

**投资评级 优于大市 维持**

## 抓住老龄化市场，静待业绩反弹

### 股票数据

04月29日收盘价(元)	12.23
52周股价波动(元)	11.55-38.22
总股本/流通A股(百万股)	272/61
总市值/流通市值(百万元)	3325/748

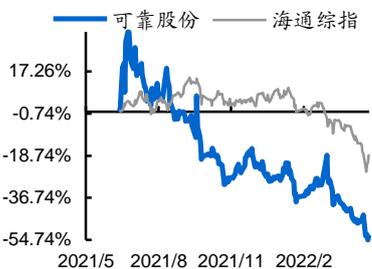
### 相关研究

《承压于婴护代工需求走弱，自有品牌成人产品后势可期》2022.02.07

《新生儿数量下滑影响订单，长护险新进展有望助推成人失禁用品业务加速》2021.11.05

《自主品牌业务保持相对稳定，后势可期》2021.08.25

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-19.4	-31.1	-25.5
相对涨幅(%)	-16.6	-18.8	-13.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:郭庆龙

Email:gql13820@htsec.com

证书:S0850521050003

联系人:吕科佳

Email:lkj14091@htsec.com

### 投资要点:

- **公司发布2021年年报:** 2021年全年公司实现收入11.86亿元, YoY-27.44%; 归母净利润0.40亿元, YoY-81.43%; 扣非净利润0.33亿元, YoY-83.42%。剔除防疫物资收入影响, 营业收入同比下降19.01%。2021H2公司实现营业收入5.56亿元, YoY-33.47%; 归母净利润-0.28亿元, YoY-133.40%; 扣非净利润-0.31亿元, YoY-141.58%。
- **公司发布2022年一季报:** 2022Q1公司实现收入3.22亿元, YoY-3.34%; 归母净利润0.02亿元, YoY-95.14%; 扣非净利润0.01亿元, YoY-96.31%。
- **抓住老龄化市场，静待业绩反弹:**
- **分产品来看:** 2021年全年公司成人失禁用品实现收入4.64亿元, 同比增长8.07%, 2021H2实现收入2.40亿元, 同比增长7.03%, 我们判断, 公司成人失禁用品业绩增长主要得益于: 1) 银发经济带来的市场; 2) 居民人均可支配收入增加和个人护理意识增强; 3) 公司品牌影响力突出。宠物卫生用品2021年全年实现收入0.88亿元, 同比增长13.87%, 2021H2实现收入0.48亿元, 同比增长19.33%, 我们判断这主要得益于宠物行业市场规模的增长以及宠物消费升级。婴儿护理用品2021年全年实现收入6.12亿元, 同比降低34.81%, 2021H2实现收入2.59亿元, 同比降低52.29%, 受新生儿出生率降低影响婴儿护理用品业务转入存量市场。口罩及其他业务2021年全年实现收入0.23亿元, 同比降低88.09%, 2021H2实现收入0.10亿元, 同比降低65.99%。
- **盈利预测与评级:** 我们预计公司22-24年净利润分别为1.1、1.5、1.9亿元, 同比增长174.3%、34.0%、32.1%, 当前收盘价对应22-23年PE为31、23倍。综合2022年对应的相对估值及绝对估值两种估值方法, 取所得结果的较低区间部分, 预计公司对应的合理价值区间为14.84~15.24元。给予“优于大市”评级。
- **风险提示:** 原材料价格持续提升, 下游需求景气度不及预期。

### 主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1635	1186	1420	1685	1998
(+/-)YoY(%)	39.3%	-27.4%	19.7%	18.7%	18.6%
净利润(百万元)	214	40	109	146	193
(+/-)YoY(%)	144.7%	-81.4%	174.3%	34.0%	32.1%
全面摊薄EPS(元)	0.79	0.15	0.40	0.54	0.71
毛利率(%)	27.8%	18.6%	20.7%	21.8%	22.9%
净资产收益率(%)	34.9%	2.8%	7.1%	8.7%	10.3%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 海通证券研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

● **分销售模式来看:** 公司采用“自主品牌+ODM 双轮驱动”的发展模式, 自主品牌主攻成人失禁用品业务, ODM 深耕婴儿护理用品市场和宠物护理用品市场。2021 年全年, 公司自有品牌业务实现收入 3.91 亿元, 同比降低 12.05%, 剔除防疫物资影响后, 自有品牌业务同比增加 6.15%, 其主要销售模式为经销商模式、直营零售模式、KA 模式和线上销售模式。2018-2020 年, 自主品牌线上销售收入占比都在 70%+, 公司通过和天猫、京东、拼多多等平台合作, 积极布局线上渠道、抢占线上市场。2021 年全年, 公司 ODM 业务实现收入 7.78 亿元, 同比降低 33.81%, 剔除防疫物资影响后 ODM 业务同比降低 28.01%。2021 年全年其他业务实现收入 0.17 亿元, 同比增加 14.04%。

● **利润空间近期承压:** 2021 年全年公司毛利率为 18.64%, 同比-9.19pct; 净利率为 3.32%, 同比-10.32pct; 2021Q4 公司毛利率为 7.56%, 同比-16.42pct, 净利率为-10.39%, 同比-22.61pct; 2022Q1 公司毛利率为 12.07%, 同比-13.31pct, 净利率为 0.39%, 同比-12.27pct。费用率方面, 2021 年全年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 7.64%、3.13%、4.15%, 分别同比+3.64pct、+1.61pct、+0.55pct; 2021Q4 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 8.64%、3.71%、4.16%, 分别同比+3.54pct、+2.20pct、+1.24pct; 2022 年 Q1 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 6.90%、2.04%、3.53%, 分别同比+1.35pct、+0.38pct、0.32pct。2021 年全年, 公司销售费用达到 0.91 亿元, 同比+38.58%, 其中, 市场推广费支出为 0.60 亿元, 同比增加 41.12%, 职工薪酬支出为 0.24 亿元, 同比增长 33.83%。2021Q4, 公司销售费用为 0.28 亿元, 同比增长 34.70%。

表 1 可靠股份分业务盈利预测

单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成人失禁用品</b>				
销售收入	464	626	833	1091
增长率 (YoY)	8.1%	35.0%	33.0%	31.0%
毛利率	19.8%	22.0%	23.0%	24.0%
<b>婴儿护理用品</b>				
销售收入	612	679	735	788
增长率 (YoY)	-34.8%	10.9%	8.3%	7.2%
毛利率	17.3%	19.0%	20.0%	21.0%
<b>宠物卫生用品</b>				
销售收入	88	90	92	94
增长率 (YoY)	13.9%	2.5%	2.2%	2.2%
毛利率	8.2%	11.0%	12.0%	13.0%
<b>其他产品</b>				
销售收入	23	25	25	25
增长率 (YoY)	-88.1%	10.7%	0.0%	0.0%
毛利率	71.3%	72.0%	72.5%	73.0%
<b>合计</b>				
销售收入	1186	1420	1685	1998
增长率 (YoY)	-27.4%	19.7%	18.7%	18.6%
毛利率	18.6%	20.7%	21.8%	22.9%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

● **盈利预测 (相对估值):** 我们预计公司 22-24 年净利润分别为 1.1、1.5、1.9 亿元, 同比增长 174.3%、34.0%、32.1%, 当前收盘价对应 22-23 年 PE 为 31、23 倍, 公司作为吸收性卫生用品龙头企业, 参考可比公司给予公司 2022 年 37-38 倍 PE 估值, 对应合理价值区间 14.84-15.24 元。

表 2 同类公司对比估值表

上市公司	证券代码	主营业务	收盘价 (元)	PE (2022E, 倍)
百亚股份	003006.SZ	一次性卫生用品的研发、生产和销售	9.9	15.9
中顺洁柔	002511.SZ	生活用纸研发、生产和销售	10.5	20.2
依依股份	001206.SZ	卫生护理用品生产企业	30.1	21.4
豪悦护理	605009.SH	一次性卫生用品研发生产	35.4	13.7
平均				17.8

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: PE 为 Wind 一致预期, 收盘价为 2022 年 04 月 29 日收盘价

● **盈利预测 (绝对估值):** 采用 DCF 现金流折现法, 我们中性测算可靠股份股票价值可达到 44.07 元。

➢ **相关假设:**

- 无风险利率：五年期中国国债收益率，2.58%；
- 风险溢价：沪深 300 五年间复合增长率（8.34%）与五年期中国国债收益率（2.58%）差值，5.76%；
- $\beta$  系数：选择可比公司平均  $\beta$  系数，0.91；
- 股票贴现  $K_e$ 、永续增长率：为假定值，并进行敏感性分析。

**表 2 可靠股份 DCF 模型系数**

无风险利率	2.58%
风险溢价	5.76%
$\beta$ 系数	0.91
股票贴现 $K_e$	7.83%
永续增长率	1.00%

资料来源：Wind，海通证券研究所

**表 3 可靠股份 DCF 模型现金流折现（单位：百万元人民币）**

FCFE 模型	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	TV	合计
FCFE	-78.05	17.40	139.36	286.54	412.90	549.47	696.81	855.27	1,025.43	1,206.12	17,830.99	22,942.25
PV	-72.38	14.97	111.15	211.93	283.21	349.51	411.04	467.87	520.22	567.44	8,388.92	11,253.89

资料来源：Wind，海通证券研究所

**表 4 可靠股份 DCF 模型针对公司股票价值（元）的敏感性分析**

折现率 \ 永续增长率	折现率						
	7.23%	7.43%	7.63%	7.83%	8.03%	8.23%	8.43%
0.40%	46.10	44.44	42.88	41.41	40.02	38.70	37.46
0.60%	47.14	45.41	43.78	42.24	40.80	39.43	38.14
0.80%	48.25	46.44	44.73	43.13	41.62	40.20	38.86
1.00%	49.43	47.53	45.74	44.07	42.49	41.01	39.61
1.20%	50.69	48.69	46.81	45.06	43.41	41.87	40.41
1.40%	52.04	49.93	47.96	46.12	44.39	42.77	41.25
1.60%	53.48	51.25	49.17	47.24	45.43	43.73	42.14

资料来源：Wind，海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>1186</b>	<b>1420</b>	<b>1685</b>	<b>1998</b>
每股收益	0.15	0.40	0.54	0.71	营业成本	965	1125	1317	1540
每股净资产	5.20	5.62	6.18	6.91	毛利率%	18.6%	20.7%	21.8%	22.9%
每股经营现金流	0.19	1.33	1.64	2.06	营业税金及附加	4	5	6	7
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	91	99	118	140
P/E	83.65	30.50	22.76	17.22	营业费用率%	7.6%	7.0%	7.0%	7.0%
P/B	2.35	2.17	1.98	1.77	管理费用	37	36	42	50
P/S	2.80	2.34	1.97	1.66	管理费用率%	3.1%	2.5%	2.5%	2.5%
EV/EBITDA	46.67	7.81	5.90	4.39	EBIT	34	113	152	202
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-6	-8	-9	-11
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
毛利率	18.6%	20.7%	21.8%	22.9%	资产减值损失	-8	-1	-1	-1
净利润率	3.4%	7.7%	8.7%	9.7%	投资收益	5	2	2	2
净资产收益率	2.8%	7.1%	8.7%	10.3%	<b>营业利润</b>	<b>45</b>	<b>118</b>	<b>159</b>	<b>210</b>
资产回报率	1.9%	4.8%	5.8%	6.8%	营业外收支	-2	1	1	1
投资回报率	2.0%	6.3%	7.8%	9.3%	<b>利润总额</b>	<b>44</b>	<b>119</b>	<b>160</b>	<b>211</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	89	322	421	531
营业收入增长率	-27.4%	19.7%	18.7%	18.6%	所得税	4	11	15	20
EBIT 增长率	-89.0%	232.4%	35.0%	32.9%	有效所得税率%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%
净利润增长率	-81.4%	174.3%	34.0%	32.1%	少数股东损益	0	-1	-1	-2
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>40</b>	<b>109</b>	<b>146</b>	<b>193</b>
资产负债率	27.7%	28.8%	29.8%	30.5%					
流动比率	2.21	1.90	1.78	1.82	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
速动比率	1.93	1.65	1.53	1.57	货币资金	884	817	847	1000
现金比率	1.56	1.27	1.15	1.18	应收账款及应收票据	177	211	250	296
<b>经营效率指标</b>					存货	154	154	177	203
应收账款周转天数	54.26	54.00	54.00	54.00	其它流动资产	39	41	43	45
存货周转天数	58.21	50.00	49.00	48.00	流动资产合计	1254	1223	1317	1544
总资产周转率	0.57	0.62	0.67	0.71	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.81	1.89	2.14	2.62	固定资产	656	752	787	763
					在建工程	32	132	232	332
					无形资产	87	112	127	132
					非流动资产合计	832	1053	1204	1285
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>资产总计</b>	<b>2086</b>	<b>2276</b>	<b>2521</b>	<b>2829</b>
净利润	40	109	146	193	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	-1	-1	-2	应付票据及应付账款	528	595	682	785
非现金支出	65	214	274	334	预收账款	0	4	5	6
非经营收益	4	-3	-3	-3	其它流动负债	38	44	51	60
营运资金变动	-58	41	31	37	流动负债合计	567	644	739	851
<b>经营活动现金流</b>	<b>51</b>	<b>361</b>	<b>447</b>	<b>560</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-240	-429	-419	-409	其它长期负债	12	12	12	12
投资	120	0	0	0	非流动负债合计	12	12	12	12
其他	5	2	2	2	<b>负债总计</b>	<b>579</b>	<b>656</b>	<b>750</b>	<b>863</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-115</b>	<b>-427</b>	<b>-417</b>	<b>-407</b>	实收资本	272	272	272	272
债权募资	-99	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1415	1529	1680	1878
股权募资	786	0	0	0	少数股东权益	92	91	90	89
其他	-3	0	0	0	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>2086</b>	<b>2276</b>	<b>2521</b>	<b>2829</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>684</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>617</b>	<b>-67</b>	<b>30</b>	<b>153</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 29 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

郭庆龙 造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：喜临门,江山欧派,仙鹤股份,蓝月亮集团,劲嘉股份,太阳纸业,居然之家,好莱客,恒安国际,五洲特纸,王力安防,奥瑞金,索菲亚,晨光股份,齐心集团,共创草坪,思摩尔国际,裕同科技,集友股份,欧派家居,山鹰国际,恒林股份,好太太,乐歌股份,久祺股份,海鸥住工,中顺洁柔,敏华控股,志邦家居,梦百合

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下,本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。