2020 年 11 月 23 日

证券研究报告•公司研究报告

豪悦护理（605009）轻工制造

持有（维持）

当前价：192.22 元

目标价：209.10 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

深耕研发设计，ODM 领先制造商强势突围

投资要点

- **推荐逻辑：**公司作为研发制造实力突出、细分赛道优势领先的 ODM 制造商，产业链议价力强。短期来看，公司凭借与下游快速放量的新锐品牌绑定订单、与国际大品牌拓展合作新品，业绩有较强支撑。中长期来看，公司设计研发能力处于行业领先地位，产业链议价力强，有望充分把握行业结构性发展机会，突出制造规模优势，成长空间广阔。

- **个护 ODM 制造先行者，业绩增长进入快车道。**公司准确把握行业发展趋势，较早投入研发经期裤产品及复合芯体纸尿裤产品，产品矩阵不断丰富，在细分赛道建立领先优势，业绩增长进入快车道。2019 年，公司营业收入达 19.5 亿元，同比增长 34.8%；2016-2019 年，公司营业收入复合增速为 61.4%，随着新客户规模增长和老客户放量持续扩张。盈利能力方面，公司受上游木浆和石油价格上涨影响较小，可转嫁原材料上行压力，且随着规模效应逐渐显现，毛利率呈上升趋势，2019 年公司整体毛利率达到 30.4%（+3.8pp）。ODM 模式下销售费用与管理费用投入有限，盈利优势得以凸显。与行业内可比公司相比，公司的净利率处于较高水平，2019 年公司净利率为 16.1%（+3.4pp），2020Q3 增长至 24.2%。整体来看公司在行业结构性机遇下通过研发创新充分发挥 ODM 优势，盈利水平快速提升。

- **行业结构性机会突出，ODM 产业链议价能力提升。**近年个护母婴产品的销售渠道发生了深刻变革，具体来看：1）微商、母婴电商等私域流量渠道持续扩容，其中纸尿裤在母婴店及电商渠道销售占比达到 92.6%，国产新锐品牌得以在社群群体内快速提高品牌影响力，带动上游 ODM 制造商订单放量；2）ODM 制造商依托多年供应外资品牌的制造经验，具备强大的设计能力和交付能力，规模效应较强，新品牌与 ODM 制造商精细化分工成为更具性价比的合作方式，目前看这种模式具有较长的可持续性；3）2018 年卫生巾及纸尿裤的渗透率分别达到 100%和 64%，在行业渗透率逐渐饱和的背景下，ODM 供应商可以凭借研发能力推出新品，带来新的消费增量甚至引领消费趋势，研发成为产业链中重要一环，ODM 制造商议价能力持续提升。

- **深挖研发制造护城河，与客户形成优势正反馈。**公司在经期裤和复合芯体纸尿裤产品的研发具备领先优势，制造成本处于行业较低水平且随着生产规模扩大仍有下行空间，研发制造的优势将与公司获取更多更优质的品牌客户订单形成正向循环。研发储备方面，公司是经期裤方面较早申请相关技术专利的国内制造商之一，也是目前产量最大的国内制造商；纸尿裤目前已升级到第 4 代无木浆多维复合芯体，研发竞争壁垒不断提高。制造壁垒方面，与可比公司相比，公司直接材料占收入比处于较高水平，约为 60%，而制造费用占比相对更低，约为 4-5%，证明随着公司生产规模逐渐扩大，产线利用率提升后将可变成本控制在极低水平。我们判断随着公司新建产能逐步释放，自有厂房逐步建成投产，规模优势有望进一步发挥，单位制造成本仍有下行空间。在研发和制造实力支持下，公司帮助下游客户快速提升市场份额，并掌握较强话语权，形成产业链正反馈。

西南证券研究发展中心

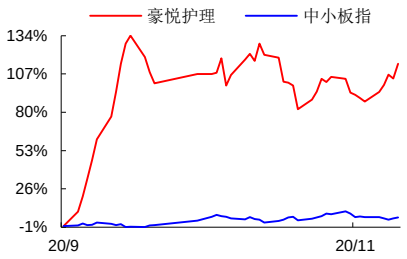
分析师：蔡欣

执业证号：S1250517080002

电话：023-67511807

邮箱：cxin@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)	1.07
流通 A 股(亿股)	0.27
52 周内股价区间(元)	89.65-210.0
总市值(亿元)	205.04
总资产(亿元)	32.62
每股净资产(元)	25.14

相关研究

1. 豪悦护理(605009)：个护用品持续放量，业绩维持高增 (2020-10-27)

- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 6.32 元、6.97 元、8.15 元，对应 PE 分别为 30 倍、28 倍、24 倍，考虑到豪悦护理设计和制造能力突出，客户粘性较强，业绩有望保持较快增长，给予公司 2021 年 30 倍估值，目标价 209.1 元，维持“持有”评级。

- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险、市场竞争加剧的风险、下游客户收入下行的风险、新增产能投产进度或不及预期。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1953.38	2778.65	3364.36	4018.89
增长率	34.76%	42.25%	21.08%	19.45%
归属母公司净利润（百万元）	315.32	673.68	743.09	869.79
增长率	70.35%	113.65%	10.30%	17.05%
每股收益 EPS（元）	2.96	6.32	6.97	8.15
净资产收益率 ROE	49.38%	23.56%	20.63%	19.45%
PE	65	30	28	24
PB	32.11	7.17	5.69	4.58

数据来源：Wind，西南证券

目 录

1 公司概况：赛道优质、研发制造实力卓越的 ODM 制造商 1

2 行业分析：结构性机会显现，ODM 供应链地位提升 6

2.1 私域流量渠道扩容，个护新锐品牌大量涌现 8

2.2 国产质造崛起，研发带动 ODM 提效增质 10

2.3 新品迭代带来结构性增量，ODM 依托研发能力把握成长风口 11

3 公司分析：研发制造能力构筑护城河，与客户优势正反馈 12

3.1 客户结构优质多元，对下游具备议价主动权 12

3.2 研发能力卓越，细分赛道占据稳定优势 15

3.3 制造规模优势显著，成本控制能力强 17

3.4 海内外积极扩产，巩固规模化优势 19

4 盈利预测与估值 20

4.1 盈利预测 20

4.2 相对估值 21

5 风险提示 22

图 目 录

图 1：公司发展历程 1
图 2：公司股权结构 1
图 3：2016-2020Q3 公司营业收入及增速情况 3
图 4：2016-2020Q3 公司归母净利润及增速情况 3
图 5：2016-2020H1 公司主要产品营收占比情况 4
图 6：2016-2019 公司主要产品营收及增速情况 4
图 7：2016-2019 公司 ODM 和自主品牌收入及增速 4
图 8：2016-2019 公司国内外收入及增速 4
图 9：2017-2019 年原材料采购单价情况 5
图 10：2016-2020Q3 公司毛利率及净利率 5
图 11：2016-2020Q3 公司费用率情况 5
图 12：2016-2020H1 可比公司净利率情况 5
图 13：2016-2020H1 可比公司 ROE（摊薄）情况 6
图 14：2017-2019 年公司 ROE 拆解情况 6
图 15：2015-2020E 我国吸收性卫生用品市场规模情况 6
图 16：2018 年我国吸收性卫生用品各品类份额 6
图 17：2012-2018 年我国婴儿卫生用品市场规模及其增速 7
图 18：2016 年和 2019 年各品牌市占率变化情况 7
图 19：2012-2018 年我国女性卫生用品市场规模及增速 7
图 20：2015-2019 年国内卫生巾市场集中度 7
图 21：2012-2018 年我国成人失禁用品市场规模及增速 7
图 22：2014-2019 年成人失禁用品市场集中度 7
图 23：2019 年我国网购用户年龄构成 8
图 24：2019-2020 年婴儿尿布各销售渠道占比 8
图 25：2020 中国母婴用户消费决策时主要参考信息来源 9
图 26：2020 中国母婴用户分享交流意愿 9
图 27：2020Q1 三大电商平台纸尿裤 TOP10 品牌份额及增速 9
图 28：2020 年 2-4 月各纸尿裤品牌天猫旗舰店销售额及销量对比 9
图 29：婴儿/成人纸尿裤生产流程 11
图 30：卫生巾生产流程 11
图 31：2009-2018 年我国婴儿卫生用品市场渗透率 12
图 32：2009-2017 年我国女性卫生用品渗透率 12
图 33：可比公司应收账款周转率 14
图 34：可比公司应付账款周转率 14
图 35：2017-2019 年公司自有品牌收入及占比 15
图 36：公司自有品牌矩阵 15
图 37：2017-2019 年公司各原材料采购额（万元）及占收入比 17
图 38：2017-2019 年公司各原材料采购单价（元/公斤或元/只） 17
图 39：2017-2019 年上游原材料价格走势 17

图 40：2014-2019 年无纺布原材料涤纶短纤价格走势 17
图 41：2017-2019 年终端价格 18
图 42：2017-2019 年各品类毛利率 18
图 43：可比公司直接材料占收入比 18
图 44：可比公司制造费用占收入比 18
图 45：可比公司直接人工占收入比 19
图 46：可比公司单位生产成本（元/件） 19

表 目 录

表 1：公司 IPO 募投项目情况 2
表 2：豪悦护理主要产品 2
表 3：2019-2020 婴儿纸尿裤品类天猫购物节销售/预售排名 9
表 4：一次性卫生用品 ODM 制造商客户及产能对比情况 10
表 5：公司主要客户及合作产品 13
表 6：2017-2019 年公司前五大客户销售额及占比变化 14
表 7：2016-2018 年公司经期裤产量及市占率 15
表 8：经期裤行业空间测算 16
表 9：木浆芯体与无木浆复合芯体特性对比 16
表 10：可比公司单位生产成本拆分 19
表 11：公司新增产能项目 20
表 12：新增产能释放节奏测算 20
表 13：分业务收入成本预测 21
表 14：可比公司估值 22
附表：财务预测与估值 23

1 公司概况：赛道优质、研发制造实力卓越的 ODM 制造商

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，专注于女性、婴儿和成人个人卫生健康护理用品的研发、制造和销售业务。经过多年发展，现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。目前，公司已与多家国内外知名个人护理品牌建立起高端产品研发及 ODM 业务合作，同时，公司逐步打造自有品牌，已经获得了一定的市场知名度。

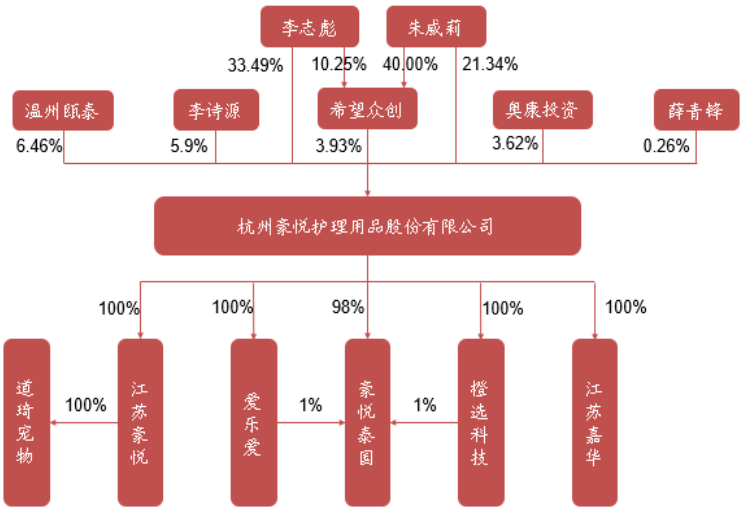
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司股权集中，利于高效决策。公司的控股股东及实际控制人为李志彪、朱威莉和李诗源。截至 2020 年 9 月，三人分别直接持有公司 33.5%、21.3%和 6%的股份，同时李志彪、朱威莉通过希望众创间接共同持有公司 2%的股份，共合计控制 63%的公司股份，处于绝对控股地位。李志彪和朱威莉为夫妻关系，李志彪与李诗源为父女关系，公司股权结构清晰且高度集中，决策效率高，执行能力强。

图 2：公司股权结构



数据来源：Wind，西南证券整理

IPO 助力公司生产规模再扩张。公司于 2020 年 9 月 11 日首次公开发行股票并在上海证券交易所上市。本次公开发行股份数量为 2667 万股，发行价格为 62.3 元/股，共募集资金 16.6 亿元。本次公开发行后，公司总股本为 1.1 亿股。本次募集的资金将用于新建及升级生产线，加大研发及品牌建设投入。此次募资将有效解决公司产能瓶颈，扩大公司生产制造的规模优势，提高自主创新能力，优化产品结构，进一步提高公司在行业中的竞争力。

表 1：公司 IPO 募投项目情况

项目名称	投资总额（万元）	建设内容
新增年产 6 亿片吸收性卫生用品智能制造技改项目	19740	新布局 6 条婴儿拉拉裤生产线、1 条经期裤生产线和 1 条无纺布在线复合芯体生产线。
年产 12 亿片吸收性卫生用品智能制造生产基地建设项目	90194	新建生产车间和立体仓库，布局 3 条成人拉拉裤、4 条经期裤、1 条婴儿拉拉裤、4 条婴儿纸尿裤和 3 条无纺布在线复合芯体生产线
研发运营支持中心建设项目	9837	建设综合办公楼，改善管理职能部门办公环境；购置先进的研发实验设备，增加研发人员数量
品牌建设与推广项目	20100	通过线上线下相结合的方式进行广告投放和推广，塑造品牌形象，提高公司自有品牌知名度和影响力
偿还银行贷款	15000	-
合计	154871	-

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

产品矩阵成熟，站稳经期裤与复合芯体纸尿裤赛道优势。公司的主要产品为婴儿卫生用品、成人失禁用品及女性卫生用品等吸收性卫生用品。随着消费者的消费水平不断提高，国内吸收性卫生用品高端化趋势明显。公司准确把握行业发展趋势，及时对市场需求做出反应，逐步投入研发经期裤产品及复合芯体纸尿裤产品，产品矩阵不断丰富，在细分赛道建立领先优势。

表 2：豪悦护理主要产品

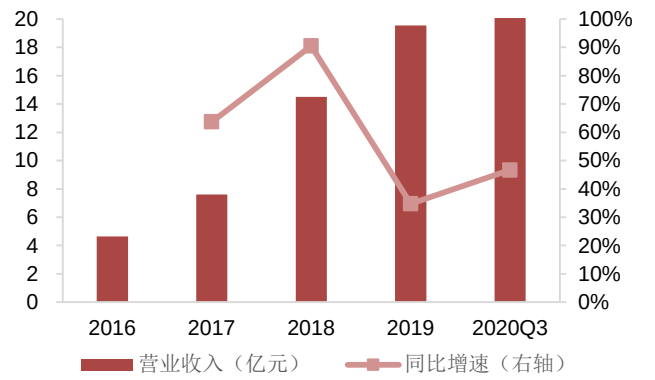
项目	类别	产品细分	具体产品		
一次性卫生用品	吸收性卫生用品	婴儿卫生用品			
			婴儿拉拉裤	粘贴式婴儿纸尿裤	婴儿纸尿片
		成人失禁用品			
			成人拉拉裤	粘贴式成人纸尿裤	成人纸尿片
		女性卫生用品			
			经期裤	卫生巾	护理垫

项目	类别	产品细分	具体产品
	非吸收性卫生用品及其他产品		湿巾
其他			复合芯体、膜、围兜等

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

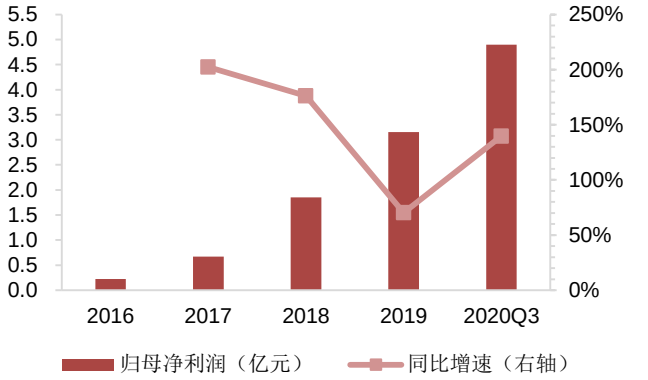
收入快速爬坡，业绩表现亮眼。2016 年以来，公司加强与知名品牌商之间的合作并不断开发新产品，营业收入和归母净利润均实现较快增长，业绩表现亮眼。2019 年，公司营业收入达 19.5 亿元，同比增长 34.8%；2016-2019 年，公司营业收入复合增速达到 61.4%。2019 年公司归母净利润为 3.2 亿元，同比增长 70.4%；2016-2019 年，公司归母净利润复合增速为 142.3%，归母净利润增速快于收入增速的主要原因是公司的业务以 ODM 模式为主，在渠道建设、品牌建设等方面的投入不随着收入规模同步上行，且由于公司设计制造能力强，规模优势逐步显现，ODM 业务也能获得较高的毛利率。2020Q3，公司归母净利润达 4.9 亿元，同比增 140%，主要是因为疫情期间，公司组织生产口罩等抗疫产品，带动收入大幅增加。

图 3：2016-2020Q3 公司营业收入及增速情况



数据来源：Wind，西南证券整理

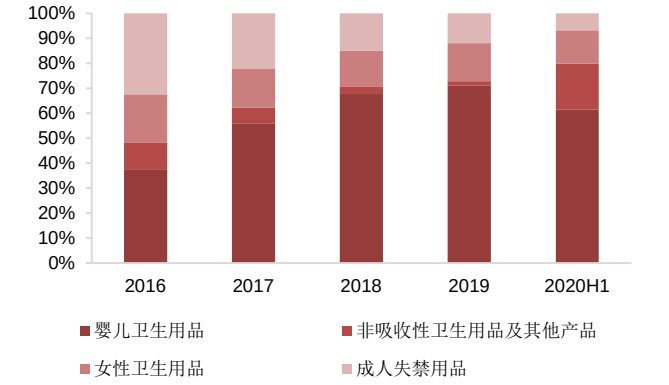
图 4：2016-2020Q3 公司归母净利润及增速情况



数据来源：Wind，西南证券整理

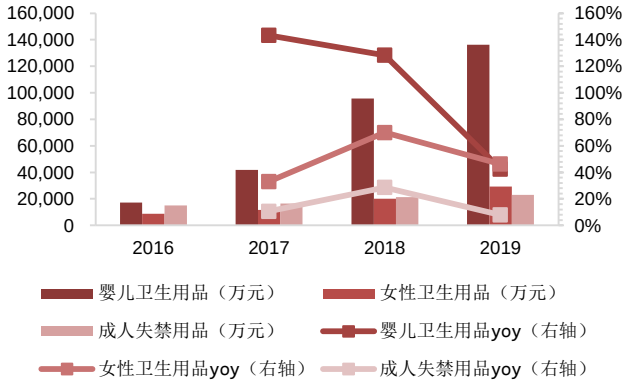
分产品来看，婴儿卫生用品及女性卫生用品贡献主要增长源。2016-2019 年，婴儿卫生用品的收入占比逐年上升，成为公司收入主要贡献来源。2019 年婴儿卫生用品的收入达到 13.6 亿元，增速达 42.5%，占公司主营业务收入的 71%。2016-2019 年复合增速达到 99.3%，能实现持续超高速增长的主因是公司研发生产的复合芯体纸尿裤产品渗透率快速上行和公司下游新锐母婴品牌崛起带动婴儿卫生用品订单快速放量。公司第二大产品女性卫生用品 2019 年的收入规模达到 2.9 亿元，同比增长 46.2%，占主营业务收入的 15.2%，其中公司主打的经期裤产品市场规模逐年提升，公司在经期裤产品的市占率达到市场第一。成人失禁卫生用品的收入占比有所下降，2019 年公司成人失禁卫生用品收入为 2.3 亿元，同比增长 7.9%，占比 12%。上半年在疫情下，公司将部分产线用于生产口罩类防疫物资，导致非吸收性卫生用品占比大幅提升，达到 18.3%。

图 5：2016-2020H1 公司主要产品营收占比情况



数据来源：Wind，西南证券整理

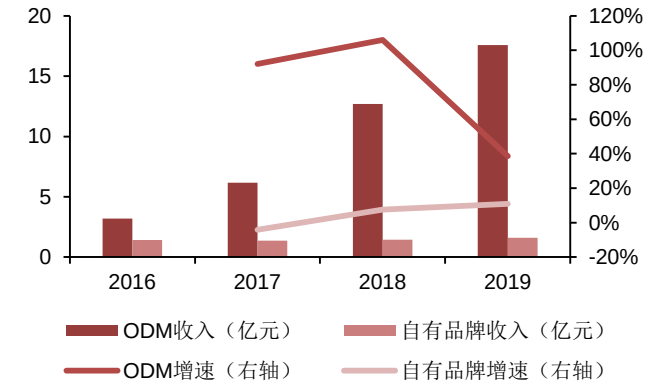
图 6：2016-2019 公司主要产品营收及增速情况



数据来源：Wind，西南证券整理

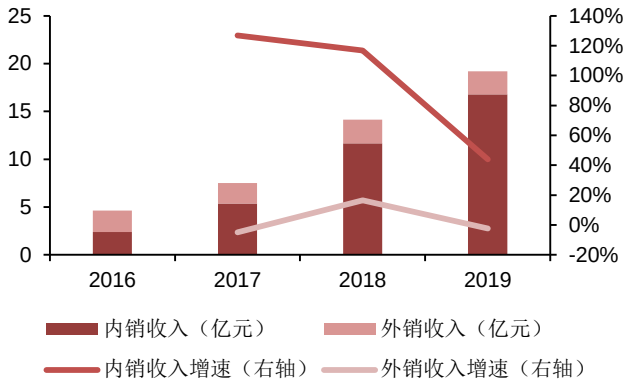
从销售模式来看，公司 ODM 业务发展迅速，自有品牌收入稳定增长。2019 年公司 ODM 业务收入达到 17.6 亿元，同比增长 38.6%，最近三年复合增长率达到 69%。2017-2019 年 ODM 收入占营收的比例分别为 82%、89.7%和 91.6%，占比持续提升。2017-2019 年公司自有品牌销售收入年均复合增长率为 9.2%，2019 年占比 8.4%，规模达到 1.6 亿元。**从销售区域来看，公司内销增长势能强劲，外销规模维持稳定。**2019 年公司内销收入达到 16.7 亿元，同比增长 44%，最近三年内销复合增速为 92%，外销最近三年复合增速为 0.03%，外销规模稳定在 2.4 亿元。

图 7：2016-2019 公司 ODM 和自主品牌收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

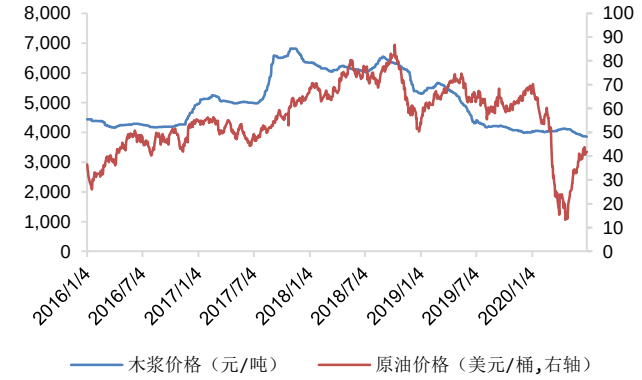
图 8：2016-2019 公司国内外收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

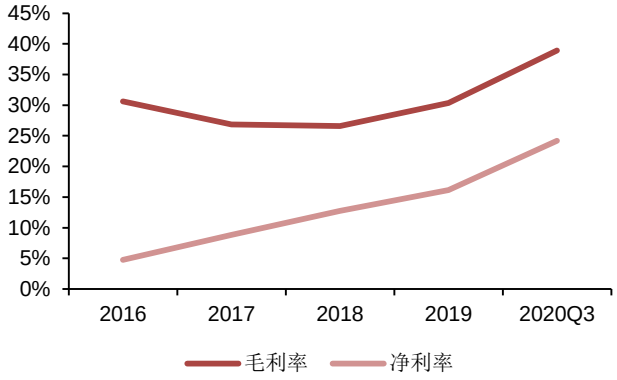
原材料成本低位叠加产品提价，带动毛利率中枢上行。公司的主要原材料包括木浆、无纺布、高分子吸水树脂、胶、纸和膜，主要来源于木浆和石油化工行业。原材料占成本比约为 85%，其中无纺布及吸水高分子的采购金额最高，分别约占原材料总采购额的 50%和 25%。2018 年国际木浆和石油价格处于高点，公司主要原材料采购价格上升，毛利率同比下滑 0.3pp。但原材料价格上涨对毛利率的影响有限，主要由于公司主要产品销售单价也随之上涨，顺利转嫁原材料上行压力。2019 年随着原材料价格回落，公司整体毛利率达到 30.4%（+3.8pp），原材料成本低位叠加产品提价，毛利率依然呈上升趋势。2020 年受口罩等防疫物资毛利率提升拉动，2020Q3 毛利率达到 38.9%，预计防护用品价格平稳后毛利率将恢复正常水平。伴随公司产品能力提升，对下游的议价能力增强，公司仍然能以价格优势平滑原材料的周期性波动，毛利率有望保持稳定。

图 9：2017-2019 年原材料采购单价情况



数据来源：Wind，西南证券整理

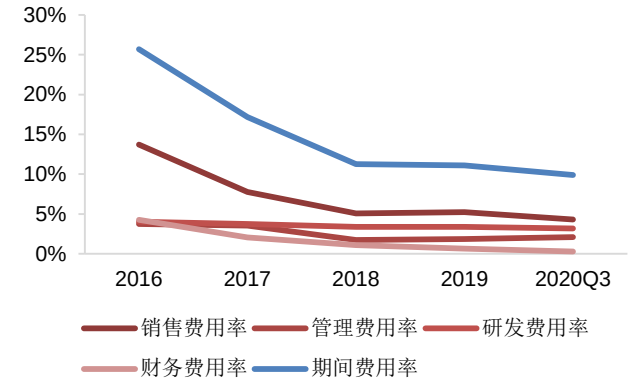
图 10：2016-2020Q3 公司毛利率及净利率



数据来源：Wind，西南证券整理

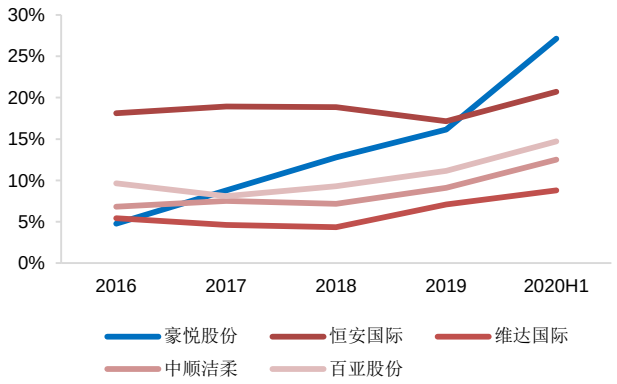
费用管控到位，净利率持续上行。随着公司生产规模扩大，ODM 业务占比提升，公司的费用优势逐渐形成，2016-2020Q3 公司期间费用率从 25.7%下降至 9.9%。期间费用率下降主要由于：（1）销售费用率大幅降低，由 2016 年的 13.7%下降至 2020H1 的 4%，主要由于 2017 年起公司 ODM 业务占比越来越高，无需在渠道维护、市场推广以及品牌建设等方面投入过多销售费用；（2）公司提高精细化管理水平，2016-2020H1 管理费用率由 3.7%下降至 1.5%。在控费的同时，公司加大对研发的投入以提高自身研发实力和核心竞争力，研发费用率维持在 3%左右。与行业内可比公司相比，公司的净利率处于较高水平且仍在上行，2019 年公司净利率为 16.1%（+3.4pp），2020Q3 增长至 24.2%。

图 11：2016-2020Q3 公司费用率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

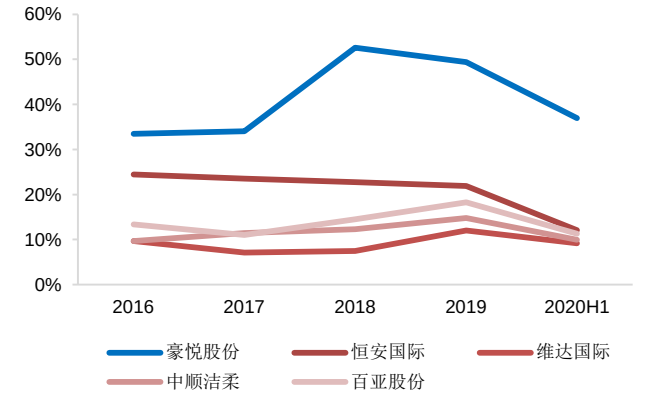
图 12：2016-2020H1 可比公司净利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

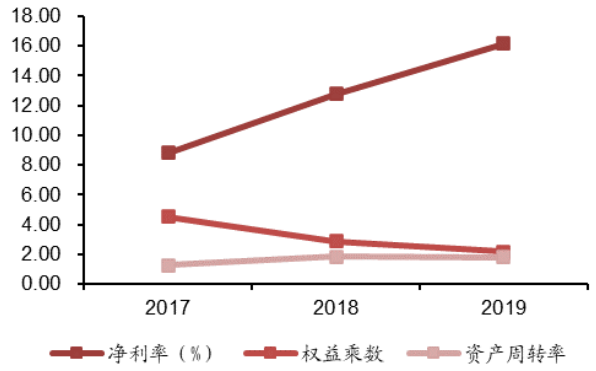
公司 ROE 高于行业平均水平，盈利能力良好。2017-2019 年，公司净资产收益率由 34%上升至 49.4%，超过行业平均水平。拆解来看，公司的净利率及资产周转率均不断上升，资产周转率的提高主要是因为公司营运能力得到优化，产能利用率提升。2017-2019 年公司权益乘数由 4.5 下降至 2.2，公司资本结构也得以优化。

图 13：2016-2020H1 可比公司 ROE（摊薄）情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：2017-2019 年公司 ROE 拆解情况

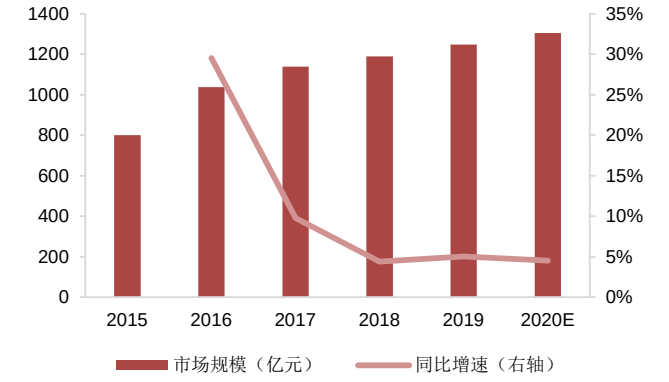


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：结构性机会显现，ODM 供应链地位提升

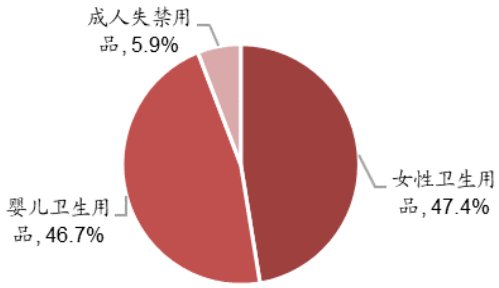
我们认为，近年个护母婴产品的销售渠道发生了深刻变革，使 ODM 供应商在产业链上的议价能力持续提升。具体来看：1）微商、母婴电商等私域流量渠道持续扩容，国产新锐品牌得以在社群群体内快速提高品牌影响力，带动上游 ODM 制造商订单快速增长；2）ODM 制造商依托多年供应外资品牌的制造经验，具备强大的设计能力和交付能力，规模效应较强，新品牌与 ODM 制造商精细化分工成为更具性价比的合作方式，目前看这种模式具有较长的可持续性；3）在行业渗透率较饱和的背景下，ODM 供应商可以凭借研发能力不断推新，带来新的消费增量甚至引领消费趋势，研发成为产业链中重要一环，ODM 制造商议价能力持续提升。

图 15：2015-2020E 我国吸收性卫生用品市场规模情况



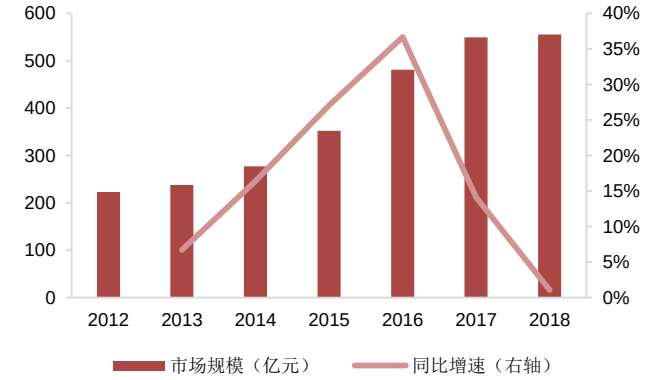
数据来源：中国造纸协会，西南证券整理

图 16：2018 年我国吸收性卫生用品各品类份额



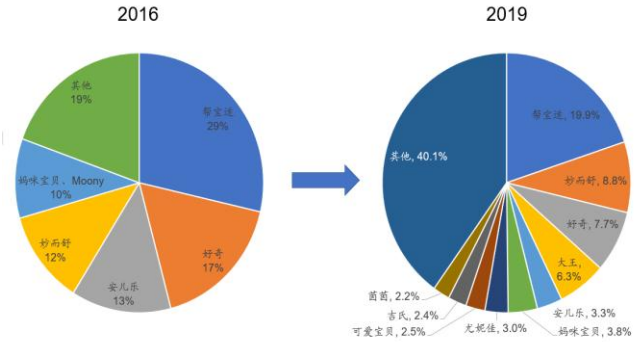
数据来源：生活用纸专业委员会，西南证券整理

图 17：2012-2018 年我国婴儿卫生用品市场规模及其增速



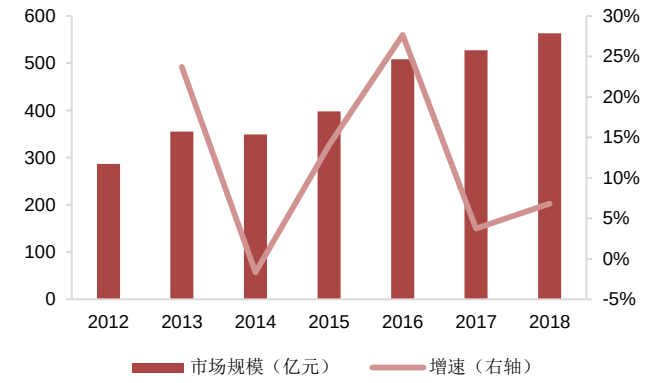
数据来源：中国造纸协会，西南证券整理

图 18：2016 年和 2019 年各品牌市占率变化情况



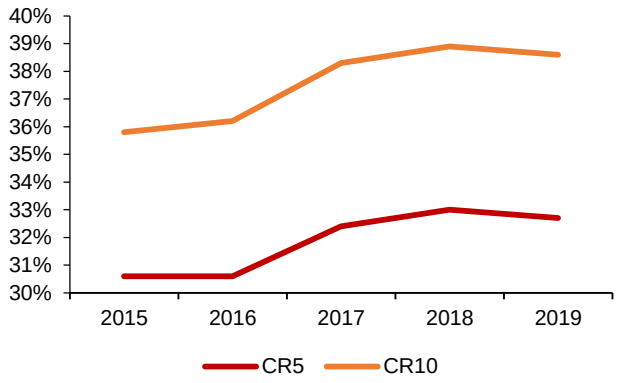
数据来源：中国造纸协会，西南证券整理

图 19：2012-2018 年我国女性卫生用品市场规模及增速



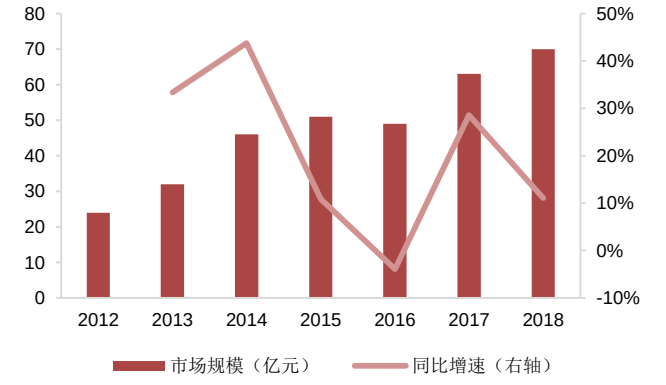
数据来源：中国造纸协会，西南证券整理

图 20：2015-2019 年国内卫生巾市场集中度



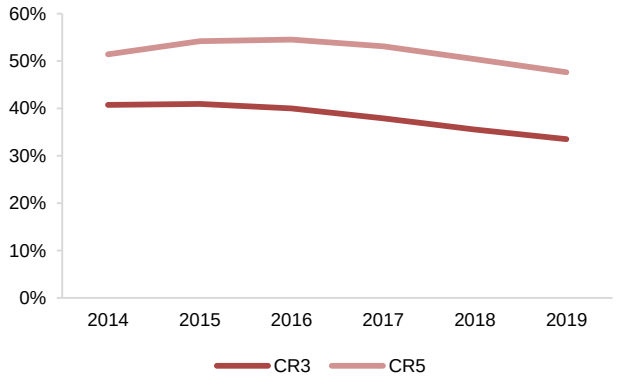
数据来源：Euromonitor，西南证券整理

图 21：2012-2018 年我国成人失禁用品市场规模及增速



数据来源：中国造纸协会，西南证券整理

图 22：2014-2019 年成人失禁用品市场集中度

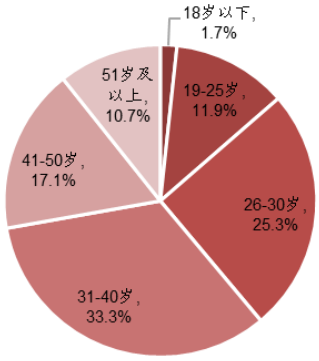


数据来源：中国造纸协会，西南证券整理

2.1 私域流量渠道扩容，个护新锐品牌大量涌现

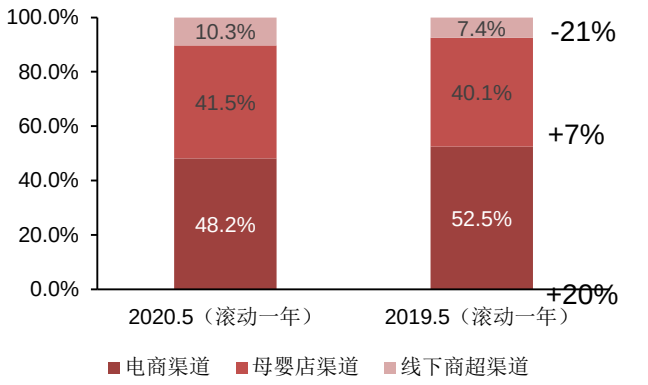
产品属性天然适合线上消费，个护及母婴产品的电商渗透率快速提升。从产品属性来看，婴儿纸尿裤和女性卫生用品体积大，消费频次高，可长期囤货，线上消费极大提高了消费的便捷性，母婴及个护产品的电商渗透率持续提升。此外，互联网一代成为母婴产品消费的主流群体，线上消费习惯已经形成。根据艾媒数据中心报告显示，在网购用户当中，26-40 岁用户占比过半，是我国网购主力军，而这一年龄段与现阶段新生儿父母年龄段基本重合，使母婴产品的电商渗透率提升具备天然土壤。2020 年上半年受疫情影响电商流量再次扩容，到 2020 年 5 月婴儿尿布的电商渠道份额已达到 52.5%，销售额同比增长 20%，线下渠道占比相应下降，目前线上渠道已成为婴儿卫生用品的主要销售渠道。

图 23：2019 年我国网购用户年龄构成



数据来源：艾媒数据中心，西南证券整理

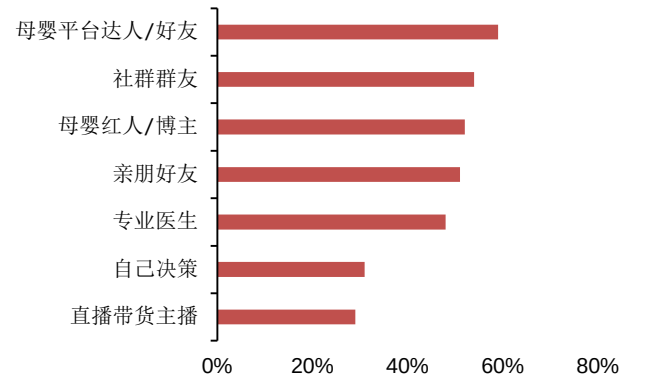
图 24：2019-2020 年婴儿尿布各销售渠道占比



数据来源：尼尔森，西南证券整理

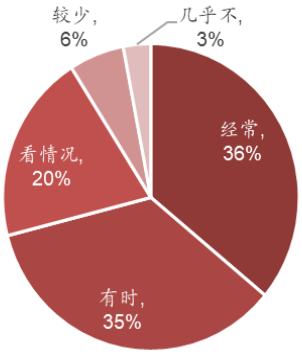
微商、社交电商、母婴电商等私域流量渠道扩容，新品牌得以在社群群体内建立口碑快速起量。个护及母婴销售的线下渠道有大卖场、超市等网点，新兴渠道包括母婴专营店、电商平台、垂直电商、微商代理等。传统线下渠道货架较为有限，流量大多被头部品牌占据，新锐品牌很难突围。随着个护产品电商渗透率提升，新锐品牌通过母婴电商或微商代理模式进入市场并快速赢得消费者的青睐，销售额快速增长。其中，凯儿得乐、BEABA、BabyCare、Eleser、蜜芽等国内品牌通过优质的产品和社群营销迅速崛起，通过内容营销提高社群活跃度，实现品牌粘性的提升和流量快速变现。以凯儿得乐为例，公司的代理商主要为宝妈群体，代理和消费者之间通过建立社群进行育儿知识的交流和育儿产品的种草，消费者在消费过程中能够得到认同感，同时宝妈作为代理商也是稳定客户的来源，群体之间可以形成口碑传播和流量裂变。母婴消费群体相对封闭的圈层性质使新锐品牌有机会从头部外资品牌的高市占率中突围，发力社群营销快速放量。

图 25：2020 中国母婴用户消费决策时主要参考信息来源



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

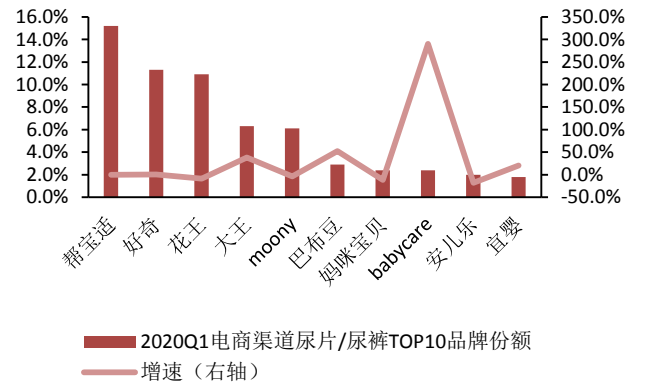
图 26：2020 中国母婴用户分享交流意愿



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

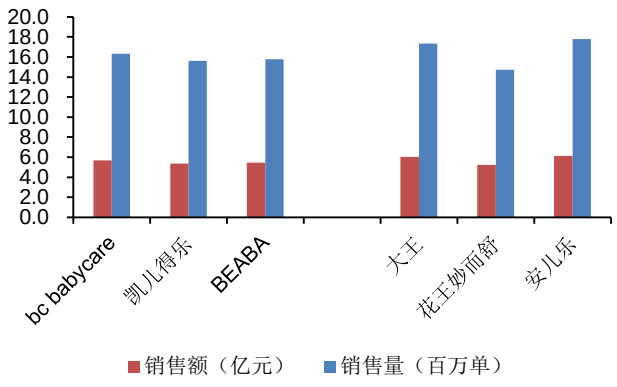
疫情后电商赛道再崛起，小品牌实现流量的快速变现。从天猫、淘宝、京东销售额数据来看，国产新锐品牌已经在电商渠道占据一席之地并高速增长，尤其是疫情期间海外品牌进口受限，线下渠道客流量下降，布局电商渠道的国产品牌迎来品牌影响力快速增长的窗口期。2020Q1 三大平台尿片/尿裤前十大品牌中，巴布豆、babycare、宜婴等国产品牌均上榜，分别占据 2%-3%的市场份额，其中 babycare 的销售额同比增长达到 290.4%，已经实现了品牌力的快速变现。从天猫购物节销售排名来看，国产新锐品牌在天猫各大购物节快速跻身销量前十，2020 年 618 购物节品牌预售排名中 babycare 和 BEABA 超过众多进口品牌分列第一和第三，品牌推广效果显著。整体来看，纸尿裤行业由于电商渠道占比较高，新品牌有渠道突围机会，竞争格局并没有固化，国产新锐品牌正逐渐通过私域流量以点带面扩大影响力，有机会进一步提升市场份额。

图 27：2020Q1 三大电商平台纸尿裤 TOP10 品牌份额及增速



数据来源：数据威，西南证券整理

图 28：2020 年 2-4 月各纸尿裤品牌天猫旗舰店销售额及销量对比



数据来源：淘数据，西南证券整理

表 3：2019-2020 婴儿纸尿裤品类天猫购物节销售/预售排名

排名	2019 年双十一销售额	2020 年 618 预售	2020 年 618 销售额	2020 年双十一销售额
1	帮宝适	babycare	帮宝适	帮宝适
2	moony	帮宝适	好奇	Moony
3	好奇	BEABA 碧芭宝贝	大王	好奇
4	大王	大王	花王	大王

排名	2019 年双十一销售额	2020 年 618 预售	2020 年 618 销售额	2020 年双十一销售额
5	KAO/花王	好奇	moony	KAO/花王
6	花王/妙而舒	BEABA 心宠	Babycare	花王/妙而舒
7	Babycare	尤妮佳 moony 海外旗舰店	巴布豆	Babycare
8	宜婴	尤妮佳 moony 旗舰店	宜婴	宜婴
9	爽然	巴布豆	露安适	爽然
10	泰迪熊	泰迪熊	泰迪熊	泰迪熊

数据来源：天猫，西南证券整理

2.2 国产质造崛起，研发带动 ODM 提效增质

国产质造崛起，供应商设计制造实力提升。国内个护领域 OEM/ODM 制造商发展多年，在为外资品牌代工生产时期积累了丰富经验，生产制造能力趋于成熟，设计研发能力发展迅速甚至赶超国际品牌。例如国产纸尿裤普遍采用的复合芯体设计，由于材质更轻薄透气，更符合中国家长的育儿习惯，有逐渐取代外资品牌普遍采用的木浆芯体的趋势。另一方面，随着下游小品牌起量，ODM 制造商获得大量新订单后，规模效应逐渐放大，生产成本有望持续降低，为制造商自身和下游品牌商都创造了更高的利润空间。国内主要的一次性卫生用品 ODM 制造商主要有可靠护理、杭州千芝雅、广东昱升、广东川田、慕尚护理和豪悦护理等。规模较大的制造商广东川田、杭州千芝雅、豪悦护理等年产能可达到 30-50 亿片，大厂商集中了大部分头部品牌的代工订单，市场规模比较集中，制造商依托强大的下游客户可以发挥更大的规模优势。

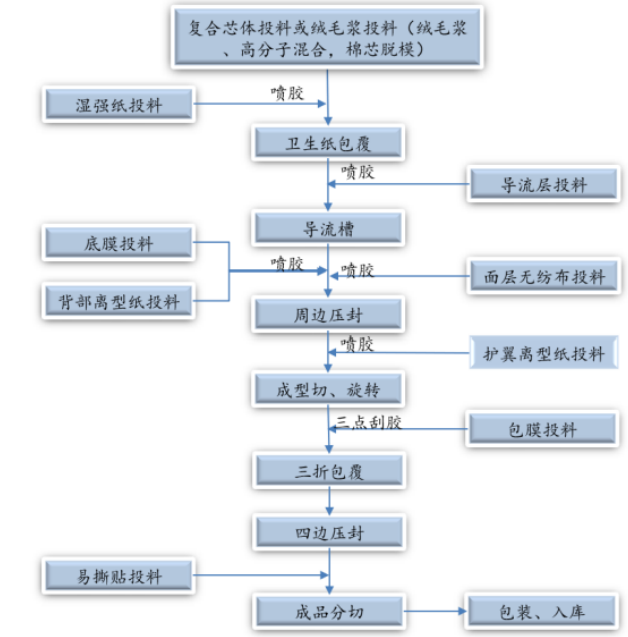
表 4：一次性卫生用品 ODM 制造商客户及产能对比情况

公司名称	主营业务产品	代工生产品牌	生产基地及产线
可靠护理	成人失禁用品为主，同时生产婴儿护理用品、宠物卫生用品	菲律宾 JS、杜迪婴儿护理、万邦、沐歆、亲蓓母婴用品	可靠、可艾两大生产基地；20 余条自动化生产线，年产 15 亿片
杭州千芝雅	婴儿卫生用品、成人卫生用品、女性卫生用品	小鹿叮叮、爱他美、超级奶爸（韩国）、马呢可（俄罗斯）	桐庐生产基地、湖北生产基地；37 条生产线，年产 45 亿片
广东昱升	婴儿卫生用品、成人卫生用品	凯儿得乐、露安适	生产基地拥有 24 万平方的现代化厂房；拥有全自动生产线，每分钟能生产 400-450 片纸尿裤，最快每分钟能达到 1200 片
广东川田	卫生巾及卫生护垫	恒安集团安尔乐卫生巾品牌、景兴健护 ABC 卫生巾品牌、景兴健护 FREE 飞卫生巾品牌、千金净雅卫生巾品牌、丝宝集团洁婷卫生巾品牌、倍舒特卫生巾品牌、小萌希奥卫生巾品牌、稳健全棉时代卫生巾品牌、云南白药易小小卫生巾品牌、云南白药白晓晓卫生巾品牌	在广东、湖北、浙江有三大制造基地，六大工厂（其中：广东中山有三个厂区）。目前拥有 14 条先进的高速生产线，现有年均产能 35 亿片，规划年均产能 60 亿片。
杭州慕尚护理	卫生巾、口罩	美国金佰利、云南白药、中顺洁柔、澳大利亚母婴孕全球第一品牌 Lovekins，安美拉集团等	-
豪悦护理	婴儿卫生用品为主，同时生产成人卫生用品、女性卫生用品	凯儿得乐、BEABA、BabyCare、蜜芽、尤妮佳、金佰利、花王、宝洁	在浙江杭州和江苏沭阳建有生产基地；44 条生产线，婴儿纸尿裤产能 15.8 亿片、成人纸尿裤产能 1.5 亿片、卫生巾产能 9.6 亿片、经期裤产能为 1.2 亿片

数据来源：各公司官网，西南证券整理

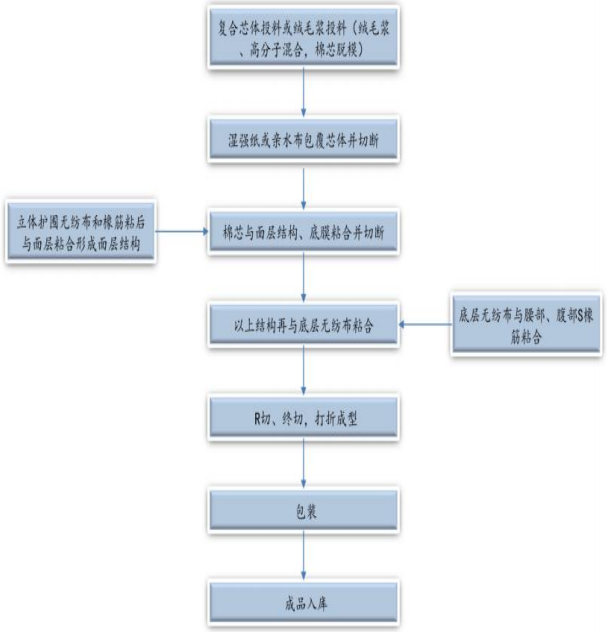
产业链合理分工提升附加值，制造商亦享高盈利。由于女性卫生用品和婴儿卫生用品SKU众多，贴片型和裤型产品的生产工艺也相差较大，对企业生产线数量和规模有一定要求；且品类用户粘性不足，需要对多元渠道精细化运营，包括培养商超地推团队和电商营销团队等，销售成本较高。对于拥有自产能力的大品牌，外采少量特殊型号的非核心技术产品，可以提高自身产线利用效率；对轻资产运营模式的新锐品牌而言，增加ODM采购比例可将有限的管理能力专注于深耕社群营销和渠道建设。整体来看，专业化分工无论对于大品牌拓新品还是小品牌扩销量都是更具性价比的合作模式，且新品牌自建或外购产能并形成一定规模尚需时日，短期内与ODM制造商的合作关系较为稳定。

图29：婴儿/成人纸尿裤生产流程



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图30：卫生巾生产流程



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

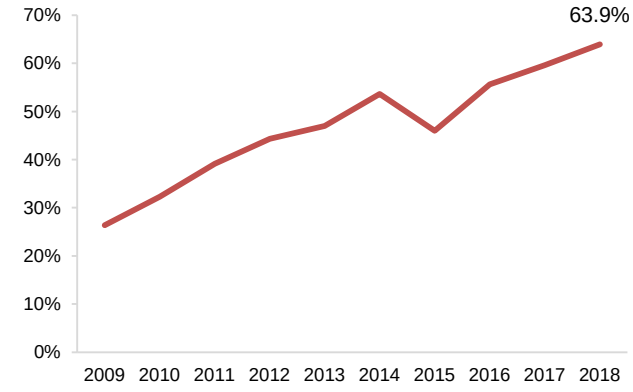
强研发准交付的ODM制造商竞争实力更强。一次性卫生产品偏快消品性质，用户粘性不足，研发制造能力和交付能力是品牌商较为看中的实力，有助于ODM制造商取得更大的客户优势。一方面，一次性卫生产品消费频次高，要求制造商实现准时生产，降低自身库存的同时保证交付；另一方面，一次性卫生用品的用户粘性不足，像婴儿护理用品，使用周期约为三年，消费者更迭较快，很难延续口碑传播，需要不断研发新品提升市场份额。强研发准交付优势最终将转化为客户优势，并使ODM制造商在与上下游议价时掌握一定主动权。

2.3 新品迭代带来结构性增量，ODM依托研发能力把握成长风口

经过多年普及，女性卫生用品消费量在2018年达到1193亿片，渗透率自2017年起已经达到100%，市场规模和消费量增速放缓；婴儿卫生用品渗透率在2018年达到63.9%，一线城市渗透率已较为饱和，在三四线城市及农村地区依然存在渗透空间。整体来看，**我们认为一次性卫生用品行业已经渡过了产品全面导入阶段，增量空间更多来自消费升级背景下新品需求的释放。**近年卫生巾及纸尿裤新品更迭加快，在总量稳定的市场中实现结构性快速扩容。比如卫生巾的超长夜用、立体护围设计、液体卫生巾、安睡裤等针对女性需求进行功

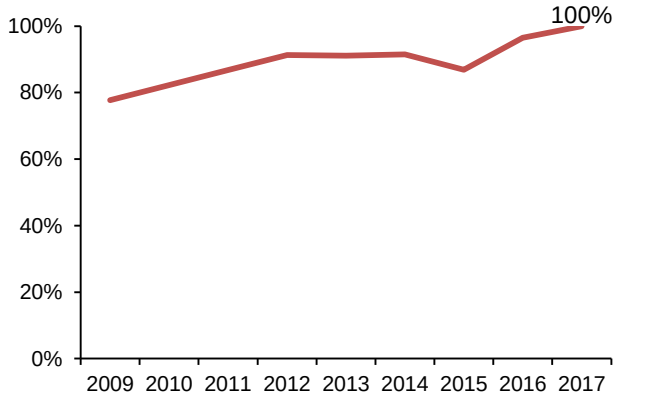
能升级，快速赢得了消费者青睐；纸尿裤中便于穿脱的学步裤和轻薄的复合芯体产品等，产品设计符合中国家长的育儿习惯，市场份额逐渐提升。这些基于功能性升级的新产品，用户消费习惯切换障碍更低，在消费升级背景下更容易快速吸引新用户打开市场。

图 31：2009-2018 年我国婴儿卫生用品市场渗透率



数据来源：中国造纸协会，西南证券整理

图 32：2009-2017 年我国女性卫生用品渗透率



数据来源：中国造纸协会，西南证券整理

设计推新能力使 ODM 制造商掌握市场风向标，甚至引领市场需求。ODM 制造商在生产过程中掌握研发环节，可以根据客户需求主导产品设计。在市场调研及新品研发过程中制造商可以及时了解市场需求，推出具备市场潜力的新品，帮客户赢得更多市场份额。主动进行研发设计的 ODM 制造商甚至可以以革新性的产品设计引领市场需求，随着新设计受到品牌商的广泛使用，ODM 的产品设计可以形成一定程度上的垄断，品牌商将对独家设计给予一定的产品力溢价，ODM 的盈利天花板抬升。

3 公司分析：研发制造能力构筑护城河，与客户优势正反馈

我们认为公司有三大核心竞争力构筑护城河：1）下游客户结构多元且规模增长较快，公司对下游客户的回款和议价条件具备一定主动权；2）研发设计能力帮助公司在经期裤和复合芯体纸尿裤两个细分赛道取得领先优势，且研发壁垒仍在逐步深化；3）制造规模扩大后，公司制造成本占比及单位制造成本在同行中处于低位，且预期制造成本随着自建产能扩张后仍有下行空间。

3.1 客户结构优质多元，对下游具备议价主动权

客户结构优质多元，合作关系稳定。公司 ODM 客户主要为全球著名跨国公司、国内知名护理用品企业和母婴品牌商等国内外品牌商，其中以国内客户为主。公司抓住国内垂直电商崛起的机遇，与多个母婴电商品牌展开合作并凭借优质的产品能力成为其主要供应商，形成了稳定的订单规模。下游客户品牌优质，市占率提升，结构多元，可支撑公司订单保持较快增长。公司 ODM 客户按照采购产品不同，主要分为无木浆多维复合芯体和木浆芯体客户两类，复合芯体的客户主要为凯儿得乐、蜜芽、 BEABA、BabyCare 等国产高端品牌客户，主要用于纸尿裤产品中，目前公司复合芯体产品也正在与国际品牌正在展开合作；木浆芯体产品的客户主要为金佰利、尤妮佳等跨国公司及部分国产品牌客户，用于成人纸尿裤、经期裤等系列产品中。公司下游合作客户包括金佰利、尤妮佳、SCA（维达）、花王等全球著名

跨国公司，其在审定供应商资质过程中对供应商的设计研发能力、生产流程、质量管理、服务弹性、全球供应能力及经营状况等多个方面提出严格要求，资质审核周期长，更换供应商频率低，审核过程双方投入较大，一旦形成供需关系后，双方合作通常比较稳定。

表 5：公司主要客户及合作产品

	客户品牌	主要合作产品
国际品牌	尤妮佳	经期裤、成人纸尿裤、成人拉拉裤等产品
	金佰利	经期裤、成人纸尿裤、成人拉拉裤等产品
	花王	公司是花王经期裤产品在国内的主要供应商
	宝洁	经期裤及婴儿纸尿裤产品
	SCA（维达）	公司是 SCA（维达）“添宁”品牌成人拉拉裤的主要供应商
	自然花蕾	婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤及湿巾等产品
国内电商品牌	凯儿得乐	公司是凯儿得乐纸尿裤产品的主要供应商。
	亲宝优品（亲宝宝）	婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤和经期裤等产品
	蜜芽	公司是蜜芽“兔头妈妈”品牌经期裤、婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤产品的主要供应商
	网易严选	婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤和经期裤等产品
国内 OBM 品牌	清逸堂（云南白药）	经期裤等产品
	自由点	经期裤产品
	BEABA	公司是 BEABA 品牌婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤和经期裤在国内的主要供应商。
	ABC（景兴健护）	公司目前是景兴健护经期裤产品的主要供应商。
	babycare	婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤等产品
	子初	护理垫等产品
	Eleser	婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤等产品

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

国内新生品牌崛起叠加大客户新品放量，客户结构优化。一方面，公司通过产品研发制造优势帮助国内新锐品牌快速打开市场，订单量受下游品牌商市场份额提升的拉动实现快速放量。国内母婴品牌凯儿得乐、BEABA、BabyCare、蜜芽等依托垂直电商、微商、直播带货等新零售模式品牌影响力逐渐扩大，市场占有率稳步上升。据贝恩调研数据显示，2016年-2017 年间国产品牌在国内婴儿纸尿裤的市场占有率提升了 6.6 个百分点。公司通过深度开发无木浆多维复合芯体产品，提升了纸尿裤产品在吸收、反渗、舒适度等方面的性能，帮助国内母婴品牌商们打造出符合品牌特色的国货精品，获得了大量消费者的认可和青睐，并迅速抢占了国内复合芯体产品的市场份额。另一方面，公司持续深耕与国际品牌的合作，2019年全球最大的日用消费品公司宝洁跃升为公司第四大客户，主要合作产品为女士经期裤和婴儿纸尿裤，订单额约为 1.7 亿元，国际快消品牌的认可侧面印证了公司研发实力和制造效率的优越性，及行业对于专业化分工的需求。公司下游新生品牌突起和国际品牌订单量的增长，带动公司前 5 大客户收入规模及占比迅速上升，2018-2019 年公司前五大客户占比从 51.7%提升至 55.9%，而第一大客户凯儿得乐的占比从 33.3%下降至 21.6%，客户结构整体优化，对单一客户的依赖度下降，促进公司订单结构健康可持续。

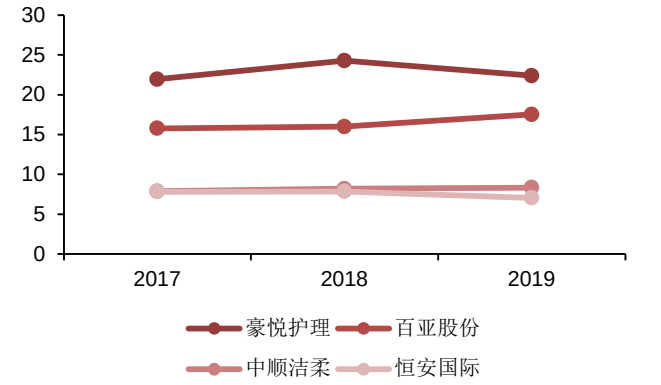
表 6：2017-2019 年公司前五大客户销售额及占比变化

2017			2018			2019		
客户品牌	销售收入（百万元）	占比	客户品牌	销售收入（百万元）	占比	客户品牌	销售收入（百万元）	占比
凯儿得乐	266.78	35.1%	凯儿得乐	482.51	33.3%	凯儿得乐	422.64	21.6%
尤妮佳	30.2	4.0%	BEABA	97	6.7%	BabyCare	185.46	9.5%
子初	22.94	3.0%	Eleser	68.86	4.8%	BEABA	179.36	9.2%
ZHAOYANG	13.2	1.7%	蜜芽	52.97	3.7%	宝洁	165.79	8.5%
LODESTONE	13.04	1.7%	尤妮佳	47.55	3.3%	蜜芽	139.11	7.1%
其他	414.81	54.5%	其他	700.66	48.3%	其他	861.03	44.1%

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

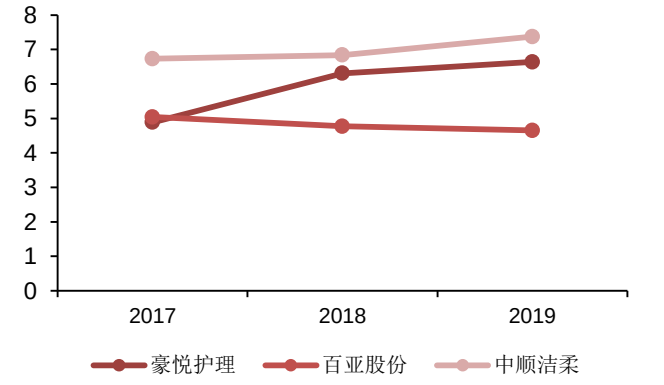
应收账款账期较短，产业链议价力强。公司对下游品牌尤其是国产新锐品牌议价能力较强，在付款条款上具备主动权。除部分长期合作信用良好的客户外，公司一般要求客户在产品发货前预付部分或全部货款。公司高知名度品牌客户的销售占比逐年提升，该类客户商业信用度高、资金实力及偿付能力较强，总体账期相对较短，应收账款能及时回款。具体来看，公司应收账款周转率高于行业平均水平，2019 年应收账款周转率达到 22.4 次。2019 年公司账龄在 1 年以内的应收账款占比为 99.9%，账龄结构健康。对上游供应商方面，公司应付账款周转率在行业中处于中游水平，主要采购政策为收到货物并取得发票之后的 60-90 天内支付全部货款，应付款账期比较充足。整体来看公司的资金较少被上下游占用，对上下游均具备较强的议价能力。

图 33：可比公司应收账款周转率



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

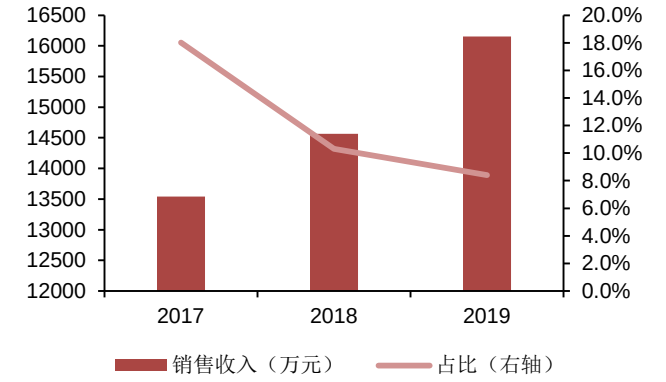
图 34：可比公司应付账款周转率



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

强化自有品牌建设，扩大收入来源。除 ODM 业务外公司还推出康福瑞、汇泉、好年、白+字、希望宝宝、天生明星、Mamamia、森林物语、佳丝珂等多个自有品牌，2019 年公司自有品牌收入达到 1.6 亿元，贡献收入新增量。公司自主品牌主打高性价比市场，2017-2019 年公司自主品牌收入稳定增长，近三年复合增长率达到 9.2%。2020 年公司 IPO 募投项目加大了对自主品牌建设的投入，计划通过拓宽电商平台覆盖，进入母婴专营连锁，商超等渠道增加自主品牌曝光度，同时新增产能项目除了扩充 ODM 接单能力外将满足自主品牌的产能需求。预计伴随公司新建产能逐步释放，自主品牌的产能紧缺现状将得到改善，对下游客户销售量的依赖有望降低，平抑下游订单量波动的抗风险能力提升。

图 35：2017-2019 年公司自有品牌收入及占比



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 36：公司自有品牌矩阵

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

3.2 研发能力卓越，细分赛道占据稳定优势

公司较早开始设计研发经期裤和纸尿裤产品，从制造工艺、核心技术、产品更新迭代的频率和产品对消费者需求的满足程度来看已经领先国外品牌，研发能力使公司得以在卫生巾和纸尿裤两个渗透率较高的品类中挖掘出新赛道，并在经期裤和芯体纸尿裤两个高成长赛道获得领跑优势。

经期裤研发壁垒持续加深，市占率行业领先。在经期裤方面，公司是较早申请相关技术专利的国内制造商之一，也是目前产量最大的国内制造商。公司于 2011 年开始研发经期裤，于 2012 年申请了相关专利，2013 年公司与尤妮佳联合开发的经期裤产品成功上市并获得了较好的市场反响。同时对经期裤产品的结构和功能不断升级，目前已升级到第 3 代经期裤产品。公司还掌握了弹性膜经期裤、超声波经期裤、可穿脱经期裤等第四代经期裤研发技术，产品竞争壁垒不断筑高。根据中国造纸协会统计，在经期裤的市场规模扩大、行业参与者增加的背景下，2016-2018 年公司经期裤产品的销售额在国内的市场占有率仍然连续 3 年保持排名第 1，2018 年公司经期裤的市占率达到 40.2%。国内其他经期裤代工厂商主要有千芝雅、余宏、婴舒宝、嘉华、祥禾等，公司在经期裤赛道布局较早，已经与下游客户建立了稳定的合作关系，且研发壁垒及规模优势已经逐步显现，行业地位有望保持。目前公司与包括金佰利、尤妮佳、花王等全球著名跨国公司以及景兴健护等国内知名品牌商均建立了经期裤产品的合作关系，在经期裤细分赛道占据绝对领先优势。

表 7：2016-2018 年公司经期裤产量及市占率

	2016	2017	2018	2019
豪悦经期裤年产量（万片）	1995.8	4477.78	8870.1	15817.1
市占率	55.30%	45.80%	40.2%	38%（估计值）
行业生产规模（万片）	3609.0	9776.8	22064.9	41624.0（估计值）

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

经期裤对夜用卫生巾的替代性高，赛道成长空间大。经期裤作为近几年推出的新品类，目前行业规模较小，但经期裤由于采用“内裤式”的“360 度”全包围结构设计，贴身度更好，吸收能力更强，同时由于是一次性使用，无需洗涤，兼具安全、舒适和便利的三大优点，

可替代超长夜用卫生巾的使用场景，在年轻女性尤其是学生群体之间备受青睐，市场份额逐渐提升。目前经期裤的渗透率提升较快，2019 年经期裤在夜用卫生巾中测算的渗透率已达到 3.4%，判断随着产品认知度提高，经期裤对超长夜用卫生巾的替代率逐渐提升，市场规模仍有较大增量空间。根据测算，2022 年经期裤行业的生产规模可达到 14.8 亿元，而公司研发制造的先发优势有助于公司在经期裤的高成长赛道持续领跑。

表 8：经期裤行业空间测算

年龄	适龄女性人数（万人）	每个经期周期夜用卫生巾使用频率	全年使用数量（片/人）	全年使用数量（亿片）
20 岁以下	3276.1	4	48	15.7
20-30 岁	8750.3	4	48	42.0
30-40 岁	10920.4	3	36	39.3
40-50 岁	10864.4	2	24	26.1
夜用卫生巾测算市场空间（亿片）	-	-	-	123.1
经期裤在夜用卫生巾的渗透率	-	-	-	*3.4%*
	2019	2020E	2021E	2022E
卫生巾消费量（亿片）	1200	1200	1200	1200
夜用卫生巾测算市场空间（亿片）	123	123	123	123
经期裤在夜用卫生巾的渗透率	3.40%	4.50%	6.5%	8.00%
行业生产规模（万片）	41624	55402	80025	98492
单片出厂价格（元）	1.50	1.50	1.50	1.50
行业测算规模（生产端，亿元）	*6.2*	*8.3*	*12.0*	*14.8*

数据来源：公司招股说明书，西南证券

纸尿裤芯体研发技术已取得先发优势，可对标国际品牌。公司对纸尿裤核心部分吸水芯体持续深入研发，于 2010 年研发出新型无木浆多维复合芯体结构，目前已升级到第 4 代无木浆多维复合芯体，具有轻薄、柔韧、不易断层，吸水后整体膨胀、平整不起坨等特点，同时兼具干爽、透气、柔软的效果和轻薄的外观，可有效提升产品档次。与国外品牌对比来看，由于育儿观念的差异，目前国外纸尿裤品牌的吸收芯体更为重视产品吸水性能，仍以吸水树脂和绒毛浆配比成的木浆芯体为主；而国内消费者更加重视纸尿裤的透气性和舒适感，复合芯体产品更受欢迎，国产复合芯体已经具有较好的生产制造水平和广泛的消费者群体。目前公司也正在与有意推出复合芯体产品的国际品牌展开合作，预计伴随复合芯体产品的市场份额提升，公司下游客户的产品品类将逐渐向复合芯体产品倾斜，公司研发优势更加突显。根据中国造纸协会统计，2016-2018 年公司生产的婴儿纸尿裤产品占当年国内婴儿纸尿裤行业生产总量的比重分别为 0.8%、1.7%和 3.4%，预计下游品类升级的趋势将带动公司份额较快成长。

表 9：木浆芯体与无木浆复合芯体特性对比

芯体	特性
木浆+吸水高分子芯体	蓬松、柔软、渗透速度快，通常结构比较松散，木浆吸水后会迅速膨胀，普通的木浆芯体产品还是会因为婴幼儿的频繁肢体活动产生起坨、断层等问题
高蓬松热风无纺布+吸水高分子芯体	轻薄、柔韧、不易断层，吸水后整体膨胀、平整不起坨等特点，同时兼具干爽、透气、柔软的效果和轻薄的外观，可有效提升产品档次

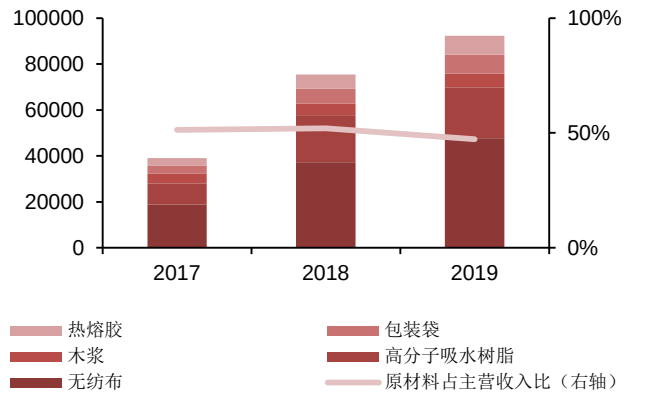
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

整体来看，公司经期裤凭借新品研发能力成长为细分领域龙头；纸尿裤借力渠道和下游复合芯体消费趋势也进入高速发展期，公司站稳赛道优势高速成长。从发展前景来看，经期裤的市场份额仍有望较快提升，纸尿裤小品牌洗牌仍在持续，国产新锐品牌不断出现且规模较快增长，公司凭借在细分领域的研发优势，订单量有望较快提升。

3.3 制造规模优势显著，成本控制能力强

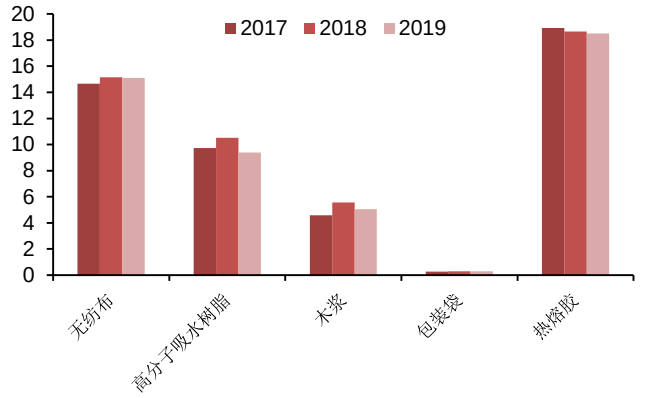
采购单价稳定，原材料成本控制能力较强。公司采购的主要原材料包括无纺布、高分子吸水树脂、木浆、热熔胶和包装袋等。2017-2019 年公司前五大原材料供应商采购金额占当期采购总额的比例分别为 28.9%、32.5%和 33.1%，采购比例较为合理。公司原材料价格主要受石油价格影响，2018 年石油价格上行，带动下游衍生品价格上涨，公司原材料成本有所上升，但总体可控，2018 年原材料价格高位时五大主要原材料采购成本占收入比例在 52%左右（+0.7pp），2019 年随着原材料价格下降回落至 47.2%，采购成本对毛利的影响相对有限。

图 37：2017-2019 年公司各原材料采购额（万元）及占收入比



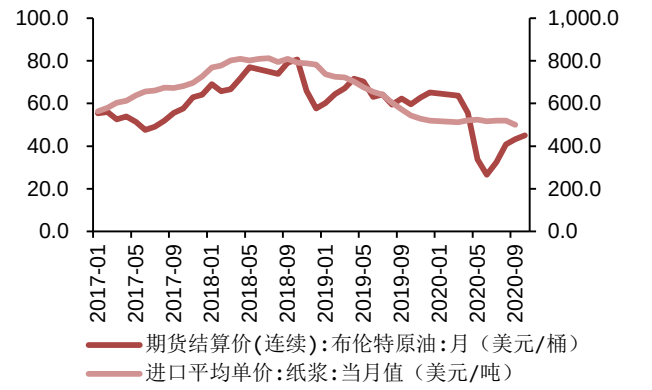
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 38：2017-2019 年公司各原材料采购单价（元/公斤或元/只）



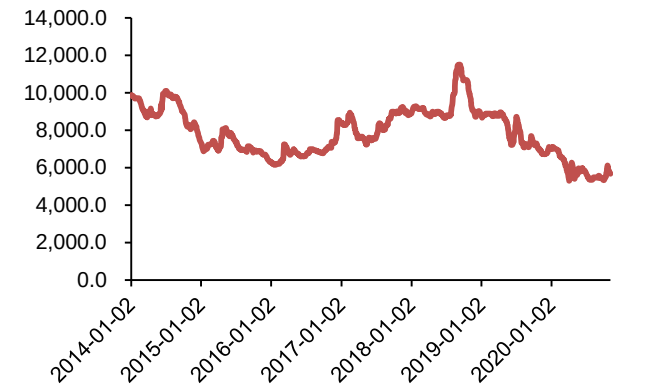
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 39：2017-2019 年上游原材料价格走势



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

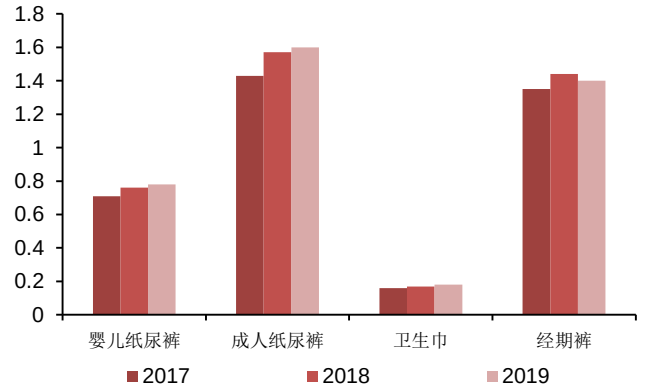
图 40：2014-2019 年无纺布原材料涤纶短纤价格走势



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

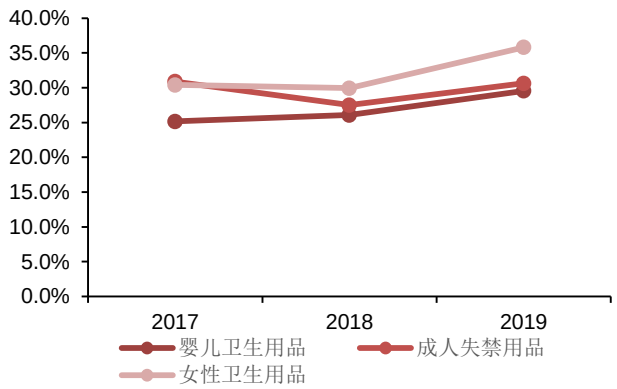
单价跟随采购成本上浮，成本可部分向下游转嫁。2018 年上游石油价格和纸浆价格处于高位，无纺布、吸水高分子等中间产品成本价全面上涨，但公司出厂价格仍保持逆势上行趋势，2017-2019 年婴儿卫生用品单价年均复合增长率为 5.1%，成人失禁用品单价年均复合增长率为 5.3%，卫生巾单价年均复合增长率为 5.8%，经期裤单价年均复合增长率为 2.1%，各品类毛利率在原材料上行的趋势下依然稳中有升，原材料上涨的成本可部分向下游转嫁，体现出公司在出厂定价具备一定主动权。

图 41：2017-2019 年终端价格



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

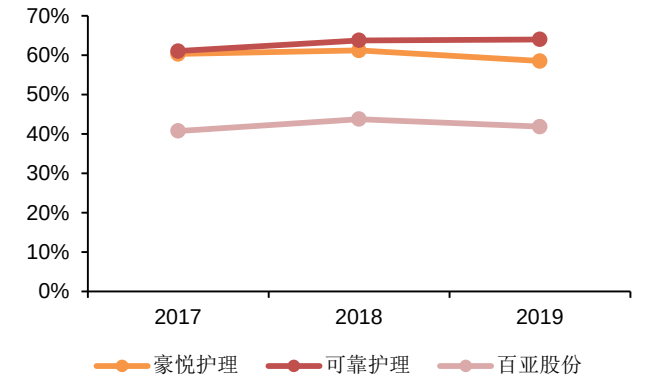
图 42：2017-2019 年各品类毛利率



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

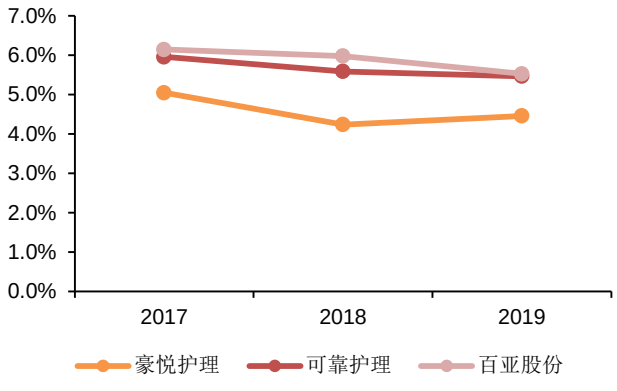
制造费用占比较低，单位制造成本企稳，规模效应突显。与可比公司相比，公司直接材料占收入比重处于较高水平，约为 60%，而制造费用占比相对更低，约为 4-5%，证明随着公司生产规模逐渐扩大，制造的规模效应逐渐放大，产线利用率提升后可将可变成本控制在极低水平。除此之外，公司通过掌握中间材料生产工艺，提升成本管控能力。目前公司已掌握纸尿裤复合芯体、透气底膜、蓬松无纺布等核心中间材料的生产工艺，有助于公司加强供应链整合能力，产品性能与价格的竞争力增强。

图 43：可比公司直接材料占收入比



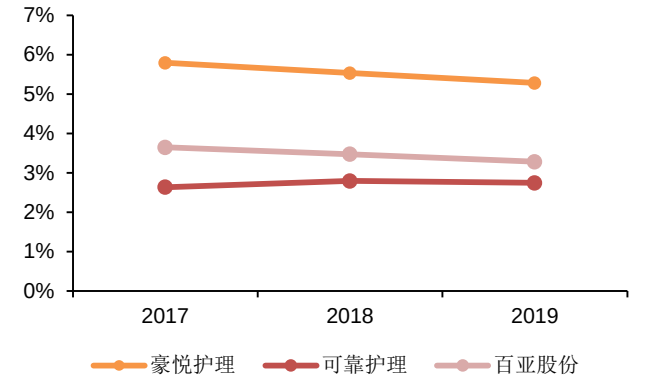
数据来源：各公司招股说明书，西南证券整理

图 44：可比公司制造费用占收入比



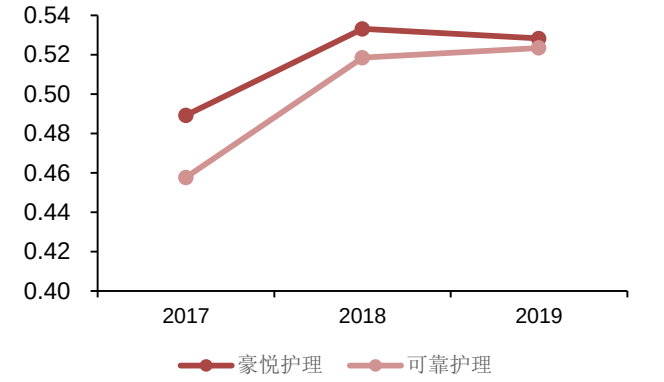
数据来源：各公司招股说明书，西南证券整理

图 45：可比公司直接人工占收入比



数据来源：各公司招股说明书，西南证券整理

图 46：可比公司单位生产成本（元/件）



数据来源：各公司招股说明书，西南证券整理

从单位生产成本来看，在 2019 年原材料成本回落的背景下公司单位生产成本企稳，每片生产成本控制在 0.53 元。其中，公司单位制造费用显著低于同行，约为每片 0.3 元，仅为同行的 75%，制造能力突出。公司通过采购日本瑞光的定制化生产线，效率优化，自动化水平提升，产品成品率更高。拆分来看，2019 年公司制造费用中租赁费上涨较快，主要由于公司受产能不足限制新增租赁车间，租赁费增加较多。我们判断随着公司新建产能逐步释放，自有厂房逐步建成投产，规模优势有望进一步发挥，单位制造成本仍有下行空间。

表 10：可比公司单位生产成本拆分

（单位：元/片）	豪悦护理			可靠护理		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
单位原材料成本	0.41	0.46	0.45	0.39	0.45	0.46
单位人工成本	0.04	0.04	0.04	0.02	0.02	0.02
单位制造费用	0.03	0.03	0.03	0.04	0.04	0.04
单位生产成本	0.49	0.53	0.53	0.46	0.52	0.52

数据来源：各公司招股说明书，西南证券整理

3.4 海内外积极扩产，巩固规模化优势

新产能释放在即，规模效应有望扩大。目前，公司在浙江杭州和江苏沭阳建有生产基地，近年来产能利用率不断提高，2018 年公司婴儿纸尿裤产品和经期裤产品的产能利用率分别达到 133.5%和 81.3%。2020 年公司通过 IPO 募资新增年产 6 亿片吸收性卫生用品智能制造技改项目、年产 12 亿片吸收性卫生用品智能制造生产基地建设项目，预计达产后婴儿纸尿裤、拉拉裤产能可达到 43.6 亿片，经期裤产能可达 4.5 亿片，成人失禁用品产能可达 3.6 亿片，新建产能逐步释放后可有效缓解公司产能瓶颈，公司供货及时性有望提升；同时规模化生产后能有效分摊研发费用和管理费用，增强公司对供应商的议价能力，降低产品单位生产成本。

海外市场提前布局，增长潜力有待开发。以印度、泰国、印度尼西亚、菲律宾、越南等为代表的新兴市场国家人口基数较大，劳动力成本低，自然资源丰富，经济增速较快。随着国民人均可支配收入的不断提高，人均消费能力得到快速提升，未来新兴市场国家对吸收性卫生用品的消费规模将快速增加。公司拟在泰国成立子公司豪悦泰国生产成人纸尿裤、婴儿

纸尿裤等产品，豪悦泰国已于 2019 年 4 月在泰国曼谷成立，正在进行设备的安装调试阶段。海外产能布局完备后，公司有望将自有品牌进驻泰国等东南亚地区商超等渠道，挖掘新兴市场的增长潜力。

表 11：公司新增产能项目

	投资金额（百万元）	新增产线（条）	新增产能（亿片）	达产后预期收入（百万元）	达产后预期利润（百万元）
新增年产 6 亿片吸收性卫生用品智能制造技改项目	197.4	8	6	539.3	48.0
年产 12 亿片吸收性卫生用品智能制造生产基地建设项目	901.9	15	12	1159.5	161.4

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

表 12：新增产能释放节奏测算

（单位：亿片）	2019	2020	2021	2022
婴儿拉拉裤（新增）		3.49	6.03	6.40
婴儿纸尿裤（新增）		1.67	4.04	6.20
婴儿卫生用品合计	15.78	20.94	31.01	43.61
卫生巾	9.63	9.63	9.63	9.63
经期裤	1.22	2.31	3.56	4.47
成人纸尿裤（含拉拉裤、尿片）	1.49	2.07	2.89	3.64

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：随着 IPO 扩产项目建成投产，各品类生产规模逐渐提升，预计未来三年新增产能扩产速度分别为 30%、70%和 100%。

假设 2：2020 年在疫情影响下公司将部分产线用于生产口罩类防疫物资，非吸收性卫生用品收入及毛利率大幅提升，防护用品价格逐渐回归后公司毛利率趋于均衡，预计 2020-2022 年公司毛利率分别为 36.5%、33.8%和 33%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 13：分业务收入成本预测

百万元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
合计						
营业收入	761.0	1,449.5	1,953.4	2,778.7	3,364.4	4,018.9
yoy	63.7%	90.5%	34.8%	42.2%	21.1%	19.5%
营业成本	556.4	1,064.4	1,360.3	1,764.8	2,225.7	2,690.7
毛利率	26.9%	26.6%	30.4%	36.5%	33.8%	33.0%
婴儿卫生用品						
收入	418.9	956.7	1,363.0	1771.9	2268.0	2835.0
yoy	143.3%	128.4%	42.5%	30%	28%	25%
成本	313.5	707.3	960.1	1,169.5	1496.9	1899.5
毛利率	25.2%	26.1%	29.6%	34%	34%	33%
女性卫生用品						
收入	117.7	200.1	292.6	395.0	513.5	657.3
yoy	33.1%	70.0%	46.2%	35.0%	30.0%	28.0%
成本	81.9	140.2	187.9	237.0	318.4	414.1
毛利率	30.4%	29.9%	35.8%	40%	38%	37%
成人失禁用品						
收入	166.0	213.5	230.3	234.9	239.6	244.4
yoy	10.6%	28.6%	7.9%	2%	2%	2%
成本	114.8	154.8	159.7	159.7	160.5	163.7
毛利率	30.8%	27.5%	30.7%	32%	33%	33%
非吸收性产品及其他产品（含口罩等防疫物资）						
收入	48.6	44.0	34.3	343.0	308.7	247.0
yoy	-5.30%	-9.5%	-22.0%	900%	-10%	-20%
成本	39.5	33.9	26.8	171.5	222.3	185.2
毛利率	18.7%	23.0%	21.9%	50%	28%	25%
其他业务						
收入	9.8	35.2	33.2	33.9	34.5	35.2
yoy	242.8%	259.2%	-5.7%	2%	2%	2%
成本	6.7	28.2	25.8	27.1	27.6	28.2
毛利率	31.6%	19.9%	22.3%	20%	20%	20%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取个护领域一次性卫生用品品牌百亚股份、生活用纸龙头中顺洁柔和纯棉日用消费品稳健医疗作为可比公司，可比公司 2021 年平均估值为 30 倍。考虑到豪悦护理设计和制造能力突出，客户粘性较强，业绩有望保持较快增长，给予公司 2021 年 30 倍估值，目标价 209.1 元，维持“持有”评级。

表 14：可比公司估值

证券代码	证券简称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
003006.SZ	百亚股份	20.48	0.43	0.55	0.68	47.69	37.34	30.16
002511.SZ	中顺洁柔	20.68	0.69	0.84	0.99	29.76	24.63	20.79
300888.SZ	稳健医疗	139.81	8.54	4.94	5.24	16.38	28.31	26.67
平均值						31.28	30.09	25.88
605009.SH	豪悦护理	192.22	6.29	6.92	8.11	30.44	27.59	23.57

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

原材料价格大幅波动的风险、市场竞争加剧的风险、下游客户收入下行的风险、新增产能投产进度或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1953.38	2778.65	3364.36	4018.89
营业成本	1360.30	1764.77	2225.69	2690.70
营业税金及附加	10.16	14.17	17.11	27.73
销售费用	101.92	152.83	185.04	213.00
管理费用	36.23	69.47	87.47	96.45
财务费用	12.47	3.13	-4.51	-7.28
资产减值损失	-3.26	0.00	0.00	0.00
投资收益	1.66	6.00	8.00	10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	366.18	780.29	861.56	1008.28
其他非经营损益	0.09	0.64	0.42	0.44
利润总额	366.27	780.93	861.98	1008.72
所得税	50.95	107.25	118.89	138.93
净利润	315.32	673.68	743.09	869.79
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	315.32	673.68	743.09	869.79

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	315.32	673.68	743.09	869.79
折旧与摊销	41.88	38.02	38.02	38.02
财务费用	12.47	3.13	-4.51	-7.28
资产减值损失	-3.26	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	48.83	72.75	9.06	19.81
其他	12.58	-6.00	-8.00	-10.00
经营活动现金流净额	427.83	781.58	777.66	910.34
资本支出	-228.62	0.00	0.00	0.00
其他	-56.35	6.00	8.00	10.00
投资活动现金流净额	-284.97	6.00	8.00	10.00
短期借款	-56.67	-124.68	0.00	0.00
长期借款	51.15	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	1548.66	0.00	0.00
支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-76.22	-17.64	4.51	7.28
筹资活动现金流净额	-81.74	1406.34	4.51	7.28
现金流量净额	61.34	2193.92	790.17	927.62

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	122.87	2316.79	3106.96	4034.58
应收和预付款项	101.23	151.03	183.02	217.29
存货	199.06	275.67	340.35	414.41
其他流动资产	56.12	22.06	26.51	31.49
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	703.24	671.06	638.88	606.71
无形资产和开发支出	61.27	55.45	49.63	43.81
其他非流动资产	10.22	10.20	10.17	10.15
资产总计	1254.02	3502.25	4355.52	5358.42
短期借款	124.68	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	354.43	516.79	623.85	753.82
长期借款	51.15	51.15	51.15	51.15
其他负债	85.18	74.59	77.71	80.85
负债合计	615.44	642.53	752.70	885.82
股本	80.00	106.67	106.67	106.67
资本公积	71.04	1593.03	1593.03	1593.03
留存收益	486.36	1160.03	1903.12	2772.91
归属母公司股东权益	638.57	2859.73	3602.82	4472.60
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	638.57	2859.73	3602.82	4472.60
负债和股东权益合计	1254.02	3502.25	4355.52	5358.42

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	34.76%	42.25%	21.08%	19.45%
营业利润增长率	71.71%	113.09%	10.42%	17.03%
净利润增长率	70.35%	113.65%	10.30%	17.05%
EBITDA 增长率	60.85%	95.33%	8.96%	16.08%
获利能力				
毛利率	30.36%	36.49%	33.85%	33.05%
三费率	7.71%	8.11%	7.97%	7.52%
净利率	16.14%	24.24%	22.09%	21.64%
ROE	49.38%	23.56%	20.63%	19.45%
ROA	25.14%	19.24%	17.06%	16.23%
ROIC	36.91%	63.49%	66.41%	73.66%
EBITDA/销售收入	21.53%	29.56%	26.60%	25.85%
营运能力				
总资产周转率	1.80	1.17	0.86	0.83
固定资产周转率	4.07	5.65	7.32	9.40
应收账款周转率	23.58	24.96	22.72	22.73
存货周转率	7.04	7.43	7.23	7.13
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.59%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	49.08%	18.35%	17.28%	16.53%
带息债务/总负债	28.57%	7.96%	6.80%	5.77%
流动比率	0.96	5.23	5.72	6.08
速动比率	0.56	4.71	5.19	5.55
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
每股指标				
每股收益	2.96	6.32	6.97	8.15
每股净资产	5.99	26.81	33.78	41.93
每股经营现金	4.01	7.33	7.29	8.53
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	420.54	821.44	895.07	1039.03
PE	65.03	30.44	27.59	23.57
PB	32.11	7.17	5.69	4.58
PS	10.50	7.38	6.09	5.10
EV/EBITDA	36.70	22.19	19.48	15.89
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn