

可靠股份（301009）深度研究报告

专注创新，铸就成人失禁龙头

- ❖ **婴儿卫生用品代工起家，攻入成人失禁赛道。**公司自2001年成立以来，始终专注于一次性卫生用品的设计、研发、生产和销售，产品包括婴儿护理用品、成人失禁用品和宠物卫生用品，2022H1分别占比47%/43%/8%。公司采用“ODM+自主品牌双轮驱动”的发展模式，ODM业务领域与菲律宾JS（菲律宾市占率第二）、杜迪公司等知名婴儿护理用品品牌商建立长期稳定合作关系，自主品牌业务方面，拥有“可靠”“吸收宝”“安护士”等多个品牌，其中“可靠”多年蝉联成人失禁市场市占率第一。
- ❖ **成人失禁行业：空间广阔，集中度仍待提升。**1) **规模：起步初期，规模提升还需消费者教育及政策支持。**成人失禁用品市场规模=潜在消费群体*渗透率*人均消费额，市场规模提升驱动因素主要为①老龄化趋势推动潜在消费群体增长；②渗透率提升：我国成人失禁用品渗透率远低于发达国家，2019年仅为3%，远低于世界平均水平12%，日本、欧美等地区已达到50%以上。③人均消费额提升，来源于可支配收入提升+代际变化+政策扶持。2) **格局：当前阶段，消费者购买时仍主要考察性价比，品牌认知较弱，因此市场参与者众多，集中度较低，且近年来出现下滑，2021年品牌CR4仅为22.3%，对比美国、日本CR4超60%，集中度仍有较大提升空间；**预计随头部企业加强消费者教育，在行业初期抢占用户心智，伴随行业发展有望获得靓丽表现。具体看，“可靠”2018年市场份额超过“安而康”成为第一，且在之后持续领先。3) **渠道：不同渠道扮演角色出现差异（传统/电商渠道分别扮演首次接触/重复消费角色），**电商购物逐渐成为主要消费方式，线下非零售渠道（医院、卫生保健渠道）等占比亦在不断提升。
- ❖ **产品矩阵完善，综合表现优异。**1) **产品矩阵完善：**“可靠”“吸收宝”“安护士”等品牌分别定位高端/精品/大众，涵盖各层级消费者。同时公司产品性价比优于竞品；2) **重视研发投入：**研发费用率从2018年的3.77%提升至2022Q1-3的4.47%；3) **不断提升质量：**纸尿裤作为贴身用品消费者感受十分重要，具体看老年人主要关注成人纸尿裤的吸收性、透气性以及是否干净卫生，可靠在此应用新材料、打造专业研发团队等，专利数行业领先。
- ❖ **渠道布局多元，电商先发优势显著。**1) 公司渠道布局多元：包含经销商、直营零售、KA、线上等；线下不仅在经济发达地区补充直营零售模式，聚焦养老院等客户，还积极开拓特渠及新零售等领域，与华东医药等建立合作关系；2) 电商先发优势显著：公司2012年即试水电商渠道，2013年组建专业电商团队，并在2015年成为线上第一，先发优势显著。
- ❖ **成人失禁护理龙头，ODM+自主品牌双轮驱动。**公司深植个护护理，产品优质&渠道多元，多年蝉联成人失禁行业冠军；未来随老龄化趋势延续及渗透率提升，成人失禁业务有望享受行业发展红利，同时代工业务在加深客情维护和升级品质下仍有望保持平稳增长。但考虑到2022年木浆及其他原材料价格横盘高位，我们预计2022-2024年分别实现归母净利润-0.45/0.75/1.26亿元，23-24年对应当前股价PE为45/26X；参考绝对估值法，给予目标价16.7元/股，首次覆盖给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**线上增长不及预期，婴儿护理业务恢复不及预期，行业竞争加剧。

主要财务指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万)	1,186	1,216	1,403	1,637
同比增速(%)	-27.4%	2.5%	15.4%	16.6%
归母净利润(百万)	39	-45	75	126
同比增速(%)	-81.4%	-213.3%	264.6%	70.5%
每股盈利(元)	0.15	-0.17	0.27	0.46
市盈率(倍)	83	-73	45	26
市净率(倍)	2.3	2.7	3.0	2.7

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2023年3月16日收盘价

推荐（首次）

目标价：16.7元

当前价：12.17元

华创证券研究所

证券分析师：刘佳昆

邮箱：liujiakun@hcyjs.com

执业编号：S0360521050002

公司基本数据

总股本(万股)	27,186.00
已上市流通股(万股)	9,956.68
总市值(亿元)	33.09
流通市值(亿元)	12.12
资产负债率(%)	26.35
每股净资产(元)	5.19
12个月内最高/最低价	16.56/10.08

市场表现对比图(近12个月)



投资主题

报告亮点

本篇报告亮点主要为：1）拆分成人失禁市场规模影响因素，厘清规模增长究竟凭何实现；2）梳理公司发展历程及当前战略，判断其业绩增长催化，梳理公司自身优势。

投资逻辑

可靠股份是国内成人失禁领军品牌，2008年推出自有品牌，产品弥补了国内市场空白，并随后凭借优质高性价比产品、电商渠道高速增长以及强大品牌IP夺得市场第一宝座。我们认为受益于老龄化趋势延续及渗透率提升，成人失禁用品市场规模有望持续提升；可靠作为行业龙头，有望享受行业发展红利，同时凭借自身产品优势、广泛渠道布局及强大品牌力，获取更多市场份额。

关键假设、估值与盈利预测

成人失禁护理龙头，ODM+自主品牌双轮驱动。公司深植个护护理，产品优质&渠道多元，多年蝉联成人失禁行业冠军；未来随老龄化趋势延续及渗透率提升，成人失禁业务有望享受行业发展红利，同时代工业务在加深客情维护和升级品质下仍有望保持平稳增长。短期营收分业务看，婴儿护理用品在加强客户联系下有望恢复增长；成人失禁用品处成长期，或维持中高速增长；宠物卫生用品或基本维持21年表现；口罩及其他业务在防疫政策优化下体量预计持续缩小；毛利率方面，随公司主要原材料SAP、木浆等价格同比下滑，毛利率将迎改善。考虑到2022年木浆及其他原材料价格横盘高位，我们预计2022-2024年分别实现归母净利润-0.45/0.75/1.26亿元，23/24年对应当前股价PE分别为45/26X；参考绝对估值法，给予目标价16.7元/股，首次覆盖给予“推荐”评级。

目 录

一、公司介绍：ODM+自主品牌双轮驱动，成人失禁品牌全国领先.....	6
（一）婴儿卫生用品代工起家，攻入成人失禁赛道.....	6
（二）股权激励绑定核心人员，股权集中&人员资深.....	7
（三）业绩下滑主要系婴儿业务拖累，成人护理延续靓丽表现.....	8
二、成人失禁：行业空间广阔，可靠稳居第一.....	10
（一）行业：起步初期，集中度仍待提升.....	10
1、规模：起步初期，规模提升还需消费者教育及政策支持.....	10
2、竞争格局：参与者众多，集中度仍待提升.....	11
3、渠道：电商购物逐渐成为主要消费方式，不同渠道扮演角色出现差异.....	12
（二）可靠亮点：产品矩阵&渠道布局完善，品牌 IP 持续打造.....	12
1、产品矩阵：多品牌涵盖全层级消费者.....	12
2、渠道铺设：线上线下协同发力，先发优势显著.....	14
三、ODM：经验丰富，与客户业务优势互补.....	16
四、盈利预测与估值.....	17
五、风险提示.....	18

图表目录

图表 1	可靠股份 2022H1 营收构成	6
图表 2	公司 ODM 及自主业务示意	6
图表 3	可靠股份发展历程	7
图表 4	可靠股份股权结构	7
图表 5	可靠股份管理层经验丰富	8
图表 6	可靠股份主营收入表现（百万元，%）	8
图表 7	浆价上行&加大营销投入拖累净利表现	8
图表 8	可靠股份主营收入分产品拆分	9
图表 9	可靠股份原材料构成	9
图表 10	21 年浆价大幅提升	9
图表 11	高分子（SAP）价格 21 年大幅提升	9
图表 12	可靠 21 年销售/管理费用率同比提高	9
图表 13	中国成人失禁用品市场规模	11
图表 14	我国成人失禁用品渗透率低（2019 年）	11
图表 15	中国成人失禁用品市场构成	11
图表 16	日本成人失禁用品市场构成	11
图表 17	65 周岁以上人口数量及占比（万人，%）	11
图表 18	成人失禁用品毛利率低于卫生巾	11
图表 19	我国成人失禁市场集中度不高	12
图表 20	成人失禁用品 CR5 不断下滑	12
图表 21	成人失禁用品渠道分布	12
图表 22	电商渠道规模不断提升	12
图表 23	可靠股份成人失禁品牌矩阵完善	13
图表 24	淘系平台线上前五品牌主要产品价格列示（元/片）	13
图表 25	可靠纸尿裤综合表现突出	13
图表 26	可靠重视研发投入	14
图表 27	公司专利数同行业领先（项）	14
图表 28	成人失禁用品渠道分布	15
图表 29	可靠自主品牌各渠道营收增量贡献	15
图表 30	线上三种销售模式示意	15
图表 31	可靠淘系市占率 22 年约 17%	15
图表 32	ODM 主要以婴儿护理用品为主（2020 年）	16
图表 33	JS 及杜迪公司营收表现及对 ODM 增量贡献	16

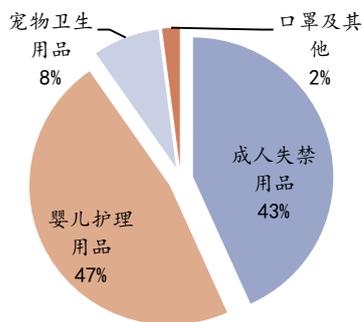
图表 34	菲律宾婴儿护理产品市场 21 年出现下滑	16
图表 35	菲律宾婴儿护理产品市场拆分量价	16
图表 36	可靠股份营收拆分及预测（百万元）	17
图表 37	原油价格出现下滑	18
图表 38	出厂价-原材料弹性测算（以 22Q3 为基础）	18

一、公司介绍：ODM+自主品牌双轮驱动，成人失禁品牌全国领先

（一）婴儿卫生用品代工起家，攻入成人失禁赛道

婴儿卫生用品代工起家，攻入成人失禁赛道。公司自 2001 年成立以来，始终专注于一次性卫生用品的设计、研发、生产和销售，产品包括婴儿护理用品、成人失禁用品和宠物卫生用品，2022H1 分别占比 47%/43%/8%。公司采用“ODM+自主品牌双轮驱动”的发展模式，ODM 业务领域与菲律宾 JS（菲律宾市占率第二）、杜迪公司等知名婴儿护理用品品牌商建立长期稳定合作关系，自主品牌业务方面，拥有“可靠”“吸收宝”“安护士”等多个品牌，其中“可靠”多年蝉联国内成人失禁市场市占率第一。

图表 1 可靠股份 2022H1 营收构成



资料来源：公司公告，华创证券

图表 2 公司 ODM 及自主业务示意



资料来源：公司公告，华创证券

注：图中为 2021 年营收占比，1% 为其他营收，不归为 ODM/自主品牌

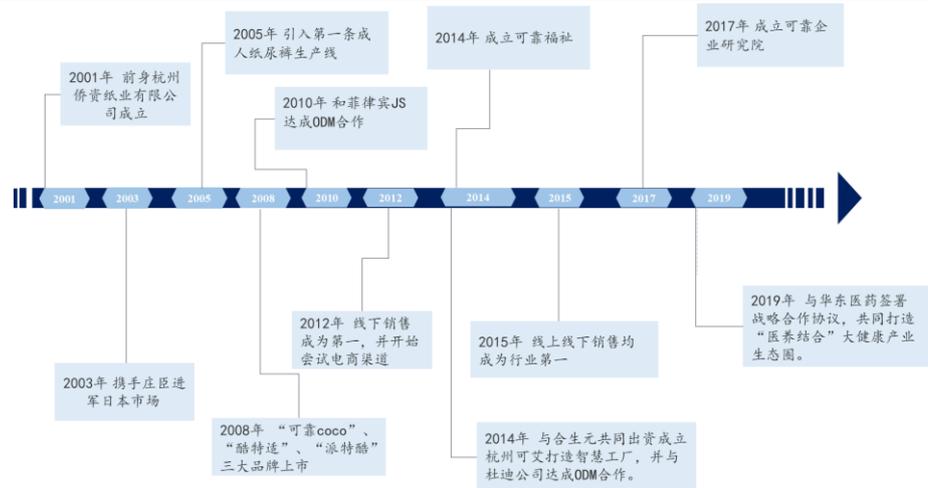
公司发展历程主要分为以下三个阶段：

1) 2001-2007：以优质产品为矛，成为出色 ODM 厂商。2001 年，前身杭州侨资纸业有限公司成立；2003 年，携手庄臣进军日本市场，迭代技术积累经验，贸易市场涉及日本、韩国多地；2005 年，引入第一条成人纸尿裤生产线。

2) 2008-2015：以外贸养内贸，以婴裤养成裤，ODM+自有品牌双轮驱动。2008 年，金融危机爆发致海外需求萎缩，可靠转向国内市场，推出自有品牌“可靠 coco”等，并提出“以外贸养内贸，以婴裤养成裤”的策略。成人纸尿裤方面，2012 年线下销售成为第一，但利润回报不突出，开始尝试电商渠道，并在高毛利驱动下逐步转变渠道重心，自 2013 年起，公司成人护理系列产品蝉联全国失禁护理全网销售冠军。婴儿纸尿裤方面，2010 年和菲律宾 JS 达成 ODM 合作；2014 年，与合生元共同出资成立杭州可艾打造智慧工厂，并与杜迪公司达成 ODM 合作。

3) 2015-至今：提出福祉概念，建立养老生态圈。可靠不断加大养老资源投入，自 2014 年成立可靠福祉（全方位解决老人生活问题）后；2017 年成立可靠企业研究院，聚焦产品创新升级；2019 年，与华东医药签署战略合作协议，共同打造“医养结合”大健康产业生态圈。

图表 3 可靠股份发展历程

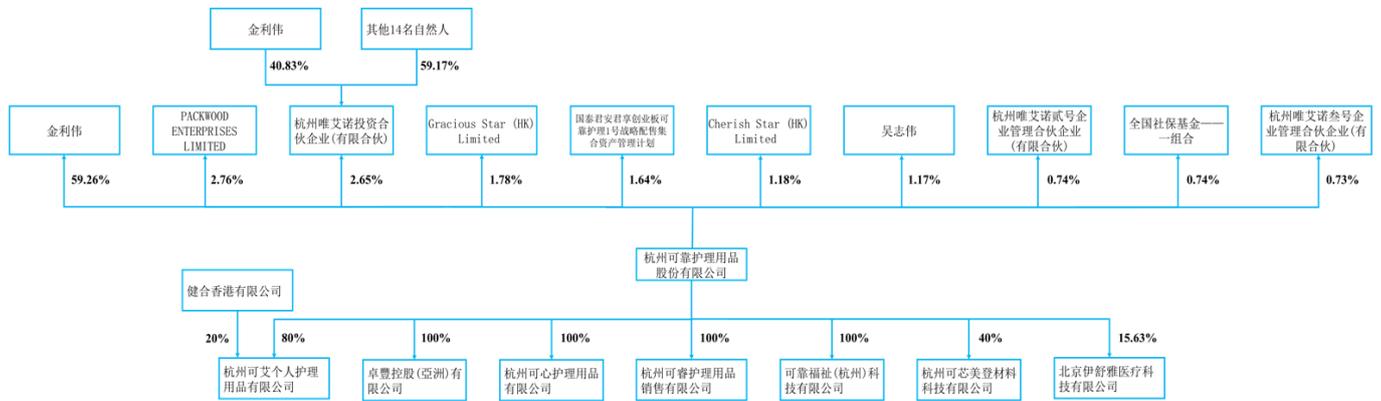


资料来源：公司官网，锐公司《封面人物 | 金利伟：执着而可靠》，华创证券

(二) 股权激励绑定核心人员，股权集中&人员资深

实控人股权结构集中，管理层分工明确且经验丰富。公司控股股东兼实际控制人金利伟及其妻子鲍佳直接或间接控股 60.9%，持股比例较高。唯艾诺、唯艾诺贰号、唯艾诺叁号为公司员工持股平台，提供股权激励所用。管理层基本架构准确、分工明确，核心成员在可靠任职多年，专业知识及管理经验丰富。

图表 4 可靠股份股权结构（三季报数据）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 5 可靠股份管理层经验丰富

序号	姓名	任职	个人简介
1	金利伟	董事长, 代董事会秘书	曾任临安侨资汽车维修有限公司总经理, 2001年 创建杭州侨资纸业, 后更名为杭州可靠护理用品股份有限公司, 现任杭州可靠护理用品股份有限公司董事长兼代董事会秘书。
2	鲍佳	总经理	2004年至今 先后任职可靠护理外贸部经理、国际销售总监、人资行政总监、董事长特别助理、副总经理, 现任公司总经理。
3	王仲其	副总经理	曾任职于杭州余宏精工机械有限公司、杭州珂瑞特机械制造有限公司调试部经理; 2009年至今 先后担任可靠护理部门经理、副总经理, 现任公司副总经理兼研究院副院长。
4	周忠英	董事, 副总经理	曾任锦江集团生产班长; 2001年至今 任职于可靠护理, 先后担任储运部经理、采购部经理、供应链总监, 现任公司董事、副总经理。
5	徐鸣	财务总监	曾先后任职于杭州西子孚信科技有限公司 财务经理, 财务总监 , 杭州优迈科技有限公司财务总监, 三维通信股份有限公司集团财务部负责人等职, 2022年至今任职于可靠护理, 现任公司财务总监。
6	程岩传	董事	2003年至今 任职于可靠护理, 先后担任财务经理、财务总监、副总经理、董事会秘书, 现任董事。
7	吴志伟	董事	曾先后任职于玛氏箭牌糖果(中国)有限公司销售经理; 无锡阳明投资管理企业(有限合伙)投资经理; 上海诺伟其创业投资有限公司董事总经理; 上海凯珩投资管理有限公司总经理; 上海栈道私募基金管理有限公司总经理, 2021年至今任职于可靠护理, 现任董事。

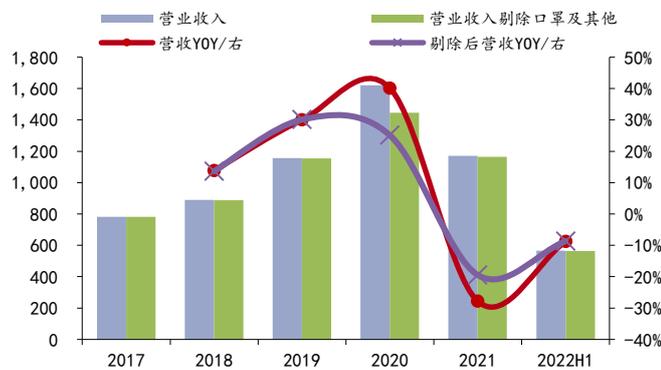
资料来源: 公司公告, 华创证券

(三) 业绩下滑主要系婴儿业务拖累, 成人护理延续靓丽表现

营收看: 业绩下滑主要系婴儿业务拖累, 成人护理延续靓丽表现。公司 2017-2020 年主营业务收入从 7.81 亿元增长至 16.22 亿元, CAGR 达 27.6%; 2021 年开始营收出现下滑, 主要系婴儿卫生用品市场规模萎缩 (生活用纸委员会数据, 21 年市场规模下滑 15%) 及口罩业务下滑所致 (口罩及其他业务贡献营收下滑的 37.6%), 与此同时公司成人失禁业务延续靓丽表现, 但在疫情扰动下近两年增速有所放缓。

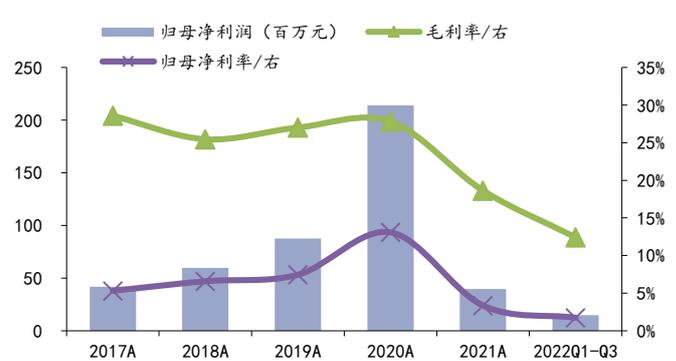
利润看: 浆价上行致毛利下滑, 加大营销投入拖累净利表现。与营收端同步, 2021 年起公司毛利率/净利率均出现大幅下滑; 毛利率下滑主要系 1) 婴儿护理业务营收下滑, 规模效应发挥受阻; 2) 浆/高分子 (SAP) 等为公司主要原材料, 占成本约 16%/9%, 21 年价格大幅提升; 3) 口罩及其他业务收缩且毛利率大幅下滑。净利率下滑除毛利率拖累外, 还主要系公司加大自有品牌宣传。

图表 6 可靠股份主营收入表现 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 7 浆价上行&加大营销投入拖累净利表现



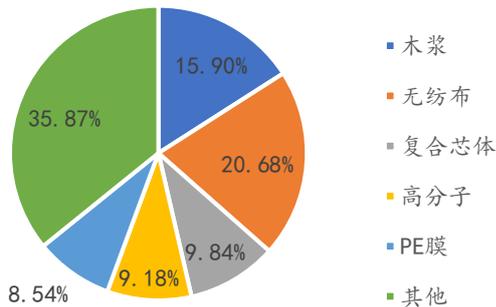
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 8 可靠股份主营收入分产品拆分

主营构成 (单位: 百万元)	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
营业收入	781.26	889.77	1,157.09	1,621.58	1,170.22	566.87
YOY		13.89%	30.04%	40.14%	-27.83%	-8.79%
毛利率	28.27%	25.24%	26.55%	27.36%	17.67%	10.96%
分产品						
婴儿护理用品	515.07	536.11	712.82	939.17	612.20	270.94
YOY		4.09%	32.96%	31.75%	-34.81%	-23.37%
占收入比例	65.93%	60.25%	61.60%	57.92%	52.32%	47.80%
毛利率	28.63%	22.12%	22.24%	20.57%	17.33%	9.68%
成人失禁用品	195.11	270.88	369.76	429.16	463.78	249.34
YOY		38.84%	36.50%	16.06%	8.07%	11.17%
占收入比例	24.97%	30.44%	31.96%	26.47%	39.63%	43.99%
毛利率	33.31%	34.09%	35.99%	26.54%	19.78%	14.32%
宠物卫生用品	68.62	80.81	72.80	77.14	87.84	44.17
YOY		17.76%	-9.91%	5.97%	13.86%	9.73%
占收入比例	8.78%	9.08%	6.29%	4.76%	7.51%	7.79%
毛利率	12.10%	16.19%	20.81%	18.82%	8.15%	-1.00%
口罩及其他	2.46	1.97	1.70	176.10	6.40	2.41
YOY		-19.98%	-13.55%	10237.99%	-96.36%	-28.75%
占收入比例	0.32%	0.22%	0.15%	10.86%	0.55%	0.43%
毛利率	4.25%	26.97%	24.06%	69.27%	27.87%	25.99%

资料来源: 公司公告, 华创证券

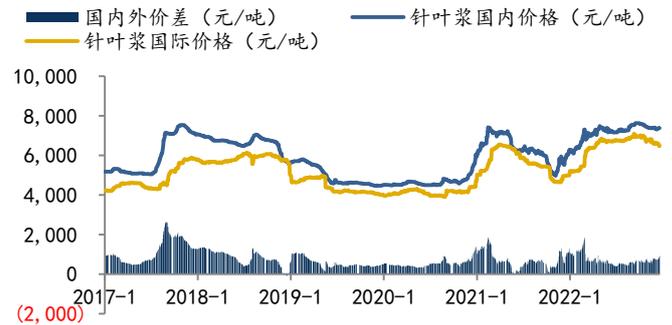
图表 9 可靠股份成本构成



资料来源: 公司公告, 华创证券

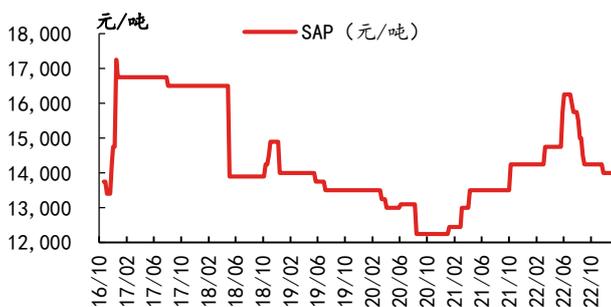
注: 数据使用 2017-2019 年均值

图表 10 21 年浆价大幅提升



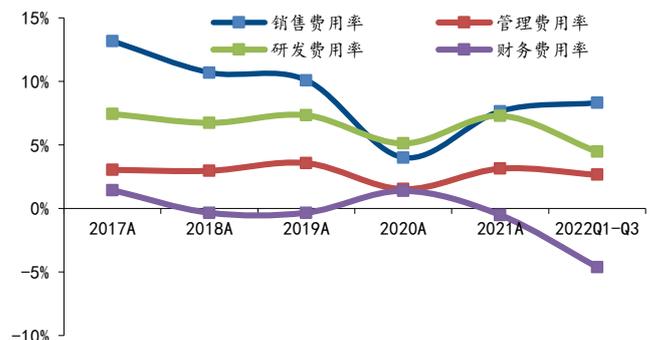
资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 11 高分子 (SAP) 价格 21 年大幅提升



资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 12 可靠 21 年销售/管理费用率同比提高



资料来源: 公司公告, 华创证券

二、成人失禁：行业空间广阔，可靠稳居第一

受益于老龄化趋势延续及渗透率提升，成人失禁用品市场规模有望持续提升；可靠作为行业龙头，有望享受行业发展红利，同时凭借自身产品优势、广泛渠道布局及强大品牌力，获取更多市场份额。

（一）行业：起步初期，集中度仍待提升

1、规模：起步初期，规模提升还需消费者教育及政策支持

老龄化趋势下空间广阔，规模提升还需消费者教育及政策支持。据生活用纸委员会统计，2021年我国成人失禁用品市场规模为112亿元，2015-2021年CAGR为14.1%，2021年规模下滑主要系产品均价下降。老龄化趋势及低渗透率基数下我国成人失禁用品市场空间广阔。

成人失禁用品市场规模=潜在消费群体*渗透率*人均消费额，市场规模提升驱动因素主要如下：

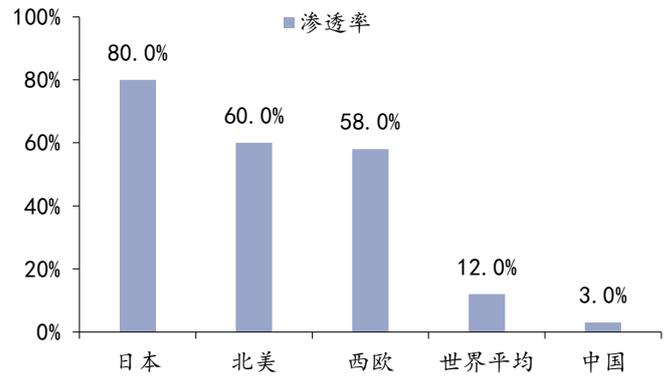
- **驱动一：老龄化趋势推动潜在消费群体增长：**截至2021年末，我国65岁以上人口2亿，占比14.2%，较2010年提升5.3%；全国65周岁及以上老年人口抚养比20.8%，同时根据全国老龄办预测，2050年前后我国老龄人口将达到峰值4.87亿，占总人口34.9%，老龄人口规模持续增长。同时老人失禁问题较为常见。根据国家卫健委老龄健康司，2021年我国失能/失智老人约为4500万，占65岁及以上老人22.4%。同时根据美国疾病预防控制中心的报道，在超过65岁的老年人中，50.9%存在尿失禁或意外大便失禁的情况。老龄化趋势持续叠加高发病率下潜在消费群体庞大。
- **驱动二：渗透率提升：**我国成人失禁用品渗透率远低于发达国家，2019年仅为3%，远低于世界平均水平12%，而日本、欧美等地区已达到50%以上。细分看，我国轻度失禁人群普遍较为保守，对成人失禁产品了解较少，使用意愿较低，中度、重度成人失禁患者是市场主要受众。Euromonitor数据显示我国21年轻度成人失禁用品销售额约占成人失禁用品市场销售总额17%，日本则为24%。
- **驱动三：人均消费额提升——可支配收入提升+代际变化+政策扶持。**当前成人失禁护理支出对老年人负担仍较重，以每日使用2-4片纸尿裤计，月消费为120-240元，而我国2019年平均城镇职工退休人员月退休金大概是3335元，因此在选购时主要考虑性价比（成人失禁用品毛利率低于卫生巾），但随老人退休收入提升、消费理念转变、更加富有的60、70后步入老龄阶段以及长护险覆盖面提升（日本老人在介护险和老人险等补贴下通常不会选择低质低成本产品），消费者有望转向选购更优质且价格更高的产品，带动人均消费额提升。

图表 13 中国成人失禁用品市场规模



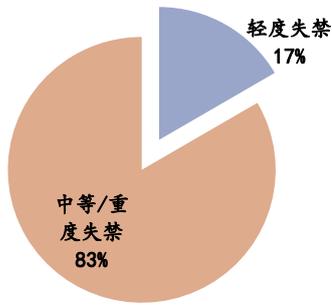
资料来源: 生活用纸委员会, 华创证券

图表 14 我国成人失禁用品渗透率低 (2019 年)



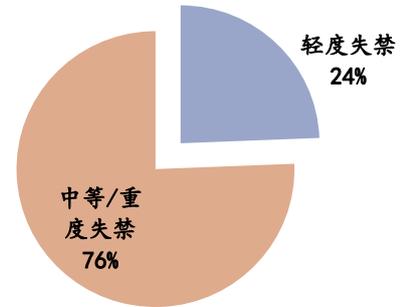
资料来源: 生活用纸委员会, 转引自可靠股份招股书, 华创证券

图表 15 中国成人失禁用品市场构成



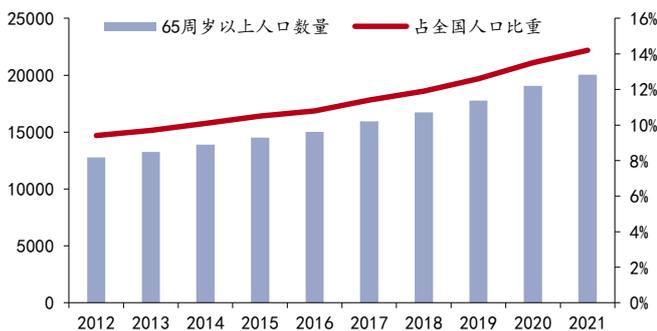
资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 16 日本成人失禁用品市场构成 (2021 年)



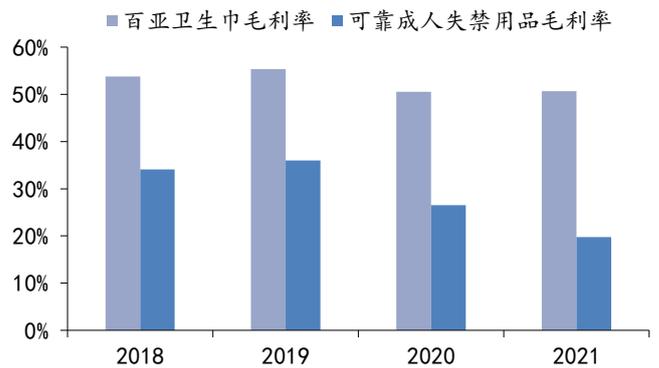
资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 17 我国 65 周岁以上人口数量及占比 (万人, %)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 18 成人失禁用品毛利率低于卫生巾



资料来源: 公司公告, 华创证券

2、竞争格局: 参与者众多, 集中度仍待提升

性价比为核心考量, 集中度仍待提升。当前阶段, 消费者购买时仍主要考察性价比, 品牌认知较弱, 因此市场参与者众多, 集中度较低, 且近年来出现下滑; 据生活用纸委员会统计, 2018 年我国成人失禁用品生产商达 448 家, 但 2021 年品牌 CR4 仅为 22.3%,

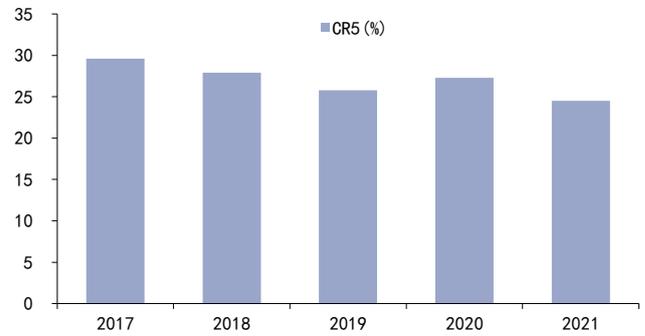
对比美国、日本 CR4 超 60%，集中度仍有较大提升空间；预计随头部企业加强消费者教育，通过在行业初期抢占用户心智，伴随行业发展有望获得靓丽表现。具体看，“可靠”2018 年市场份额超过“安而康”成为第一，且在之后持续领先。

图表 19 我国成人失禁市场集中度不高

品牌	所属公司	2016	2017	2018	2019	2020	2021
可靠	杭州侨资	11.1%	9.5%	10.2%	9.5%	9.2%	8.3%
安而康	恒安国际	11.4%	9.9%	8.7%	8.3%	7.7%	6.5%
包大人	维达	-	5.6%	5.1%	4.6%	4.4%	4.2%
周大人	山东康舜	-	-	-	-	3.6%	3.3%
老来福	河北宏达	-	-	-	-	2.4%	2.2%
得伴	金佰利	2.4%	2.2%	1.9%	1.7%	1.6%	1.5%
珍琦	杭州珍琦	2.9%	2.4%	2.0%	1.7%	1.5%	1.3%
康福瑞	豪悦护理	-	2.0%	1.7%	1.5%	1.3%	1.2%
千芝雅	杭州舒泰	2.4%	2.0%	1.6%	1.3%	1.1%	1.0%
白+	豪悦护理	-	1.4%	1.1%	0.9%	0.8%	0.7%

资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 20 成人失禁用品 CR5 不断下滑



资料来源: Euromonitor, 华创证券

3、渠道: 电商购物逐渐成为主要消费方式, 不同渠道扮演角色出现差异

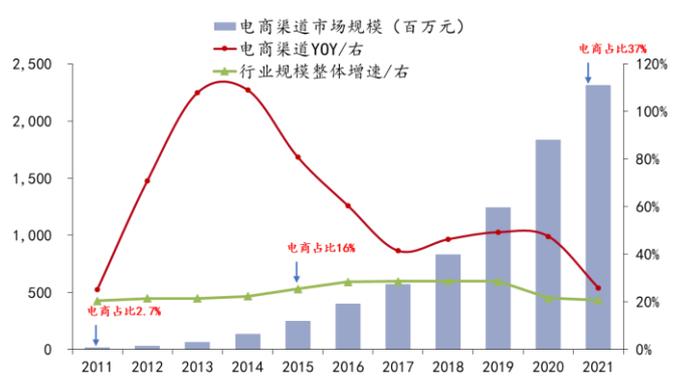
电商购物逐渐成为主要消费方式, 不同渠道扮演角色出现差异。线下传统渠道如 KA, 是消费者首次接触成人失禁用品的场景, 消费者在首次使用后, 通常更倾向于采用更为便捷、私密的线上购买方式实现重复消费。Euromonitor 数据显示, 2015-2021 年成人失禁用品电商渠道份额稳定上升, 2021 年达 36.7%; 同时线下非零售渠道 (医院、卫生保健渠道) 等占比亦在不断提升。

图表 21 成人失禁用品渠道分布

	2015	2017	2021
线下渠道	84.0%	78.0%	63.3%
零售渠道	64.5%	59.6%	38.1%
现代零售渠道	64.0%	59.3%	37.9%
便利店	1.1%	0.9%	0.5%
折扣店	0.0%	0.0%	0.0%
特大型超市	16.2%	15.2%	11.3%
超市	46.7%	43.2%	26.1%
传统零售商	0.5%	0.3%	0.2%
非零售渠道	19.5%	18.4%	25.2%
美妆、个护专营店	6.5%	5.6%	5.5%
其他 HTH 非杂货零售商	13.0%	12.8%	19.7%
电商渠道	16.0%	22.0%	36.7%

资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 22 电商渠道规模不断提升



资料来源: Euromonitor, 华创证券

(二) 可靠亮点: 产品矩阵&渠道布局完善, 品牌 IP 持续打造

1、产品矩阵: 多品牌涵盖全层级消费者

产品矩阵完善, 综合表现优异。在成人失禁领域, 公司拥有“可靠”“吸收宝”“安护士”等品牌, 分别定位高端/精品/大众, 涵盖各层级消费者。同时参考凤家实验室测评, 公司产品吸收速度、回渗量、吸收性表现优异, 体感厚实柔软、设计方便使用, 性价比优于竞品。

图表 23 可靠股份成人失禁品牌矩阵完善

品牌	价格区间 (元/片)	主要产品
可靠COCO (高端自有产品) 	成人加厚型护理垫XL: 2.024	
	成人拉拉裤XL: 4.1195	
	成人加强型纸尿裤XL: 3.726	
	成人亲肤型纸尿裤L: 3.045	
	成人超值型纸尿裤XL: 2.898	
隐形吸水巾产品XL: 2.290		
吸收宝 (精品自有品牌) 	成人经济型护理垫XL: 1.325	
	成人经济型拉拉裤XL: 2.229	
	成人夜用拉拉裤XL: 2.170	
	成人经济型纸尿裤XL: 2.170	
Ann安护士 (大众自有品牌) 	成人护理垫XL: 0.798	
	成人拉拉裤L: 1.129	
	成人纸尿裤L: 1.709	

资料来源: 可靠淘宝旗舰店, 公司公告, 华创证券

图表 24 淘系平台线上前五品牌主要产品价格列示 (元/片)

单价 (元/片)	成人纸尿裤	成人拉拉裤	成人护理垫
可靠	吸收宝成人纸尿裤XL: 1.77	吸收宝成人拉拉裤L: 1.92	吸收宝成人护理垫: 1.21
	可靠COCO: 加强型纸尿裤XL: 3.73	可靠COCO拉拉裤: XL: 4.12	可靠COCO加厚型护理垫: XL: 2.02
	Ann安护士: 纸尿裤L: 1.71	Ann安护士拉拉裤L: 1.13	Ann安护士护理垫: XL: 0.80
老来福	畅销款: XL: 1.57	畅销款: XL: 1.12	经济型: XL: 1.06
	夜用款: XL: 2.14	夜用款: XL: 1.92	加厚款: XL: 1.47
周大人	XL: 1.56	经济款: XL: 0.89	XL: 1.14
	夜用款: XL: 2.12	夜用款: XL: 2.12	加厚款: XL: 1.90
elder joy/安而康	XL: 4.72	XL: 4.30	XL: 3.30
	夜用款: XL: 4.50	夜用款: XL: 4.77	
dr. p/包大人	基础款: XL: 2.56	XL: 2.73	轻薄型: L: 1.64
	夜用款: XL: 3.48		加厚型: L: 2.09

资料来源: 各品牌淘宝旗舰店, 华创证券

图表 25 可靠纸尿裤综合表现突出

品牌	测试项目	测评产品单价 (元/片)	吸收速度/s (第1次)		吸收速度/s (第2次)		回渗量/g		渗透量/g		饱和吸收量/g
			中度	重度	中度	重度	中度	重度	中度	重度	
安护士 (棉柔亲肤成人纸尿裤)		1.6	10	/	14	/	3.9	/	0	/	1353
可靠COCO (吸收宝成人纸尿裤)		2.2	12	15	13	22	1.9	24.8	0	0	1107
爱舒乐 (基本型成人纸尿裤)		3.2	13	14	14	21	1.3	24.8	0	0	1000
永福康 (YOFOKE) (金装升级大吸量成人纸尿裤)		2.8	13	16	14	27	12.7	38.8	0	0	972
全棉时代&轻肤理 (云柔亲肤款L码)		4.5	12	18	17	31	1.5	4.9	0.2	0	1897
安而康Elder joy (舒适干爽成人纸尿裤)		4.4	16	17	17	31	0.1	5.3	0	0	1375
包大人Dr. p (经济基础型成人纸尿裤)		2.5	10	15	12	24	0.1	16.1	0	0	1101

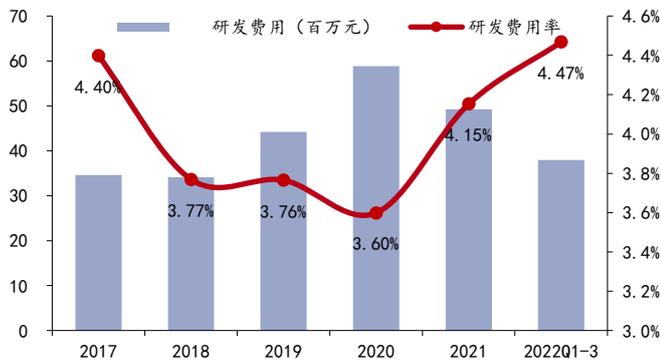
资料来源: 凰家实验室小红书号, 华创证券

注: 蓝色代表最好, 红色代表最差, 产品单价站在消费者角度考量

重视研发投入，多次参与标准制定。1) **研发投入：**公司近年来研发费用率不断增加，从2018年的3.77%提升至2022Q1-3的4.47%；同时截至2021年年末，共有技术研发人员101人，占公司总人数12.64%；公司还牵头承担多项重大科研项目，参与起草多项国家标准（如22年4月纸尿裤新国标，首次对成人纸尿裤质量做出明确要求）和行业标准，是医护级卫生用品标准课题组组长单位。

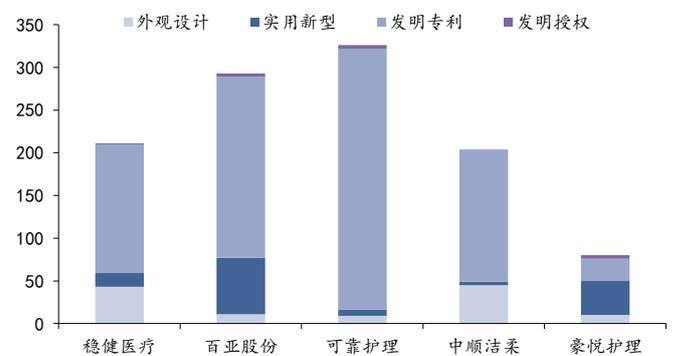
关注用户诉求，不断提升质量。纸尿裤作为贴身用品消费者感受十分重要，具体看老年人主要关注成人纸尿裤的吸收性、透气性以及是否干净卫生。可靠在此1) **应用新材料：**提升产品透气性、吸水性，同时，对原材料及生产运输过程中卫生情况严格把控，并建设标准净化车间，高度自动化品质稳定；2) **打造专业研发团队：**建立企业研究院和成人失禁护理产品技术创新中心，推出更舒适、便捷的成人纸尿裤产品。同时针对细分需求开发相应产品，如针对轻度失禁人群推出吸水巾、开发具有功能性的成人纸尿裤产品——抑菌除臭成人纸尿裤、粪便提示功能的纸尿裤等。根据ifind，可靠股份目前共取得专利数326项，其中发明专利306项，行业领先。

图表 26 可靠重视研发投入



资料来源：公司公告，华创证券

图表 27 公司专利数同行业领先（项）



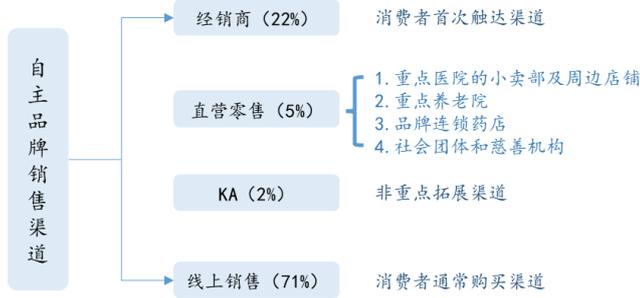
资料来源：ifind，华创证券

注：截至2022年2月

2、渠道铺设：线上线下协同发力，先发优势显著

渠道布局多元，电商先发优势显著。1) **公司渠道布局多元：**销售渠道包含经销商、直营零售、KA、线上（自营电商店铺、电商超市以及线上分销），其中线上和经销商为自有品牌主要销售渠道。线下渠道看，一方面，公司在经济较为发达、老年人口比例较高的地区补充发展直营零售模式，聚焦养老院等客户；另一方面，积极开拓特渠及新零售等领域。据可靠招股说明书，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，充分利用合作伙伴在医院、养老院及各连锁药房的影响力，推进公司成人失禁用品的普及和使用。2) **电商先发优势显著：**行业看电商渠道重要性不断增加，公司2012年即试水电商渠道，2013年组建专业电商团队，并在2015年成为线上第一，先发优势显著；2022年公司淘系平台市占率约17%，远高于整体。

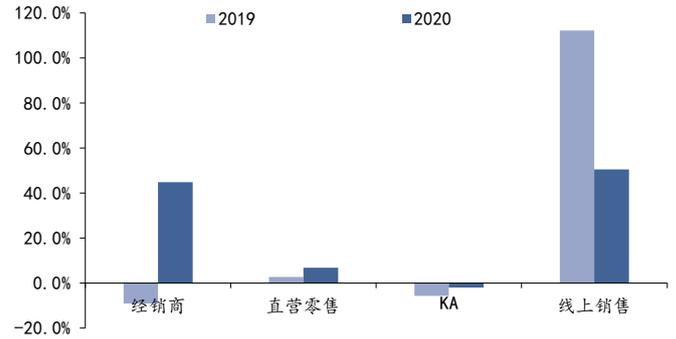
图表 28 成人失禁用品渠道分布



资料来源: 公司公告, 华创证券

注: 括号内为渠道占营收比例, 2020 年数据

图表 29 可靠自主品牌各渠道营收增量贡献



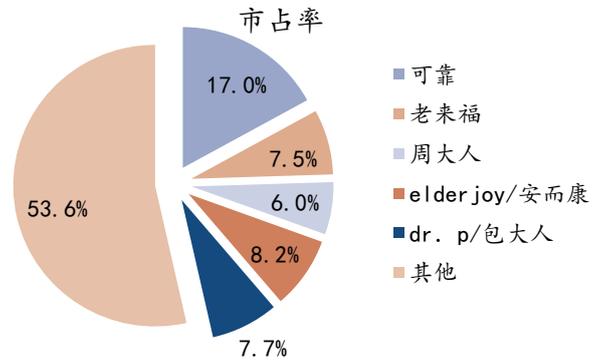
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 30 线上三种销售模式示意



资料来源: 公司公告

图表 31 可靠淘系市占率 22 年约 17%



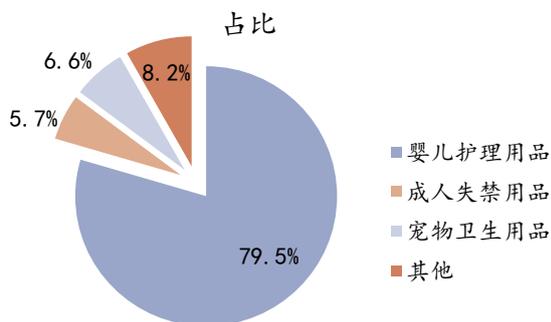
资料来源: 炼丹炉, 华创证券

三、ODM: 经验丰富, 与客户业务优势互补

经验丰富, 和客户业务优势互补。公司以 ODM 业务起家, ODM 业务又以婴儿护理业务为主, 2020 年占比 80%。凭借优质产品及全系列服务, 公司与菲律宾大型个护企业 JS UNITRADE 以及国际知名营养及健康产业服务商健合国际等建立长期战略合作关系; 客户集中度高, 2020 年 Top 5ODM 客户营收占代工业务收入的 91.2%。2021 年核心客户订单收缩致婴儿护理业务营收下滑, 我们认为在大客户持股及协议规定订购金额下 ODM 业务仍存安全垫。

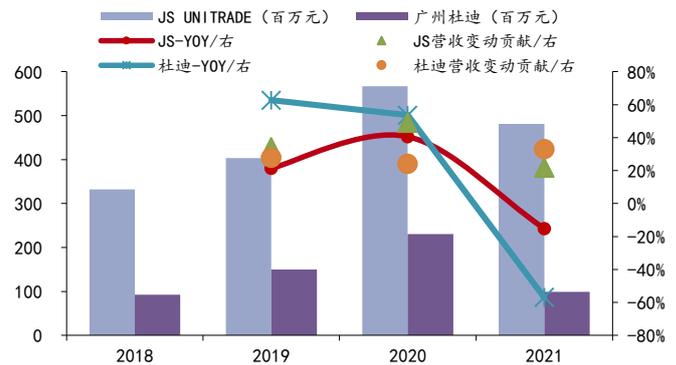
- **菲律宾 JS UNITRADE: 协议约定营收下限。**JS 2021 年贡献 ODM 业务营收的 61.8%, 是公司近年来 ODM 业务第一大客户。JS 在菲律宾婴儿护理行业市占率第二, 仅次于宝洁, 2021 年市占率达到 31.6%, 市占率稳中向好。客户订单下滑或主要系菲律宾婴儿护理用品市场规模出现下滑 (2021 年规模同降 2.5%); 但我们认为客户订单具安全垫: 1) 客户持股&签订协议: PACKWOOD 为公司十大股东 (PACKWOOD 和菲律宾 JS 均受同一实控人 PO, SAMUEL LIMSUI 控制), 截至 2022 年三季报持股 2.76%; 且据可靠招股说明书, 双方约定, 2021-2025 年菲律宾 JS 向可靠护理订购金额不低于 0.65 亿美元/年 (以汇率 7.0 计, 约 4.55 亿元)。**2) 市场规模仍有望增长:** 拆分量价看, 21 年规模下滑主要系销售均价下滑, 但销售量仍稳健增长, 未来随健康意识提升及功能性产品推出, 市场规模有望重回增长。

图表 32 ODM 主要以婴儿护理用品为主 (2020 年)



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 33 JS 及杜迪公司营收表现及对 ODM 增量贡献



资料来源: 公司公告, 华创证券

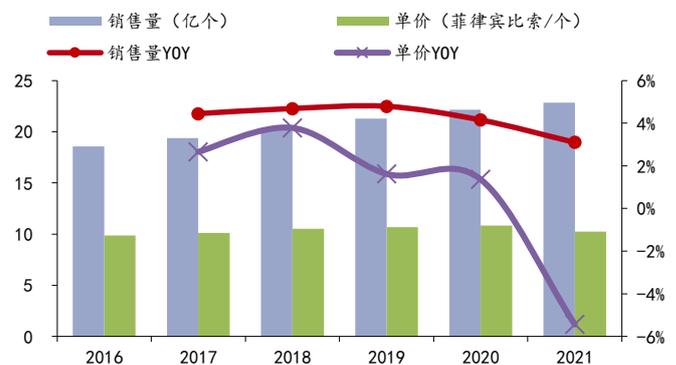
注: 2021 年可靠 ODM 业务下滑, 因此是负向营收贡献

图表 34 菲律宾婴儿护理产品市场 21 年出现下滑



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 35 菲律宾婴儿护理产品市场拆分量价



资料来源: Euromonitor, 华创证券

四、盈利预测与估值

成人失禁护理龙头，ODM+自主品牌双轮驱动。公司深植个护护理，产品优质&渠道多元，多年蝉联成人失禁行业冠军；未来随老龄化趋势延续及渗透率提升，成人失禁业务有望享受行业发展红利，同时代工业务在加深客情维护和升级品质下仍有望保持平稳增长。

- 短期营收分业务看，婴儿护理用品在加强客户联系下有望恢复增长；成人失禁用品处成长期，或维持中高速增长；宠物卫生用品或基本维持 21 年表现；口罩及其他业务在防疫政策优化下体量预计持续缩小；
- 毛利率方面，成本端：公司原材料主要为木浆、高分子（SAP）以及其他石化类产品，其中 SAP 价格在 22 年下半年已出现明显下滑，木浆价格 23 年以来在阔叶浆新增供给预期及纸企下游需求不旺下陆续下滑（图 9-图 11），石油价格亦自 22 年下半年起大幅下滑；产品端：成人失禁赛道仍在发展初期，且公司婴儿产品主要为代工，因此我们预计短期内产品均价将保持稳定。综合看，23 年在原材料成本同比下滑下公司毛利率将迎改善。

考虑到 2022 年木浆及其他原材料价格横盘高位，我们预计 2022-2024 年分别实现归母净利润-0.45/0.75/1.26 亿元，23/24 年对应当前股价 PE 分别为 45/26X；参考绝对估值法，给予目标价 16.7 元/股，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表 36 可靠股份营收拆分及预测（百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,173.73	1,635.13	1,186.40	1,215.64	1,403.24	1,636.79
营业收入 YoY	29.52%	39.31%	-27.44%	2.5%	15.4%	16.6%
毛利率	27.02%	27.83%	18.64%	14.55%	19.40%	20.74%
毛利率 YoY	1.55%	0.81%	-9.19%	-4.09%	4.85%	1.35%
分产品						
主营业务	1157.09	1621.58	1170.22	1198.65	1385.40	1618.05
YoY	30.0%	40.1%	-27.8%	2.4%	15.6%	16.8%
毛利润	307.17	443.60	206.77	161.92	256.47	323.05
毛利率	26.55%	27.36%	17.67%	13.51%	18.51%	19.97%
婴儿护理用品	712.82	939.17	612.20	532.62	580.55	609.58
YoY	32.96%	31.75%	-34.81%	-13.0%	9.0%	5.0%
占收入比例	60.73%	57.44%	51.60%	43.81%	41.37%	37.24%
毛利率	22.24%	20.57%	17.33%	12.33%	18.33%	21.33%
毛利率 YoY				-5.00%	6.00%	3.00%
成人失禁用品	369.76	429.16	463.78	565.81	695.95	890.81
YoY	36.50%	16.06%	8.07%	22.0%	23.0%	28.0%
占收入比例	31.50%	26.25%	39.09%	46.54%	49.60%	54.42%
毛利率	35.99%	26.54%	19.78%	16.78%	20.78%	20.78%
毛利率 YoY				-3.00%	4.00%	0.00%
宠物卫生用品	72.80	77.14	87.84	95.74	105.32	114.79

YoY	-9.91%	5.97%	13.86%	9.0%	10.0%	9.0%
占收入比例	6.20%	4.72%	7.40%	7.88%	7.51%	7.01%
毛利率	20.81%	18.82%	8.15%	0.15%	4.15%	6.15%
毛利率 YoY				-8.00%	4.00%	2.00%
口罩及其他	1.70	176.10	6.40	4.48	3.59	2.87
YoY	-13.55%	10237.99%	-96.36%	-30.0%	-20.0%	-20.0%
毛利率	24.06%	69.27%	27.87%	25.87%	29.87%	29.87%
毛利率 YoY				-2.00%	4.00%	0.00%
其他	16.64	13.55	16.19	16.99	17.84	18.74
YoY	1.0%	-18.5%	19.4%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率			88.49%	87.99%	87.99%	87.99%
毛利率 YoY				-0.50%	0.00%	0.00%

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：口罩及其他营收=主营收入-其他品类收入，毛利=主营毛利-其他品类毛利

图表 37 原油价格出现下滑



资料来源：Wind，华创证券

图表 38 出厂价-原材料弹性测算（以 22Q3 为基础）

【浆类产品价格变化】毛利率变化值	出厂价					
	0%	1%	2%	3%	4%	5%
-10%	1.38%	2.23%	3.06%	3.88%	4.68%	5.47%
-5%	0.69%	1.55%	2.39%	3.21%	4.01%	4.81%
0%	0.00%	0.86%	1.71%	2.54%	3.35%	4.15%
5%	-0.69%	0.18%	1.03%	1.86%	2.68%	3.49%
10%	-1.38%	-0.51%	0.35%	1.19%	2.02%	2.83%

【石化类】毛利率变化值	出厂价					
	0%	1%	2%	3%	4%	5%
-10%	4.20%	5.02%	5.83%	6.61%	7.39%	8.15%
-5%	2.10%	2.94%	3.77%	4.58%	5.37%	6.15%
0%	0.00%	0.86%	1.71%	2.54%	3.35%	4.15%
5%	-2.10%	-1.22%	-0.35%	0.50%	1.33%	2.15%
10%	-4.20%	-3.30%	-2.41%	-1.54%	-0.69%	0.15%

资料来源：公司公告，华创证券测算

五、风险提示

线上增长不及预期。电商渠道是公司成人失禁用品主要销售渠道，消费者在选购成人失禁用品时以性价比为核心考量，小厂以价换量，公司仍存在线上增长不及预期的可能性。

婴儿护理业务恢复不及预期。受制于出生人口下降，婴儿护理用品行业增长承压，公司作为产业链企业业务或因此受扰。

行业竞争加剧。公司虽在成人失禁行业市场占率长期领先，但仍面临多方竞争。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	884	595	376	351
应收票据	1	1	1	1
应收账款	176	181	209	243
预付账款	6	7	7	9
存货	154	166	180	207
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	33	32	38	44
流动资产合计	1,254	982	811	855
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	656	661	744	821
在建工程	32	102	132	152
无形资产	87	79	76	118
其他非流动资产	57	103	130	151
非流动资产合计	832	945	1,082	1,242
资产合计	2,086	1,927	1,893	2,097
短期借款	0	0	0	0
应付票据	246	265	288	331
应付账款	282	304	331	380
预收款项	0	0	0	0
合同负债	6	6	7	8
其他应付款	11	11	10	10
一年内到期的非流动负债	2	2	2	2
其他流动负债	20	27	33	37
流动负债合计	567	615	671	768
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	12	12	12	12
非流动负债合计	12	12	12	12
负债合计	579	627	683	780
归属母公司所有者权益	1,415	1,207	1,118	1,226
少数股东权益	92	93	92	91
所有者权益合计	1,507	1,300	1,210	1,317
负债和股东权益	2,086	1,927	1,893	2,097

现金流量表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	51	-5	131	220
现金收益	87	25	152	217
存货影响	-26	-12	-15	-27
经营性应收影响	65	45	-26	-33
经营性应付影响	-122	40	50	91
其他影响	47	-103	-31	-28
投资活动现金流	-115	-174	-215	-250
资本支出	-241	-135	-187	-227
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	126	-39	-28	-23
融资活动现金流	684	-110	-135	5
借款增加	-98	0	0	0
股利及利息支付	-1	-163	-19	211
股东融资	786	786	786	786
其他影响	-3	-733	-902	-992

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,186	1,216	1,403	1,637
营业成本	965	1,039	1,131	1,297
税金及附加	4	6	6	6
销售费用	91	93	97	104
管理费用	37	36	41	48
研发费用	49	49	58	62
财务费用	-6	2	2	3
信用减值损失	-3	-7	-3	-1
资产减值损失	-8	-50	-3	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	5	1	1	1
其他收益	5	15	17	20
营业利润	45	-49	80	133
营业外收入	1	0	2	6
营业外支出	2	0	1	1
利润总额	44	-49	81	138
所得税	5	-4	7	13
净利润	39	-45	74	125
少数股东损益	0	0	-1	-1
归属母公司净利润	39	-45	75	126
NOPLAT	34	-43	75	128
EPS(摊薄) (元)	0.15	-0.17	0.27	0.46

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	-27.4%	2.5%	15.4%	16.6%
EBIT 增长率	-86.5%	-227.7%	275.2%	69.9%
归母净利润增长率	-81.4%	-213.3%	264.6%	70.5%
获利能力				
毛利率	18.6%	14.5%	19.4%	20.7%
净利率	3.3%	-3.7%	5.2%	7.7%
ROE	2.6%	-3.5%	6.1%	9.6%
ROIC	2.6%	-3.5%	6.3%	9.5%
偿债能力				
资产负债率	27.7%	32.6%	36.1%	37.2%
债务权益比	0.9%	1.0%	1.1%	1.0%
流动比率	2.2	1.6	1.2	1.1
速动比率	1.9	1.3	0.9	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8
应收账款周转天数	61	53	50	50
应付账款周转天数	101	102	101	99
存货周转天数	53	55	55	54
每股指标(元)				
每股收益	0.15	-0.17	0.27	0.46
每股经营现金流	0.19	-0.02	0.48	0.81
每股净资产	5.20	4.44	4.11	4.51
估值比率				
P/E	83	-73	45	26
P/B	2	3	3	3
EV/EBITDA	51	231	29	20

轻工纺服组团队介绍

组长、首席分析师：刘佳昆

英国约克大学硕士，曾任职于兴业证券、天风证券。水晶球入围核心成员。2021 年加入华创证券研究所。

助理研究员：刘一怡

浙江大学硕士。2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：毛宇翔

英国伦敦政治经济学院硕士。2022 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	高级销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	上海机构销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522