

证券研究报告

公司研究

点评报告

可靠股份 (301009.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

汲肖飞 纺服行业分析师

执业编号: S1500520080003

邮箱: jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 研究助理

邮箱: liyuanyuan@cindasc.com

相关研究

《双轮驱动护航成长, 打造成
人失禁龙头品牌》2022.2

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

婴儿护理需求趋缓, 成人失禁业务远景可期

2022年4月26日

事件: 公司 2021 年实现收入 11.86 亿元、同降-27.44%, 归母净利 0.40 亿元、同降 81.43%, 扣非净利 0.33 亿元、同降 83.42%, EPS 为 0.17 元, 公司计划每股派息 0.07 元 (含税), 短期公司业绩承压, 看好自主品牌业务长期发展。2022Q1 公司实现营收/归母净利润 3.22 亿元/0.02 亿元, 同降 3.34%/95.14%, 扣非净利润 0.01 亿元, 同降 96.31%。

点评:

- **“自主品牌+ODM 双轮驱动, 成人失禁业务平稳增长。**公司自主品牌、ODM 销售模式并行, 自主品牌业务以成人失禁品为主, 产品品类包括成人纸尿裤、拉拉裤、尿片和护理垫等。2021 年公司自主品牌业务实现营收 3.91 亿元, 同降 12.05%, 剔除防疫物资影响, 同增 6.05%。公司“可靠”品牌数年多年来蝉联全网单品销售冠军, 具有较强的影响力。ODM 业务方面, 2021 年公司 ODM 业务实现营收 7.78 亿元, 同降 33.81%, 剔除防疫物资收入影响, 同降 28.01%, 主要系国内婴儿出生率下降, 下游需求景气度放缓。
- **多渠道协同布局, 特通渠道等新兴零售模式享较强先发优势。**线下渠道方面, 除传统 KA、经销模式, 公司结合成人失禁用品使用场景特点, 积极开拓特渠和新零售领域, 增强公司品牌覆盖率和影响力。公司聚焦于四类零售终端客户, 包括重点医院小卖部及周边店铺、重点养老院、品牌连锁药店和社会团体慈善机构等, 在创新渠道布局方面有较强的先发优势。线上渠道方面, 公司结合电商平台采取直营或线上分销模式, 此外拓展直播带货、社区团购等新兴渠道, 以实现更大的市场覆盖和业务增长。
- **毛利率增长不及预期, 营销布局持续加码。**受各项业务毛利率下滑和高毛利率的口罩业务大幅缩减的推动, 2021 年公司总体毛利率为 18.64%, 同降 9.19PCT。分业务来看, 2021 年公司婴儿护理、成人护理、宠物护理用品毛利率分别为 17.33%、19.78%、8.15%, 同降 3.24PCT、6.76PCT、10.67PCT, 其中成人失禁品毛利率大幅下降主要系公司通过降低价格、适度让利以大力推广自主品牌。2022Q1 公司毛利率为 12.07%, 同降 13.3PCT。费用方面, 2021 年公司财务费用率同降 1.9PCT 至 -0.53%, 主要系汇兑损失同比减少、募集资金产生利息收入。受市场推广费用增加、人力成本增加等因素影响, 2021 年公司销售费用率达 7.64%, 同增 3.64PCT; 管理费用方面, 2021 年管理费用同增 1.61PCT 至 3.13%, 主要系公司社保和税收优惠取消、上市费用和折旧费用增加。2021 年公司库存量为 8224 万片, 同增 72.56%, 主要系一方面公司主动增加自主品牌库存备货, 另一方面受疫情影响 ODM 产品发货延误。
- **签约华与华助力品牌升级, 全渠道建设持续强化。**展望 2022 年, 公司将继续坚持“自主品牌+ODM”双轮驱动发展模式, 加强品牌引爆和渠道发展, 不断丰富差异化产品线。OBM 业务领域, 在品牌建设方面,

2021 年公司签约华与华咨询，聚焦于成人失禁品、定制独特策略和创意服务，加强消费者教育，实现品牌全面升级。在渠道方面，公司将进一步加强全渠道建设，在线上注入更多品牌推广和差异化产品；在线下加强各渠道铺货和业务拓展，实现线上线下互补互助型快速发展。ODM 业务领域，对内，公司坚持可艾工厂高端 ODM 定位、优选 ODM 战略客户，保持优质产能的有效利用；对外，公司进一步整合产品设计、生产解决方案、供应链能力，通过提供完整问题解决方案，加强服务能力和稳定供货能力。

盈利预测与投资评级：

- 由于公司业务扩展低于预期，我们下调 2022-23 年 EPS 为 0.36/0.57 元（原值为 0.56/0.79 亿元），新增 2024 年 EPS 预测为 0.75 元，目前股价对应 2022 年 33.47 倍 PE。长期来看，公司作为成人失禁护理龙头企业，将受益于行业发展，业绩成长空间较大，维持“买入”评级。
- **风险因素：**新冠疫情扩散风险、行业竞争加剧、原材料价格波动风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,635	1,186	1,493	1,794	2,112
同比(%)	39.3%	-27.4%	25.8%	20.2%	17.8%
归属母公司净利润	214	40	99	154	205
同比(%)	144.7%	-81.4%	149.1%	55.8%	33.1%
毛利率(%)	27.8%	18.6%	20.9%	22.0%	22.8%
ROE(%)	34.9%	2.8%	6.5%	9.2%	11.0%
EPS（摊薄）（元）	1.05	0.17	0.36	0.57	0.75
P/E	—	108.53	33.47	21.49	16.15
P/B	—	3.55	2.19	1.99	1.77

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 4 月 26 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	849	1,254	1,463	1,544	1,725
货币资金	339	884	1,041	1,013	1,113
应收票据	1	1	1	1	1
应收账款	225	176	206	262	305
预付账款	14	6	8	9	11
存货	128	154	173	223	258
其他	142	33	34	35	36
非流动资产	644	832	899	1,103	1,250
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	486	656	706	859	955
无形资产	51	87	86	85	84
其他	108	89	107	159	211
资产总计	1,494	2,086	2,362	2,646	2,976
流动负债	806	567	745	876	1,002
短期借款	99	0	0	0	0
应付票据	396	246	356	416	464
应付账款	257	282	346	409	477
其他	53	38	43	51	60
非流动负债	7	12	12	12	12
长期借款	0	0	0	0	0
其他	7	12	12	12	12
负债合计	812	579	757	888	1,014
少数股东权益	68	92	92	90	89
归属母公司	613	1,415	1,514	1,668	1,873
负债和股东权益	1,494	2,086	2,362	2,646	2,976

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,635	1,186	1,493	1,794	2,112
同比 (%)	39.3%	-27.4%	25.8%	20.2%	17.8%
归属母公司净利润	214	40	99	154	205
同比	144.7	-81.4%	149.1%	55.8%	33.1%
毛利率 (%)	27.8%	18.6%	20.9%	22.0%	22.8%
ROE%	34.9%	2.8%	6.5%	9.2%	11.0%
EPS (摊薄)(元)	1.05	0.17	0.36	0.57	0.75
P/E	—	108.53	33.47	21.49	16.15
P/B	—	3.55	2.19	1.99	1.77
EV/EBITDA	-0.68	46.67	11.48	8.11	6.00

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,635	1,186	1,493	1,794	2,112
营业成本	1,180	965	1,181	1,399	1,631
营业税金及附加	4	4	5	6	8
销售费用	65	91	102	127	137
管理费用	25	37	30	45	53
研发费用	59	49	52	72	82
财务费用	22	-6	-23	-24	-25
减值损失合	-35	-8	-30	-5	-7
投资净收益	1	5	6	8	9
其他	9	2	-5	4	4
营业利润	255	45	117	175	232
营业外收支	-1	-2	-1	-1	-1
利润总额	254	44	116	174	231
所得税	31	4	17	21	28
净利润	223	39	98	153	204
少数股东损益	9	0	-1	-1	-2
归属母公司净利润	214	40	99	154	205
EBITDA	351	89	199	284	368
EPS (当年)(元)	1.05	0.17	0.36	0.57	0.75

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	396	51	359	327	424
净利润	223	39	98	153	204
折旧摊销	42	55	105	133	159
财务费用	25	5	0	0	0
投资损失	-1	-5	-6	-8	-9
营运资金变	71	-58	123	43	62
其它	36	14	39	6	8
投资活动现金流	-311	-115	-202	-355	-324
资本支出	-221	-240	-188	-343	-313
长期投资	-100	120	0	0	0
其他	9	5	-14	-12	-11
筹资活动现金流	28	684	0	0	0
吸收投资	0	786	0	0	0
借款	139	50	0	0	0
支付利息或股息	-24	-1	0	0	0
现金流净增加额	101	617	157	-28	100

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，七年证券研究经验，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》研究今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，五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
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@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
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sunrong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@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	刘韵	13620005606	liuyun@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。

评级说明

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。	

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。