



Research and
Development Center

双轮驱动护航成长，打造成入失禁龙头品牌

—可靠股份（301009.SZ）深度报告

2022年2月23日

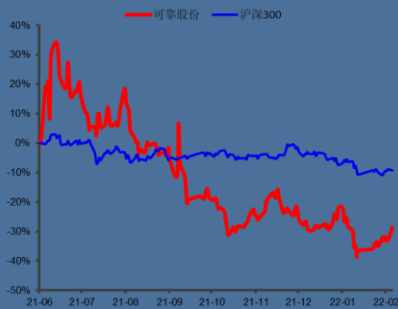
证券研究报告

公司研究

深度报告

可靠股份 (301009.SZ)

投资评级 买入



公司主要数据

收盘价 (元):	18.5
52 周内股价波动区间 (元):	15.9-34.70
最近一月涨跌幅 (%):	2%
总股本 (亿股):	2.72
流通 A 股比例 (%):	22%
总市值 (亿元):	50

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDASECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

双轮驱动护航成长，打造成成人失禁龙头品牌

2022 年 2 月 23 日

本期内容提要:

◆**ODM+自主品牌双轮驱动，成人失禁品牌全国领先。**可靠股份以成人失禁、婴儿、宠物卫生用品和口罩的生产、研发和销售为主营。业务模式分为 ODM 和自主品牌，比例为 7: 3。近年来公司营收呈现快速增长态势，2020 年实现营收 16.35 亿元，2018-2020 年年均复合增速为 34.32%。2020 年在疫情背景下，公司开展口罩业务，营收占比达 10%。2021 前三季度公司实现营收、归母净利润 8.67 亿元、0.69 亿元，同增-29.73%、-58.67%，主要系疫情得到控制口罩业务缩减和国内新生儿人口的减少带来的婴儿护理用品的 ODM 业务的下滑。

自主品牌：主打成人失禁用品

◆**低渗透率的高成长赛道，预计 2025 年行业增长 2.5 倍至 129 亿元。**对标海外，由于国内对成人失禁用品的消费观念尚未形成、国产品牌以低价竞争市场份额等因素，行业呈现渗透率和人均消费额双低的现状。未来老龄化趋势加剧带来行业总量增长、国家养老政策深入将拉动渗透率提升、银发经济到来以及消费结构转变将带动客单价提高。预计到 2025 年行业将增长 2.5 倍至 129 亿元。格局方面，行业仍处于消费者教育初期阶段，2020 年 CR4 仅 26%。未来在消费升级大趋势下，国内集中度将提升，此外在“定价优势+复合芯体”的加成下，国产龙头将加速进口替代。

◆**深耕产品、品牌和渠道，处绝对龙头地位。**2020 年“可靠”品牌市占率 9.4%，排名第一。①产品力方面，公司以使用场景为导向，不断优化产品结构，针对不断觉醒的轻度失禁群体的消费意识，推出为亚洲女性设计的轻度失禁用品，贴合市场需求。②品牌力方面，清晰的战略定位、持之以恒的聚焦下，打造多维度品牌矩阵，差异化定位满足不同消费需求；聚焦发展自主品牌，只做成人失禁品类，资源投入强于对手。③渠道力方面，全面布局线上+线下，结合新零售模式，以线上为复购路径，线下特通渠道作为收入渠道外，还扮演教育市场、客户引流的角色。

ODM：以婴儿护理用品为主，成人失禁、宠物卫生用品为辅

◆**婴儿护理用品行业，成熟的红海市场。**随着鼓励生育政策的实施，新生儿人数下行趋势将有所缓解，下沉市场展露庞大消费潜力、消费习惯改变带动使用频率提升，近年来婴幼儿纸尿裤市场规模持续提升，经过测算 ODM 端价值占终端零售价值比例为 0.67。格局方面，2020 年 CR3 仅 31.5%，国外品牌占据主要市场份额。

◆**稳定品质+规模化产能，绑定优质客户资源。**基于多年研发和行业经验，公司与专注于品牌、渠道，缺乏自建工厂的品牌商优势互补，提供从产品设计到供应链保障的全流程服务。第一大客户 JS 多年蝉联菲律宾婴儿纸尿裤第一品牌；作为第二大客户杜迪的独家供应商，与之合资成立可艾公司，合作具有高度持续性。募投项目落地带来的 11.66 亿片新增产能、研发中心升级奠定的强大产品力基础，将为公司带来更强客户粘性。

◆**盈利预测与投资评级。**我们看好公司受益于成人失禁行业发展，产能持续扩张，推动业绩增长，预计 2021-2023 年收入为 14.16/17.81/22.92 亿元，同比-13.4%/25.7%/28.7%，归母净利为 0.42/1.68/2.44 亿元，同比-80.4%/299.7%/45.1%。综合相对及绝对估值法，我们给予公司目标价 25.34 元。受益于行业发展，公司处于绝对龙头地位，短期业绩承压、长期发展空间较大，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险因素：**终端需求增速大幅下滑、原材料价格大幅上涨等。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,174	1,635	1,416	1,781	2,292
增长率 YoY%	29.5%	39.3%	-13.4%	25.7%	28.7%
归属母公司净利润 (百万元)	87	214	42	168	244
增长率 YoY%	46.5%	144.7%	-80.4%	299.7%	45.1%
毛利率%	27.0%	27.8%	21.7%	24.3%	25.8%
净资产收益率 ROE%	21.9%	34.9%	5.8%	18.8%	21.5%
EPS(摊薄)(元)	0.44	1.05	0.15	0.62	0.90
市盈率 P/E(倍)	0.00	0.00	119.65	29.94	20.64
市净率 P/B(倍)	0.00	0.00	6.95	5.64	4.43

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 2 月 23 日收盘价

投资逻辑

公司专注于一次性卫生用品的研发、生产和销售，主要产品包括成人失禁用品、婴儿和宠物卫生用品。公司以婴儿卫生用品代工业务起家，积累了丰富的生产制造经验，后逐步转型做成人失禁自主品牌。我们认为未来成人失禁行业发展空间广阔，公司受益于其在产品、品牌和渠道的优先布局，随着募投项目顺利进展，公司未来成长确定性强。

短期来看，成人失禁业务方面，公司头部效应凸显。公司研发创新优势较强，以使用场景为导向，不断丰富产品结构；品牌力方面，公司定位清晰且深度聚焦，资源投入行业领先；渠道方面，公司实行全渠道布局，先发优势明显。婴儿卫生用品方面，公司具备稳定的产品品质和规模化的产能，下游绑定优质客户资源，客户粘性强。受口罩业务和境内婴幼儿卫生用品 ODM 业务缩减等因素的影响，公司短期业绩承压。

长期来看，未来随着养老产业和鼓励生育利好政策频出，成人失禁用品和婴儿卫生用品需求景气度将有望更上一层楼。同时随着公司募投项目的推进，新产能陆续释放，公司将进一步巩固龙头地位，未来业绩成长空间较大。

与市场不同的观点：

市场对公司认知度不高，认为公司体量小、发展空间有限，但我们分析后认为：

- 1) 公司深耕一次性卫生用品行业，在成人失禁和婴儿卫生用品的生产、研发和销售方面有丰富的经验。作为专精特新“小巨人”企业，公司重视研发创新，能够基于消费需求和热点推出新品，同时公司优先进行全渠道布局，先发优势强劲。深度的品牌聚焦和资源投入助力公司树立了较强的品牌力。婴儿卫生用品方面，公司具备稳定的品质和规模化的产能，下游绑定国内外优质客户资源，客户粘性较强。
- 2) 自主品牌业务方面，未来随着国内老龄化趋势加剧、成人失禁品渗透率提升以及消费结构的改变，成人失禁用品行业需求潜力巨大，公司作为国内失禁品龙头企业，将有望迎来下游需求的快速增长，随着 IPO 募投项目产能陆续释放，业绩表现值得期待。
- 3) ODM 业务方面，在国内市场，随着鼓励生育政策的落地，新生儿数量下行趋势将有所缓解，公司作为优质婴幼儿卫生用品代工企业，有望持续拓展下游市场；在海外市场，受益于菲律宾人口基数大、生育率高等因素，菲律宾婴儿纸尿裤市场空间增长迅速，公司下游绑定菲律宾婴幼儿纸尿裤头部销售厂商，未来有望共享菲律宾纸尿裤市场成长红利。

目录

1. 基本概况：ODM+自主品牌双轮驱动，领先的成人失禁用品企业	7
1.1 基本概况：从 ODM 制造商到聚焦成人失禁护理赛道	7
1.2 业务拆分：以婴幼儿护理和成人失禁护理业务为主	8
1.3 财务表现：因费用投放和 2020 口罩业务高基数，2021 前三季度业绩承压	9
2 成人失禁行业：低渗透率的高成长赛道，格局利好行业龙头	10
2.1 行业空间：预计 2025 年成人失禁用品将增长 2.5 倍至 129 亿	10
2.2 竞争格局：当前众多品牌百舸争流，未来市场份额向头部集中	14
3. 婴幼儿用品行业：存量市场的激烈角逐	16
3.1 行业空间：市场规模稳步提升，未来发展空间较大	16
3.2 竞争格局：终端品牌集中度低，代工格局分散	18
4 竞争优势：多维度打造成成人失禁用品龙头	19
4.1 自主品牌业务：产品、品牌、渠道齐发力，龙头属性明显	19
4.1.1 产品力：研发能力突出，产品与时俱进，不断优化产品结构	20
4.1.2 品牌力：清晰的战略定位，持之以恒的聚焦	21
4.1.3 渠道力：乘新零售渠道之东风，构筑业绩增长新引擎	22
4.2 ODM 业务：与下游品牌商优势互补，共享成长红利	25
5. 盈利预测及假设	27
6. 估值与投资评级	28
7. 风险因素	28

表目录

表 1：公司业绩与盈利预测（百万元）	28
表 2：可比公司 EPS 及估值对比	28

图目录

图 1：可靠股份发展历程介绍	7
图 2：公司股权结构图	8
图 3：2021H1 公司各项业务占比情况	8
图 4：公司 ODM 与自主品牌主营业务示意	8
图 5：2018-2020 年公司 ODM 与自主品牌营收（亿元）	9
图 6：2018-2020 年公司 ODM 与自主品牌占比情况	9
图 7：2017-2021 年前三季度公司营业收入变化情况	9
图 8：2017-2021H1 年公司各项业务收入及增速（百万元）	9
图 9：2017-2021H1 年公司整体毛利率变化情况	10
图 10：2017-2021H1 年各项业务毛利率变化情况	10
图 11：2018-2021 年前三季度公司期间费用率变化情况	10
图 12：2017-2021 年前三季度公司净利润变动情况	10
图 13：2020 年各国老年人人均成人失禁用品消费额/美元	11
图 14：2020 年国内成人失禁用品渗透率远低于发达国家	11
图 15：轻度/中重度消费量参数中国低于日本	11
图 16：我国成人失禁用品价格带/元	11
图 17：2025、2030 年我国 60 岁以上人口数预测/亿人	12
图 18：《关于开展长期护理保险制度试点的指导意见》	12
图 19：全国首批长期护理险试点分布图	12
图 20：2015-2020 年中国居民平均可支配收入（元）	13
图 21：2015-2022 年中国城镇中高收入老年人口测算	13
图 22：2017-2019 年中国成人失禁用品市场结构	13
图 23：各类成人失禁用品价格对比（以可靠品牌为例）	13
图 24：2021-2025 年国内成人失禁用品行业市场空间预测/亿元	14
图 25：2020 年中国成人失禁用品公司市场份额	14
图 26：2020 年日本成人失禁用品公司市场份额	14
图 27：中国成人失禁用品行业集中度（CR3）远低于日本、美国成熟市场	15
图 28：各品牌成人纸尿裤单价（元/片）	15
图 29：复合芯体的差别示意图	15
图 30：近年来国内纸尿裤市场规模变动情况	16
图 31：新生儿数量及预测（万人）	16
图 32：2000-2019 年国内婴幼儿纸尿裤渗透率变化	17
图 33：纸尿裤渗透率、婴幼儿人数按地区分布情况	17
图 34：一、二胎及以上人群年龄结构（90 后成为生育主力军）	17

图 35: 2016-2019 年我国婴儿平均日均使用纸尿裤数量	17
图 36: 2019 年欧洲、中国人均每日使用纸尿裤数量	17
图 37: 婴幼儿护理产品销售渠道统计	18
图 38: 各种渠道对从出厂价到零售终端的加价情况	18
图 39: 2015-2020 年婴幼儿纸尿裤 CR3 变化情况	19
图 40: 2020 年婴幼儿纸尿裤主要品牌市场份额	19
图 41: 我国婴儿护理产品主要代工企业的公司、产能情况	19
图 42: 婴儿卫生用品代工上市公司对比情况	19
图 43: 2017-2020 年各成人失禁品牌市占率排名	20
图 44: 公司研发费用率处于行业领先水平	20
图 45: 公司所获专利及对比	20
图 46: 公司成人失禁产品全系列覆盖	21
图 47: 公司成人失禁产品矩阵满足多种生活场景需求	21
图 48: 公司自主品牌产品系列	21
图 49: 公司旗下四大品牌纸尿裤定位、单价覆盖范围广泛	21
图 50: 公司聚焦做成人失禁自主品牌	22
图 51: 公司品牌推广项目细分投资比例	22
图 52: 公司品牌建设方案明细	22
图 53: 2018-2020 年公司线上收入呈现高增长态势（百万元）	23
图 54: 2018-2020 年公司各渠道收入占比情况	23
图 55: 公司线上销售三种模式	23
图 56: 各成人失禁品牌入驻天猫时间	24
图 57: 各品牌 2020 年天猫旗舰店粉丝数统计/万人	24
图 58: 公司直营零售特殊渠道三种模式	24
图 59: 公司与医药流通公司建立合作并初步获得营收/万元	25
图 60: 可靠与特渠业务的双向互动	25
图 61: 智能工厂建设项目产能建设计划	25
图 62: 研发中心升级项目研究课题	25
图 63: 公司为下游品牌商提供全系列服务	26
图 64: 公司下游绑定国内外大客户，客户优势强大	26
图 65: 2018-2020 年公司前五大客户销售占比	26
图 66: 亚太地区为全球婴儿纸尿裤销量最多的地区	27
图 67: 菲律宾育龄妇女生育率高于世界平均水平	27
图 68: 近年来菲律宾婴儿纸尿裤市场规模	27
图 69: 菲律宾婴儿纸尿裤市场市占率 TOP4 公司	27

公司分析：ODM+自主品牌双轮驱动，领先的成人失禁品企业

1.1 基本概况：从 ODM 制造商到聚焦成人失禁护理赛道

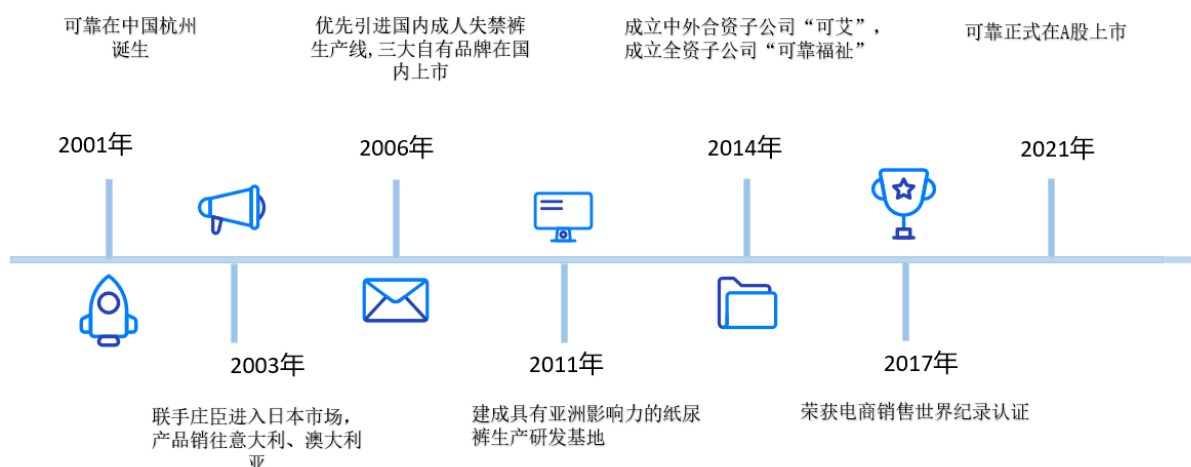
公司自 2001 年成立以来，专注于一次性卫生用品的设计、研发、生产和销售，产品覆盖婴儿护理用品、成人失禁用品和宠物卫生用品等。公司采用“ODM+自主品牌双轮驱动”的发展模式。在 ODM 业务领域，公司深耕行业十余年，与国内外知名婴幼儿护理用品品牌商建立长期稳定的合作模式。在自主品牌业务领域，公司主打成人失禁用品，拥有知名品牌“可靠”、“吸收宝”、“安护士”、“康普适”，产品覆盖高、中、低各个市场定位，在同类市场竞争中处于领先地位。2020 年公司荣获生活用纸委员会评选的中国婴儿纸尿裤行业 10 强企业、中国成人失禁用品行业 10 强企业。

公司发展大致可以分为两个阶段：

1) 2001-2006 年：深耕于 ODM 制造，积累生产经验。2001 年，公司在杭州成立，主要从事婴幼儿纸尿裤等 ODM 业务；2003 年联合美国公司庄臣进入日本市场，产品销往意大利、澳大利亚等国家；2006 年公司引进成人失禁裤生产线，进一步拓展产品品类。

2) 2007 年-至今：大力发展自主品牌，布局养老产业生态圈。2007 年公司成人纸尿裤产品上市计划正式启动，推出成人失禁用品三大自主品牌；2012 年率先布局天猫电商渠道；2014 年公司成立“可靠福祉”平台，打造一站式养老服务平台；2017-2019 年“可靠”品牌在国内成人失禁用品生产商和品牌中按销售额指标综合排名蝉联第一；2021 年 6 月公司完成 A 股上市。

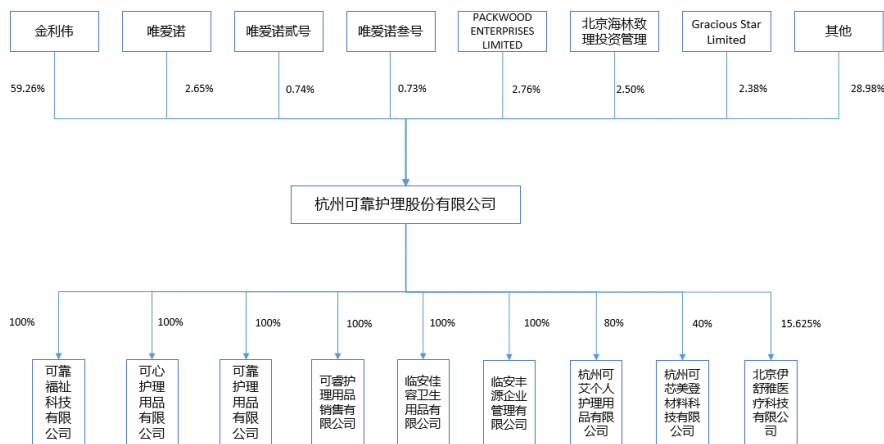
图 1：可靠股份发展历程介绍



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

股权结构：公司股权结构集中，实控人掌控能力强。截止 2022 年 1 月 24 日公司实际控制人为金利伟、鲍佳夫妇，直接持有股份比例为 59.26%，并通过唯艾诺、唯艾诺贰号、唯艾诺叁号企业管理合伙企业，分别间接持股 1.08%、0.38%、0.05%，综上所述实际控制人持股比例合计 60.77%，对公司决策、运营控制能力强。

图 2：公司股权结构图



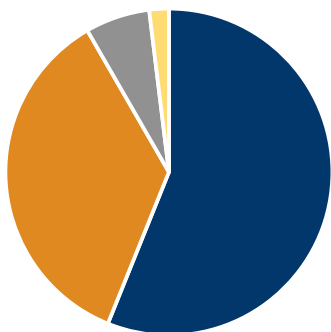
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.2 业务拆分：以婴幼儿护理和成人失禁护理业务为主

公司主营产品包括婴幼儿护理用品、成人失禁用品、宠物卫生用品，2021H1 各项业务营收占比分别为 56.10%、35.58%、6.39%。公司主营业务分为 ODM 和自主品牌业务两大类。自主品牌业务专注于成人失禁用品的生产、研发和销售，目前旗下拥有“可靠”、“吸收宝”、“安护士”和“康普适”等品牌，2020 年全年实现营收 4.45 亿元，同比增长 41.63%。ODM 业务以婴幼儿护理产品生产为主，以成人失禁用品、宠物用品生产为辅，2020 年实现营收 11.62 亿，同比增长 41.63%。公司 2018-2020 年 ODM 业务占比基本维持在 70%以上的水平。2020 年在疫情的影响之下，公司开展了口罩业务，收入占比为 10.76%。2021 年疫情得到控制，公司退出口罩业务，2021H1 口罩业务贡献 0.12 亿元营收，占比仅 1.9%。

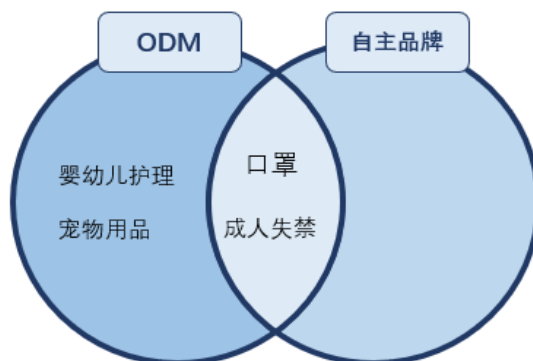
图 3：2021H1 公司各项业务占比情况

■ 婴儿护理用品 ■ 成人失禁用品 ■ 宠物卫生用品 ■ 口罩

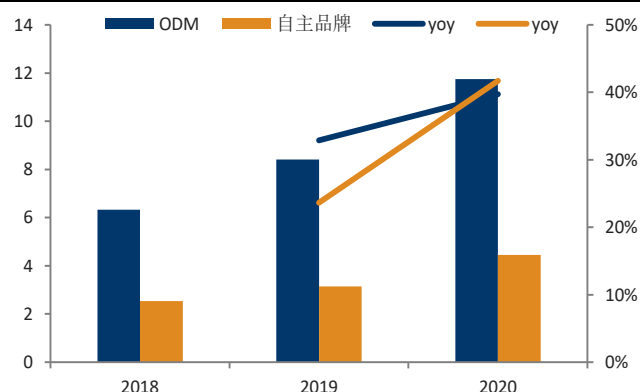


资料来源：Wind，信达证券研发中心

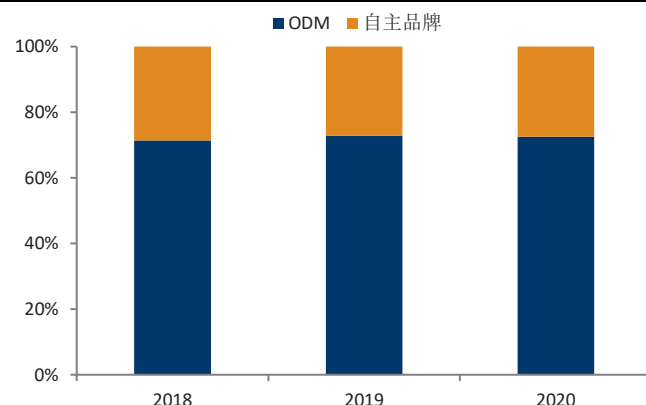
图 4：公司 ODM 与自主品牌主营业务示意



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：2018-2020 年公司 ODM 与自主品牌营收（亿元）


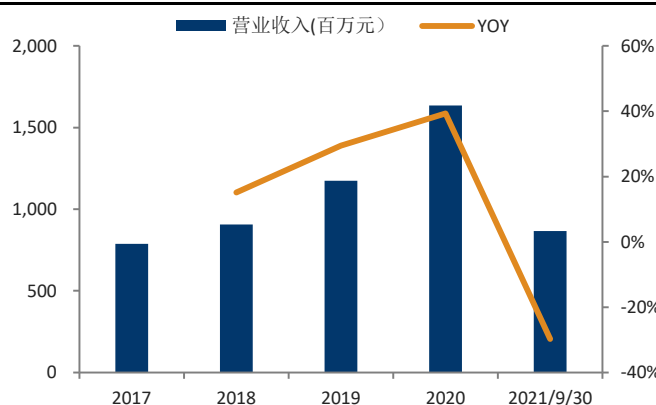
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 6：2018-2020 年公司 ODM 与自主品牌占比情况


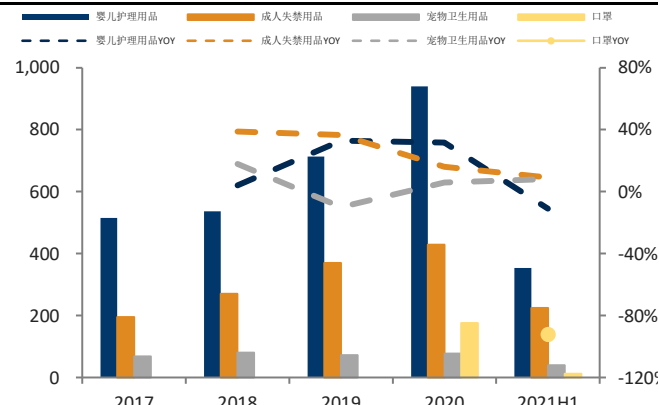
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

1.3 财务表现：因费用投放和 2020 口罩业务高基数，2021 前三季度业绩承压

近年来公司收入呈快速增长趋势，2020 年公司实现营收 16.22 亿元，2017-20 年年均复合增速为 27.61%。其中，2017-2020 年婴儿护理用品、成人失禁用品营收年均复合增速分别为 22.17%、30.05%。2020 年疫情背景下公司开始开展口罩业务，并贡献了 1.76 亿元的营收，占比 10.86%。2021 前三季度由于口罩业务的缩水以及婴幼儿护理用品下游需求不达预期，公司营收同比下降 29.73%至 8.67 亿元。

图 7：2017-2021 年前三季度公司营业收入变化情况


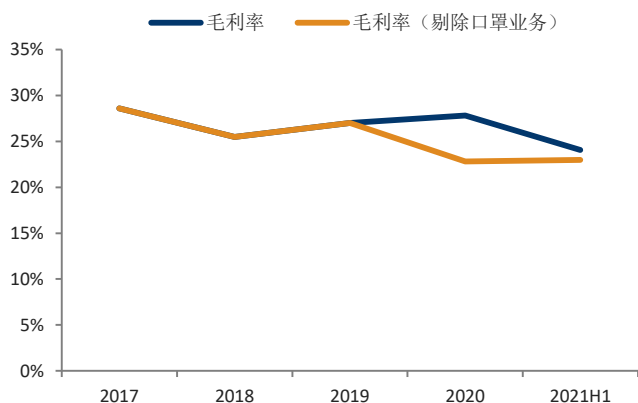
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：2017-2021H1 年公司各项业务收入及增速（百万元）


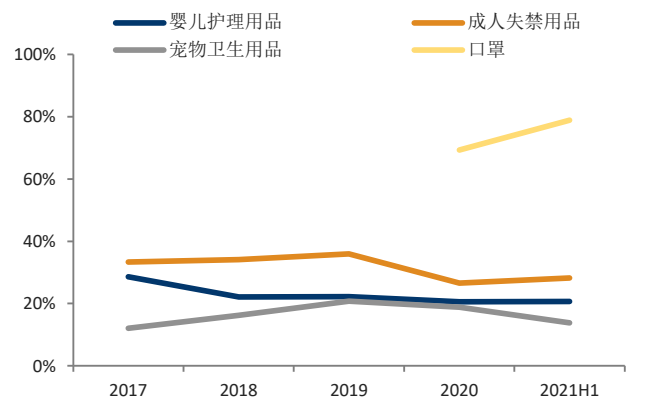
资料来源：Wind，信达证券研发中心

近年来公司整体毛利率基本保持平稳。2020 年公司引入高毛利的口罩业务，因此推动毛利率同比增长 0.81PCT 至 27.83%。在剔除口罩业务影响下，2020-2021H1 毛利率分别为 22.82%、22.97%，低于 2019 年的 27.02%，主要由于 2020 年公司开始实行会计新规，将运输费用计入营业成本，剔除该影响毛利率整体保持平稳。

分业务来看，公司成人失禁用品毛利率高于婴儿、宠物护理用品，主要系相对于 ODM 业务，自主品牌业务享有品牌溢价、包含的产业链更长。2020 年受会计准则变化影响，公司各项业务毛利率小幅下滑，其中 2020 年婴儿护理和宠物卫生用品毛利率分别同降 1.67PCT、1.99PCT 至 20.57%、18.82%。2020 年后由于公司让利下游以大力推广成人失禁自主品牌，2020 年成人失禁用品毛利率下降 9.46PCT 至 26.54%。

图 9：2017-2021H1 公司整体毛利率变化情况


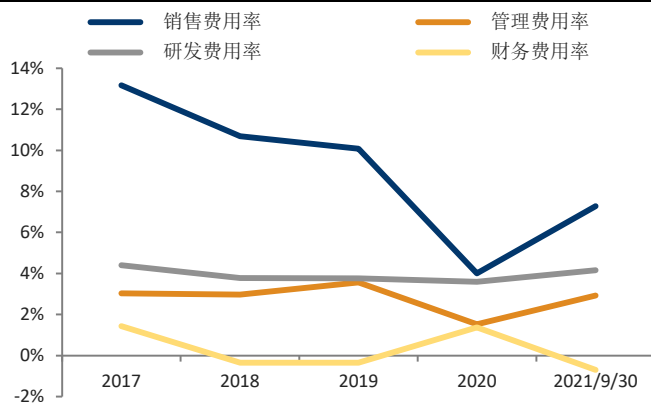
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 10：2017-2021H1 各项业务毛利率变化情况


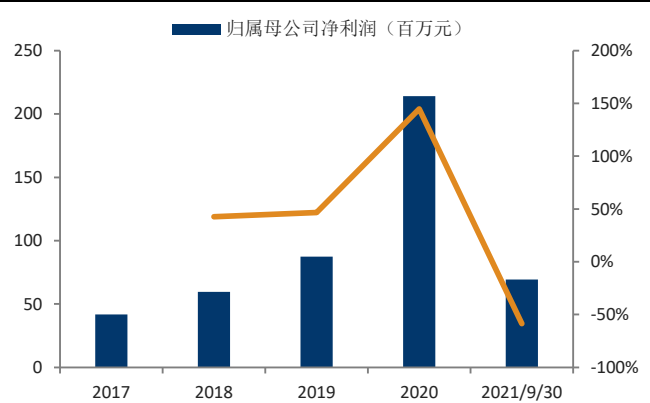
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

从期间费用来看，2020 年公司销售费用率为 4.00%，同比降低 6.08PCT，主要系运输费用转入营业成本；2021 年前三季度销售费用率显著提升主要系公司在自主品牌领域的营销投入加大。近年来其他期间费用率基本保持稳定，管理费用率方面，由于公司将大部分股权激励份额计入 2019 年度支付，2020 年公司管理费用率同降 2.04PCT 至 1.52%。2020 年公司财务费用率同增 1.53PCT 至 1.37%，主要系公司有部分境外收入，2020 年美元贬值，公司产生汇兑损失。

净利润方面，2017-19 年公司净利润稳步增长，年均复合增速为 44.54%。2020 年受益于拓展口罩业务盈利能力较强，公司净利润大幅增长，2020 年实现净利润 2.23 亿元，同比增长 138.66%。据业绩预告，2021 年公司实现归母净利润 0.34-0.48 亿元，同降 77.57%-84.11%，主要系公司退出口罩业务、境内 ODM 业务收入下降以及公司加大自有品牌投入造成营销费用同比增加。

图 11：2018-2021 年前三季度公司期间费用率变化情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 12：2017-2021 年前三季度公司净利润变动情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

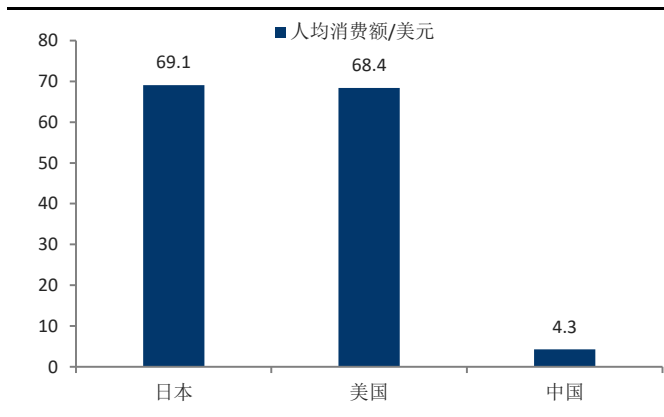
成人失禁行业：低渗透率的高成长赛道，格局利好行业龙头

2.1 行业空间：预计 2025 年成人失禁用品将增长 2.5 倍至 129 亿

对标海外，国内成人失禁用品行业呈现“双低”现状：1) 渗透率低：据 21 世纪经济报统计，我国 60 岁以上老人中，存在尿失禁症状的老年人占比为 15%~41%。在该部分群体中，成人失禁用品渗透率仅有 3% 的水平，远低于日本、北美等发达国家的 80%、60% 的渗透率

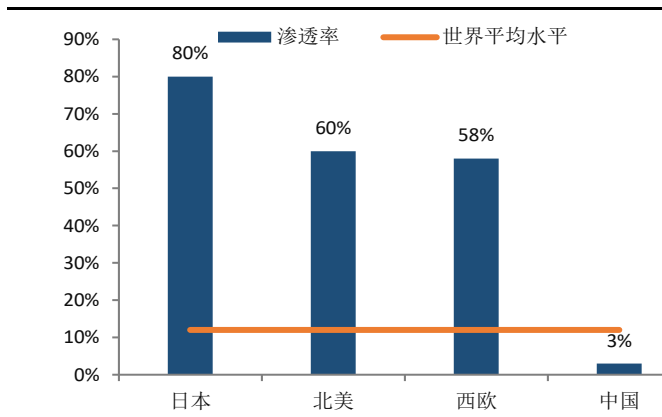
水平。2) **人均消费额低**：据华经产业研究统计，2020 年我国成人失禁用品人均消费额仅 4.3 美元，远低于日本、美国的 69.1 美元、68.4 美元。

图 13：2020 年各国老年人人均成人失禁用品消费额/美元



资料来源：华经产业研究，信达证券研发中心

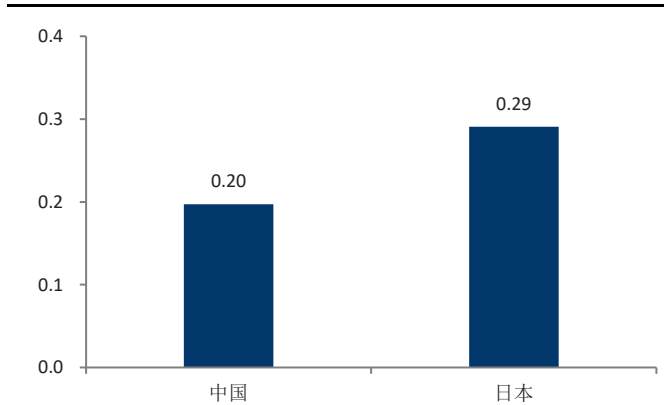
图 14：2020 年国内成人失禁用品渗透率远低于发达国家



资料来源：生活用纸委员会，信达证券研发中心

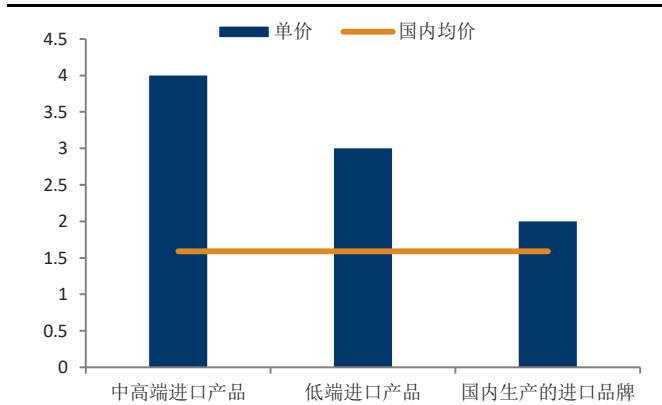
“双低”现象主要系以下原因：1) **消费观念尚未形成，消费者认知度不高**。对标日本，2019 年我国轻度/中重度消费量参数（轻度成人失禁用品消费量：中重度成人失禁用品消费量）仅 0.2，小于日本的 0.29。这说明我国轻度失禁群体的失禁用品普及程度低于日本，轻度人群尚未培养出使用失禁用品的消费习惯。2) **国产品牌以低价争夺市场份额**。据中国纺织信息网统计 2019 年高端进口、终端进口、低端进口产品的零售均价为 4、3、2 元/片，而行业均价为 1.59 元/片，不足婴儿纸尿裤的价格的 1/2，老年人消费观念较为节约，消费者更倾向于购买性价比高的国产产品。

图 15：轻度/中重度消费量参数中国低于日本



资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

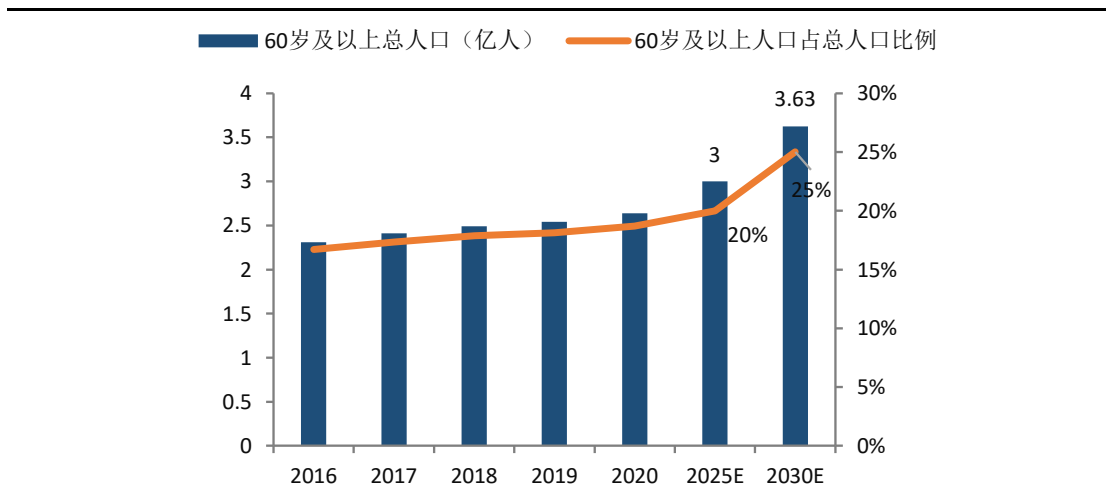
图 16：我国成人失禁用品价格带/元



资料来源：中国纺织经济信息，信达证券研发中心

老龄化趋势加剧（总量增长）、国家政策扶持、老年人支付能力与消费理念变化（渗透率提升）和消费结构（客单价提高）将构筑成人失禁用品行业增长引擎。

① **总量提升动力：老年人口基数持续扩容，市场需求潜力巨大**。截至 2020 年我国 60 岁以上老年人已经达到 2.64 亿。随着老龄化趋势日益加剧，国家统计局预计到 2025、2030 年我国 60 岁以上老年人将达到 3 亿、3.63 亿的水平，占全国总人口 20%、25%。老年人数量持续增加将推动成人失禁用品需求增长。

图 17：2025、2030 年我国 60 岁以上人口数预测/亿人


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

② 成人失禁用品未来的渗透率也将呈现增长的趋势：

渗透率提升动力一：养老、医疗体系的完善催化成人失禁用品加速渗透。2020 年 9 月国家医保局会同财政部印发《关于扩大长期护理保险制度试点的指导意见》，在原有试点城市的基础上，新增 14 个试点城市实行长期护理险计划，新增后全国共计 49 个试点城市，为期两年的扩大试点计划正式启动。49 个城市将力争实现对因年老、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，为老年人相关护理消耗品的消费提供保障。国家医疗保障局数据显示，截至 2021 年 8 月，49 个长期护理保险制度试点城市参保人数达 1.34 亿人，累计享受待遇人数为 152 万人。

图 18：《关于开展长期护理保险制度试点的指导意见》

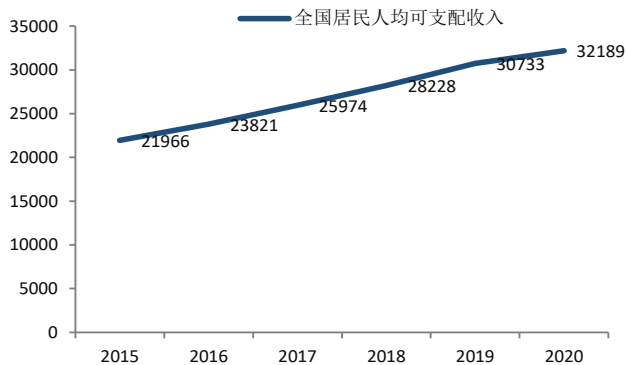
试点城市	长期护理支付标准
重庆	协议机构护理50元/日，非协议机构和人员护理30/40元/日
长春	限额107元/日，基金支付比例为：职工：重度失能90%，中度失能70%；城镇居民：重度失能80%，中度失能70%
青岛	职工：医疗护理90%，生活照料护理90%；居民：医疗护理费70-80%
宁波	机构护理40元/日
承德	机构护理60-80元/日，居家护理15元/日或50元/日
上饶	机构护理1200元/月，机构上门900元/月，自主照料450元/月
苏州	机构护理重度失能26元/日，中度失能20元/日；居家护理重度失能30元/日，中度失能25元/日
广州	机构护理限额120元/日，基金支付75%；居家护理限额115元/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/日，中度失能30元/日；养老机构护理：重度失能或失智50元/日，中度失能30元/日；居家护理：重度失能或失智15元/日，中度失能8元/日，另有居家上门服务套餐
齐齐哈尔	医疗机构护理30元/日，基金支付60%；养老机构护理25元/日，基金支付55%；居家护理：20元/日，基金支付50%
安庆	医疗机构护理60元/日，养老机构护理50元/日，居家护理：机构上门500元/月，自主照料450元/月
荆门	医疗机构护理150元/日，基金支付70%；养老机构护理100元/日，基金支付75%；居家护理：全日100元/日，基金支付80%，非全日40元/日，基金支付100%
石河子	协议机构护理基金支付70%，限额750元/月，非协议机构和居家护理25元/日，限额750元/月

资料来源：中国医疗保险，信达证券研发中心

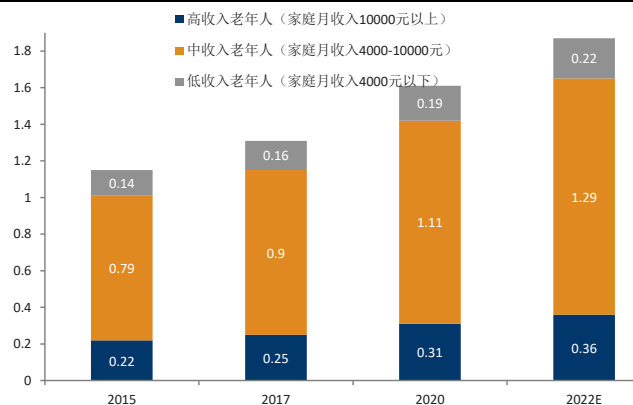
图 19：全国首批长期护理险试点分布图


资料来源：中国医疗保险，信达证券研发中心

渗透率提升动力二：老年人支付能力不断提升，消费理念发生变化。全国居民平均可支配收入不断提升，到 2020 年已达到人均 32189 元。城镇老年人收入结构逐渐向中高收入集中，《中国老年消费白皮书》预计到 2022 年月收入在 4000 元以上的老年人将达到 1.51 亿，占比 80.75%，老年人口消费潜力不断增长，消费观念发生渐进式改变，对一次性失禁用品的接受程度越来越高。

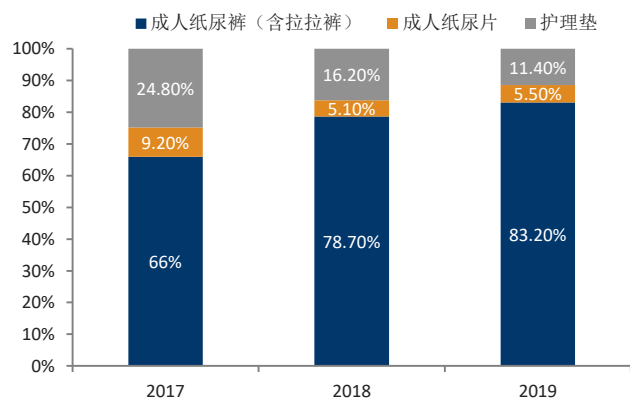
图 20: 2015-2020 年中国居民人均可支配收入 (元)


资料来源: 统计局, 信达证券研发中心

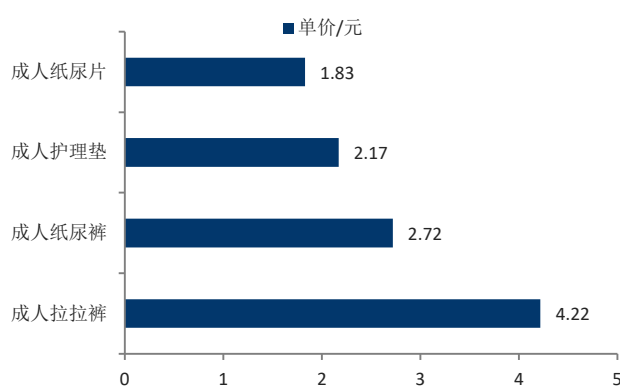
图 21: 2015-2022 年中国城镇中高收入老年人口测算


资料来源: 《中国老年消费习惯白皮书》, 信达证券研发中心

③ 人均消费额提升动力: 价值量更高的成人纸尿裤、拉拉裤的消费占比提升。从 2017-2019 年我国成人失禁用品市场结构来看, 价格较低、舒适和便捷度较差的护理垫、成人纸尿裤消费占比逐年下降, 价格更高、舒适度更好的成人纸尿裤、拉拉裤消费占比逐年提升, 到 2019 年消费占比已达到了 83.20%, 相比 2017 年已经提高了 17.2PCT。消费结构的改变带动了人均消费额的提升。

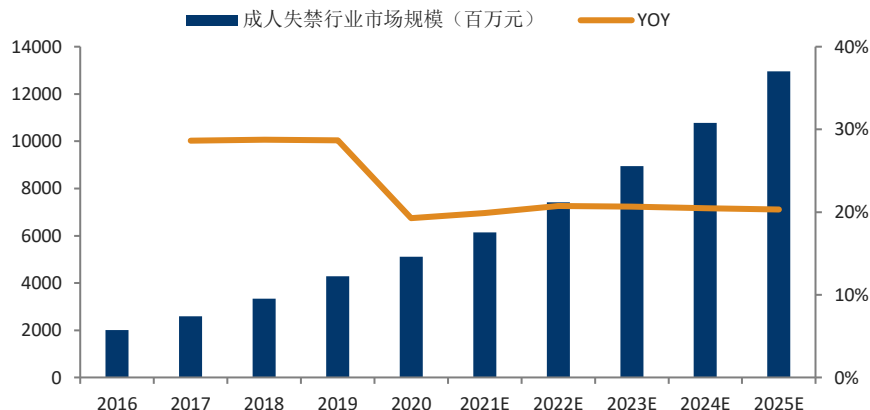
图 22: 2017-2019 年中国成人失禁用品市场结构


资料来源: 华经产业研究, 信达证券研发中心

图 23: 各类成人失禁用品价格对比 (以可靠品牌为例)


资料来源: 华经产业研究, 信达证券研发中心

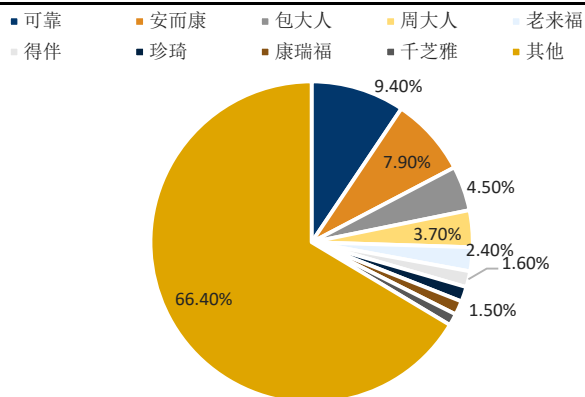
预计 2025 年成人失禁用品市场空间有望达到 129 亿。尽管国内成人失禁行业起步较晚, 但近年来随着国内老龄化程度加剧和居民消费观念的转变, 成人失禁用品行业快速发展, 2020 年市场规模已经达到 51 亿元, 2015-20 年年均复合增速为 27%。据欧睿数据测算, 到 2025 年年行业空间将有望达到 129 亿元, 2020-25 年年复合增速为 20%, 相比 2020 年有近 2.5 倍市场空间。

图 24： 2021-2025 年国内成人失禁用品行业市场空间预测/亿元


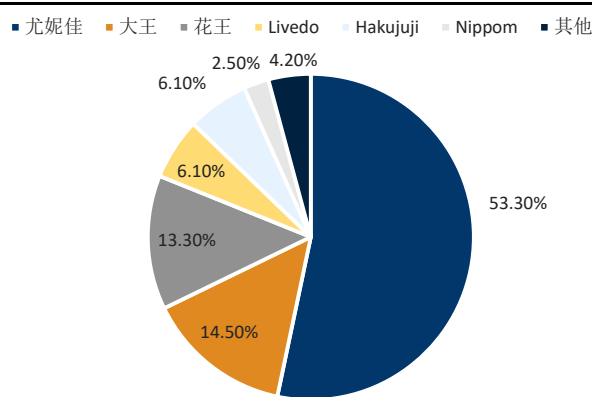
资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

2.2 竞争格局：当前众多品牌百舸争流，未来市场份额向头部集中

“有品类无品牌”的消费者教育初期阶段，集中度低。目前中国成人失禁用品行业仍处于发展初期，市场竞争格局较为分散。2020 年中国成人失禁用品市场 CR4 仅有 26%，显著低于日本成人失禁行业集中度。市场主流品牌分为三类，一方面是以得伴、乐互宜为代表的国际品牌，其成人失禁用品已在发达国家市场耕耘多年，产品技术成熟；二是以可靠、安而康为代表的全国知名品牌，其产品在全国布局广泛，与 KA、经销商等传统渠道建立了长期合作关系，或在电商渠道占据优势地位；三是以千芝雅、周大人为代表的区域性国内品牌，近年来凭借产品和渠道的创新，不断提升市场份额。

图 25： 2020 年中国成人失禁用品公司市场份额


资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

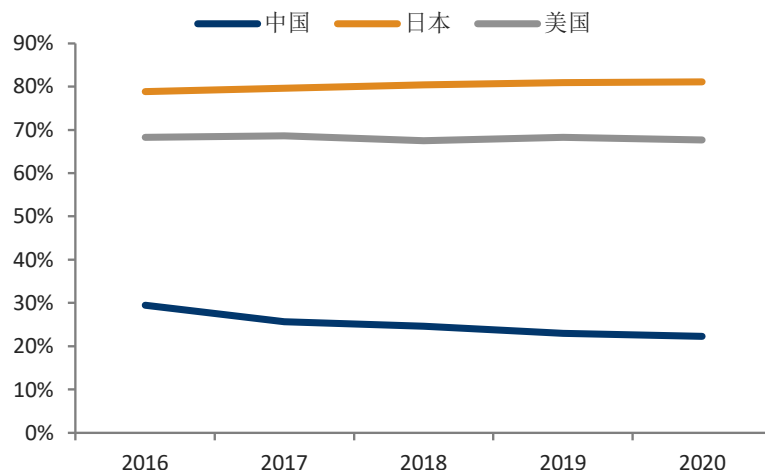
图 26： 2020 年日本成人失禁用品公司市场份额


资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

未来格局趋势一：消费升级推动市场份额向龙头集中。对标成人失禁市场更为成熟的日本和美国，CR3 水平在 70%以上，市场高度集中。我们认为在消费升级大趋势之下，国内成人失禁用品行业集中度将提升，市场份额将向产品附加值高、具有较强品牌力和产品力的头部企业集中。

随着消费者价格敏感度降低，将转而更为关注产品的品质、品牌、舒适度。品牌需要不断对自身产品的品质与工艺进行迭代升级，并拓展产品功能并提高舒适度，才能顺应未来消费升级趋势。区域性小品牌、杂牌产品附加值低，往往通过价格战争夺市场份额，发展持续性不强；而领先的品牌型企业将更多关注于产品品牌的打造、使用性能的提升，逐渐适应消费者追求品质生活的消费理念，未来有望抢占市场份额、获得稳健增长。

图 27：中国成人失禁用品行业集中度（CR3）远低于日本、美国成熟市场

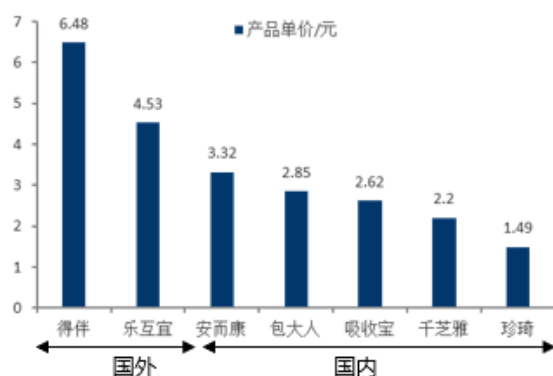


资料来源：Euromonitor, 信达证券研发中心

未来格局趋势二：“定价优势+复合芯体”驱动国产龙头加速进口替代。消费升级趋势下，消费者更为关注产品使用的体验感和舒适度，国产品牌相对于国际品牌具有价格、技术等优势。

- 1) **定价方面，国产品牌价格优势明显。**据各品牌官方旗舰店数据统计，2020 年国外成人纸尿裤产品单价在 2.5-6.5 元/片，相比之下国内成人纸尿裤单价基本在 1.5-3.5 元/片的水平。此外根据淘数据，国内外成人失禁品牌中，粉丝数排名前两位分别是国内品牌可靠旗下吸收宝、恒安国际旗下安而康，分别在天猫平台拥有 25.4 万、15.6 万的粉丝。价格优势下，国产品牌纸尿裤将更容易受到国内消费者的青睐。
- 2) **品质方面，国产品牌弯道超车，复合芯体占领技术高地。**国际品牌一般走木浆芯体的技术路径，即由木浆和吸水树脂无序混合，结构松散易起坨。国产纸尿裤则更多使用复合芯体，具有轻薄不易断层的优势，吸水后整体膨胀，平整不起坨，穿着无负担，外国厂商极少用此类技术，主要系生产速度相对慢、产量小，替换原始产线成本高。较薄的复合芯体纸尿裤表层更加柔软、吸收量大且透气性更好，穿着更舒适，更符合国内消费者的使用需求，因此本土品牌成人失禁产品成为国内消费者购买首选。

图 28：各品牌成人纸尿裤单价（元/片）



资料来源：天猫，信达证券研发中心

图 29：复合芯体的差别示意图



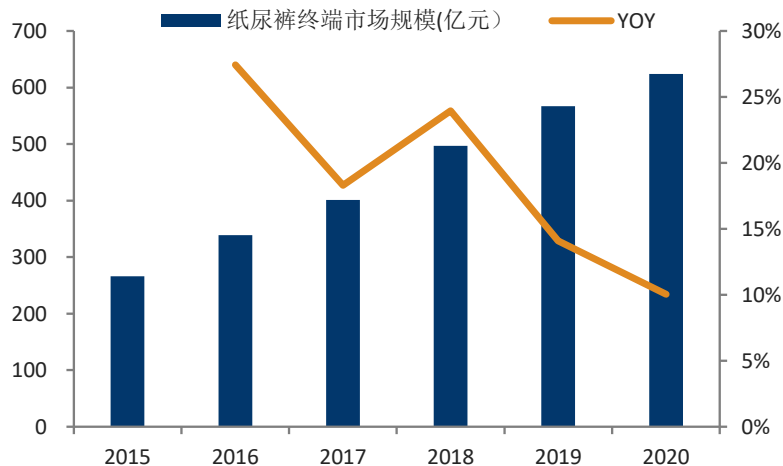
资料来源：卫生用品网，信达证券研发中心

婴幼儿用品行业：存量市场的激烈角逐

3.1 行业空间：市场规模稳步提升，未来发展空间较大

近年来随着国内居民消费水平提升，婴幼儿纸尿裤的渗透率、使用频率逐步提升带动婴儿纸尿裤市场规模稳步增长，2020 年市场规模达 624 亿元，2015-20 年年均复合增速为 18.59%。

图 30：近年来国内纸尿裤市场规模变动情况



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

婴幼儿用品市场空间取决于四大变量：新生儿数量、婴幼儿卫生用品渗透率、使用频率，以及产品价格。

变量一：鼓励生育政策落地，新生儿数量震荡下行趋势或有所缓解。近年来国内新生儿人数呈现波动下行态势，2020 年新生儿数量为 1200 万人，2016-20 年年均复合增速为 -6.23%。根据国家统计局 2021 年 6 月预测，按目前人口变动趋势 2025 年我国新生人口数将降至 1000 万人。而随着“三胎政策开放”、“教育双减”等一系列鼓励生育政策的出台，未来“鼓励生育基金”等新政值得期待，新生人口数量震荡下行趋势或有所缓解。

图 31：新生儿数量及预测（万人）

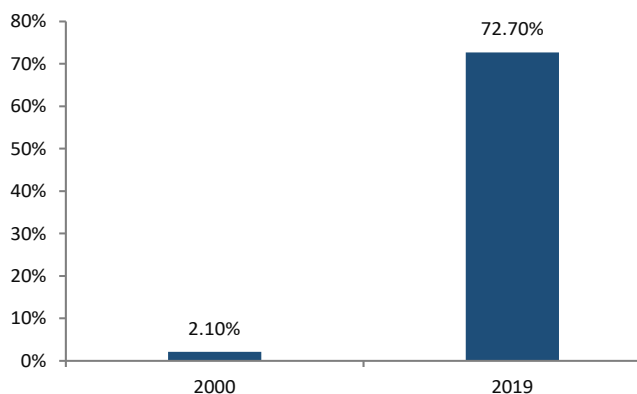


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

变量二：下沉市场婴幼儿人口基数大，纸尿裤渗透率低，消费潜力巨大。随着国民收入和消费习惯的转变，国内婴儿纸尿裤渗透率从 2000 年的 2.10% 上升到 2019 年的 72.7%，相比

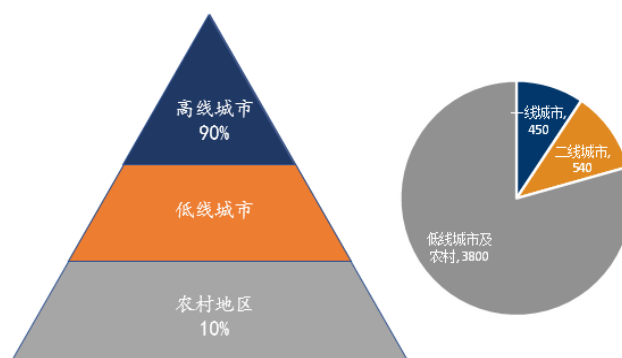
于欧美国家 90%的渗透率水平，未来行业国内渗透率仍存在一定上升空间。从地区分布情况来看，未来低线城市和农村地区将是纸尿裤行业发展的重点。据母婴行业观察统计，2019 年高线城市婴儿纸尿裤渗透率已达到了 92%，相比之下，低线城市和农村地区纸尿裤渗透率则较低，其中，农村地区渗透率水平仅在 10%。此外，我国目前 0-3 岁婴幼儿中 450 万位于一线城市，540 万位于二线城市，3800 万位于除一、二线以外的低线城市。未来低线城市及农村地区将成为拉动纸尿裤需求的主要动力。

图 32: 2000-2019 年国内婴幼儿纸尿裤渗透率变化



资料来源: 前瞻研究院, 信达证券研发中心

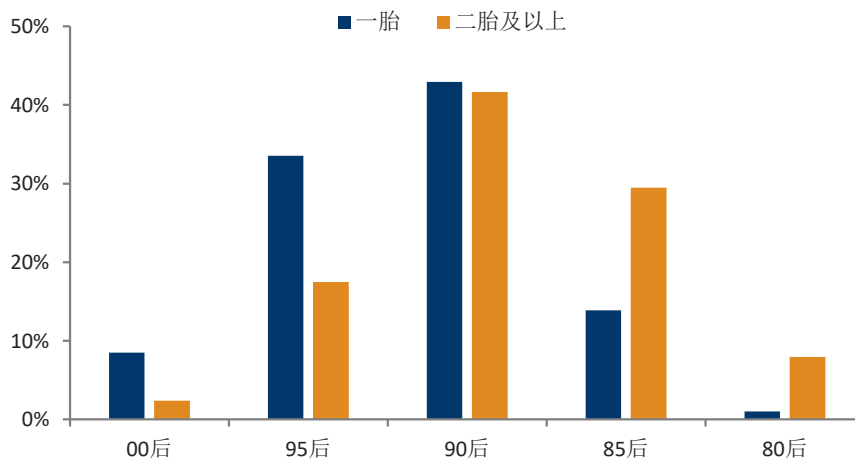
图 33: 纸尿裤渗透率、婴幼儿人数按地区分布情况



资料来源: 母婴行业观察, 信达证券研发中心

变量三: 消费习惯的改变带动了婴儿纸尿裤的人均销量的增长。过去新生儿家庭采用多次重复使用的棉质尿布，随着消费主体向 80-90 后过渡，婴幼儿纸尿裤逐渐替代传统尿布，使用频率从 2016 年的 2.8 片/天提升至 2019 年的 3.6 片/天，相比之下据我们测算 2018 年欧洲 0-2 岁婴童平均纸尿裤使用频率为 11.1 片/天。国内婴幼儿纸尿裤使用频率仍有较大提升空间，婴儿纸尿裤消费主体及消费习惯的改变将成为未来纸尿裤人均销量增长的主要动力。

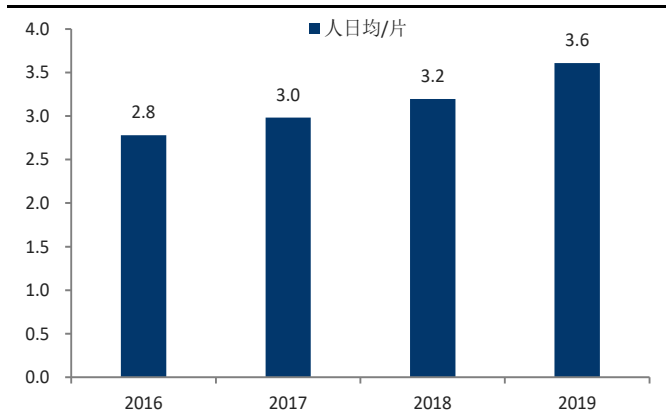
图 34: 一、二胎及以上人群年龄结构 (90 后成为生育主力军)



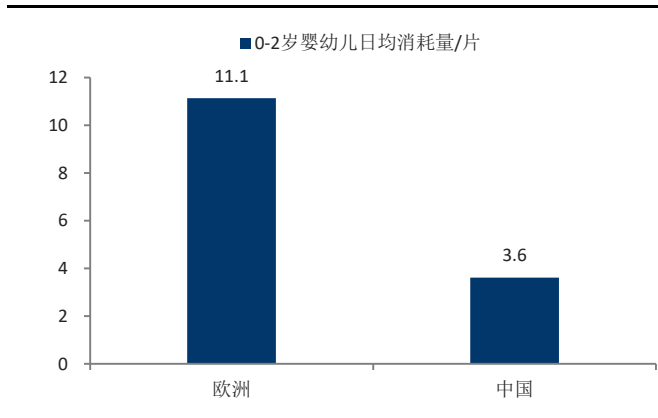
资料来源: 母婴行业观察, 信达证券研发中心

图 35: 2016-2019 年我国婴儿平均日均使用纸尿裤数量

图 36: 2019 年欧洲、中国人均每日使用纸尿裤数量



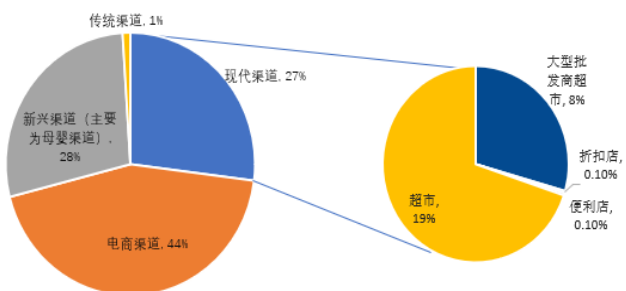
资料来源：中国造纸协会，信达证券研发中心



资料来源：中婴网，信达证券研发中心，欧洲为2018年数据

婴幼儿护理行业价值链中，ODM 端价值占终端零售价值比例为 0.67。从渠道结构来看，2020 年婴幼儿护理产品销售最主要的渠道为电商渠道，占比接近 44%。此外，现代渠道构成丰富，包括商超、折扣店和便利店，合计占比达 27%。根据母婴行业观察的统计，传统渠道、现代渠道、母婴渠道和电商渠道从出厂价到终端零售价顺加利润范围分别在 38%-53%、36%-50%、43%-55%、45%-56%。假设各渠道加价率取中位值即 46%、43%、49%、51%，经计算在婴幼儿护理行业价值链中，ODM 端价值占终端零售价值比例为 0.67。

图 37：婴幼儿护理产品销售渠道统计



资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

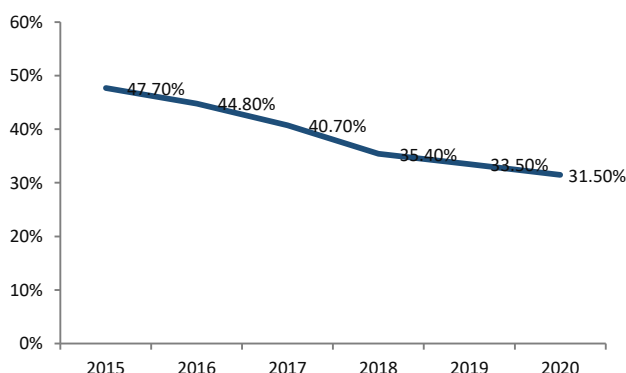
图 38：各种渠道对从出厂价到零售终端的加价情况



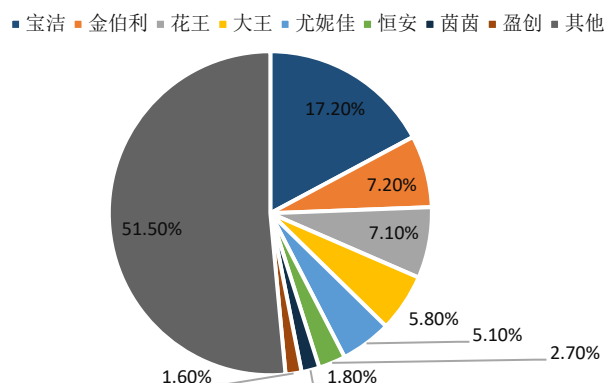
资料来源：母婴行业观察，信达证券研发中心

3.2 竞争格局：终端品牌集中度低，代工格局分散

终端品牌商：市场集中度低，境外品牌市场份额呈缩减态势。国外品牌占据国内纸尿裤主要市场份额，2020 年市占率前五的公司依次为宝洁、金伯利、花王、大王和尤妮佳，均为海外公司，合计占比达到 42.40%。行业发展之初，国际品牌凭借技术、资金和渠道等先发优势，占据了市场的主要份额。近年来随着国内品牌紧随市场趋势，高度关注婴儿亲肤用品安全、舒适性，逐渐获得消费者认可，市场份额逐步提升。2015-2020 年婴儿纸尿裤行业 CR3 从 47.70%逐渐降低至 2020 年的 31.50%，主要系境外品牌份额缩减所致。

图 39：2015-2020 年婴幼儿纸尿裤 CR3 变化情况


资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

图 40：2020 年婴幼儿纸尿裤主要品牌市场份额


资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

ODM 生产制造端：市场格局分散，代工品质和规模是制胜王道。据母婴行业观察统计，2018 年全国 701 家婴儿纸尿裤生产企业销售额合计为 297.7 亿元，其中国内前十大的纸尿裤生产企业占比 30.5%。目前行业进入门槛、技术壁垒较低，在稳定原材料供给的条件下，企业投产运营要求较低，生产技术通用性较强，因此产品多具有同质化特点。只有不断提升自身研发实力、扩大生产规模的代工企业，能够受到众多优质品牌代工的青睐。公司处于婴幼儿纸尿裤的生产环制造节，拥有多年为优质品牌客户代工经验，具备稳定的产品品质和生产产能。

图 41：我国婴儿护理产品主要代工企业的公司、产能情况

公司名称	产能/亿片/年
广东昱升个人护理用品股份有限公司	18.7
杭州可靠护理用品股份有限公司	15 (2020年)
杭州千芝雅卫生用品股份有限公司	17.9
杭州豪悦护理用品股份有限公司	16 (2019年)
爹地宝贝股份有限公司	15.96
广东茵茵股份有限公司	14.6
婴舒宝 (中国) 有限公司	8.1
湖南康程护理用品有限公司	5.8
百亚股份有限公司	5 (2020年)
凯儿得乐 (深圳) 发展有限公司	3.4

资料来源：母婴行业观察，信达证券研发中心

图 42：婴儿卫生用品代工上市公司对比情况

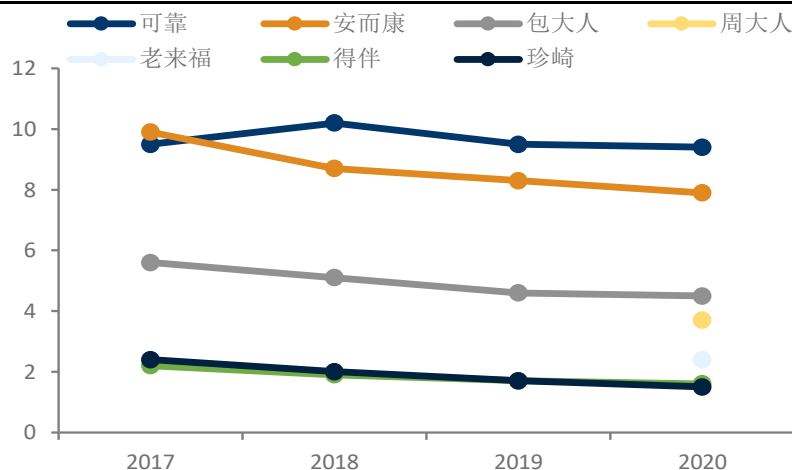
公司	下游客户	代工：自主品牌	代工产品品类	自主品牌	产能 (亿片)
豪悦	国内：凯儿得乐、babycare 国外：尤妮佳、宝洁	9: 1	婴儿卫生用品、成人失禁用品、女性经期裤	婴儿卫生用品	28 (婴儿卫生用品 16)
百亚	国内：苏州绿叶、名创优品、凯儿得乐	1: 9	婴儿卫生用品、女性卫生巾	婴儿卫生用品 (好之)、女性卫生巾 (自由点、妮爽)	31 (婴儿卫生用品 5)
可靠	国内：广州杜迪、万邦健康、杭州沐歆 国外：菲律宾 JS、日本 KOHJAN	7: 3	婴儿卫生用品、宠物卫生用品、成人失禁用品	成人失禁用品 (可靠、吸收宝、安护士、康普适)	23 (婴儿卫生用品 15)

资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

竞争优势：多维度打造成成人失禁品龙头

4.1 自主品牌业务：产品、品牌、渠道齐发力，龙头属性明显

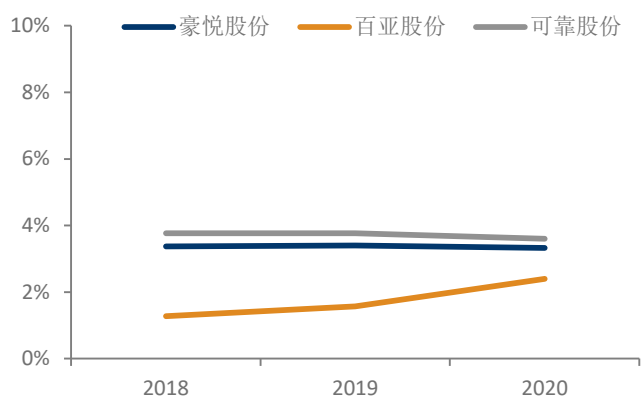
自主品牌大有可为，成人失禁用品行业市占率位列第一。公司自主品牌业务主打成人失禁用品，产销量数据表现优秀，处于行业领先地位。2018-2020 年公司“可靠”品牌在成人失禁用品生产商综合排名蝉联市占率第一，并连续数年蝉联淘系平台单品类全网销售冠军，2020 年全行业市占率达到 9.4%。

图 43： 2017-2020 年各成人失禁品牌市占率排名


资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

4.1.1 产品力：研发能力突出，产品与时俱进，不断优化产品结构

研发领域硕果累累，投入费用行业领先。研发投入方面，公司 2018 年-2019 年研发费用率均为 3.77%，行业领先，旗下浙江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研究院。公司取得专利技术 239 项，发明专利 39 项，实用新型专利 160 项，外观设计专利 40 项，2017 年以来获得多项科技荣誉，包括“浙江省专利示范企业”、“浙江省创新企业百强”企业。2020 年公司入选工业和信息化部第二批专精特新“小巨人”企业名单，凭借多年的研发优势和行业经验，公司参与起草国家标准和行业标准，成为行业内标准化领导者之一。

图 44： 公司研发费用率处于行业领先水平


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 45： 公司所获专利及对比

	豪悦股份	百亚股份	可靠护理
授权专利	113	191	239
发明专利	7	7	39
实用新型专利	89	140	160
外观设计专利	17	44	40
是否入选专精特新	否	否	是

资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

以使用场景为导向，丰富产品类型，贴合市场需求。公司不断对产品结构进行优化调整，加大中高端产品的研发和营销拓展，满足用户逐步升级的消费理念。根据不同场景开发了丰富的产品类型。针对不断觉醒的轻度失禁群体消费意识，公司推出了专门为亚洲女性设计的轻度失禁用品吸水巾和隐形出行裤等，进一步拓展了产品品类。

图 46: 公司成人失禁产品全系列覆盖


资料来源：天猫，信达证券研发中心

图 47: 公司成人失禁产品矩阵满足多种生活场景需求

自由出行	白天	成人拉拉裤 + 内置型纸尿片
	夜晚	成人拉拉裤 + 内置型纸尿片 + 纸尿片 + 护理垫
卧床及行动不便者	白天	成人纸尿裤 + 成人纸尿片 + 护理垫
	夜晚	加强型成人纸尿裤 + 直条型成人纸尿片 + 护理垫
协助出行	白天	成人拉拉裤 + 内置型纸尿片 + 护理垫
	夜晚	成人纸尿裤 + 直条型纸尿片 + 护理垫

资料来源：天猫，信达证券研发中心

4.1.2 品牌力：清晰的战略定位，持之以恒的聚焦

多维度品牌矩阵、差异化定位兼顾不同消费需求。当下仍处于发展初期的成人失禁用品行业，消费者品牌意识尚未觉醒，性价比乃竞争核心要素。公司旗下四大成人失禁品牌，“可靠”、“吸收宝”、“安护士”、“康普适”分别走高、中、中低、低端定位路线，纸尿裤、拉拉裤产品单价分布为 1.5-5.6 元/片的水平，满足不同水平的消费群体对于成人失禁品的价格接受程度。

图 48: 公司自主品牌产品系列

品牌	产品	单价
COCO 可靠 大人纸尿裤		3.4-5.6
吸收宝 成人纸尿裤		2.6-3.9
Ann 安护士		1.6-1.9
康普适		1.5-1.9

资料来源：公司招股说明书，天猫，信达证券研发中心

图 49: 公司旗下四大品牌纸尿裤定位、单价覆盖范围广泛

公司	品牌	纸尿裤单价（元/片）
可靠	可靠	4.03
	吸收宝	2.62
	安护士	1.73
	康普适	1.83
恒安	安而康	3.22
维达	包大人	2.85
	添宁	5.44
千芝雅	珍琦	1.49
豪悦	康福瑞	2.61

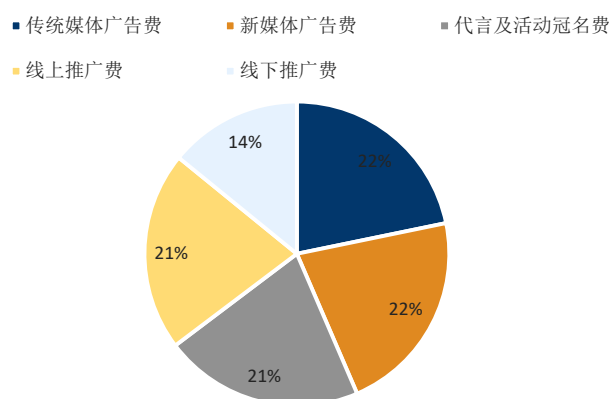
资料来源：天猫，信达证券研发中心

品牌深度聚焦，专注品牌建设，夯实第一养老用品品牌地位。公司聚焦发展自主品牌，在自主品牌当中只做成人失禁产品这一个品类，在产品面、渠道面、用户面和团队面更专业、更聚焦，资源投入也强于同行业对手。未来公司将采用内、外部相结合的方式，持续关注公司品牌形象建设，计划 2021 年投资 8500 万元用于品牌传播及品牌推广费用。对内，致力于打造有活力、有视野的年轻的营销团队，并为公司量身打造战略目标和市场地位相匹配的推广方案；对外公司将结合短视频、直播引流、电视广告、活动赞助以及明星代言的方式，全面提升公司品牌价值、增强品牌效应。

图 50： 公司聚焦做成人失禁自主品牌

公司	自主品牌			
可靠	成人失禁 可靠、吸收宝、安护士、康普适			
恒安	卫生用纸 心心相印、品诺	女性护理 七度空间、安而乐、新呼吸	婴儿护理 安儿乐、QMO	成人失禁 安而康
维达	卫生用纸 维达、得宝	成人失禁 添宁、包大人	女性护理 薇尔	婴儿护理 丽贝乐、drypers
豪悦	成人失禁 康福瑞、白加字		婴儿护理 希望宝宝、天生明星、Sunny Baby	

资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 51： 公司品牌推广项目细分投资比例


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

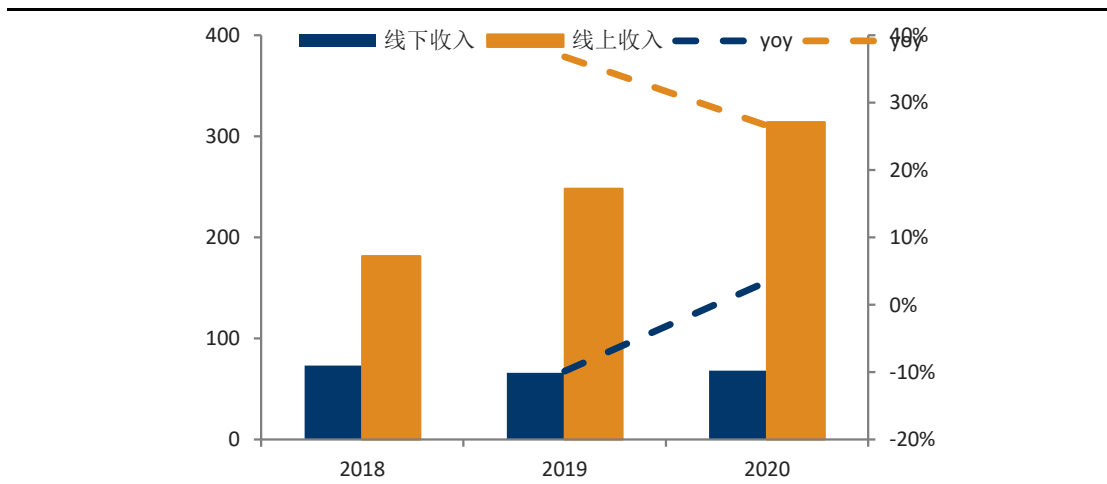
图 52： 公司品牌建设方案明细


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

4.1.3 渠道力：乘新零售渠道之东风，构筑业绩增长新引擎

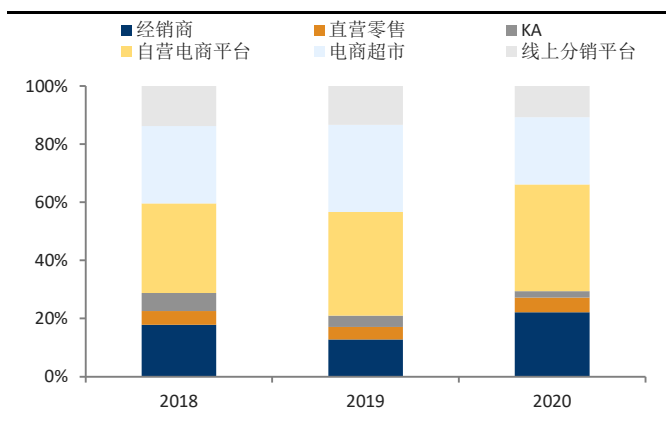
从销售渠道来看，**电商驱动线上收入高速增长**。公司自主品牌业务采用“线上+线下”融合方式进行全渠道布局，以线上渠道为主，2020 年线上渠道贡献收入 3.14 亿元，占当年自主品牌业务收入的 70.63%，两年复合增速为 31.62%。线上电商模式主要包括自营电商店铺、电商超市、线上分销，2020 年三种销售模式实现收入分别为 16325 万、10328 万、4749 万元，占线上渠道收入的 45.08%、37.97%、16.95%。公司线下渠道包括经销、KA 以及直营零售模式。

图 53： 2018-2020 年公司线上收入呈现高增长态势（百万元）



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 54： 2018-2020 年公司各渠道收入占比情况



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

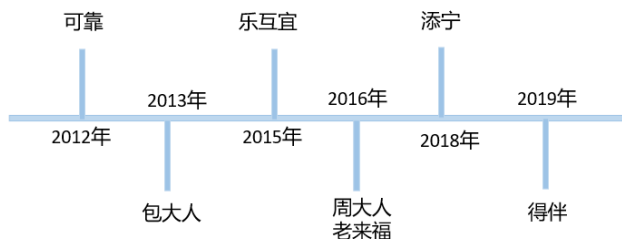
图 55： 公司线上销售三种模式



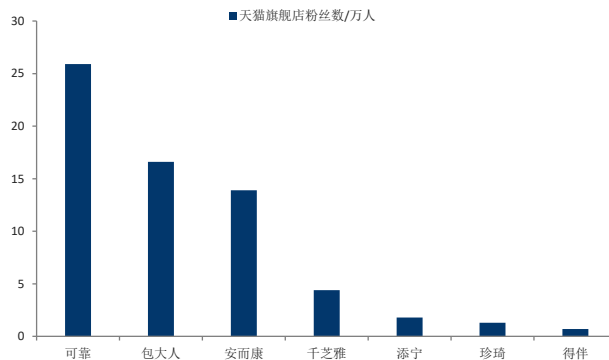
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

新零售模式，全面布局线上线下，尝试新兴渠道和手段，树立品牌形象，提升市场份额。

线上渠道是复购的关键路径，公司先发优势明显，粉丝数遥遥领先。成人失禁用品具有私密性、高频快消品的属性，消费者在首次使用后，通常倾向于采用更为便捷的线上购买方式实现重复消费。2012 年公司在业内率先发力线上渠道，成为国内首家入驻天猫的成人失禁品牌。公司通过天猫、淘宝、京东、唯品会、拼多多等第三方大型电商平台或通过自行开发的电子商务平台渠道销售给终端消费者。2013 年起公司和“可靠”品牌在国内成人失禁用品生产商和品牌中综合排名蝉联第一，在天猫旗舰店粉丝数 25.7 万人，领先于行业内其他品牌。

图 56: 各成人失禁品牌入驻天猫时间


资料来源: 公开资料整理, 信达证券研发中心

图 57: 各品牌 2020 年天猫旗舰店粉丝数统计/万人


资料来源: 天猫, 信达证券研发中心

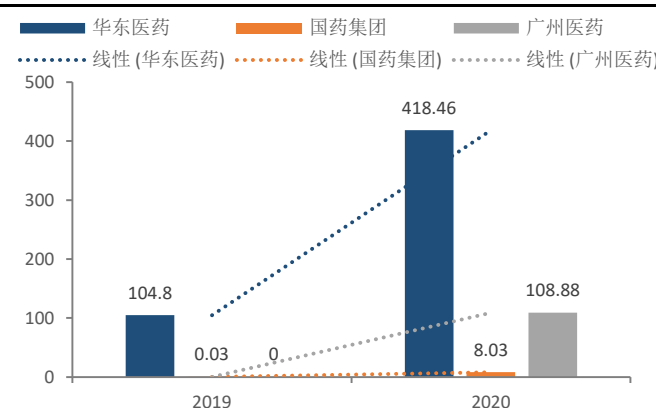
线下渠道作为流量入口扮演教育市场的重要角色, 公司全渠道布局行业领先。线下渠道起着让消费者首次接触成人失禁用品的重要作用。公司在维持传统 KA、经销渠道的同时, 重点开拓直营零售客户, 打通与养老院、医院周边店、连锁药房的联系。1) **医院方面:** 开拓医院渠道需要有推广、视觉、广告、ICU 门口自动贩卖机; 2) **养老院方面:** 公司积极开拓拥有大量床位的养老机构渠道、关注护工群体。3) **政府采购方面:** 公司将重点布局支持使用医保卡的渠道, 公司正在积极参与政府在推进的长期护理险试点。一旦后续国家大规模将失禁用品纳入护理险采取报销制度, 目标客户在失禁品的消费有所优惠和减免时, 行业将进入爆发期, 公司可受益于直营特渠的提前布局, 迎来新的业绩增长点。

特通渠道分饰两角, 同时扮演引流渠道和收入渠道。公司已与华东医药、光大养老、陕西国药、国药华鸿等大型医药流通公司建立战略合作关系, 并通过上述合作伙伴在医院、药店、养老院等特通渠道的影响力, 开发潜在客户, 推进成人失禁用品的普及和使用, 增强公司品牌的覆盖率和影响力。2020 年公司与医药流通公司合作取得收入 607.64 万元, 同比增长 479.64%。

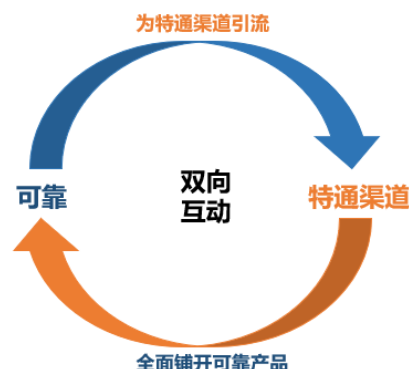
特通渠道进行客户引流是公司特渠业务的双向互动。公司可为某一养老机构引流, 为个体购买者提供养老机构七天试住的免费福利, 来帮助养老机构引流。同时养老机构使用可靠品牌纸尿裤, 反向帮助公司引流。随着养老机构的不断壮大, 公司纸尿裤的质量以及后期客户引流能力将愈发受到关注。凭借公司强大产品力以及养老机构的信用背书, 双向引流将不断增强公司品牌的覆盖率和影响力。

图 58: 公司直营零售特殊渠道三种模式


资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

图 59：公司与医药流通公司建立合作并初步获得营收/万元


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 60：可靠与特渠业务的双向互动


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4.2 ODM 业务：与下游品牌商优势互补，共享成长红利

募投项目打开产能天花板，研发中心升级提升产品竞争力。公司不断引入先进生产线，2018-2020 年公司一次性卫生用品产能从 18.08 亿片增长至 23.30 亿片，公司计划投资 54355.17 万元用于智能化工厂的建设，未来随着募投项目的落地，将针对婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、成人纸尿裤、成人拉拉裤、成人经期裤五类产品新增 10 条生产线，预计完全投产后可新增产能 11.66 亿片。同时公司投资 4389.23 万元用于研发中心的升级建设，项目包括先进的研发设备、改善公司研发硬件环境、专项课题深入研究，旨在提高公司研发新品的数量和质量，不断丰富产品系列。

图 61：智能工厂建设项目产能建设计划

序号	产品名称	生产线数量 (条)	设计产能 (万片/年)
1	婴儿纸尿裤	4	54216
2	婴儿拉拉裤	2	27108
3	成人纸尿裤	2	16264.8
4	成人拉拉裤	1	8132.4
5	成人经期裤	1	10843.2
合计		10	116564.4

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 62：研发中心升级项目研究课题

序号	课题名称
1	超柔速渗型3D复合纸尿裤的制备关键技术研究及应用
2	高吸收性聚丙烯酸钠吸水树脂的开发及其在卫材中的应用
3	生物可降解卫生护理用品的研发与应用
4	多孔吸附型除臭材料的开发及其在成人纸尿裤上的应用
5	基于SAP复合芯体的制备技术与应用
6	智能型纸尿裤的开发与应用
7	功能型非织造材料的研发和应用
8	可降解SAP的开发
9	天然抑菌型纸尿裤的开发与应用

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

强大的客户优势：与国内外终端品牌紧密合作，优势互补。首先，公司下游合作客户专注于品牌和渠道，擅长营销而没有自建工厂，缺乏自主生产产品的能力。因此竞争激烈的终端品牌的制胜关键是其背后 ODM 代工厂的产能之争，优质的 ODM 厂商属于稀缺资源。公司在婴幼儿护理产品生产方面积累了深厚的经验，能够为品牌商客户提供全系列服务，为客户提供从产品设计到生产制造，再到供应链保障的全流程服务，让品牌商客户能够专注于自身擅长的营销领域。强大的制造能力奠定优秀产品力，规模化的产能扩建不断增强客户粘性，为公司 ODM 业务持续稳定赋能。

图 63: 公司为下游品牌商提供全系列服务



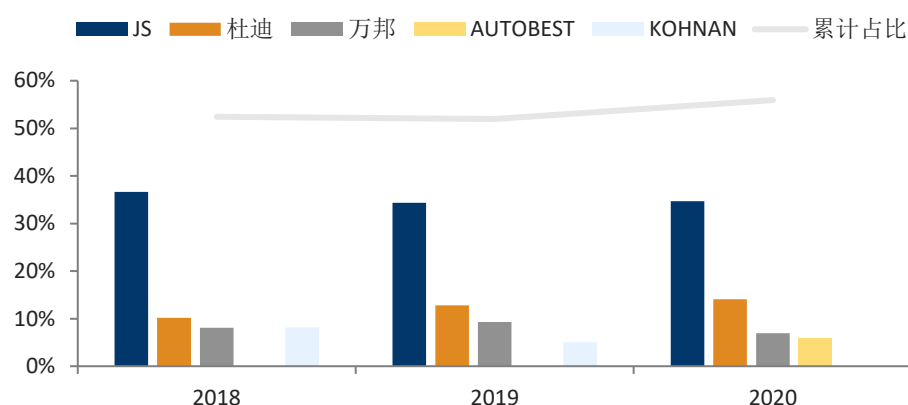
资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

图 64: 公司下游绑定国内外大客户, 客户优势强大



资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

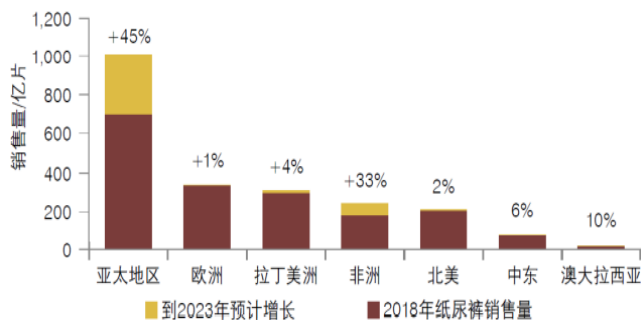
图 65: 2018-2020 年公司前五大客户销售占比



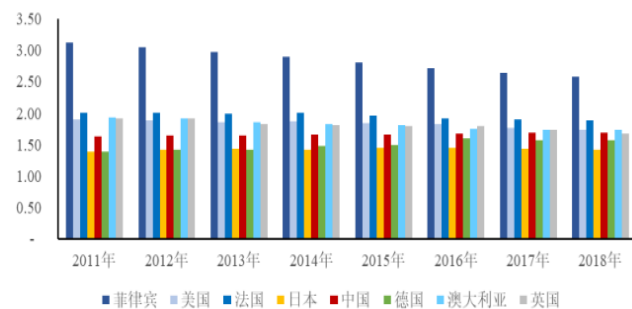
资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

第一大客户菲律宾 JS: 菲律宾 JS 为菲律宾最大的婴儿纸尿裤销售厂商之一, 2018-2020 年对公司贡献销售收入占营收比均在 34%以上, 是公司第一大客户。公司作为 JS 的 50%采购量的供应商, 两次签订为期五年的长期合作协议, 业务具有高度持续性。2016 年菲律宾 JS 的实际控制人通过 PACKWOOD 受让公司 250 万股的股份成为公司持股 3.68%的股东, 并持有至今。菲律宾婴童用品市场需求旺盛, 公司有望与第一大客户共享市场成长红利。

菲律宾人口基数大、生育率高。根据美国棉花公司 2018 年的调查, 预计到 2023 年全球婴儿纸尿裤销量将超过 2200 亿片, 其中亚洲市场销量增长最多为 45%, 得益于较大的人口基数和较高的生育率, 亚太地区仍将成为世界最大的纸尿裤市场。据世界银行的统计, 2020 年菲律宾总人口 1.08 亿, 是世界第十三大人口大国, 且仍处于增长中; 此外菲律宾生育率较高, 平均每名育龄妇女生育数为 2.58, 高于世界平均水平。

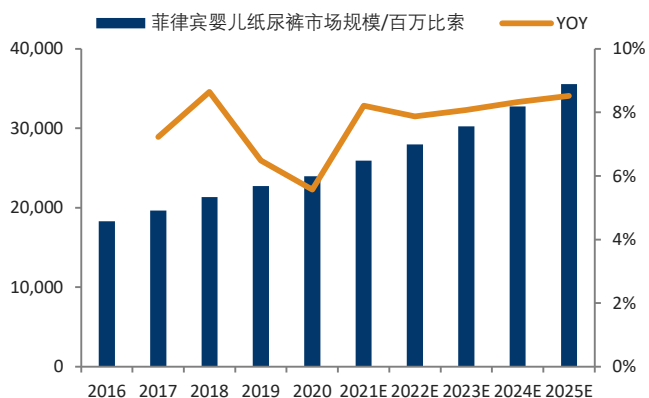
图 66: 亚太地区为全球婴儿纸尿裤销量最多的地区


资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

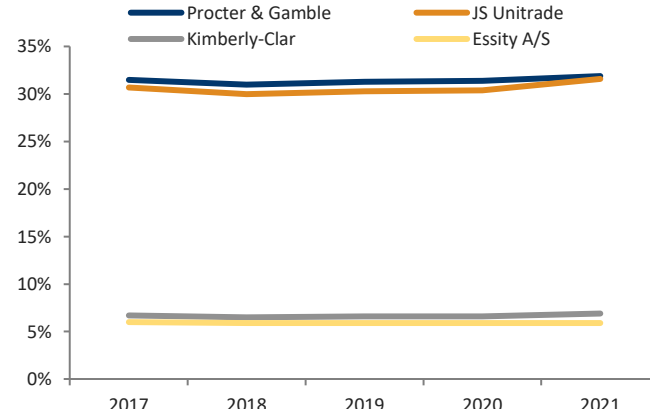
图 67: 菲律宾育龄妇女生育率高于世界平均水平


资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

菲律宾纸尿裤市场空间广阔，第一大客户 JS 份额领先。受益于菲律宾人口基数大、生育率高等因素，菲律宾婴儿纸尿裤市场空间快速增长，2020 年菲律宾婴儿纸尿裤市场规模达 23978 亿元，2016-2020 年年均复合增速为 7%。JS 是菲律宾最大的婴儿纸尿裤销售厂商之一，近年来市占率基本保持在 30%左右，旗下纸尿裤品牌 EQ 市占率始终保持在前两名。公司作为 JS 的第一大供应商，有望共享菲律宾纸尿裤市场成长红利。

图 68: 近年来菲律宾婴儿纸尿裤市场规模


资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

图 69: 菲律宾婴儿纸尿裤市场市占率 TOP4 公司


资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

其他客户方面: 公司与杜迪合资成立可艾公司，是杜迪的独家供应商。同时，公司还获得了万邦健康、杭州沐歆等国内新兴品牌商，以及日本 KOHNAN、新加坡 NTUC 等境外大型连锁超市的认可，并持续与公司合作至今。

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

我们预计:

1) 收入方面，量的方面，2021 年由于新生人口数量下降，销量同比有所下滑，2022-2023 年随着公司产能扩张以及新客户开拓，销量同比将有望提升；2021-2023 年随着成人失禁行业的不断发展，以及公司不断巩固行业第一地位和新建产能的投产，销量同比有望大幅增长。口罩方面，随着疫情放缓，销量将逐渐下滑。价格方面，随着公司减少对消费者的让利叠加消费升级大背景，预计各项产品价格将保持稳定或同比将有所提升。

2) 毛利率方面, 2021 年由于原材料和海运费上涨等因素, 公司毛利率有所下滑, 2022-2023 年公司主营产品价格小幅提升, 预计毛利率将呈现小幅提升的态势, 我们预计 2021-2023 年公司整体毛利率小幅提升。

3) 费用率方面, 公司收入持续扩张, 规模效应显现, 我们预计 2021-2023 年期间费用率持续下降, 整体盈利能力提升。

综上, 我们预计 2021-2023 年公司收入为 14.16/17.81/22.92 亿元, 同增-13.4%/25.7%/28.7%, 归母净利为 0.42/1.68/2.44 亿元, 同增-80.4%/299.7%/45.1%, 看好未来业绩成长性。

表 1: 公司业绩与盈利预测 (百万元)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总收入	1,174	1,635	1,416	1,781	2,292
增速	29.5%	39.3%	-13.4%	25.7%	28.7%
归母净利	87	214	42	168	244
增速	46.5%	144.7%	-80.4%	299.7%	45.1%
毛利率	27.0%	27.8%	21.7%	24.3%	25.8%
EPS	0.44	1.05	0.15	0.62	0.90

资料来源: 信达证券研发中心

估值与投资评级

相对估值: 公司从事成人失禁用品、婴幼儿护理用品和宠物卫生用品的生产、研发和销售, 可比上市公司包括豪悦护理、百亚股份等, 我们预计公司 2021-2023 年 EPS 为 0.15、0.62、0.90 元, 目前股价对应 2021-2023 年 PE 为 119.6、29.9、20.6 倍, 考虑到公司自主品牌业务在产品、品牌和渠道方面具的较强优势, 我们认为可以给予一定的估值溢价。

表 2: 可比公司 EPS 及估值对比

股票代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)				EPS (元)			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
605009.SH	豪悦护理	53.7	86	33.72	19.80	15.55	12.84	5.64	2.70	3.44	4.16
003006.SZ	百亚股份	15.39	66	58.95	28.24	22.38	18.00	0.43	0.54	0.68	0.84
	行业平均			46.34	24.02	18.97	15.42				
301009.SZ	可靠股份	18.5	50	0.00	119.65	29.94	20.64	1.05	0.15	0.62	0.90

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 股价为 2022 年 2 月 23 日收盘价; 豪悦护理、百亚股份为 wind 一致预期

绝对估值:

我们假设无风险收益率为 3.0%、风险溢价率为 7.0%、永续增长率为 1%, 通过 DCF 估值模型计算公司合理市值为 68.9 亿元, 对应目标价为 25.34 元。

估值结论及投资评级

综上, 我们给予公司目标价 25.34 元, 看好公司长期空间较大, 成长性较强, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素

终端需求增速大幅下滑: 公司收入增长驱动力主要来源于成人失禁用品和婴儿护理用品需

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 28

求持续增长，如果未来需求增速显著低于预期，将影响公司产品销量，导致业绩增长低于预期。

原材料价格大幅上涨：公司利润对产品成本较为依赖，如果未来主要原材料价格初显持续的大幅上涨，将严重影响公司业绩。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	570	849	716	809	1,106
货币资金	200	339	251	247	421
应收票据	1	1	1	1	2
应收账款	190	225	204	256	336
预付账款	5	14	13	16	20
存货	134	128	105	146	182
其他	40	142	142	143	145
非流动资产	502	644	733	958	1,127
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	341	486	558	732	849
无形资产	52	51	50	49	48
其他	109	108	125	178	230
资产总计	1,072	1,494	1,450	1,767	2,233
流动负债	608	806	649	792	1,004
短期借款	41	99	0	0	0
应付票据	269	396	356	436	556
应付账款	246	257	241	294	370
其他	52	53	52	62	79
非流动负债	6	7	7	7	7
长期借款	0	0	0	0	0
其他	6	7	7	7	7
负债合计	614	812	656	799	1,011
少数股东权益	59	68	70	77	87
归属母公司股东权益	399	613	723	891	1,135
负债和股东权益	1,072	1,494	1,450	1,767	2,233

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,174	1,635	1,416	1,781	2,292
同比(%)	29.5%	39.3%	-13.4%	25.7%	28.7%
归属母公司净利润	87	214	42	168	244
同比(%)	46.5%	144.7%	-80.4%	299.7%	45.1%
毛利率(%)	27.0%	27.8%	21.7%	24.3%	25.8%
ROE%	21.9%	34.9%	5.8%	18.8%	21.5%
EPS(摊薄)(元)	0.44	1.05	0.15	0.62	0.90
P/E	0.00	0.00	119.65	29.94	20.64
P/B	0.00	0.00	6.95	5.64	4.43
EV/EBITDA	-1.08	-0.69	39.67	16.63	11.54

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,174	1,635	1,416	1,781	2,292
营业成本	857	1,180	1,109	1,349	1,700
营业税金及附加	6	4	3	4	5
销售费用	118	65	127	125	160
管理费用	42	25	50	53	69
研发费用	44	59	53	66	84
财务费用	-4	22	-13	-16	-17
减值损失合计	-2	-35	-30	-5	-7
投资净收益	-7	1	1	1	2
其他	6	9	-5	4	5
营业利润	108	255	53	200	290
营业外收支	0	-1	-1	-1	-1
利润总额	108	254	52	199	289
所得税	15	31	8	24	35
净利润	93	223	44	175	254
少数股东损益	6	9	2	7	10
归属母公司净利润	87	214	42	168	244
EBITDA	147	350	120	288	399
EPS(当年)(元)	0.44	1.05	0.15	0.62	0.90

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	223	396	154	357	505
净利润	93	223	44	175	254
折旧摊销	35	42	83	112	138
财务费用	-3	25	3	0	0
投资损失	7	-1	-1	-1	-2
营运资金变动	89	71	-15	66	107
其它	2	36	39	6	8
投资活动现金流	-136	-311	-207	-362	-331
资本支出	-126	-221	-188	-343	-313
长期投资	-20	-100	0	0	0
其他	10	9	-19	-19	-18
筹资活动现金流	-138	28	-35	0	0
吸收投资	15	0	68	0	0
借款	41	139	-99	0	0
支付利息或股息	-180	-24	-3	0	0
现金流净增加额	-48	101	-88	-4	174

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究金榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

李媛媛，复旦大学金融硕士，三年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。