

ODM+自有品牌双驱动，品牌矩阵持续完善

投资要点

- **业绩摘要：**公司发布 2024 年报，24 年实现营收 29.3 亿元，同比+6.3%；实现归母净利润 3.9 亿元，同比-11.6%；实现扣非净利润 3.8 亿元，同比-11.1%。单季度来看，24Q4 公司实现营收 8.9 亿元，同比+30.2%；实现归母净利润 9306.2 万元，同比-27.5%；实现扣非后归母净利润 8841.9 万元，同比-33.5%。收入端恢复较快增长；利润增速慢于收入，主要由于信用减值计提了 1771.8 万以及销售费用增加 7665.8 万至 2.1 亿元（同比+56%）。
- **加大自有品牌费用投放，自产无纺布降低原材料成本。**24 年公司整体毛利率为 27.9%，同比+1pp，主要系公司进一步加大自产无纺布替代外购，降低原材料成本。24 年公司总费用率为 12.2%，同比+3pp，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 7.3%/2.5%/-1.3%/3.7%，同比+2.3pp/+0.2pp/+0.6pp/-0.1pp，其中销售费用率增加主要系公司加大自主品牌费用投放。综合来看，公司 24 年净利率为 13.2%，同比-2.7pp。单季度数据来看，24Q4 毛利率为 27%，同比-2.1pp；净利率为 10.5%，同比-8.4pp。
- **发力建设自主品牌，布局护理全生命周期品类。**分产品来看，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分别实现营收 20.6/5.5/2.3 亿元，分别同比+4.3%/-0.6%/+57.6%，其他产品增长主要由自主品牌湿厕纸和湿巾品类贡献。公司主要以 ODM 为主，2024 年前 5 名客户销售额 21.6 亿元，占年度销售总额 73.8%。近年来，公司加速孵化自主品牌包括“希望宝宝”“答菲”“sunny baby”“康福瑞”等。2025 年 1 月 20 日，公司完成对丝宝股权收购，其旗下“洁婷”“全因爱”“美月见”等品牌女性卫生用品具有较高知名度和品牌价值，公司将继续沿用品牌标签，通过战略和业务融合，提升品牌知名度和市场份额。
- **海外市场前景广阔，产能释放奠定扩张基础。**分地区来看，境内/境外实现营收 24.6/4.7 亿元，分别同比+0.3%/+53.8%。境外增长较快主要系泰国豪悦营业收入大幅提升。25 年，公司一方面将深化泰国当地全渠道布局，并积极拓展周边国家市场；另一方面，基于与全球跨国客户的长期业务合作优势，公司将通过深耕优质客户资源和拓展国外渠道客户等方式积极拓展海外市场份额。公司于 2025 年 3 月 7 日发布公告拟以 2.66 亿元购买南通大王优质资产，定位为公司旗下主要的出口和加工生产基地。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年 EPS 分别为 3.24 元、3.85 元、4.52 元，对应 PE 分别为 16 倍、14 倍、12 倍。我们看好公司通过产能扩充+自主品牌孵化培育+海外业务加速拓展，打开收入利润成长空间。给予公司 2025 年 20 倍估值，对应目标价 64.8 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧风险，原材料价格波动风险，婴儿出生率下降的风险。

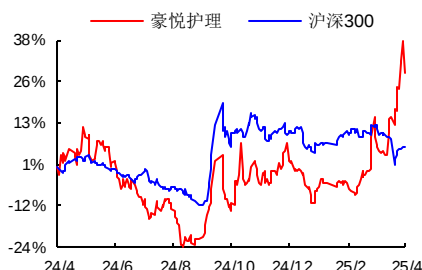
指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2929.29	4083.50	4408.12	4719.01
增长率	6.25%	39.40%	7.95%	7.05%
归属母公司净利润（百万元）	387.51	499.97	594.67	698.11
增长率	-11.65%	29.02%	18.94%	17.39%
每股收益 EPS（元）	2.51	3.24	3.85	4.52
净资产收益率 ROE	11.74%	14.05%	15.43%	16.63%
PE	21	16	14	12
PB	2.45	2.27	2.10	1.93

数据来源：iFinD，西南证券

西南证券研究院

分析师：蔡欣
执业证号：S1250517080002
电话：023-67511807
邮箱：cxin@swsc.com.cn
联系人：沈琪
电话：023-67506873
邮箱：shenqi@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.54
流通 A 股(亿股)	1.54
52 周内股价区间(元)	31.7-56.45
总市值(亿元)	80.79
总资产(亿元)	48.52
每股净资产(元)	21.27

相关研究

1 多元化布局护理赛道，打通 ODM&OBM 转化空间

杭州豪悦护理用品股份有限公司成立于 2008 年，是国内个人卫生护理用品领域的制造商，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，畅销欧美、非洲、亚洲等地。凭借自主研发能力及先进的生产工艺和严格的产品质量控制体系，目前公司已与尤妮佳、花王等多家全球 500 强企业及 BabyCare、孩子王、亲宝宝等国内知名品牌商建立了高端产品研发及 ODM 业务合作。同时公司在生产经营过程中逐步打造自有品牌，获得了一定的市场知名度和美誉度，拥有婴儿用品+成人失禁用品+女性卫生用品+家庭护理用品+宠物卫生用品全生命周期、多领域品牌矩阵。

图 1：豪悦护理产品矩阵

ODM	自有品牌	婴儿卫生用品 (希望宝宝、Sunnybaby)	
		成人卫生用品 (森之物语、康福瑞)	
		家庭护理用品 (答菲)	
		宠物用品 (Sunny Doggy、Publixpet)	

数据来源：招股说明书、公司官网，西南证券整理

纵观公司发展历程，可大致分为三个阶段：

第一阶段（2008-2015）：与跨国知名企业建立合作关系。2008 年，杭州豪悦实业有限公司正式成立，开启了在个人卫生护理用品领域的发展之路。2009 年，公司与跨国知名企业金佰利建立合作关系。2013 年，公司引进了行业内先进的瑞光婴儿纸尿裤、拉拉裤生产线设备，提升生产技术水平，并与尤妮佳建立合作关系，进一步拓展合作网络。2015 年，公司成为爱生雅（SCA）战略合作伙伴，在行业内的认可度和影响力不断增强，为企业未来发展奠定了坚实的合作基础。

第二阶段（2016-2023）：扩大产能，丰富产品矩阵。2016 年公司在东莞、武汉、大连设立分仓，布局全国市场；2017 年实施生产线布局调整，将 7 条生产线搬迁至江苏公司并新增 5 条生产线，强化华东地区产能优势；2019 年海外生产基地落地泰国，正式开启东南亚市场布局。

第三阶段（2024-至今）：开展战略收购逐步拓展自有品牌。2024 年公司收购花王合肥工厂及丝宝护理，2025 年收购南通大王产线。2024 年公司收购丝宝护理后，旗下“洁婷”“全因爱”等成熟品牌纳入体系，加速了女性卫生用品及婴童护理领域的品牌矩阵建设。目前公司拥有杭州临平、江苏宿迁、湖北孝感、安徽合肥、泰国豪悦 5 大生产基地，构建起了“国内多区域覆盖+海外辐射”的产能格局。

图 2：豪悦护理发展历程

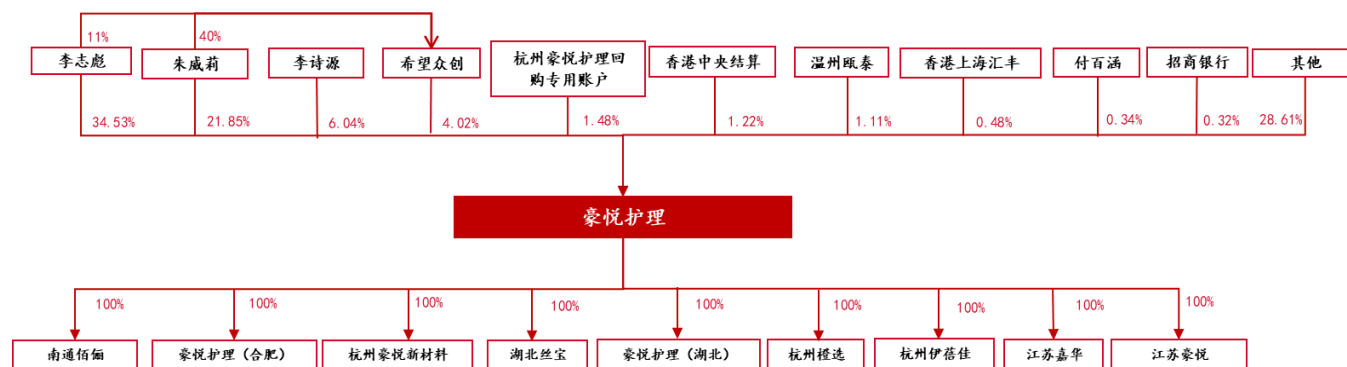


数据来源：公司官网，西南证券整理

1.1 实控股权较集中，员工持股激励充分

董事长及其家人为实际控制人，股权激励充分。公司的实际控制人是李志彪、朱威莉夫妇以及女儿李诗源。李志彪担任公司董事长兼总经理，直接持有公司 34.53%的股份，并通过希望众创间接持有公司 0.44%的股份，总计持有 34.97%的股份。朱威莉担任公司董事，直接持有公司 21.85%的股份，并通过希望众创间接持有公司 1.61%的股份，总计持有 23.46%的股份。截至 2024 年 12 月 31 日，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 64.47%的股份。2021 年公司发布了限制性股票激励计划，向符合条件的 67 名激励对象授予 90 万股限制性股票，授予价格为 32.17 元/股，限售期分别为自首次授予的限制性股票授予完成之日起 24 个月、36 个月、48 个月，并以营业收入和分红增长率设定了 2022-2024 年的业绩考核目标。目前三年业绩考核均已达标，股权激励充分，有效激发团队活力。

图 3：公司股权结构（截至 2024 年 12 月 31 日）



数据来源：iFinD、公司公告，西南证券整理

图 4：2021 年公司发布限制性股票激励计划

解除限售安排	解除限售时间	解除限售比例	业绩考核目标	达标情况
首次授予的限制性股票第一个解除限售期	自授予完成登记之日起 24 个月后的首个交易日起至授予完成登记之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%	以2018-2020年3年平均营业收入为基准，2022年营业收入增长率不低于20%，且上述指标不低于对标企业75分位值水平；或者以2020年度资本公积金转增股本后的每股分红为基准（0.67元/股），2022年每股分红增长率不低于5%。	已达标
首次授予的限制性股票第二个解除限售期	自授予完成登记之日起 36 个月后的首个交易日起至授予完成登记之日起48个月内的最后一个交易日当日止	30%	以2018-2020年3年平均营业收入为基准，2023年营业收入增长率不低于25%，且上述指标不低于对标企业75分位值水平；或者以2020年度资本公积金转增股本后的每股分红为基准（0.67元/股），2023年每股分红增长率不低于10%。	已达标
首次授予的限制性股票第三个解除限售期	自授予完成登记之日起 48 个月后的首个交易日起至授予完成登记之日起60个月内的最后一个交易日当日止	40%	以2018-2020年3年平均营业收入为基准，2024年营业收入增长率不低于30%，且上述指标不低于对标企业75分位值水平；或者以2020年度资本公积金转增股本后的每股分红为基准（0.67元/股），2024年每股分红增长率不低于15%。	已达标

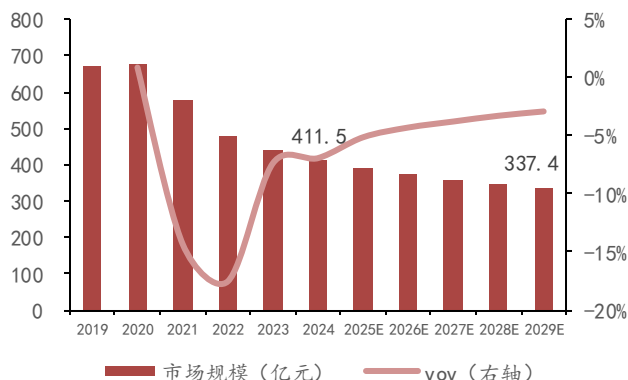
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 吸收性卫生用品市场稳增，“中国质造”改变品牌竞争格局

吸收性卫生用品市场稳增，“中国质造”改变品牌竞争格局。吸收性卫生用品包括婴儿/女性/成人失禁等卫生用品，市场消费需求变化正推动市场规模提升。在国际局势、市场渠道和消费者需求的多变背景下，传统生产企业积极适应新形势，通过推出新品、采用多样化营销策略以及布局新营销渠道来刺激销售和吸引新生代消费群体。**从竞争格局来看，近年来，随着中国制造业的发展以及国潮风的兴起，“中国质造”逐渐改变了市场品牌格局。**国产纸尿裤厂商凭借强大的研发能力和高质量产品生产，逐渐抢占市场份额。国产品牌在产品品质与技术水平上不断提升，不逊色于进口品牌。在新零售业态下，通过电商、O2O 等渠道抓住发展契机，市场占有率逐年攀升。尽管国外企业凭借早期进入市场的品牌和渠道优势仍占据较高份额，但国产品牌通过高品质、高附加值产品和差异化竞争策略，正在改变市场格局。

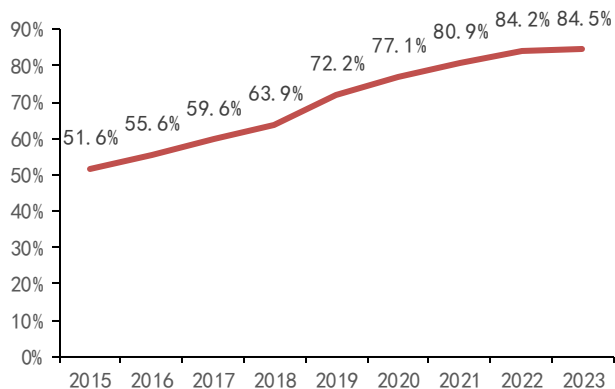
婴儿卫生用品：出生率下降趋势减缓，婴儿尿裤市场渗透率仍有提升空间。根据欧睿数据，2024 年中国婴儿尿裤市场规模为 411.5 亿元，同比-6.9%，2020-2024 年复合增长率为 -9.3%。近年出生率的下降对婴儿卫生用品市场规模的扩大形成压力，但在中国父母的育儿理念从传统方式转变为科学化、精细化和个性化，“三胎”政策及城镇化建设的快速推进等因素驱动下，市场需求逐步回暖。2024 年我国出生人口数为 954 万人，同比+5.8%，出生率为 6.77‰，较 23 年同比增加 0.38 个百分点。2023 年我国婴儿尿裤市场渗透率为 84.5%，对比美、日等发达国家 90%以上的渗透率，国内市场渗透率仍有一定的提升空间。**产品消费周期延伸带来市场成长机会。**近两年，无论从整体婴儿纸尿裤市场，还是拉拉裤市场角度来看，消费者对大码纸尿裤的需求都正在持续增长。从尿裤的消费人群年龄结构视角来看，产品的消费周期正向幼童阶段延伸。随着中国出生人口下降，幼童市场进入红利期，驱动众多品牌厂商产品开发延展用户周期，许多品牌已经推出大童专属尿裤系列或将产品线拓展至 3XL、4XL 尺码的。从竞争格局来看，根据欧睿数据，2024 年我国婴儿尿裤市场市占率最大的品牌为金佰利好奇（16.4%），其次为保洁帮宝适（14.3%），第三为 Babycare（8%），CR5/CR10 分别为 44.2%/55.8%。2025 年政府工作报告提出了一系列鼓励生育的政策，包括发放育儿补贴、大力发展托幼一体服务以及增加普惠托育服务供给。这些政策的逐步完善，预计将进一步对新生儿数量形成一定支撑，为婴儿卫生用品市场提供持续的增长动力。

图 5：2019-2029 年中国婴儿卫生用品尿裤市场规模及增速



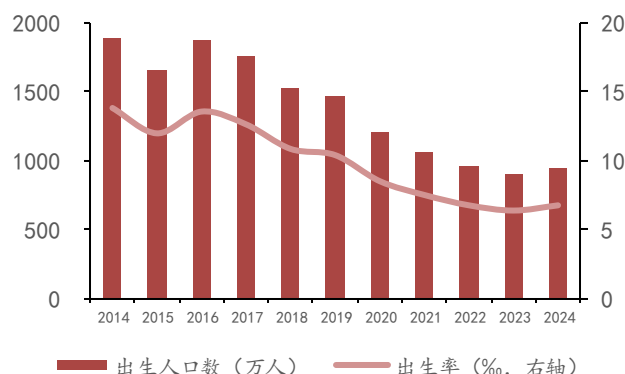
数据来源：Euromonitor，西南证券整理

图 7：2015-2023 年中国婴儿尿裤市场渗透率



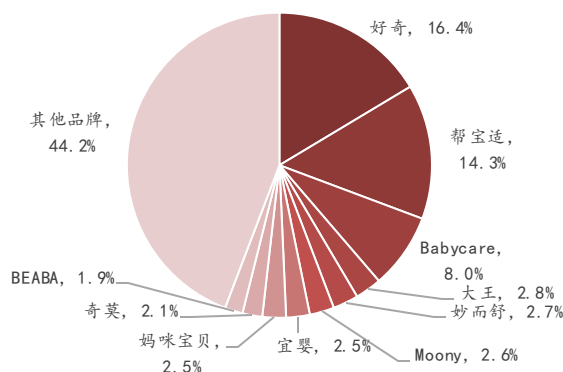
数据来源：观研天下、生活用纸专委会，西南证券整理

图 6：2014-2024 年中国出生人口数及出生率



数据来源：国家统计局、iFinD，西南证券整理

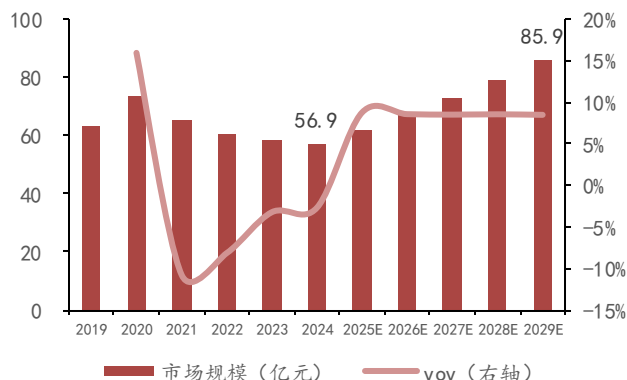
图 8：2024 年婴儿尿裤品牌市场份额



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

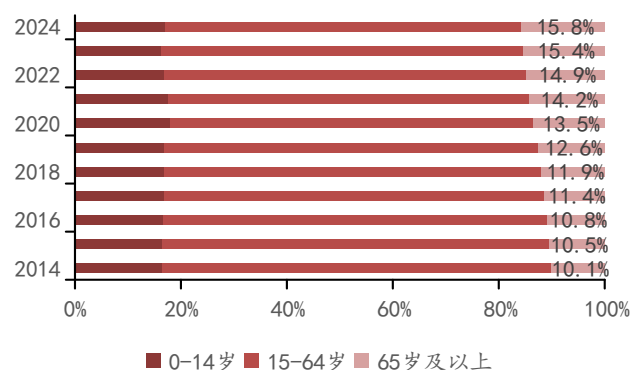
成人失禁用品：人口老龄化趋势是成人失禁用品市场增长引擎。根据欧睿数据，2024 年中国成人失禁用品市场规模为 56.9 亿元，同比-2.7%，2020-2024 年复合增长率为-2.2%。预计 2029 年中国成人失禁用品市场规模为 85.9 亿元，2025-2029 年复合增长率为 8.6%。近年我国人口老龄化趋势不断加深，2024 年我国 65 岁及以上人口数达到 2.2 亿，同比+2.4%，占总人口 15.8%，从已出生人口来看，预计未来几十年我国老龄化程度将进一步加深。随着我国现代化水平的不断提高，养老服务的成熟化，成人失禁用品在人口老龄化的趋势推动下，市场规模稳步增长。

图 9：2019-2029 年中国成人失禁用品市场规模及增速



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

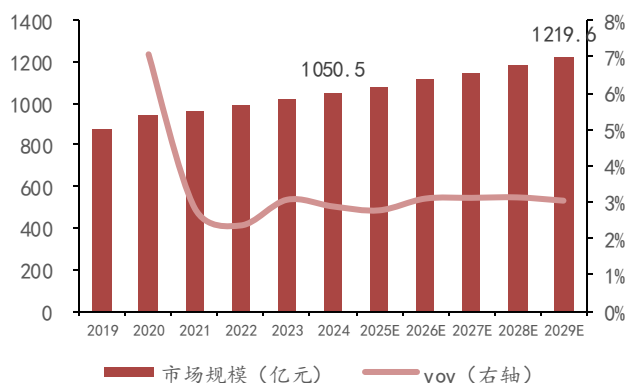
图 10：2014-2024 年中国各年龄段人口比例



数据来源：国家统计局，西南证券整理

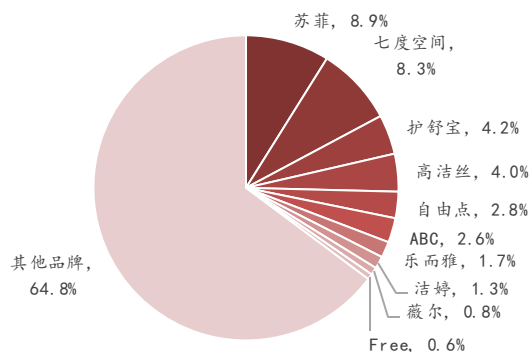
女性卫生用品：市场规模稳步增长，国产品牌崛起。根据欧睿数据，2024 年中国女性卫生用品市场规模为 1050.5 亿元，同比+2.9%，2020-2024 年复合增长率为 3.6%。预计 2029 年中国女性卫生用品市场规模为 1219.6 亿元，2025-2029 年复合增长率为 3 %。随着女性健康意识的提高，女性初经低龄化和行经时间延长，女性对经期卫生用品的更换频次增加，卫生用品的消费量总体呈上升趋势。从市场份额来看，2024 年女性卫生用品市场中苏菲和七度空间占主导地位，分别占比 8.9%/8.3%，其次为护舒宝（4.2%）、高洁丝（4%）。整体来看，2024 年中国女性卫生用品市场 CR5/CR10 分别为 28.2%/35.2%。外资品牌仍占主导地位，以自由点为代表的国产品牌正逐渐崛起。

图 11：2019-2029 年中国女性卫生用品市场规模及增速



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

图 12：2024 年中国女性卫生用品市场份额情况

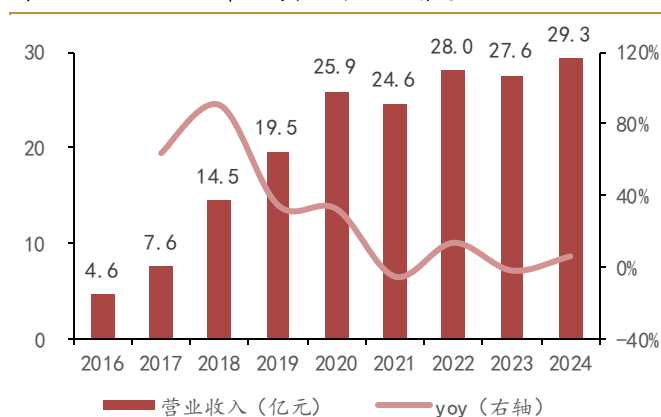


数据来源：Euromonitor，西南证券整理

1.3 营收稳步增长，利润短期承压

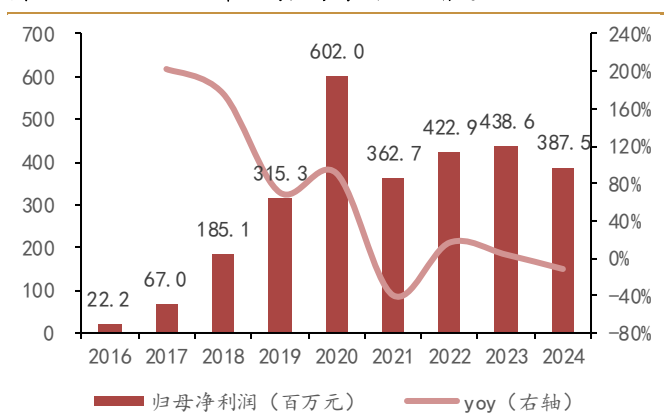
24 年营收稳步增长，利润短期承压。从收入端来看，2016-2020 年公司营业收入实现较快增长，从 4.6 亿元提升至 25.9 亿元，2017-2020 年复合增长率为 54.1%，主要系公司产能扩张、产品多样化、大客户拓展顺利，以及疫情期间对卫生用品的需求增加（2020 年新增口罩等防疫物产业线，非吸收性卫生用品收入达到 2.6 亿元，占公司营收的 10.1%）。2020-2023 年受市场竞争加剧、消费增速放缓以及品牌端线上竞争的加剧影响，公司通过市场开拓和产品创新维持营收向上趋势。2024 年公司客户端放量，全年实现营收 29.3 亿元，同比+6.3%。分季度来看，2024Q1-Q4 分别实现营收 6.4/6.7/7.3/8.9 亿元，分别同比+1.2%/-7.1%/+1.5%/+30.2%，Q4 自主品牌湿厕纸和湿巾等其他产品的销售收入大幅增长。从利润端来看，除 2020 年公共卫生事件扰动净利润水平外，2016-2023 年公司归母净利润实现稳步增长。2024 年利润增速慢于收入，主要系信用减值计提了 1771.8 万以及销售费用增加 7665.8 万至 2.1 亿元（同比+56%）。

图 13：2016-2024 年公司营业收入及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 14：2016-2024 年公司归母净利润及增速



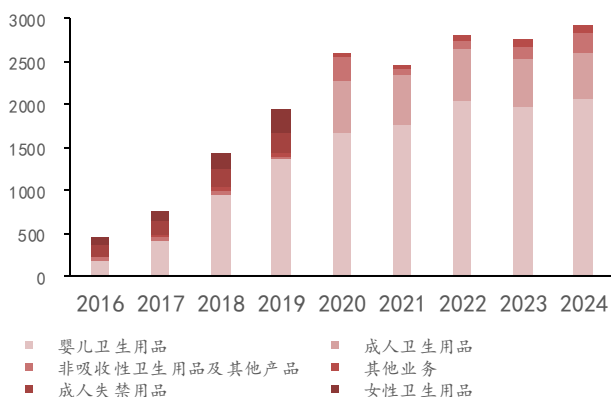
数据来源：iFinD，西南证券整理

1.4 产品矩阵持续丰富，婴儿卫生用品稳健增长

分产品来看，公司收入主要由婴儿卫生用品组成，并逐渐扩展女性卫生用品、成人卫生用品全生命周期品类以及家庭护理用品品类。2024 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分别实现营收 20.6/5.5/2.3 亿元，分别同比+4.3%/-0.6%/+57.6%，分别占公司营业收入 70.3%/18.8%/7.9%。非吸收性卫生用品及其他产品增长主要由湿巾和湿厕纸品类贡献。公司不断推陈出新，研发差异化产品，24 年公司新增自有品牌“森之物语”女性护理系列产品品类，新产品日用易穿脱经期裤上市，受到市场与客户认可和好评；“答菲 Dafi”羽绒服专用湿巾凭借高效清洁与便捷携带使用的特点，获得消费者高度好评。

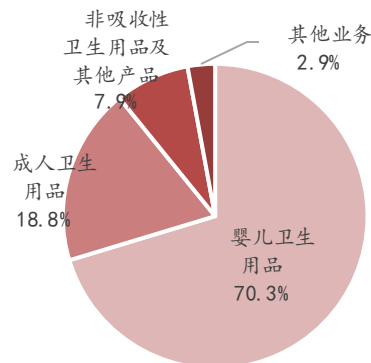
从量价拆分来看，婴儿/成人卫生用品销售量有所增长，单价有所下降。2024 年婴儿卫生用品销售量为 30.4 亿片，同比+12.3%，公司主要根据客户需求以销定产模式进行生产，因业务增加使婴儿卫生用品生产量和销售量增长；24 年婴儿卫生用品单价为 0.68 元/片，较 23 年 0.73 元/片，单价同比-7.2%。公司成人卫生用品销售 7.3 亿片，同比+8.4%；24 年成人卫生用品单价 0.75 元/片，较 23 年 0.82 元/片，单价同比-8.2%。

图 15：2016-2024 年分产品营业收入（百万元）



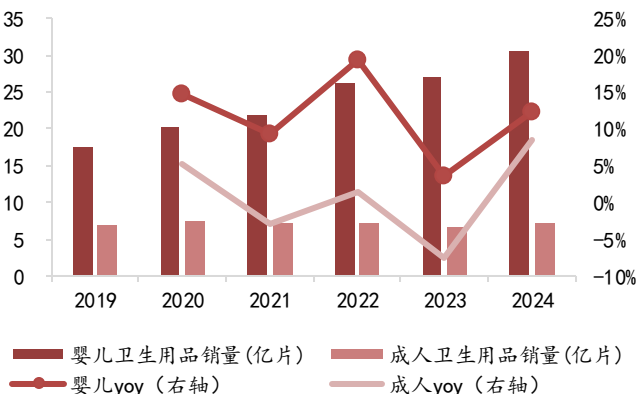
数据来源：iFinD，西南证券整理

图 16：2024 年收入分产品占比



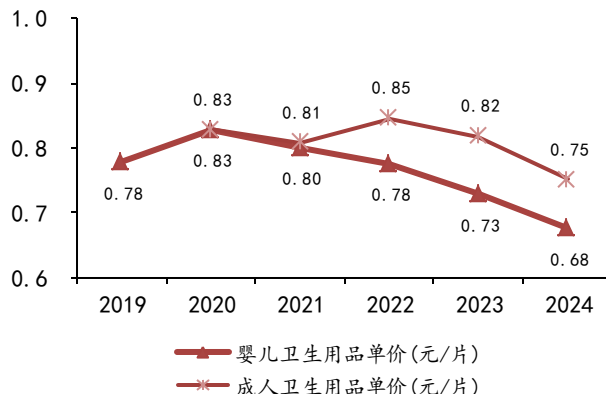
数据来源：iFinD，西南证券整理

图 17：2019-2024 年分产品销量及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 18：2019-2024 年分产品销售单价



数据来源：iFinD，西南证券整理

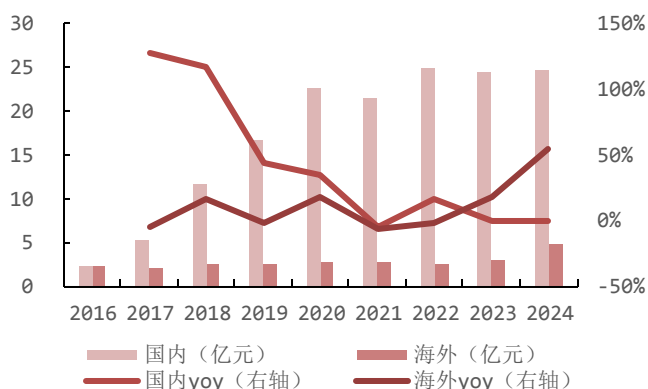
1.5 国内业务占比超 80%，海外市场拓展顺利

分地区来看，公司以国内业务为主，24 年营收占比 83.9%。2024 年公司国内市场实现营收 24.6 亿元，同比+0.3%，占总营业收入 83.9%。国内市场增长主要由于代工的婴儿卫生用品客户端放量以及湿巾等非吸收性产品较快增长。公司境内自主品牌产品通过明星代言、达人合作、直播带货、社交媒体营销等多种方式，提高品牌知名度。公司深化全渠道布局，线上以抖音、天猫、京东、拼多多等平台为核心，加大资源投入，通过直播带货、精准营销等方式快速触达消费者；积极开拓新兴电商渠道，与快手、小红书、视频号等平台达成深度合作，进一步拓宽消费群体。

海外市场拓展顺利，大客户+自主品牌双轮驱动。2024 年海外市场实现营收 4.7 亿元，同比+53.8%，占总营业收入 16.1%，海外市场增长较快主要由于泰国豪悦营业收入大幅提升。泰国豪悦子公司成立于 2019 年 4 月，于 2022 年全面投产，旨在进一步拓展东南亚市场，提升公司在海外的生产与销售能力。2023 年 5 月“Sunny Baby”在 TikTok 泰区上架，得益于亲民的价格和出色品质，赢得了泰国消费者的广泛赞誉，同年公司海外营收同比+17.6%。2024 年公司深耕泰国当地母婴消费市场，深化当地全渠道布局：线下入驻当地连锁商超，覆盖泰国各地下沉市场；线上以 Tiktok、Shopee、Lazada 等平台为核心，通过与

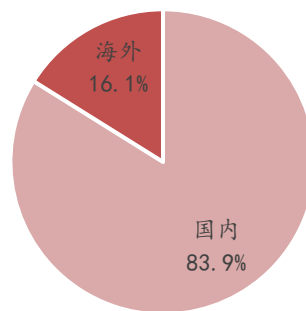
自媒体母婴 KOL 达人合作、社交媒体种草、户外广告等多种推广形式，快速触达消费者。
展望来看，公司通过大客户+自主品牌双轮驱动，加速境外市场扩展：一方面，公司通过进一步深耕已有客户资源（品类+区域）和拓展国外渠道客户等方式积极拓展海外市场份额；另一方面，公司加快境外自主品牌拓展，未来将深化泰国当地全渠道布局，并积极拓展周边国家市场。另外，2024 年公司对美国销售占比小于 0.5%，增加关税对公司营收影响小。

图 19：2016-2024 年分地区营业收入及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 20：2024 年收入分地区占比



数据来源：iFinD，西南证券整理

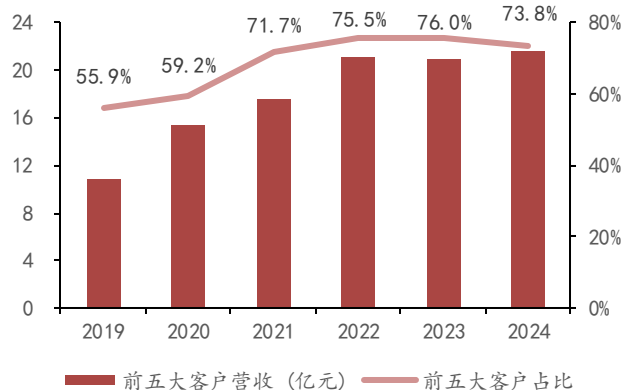
1.6 以 ODM 业务为基石，加速孵化自有品牌

公司业务模式主要为 ODM，加速孵化自有品牌。公司凭借优质的研发创新能力、精益化生产能力、品质管控能力、供应服务能力和高性价比的产品，积累了多元化客户，合作客户包括尤妮佳、花王等全球著名跨国公司，以及 BabyCare、孩子王、亲宝宝等电商新兴渠道的国内母婴知名品牌商。2024 年公司前五大客户营收 21.6 亿元，同比+3.1%，近年来，公司与跨国大客户开展深度合作，以婴儿护理用品、成人护理用品等产品为重点，不仅增加了合作品类，更拓宽业务合作区域范围。2024 年公司前五大客户占年度营收总额 73.8%，较 2023 年下降 2.2pp，集中度略有下降。**公司在代工业务上表现稳健，同时积极发展自有品牌。**目前，公司自主品牌拥有：1) 国内婴儿卫生用品品牌“希望宝宝”；2) 泰国婴儿卫生用品品牌“Sunny baby”；3) 成人失禁用品品牌“康福瑞”；4) 家庭护理用品湿巾类品牌“答菲”；5) 女性卫生巾品牌“森之物语”等品牌；6) 宠物用品品牌“Sunny Doggy”等，品牌矩阵齐全。自有品牌以线上渠道销售为主：以抖音、天猫、京东、拼多多等平台为核心，加大资源投入，通过直播带货、精准营销等方式快速触达消费者；同时，积极开拓新兴电商渠道，与快手、小红书、视频号等平台达成深度合作，拓宽消费群体。

并购丝宝护理，完善个护品牌矩阵。2025 年 1 月 20 日，公司完成对丝宝 100%股权收购，其旗下“洁婷”“全因爱”“美月见”等女性卫生用品品牌具有较高知名度和品牌价值。“洁婷”为知名女性卫生巾品牌。“全因爱”定位为高端母婴洗护品牌，涵盖婴儿湿巾、母婴护肤用品等。“美月见”定位为更具性价比的女性卫生护理品牌，主要面向价格敏感型消费者，强调“每月 0 负担，生活美一点”，提供经济实惠的卫生护理解决方案。根据公司公告，丝宝护理在 2023 年及 2024 年 1-6 月的营业收入分别为 5.42 亿元和 3.20 亿元。后续公司将助力丝宝护理在产能、供应链、新材料、市场推广等方面充分发挥协同效应，实现公司生产规模、产品品类、技术实力、品牌影响力及管理运营的全方位提升，进一步增强公司的

核心竞争力及持续盈利能力公司将继续沿用品牌标签，通过战略和业务融合，提升品牌知名度和市场份额。

图 21：2019-2024 年前五大客户营收及占比



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 22：2024 年豪悦护理部分自有品牌及丝宝旗下代表品牌



数据来源：公司公告、公司官网，西南证券整理

1.7 全国化布局生产基地，奠定国内外市场扩张基础

全国布局生产基地，合理利用当地区域优势提升效率。截至 2024 年年底，公司已建有杭州（临平+余杭）、江苏（宿迁）、泰国（罗勇）、湖北（孝感+仙桃）、安徽（合肥）等生产基地，并将在 2025 年新增江苏（南通）工厂。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。回顾来看，公司近年来通过新建和收购的方式积极扩张产能。其中，12 亿片吸收性卫生用品智能制造生产基地于 2021 年初逐步投产，显著提升了公司的产能；2022 年下半年泰国罗勇基地全面投产；2023 年 7 月湖北孝感工厂开始投产，有助于更好服务华中区域客户。2024 年公司重点布局湖北孝感+湖北仙桃+合肥花王等生产基地：1) 湖北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；2) 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；3) 合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。

25 年收购南通大王优质资产，完善长三角产能布局。2025 年 3 月 7 日，公司拟以 2.66 亿元，购买南通大王优质资产，包括 8.4 万平方米工业用地、6.78 万平方米现代化厂房及 11 条国际标准生产线。收购后，南通大王的 GOO.N 品牌婴儿纸尿裤生产业务将委托给豪悦护理等外部公司。南通公司具有内陆段和海运费用的价格优势，定位为公司旗下主要的出口和加工生产基地。产能方面，国内将持续推进湖北、合肥、南通生产基地产能建设；海外通过积极拓展销售渠道，深耕当地市场，逐步提高泰国产能利用。

图 23：豪悦护理工厂分布地图



数据来源：公司公告、公司官网，西南证券整理

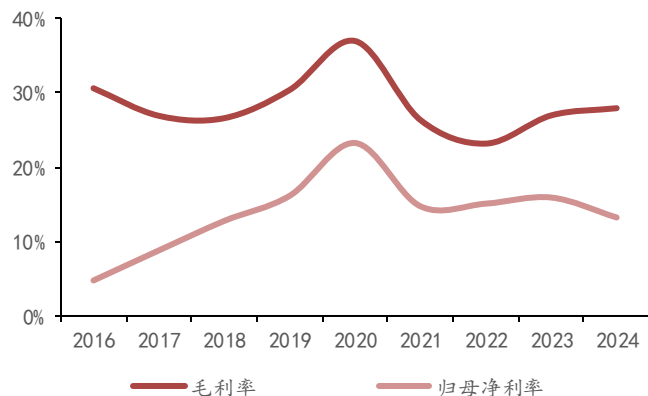
1.8 扩大原材料自产比例，加大自主品牌费用投放

扩大原材料自产比例，24 年毛利率同比提升。公司产品成本主要为直接材料成本，无纺布、高分子吸水树脂、木浆、热熔胶和包装袋，原材料价格受国际局势的影响而变化。2024 年公司进一步加大自产无纺布替代外购，当年公司产品材料成本占总成本 77.5%，较 2023 年占比同比-3.6pp。2024 年毛利率为 27.9%，同比+1pp。

掌握吸收性卫生用品核心工艺，加大研发投入。公司已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、透气底膜、蓬松无纺布等吸收性卫生用品核心材料的生产制造技术。公司还将加大科研创新力度，加快成果转化，挖掘新的利润增长点，通过不断升级迭代新产品，助力客户推出多款新系列、新产品上市，增加合作品类，支持客户提升市场份额。

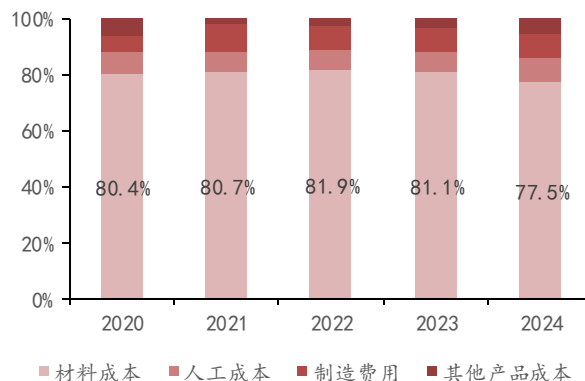
加大自主品牌费用投放，销售费用率同比提高。24 年总费用率为 12.2%，同比+3pp，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 7.3%/2.5%/-1.3%/3.7%，同比+2.3pp/+0.2pp/+0.6pp/-0.1pp，其中销售费用率增加主要系公司加大自主品牌推广；管理费用率增加主要系职工薪酬及折旧摊销增加；财务费用率增加主要系利息收入减少。

图 24：2016-2024 年毛利率/归母净利率



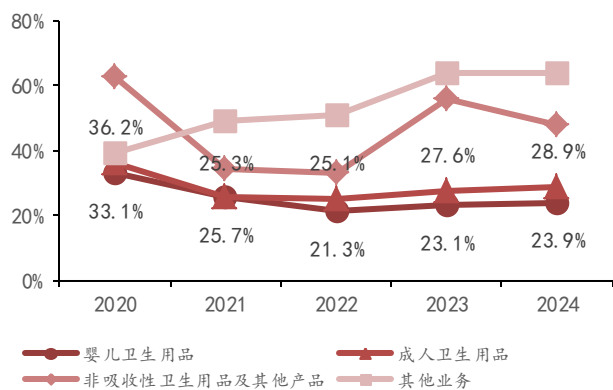
数据来源：iFinD，西南证券整理

图 25：2020-2024 年公司产品成本结构



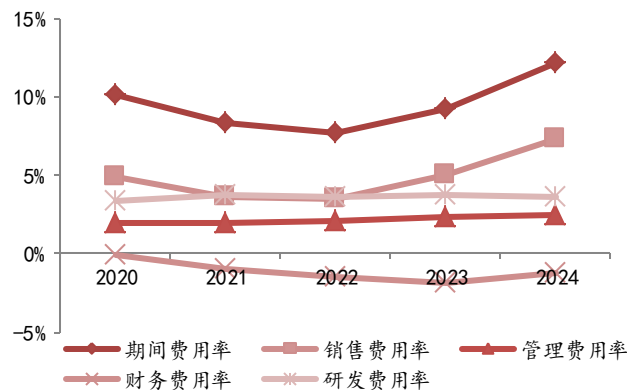
数据来源：iFinD，西南证券整理

图 26：2020-2024 年公司分产品毛利率



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 27：2020-2024 年公司总费用率及拆分



数据来源：iFinD，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：考虑 2024 年我国出生人口数同比+5.8%，叠加鼓励生育政策陆续落地+市场渗透率逐步提高，公司凭借优质产品+稳定的大客户资源+泰国品牌渠道扩张，我们预计婴儿卫生用品 2025-2027 年销量同比+8%、+6%、+4%；但由于市场竞争较为激烈，以及泰国市场渠道持续下沉，我们预计婴儿卫生用品 2025-2027 年单价同比-6%、-4%、-2%。

假设 2：成人卫生用品主要为女性卫生用品以及成人失禁用品，伴随我国老龄化趋势延续以及女性卫生用品品牌竞争格局变化，我们预计女性卫生用品 2025-2027 年销量同比+8%、+6%、+4%；但受到同业竞争影响，我们预计产品单价下行，成人卫生用品 2025-2027 年单价同比-7%、-5%、-3%。

假设 3：非吸收性卫生用品及其他产品中，“答菲”品牌持续在电商平台发力，预计保持增长态势；合肥花王工厂一次性内裤已经投产，预计伴随工厂技改后，产品持续放量。我们预计非吸收性卫生用品及其他产品 2025-2027 年营收同比+50%、+40%、+30%。

假设 4：公司 25 年 1 月完成对丝宝护理股权收购，3 月发布公告拟收购南通大王自产，这两部分假设为外延部分。根据公司公告，丝宝护理 24 年 H1 营收 3.2 亿元，南通大王收购资产较为优质，我们预计外延部分 2025 年贡献 10 亿元、2026-2027 年同比+14%、10%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司分业务收入与成本预测

百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
合计				
营业收入	2929.29	4083.50	4408.12	4719.01
yoy	6.25%	39.40%	7.95%	7.05%
营业成本	2111.82	2869.64	3053.42	3220.06
毛利率	27.9%	29.7%	30.7%	31.8%
婴儿卫生用品				
营业收入	2060.01	2091.33	2128.13	2168.99
yoy	4.27%	1.52%	1.76%	1.92%
营业成本	1566.93	1595.68	1621.64	1648.44
毛利率	23.9%	23.7%	23.8%	24.0%
成人卫生用品				
营业收入	551.66	554.09	557.96	562.88
yoy	-0.55%	0.44%	0.70%	0.88%
营业成本	392.20	393.40	393.37	395.70
毛利率	28.9%	29.0%	29.5%	29.7%
非吸收性卫生用品及其他产品				
营业收入	232.43	348.64	488.10	634.53
yoy	57.6%	50%	40%	30%
营业成本	122.07	184.78	256.25	329.96
毛利率	47.5%	47.0%	47.5%	48.0%
其他业务				
营业收入	85.18	89.44	93.92	98.61
yoy	7.8%	5%	5%	5%
营业成本	30.62	35.78	37.57	39.44
毛利率	64.1%	60.0%	60.0%	60.0%
外延部分（丝宝+南通大王）				
营业收入		1000.00	1140.00	1254.00
yoy			14%	10%
营业成本		660.00	744.60	806.52
毛利率		34.0%	34.7%	35.7%

数据来源：iFinD，西南证券

可比公司方面，我们选取从事一次性卫生用品（主要是女性卫生巾自有品牌）的生产和销售的百亚股份；从事生活用纸和一次性卫生用品的生产和销售的中顺洁柔；主营棉柔巾、卫生巾、医用敷料等的稳健医疗。可比公司 2025 年 PE 平均估值为 28 倍。考虑到豪悦护理产能扩充+自主品牌孵化培育+海外业务加速拓展，打开收入利润成长空间，给予公司 2025 年 20 倍估值，对应目标价 64.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
003006.SZ	百亚股份	26.92	0.85	1.11	1.42	31.57	24.22	18.94
002511.SZ	中顺洁柔	6.48	0.23	0.27	—	28.11	24.28	—
300888.SZ	稳健医疗	43.50	1.79	2.11	—	24.35	20.57	—
平均值						28.01	23.02	18.94

数据来源：iFinD，西南证券整理（截至 2025 年 4 月 18 日）。注：可比公司数据来自 iFinD 近 180 天内一致预期。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2929.29	4083.50	4408.12	4719.01	净利润	387.51	499.97	594.67	698.11
营业成本	2111.82	2869.64	3053.42	3220.06	折旧与摊销	134.38	172.51	206.08	218.82
营业税金及附加	19.70	27.34	30.00	32.56	财务费用	-37.10	12.25	8.82	4.72
销售费用	213.68	326.68	343.83	353.93	资产减值损失	-8.76	5.00	0.00	0.00
管理费用	73.85	253.18	268.90	283.14	经营营运资本变动	-192.70	143.92	32.85	17.56
财务费用	-37.10	12.25	8.82	4.72	其他	300.93	5.47	3.30	1.93
资产减值损失	-8.76	5.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	584.27	839.11	845.72	941.14
投资收益	0.70	0.00	0.00	0.00	资本支出	-405.30	-600.00	-100.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-766.84	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1172.14	-600.00	-100.00	-50.00
营业利润	461.19	589.41	703.15	824.61	短期借款	17.98	31.71	-100.00	-100.00
其他非经营损益	-0.42	-0.18	-0.24	-0.25	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	460.77	589.23	702.91	824.36	股权融资	2.79	0.00	0.00	0.00
所得税	73.26	89.26	108.24	126.25	支付股利	-261.75	-232.72	-298.37	-355.63
净利润	387.51	499.97	594.67	698.11	其他	-86.46	-29.16	-8.82	-4.72
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-327.44	-230.18	-407.19	-460.35
归属母公司股东净利润	387.51	499.97	594.67	698.11	现金流量净额	-909.10	8.94	338.53	430.79
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1382.53	1391.47	1730.00	2160.79	成长能力				
应收和预付款项	205.13	255.97	269.81	294.36	销售收入增长率	6.25%	39.40%	7.95%	7.05%
存货	320.92	427.35	460.08	484.27	营业利润增长率	-9.20%	27.80%	19.30%	17.27%
其他流动资产	249.47	199.02	214.84	230.00	净利润增长率	-11.65%	29.02%	18.94%	17.39%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-1.93%	38.62%	18.58%	14.17%
投资性房地产	4.05	4.05	4.05	4.05	获利能力				
固定资产和在建工程	1984.21	2426.30	2334.82	2180.60	毛利率	27.91%	29.73%	30.73%	31.76%
无形资产和开发支出	131.58	117.01	102.43	87.86	三费率	8.55%	14.50%	14.10%	13.60%
其他非流动资产	573.87	573.84	573.82	573.80	净利率	13.23%	12.24%	13.49%	14.79%
资产总计	4851.76	5395.01	5689.86	6015.72	ROE	11.74%	14.05%	15.43%	16.63%
短期借款	368.29	400.00	300.00	200.00	ROA	7.99%	9.27%	10.45%	11.60%
应付和预收款项	988.72	1272.84	1369.22	1450.65	ROIC	17.82%	19.99%	21.77%	26.35%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.07%	18.96%	20.83%	22.21%
其他负债	193.62	164.27	166.44	168.40	营运能力				
负债合计	1550.62	1837.11	1835.66	1819.05	总资产周转率	0.62	0.80	0.80	0.81
股本	155.22	154.32	154.32	154.32	固定资产周转率	1.97	2.19	1.99	2.12
资本公积	1378.92	1379.82	1379.82	1379.82	应收账款周转率	26.85	23.82	22.17	22.41
留存收益	1850.81	2118.07	2414.37	2756.84	存货周转率	6.76	7.43	6.69	6.64
归属母公司股东权益	3301.14	3557.89	3854.20	4196.67	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.86%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	3301.14	3557.89	3854.20	4196.67	资产负债率	31.96%	34.05%	32.26%	30.24%
负债和股东权益合计	4851.76	5395.01	5689.86	6015.72	带息债务/总负债	23.75%	21.77%	16.34%	10.99%
					流动比率	1.52	1.33	1.57	1.88
					速动比率	1.29	1.08	1.30	1.59
					股利支付率	67.55%	46.55%	50.17%	50.94%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	558.48	774.17	918.04	1048.15	每股收益	2.51	3.24	3.85	4.52
PE	20.85	16.16	13.59	11.57	每股净资产	21.39	23.06	24.98	27.19
PB	2.45	2.27	2.10	1.93	每股经营现金	3.79	5.44	5.48	6.10
PS	2.76	1.98	1.83	1.71	每股股利	1.70	1.51	1.93	2.30
EV/EBITDA	11.70	8.40	6.60	5.28					
股息率	3.24%	2.88%	3.69%	4.40%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn