

# 豪悦护理 (605009.SH)

## 制造强者品牌启新章

### 投资要点:

➤ **吸收性卫生用品制造龙头，自主品牌加快布局。**公司是国内个人卫生护理用品领域领先的制造商，产品涵盖婴儿纸尿裤、成人纸尿裤、经期裤、卫生巾、湿巾等一次性卫生用品。公司以 ODM 起家，多年沉淀研发制造优势领先，成功绑定 Babycare 等优质客户，在婴儿纸尿裤领域较早研发新型无木浆多维复合芯体、也是行业内较早实现经期裤规模化生产和销售的企业。近年加快自主品牌布局，目前拥有纸尿裤、成人纸尿裤、湿巾自主品牌，2024 年公告收购湖北丝宝集团、旗下拥有洁婷卫生巾品牌，正式进军国内卫生巾自主品牌领域。2024 年，公司实现营收 29.29 亿元、同比+6.25%，归母净利 3.88 亿元、同比-11.65%，25Q1 营收、归母净利分别同比+42.42%、+5.67%。

➤ **纸尿裤行业价升驱动为主，25 年公司主业经营有望回暖。**据欧睿，2024 年中国纸尿裤行业零售规模约 411 亿元，同比-6.9%，其中销售量下滑 6.9%、均价基本持平；欧睿预计未来 5 年中国纸尿裤行业 CAGR 约-3.9%，其中量价 CAGR 分别-5.6%、+1.8%。据国家统计局，2024 年新生儿数量 954 万人、同比+5.8%。25 年初公告拟收购南通大王厂房及 11 条纸尿裤生产设备，有望进一步拓展产品出口&国内大王客户。我们认为，在行业产品结构升级、24 年新生儿数量回升的背景下，同时外延产能加持，公司 25 年纸尿裤代工主业有望回归正常发展通道。

➤ **卫生巾行业老树新花，洁婷电商+新品驱动量价齐升。**据欧睿，2024 年中国卫生零售规模约 995 亿元、同比+3.3%，其中销售量+1.1%、均价+2.1%，随着卫生巾消费观念升级，近年行业量价均保持稳中有升态势。欧睿预计，未来 5 年中国卫生巾行业 CAGR 约+3.3%，其中量价 CAGR 分别为+0.6%、+2.7%。行业渠道结构线上占比约 3 成，2024 年国内卫生巾行商超、电商、本地杂货店、便利店、美妆店渠道占比分别为 47.1%、32%、12.5%、4.7%、3.4%。公司于 25Q1 并表湖北丝宝集团，旗下洁婷品牌卫生巾 24 年市占率约 1.3%、位列行业第八；并表后公司 Q2 开始发力电商尤其抖音渠道，配合 25 年医护级小炫风 PRO、吸隐力等中高新品推出，量价齐驱带动洁婷品牌势能快速拉升。

➤ **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.6 亿元、5.4 亿元、6.5 亿元，增速分别为 17.5%、18.5%、20.0%。目前公司股价对应 25 年、26 年 PE 为 19X、16X，低于可比公司平均值。公司作为吸收性用品行业制造龙头，主业经营回暖、份额持续提升，自主品牌加快布局支撑估值提升，看好制造+品牌双驱成长，首次覆盖给予“买入”评级。

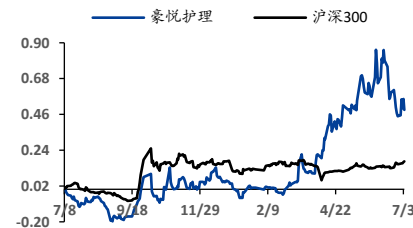
**风险提示：**婴儿出生率下降的风险、原材料价格波动风险、市场竞争风险、自主品牌发展不及预期风险

买入（首次评级）

### 基本数据

|               |               |
|---------------|---------------|
| 日期            | 2025-07-04    |
| 收盘价:          | 40.68 元       |
| 总股本/流通股本(百万股) | 215.07/214.62 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 8,730.73      |
| 每股净资产(元)      | 21.99         |
| 资产负债率(%)      | 34.41         |
| 一年内最高/最低价(元)  | 73.84/31.39   |

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

|                      |                     |
|----------------------|---------------------|
| 分析师:                 | 李宏鹏(S0210524050017) |
| lhp30568@hfzq.com.cn |                     |
| 分析师:                 | 李含稚(S0210524060005) |
| lh30597@hfzq.com.cn  |                     |

### 相关报告

| 财务数据和估值   | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,757 | 2,929 | 4,131 | 4,694 | 5,367 |
| 增长率       | -2%   | 6%    | 41%   | 14%   | 14%   |
| 净利润(百万元)  | 439   | 388   | 455   | 540   | 648   |
| 增长率       | 4%    | -12%  | 18%   | 19%   | 20%   |
| EPS(元/股)  | 2.04  | 1.80  | 2.12  | 2.51  | 3.01  |
| 市盈率(P/E)  | 19.9  | 22.6  | 19.2  | 16.2  | 13.5  |
| 市净率(P/B)  | 2.7   | 2.7   | 2.4   | 2.2   | 2.0   |

数据来源:公司公告、华福证券研究所

## 正文目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 1 吸收性卫生用品制造龙头 .....                | 3  |
| 2 纸尿裤行业价升驱动为主，25 年公司主业经营有望回暖 ..... | 5  |
| 3 卫生巾行业老树新花，洁婷电商+新品驱动量价齐升 .....    | 7  |
| 4 盈利预测与投资建议 .....                  | 9  |
| 4.1 盈利预测 .....                     | 9  |
| 4.2 投资建议 .....                     | 11 |
| 5 风险提示 .....                       | 12 |

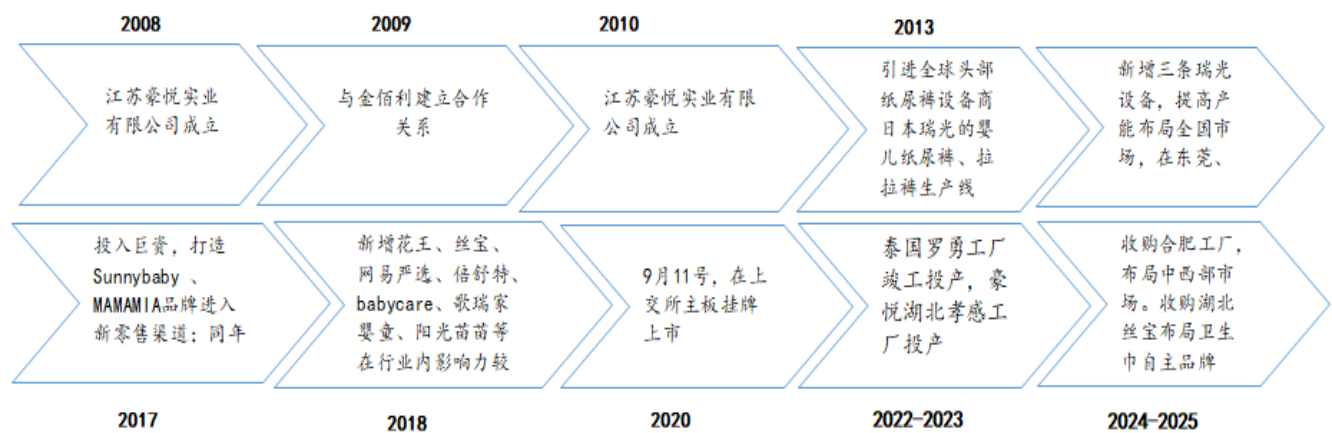
## 图表目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图表 1: 豪悦护理发展历程 .....                 | 3  |
| 图表 2: 豪悦护理股权结构（截止 1Q25） .....        | 3  |
| 图表 3: 公司营业收入及增速 .....                | 4  |
| 图表 4: 公司归母净利润及增速 .....               | 4  |
| 图表 5: 公司分产品营收表现 .....                | 4  |
| 图表 6: 公司分地区营收表现 .....                | 4  |
| 图表 7: 婴儿卫生用品量价趋势 .....               | 4  |
| 图表 8: 公司整体毛利率及净利率 .....              | 4  |
| 图表 9: 中国纸尿裤行业零售市场规模 .....            | 5  |
| 图表 10: 中国纸尿裤行业零售量价趋势 .....           | 5  |
| 图表 11: 全国出生人口数 .....                 | 5  |
| 图表 12: 对比发展国家人均日用量仍然偏低 .....         | 5  |
| 图表 13: 2024 年中国纸尿裤 TOP 10 品牌格局 ..... | 6  |
| 图表 14: 纸尿裤 TOP10 国产纸尿裤品牌占比提升 .....   | 6  |
| 图表 15: 公司纸尿裤投资项目及产能估计 .....          | 6  |
| 图表 16: 中国卫生巾行业零售规模 .....             | 7  |
| 图表 17: 卫生巾行业量价趋势 .....               | 7  |
| 图表 18: 中国卫生巾行业品牌格局（市占率%） .....       | 7  |
| 图表 19: 中国卫生巾行业渠道结构 .....             | 7  |
| 图表 20: 洁婷主要系列产品图及价格 .....            | 8  |
| 图表 21: 洁婷电商平台销售增速 .....              | 8  |
| 图表 22: 公司其他自有品牌产品 .....              | 8  |
| 图表 23: 业绩拆分预测表 .....                 | 10 |
| 图表 24: 可比公司估值表 .....                 | 11 |
| 图表 25: 财务预测摘要 .....                  | 13 |

## 1 吸收性卫生用品制造龙头

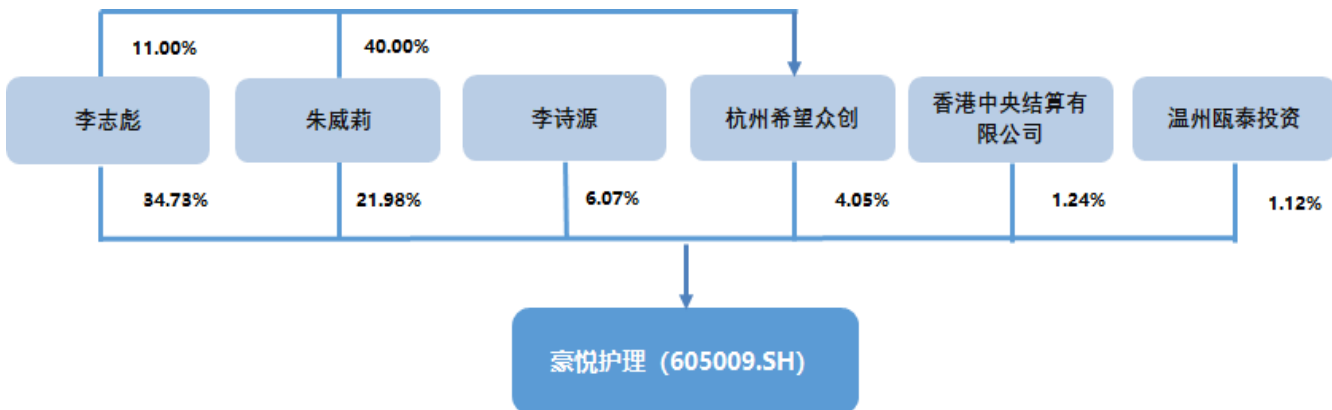
公司成立于2008年，是国内个人卫生护理用品领域领先的制造商，产品涵盖婴儿纸尿裤、成人纸尿裤、经期裤、卫生巾、湿巾等一次性卫生用品。公司以ODM起家，多年沉淀研发制造优势领先，成功绑定Babycare等优质客户，在婴儿纸尿裤领域较早研发新型无木浆多维复合芯体、也是行业内较早实现经期裤规模化生产和销售的企业。近年加快自主品牌布局，目前拥有纸尿裤、成人纸尿裤、湿巾自主品牌，2024年公告收购湖北丝宝集团、旗下拥有知名卫生巾品牌洁婷，正式进军国内卫生巾自主品牌领域。

图表1：豪悦护理发展历程



数据来源：公司公告，公司官网，华福证券研究所

图表2：豪悦护理股权结构（截止1Q25）

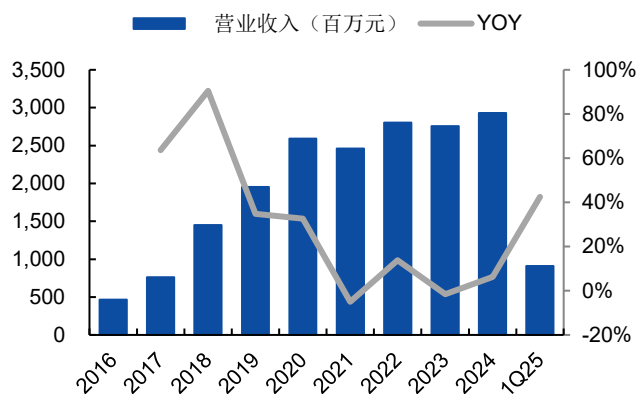


数据来源：公司公告，iFind，华福证券研究所

2024年，公司实现营收29.29亿元、同比+6.25%，归母净利3.88亿元、同比-11.65%，25Q1营收、归母净利分别同比+42.42%、+5.67%。截止2024年，公司产品结构以婴儿卫生用品为主，婴儿卫生用品、成人卫生用品（含女性卫生用品和成人失禁用品）、非吸收性卫生用品及其他产品的收入占比分别为70.3%、18.8%、8%。2018年以来，公司婴儿卫生用品销量持续增长，2018-2024销量CAGR为

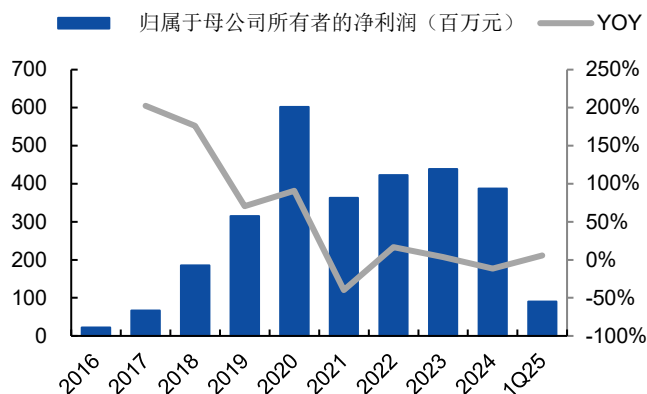
15.8%，但由于 2023-2024 年原材料价格下降，公司主动调整单价，婴儿卫生用品出厂均价有所波动，2018-2024 年均价 CAGR 为-1.9%。

图表3: 公司营业收入及增速



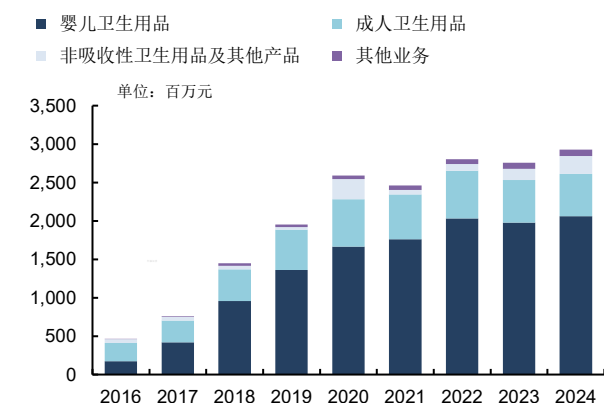
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表4: 公司归母净利润及增速



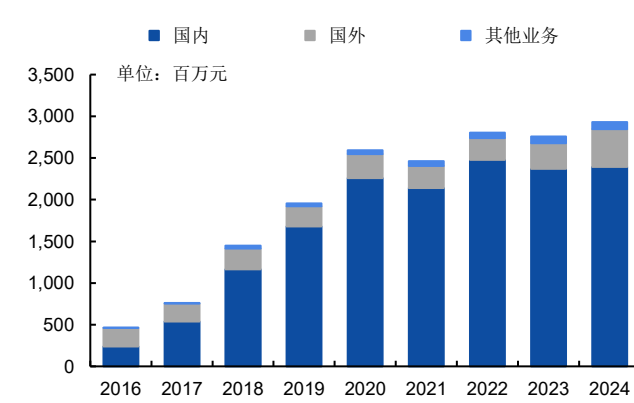
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表5: 公司分产品营收表现



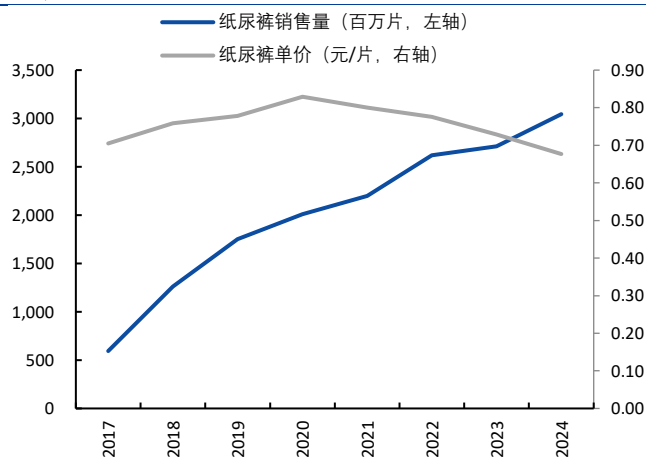
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表6: 公司分地区营收表现



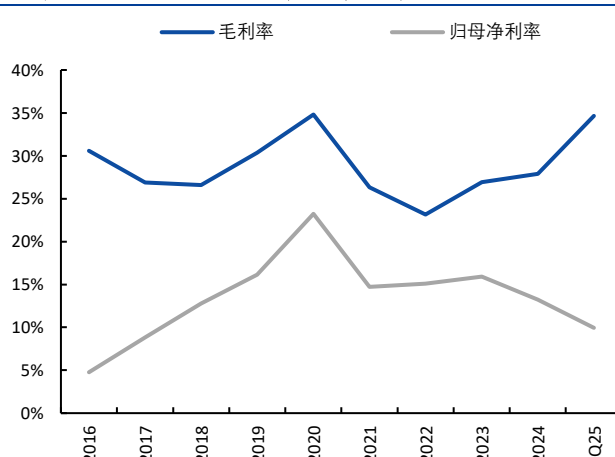
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表7: 婴儿卫生用品量价趋势



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表8: 公司整体毛利率及净利率



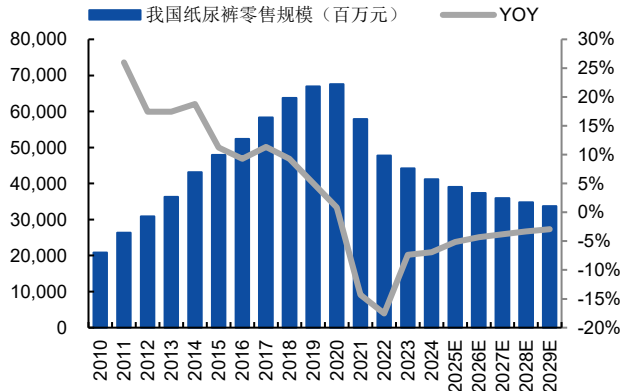
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所



## 2 纸尿裤行业价升驱动为主，25 年公司主业经营有望回暖

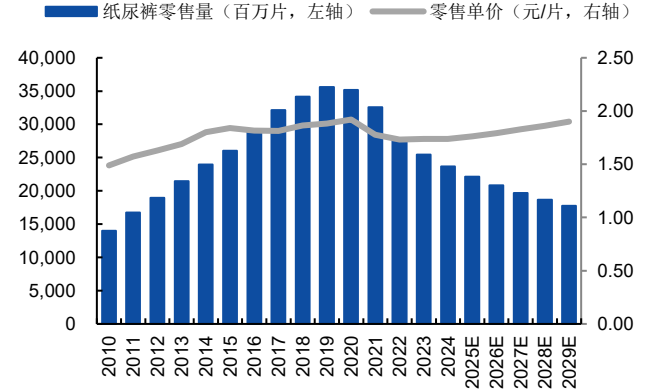
据欧睿，2024 年中国纸尿裤行业零售规模约 411 亿元，同比-6.9%，其中销售量下滑 6.9%、均价基本持平；欧睿预计未来 5 年中国纸尿裤行业 CAGR 约-3.9%，其中量价 CAGR 分别-5.6%、+1.8%。据同花顺援引国家统计局数据，2024 年新生儿数量 954 万人、同比+5.8%。

图表9：中国纸尿裤行业零售市场规模



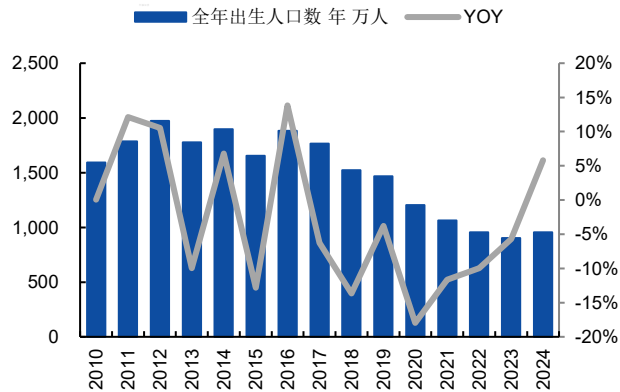
数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

图表10：中国纸尿裤行业零售量价趋势



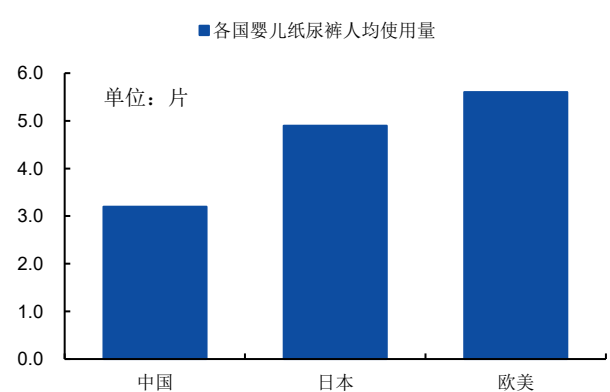
数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

图表11：全国出生人口数



数据来源：iFind，国家统计局，华福证券研究所

图表12：对比发展国家人均日用量仍然偏低

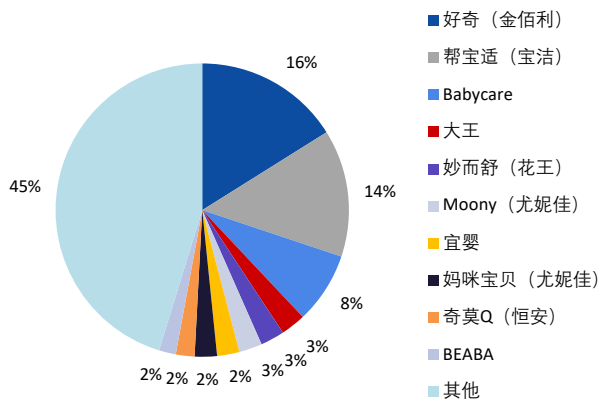


数据来源：观研天下，华福证券研究所

国产纸尿裤品牌近年份额提升，公司绑定优质头部客户。品牌竞争格局方面，2024 年销售额排名前三（CR3 39%）的品牌分别为金佰利（16%）、宝洁（14%）、Babycare（8%），其中金佰利和宝洁为外资品牌，Babycare 作为近年快速成长的国产品牌份额由 2019 年的 0.8%快速升至 2024 年的 8%、跻身行业前三。

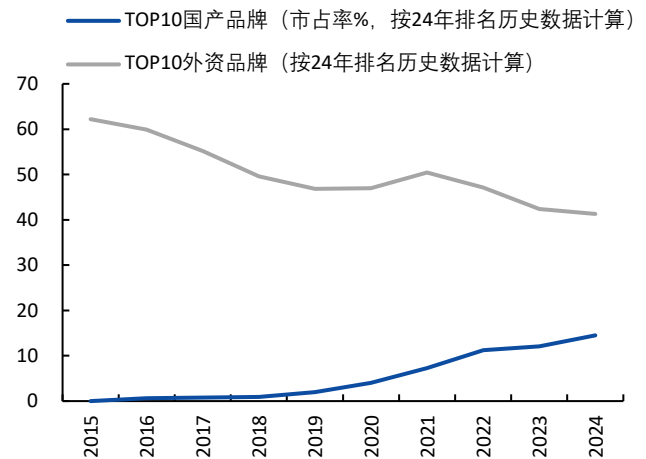


图表13: 2024 年中国纸尿裤 TOP 10 品牌格局



数据来源: Euromonitor, 华福证券研究所

图表14: 纸尿裤 TOP10 国产纸尿裤品牌占比提升



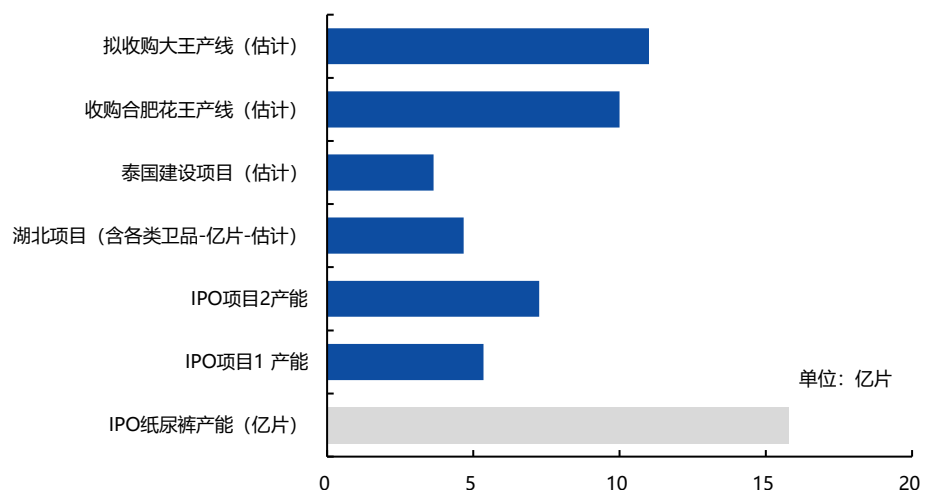
数据来源: Euromonitor, 华福证券研究所

纸尿裤代工竞争格局较优, 公司产能优势显著。公司上市后通过募投项目、自筹自建项目、收购项目不断充实纸尿裤产能, 纸尿裤产能稳居第一梯队并与其他生产商逐步拉开差距。

据欧睿, 目前我国国内纸尿裤消费量约 237 亿片。据公司公告估算, 包含未交割的大王产线收购, 公司当前纸尿裤潜在产能估算较 2019 年的约 16 亿片达约 3 倍提升; 其他厂商产能如 2020 年可靠股份纸尿裤产能约 15 亿片, 2022 年广东昱升产能约 36 亿片。

公司近年通过新设产线、收购花王、大王产线等继续扩充产能, 同时伴随新生儿数量回升, 预计 25 年纸尿裤代工主业有望回归正常发展通道代工产能份额将继续提升。

图表15: 公司纸尿裤投资项目及产能估计

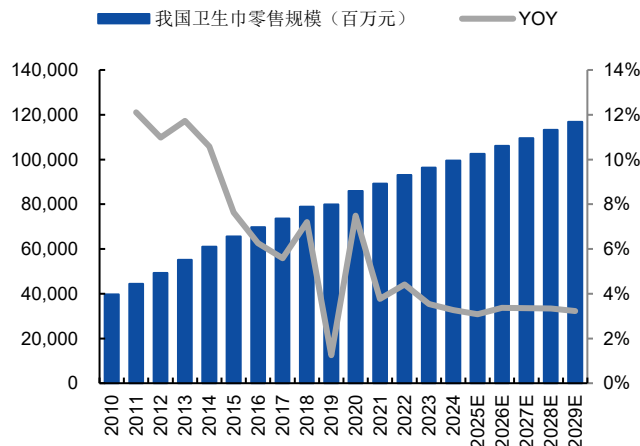


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

### 3 卫生巾行业老树新花，洁婷电商+新品驱动量价齐升

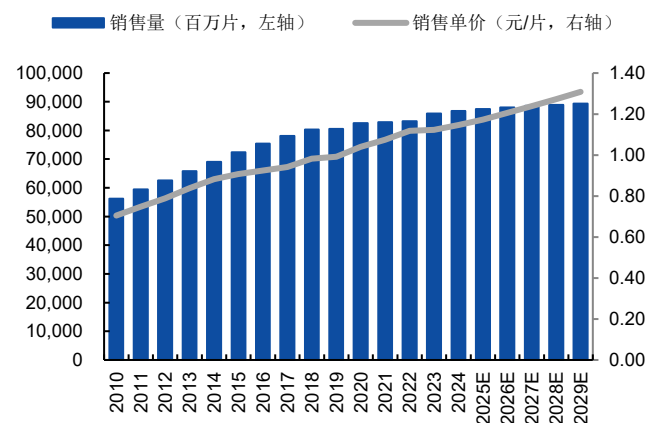
据欧睿，2024 年中国卫生零售规模约 995 亿元、同比+3.3%，其中销售量+1.1%、均价+2.1%，随着卫生巾消费观念升级，近年行业量价均保持稳中有升态势。欧睿预计，未来 5 年中国卫生巾行业 CAGR 约+3.3%，其中量价 CAGR 分别为+0.6%、+2.7%。行业渠道结构线上占比约 3 成，2024 年国内卫生巾商超、电商、本地杂货店、便利店、美妆店渠道占比分别为 47.1%、32%、12.5%、4.7%、3.4%。

图表16: 中国卫生巾行业零售规模



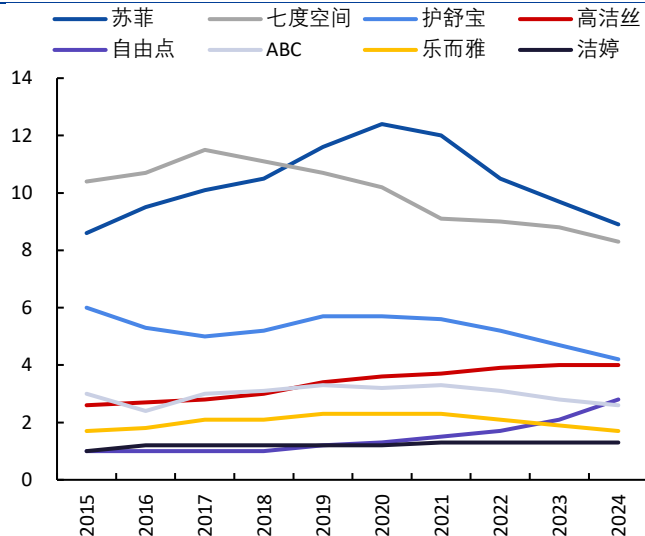
数据来源: Euromonitor, 华福证券研究所

图表17: 卫生巾行业量价趋势



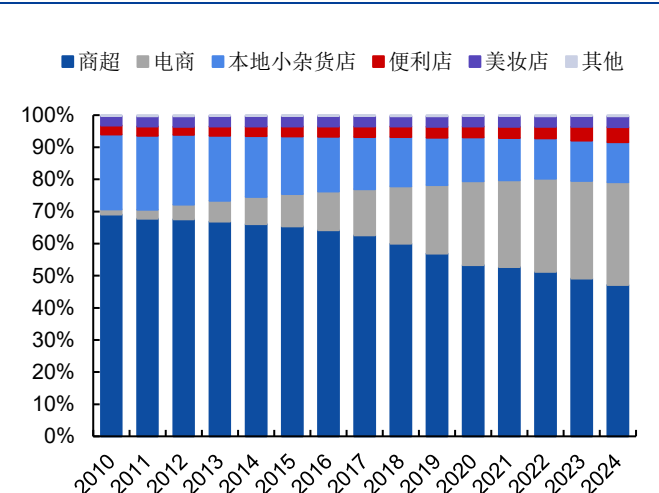
数据来源: Euromonitor, 华福证券研究所

图表18: 中国卫生巾行业品牌格局 (市占率%)



数据来源: Euromonitor, 华福证券研究所

图表19: 中国卫生巾行业渠道结构



数据来源: Euromonitor, 华福证券研究所

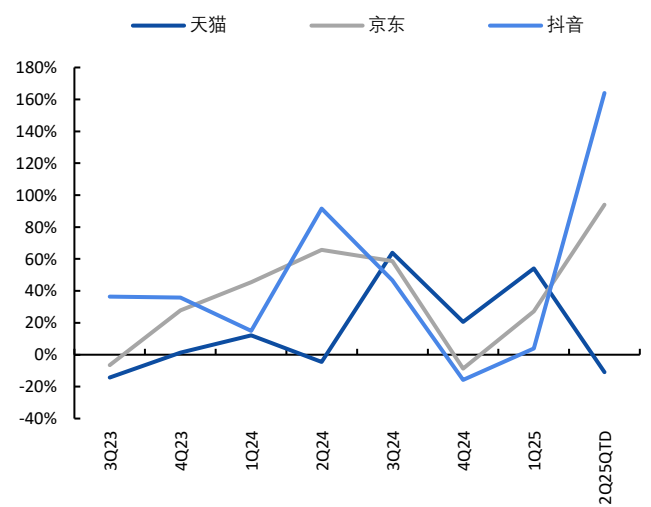
公司于 25Q1 并表湖北丝宝集团，旗下洁婷品牌卫生巾 24 年市占率约 1.3%、排名位列行业品牌第八；并表后公司 Q2 开始发力电商尤其抖音渠道，配合 25 年医护级小炫风 PRO、吸隐力等中高新品推出，量价齐驱带动洁婷品牌势能快速拉升。2Q25QTD 洁婷抖音平台累计销售额同比约+164%，新品逐步起量。

图表20: 洁婷主要系列产品图及价格

| 系列        | 推出时间             | 片单价 (元/片, 含折扣) | 卖点                     | 示意图                                                                               |
|-----------|------------------|----------------|------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|
| 消毒级PRO小旋风 | 2025年2月          | 0.84           | 消毒级+医护级, U形吸收气垫吸收力+30% |  |
| 吸隐力       | 2025年5月          | 1.64           | 专利空气编织一体成型速干芯体, 3秒速吸   |  |
| 模拟感-透气极薄  | 经典畅销樱花系列, 持续升级迭代 | 0.69           | 轻薄透气                   |  |
| 模拟感-0感吸   | 经典畅销樱花系列, 持续升级迭代 | 1.15           | 抗黏表层、快速导流、吸收不膨胀        |  |

数据来源: 洁婷天猫旗舰店, 洁婷公众号, 华福证券研究所

图表21: 洁婷电商平台销售增速



数据来源: 久谦中台, 华福证券研究所 (2Q25QTD 截止至5月)

除了收购的洁婷品牌外, 公司自主品牌业务还拥有婴儿用品领域的“希望宝宝”、面向泰国市场的“Sunnybaby”品牌, 成人失禁用品领域的“康福瑞”等系列产品, 以及个人卫生护理用品领域的“森之物语”卫生巾、“答菲”湿厕纸等品牌。2024 年, 公司其他产品实现收入 2.32 亿元, 同比增长 57.55%。

图表22: 公司其他自有品牌产品



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所



## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

我们对 2025-2027 年业绩做出以下假设：

#### （1）营业收入：

①**婴儿卫生巾用品**：公司纸尿裤产品近年销售量保持较快增长，上市以来随着募投项目、自筹项目、收购项目陆续投产，巩固制造能力的领先优势，设备产能利用率保持较好水平，考虑到公司近期收购合肥花王、拟收购南通大王产线逐步投产，纸尿裤需求量在 24 年新生儿回暖、国家促生育政策加持下保持韧性，且公司业务在国内持续扩展，预计 25 年销售量增约 14%，26-27 年销售量保持 10%左右增长。

单价方面，近年出厂单价受原材料价格下降、主动调整定价影响近年来持续下降。当前主要原材料价格基本平稳，预计 25 年单价有所企稳，26-27 年保持稳定。

②**成人卫生用品**：参考品类历史销售量增长趋势，预计 25-27 年销量保持 5%左右稳定增长。单价方面，价格变化与纸尿裤影响因素相似，预计 25 年单价有所企稳，26-27 年保持稳定。

③**非吸收性卫生用品及其他产品**：主要包括公司其他自主品牌产品，预计该品类 25-27 年保持 25-30%左右的较快增长。

④**丝宝集团**：据公司公告丝宝集团 23 年实现营收 5.4 亿元，1H24 营收约 3.2 亿元，假设 24 年全年营收约 6.4 亿元则 24 年增速达约 20%。考虑洁婷卫生巾品牌电商较快增长、线下稳步扩大，市场份额有望向上提升。预计 25-27 年保持 20-25%左右较快增长。

（2）**毛利率**：内生业务方面，2023 年公司毛利率在原材料价格高位回落下有所提升，2024 年受益无纺布原材料自产比例提升稳步向上。假设 2025 年随着生产端持续优化毛利率延续小幅改善，2026-2027 年维持平稳。丝宝集团方面，参考同类企业百亚股份、恒安国际卫生巾毛利率水平，假设自主品牌卫生巾毛利率约 50%以上，2025-2027 年在新品迭代驱动下毛利率略有提升。预计公司整体毛利率在丝宝集团营收占比扩大下保持提升。

（3）**期间费用**：参考 1Q25 丝宝集团并表后合并报表，预计 25-27 年销售费用率保持近 15%水平；参考 1Q25 合并报表，预计 25 年管理费用率略有提升，26-27 年略有优化；财务费用率 25 年受存款利息下降影响有所提升，26-27 年维持平稳。

综上，我们预计公司 2025-2027 年公司收入分别为 41.3 亿元、46.9 亿元、53.7 亿元，增速分别为 41.0%、13.6%、14.3%，归母净利润分别为 4.6 亿元、5.4 亿元、6.5 亿元，增速分别为 17.5%、18.5%、20.0%。

图表23: 业绩拆分预测表

| 单位: 百万元              | 2022         | 2023         | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>婴儿卫生用品</b>        | <b>2,032</b> | <b>1,976</b> | <b>2,060</b> | <b>2,363</b> | <b>2,627</b> | <b>2,932</b> |
| YOY                  | 15.5%        | -2.8%        | 4.3%         | 14.7%        | 11.2%        | 11.6%        |
| 销售量 (百万片)            | 2,619        | 2,710        | 3,044        | 3,457        | 3,843        | 4,290        |
| YOY                  | 19.2%        | 3.5%         | 12.3%        | 13.6%        | 11.2%        | 11.6%        |
| 单价 (元/片)             | 0.78         | 0.73         | 0.68         | 0.68         | 0.68         | 0.68         |
| YOY                  | -3.1%        | -6.1%        | -7.2%        | 1.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| 毛利率                  | 21.3%        | 23.1%        | 23.9%        | 24.5%        | 24.5%        | 24.5%        |
| <b>成人卫生用品</b>        | <b>621</b>   | <b>555</b>   | <b>552</b>   | <b>585</b>   | <b>615</b>   | <b>645</b>   |
| YOY                  | 6.2%         | -10.6%       | -0.5%        | 6.1%         | 5.0%         | 5.0%         |
| 销售量 (百万片)            | 734          | 678          | 735          | 771          | 810          | 850          |
| YOY                  | 1.5%         | -7.6%        | 8.4%         | 5.0%         | 5.0%         | 5.0%         |
| 单价 (元/片)             | 0.85         | 0.82         | 0.75         | 0.76         | 0.76         | 0.76         |
| YOY                  | 4.6%         | -3.3%        | -8.2%        | 1.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| 毛利率                  | 25.1%        | 27.6%        | 28.9%        | 29.4%        | 29.4%        | 29.4%        |
| <b>非吸收性卫生用品及其他产品</b> | <b>87</b>    | <b>148</b>   | <b>232</b>   | <b>302</b>   | <b>377</b>   | <b>471</b>   |
| YOY                  | 45.0%        | 70.1%        | 56.8%        | 30.0%        | 25.0%        | 25.0%        |
| 毛利率                  | 33.0%        | 55.9%        | 47.4%        | 47.4%        | 47.4%        | 47.4%        |
| <b>丝宝集团</b>          |              | <b>542</b>   | <b>640</b>   | <b>788</b>   | <b>975</b>   | <b>1,209</b> |
| YOY                  |              |              | 18.1%        | 23.2%        | 23.6%        | 24.1%        |
| 毛利率                  |              |              |              | 53.0%        | 53.4%        | 53.5%        |
| <b>营业收入</b>          | <b>2,802</b> | <b>2,757</b> | <b>2,929</b> | <b>4,130</b> | <b>4,693</b> | <b>5,367</b> |
| YOY                  | 13.8%        | -1.6%        | 6.2%         | 41.0%        | 13.6%        | 14.3%        |
| 毛利率                  | 23.1%        | 26.9%        | 27.9%        | 33.2%        | 33.8%        | 34.4%        |
| 销售费用                 | 97           | 137          | 214          | 607          | 692          | 792          |
| 销售费用率                | 3.5%         | 5.0%         | 7.3%         | 14.7%        | 14.8%        | 14.8%        |
| 管理费用                 | 58           | 65           | 74           | 116          | 127          | 145          |
| 管理费用率                | 2.1%         | 2.4%         | 2.5%         | 2.8%         | 2.7%         | 2.7%         |
| 研发费用                 | 101          | 105          | 107          | 151          | 172          | 196          |
| 研发费用率                | 3.6%         | 3.8%         | 3.7%         | 3.7%         | 3.7%         | 3.7%         |
| 财务费用                 | -41          | -53          | -37          | -19          | -24          | -34          |
| 财务费用率                | -1.5%        | -1.9%        | -1.3%        | -0.5%        | -0.5%        | -0.6%        |
| <b>归母净利润</b>         | <b>423</b>   | <b>439</b>   | <b>388</b>   | <b>455</b>   | <b>540</b>   | <b>648</b>   |
| YOY                  | 13.8%        | 3.7%         | -11.6%       | 17.5%        | 18.5%        | 20.0%        |
| 净利率                  | 15.1%        | 15.9%        | 13.2%        | 11.0%        | 11.5%        | 12.1%        |

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

4.2 投资建议

选取卫生巾品牌公司百亚股份、个护用品 ODM 企业倍加洁、兼具 ODM 及自主品牌业务的稳健医疗为可比公司。目前公司股价对应 25 年、26 年 PE 为 19X、16X，低于可比公司平均值。公司作为吸收性用品行业制造龙头，主业经营回暖、份额持续提升，自主品牌加快布局支撑估值提升，看好制造+品牌双驱成长，首次覆盖给予“买入”评级。

图表24：可比公司估值表

| 证券代码      | 公司名称 | 股价 (元)     | 归母净利润 (亿元) |       |       |       |        | PE (倍) |       |       |  |
|-----------|------|------------|------------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|--|
|           |      | 2025-07-04 | 2024A      | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A  | 2025E  | 2026E | 2027E |  |
| 003006.SZ | 百亚股份 | 26.90      | 2.88       | 3.77  | 4.90  | 6.24  | 40.18  | 30.65  | 23.60 | 18.51 |  |
| 300888.SZ | 稳健医疗 | 40.20      | 6.95       | 10.40 | 12.42 | 14.66 | 33.66  | 22.50  | 18.85 | 15.97 |  |
| 603059.SH | 倍加洁  | 25.50      | -0.77      | 0.87  | 1.12  | 1.41  | -33.13 | 29.54  | 22.91 | 18.20 |  |
| 平均值       |      |            |            |       |       |       | 36.92  | 27.57  | 21.79 | 17.56 |  |
| 605009.SH | 豪悦护理 | 40.68      | 3.88       | 4.55  | 5.40  | 6.48  | 22.58  | 19.21  | 16.20 | 13.50 |  |

数据来源：iFind 一致预期，华福证券研究所（豪悦护理为华福证券研究所预测）

## 5 风险提示

**婴儿出生率下降的风险。**根据国家统计局发布最新数据，2024 年中国新生儿数量为 954 万人，同比增 52 万人。为应对出生率和出生人口数量下降，我国逐步放宽计划生育政策，中央和各地出台了鼓励生育的措施，加快构建生育支持体系，为我国维持较大规模的新生儿数量 提供了支撑。随着“三胎政策开放”、“教育双减”等一系列鼓励生育政策的出台，未来“鼓励生育基金”等新政策值得期待，新生人口数量震荡下行趋势或有所缓解。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。

**原材料价格波动风险。**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，受国际局势的影响而变化，原材料的价格变化对公司利润有一定的影响。

**市场竞争风险。**未来如果国内外品牌间以及制造企业之间竞争加剧，比如国际品牌商通过销售复 合芯体纸尿裤与国内品牌商在产品品质、价格等方面展开竞争，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

**自主品牌发展不及预期风险。**若自主品牌卫生巾洁婷市场份额提升不及预期，则可能对公司业绩造成一定的影响。

图表25：财务预测摘要

资产负债表

| 单位:百万元     | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金       | 1,383 | 1,652 | 2,003 | 2,490 |
| 应收票据及账款    | 137   | 185   | 211   | 242   |
| 预付账款       | 26    | 20    | 23    | 29    |
| 存货         | 321   | 405   | 449   | 511   |
| 合同资产       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他流动资产     | 292   | 263   | 323   | 385   |
| 流动资产合计     | 2,158 | 2,526 | 3,009 | 3,657 |
| 长期股权投资     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产       | 1,553 | 1,728 | 1,837 | 1,837 |
| 在建工程       | 431   | 481   | 381   | 381   |
| 无形资产       | 132   | 136   | 143   | 143   |
| 商誉         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动资产    | 578   | 578   | 578   | 578   |
| 非流动资产合计    | 2,694 | 2,923 | 2,939 | 2,939 |
| 资产合计       | 4,852 | 5,449 | 5,947 | 6,597 |
| 短期借款       | 368   | 236   | 200   | 200   |
| 应付票据及账款    | 910   | 1,092 | 1,230 | 1,398 |
| 预收款项       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 合同负债       | 32    | 45    | 51    | 58    |
| 其他应付款      | 21    | 21    | 21    | 21    |
| 其他流动负债     | 89    | 110   | 116   | 125   |
| 流动负债合计     | 1,420 | 1,504 | 1,618 | 1,803 |
| 长期借款       | 0     | 200   | 200   | 200   |
| 应付债券       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债    | 130   | 130   | 130   | 130   |
| 非流动负债合计    | 130   | 330   | 330   | 330   |
| 负债合计       | 1,551 | 1,834 | 1,948 | 2,133 |
| 归属母公司所有者权益 | 3,301 | 3,614 | 3,999 | 4,463 |
| 少数股东权益     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 所有者权益合计    | 3,301 | 3,614 | 3,999 | 4,463 |
| 负债和股东权益    | 4,852 | 5,449 | 5,947 | 6,597 |

现金流量表

| 单位:百万元   | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------|--------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流  | 584    | 687   | 696   | 809   |
| 现金收益     | 485    | 585   | 680   | 789   |
| 存货影响     | -44    | -84   | -44   | -62   |
| 经营性应收影响  | -73    | -34   | -20   | -28   |
| 经营性应付影响  | 159    | 182   | 138   | 168   |
| 其他影响     | 57     | 38    | -58   | -57   |
| 投资活动现金流  | -1,172 | -371  | -178  | -171  |
| 资本支出     | -502   | -377  | -180  | -175  |
| 股权投资     | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 其他长期资产变化 | -670   | 6     | 2     | 3     |
| 融资活动现金流  | -327   | -45   | -167  | -150  |
| 借款增加     | 15     | 67    | -36   | 0     |
| 股利及利息支付  | -272   | -169  | -200  | -237  |
| 股东融资     | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 其他影响     | -70    | 56    | 69    | 87    |

利润表

| 单位:百万元        | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入          | 2,929 | 4,131 | 4,694 | 5,367 |
| 营业成本          | 2,112 | 2,760 | 3,106 | 3,519 |
| 税金及附加         | 20    | 26    | 30    | 36    |
| 销售费用          | 214   | 607   | 692   | 792   |
| 管理费用          | 74    | 116   | 127   | 145   |
| 研发费用          | 107   | 151   | 172   | 196   |
| 财务费用          | -37   | -19   | -24   | -34   |
| 信用减值损失        | -18   | -15   | -15   | -15   |
| 资产减值损失        | -9    | -9    | -9    | -9    |
| 公允价值变动收益      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益          | 1     | 7     | 2     | 3     |
| 其他收益          | 42    | 42    | 42    | 42    |
| 营业利润          | 461   | 519   | 616   | 739   |
| 营业外收入         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额          | 461   | 519   | 615   | 739   |
| 所得税           | 73    | 64    | 75    | 90    |
| 净利润           | 388   | 455   | 540   | 648   |
| 少数股东损益        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 归属母公司净利润      | 388   | 455   | 540   | 648   |
| EPS (按最新股本摊薄) | 1.80  | 2.12  | 2.51  | 3.01  |

主要财务比率

|            | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 成长能力       |        |       |       |       |
| 营业收入增长率    | 6.3%   | 41.0% | 13.6% | 14.3% |
| EBIT 增长率   | -6.9%  | 18.0% | 18.3% | 19.2% |
| 归母公司净利润增长率 | -11.6% | 17.5% | 18.5% | 20.0% |
| 获利能力       |        |       |       |       |
| 毛利率        | 27.9%  | 33.2% | 33.8% | 34.4% |
| 净利率        | 13.2%  | 11.0% | 11.5% | 12.1% |
| ROE        | 11.7%  | 12.6% | 13.5% | 14.5% |
| ROIC       | 13.2%  | 13.9% | 15.0% | 16.0% |
| 偿债能力       |        |       |       |       |
| 资产负债率      | 32.0%  | 33.7% | 32.8% | 32.3% |
| 流动比率       | 1.5    | 1.7   | 1.9   | 2.0   |
| 速动比率       | 1.3    | 1.4   | 1.6   | 1.7   |
| 营运能力       |        |       |       |       |
| 总资产周转率     | 0.6    | 0.8   | 0.8   | 0.8   |
| 应收账款周转天数   | 13     | 14    | 15    | 15    |
| 存货周转天数     | 51     | 47    | 49    | 49    |
| 每股指标 (元)   |        |       |       |       |
| 每股收益       | 1.80   | 2.12  | 2.51  | 3.01  |
| 每股经营现金流    | 2.72   | 3.19  | 3.24  | 3.76  |
| 每股净资产      | 15.35  | 16.80 | 18.59 | 20.75 |
| 估值比率       |        |       |       |       |
| P/E        | 23     | 19    | 16    | 13    |
| P/B        | 3      | 2     | 2     | 2     |
| EV/EBITDA  | 86     | 74    | 64    | 55    |

数据来源：公司报告、华福证券研究所

## 分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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   | 评级   | 评级说明                               |
|------|------|------------------------------------|
| 公司评级 | 买入   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上       |
|      | 持有   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
|      | 卖出   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下       |
| 行业评级 | 强于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上       |
|      | 跟随大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间   |
|      | 弱于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下       |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn