

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

豪悦护理(605009)

投资评级

上次评级

姜文锬 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱:

jiangwenqiang@cindasc.com

相关研究

23 年业绩稳健, 国内外业务布局深化

豪悦护理(605009): Q1 营收较快增长, 盈利能力如期改善

豪悦护理(605009): Q3 收入保持快速增长, 盈利修复可期

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

豪悦护理：主业代工稳健，自主品牌&出海表现靓丽，洁婷增长提速

2025 年 04 月 15 日

事件：公司发布 2024 年度报告。2024 年公司实现收入 29.29 亿元（同比+6.3%），归母净利润 3.88 亿元（同比-11.7%），扣非归母净利润 3.76 亿元（同比-11.1%）；其中 24Q4 实现收入 8.88 亿元（同比+30.2%），归母净利润 0.93 亿元（同比-27.6%），扣非归母净利润 0.88 亿元（同比-33.6%）。24Q4 收入增长靓丽，利润受信用减值、利息收入减少及销售费用增加影响同比有所下滑。

代工主业表现稳健，自主品牌&海外市场增长靓丽。24 年公司婴儿卫生用品业务收入 20.60 亿元（同比+4.3%）、毛利率 23.9%（同比+0.8pct），其中 24H2 收入 11.62 亿元（同比+18.7%）、毛利率 22.9%（同比-0.8pct）；成人用品业务收入 5.52 亿元（同比-0.6%）、毛利率 28.9%（同比+1.3pct），其中 24H2 收入 2.88 亿元（同比-1.3%）、毛利率 30.5%（同比+1.9pct）。

➤ **代工业务：**24H2 公司纸尿裤代工业务增长提速，主要系大促期间公司绑定的头部客户增长靓丽，根据久谦，24Q4 Babycare/帮宝适 GMV 分别为 18.67 亿元/10.44 亿元（同比+18.7%/+17.0%），25Q1 分别为 14.60 亿元/9.35 亿元（同比+16.8%/+33.8%），带动公司主业订单稳健增长；同时伴随原材料价格企稳、下游需求由纸尿裤向拉拉裤发生结构性变化，ASP 有望稳步提升。

➤ **自主品牌：**答菲 24Q4/25Q1 GMV 分别为 0.54 亿元/0.60 亿元（同比+32.9%/+50.7%）；Sunnybaby 先发布局海外市场，通过泰国本土经销商辐射商超连锁，逐步拓展缅甸、老挝等周边市场，顺利抢占海外市场发展先机。

➤ **出海：**2024 年公司海外市场收入 4.51 亿元（同比+46.7%）、毛利率 36.7%（同比+5.3pct），其中 24H2 收入 2.63 亿元（同比+67.2%）、毛利率 41.5%（同比+4.8pct），海外市场增长提速、毛利率稳步改善。

收购丝宝切入卫生巾赛道，品牌焕新打法升级。24 年 10 月公司发布收购丝宝意向协议公告，25 年 1 月顺利完成股权交割。洁婷线下渠道布局深入，河南、湖北、河北、山东等省份为其优势市场；根据久谦，25Q1 洁婷电商 GMV 0.71 亿元（同比+43.7%），保持较好增长势头，3 月在卫生巾行业舆情之下逆势同比+62.4%。我们认为，伴随公司完成对其整合、逐步形成赋能，洁婷品牌有望焕新成长。

盈利能力同比下滑，营运能力优化。24Q4 公司毛利率 27.0%（同比-2.1pct），归母净利率 10.5%（同比-8.4pct），利润承压主要系公司 24 年计提信用减值损失 0.18 亿元、资产减值损失 0.09 亿元、此外利息收入同比减少、销售费用率有所抬升，销售/管理/研发费用率分别为 8.3%/1.4%/3.7%（同比+1.2pct/+0.8pct/-0.7pct）。截至 24Q4 末，存货/应收账款/应付账款周转天数

邮编: 100031

分别为 51/13/72 天 (同比-1/-8/+3 天), 经营性现金流量净额为 3.34 亿元 (同比+0.1 亿元), 营运能力优化。

盈利预测: 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.7/5.5/6.7 亿元, 对应 PE 分别为 18X/15X/12X。

风险提示: 下游需求不及预期风险, 洁婷表现不及预期风险

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2,757	2,929	4,161	4,967	5,647
增长率 YoY %	-1.6%	6.3%	42.0%	19.4%	13.7%
归属母公司净利润 (百万元)	439	388	466	553	667
增长率 YoY%	3.7%	-11.6%	20.3%	18.6%	20.8%
毛利率%	26.9%	27.9%	29.7%	34.5%	35.5%
净资产收益率ROE%	13.6%	11.7%	13.5%	15.2%	17.3%
EPS(摊薄)(元)	2.84	2.51	3.02	3.58	4.32
市盈率 P/E(倍)	18.87	21.36	17.76	14.98	12.40
市净率 P/B(倍)	2.57	2.51	2.39	2.27	2.14

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 4 月 14 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,768	2,158	2,760	3,200	3,823
货币资金	2,296	1,383	1,793	2,128	2,575
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	70	137	218	206	265
预付账款	11	26	22	28	34
存货	277	321	421	470	534
其他	114	292	306	369	415
非流动资产	1,879	2,694	2,604	2,509	2,317
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合)	1,417	1,553	1,475	1,387	1,199
无形资产	131	132	128	124	120
其他	330	1,009	1,001	998	997
资产总计	4,647	4,852	5,364	5,709	6,140
流动负债	1,282	1,420	1,774	1,937	2,148
短期借款	350	368	368	368	368
应付票据	370	437	579	638	729
应付账款	368	474	579	656	757
其他	194	142	247	275	294
非流动负债	147	130	131	131	131
长期借款	0	0	0	0	0
其他	147	130	131	131	131
负债合计	1,429	1,551	1,905	2,068	2,280
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司	3,217	3,301	3,459	3,641	3,860
负债和股东权益	4,647	4,852	5,364	5,709	6,140

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,757	2,929	4,161	4,967	5,647
同比(%)	-1.6%	6.3%	42.0%	19.4%	13.7%
归属母公司净利润	439	388	466	553	667
同比(%)	3.7%	-11.6%	20.3%	18.6%	20.8%
毛利率(%)	26.9%	27.9%	29.7%	34.5%	35.5%
ROE%	13.6%	11.7%	13.5%	15.2%	17.3%
EPS(摊薄)(元)	2.84	2.51	3.02	3.58	4.32
P/E	18.87	21.36	17.76	14.98	12.40
P/B	2.57	2.51	2.39	2.27	2.14
EV/EBITDA	6.90	9.39	9.55	7.97	6.40

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,757	2,929	4,161	4,967	5,647
营业成本	2,014	2,112	2,925	3,253	3,641
营业税金及	20	20	29	35	40
销售费用	137	214	393	715	802
管理费用	65	74	125	149	169
研发费用	105	107	175	209	237
财务费用	-53	-37	-25	-33	-35
减值损失合	-13	-9	-1	-1	0
投资净收益	0	1	10	12	0
其他	53	29	5	6	0
营业利润	508	461	554	657	793
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	508	461	554	657	793
所得税	69	73	88	104	126
净利润	439	388	466	553	667
少数股东损	0	0	0	0	0
归属母公司	439	388	466	553	667
EBITDA	579	553	718	818	950
EPS(当	2.84	2.51	3.02	3.58	4.32

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	784	584	835	821	902
净利润	439	388	466	553	667
折旧摊销	123	134	189	195	192
财务费用	12	8	7	7	7
投资损失	0	-1	-10	-12	0
营运资金变	212	28	182	78	36
其它	-1	27	0	0	0
投资活动现金流	-360	-1,172	-109	-108	0
资本支出	-260	-596	-100	-100	0
长期投资	-100	-578	-20	-20	0
其他	0	2	10	12	0
筹资活动现金流	10	-327	-321	-378	-456
吸收投资	0	0	-1	0	0
借款	350	18	0	0	0
支付利息或	-329	-272	-320	-379	-456
现金流净增加额	442	-909	410	335	447

研究团队简介

姜文锬，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖家居、个护、宠物、智能眼镜、潮玩、包装等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖电商、美护等赛道。

龚轶之，CFA，毕业于伦敦政治经济学院。曾就职于国金证券研究所，4 年消费行业研究经验，跟随团队在水晶球、金麒麟、Wind 金牌分析师等评选中获得佳绩。主要覆盖民用电工、电动工具、照明、智能家居赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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。