

豪悦护理（605009）

证券研究报告

2025 年 04 月 16 日

婴裤增长稳健，自有品牌赋能成长

公司发布 2024 年报

24Q4 收入 8.9 亿，同比+30.2%，归母净利润 0.93 亿，同比-27.6%，扣非归母净利润 0.88 亿，同比-33.6%；

24 年收入 29.3 亿，同比+6.3%，归母净利润 3.9 亿，同比-11.7%，扣非归母净利润 3.8 亿，同比-11.1%；

24 年毛利率 27.9%，同比+1pct，归母净利率 13.2%，同比-2.7pct。

24 年收入增长预计主要系海外收入高增所致；利润下降预计系：①因加大自有品牌推广、代销服务费增加等，公司 2024 年度销售费用同比上升 55.95%；②因利息收入减少，财务费用提高 29.56%；③信用减值损失增加约 1kw。

24 年公司累计分红 2.6 亿元，分红比例 67.2%，延续高分红政策。

分产品看，①婴儿卫生用品 24 年收入 20.6 亿，同比+4.3%，毛利率 23.9%，同比+0.8pct，量/价分别同比+12.3%/-7.2%；②成人卫生用品 24 年收入 5.5 亿，同比-0.6%，毛利率 28.9%，同比+1.3pct，量/价分别同比+8.4%/-8.2%；③其他产品（湿巾等）24 年收入 2.3 亿，同比+57.6%，毛利率 47.5%，同比-8.3pct，主要系公司生产的湿厕纸和湿巾产品收入增加所致。

分区域看，境内 24 年收入 23.9 亿，同比+1.0%，毛利率 25%，同比-0.2pct；境外 24 年收入 4.5 亿，同比+46.7%，毛利率 36.7%，同比+5.3pct，主要原因系泰国豪悦营业收入大幅提升所致。

婴裤业务稳步增长，有望受益行业需求回暖

公司在业内积累了多元化的客户，既有尤妮佳、花王等全球著名跨国公司，也有 BabyCare、孩子王、亲宝宝等电商新兴渠道的国内母婴知名品牌商，这些客户对公司产品的进一步推广、品牌形象提升都起到了示范作用，有利于公司未来业务的持续开拓；基于公司与全球跨国客户的长期业务合作优势，公司调整组建业务，通过加大人员、资源等方面投入，深耕优质客户资源、拓展国外渠道客户等多种方式开发客户，积极拓展海外市场份额。此外公司逆势收购合肥花王/南通大王等产能，我们预计代工份额有望持续提升。

当前婴儿尿裤行业需求逐步改善（24 年出生人口数同比+52 万人），25 年我们预计高附加值拉拉裤（8 个月龄以上使用）等产品需求逐步提升，公司产品结构有望优化；此外 2025 年政府工作报告提出要制定促进生育政策，发放育儿补贴，公司或受益于生育补贴政策落地。

自主品牌构筑新成长维度

公司通过股权收购湖北丝宝股份有限公司持有丝宝护理的 100% 股份，并于 2025 年 1 月 20 日完成股权交割。丝宝护理旗下“洁婷”、“全因爱”、“美月见”等品牌的女性卫生用品在行业中具有较高的知名度、美誉度和诚信度，具有较好的品牌影响力及品牌价值。丝宝护理 24 年收入 6.8 亿元，净利润 0.26 亿元；我们预计合并后双方在战略层面的全面对接和业务层面的深度融合，助力提升品牌的知名度和影响力，提升产品市场份额。

调整盈利预测，维持“买入”评级

需求改善叠加生育政策加持，公司基本面处改善通道，自主品牌理顺有望赋能成长；考虑当前为建设自主品牌仍加大费用投放，我们预计 25-27 年归母分别为 5.0 亿/5.6 亿/6.2 亿元（25-26 年前值分别为 5.2/6.1 亿元），

投资评级

行业	美容护理/个护用品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	53.99 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	154.32
流通 A 股股本(百万股)	154.00
A 股总市值(百万元)	8,331.81
流通 A 股市值(百万元)	8,314.53
每股净资产(元)	21.27
资产负债率(%)	31.96
一年内最高/最低(元)	56.55/31.39

作者

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

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《豪悦护理-公司点评:收购资产扩张产能；促生育政策有望利好需求释放》 2025-03-09
- 2 《豪悦护理-季报点评:拟收购丝宝(洁婷)加速品牌发展》 2024-10-31
- 3 《豪悦护理-半年报点评:盈利能力提升，新产品、新产能扩张》 2024-08-29

对应 PE 分别为 17X/15X/13X。

风险提示：市场竞争风险；自主品牌拓展不及预期；产能扩张不及预期；原材料价格波动风险等。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,756.91	2,929.29	3,974.92	4,437.78	4,878.01
增长率(%)	(1.62)	6.25	35.70	11.64	9.92
EBITDA(百万元)	647.20	653.76	716.17	793.98	871.55
归属母公司净利润(百万元)	438.60	387.51	497.07	558.28	623.51
增长率(%)	3.72	(11.65)	28.27	12.31	11.68
EPS(元/股)	2.84	2.51	3.22	3.62	4.04
市盈率(P/E)	18.87	21.36	16.65	14.82	13.27
市净率(P/B)	2.57	2.51	2.32	2.14	1.96
市销率(P/S)	3.00	2.83	2.09	1.88	1.71
EV/EBITDA	5.96	7.06	8.51	7.25	6.08

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,295.95	1,382.53	2,289.20	2,468.79	2,748.37
应收票据及应收账款	69.62	136.84	326.48	116.12	436.05
预付账款	11.46	26.02	10.06	32.61	11.82
存货	277.33	320.92	471.73	417.43	548.14
其他	113.63	291.74	175.21	199.42	209.28
流动资产合计	2,767.99	2,158.05	3,272.68	3,234.38	3,953.65
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,417.18	1,553.46	1,632.45	1,646.87	1,620.27
在建工程	200.01	430.75	300.45	219.27	169.36
无形资产	131.27	131.58	145.63	159.63	169.73
其他	130.30	577.92	245.52	319.05	380.73
非流动资产合计	1,878.76	2,693.71	2,324.06	2,344.82	2,340.09
资产总计	4,646.74	4,851.76	5,596.73	5,579.21	6,293.75
短期借款	350.31	368.29	300.00	210.00	100.00
应付票据及应付账款	737.85	910.05	1,233.48	1,187.26	1,427.43
其他	114.40	109.99	337.78	156.80	391.59
流动负债合计	1,202.57	1,388.33	1,871.26	1,554.06	1,919.02
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	146.89	130.43	130.56	135.96	132.31
非流动负债合计	146.89	130.43	130.56	135.96	132.31
负债合计	1,429.35	1,550.62	2,001.82	1,690.02	2,051.34
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	155.23	155.22	155.22	155.22	155.22
资本公积	1,376.12	1,378.92	1,378.92	1,378.92	1,378.92
留存收益	1,725.05	1,850.81	2,117.04	2,414.74	2,774.86
其他	(39.00)	(83.82)	(56.27)	(59.69)	(66.59)
股东权益合计	3,217.40	3,301.14	3,594.92	3,889.19	4,242.41
负债和股东权益总计	4,646.74	4,851.76	5,596.73	5,579.21	6,293.75

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	438.60	387.51	497.07	558.28	623.51
折旧摊销	114.22	134.38	152.25	161.76	169.41
财务费用	11.93	8.44	(36.21)	(52.26)	(61.04)
投资损失	0.00	(0.70)	(4.12)	(1.61)	(2.14)
营运资金变动	169.16	(567.02)	644.56	(78.77)	(29.38)
其它	50.53	621.66	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	784.44	584.27	1,253.56	587.41	700.36
资本支出	241.03	517.85	114.87	103.60	106.64
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(600.99)	(1,690.00)	(225.75)	(210.99)	(207.50)
投资活动现金流	(359.96)	(1,172.14)	(110.88)	(107.39)	(100.86)
债权融资	410.31	52.36	(32.72)	(36.41)	(49.63)
股权融资	(250.42)	(172.29)	(203.29)	(264.01)	(270.29)
其他	(149.46)	(207.51)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	10.43	(327.44)	(236.01)	(300.42)	(319.93)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	434.91	(915.32)	906.67	179.60	279.58

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,756.91	2,929.29	3,974.92	4,437.78	4,878.01
营业成本	2,014.20	2,111.82	2,811.72	3,121.46	3,417.96
营业税金及附加	20.14	19.70	25.84	28.85	31.71
销售费用	137.02	213.68	337.87	386.09	429.27
管理费用	65.30	73.85	103.35	119.82	131.71
研发费用	104.80	107.20	145.08	161.09	176.58
财务费用	(52.66)	(37.10)	(36.21)	(52.26)	(61.04)
资产/信用减值损失	(4.28)	(26.48)	(0.27)	(10.34)	(12.37)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.70	4.12	1.61	2.14
其他	(35.54)	4.71	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	507.93	461.19	591.12	664.00	741.61
营业外收入	0.52	0.04	0.45	0.34	0.28
营业外支出	0.55	0.46	0.53	0.52	0.50
利润总额	507.90	460.77	591.04	663.82	741.39
所得税	69.30	73.26	93.97	105.54	117.87
净利润	438.60	387.51	497.07	558.28	623.51
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	438.60	387.51	497.07	558.28	623.51
每股收益（元）	2.84	2.51	3.22	3.62	4.04

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-1.62%	6.25%	35.70%	11.64%	9.92%
营业利润	11.35%	-9.20%	28.17%	12.33%	11.69%
归属于母公司净利润	3.72%	-11.65%	28.27%	12.31%	11.68%
获利能力					
毛利率	26.94%	27.91%	29.26%	29.66%	29.93%
净利率	15.91%	13.23%	12.51%	12.58%	12.78%
ROE	13.63%	11.74%	13.83%	14.35%	14.70%
ROIC	35.16%	31.00%	27.21%	37.66%	43.41%
偿债能力					
资产负债率	30.76%	31.96%	35.77%	30.29%	32.59%
净负债率	-60.19%	-30.53%	-55.17%	-57.90%	-62.27%
流动比率	2.16	1.52	1.75	2.08	2.06
速动比率	1.94	1.29	1.50	1.81	1.77
营运能力					
应收账款周转率	17.83	28.38	17.16	20.05	17.67
存货周转率	9.46	9.79	10.03	9.98	10.10
总资产周转率	0.63	0.62	0.76	0.79	0.82
每股指标（元）					
每股收益	2.84	2.51	3.22	3.62	4.04
每股经营现金流	5.08	3.79	8.12	3.81	4.54
每股净资产	20.85	21.39	23.16	25.06	27.33
估值比率					
市盈率	18.87	21.36	16.65	14.82	13.27
市净率	2.57	2.51	2.32	2.14	1.96
EV/EBITDA	5.96	7.06	8.51	7.25	6.08
EV/EBIT	7.24	8.88	10.81	9.10	7.55

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com