



新产品推出加原材料成本回落，吸收性卫生用品 ODM 龙头业绩有望持续改善 —豪悦护理（605009.SH）投资价值分析报告

● 中高端新产品推出带动吸收性卫生用品市场增长

随着居民人均收入水平及卫生意识提升，一次性卫生用品逐步取代非一次性卫生用品。其中，婴儿卫生用品受益于新一代父母育儿观念变化，一二线城市婴儿纸尿裤使用频率有望增加，三四线城市预计将通过新生儿数量增长带来婴儿卫生用品市场新增量，同时中高端纸尿裤市场份额逐步提升，带动整体毛利率水平提升。女性卫生用品同样受益于消费升级，中高端产品如经期裤市场份额持续提升，带动市场持续增长。目前，成人失禁用品市场渗透率较低，随着国内失禁人群消费观念转变，老龄化人口增多将带动成人失禁用品市场不断增长。

● 新产品推出及原材料成本回落带动公司毛利率提升

新产品易穿脱经期裤和易穿脱婴儿拉拉裤将向市场推广应用。公司自主品牌已进入泰国主要商超，境外业务有望带来新增长。公司产品主要原材料为石油衍生品，自 2022 年下半年以来，国际油价持续下跌，公司毛利率有望改善。

● 新产能投产及优质客户资源保障公司业绩持续增长

公司募投项目“年产 12 亿片吸收性卫生用品智能制造生产基地建设项目”将于 2024 年 4 月达到预定可使用状态，公司产能将进一步提升，同时规模优势下，有望进一步降低单位固定成本及其他运营成本，公司竞争力有望进一步加强。公司客户既包括花王、尤妮佳等全球知名品牌商，也有重庆百亚等国内品牌客户，同时公司积极打造自有品牌，稳定且优质的客户资源有望保障公司业绩持续增长。

● 公司盈利预测与估值

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 32.42、37.95、44.62 亿元，YOY 分别为 15.71%、17.05%、17.57%；EPS 分别为 3.35、3.99、4.70 元，根据合理估值测算，结合股价催化剂因素，给予公司六个月内目标价为 67.00 元/股，公司估值水平低于可比公司，给予公司“推荐（首次）”投资评级。

● 投资风险提示

宏观经济风险、市场竞争风险、原材料价格波动风险、婴儿出生率下降的风险

● 核心业绩数据预测

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,802.28	3,242.41	3,795.25	4,462.16
YOY	13.82%	15.71%	17.05%	17.57%
归母净利润	422.88	520.86	618.96	730.37
EPS	2.72	3.35	3.99	4.70
P/E	18.74	15.21	12.77	10.84

数据来源：公司公告，华通证券研究部

公司投资评级

推荐（首次）

公司深度报告

华通证券研究部

美容护理行业组

SFC:AAK004

Email: research@waton.com

主要数据 2023.5.26

收盘价（元）	50.97
一年中最低/最高（元）	34.60/58.39
总市值（亿元）	79.34
ROE（加权）	2.60%
PE（TTM）	17.73

股价相对走势





目录

一、公司所属主要行业情况分析	5
1.1 行业基本信息	5
1.2 行业竞争格局	5
1.3 行业成长空间	7
二、公司主要业务板块经营情况分析	9
2.1 公司主营业务及产品介绍	10
2.2 公司经营业绩情况	10
2.3 公司核心资源和竞争优势分析	12
2.3.1 规模成本优势	12
2.3.2 客户优势	12
2.3.3 研发优势	13
2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析	14
三、2023-2025 年公司整体业绩预测	17
四、公司估值分析	17
4.1 P/E 模型估值	17
4.2 DCF 模型	18
五、公司未来六个月内投资建议	19
5.1 公司股价催化剂分析	19
5.2 公司六个月内的目标价	19
六、公司投资评级	19
七、风险提示	20



图表目录

图 1: 中国吸收性卫生用品市场结构分布	5
图 2: 女性卫生用品竞争格局	6
图 3: 婴儿卫生用品竞争格局	6
图 4: 零售渠道成人失禁用品竞争格局	7
图 5: 婴儿卫生用品市场渗透率	7
图 6: 婴儿拉拉裤市场份额	7
图 7: 婴儿卫生用品市场规模预测	8
图 8: 女性卫生用品市场规模预测	8
图 9: 中国人口结构 (单位: 百万人)	9
图 10: 成人失禁用品市场规模预测	9
图 11: 公司营收及增速	10
图 12: 公司归母净利润及增速	10
图 13: 公司毛利率及净利率走势	11
图 14: 公司费用率走势	11
图 15: 公司营收构成	11
图 16: 分产品毛利率走势	11
图 17: 公司境内、外收入及增速	12
图 18: 公司境内、境外毛利率走势	12
图 19: 公司研发费用情况	14
图 20: 可比公司存货周转率对比	15
图 21: 可比公司应收账款周转率对比	15
图 22: 可比公司总资产周转率对比	15
图 23: 可比公司销售费用率对比	15
图 24: 可比公司管理费用率对比	15
图 25: 可比公司财务费用率对比	16
图 26: 可比公司毛利率对比	16
图 27: 可比公司净利率对比	16
图 28: 可比公司 ROE 对比	16
图 29: 可比公司 PE(TTM)对比	18
表 1: 吸收性卫生用品分类及介绍	5



表 2: 不同世代人群人口数量及收入占比.....	8
表 3: 公司产品按芯体分类介绍.....	13
表 4: 2023-2025 年公司收入预测	17
表 5: 可比公司估值表 (截止 2023 年 5 月 22 日)	18
表 6: DCF 模型估值.....	18



一、公司所属主要行业情况分析

1.1 行业基本信息

个人卫生用品按照可使用的次数，分为一次性卫生用品和非一次性卫生用品。随着人们生活水平提高和卫生护理意识的提升，一次性卫生用品逐步取代传统布尿片等非一次性卫生用品，一次性卫生用品市场渗透率逐步提升。其中，吸收性卫生用品属于一次性卫生用品范畴，按使用人群划分，可以分为女性卫生用品、婴儿卫生用品和成人失禁用品。

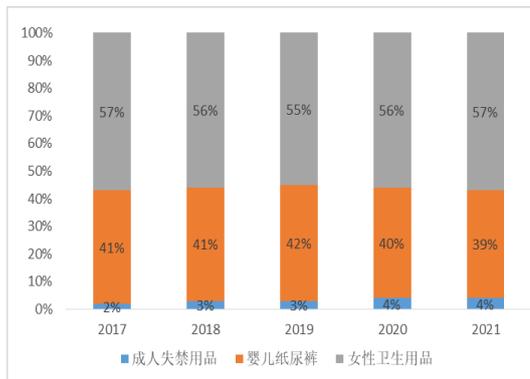
表 1：吸收性卫生用品分类及介绍

分类	介绍
女性卫生用品	生理期使用的健康用品。主要包括卫生巾、经期裤、卫生护垫等
婴儿卫生用品	常用于婴儿护理中，包括尿片、纸尿裤、拉拉裤
成人失禁用品	一次性纸类尿失禁用品，主要包括失禁成人使用的一种抛弃式尿裤。消费群体包括活动不便的老人、因手术或生育导致的卧床患者、以及因外出或交通堵塞无法如厕的功能性需求患者等

资料来源：华经产业研究院，华通证券研究部

我国女性卫生用品市场已进入成熟期，女性消费者对卫生巾等女性卫生用品的使用习惯已充分培养，市场渗透率已达到 90% 以上。目前国内失禁人群的消费习惯尚未完全养成，成人失禁用品市场尚处于导入期阶段，市场增速较快。据华经产业研究院数据，2021 年中国女性卫生用品、婴儿纸尿裤、成人失禁用品市场规模分别为 987.10、683.60、75.10 亿元。其中女性卫生用品市场占比达到 57%，成人失禁用品市场规模增速达到 20.74%。

图 1：中国吸收性卫生用品市场结构分布



资料来源：华经产业研究院，华通证券研究部

1.2 行业竞争格局

此前，吸收性卫生用品的市场竞争在于价格竞争、产品品质竞争，因此拥有先发优势占据主流超市渠道的外资品牌市场占有率较高。随着我国人均 GDP 进一步突破 8,000 美元，消



消费者对产品的需求从原来对价格、品质的单一追求发展到集对产品舒适性、功能、品质、便利性、安全性等多元化为一体的需求。近几年，国内制造商凭借贴近消费者群体，借助电商平台等新渠道快速崛起，国内品牌市场份额逐渐提升。面对上述市场变化，国际品牌商通过寻求与国内优秀的生产制造商战略合作，委托国内优质生产制造商进行产品研发、设计和生产加工。

根据欧睿数据，女性卫生用品竞争格局较为稳定，目前国内市场日系、美系及本土品牌三足鼎立，竞争激烈。2021年，日本尤妮佳占据12%市场份额，中国恒安国际占据10%市场的份额，整体来看本土品牌市占率有所提升。

婴儿卫生用品市场，外资企业宝洁、金佰利、花王、尤妮佳仍占据主要市场，但市场份额均有所降低，2016-2021年外资企业宝洁、金佰利、花王、大王、尤妮佳合计市占率由55.9%下降至41.2%。本土企业上海夕尔等借助新零售渠道市场份额逐步提升，2021年本土品牌BabyCare、BEABA零售额同比增速分别达70.8%、115%。

国内成人失禁用品尚处于市场导入期，品牌集中度不高，还未形成能够对整个市场拥有话语权的龙头企业。国人对成人失禁用品的消费意识还未形成，对于成人失禁用品的消费态度有别于婴儿卫生用品，消费者更倾向于购买性价比较高的产品而非品质更高的产品。行业内主要企业市场份额持续下降，2021年可靠股份、恒安国际、Essity AB市场份额分别为8.30%、6.50%、4.70%。

图 2：女性卫生用品竞争格局

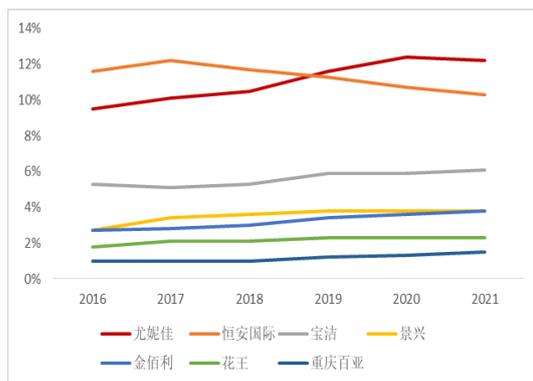


图 3：婴儿卫生用品竞争格局

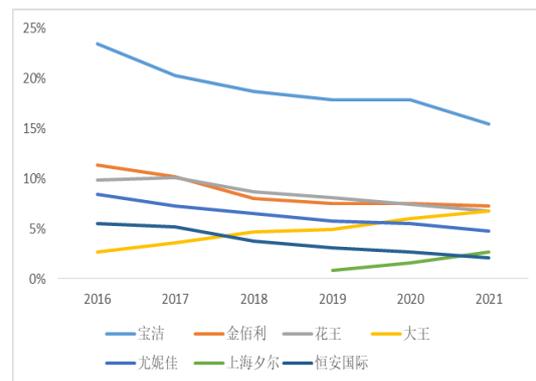
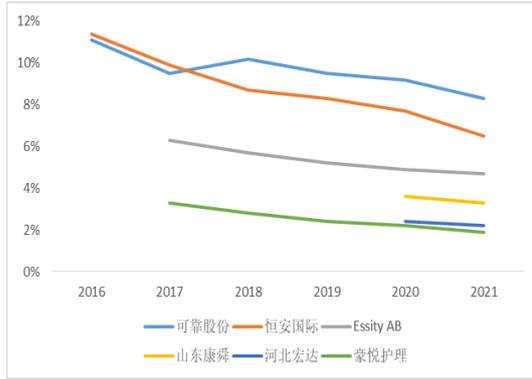




图 4：零售渠道成人失禁用品竞争格局



数据来源：欧睿数据，华通证券研究部

1.3 行业成长空间

随着新一代父母育儿观念变化，婴儿卫生用品的使用频次以及使用年龄延长，日均更换次数的增加，带动婴儿卫生用品使用片数增加。据艾瑞咨询预测，根据中国新生儿数量在不同城市等级的分布以及消费者使用习惯的培养程度，不同城市婴儿卫生用品市场将呈现差异化发展潜力与趋势。一二线城市消费者将通过良好的消费习惯增加婴儿纸尿裤使用频率，三四线城市预计将通过新生儿数量的攀升带来婴儿卫生用品的增量市场。同时婴儿卫生用品消费不断升级，拉拉裤作为中高端纸尿裤主要类型，其市场份额从 2018 年的 27.2% 上升至 2022 年 5 月的 46.1%。

根据艾瑞咨询数据，2021 年婴儿卫生用品市场渗透率为 80.9%，预计 2026 年将升至 90.4%，市场渗透率仍有较大提升空间。预计 2026 年婴儿卫生用品市场规模将达到 635 亿元，较上年增长 6.19%。

图 5：婴儿卫生用品市场渗透率

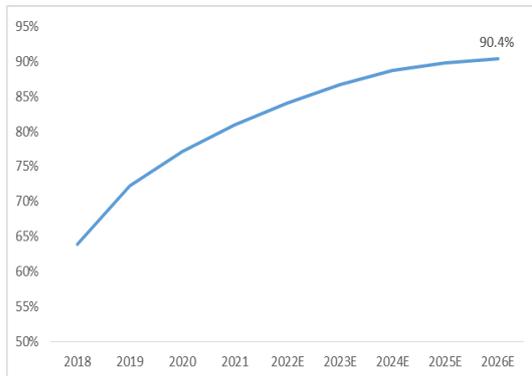


图 6：婴儿拉拉裤市场份额

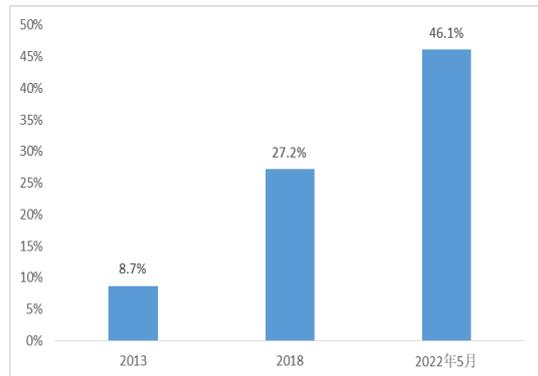
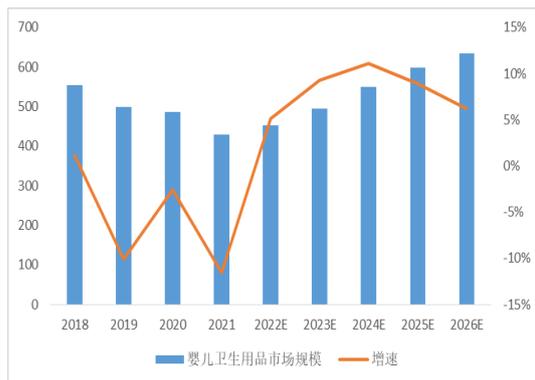




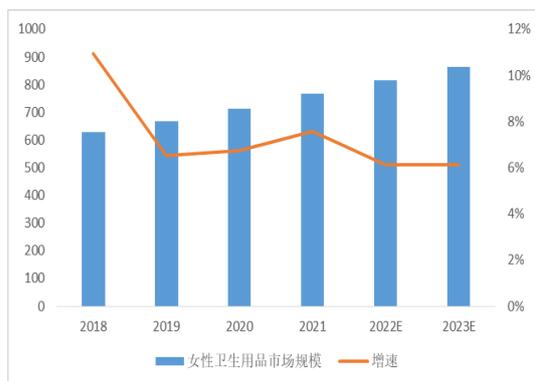
图 7：婴儿卫生用品市场规模预测



数据来源：艾瑞咨询，华通证券研究部

2022 年，我国女性人口 68,969 万人，女性卫生用品作为快消品和生活必需品，市场需求较为稳定。随着消费升级需求及个人健康意识不断提升，消费者对产品档次的要求越来越高，经期裤等中高端产品的出现，使得传统夜用卫生巾的产品结构发生了突破性变化，其在女性卫生用品中的市场份额持续提升。据观研天下预测，2023 年我国女性卫生用品市场将达到 865 亿元，较上年增长 6.13%。

图 8：女性卫生用品市场规模预测



数据来源：观研天下，华通证券研究部

根据 BCG《2023 中国未来消费者研究报告》，我国当前总人口的 80%由婴儿潮、X 世代、Y 世代及 Z 世代人群构成。其中以 2023 年记，婴儿潮人群年龄在 59-73 岁，是成人失禁用品的主要消费客群，婴儿潮人群的收入占比为 22%，具有较强的消费能力。随着 X 世代逐步步入老龄化，其收入占比为 34%，消费能力更强，有望带动成人失禁用品市场快速增长。

表 2：不同世代人群人口数量及收入占比

出生年份	世代	人口数量	人口占比	收入占比
1949 年及以前	-	1.2 亿	8%	-
1950-1964 年	婴儿潮	2.5 亿	18%	22%
1965-1979 年	X 世代	3.3 亿	23%	34%
1980-1994 年	Y 世代	3.2 亿	22%	28%
1995-2009 年	Z 世代	2.3 亿	17%	16%
2010 年及以后	α世代	1.7 亿	12%	-

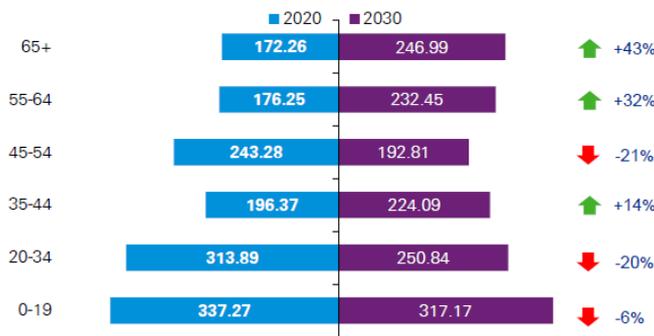


资料来源：BCG，华通证券研究部

注：人口数据来自第七次全国人口普查；四个世代收入贡献加总=100%，四个世代以外人群收入占比少，不纳入收入分析，收入基于 BCG、CCI 定量调研问卷结果测算。

根据观研天下数据，成人失禁用品在一线城市市场渗透率约为 15%，在二三线城市的市场渗透率约为 5%，在农村市场渗透率不足 1%，市场渗透率仍有较大提升空间。根据国家统计局数据，2022 年末我国 60 岁及以上人口 2.80 亿人，占全国人口的 19.8%，较 2021 年增加 1,268 万人；其中 65 岁及以上人口 2.10 亿人，较 2021 年增加 922 万人。据 UN population pyramid 预测，到 2030 年，我国 55 岁及以上年龄段的人口数量将比 2020 年上升 38%。

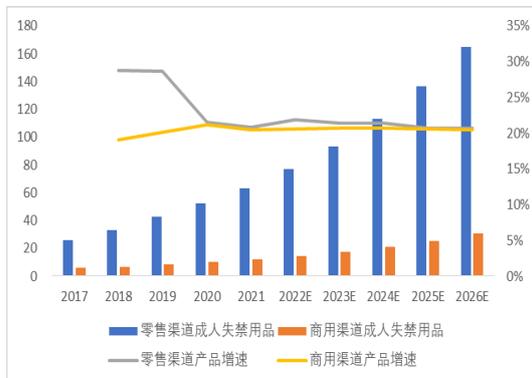
图 9：中国人口结构（单位：百万人）



数据来源：UN population pyramid，毕马威，华通证券研究部

规模庞大且不断增长的老龄化人口是成人失禁用品的潜在消费群体，随着国内失禁人群消费观念的逐步改善，因手术、生育或长途交通对成人失禁用品产生的功能性需求也将不断增加，带动成人失禁用品市场不断增长。根据欧睿数据，预计 2026 年零售渠道成人失禁用品市场规模将达到 165.01 亿元，较上年增长 20.66%，商用渠道（养老机构、医院或大药房等机构统一采购渠道）成人失禁用品市场规模将达到 30.65 亿元，较上年增长 20.52%。

图 10：成人失禁用品市场规模预测



数据来源：欧睿数据，华通证券研究部

二、公司主要业务板块经营情况分析



2.1 公司主营业务及产品介绍

豪悦护理主要从事妇、幼、成人卫生护理用品的研发、制造与销售业务，产品涵盖婴儿纸尿裤、成人纸尿裤、经期裤、卫生巾、湿巾等一次性卫生用品。经过多年发展，公司形成了以 ODM 为主兼顾自有品牌、重点发展国内市场的业务格局。

公司自成立以来，凭借较强的研发能力、严格的质量管控体系和可靠的生产供应能力，在业内积累了较多优质的客户。公司国内销售 ODM 客户主要包括花王、尤妮佳、金佰利、SCA（维达）、蜜芽、景兴健护、重庆百亚、凯儿得乐、BEABA、BabyCare、Eleser 等国内外知名度较高的一次性卫生用品企业。

公司国外 ODM 销售主要通过有实力的快消品分销商、国际贸易商以及在国际或地区具有较广销售网点分布的大型商超等，采取联合品牌、贴牌代工生产等方式，利用国外合作伙伴的已有品牌及渠道开拓国外客户。公司目前已建立起覆盖了韩国、印度、巴基斯坦、白俄罗斯、南非等多个国家和地区的营销网络，与境外客户开展了长期而稳定的合作关系，支撑起了公司稳定的国外销售。

随着电子商务的兴起，公司意识到吸收性卫生用品适合开展网络销售活动，因此自 2014 年起，公司逐步组建网络销售运营团队，通过国内电商平台开展网络销售。目前，公司自有品牌获得了一定的市场知名度和美誉度。在婴儿用品领域，公司拥有“希望宝宝”、“天生明星”、“Mamamia”、“Sunnybaby”、“Nanakia”等品牌，其中“希望宝宝”是“杭州市名牌产品”、“杭州市著名商标”；在成人失禁用品领域，公司针对不同客户推出了“白十字”、“康福瑞”、“汇泉”、“好年”等系列品牌；在女性卫生用品领域，公司是较早开发经期裤产品的企业，与多家全球 500 强企业及国内知名品牌商建立了长期的合作关系。

2.2 公司经营业绩情况

公司营业收入持续增长，近 5 年公司营收复合增长率为 29.79%，2023 年第一季度，公司实现营业收入 6.32 亿元，较去年同期增长 22.79%。近 5 年公司归母净利润复合增长率为 44.54%，2023 年第一季度，公司实现归母净利润 0.79 亿元，较去年同期增长 44.65%。

图 11：公司营收及增速

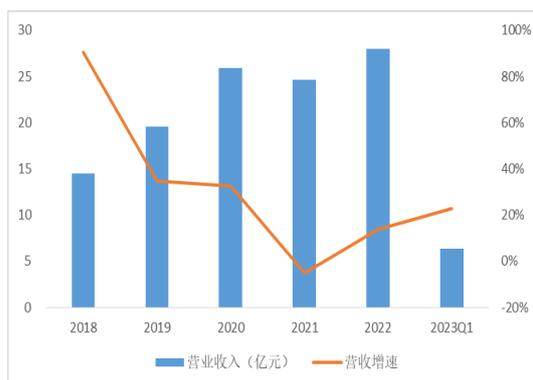
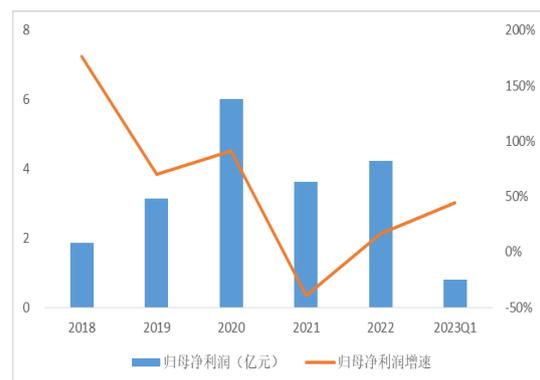


图 12：公司归母净利润及增速





数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

公司产品采用的原材料包括石油衍生品及木浆材料，近两年受国际原油市场影响，高分子、橡胶等公司主要原材料采购成本涨幅较高，导致生产成本上涨，主营业务毛利率、净利率有所下降。2023 年第一季度，公司毛利率、净利率分别是 23.06%、12.56%。公司加大推广力度，推进自有品牌建设，导致销售费用率有所上升。2023 年一季度，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别是 4.19%、6.89%、-2.07%。

图 13：公司毛利率及净利率走势

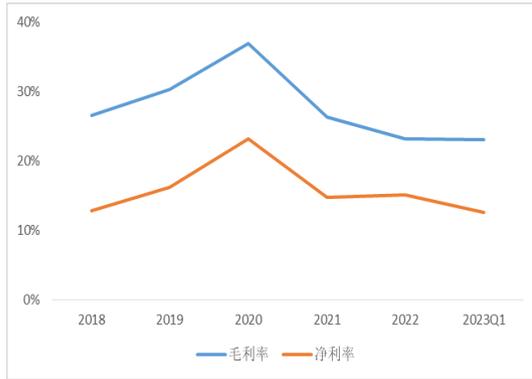
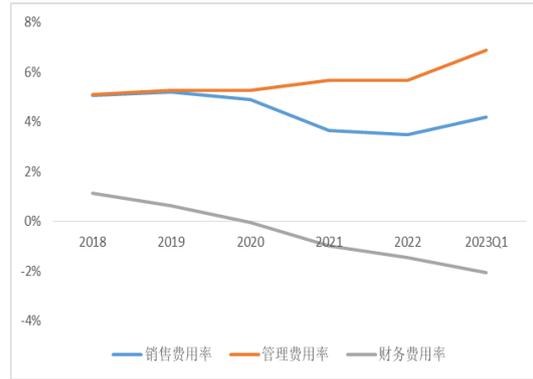


图 14：公司费用率走势



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

受益于下游客户销售表现较好及新客户开拓，婴儿卫生用品收入占比持续提升，2022 年其占营业收入比重为 74.18%。2022 年成人卫生用品、婴儿卫生用品、非吸收性卫生用品及其他产品分别实现营业收入 6.21、20.32、0.87 亿元，分别较上年增长 6.15%、15.52%、44.49%。非吸收性卫生用品及其他产品收入增长较快主要系公司生产的复合芯体和湿巾产品收入增长所致。上述产品 2022 年毛利率分别为 25.06%、21.30%、32.95%，较上年有所下降。

图 15：公司营收构成

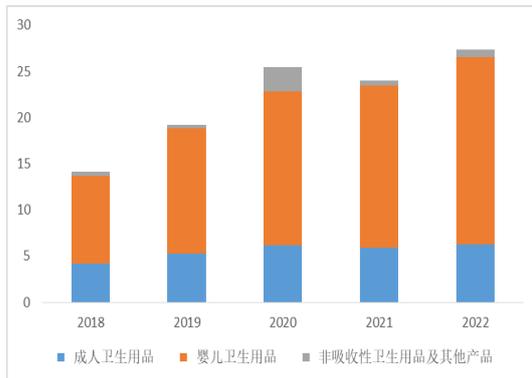
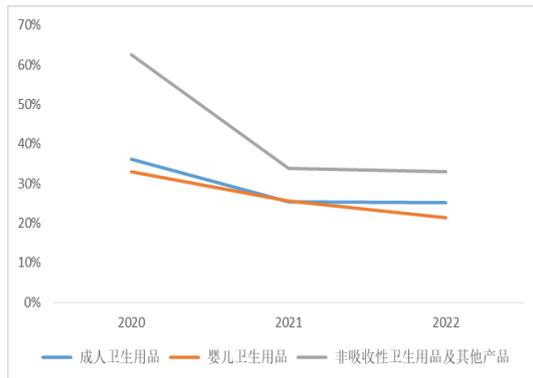


图 16：分产品毛利率走势



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

公司境内营收稳健增长，2022 年境内、境外收入分别为 25.21、2.81 亿元，分别较上年增长 17.91%、5.64%，境内、境外毛利率分别为 23.47%、20.26%。随着公司泰国厂房建设完成，设备搬迁至自建厂房，已陆续完成投产。公司自主品牌 sunnybaby 已进入泰国主要商超，并同步开展市场推广活动。泰国当地市场复合芯体结构尿裤尚处于消费者教育阶段，公司通



过当地明星和网红代言，依托当地媒体进行宣传推广，未来随着市场渗透率逐步提升，境外市场有望稳健增长。

图 17：公司境内外收入及增速

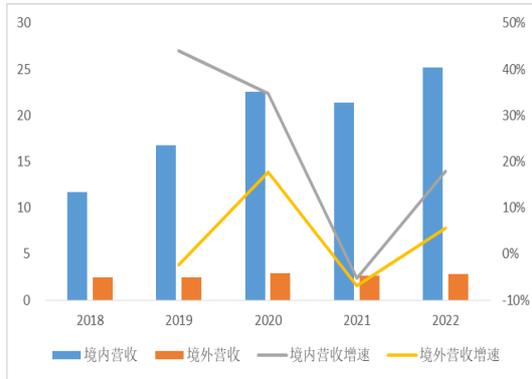
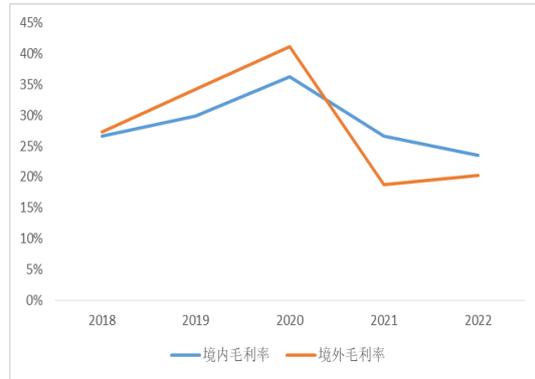


图 18：公司境内、境外毛利率走势



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

2.3 公司核心资源和竞争优势分析

2.3.1 规模成本优势

消费者对快速消费品的价格敏感性较高，成本控制对行业内生产企业来说极为重要。在生产过程中，要同时达到保证品质和控制成本的难度较大，对制造商的生产管控能力提出较高要求。同时，吸收性卫生用品制造商只有达到一定生产规模才能发挥规模效应，保持一定的利润水平。

公司先后引进了数十条行业先进的瑞光生产设备，具备生产品质稳定和结构新颖的吸收性卫生用品的硬件条件。公司已掌握复合芯体、底膜、无纺布等吸收性卫生用品核心材料的生产制造技术。同时，公司与客户有相应的调价机制，如原材料价格波动触及调价机制，公司可进行相应价格调整，有一定利润保障能力。公司已建有杭州、江苏、泰国、湖北等生产基地，公司婴儿纸尿裤、成人纸尿裤、女士经期裤等产品产能在国内排名前列，具备规模化生产优势。

2.3.2 客户优势

个人卫生用品与使用者身体直接接触，因此产品的安全性、可靠性是消费者较为关注的因素，也是个护用品品牌商选择供应商较为关注的因素。尤妮佳、花王等全球著名跨国公司一般对供应商资质会有非常严格的审定程序，在审定过程中对供应商的设计研发能力、生产流程、质量管理、服务弹性、全球供应能力甚至经营状况等多个方面提出严格要求。国内制造商一旦通过供应商资质的最终审定，将被纳入到跨国公司的全球供应链，双方结成较为长期、稳定的合作关系。

公司在业内积累了多元化的客户。公司合作的客户既有如尤妮佳、花王等全球著名跨国



公司，也有 BCBabyCare、BEABA、亲宝宝等电商新兴渠道的国内母婴知名品牌商，同时公司积极进行自有品牌建设，稳定且多元化客户将保障公司业绩持续增长。

2.3.3 研发优势

在吸收性卫生用品行业中，持续的新产品研发能力是企业保持市场竞争力的重要因素。随着国内消费结构升级换代，消费者对吸收性卫生用品的舒适性、功能性、便利性等功能要求越来越高，产品需求日趋多样化、个性化。为此，适应消费者需求的创新产品不断出现，对行业内生产企业的设计能力和研发实力提出了更高的要求。

吸收芯体是决定纸尿裤、经期裤等吸收性卫生用品质量的关键结构部件，主要作用是快速吸收、分散和储存液体，决定了纸尿裤、经期裤等产品的吸收量、吸收速度、锁水能力及是否干爽、起坨、反渗等。根据吸收芯体材料的不同，可以分为复合芯体和木浆芯体两种芯体结构。依托持续研发及多年的行业经验，公司已研发出无木浆多维复合芯体结构，与木浆芯体相比，公司无木浆多维复合芯体使用“无纺布+高分子吸水树脂”的配方结构，应用了热风穿刺熔融固结技术，具有轻薄、不易断层、吸水后整体膨胀不起坨等诸多优点。

公司推出的无木浆多维复合芯体，提升了纸尿裤、经期裤等产品在吸收、反渗、舒适度等方面的性能，并帮助国内母婴品牌商们打造出符合品牌特色的国货精品，获得了大量消费者的认可和青睐。公司无木浆多维复合芯体纸尿裤产品在国内市场的成功已经引起了跨国公司的重视，2019 年公司和国际知名品牌商就无木浆多维复合芯体经期裤及无木浆多维复合芯体婴儿纸尿裤产品开始合作。

表 3：公司产品按芯体分类介绍

按芯体分类	芯体主要性能及特点	主要客户
无木浆多维复合芯体产品	无木浆多维复合芯体由多种卷曲以及中空纤维制成的热风蓬松无纺布和多种不同特性的高分子吸水树脂复合而成，具有轻薄、柔韧、不易断层，吸水后整体膨胀、平整不起坨等特点，同时兼具干爽、透气、柔软的效果和轻薄的外观，可有效提升产品档次，但相对木浆芯体成本较高，主要应用在婴儿纸尿裤及经期裤中	用于凯儿得乐、蜜芽、BEABA、BabyCare 等国产高端品牌客户和自营品牌的纸尿裤产品中，已和国际知名品牌商就无木浆多维复合芯体经期裤产品及无木浆多维复合芯体婴儿纸尿裤产品开始合作
木浆芯体产品	木浆芯体也称绒毛浆芯体，主要由木浆和高分子吸水树脂混合而成，具有蓬松、厚实等特点，较复合芯体成本低一些	用于金佰利、尤妮佳等跨国公司及部分国产品牌客户的成人纸尿裤、经期裤等系列产品中

资料来源：公司招股说明书，华通证券研究部

依托持续研发及多年的行业经验，公司于 2011 年研发出经期裤，于 2013 年开始推向市场，是行业内较早实现经期裤规模化生产和销售的企业。作为夜用卫生巾的升级产品，经期

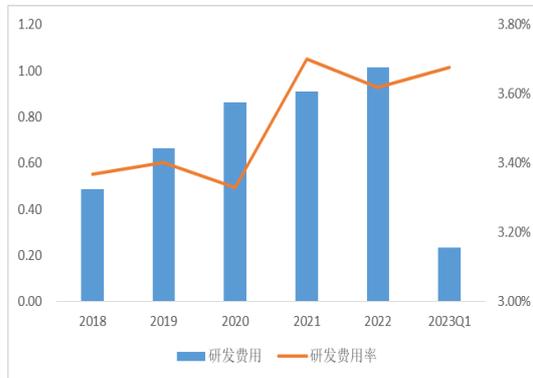


裤贴身度更好，吸收能力更强，兼具安全、舒适和便利的三大优点，因此受到了消费者的广泛认可。

目前，经期裤市场渗透率较低，未来市场空间较大。包括金佰利、尤妮佳、花王等全球著名跨国公司，凯儿得乐、蜜芽、BEABA、BabyCare 等国产知名品牌商客户，以及景兴健护、重庆百亚等国内一次性卫生用品知名企业均和公司建立了经期裤产品的合作关系。

公司研发投入持续增长，2023 年第一季度，公司研发费用 0.23 亿元，占营业收入比重为 3.68%。2022 年，公司已累计取得专利 164 项，其中发明专利 13 项，实用新型专利 131 项，外观专利 20 项。2023 年，新产品易穿脱经期裤和易穿脱婴儿拉拉裤即将向市场推广应用；超透气新型材料、超细旦氨纶材料将陆续推进应用于婴儿、成人尿裤及经期裤、卫生巾等产品，有望进一步丰富产品结构。

图 19：公司研发费用情况



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析

对比可比公司运营效率，由于豪悦护理主要产品为吸收性卫生用品，选取个护用品领域中顺洁柔、百亚股份、可靠股份、依依股份为可比公司。存货周转率方面，豪悦护理处于可比公司第一位，豪悦护理、中顺洁柔、百亚股份、可靠股份、依依股份 2022 年存货周转率依次为 7.32、3.45、5.20、6.13、7.10；应收账款周转率方面，上述公司 2022 年应收账款周转率依次为 11.97、7.53、9.94、5.38、5.66；总资产周转率方面，上述公司 2022 年总资产周转率依次为 0.69、1.08、0.98、0.59、0.76。



图 20: 可比公司存货周转率对比

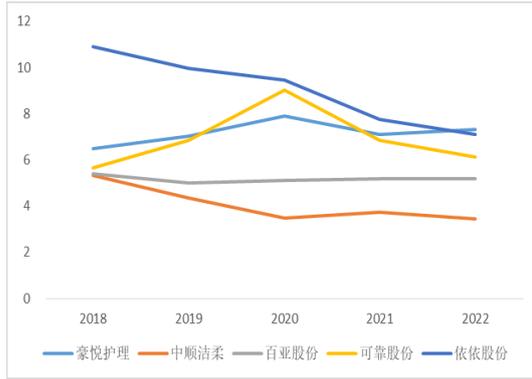


图 21: 可比公司应收账款周转率对比

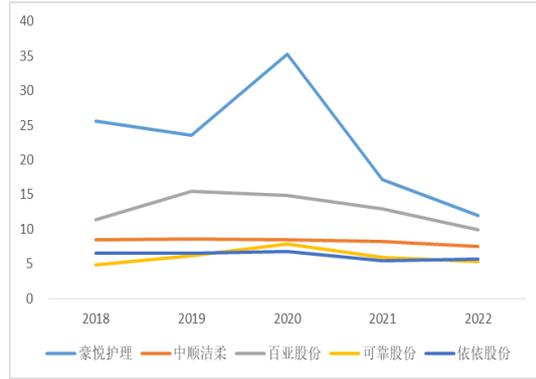
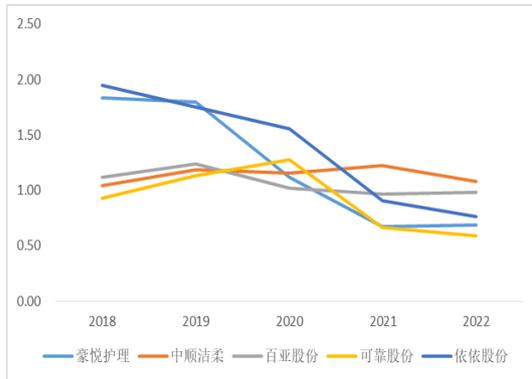


图 22: 可比公司总资产周转率对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

对比可比公司管理效率。销售费用率方面, 对比个人卫生用品品牌商, 豪悦护理销售费用率较低, 豪悦护理、中顺洁柔、百亚股份、可靠股份、依依股份 2022 年销售费用率依次为 3.47%、20.41%、24.50%、8.02%、1.31%; 管理费用率方面, 豪悦护理在可比公司中处于中等水平, 上述公司 2022 年管理费用率依次为 5.68%、6.72%、6.54%、6.85%、4.07%; 财务费用率方面, 豪悦护理财务费用率不断下降, 且在可比公司中处于较低水平, 上述公司 2022 年财务费用率依次为-1.47%、-0.37%、-0.23%、-3.27%、-2.07%。

图 23: 可比公司销售费用率对比

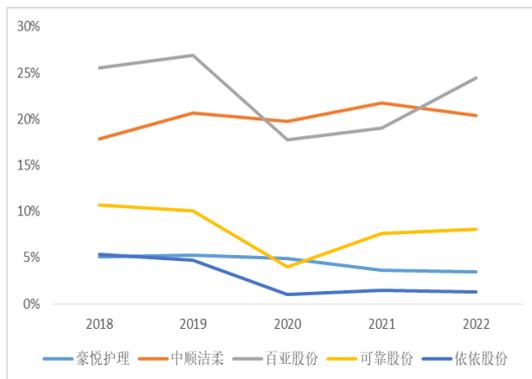


图 24: 可比公司管理费用率对比

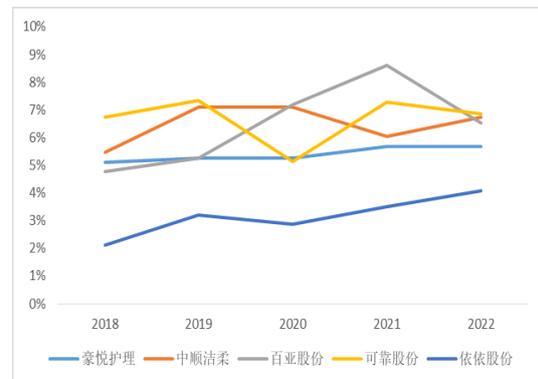
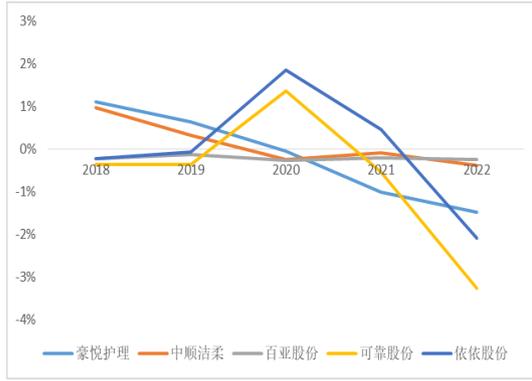


图 25: 可比公司财务费用率对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

对比可比公司盈利能力。毛利率方面, 对比个人卫生用品品牌商, 豪悦护理毛利率相对较低, 豪悦护理、中顺洁柔、百亚股份、可靠股份、依依股份 2022 年毛利率依次为 23.15%、31.96%、45.11%、13.10%、13.72%; 净利率方面, 豪悦护理净利率高于个护用品领域可比公司, 上述公司 2022 年净利率依次为 15.09%、4.07%、11.59%、-4.74%、9.93%; 净资产收益率方面, 豪悦护理在可比公司中处于较高水平, 上述公司 2022 年依次为 14.08%、6.94%、15.02%、-3.12%、8.52%。

图 26: 可比公司毛利率对比

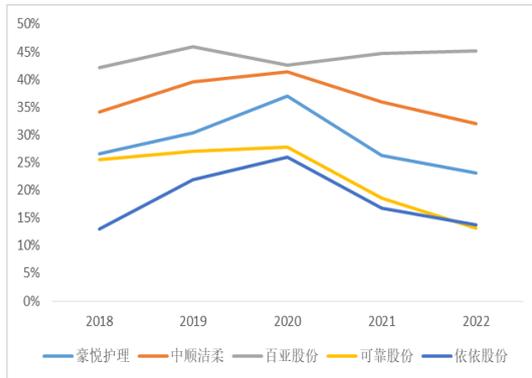


图 27: 可比公司净利率对比

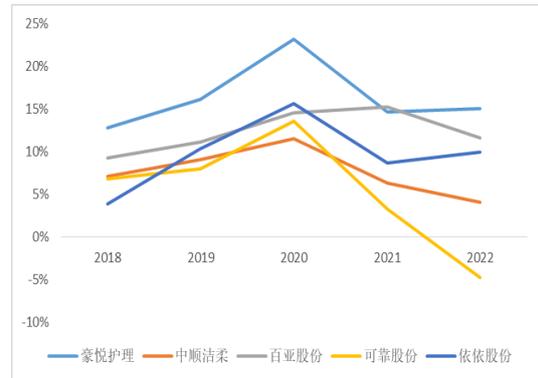
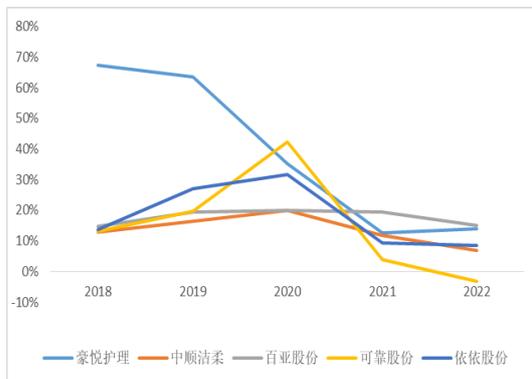


图 28: 可比公司 ROE 对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部



三、2023-2025 年公司整体业绩预测

关键假设：

a. 新产品易穿脱经期裤和易穿脱婴儿拉拉裤将向市场推广应用，有望进一步丰富产品结构，提升公司业绩及毛利率。同时公司自有品牌产品已进入泰国主要商超，境外业务有望带来新增长。公司产品主要原材料为石油衍生品，自 2022 年下半年以来，国际油价持续下跌，公司毛利率有望改善。募投项目“年产 12 亿片吸收性卫生用品智能制造生产基地建设项目”将于 2024 年 4 月达到预定可使用状态，公司产能将进一步提升。

b. 结合往年数据，将成人卫生用品、婴儿卫生用品、非吸收性卫生用品及其他产品的 2023 年收入增长预测设为 15%、18%、50%；参考往年数据进行预测，将 2024 及 2025 年上述行业的收入增长设定为 17%、15%、55%。

c. 结合往年数据，将成人卫生用品、婴儿卫生用品、非吸收性卫生用品及其他产品的 2023 年毛利率预测设为 30%、25%、33%；参考往年数据进行预测，将 2024 及 2025 年上述行业的收入增长设定为 32%、25%、35%。

表 4: 2023-2025 年公司收入预测

	项目	2022A	2023E	2024E	2025E
成人卫生用品	收入 (亿元)	6.21	7.14	8.36	9.78
	YOY	6.15%	15.00%	17.00%	17.00%
	成本 (亿元)	4.65	5.00	5.68	6.65
	毛利率	25.06%	30.00%	32.00%	32.00%
婴儿卫生用品	收入 (亿元)	20.32	23.98	27.57	31.71
	YOY	15.52%	18.00%	15.00%	15.00%
	成本 (亿元)	15.99	17.98	20.68	23.78
	毛利率	21.30%	25.00%	25.00%	25.00%
非吸收性卫生用品及其他产品	收入 (亿元)	0.87	1.31	2.02	3.14
	YOY	44.49%	50.00%	55.00%	55.00%
	成本 (亿元)	0.58	0.87	1.31	2.04
	毛利率	32.95%	33.00%	35.00%	35.00%
合计	收入 (亿元)	28.02	32.42	37.95	44.62
	YOY	13.82%	15.71%	17.05%	17.57%
	成本 (亿元)	21.54	23.86	27.68	32.47
	毛利率	23.15%	26.42%	27.07%	27.24%

我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 32.42、37.95、44.62 亿元，同比增长 15.71%、17.05%、17.57%，归属于母公司股东净利润分别为 5.21、6.19、7.30 亿元，对应 EPS 分别为每股 3.35、3.99、4.70 元。

四、公司估值分析

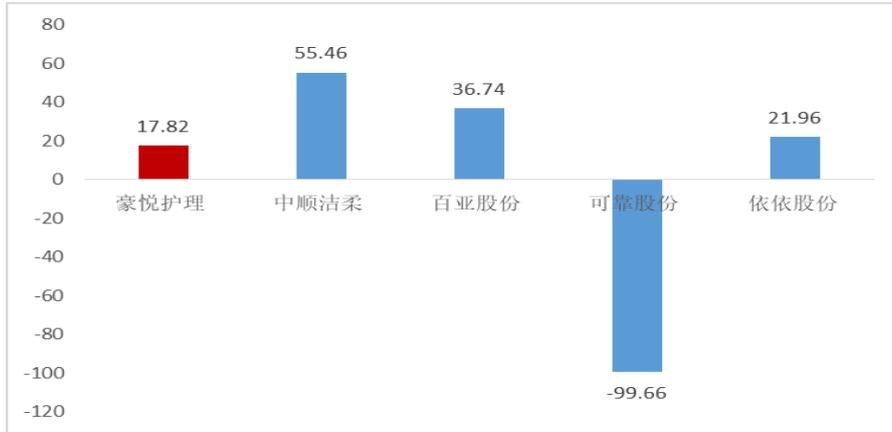
4.1 P/E 模型估值

由于豪悦护理主要产品为吸收性卫生用品，选取个护用品领域中顺洁柔、百亚股份、可



可靠股份、依依股份为可比公司，以 2023 年 5 月 22 日数据为基准，可看出豪悦护理 PE (TTM) 处于较低水平。

图 29: 可比公司 PE(TTM)对比



数据来源: 同花顺 iFinD, 华通证券研究部

对比中顺洁柔、百亚股份、可靠股份、依依股份估值水平，综合考虑公司业绩成长性，我们给予公司 PE 估值 20X-27X，对应股价 67.00 元/股-90.45 元/股为合理估值区间。

表 5: 可比公司估值表 (截止 2023 年 5 月 22 日)

	最新收盘价	EPS				PE			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
中顺洁柔	12.70	0.27	0.49	0.62	0.72	49.35	25.97	20.68	17.77
百亚股份	18.10	0.44	0.58	0.72	0.89	35.33	31.17	25.03	20.34
可靠股份	12.46	-0.16	0.34	0.50	0.58	165.65	36.86	24.96	21.45
依依股份	15.44	1.14	1.17	1.38	1.65	19.00	17.16	14.53	12.16
平均值						67.33	27.79	21.30	17.93

数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

4.2 DCF 模型

我们以预测的 2023-2025 年 EPS 分别为 3.35、3.99、4.70 元为基础，进行绝对估值测算，对应每股合理的内在价值为 108.16 元。

表 6: DCF 模型估值

模型	折现率	永续增长率	预测期现值	永续期现值	总现值
组合一	8.00%	3.00%	11.07	83.01	94.08
组合二	8.00%	4.00%	11.07	104.77	115.84
组合三	8.00%	5.00%	11.07	141.03	152.11
组合四	9.00%	3.00%	10.97	67.91	78.88
组合五	9.00%	4.00%	10.97	82.28	93.25
组合六	9.00%	5.00%	10.97	103.84	114.81
平均					108.16

数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部



估值说明：（1）永续增长率采用略低于GDP增长率；

（2）DCF模型中以EPS代替自由现金流量进行测算；

（3）预测期间为2023-2025年，永续期自2026年开始；

（4）考虑市场风险和企业自身风险因素，折现率包含了风险溢价。

五、公司未来六个月内投资建议

5.1 公司股价催化剂分析

新产品易穿脱经期裤和易穿脱婴儿拉拉裤将向市场推广应用。公司自主品牌已进入泰国主要商超，境外业务有望带来新增长。公司产品主要原材料为石油衍生品，自2022年下半年以来，国际油价持续下跌，公司毛利率有望改善。

公司募投项目“年产12亿片吸收性卫生用品智能制造生产基地建设项目”将于2024年4月达到预定可使用状态，公司产能将进一步提升，同时规模优势下，有望进一步降低单位固定成本及其他运营成本，公司竞争力有望进一步加强。公司客户既包括花王、尤妮佳等全球知名品牌商，也有重庆百亚等国内品牌客户，同时公司积极打造自有品牌，稳定且优质的客户资源有望保障公司业绩持续增长。

5.2 公司六个月内的目标价

根据前述对公司合理估值测算，结合股价催化剂因素，我们给予公司六个月内的目标价为67元/股，对应2023年PE为20倍。以2023年5月22日收盘价51.36元/股为基准，公司股价距离六个月内的目标价仍有30.45%的上涨空间。

六、公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“推荐（首次）”的投资评级。

华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来6个月内，股价表现强于基准指数15%以上
推荐	预计未来6个月内，股价表现强于基准指数5%-15%
中性	预计未来6个月内，股价表现介于基准指数±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价表现弱于基准指数5%以上

基准指数说明：A股一主板基准为沪深300指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创50指数、北交所基准为北证50指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普500指数。



七、风险提示

1、宏观经济风险

未来不排除由于宏观经济和居民可支配收入增速出现波动,以及出生率继续下降等原因,导致一次性卫生用品的市场规模缩小,进而影响行业整体发展情况和公司经营业绩。

2、市场竞争风险

行业的竞争策略从价格竞争逐步转向了品牌竞争和质量竞争,未来如果国内外品牌间以及制造企业之间竞争加剧,将影响公司市场份额。

3、原材料价格波动风险

公司产品主要原材料为无纺布、高分子吸水树脂、木浆、热熔胶和包装袋,大部分为石油的衍生产品,受国际局势的影响而变化,原材料的价格变化对公司利润有一定的影响。

4、婴儿出生率下降的风险

根据国家统计局发布最新数据,2022年中国新生儿数量为956万人,同比减少106万人。如果未来中国出生人口继续减少将影响国内婴儿卫生用品市场规模的增长速度和前景。

附表：财务报表预测与主要财务比率

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
货币资金	1,663.46	2,033.61	2,609.41	2,993.89	
应收和预付款项	255.75	325.30	354.56	444.69	
存货	305.51	345.95	409.84	476.78	
其他流动资产	116.84	125.19	153.02	128.20	
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产和在建工程	1,491.39	1,425.17	1,360.20	1,403.09	
无形资产和开发支出	97.54	86.55	75.56	64.57	
其他非流动资产	9.07	9.23	8.50	8.70	
资产总计	3,939.56	4,350.99	4,971.10	5,519.93	
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付和预收款项	876.92	919.43	1,153.10	1,265.77	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他负债	48.60	43.73	43.73	43.73	
负债合计	925.52	963.15	1,196.83	1,309.49	
股本	155.23	155.23	155.23	155.23	
资本公积	1,322.69	1,322.69	1,322.69	1,322.69	
留存收益	1,536.13	1,909.92	2,296.35	2,732.52	
归属母公司股东权益	3,014.04	3,387.83	3,774.26	4,210.43	
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	
股东权益合计	3,014.04	3,387.83	3,774.26	4,210.43	
负债和股东权益合计	3,939.56	4,350.99	4,971.10	5,519.93	
现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
税后经营利润	403.42	468.70	570.12	681.27	
折旧摊销	85.30	72.94	72.94	76.41	
净营运资金增加	66.97	-72.08	112.69	-130.49	
经营活动产生现金流量净额	580.79	455.00	717.40	577.54	
投资活动产生现金流量净额	268.77	42.62	49.16	48.65	
融资活动产生现金流量净额	-354.74	-127.47	-190.75	-241.72	
现金净增加额(减)	503.73	370.15	575.81	384.47	
估值和财务指标汇总					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
EBIT	415.13	541.03	624.62	734.08	
EBITDA	500.43	613.97	697.56	810.49	
NOPLAT	344.42	452.36	533.04	634.38	
税前经营利润	412.94	505.82	615.28	735.23	
EPS	2.72	3.35	3.99	4.70	
BPS	19.42	21.83	24.31	27.12	
PE	18.74	15.21	12.77	10.84	
PB	2.66	2.37	2.13	1.91	
PS	2.86	2.47	2.11	1.80	
PCF	13.81	17.63	11.18	13.89	
EV/EBIT	15.38	11.13	8.73	6.91	
EV/EBITDA	12.76	9.81	7.81	6.26	
EV/NOPLAT	18.54	13.31	10.23	8.00	
EV/IC	4.63	4.34	4.53	4.02	
股息率%	2.90	1.83	2.90	3.66	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	2,802.28	3,242.41	3,795.25	4,462.16	
减: 营业成本	2,153.51	2,385.66	2,767.72	3,246.84	
营业税金及附加	15.09	17.46	20.43	24.02	
营业费用	97.32	113.48	144.22	174.02	
管理费用	57.88	181.57	223.92	258.81	
财务费用	-41.27	-83.91	-117.50	-141.48	
研发费用	101.38	116.73	136.63	160.64	
资产减值损失	4.49	4.50	3.25	2.58	
加: 投资收益	19.25	25.50	22.25	23.88	
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他经营损益	-0.93	-1.10	-1.30	-1.50	
营业利润	432.19	531.32	637.53	759.10	
加: 其他非经营损益	24.18	28.78	28.69	27.22	
利润总额	456.37	560.10	666.22	786.32	
减: 所得税	33.49	39.23	47.26	55.95	
净利润	422.88	520.86	618.96	730.37	
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	
归属母公司股东净利润	422.88	520.86	618.96	730.37	
EBIT	415.13	541.03	624.62	734.08	
EBITDA	500.43	613.97	697.56	810.49	
主要财务比率					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
收益率					
毛利率	23.15%	26.42%	27.07%	27.24%	
三费/营业收入	4.07%	6.51%	6.60%	6.53%	
EBIT/营业收入	14.81%	16.69%	16.46%	16.45%	
EBITDA/营业收入	17.86%	18.94%	18.38%	18.16%	
销售净利率	15.09%	16.05%	16.30%	16.36%	
资产获利率					
ROE	14.03%	15.36%	16.39%	17.34%	
ROA	10.54%	12.45%	12.57%	13.05%	
增长率					
销售收入增长率	13.82%	15.71%	17.05%	17.57%	
EBIT 增长率	6.59%	30.33%	15.45%	17.52%	
EBITDA 增长率	8.37%	22.69%	13.62%	16.19%	
净利润增长率	16.60%	23.04%	18.92%	17.99%	
总资产增长率	2.72%	10.35%	14.26%	13.28%	
股东权益增长率	0.69%	12.40%	11.41%	11.56%	
经营营运资本增长率	-149.18%	35.65%	-77.62%	55.94%	
资本结构					
资产负债率	23.49%	22.14%	24.08%	23.72%	
投资资本/总资产	34.99%	31.90%	24.21%	22.41%	
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
流动比率	2.54	2.93	2.94	3.17	
速动比率	2.21	2.58	2.60	2.81	
股利支付率	55.07%	28.16%	37.55%	40.26%	
收益留存率	44.93%	71.84%	62.45%	59.74%	
资产管理效率					
总资产周转率	0.72	0.78	0.81	0.84	
固定资产周转率	2.41	2.31	2.73	3.23	
应收账款周转率	11.97	11.97	11.97	11.97	
存货周转率	7.32	7.32	7.32	7.32	

数据来源：公司公告，华通证券研究部

请务必阅读正文之后的法律声明及风险提示项下所有内容21



法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 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，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 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，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。