

可靠股份 (301009)

证券研究报告
2024年05月16日

坚持“自主品牌+ODM”双轮驱动发展

公司发布 23 年年报及 24 年一季报

24Q1 收入 2.8 亿, 同减 11%; 归母净利润 0.2 亿, 同增 65%; 扣非归母净利润 0.2 亿, 同增 86%; 23A 公司收入 11 亿, 同减 9%, 归母净利润 0.2 亿, 同增 147%; 扣非归母净利润 0.2 亿, 同增 136%; 其中 23Q4 收入 2.8 亿, 同减 19%, 归母净利润-0.07 亿, 扣非归母净利润-0.08 亿。

公司 2023 年拟派发现金红利 2014 万元 (含税), 分红率 100%;

分产品看, 23A 婴儿护理产品收入 3.9 亿, 同减 26%, 毛利率 18.3%, 同增 6pct; 成人护理产品 5.7 亿, 同增 6%; 毛利率 16%, 同增 3pct; 宠物护理产品 0.9 亿, 同减 8%, 毛利率 19.5%, 同增 15.7pct。

分地区, 23A 外销 4.7 亿, 同减 21%, 毛利率 19.4%, 同增 8pct; 内销 6.1 亿, 同增 4%, 毛利率 16.3%, 同增 2pct。

分模式, 23A 自有品牌收入 4.9 亿 (占 45%), 同增 10%, 毛利率 16.6%, 同增 2pct; ODM 5.6 亿 (占 52%), 同减 22%, 毛利率 17.3%, 同增 7pct。

公司 24Q1 毛利率 20%, 同增约 4pct, 净利率 6%, 同增约 3pct。

销售渠道优势逐步释放

公司加大国内线上、线下布局, 完善电商平台、内容营销、私域等新零售模式。线上加快电商和新兴渠道建设, 完善抖快布局; 线下加快全国拓展, 除经销商、直营零售、KA 等传统渠道外, 继续开拓医养渠道及各大“机构型”特通渠道, 同时积极参与各地长护险项目采购招标。

国际市场方面, 与欧洲、韩国等多个国家地区达成战略合作, 拓展公司自主品牌的国际化拓展合作业务, 开启自主品牌出海新征程。

ODM 方面注重与客户的战略性共赢。公司凭借国际标准的产品品质, 并通过不断优化产品解决方案, 维系了一批稳定的优质 ODM 客户, 在行业内具有较强的客户优势。公司选择具有战略合作意义的 ODM 业务客户培养, 将持续开发新产品、开拓新客户, 减少出生率下降带来的市场影响。

生产体系高质保供, 经营持续降本增效

公司依托国际先进的专业化生产设备和工艺技术, 产品生产线丰富, 自动化程度较高。公司供应链降本增效成果显著, 有效提升了公司毛利率水平。基于原材料行情趋势, 公司适时价格沟通、锁价锁量、按月调整分配供应商采购比例; 老材料寻找新供应商开发备选及成本优化、老供应商新材料替代开发、老供应商老材料备选成本优化。

此外, 目前常用物料除绒毛浆、包材外, 其他通用国产原材料执行创新仓库运行模式, 减少公司原材料库存, 提高库存周转; 同时通过仓库安全库存监管, 确保通用物料供应保障。

更新盈利预测, 维持“买入”评级

公司主要从事一次性卫生用品的设计、研发、生产和销售, 产品包括成人失禁用品、婴儿护理用品和宠物卫生用品等。公司坚持“自主品牌+ODM”双轮驱动发展模式, 将产品创新和工艺创新作为企业发展的核心驱动力, 以产品研发和用户为导向, 拓展品牌、抢占市场、突破行业空白点, 满足市场需求。考虑到婴儿纸尿裤受出生率下滑影响, 我们调整盈利预测, 预计公司 24-26 年归母净利润分别为 0.45/0.56/0.69 亿元 (24-25 年前值为 1.06/1.21 亿元), EPS 分别为 0.16/0.21/0.25 元/股, 对应 PE 分别为 56/44/36x。

投资评级

行业	美容护理/个护用品
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	9.14 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	271.86
流通 A 股股本(百万股)	97.60
A 股总市值(百万元)	2,484.80
流通 A 股市值(百万元)	892.04
每股净资产(元)	5.01
资产负债率(%)	27.63
一年内最高/最低(元)	13.48/6.80

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《可靠股份-季报点评:发力自有品牌, 23Q1-3 收入同增约 20%》 2023-11-03
- 《可靠股份-季报点评:成人失禁用品持续增长, 国内外 ODM 业务共同发展》 2022-05-05
- 《可靠股份-半年报点评:消化高基数, 产品升级&渠道深耕稳步推进, 关注成人失禁市场拐点爆发》 2021-08-22

风险提示： 婴儿出生率下降风险；市场竞争风险；原材料价格波动风险；客户集中风险等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,186.29	1,081.48	1,213.75	1,346.41	1,477.28
增长率(%)	(0.01)	(8.83)	12.23	10.93	9.72
EBITDA(百万元)	159.83	121.32	103.69	112.65	133.23
归属母公司净利润(百万元)	(43.13)	20.18	44.76	56.26	68.99
增长率(%)	(208.51)	(146.80)	121.73	25.69	22.64
EPS(元/股)	(0.16)	0.07	0.16	0.21	0.25
市盈率(P/E)	(57.61)	123.10	55.52	44.17	36.02
市净率(P/B)	1.84	1.81	1.70	1.58	1.47
市销率(P/S)	2.09	2.30	2.05	1.85	1.68
EV/EBITDA	16.35	17.08	17.16	13.72	13.50

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	689.46	863.06	744.38	987.47	740.66
应收票据及应收账款	264.29	196.30	264.08	264.22	325.49
预付账款	4.86	6.22	7.66	8.40	7.22
存货	182.42	114.82	199.81	159.42	232.60
其他	17.51	24.33	29.80	26.84	26.62
流动资产合计	1,158.53	1,204.73	1,245.72	1,446.35	1,332.59
长期股权投资	0.00	9.45	9.45	9.45	9.45
固定资产	571.89	542.20	572.93	604.16	645.14
在建工程	93.89	107.12	162.12	222.12	296.12
无形资产	84.86	82.51	80.21	77.90	75.60
其他	39.46	46.01	41.76	34.33	31.32
非流动资产合计	790.10	787.29	866.47	947.97	1,057.63
资产总计	1,948.63	1,992.02	2,112.19	2,394.32	2,390.22
短期借款	0.00	2.78	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	429.92	439.02	474.09	642.53	512.93
其他	37.57	37.49	47.51	49.49	49.98
流动负债合计	467.49	479.29	521.60	692.02	562.91
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	42.34	57.10	49.72	53.41	51.57
非流动负债合计	42.34	57.10	49.72	53.41	51.57
负债合计	516.88	542.40	571.32	745.43	614.47
少数股东权益	79.20	76.88	78.38	80.14	83.00
股本	271.86	271.86	271.86	271.86	271.86
资本公积	723.24	723.24	768.24	818.24	873.24
留存收益	357.46	377.64	422.40	478.65	547.64
其他	(0.00)	(0.01)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
股东权益合计	1,431.75	1,449.61	1,540.88	1,648.89	1,775.75
负债和股东权益总计	1,948.63	1,992.02	2,112.19	2,394.32	2,390.22

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	(56.25)	17.76	44.76	56.26	68.99
折旧摊销	65.27	58.51	56.57	61.07	66.32
财务费用	(16.26)	(6.13)	(24.51)	(30.58)	(27.86)
投资损失	(0.24)	3.34	(0.65)	0.82	1.17
营运资金变动	(39.56)	131.63	(122.73)	223.50	(260.73)
其它	9.83	22.59	1.50	1.76	2.87
经营活动现金流	(37.20)	227.70	(45.05)	312.83	(149.24)
资本支出	5.79	29.60	147.38	146.31	180.85
长期投资	0.00	9.45	0.00	0.00	0.00
其他	(117.93)	(112.30)	(286.73)	(297.13)	(361.02)
投资活动现金流	(112.14)	(73.25)	(139.35)	(150.82)	(180.17)
债权融资	38.56	33.30	20.71	31.09	27.60
股权融资	(0.02)	(0.00)	45.01	50.00	55.00
其他	(88.42)	(32.90)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(49.87)	0.40	65.72	81.09	82.60
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(199.21)	154.85	(118.69)	243.09	(246.81)

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,186.29	1,081.48	1,213.75	1,346.41	1,477.28
营业成本	1,030.90	890.56	991.63	1,102.71	1,203.99
营业税金及附加	3.13	7.66	3.03	3.23	3.55
销售费用	95.18	99.47	103.17	113.10	122.61
管理费用	30.33	35.97	32.77	35.01	36.93
研发费用	50.98	44.11	46.12	48.47	50.23
财务费用	(38.75)	(28.48)	(24.51)	(30.58)	(27.86)
资产/信用减值损失	(78.68)	(20.56)	(11.30)	(10.12)	(8.41)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.24	(3.34)	0.65	(0.82)	(1.17)
其他	148.43	35.87	0.00	0.00	0.00
营业利润	(55.47)	20.23	50.87	63.53	78.26
营业外收入	0.70	0.42	0.33	0.39	0.46
营业外支出	1.61	1.20	1.47	1.54	1.45
利润总额	(56.37)	19.45	49.74	62.38	77.27
所得税	(0.13)	1.69	3.48	4.37	5.41
净利润	(56.25)	17.76	46.26	58.02	71.86
少数股东损益	(13.12)	(2.42)	1.50	1.76	2.87
归属于母公司净利润	(43.13)	20.18	44.76	56.26	68.99
每股收益(元)	(0.16)	0.07	0.16	0.21	0.25

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-0.01%	-8.83%	12.23%	10.93%	9.72%
营业利润	-222.44%	-136.48%	151.45%	24.88%	23.18%
归属于母公司净利润	-208.51%	-146.80%	121.73%	25.69%	22.64%
获利能力					
毛利率	13.10%	17.65%	18.30%	18.10%	18.50%
净利率	-3.64%	1.87%	3.69%	4.18%	4.67%
ROE	-3.19%	1.47%	3.06%	3.59%	4.08%
ROIC	-16.58%	-1.07%	4.48%	4.05%	7.44%
偿债能力					
资产负债率	26.53%	27.23%	27.05%	31.13%	25.71%
净负债率	-48.06%	-59.11%	-48.15%	-59.71%	-41.56%
流动比率	2.44	2.48	2.39	2.09	2.37
速动比率	2.06	2.25	2.01	1.86	1.95
营运能力					
应收账款周转率	5.38	4.70	5.27	5.10	5.01
存货周转率	7.05	7.28	7.72	7.50	7.54
总资产周转率	0.59	0.55	0.59	0.60	0.62
每股指标(元)					
每股收益	-0.16	0.07	0.16	0.21	0.25
每股经营现金流	-0.14	0.84	-0.17	1.15	-0.55
每股净资产	4.98	5.05	5.38	5.77	6.23
估值比率					
市盈率	-57.61	123.10	55.52	44.17	36.02
市净率	1.84	1.81	1.70	1.58	1.47
EV/EBITDA	16.35	17.08	17.16	13.72	13.50
EV/EBIT	26.12	30.65	37.77	29.98	26.88

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com