消费升级与娱乐研究中心

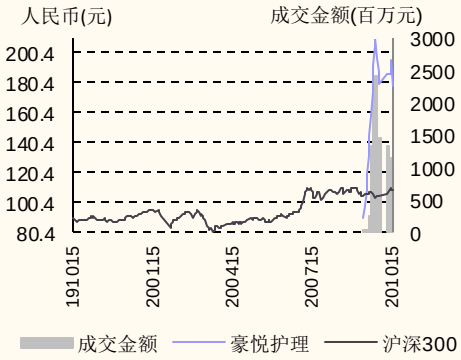
豪悦护理 (605009.SH) 买入（首次评级）

公司深度研究

市场价格（人民币）：178.50 元
目标价格（人民币）：206.30-206.30 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.07
已上市流通 A 股(亿股)	.27
总市值(亿元)	190.41
年内股价最高最低(元)	210.00/108.48
沪深 300 指数	4799
上证指数	3332



卫生用品 ODM 领跑者，未来成长可期

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,450	1,953	2,905	3,929	5,049
营业收入增长率	90.48%	34.76%	48.73%	35.24%	28.51%
归母净利润(百万元)	185	315	672	733	912
归母净利润增长率	176.19%	70.35%	113.05%	9.18%	24.33%
摊薄每股收益(元)	2.314	3.942	6.298	6.876	8.549
每股经营性现金流净额	3.13	5.23	7.17	7.84	9.92
ROE(归属母公司)(摊薄)	52.57%	49.38%	23.48%	20.97%	21.19%
P/E	N/A	N/A	28.34	25.96	20.88
P/B	N/A	N/A	6.66	5.44	4.42

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **卫生用品供应链“领跑者”，处于快速成长期。**公司成立于 2008 年，以婴儿纸尿裤 ODM 为基本盘，覆盖卫生巾、成人失禁全生命周期品类。2019 年实现营收 19.53 亿元，同比+34.8%，净利润 3.15 亿元，同比+70.4%。
- **个护 ODM 紧握行业制造端红利，龙头有望“强者恒强”。**个护 ODM 兴起于渠道流量分化下国产新兴品牌的快速崛起，成长于专业化分工趋势下对供应链效率和质量的极致追求，未来头部企业有机会凭借扎实的供应链竞争力不断扩客户、扩品类、提份额，以高周转驱动订单规模的增长，以新品类研发拓展业务边界，保持盈利能力可持续性。
- **公司看点：拓客户+拓品类+自主品牌，成长路径清晰。**公司客户结构不断完善，短期公司有望持续受益于下游新锐品牌客户的成长，随着公司在供应链和工艺研发方面系统性优势的不断强化，有望持续“抢份额”，打开新客户合作空间。新品开拓方面，过去三年公司新拓品类经期裤营收增速超 90%，有望享受细分赛道高增长红利。公司自主品牌初具规模，借力电商布局，有望保持稳健成长。
- **竞争壁垒：强供应链+快研发+成本管控，助力市场份额提升。**生产端，公司凭借"强品控+快交付"的供应链优势，成功实现从小品牌到多类型客户矩阵的构建，并且该竞争优势仍在不断强化。在工艺研发端，公司拥有复合芯等的工艺研发优势和新兴品类的前瞻布局眼光，持续提升下游客户黏性，驱动公司年人均创收由 2017 年的 76.6 万元提升至 2019 年的 123.3 万元。且随着规模扩大，公司不断强化成本控制能力，规模效应下毛利率优势凸显。
- **募集资金主要用于卫生用品生产线的建设。**公司首次 IPO 募集资金净额 15.5 亿元，其中 9 亿元用于生产 12 亿片吸收性卫生用品智能制造基地建设，2.0 亿元用于购置 6 亿片吸收性卫生用品自动化产线。

投资建议与估值

- 我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 6.3、6.9 和 8.5 元，当前股价对应 2021 年 PE 为 26 倍，考虑豪悦作为个护 ODM 的头部企业，在供应链、技术研发等方面的竞争优势，采用市盈率相对估值法，给予豪悦 2021 年 30X 估值，对应目标价 206.3 元，给予“买入评级”。

风险

- 下游客户集中度过高的风险；原材料价格大幅波动的风险；市场竞争激烈导致毛利率下滑的风险；产品质量安全问题导致营收波动的风险

姜浩 分析师 SAC 执业编号：S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

1、婴儿卫生用品：受益于行业复合芯体技术产品渗透率的提升、公司在技术研发、工艺质量稳定性方面的优势，我们预计公司近三年的纸尿裤订单份额有望稳定提升，且复合芯中高端产品占比预计逐步提升，我们预计 2020-2022 年公司婴儿卫生用品营收同比+39.4%/45.6%/31.8%。毛利率方面，考虑到当前处于原材料价格周期底部，公司过去的毛利率中枢在 26%-30%，我们预测 2020-2022 年公司毛利率为 33%/30%/30%。

2、女性卫生用品：卫生巾行业整体稳健增长，受益于新兴产品经期裤的加速推广，以及公司在该品类的前瞻性布局，我们预计 2020-2022 年公司卫生巾销量同比+5%/+7%/+5%，单价同比+3%/+4%/+2%；我们预计 2020-2022 年公司经期裤销量同比+49%/+50%/+35%，单位均价同比+0%/3%/2%。我们预计 2020-2022 年女性卫生用品整体营收同比+37.0%/45.3%/35.9%，预计女性卫生用品整体毛利率为 40%/38.8%/39%。

3、成人失禁用品：当前行业尚处于市场导入期，行业竞争者以价格战为主要战略，公司下游客户订单稳定，我们预计 2020-2022 年公司成人失禁用品营收同比+16.7%/23.6%/19.3%，预计毛利率为 35%/34%/34%。

4、非吸收性卫生用品及其他产品：主要销售复合芯体、膜、湿巾等产品，2020H1 公司新增口罩、消毒湿巾等防疫产品线，导致上半年营收大幅增长，预计随着疫情恢复，此类产品营收恢复至正常水平，我们预计 2020-2022 年收入同比+800%/-30%/-10%。

综合来看，我们预计 2020-2022 年公司总体营收同比+48.7%/35.2%/28.5%，毛利率为 36.8%/31.9%/31.6%。

5、费用预测

2020 年至 2022 年公司营收、订单量、产量稳健增长，我们预计销售费用分别为 1.22/1.76/2.37 亿元，销售费用率保持相对稳定水平，预计为 4.2%/4.5%/4.7%。管理费用预计为 0.44/0.67/1 亿元，管理费用率为 1.5%/1.7%/2.0%。研发费用预计为 0.99/1.42/1.77 亿元，研发费用率为 3.4%/3.6%/3.5%。

■ 我们区别于市场的观点

1、我们认为个护 ODM 制造兴起于渠道流量分化国产新兴品牌的快速崛起，成长于专业化分工下对供应链效率和质量的极致追求，在此过程中逐步构建强品控、快交付、成本控制与工艺研发的壁垒，行业中的头部企业凭借核心竞争力不断扩客户、扩品类、提份额，长期有机会实现变订单驱动为产能驱动，以高周转为主要驱动实现可持续性成长。

2、公司层面，豪悦作为个护 ODM 中的头部企业，借助前期与国际和国内品牌客户商长期合作的机会，已构建起从质量管控、成本控制、到研发创新能力一体化的系统性优势壁垒，我们认为未来其在制造端和研发端的壁垒有望逐步加深，驱动公司订单增长的可持续性，加速提升市场份额。

■ 股价上涨的催化因素

1、下游品牌客户成长带动订单增长超预期

2、新签约下游客户数量超预期

3、新兴品类经期裤下游渗透速度加快带来的订单增长超预期

4、自有品牌销售推广效果超预期

■ 估值和目标价格

我们选取相对估值法，并结合公司自身的成长性，认为 2021 年公司合理的市盈率为 30 倍，对应目标价 206.3 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

内容目录

投资要件 2
1、深耕卫生用品赛道十余年，加速成长领跑行业 6
1.1、ODM 业务为成长主线，自有品牌稳健发展 6
1.2、婴儿纸尿裤为基本盘，新兴品类打开成长空间 7
2、如何理解个护 ODM 产业面临的发展机遇? 8
2.1、渠道变迁加速下游品牌格局分化，上游制造端乘势崛起 8
2.2、行业壁垒望逐渐加深，龙头有望“强者恒强” 11
3、未来看点：拓客户+拓品类+自主品牌，成长路径清晰 13
3.1、拓客户：核心客户关系稳固，客户矩阵不断完善 13
3.2、拓品类：把握经期裤细分赛道高增长红利 15
3.3、自主品牌：借力电商布局，有望保持稳健成长 16
4、竞争优势：豪悦过去取得成功的原因是什么？ 18
4.1、制造端：强品控+快交付优势，下游客户资源优势稳固 18
4.2、研发端：“材料创新+产品迭代”双轮齐驱，提升客户黏性 19
4.3、强管控：强成本控制能力，规模效应下毛利率优势凸显 22
盈利预测和投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级 23
盈利预测 23
投资建议 25
风险提示 25

图表目录

图表 1：公司发展历程 6
图表 2：2016-2020H1 豪悦护理营收及增速 6
图表 3：2016-2020H1 豪悦护理净利润及增速 6
图表 4：豪悦护理营收以 ODM 为主 7
图表 5：2019 年豪悦护理 ODM 营收占比超过 90% 7
图表 6：豪悦护理分产品营业收入（ 7
图表 7：豪悦护理分产品营收占比 7
图表 8：豪悦护理分产品营收增速 8
图表 9：豪悦护理分产品毛利率 8
图表 10：直接材料占生产成本比重超过 80% 8
图表 11：无纺布占公司采购成本超 39% 8
图表 12：2012-2019 年中国个护用品市场规模（亿元）及增速 9
图表 13：个护品类市场份额“易攻难守”，需要品牌商持续的投入 9
图表 14：头部个护快消品公司的主要品牌及产能地 9
图表 15：标准化属性的个护用品电商渠道占比逐渐提升 10
图表 16：婴儿纸尿裤头部品牌市占率下滑显著，新兴渠道品牌崛起 10

图表 17：2016 年以来，婴儿纸尿裤新兴国产品牌崛起.....11
图表 18：豪悦募投资金项目中生产线设备资金投入大.....11
图表 19：个护 ODM 头部企业成长性强于行业整体成长性.....12
图表 20：头部吸收性卫生 ODM 企业分布情况.....12
图表 21：2018 年起前五大客户营收占比超过 50%.....13
图表 22：2019 年前五大客户占营收增速贡献达到 23.7%.....13
图表 23：来自凯儿得乐的营收及增速.....14
图表 24：来自尤妮佳的营收及增速.....14
图表 25：公司下游新客户签订历程.....14
图表 26：豪悦与下游客户关系稳固.....14
图表 27：阿里口径线上经期裤成长速度较快.....15
图表 28：线上经期裤品牌销售额排名情况.....15
图表 29：经期裤价格与普通卫生巾单价对比.....15
图表 30：豪悦经期裤销售体量增速较快.....16
图表 31：经期裤营收占比逐步提升.....16
图表 32：公司自有品牌涵盖婴儿护理、成人护理和个人防护.....16
图表 33：公司自有品牌营收及增速.....17
图表 34：自有品牌电商渠道营收及增速.....17
图表 35：公司纸尿裤品牌主打性价比定位.....17
图表 36：纸尿裤自有品牌康福瑞线上市场份额（阿里口径）.....17
图表 37：公司婴儿纸尿裤品牌主导性价比定位.....18
图表 38：母婴品牌 Mamamia 已形成产品矩阵.....18
图表 39：公司未来品牌推广和建设计划.....18
图表 40：公司募集资金中品牌建设推广费用分布.....18
图表 41：豪悦的存货中原材料占比接近 50%.....19
图表 42：以销定产的经营模式决定了 ODM 企业收款政策.....19
图表 43：复合芯和木浆芯体优劣势的对比.....20
图表 44：复合芯的物理结构决定了其相对传统木浆芯的优势.....20
图表 45：复合芯逐以国内品牌为主，但呈替代“木浆芯”的趋势.....21
图表 46：木浆芯产品价格普遍低于复合芯或者木浆复合混合芯.....21
图表 47：婴儿护理用品毛利率.....22
图表 48：婴儿护理用品 ODM 营收增速对比.....22
图表 49：豪悦参与女性经期裤行业标准的制定.....22
图表 50：公司经期裤产量居国内市占首位.....22
图表 51：与同行相比，豪悦综合毛利率优势显著.....23
图表 52：与同行比，豪悦婴儿卫生用品毛利率优势显著.....23
图表 53：行业人均创收对比.....23
图表 54：行业人均创利对比.....23
图表 55：公司主要业务营收及毛利预测.....24

图表 56：可比公司估值.....25

1、深耕卫生用品赛道十余年，加速成长领跑行业

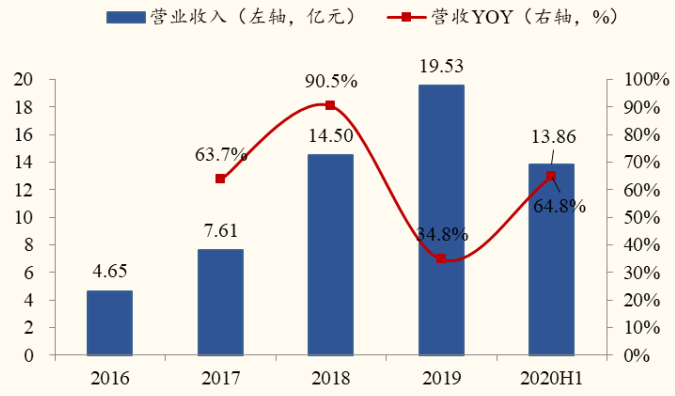
豪悦护理 2008 年在杭州成立，专注于妇、幼、成人吸收性卫生用品的研发、制造与销售。公司业务以婴儿纸尿裤 ODM 加工业务为基本盘，涵盖女性卫生用品、成人失禁用品全生命周期品类，兼具发展自有品牌业务。2017-2019 年公司营收由 7.6 亿元增长至 19.53 亿元，复合增速达 60.2%，净利润由 0.67 亿元增长至 3.15 亿元，复合增速达 117%。

图表 1：公司发展历程

	公司成立初期（1992-2008）	快速发展期（2009-2016）	自有品牌孵化期（2017-2020）
产能		➢ 2013：引进瑞光婴儿纸尿裤、拉拉裤生产线设备 ➢ 2016：新增三条瑞光设备，提高产能布局全国市场，在东莞、武汉、大连设立分仓	➢ 2018：通过土地招拍挂取得4.48万平方米工业用地，用于扩建新厂区
品牌	➢ 1992：公司创始人进入日化行业 ➢ 2008：杭州豪悦实业有限公司成立	➢ 2010：江苏豪悦实业有限公司成立 ➢ 2011：豪悦成人纸尿裤新品牌白十字亮相“第十一届国际老年人康复护理保健用品用具展览会”	➢ 2017：打造Sunnybabay、MAMAMIA品牌进入新零售渠道 ➢ 2017：正式更名杭州豪悦护理用品股份有限公司 ➢ 2020：上交所主板挂牌上市
研发		➢ 2014：杭州豪悦实业有限公司成立航天事业合作伙伴	➢ 2017：完成微生物实验室的筹建与运行 ➢ **2019：制定“裤型卫生巾”浙江制造标准**
合作关系	➢ 1995：尤妮佳、强生卫生用品经销商	➢ 2009：与金佰利建立合作关系 ➢ 2013：与尤妮佳建立合作关系 ➢ 2015：成为爱生雅（SCA）战略合作伙伴	➢ 2018：新增花王、丝宝、网易严选、倍舒特、baby care、歌瑞家婴童、阳光苗苗等在行业内影响力较大的客户

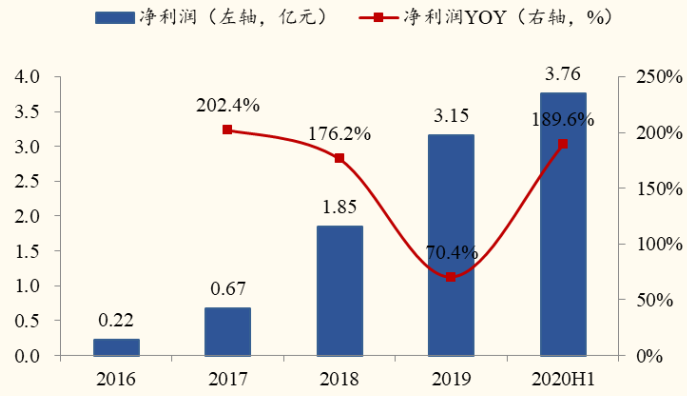
来源：豪悦护理官网，国金证券研究所

图表 2：2016-2020H1 豪悦护理营收及增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：2016-2020H1 豪悦护理净利润及增速



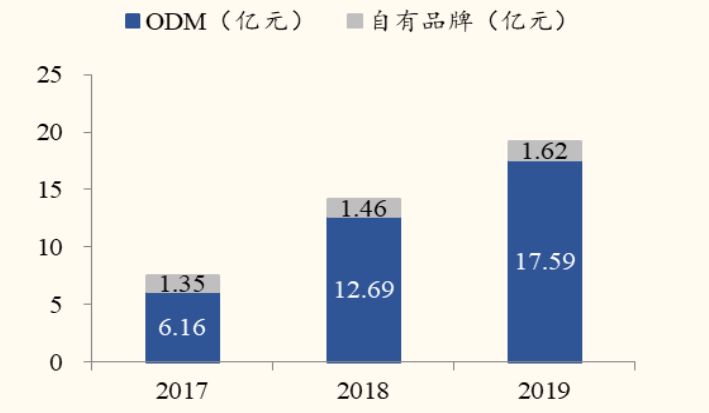
来源：Wind，国金证券研究所

1.1、ODM 业务为成长主线，自有品牌稳健发展

2017-2019 年，ODM 业务受益于下游原客户的成长与新客户的加速开拓，营收由 6.16 亿元增长至 17.59 亿元，过去三年营收 CAGR 为 41.88%。ODM 客户以国内为主，2019 年国内 ODM 业务营收 15.16 亿元，占 ODM 整体业务的 86.18%，国外 ODM 业务营收为 2.43 亿元，占比为 13.82%。

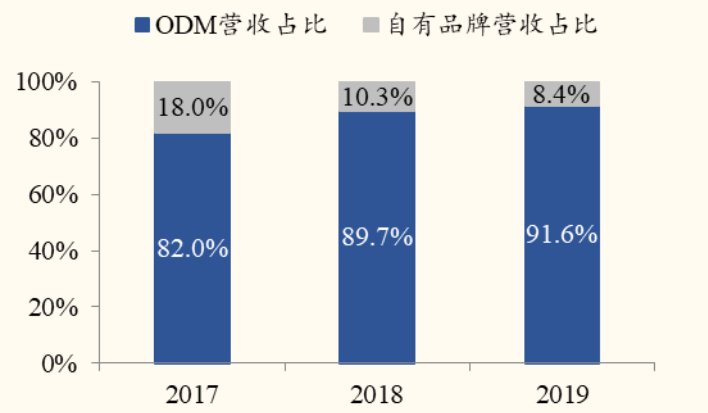
自有品牌稳健成长，发力新零售渠道积极突围。2017-2019 自有品牌业务营收由 1.35 亿元增长至 1.62 亿元，过去三年 CAGR 为 6.1%。自有品牌销售模式分为线上和线下，2019 年线下销售收入为 0.34 亿元，线上销售额为 1.27 亿元。未来自主品牌有望加速开拓销售渠道，借助新零售流量红利加速发展。

图表 4：豪悦护理营收以 ODM 为主



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：2019 年豪悦护理 ODM 营收占比超过 90%

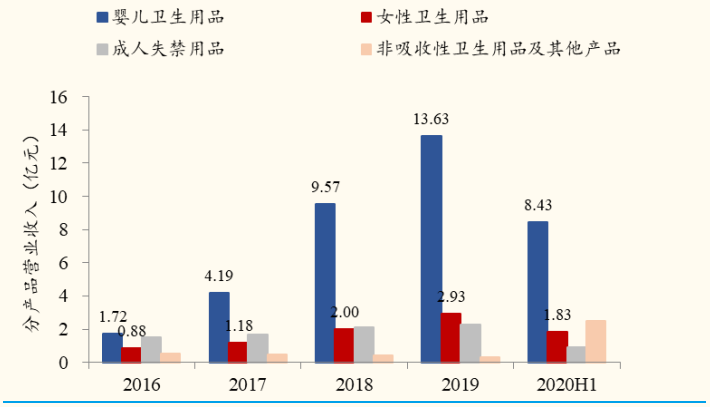


来源：公司公告，国金证券研究所

1.2、婴儿纸尿裤为基本盘，新兴品类打开成长空间

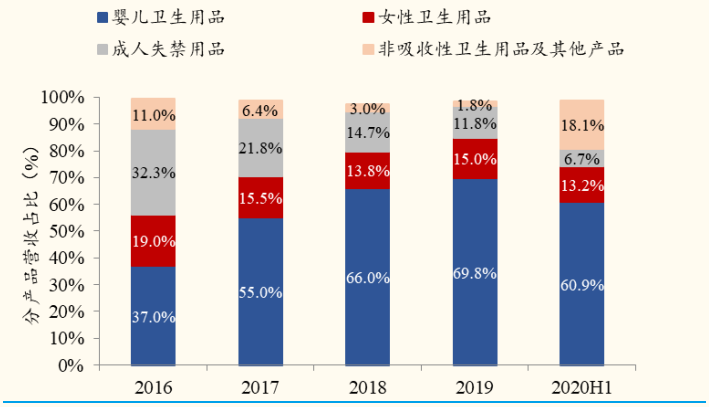
2020H1，婴儿卫生用品 / 女性卫生用品 / 成人失禁用品 / 非吸收性卫生用品及其他产品的营收为 8.43/1.83/0.93/2.51 亿元，营收占比分别为 60.9%/13.2%/6.7%/18.1%。

图表 6：豪悦护理分产品营业收入（单位：亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：豪悦护理分产品营收占比



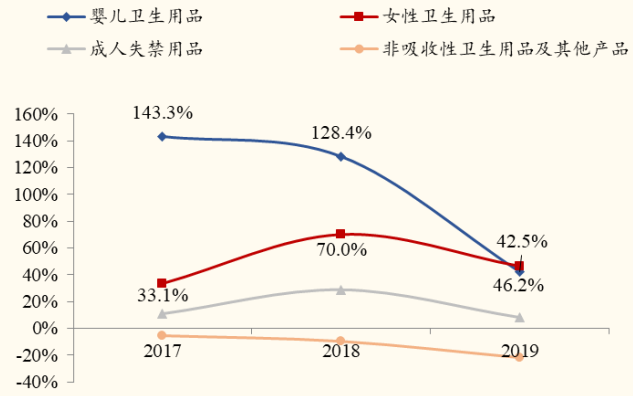
来源：Wind，国金证券研究所

婴儿卫生用品：受益品类渗透+下游品牌快速成长，处于高速成长期。婴儿卫生用品以婴儿纸尿裤产品为主，受益于品类渗透与下游新兴渠道品牌的快速发展，2016-2019 年婴儿卫生用品营收复合增速达 99.3%。2017-2020H1 年婴儿卫生用品营收分别为 4.19/9.57/13.63/8.43 亿元，营收占比分别为 55.0%/66.0%/69.8%/60.9%。

女性卫生用品：卫生巾稳健发展，经期裤蓄势待发。2017-2020H1 年女性卫生用品营收分别为 1.18/2.00/2.93/1.83 亿元，营收占比分别为 15.5%/13.8%/15.0%/13.2%。2017-2019 年复合增速达 49%，其中经期裤作为新兴品类，2017-2019 年营收复合增速 96.2%。

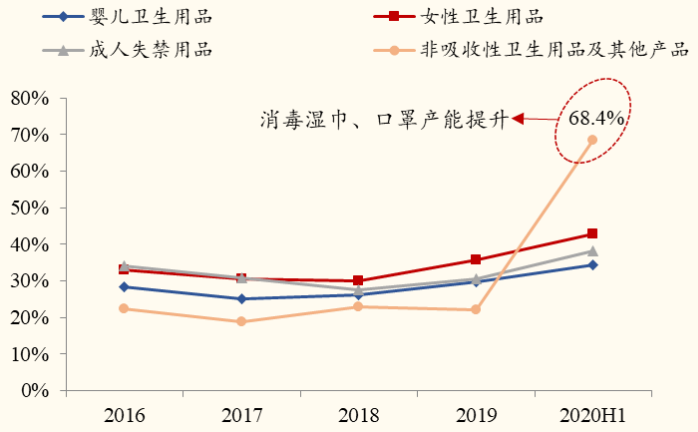
成人失禁用品：尚处于市场导入期。2017-2020H1 成人失禁用品营收分别为 1.66/2.13/2.30/0.93 亿元，营收占比分别为 15.5%/13.8%/15.0%/13.2%，过去三年复合增速达 15.3%。公司成人失禁自有品牌以康福瑞、白十字为代表，凭借良好的品质和扎实的供应链基础，公司曾被中国造纸协会评为“2018 年度中国成人失禁用品行业 10 强企业”。

图表 8：豪悦护理分产品营收增速



来源：Wind，国金证券研究所

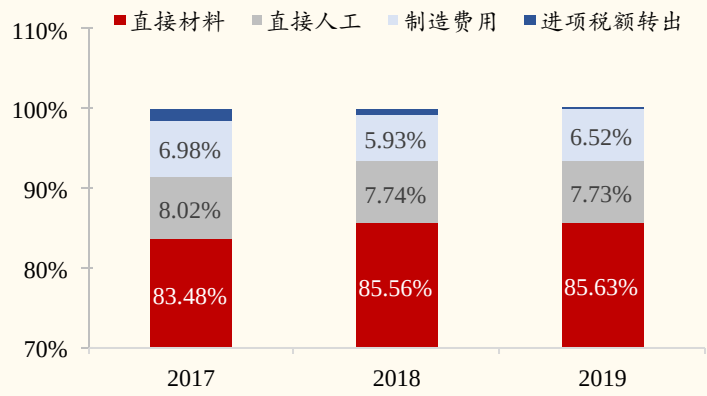
图表 9：豪悦护理分产品毛利率



来源：Wind，国金证券研究所

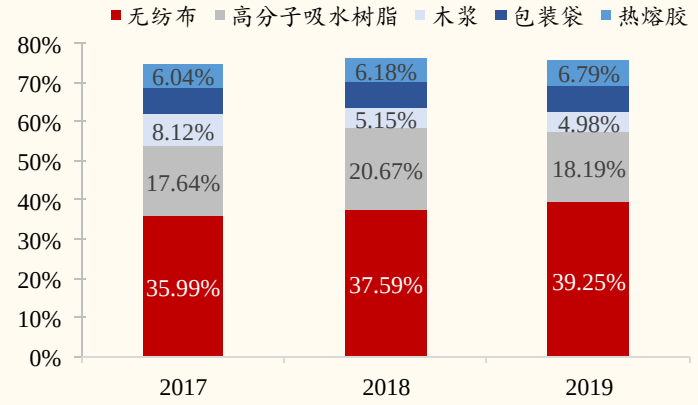
公司营业成本集中于直接材料，直接材料占总生产成本的比例超过 80%，其中，无纺布占据了公司采购成本的大头，2019 年，无纺布占公司采购成本超过 39%，原材料价格波动对生产成本造成一定影响。

图表 10：直接材料占生产成本比重超过 80%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11：无纺布占公司采购成本超39%



来源：公司公告，国金证券研究所

2、如何理解个护 ODM 产业面临的发展机遇？

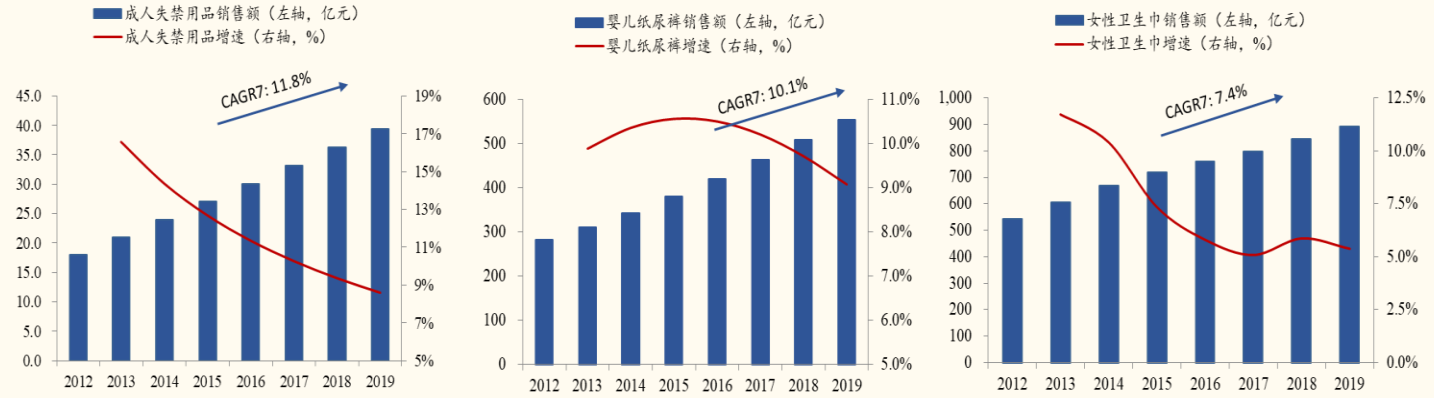
我们认为，个护 ODM 制造兴起于渠道流量分化国产新兴品牌的快速崛起，成长于专业分工趋势下对供应链效率和品质的极致追求，在此过程中逐步构建强品控、快交付、成本控制与工艺研发的壁垒，长期来看，头部企业未来有机会凭借核心竞争力不断扩客户、扩品类、提份额，以高效率驱动订单增长，以快迭代保持较高盈利能力的可持续性。

2.1、渠道变迁加速下游品牌格局分化，上游制造端乘势崛起

中国个护行业成长红利仍持续，但品牌格局持续分化。中国婴儿纸尿裤、成人纸尿裤过去年复合增速超 10%，未来仍将享受渗透率提升+消费升级的双重红利。复盘行业竞争格局变化，我们看到行业正在经历由**外资品牌主导→微商&**

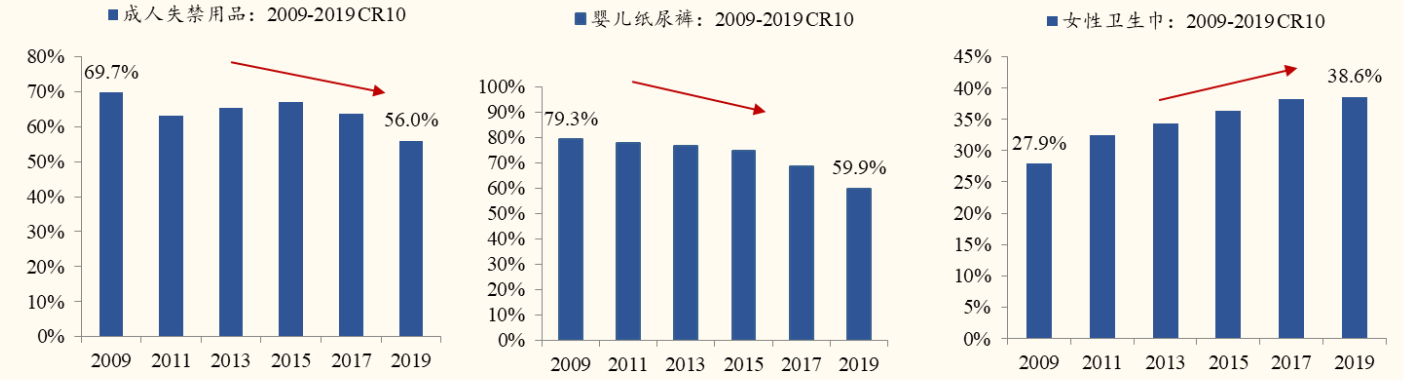
电商新锐品牌爆发的格局演变，行业格局呈分化式发展。这背后的原因主要有两点：1）行业本身具有高标准化与快速消费属性；2）渠道场景分化趋势下为国产新兴品牌的崛起提供成长空间。

图表 12：2012-2019 年中国个护用品市场规模（亿元）及增速



来源：Statista，Euromonitor，国金证券研究所

图表 13：个护品类市场份额"易攻难守"，需要品牌商持续的投入



来源：Euromonitor，国金证券研究所

以婴儿纸尿裤的品牌格局变迁为例，

1）2016 年以前，外资品牌主导。纸尿裤作为"舶来品"，外资品牌发展较为成熟，成为市场的主导力量，其中帮宝适（宝洁）市占率一度超过 30%，此阶段内资品牌的露出难度较大，挤占低价和中长尾市场。国际品牌（宝洁、金佰利等）大都自主把控上游供应链，部分产品采用委外 ODM 加工模式，且选用的外协代工厂需要严格的考察审批程序。

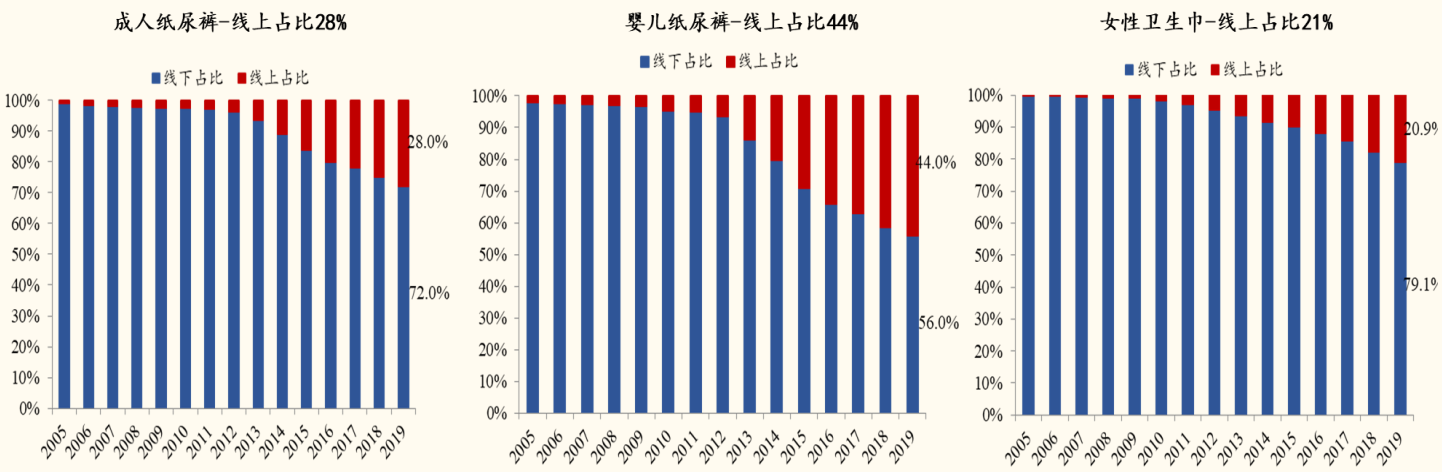
图表 14：头部个护快消品公司的主要品牌及产能地

品牌商	主要品牌			生产基地分布
	婴儿纸尿裤	女性卫生巾	成人失禁	
宝洁	帮宝适、All Good、Luvs	护舒宝、Always	Always Discreet	北京、黄埔、天津、成都
金佰利	好奇	高洁丝	得伴	南京、上海、广州
尤妮佳	妈咪宝贝、Moony	苏菲	乐互宜	上海、天津、扬州
花王	妙而舒	乐而雅	Relief	上海
维达国际	贝爱多	Libresse	包大人、添宁	阳江、江门、孝感、龙游、北京、德阳、鞍山、莱芜
恒安国际	安儿乐、奇莫	七度空间	安而康、便利妥	潍坊、晋江、常德、重庆、抚顺、安乡

来源：公司官网，国金证券研究所

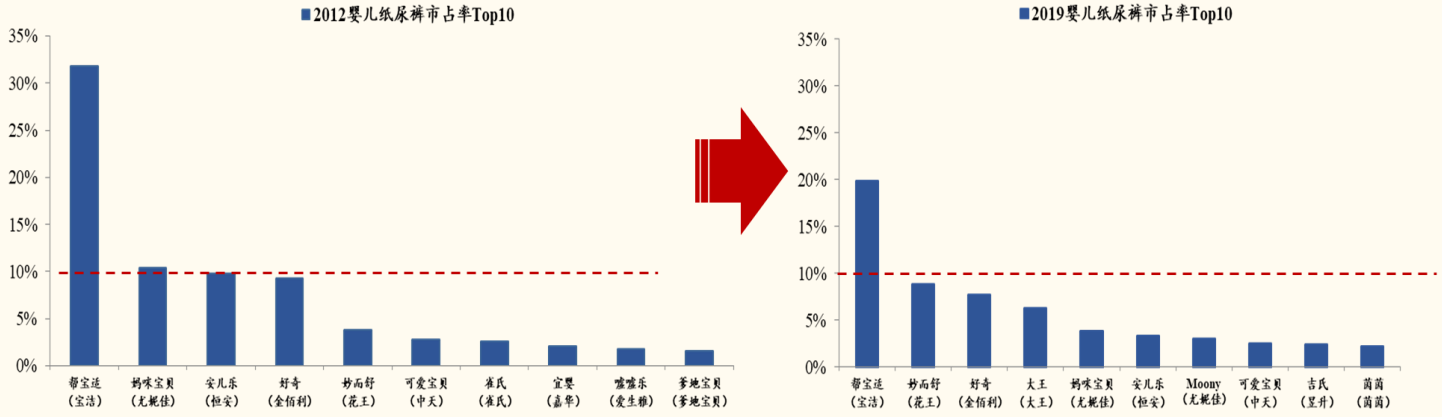
2）2016 年以后，国产新兴渠道品牌崛起。二胎政策放开，微商为代表的社交电商渠道崛起，凯儿得乐、米菲等国产品牌借力微商迅速崛起，这类品牌受益于渠道场景分化红利，迅速对接上游成熟的制造端供应链，凭借“复合芯体”差异化的技术路线不断优化产品质量，获得品牌突围快速成长。在此阶段，行业集中度下滑，品牌格局分化显现。

图表 15：标准化属性的个护用品电商渠道占比逐渐提升



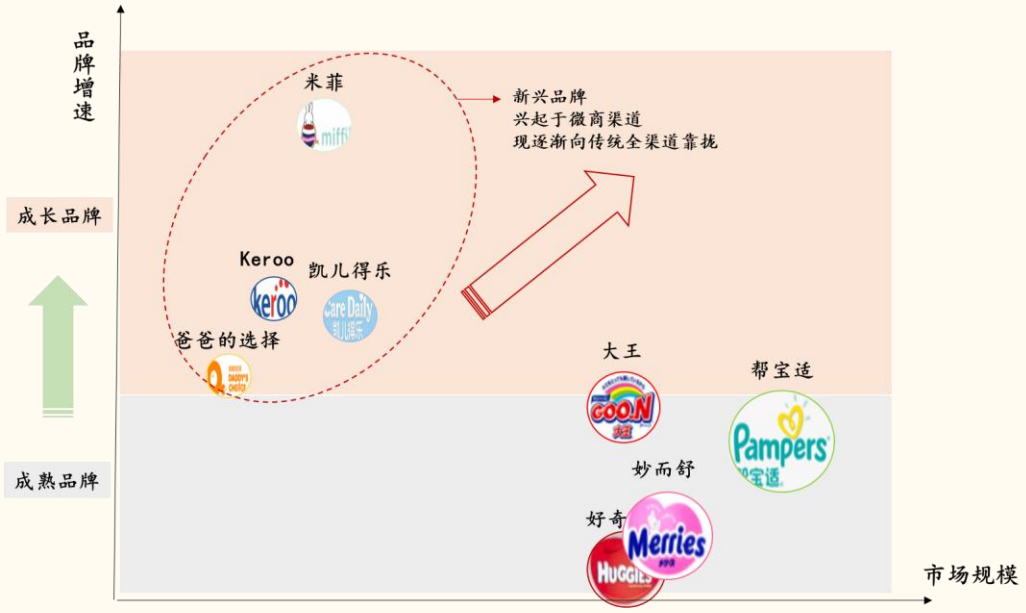
来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 16：婴儿纸尿裤头部品牌市占率下滑显著，新兴渠道品牌崛起



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 17：2016 年以来，婴儿纸尿裤新兴国产品牌崛起



来源：国金证券研究所

ODM 企业乘势崛起。在制造端，新兴渠道品牌受制于资金、技术研发、自身实力等因素，难以同时把控品牌策划、营销推广、产品生产全部环节，在行业高度分化发展过程中，下游新兴品牌可以选择具有高品质工艺保证、强交付力和产品研发实力的代工厂进行生产，自己只需做相对轻资产的品牌与渠道运营，这样性价比更高、承担的经营风险更小。

图表 18：豪悦募投资金项目中生产线设备资金投入大

名称	单价（万元）
经期裤生产线	3,300.00
婴儿拉拉裤生产线（SM1501）	3,000.00
婴儿拉拉裤生产线（HNJX-LK500）	1,000.00
无纺布在线复合芯体生产线	1,500.00

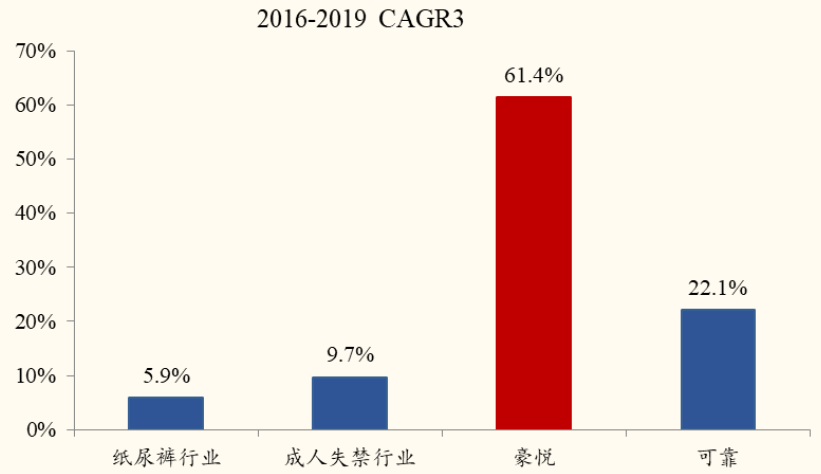
来源：公司公告，国金证券研究所

2.2、行业壁垒望逐渐加深，龙头有望“强者恒强”

个护 ODM 企业兴起于渠道流量分散下国产新兴品牌的快速崛起，成长于专业分工趋势下对供应链效率和产品品质的极致追求。我们判断，短期个护 ODM 制造业享受下游格局分化带来的赛道增长红利，中长期看，随着龙头制造企业供应链优势的加固，自供企业、纯品牌企业、龙头 ODM 制造商的议价力发生改变，龙头 ODM 制造商的价值来源有望从享受“渠道变迁红利”，转变为来自产业链高品质高周转的溢价。

供应链优势+强研发优势构筑核心壁垒。我国代工 ODM、OEM 企业众多，市场较分散，行业内存在大量中小规模代工企业，竞争较为激烈。强品控+快交付力的供应链优势、强研发优势是个护代工行业的核心壁垒。龙头代工企业的增速显著高于行业整体发展速度。未来随着分工的专业化趋势凸显，ODM 行业份额有望逐渐向快速响应下游客户订单需求、产品优质、拥有成本优势的代工企业集中。

图表 19：个护 ODM 头部企业成长性强于行业整体成长性



来源：Statista，Wind，国金证券研究所

图表 20：头部吸收性卫生 ODM 企业分布情况

公司名称	主营品类	营收规模（亿元）	代工品牌	自有品牌	生产线数量	生产基地	公司成立时间
杭州豪悦	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	19.53	凯儿得乐、尤妮佳、金佰利、花王、宝洁、维达、Babycare 等	希望宝宝、天生明星、Mamamia、森林物语、汇泉、康福瑞、SunnyBaby、白+字	44	浙江杭州 江苏沭阳	2008
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、马呢	名人宝宝、Arome、童呵护、礼知宝贝、妙而亲、绿树、solove 等	37	浙江杭州 湖北孝感	1998
杭州可靠	成人失禁用品宠物卫生用品	11.57	Dodie（杜迪）、JS UNITRADE、百诺恩、亲蓓、子初等	coco 可靠、吸收宝、Ann 安护士、康普适、Qutie 酷特适	22	浙江杭州	2001
广东昱升	婴儿纸尿裤、片、拉拉裤，成人纸尿裤、片，护理垫	-	凯儿得乐、露安适	吉氏、舒氏宝贝、婴之良品、肯得康、添宝、添康、宜贝滋、初生	23	广东佛山 浙江湖州 湖南长沙	2005
杭州珍琦	成人失禁用品 婴儿纸尿裤 卫生巾、经期裤	-	维达、little angels	自由生活、珍琦、贴静、lady Cotton、elibell 婴丽宝、	-	浙江杭州	1999

来源：各公司官网，国金证券研究所

如何看待未来卫生用品 ODM 代工企业在产业链中的地位？

我们认为，长期角度看，龙头 ODM 厂在个护产业链地位和议价能力有望逐步提升，其角色将由“幕后陪跑人”转变为引领行业产品发展趋势的重要参与者。

1）对于新兴品牌，龙头 ODM 企业议价能力有望保持。互联网时代下品牌基于其自身“互联网”的基因，更多偏轻资产运营，在激烈的竞争和限定资源约束下，新兴品牌商采取上游制造端一体化战略的概率较低，更倾向于实施品类横向拓

展的发展战略。中游 ODM 企业凭借自身研发能力、产品理解力和品控能力更快的适应品牌方需求，品牌方会进一步强化对上游优质制造企业的依赖度有望提升，龙头 ODM 企业议价能力有望长期保持。

2）对于国际大品牌，有望凭借新品迭代与新品研发获得增量订单。外资大品牌自身制造端产业链布局较为齐全，ODM 企业对其更多是产能的补充和新品类的补充。比如，近年来兴起的经期裤，行业内护舒宝、苏菲等大品牌多委托豪悦等代工厂进行 ODM 生产。

3、未来看点：拓客户+拓品类+自主品牌，成长路径清晰

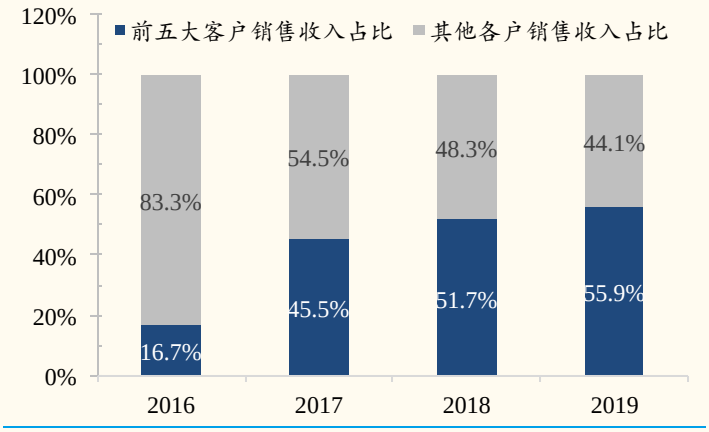
公司客户结构不断完善，短期公司有望持续受益于下游新锐品牌客户的成长，随着公司在供应链和工艺研发方面系统性优势的不断强化，有望持续“抢份额”，不断打开新客户合作空间。品类方面，过去三年公司经期裤营收增速超 90%，有望享受细分赛道新品类高增长红利。此外，公司自主品牌初具规模，借力募投资金进行全渠道开拓，中长期成长可期。

3.1、拓客户：核心客户关系稳固，客户矩阵不断完善

客户矩阵不断完善，有望持续受益于新锐品牌崛起趋势。凭借公司在个护 ODM 代工领域多年的口碑积累及较强的竞争优势，客户矩阵持续拓展。此外，公司有效把握行业发展趋势，积极拓展国际品牌客户和新锐品牌客户，持续分享行业新锐品牌崛起红利。

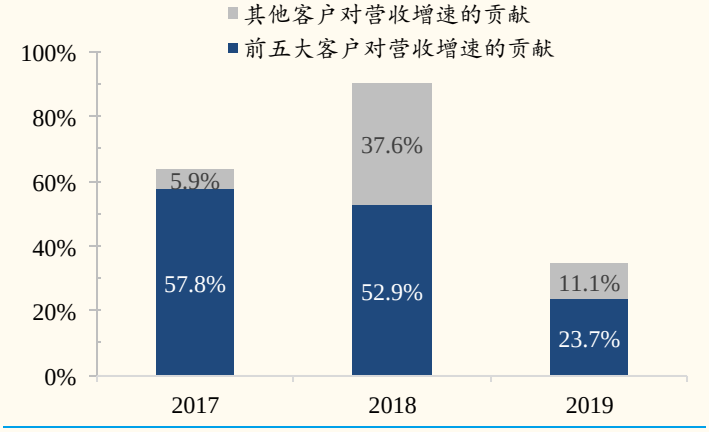
下游大客户营收弹性驱动营收增速。五大客户营收占比逐年提高，自 2016 年的 16.7%提升至 2019 年的 55.9%，从营收增速贡献来看，2018 年营收整体增速为 90.5%，其中前五大客户贡献 52.9%。

图表 21：2018 年起前五大客户营收占比超过 50%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 22：2019 年前五大客户占营收增速贡献达到 23.7%

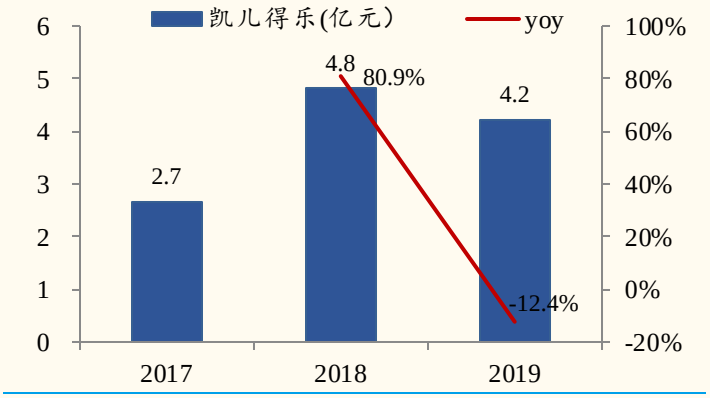


来源：公司公告，国金证券研究所

拆分客户结构来看，营收增长来自原客户的成长与获取新客户两个方面。

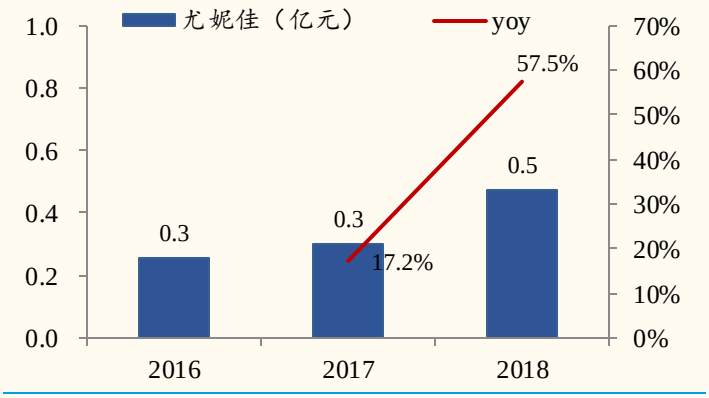
1）原有客户成长：主要借助下游客户的成长，以及合作品类范围的扩大。以凯儿得乐为例，当前为公司第一大客户，自 2017 年借助新兴渠道快速发展。2018 年，公司来自凯儿得乐的营收同比+80.9%，2019 年订单略有下滑。品类方面，公司与大多数个护品牌客户合作范围超过两个品类，比如与宝洁的合作有经期裤和婴儿纸尿裤两个品类。

图表 23：来自凯儿得乐的营收及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

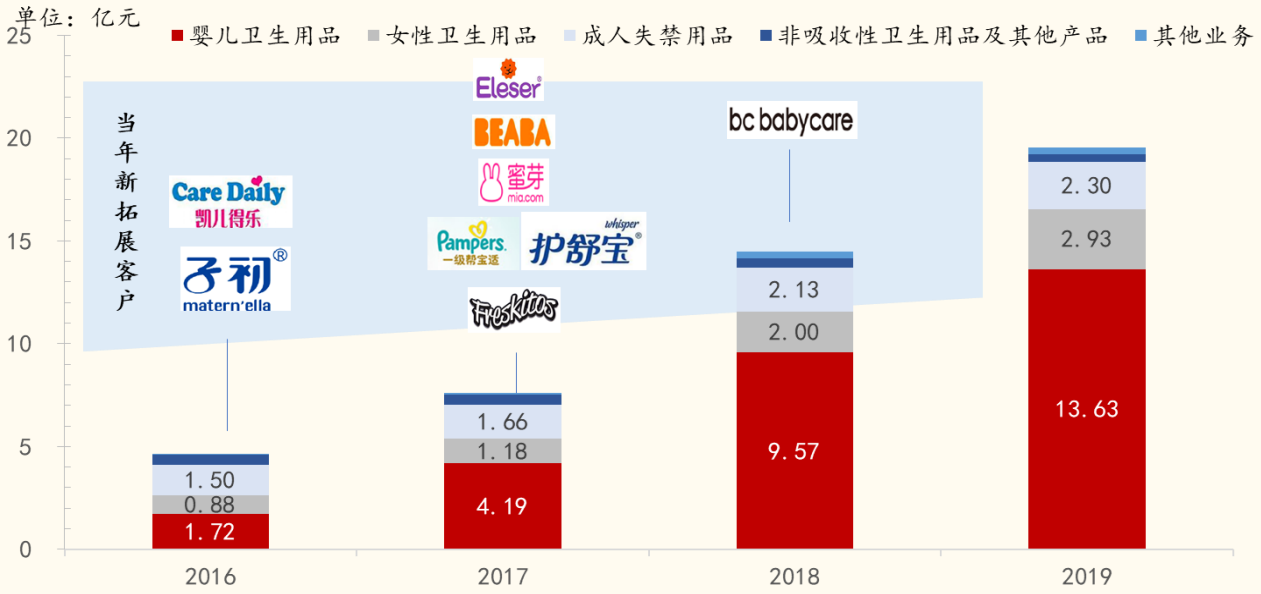
图表 24：来自尤妮佳的营收及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

2）新客户的开拓：近年来公司不断加速新客户开拓，不仅包括凯儿得乐、BEABA 等，还包括宝洁等大客户。

图表 25：公司下游新客户签订历程



来源：公司公告，国金证券研究所

核心客户合作关系稳固，新客户持续拓展。新客户开发方面，当前公司仍处于大客户驱动的阶段，下游客户集中度较高。我们认为随着公司在供应链和工艺研发形成的系统性壁垒的逐渐加深，有望进一步打开新客户合作空间。预计未来随着新客户的开发，豪悦的下游客户集中度有望逐步下降。

图表 26：豪悦与下游客户关系稳固

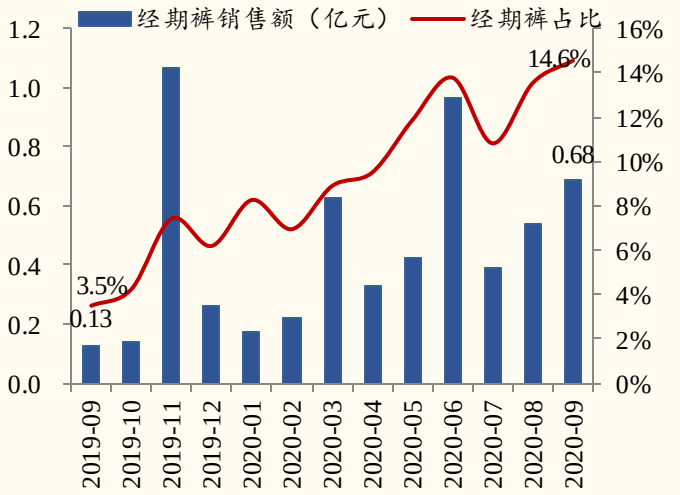
2017			2018			2019		
品牌（公司）	收入（亿元）	占比	品牌（公司）	收入（亿元）	占比	品牌（公司）	收入（亿元）	占比
凯儿得乐	2.67	35.06%	凯儿得乐	4.83	33.29%	凯儿得乐	4.23	21.6%
苏菲（尤妮佳）	0.30	3.97%	BEABA（爱朵）	0.97	6.69%	BabyCare（蓝缘）	1.85	9.5%
子初（滨海畅顺）	0.23	3.01%	Eleser（爱乐爱）	0.69	4.75%	BEABA（爱朵）	1.79	9.2%
Freskitos（ZHAOYANG）	0.13	1.73%	兔头妈妈（蜜芽）	0.53	3.65%	帮宝适&护舒宝（宝洁）	1.66	8.5%
Cuddlers（LODESTONE）	0.13	1.71%	苏菲（尤妮佳）	0.48	3.28%	兔头妈妈（蜜芽）	1.39	7.1%
合计	**3.46**	**45.49%**	**合计**	**7.49**	**51.66%**	**合计**	**10.92**	**55.9%**

来源：公司公告，国金证券研究所

3.2、拓品类：把握经期裤细分赛道高增长红利

公司在优势品类的基础上，有效把握行业趋势，积极发力女性经期裤为代表的新兴细分领域，完善品类布局，贡献营收弹性。经期裤作为卫生巾的消费升级类产品，是头部品牌产品升级和改善盈利结构的战略之一，近年来凭借舒适与强功效的优势迅速崛起。根据阿里线上数据统计，经期裤销售额占卫生巾整体销售额比例由 2019 年 9 月的 3.5%迅速提升至 2020 年 9 月的 14.6%。

图表 27：阿里口径线上经期裤成长速度较快



来源：国金证券研究所整理

图表 28：线上经期裤品牌销售额排名情况

	2020M4	2020M5	2020M6	2020M7	2020M8	2020M9
1	苏菲	护舒宝	护舒宝	护舒宝	苏菲	护舒宝
2	护舒宝	苏菲	苏菲	苏菲	护舒宝	苏菲
3	高洁丝	Libresse	高洁丝	高洁丝	高洁丝	高洁丝
4	七度空间	高洁丝	七度空间	七度空间	七度空间	自由点
5	佳期	七度空间	全棉时代	阿道夫	自由点	七度空间
6	乐而雅	乐而雅	乐而雅	乐而雅	阿道夫	阿道夫
7	abc	阿道夫	阿道夫	倍舒特	全棉时代	abc
8	洁婷	洁婷	abc	全棉时代	乐而雅	乐而雅
9	全棉时代	全棉时代	洁婷	佳期	honeymate	全棉时代
10	朵薇	abc	朵薇	洁婷	倍舒特	倍舒特

来源：国金证券研究所整理

图表 29：经期裤价格与普通卫生巾单价对比

品牌	产品系列	单价（元/片）
护舒宝	400mm 夜用甜睡（普通卫生巾）	1.75
	考拉安睡裤（经期裤）	3.89
苏菲	420 超熟睡（普通卫生巾）	1.09
	超熟睡安心裤 L（经期裤）	3.09
高洁丝	纯棉 420 夜用（普通卫生巾）	1.84
	夜安裤（经期裤）	3.32
七度空间	少女系列 420 甜睡（普通卫生巾）	1.96
	甜睡裤（经期裤）	3.25
自由点	自由点 430 舒睡（普通卫生巾）	1.32
	安睡裤（经期裤）	2.97

来源：天猫，国金证券研究所

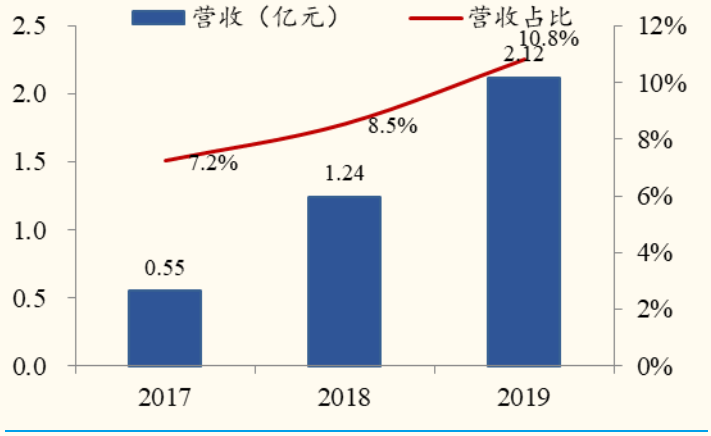
公司凭借在经期裤的制造先发与工艺先发优势，产品研发较为成熟，当前已与宝洁（护舒宝）、尤妮佳（苏菲）等国际大品牌展开合作，经期裤销售量由 2017 年的 0.41 亿片增长至 2019 年的 1.51 亿片，复合增长率达 91.9%，经期裤营收由 0.55 亿元增长至 2.12 亿元，复合增速 96.3%。我们判断，伴随下游客户对经期裤的推广力度加快，公司在中短期有望享受细分赛道成长红利。

图表 30：豪悦经期裤销售体量增速较快



来源：公司招股书，国金证券研究所

图表 31：经期裤营收占比逐步提升



来源：公司招股书，国金证券研究所

3.3、自主品牌：借力电商布局，有望保持稳健成长

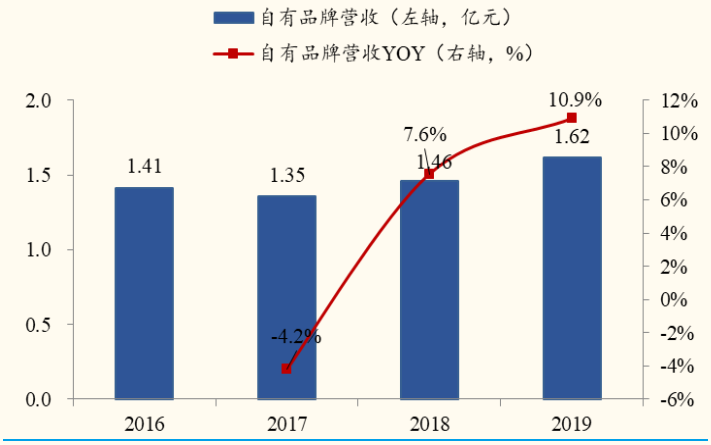
借力电商布局自有品牌，保持发展自主性。在婴儿卫生用品领域，公司拥有“希望宝宝”、“Mamamia”等自有品牌。成人失禁用品领域，公司发展了“康福瑞”、“白十字”等自有品牌。公司自有品牌以线上为切入点，营收由 2017 年的 1.35 亿元增长到 2019 年的 1.62 亿元，复合增速为 9.22%。

图表 32：公司自有品牌涵盖婴儿护理、成人护理和个人防护



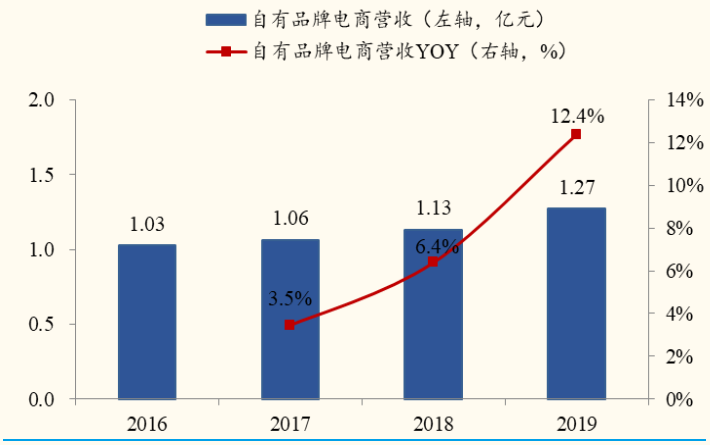
来源：公司宣传册，国金证券研究所

图表 33：公司自有品牌营收及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 34：自有品牌电商渠道营收及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

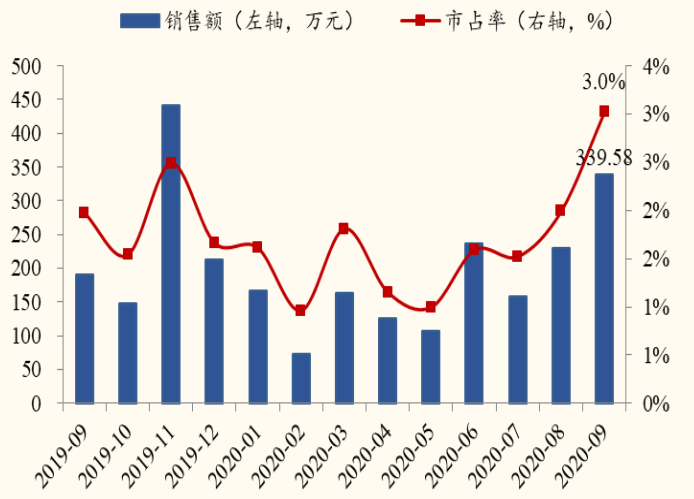
“高性价比”策略切入大众长尾市场，以点带面产品矩阵逐步健全。公司的成人纸尿裤和婴儿纸尿裤自有品牌主打性价比策略。其中，“康福瑞”成人纸尿裤热销产品单价为 1.77 元，凭借高性价比市场份额不断抬升。公司旗下自有母婴品牌 Mamamia 采取“电商+新零售”相结合的模式，以纸尿裤为基本盘，向纸巾、洗护品类延展，产品矩阵不断完善。

图表 35：公司纸尿裤品牌主打性价比定位

品牌	产品系列	单价（元/片）
得伴（金佰利）	4908 搭扣型 6 包套餐	4.70
添宁（维达）	干爽易穿内裤型纸尿裤	3.30
安尔康（恒安）	8L2010 组合	3.25
白十字（豪悦）	成人纸尿裤 Lx9 x6 包套装	2.52
包大人（维达）	包大人成人纸尿裤经济型 L	2.49
千芝雅（舒泰）	舒心棉柔成人纸尿裤大码	2.45
唯尔福（唯尔福）	成人超值型尿裤中号 80 片	1.93
康福瑞（豪悦）	成人纸尿裤 L-XL 箱装	1.52
可靠（侨资）	吸收宝纸尿裤 L 单包	1.50
珍琦（珍琦）	珍琦基本型纸尿裤 L 码套装	1.43

来源：天猫，国金证券研究所

图表 36：纸尿裤自有品牌康福瑞线上市场份额（阿里口径）



来源：国金证券研究所整理

图表 37：公司婴儿纸尿裤品牌主导性价比定位

品牌	产品系列	单价（元/片）
Moony（尤妮佳）	极上通气	6.48
大王 Goo.N（大王）	天使组合	5.83
好奇（金佰利）	铂金装	3.41
妙而舒（花王）	婴儿学步裤	3.2
妈咪宝贝（尤妮佳）	小内裤	2.17
帮宝适（宝洁）	超薄干爽	1.75
希望宝宝（豪悦）	白金韧薄	1.55
吉氏（昱升）	美术家	1.51
安儿乐（恒安）	小轻芯	1.48
茵茵（茵茵）	超极薄	1.26
可爱宝贝（中天）	棉柔净吸	1.01

来源：天猫，国金证券研究所

图表 38：母婴品牌 Mamamia 已形成产品矩阵

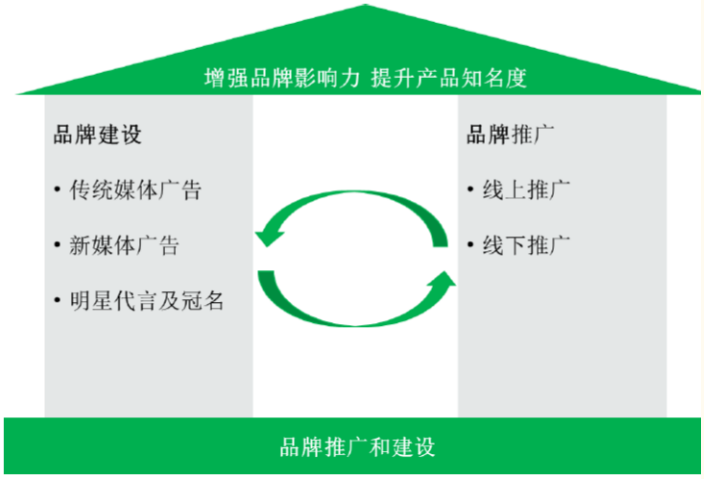
品类	系列	产品图示
拉拉裤	VE 呵护/天使	
纸尿裤	维 E 宝贝/天使宝贝	
纸巾/湿巾	CUOLOLLERS/湿纸巾/婴儿湿巾	
洗衣液	母婴洗护	
沐浴露	洗护二合一	

来源：天猫，国金证券研究所

自有品牌有望逐步打开成长空间。公司有望借助 IPO 募集资金加快自主品牌渠道与品牌建设，线上加快多平台覆盖速度，线下加速母婴专营连锁、KA 渠道的铺货，积极布局新零售布局体系等，实现自有品牌的进一步发展，降低对 ODM 体系的依赖。

长期角度，由于纸尿裤和成人失禁领域竞争较为激烈，公司若想实现自有品牌的快速成长，仍需在产品力、品牌差异化定位与渠道布局的全方位持续投入。

图表 39：公司未来品牌推广和建设计划



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 40：公司募集资金中品牌建设推广费用分布

项目	分项	具体	金额（万元）
品牌建设费	传统媒体广告费	电视、电影广告播放	3,300
		机场、地铁、商圈等户外广告发布	1,500
	新媒体广告费	热门APP/热门视频广告播出	2,100
		微博、微信、自媒体渠道宣传	1,800
	代言及冠名费	明星代言费	2,100
		冠名费	1,500
品牌推广费	线上推广费	各商城竞价、推广等	3,900
	线下推广费	展会、社区活动等推广活动	3,900
合 计			20,100

来源：公司公告，国金证券研究所

4、竞争优势：豪悦过去取得成功的原因是什么？

从整个行业来看，ODM 代工企业凭借单一竞争力已无法满足下游需求，需要的是从供应链管控、成本控制到研发创新能力一体化的 ODM 系统性优势。豪悦过去远高于产业链上下游的 ROE，一方面来得益于“高周转”为特征的经营模式，另一方面来自公司自身领先于行业的产品研发与创新迭代能力带来的高盈利能力。我们判断，未来高 ROE 的维持，需要企业自身制造端综合性系统性优势的构建，方可实现订单驱动向产能驱动的跨越。

4.1、制造端：强品控+快交付优势，下游客户资源优势稳固

凭借优质的供应链优势，成功实现从小品牌到多类型客户矩阵的构建。公司在业内逐步积累了较多的优质客户，不仅包括凯儿得乐、蜜芽、BEABA、

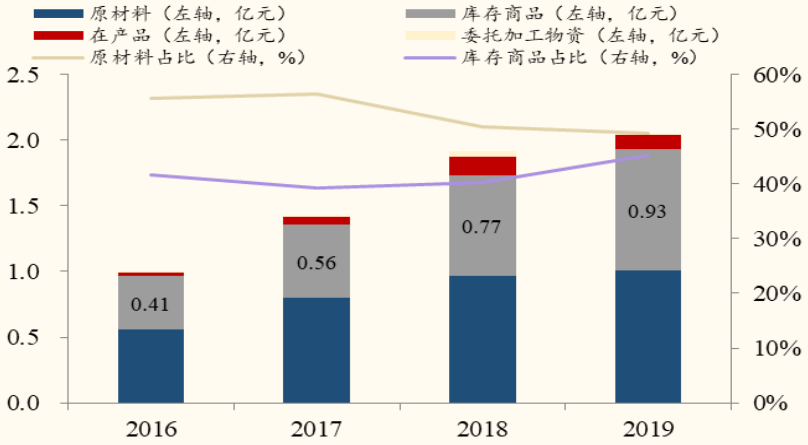
BabyCare 等国内新零售品牌，还包括宝洁、金佰利、尤妮佳等全球著名跨国公司。

1）质量控制方面，目前和行业前 5 大公司均有不低于两种品类的合作，在 5 大公司的共同要求下，质量控制细致入微，已经通过 ISO9001 质量管理体系认证、ISO14000 环境管理体系认证和 OHSAS18001 职业健康安全管理体系认证。

2）产品交付方面，**引进瑞光高端生产线，规模化快交付进一步加固核心竞争力。**公司拥有日本瑞光生产的婴儿尿裤、婴儿拉拉裤和经期裤生产设备，产能规模接近 20 亿，在产品良率、稳定性上更具优势。

得益于供应链端的快响应模式，下游传统制造型品牌企业存货周转天数在 3-4 个月，而豪悦存货周转天数维持在 50-80 天，且存货中为原材料占比平均在 50%以上。

图表 41：豪悦的存货中原材料占比接近 50%



来源：公司公告，国金证券研究所

下游账款政策方面，公司对下游新兴品牌客户议价力较强，大多采取“款到发货”的模式；对于国际品牌，公司给予一定信用期限，但在以销定产、快周转的经营模式下，公司对下游客户的账款信用期限较短，保证了现金流的良性周转。

图表 42：以销定产的经营模式决定了 ODM 企业收款政策

公司	收款方式
豪悦护理	（a）**一般国内客户**执行“款到发货”的收款政策。 （b）**合作时间较长**、业务规模较大的客户，酌情授予一定的收货信用期。
可靠护理	（a）**长期合作的客户**，公司采用预付款及月结的方式进行结算，公司发货后，在次月月初进行对账付款； （b）**部分新客户**，公司产品生产检验完毕后，收到全部尾款后公司安排发货。 （c)**少数战略合作型客户**，公司给予一定的信用政策，采用月结 30 天账期的方式进行结算。

来源：公司公告，国金证券研究所

4.2、研发端：“材料创新+产品迭代”双轮齐驱，提升客户黏性

公司紧随市场热点趋势，在关键材料复合芯研发方面积累了较强的优势，并且在新兴品类方面加速迭代创新，不断为下游品牌商客户提供新产品与新工艺研发服务，有效提升客户黏性。

4.2.1、材料改善型创新：改进“第四代复合芯”，构筑工艺壁垒

以纸尿裤的关键吸收性材料复合芯为例，当前纸尿裤的吸收芯体按照物理结构不同可分为传统木浆芯、普通复合芯。过去复合芯主要集中于国产品牌凯儿得乐、爸爸的选择等，近年来复合芯体凭借轻薄、干燥、舒适的优势逐渐取代传统木浆芯，实现技术路线的“赶超”，国际大牌逐渐重视复合芯体工艺建设。豪悦提前布局复合芯体技术，并且在普通复合芯技术基础上进一步进行技术改善创新，凭借技术先发优势以及完善的配套供应链体系，逐渐获得宝洁等国际大客户订单。

图表 43：复合芯和木浆芯体优劣势的对比

吸收芯体	传统木浆芯	普通复合芯	豪悦四代无木浆多维复合芯
优势	由于绒毛浆的特性，吸收速度快	由无纺布和高分子吸水树脂组成，可以有效避免断层起坨的现象。	无木浆多维复合芯体由多种卷曲以及中空纤维制成的热风蓬松无纺布和多种不同特性的高分子吸水树脂复合而成。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、柔软和轻薄的特点。
	吸收液体后的回渗量较低，吸收面可保持相对干燥。	吸水后，整体不会膨胀，舒适性大大提高	
劣势	因为结构松散且没有粘合剂，无法固定绒毛浆及高分子吸水树脂容易起坨、断层	相较于毛绒浆的高吸收性，普通复合芯取消了毛绒浆的成分，降低了吸水性能	
	绒毛浆及高分子的配比失调很容易造成不舒适，绒毛浆偏少则容易形成偏硬的凝胶。即使配比均衡，起坨部分也会偏软造成不舒适感。	成本高、工艺复杂且设备的生产速度较传统木浆芯更慢	
	木浆和吸水树脂无序混合，且木浆吸水迅速膨胀，造成整体偏厚。	由于制造过程会使用到热熔胶，产品会有较大的异味。	

来源：《超薄婴儿纸尿裤性能研究——中国复合芯体纸尿裤分析》，国金证券研究所

图表 44：复合芯的物理结构决定了其相对传统木浆芯的优势

纸尿裤	传统绒毛浆纸尿裤	美国超薄型纸尿裤	中国绒毛浆复合芯体混合型	中国复合芯体
结构	导流层 绒毛浆+SAP	导流层 卷曲纤维非织造布 SAP 层（导流槽）	导流层 中国复合芯体 绒毛浆+SAP	上层SAP层 蓬松纤维非织造布 下层SAP层

来源：国金证券研究所

图表 45：复合芯逐以国内品牌为主，但呈替代“木浆芯”的趋势

	国内品牌	国外品牌
木浆芯	安儿乐	unicharm、GOO.N 大王、kao 花王
复合芯	DADDY'S CHOICE、雀氏 Chiaus、Daddy Baby 爹地宝贝、Care Daily 凯儿得乐	Pampers
木浆复合芯混合		菲比 Fitti、Eleser

来源：公司公告，国金证券研究所

复合芯纸尿裤是基于“技术路线”改变带来的“升级类”产品，公司短期享受技术“溢价”，中长期享受成熟度提升带来的规模化成本优势。产品价格比较角度，无论是国际品牌还是国产品牌，复合芯类纸尿裤单价是木浆芯类纸尿裤单价的 1.2-1.8 倍。随着产品升级趋势渐显，我们认为短期内豪悦有望凭借技术与工艺先发优势获取更多的技术“溢价”，获得与下游客户的深度绑定；中长期随着技术的成熟，有望凭借制造端的规模化优势，提升毛利率水平。

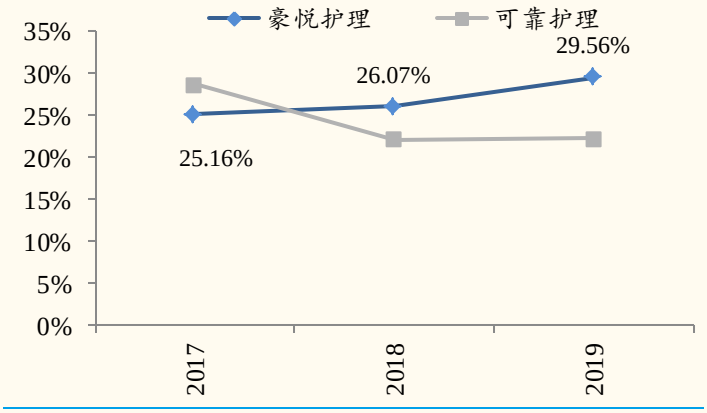
图表 46：木浆芯产品价格普遍低于复合芯或者木浆复合混合芯

价格对比	产品系列名称	单价（元/片）
国内品牌	安儿乐小轻芯纸尿裤 L（木浆芯）	1.65
	雀氏薄+C 纸尿裤 L（复合芯）	1.88
	爸爸的选择 2.0 轻薄 L（复合芯）	2.27
	爹地宝贝探索系列 L（复合芯）	1.96
	凯儿得乐丝薄 L（复合芯）	3.00
国外品牌	大王维 E 纸尿裤 L(木浆芯)	1.44
	花王妙而舒 L（木浆芯）	1.65
	尤妮佳纸尿裤 L（木浆芯）	2.02
	帮宝适一级帮 L（复合芯）	2.49
	菲比金装呵护 L（木浆复合混合）	1.76
	爱乐爱丝柔纸尿裤 L（木浆复合混合）	2.6

来源：京东商城，国金证券研究所

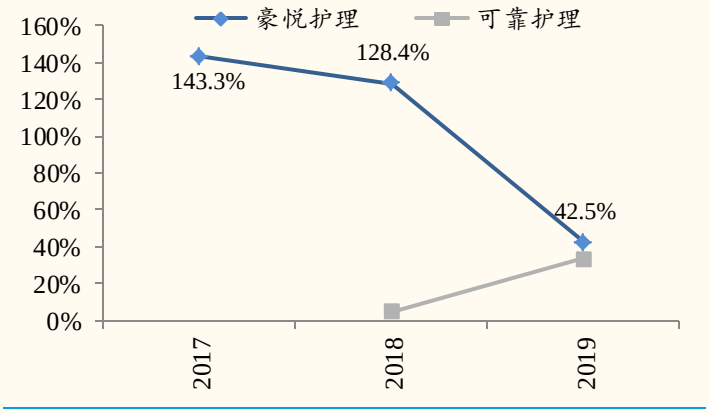
技术优势助力公司产品毛利结构不断改善。营收增速角度，豪悦婴儿护理业务增速高于同业竞争者。盈利能力角度，自 2017 年以来，豪悦婴儿护理毛利率一路呈上升趋势，对比同行表现出了较强的定价能力。

图表 47：婴儿护理用品毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 48：婴儿护理用品 ODM 营收增速对比



来源：公司公告，国金证券研究所

4.2.2、新兴品类布局创新：先发布局+快迭代，提升客户粘性

公司多年来持续进行新兴品类池的构建，围绕母婴品类及女性用品进行多品类研发，除纸尿裤等大品类外，还有母婴类乳霜纸巾、湿巾、棉柔巾等产品。

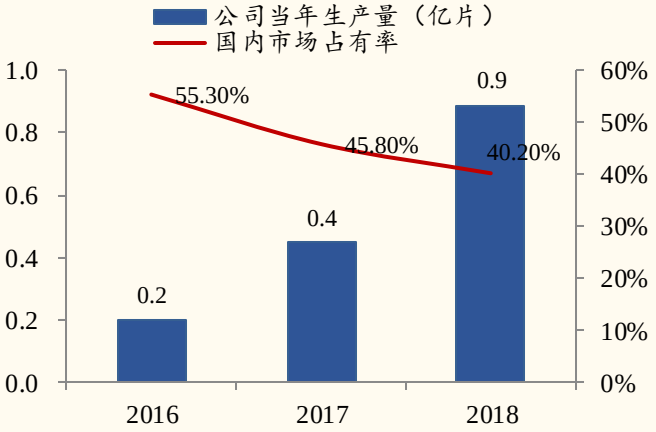
以公司成功布局的前瞻性产品经期裤为例，公司自 2011 年研发经期裤，2013 年推向市场，先后取得 7 项发明专利、89 项实用新型专利和 17 项外观设计专利，并且作为行业领先者参与多项行业标准的制定。在结构和功能上不断改进，目前已掌握第四代经期裤研发技术，凭借领先的产品工艺积累获取了宝洁、尤妮佳等大客户的深度合作。我们认为，作为经期裤细分行业的领导者，随着下游品牌的大力推广，公司有望享受经期裤行业增长红利。

图表 49：豪悦参与女性经期裤行业标准的制定

	行业标准
豪悦参与项目	浙江制造标准《裤型卫生巾》（T/ZZB 0744-2018）
	国家标准《纸尿裤规格与尺寸》（GB/T 33280-2016）
	国家标准《妇女用纸质卫生裤》

来源：公司招股书，国金证券研究所

图表 50：公司经期裤产量居国内市占首位

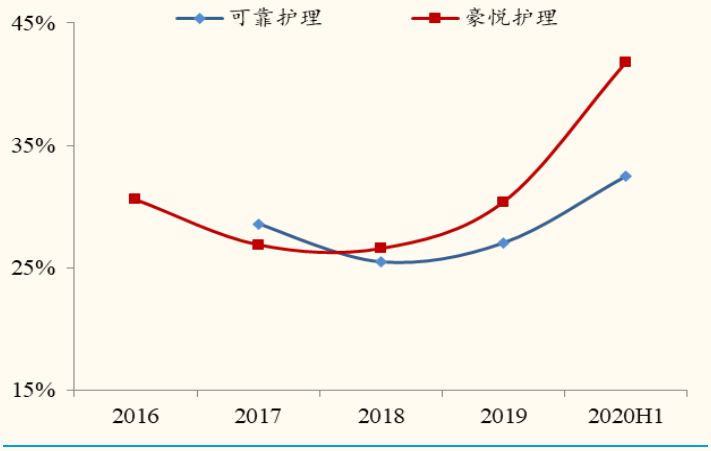


来源：公司招股书，国金证券研究所

4.3、强管控：强成本控制能力，规模效应下毛利率优势凸显

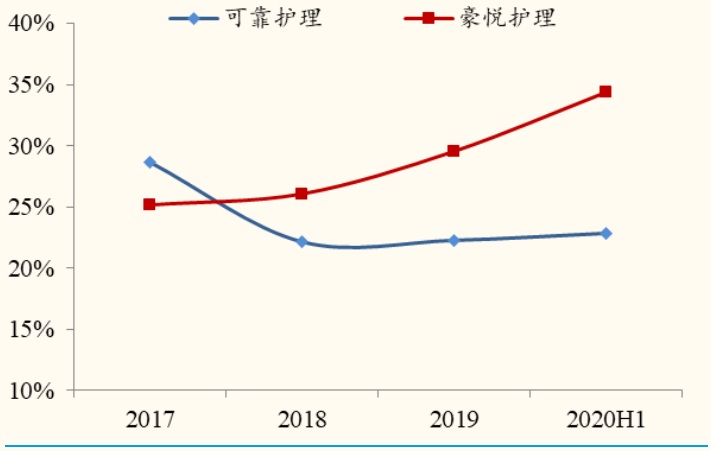
信息化管理优化排单，提升设备利用效率。由于纸尿裤类产品库存占用较高，场地资源有限，公司通过信息化管理优化排单，有序安排物料采购、生产和物流周转，减少库存占用，提升固定资产利用效率。2019 年公司综合毛利率为 30.4%，其中婴儿卫生用品毛利率为 29.6%，较同行优势显著。

图表 51：与同行相比，豪悦综合毛利率优势显著



来源：Wind，国金证券研究所

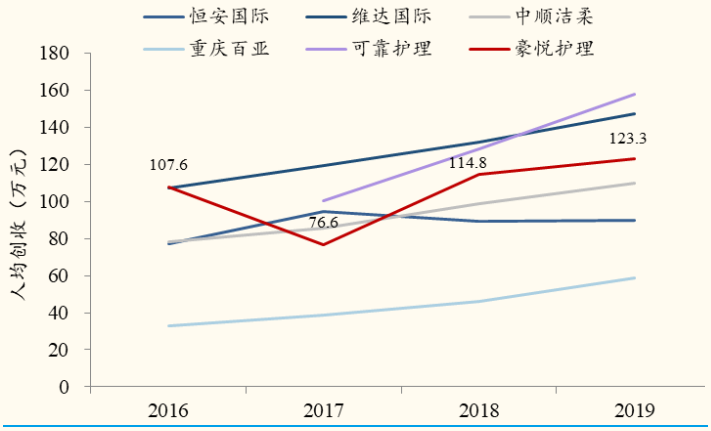
图表 52：与同行比，豪悦婴儿卫生用品毛利率优势显著



来源：Wind，国金证券研究所

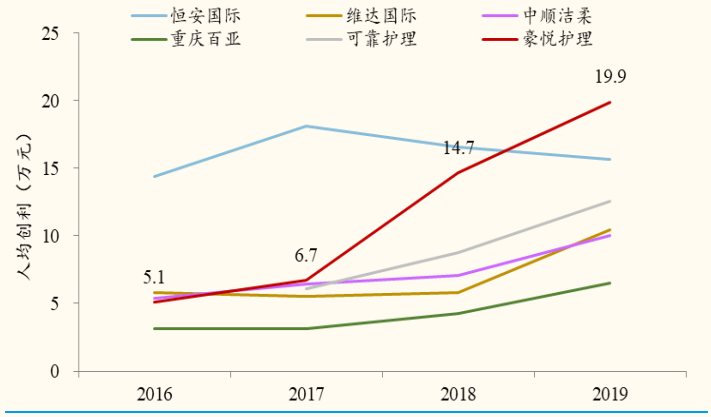
原料采购层面，公司建立供应商竞价准入机制，整体议价能力较强。受益于优秀的经营管理能力，公司人均创收和人均创利增速较快，其中年人均创收由2017 年的 76.6 万元/人提升至 2019 年的 123.3 万元/人，人均创利远高于同业竞争者和下游公司。

图表 53：行业人均创收对比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 54：行业人均创利对比



来源：Wind，国金证券研究所

盈利预测和投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 6.3、6.9 和 8.5 元，当前股价对应 PE 分别为 28 倍、26 倍和 21 倍，考虑豪悦作为个护 ODM 的头部企业，在供应链、技术研发与产品迭代方面的竞争优势，有望不断加强新客户与新品类的开拓，自有品牌电商运营体系不断完善。我们采用市盈率相对估值法，给予豪悦 2021 年 30X 估值，对应目标价 206.3 元，给予“买入评级”。

盈利预测

- 核心假设

1、婴儿卫生用品：受益于行业复合芯体技术产品渗透率的提升、公司在技术研发、工艺质量稳定性方面的优势，我们预计公司近三年的纸尿裤订单份额有望稳定提升，且复合芯中高端产品占比预计逐步提升，我们预计 2020-2022 年公司婴儿卫生用品营收同比+39.4%/45.6%/31.8%。毛利率方面，考虑到当前处于原材料价格周期底部，公司过去的毛利率中枢在 26%-30%，我们预测 2020-2022 年公司毛利率为 33%/30%/30%。

2、女性卫生用品：卫生巾行业整体稳健增长，受益于新兴产品经期裤的加速推广，以及公司在该品类的前瞻性布局，我们预计 2020-2022 年公司卫生巾销量同比+5%/+7%/+5%，单价同比+3%/+4%/+2%；我们预计 2020-2022 年公司经期裤销量同比+49%/+50%/+35%，单位均价同比+0%/3%/2%。我们预计 2020-2022 年女性卫生用品整体营收同比+37.0%/45.3%/35.9%，预计女性卫生用品整体毛利率为 40%/38.8%/39%。

3、成人失禁用品：当前行业尚处于市场导入期，行业竞争者以价格战为主要战略，公司下游客户订单稳定，我们预计 2020-2022 年公司成人失禁用品营收同比+16.7%/23.6%/19.3%，预计毛利率为 35%/34%/34%。

4、非吸收性卫生用品及其他产品：主要销售复合芯体、膜、湿巾等产品，2020H1 公司新增口罩、消毒湿巾等防疫产品线，导致上半年营收大幅增长，预计随着疫情恢复，此类产品营收恢复至正常水平，我们预计 2020-2022 年收入同比+800%/-30%/-10%。

综合来看，我们预计 2020-2022 年公司总体营收同比+48.7%/35.2%/28.5%，毛利率为 36.8%/31.9%/31.6%。

图表 55：公司主要业务营收及毛利预测

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**1449.5**	**1953.4**	**2905.2**	**3929.0**	**5049.2**
1. 婴儿卫生用品	956.7	1363.0	1899.8	2766.1	3646.8
2. 成人失禁用品	213.5	230.3	268.8	332.2	396.5
3. 女性卫生用品	200.1	292.6	401.0	582.6	773.0
3.1 卫生巾	77.3	79.2	85.6	95.3	102.0
3.2 经期裤	123.8	211.7	315.4	487.3	671.0
4. 非吸收性卫生用品及其他产品	44.0	34.3	309.1	216.4	194.7
同比增速	**90.5%**	**34.8%**	**48.7%**	**35.2%**	**28.5%**
1. 婴儿卫生用品	128.4%	42.5%	39.4%	45.6%	31.8%
2. 成人失禁用品	28.6%	7.9%	16.7%	23.6%	19.3%
3. 女性卫生用品	70.0%	46.2%	37.0%	45.3%	32.7%
3.1 卫生巾	25.6%	2.4%	8.2%	11.3%	7.1%
3.2 经期裤	125.1%	71.0%	49.0%	54.5%	37.7%
4. 非吸收性卫生用品及其他产品	-9.6%	-21.9%	800.0%	-30.0%	-10.0%
毛利率	**26.6%**	**30.4%**	**36.8%**	**31.9%**	**31.6%**
1. 婴儿卫生用品	26.1%	29.6%	33.0%	30.0%	30.0%
2. 成人失禁用品	27.5%	30.6%	35.0%	34.0%	34.0%
3. 女性卫生用品	29.9%	35.8%	40.0%	38.8%	39.0%
4. 非吸收性卫生用品及其他产品	23.0%	22.1%	59.0%	35.0%	30.0%

来源：公司公告，国金证券研究所预测

费用预测

2020 年至 2022 年公司营收、订单量、产量稳健增长，我们预计销售费用分别为 1.22/1.76/2.37 亿元，销售费用率保持相对稳定水平，预计为 4.2%/4.5%/4.7%。管理费用预计为 0.44/0.67/1 亿元，管理费用率为

1.5%/1.7%/2.0%。研发费用预计为 0.99/1.42/1.77 亿元，研发费用率为 3.4%/3.6%/3.5%。

投资建议

2021-2022 年，可比公司平均估值水平为 27.2 倍和 22.5 倍，相对应的豪悦相对估值分别为 26 倍和 21 倍，考虑豪悦作为个护 ODM 的头部企业，在供应链、技术研发与产品迭代方面的竞争优势，有望不断加强新客户与新品类的开拓，自有品牌电商运营体系不断完善。我们采用市盈率相对估值法，给予豪悦 2021 年 30X 估值，对应目标价 206.3 元，给予“买入评级”。

图表 56：可比公司估值

代码	公司简称	收盘价（元）	PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E
002511.SZ	中顺洁柔	22.53	27.44	31.80	26.47	22.08
003006.SZ	百亚股份	17.57	-	41.32	32.89	26.44
603238.SH	诺邦股份	38.44	25.26	25.60	22.13	18.89
平均值			26.35	32.90	27.16	22.47
中位数			26.35	31.80	26.47	22.08
605009.SH	豪悦护理	178.50	-	28.34	25.96	20.88

来源：WIND，国金证券研究所

风险提示

1、下游客户集中度过高的风险：2019 年前五大客户营收占比超过 50%，其中第一大客户营收占比 21.6%，若下游客户增长不及预期或下游客户后续自建产能，会导致公司业务订单增长不及预期的风险。

2、原材料价格大幅波动导致毛利率波动的风险：公司主营业务产品直接材料占成本比例超 80%，其中无纺布占原材料成本比例超 35%，若未来原材料价格或供应情况发生大幅波动，将导致公司的毛利率发生波动。

3、市场竞争激烈导致毛利率下滑的风险：个护卫生用品行业技术已进入相对成熟期，若行业新进入者变多、或制造端企业大规模扩产，导致公司议价力降低，公司产品毛利率有下滑风险。

4、产品质量控制及产品安全问题风险：公司主营产品吸收性卫生用品是与使用者肌肤密切接触的卫生用品，若未来发生质量问题，会影响公司口碑，进而造成营收大幅波动。

单击或点击此处输入文字。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**761**	**1,450**	**1,953**	**2,905**	**3,929**	**5,049**
增长率		90.5%	34.8%	48.7%	35.2%	28.5%
主营业务成本	-556	-1,064	-1,360	-1,836	-2,677	-3,452
%销售收入	73.1%	73.4%	69.6%	63.2%	68.1%	68.4%
毛利	205	385	593	1,070	1,252	1,597
%销售收入	26.9%	26.6%	30.4%	36.8%	31.9%	31.6%
营业税金及附加	-4	-7	-10	-15	-20	-25
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-59	-74	-102	-122	-177	-237
%销售收入	7.8%	5.1%	5.2%	4.2%	4.5%	4.7%
管理费用	-27	-25	-36	-44	-67	-101
%销售收入	3.6%	1.7%	1.9%	1.5%	1.7%	2.0%
研发费用	-29	-49	-66	-99	-141	-177
%销售收入	3.8%	3.4%	3.4%	3.4%	3.6%	3.5%
息税前利润（EBIT）	86	231	378	790	847	1,057
%销售收入	11.3%	15.9%	19.4%	27.2%	21.6%	20.9%
财务费用	-16	-16	-12	3	11	10
%销售收入	2.1%	1.1%	0.6%	-0.1%	-0.3%	-0.2%
资产减值损失	1	7	6	-10	-4	-4
公允价值变动收益	0	0	0	-1	1	1
投资收益	0	1	2	2	2	2
%税前利润	0.2%	0.4%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	74	213	366	785	857	1,066
营业利润率	9.7%	14.7%	18.7%	27.0%	21.8%	21.1%
营业外收支	3	0	0	1	1	1
税前利润	77	214	366	786	858	1,067
利润率	10.1%	14.7%	18.8%	27.0%	21.8%	21.1%
所得税	-10	-29	-51	-114	-124	-155
所得税率	12.6%	13.4%	13.9%	14.5%	14.5%	14.5%
净利润	67	185	315	672	733	912
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**67**	**185**	**315**	**672**	**733**	**912**
净利率	8.8%	12.8%	16.1%	23.1%	18.7%	18.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	67	185	315	672	733	912
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	23	25	39	64	78	109
非经营收益	15	12	7	20	10	11
营运资金变动	33	28	57	10	15	27
经营活动现金净流	**138**	**251**	**418**	**765**	**836**	**1,058**
资本开支	-131	-170	-306	-604	-859	-824
投资	-4	-37	38	-451	-149	101
其他	-3	-10	-17	2	2	2
投资活动现金净流	**-138**	**-217**	**-285**	**-1,053**	**-1,006**	**-721**
股权募资	80	0	0	1,636	0	0
债权募资	-40	26	-6	-69	71	-19
其他	-42	-43	-76	-97	-110	-121
筹资活动现金净流	**-2**	**-16**	**-82**	**1,470**	**-39**	**-140**
现金净流量	**-2**	**18**	**52**	**1,182**	**-208**	**197**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	47	58	123	1,305	1,096	1,294
应收款项	51	101	129	172	239	327
存货	141	187	199	260	393	526
其他流动资产	13	50	29	477	635	545
流动资产	252	396	479	2,214	2,363	2,691
%总资产	38.0%	43.2%	38.2%	62.7%	52.9%	48.8%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	387	475	703	1,152	1,833	2,486
%总资产	58.3%	51.7%	56.1%	32.6%	41.1%	45.1%
无形资产	22	22	62	164	269	336
非流动资产	412	522	775	1,316	2,102	2,822
%总资产	62.0%	56.8%	61.8%	37.3%	47.1%	51.2%
资产总计	**664**	**918**	**1,254**	**3,529**	**4,465**	**5,513**
短期借款	155	191	138	122	177	149
应付款项	200	224	279	343	529	749
其他流动负债	41	73	85	142	184	225
流动负债	396	489	502	607	890	1,124
长期贷款	0	0	51	51	56	61
其他长期负债	72	77	63	10	20	25
负债	467	566	615	668	967	1,210
普通股股东权益	197	352	639	2,861	3,498	4,304
其中：股本	80	80	80	107	107	107
未分配利润	43	180	438	1,024	1,662	2,467
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**664**	**918**	**1,254**	**3,529**	**4,465**	**5,513**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.838	2.314	3.942	6.298	6.876	8.549
每股净资产	2.462	4.401	7.982	26.821	32.797	40.346
每股经营现金净流	1.728	3.132	5.226	7.173	7.841	9.921
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.800	0.900	1.000
回报率						
净资产收益率	34.02%	52.57%	49.38%	23.48%	20.97%	21.19%
总资产收益率	10.09%	20.17%	25.14%	19.03%	16.43%	16.54%
投入资本收益率	21.28%	36.79%	39.35%	22.28%	19.40%	20.02%
增长率						
主营业务收入增长率	63.69%	90.48%	34.76%	48.73%	35.24%	28.51%
EBIT 增长率	118.75%	169.29%	63.93%	108.92%	7.14%	24.82%
净利润增长率	202.41%	176.19%	70.35%	113.05%	9.18%	24.33%
总资产增长率	25.34%	38.17%	36.63%	181.45%	26.51%	23.48%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.7	14.3	15.5	14.5	14.0	14.0
存货周转天数	78.7	56.3	51.8	53.0	55.0	57.0
应付账款周转天数	49.5	57.8	55.0	55.0	57.0	63.0
固定资产周转天数	146.7	113.9	94.9	82.5	82.5	86.1
偿债能力						
净负债/股东权益	54.83%	37.88%	10.24%	-39.60%	-24.69%	-25.20%
EBIT 利息保障倍数	5.5	14.3	30.3	-252.0	-74.9	-106.2
资产负债率	70.35%	61.64%	49.08%	18.94%	21.65%	21.94%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH