

豪悦护理 (605009.SH)

个护行业制造强者，研发迭代缔造核心竞争力

公司评级

买入

当前价格	184.81 元
合理价值	193.2 元
报告日期	2020-11-29

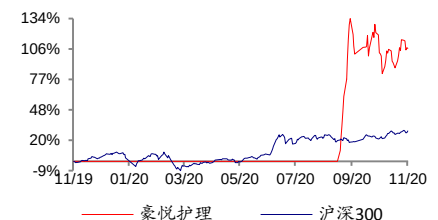
核心观点:

- 公司深耕一次性卫生用品主业，近年营业收入表现亮眼。公司产品涵盖婴儿纸尿裤、成人纸尿裤、经期裤等一次性卫生用品。三大产品赛道并驱，近三年营业收入分别达到 7.61 亿元、14.50 亿元、19.53 亿元，年均复合增长率为 59.88%。
- 吸收性卫生用品行业未来增长空间充足，公司占据领先地位。婴儿卫生用品领域，国内市场渗透率与发达国家 90% 以上的市场渗透率相比，存在进一步提升空间；女性卫生用品领域，女性卫生用品市场已经进入成熟期，豪悦护理是较早开发经期裤产品的企业，根据豪悦护理招股说明书数据，2016-2018 年公司经期裤产品在境内的市场占有率连续 3 年排名第 1；成人失禁用品尚处于市场导入期，品牌格局尚未真正形成。
- 具有研发、渠道客户、规模与成本方面的多维度优势，助力豪悦加速起航。(1) 不断加大研发投入，具有较强的持续迭代的产品创新能力。(2) 多维度扩展销售渠道。公司凭借较强的研发能力、严格的质量管控体系和可靠的生产供应能力，成为宝洁、金佰利等众多领先品牌商的合作伙 伴，同时开拓自主品牌。(3) 公司产能快速扩张，精细化管理助力费用率进一步优化，规模化优势逐渐体现。
- 盈利预测以及投资建议。预计 2020 年-2022 年公司营业收入分别为 27.61、35.22、43.54 亿元 (YOY 分别为 41.3%、27.6%、23.6%)；归母净利润分别为 6.55、7.36、8.78 亿元 (YOY 分别为 107.6%、12.5%、19.3%)。参考可比公司的 PE 估值，考虑到个护行业代工企业品牌力较弱，但净利润水平高于零售品牌，给予豪悦护理 2021 年 28 倍 PE 的合理估值，对应合理价值 193.2 元/股，首次覆盖，给予买入评级。
- 风险提示。新生人口增速不达预期、销售收入趋于集中风险、行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	106.67/26.67
总市值/流通市值 (百万元)	19713.68/4928.88
一年内最高/最低 (元)	210.00/89.65
30 日日均成交量/成交额 (百万)	2.33/417.46
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	106.15/106.15

相对市场表现



分析师:

赵中平



SAC 执证号: S0260516070005



SFC CE No. BND271



0755-23953620

zhaozhongping@gf.com.cn

分析师:

陆逸



SAC 执证号: S0260519070005



021-38003622



gfluyi@gf.com.cn

请注意，陆逸并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,450	1,953	2,761	3,522	4,354
增长率 (%)	90.5	34.8	41.3	27.6	23.6
EBITDA (百万元)	263	420	820	900	1,048
归母净利润 (百万元)	185	315	655	736	878
增长率 (%)	176.2	70.4	107.6	12.5	19.3
EPS (元/股)	2.31	3.94	6.14	6.90	8.23
市盈率 (P/E)	-	-	30.12	26.77	22.44
ROE (%)	52.6	49.4	22.1	19.9	19.2
EV/EBITDA	-	-	23.17	21.37	18.13

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

相关研究:

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、本文逻辑及投资要点	5
二、豪悦护理：个护领域优势制造商	7
（一）公司发展历史	7
（二）公司股权集中，管理层经验丰富	8
（三）三大产品赛道并驱，助力营收稳步提升	9
三、吸收性卫生用品行业：未来增长空间充足，豪悦占据领先地位	13
（一）婴儿卫生用品：本土品牌迅速崛起，国内外企业抢占市场份额	14
（二）女性卫生用品：竞争格局相对稳定，经期裤产品异军突起	16
（三）成人失禁用品：尚处于市场导入期，品牌格局尚未真正形成	17
（四）个人护理用品行业空间测算	18
四、豪悦护理：三大核心优势，助力豪悦加速起航	20
（一）研发与技术优势	20
（二）客户与渠道优势	22
（三）规模与成本优势	26
五、盈利预测以及投资建议	30
（一）行业未来空间增长助力	30
（二）核心假设	32
六、风险提示	35

图表索引

图 1: 豪悦护理发展历程.....	7
图 2: 公司境内外收入及占比情况.....	8
图 3: 豪悦护理股权结构.....	8
图 4: 公司各产品类别历年营业收入占比情况.....	9
图 5: 公司部分婴儿卫生用品产品.....	10
图 6: 公司婴儿卫生用品营业收入、增速及占比情况.....	10
图 7: 公司婴儿纸尿裤单价.....	10
图 8: 公司婴儿卫生用品产量与销量情况.....	10
图 9: 公司女性卫生用品营业收入、增速及占比情况.....	11
图 10: 公司卫生巾和经期裤历年单价.....	11
图 11: 公司卫生巾产能与销量情况.....	11
图 12: 公司经期裤产能与销量情况.....	11
图 13: 公司部分成人失禁用品产品.....	12
图 14: 公司成人失禁用品营业收入、增速及占比情况.....	12
图 15: 公司成人纸尿裤历年单价.....	12
图 16: 公司成人纸尿裤产能与销量情况.....	12
图 17: 2016-2020H1 公司营业收入及增速.....	12
图 18: 2016-2020H1 公司归母净利润及增速.....	12
图 19: 公司 2016-2020H1 毛利率与净利率变化趋势.....	13
图 20: 公司 2016-2020H1 各品类产品毛利率变化(%).....	13
图 21: 2015-2018 年我国吸收性卫生用品市场增长情况.....	13
图 22: 2018 年各品类吸收性卫生用品占比情况.....	13
图 23: 2009 年-2018 年中国婴儿卫生用品渗透率(%).....	14
图 24: 2012 年-2018 年中国婴儿纸尿裤市场规模.....	14
图 25: 国内婴儿卫生用品消费量及同比增速.....	14
图 26: 全国婴儿纸尿裤商超渠道销售额的市场份额情况.....	15
图 27: 公司生产的婴儿纸尿裤占行业生产总量的比重.....	15
图 28: 中国卫生巾产量及消费量趋于稳定.....	16
图 29: 2012 年-2018 年中国卫生巾市场规模.....	16
图 30: 2009 年-2017 年中国卫生巾用品渗透率(%).....	16
图 31: 公司经期裤产品在国内市场占有率连续三年第一.....	17
图 32: 2009 年-2018 年中国成人失禁用品市场规模.....	17
图 33: 2009 年-2018 年中国成人失禁用品消费量.....	17
图 34: 公司生产的成人失禁用品占行业生产总量的比重.....	18
图 35: 公司历年研发支出情况.....	21
图 36: 公司与可比公司研发支出对比(人民币亿元).....	21
图 37: 豪悦无木浆多维复合芯体结构示意图.....	22
图 38: 2019 年公司各业务模式占比情况.....	23
图 39: 公司主要经营服务模式.....	23

图 40: 公司 ODM 业务销售收入情况	23
图 41: 公司经销模式的销售流程	26
图 42: 公司自有品牌销售收入情况	26
图 43: 公司婴儿纸尿裤产能及产能利用率	27
图 44: 公司成人纸尿裤产能及产能利用率	27
图 45: 公司卫生巾和经期裤产能及产能利用率	27
图 46: 2019 年公司主营业务成本按料工费构成	28
图 47: 2019 年主要原材料采购占比情况	28
图 48: WTI 原油期货价格走势 (美元/桶)	28
图 49: 木浆价格指数走势	29
图 50: 公司历年各项费用率情况	29
图 51: 销售费用率低于同行业可比公司	30
图 52: 管理费用率低于同行业可比公司	30
图 53: 2012-2019 年中国新生人口数及增长率	30
图 54: 2010-2017 年中国女性初潮平均年龄延伸趋势 (单位: 岁)	30
图 55: 2012-2019 年中国 65 岁以上人口增长情况	31
图 56: 2012-2019 年中国城镇人口和农村人口数量	31
图 57: 2014-2018 年我国网上零售额增长及占比情况	32
表 1: 公司主营产品品类以及自有品牌	9
表 2: 个人护理用品行业空间测算	19
表 3: 豪悦护理拥有 7 项发明专利	21
表 4: 公司纸尿裤产品 (包括成人用品) 主要客户及合作品牌	24
表 5: 公司女性卫生用品主要客户及合作品牌	25
表 6: 公司前五大客户变化情况	25
表 7: 募集资金投资去向	33
表 8: 豪悦护理收入拆分及盈利预测	33
表 9: 可比公司估值水平	35

一、本文逻辑及投资要点

豪悦护理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。

（1）三大产品赛道并驱，盈利情况稳步向好

公司营业收入保持高速增长，盈利情况总体向好，费控能力不断增强。公司在2017年、2018年和2019年的营业收入分别达到7.61亿元、14.50亿元、19.53亿元，年均复合增长率为59.88%，保持快速增长的态势。2017-2019年，公司主营业务毛利率分别为26.84%、26.73%和30.51%，净利率分别为8.81%、12.77%和16.14%，期间费用占营业收入的比重分别为17.15%、11.28%和11.11%，期间费用占营业收入的比重逐年下降。

分品类来看，三大主营业务收入协同增长。2016-2019年，婴儿卫生用品的营业收入分别达到1.72亿元、4.19亿元、9.57亿元和13.63亿元，同比增速分别为143.6%、128.4%和42.4%，保持高速增长；女性卫生用品营收0.88亿元、1.18亿元、2亿元和2.93亿元，同比增速分别达到34.09%、69.49%、46.50%，维持稳定扩张；成人失禁用品营收为1.50亿元、1.66亿元、2.13亿元和2.30亿元，增速保持在7%-30%的较低速区间。

（2）行业增长空间充足，豪悦占据领先地位

据中国造纸协会统计，2018年中国吸收性卫生用品市场规模达到1188.7亿元，2012-2018年市场年均复合增长率达到14.3%。随着我国居民人均收入的提高以及社会经济的快速发展，我们预测吸收性卫生用品市场能保持10%以上的增长速度，2020-2022年市场规模预计分别能达到1514.64亿元、1691.17亿元、1893.61亿元。

婴儿卫生用品领域，本土品牌迅速崛起，国内外企业抢占市场份额。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10.9%。虽然我国婴儿卫生用品的市场渗透率提升明显，已达到63.9%，但与发达国家90%以上的市场渗透率相比，我国婴儿卫生用品的市场渗透率仍然偏低，存在进一步提升空间。目前国内婴儿卫生用品市场处于快速发展期，行业整体集中度不高。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。近年来，受“中国质造”和“新零售业态”的双轮驱动，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，本土厂商整体呈上升态势。

女性卫生用品市场已经进入成熟期。2013年到2018年间，我国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，国内女性卫生巾的消费量从1052.0亿片增加至1193.4亿片，年均复合增长率为2.6%。截至2017年，我国女性卫生巾市场渗透率已接近100%。行业竞争格局较为稳定，豪悦护理是较早开发经期裤产品的企业，与尤妮佳、金佰利、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。根据中国造纸协会的统计，2016-2018年，公司经期裤产品的销售额在国内的市场占有率分别达到55.3%、45.8%和40.2%，连续3年排名第1。

成人失禁用品尚处于市场导入期，品牌格局尚未真正形成。据中国造纸协会统计，2012年到2018年间，我国成人失禁用品市场规模的复合增长率为21.3%，从2012年的22.1亿元增长至2018年的70.3亿元。从消费量来看，2012年以来，我国成人失禁用品的消费量增长较为迅速，从2012年的12.1亿片增加至2018年的44.1亿片，年均复合增长率达到24%。与发达国家相比，我国成人失禁用品市场还处在起步阶段，但受益于社会老龄化趋势的加深和成人失禁用品功能性需求的增加，未来我国成人失禁用品市场规模将会快速增长。

（3）三大核心优势，助力豪悦加速起航

研发与技术优势：坚持可持续发展的思路，不断加大研发投入。2017-2019年，豪悦在研发上的支出分别为0.29亿元、0.49亿元、0.66亿元，研发费用率分别为3.76%、3.37%、3.40%，占比保持稳定。截至2019年年底，公司共有166位研发人员，占员工总人数的10.48%。公司持续投入研发，在无木浆多维复合芯体上建立较强的创新优势，表现出较强的持续迭代的产品创新能力。

渠道客户优势：ODM业务为主，多维度扩展销售渠道。2019年，公司ODM业务销售收入占总收入的91.59%，自有品牌销售收入（包括线下自营与线上自营）占总收入的8.41%。自成立以来，公司凭借较强的研发能力、严格的质量管控体系和可靠的生产供应能力，成为众多领先品牌商的合作伙伴，在业内积累了较多优质的客户，包括宝洁、金佰利、尤妮佳、SCA（维达）、花王等全球著名跨国公司，以及凯儿得乐、蜜芽、BEABA、BabyCare、子初、Eleser、景兴健护、重庆百亚等国内知名护理用品企业和母婴品牌商等。同时，豪悦开拓自有品牌业务，线上销售和线上销售双赛道并驱。

规模与成本优势：公司产能快速扩张，规模化优势逐渐体现。公司通过对供应链和生产过程的精细化管理，有效控制、降低产品的生产成本，具有成本领先优势。截止2020年5月31日，公司共有三大生产厂区，囊括59条生产线，其中包括21条婴儿卫生用品生产线、14条经期裤生产线、7条成人失禁用品生产线，规模优势明显。

（4）盈利预测与投资建议

预计2020年-2022年公司营业收入分别为27.61、35.22、43.54亿元（YOY分别为41.3%、27.6%、23.6%）；归母净利润分别为6.55、7.36、8.78亿元（YOY分别为107.6%、12.5%、19.3%）。由于梦百合、永艺股份主要经营模式同为ODM代工，自主品牌收入占比相对较低，且两家公司都在生厂、研发、成本管控上处于行业领先地位，因此选取梦百合、永艺股份作为公司可比公司估值参考，参考可比公司的PE估值，考虑到个护行业代工企业品牌力较弱，但净利润水平高于零售品牌，参考百亚股份对明年41倍估值，给予豪悦护理2021年28倍PE的合理估值，对应合理价值193.2元/股，首次覆盖，给予买入评级。

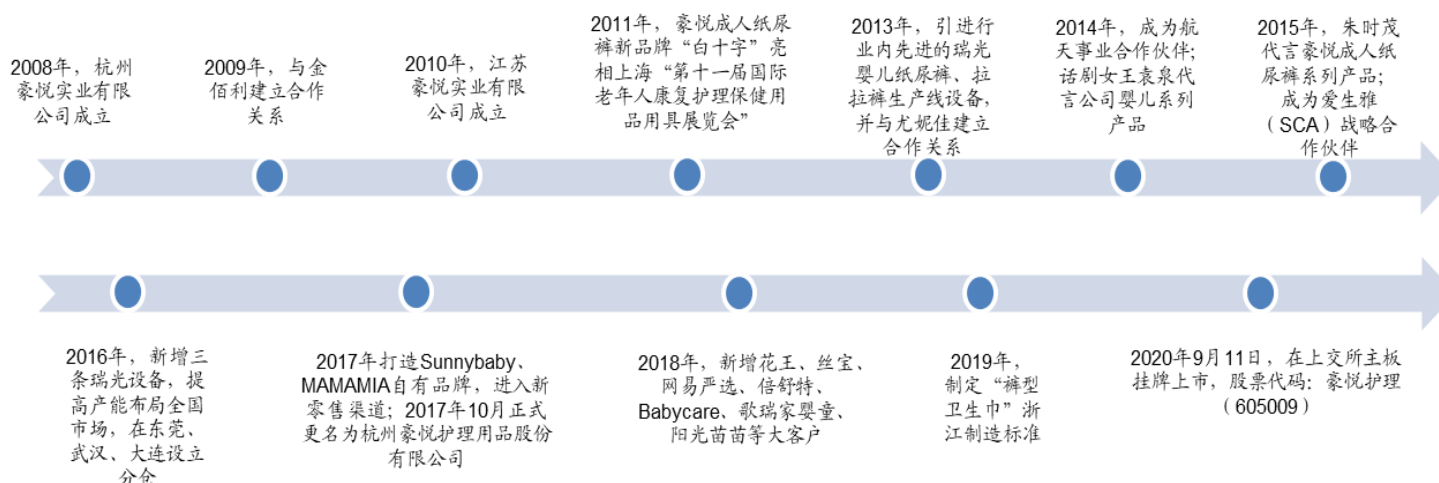
二、豪悦护理：个护领域优势制造商

杭州豪悦护理用品股份有限公司（简称豪悦护理），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。

（一）公司发展历史

深耕纸尿裤行业十余年，积累丰富制造经验。公司前身为杭州豪悦实业有限公司、江苏豪悦实业有限公司，分别于2008年、2010年成立。2011年-2016年间，公司引进行业内先进的瑞光婴儿纸尿裤、拉拉裤生产线设备，并在东莞、武汉、大连设立分仓，逐步布局全国市场；与尤妮佳、爱生雅建立战略合作关系，并成为中国航天事业合作伙伴。2017年，公司开始打造并发展自有品牌，布局新零售渠道，为公司的高速发展奠定基础。2017年10月，公司正式更名为杭州豪悦护理用品股份有限公司，并于2020年9月11日在上交所主板挂牌上市。

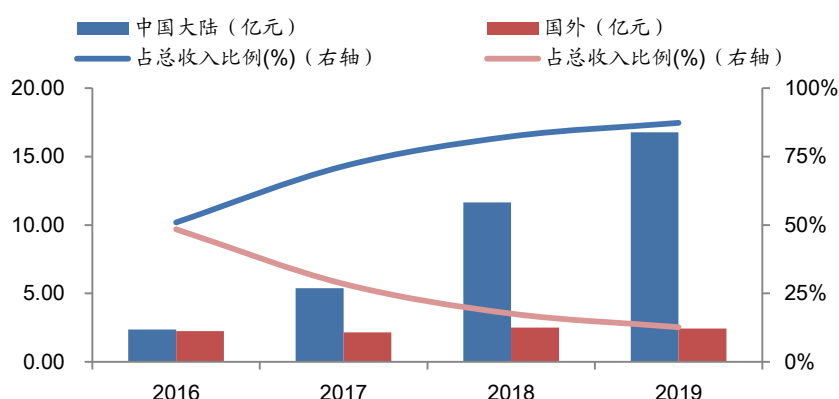
图 1：豪悦护理发展历程



数据来源：豪悦护理公司官网、广发证券发展研究中心

公司重点布局国内市场，2017-2019年，公司境内收入分别为5.37亿元、11.65亿元、16.77亿元，2019年公司境内收入占比87.35%，此外，公司也已经建立起覆盖韩国、印度、巴基斯坦、白俄罗斯、南非等多个国家和地区的营销网络。

图 2: 公司境内外收入及占比情况

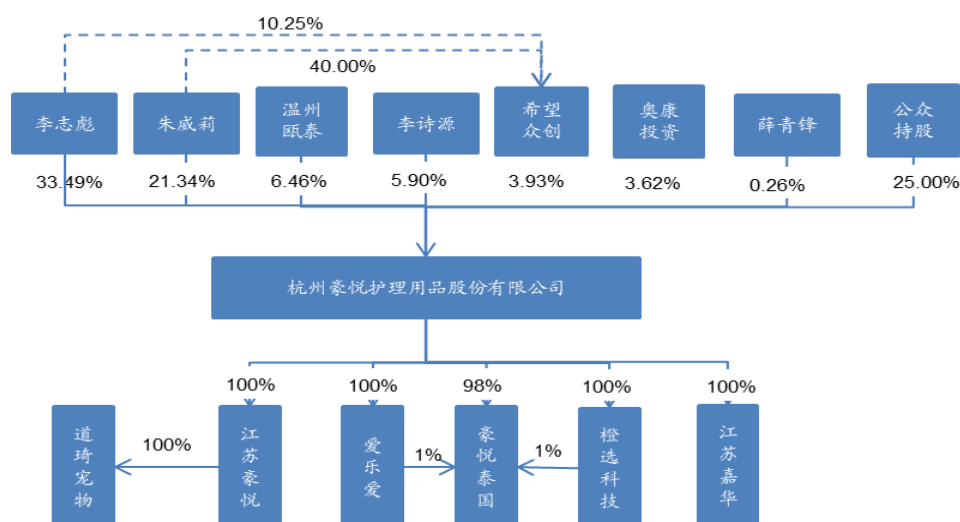


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(二) 公司股权集中, 管理层经验丰富

家族式企业, 股权集中, 有助于提高决策效率。公司的实际控制人为李志彪家族, 即李志彪、朱威莉和李诗源, 其中李志彪和朱威莉为配偶关系, 李诗源为李志彪和朱威莉的女儿。李志彪、朱威莉和李诗源分别直接持有豪悦股份33.49%、21.34%和5.90%的股份, 三人合计直接持有豪悦股份60.73%的股份; 同时, 李志彪和朱威莉分别持有公司股东希望众创10.25%和40.00%的合伙份额, 且李志彪为有限合伙人、朱威莉为普通合伙人兼执行事务合伙人对外代表企业, 二人通过希望众创间接共同控制公司3.93%的股份, 因此, 李志彪、朱威莉和李诗源直接和间接合计控制豪悦股份64.66%的股份, 处于绝对控股地位。

图 3: 豪悦护理股权结构



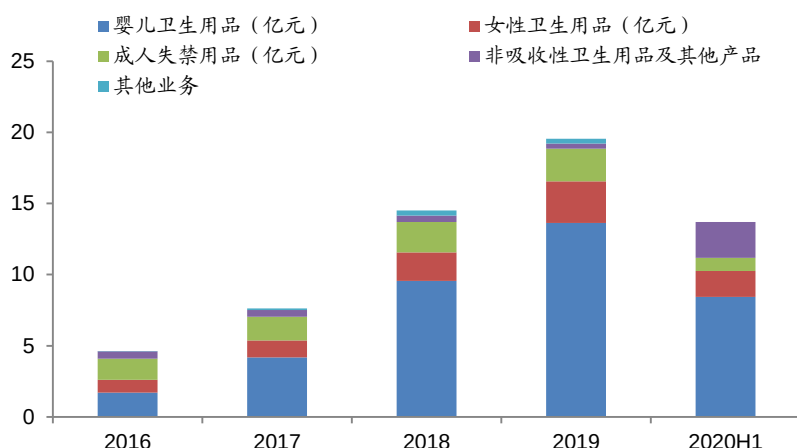
数据来源: Wind、豪悦护理招股说明书、广发证券发展研究中心

公司管理层均为产业内专业人士, 具备专业的业内知识和丰富的管理经验。公司创始人兼董事长李志彪从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年引进国内余宏精工400片/分钟的护理垫生产线, 并于2008年成立杭州豪悦实业有限公司, 具有丰富的从业经验及管理经验。

（三）三大产品赛道并驱，助力营收稳步提升

公司产品主要涵盖卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品三大领域。2017-2019年间，婴儿卫生用品的营业收入比重分别从55.76%提升至70.98%，成人失禁用品的营业收入比重则从22.10%降至11.99%，女性卫生用品的营业收入比重维持稳定，3年占比分别为15.67%、14.15%和15.24%，婴儿卫生用品占比逐年提高。

图 4：公司各产品类别历年营业收入占比情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 1：公司主营产品品类以及自有品牌

项目	类别	产品细分	具体产品	自有品牌
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（包含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（包括成人拉拉裤和成人纸尿片）和护理垫	
		女性卫生用品	卫生巾、经期裤	
	非吸收性卫生用品及其他产品	湿巾	复合芯体、膜、围兜等	

数据来源：豪悦护理招股说明书、公司官网、广发证券发展研究中心

1. 婴儿卫生用品：公司核心优势产品

在婴儿卫生用品领域，公司拥有“希望宝宝”、“天生明星”、“Mamamia”等自有品牌，其中“Mamamia”是豪悦与日本伊藤株式会社联合推出的中高端护理市场的婴幼儿护理品牌，同时公司为凯儿得乐、BEABA、BabyCare、Eleser、蜜芽等国内外知名母婴品牌商进行代工生产。2016-2019年度期间，婴儿纸尿裤实现营

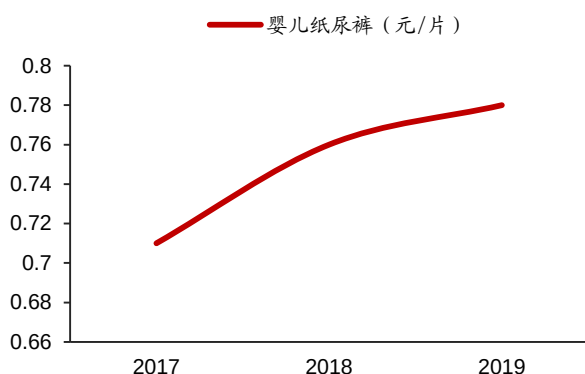
业收入分别为1.72亿元、4.19亿元、9.57亿元和13.63亿元，复合增速为99.37%。产品单价方面，婴儿卫生用品售价逐年上涨，年均复合增长率为5.05%。公司采取“以销定产”的生产方式，2017-2019年婴儿纸尿裤的产销率分别为99.27%、97.73%和97.40%。

图 5：公司部分婴儿卫生用品产品



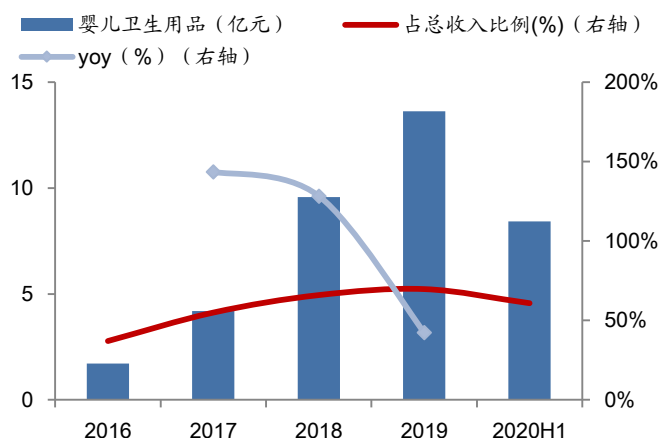
数据来源：豪悦护理官网、广发证券发展研究中心

图 7：公司婴儿纸尿裤单价



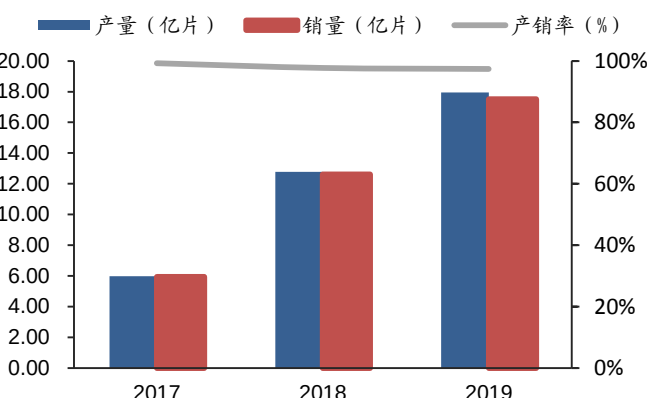
数据来源：豪悦护理招股说明书、广发证券发展研究中心

图 6：公司婴儿卫生用品营业收入、增速及占比情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 8：公司婴儿卫生用品产量与销量情况



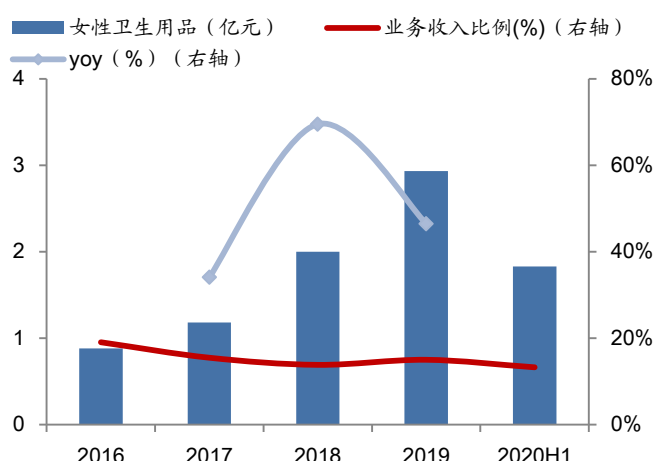
数据来源：豪悦护理招股说明书、广发证券发展研究中心

2. 女性卫生用品：重点布局和推广经期裤

在女性卫生用品领域，公司是较早开发经期裤产品的企业，与尤妮佳、金佰利、花王、景兴健护、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，并拥有“Sunny Girl”、“答菲”等自有品牌。2016-2019年度期间，女性卫生用品实现营业收入分别为0.88亿元、1.18亿元、2.00亿元和2.93亿元，营业收入年均复合增长率为57.66%，保持较快的增长趋势。

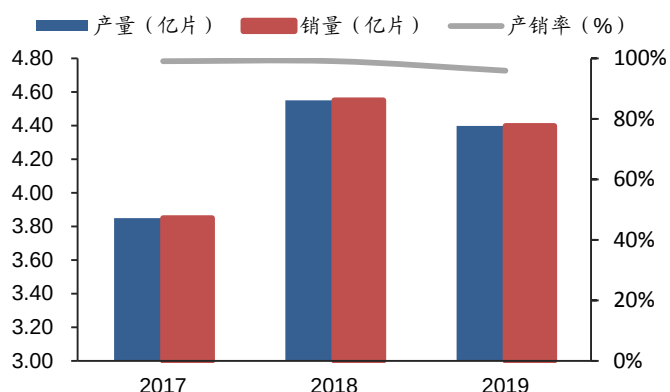
卫生巾产量保持相对稳定，产销率在95%以上；经期裤的产销量高速增长，产销率已达到96%左右。女性卫生用品的销售单价都保持小幅增长，卫生巾售价年均复合增长率为5.81%，经期裤售价年均复合增长率为2.07%。

图 9：公司女性卫生用品营业收入、增速及占比情况



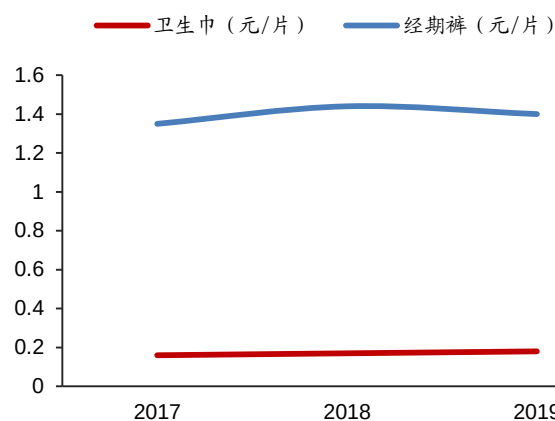
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 11：公司卫生巾产能与销量情况



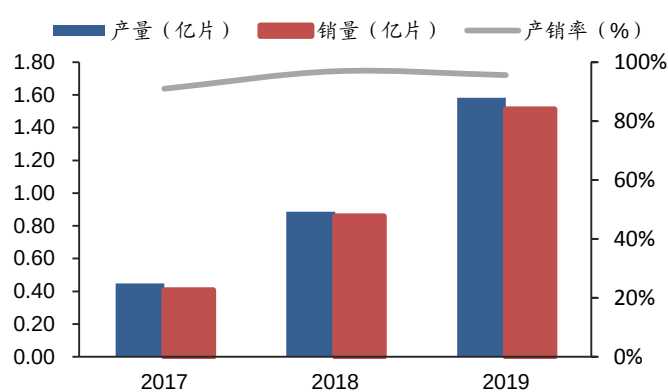
数据来源：豪悦护理招股说明书、广发证券发展研究中心

图 10：公司卫生巾和经期裤历年单价



数据来源：豪悦护理招股说明书、广发证券发展研究中心

图 12：公司经期裤产能与销量情况



数据来源：豪悦护理招股说明书、广发证券发展研究中心

3. 成人失禁用品：仍处于市场导入期

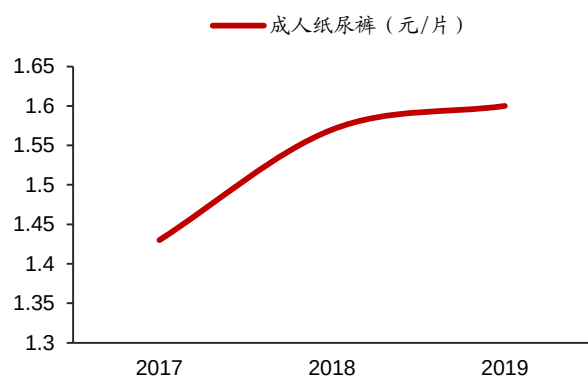
在成人失禁用品领域，公司针对不同客户需求，推出了“康福瑞”、“汇泉”、“好年”、“白+字”等自有品牌。2016-2019年度公司成人失禁用品营业收入分别为1.50亿元、1.66亿元、2.13亿元和2.30亿元，复合增长率达15.34%，占总收入的比例持续下滑，2019年营收比例下滑至约11%。成人失禁用品售价不断上涨，2019年为1.6元/片，年均复合增长率为5.28%。公司2017-2019年成人纸尿裤的产销率分别为97.77%、92.31%和100.60%，保持在高位。

图 13: 公司部分成人失禁用品产品



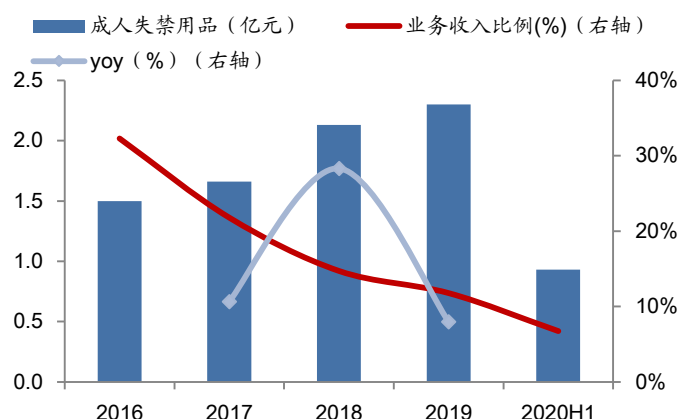
数据来源: 豪悦护理招股说明书、广发证券发展研究中心

图 15: 公司成人纸尿裤历年单价



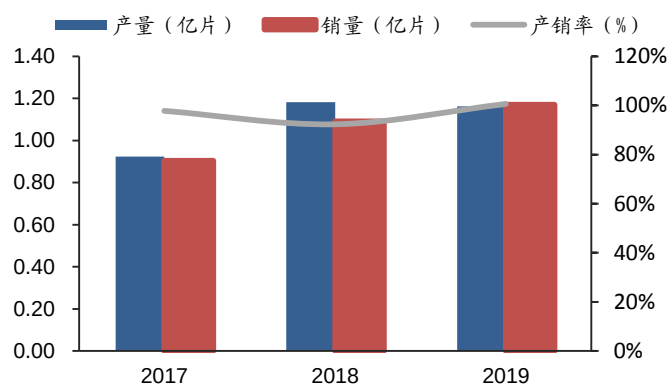
数据来源: 豪悦护理招股说明书、广发证券发展研究中心

图 14: 公司成人失禁用品营业收入、增速及占比情况



数据来源: 豪悦护理招股说明书、广发证券发展研究中心

图 16: 公司成人纸尿裤产能与销量情况

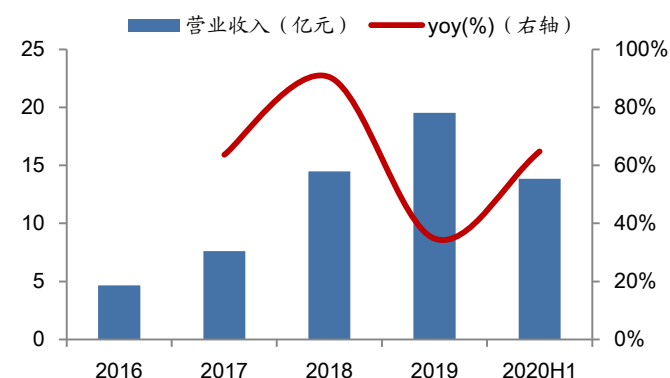


数据来源: 豪悦护理招股说明书、广发证券发展研究中心

4. 营业收入保持高速增长, 各品类毛利率持续提升

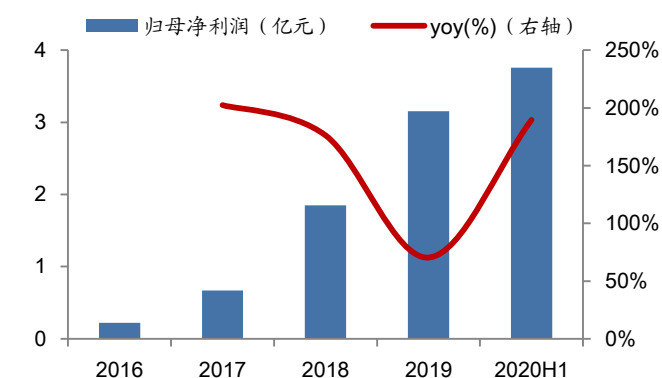
2017年至2019年, 公司营业收入分别为7.61亿元、14.50亿元、19.53亿元, 年均复合增长率为59.88%, 增速亮眼。期间归母净利润分别为0.67亿元、1.85亿元和3.15亿元, 同比增速高达202.41%、176.19%和70.35%。近年公司处于持续高速增长阶段, 主要原因依托于公司强劲的新品研发实力以及成本控制能力, 新增花王、凯儿得乐等多个ODM品牌客户, 同时打造自有品牌, 助力公司多产品多维度拓展。

图 17: 2016-2020H1公司营业收入及增速



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

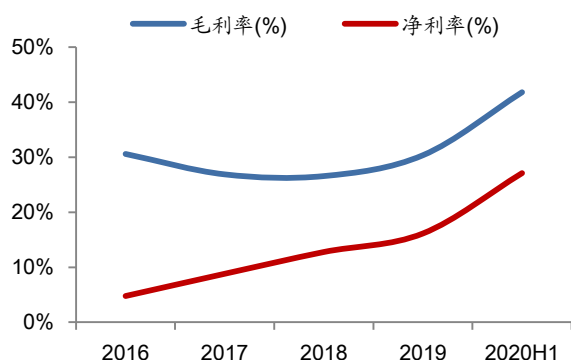
图 18: 2016-2020H1公司归母净利润及增速



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

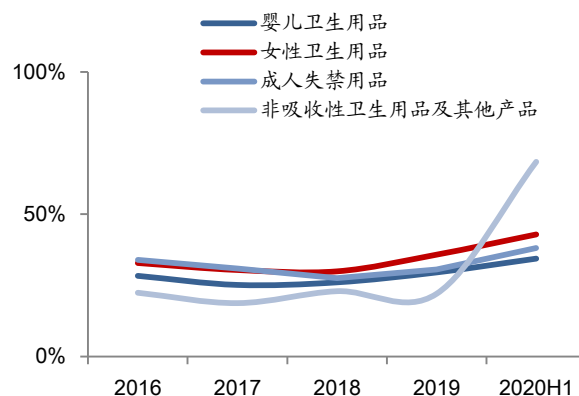
2017-2019年，公司主营业务毛利率分别为26.84%、26.73%和30.51%，净利率分别为8.81%、12.77%和16.14%，盈利能力逐年向好。分品类来看，各品类产品获利能力均有提升。2019年婴儿卫生用品毛利率同比上涨3.49pct至29.56%，成人失禁用品毛利率上涨3.13pct至30.64%，经期裤毛利率同比上升5.87pct至35.8%，主要是由于原材料采购价格下滑导致产品单位成本下降。

图 19：公司2016-2020H1毛利率与净利率变化趋势



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 20：公司2016-2020H1各品类产品毛利率变化(%)

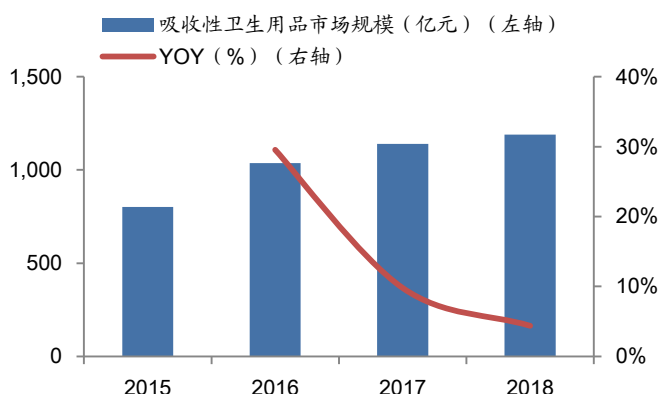


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

三、吸收性卫生用品行业：未来增长空间充足，豪悦占据领先地位

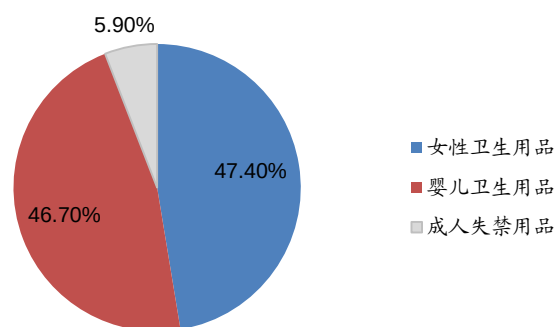
纸尿裤、卫生巾等吸收性卫生用品均为改革开放之后的舶来品。根据中国造纸协会统计，2018年我国吸收性卫生用品市场规模（市场总销售额）已达到1188.7亿元，同比增加4.4%。其中，女性卫生用品占比最高，达到47.4%，其次是婴儿卫生用品，占比为46.7%，成人失禁用品占比为5.9%。

图 21：2015-2018年我国吸收性卫生用品市场增长情况



数据来源：豪悦护理招股说明书中引用的中国造纸协会数据、广发证券发展研究中心

图 22：2018年各品类吸收性卫生用品占比情况

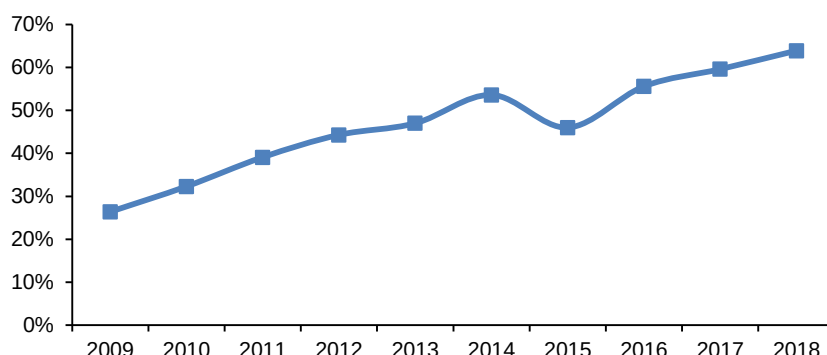


数据来源：豪悦护理招股说明书中引用的中国造纸协会数据、广发证券发展研究中心

（一）婴儿卫生用品：本土品牌迅速崛起，国内外企业抢占市场份额

受益于国民经济的快速发展，我国家庭居民消费和卫生观念逐步转变，对婴儿的护理从使用多次重复性的布尿片逐步到使用一次性纸尿裤进行护理，市场渗透率迅速提高。2000年我国婴儿卫生用品的市场渗透率仅有2.1%，2018年已提升至63.9%。

图 23：2009年-2018年中国婴儿卫生用品渗透率（%）

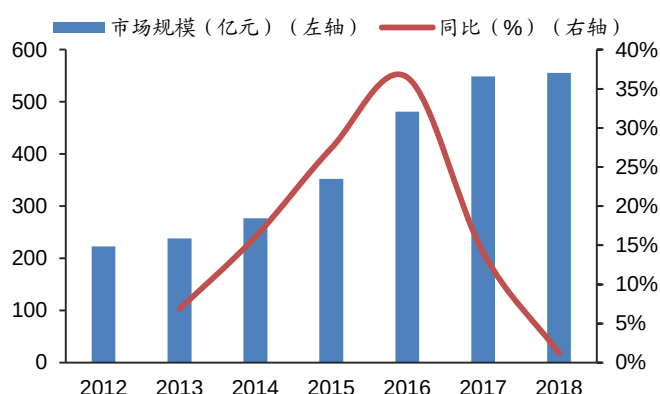


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

据中国统计局数据显示，2016 年全面“二孩政策”放开后，2016年和2017年新生儿数量连续两年保持在1700万人以上，出生人口维持在高位。快速提升的渗透率和大量的婴幼儿人口推动了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，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%。

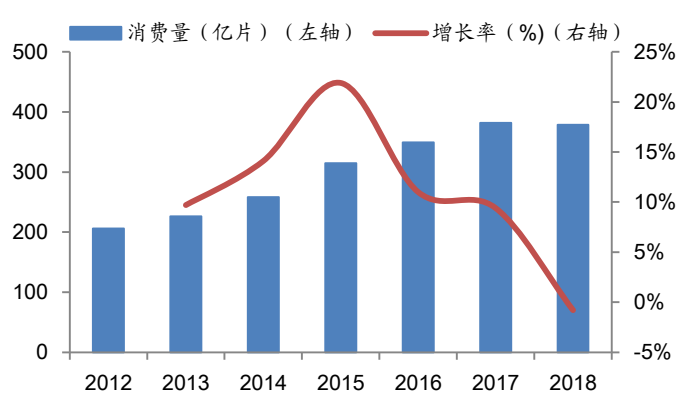
从消费量来看，2013年以来国内婴儿卫生用品的消费量呈现快速上涨态势，婴儿卫生用品的消费量从2013年的226.2亿片增长至2018年的378.7亿片，年均复合增长率达到10.9%。虽然我国婴儿卫生用品的市场渗透率提升明显，已达到63.9%，但与发达国家90%以上的市场渗透率相比，我国婴儿卫生用品的市场渗透率仍然偏低，存在进一步提升空间。

图 24：2012年-2018年中国婴儿纸尿裤市场规模



数据来源：百亚股份招股说明书中引用的生活用纸专业委员会数据、广发证券发展研究中心

图 25：国内婴儿卫生用品消费量及同比增速



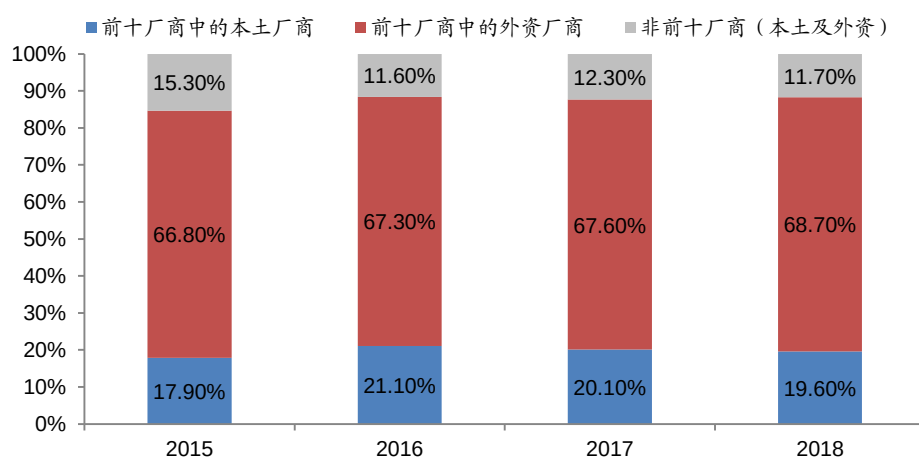
数据来源：豪悦护理招股说明书中引用的中国造纸协会数据、广发证券发展研究中心

目前国内婴儿卫生用品市场处于快速发展期，行业整体集中度不高。据中国造纸协会统计，2018年统计在册的婴儿纸尿裤生产企业有701家，主要集中在上海、

重庆、江苏、浙江、福建、湖南、广东等地，包括恒安国际、百亚股份、昱升股份、茵茵股份等本土厂商，以及宝洁、金佰利、尤妮佳、花王、大王等外资厂商，婴儿纸尿裤厂商数量众多。

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。根据尼尔森的统计数据，2015-2018年，我国婴儿纸尿裤商超渠道销售额份额排名前十厂商中，外资厂商合计市场份额保持在65%以上；本土厂商合计市场份额仅占20%左右，但整体呈上升态势。近年来，受“中国质造”和“新零售业态”的双轮驱动，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。特别以凯儿得乐、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。

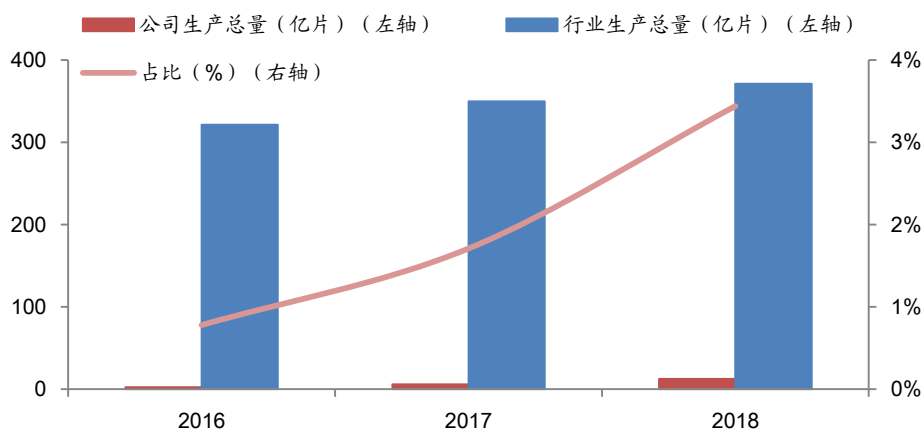
图 26: 全国婴儿纸尿裤商超渠道销售额的市场份额情况



数据来源：百亚股份招股说明书中引用的尼尔森数据、广发证券发展研究中心

根据中国造纸协会的统计，2016-2018年，豪悦护理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0.78%、1.71%和3.44%，上升趋势较为明显，占比较低，任有较大的提升空间。

图 27: 公司生产的婴儿纸尿裤占行业生产总量的比重

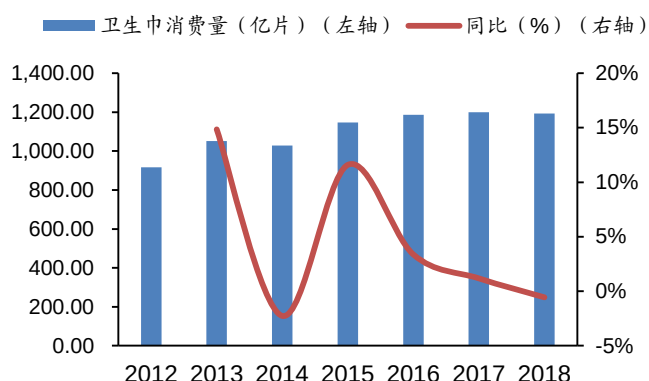


数据来源：豪悦护理招股说明书、广发证券发展研究中心

(二) 女性卫生用品：竞争格局相对稳定，经期裤产品异军突起

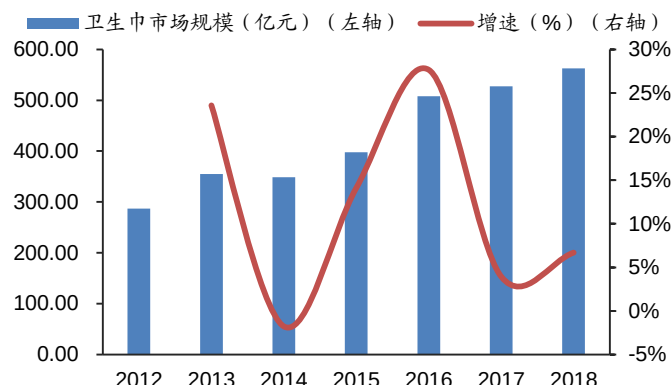
女性卫生用品市场已经进入成熟期。我国女性消费者对卫生巾等女性卫生用品的使用习惯已充分培养，据中国造纸协会统计，2013年到2018年间，我国女性卫生用品的市场规模从354.8亿元增长至563.0亿元，年均复合增长率达到9.7%。从消费量来看，2013-2018年，国内女性卫生巾的消费量从1052.0亿片增加至1193.4亿片，年均复合增长率为2.6%。截至2017年，我国女性卫生巾市场渗透率已接近100%。

图 28：中国卫生巾产量及消费量趋于稳定



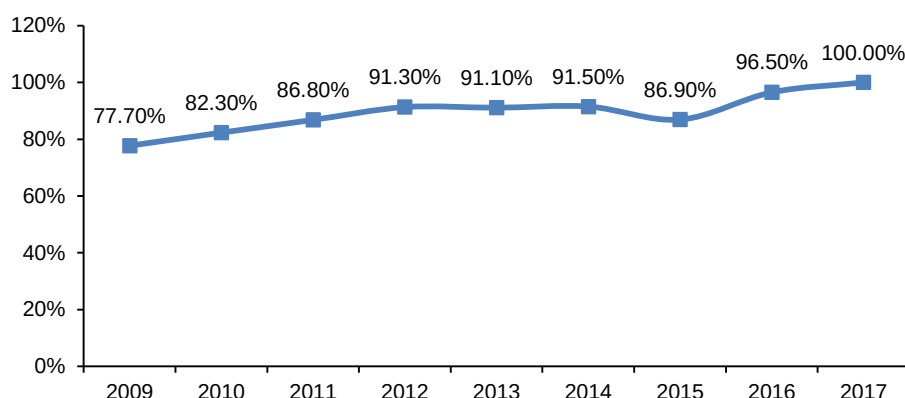
数据来源：百亚股份招股说明书所引用的生活用纸专业委员会数据、广发证券发展研究中心

图 29：2012年-2018年中国卫生巾市场规模



数据来源：百亚股份招股说明书所引用的生活用纸专业委员会数据、广发证券发展研究中心

图30：2009年-2017年中国卫生巾用品渗透率（%）

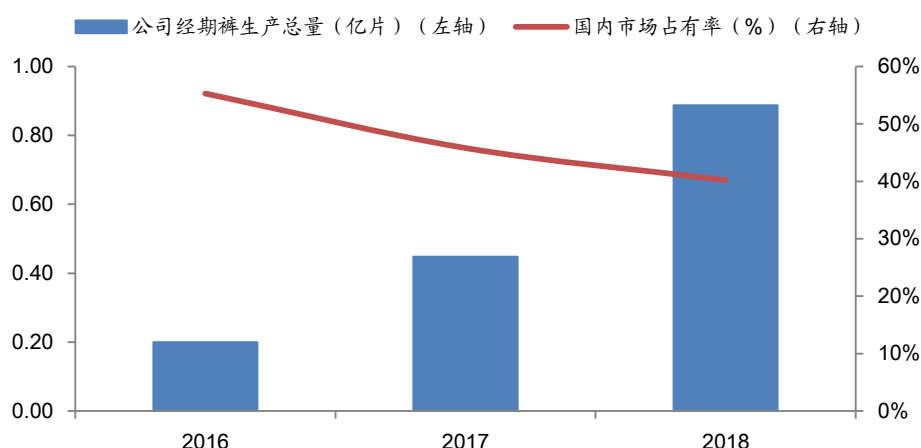


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

据中国造纸协会统计，2018年统计在册的女性卫生用品生产企业有650家，市场集中度虽然较低，但是行业竞争格局较为稳定，新进入企业较少。女性卫生用品市场竞争格局相对比较稳定，市场竞争者主要来自恒安国际、景兴健护、重庆百亚等国内制造商和以尤妮佳、金佰利为代表的跨国公司。

豪悦护理是较早开发经期裤产品的企业，与尤妮佳、金佰利、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，提供的产品包括尤妮佳的“苏菲超熟睡安心裤”、金佰利的“高洁丝夜安裤”、花王的“乐而雅晚安裤”，景兴健护的“ABC 无忧裤”等。根据中国造纸协会的统计，2016-2018年，公司经期裤产品的销售额在国内的市场占有率分别达到55.3%、45.8%和40.2%，连续3年排名第1。

图 31: 公司经期裤产品在国内市场占有率连续三年第一



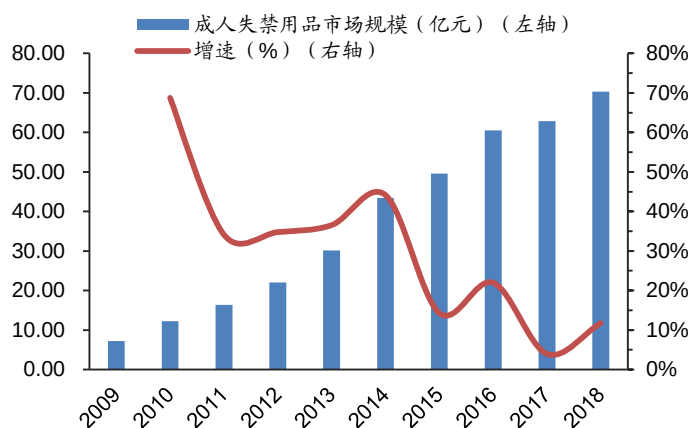
数据来源：豪悦护理招股说明书、广发证券发展研究中心

（三）成人失禁用品：尚处于市场导入期，品牌格局尚未真正形成

我国成人失禁用品的消费群体包括活动不便的老人、因手术或生育导致的卧床患者、以及因外出或交通堵塞无法如厕的功能性需求患者等。由于国内失禁人群的消费习惯尚未完全养成，市场尚处于导入阶段。目前，以价格为导向的消费理念仍然主导成人失禁用品市场。近年来，中国人口老龄化程度不断加剧，数量巨大且快速增长的老龄人口为我国成人失禁用品市场发展提供了庞大的潜在消费群体。同时，随着国内失禁人群消费观念的逐步改善，因手术、生育或长途交通对成人失禁用品产生的功能性需求也在不断增加。

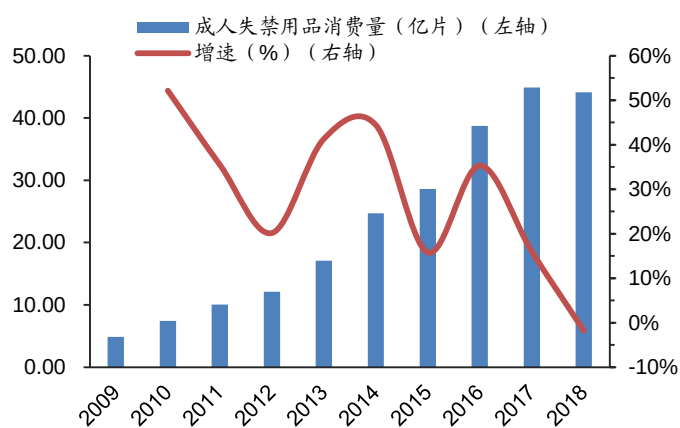
据中国造纸协会统计，2012年到2018年间，我国成人失禁用品市场规模的复合增长率为21.3%，从2012年的22.1亿元增长至2018年的70.3亿元。从消费量来看，2012年以来，我国成人失禁用品的消费量增长较为迅速，从2012年的12.1亿片增加至2018年的44.1亿片，年均复合增长率达到24%。与发达国家相比，我国成人失禁用品市场还处在起步阶段，但受益于社会老龄化趋势的加深和成人失禁用品功能性需求的增加，未来我国成人失禁用品市场规模将会快速增长。

图 32: 2009年-2018年中国成人失禁用品市场规模



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

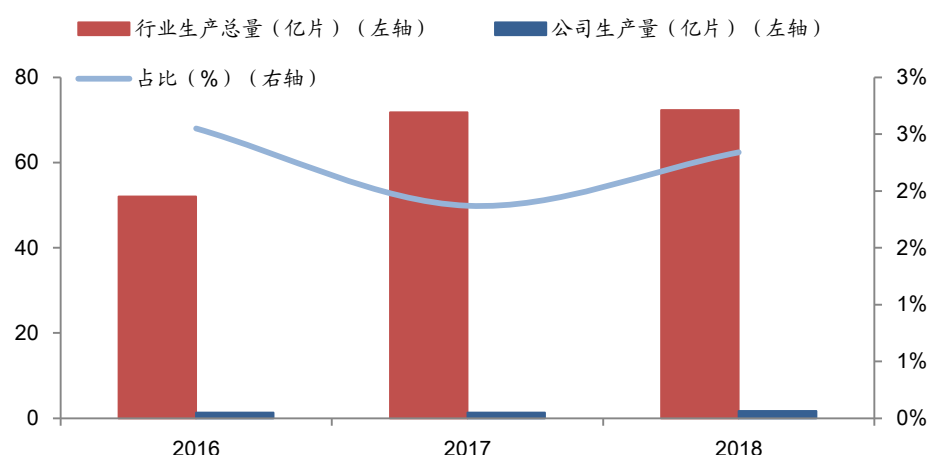
图 33: 2009年-2018年中国成人失禁用品消费量



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

据中国造纸协会统计，2018年统计在册的成人失禁用品生产企业有448家，品牌集中度不高。国际和国内领先企业正在积极开拓国内市场，加大消费者教育和产品宣传，培育消费需求。国人对成人失禁用品的消费意识还未形成，对于成人失禁用品的消费态度有别于婴儿卫生用品，因此更倾向于购买性价比比较高的产品而非品质更高的产品。未来，随着消费理念的改变以及对品质追求的提升，国内成人失禁用品这一领域将有更大市场空间。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%，市场份额较低，未来成长空间较大。

图 34：公司生产的成人失禁用品占行业生产总量的比重



数据来源：豪悦护理招股说明书、广发证券发展研究中心

（四）个人护理用品行业空间测算

据中国造纸协会统计，2018年中国吸收性卫生用品市场规模达到1188.7亿元，2012-2018年市场年均复合增长率达到14.3%。其中，婴儿卫生用品市场规模为555.4亿元，女性卫生用品市场规模达563.0亿元，成人失禁用品市场规模达70.3亿元。随着我国居民人均收入的提高以及社会经济的快速发展，我们预测吸收性卫生用品市场能保持接近10%的增长速度，2020-2022年市场规模预计分别能达到1399.81亿元、1532.78亿元、1675.51亿元。分品类看：

（1）婴儿卫生用品：①“全面二孩”政策实施后，政策累积效应在前两年集中释放，导致生育率呈现先升后降。2018年后，生育进入政策调整后的平稳期，但受育龄妇女数量和结构影响，2019年出生人口略有减少。预测2020-2022年新生儿人口数保持相对稳定，保持为0.15亿。②根据中国造纸协会的数据，2017-2019年渗透率平均每年增长4.3pct，假设2020-2022年保持该增幅。③据沙利文统计，中国婴幼儿纸尿裤平均使用量从2016年的3.24片/每天增长至2019年3.45片/每天，CAGR为2.12%。中国纸尿裤平均使用量仍远低于发达国家，假设2020年-2022年平均使用量保持2.0%的增速。④2017-2019年婴儿卫生用品单价CAGR为2.2%，随着我国消费者生活水平的提升，消费者更加偏好于质优价高的纸尿裤品牌，故假设2020-2022年婴儿卫生用品单价保持2.5%的增速。经过测算，在纸尿裤市场渗透率与平均使用量逐步提高的背景下，市场规模将稳步增长，2020-2022年分别有望达到645.23亿元、716.34亿元、790.70亿元。

(2) 女性卫生用品: ①我们以将每年新满50岁的女性人数剔除、加入新满15岁的女性人数的方法预测育龄女性人数。在预测期间, 2005-2007年间出生的女性进入育龄, 此阶段出生率处于12.2%的较低水平, 新生儿性别失调(性别比在120以上), 出生的女性数量少; 而由于人口老龄化, 退出育龄的女性人数多。2016-2019年15-49岁育龄妇女数量分别减少491万、398万、715万、502万, 2019年主力育龄妇女数量减幅边际明显收窄。**我们预测2020-2022年育龄女性人数保持下降趋势, 假设每年减少500万人。**②据中国造纸协会统计, 我国女性卫生用品渗透率自2017年已达到近100%, 但与发达国家相比, 我国女性卫生用品的更换频次仍有提升空间。随着生活水平的提高, 农村地区消费者对各等级女性卫生用品的需求也将有所提高, 中国女性卫生用品逐步走向高端化。2017-2019年女性生理期卫生巾平均使用量CAGR为1.15%, **假设未来三年使用量保持1.2%的增速;** 2017-2019年单价CAGR为7.66%, **假设未来三年单价保持5%的增速。**③据生活用纸专业委员会统计, 中国卫生巾及卫生护垫市场规模从2013年的354.8亿元上升至2018年的563亿元, 年均复合增长率为9.67%, 预计未来三年仍能保持平稳增长, 2020-2022年市场规模达到635.85亿元、665.60亿元、696.58亿元。

(3) 成人失禁用品: ①2019年中国65岁及以上人口占总人口比重为12.6%, 较2018年上升0.7个百分点。预测期内, 1955-1957年出生的人年满65岁, 此阶段出生率处于32%左右的较高水平, 而近年人口死亡率稳定在7%左右, 预计老龄人口数量将继续增加; 但1955-1957年出生率低于1952-1953年出生率, 预计老龄人口增幅较前三年会收窄。**假设2020-2022年, 65岁以上人口数量每年增长900万。**②据生活用纸专业委员会数据, 2015年中国成人失禁用品渗透率仅约3%, 与世界平均12%的渗透率相比, 具有较大的增长空间。**假设2020-2022年渗透率每年增长0.5pct。**③一般情况下, 一片成人纸尿裤的吸收量大约为1000ml, **成年人日均纸尿裤使用量大概为3片。**④目前成人失禁用品市场的需求主要集中在满足基本功能的、具有高性价比的中低档产品, 但高档成人纸尿裤的消费人群也正在形成, 2017-2019年成人失禁用品单价CAGR为6.23%, **假设未来三年单价保持6%的增速。**测算后可得, 2020-2022年成人失禁用品市场规模分别有望达118.74亿元、150.84亿元、188.22亿元。

表2: 个人护理用品行业空间测算

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
新生儿人口(亿人)	0.17	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
0-3岁婴儿人数(亿人)	0.52	0.5	0.47	0.45	0.45	0.45
渗透率	59.60%	63.90%	68.50%	72.80%	77.10%	81.40%
婴儿卫生用品用户数(亿人)	0.31	0.32	0.32	0.33	0.35	0.37
YOY		3.09%	0.77%	1.48%	6.19%	5.58%
平均使用量(片/天)	3.38	3.4	3.45	3.52	3.59	3.66
YOY		0.74%	1.47%	2.00%	2.00%	2.00%
总消费量(亿片/年)	381.78	396.50	405.42	419.66	454.55	489.50
YOY		3.85%	2.25%	3.51%	8.31%	7.69%
婴儿卫生用品单价(元/片)	1.44	1.47	1.5	1.54	1.58	1.62
YOY		2.09%	2.32%	2.50%	2.50%	2.50%
人均消费(元/年)	1768.97	1819.31	1888.88	1974.82	2064.67	2158.62

YOY		2.85%	3.82%	4.55%	4.55%	4.55%
婴儿卫生用品空间 (亿元)	548.24	581.27	608.12	645.23	716.34	790.70
YOY		6.02%	4.62%	6.10%	11.02%	10.38%
15-49 岁女性人数 (亿人)	3.53	3.46	3.41	3.36	3.31	3.26
渗透率	100%	100%	100%	100%	100%	100%
女性卫生用品用户数 (亿人)	3.52	3.46	3.37	3.36	3.31	3.26
YOY		-1.70%	-2.60%	-0.30%	-1.49%	-1.51%
生理期平均使用量 (片/天)	4.74	4.8	4.85	4.91	4.97	5.03
YOY		1.27%	1.04%	1.20%	1.20%	1.20%
总消费量 (亿片/年)	1201.31	1195.78	1176.80	1187.39	1183.76	1179.87
YOY		-0.46%	-1.59%	0.90%	-0.31%	-0.33%
女性卫生用品单价 (元/片)	0.44	0.47	0.51	0.54	0.56	0.59
YOY		6.82%	8.51%	5.00%	5.00%	5.00%
人均消费 (元/年)	150.16	162.43	178.09	189.24	201.09	213.68
YOY		8.17%	9.64%	6.26%	6.26%	6.26%
女性卫生用品空间 (亿元)	528.57	562.01	600.17	635.85	665.60	696.58
YOY		6.33%	6.79%	5.94%	4.68%	4.65%
65 岁及以上人口数量 (亿人)	1.58	1.67	1.76	1.85	1.94	2.03
渗透率	2.40%	2.70%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%
成人失禁用品用户数 (亿人)	0.04	0.04	0.05	0.06	0.08	0.09
YOY		18.38%	17.39%	22.63%	19.85%	17.72%
平均使用量 (片/天)	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
YOY		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总消费量 (亿片/年)	41.60	49.25	57.81	70.90	84.97	100.02
YOY		18.38%	17.39%	22.63%	19.85%	17.72%
成人失禁用品单价 (元/片)	1.4	1.52	1.58	1.67	1.78	1.88
YOY		8.57%	3.95%	6.00%	6.00%	6.00%
人均消费 (元/年)	1533.00	1664.40	1730.10	1833.91	1943.94	2060.58
YOY		8.57%	3.95%	6.00%	6.00%	6.00%
成人失禁用品空间 (亿元)	58.25	74.86	91.34	118.74	150.84	188.22
YOY		28.52%	22.02%	29.99%	27.04%	24.78%
吸收性卫生用品市场空间	1135.06	1218.14	1299.64	1399.81	1532.78	1675.51
YOY		7.32%	6.69%	7.71%	9.50%	9.31%

数据来源: Wind、国家统计局、中国造纸协会、豪悦护理招股说明书、广发证券发展研究中心

注: 一年按 365 天计算; 女性生理期按 12 次/年、6 天/次计算。

四、豪悦护理: 三大核心优势, 助力豪悦加速起航

(一) 研发与技术优势

公司自成立以来一直注重产品的研究开发, 先后取得了7项发明专利、89项实用新型专利和17项外观设计专利, 并取得了一系列科研成果及荣誉。其中豪悦股份被认定为“高新技术企业”、“浙江省级企业研发中心”、“杭州市企业技术中心”

和“杭州市企业高新技术研发中心”等。2016年，豪悦参与起草了国家标准《纸尿裤规格与尺寸》（GB/T33280-2016），作为主要起草单位编制了浙江制造标准《裤型卫生巾》（T/ZZB0744-2018）。

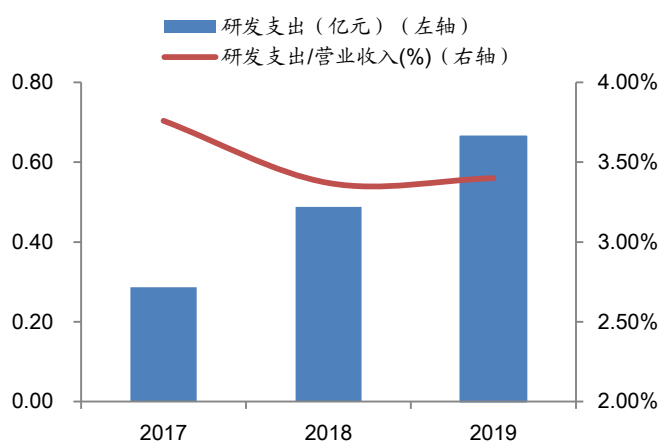
表3：豪悦护理拥有7项发明专利

专利名称	专利类别	专利号	申请日
一种无胶橡筋的固定方法	发明专利	2018109511532	2018.8.20
复合芯体水平输送装置	发明专利	2017101357946	2017.3.8
芯体强度测试装置	发明专利	2017101359814	2017.3.8
一种复合芯体	发明专利	2015100460739	2015.1.29
卫生用品表面包覆层用聚乳酸生物降解非织造布制备方法	发明专利	2016101670654	2016.3.23
除异味透气防渗可降解聚乳酸卫生巾底膜及其制备方法	发明专利	2016101670669	2016.3.23
卫生衬垫	发明专利	2015100322599	2015.1.22

数据来源：豪悦护理招股说明书、广发证券发展研究中心

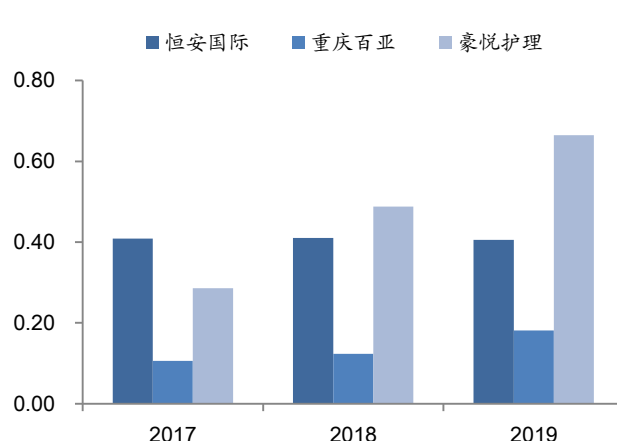
公司坚持可持续发展的思路，重视新产品、新工艺的研究开发，不断加大研发投入，建立了专门的研发部和独立的研发室，配置了人体仿真设备、智能电子拉力试验机、视觉检测系统、全数字智能金属异物检测器、重量检测机等先进试验仪器，为研究开发人员提供了良好的研发条件。2017-2019年，豪悦在研发上的支出分别为0.29亿元、0.49亿元、0.66亿元，研发费用率分别为3.76%、3.37%、3.40%，研发实现稳定支出。截至2019年年底，公司共有166位研发人员，占员工总人数的10.48%。对比同行业可比公司，2019年恒安国际、重庆百亚研发支出分别为0.41亿元和0.18亿元，豪悦护理研发投入远高于可比公司。

图 35：公司历年研发支出情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 36：公司与可比公司研发支出对比（人民币亿元）



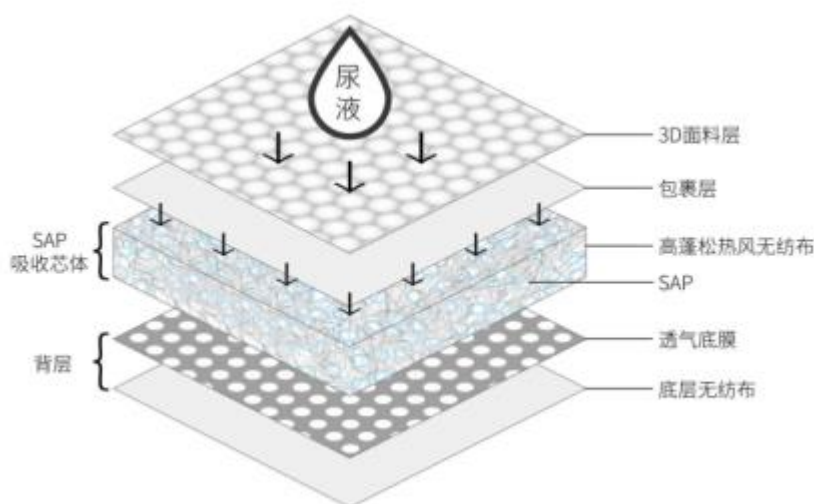
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

豪悦的技术优势主要表现在以下两个方面：

（1）吸收芯体材料研发优势。纸尿裤的核心部分是其吸水芯体，依托持续研发及多年的行业经验，豪悦于2010年研发出新型无木浆多维复合芯体结构，经过持续研发和不断升级，目前已升级到第4代无木浆多维复合芯体。公司目前采用的无木浆

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。公司在研发和升级无木浆多维复合芯体的过程中，应用了热风穿刺熔融固结技术、复合芯体水平输送装置工艺、在线3D压花工艺、芯体离线包覆生产工艺、在线弹性材料换接工艺等多种行业先进技术及加工工艺，2019年豪悦和国际知名品牌商就无木浆多维复合芯体经期裤及无木浆多维复合芯体婴儿纸尿裤产品开始合作。

图 37：豪悦无木浆多维复合芯体结构示意图



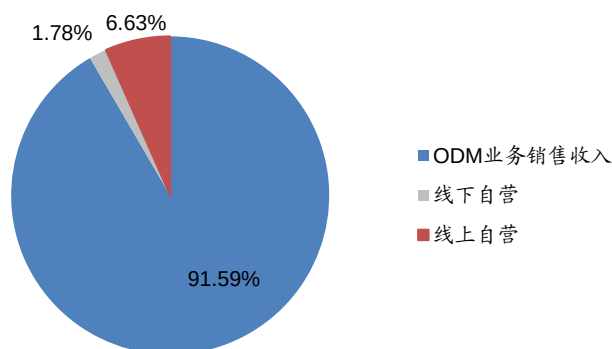
数据来源：豪悦护理招股说明书、广发证券发展研究中心

（2）持续迭代的产品创新能力。近年来公司持续开发、迭代创新出众多受到市场认可的产品。豪悦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。公司从2011年开始研发经期裤，于2012年申请了相关专利，然后对经期裤产品的结构和功能不断升级，先后增加了裆部橡筋、臀部橡筋、无木浆多维复合芯体等结构，使得经期裤贴身度更好、吸收能力更强，目前已升级到第3代经期裤产品，产品创新力强劲。

（二）客户与渠道优势

公司采取以ODM业务为主，自有品牌为辅的经营模式。2019年，公司ODM业务销售收入占总收入的91.59%，自有品牌销售收入（包括线下自营与线上自营）占总收入的8.41%。

图 38: 2019年公司各业务模式占比情况

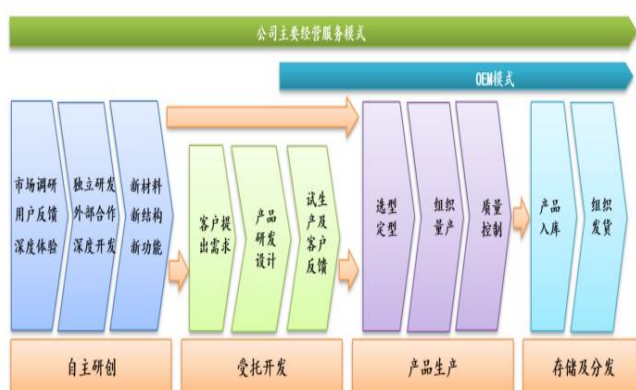


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

1. ODM业务模式

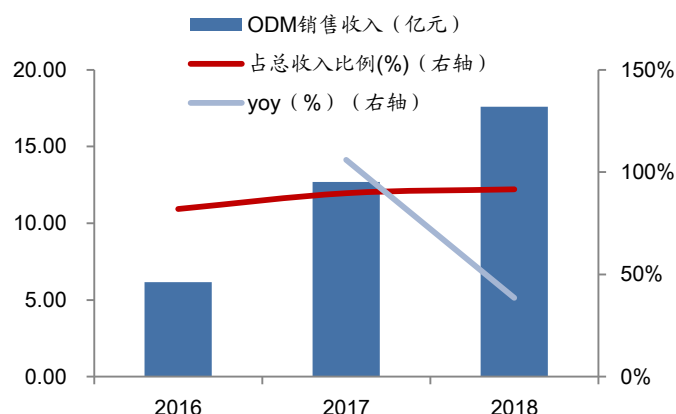
公司品牌客户主要以ODM模式进行销售，以国内客户为主。公司不仅负责生产加工，而且负责不断为品牌商创造开发适合消费者需求的新产品。国内客户方面，公司主要通过登门拜访、老客户介绍、商业谈判等方式开拓客户。国外客户方面，公司主要通过博览会、展会活动和跨境电子商务等渠道与客户建立商务联系。自成立以来，公司凭借较强的研发能力、严格的质量管控体系和可靠的生产供应能力，成为众多领先品牌商的合作伙伴，客户包括宝洁、金佰利、尤妮佳等全球著名跨国公司，以及凯儿得乐、蜜芽、BabyCare等国内知名护理用品企业和母婴品牌商。2017-2019年，ODM业务销售收入分别为6.16亿元、12.69亿元和17.59亿元，年均复合增长率为68.99%，发展较为迅速。

图 39: 公司主要经营服务模式



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 40: 公司ODM业务销售收入情况



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表4: 公司纸尿裤产品（包括成人用品）主要客户及合作品牌

客户或品牌	客户或品牌介绍	主要合作产品示例
	SCA（维达）总部位于瑞典，是一家全球知名的卫生用品企业。公司是 SCA（维达）“添宁”品牌成人拉拉裤的主要供应商。	
	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。公司是凯儿得乐纸尿裤产品的主要供应商。	
	网易严选是网易旗下原创生活类自营电商品牌，公司主要向其供应婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤和经期裤等产品。	
	蜜芽是国内知名的母婴垂直电商平台，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。	
	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。	
	BEABA 是国内知名的婴童品牌，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。	
	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。	
	BabyCare 是国内知名的母婴电商品牌，公司主要向 BabyCare 供应婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤等产品。	
	子初是国内知名的母婴品牌，公司主要向其供应护理垫等产品。	
	Eleser 是知名的母婴品牌，公司主要向 Eleser 供应婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤等产品。	
	自然花蕾是韩国知名的母婴品牌商，公司主要向其供应婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤及湿巾等产品。	
宝洁（P&G）	宝洁是全球最大的日用消费品公司，总部位于美国，旗下品牌有帮宝适、护舒宝等。公司目前为宝洁生产经期裤及婴儿纸尿裤产品。	婴儿纸尿裤

数据来源：豪悦护理招股说明书、广发证券发展研究中心

表5: 公司女性卫生用品主要客户及合作品牌

客户或品牌	客户或品牌介绍	主要合作产品示例
	尤妮佳是全球领先的健康卫生护理用品企业，总部位于日本，旗下品牌有妈咪宝贝、苏菲等。公司目前向尤妮佳供应经期裤、成人纸尿裤、成人拉拉裤等产品。	
	金佰利总部位于美国，旗下品牌有好奇、高洁丝、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。	
	花王是全球知名的日用品品牌，总部位于日本，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。	
	ABC 是景兴健护旗下品牌，景兴健护是国内知名的个人健康护理用品企业。公司目前是景兴健护经期裤产品的主要供应商。	
	自由点是重庆百亚旗下品牌，重庆百亚是西南地区知名的吸收性卫生用品生产企业。公司为重庆百亚供应经期裤产品。	
宝洁 (P&G)	宝洁是全球最大的日用消费品公司，总部位于美国，旗下品牌有帮宝适、护舒宝等。公司目前为宝洁生产经期裤及婴儿纸尿裤产品。	女士经期裤

数据来源：豪悦护理招股说明书、广发证券发展研究中心

2017-2019年公司前五大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%，呈现逐渐集中的趋势。其中新零售品牌凯儿得乐连续3年成为公司最大的客户，2019年交易额达到4.23亿元。集中度提高的原因在于：**（1）产品正**向**高端方向发展，本土新生品牌正在快速崛起**。消费者从原来对价格、品质的追求发展到对舒适性、安全性等多元化需求。国内制造商凭借快速迭代的产品开发能力以及不断提升的产品质量异军突起。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6.6pct。**（2）公司不断升级和创新产品，迅速抢占复合芯体产品和经期裤市场**。公司深度开发、迭代创新无木浆多维复合芯体产品，对经期裤产品的结构和功能不断升级，为品牌商开发适合消费者需求的新产品，助推客户快速成长。**（3）公司紧跟行业趋势，加大与新零售品牌商的合作**。公司为抓住新零售业态的发展契机，与国产新零售品牌商合作，充分享受渠道红利。

表6: 公司前五大客户变化情况

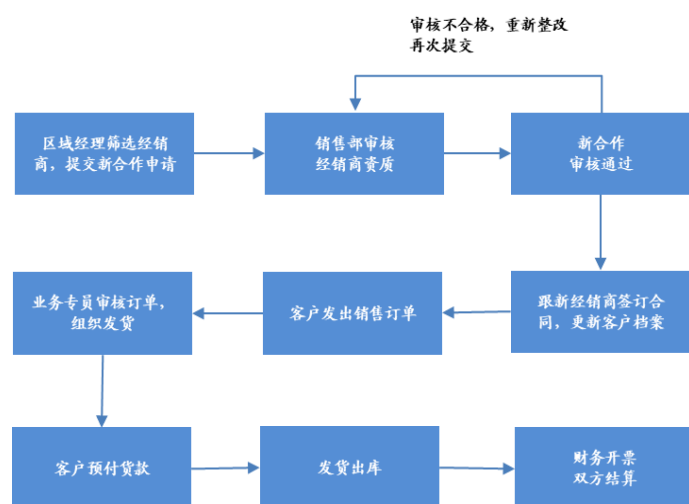
	2017 年		2018 年		2019 年		2020H1	
序号	客户名称	销售收入 (占比)	客户名称	销售收入 (占比)	客户名称	销售收入 (占比)	客户名称	销售收入 (占比)
1	凯儿得乐	2.67 亿 (35.06%)	凯儿得乐	4.83 亿 (33.29%)	凯儿得乐	4.23 亿 (21.64%)	BabyCare	1.95 亿 (14.06%)
2	尤妮佳	0.3 亿 (3.97%)	BEABA	0.97 亿 (6.69%)	BabyCare	1.85 亿 (9.49%)	凯儿得乐	1.83 亿 (13.21%)
3	子初	0.23 亿 (3.01%)	Eleser	0.69 亿 (4.75%)	BEABA	1.79 亿 (9.18%)	宝洁	1.75 亿 (12.64%)
4	ZHAOYANG	0.13 亿 (1.73%)	蜜芽	0.53 亿 (3.65%)	宝洁	1.66 亿 (8.49%)	BEABA	1.24 亿 (8.96%)
5	LODESTONE	0.13 亿 (1.71%)	尤妮佳	0.48 亿 (3.28%)	蜜芽	1.39 亿 (7.12%)	尤妮佳	0.53 亿 (3.86%)
合计		3.46 亿 (45.49%)		7.49 亿 (51.66%)		10.92 亿 (55.92%)		7.30 亿 (52.73%)

数据来源：豪悦护理招股说明书、广发证券发展研究中心

2. 自有品牌业务

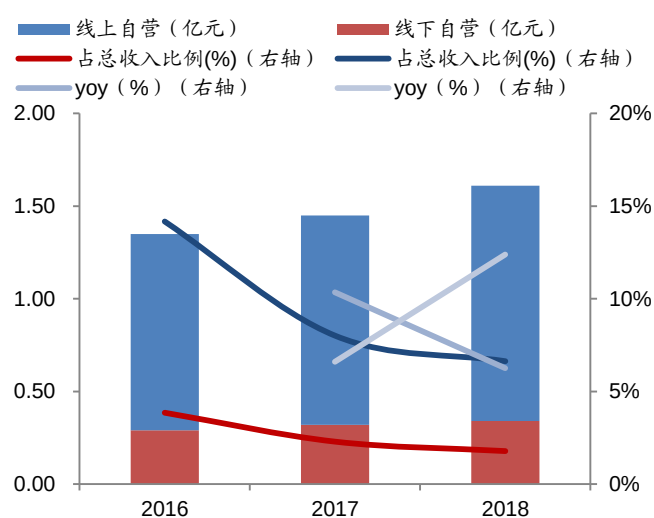
公司自有品牌业务的销售模式可分为线上销售和线下销售两种方式：线上模式下，公司主要通过淘宝、京东等电商平台开设直营店铺向最终消费者销售商品，合作平台包括天猫超市、京东自营店铺和海拍客；线下销售为经销模式，公司制定了严格的经销商选择标准，主要考虑经销客户的资金实力、渠道控制力、仓储和物流配送能力及市场拓展能力等。2017-2019年，公司自有品牌销售收入分别为1.35亿元、1.46亿元和1.62亿元，年均复合增长率为9.22%，较为稳定。自有品牌销售收入占主营业务收入比重分别为18.02%、10.30%和8.41%。

图 41：公司经销模式的销售流程



数据来源：豪悦护理招股说明书、广发证券发展研究中心

图 42：公司自有品牌销售收入情况



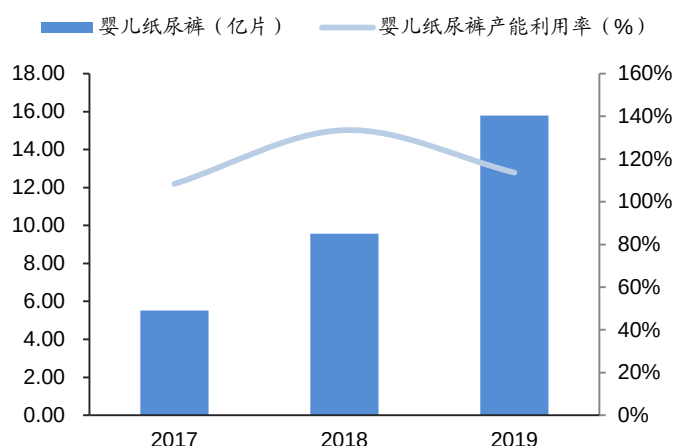
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（三）规模与成本优势

1. 规模优势

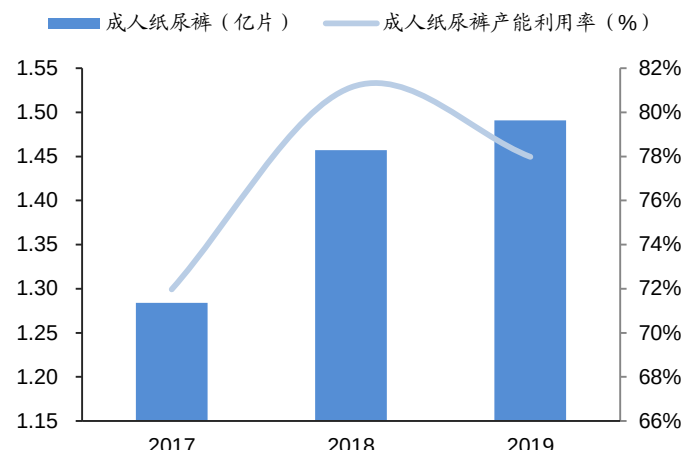
公司产能快速扩张，规模化优势逐渐体现。2017-2019年，公司婴儿卫生用品产能由5.52亿片增长至15.78亿片，年均复合增长率为69.07%；成人纸尿裤产能由1.28亿片增至1.49亿片，2019年产能利用率提升至77.98%；卫生巾产能由7.83亿片增长至9.63亿片，年均复合增长率为10.87%；经期裤产能由0.69亿片增长至1.22亿片，年均复合增长率为32.74%。截止2020年5月31日，公司共有三大生产厂区，囊括59条生产线，其中包括21条婴儿卫生用品生产线、14条经期裤生产线、7条成人失禁用品生产线。

图 43: 公司婴儿纸尿裤产能及产能利用率



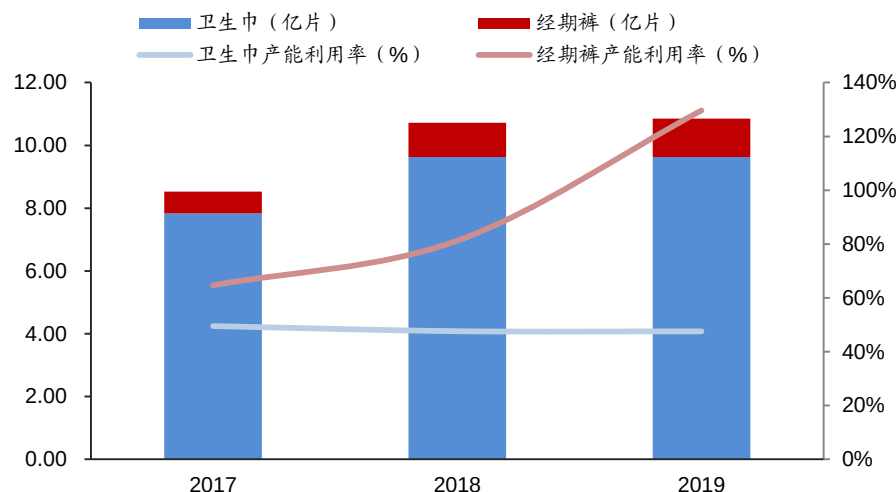
数据来源: 豪悦护理招股说明书、广发证券发展研究中心

图 44: 公司成人纸尿裤产能及产能利用率



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 45: 公司卫生巾和经期裤产能及产能利用率



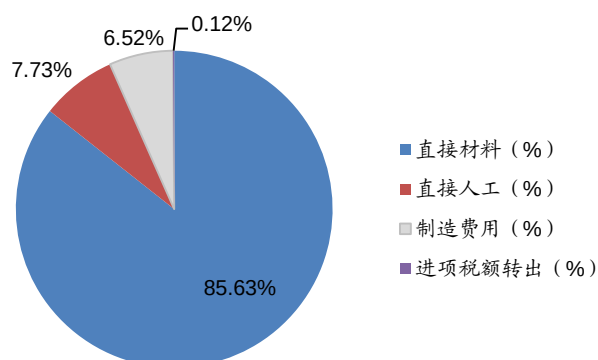
数据来源: 豪悦护理招股说明书、广发证券发展研究中心

注: 公司产品产能计算公式为: 生产速度 (片/分) * 60 * 每班标准工作小时数 * 班次 * 标准工作天数 * 实际投产月份/12

2017-2019年公司的主营业务成本中直接材料比重逐年提高, 均占当期成本的80%以上, 因此单位成本波动主要受单位材料成本波动影响; 直接人工、制造费用和进项税额转出比重下降明显, 主要系: (1) 公司产品结构的调整, 同一类别的产品使用采购价格较高的原材料使得直接材料比重上升; (2) 由于销售规模的扩大, 公司规模经济显现, 直接人工、制造费用和进项税额转出比重下降; (3) 国外销售收入占营业收入比重下降使得进项税额占比也随之下滑。

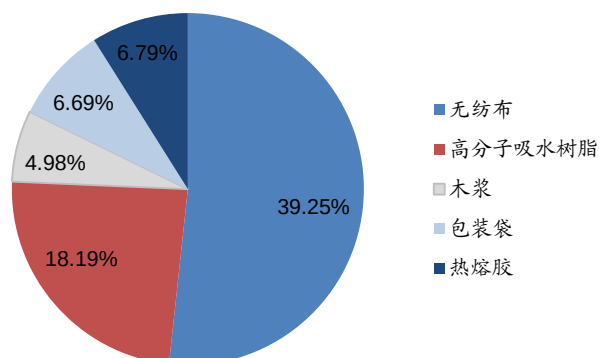
公司采购的主要原材料包括无纺布、高分子吸水树脂、木浆、热熔胶和包装袋等, 2017-2019年主要原材料采购金额占比分别为74.74%、76.15%和75.90%。其中, 2019年无纺布采购金额最高, 共采购4.77亿元, 占比39.25%; 高分子吸水树脂采购2.21亿元, 占比18.19%; 木浆、包装袋、热熔胶的采购金额分别为0.61亿元、0.81亿元、0.83亿元, 占比分别为4.98%、6.69%、6.79%。

图 46: 2019年公司主营业务成本按料工费构成



数据来源: 豪悦护理招股说明书、广发证券发展研究中心

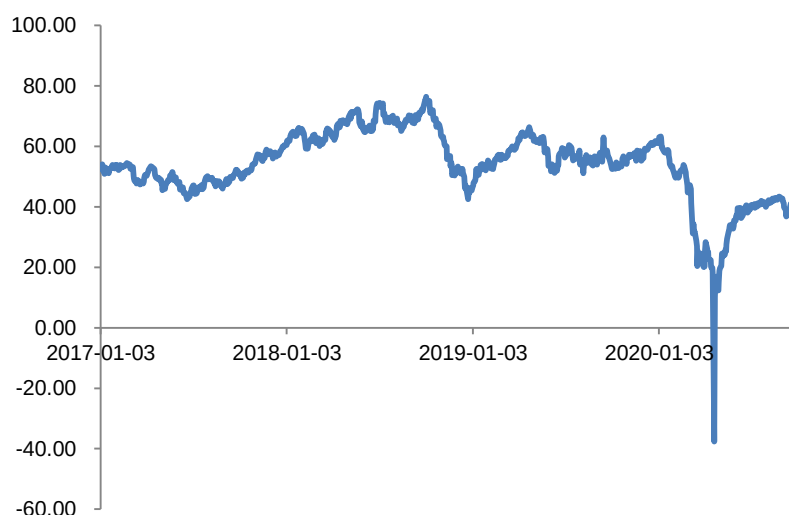
图 47: 2019年主要原材料采购占比情况



数据来源: 豪悦护理招股说明书、广发证券发展研究中心

(1) 无纺布、高分子吸水树脂、热熔胶、包装袋, 由于规格和品种较多、数量较小, 无公开市场价格且不同供应商供应的同类型产品也会因其生产工艺、规格型号不同而有所差别。无纺布、高分子吸水树脂、热熔胶和包装袋均属于石油化工衍生品, 与国际原油价格关联性较高。2018-2019年国际原油价格下降, 受其影响公司高分子吸水树脂采购价格从10.52元/公斤下降至9.39元/公斤, 无纺布、热熔胶采购单价也略有下降。

图 48: WTI原油期货价格走势 (美元/桶)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(2) 木浆: 木浆市场全球一体化程度较高。世界上主要的木浆出口国有美国、加拿大、巴西、智利、芬兰、瑞典、俄罗斯、印度尼西亚、智利等, 各地的生产环境、气候条件、政策变动等因素都可能会对全球木浆价格造成影响。公司采购的木浆均为针叶木浆。2017-2019年, 公司漂针木浆采购单价分别为4.58元/公斤、5.57元/公斤和5.05元/公斤, 2017-2018年漂针木浆采购单价逐年上升, 2019年漂针木浆采购单价有所下滑, 与漂针木浆价格走势一致。

图 49: 木浆价格指数走势

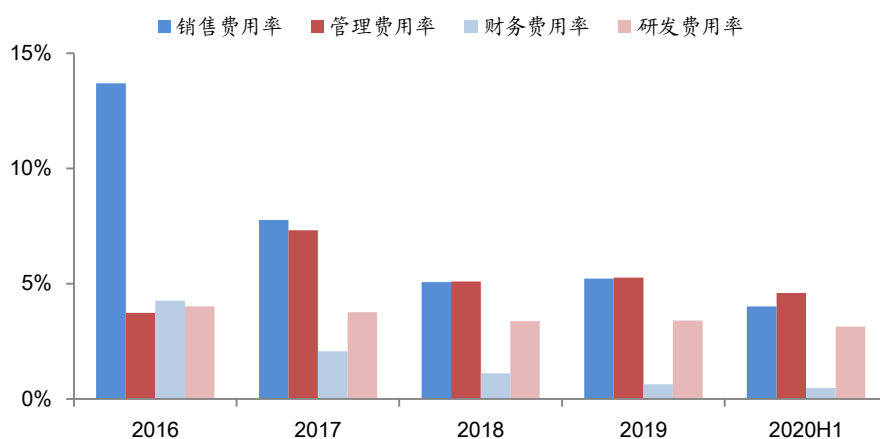


数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

2. 精细化管理优势

精细化管理推动期间费用进一步优化。纵向来看, 2017-2019年公司期间费用占营业收入的比重分别为17.15%、11.28%和11.11%, 期间费用占营业收入的比重逐年下降。其中, 2017-2019年销售费用率分别为7.76%、5.07%和5.22%, 逐年下降, 主要因为费用较低的ODM业务占比上升; 管理费用率分别为3.56%、1.73%和1.85%, 随着公司生产经营的规模化下降; 财务费用率分别为2.07%、1.11%、0.64%, 逐年降低。

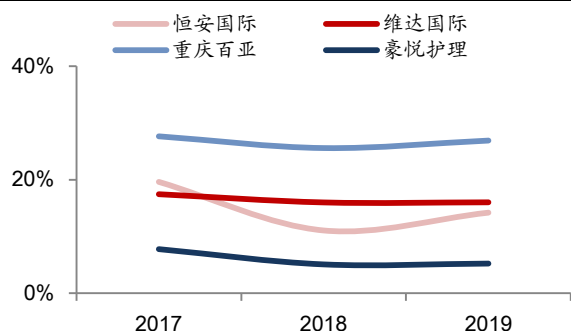
图 50: 公司历年各项费用率情况



数据来源: Wind、豪悦护理招股说明书、广发证券发展研究中心

横向对比业内同行, 公司期间费用率低于业内同行。2019年豪悦的销售费用率为5.22%, 远低于可比公司均值19.03%, 主要系公司重点发展ODM模式, 使得ODM销售占比持续提高。**2017-2019年公司管理费用率分别为3.56%、1.73%和1.85%, 低于可比公司平均数值,**主要系: (1) 公司相比同行业可比公司经营规模较小, 组织结构较为简单, 管理层级较少; (2) 公司不断加强费用控制、提高精细化管理水平。

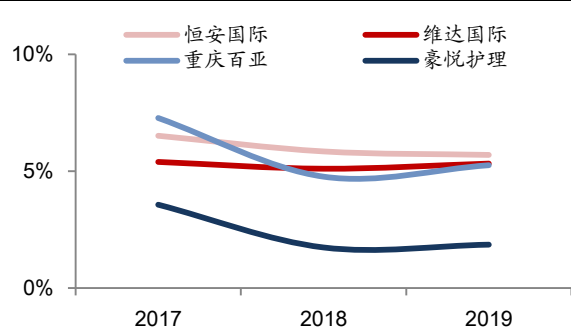
图 51: 销售费用率低于同行业可比公司



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 恒安国际 2019 年将研发费用计入管理费用, 维达国际 2017-2019 年研发费用计入管理费用, 故不参与比较

图 52: 管理费用率低于同行业可比公司



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

五、盈利预测以及投资建议

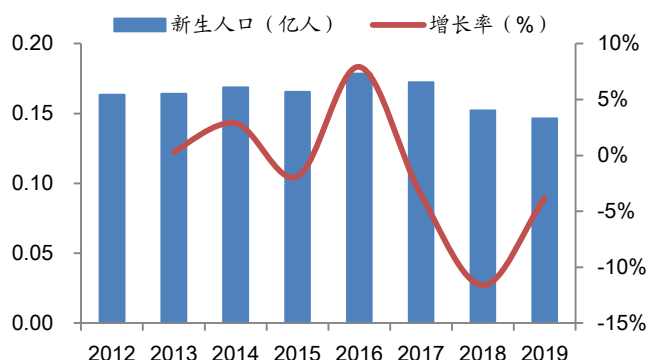
(一) 行业未来空间增长助力

(1) “全面二孩”政策助推国内婴儿卫生用品市场持续发展, 渗透率仍有提升空间。

2016 年中国实施全面“二孩”政策, 我国的第三次生育高峰是在1985年1990年, 根据我国法定结婚年龄以及平均育儿年龄的推算, 在第三次生育高峰时期出生的人口应该在2010年到2015年间进入生育年龄。可以预见未来几年仍将是全面“二孩”政策效应集中释放期, 尽管2017年以来新生儿数量已连续3年出现下滑, 但未来年出生人口仍有望维持在较高水平。2019年, 我国新生儿数量为0.15亿人, “二孩”及以上孩次的比例达到了59.5%。此外, 虽然我国婴儿卫生用品的市场渗透率提升明显, 已达到63.9%, 但与发达国家90%以上的市场渗透率相比, 我国婴儿卫生用品的市场渗透率仍然偏低, 存在进一步提升空间。

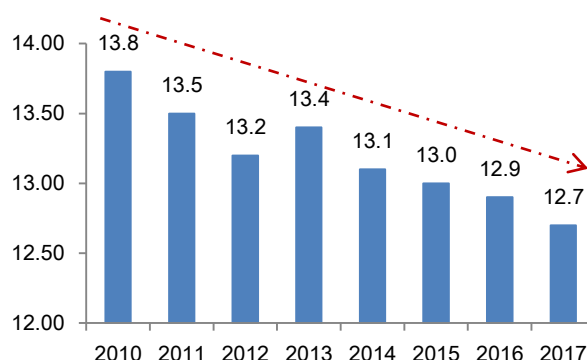
(2) 女性卫生用品市场消费群体数量庞大, 市场规模稳步增长。作为快消品和生活必需品, 我国女性卫生用品市场拥有庞大的消费者群体, 未来市场需求将维持稳定。作为传统夜用卫生巾产品的升级产品, 经期裤优势的逐步体现, 未来将有更多的女性消费者接纳并使用这种新产品, 经期裤有望成为女性卫生用品市场新的增长点。

图 53: 2012-2019年中国新生人口数及增长率



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 54: 2010-2017年中国女性初潮平均年龄延伸趋势 (单位: 岁)

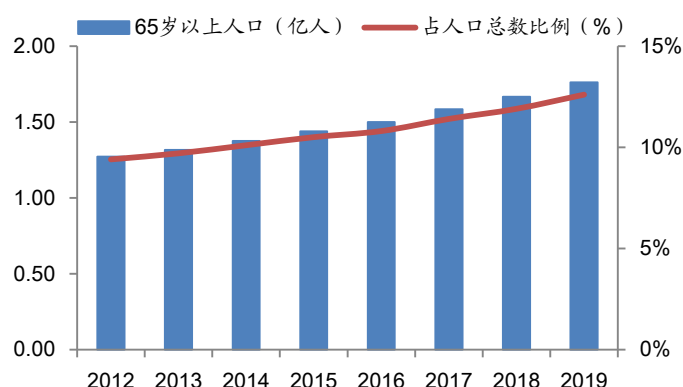


数据来源: 《中国女性生理健康白皮书》、豪悦护理招股说明书里使用的 CBNData&大姨妈 APP 数据、广发证券发展研究中心

(3) 随着中国老龄化社会的到来,国内成人失禁用品市场发展具有潜力。根据国家统计局发布数据显示,2019年末,我国60周岁及以上人口达到2.5亿人,同比增加1.8%,占总人口的比例达到18.1%。其中,65周岁及以上人口达到1.76亿人,同比增加5.7%,占总人口的比例达到12.6%。从国际经验来看,成人失禁用品的消费在人均GDP达到8000美元以上可以实现快速增长,2019年我国人均GDP达到70892元(约合10276美元),为成人失禁用品市场快速发展奠定了良好的基础。综合以上因素,未来随着中国经济的发展、社会老龄化进程的加速以及老年消费者观念的逐步转变,中国成人失禁用品市场将有望进入快速增长期。

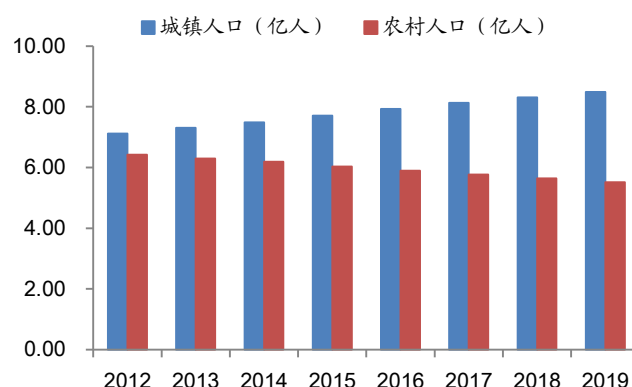
(4) 我国城镇化进程将进一步推动吸收性卫生用品行业发展。个人健康观念的进步除了与国民教育水平相关外,还与国民对于健康的理解高度相关,而我国居民对于健康的理解深度与城镇化进程息息相关。根据国家统计局统计,2008年至2019年间,我国城镇人口由6.07亿人增加至8.48亿人,农村人口由7.21亿人减少至5.52亿人,城市化率由45.68%提高至60.60%。城镇化进程的加快促使城乡差异逐步缩小,有助于农村人口改善生活习惯,接受更为现代化的生活观念,成为未来拉动吸收性卫生用品市场需求的新动力。

图 55: 2012-2019年中国65岁以上人口增长情况



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

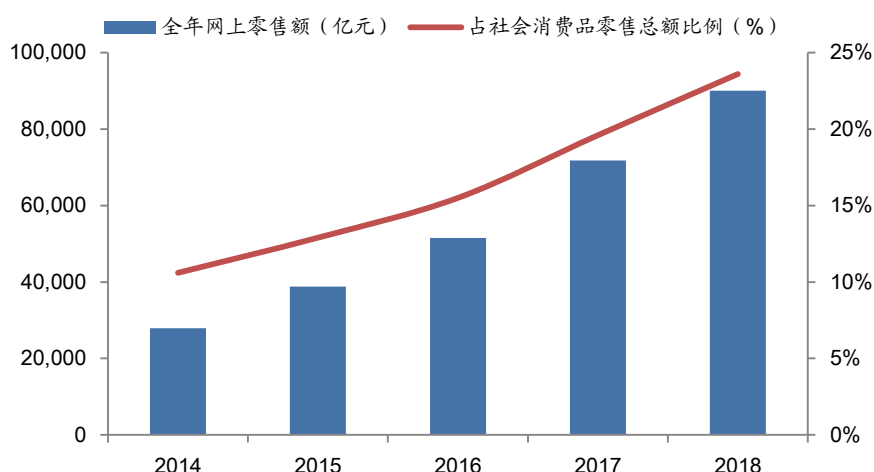
图 56: 2012-2019年中国城镇人口和农村人口数量



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

(5) 零售业大力发展,销售渠道全面升级。电商平台、母婴垂直电商、母婴专营连锁、O2O等新零售业态近年来蓬勃发展,成为吸收性卫生用品重要的销售平台。根据国民经济和社会发展统计公报数据显示,2017年和2018年,全年网上零售额分别达到7175亿元和9007亿元,分别实现同比增长39.2%和25.5%,占全年社会消费品零售总额的比重分别为19.6%和23.6%。另据贝恩调研数据显示,近年来婴儿纸尿裤一直保持着较高的电商渗透率,其中2018年电商销售占婴儿纸尿裤销售总额的比例高达51%,相比2017年的45%,提升了6pct。各种形态的销售终端能够满足不同消费者的消费需求,在一定程度上为吸收性卫生用品行业的发展提供了渠道支撑。

图 57：2014-2018年我国网上零售额增长及占比情况



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

（二）核心假设

（1）婴儿卫生用品：行业需求层面，纸尿裤行业整体规模预计未来将持续增长，主要依托于两方面的助力，一为新生人口的持续增长，二为行业渗透率的逐步提升。
公司客户层面，虽目前凯儿得乐等公司原有大客户占比在逐步降低，但随着公司凭借较强的研发实力以及成本控制能力，预计公司将有望逐步打开宝洁等海外知名品牌的代工业务空间，从而持续推动销量增长。同时，**产能方面**募投产能的逐步释放为公司婴儿卫生用品奠定增长基石，2019年公司纸尿裤产能为15.78亿片，募集资金年产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将合计新增婴儿拉拉裤产能6.4亿片、以及婴儿纸尿裤产能6.20亿片，因此我们预计2020-2022年公司纸尿裤销量增速分别为23.2%、28.5%、23.5%。同时，伴随着居民收入提升以及新生儿父母对纸尿裤的重视，品牌上倾向于持续推出中高端产品，以及公司逐步拓展海外大牌的中高端产品线订单，我们预计2020-2022年公司纸尿裤单价增速分别为3%、3%、3%。

（2）女性卫生用品：虽然女性卫生巾用品渗透率已有100%，但经期裤产品占比仍低，且品牌商为维持女性卫生用品业务的持续增长，也倾向于推动经期裤产品销售。公司作为行业内经期裤产品的导入者，随着新增产能的逐步释放，我们预计2020-2022年公司经期裤销量增速分别为29.5%、51.6%、34.9%，卫生巾产品销量降逐步放缓，预计2020-2022年销量增速为6.2%、-4%、0%。由于预计整体卫生巾市场将持续向中高端产品线进行结构转型，因此预计公司经期裤产品单价增速分别为3%、5%、3%，卫生巾产品单价增速分别为3%、3%、3%。

（3）成人失禁用品：由于目前成人失禁产品尚处于市场导入期，随着国内失禁人群消费观念的逐步改善，未来行业整体规模提升空间较大，结合公司的募投项目产能释放，我们预计2020-2022年公司成人失禁用品销量增速分别为40.2%、41.9%、31.6%，产品单价增速分别为5%、5%、0%。

(4) **费用率方面**, 公司ODM 业务在运输费用、网店推广服务费及广告宣传费等销售费用与管理费用支出较少, 使得销售费用以及管理费用增速低于公司收入增速, 且公司内部重视费用管控, 因此未来公司销售费用率、管理费用率会呈逐年下滑趋势, 预计2020-2022年销售费用率分别为4.35%、4.15%、4.08%; 管理费用率分别为1.82%、1.70%、1.66%; 公司以市场需求为创新推动力, 重视基础研究和技术创新, 未来会继续加强产品与技术研发, 提升公司产品的核心竞争力, 因此预计公司的研发费用率也基本持平, 预计2020-2022年研发费用率分别为3.26%、3.06%、3.10%; 预计2020-2022年公司的财务费用率保持平稳。

(5) **毛利率方面**, 2020年由于疫情因素, 一方面部分原材料处于较低位置, 如木浆、石油化工相关产品, 另一方面公司上半年生产部分口罩产品, 因此预计2020年公司毛利率为37.8%, 较上年有大幅度提升, 随着后续疫情因素消失以及口罩产品停产, 2021年、2022年公司毛利率将回归至正常水平。

表7: 募集资金投资去向

序号	项目名称	项目投资金额 (万元)	拟使用募集资金投入金额 (万元)
1	新增年产 6 亿片吸收性卫生用品智能制造技改项目	19,740	19,740
2	年产 12 亿片吸收性卫生用品智能制造生产基地建设项目	90,194	90,194
3	研发运营支持中心建设项目	9,837	9,837
4	品牌建设与推广项目	20,100	20,100
5	偿还银行借款	15,000	15,000
合计		154,871	154,871

数据来源: 豪悦护理招股说明书、广发证券发展研究中心

表8: 豪悦护理收入拆分及盈利预测

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	760.98	1449.54	1953.38	2760.67	3522.06	4353.68
YoY	63.7%	90.5%	34.8%	41.3%	27.6%	23.6%
营业成本 (百万元)	556.40	1,064.41	1360.30	1717.51	2356.87	2969.54
YoY	72.4%	91.3%	27.8%	26.3%	37.2%	26.0%
毛利率	26.88%	26.57%	30.36%	37.79%	33.08%	31.79%
全渠道						
婴儿卫生用品						
营业收入 (百万元)	418.86	956.68	1363.04	1733.24	2293.46	2917.41
YoY	143.3%	128.4%	42.5%	27.2%	32.3%	27.2%
毛利率	25%	26%	30%	34%	30%	30%
平均单价 (元)	0.71	0.76	0.78	0.80	0.83	0.85
YOY		7.0%	2.6%	3%	3%	3%
销售量 (亿)	5.94	12.61	17.52	21.57	27.72	34.23
YOY		112.4%	38.9%	23.2%	28.5%	23.5%
女性卫生用品						
营业收入 (百万元)	117.73	200.14	292.62	368.89	535.03	712.80

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

YoY	33.1%	70.0%	46.2%	26.1%	45.0%	33.2%
毛利率	30%	30%	36%	42%	39%	38%
平均单价 (元)						
经期裤	1.35	1.44	1.40	1.44	1.51	1.56
YOY		6.7%	-2.8%	3%	5%	3%
卫生巾	0.16	0.17	0.18	0.19	0.19	0.20
YOY		6.3%	5.9%	3%	3%	3%
销售量 (亿)						
经期裤	0.41	0.86	1.51	1.96	2.97	4.01
YOY		111.0%	75.9%	29.5%	51.6%	34.9%
卫生巾	3.85	4.55	4.40	4.67	4.48	4.48
YOY		18.2%	-3.3%	6.2%	-4.0%	0.0%
成人失禁用品						
营业收入 (百万元)	166.04	213.49	230.29	275.54	410.57	540.47
YoY	10.6%	28.6%	7.9%	19.6%	49.0%	31.6%
毛利率	31%	28%	31%	33%	33%	31%
YOY	-3.1%	-3.4%	3.1%			
平均单价 (元)	1.43	1.57	1.60	1.68	1.76	1.76
YOY		9.8%	1.9%	5%	5%	0%
销售量 (亿)	0.90	1.09	1.17	1.64	2.33	3.06
YOY		18.8%	7.8%	40.2%	41.9%	31.6%
非吸收性卫生用品及其他产品						
营业收入 (百万元)	48.62	43.97	34.34	350	250	150
YoY	-5.3%	-9.6%	-21.9%	919.2%	-28.6%	-40.0%
毛利率	18.8%	23.0%	22.1%	50%	40%	25%
其他业务						
营业收入 (百万元)	9.74	35.27	33.08	33	33	33
YoY	243.0%	262.1%	-6.2%	-0.2%	0.0%	0.0%

数据来源：豪悦护理招股说明书、广发证券发展研究中心

预计 2020 年-2022 年公司营业收入分别为 27.61、35.22、43.54 亿元 (YOY 分别为 41.3%、27.6%、23.6%)；归母净利润分别为 6.55、7.36、8.78 亿元 (YOY 分别为 107.6%、12.5%、19.3%)。由于梦百合、永艺股份主要经营模式同为 ODM 代工，自主品牌收入占比相对较低，且两家公司都在生厂、研发、成本管控上处于行业领先地位，因此选取梦百合、永艺股份作为公司可比公司估值参考，参考可比公司的 PE 估值，考虑到个护行业代工企业品牌力较弱，但净利润水平高于零售品牌，参考百亚股份对明年 41 倍估值，给予豪悦护理 2021 年 28 倍 PE 的合理估值，对应合理价值 193.2 元/股，首次覆盖，给予买入评级。

表9：可比公司估值水平（收盘日期：11/27）

股票代码	公司简称	收盘价	EPS		PE	
		2020/11/27	2020E	2021E	2020E	2021E
003006.SZ	百亚股份	21.40	0.45	0.52	47.56	41.15
603313.SH	梦百合	33.15	1.48	2.25	22.40	14.73
603600.SH	永艺股份	15.45	0.87	1.10	17.76	14.05

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：梦百合、永艺股份盈利预测来自于 Wind 一致预期

六、风险提示

（1）一次性卫生用品作为改善生活品质的日常消费品，与国民经济发展水平、居民可支配收入水平以及新生儿人数、人口老龄化程度等宏观因素具有显著的相关性，最近三年出生率连续下降，未来不排除由于宏观经济和居民可支配收入增速出现波动，以及出生率继续下降等原因，导致一次性卫生用品的市场规模缩小，进而影响行业整体发展情况和公司经营业绩。

（2）未来如果国内外品牌间以及制造企业之间竞争加剧，比如国际品牌商通过销售复合芯体纸尿裤与国内品牌商在产品品质、价格等方面展开竞争，行业竞争将可能趋于激烈。如果公司不能有效制定并实施研发、生产、品牌及营销发展规划，将可能对公司经营带来不利影响。

（3）公司销售收入趋于集中，如果未来不能维持与主要客户的合作关系，主要客户的经营状况恶化，或公司在新客户、新市场领域的开拓未能取得成效，将可能对公司的业绩产生不利影响；如果公司增加对自主品牌的投入，进而与国内外品牌商形成竞争关系，或国内外品牌商加快自建生产线的进展，客户流失，则将对现有ODM业务的持续稳定和持续盈利能力产生不利影响。

（4）公司产品主要原材料为无纺布、高分子吸水树脂、木浆、热熔胶和包装袋，如果主要原材料价格未来出现上涨或者持续的大幅波动，将对产品成本造成直接影响，从而对公司净利润及利润率产生不利影响，公司存在原材料价格波动的经营风险。

资产负债表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	396	479	2,593	2,997	3,667
货币资金	58	123	753	500	713
应收及预付	88	101	177	228	283
存货	187	199	259	355	447
其他流动资产	63	56	1,405	1,913	2,223
非流动资产	522	775	980	1,438	1,821
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	452	508	608	1,143	1,573
在建工程	22	195	295	215	165
无形资产	21	61	64	67	70
其他长期资产	26	10	12	12	12
资产总计	918	1,254	3,573	4,435	5,488
流动负债	489	502	505	661	845
短期借款	181	125	0	0	0
应付及预收	254	308	358	484	594
其他流动负债	54	69	148	177	251
非流动负债	77	114	112	82	72
长期借款	0	51	46	16	6
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	77	63	66	66	66
负债合计	566	615	618	743	917
股本	80	80	107	107	107
资本公积	71	71	1,705	1,705	1,705
留存收益	201	486	1,141	1,877	2,756
归属母公司股东权益	352	639	2,955	3,692	4,570
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	918	1,254	3,573	4,435	5,488

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,450	1,953	2,761	3,522	4,354
营业成本	1,064	1,360	1,718	2,357	2,970
营业税金及附加	7	10	14	18	23
销售费用	74	102	120	146	178
管理费用	25	36	50	60	72
研发费用	49	66	90	108	135
财务费用	16	12	14	18	20
资产减值损失	-7	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	2	2	7	4
营业利润	213	366	761	852	1,021
营业外收支	0	0	1	5	1
利润总额	214	366	761	856	1,021
所得税	29	51	107	120	143
净利润	185	315	655	736	878
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	185	315	655	736	878
EBITDA	263	420	820	900	1,048
EPS (元)	2.31	3.94	6.14	6.90	8.23

现金流量表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	264	428	666	793	974
净利润	185	315	655	736	878
折旧摊销	32	42	52	67	72
营运资金变动	28	57	-42	-1	28
其它	18	13	1	-10	-5
投资活动现金流	-217	-285	-1,552	-1,014	-750
资本支出	-170	-306	-254	-520	-454
投资变动	-37	38	-1	-1	-1
其他	-10	-17	-1,298	-493	-296
筹资活动现金流	-16	-82	1,516	-32	-11
银行借款	214	230	-130	-30	-10
股权融资	0	0	27	0	0
其他	-230	-312	1,619	-2	-1
现金净增加额	31	61	630	-253	213
期初现金余额	6	37	123	753	500
期末现金余额	37	98	753	500	713

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	90.5%	34.8%	41.3%	27.6%	23.6%
营业利润增长	188.2%	71.7%	107.7%	12.0%	19.8%
归母净利润增长	176.2%	70.4%	107.6%	12.5%	19.3%
获利能力					
毛利率	26.6%	30.4%	37.8%	33.1%	31.8%
净利率	12.8%	16.1%	23.7%	20.9%	20.2%
ROE	52.6%	49.4%	22.1%	19.9%	19.2%
ROIC	36.8%	39.3%	22.0%	19.3%	18.3%
偿债能力					
资产负债率	61.6%	49.1%	17.3%	16.8%	16.7%
净负债比率	160.7%	96.4%	20.9%	20.1%	20.1%
流动比率	0.81	0.96	5.13	4.53	4.34
速动比率	0.41	0.53	4.57	3.94	3.76
营运能力					
总资产周转率	1.58	1.56	0.77	0.79	0.79
应收账款周转率	18.77	22.09	18.25	18.25	18.25
存货周转率	7.74	9.81	10.67	9.92	9.73
每股指标 (元)					
每股收益	2.31	3.94	6.14	6.90	8.23
每股经营现金流	3.30	5.35	6.25	7.44	9.13
每股净资产	4.40	7.98	27.71	34.61	42.84
估值比率					
P/E	-	-	30.12	26.77	22.44
P/B	-	-	6.67	5.34	4.31
EV/EBITDA	-	-	23.17	21.37	18.13

广发造纸轻工行业研究小组

赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
陆逸：资深分析师，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。
张兆函：高级分析师，厦门大学理学学士，澳洲国立大学统计与应用金融硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，

广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。