

豪悦护理(605009)

报告日期: 2025年04月15日

## 婴裤主业企稳回暖, 收购洁婷自主品牌成长可期

### ——豪悦护理 2024A 年报业绩点评报告

#### 投资要点

##### □ 豪悦护理披露 2024 年业绩:

2024A 公司实现营业收入 29.3 亿元, 同比+6.3%; 实现归母净利润 3.9 亿元, 同比-11.7%; 扣非后归母净利润 3.8 亿元, 同比-11.1%。24Q4 单季公司实现营业收入 8.9 亿元, 同比+30.2%; 归母净利润 0.93 亿元, 同比-27.6%; 扣非后归母净利润 0.88 亿元, 同比-33.6%。公司延续高分红回报股东。公司拟每 10 股派发现金红利 8.5 元(含税), 以资本公积金转增股本方式每 10 股转增 4 股, 2024 预计共分红 2.6 亿元(含税), 占净利润比例约 67.2%。

##### □ 婴裤业务企稳回暖, 湿巾等其他产品持续高增

分产品看: 1) 婴儿卫生用品: 2024A 实现收入 20.6 亿元, 同比+4.3%; 销量 30.4 亿片, 同比+12.3%; 均价 0.68 元/片, 同比-7.2%。2024H2 实现收入 11.6 亿元, 同比+18.7%。2) 成人卫生用品: 2024A 实现收入 5.5 亿元, 同比-0.6%; 销量 7.3 亿片, 同比+8.4%; 均价 0.75 元/片, 同比-8.2%。2024H2 实现收入 2.9 亿元, 同比-1.3%。3) 其他产品: 2024A 实现收入 2.3 亿元, 同比+57.6%; 2024H2 实现收入 0.81 亿元, 同比+2.9%。

分区域看: 1) 2024H2 境内收入 12.7 亿元, 同比+6.3%; 2) 2024H2 境外收入 2.6 亿元, 同比+67.2%。受益公司泰国 Sunny Baby 品牌发展优异, 公司境外业务高增。

##### □ 产品结构变化+银行理财收入减少+信用减值损失, 短期拖累盈利

1) 毛利率: 2024A 公司毛利率 27.91%, 同比+0.97%, 主要受益公司加大通过自产无纺布替代外部采购无纺布, 综合降低材料成本。分产品看, 婴儿/成人/其他产品毛利率分别为 23.94%/ 28.91%/ 47.48%, 分别同比+0.8/ +1.3/ -8.3pct。24Q4 单季毛利率 26.96%, 同比-2.1pct, 毛利率下滑主要受 24H2 绒毛浆反弹+产品结构变化(低月龄产品占比提升)+让利客户致价格下行。

2) 净利率: 2024A 归母净利率 13.2%, 同比-2.7pct, 24Q4 归母净利率 10.5%, 同比-8.4%。2024H2 净利率承压主要因为: 1) 下半年毛利率同比下滑; 2) 发展自有品牌致销售费用投入增加, 24A 公司销售费用中网店推广费 1.34 亿元, 同比+88.5%。3) 银行利息收入同比减少 1557 万元; 4) 信用减值损失 1772 万元。

3) 费用率: 2024A 公司销售/管理+研发/财务费用率分别为 7.29%/ 6.18%/ -1.27%, 分别同比+2.32/ +0.01/ +0.64pct, 其中销售费用率同比提升较多主要受公司加大自有品牌营销推广影响。

##### □ 收购洁婷预期增厚业绩, 看好公司自主品牌成长

公司收购湖北丝宝护理于 2025 年 1 月 20 日已完成交割。根据公司公告, 丝宝护理 2024 年实现收入 6.8 亿元, 同比+26%, 实现净利润 0.26 亿元, 同比+86%。并表后预期大幅增厚公司业绩。同时未来借助洁婷品牌运营+渠道、豪悦供应链+产品, 有望实现良好协同。跟踪久谦线上数据, 25Q1 洁婷天猫平台 GMV 同比+54%, 京东平台 GMV 同比+25%, 已兑现优异增长表现。我们看好未来洁婷依托豪悦供应链+资源支持下快速成长。

产能端, 公司逆势扩产, 先后收购花王、大王产线进一步完善产能布局, 助力公司份额提升。目前公司孝感自建工厂逐步释放产能, 助力客户降低物流成本, 增加客户粘度; 仙桃工厂生产女性卫生巾产品, 产能以满足洁婷自有品牌为主; 合

#### 投资评级: 买入(维持)

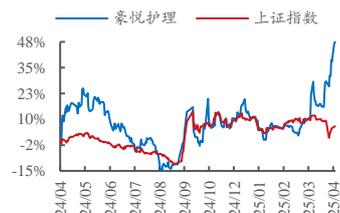
分析师: 史凡可  
 执业证书号: S1230520080008  
 shifanke@stocke.com.cn

分析师: 褚远熙  
 执业证书号: S1230524090009  
 chuyuanxi@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 53.99
总市值(百万元)	8,331.81
总股本(百万股)	154.32

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《盈利能力改善, 高分红回馈股东》2024.04.29
- 《23Q1 经营表现靓丽, 新品拉动 23 年业绩可期》2023.04.17
- 《【浙商轻工】豪悦护理三季报点评: 渠道变革&芯体替换趋势延续, 新老客户放量&产能释放保障成长》2020.10.27

肥生产基地部分生产线已完成技改，配合客户进行新产品打样及认证工作，一次性内裤已经投产。

#### □ 盈利预测与估值

公司 2024 年分红比例约 67%，在手现金 13.8 亿元，属于低估值+高分红优质资产。公司代工规模和毛利率稳健、自主品牌高增，同时考虑丝宝并表增厚，预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 37.44、42.03、46.64 亿元，分别同比 +27.83%、+12.26%、+10.95%；实现归母净利润分别为 4.86、5.47、6.17 亿元，分别同比+25.52%、+12.54%、12.68%，对应 PE 分别为 17、15、14X，维持“买入”评级。

#### □ 风险提示

原材料价格大幅上涨、行业竞争加剧、婴儿出生率下滑致使需求大幅缩减。

## 财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,929	3,744	4,203	4,664
(+/-) (%)	6.25%	27.83%	12.26%	10.95%
归母净利润	388	486	547	617
(+/-) (%)	-11.65%	25.52%	12.54%	12.68%
每股收益(元)	2.51	3.15	3.55	4.00
P/E	21.50	17.13	15.22	13.51

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	2,158	2,484	2,651	2,954
现金	1,383	1,666	1,743	1,989
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	137	206	285	273
其它应收款	42	20	27	12
预付账款	26	20	25	31
存货	321	419	404	502
其他	249	153	168	148
<b>非流动资产</b>	2,694	2,797	2,691	2,578
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1,553	1,685	1,604	1,518
无形资产	132	145	163	173
在建工程	431	388	349	314
其他	578	579	575	573
<b>资产总计</b>	4,852	5,281	5,342	5,532
<b>流动负债</b>	1,420	1,851	1,916	2,108
短期借款	368	518	518	518
应付款项	910	1,116	1,179	1,348
预收账款	0	0	0	0
其他	142	217	219	242
<b>非流动负债</b>	130	129	125	123
长期借款	0	0	0	0
其他	130	129	125	123
<b>负债合计</b>	1,551	1,980	2,041	2,231
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3,301	3,301	3,301	3,301
<b>负债和股东权益</b>	4,852	5,281	5,342	5,532

### 现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	584	841	647	878
净利润	388	486	547	617
折旧摊销	134	112	118	121
财务费用	8	11	13	13
投资损失	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	28	226	(40)	117
其它	27	7	9	12
<b>投资活动现金流</b>	(1,172)	(209)	(5)	(1)
资本支出	(596)	(210)	(6)	(2)
长期投资	(578)	0	0	0
其他	2	1	1	1
<b>筹资活动现金流</b>	(327)	(349)	(564)	(632)
短期借款	18	150	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(345)	(499)	(564)	(632)
<b>现金净增加额</b>	(909)	283	78	245

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	2,929	3,744	4,203	4,664
营业成本	2,112	2,657	2,958	3,269
营业税金及附加	20	24	29	31
营业费用	214	322	379	421
管理费用	74	98	114	125
研发费用	107	135	153	170
财务费用	(37)	(23)	(29)	(31)
资产减值损失	(9)	(10)	(11)	(11)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1
其他经营收益	42	53	60	67
<b>营业利润</b>	461	579	651	734
营业外收支	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>利润总额</b>	461	578	651	733
所得税	73	92	103	117
<b>净利润</b>	388	486	547	617
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	388	486	547	617
EBITDA	553	676	753	843
EPS (最新摊薄)	2.51	3.15	3.55	4.00

### 主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	6.25%	27.83%	12.26%	10.95%
营业利润	-9.20%	25.50%	12.53%	12.67%
归属母公司净利润	-11.65%	25.52%	12.54%	12.68%
<b>获利能力</b>				
毛利率	27.91%	29.04%	29.62%	29.89%
净利率	13.23%	12.99%	13.02%	13.23%
ROE	11.74%	14.73%	16.58%	18.69%
ROIC	9.58%	12.41%	13.96%	15.90%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	31.96%	37.49%	38.20%	40.32%
净负债比率	-30.48%	-34.56%	-37.02%	-44.53%
流动比率	1.52	1.34	1.38	1.40
速动比率	1.17	1.02	1.07	1.08
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.62	0.74	0.79	0.86
应收账款周转率	28.38	31.23	31.64	32.08
应付账款周转率	5.02	5.24	5.16	5.14
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	2.51	3.15	3.55	4.00
每股经营现金	3.79	5.45	4.19	5.69
每股净资产	21.39	21.39	21.39	21.39
<b>估值比率</b>				
P/E	21.50	17.13	15.22	13.51
P/B	2.52	2.52	2.52	2.52
EV/EBITDA	9.39	10.63	9.45	8.14

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“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。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

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。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>