE 拆分情况


数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：婴儿护理用品对下游客户议价力保持稳定，伴随产能利用率提升固定成本摊薄，21-23 年毛利率分别为 22%、22.5%、23%；

假设 2：成人失禁用品自主品牌战略持续推进，中高端自主品牌占比逐渐稳定提升，21-23 年毛利率分别为 29%、29.5%、30%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 4：公司分业务收入与成本预测

百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
合计				
营业收入	1635.1	1570.6	1865.5	2301.4
yoy	39.3%	-3.9%	18.8%	23.4%
营业成本	1180.1	1192.9	1410.4	1729.3
毛利率	27.8%	24.0%	24.4%	24.9%
婴儿护理用品				
收入	939.2	986.1	1,183.4	1,479.2
yoy	31.8%	5.0%	20.0%	25.0%
成本	746.0	769.2	917.1	1,139.0
毛利率	20.6%	22.0%	22.5%	23.0%
成人失禁用品				
收入	429.2	480.7	567.2	692.0
yoy	16.1%	12.0%	18.0%	22.0%
成本	315.3	341.3	399.9	484.4
毛利率	26.5%	29.0%	29.5%	30.0%
宠物卫生用品				

百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	77.1	84.9	95.0	109.3
yoy	6.0%	10.0%	12.0%	15.0%
成本	62.63	73.0	81.5	93.4
毛利率	18.8%	14.0%	14.2%	14.5%
口罩及其他				
收入	189.7	19.0	19.9	20.9
yoy	933.6%	-90.0%	5.0%	5.0%
成本	56.2	9.5	11.9	12.5
毛利率	70.4%	50.0%	40.0%	40.0%

数据来源: Wind, 西南证券

可比公司方面, 我们选取国内个人护理产品头部品牌商百亚股份, ODM 头部企业豪悦护理为可比公司, 考虑到公司产品矩阵丰富, 自主品牌市场空间充分, 首次覆盖给予“持有”评级。

表 5: 可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	最新价	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
003006.SZ	百亚股份	26.28	0.58	0.75	0.95	45.31	35.26	27.63
605009.SH	豪悦护理	62.85	3.90	4.81	5.73	16.11	13.07	10.97
平均值						30.71	24.16	19.30

数据来源: Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1635.13	1570.61	1865.48	2301.35	净利润	223.10	166.21	203.38	253.30
营业成本	1180.11	1192.91	1410.45	1729.34	折旧与摊销	41.90	49.55	50.30	51.20
营业税金及附加	3.69	6.83	7.09	15.88	财务费用	22.41	9.78	11.00	14.47
销售费用	65.44	94.24	115.66	144.99	资产减值损失	-34.67	0.00	0.00	0.00
管理费用	24.90	78.53	91.41	110.46	经营营运资本变动	104.81	-15.45	55.47	77.02
财务费用	22.41	9.78	11.00	14.47	其他	38.30	7.57	-1.24	-0.27
资产减值损失	-34.67	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	395.86	217.66	318.90	395.72
投资收益	1.11	2.00	3.00	4.00	资本支出	-119.84	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-191.63	2.00	3.00	4.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-311.47	-8.00	-7.00	-6.00
营业利润	255.39	190.33	232.88	290.21	短期借款	58.32	-99.18	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.09	0.23	-0.17	-0.19	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	254.30	190.56	232.71	290.02	股权融资	0.40	67.97	0.00	0.00
所得税	31.20	24.34	29.34	36.72	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	223.10	166.21	203.38	253.30	其他	-30.25	-9.79	-11.00	-14.47
少数股东损益	9.09	7.86	9.76	11.79	筹资活动现金流净额	28.47	-40.99	-11.00	-14.47
归属母公司股东净利润	214.01	158.35	193.62	241.51	现金流量净额	101.21	168.67	300.91	375.24
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	339.25	507.92	808.82	1184.07	成长能力				
应收和预付款项	240.39	274.23	316.05	383.00	销售收入增长率	39.31%	-3.95%	18.77%	23.36%
存货	127.75	165.16	188.25	228.84	营业利润增长率	136.57%	-25.48%	22.36%	24.62%
其他流动资产	142.10	135.35	143.62	152.47	净利润增长率	138.65%	-25.50%	22.36%	24.55%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	130.97%	-21.91%	17.83%	20.98%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	536.05	503.66	470.51	436.46	毛利率	27.83%	24.05%	24.39%	24.86%
无形资产和开发支出	50.76	44.96	39.17	33.37	三费率	6.90%	11.62%	11.69%	11.73%
其他非流动资产	57.67	56.31	54.95	53.60	净利率	13.64%	10.58%	10.90%	11.01%
资产总计	1493.97	1687.60	2021.39	2471.80	ROE	32.73%	18.15%	18.17%	18.46%
短期借款	99.18	0.00	0.00	0.00	ROA	14.93%	9.85%	10.06%	10.25%
应付和预收款项	692.83	751.10	880.32	1074.51	ROIC	45.30%	30.64%	40.50%	55.02%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.55%	15.90%	15.77%	15.46%
其他负债	20.41	20.77	21.97	24.89	营运能力				
负债合计	812.42	771.87	902.28	1099.40	总资产周转率	1.27	0.99	1.01	1.02
股本	203.89	271.86	271.86	271.86	固定资产周转率	3.96	3.34	4.24	5.61
资本公积	29.66	29.66	29.66	29.66	应收账款周转率	7.47	6.10	6.26	6.54
留存收益	379.87	538.22	731.84	973.35	存货周转率	8.39	7.86	7.61	8.00
归属母公司股东权益	613.43	839.74	1033.36	1274.87	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.43%	—	—	—
少数股东权益	68.12	75.99	85.74	97.53	资本结构				
股东权益合计	681.55	915.73	1119.10	1372.40	资产负债率	54.38%	45.74%	44.64%	44.48%
负债和股东权益合计	1493.97	1687.60	2021.39	2471.80	带息债务/总负债	12.21%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.05	1.42	1.63	1.78
					速动比率	0.90	1.20	1.42	1.57
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.79	0.58	0.71	0.89
					每股净资产	2.26	3.09	3.80	4.69
					每股经营现金	1.46	0.80	1.17	1.46
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	319.70	249.66	294.18	355.89					
PE	34.29	46.34	37.90	30.38					
PB	11.96	8.74	7.10	5.76					
PS	4.49	4.67	3.93	3.19					
EV/EBITDA	16.01	26.78	21.70	16.89					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷琬	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn