

豪悦护理（605009）深度研究报告

产品创新引领行业发展，制造优势突出夺市场先机

推荐（首次）

目标价：220 元

当前价：192.22 元

- ❖ **个护领域领先制造商，专注国内市场。**豪悦护理成立于 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。根据中国造纸协会统计数据，2016 年至 2018 年，公司婴儿纸尿裤和成人纸尿裤的销售额排名位于行业内国产厂商前列，经期裤销售额国内市场占有率连续 3 年排名第一，市场地位稳固。公司于 2020 年 9 月 11 日在上海证券交易所上市。
- ❖ **中国吸收性卫生用品行业加速发展，女性卫生用品与婴儿卫生用品各自占比均超四成。**上世纪 90 年代随着先进卫生巾及婴儿纸尿裤生产设备和工艺的引进，我国吸收性卫生用品行业进入加速发展期。根据中国造纸协会统计，2019 年我国吸收性卫生用品市场总销售额已达到 1248.3 亿元，CAGR 达到 11.74%，规模稳健增长。2018 年，女性卫生用品占吸收性卫生用品市场的比例最高，达到 47.4%，其次是婴儿卫生用品，占比为 46.7%，成人失禁用品占比为 5.9%。
- ❖ **行业竞争激烈，格局不断调整。**中国吸收性卫生用品行业竞争激烈：（1）**婴儿卫生用品国外品牌占据高端，国内品牌逐步崛起。**2019 年我国婴儿纸尿裤市场份额前三名的品牌分别为宝洁帮宝适（19.9%）、花王妙而舒（8.8%）、金佰利好奇（7.7%），均为外资品牌商所有，行业集中度方面，国产品牌崛起，行业集中度逐年下降，2015 年至 2019 年品牌 CR10 从 74.6%降为 59.9%；（2）**女性卫生用品本土企业表现出色，行业集中度持续提升。**经过多年的发展，中国女性卫生用品市场竞争格局相对比较稳定，目前行业排名前十的企业中本土企业共有六家，分别为恒安国际、广东景兴、桂林洁伶、重庆百亚、丝宝和福建恒利。行业集中度方面，品牌 CR10 从 2015 年的 35.8%升至 2019 年的 38.6%；（3）**成人失禁用品市场尚处起步阶段，目前以国内品牌为主。**2019 年企业 CR10 为 56.6%，品牌 CR10 为 56.0%，其中，国内品牌恒安国际安尔康、杭州可靠、杭州舒泰千芝雅市占率分别为 12.5%、11.3%、8.5%，排名前三，但尚未出现对市场具有话语权的龙头企业，品牌竞争格局不明晰。
- ❖ **豪悦产品创新引领行业发展，制造优势突出夺市场先机。****生产端：**公司具备强研发制造能力，其中无木浆多维复合芯体纸尿裤已研发出第四代产品，有效提升了纸尿裤、经期裤等产品在吸收、反渗、舒适度等方面性能，引领行业发展，与客户形成了相互依靠和促进的共生关系。**产品端：**公司产品梯队明晰，婴儿卫生用品与女性卫生用品制造实力强劲，其中公司是行业内较早开发出经期裤产品并实现规模化生产和销售的企业；公司成人失禁用品业务稳定增长，推出多个自主品牌，有望借研发与渠道优势抓住先机。**渠道端：**公司 ODM 稳步发展，自主品牌逐步发力，积极拓展多元化销售体系，抢夺新零售时代先机。
- ❖ **产品与渠道升级前景广阔，首次覆盖，给予“推荐”评级。**我国吸收性卫生用品行业进入加速发展期，格局不断调整，公司有望借助强劲研发制造实力与产品渠道升级抢夺新零售时代先机。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 6.55、7.22、9.04 亿元，EPS 分别为 6.14、6.77、8.48 元，对应当前股价 PE 分别 31、28、23 倍，考虑到公司领先的研发制造实力，产品与渠道升级前景广阔，首次覆盖给予 220 元目标价，对应 2020 年 36XPE，给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**新开发业务不及预期，原料成本大幅波动，市场竞争加剧。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	1,953	2,762	3,447	4,225
同比增速(%)	34.8%	41.4%	24.8%	22.5%
归母净利润(百万)	315	655	722	904
同比增速(%)	70.4%	107.8%	10.2%	25.2%
每股盈利(元)	3.94	6.14	6.77	8.48
市盈率(倍)	49	31	28	23
市净率(倍)	24	7	6	5

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2020 年 11 月 20 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

执业编号：S0360518100001

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831

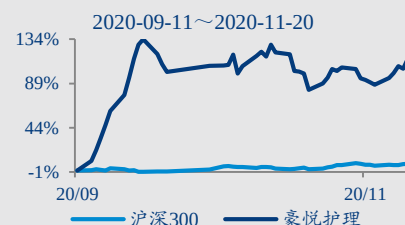
邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

公司基本数据

总股本(万股)	10,667
已上市流通股(万股)	2,667
总市值(亿元)	205.04
流通市值(亿元)	51.27
资产负债率(%)	17.8
每股净资产(元)	25.1
12 个月内最高/最低价	217.0/74.71

市场表现对比图(近 12 个月)



投资主题

报告亮点

本篇报告是我们发布的首篇豪悦护理个股深度覆盖报告，在行业现状与发展趋势分析基础上，深度剖析公司在产品拓展、产能布局与渠道建设方面的优势。

投资逻辑

本篇报告首先从发展历史、股权结构、收入结构、同业对比对公司进行简要介绍；然后对我国吸收性卫生用品行业的现状与竞争格局进行分析；最后对公司产品、产能、渠道和品牌建设方面进行深入解析。我们认为，豪悦护理在产品端积极进行品类业务转型升级；在渠道端，ODM 稳步发展基础上，自主品牌逐步发力，积极拓展多元化销售体系，抢夺新零售时代先机，未来业绩有望快速增长。考虑到公司研发制造实力强劲，产品与渠道升级前景广阔，首次覆盖，给予“推荐”评级。

关键假设、估值与盈利预测

我们选择 DCF 模型对公司进行估值定价，主要关键假设为：1）婴儿卫生用品和女性卫生用品未来三年增长需求能够消化新增产能；2）2020 年受“新冠”疫情影响，公司改造转产口罩等抗疫物资生产线，引起公司非吸收性卫生用品销售规模倍数级增长，该高增速未来三年增速不持续；3）考虑到公司经期裤等高端产品，以及自有品牌业务量提升，预计未来三年整体毛利率不断改善。基于此，我们预计 2020-2022 年营收增速分别为 41.4%、24.8%、22.5%，归母净利润分别为 6.55、7.22、9.04 亿元，同比增长 107.8%、10.2%、25.2%，对应当前股价 PE 分别为 31、28、23 倍。

目录

一、豪悦护理：个护领域领先制造商，专注国内市场	6
（一）深耕个护行业，研发制造实力突出	6
（二）公司股权集中，大股东控股超 60%	7
（三）婴儿卫生用品为核心业务，主销国内市场	8
二、中国吸收性卫生用品行业加速发展，竞争格局逐渐形成	10
（一）中国吸收性卫生用品稳定增长，女性及婴儿卫生用品占比均近五成	10
1、中国吸收性卫生用品稳定增长，女性及婴儿卫生用品占比均近五成	10
2、中国新兴渠道快速发展，驱动国产品牌崛起	11
（二）婴儿卫生用品：国内品牌持续崛起	12
1、规模：婴儿卫生用品市场规模持续扩大	12
2、格局：市场竞争激烈，国产品牌快速崛起	13
（三）女性卫生用品：步入成熟期，市场规模稳步增长	14
1、规模：女性卫生用品步入成熟期，市场规模稳步增长	14
2、格局：竞争格局稳定，本土企业占比领先	14
（四）成人失禁用品：行业处于发展初期，行业格局尚未真正形成	15
1、规模：中国成人失禁用品市场目前处于发展初期，发展空间大	15
2、格局：格局分散，国内品牌为主	15
三、产品创新引领行业发展，制造优势突出夺市场先机	16
（一）产品端：婴儿卫生用品为主，经期裤产品竞争实力强劲	16
1、婴儿卫生用品：豪悦护理核心业务为婴儿卫生用品，营收占比超 60%	16
2、女性卫生用品：保持快速增长趋势，经期裤产品为国内龙头	17
3、成人失禁用品：保持稳定增长，市占率稳定	17
（二）生产端：研发生产优势突出，产能扩张明显	18
1、深度开发无木浆多维复合芯体，引领行业发展	18
2、规模优势明显，高分子产品占比突出	19
3、产能布局：生产基地扩建，突破产能瓶颈	21
（三）渠道端：ODM 为主，抢夺新零售时代先机	23
1、ODM：占营收比重超九成，国内客户为主	23
2、自有品牌：经营稳定，线上销售占比近八成	25
3、积极拓展多元化销售体系，抢夺新零售时代先机	26
四、研发制造实力强劲，产品与渠道升级前景广阔，首次覆盖，给予“推荐”评级	27
五、风险提示	27

图表目录

图表 1	豪悦护理发展历程.....	6
图表 2	豪悦护理主要产品示例.....	7
图表 3	上市后豪悦护理十大股东持股明细.....	7
图表 4	公司营业收入保持高速增长.....	8
图表 5	公司归母净利润快速增长.....	8
图表 6	公司以婴儿卫生用品业务为主.....	8
图表 7	公司收入中国内收入合计超过八成.....	8
图表 8	豪悦护理毛利率逐步提升.....	9
图表 9	豪悦护理净利率水平行业领先.....	9
图表 10	主要 ODM 轻工制造公司盈利水平.....	9
图表 11	豪悦护理存货周转率优于同行业可比公司.....	10
图表 12	豪悦护理应收账款周转率优于可比公司.....	10
图表 13	中国吸收性卫生用品市场规模稳健增长.....	11
图表 14	2018 年中国吸收性卫生用品市场占比.....	11
图表 15	中国实物商品网上零售额较快增长.....	11
图表 16	中国实物商品网上零售额占比持续提升.....	11
图表 17	新零售业态兴起背景下，母婴品牌商和制造商合作示意图.....	12
图表 18	我国婴儿卫生用品消费量显著提升.....	12
图表 19	2010-2019 年我国人口出生情况.....	12
图表 20	中国婴儿卫生用品市场份额占比-分企业.....	13
图表 21	中国婴儿卫生用品市场份额占比-分品牌.....	13
图表 22	中国女性卫生用品市场规模保持稳定.....	14
图表 23	中国女性卫生用品市场份额占比-分企业.....	14
图表 24	中国女性卫生用品市场份额占比-分品牌.....	15
图表 25	中国成人失禁用品市场规模高速增长.....	15
图表 26	我国 65 岁及以上人口占比逐年提升（%）.....	15
图表 27	中国成人失禁用品市场份额占比-分企业.....	16
图表 28	中国成人失禁用品市场份额占比-分品牌.....	16
图表 29	豪悦护理婴儿卫生用品业务高速增长.....	17
图表 30	豪悦护理婴儿卫生用品毛利率.....	17
图表 31	豪悦护理女性卫生用品业务快速增长.....	17
图表 32	豪悦护理女性卫生用品毛利率.....	17
图表 33	豪悦护理成人失禁用品业务稳定增长.....	18

图表 34	豪悦护理成人失禁用品业务毛利率	18
图表 35	豪悦护理研发投入持续增长	18
图表 36	豪悦护理研发投入占营收比重维持较高水平	18
图表 37	豪悦护理产品按芯体分类	19
图表 38	豪悦护理无木浆多维复合芯体结构示意图	19
图表 39	豪悦护理主营业务成本结构	20
图表 40	百亚股份主营业务成本结构	20
图表 41	可靠护理主营业务成本结构	20
图表 42	豪悦护理主营业务成本中制造费用占比较低	20
图表 43	豪悦护理主要原材料采购金额占比	20
图表 44	百亚股份主要原材料采购占比	20
图表 45	豪悦护理产能扩张明显，纸尿裤、经期裤产能利用率维持高位	21
图表 46	豪悦护理产品销量（亿片）	21
图表 47	豪悦护理产销率保持较高水平	21
图表 48	豪悦护理生产基地项目情况	22
图表 49	豪悦护理募集资金投资生产基地项目情况	23
图表 50	豪悦护理 ODM 销售收入规模及增速	23
图表 51	豪悦护理 2019 年 ODM 销售收入分区域结构	23
图表 52	主要客户销售额占比提升	24
图表 53	豪悦护理主要客户情况	24
图表 54	豪悦护理自有品牌销售收入规模及增速	25
图表 55	豪悦护理 2019 年自有品牌销售收入分渠道	25
图表 56	豪悦护理自有品牌销售渠道	26

一、豪悦护理：个护领域领先制造商，专注国内市场

豪悦护理成立于2008年，是国内个人卫生护理用品领域领先的制造商，专注于妇、幼、成人卫生护理用品的研发、制造与销售业务，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。根据中国造纸协会统计数据，2016年至2018年，公司经期裤销售额国内市场占有率连续3年排名第一，市场地位稳固；婴儿纸尿裤和成人纸尿裤的销售额排名位于行业内国产厂商前列。公司于2020年9月11日在上海证券交易所上市。

（一）深耕个护行业，研发制造实力突出

豪悦护理成立于2008年，前身为杭州豪悦实业有限公司，于2020年9月11日在上海证券交易所上市，是国内个人卫生护理用品领域领先的制造商，专注于妇、幼、成人卫生护理用品的研发、制造与销售业务，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。根据中国造纸协会统计数据，2016年至2018年，公司经期裤销售额国内市场占有率连续3年排名第一；2018年，公司经期裤销售额占全国经期裤销售额的比例约为40.20%，市场地位稳固；婴儿纸尿裤和成人纸尿裤的销售额排名位于行业内国产厂商前列。同时，公司在生产经营过程中逐步打造自有品牌，获得了一定的市场知名度。在婴儿用品领域，公司拥有“希望宝宝”、“天生明星”、“Mamamia”、“Sunnybaby”、“Nanakia”等品牌；在成人失禁用品领域，公司针对不同客户推出了“白十字”、“康福瑞”、“汇泉”、“好年”等系列品牌；在女性卫生用品领域，公司是较早开发经期裤产品的企业，与多家全球500强企业及国内知名品牌商建立了长期的合作关系。

图表 1 豪悦护理发展历程

1992年-2007年	2008年-2015年	2016年-2019年	2020年-今
公司创始人进入日化行业，逐步涉足个护用品经销、生产 ➢ 1992年公司创始人进入日化行业。 ➢ 1995年，尤妮佳、强生卫生用品经销商。 ➢ 1999年，引进国内余宏精工400片/分钟的护理垫生产线。	积累制造优势，进入多个全球一流个护品牌的供应商体系 ➢ 2008年，杭州豪悦实业有限公司成立。 ➢ 2009年，与金佰利建立合作关系。 ➢ 2010年，江苏豪悦实业有限公司成立。 ➢ 2013年，引进行业内先进的瑞光婴儿纸尿裤、拉拉裤生产线设备。并与尤妮佳建立合作关系。 ➢ 2014年，杭州豪悦实业有限公司成为航天事业合作伙伴。	加速产能扩张，拓展合作关系，推进自有品牌建设 ➢ 2015年，成为爱生雅（SCA）战略合作伙伴。 ➢ 2016年，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；进入凯儿得乐供应商体系，带动产能利用率高速增长。 ➢ 2017年，豪悦投入巨资，打造Sunnybaby、MAMAMIA品牌进入新零售渠道；2017年10月正式更名为杭州豪悦护理用品股份有限公司；新增5条生产线的安装，并正式投入生产；完成微生物实验室的筹建与运行。 ➢ 2018年，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；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。 ➢ 2019年，制定“裤型卫生巾”浙江制造标准。	上交所上市，支援抗疫 ➢ 2020年9月11号，在上交所主板挂牌上市。 ➢ 2020年始，疫情爆发，1月30日豪悦开始启动捐款工作，先后发起三次捐赠行动，支援武汉抗击疫情；响应政府号召，快速转产口罩，投入了近千万元，每天口罩产量达到100多万片。

资料来源：豪悦护理官网

公司主营产品为婴儿卫生用品、成人失禁用品和女性卫生用品等吸收性卫生用品。公司在芯体研发、材料改良、结构优化、质量控制、工艺改进、设备升级等多个领域拥有较强的优势。基于深厚的技术积累及研发能力，公司不仅可以依据客户的产品性能要求开发出优质的个人卫生护理用品，而且可以提前研发适应市场需求的产品，从而带动客户共同引导消费潮流。

图表 2 豪悦护理主要产品示例

项目	分类	产品细分	图示
一次性卫生用品	吸收性卫生用品	婴儿卫生用品 主要包括婴儿纸尿裤（包括婴儿拉拉裤和婴儿纸尿片）	
		成人失禁用品 主要包括成人纸尿裤（包括成人拉拉裤、成人纸尿片和护理垫）	
		女性卫生用品 卫生巾、经期裤	
其他	非吸收性卫生用品及其他产品	湿巾 复合芯体、膜、围兜等	

资料来源：豪悦护理官网，豪悦护理招股说明书，华创证券

（二）公司股权集中，大股东控股超 60%

股权结构集中，创始人日化行业管理经验丰富。公司实际控制人为董事长李志彪及其配偶朱威莉、女儿李诗源，三人分别直接持有公司 33.49%、21.34%、5.90%的股份，此外，李志彪和朱威莉通过希望众创分别间接持有公司 0.40%和 1.57%的股份，三人合计控股 62.70%，既是控股股东又是实际控制人。其中，公司创始人李志彪先生于 1992 年进入日化行业，1995 年成为尤妮佳、强生卫生用品经销商，1999 年转型护理垫制造，拥有丰富日化行业管理经验。

图表 3 上市后豪悦护理十大股东持股明细

股东名称	方向	期末参考市值（亿元）	持股数量（股）	占总股本比例（%）
李志彪	新进	32.0230	35720000	33.4900
朱威莉	新进	20.4094	22765600	21.3400
温州颐泰投资企业(有限合伙)	新进	6.1815	6895200	6.4600
李诗源	新进	5.6379	6288800	5.9000
杭州希望众创实业投资合伙企业(有限合伙)	新进	3.7588	4192800	3.9300
奥康投资控股有限公司	新进	3.4619	3861600	3.6200
薛青锋	新进	0.2474	276000	0.2600
平安证券股份有限公司	新进	0.0789	88009	0.0800
中国石油天然气集团公司企业年金计划-中国工商银行股份有限公司	新进	0.0027	3055	0.0115

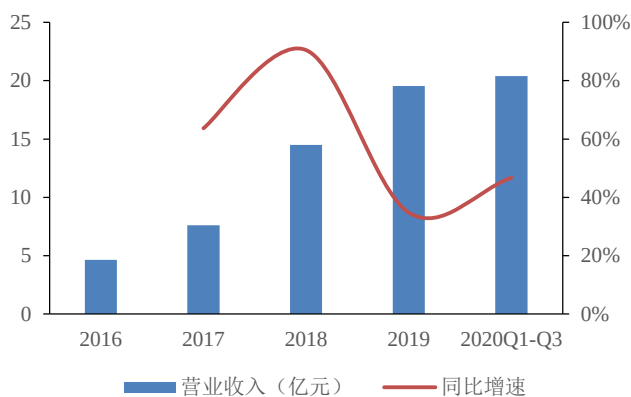
股东名称	方向	期末参考市值（亿元）	持股数量（股）	占总股本比例（%）
中国建设银行股份有限公司企业年金计划-中国工商银行股份有限公司	新进	0.0025	2820	0.0106
合 计		71.8042	80093884	75.1021

资料来源：Wind，华创证券

（三）婴儿卫生用品为核心业务，主销国内市场

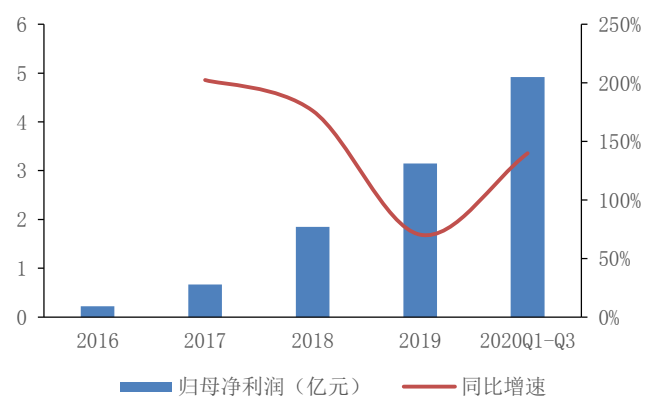
公司总营收与业绩保持高速增长。2020 年前三季度，公司实现营业收入 20.38 亿元，同比增长 46.71%，2016-2019 年，公司总营收从 4.65 亿元快速提升至 19.53 亿元，年均复合增长率 61.34%；2020 前三季度公司实现归母净利润 4.92 亿元，同比增长 139.89%，2016-2019 年，公司归母净利润由 0.22 亿元升至 3.15 亿元，实现复合增长率 67.52%。

图表 4 公司营业收入保持高速增长



资料来源：Wind，华创证券

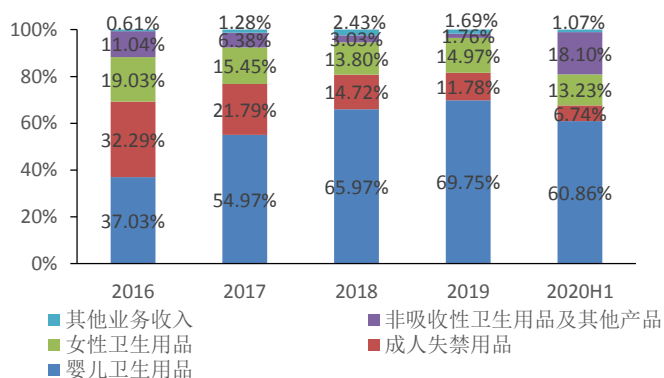
图表 5 公司归母净利润快速增长



资料来源：Wind，华创证券

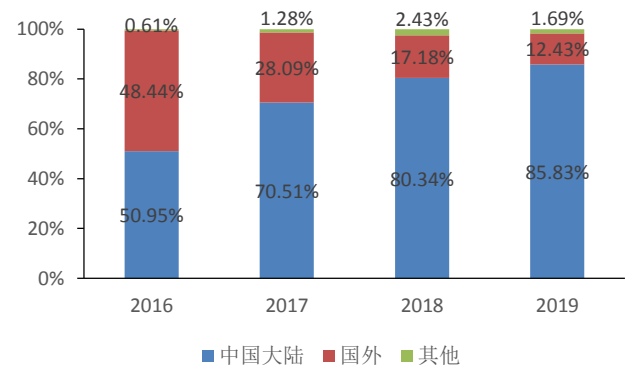
婴儿卫生用品为核心业务，销售面向国内为主。公司分产品收入结构中，近年来婴儿卫生用品业务收入占比呈现上升趋势，2019 年贡献近 70%的收入，是公司的第一大业务；女性卫生用品收入占比 14.97%，为公司的第二大业务；成人失禁用品营收占比为 11.78%；非吸收性卫生用品及其他产品营收占比 2019 年为 1.69%，2020H1 提升至 18.1%，主要是新冠疫情期间公司生产口罩规模快速扩大所致。分区域来看，公司以国内市场为主，2019 年国内市场占比高达 85.83%，且近年来营收贡献增长较快。

图表 6 公司以婴儿卫生用品业务为主



资料来源：Wind，华创证券

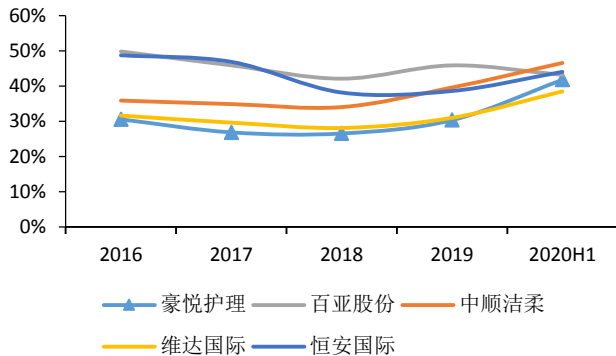
图表 7 公司收入中国内收入合计超过八成



资料来源：Wind，华创证券

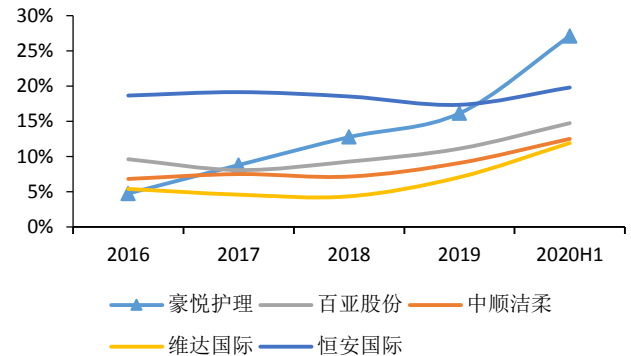
销售模式以 ODM 为主，兼顾自有品牌，营运能力稳中有升。公司销售模式以 ODM 为主，其中 2019 年公司 ODM 销售收入占主营业务收入比重为 91.59%，同时，公司兼顾自有品牌销售，自 2014 年起，公司逐步组建网络销售运营团队，通过国内电商平台开展网络销售，目前已形成线上自营模式为主的网络销售模式，进一步扩大自有品牌产品销售规模。盈利能力方面，公司毛利率与净利率呈稳定上升趋势，2019 年毛利率 30.36%，同比提升 3.79pct，净利率 16.14%，同比提升 3.37pct，毛利率虽略低于同行业可比公司，但净利率水平亮眼，主要受益于公司产能扩张，规模效应凸显，且 ODM 模式下销售费用率相对较低。

图表 8 豪悦护理毛利率逐步提升



资料来源: Wind, 华创证券

图表 9 豪悦护理净利率水平行业领先



资料来源: Wind, 华创证券

图表 10 主要 ODM 轻工制造公司盈利水平

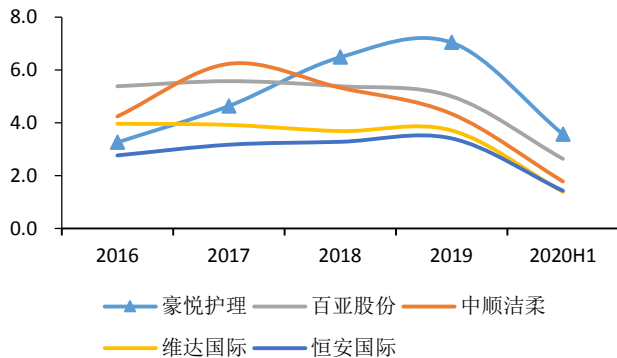
公司名称	2019 年营业总收入 (亿元)	2019 年归母净利润 (亿元)	近三年毛利率均值 (%)	近三年净利率均值 (%)	近三年销售费用率均值 (%)	近三年管理费用率均值 (%)	近三年 ODM 占比均值 (%)
豪悦护理	19.53	3.15	27.94	12.57	6.02	5.89	87.75
百亚股份	11.49	1.28	44.65	9.51	26.70	5.76	12.77
梦百合	38.32	3.74	33.78	7.75	13.84	8.39	74.63
荣泰健康	23.14	2.96	34.52	11.72	12.53	8.21	45.99
永艺股份	24.50	1.81	18.13	5.81	3.95	7.80	76.01
恒林股份	29.04	2.43	23.20	8.31	5.83	8.16	87.28
倍加洁	8.06	1.09	25.49	13.00	6.09	4.45	90.10

资料来源: 相关公司招股说明书, 相关公司年报, 华创证券

注: 梦百合 ODM 占比为 2018-2019 年报中其他品牌占比; 荣泰健康与永艺股份 ODM 数据采用出口收入占比近似代替; 恒林股份 ODM 数据为 2017 年上半年数据。

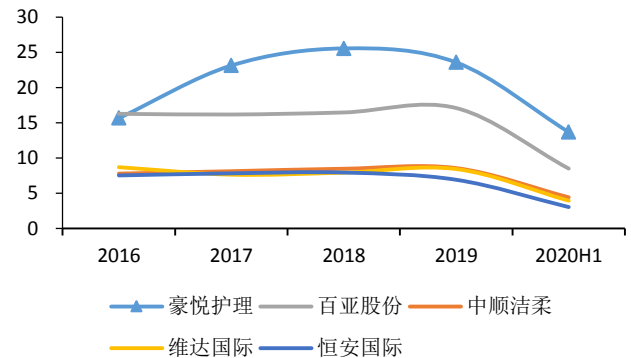
公司存货周转率与应收账款周转率均优于同行, 存货周转率由 2016 年的 3.26 次提升至 2019 年的 7.04 次, 存货运营效率逐年提升; 受益于先款后货模式, 应收账款周转率由 2016 年的 15.67 次提升至 2019 年的 23.58 次, 客户收款把控力度良好。

图表 11 豪悦护理存货周转率优于同行业可比公司



资料来源：Wind，华创证券

图表 12 豪悦护理应收账款周转率优于可比公司



资料来源：Wind，华创证券

二、中国吸收性卫生用品行业加速发展，竞争格局逐渐形成

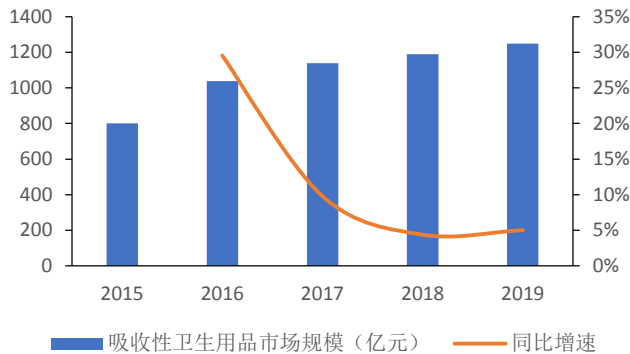
中国吸收性卫生用品行业竞争激烈：（1）婴儿卫生用品国外品牌占据高端，国内品牌逐步崛起。2019 年我国婴儿纸尿裤市场份额前三名的品牌分别为宝洁帮宝适（19.9%）、花王妙而舒（8.8%）、金佰利好奇（7.7%），均为外资品牌商所有，行业集中度方面，国产品牌崛起，行业集中度逐年下降，2015 年至 2019 年品牌 CR10 从 74.6%降为 59.9%；（2）女性卫生用品本土企业表现出色，行业集中度持续提升。经过多年的发展，中国女性卫生用品市场竞争格局相对比较稳定，目前行业排名前十的企业中本土企业共有六家，分别为恒安国际、广东景兴、桂林洁伶、重庆百亚、丝宝和福建恒利。行业集中度方面，品牌 CR10 从 2015 年的 35.8%升至 2019 年的 38.6%；（3）成人失禁用品市场尚处起步阶段，目前以国内品牌为主，2019 年企业 CR10 为 56.6%，品牌 CR10 为 56.0%，其中，国内品牌恒安国际安尔康、杭州可靠、杭州舒泰千芝雅市占率分别为 12.5%、11.3%、8.5%，排名前三，但尚未出现对市场具有话语权的龙头企业，品牌格局不明晰。

（一）中国吸收性卫生用品稳定增长，女性及婴儿卫生用品占比均近五成

1、中国吸收性卫生用品稳定增长，女性及婴儿卫生用品占比均近五成

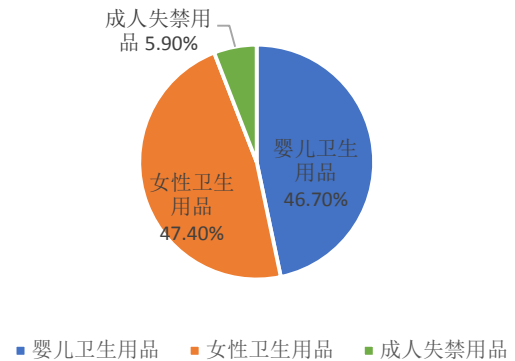
我国纸尿裤、卫生巾等吸收性卫生用品均为改革开放之后的舶来品，上世纪 90 年代随着先进卫生巾及婴儿纸尿裤生产设备和工艺的引进，我国吸收性卫生用品行业进入加速发展期，产品种类不断丰富、功能不断完善、普及程度不断提升，已成为与人民生活密切相关的重要行业。根据中国造纸协会统计，2019 年我国吸收性卫生用品市场规模（市场总销售额）已达到 1248.3 亿元，CAGR 达到 11.74%，规模稳健增长。2018 年，女性卫生用品占吸收性卫生用品市场的比例最高，达到 47.4%，其次是婴儿卫生用品，占比为 46.7%，成人失禁用品占比为 5.9%。

图表 13 中国吸收性卫生用品市场规模稳健增长



资料来源：中国造纸协会（转引自豪悦护理招股说明书），华创证券

图表 14 2018 年中国吸收性卫生用品市场占比

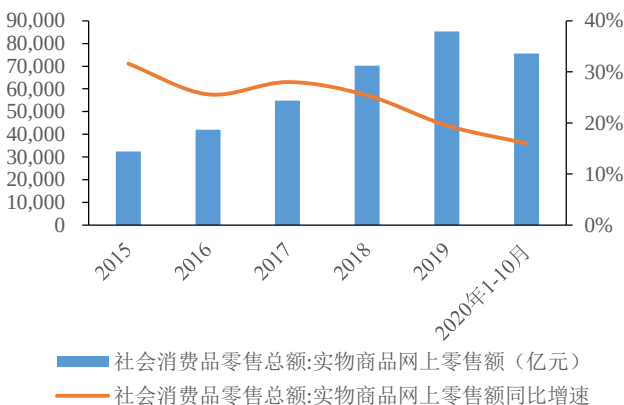


资料来源：中国造纸协会（转引自豪悦护理招股说明书），华创证券

2、中国新兴渠道快速发展，驱动国产品牌崛起

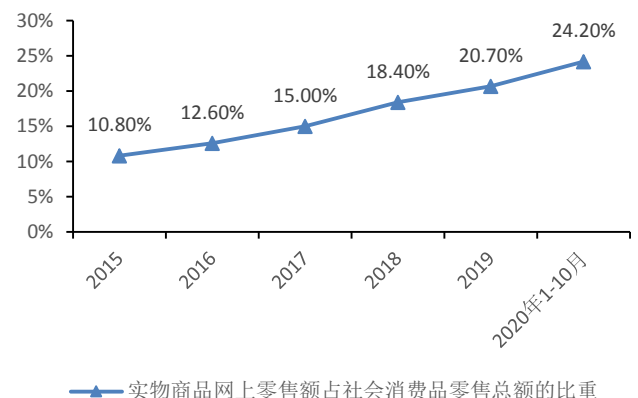
中国新兴渠道快速发展。我国吸收性卫生用品传统渠道包括大卖场、大型超市、小超市等网点，新兴渠道包括母婴专卖店和专营连锁店、电商平台、垂直电商等。近年来，母婴专营店作为母婴护理用品的独特销售途径，凭其专业化、品牌化的优势在国内迅速发展；而随着互联网以及网购的流行，电商平台、垂直电商凭借其便利性逐渐成为吸收性卫生用品销售的重要渠道之一。据国家统计局数据，我国社会消费品零售中，实物商品网上零售额保持较快增长，由 2015 年的 32,424 亿元提升至 2019 年的 85,239.5 亿元，年均复合增速 27.33%；占全社会消费品零售总额的比重也呈现逐年提升趋势，已经由 2015 年的 10.8% 提升至 2020 年 1-10 月的 24.2%。

图表 15 中国实物商品网上零售额较快增长



资料来源：国家统计局，华创证券

图表 16 中国实物商品网上零售额占比持续提升



资料来源：国家统计局，华创证券

受益于“中国质造”和“新零售业态”双轮驱动，国产品牌迅速崛起。经过多年发展和赶超，我国吸收性卫生用品制造企业自主研发和创新能力已得到明显提升，部分制造商的自主设计研发能力、生产技术和质量控制水平基本达到甚至超越国外同品类产品，整个行业已经基本实现从“中国制造”向“中国质造”的高端化升级。新零售业态方面，伴随着国内互联网的发展及网购的流行，母婴垂直电商、母婴专营连锁、O2O、电商平台等多元化的新零售业态正在深刻地改变纸尿裤、卫生巾等传统销售渠道与市场格局，在此背景下，新兴的国内母婴品牌商着力于整合业态资源，选择与国产 ODM 制造商进行强强合作，以国货精品切入市场，打造产品体验新生态，并迅速聚集了大批粉丝流量，一方面国内 ODM 制造商可以帮助国内母婴品牌商们打造出符合品牌特色的国货精品，另一方面借助新

零售渠道可以迅速打通线下市场，让国产品牌深入人心。

图表 17 新零售业态兴起背景下，母婴品牌商和制造商合作示意图



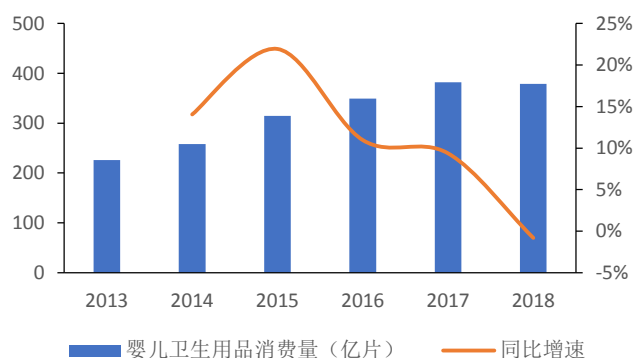
资料来源：豪悦护理招股说明书，华创证券

（二）婴儿卫生用品：国内品牌持续崛起

1、规模：婴儿卫生用品市场规模持续扩大

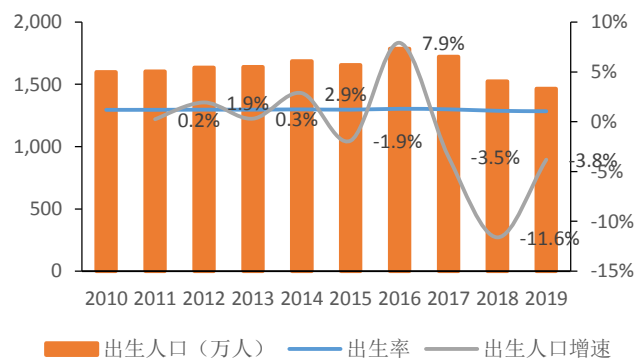
快速提升的市场渗透率和庞大的婴幼儿人口数量推动了中国婴儿卫生用品市场规模的快速增长。据中国造纸协会统计，2013年至2018年，我国婴儿卫生用品的市场规模从238.3亿元扩大至555.4亿元，年均复合增长率达到18.4%；婴儿卫生用品的消费量从2013年的226.2亿片增长至2018年的378.7亿片，年均复合增长率达到10.86%。国内婴儿卫生用品市场规模的快速增长一方面是因为我国婴儿卫生用品的市场渗透率提升明显，由2000年的2.1%提升至2018年的63.9%；另一方面是因为新生儿数量维持高位，2016年全面“二孩政策”放开后，虽然新生儿数量连续三年出现下滑，但年出生人口仍在1000万以上，其中2019年我国新生儿数量为1465万，人口出生率1.05%。预计未来，随着我国人均可支配收入的增加和消费、育儿观念的转变，婴儿纸尿裤消费量将逐步提高，从而带动市场规模进一步扩大。

图表 18 我国婴儿卫生用品消费量显著提升



资料来源：中国造纸协会（转引自豪悦护理招股说明书），华创证券

图表 19 2010-2019 年我国人口出生情况

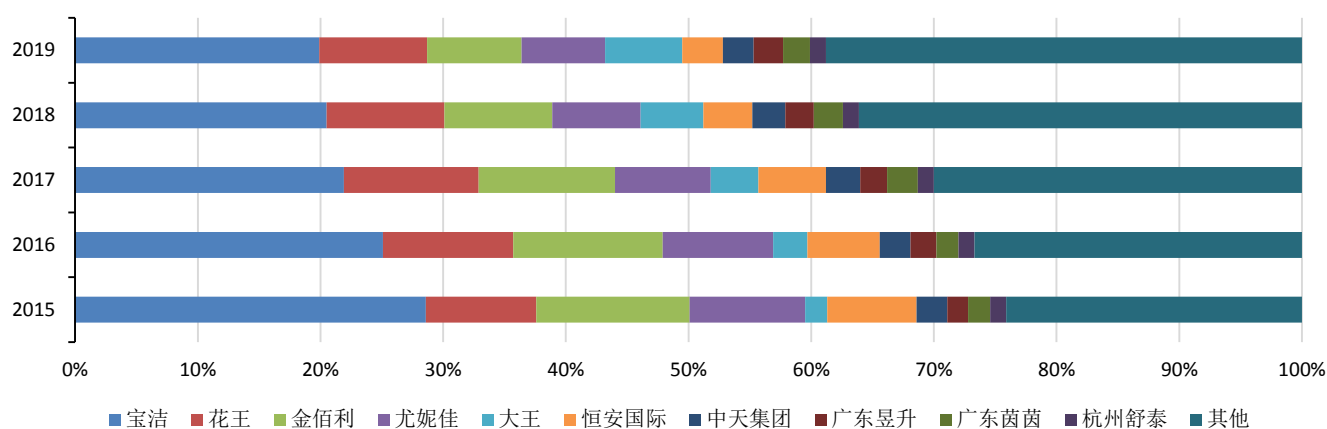


资料来源：国家统计局，华创证券

2、格局：市场竞争激烈，国产品牌快速崛起

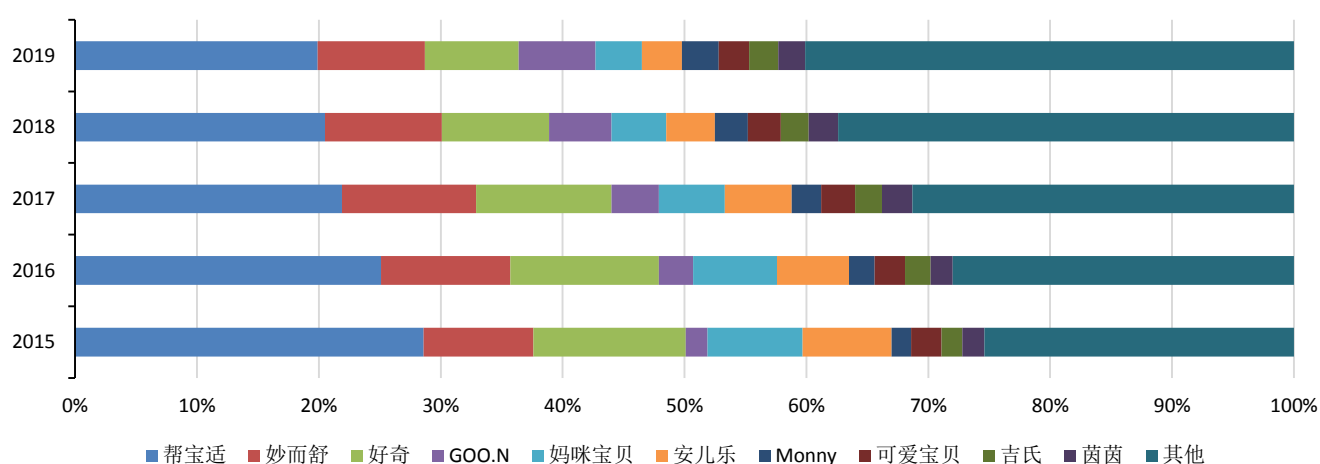
市场竞争激烈，行业格局不断变化。目前我国婴儿卫生用品市场处于快速发展期，国外企业由于进入市场较早，基于在品牌、渠道等综合优势，目前仍占据了较高的市场份额，2019 年我国婴儿纸尿裤市场份额前三名的品牌分别为宝洁帮宝适（19.9%）、花王妙而舒（8.8%）、金佰利好奇（7.7%），均为外资品牌商所有。近年来，受“中国质造”和“新零售业态”双轮驱动，国产吸收性卫生用品正受到越来越多消费者的认可，国内企业通过高品质、高附加值的产品和差异化的竞争策略，在国内的市场占有率也逐年攀升，以凯儿得乐、BEABA、BabyCare、蜜芽等新零售品牌为代表的国产品牌迅速崛起，成为婴儿卫生用品行业中一股新兴力量。行业集中度方面，2015 年至 2019 年企业 CR10 从 75.9%降至 61.2%，品牌 CR10 从 74.6%降为 59.9%，行业集中度逐年下降，为国产品牌崛起提供条件。

图表 20 中国婴儿卫生用品市场份额占比-分企业



资料来源：Euromonitor，华创证券

图表 21 中国婴儿卫生用品市场份额占比-分品牌



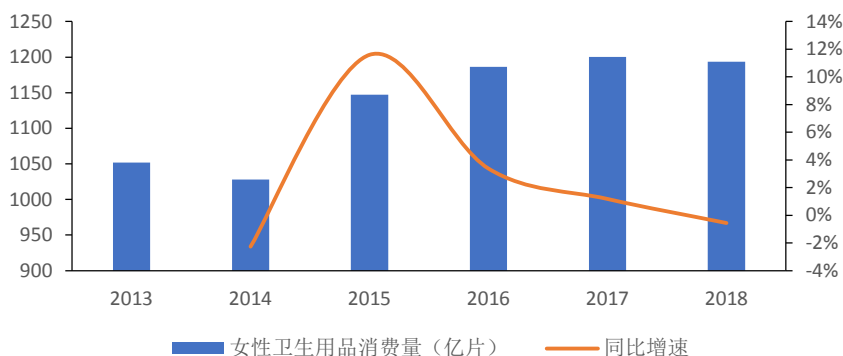
资料来源：Euromonitor，华创证券

（三）女性卫生用品：步入成熟期，市场规模稳步增长

1、规模：女性卫生用品步入成熟期，市场规模稳步增长

中国女性卫生用品市场已经进入成熟期，市场规模稳定增长。经过近 30 年的持续增长，我国女性卫生用品市场已经进入成熟期，据中国造纸协会统计，2013 年到 2018 年，女性卫生用品的市场规模从 354.8 亿元增长至 563.0 亿元，年均复合增长率达到 9.7%；从消费量来看，2013-2018 年，国内女性卫生用品的消费量从 1052 亿片增加至 1193.4 亿片，年均复合增长率为 2.6%。渗透率方面，据豪悦护理招股书，我国女性卫生用品市场渗透率已超过 90%，达到美国、日本等发达国家的成熟市场水平，后续市场空间的拓展预期主要在于产品结构向高端化及功能细分发展。

图表 22 中国女性卫生用品市场规模保持稳定

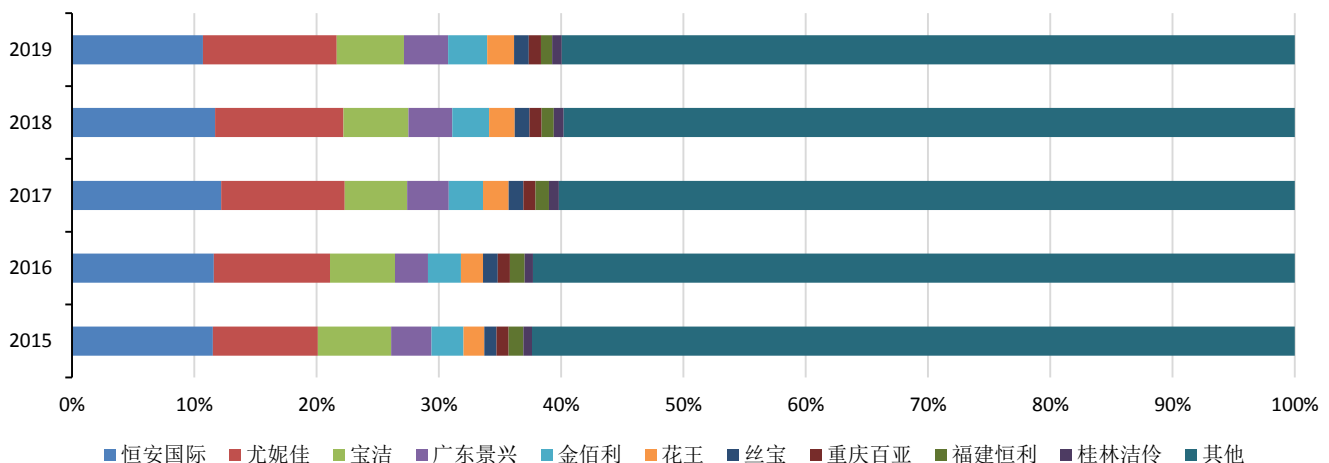


资料来源：中国造纸协会（转引自豪悦护理招股说明书），华创证券

2、格局：竞争格局稳定，本土企业占比领先

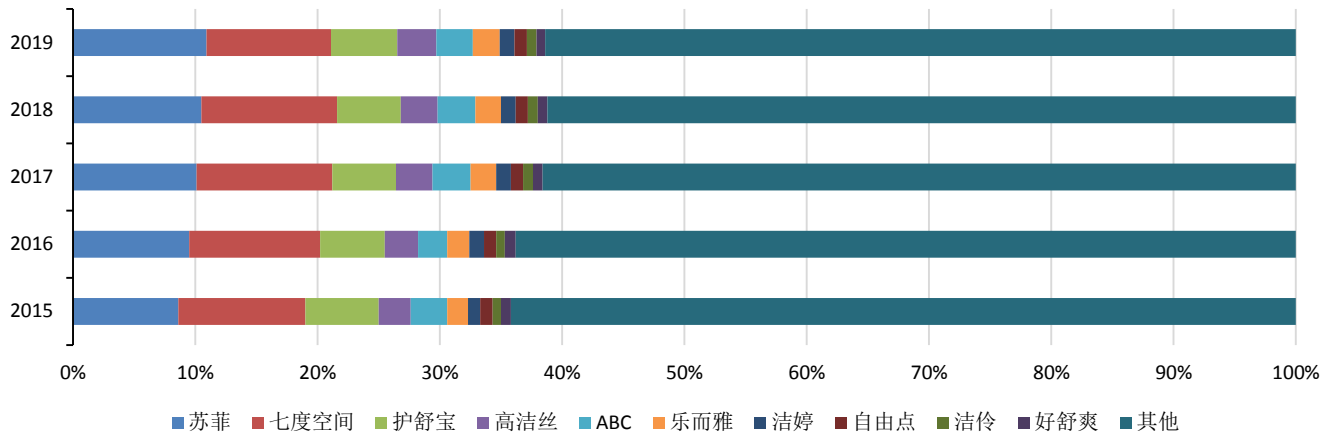
本土企业表现出色，行业集中度将持续提升。经过多年的发展，中国女性卫生用品市场竞争格局相对比较稳定，目前行业排名前十的企业中本土企业共有六家，分别为恒安国际、广东景兴、桂林洁伶、重庆百亚、丝宝和福建恒利。行业集中度方面，企业 CR10 由 2015 年的 37.6% 升至 2019 年的 40%，品牌 CR10 从 2015 年的 35.8% 升至 2019 年的 38.6%，集中度尚有较大提升空间。

图表 23 中国女性卫生用品市场份额占比-分企业



资料来源：Euromonitor，华创证券

图表 24 中国女性卫生用品市场份额占比-分品牌



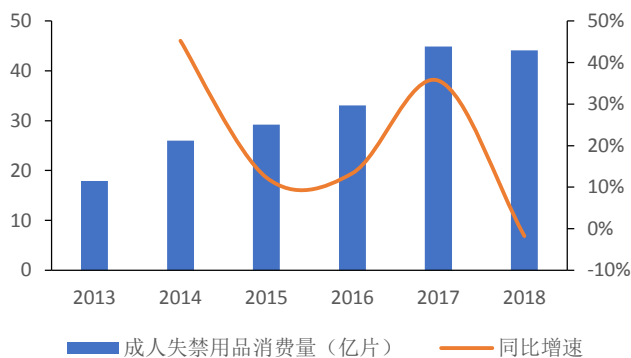
资料来源：Euromonitor，华创证券

（四）成人失禁用品：行业处于发展初期，行业格局尚未真正形成

1、规模：中国成人失禁用品市场目前处于发展初期，发展空间大

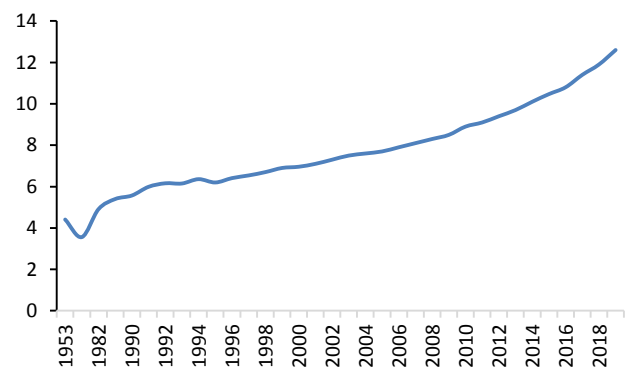
中国成人失禁用品市场目前处于发展初期，发展空间大。据中国造纸协会统计，2013 年到 2018 年间，我国成人失禁用品市场规模的从 2013 年的 31.7 亿元增长至 2018 年的 70.3 亿元，年均复合增长率达到 17.3%；从消费量来看，2013 年以来，我国成人失禁用品的消费量增长较为迅速，从 2013 年的 17.9 亿片增加至 2018 年的 44.1 亿片，年均复合增长率达到 19.8%；目前我国成人失禁用品市场尚处于导入期阶段，但随着老龄化人口的增加和消费观念的改善，市场规模有望快速增长。

图表 25 中国成人失禁用品市场规模高速增长



资料来源：中国造纸协会（转引自豪悦护理招股说明书），华创证券

图表 26 我国 65 岁及以上人口占比逐年提升（%）



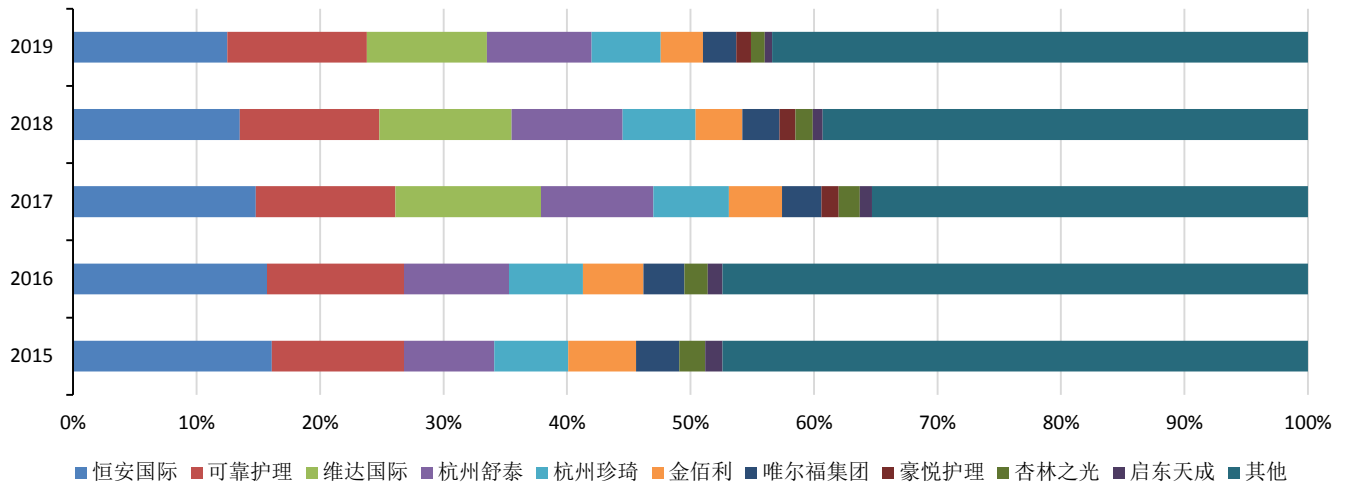
资料来源：国家统计局，华创证券

2、格局：格局分散，国内品牌为主

处于市场导入期，品牌格局分散。与发达国家相比，我国成人失禁用品市场还处在起步阶段，目前以国内品牌为主，2019 年企业 CR10 为 56.6%，品牌 CR10 为 56.0%，其中，国内品牌恒安国际安尔康、杭州可靠、杭州舒泰千芝雅市

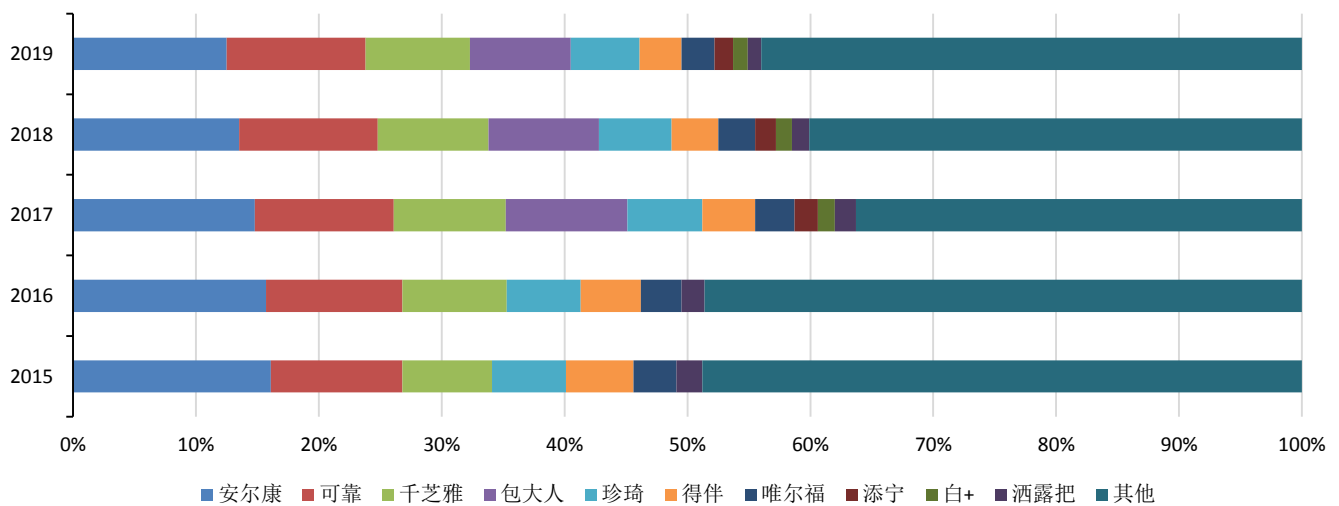
占率分别为 12.5%、11.3%、8.5%，排名前三，但尚未出现对市场具有话语权的龙头企业，品牌格局不明晰。

图表 27 中国成人失禁用品市场份额占比-分企业



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 28 中国成人失禁用品市场份额占比-分品牌



资料来源: Euromonitor, 华创证券

三、产品创新引领行业发展，制造优势突出夺市场先机

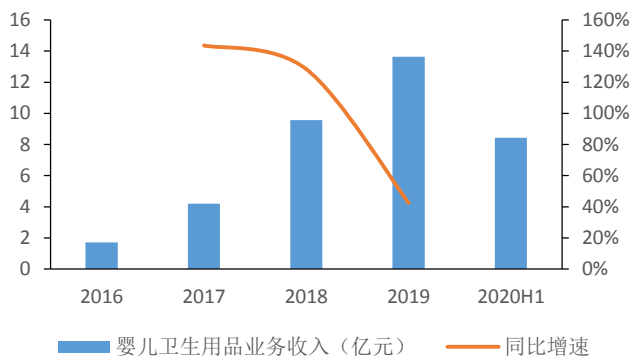
（一）产品端：婴儿卫生用品为主，经期裤产品竞争实力强劲

1、婴儿卫生用品：豪悦护理核心业务为婴儿卫生用品，营收占比超 60%

婴儿卫生用品为公司核心业务，收入占比超六成。公司抓住婴儿卫生用品市场快速发展的契机，积极扩大生产和销售规模，2019 年公司婴儿卫生用品营业收入为 13.63 亿元，2016-2019 年实现复合增长率 99.37%，占总收入的比重

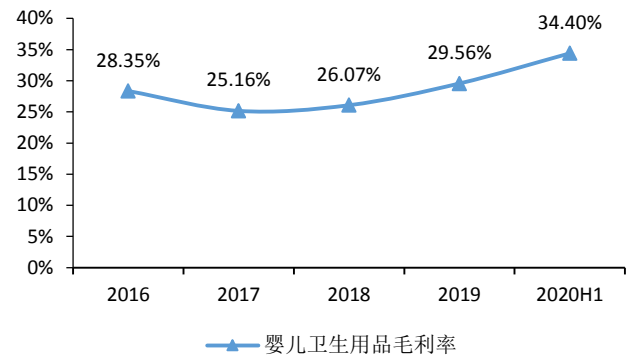
由 2016 年的 37.03% 升至 2019 年的 69.75%。在婴儿卫生用品领域，公司基于在研发生产方面的优势，赢得了凯儿得乐、Eleser、蜜芽、BEABA 等国内外知名母婴品牌商的高度认可，并与之建立了稳定的生产供应关系，生产的婴儿卫生用品产品广受用户好评。根据中国造纸协会的统计；2016-2018 年，公司生产的婴儿纸尿裤产品占当年国内婴儿纸尿裤全行业生产总量的比重分别为 0.78%、1.71% 和 3.44%，上升趋势较为明显，并被中国造纸协会评为“2018 年度中国婴儿纸尿裤行业 10 强企业”。

图表 29 豪悦护理婴儿卫生用品业务高速增长



资料来源：Wind，华创证券

图表 30 豪悦护理婴儿卫生用品毛利率

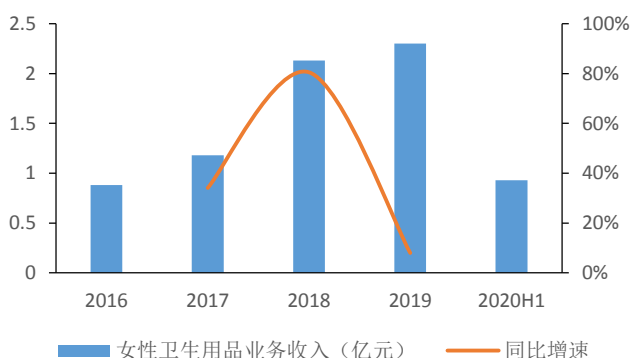


资料来源：Wind，华创证券

2、女性卫生用品：保持快速增长趋势，经期裤产品为国内龙头

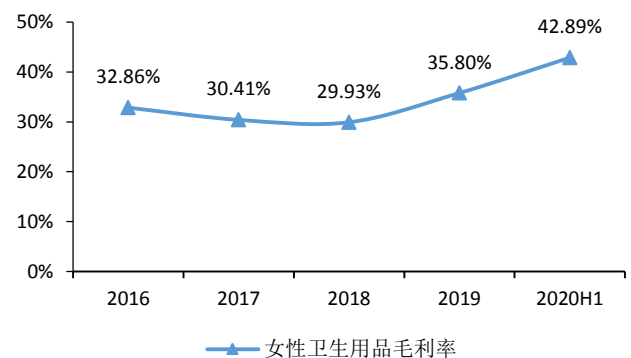
女性卫生用品为公司第二大主业。2016-2019 年，公司女性卫生用品业务保持较快的增长趋势，营业收入从 2016 年的 0.88 亿元增加至 2019 年的 2.3 亿元，CAGR 达 37.75%，2019 年占总收入的比重 14.97%。公司是较早开发经期裤产品的企业，已经与尤妮佳、花王、景兴健护和重庆百亚等国内外知名品牌商均建立了合作关系，提供的产品包括尤妮佳的“苏菲超熟睡安心裤”、花王的“乐而雅晚安裤”、景兴健护的“ABC 无忧裤”等，公司经期裤销售额国内市场占有率连续三年排名第一。

图表 31 豪悦护理女性卫生用品业务快速增长



资料来源：Wind，华创证券

图表 32 豪悦护理女性卫生用品毛利率



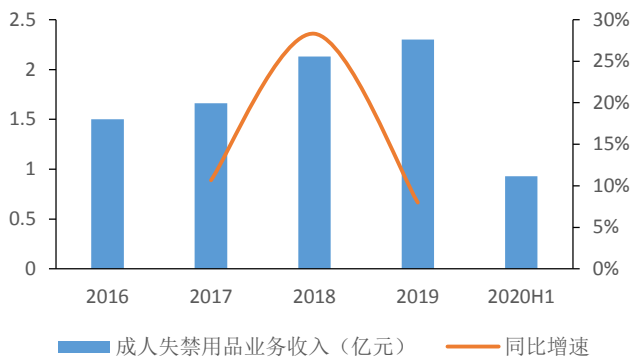
资料来源：Wind，华创证券

3、成人失禁用品：保持稳定增长，市占率稳定

公司的成人失禁用品业务一直保持稳定增长。2016 年至 2019 年，成人失禁用品分别实现营收 1.5、1.66、2.13、2.3 亿元，CAGR 为 15.31%，占当期营收比例分别为 32.29%、21.79%、14.72%、11.78%，逐年下降。在成人失禁用品

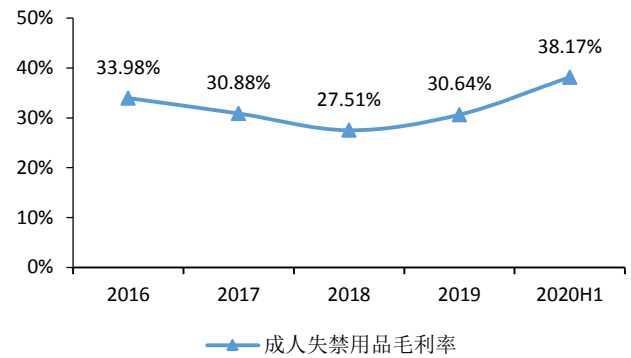
领域，公司推出了“康福瑞”、“汇泉”、“白+字”等自有品牌，在行业内具有良好的知名度和市场竞争力。根据中国造纸协会统计，2016-2018年，公司生产的成人失禁用品占当年国内成人失禁用品生产总量的比重分别为2.55%、1.87%和2.34%，市占率相对稳定。

图表 33 豪悦护理成人失禁用品业务稳定增长



资料来源：Wind，华创证券

图表 34 豪悦护理成人失禁用品业务毛利率



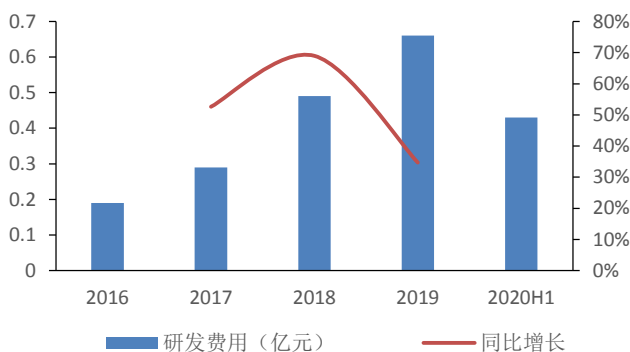
资料来源：Wind，华创证券

（二）生产端：研发生产优势突出，产能扩张明显

1、深度开发无木浆多维复合芯体，引领行业发展

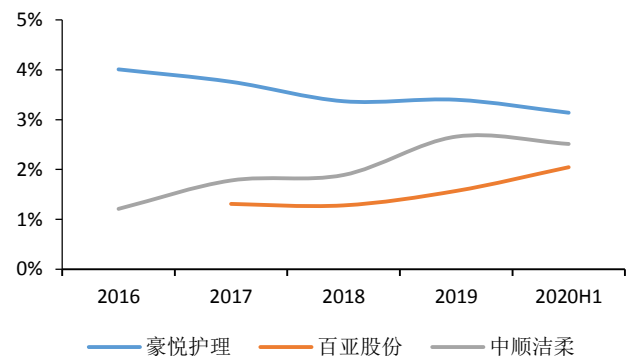
注重研发技术积累，研发投入占营收比重行业领先。公司系高新技术企业，深耕个护行业多年，重视技术研发，公司研发投入由2016年的0.19亿元增长至2019年的0.66亿元，占营业收入比重稳定在3%-4%，处于行业高位。截至2020年8月，公司及子公司已获专利113项，包括7项发明专利、89项实用新型专利和17项外观设计专利。

图表 35 豪悦护理研发投入持续增长



资料来源：豪悦护理招股说明书，华创证券

图表 36 豪悦护理研发投入占营收比重维持较高水平



资料来源：Wind，华创证券

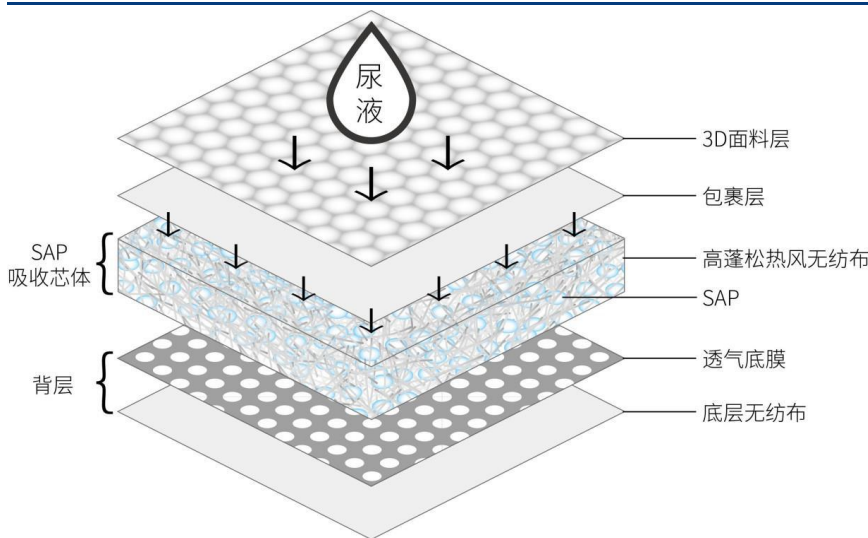
深度开发、迭代创新无木浆多维复合芯体，引领行业发展。公司具备系统的一次性卫生用品的研发技术，包括新产品形态的设计开发、吸收芯体材料的持续研发、无木浆多维复合芯体的研发及制造技术、3D压花工艺等。基于深厚的技术积累及研发能力，公司不仅可以为客户的产品性能要求开发出优质的个人卫生护理用品，而且可以提前研发适应市场需求的产品，带动客户共同引导消费潮流；公司先后推出了五代不同芯体结构的纸尿裤产品，其中无木浆多维复合芯体纸尿裤已研发出第四代产品，有效提升了纸尿裤、经期裤等产品在吸收、反渗、舒适度等方面的性能；此外，公司还是行业内较早开发出经期裤产品并实现规模化生产和销售的企业。

图表 37 豪悦护理产品按芯体分类

按芯体分类	芯体主要性能及特点	主要客户
无木浆多维复合芯体产品	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、柔软的效果和轻薄的外观，可有效提升产品档次，但相对木浆芯体成本较高，主要应用在婴儿纸尿裤及经期裤中。	用于凯尔得乐、蜜芽、BEABA、BabyCare 等国产高端品牌客户和自营品牌的纸尿裤产品中，已和国际知名品牌商就无木浆多维复合芯体经期裤产品及无木浆多维复合芯体婴儿纸尿裤产品开始合作。
木浆芯体产品	木浆芯体也称绒毛浆芯体，主要由木浆和高分子吸水树脂混合而成，具有蓬松、厚实等特点，较复合芯体成本低一些。	用于金佰利、尤妮佳等跨国公司及部分国产品牌客户的成人纸尿裤、经期裤等系列产品中。

资料来源：豪悦护理招股说明书，华创证券

图表 38 豪悦护理无木浆多维复合芯体结构示意图

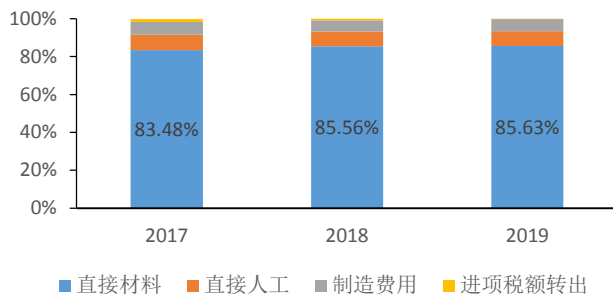


资料来源：豪悦护理招股说明书，华创证券

2、规模优势明显，高分子产品占比突出

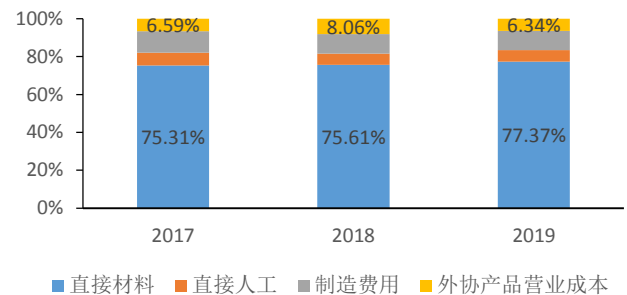
公司主营业务成本中材料占比超八成，制造费用率相对低。公司制造优势明显，目前公司主营业务成本结构中，直接材料/直接人工/制造费用占比分别约为 86%/8%/7%，而同行业中百亚股份主营业务成本中直接材料/直接人工/制造费用分别约为 77%/6%/10%，外协产品营业成本占比约为 6%；可靠护理主营业务成本中直接材料/直接人工/制造费用分别约为 88%/4%/8%。我们认为公司主营业务成本结构中制造费用占比相对低，一方面显示出公司生产效率较高，另一方面也展现出公司规模化生产带来的规模优势。

图表 39 豪悦护理主营业务成本结构



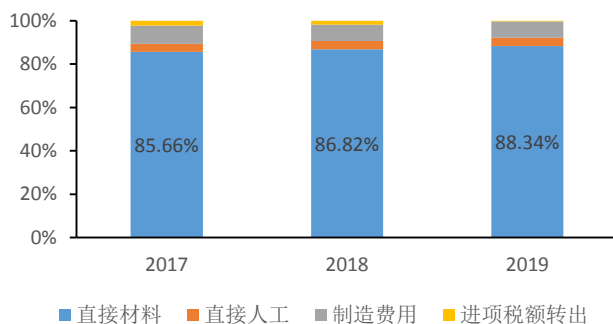
资料来源：豪悦护理招股说明书，华创证券

图表 40 百亚股份主营业务成本结构



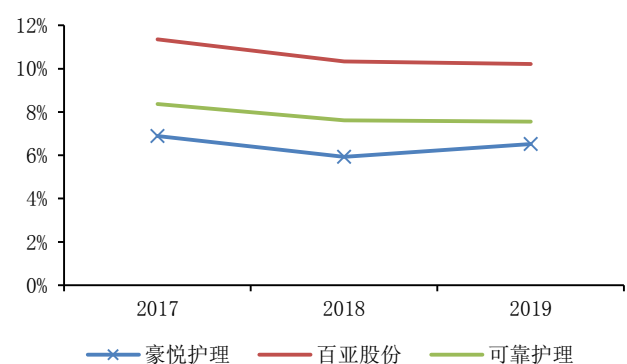
资料来源：百亚股份招股说明书，华创证券

图表 41 可靠护理主营业务成本结构



资料来源：可靠护理招股说明书，华创证券

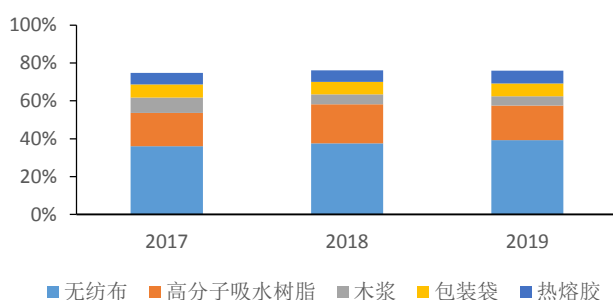
图表 42 豪悦护理主营业务成本中制造费用占比较低



资料来源：相关公司招股说明书，华创证券

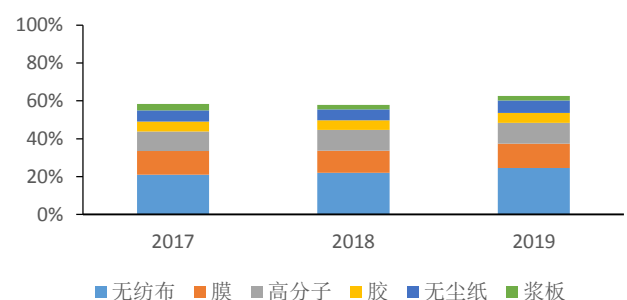
技术引领，主要原材料中高分子材料占比较高。公司采购的主要原材料包括无纺布、高分子吸水树脂、木浆、热熔胶和包装袋等，其中 2019 年公司无纺布和高分子吸水树脂采购额占原材料采购总额比例分别为 39.25%和 18.19%。而同期同行业中百亚股份无纺布和高分子采购额占原材料采购总额比例分别为 24.48%和 11.02%。我们认为公司间原材料结构差异一方面在于产品结构不同，另一方面也印证公司无木浆多维复合芯体技术优势，高分子产品占比较高。

图表 43 豪悦护理主要原材料采购金额占比



资料来源：豪悦护理招股说明书，华创证券

图表 44 百亚股份主要原材料采购占比

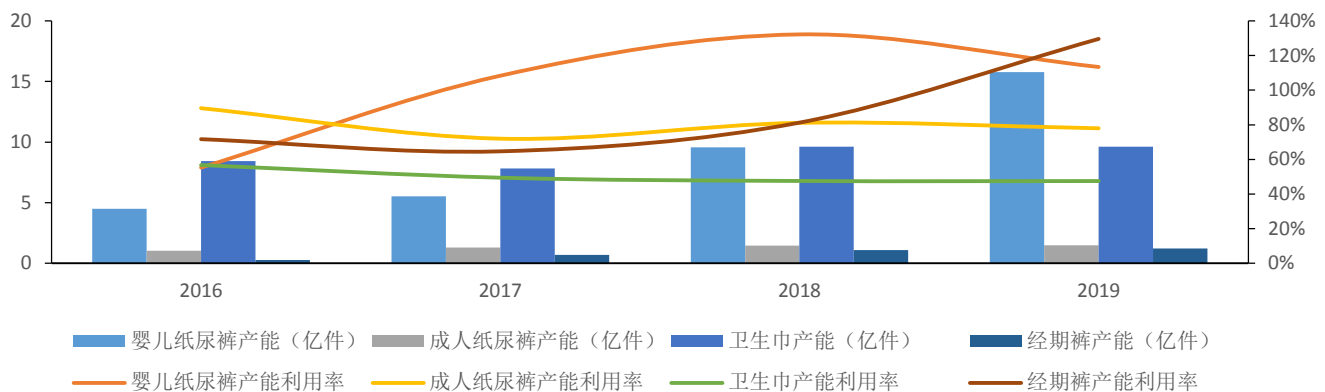


资料来源：百亚股份招股说明书，华创证券

3、产能布局：生产基地扩建，突破产能瓶颈

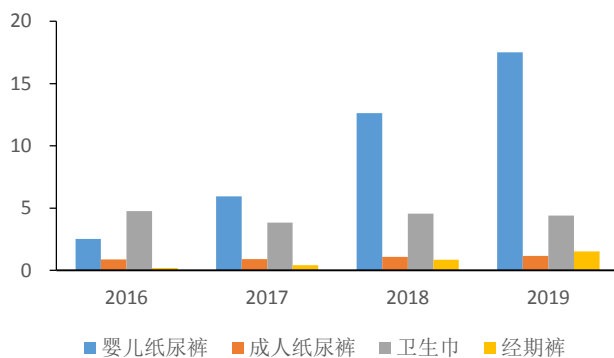
公司产能扩张明显，纸尿裤、经期裤产能利用率维持高位。近年来公司的产能利用率不断提高，其中2019年公司婴儿纸尿裤产品和经期裤产品的产能利用率分别达到113.40%和129.62%，均超过100%，产能分别为15.78亿件和1.22亿件。公司产品销量快速增长，产销率均维持在90%以上，其中婴儿纸尿裤年销量由2016年的2.53亿片提升至2019年的17.52亿片，年均复合增速90.65%，经期裤年销量由2016年的0.18亿片提升至2019年的1.51亿片，年均复合增速103.94%。

图表 45 豪悦护理产能扩张明显，纸尿裤、经期裤产能利用率维持高位



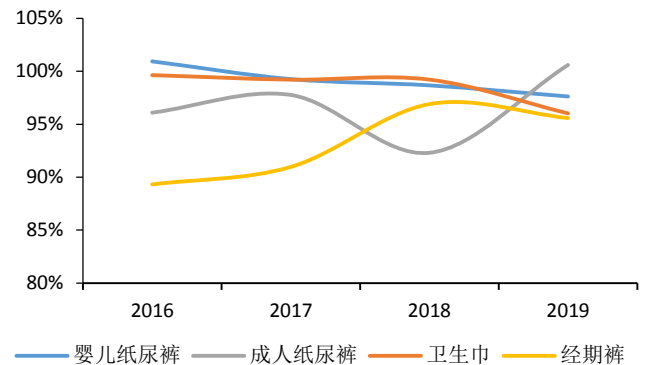
资料来源：豪悦护理招股说明书，华创证券

图表 46 豪悦护理产品销量 (亿片)



资料来源：豪悦护理招股说明书，华创证券

图表 47 豪悦护理产销率保持较高水平



资料来源：豪悦护理招股说明书，华创证券

扩建生产基地，突破产能瓶颈，助推持续发展。目前，公司拥有浙江杭州和江苏沭阳两大主要生产基地，但是随着公司业务规模不断扩大，现有生产基地的场地规模和设备数量已经不能满足公司生产经营的需要，公司采取租赁厂房和委外生产等形式，缓解公司生产能力不足的问题。截至公司招股说明书签署日，公司已经在浙江省杭州市余杭区取得工业用地 67.10 亩，公司将在新的土地上新建生产基地和研发中心。新生产基地的建设，一方面能满足公司业务发展的需要，突破公司产能瓶颈，提高公司的供货能力，为公司快速发展提供重要保障；另一方面，公司将在新生产基地上布局婴儿纸尿裤生产线、成人纸尿裤生产线和经期裤生产线，逐步优化公司产品结构，提升公司整体盈利能力。

图表 48 豪悦护理生产基地项目情况

名称	豪悦护理生产制造基地概况
浙江杭州 生产基地	  生产制造主体：杭州豪悦护理用品股份有限公司 地址：浙江省杭州市余杭区瓶窑凤都路3号 生产线性能：引进全球先进自动化设备—ZUIKO，高效智能机械化自动化生产，性能稳定、产品质量稳定。 生产线专业功能：红外检测、污点检测、视觉检测、定位检测、金属检测等一整套灵敏度极高的自动检验、剔除系统。 生产制造产品：婴儿纸尿裤、拉拉裤、卫生巾、护理垫等产品。
江苏沐阳 生产基地	  生产制造主体：江苏豪悦实业有限公司 地址：江苏省宿迁市沐阳县经济开发区余杭路20号 生产线性能：中高速平均580片/分钟，性能稳定、产品质量稳定。 生产线专业功能：红外检测、污点检测、视觉检测、定位检测、金属检测等一整套灵敏度极高的自动检验、剔除系统。 生产制造产品：卫生巾/卫生护垫、成人纸尿裤、湿巾、护理垫、打孔膜、PE打孔膜、流延膜、纸尿裤/片等产品。

资料来源：豪悦护理官网，华创证券

图表 49 豪悦护理募集资金投资生产基地项目情况

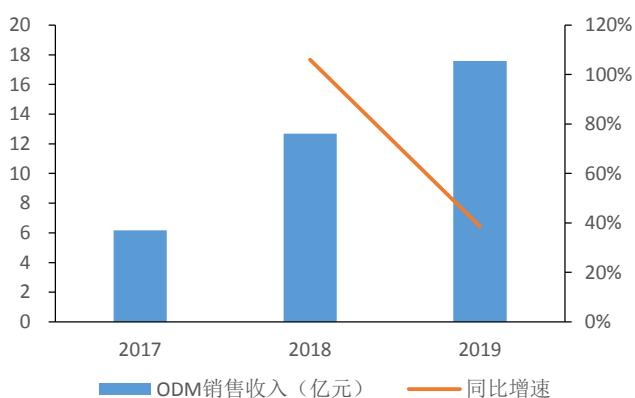
项目名称	豪悦护理募集资金投资生产基地项目情况
新增年产 6 亿片吸收性卫生用品智能制造技改项目	项目建设期：2 年 拟投资金额：19740 万元 新建生产线：6 条婴儿拉拉裤生产线、1 条经期裤生产线、1 条无纺布在线复合芯体生产线 新增产能：经期裤产能 6500 万片，婴儿拉拉裤产能 53500 万片 项目选址：浙江省杭州市余杭区经济开发区
新增年产 12 亿片吸收性卫生用品智能制造生产基地建设项目	项目建设期：3 年 拟投资金额：90194 万元 占地面积：43448 平方米 新建生产线：3 条成人拉拉裤、4 条经期裤、1 条婴儿拉拉裤、4 条婴儿纸尿裤和 3 条无纺布在线复合芯体生产线 新增产能：成人拉拉裤产能 21500 万片、经期裤产能 26000 万片、婴儿拉拉裤产能 10500 万片、婴儿纸尿裤产能 62000 万片 项目选址：浙江省杭州市余杭区经济开发区

资料来源：豪悦护理招股说明书，华创证券

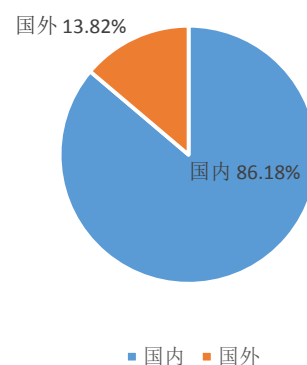
（三）渠道端：ODM 为主，抢夺新零售时代先机

1、ODM：占营收比重超九成，国内客户为主

公司主要以 ODM 模式进行销售，主销国内市场。公司 2019 年 ODM 模式销售收入为 17.59 亿元，同比增速达到 38.61%；2017-2019 年公司 ODM 模式销售收入保持快速增长，年均复合增长率为 68.99%；ODM 销售收入占主营业务销售收入比例呈逐年上升趋势，由 2017 年的 81.98% 升至 2019 年的 91.59%，是公司主要收入来源。分区域来看，国内客户是公司主要 ODM 销售收入来源，2019 年公司国内 ODM 销售收入为 15.16 亿元，占 ODM 销售收入的比例由 2017 年的 65.25% 提高至 2019 年的 86.18%，年均复合增长率达 94.22%。

图表 50 豪悦护理 ODM 销售收入规模及增速


资料来源：豪悦护理招股说明书，华创证券

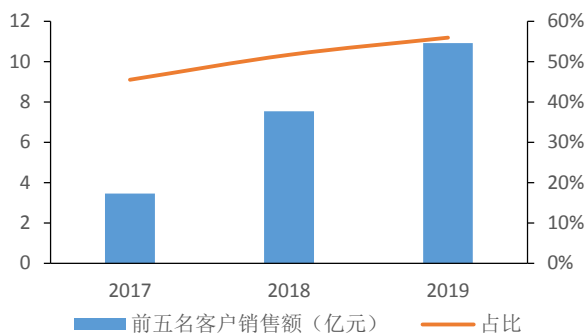
图表 51 豪悦护理 2019 年 ODM 销售收入分区域结构


资料来源：豪悦护理招股说明书，华创证券

公司品牌客户分为国内客户和国外客户，其中以国内客户为主。国内客户方面，公司主要通过登门拜访、老客户介绍、商业谈判等方式开拓客户，凭借优质的服务与过硬的产品赢得客户信任。国外客户方面，公司主要通过博览会、展会活动和跨境电子商务等渠道与客户建立商务联系，在展示公司产品多样化的同时，广泛而有效地与潜在客户进行交流。

公司与 ODM 客户的合作关系稳定，主要 ODM 客户的销售收入均呈逐年上升的趋势。2017 年至 2019 年，公司前五名 ODM 客户销售收入占当期营业收入的比例分别为 45.49%、51.66%和 55.92%，呈逐渐集中的趋势。基于在产品研发、生产制造和质量管控方面积累的竞争优势，公司成为凯儿得乐、蜜芽、BEABA、BabyCare 等母婴品牌商的 ODM 制造商，与客户形成了相互依靠和促进的共生关系。一方面，公司根据客户的产品性能要求研发适应市场需求的产品，从而带动客户共同引导消费潮流；另一方面，随着公司销售规模的扩大，公司不断加大在技术研发、工艺改进、质量控制等方面的投入力度，规模化生产优势不断得到强化。我们认为未来公司在 ODM 模式下的竞争优势会越来越明显，品牌客户与公司的 ODM 合作关系会更加紧密。

图表 52 主要客户销售额占比提升



资料来源：豪悦护理招股说明书，华创证券

图表 53 豪悦护理主要客户情况

客户/品牌名称	总部所在国家	市场地位	开始合作时间	合作关系及占比
凯儿得乐	中国	国内新兴的具有较大影响力的母婴品牌，2018 年度中国婴儿纸尿裤行业 10 强企业。	2016 年	公司是凯儿得乐纸尿裤产品的主要供应商，同时凯儿得乐也是公司第一大客户。 2017-2019 年销售收入分别为 2.67、4.83、4.23 亿，占营业收入比例分别为 35.06%、33.29%、21.64%。
Eleser	英国	知名的母婴品牌	2017 年	公司主要向 Eleser 供应婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤等产品。
蜜芽	中国	国内知名的母婴垂直电商平台	2017 年	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。 2018-2019 年销售收入分别为 0.53、1.39 亿，占营业收入比例分别为 3.65%、7.12%。
尤妮佳	日本	全球领先的健康卫生护理用品企业，旗下品牌有妈咪宝贝、苏菲等。	2010 年左右	公司向尤妮佳供应经期裤、成人纸尿裤、成人拉拉裤等产品。2017-2018 年销售收入分别为 0.30、0.48 亿，占营业收入比例分别为 3.97%、3.28%。
花王	日本	全球知名日用品品牌，拥有碧柔、乐而雅、洁霸、花王等品牌。	——	公司是花王经期裤产品在国内的主要供应商。
金佰利	美国	旗下品牌有好奇、高丝洁、得伴等。	——	公司先后为金佰利供应经期裤、成人纸尿裤、成人拉拉裤等产品。
宝洁	美国	全球最大日用消费品公司，旗下品牌有帮宝适、护舒宝等。	2017 年	公司目前为宝洁生产经期裤及婴儿纸尿裤。

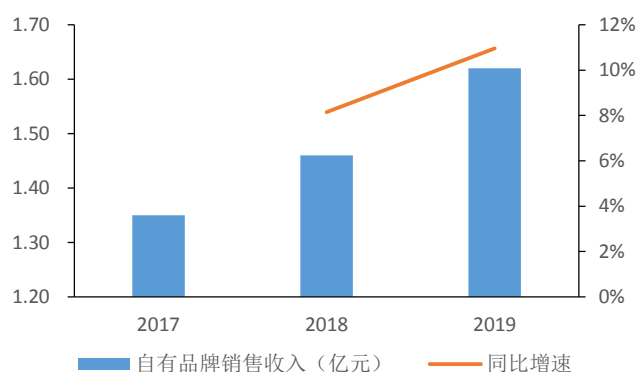
客户/品牌名称	总部所在国家	市场地位	开始合作时间	合作关系及占比
SAC	瑞典	SAC（维达）总部位于瑞典，是一家全球知名卫生用品企业。	——	公司是 SAC（维达）“添宁”品牌成人拉拉裤主要供应商。
ABC	中国	ABC 为景兴健护旗下品牌，景兴健护是国内知名个人健康护理用品企业。	——	公司目前是景兴健护经期裤产品主要供应商。
BEABA	中国	国内知名的婴童品牌。	2017 年	公司是 BEABA 品牌婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤和经期裤在国内的主要供应商。
严选	中国	网易严选是网易旗下原创生活类自营电商品牌。	——	公司主要向网易严选供应婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤和经期裤等产品。
云南白药	中国	清逸堂是云南白药旗下从事一次性卫生用品生产销售的企业。	——	公司主要为清逸堂提供经期裤等产品。
亲宝宝	中国	亲宝宝是一个专注孕期和育儿服务的移动互联网平台。	——	公司主要向其自营母婴生活品牌“亲宝优品”供应婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤和经期裤等产品。
BC babycare	中国	国内知名母婴电商品牌。	2018 年	公司主要向 BabyCare 供应婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤等产品。
子初	中国	国内知名母婴品牌。	2016 年	公司主要向其供应护理垫等产品。
Natural Blossom	韩国	韩国知名母婴品牌商	——	公司主要向其供应婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤及湿巾等产品。

资料来源：豪悦护理招股说明书，华创证券

2、自有品牌：经营稳定，线上销售占比近八成

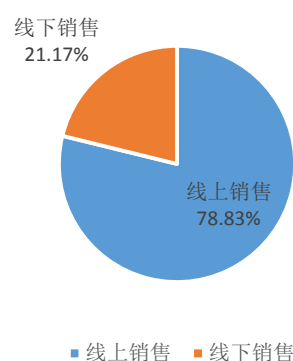
自有品牌经营稳定，以线上渠道销售为主。公司目前已经陆续布局了康福瑞、汇泉、好年、白+字、希望宝宝、天生明星、Mamamia 等多个自有品牌，2019 年自有品牌销售收入达到 1.62 亿元，同比增长 10.96%，2017-2019 年的 CAGR 达 9.22%，实现稳定增长；2017 年至 2019 年，自有品牌销售收入占主营业务收入比重分别为 18.02%、10.30%和 8.41%。分渠道来看，自 2014 年起，公司逐步组建网络销售运营团队，通过国内电商平台开展网络销售，目前线上销售是公司自有品牌产品的主要销售渠道，2019 年公司自有品牌线上销售额 1.27 亿元，占总自有品牌销售额的比例为 78.83%。

图表 54 豪悦护理自有品牌销售收入规模及增速



资料来源：豪悦护理招股说明书，公司年报，华创证券

图表 55 豪悦护理 2019 年自有品牌销售收入分渠道



资料来源：豪悦护理招股说明书，公司年报，华创证券

图表 56 豪悦护理自有品牌销售渠道

销售模式	分类	线上自营店铺	简介
线上销售	线上自营		线上自营模式下，公司主要通过在天猫、淘宝、京东等电商平台开设直营店铺向最终消费者销售商品，并以销售商品的不同品类区分平台内不同店铺。通常情况下，终端消费者直接通过电商平台下达订单，向第三方支付平台或电商平台支付货款后，公司发货，在相关条件满足后收取货款。
	线上非自营		
线下销售			线上非自营模式下，公司主要通过 B2C 或 B2B 等线上平台向消费者或下游客户销售商品，双方以电商平台实际销售商品和约定方式进行结算。公司合作的线上平台主要包括天猫超市、京东自营店铺和海拍客等。 公司线下销售为经销模式。公司经销商客户主要为从事快消品、卫生用品、日化产品经销业务的公司或个体工商户，主要通过其所辖地区的母婴店、购物中心、中小型超市、便利店等实现产品的最终销售。

资料来源：豪悦护理招股说明书，公司官网，华创证券

3、积极拓展多元化销售体系，抢夺新零售时代先机

目前个护行业电商渗透率快速提升，营销和销售线上化趋势明显，母婴专营连锁、电商平台、母婴垂直电商及微商等新兴渠道兴起，公司抓住渠道转换的机遇抢先布局。一方面，在新零售业态背景下，以凯儿得乐、蜜芽为代表的一批企业迅速崛起，具有突出的营销和渠道建设能力，但研发生产能力较弱，而豪悦多年来为金佰利、尤妮佳、花王等全球著名跨国公司提供 ODM 服务，掌握了行业的先进生产技术和质量控制体系，公司通过与这些新兴企业建立合作关系，利用其营销和渠道优势，抢占传统品牌商的市场份额。另一方面，公司将在现有的天猫、京东、海拍客等电商平台以及线下经销商的销售渠道上拓宽产品系列，推出更高端产品，并加强营销渠道开拓和营销网络建设，比如拓宽电商平台覆盖，与更多母婴垂直平台、O2O 平台建立深入的合作关系，拓展线下销售渠道，发展更多代理商，将自有品牌进驻更多的商超、母婴店，通过多元化立体渠道体系建设进一步增强公司整体竞争实力。

四、研发制造实力强劲，产品与渠道升级前景广阔，首次覆盖，给予“推荐”评级

综合来看，行业层面，我国吸收性卫生用品行业进入加速发展期，产品种类不断丰富、功能不断完善、普及程度不断提升。公司层面，豪悦护理在生产端具备较强研发制造能力，已与尤妮佳、金佰利、花王、景兴健护等国内外知名品牌以及凯儿得乐、蜜芽、BEABA、BabyCare 等母婴品牌商建立合作，与客户形成了相互依靠和促进的共生关系；在产品端积极进行品类业务转型升级；在渠道端，ODM 稳步发展基础上，自主品牌逐步发力，积极拓展多元化销售体系，抢夺新零售时代先机，未来业绩有望快速增长。考虑到公司研发制造实力强劲，产品与渠道升级前景广阔，首次覆盖，给予“推荐”评级。

短期看点：婴儿卫生用品与女性卫生用品制造实力强劲，市占率提升。

- **婴儿卫生用品：**婴儿卫生用品为公司核心业务，2016-2019 年 GAGR 达 99.37%，占总收入的比重由 2016 年的 37.03% 升至 2019 年的 69.75%。在婴儿卫生用品领域，公司基于在研发生产方面的优势，赢得了凯儿得乐、Eleser、蜜芽、BEABA 等国内外知名母婴品牌商的高度认可，并为之建立了稳定的生产供应关系，生产的婴儿卫生用品产品广受用户好评。根据中国造纸协会的统计；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全行业生产总量的比重分别为 0.78%、1.71% 和 3.44%，上升趋势较为明显。
- **女性卫生用品：**女性卫生用品为公司第二大主业。2016-2019 年 CAGR 达 37.75%，2019 年占总收入的比重为 14.97%。公司是较早开发经期裤产品的企业，与尤妮佳、花王和重庆百亚等国内外知名品牌商均建立了长期的生产供应关系，公司经期裤行业地位稳固，销售额国内市场占有率连续三年排名第一。

长期看点：成人失禁用品行业前景广阔，公司有望借研发与渠道优势抓住先机。

- **中国成人失禁用品市场目前处于发展初期，发展空间大，格局分散。**据中国造纸协会统计，2013 年到 2018 年间，我国成人失禁用品市场规模的从 2013 年的 31.7 亿元增长至 2018 年的 70.3 亿元，年均复合增长率达到 17.3%；从消费量来看，2013 年以来，我国成人失禁用品的消费量增长较为迅速，从 2013 年的 17.9 亿片增加至 2018 年的 44.1 亿片，年均复合增长率达到 19.8%；目前我国成人失禁用品市场尚处于导入期阶段，但随着老龄化人口的增加和消费观念的改善，市场规模有望快速增长。品牌格局分散，2019 年我国成人失禁用品品牌 CR10 为 56.0%，其中，国内品牌恒安国际安尔康、杭州可靠、杭州舒泰千芝雅市占率分别为 12.5%、11.3%、8.5%，排名前三，但尚未出现对市场具有话语权的龙头企业，品牌格局分散，市场机遇大。
- **豪悦护理成人失禁用品业务稳定增长，推出多个自主品牌，有望借研发与渠道优势抓住先机。**2016 年至 2019 年，成人失禁用品 CAGR 为 15.31%，占总收入的比重从 2016 年的 32.29% 降至 2019 年的 11.78%。在成人失禁用品领域，公司推出了“康福瑞”、“汇泉”、“白+字”等自有品牌，在行业内具有良好的知名度和市场竞争力，有望借研发与渠道优势抓住先机。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 6.55、7.22、9.04 亿元，EPS 分别为 6.14、6.77、8.48 元，对应当前股价 PE 分别 31、28、23 倍，考虑到公司研发制造实力强劲，产品与渠道升级前景广阔，首次覆盖给予 220 元目标价，对应 2020 年 36XPE，给予“推荐”评级。

五、风险提示

新开发业务不及预期，原料成本大幅波动，市场竞争加剧。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	123	1,873	2,115	2,747
应收票据	0	0	0	0
应收账款	88	119	148	182
预付账款	13	16	21	25
存货	199	296	366	420
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	56	78	99	121
流动资产合计	479	2,382	2,749	3,495
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	508	601	872	1,116
在建工程	195	463	647	673
无形资产	61	59	57	55
其他非流动资产	11	11	10	10
非流动资产合计	775	1,134	1,586	1,854
资产合计	1,254	3,516	4,335	5,349
短期借款	125	105	85	85
应付票据	46	57	75	91
应付账款	224	277	363	443
预收款项	38	54	67	82
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	9	9	9	9
一年内到期的非流动负债	13	13	13	13
其他流动负债	46	56	66	75
流动负债合计	501	571	678	798
长期借款	51	41	31	21
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	63	63	63	63
非流动负债合计	114	104	94	84
负债合计	615	675	772	882
归属母公司所有者权益	639	2,841	3,563	4,467
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	639	2,841	3,563	4,467
负债和股东权益	1,254	3,516	4,335	5,349

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	428	639	780	988
现金收益	370	712	789	992
存货影响	-12	-97	-70	-54
经营性应收影响	-10	-30	-31	-35
经营性应付影响	56	80	117	111
其他影响	25	-26	-24	-26
投资活动现金流	-285	-403	-504	-341
资本支出	-311	-403	-504	-341
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	26	0	0	0
融资活动现金流	-82	1,514	-34	-15
借款增加	-2	-30	-30	-10
股利及利息支付	-40	-13	-15	-14
股东融资	0	1,549	0	0
其他影响	-40	8	11	9

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,953	2,762	3,447	4,225
营业成本	1,360	1,687	2,211	2,695
税金及附加	10	14	17	21
销售费用	102	144	179	220
管理费用	36	51	66	76
研发费用	66	94	121	148
财务费用	12	13	15	15
信用减值损失	-3	-3	-4	-4
资产减值损失	-3	-3	-3	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	2	1	1	1
其他收益	7	5	5	5
营业利润	366	759	838	1,050
营业外收入	0	2	2	1
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	366	761	840	1,051
所得税	51	106	118	147
净利润	315	655	722	904
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	315	655	722	904
NOPLAT	326	666	735	917
EPS(摊薄) (元)	3.94	6.14	6.77	8.48

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	34.8%	41.4%	24.8%	22.5%
EBIT 增长率	64.8%	104.3%	10.5%	24.7%
归母净利润增长率	70.4%	107.8%	10.2%	25.2%
获利能力				
毛利率	30.4%	38.9%	35.9%	36.2%
净利率	16.1%	23.7%	20.9%	21.4%
ROE	49.4%	23.1%	20.3%	20.2%
ROIC	40.5%	24.8%	22.3%	22.5%
偿债能力				
资产负债率	49.1%	19.2%	17.8%	16.5%
债务权益比	39.4%	7.8%	5.4%	4.1%
流动比率	95.6%	417.2%	405.5%	438.0%
速动比率	55.9%	365.3%	351.5%	385.3%
营运能力				
总资产周转率	1.6	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	15	14	14	14
应付账款周转天数	54	53	52	54
存货周转天数	51	53	54	53
每股指标(元)				
每股收益	3.94	6.14	6.77	8.48
每股经营现金流	4.01	5.99	7.31	9.26
每股净资产	5.99	26.63	33.40	41.88
估值比率				
P/E	49	31	28	23
P/B	24	7	6	5
EV/EBITDA	58	30	27	21

轻工纺服组团队介绍

组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：田晨曦

伯明翰大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

助理研究员：王文杰

日本庆应义塾大学经济学硕士。2020 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500