

豪悦护理 (605009)

证券研究报告

2023年05月23日

卡位个护中高端赛道，产品力领先夯实竞争优势

ODM 龙头经营稳健典范，Q1 收入略超预期，全年增长更值得期待。 23Q1、22 全年营收 6.3 亿 (+22.8%)、28.0 亿 (+13.8%)，我们预计 23 年全年收入 34 亿，+21%。23Q1、22 全年归母净利润 0.79 亿+44.6%、4.2 亿+16.6%，22 归母净利率 15.1%；22 年净利率逐季提升。

婴裤核心客户份额显著提升，引领复合芯体产品升级迭代。 22 年前五大客户销售占比 75.5%，前五大客户占比 20-22 年提升了 16.28pct。babycare、金佰利、尤妮佳、BEABA 竞争优势强，份额持续提升。根据欧睿国际数据，国内市场婴儿卫生用品 CR10 从 2020 年的 49.8%提升至 2022 年的 58.8%，CR3 从 2020 年的 31.4%提升至 2022 年的 35.6%。其中 babycare 市场份额从 2020 年的 1.6%提升至 2022 年的 4.4%，BEABA 市场份额从 2020 年的 0.8%提升至 2022 年的 3.3%，公司客户竞争优势强，叠加复合芯体产品持续升级迭代，中高端个护产品终端销售向好，下游行业集中度持续提升。

持续推进产品多元化，新产品更待发力。 22 年其他产品收入 0.87 亿元，同比+44%，主要是湿巾产品、复合芯体收入增加，预计 23 年将持续保持高增速。展望中短期，可穿脱安心裤及超透气新型材料有望推动行业新一轮产品变革，新品上市更值得期待。从行业层面看，近三年女性卫生护理用品头部份额较为稳定，2020-2022 年 CR10 均约 40%左右，参考上一轮公司推出“内裤式”经期裤引领行业替代部分夜用卫生巾产品，新产品可穿脱安心裤更值得期待。

产能逐步理顺，拓展东南亚自主品牌市场，国内自主品牌稳健发展。 22 年境外实现收入 2.61 亿，同比下滑 1.84%，22 年泰国工厂搬迁完成并逐步投产，自主品牌 sunnybaby 进驻泰国主要商超，看好 23 年出口业务提速。

22 年公司毛利率持续优化，目前原材料价格处于下行通道，新品毛利率高更待贡献利润弹性。 盈利能力方面，公司 22 年毛利率 23.2%，22Q4 毛利率 24.8%同增 5.5pct，Q4 毛利率较前三季提升，2022 年原油价格处于高位，22 年公司单片材料成本价格为 0.52 元/片，同比+5.04%。随着 22 年下半年石油价格下行，无纺布价格回落，预计将带来成本端的改善。

盈利预测与估值：公司为个护领域领先制造商，深度绑定行业头部品牌，精耕细作供应链，原材料价格下行&新品上市带来利润弹性。创新研发能力强，新品上市有望推动行业新一轮产品变革，收入增速领跑行业，结构性增长可持续。随着新工厂产能释放、国外自主品牌销售团队的搭建完善，竞争优势有望进一步加强。预计 23-25 年归母净利润分别为 5.2/6.6/7.6 亿，对应 15/12/11xPE，参考可比公司平均 PE，给予公司 23 年 20 倍 PE，目标价 67.6 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧，客户集中度较高，原材料价格波动，婴儿出生率下降风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,462.05	2,802.28	3,385.37	4,006.05	4,687.32
增长率(%)	(4.98)	13.82	20.81	18.33	17.01
EBITDA(百万元)	561.72	587.41	557.34	685.93	785.19
归属母公司净利润(百万元)	362.67	422.88	524.59	657.17	758.16
增长率(%)	(39.75)	16.60	24.05	25.27	15.37
EPS(元/股)	2.34	2.72	3.38	4.23	4.88
市盈率(P/E)	21.98	18.85	15.20	12.13	10.52
市净率(P/B)	2.66	2.65	2.35	2.11	1.88
市销率(P/S)	3.24	2.84	2.35	1.99	1.70
EV/EBITDA	12.01	10.48	10.80	7.23	6.33

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	美容护理/个护用品
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	51.36 元
目标价格	67.6 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	155.23
流通 A 股股本(百万股)	51.66
A 股总市值(百万元)	7,972.46
流通 A 股市值(百万元)	2,653.04
每股净资产(元)	19.94
资产负债率(%)	26.44
一年内最高/最低(元)	58.39/34.60

作者

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

尉鹏洁 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521070001
weipengjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《豪悦护理-半年报点评:21Q2 营收环比上升 4.8%，持续投入新产品研发，强化成本管控优势》2021-08-31
- 2 《豪悦护理-公司点评:发布员工股权激励计划，强化人才队伍建设，扬帆起航再出发》2021-08-01
- 3 《豪悦护理-公司点评:21H1 预计实现归母净利润 1.9-2.1 亿，看好稳需求赛道头部企业市占率提升空间》2021-07-26

内容目录

1. 卫生护理 ODM 龙头，产品力领先	4
1.1. 深耕行业 15 余年，专注幼&妇&成人卫生护理用品.....	4
1.2. 实控人持股比例 66%，行业经验丰富.....	5
1.3. 经营稳健典范，盈利改善明显.....	5
1.3.1. 持续推进客户拓展，持续推出新品夯实竞争力.....	5
1.3.2. 成本上行盈利能力承压，分季度看盈利能力持续改善.....	6
1.3.3. 各项费用率维持稳定，费用管控能力强.....	8
2. 行业趋势明显，裤型卫生巾和成人失禁领域为主要增长点	8
2.1. 吸收性卫生用品行业规模稳定，女性卫生用品占比约 50%.....	8
2.2. 女性护理用品市场格局稳定，婴儿卫生用品市场渗透率仍有提升空间，成人失禁用品市场增长明显.....	9
2.3. 线上渠道占比增加，线上线下融合发展.....	10
3. 客户资源优质+制造端壁垒强+品类持续拓展	11
3.1. 20-22 年前五大客户占比从 59%提升至 76%，深度合作重点客户.....	11
3.2. 生产经营能力突出，新增产能或将稳步放量.....	13
4. 盈利预测与估值	14
5. 风险提示	15

图表目录

图 1：豪悦护理发展历程.....	4
图 2：公司部分自有品牌展示.....	4
图 3：豪悦护理股权结构图.....	5
图 4：2018-2023Q1 营收（亿元）及同比.....	5
图 5：2018-2022 公司各产品业务收入占比.....	6
图 6：2018-2022 婴儿卫生用品营收（亿元）及同比.....	6
图 7：2018-2022 成人卫生用品营收（亿元）及同比.....	6
图 8：2018-2022 非吸收性卫生用品营收（亿元）及同比.....	6
图 9：2018-2023Q1 归母净利润（亿元）及同比.....	6
图 10：2018-2023Q1 扣非归母净利润（亿元）及同比.....	6
图 11：2018-2023Q1 公司毛利率和净利率.....	7
图 12：2018-2022 公司分产品毛利率.....	7
图 13：PP 无纺布江苏市场价格（元/吨）.....	7
图 14：2020-2023 布伦特原油价格（美元）.....	7
图 15：2022 公司各成本占比.....	7
图 16：2016-2022 公司单片材料成本（元/片）.....	7
图 17：公司销售、管理、研发、财务费用率.....	8
图 18：吸收性卫生用品行业的上游及下游行业.....	8

图 19: 2014-2021 中国吸收性卫生用品市场规模 (亿元) 及同比.....	9
图 20: 2015-2021 吸收性卫生用品各类产品占比.....	9
图 21: 2014-2021 中国女性卫生用品市场规模 (亿元) 及同比.....	9
图 22: 2020-2022 中国女性卫生用品市场份额前十 (品牌口径).....	9
图 23: 2014-2021 中国婴儿卫生用品市场规模 (亿元) 及同比.....	9
图 24: 2020-2022 中国婴儿卫生用品市场份额前十 (品牌口径).....	9
图 25: 2014-2021 中国成人失禁用品市场规模 (亿元) 及同比.....	10
图 26: 2020-2022 中国成人失禁用品市场份额前十 (品牌口径).....	10
图 27: 2017-2022 年中国个人卫生护理线下零售渠道占比.....	10
图 28: 2017-2022 年中国个人卫生护理线上零售渠道占比.....	10
图 29: 公司主要经营模式.....	11
图 30: 公司无木浆多维复合芯体结构示意图.....	11
图 31: 公司与可比公司的研发费用率对比.....	11
图 32: 公司主要合作的品牌.....	12
图 33: 2017-2019 公司主要客户销售额 (万元).....	13
图 34: 2017-2022 公司前五大客户销售额 (亿元) 及占比.....	13
图 35: 公司杭州、江苏工厂部分展示图.....	13
图 36: 2018-2022 公司婴儿、成人卫生用品销量 (亿片) 及同比.....	13
图 37: 2018-2022 公司婴儿卫生用品产销率和成人卫生用品产销率.....	13
表 1: 公司募投项目情况表 (万元).....	14
表 2: 公司经营模型.....	14
表 3: 可比公司估值.....	14

1. 卫生护理 ODM 龙头，产品力领先

1.1. 深耕行业 15 余年，专注幼&妇&成人卫生护理用品

国内领先的个人卫生护理用品领域制造商，专注于妇、幼、成人个人卫生健康护理用品的研发、制造与销售业务。经过多年发展，公司业务已涵盖婴儿纸尿裤、成人纸尿裤、经期裤、卫生巾、湿巾等一次性卫生用品产品。目前公司拥有 3 个生产基地，杭州豪悦工厂、江苏豪悦工厂、泰国豪悦工厂，主要生产卫生巾、婴儿纸尿裤、成人纸尿裤、护理垫湿巾等产品。

图 1：豪悦护理发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

积极打造自有品牌，市场知名度和美誉度较高。在婴儿用品领域，公司拥有“希望宝宝”、“Mamamia”、“Sunnybaby”、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；在个护家清领域，公司拥有“森之物语”、“答菲”；在宠物护理方面，公司拥有品牌“Sunny Doggy”、“Publixpet”。

图 2：公司部分自有品牌展示

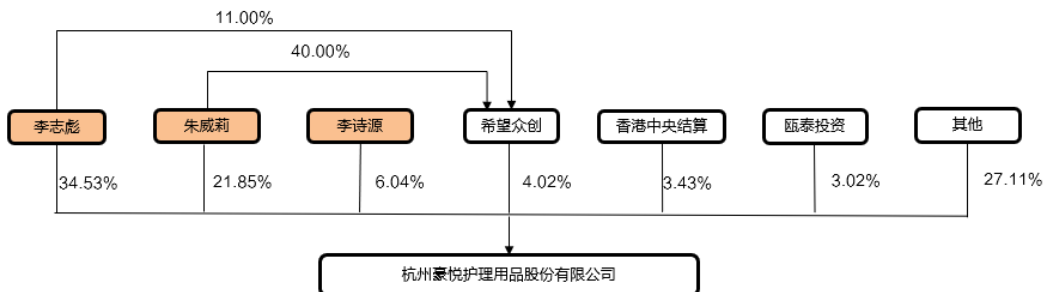


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 实控人持股比例 66%，行业经验丰富

自然人李志彪、朱威莉夫妇及其女儿李诗源系公司实际控制人。其中，李志彪、朱威莉和李诗源分别直接持有公司 34.53%、21.85%和 6.04%的股份。同时，朱威莉通过杭州希望众创间接持有公司 4.02%的股份，李志彪、朱威莉夫妇及其女儿李诗源直接和间接合计控制公司 66.44%的股份。

图 3：豪悦护理股权结构图



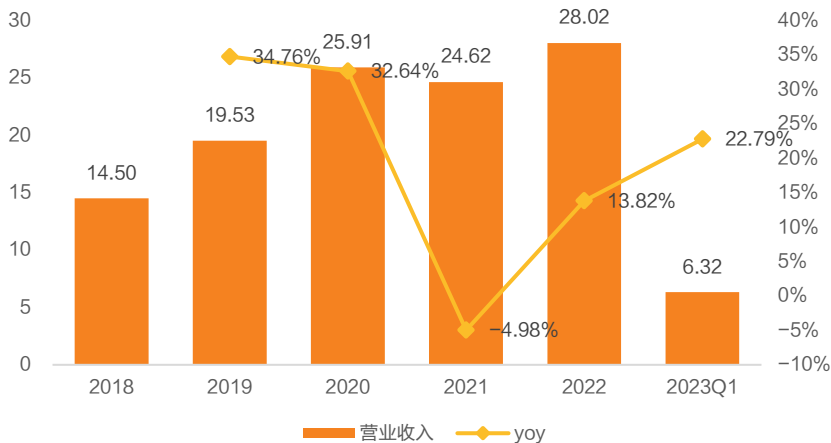
资料来源：公司公告，天风证券研究所 注：本股权结构图截至 2023 年一季度

1.3. 经营稳健典范，盈利改善明显

1.3.1. 持续推进客户拓展，持续推出新品夯实竞争力

整体宏观环境承压，公司丰富客户矩阵，客户资源优质，22 年收入 yoy+14%，23Q1 收入 yoy+23%，龙头企业经营韧性凸显。公司持续加大市场开拓、产能提升以及研发投入，22 年实现营收 28.02 亿，同比+13.82%。公司经营规模持续扩大，2018-2022 年 CAGR 为 18%，其中 21 年公司营业收入下降，主要是疫情影响成人卫生用品收入减少所致。2023 年 Q1 营业收入为 6.32 亿，同比+22.79%。

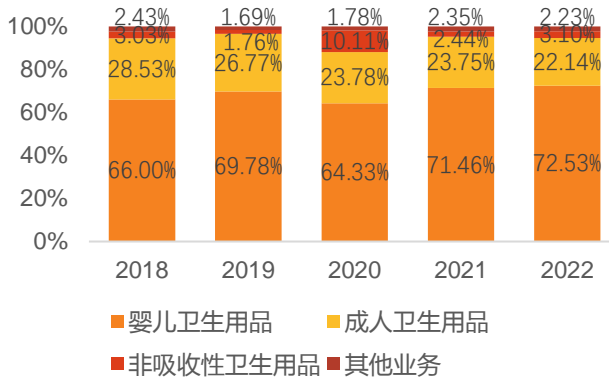
图 4：2018-2023Q1 营收（亿元）及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

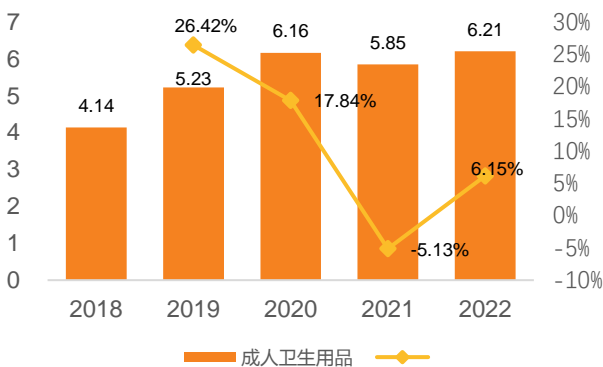
持续创新推进产品多元化，婴裤拳头产品增长稳健。22 年公司婴儿卫生用品/成人卫生用品/非吸收性卫生用品及其他产品/其他业务分别占营业收入 72.53%/22.14%/3.10%/2.23%，同比+1.07/-1.60/+0.66/-0.12pct。婴儿卫生用品稳健增长，22 年实现营业收入 20.32 亿元，同比+15.52%，收入增长提速。22 年成人卫生用品营业收入为 6.21 亿元，同比+6.15%。22 年非吸收性卫生用品及其他产品营业收入为 0.87 亿，同比+44.49%，主要是由于公司生产的复合芯体和湿巾产品收入增加所致。

图 5：2018-2022 公司各产品业务收入占比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：2018-2022 成人卫生用品营收（亿元）及同比



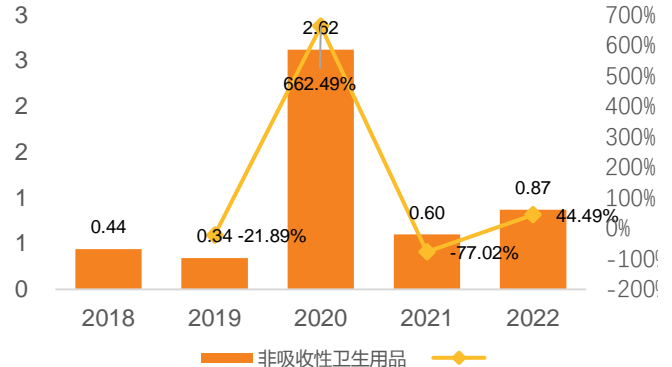
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2018-2022 婴儿卫生用品营收（亿元）及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：2018-2022 非吸收性卫生用品营收（亿元）及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

1.3.2. 成本上行盈利能力承压，分季度看盈利能力持续改善

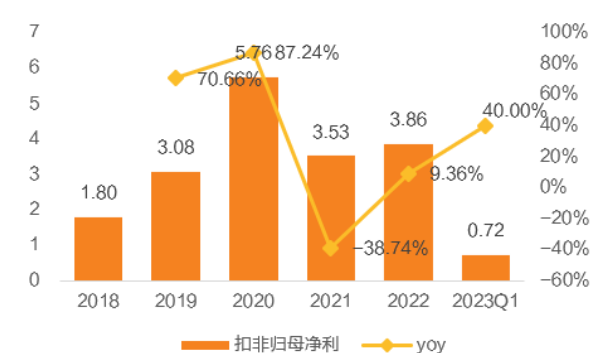
盈利能力自 2022 年逐渐改善。2018-2022 年，归母净利润为 1.85/3.15/6.02/3.63/4.23 亿元，期间 CAGR 为 22.94%。2023 年 Q1 公司实现归母净利 0.79 亿元，同比+44.65%，扣非归母净利 0.72 亿元，同比+40.00%。

图 9：2018-2023Q1 归母净利润（亿元）及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

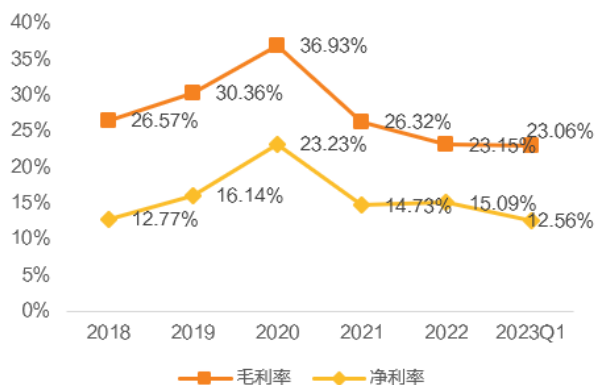
图 10：2018-2023Q1 扣非归母净利润（亿元）及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

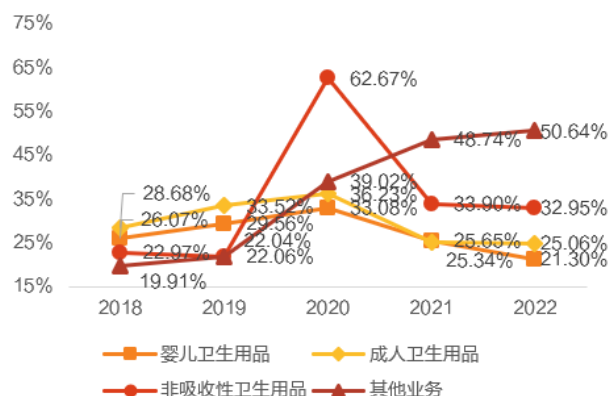
22 年公司整体毛利率、净利率分别为 23.15%、15.09%，其中主营业务毛利率为 22.53%，同比-3.25pct，主要是受国际原油市场影响，高分子、橡胶、纸箱等公司主要原材料采购成本较上年涨幅较高，导致生产成本上涨和毛利率下降。2022 年公司婴儿卫生用品/成人卫生用品/非吸收性卫生用品/其他业务的毛利率分别为 21.30%/25.06%/32.95%/50.64%，同比-4.35/-0.28/-0.95/+1.90pct。

图 11: 2018-2023Q1 公司毛利率和净利率



资料来源: wind, 天风证券研究所

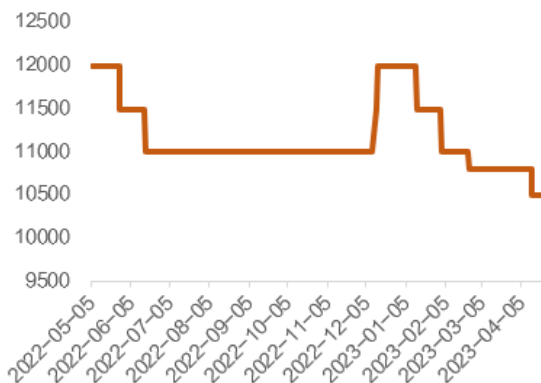
图 12: 2018-2022 公司分产品毛利率



资料来源: wind, 天风证券研究所

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。2022 年原油价格处于高位, 推动原材料成本上升, 22 年公司单片材料成本价格为 0.52 元/片, 同比+5.04%。随着 22 年下半年石油价格下行, 无纺布价格回落, 预计将带来成本端的改善。

图 13: PP 无纺布江苏市场价格 (元/吨)



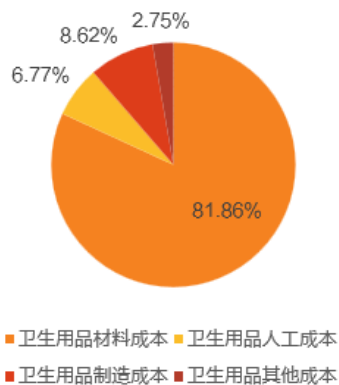
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 14: 2020-2023 布伦特原油价格 (美元)



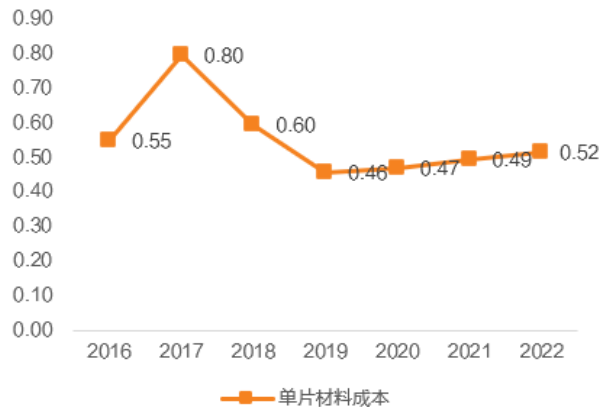
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 15: 2022 公司各成本占比



资料来源: ifind, 公司公告, 天风证券研究所

图 16: 2016-2022 公司单片材料成本 (元/片)

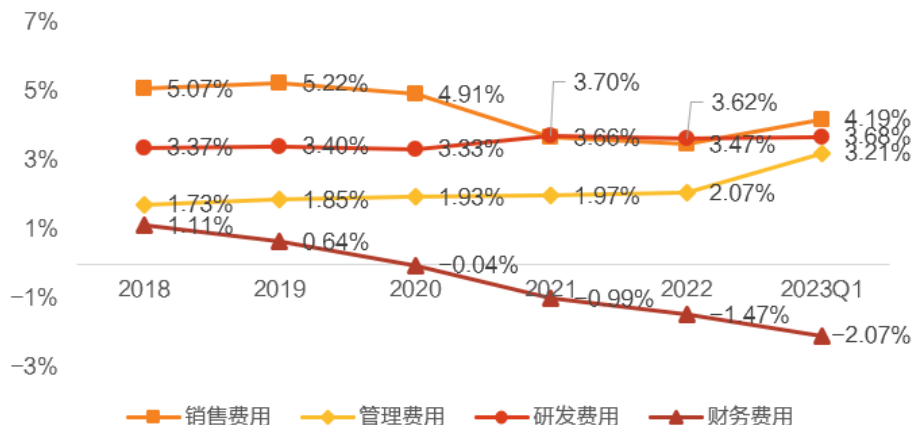


资料来源: ifind, 公司公告, 天风证券研究所

1.3.3. 各项费用率维持稳定，费用管控能力强

2018-2022 年公司的期间费用率分别为 11.28%/11.11%/10.13%/8.35%/7.68%，呈持续下降趋势。2022 年公司持续稳定开展研发创新活动，聚焦自有品牌的建设，组建销售团队，加大推广力度，各项费用率保持稳定，2023Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.19%/3.21%/3.68%/-2.07%。

图 17：公司销售、管理、研发、财务费用率



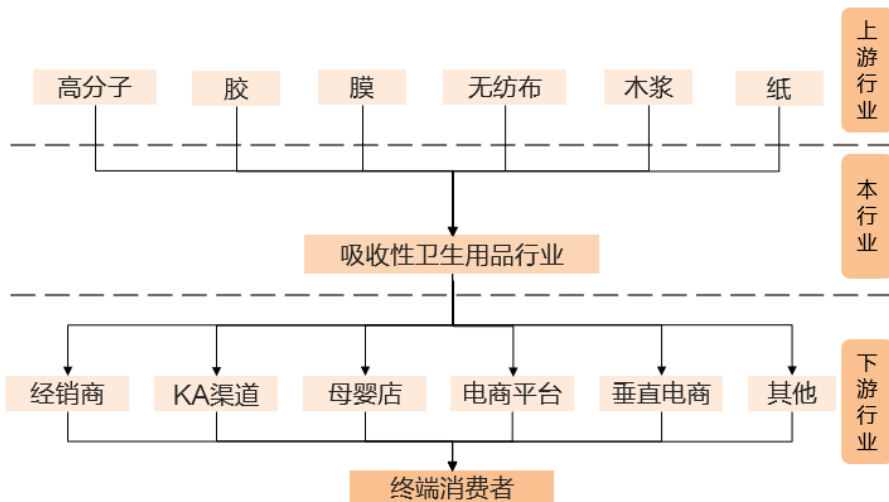
资料来源：wind，天风证券研究所

2. 行业趋势明显，裤型卫生巾和成人失禁领域为主要增长点

2.1. 吸收性卫生用品行业规模稳定，女性卫生用品占比约 50%

行业的上游原材料主要包括木浆、无纺布、高分子吸水树脂、胶、纸和膜等，来源于造纸行业和石油化工行业，行业竞争充分、供应商众多，总体供求平衡。下游主要通过经销商、KA 渠道、母婴店、电商平台、垂直电商等渠道销售给终端消费者。

图 18：吸收性卫生用品行业的上游及下游行业

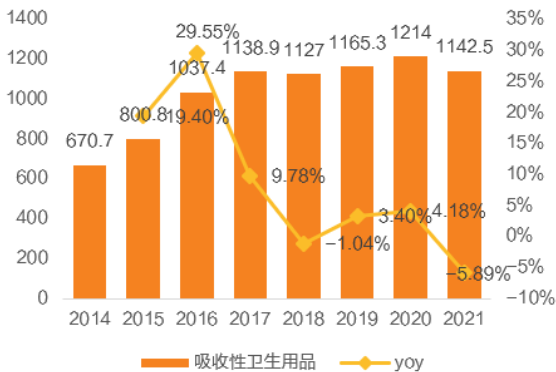


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

吸收性卫生用品市场发展稳健，女性卫生用品和成人失禁产品为主要增量来源。根据中国造纸协会，2021 年中国吸收性卫生用品市场规模为 1142.5 亿元。其中女性卫生用品占

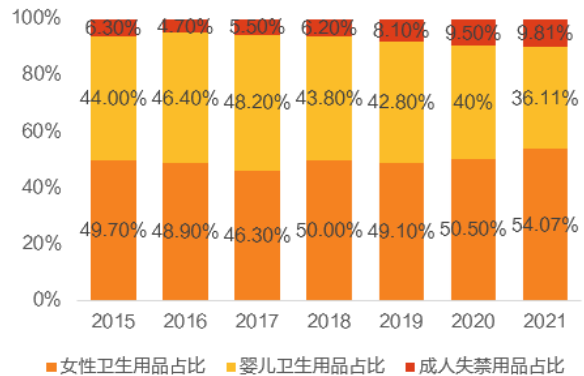
比最高，达到 54.07%，其次是婴儿卫生用品，占比为 36.11%，成人失禁用品占比为 9.81%。

图 19：2014-2021 中国吸收性卫生用品市场规模（亿元）及同比



资料来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会，公司公告，天风证券研究所

图 20：2015-2021 吸收性卫生用品各类产品占比

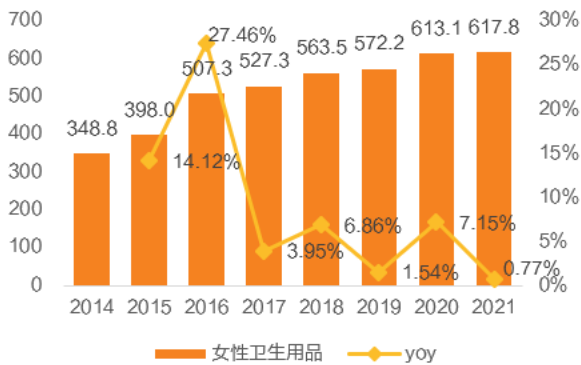


资料来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会，公司公告，天风证券研究所

2.2. 女性护理用品市场格局稳定，婴儿卫生用品市场渗透率仍有提升空间，成人失禁用品市场增长明显

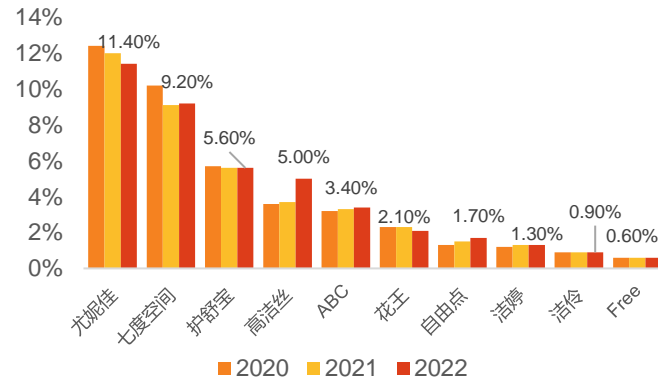
中国女性卫生用品市场竞争格局稳定，裤型卫生巾或成市场新增量。2014-2021 年，我国女性卫生用品的市场规模从 348.8 亿增长至 617.8 亿，年均复合增长率为 8.51%。市场竞争格局相对稳定，头部品牌份额较为稳定，2022 年 CR10 为 41.20%，2020 年为 41.40%。根据华经产业研究院数据，2022 年天猫、京东经期裤销售额分别达 13.1、3.6 亿元，近 6 年天猫销售年复合增速达 66.2%，远高于卫生巾品类增速 21.4%。

图 21：2014-2021 中国女性卫生用品市场规模（亿元）及同比



资料来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会，公司公告，天风证券研究所

图 22：2020-2022 中国女性卫生用品市场份额前十（品牌口径）

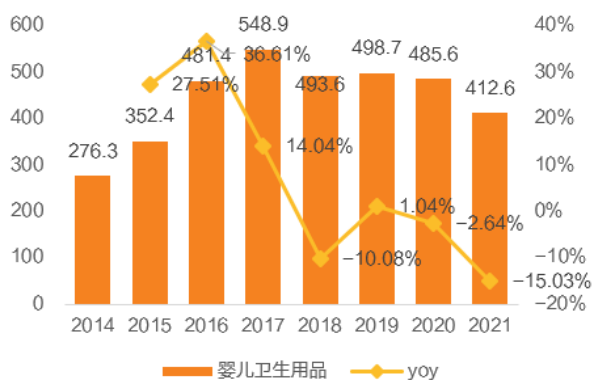


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

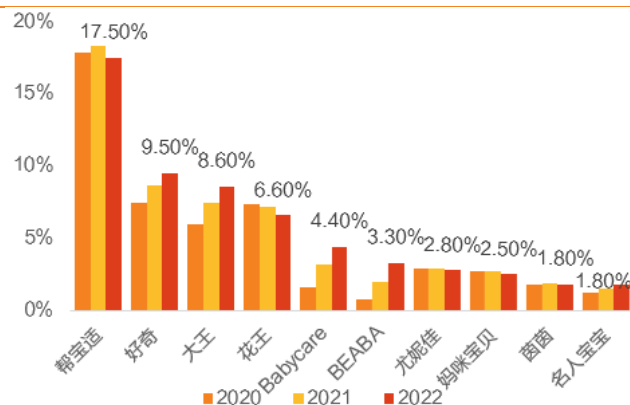
中国婴儿卫生用品市场集中度较高，目前渗透率不及发达国家。受新生儿人口下降影响，22 年婴儿卫生用品市场规模为 412.6 亿元，同比-15.03%。随着育儿方式精细化发展，家庭对于婴儿产品质量要求提高，婴儿卫生用品市场集中度较高，22 年 CR10 为 58.80%，同比+2.90pct，其中国产品牌市场占有率为 11.30%，同比+2.70pct，Babycare、BEABA 等品牌快速占据市场。babycare 市场份额从 2020 年的 1.6%提升至 2022 年的 4.4%，BEABA 市场份额从 2020 年的 0.8%提升至 2022 年的 3.3%，公司客户竞争优势强。21 年我国婴儿纸尿裤渗透为 81.50%，对比美、日发达国家 90%以上的渗透率，仍有一定的提升空间。

图 23：2014-2021 中国婴儿卫生用品市场规模（亿元）及同比

图 24：2020-2022 中国婴儿卫生用品市场份额前十（品牌口径）



资料来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会，公司公告，天风证券研究所



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

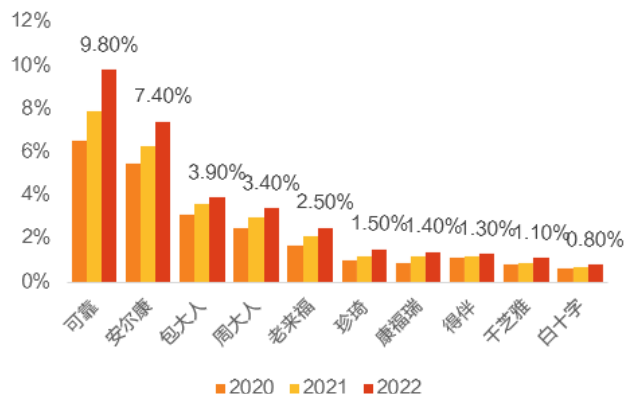
成人失禁用品市场规模呈增长趋势，4 年 CAGR 为 15.66%。据 2022 年人口统计相关数据显示，中国 65 岁及以上人口为 20978 万人，占比 14.9%，人口老龄化趋势推动中国成人失禁用品的需求增加。2021 年中国成人失禁用品市场规模为 112.1 亿元，2017-2021 年总体维持增长趋势，CAGR 为 15.66%。目前我国成人失禁用品市场中主要以国产品牌为主，市场集中度持续提升，22 年 CR10 为 33.10%，同比+5.00pct。

图 25：2014-2021 中国成人失禁用品市场规模 (亿元) 及同比



资料来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会，公司公告，天风证券研究所

图 26：2020-2022 中国成人失禁用品市场份额前十 (品牌口径)



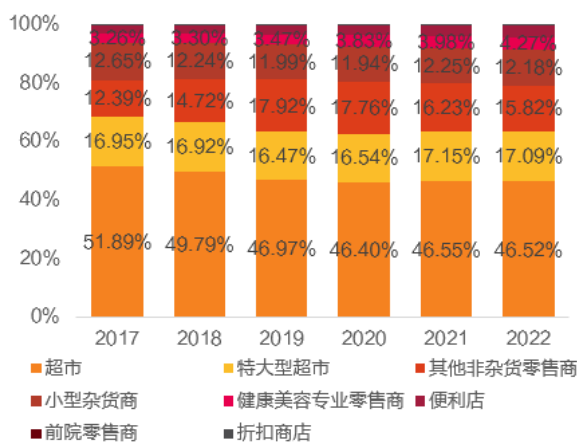
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

2.3. 线上渠道占比增加，线上线下融合发展

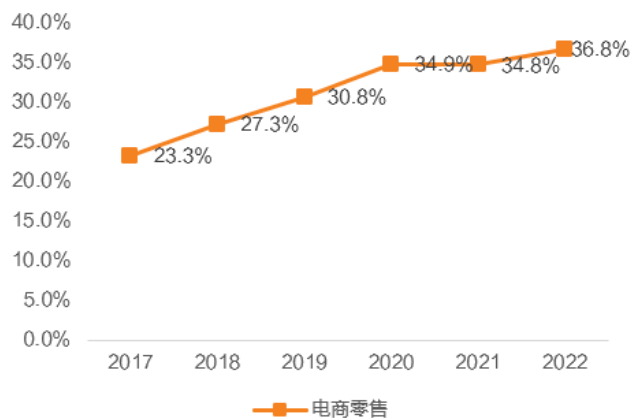
吸收性卫生用品线下渠道包括大卖场、大型超市、便利店等网点，2017-2022 年超市在线下零售渠道的占比保持在 50%左右。随着消费者购物方式的转变，电商平台逐渐成为吸收新卫生用品销售的重要渠道之一，销售占比逐年提升，22 年中国个人卫生护理线上零售占比为 36.8%，同比+2.0pct。

图 27：2017-2022 年中国个人卫生护理线下零售渠道占比

图 28：2017-2022 年中国个人卫生护理线上零售渠道占比



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所



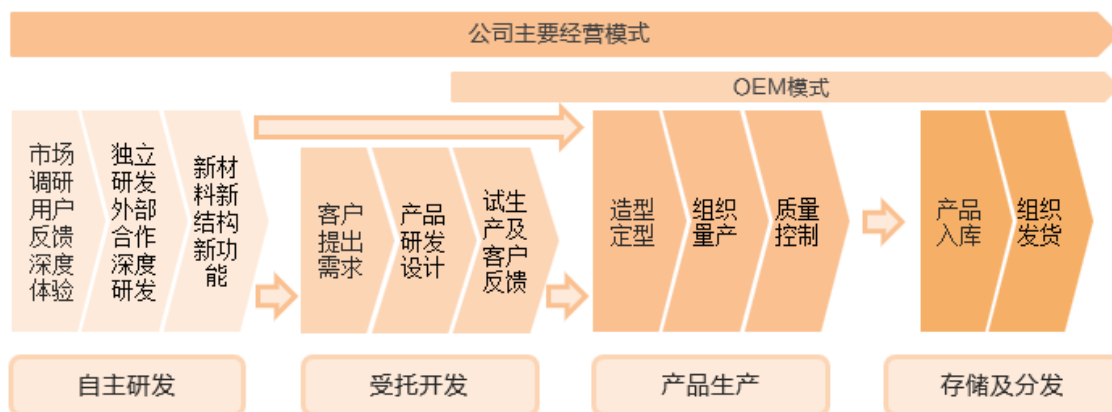
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

3. 客户资源优质+制造端壁垒强+品类持续拓展

3.1. 20-22 年前五大客户占比从 59%提升至 76%，深度合作重点客户

在芯体研发、材料改良、结构优化等领域，公司有较强的优势。公司不仅可以根据客户的产品性能要求开发出优质的个人卫生护理用品，而且可以提前研发使用市场需求的产品，从而带动客户共同引导消费潮流。

图 29：公司主要经营模式

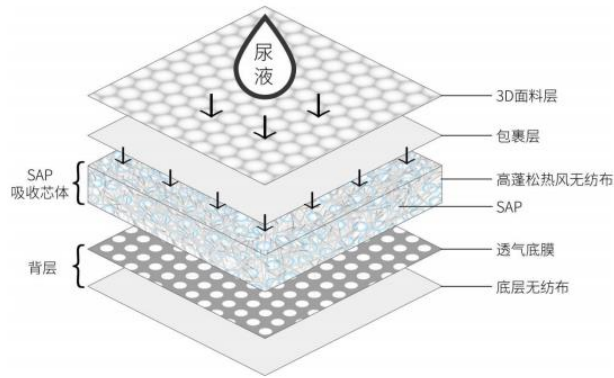


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

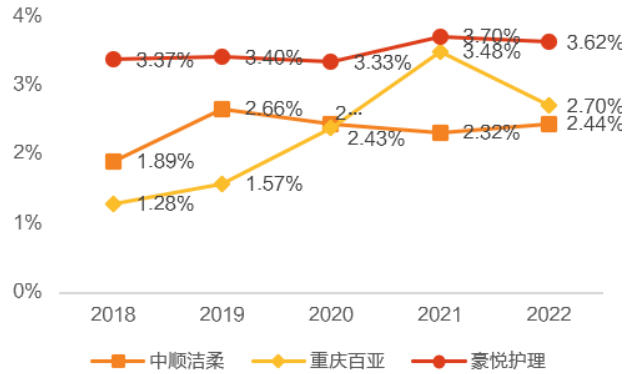
吸收芯体为吸收性卫生用品关键结构部位，公司以解决消费者使用为先导，深度开发，迭代创新无木浆多维复合芯体产品。不同于行业传统 ODM 制造商，公司持续投入研发活动，不断创造开发适合消费者需求的新产品，2018-2022 年，公司研发费用率均高于同行业可比公司中顺洁柔、重庆百亚。公司在新产品研发方面投入较高，研发的第四代新型复合芯体材料已广泛应用于产品中，第四代可穿脱经期裤将积极进行商业化应用和推广。

图 30：公司无木浆多维复合芯体结构示意图

图 31：公司与可比公司的研发费用率对比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所



资料来源：wind，天风证券研究所

较早实现经期裤规模化生产及销售，产品优质与客户建立合作关系。公司 2011 年开发出经期裤产品，于 2013 年推向市场，经期裤采用“内裤式”的“360”度全包围结构设计，贴身度好，吸收能力强，并解决了液体侧漏、后漏的隐患，产品为一次性使用，兼具安全、舒适、便利三大特点，产品推出后很快受到消费者喜爱，逐步替代了部分夜用卫生巾产品。通过优质的产品，公司与尤妮佳、金佰利、花王等品牌建立深度合作。据中国造纸协会统计，16-18 年，公司经期裤产品国内销售额连续 3 年排名第一。

凭借过硬的研发实力，公司已经在业内积累了多元化的客户。公司已经为多家大型品牌商提供代工服务，其中国外品牌有日本尤妮佳、美国金佰利、韩国 JW、瑞典爱生雅等全球先进的卫生用品品牌。公司国内合作客户有凯儿得乐、子初、奇宝星、爱朵集团、蜜芽等国内先进企业。

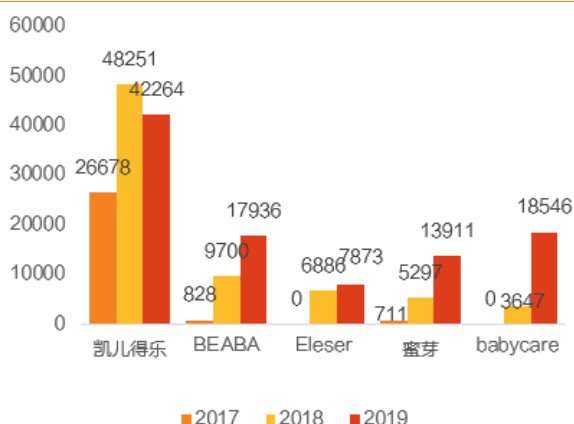
图 32：公司主要合作的品牌

	公司为金佰利供应经期裤、成人纸尿裤、成人拉拉裤等产品。			公司是蜜芽“兔头妈妈”品牌经期裤、婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤产品的主要供应商。	
	公司向尤妮佳供应经期裤、成人纸尿裤、成人拉拉裤等产品。			公司主要为清逸堂提供经期裤等产品。	
	公司是凯儿得乐纸尿裤产品的主要供应商。			公司是 BEABA 品牌婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤和经期裤在国内的主要供应商。	
	公司是景兴健护经期裤产品的主要供应商。			公司主要向“亲宝宝”供应婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤和经期裤等产品。	
	公司向网易严选供应婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤和经期裤等产品。			公司主要向子初供应护理垫等产品。	
	公司向 Eleser 供应婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤等产品。			公司向自然花蕾供应婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤及湿巾等产品。	

资料来源：公司官网，天风证券研究所

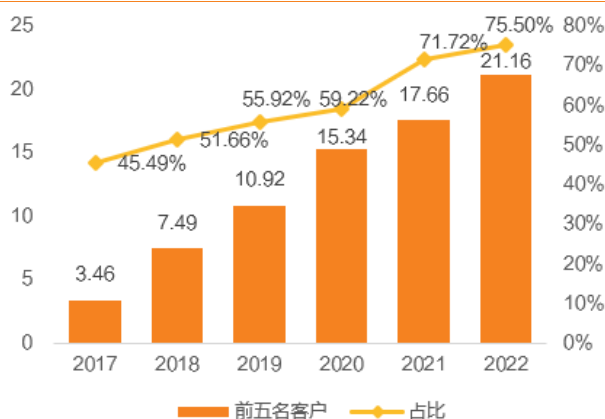
近年来，凯儿得乐、BEABA、Babycare、Eleser、蜜芽等国内品牌借助优质产品和新零售渠道迅速崛起和发展，公司 ODM 订单保持快速增加。2017-2022 年公司主要客户合作加深，2022 年公司前五大客户销售额为 21.16 亿元，占比 75.50%。

图 33：2017-2019 公司主要客户销售额（万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 34：2017-2022 公司前五大客户销售额（亿元）及占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 生产经营能力突出，新增产能或将稳步放量

拥有高标准的质量控制体系、规模化生产能力。公司先后引进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，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，并具备自主生产能力，具备规模化生产优势。

图 35：公司杭州、江苏工厂部分展示图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

经营规模或将持续扩大，22 年产销率约 100%。公司根据客户需求以销定产，业务量增加促进销量增长，22 年婴儿、成人卫生用品销量分别为 26.19、7.34 亿片，同比+19.20%、1.47%。公司 2018-2022 年的产销率基本维持在 95%以上，2022 年婴儿、成人卫生用品的产销率分别为 101.27%、100.87%。

图 36：2018-2022 公司婴儿、成人卫生用品销量（亿片）及同比

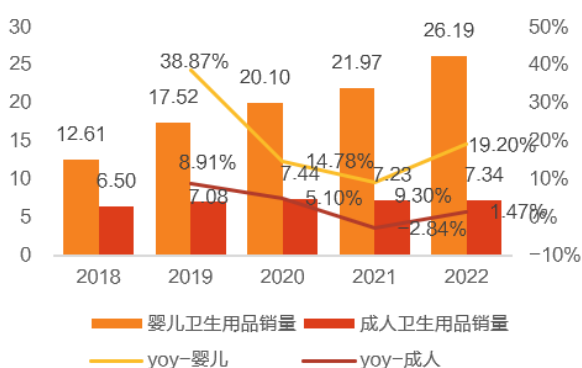
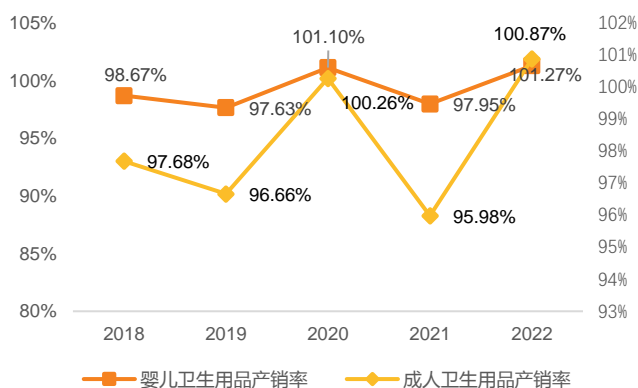


图 37：2018-2022 公司婴儿卫生用品产销率和成人卫生用品产销率



资料来源: wind, 天风证券研究所

资料来源: wind, 天风证券研究所

公司已建成杭州、江苏、泰国、湖北等生产基地，产能在国内排名前列。其中泰国厂房已于 22 年陆续投产，公司自主品牌 sunnybaby 已进入泰国主要商超，并于当地市场开展推广活动。湖北厂房屋于 22 年建设完成，公司将整合现有生产线，调整产能布局，利用孝南区 1000 公里半径覆盖 9 亿人口、24 小时内快递可达消费者的区位优势，提升配送时效，扩大区域品牌影响力。公司预计年产 12 亿片吸收性卫生用品智能制造生产基地建设项目将于 24 年投产，或将进一步提升公司的生产经营实力。

表 1: 公司募投项目情况表 (万元)

项目名称	募集金额	项目达到预计可使用状态日期
新增年产 6 亿片吸收性卫生用品智能制造技改项目	19740	2021 年 12 月
年产 12 亿片吸收性卫生用品智能制造生产基地建设项目	90194	2024 年 4 月
研发运营支持中心建设项目	9837	2023 年 9 月
品牌建设与推广项目	20100	2023 年 9 月

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

核心假设: 预计 23 年湿巾产品增速靓丽，非吸收性卫生用品及其他产品收入增幅较快，婴儿、女性、成人失禁用品增长态势相对稳定。目前原材料价格处于下降通道，预计 23-25 年毛利率分别为 23.9%/24.8%/24.5%。

表 2: 公司经营模型

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (亿元)	24.62	28.02	33.85	40.06	46.87
yoy	-5%	14%	21%	18%	17%
婴儿卫生用品	17.59	20.32	24.80	29.01	33.94
yoy	6%	16%	22%	17%	17%
% of total	71%	73%	73%	72%	72%
成人护理用品	5.85	6.21	7.01	8.41	9.68
yoy	-5%	6%	13%	20%	15%
% of total	24%	22%	21%	21%	21%
其他业务 (亿元)	0.60	0.87	1.39	1.95	2.53
yoy	-77%	44%	60%	40%	30%
% of total	2%	3%	4%	5%	5%

资料来源: wind, 天风证券研究所

公司为个护领域领先制造商，深度绑定行业头部品牌，精耕细作供应链，原材料价格下行&新品上市带来利润弹性。创新研发能力强，新品上市有望推动行业新一轮产品变革，收入增速领跑行业，结构性增长可持续。随着新工厂产能释放、国外自主品牌销售团队的搭建完善，竞争优势有望进一步加强。预计 23-25 年归母净利润分别为 5.2/6.6/7.6 亿，对应 15/12/11xPE，参考可比公司平均 PE，给予公司 23 年 20 倍 PE，目标价 67.6 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3: 可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元/港元)	22 归母净利润 (亿元)	23E 归母净利润 (亿元)	PE(2022)	PE(2023)
1044.hk	恒安国际 (港元)	417.20	19.25	30.75	21.67	13.57

3331.hk	维达国际 (港元)	247.88	7.06	14.55	35.11	17.04
002511.sz	中顺洁柔	169.73	3.50	6.36	48.50	26.70
003006.sz	百亚股份	77.89	1.87	2.47	41.59	31.51
	平均值				36.72	22.20

资料来源: wind, 天风证券研究所; 注: PE 选取 wind 一致预测。

5. 风险提示

市场竞争加剧: 一次性卫生用品行业保持较快速度增长的同时, 市场竞争格局也发生较大的变化, 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。未来行业竞争将可能趋于激烈, 如果公司不能有效制定并实施研发、生产、品牌及营销发展规划, 将可能对公司经营带来不利影响。

原材料价格波动: 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。如果主要原材料价格未来出现上涨或者持续的大幅波动, 将对产品成本造成直接影响, 从而对公司净利润及利润率产生不利影响。

婴儿出生率下降: 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, 对公司产生不利影响。

客户集中度较高: 22 年单个客户销售比例超过 50%, 前五大客户占销售总额 75.50%, 大客户集中度较高。若未来主要客户经营状况恶化, 可能会对公司业绩产生不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,365.78	1,876.28	1,929.21	2,991.06	2,976.73
应收票据及应收账款	228.51	239.59	144.53	163.20	196.86
预付账款	12.65	9.56	24.25	13.10	29.18
存货	282.56	305.51	394.48	435.66	529.14
其他	728.40	123.44	133.38	104.85	135.61
流动资产合计	2,617.90	2,554.38	2,625.84	3,707.87	3,867.51
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	943.57	1,380.50	1,398.26	1,417.03	1,423.40
在建工程	265.01	110.90	102.54	109.52	95.71
无形资产	90.24	97.54	94.96	92.39	89.82
其他	36.22	21.40	28.53	28.54	25.89
非流动资产合计	1,335.04	1,610.33	1,624.29	1,647.48	1,634.82
资产总计	3,952.94	4,164.71	4,250.13	5,355.35	5,502.34
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	715.71	841.02	584.20	1,274.68	959.09
其他	185.88	195.30	189.59	213.42	219.07
流动负债合计	901.59	1,036.31	773.80	1,488.09	1,178.17
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	57.86	114.36	77.72	83.31	91.80
非流动负债合计	57.86	114.36	77.72	83.31	91.80
负债合计	959.45	1,150.67	851.51	1,571.41	1,269.96
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	159.84	155.23	155.23	155.23	155.23
资本公积	1,569.94	1,370.50	1,370.50	1,370.50	1,370.50
留存收益	2,914.25	2,904.80	3,243.39	3,628.71	4,077.15
其他	(1,650.53)	(1,416.48)	(1,370.50)	(1,370.50)	(1,370.50)
股东权益合计	2,993.49	3,014.04	3,398.62	3,783.94	4,232.37
负债和股东权益总计	3,952.94	4,164.71	4,250.13	5,355.35	5,502.34

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	362.67	422.88	524.59	657.17	758.16
折旧摊销	72.29	85.30	53.17	56.82	60.01
财务费用	2.26	(0.50)	(54.94)	(71.03)	(86.15)
投资损失	(31.88)	(19.25)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	177.86	38.16	(326.31)	698.61	(471.54)
其它	20.18	65.86	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	603.38	592.45	196.50	1,341.57	260.48
资本支出	247.45	318.81	96.64	74.41	41.52
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(461.94)	(50.04)	(156.64)	(154.41)	(91.52)
投资活动现金流	(214.49)	268.77	(60.00)	(80.00)	(50.00)
债权融资	8.07	1.80	3.29	4.39	3.16
股权融资	(25.39)	(128.17)	100.92	71.03	86.15
其他	(179.42)	(228.37)	(187.80)	(275.14)	(314.12)
筹资活动现金流	(196.73)	(354.74)	(83.58)	(199.72)	(224.80)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	192.15	506.48	52.92	1,061.85	(14.32)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,462.05	2,802.28	3,385.37	4,006.05	4,687.32
营业成本	1,814.05	2,153.51	2,575.18	3,014.44	3,540.09
营业税金及附加	13.91	15.09	17.19	21.51	24.73
销售费用	90.22	97.32	111.72	132.20	154.68
管理费用	48.57	57.88	64.32	76.12	89.06
研发费用	91.15	101.38	118.49	140.21	164.06
财务费用	(24.46)	(41.27)	(54.94)	(71.03)	(86.15)
资产/信用减值损失	(13.59)	(4.49)	(5.69)	(7.54)	(10.48)
公允价值变动收益	(51.24)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	31.88	19.25	0.00	0.00	0.00
其他	59.90	(52.54)	(0.00)	0.00	(0.00)
营业利润	401.66	456.15	559.10	700.14	811.33
营业外收入	14.73	0.78	5.87	7.13	4.60
营业外支出	0.44	0.57	0.90	0.64	0.70
利润总额	415.94	456.37	564.07	706.63	815.23
所得税	53.28	33.49	39.49	49.46	57.07
净利润	362.67	422.88	524.59	657.17	758.16
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	362.67	422.88	524.59	657.17	758.16
每股收益(元)	2.34	2.72	3.38	4.23	4.88

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	-4.98%	13.82%	20.81%	18.33%	17.01%
营业利润	-42.72%	13.57%	22.57%	25.23%	15.88%
归属于母公司净利润	-39.75%	16.60%	24.05%	25.27%	15.37%
获利能力					
毛利率	26.32%	23.15%	23.93%	24.75%	24.48%
净利率	14.73%	15.09%	15.50%	16.40%	16.17%
ROE	12.12%	14.03%	15.44%	17.37%	17.91%
ROIC	31.61%	40.49%	41.93%	40.51%	87.73%
偿债能力					
资产负债率	24.27%	27.63%	20.04%	29.34%	23.08%
净负债率	-45.36%	-62.19%	-56.67%	-78.93%	-70.26%
流动比率	2.90	2.46	3.39	2.49	3.28
速动比率	2.59	2.17	2.88	2.20	2.83
营运能力					
应收账款周转率	17.15	11.97	17.63	26.04	26.04
存货周转率	9.65	9.53	9.67	9.65	9.72
总资产周转率	0.67	0.69	0.80	0.83	0.86
每股指标(元)					
每股收益	2.34	2.72	3.38	4.23	4.88
每股经营现金流	3.89	3.82	1.27	8.64	1.68
每股净资产	19.28	19.42	21.89	24.38	27.27
估值比率					
市盈率	21.98	18.85	15.20	12.13	10.52
市净率	2.66	2.65	2.35	2.11	1.88
EV/EBITDA	12.01	10.48	10.80	7.23	6.33
EV/EBIT	13.78	12.26	11.94	7.88	6.86

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
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	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 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com