

投资评级：强烈推荐（首次）
报告日期：2020年10月16日
市场数据

目前股价	178.5
总市值（亿元）	190.41
流通市值（亿元）	47.61
总股本（万股）	10,667
流通股本（万股）	2,667
12个月最高/最低	217.00/74.71

分析师

分析师：张潇 S1070518090001

☎ 0755-83881635

✉ xiaozhang@cgws.com

分析师：林彦宏 S1070519060001

☎ 0755-83881635

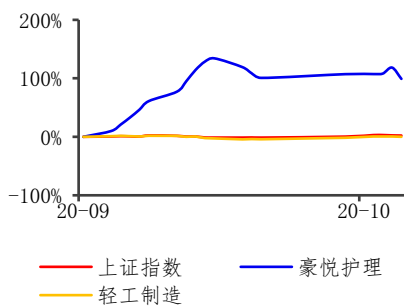
✉ linyh@cgws.com

联系人（研究助理）：邹文婕

S1070119010007

☎ 0755-83559624

✉ zouwenjie@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

国产纸尿裤崛起奠基者，把握个护结构性风口

——豪悦护理（605009）公司深度报告

盈利预测

单位：百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1450	1953	2778	3632	4627
(+/-%)	90.5%	34.8%	42.2%	30.7%	27.4%
净利润	185	315	683	781	978
(+/-%)	176.2%	70.4%	116.7%	14.3%	25.3%
摊薄 EPS	1.74	2.96	6.41	7.32	9.17
PE	107	63	29	25	20

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 卓越的个护吸收卫生用品 ODM 制造商，净利率、ROE 表现亮眼。** 公司是国内杰出的纸尿裤、女性卫生用品、及成人失禁用品的 ODM 制造商。公司之所以能在个护吸收卫生用品代工领域取得头部地位，主要是因为公司在非木浆复合芯体新技术研发和制造良率上拥有的领先优势。近年来凭借优质的产品有序的产能扩张节奏取得高速增长，2016-2019 年收入、净利润 CAGR 分别为 61%、142%，19 年收入、净利润分别为 19.53 亿元、3.15 亿元。2019 年公司净利率为 16.1%、ROE 为 65.39%（上市摊薄前），增长曲线及盈利能力均十分靓丽。
- 技术革新为行业风向标，依托精细化生产制造服务于海内外大客户。纸尿裤方面：**公司主打的无木浆复合芯体可使纸尿裤在实现强吸收力的同时保持干爽、透气，且不断层；而国外的纸尿裤仍多采用木浆芯体，用感上弱于公司的复合芯体。公司作为无木浆复合芯体的应用研发先驱，致力于精细化生产制造管理，在产品良率控制及成本控制上均优于同行业公司，因此市场份额由 2016 年的 0.6% 提高至 2019 年约 4.8%，提升显著。凯儿得乐、蜜芽、BEABA、BabyCare 等国产品牌依托于公司的高品质产品，获得了高速增长；19 年一线海外品牌宝洁 P&G 也开始通过公司代工切入复合芯体赛道，侧面说明公司在复合芯体产品领域的领先地位，同时海外品牌的代工订单也有望为公司打开新的成长曲线。20 年订单预计翻倍，侧面验证是公司的高品质产品及服务助力下游客户征服市场。**经期裤方面：**公司于 2011 年开始研发经期裤，布局前瞻且与纸尿裤协同，当前服务于尤妮佳、金佰利、景兴等国内外大客户，所生产的经期裤霸榜天猫，市占率超 40%，优势明显。
- 消费升级持续，个护行业结构性机会涌现，豪悦精准卡位。**个护行业约有 1200 亿大市场，随着卫生意识的提高及消费升级持续，有望量价齐升空间广阔。其中近年来涌现三大结构性机会，豪悦有望持续受益：**1）复合芯体纸尿裤的崛起。**复合芯体是一种诞生于我国的全新芯体技术路线，产品薄而透气，吸收力优于传统芯体。由于海外品牌此前固守传统芯体的技术路线，复合芯体纸尿裤崛起机会最先被本土母婴品牌抓住。本土品牌凭借复合芯体产品的用感优势，依托于微商、社群营销等新渠道快速扩张；

而海外头部品牌已经意识到技术新趋势并开始追赶推出复合芯体产品线，公司有望在未来 3-5 年内迎来宝洁等公司的订单放量，为公司打开第二条成长曲线；**2) 女性个护用品高端化趋势明显。**经期裤产品低渗透潜力大，测算在夜用卫生巾中的渗透率仅为 2%，复合增长率达 75%，公司在经期裤制造端份额高达 40%，有望成为行业红利的主要受益者之一。**3) 成人失禁用品集中度提升。**成人失禁用品当前格局非常分散，以豪悦、可靠为首的一批企业已经涌现出来，未来市占率有望持续提升。

- **投资建议：**公司是卓越的个护 ODM 制造商，产品技术引领行业潮流，随着募投项目逐步达产，公司业绩有望维持持续高增。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 6.41、7.32、9.17 元，对应 PE 为 29x、25x、20x，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**代工行业竞争加剧；下游客户自建工厂减少订单；新材质个护用品面市，公司产品被市场淘汰；原材料价格大幅上行

目录

1. 公司概况：引领行业的吸收卫生用品 ODM 厂商	6
1.1 财务概览：收入利润双高增，H1 主业仍是增长核心动能	8
1.2 业务拆分：婴儿纸尿裤、女性卫生用品放量驱动增长	9
1.3 盈利能力：毛利率波动范围较小，20 年上半年突增主要受益于口罩以及石油价格走低	10
1.4 股权结构：家族企业股权高度集中，创始人及高管经验丰富	13
2. 吸收个护产品行业分析：纸尿裤复合芯体崛起，经期裤大有可为	14
2.1 婴儿纸尿裤：国货凭借出色的定位和新零售机遇快速崛起	14
2.2 女性卫生用品：经期裤催生行业高端化需求，细分市场潜力巨大	17
2.3 成人失禁：老龄化趋势下，产品渗透率提升前景巨大	19
3. 公司亮点：芯体技术助国货品牌逆袭，自主品牌及出口业务初露头角	21
3.1 研发型 ODM 企业，助力客户扩大市场份额	21
3.2 纸尿裤：主打无木浆多维复合芯体结构，国产纸尿裤崛起的奠基人	22
3.3 女性卫生用品：经期裤制造领导者，市占率超 40%	27
3.4 自主品牌加大营销投入，泰国建厂开拓东南亚市场	30
4. 财务对比：资产周转优于同行，ROE 持续高速领跑	32
5. 盈利预测与估值分析	34
6. 投资建议	35
7. 风险提示	35
附：盈利预测表	36

图表目录

图 1: 豪悦股份发展历史.....	6
图 2: 公司主要产品一览.....	9
图 3: 2016-2020H1 营业收入 (亿元) 与 YOY.....	9
图 4: 2016-2020H1 归母净利润 (亿元) 与 YOY.....	9
图 5: 2016-2020H1 的毛利率 (%) 与净利率 (%).....	11
图 6: 原油现货价 (美元/桶) 及主营业务毛利率 (%).....	11
图 7: 成本拆分及原材料占比 (%).....	12
图 8: 公司期间费用率持续下降.....	12
图 9: 豪悦护理股权结构图.....	13
图 10: 2015-2019 国内吸收性卫生用品市场规模及 YOY.....	14
图 11: 2018 年三大吸收性卫生用品市场份额 (%).....	14
图 12: 2012-2018 年国内婴儿纸尿裤消费量及 YOY.....	15
图 13: 2012-2018 年国内婴儿纸尿裤市场规模及 YOY.....	15
图 14: 2012-2018 国内婴儿纸尿裤市场单价 (元/片).....	15
图 15: 2015-2019 年新生儿数量 (万) 及出生率 (%).....	15
图 16: 2012-2018 年国内卫生巾消费量及 YOY.....	17
图 17: 2012-2018 国内卫生巾市场规模及 YOY.....	17
图 18: 2012-2018 年国内卫生巾市场均价 (元/片).....	17
图 19: 2010-2017 女性初潮年龄变化.....	17
图 20: 2012-2018 年中国成年失禁用品消费量及 YOY.....	19
图 21: 2012-2018 年中国成年失禁用品市场规模及 YOY.....	19
图 22: 2012-2018 成人失禁用品市场单价 (元/片).....	20
图 23: 全球成人失禁用品渗透率对比 (%).....	20
图 24: 可靠与豪悦成人失禁用品营收 (亿元) 对比.....	20
图 25: 可靠与护理成人失禁用品营收 YOY (%) 对比.....	20
图 26: 公司 ODM 经营模式一览图.....	21
图 27: 同行可比公司研发费用 (万元) 对比.....	22
图 28: 同行可比公司研发费用率 (%) 对比.....	22
图 29: 同行可比公司净利率 (%) 对比.....	22
图 30: 同行可比公司毛利率 (%) 对比.....	22
图 31: 2017-2020H1 婴儿卫生用品营收 (亿元) 及 YOY (%).....	23
图 32: 2017-2019 年婴儿纸尿裤产能利用率 (%).....	23
图 33: 2017-2020H1 婴儿纸尿裤毛利率变化.....	23
图 34: 2017-2019 年 OPEC 原油现货价格 (美元/桶).....	23
图 35: 公司无木浆复合芯体结构图&生产流程.....	24
图 36: 2017-2019 年婴儿卫生用品 ODM 客户订单金额 (亿元).....	25
图 37: 2016-2018 年公司生产婴儿纸尿裤的市场占有率 (%).....	26
图 38: 2017-2019 年公司婴儿卫生用品产能 (亿片) 及 YOY.....	26
图 39: 2017-2020H1 女性卫生用品营收 (亿元) 及 YOY (%).....	27
图 40: 2017-2020H1 年主营产品毛利率 (%) 对比.....	27
图 41: 2017-2020H1 经期裤营业收入 (万元) 及 YOY (%).....	27
图 42: 2017-2019 年公司经期裤产能利用率 (%) 变化.....	27

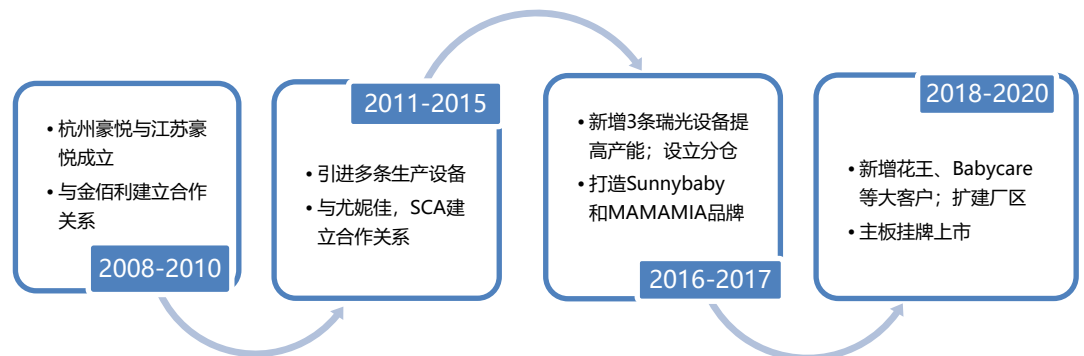
图 43: 2017-2019 经期裤占女性卫生用品营收比重(%).....	28
图 44: 2017-2019 公司经期裤产能(亿片)及 YOY.....	28
图 45: 2016-2018 年公司经期裤产品市场占有率(%).....	29
图 46: 2017-2019 年 OBM 营业收入(万元)及 YOY(%).....	30
图 47: 2017-2019 年自主品牌销售渠道营收占比(%).....	30
图 48: 豪悦护理自主品牌产品一览.....	30
图 49: 2017-2019 年豪悦与同行广告推广费率(%)对比.....	31
图 50: 2017-2019 豪悦与同行广告推广费用(亿元)对比.....	31
图 51: 2017-2019 年境外营收(亿元)及 YOY.....	32
图 52: 2017-2019 年境内外业务毛利率(%)对比.....	32
图 53: 同行业公司的 ROE(%)对比.....	32
图 54: 2017-2020H1 豪悦与同行总资产周转率(次).....	33
图 55: 2017-2020H1 年豪悦与同行存货周转天数(天).....	33
图 56: 2017-2019 年豪悦与同行应收账款周转天数(天).....	33
图 57: 2017-2020H1 年豪悦与同行资产负债率(%).....	33
表 1: 主要内资 ODM 客户合作概览.....	7
表 2: 主要外资 ODM 客户合作概览.....	8
表 3: 公司收入分产品、业务模式、地区拆分.....	10
表 4: 毛利率分产品、分地区拆分.....	11
表 5: 原材料采购价格明细.....	12
表 6: 管理层基本信息.....	13
表 7: 外资品牌与国产品牌婴儿纸尿裤价格对比(size: NB).....	16
表 8: 经期裤产量.....	18
表 9: 超长夜用卫生巾与经期裤价格(元/片)对比.....	18
表 10: 经期裤市场规模预测.....	19
表 11: 最新技术工艺及设备优势.....	23
表 12: 各家个护公司吸收芯体发明专利整理.....	24
表 13: 2016-2018 年公司生产婴儿纸尿裤的市场占有率(%).....	25
表 14: IPO 募投项目及新增婴儿纸尿裤产线梳理.....	27
表 15: 经期裤月销量排名前六位(天猫).....	28
表 16: IPO 募投项目及新增经期裤产线梳理.....	29
表 17: 公司品牌建设及推广的募投项目明细.....	31
表 18: 公司分产品盈利预测拆分.....	34

1. 公司概况：引领行业的吸收卫生用品 ODM 厂商

公司是国内个人卫生护理用品领域的领先制造商。公司成立于 2008 年，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。公司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”和“2018 年度中国成人失禁用品行业 10 强企业”。






ODM 服务优质客户，技术资源赋能自主品牌。目前公司以 ODM 业务为主（2019 占比为 90%），在业内积累了较多优质的客户，包括宝洁、金佰利、尤妮佳、Essity（前 SCA）、花王等全球著名跨国公司，以及凯儿得乐、蜜芽、BEABA、BabyCare、子初、Eleser、景兴健护等国内知名护理用品企业和母婴品牌商等。公司同时致力于培育个护自主品牌，在婴儿用品里已有包括“希望宝宝”、“天生明星”、“Mamamia”等品牌，女性卫生用品里包括“答菲”、“阳光女孩”等品牌，在成人失禁用品领域，“白十字”、“康福瑞”等系列品牌的培育也已经初见成效。

图 1：豪悦股份发展历史



资料来源：长城证券研究所

表 1: 主要内资 ODM 客户合作概览

婴儿纸尿裤 ODM 客户	产品市场地位	合作起始时间	最新年度订单金额 (亿元) 及占比
	母婴微商第一品牌；经销商20多万，线下开设专营店1000多家，入驻医护渠道1000多家、实体店3000多家	2016年	4.23 (21.64%)
	一站式母婴产品解决，定位精致母婴生活管理；2018年荣获天猫母婴“最具创新品牌奖”	2016年	0.23* (3.05%)
	2020年“618”预售期超过大王、好奇等品牌位居第三，Q1线上市场增速达到753.6%	2017年	1.79 (9.18%)
	中国首家进口母婴品牌集合特卖商城；自主品牌兔头妈妈涵盖纸尿裤等产品	2017年	1.39 (7.24%)
	2020年Q1在电商平台婴童尿裤市场进入TOP10；“618”预售起成交量超过帮宝适位居第一	2018年	1.85 (9.66%)

资料来源：公司官网、豪悦护理招股书、长城证券研究所

注：大部分国产客户委托豪悦生产婴儿纸尿裤；豪悦为 BEABA 与蜜芽代工产品包含婴儿卫生用品和经期裤，其中婴儿卫生产品销售收入占绝对份额；*子初的最新年度订单金额取自 2017 年度数据，其余取 2019 年数据。

表 2: 主要外资 ODM 客户合作概览

外资ODM客户	市场地位	国家	豪悦为其代工品牌产品	最新年订单金额(亿元)及占比
 Kimberly-Clark 金佰利	全球健康卫生护理领域的领导者，研发水平全球领先；在中国代表产品有：“好奇”婴儿纸尿裤；得伴”成人纸尿裤。	美国	得伴成人纸尿裤；高洁丝夜安裤	/
	全球日化消费品龙头；在中国市场，帮宝适纸尿裤市占率第一，护舒宝卫生巾市占率长期位列前三	美国	帮宝适婴儿纸尿裤；护舒宝考拉安心裤	1.66 (8.63%)
	英国哈曼菲尔德投资有限公司旗下品牌；公司定位中高端产品，主张快乐贵族的育婴方式，并为父母提供相关的公益课堂。	英国	Eleser婴儿纸尿裤和拉拉裤	0.79* (4.1%)
	亚洲卫生用品龙头企业；在中国市场代表品牌有：苏菲、乐互宜；2019年苏菲在中国卫生巾市场的市占率位居第一	日本	苏菲超熟睡安心裤；乐互宜成人纸尿裤和拉拉裤	0.48* (3.36%)
	亚洲卫生用品龙头企业；在中国市场代表品牌有：妙而舒婴儿纸尿裤，乐而舒卫生巾；2019年妙而舒婴儿纸尿裤在中国市场市占率位居第二	日本	乐而雅晚安裤	/
	韩国知名的母婴品牌商；在中国市场代表产品有自然花蕾婴儿纸尿裤，拉拉裤	韩国	自然花蕾婴儿纸尿裤和拉拉裤	/

资料来源：公司官网、豪悦护理招股书、长城证券研究所

备注：*Eleser，尤妮佳最新年度订单金额取自2018年数据

1.1 财务概览：收入利润双高增，H1 主业仍是增长核心动能

致力于裤型卫生用品制造，业绩高速增长。公司收入端增长迅速，2016-2019 CAGR 达 61%，2019 年营收 19.53 亿元，同比增长 34.76%。归母净利润 3Y CAGR 高达 143%，2019 年归母净利润为 3.15 亿元，同比增长 70.4%。2020H1 虽然疫情肆虐，但由于公司利用自身优势组织生产口罩等抗疫产品，以及同时深化与主要 ODM 客户的合作，仍取得快速增长，实现营收 13.86 亿元，同比增长 64.83%；净利润 3.76 亿元，同比大涨 189.61%。

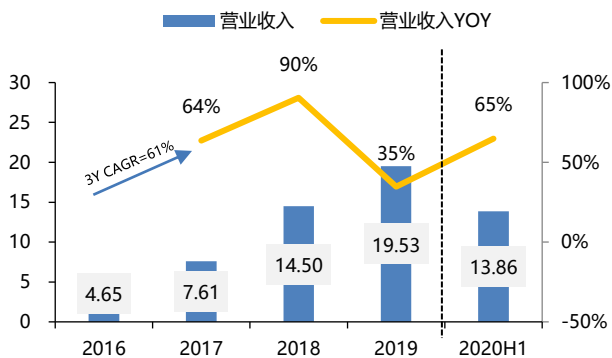
测算 H1 主业收入端增长约 39%。根据招股说明书，截至 5 月 31 日，公司拥有 14 条口罩产线，假设每天生产 7 万片，由于公司原材料协同，且产线改产便捷，判断从 2 月初开始销售，一片口罩销售均价 1.5 元，则 H1 口罩收入约为 2.2 亿元。剔除口罩收入后，公司收入仍有 39% 的增长，公司内生增长动力依然强劲。

图 2: 公司主要产品一览



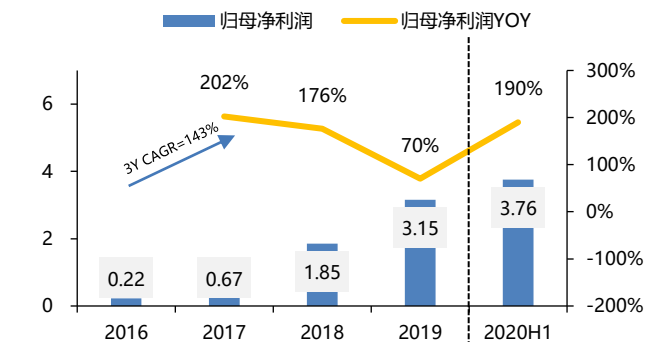
资料来源: 公司官网, 豪悦护理招股书, 长城证券研究所 备注: 占比为 2019 年数据

图 3: 2016-2020H1 营业收入 (亿元) 与 YOY



资料来源: 豪悦护理招股书, 长城证券研究所

图 4: 2016-2020H1 归母净利润 (亿元) 与 YOY



资料来源: 豪悦护理招股书, 长城证券研究所

1.2 业务拆分: 婴儿纸尿裤、女性卫生用品放量驱动增长

婴儿卫生用品、女性卫生用品是增长主要驱动力。分产品来看, 公司主营产品中婴儿卫生用品的营收占比始终占据最多份额并且占比逐年扩大, 2016 至 2019 年, 该类产品营收占比从 55.8% 增长至 71%; 女性卫生用品的营收占比维持在 15% 左右波动, 表现亦可圈可点, 17-19 年 CAGR 为 57.66%; 成人失禁卫生用品小幅稳定增长, 营收占比从 22.1% 下降到 12%。

表 3: 公司收入分产品、业务模式、地区拆分

单位: 亿元	2017	2018	2019	2020H1
分产品拆分				
婴儿卫生用品	4.2	9.6	13.6	8.43
YoY		128%	42%	
Share	55%	66%	70%	61%
女性卫生用品	1.2	2.0	2.9	1.83
YoY		70%	46%	
Share	15%	14%	15%	13%
成人失禁用品	1.7	2.1	2.3	0.93
YoY		29%	8%	
Share	22%	15%	12%	7%
分业务模式拆分				
ODM	6.2	12.7	17.6	
YoY		106%	39%	
Share	81%	88%	90%	
OBM	1.4	1.5	1.6	
YoY		8%	11%	
Share	18%	10%	8%	
分地区拆分				
国内	5.4	11.7	16.8	
YoY		117%	44%	
Share	71%	80%	86%	
国外	2.1	2.5	2.4	
YoY		29%	8%	
Share	22%	15%	12%	
总收入	7.61	14.50	19.53	13.86

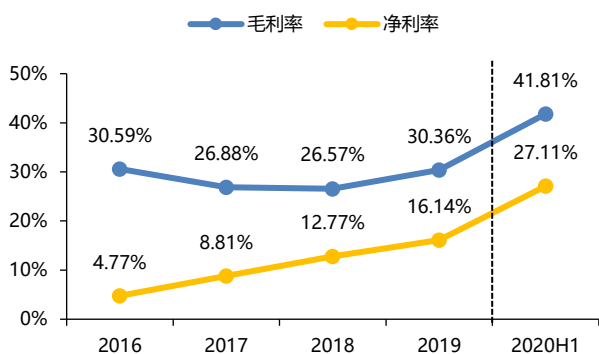
资料来源: 豪悦招股说明书、长城证券研究所

从模式来看, ODM 为公司经营重点, OBM 稳健培育。公司的销售模式以 ODM 为主, 且在过去三年中 ODM 模式增速迅猛, 3Y CAGR 为 69%, 收入占比从 2017 年的 82%, 进一步上升到 90%。目前公司的 OBM 自主品牌体量约为 1.62 亿, 随着上市后 OBM 品牌渠道费用的投放, 自主品牌增长有望提速。

1.3 盈利能力: 毛利率波动范围较小, 20 年上半年突增主要受益于口罩以及石油价格走低

毛利率整体稳定, 净利率持续增长。毛利率方面, 2016-2019 年公司的毛利率保持在 26% 以上, 波动主要系受原材料价格影响。净利率在期间费用率下行的驱动下, 2016-2019 年呈现持续增长态势。2020 年 H1 受益于原材料价格走低及口罩等防疫物资产品占比的增加, 毛利率、净利率均创下新高, 达到 41.81%、27.11%。

图 5: 2016-2020H1 的毛利率 (%) 与净利率 (%)



资料来源: 豪悦护理招股书, 长城证券研究所

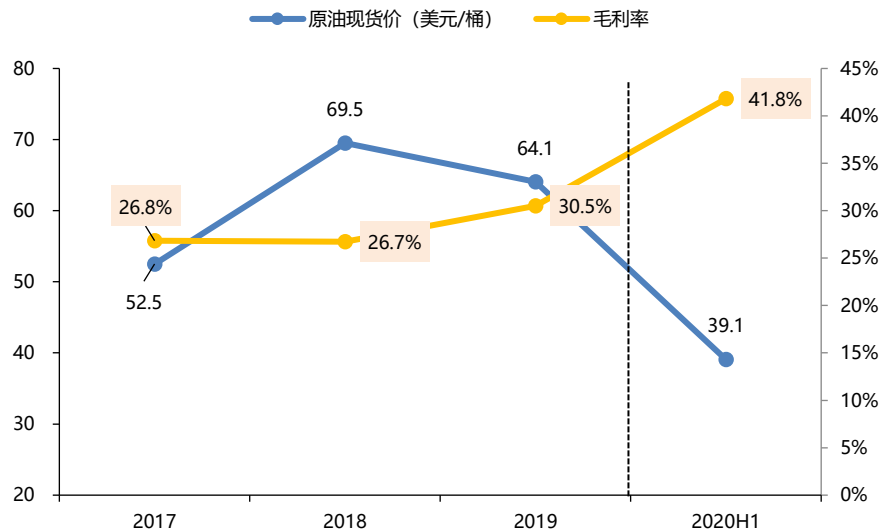
表 4: 毛利率分产品、分地区拆分

分产品毛利率	2017	2018	2019	2020H1
婴儿卫生用品	25.2%	26.1%	29.6%	34.4%
女性卫生用品	30.4%	29.9%	35.8%	42.9%
成人失禁用品	30.9%	27.5%	30.6%	38.2%
分地区毛利率	2017	2018	2019	
国内	26.3%	26.6%	30.0%	
国外	28.1%	27.3%	34.2%	

资料来源: 豪悦护理招股书, 长城证券研究所

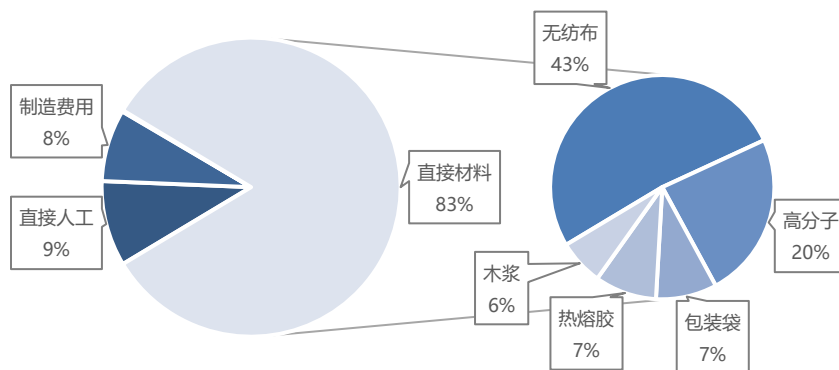
原油价格对毛利率影响显著。原材料占公司成本的 83%，公司的主要原材料均为石油衍生品，故公司原材料成本波动与原油价格相关性较强，毛利率也与原油价格反向波动。2018 年原油价格较大幅度上涨 32%，毛利率小幅下滑 0.1pp，毛利率的韧性判断源于公司对于下游客户议价能力加强，涨价顺利传导；2019 年原油价格下跌 7.9%，毛利率抬升 3.8pp。2020 年上半年由于全球新冠疫情恶化，原油价格大跌 39%，叠加口罩放量，毛利率抬升 11.3pp。

图 6: 原油现货价 (美元/桶) 及主营业务毛利率 (%)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 7: 成本拆分及原材料占比 (%)



资料来源: 豪悦护理招股书, 长城证券研究所

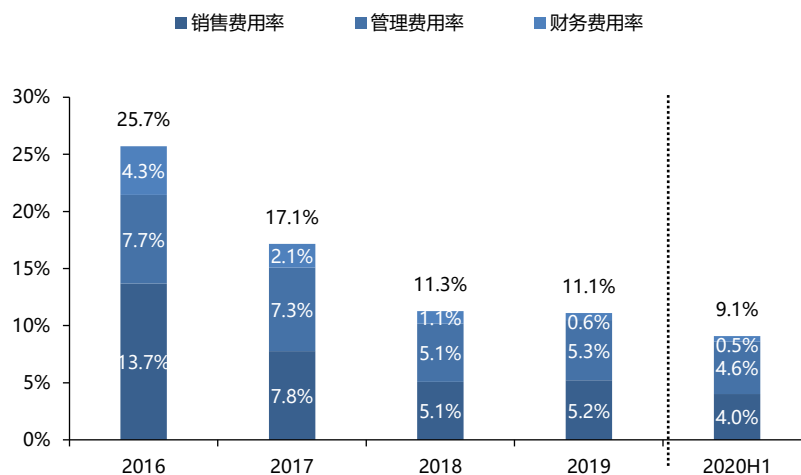
表 5: 原材料采购价格明细

原材料采购单价	2017	2018	2019
无纺布 (元/公斤)	14.67	15.16	15.09
高分子吸水树脂 (元/公斤)	9.73	10.52	9.39
木浆 (元/公斤)	4.58	5.57	5.05
包装袋 (元/只)	0.28	0.3	0.3
热熔胶 (元/公斤)	18.92	18.66	18.5

资料来源: 豪悦护理招股书, 长城证券研究所

ODM 业务扩张撬动经营杠杆。从费用来看, 得益于势头较猛的 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, 费用率逐年下降, 2019 年期间费用率降至 11.1%, 2020H1 进一步下降至 9.1% (部分因为口罩放量摊薄费用率)。表观来看, 期间费用率的下降是驱动净利率持续攀升的主要原因。

图 8: 公司期间费用率持续下降



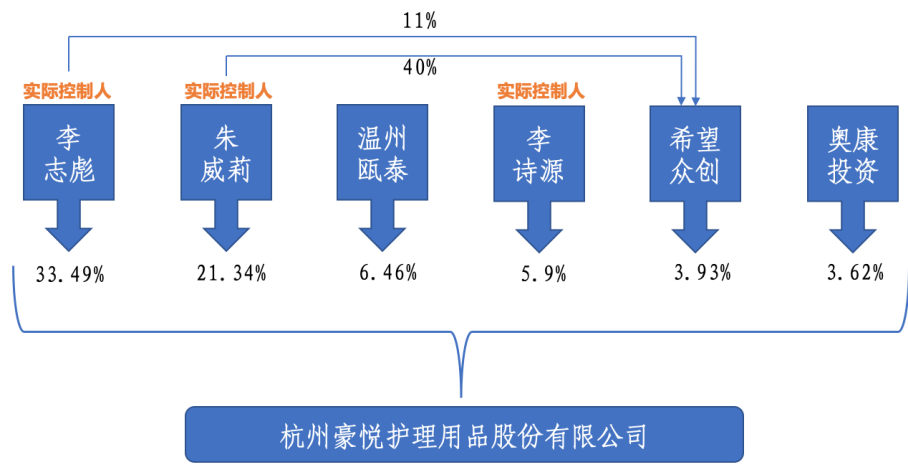
资料来源: 豪悦护理招股书, 长城证券研究所

1.4 股权结构：家族企业股权高度集中，创始人及高管经验丰富

李志彪与朱威莉系配偶关系，李诗源为李志彪与朱威莉的女儿，三人直接持股 60.73%，此外李志彪和朱威莉夫妇合计持有希望众创 51% 的股份。三人总计持股 62.73%，股权集中，家族成员为公司实际控制人。

第一大股东及创始人李志彪 1992 年进入日化行业，从成为尤妮佳、强生卫生用品经销商开始步步为营，到后来成立杭州豪悦，与公司多位高管专注于妇、幼、成人卫生护理用品，收获海内外著名卫生用品品牌商大量订单。20 多年的经营经验使得创始人及其团队在行业发展趋势上有全面清晰的认识。

图 9：豪悦护理股权结构图



资料来源：公司公告，长城证券研究所

表 6：管理层基本信息

姓名	年龄	持股比例	职位	履历
李志彪	53	33.49%	总经理	1992 年进入日化行业，先后任华市丽源百货总经理、义乌嘉华执行董事兼总经理；2008 年成立杭州豪悦实业并担任执行董事兼总经理，2017 年任豪悦股份董事长兼总经理
闵桂红	40	0.28%	副总经理、财务负责人	财务要职经验丰富；2006 年起先后任浙江上风实业财务部长、浙江三元电子财务总监、中山达华智能科技集团财务部经理、浙江来伊份食品财务总监；2015 年加入豪悦至今担任财务负责人
曹凤姣	45	0.20%	副总经理、董事会秘书	1996 年进入日化行业，任金华市丽源日化业务经理；有 10 年自主创业经历；2008 年加入豪悦任行政人事总监；2017 年至今任豪悦股份副总经理兼董事会秘书

虞进洪	47	0.20%	副总经理	先后担任杭州东岱珠宝饰品总品管、浙江新光集团有限公司品管经理、义乌嘉华厂长、副总经理；2013 年加入豪悦至今任副总经理
钟磊	36	0.10%	研发部总监	公司专利的主要发明人；东华大学非织造材料与工程硕士；曾任福建恒安集团研发工程师；2011 年加入豪悦担任研发部经理，负责公司新产品的开发，先后主持过两项省级工业新产品的开发
陈昶	42	0.02%	监事会主席、品控部总监	先后任杭州天地保健品公司主管、杭州天目生物科技研发工程师；2019 年加入豪悦至今任品控部总监及监事会主席

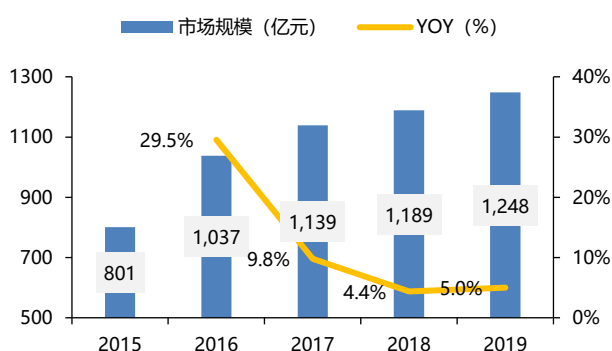
资料来源：公司公告，长城证券研究所

注：闵桂红、曹凤姣、虞进洪和陈昶通过希望众创间接持股；希望众创为豪悦股份上市前部分员工及实际控制人亲属的持股平台

2. 吸收个护产品行业分析：纸尿裤复合芯体崛起，经期裤大有可为

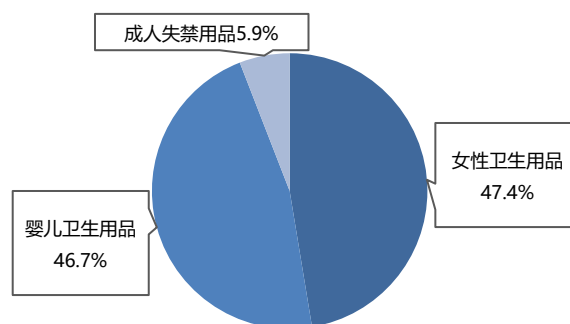
吸收性卫生用品 1248 亿规模，女性和婴儿卫生用品占据主要份额。2015 年至 2019 年，吸收性卫生用品市场规模从 801 亿元增长至 1248 亿元，CAGR 达 11.7%。虽保持增长态势，但增速有所放缓。分产品上看，女性和婴儿卫生用品分别占 47.4%、46.7%，是构成我国吸收性卫生用品的主要品类，而成人失禁用品仅占 5.9%，市场规模较小。

图 10: 2015-2019 国内吸收性卫生用品市场规模及 YOY



资料来源：中国造纸协会，长城证券研究所

图 11: 2018 年三大吸收性卫生用品市场份额 (%)



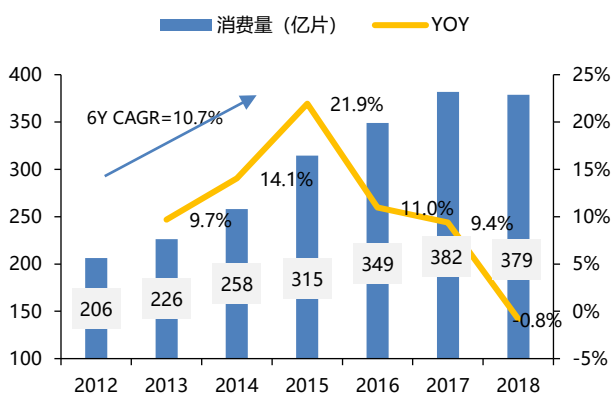
资料来源：中国造纸协会，长城证券研究所

2.1 婴儿纸尿裤：国货凭借出色的定位和新零售机遇快速崛起

我国婴儿纸尿裤市场规模超 550 亿，纸尿裤单价稳定上涨。据中国造纸协会统计，2012 年至 2018 年，婴儿卫生用品的市场规模从 223 亿元扩大至 555 亿元，2012-2018 年 CAGR 达 16.41%。近年来市场增速有所减缓，量价拆分来看，主要受新生儿数量减少带来的消费量走低所致；而纸尿裤的单价呈稳定上涨趋势，从 2015 年的 1.12 元/片，上升到 2018 年的 1.47 元/片。这一方面源于国际木浆和石油价格上涨，另一方面源于国内婴儿纸尿裤消费升级，中高端纸尿裤的市场份额逐步提高。

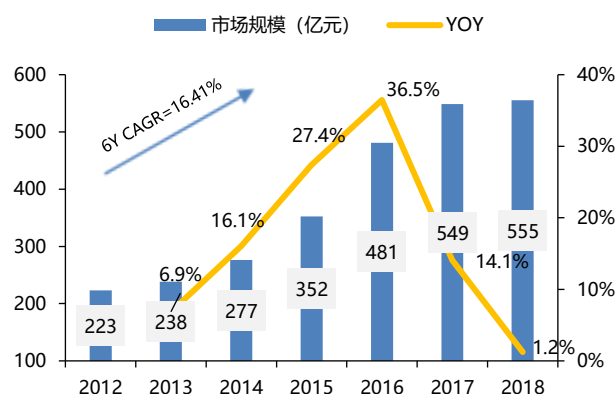
渗透率提升+卫生意识提升，纸尿裤市场潜在空间为 1500 亿。2019 年新生儿人口数量为 1465 万，假设稳态新生儿人口数量为 1200 万，纸尿裤穿到 3 岁，平均一天 8 片，则潜在需求量为 1051 亿片。假设平均单片价格 1.5，则市场规模有望超过 1500 亿。根据中国造纸协会，2018 年我国婴儿护理用品市场渗透率虽然已提高到 63.9%，但与发达国家 90% 以上的产品渗透率相比仍存在一定差距。随着我国人均可支配收入的增加和消费、育儿观念的转变，婴儿纸尿裤消费量将持续增长，市场规模有望进一步扩大。

图 12: 2012-2018 年国内婴儿纸尿裤消费量及 YOY



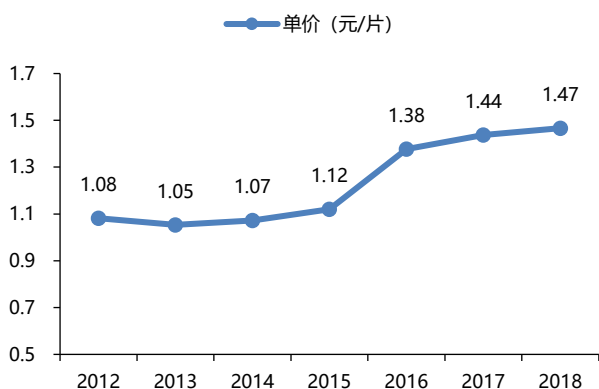
资料来源: 中国造纸协会, 长城证券研究所

图 13: 2012-2018 年国内婴儿纸尿裤市场规模及 YOY



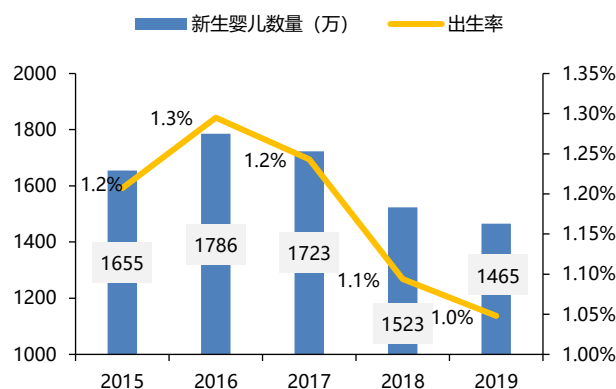
资料来源: 中国造纸协会, 长城证券研究所

图 14: 2012-2018 国内婴儿纸尿裤市场单价 (元/片)



资料来源: 中国造纸协会, 长城证券研究所

图 15: 2015-2019 年新生婴儿数量 (万) 及出生率 (%)



资料来源: 国家统计局, 长城证券研究所

国产纸尿裤崛起，凯儿得乐、米菲、BEABA 等纸尿裤市占率逐步扩大。据凯度消费者指数与贝恩公司联合发布的《2019 中国购物者报告》，近三年来国产新品牌（凯儿得乐、露安适、米菲等）快速崛起，从头部五大外资品牌（宝洁、金佰利、尤妮佳、花王、大王）

手中抢夺了 16% 的市场份额。其中 2019 年，凯儿得乐纸尿裤销售收入约为 21 亿、米菲约为 10 亿。从行业总体格局来看，2019 年宝洁等 5 家外资品牌占据中国婴儿卫生用品市场份额仍达 49.5%，国货替代还有很大的空间。

国产纸尿裤为何能抢夺份额？1) 产品质量；2) 出色的定位；3) 抓住新零售渠道。

- 1) **产品质量。** 国产厂商无木浆符合芯体的研发成功，使得国产品牌可以在产品质量上完胜外资采用木浆芯体的主流产品。豪悦等国产供应商的品质工艺崛起，为国产纸尿裤的发展奠定基础。
- 2) **在产品质量的基础上，品牌出色的定位。** 国产品牌凯儿得乐，BEABA，Babycare 的单片价格高于外资品牌的大众系列产品，而品质却比肩高端系列产品，使得其产品在市场上具有较强的竞争力，可获得出色的口碑和大量复购。国产品牌也善于在电商平台使用“9.9 试用装”等营销策略，进而凭借其高性价比的优势收获宝妈宝爸的信赖。以豪悦第一大客户凯儿得乐为例，公司创立以来以“国民品牌、国际品质”作为产品定位，其一系列高端纸尿裤、女性护理、婴儿洗护、生活用纸等母婴产品，相继获得欧美权威 CE、SGS、FDA 认证。Babycare Air Pro 弱酸系列纸尿裤（豪悦代工）公开宣称是“市面上你能见到的最轻薄”的婴儿纸尿裤。

表 7： 外资品牌与国产品牌婴儿纸尿裤价格对比（size: NB）

外资/国产	品牌	单价：(元/片)
外资品牌	帮宝适-绿帮	0.77
	帮宝适-Pure	2.16
	好奇-铂金装	0.73
	好奇-麒麟裤	1.34
	花王-妙而舒	0.93
	大王-维 E	0.96
	大王-光羽	3.3
	妈咪宝贝-云柔	0.87
国产品牌	凯儿得乐	1.7
	Babycare	1.44
	BEABA-炫彩	1.89
	BEABA-哪吒	2.49

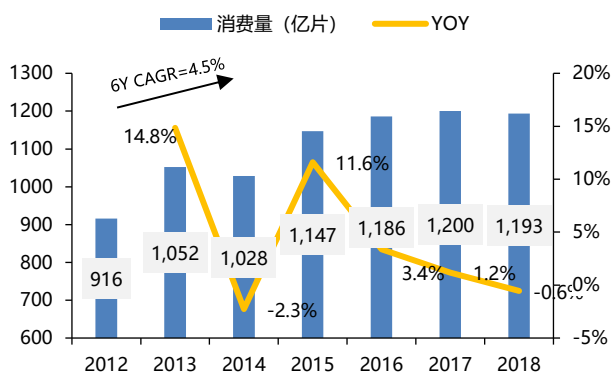
资料来源：天猫、长城证券研究所，备注标蓝的为高端系列

- 3) **国产品牌更能把握微商等新零售渠道。** 这些品牌的崛起除了依靠出类拔萃的产品质量，本土化的营销策略也是功不可没。以凯儿得乐为例，该品牌颠覆了传统母婴行业营销模式，创造了微商、线下、电商三位一体的体验式营销模式，其中微商+线下渠道的收入占比为 90%+。目前公司有经销商 20 多万，线下开设专营店 1000 多家，遍布全国 32 个省 128 个地级市，覆盖 3000 多家母婴店及连锁超市，入驻医护渠道 1000 多家。天猫超市母婴用品行业负责人李虹认为**国产母婴用品品牌普遍更重视数字化营销工具，是其保持高速增长的原因之一。**

2.2 女性卫生用品：经期裤催生行业高端化需求，细分市场潜力巨大

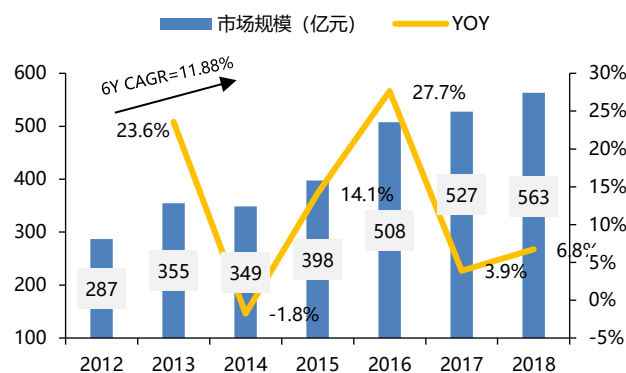
女性卫生用品市场总体较为成熟，规模超过 560 亿，高端产品经期裤带来行业客单价提高。根据中国造纸协会的统计口径，2012-2018 年，卫生巾消费量从 916 亿片增长至 1193 亿片，CAGR 为 4.5%。目前中国卫生巾行业已经进入成熟期，截至 2018 年，我国卫生巾市场渗透率提高至近 100%，消费量增长趋于平缓。未来量的增长主要来自于适龄女性向两端延伸（初潮年龄提前，绝经年龄延后）以及卫生意识提升。2012-2018 年国内卫生巾市场规模 CAGR 达 11.88%，2018 年市场规模达 563 亿元，规模增速高于消费量增速，主要源于市场均价在近四年里稳步上升，卫生棉条、液体卫生巾，经期裤等中高端女性卫生产品市场份额逐步提升。预计未来市场规模的增长仍将主要来自于消费升级下均价的提升。

图 16: 2012-2018 年国内卫生巾消费量及 YOY



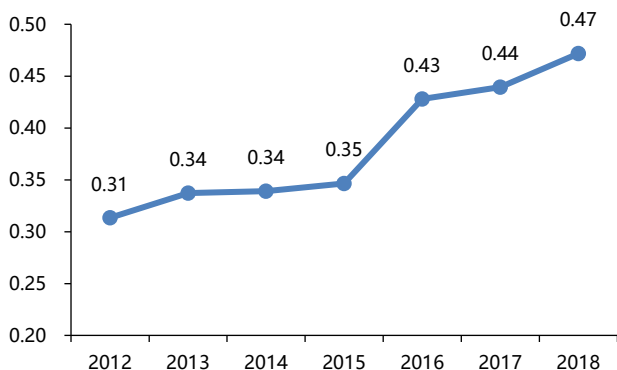
资料来源：中国造纸协会、长城证券研究所

图 17: 2012-2018 国内卫生巾市场规模及 YOY



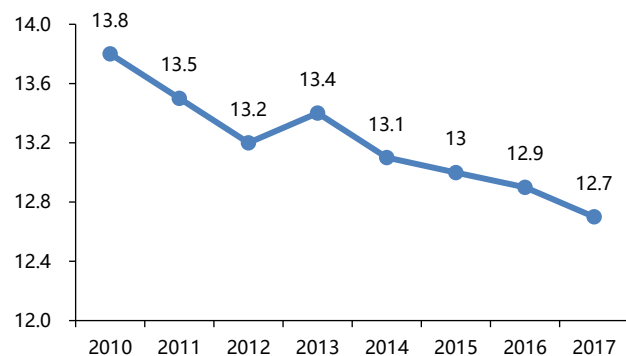
资料来源：中国造纸协会、长城证券研究所

图 18: 2012-2018 年国内卫生巾市场均价（元/片）



资料来源：中国造纸协会、长城证券研究所

图 19: 2010-2017 女性初潮年龄变化



资料来源：豪悦护理招股书、长城证券研究所

经期裤潜在可替代夜用卫生巾，增长迅速空间巨大。经期裤是夜用卫生巾的升级产品，经期裤体验大大超过夜用卫生巾，能很好解决前后侧漏问题，消费者接受度较高。假设生产量约等于消费量，我们估算经期裤的年消耗量约为 4.5 亿片（2019 年），如果按 3.5

元/片的终端价格估算，市场规模约为 15.7 亿。根据尼尔森的统计，2015-2018 年，安睡裤（经期裤）的全国商超渠道销售量和销售额的年复合增长率分别高达 78.42%、74.81%，行业处在导入期高速增长阶段。

表 8： 经期裤产量

	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度
豪悦当年生产总量(万片)	1,995.80	4,477.78	8,870.09	15,817.11
国内市场占有率	55%	46%	40%	35%*
估算国内经期裤总产量 (万片)	3,609.04	9,776.81	22,064.90	45,191.74

资料来源：招股书、长城证券研究所 *当年市场份额为趋势估算值

目前经期裤市场刚开始启动，产品渗透率仅约为 **1.88%**。以经期裤年消费量 4.5 亿片测算，占女性卫生用品消费量（日用+夜用+护垫）的渗透率仅为 0.37%，假设夜用卫生巾占总量比例为 1/5，则估算经期裤对夜用卫生巾的渗透比例为 **1.88%**，渗透率还有很大提升空间。作为消费升级产品，经期裤的价格显著高于夜用卫生巾，约为 3-10 元/片，而主流夜用卫生巾的价格区间为 0.4-3.5 元/片。若经期裤能够替代夜用卫生巾，夜用经期护理市场有望迎来量价齐升。

表 9： 超长夜用卫生巾与经期裤价格（元/片）对比

外资/国产	品牌	单价：(元/片)
超长夜用卫生巾	苏菲超熟睡	1.95
	七度空间超长夜用	1.80
	高洁丝放肆睡	1.42
	护舒宝考拉呼呼	1.76
	护舒宝甜睡棉柔	1.65
	植护超长大扇尾	0.93
	月月舒棉柔夜用	0.4
经期裤（安睡裤）	自由点安睡裤	4.58
	护舒宝奢柔考拉裤	9.98
	高洁丝夜安裤	6.48
	苏菲乳超熟睡安心裤	3.96
	七度空间安睡裤（恒安）	3.32

资料来源：天猫、长城证券研究所

测算经期裤的潜在市场空间约为 **305 亿元**。假设经期裤的渗透率（在夜用卫生巾用量中的占比）达到为 50%，每个周期使用 3 片经期裤，则经期裤市场长期可达年 122 亿片；假设长期随着产能扩张价格下降，稳态价格类似于纸尿裤但高于夜用卫生巾，约为 2.5 元/片，则经期裤市场规模可达 305 亿元，目前规模只有 15.7 亿，有约 20 倍的空间，潜力巨大。

表 10: 经期裤市场规模预测

	悲观	中性	乐观
适龄女性数量 (亿)	3.4		
平均每周期夜用卫生巾使用量	6		
单片价格	2.5 元		
平均周期天数	28 天		
经期裤渗透率 (%)	20%	50%	80%
经期裤市场规模 (亿元)	122	305	488

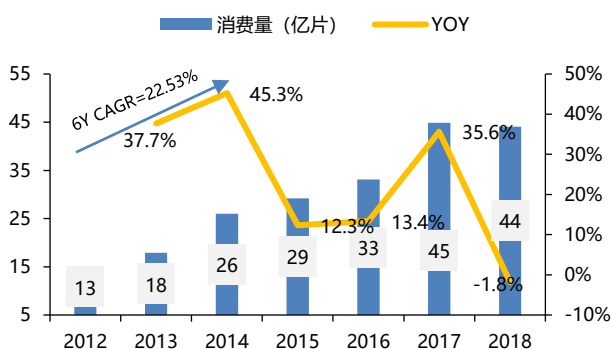
资料来源: 长城证券研究所测算

2.3 成人失禁: 老龄化趋势下, 产品渗透率提升前景巨大

老龄化急速进程蕴含巨大失禁用品市场需求。截至 2018 年底, 中国 60 岁以上老年人口已经达到 2.49 亿人, 预计 2025 年将突破 3 亿人, 2050 年将达到 4.83 亿人。随着老龄化程度日益加剧, 老年疾病患者也持续增长, 中风、痴呆、糖尿病、前列腺疾病、膀胱疾病等造成的尿失禁或者行动不便, 都为成人失禁用品创造了巨大的市场需求。2018 年, 成人失禁用品市场规模达到 70.3 亿元, 5Y CAGR 为 17%。量价拆分来看, 量的增长较为稳定, 价格方面对于原材料价格波动较为敏感, 高端化趋势暂不明显。

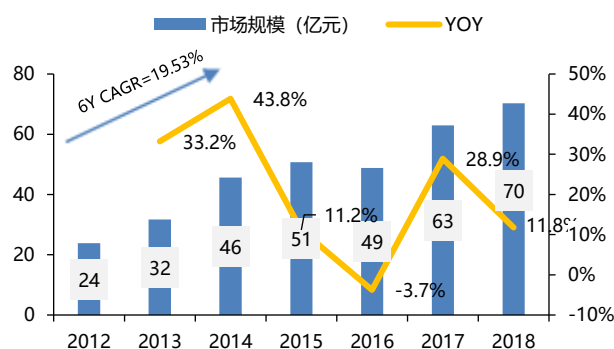
目前我国成人失禁用品渗透率远低于世界平均水平, 增长空间巨大。根据中国造纸协会调查结果, 我国使用成人纸尿裤或护理垫的比例仅为 3%, 远低于世界平均渗透水平 12%, 日本的成人失禁用品的市场渗透率约为 80%, 北美和西欧的市场渗透率约为 60%。根据《中国城乡老年人生活状况调查报告》, 我国 2016 年失能老人已有 4000 多万, 按成人纸尿裤世界平均渗透率 12% 以及人均每日需求 4 片计算, 2016 年的消费量就可超过 584 亿片, 市场规模可达 937 亿元。而 2018 年我国成人纸尿裤消费量只有 44 亿片, 市场规模仅为 70.3 亿元。随着老龄人口的不断增加以及生活观念的不断转变, 我国成人失禁用品市场有望迎来高速增长。

图 20: 2012-2018 年中国成年失禁用品消费量及 YOY



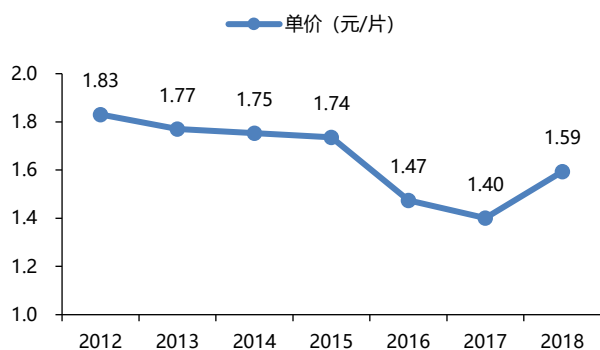
资料来源: 中国造纸协会, 长城证券研究所

图 21: 2012-2018 年中国成年失禁用品市场规模及 YOY



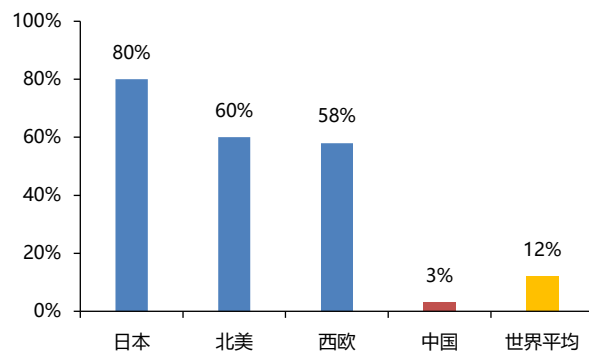
资料来源: 中国造纸协会, 长城证券研究所

图 22: 2012-2018 成人失禁用品市场单价 (元/片)



资料来源: 中国造纸协会、长城证券研究所

图 23: 全球成人失禁用品渗透率对比 (%)

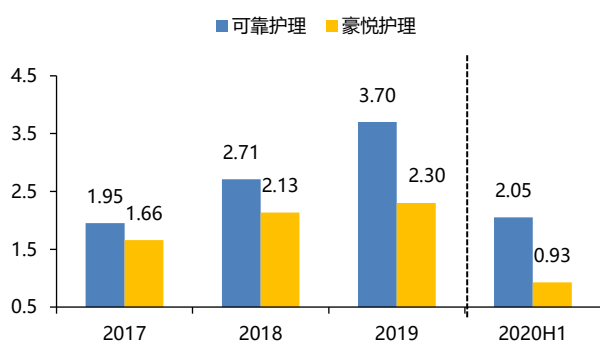


资料来源: 中国造纸协会、长城证券研究所

行业发展条件与政策红利已同时具备, 行业处于爆发前夜。2016 年至 2018 年, 成人失禁用品消费量从 33.1 亿增长至 44.1 亿。从国际经验来看, 形成相当规模的失禁用品消费群体的必要条件是人均 GDP 达到 8000~10000 美元, 而我国 2018 年人均 GDP 已达到 9780 美元, 已具备市场发展的必要条件。《“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划》指出, 要增加老年用品供给, 支持老年用品制造业创新发展, 提升老年用品科技含量, 落实相关税收优惠政策, 支持老年用品产业领域科技创新与应用项目。因此, 在巨大市场增长潜力和政策红利加持的背景下, 越来越多卫生用品企业加入到成人失禁用品行业的市场竞争中。

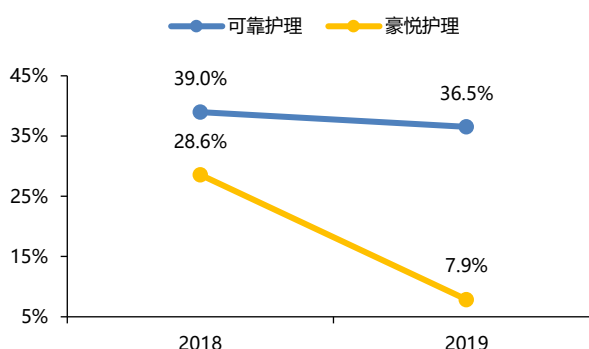
市场格局分散, 龙头份额稳步上升。根据中国造纸协会公布的数据测算, 制造口径方面, 2017、2018 年豪悦护理的市场份额为 1.87%、2.34%, 可靠护理的市场份额为 1.22%、1.6%; 两家龙头公司的份额均较小, 预计 CR4 不超过 10%, 成人失禁用品市场格局非常分散。但与此同时, 两家公司的份额稳步上升, 预计市场份额将持续向龙头企业集中。目前国内主流消费者为价格敏感型消费者, 更倾向于购买性价较高的产品, 而豪悦得益于其规模化生产的成本控制能力, 在成人失禁品类竞争中具有成本优势。

图 24: 可靠与豪悦成人失禁用品营收 (亿元) 对比



资料来源: 可靠护理、豪悦护理招股书、长城证券研究所

图 25: 可靠与护理成人失禁用品营收 YOY (%) 对比



资料来源: 可靠护理、豪悦护理招股书、长城证券研究所

3. 公司亮点：芯体技术助国货品牌逆袭，自主品牌及出口业务初露头角

3.1 研发型 ODM 企业，助力客户扩大市场份额

公司以 ODM 模式为主，通过不断的研发投入和产品品质帮助客户获得市场份额。豪悦不仅是客户的生产服务商，同时也是客户新品研发的合作伙伴。公司的生产服务模式为 ODM 模式，致力于消费者的实际需求，致力于新材料、新结构以及新功能等方面的研发。

随着电商及母婴专营等新渠道兴起，国产母婴品牌侧重于营销和品牌建设，而生产国货精品的分工就交付给优质的国产 ODM 制造商。豪悦凭借研发，设计和生产质量的优势为品牌商创造出不同种类的新产品，供客户按照自身需求进行挑选和组合，或按照客户需求进行定制开发，公司 ODM 订单得以保持快速增长。

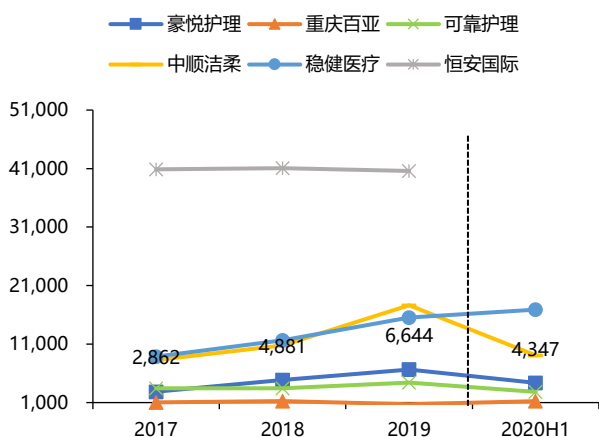
图 26：公司 ODM 经营模式一览图



资料来源：豪悦护理招股书，长城证券研究所

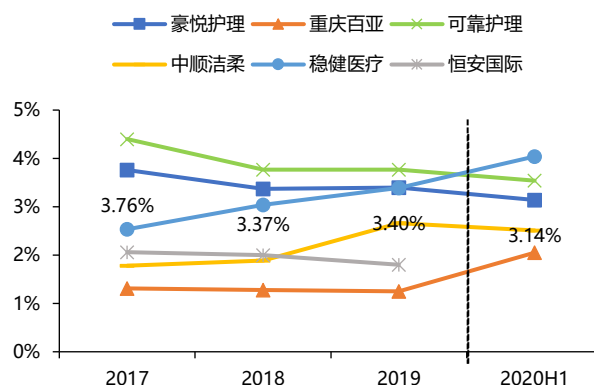
研发投入业内靠前，净利率表现出色凸显效率优势。公司虽然是一家以代工为主的工厂，但整体的研发投入比例位于行业前列，并保持稳定增长态势。从研发费用的绝对值来看，2019 年豪悦的投入为年 6644 万元，高于以自主品牌为主的百亚以及同样以 ODM 为主的可靠护理。研发费用率近三年保持在 3.3% 以上，高于重庆百亚、稳健医疗和中顺洁柔。虽然作为代工厂，公司的毛利率不如品牌企业（重庆百亚、稳健医疗、恒安国际及中顺洁柔），但从净利率角度来看，公司基于出色的研发和生产效率，2019 年斩获 16.14% 的净利率，在行业中仅次于恒安国际。

图 27: 同行可比公司研发费用 (万元) 对比



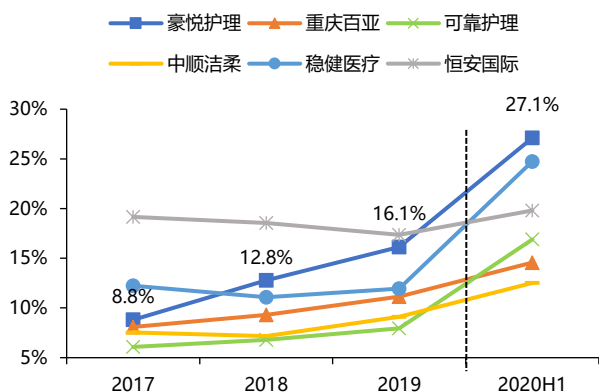
资料来源: Wind、长城证券研究所

图 28: 同行可比公司研发费用率 (%) 对比



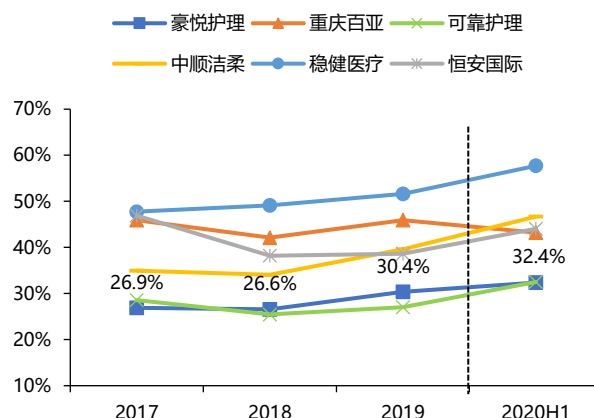
资料来源: Wind、长城证券研究所

图 29: 同行可比公司净利率 (%) 对比



资料来源: Wind、长城证券研究所

图 30: 同行可比公司毛利率 (%) 对比

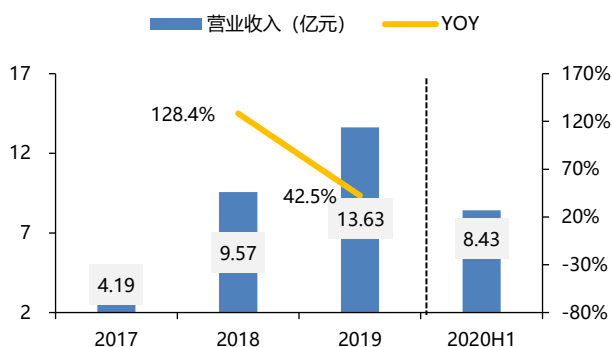


资料来源: Wind、长城证券研究所

3.2 纸尿裤: 主打无木浆多维复合芯体结构, 国产纸尿裤崛起的奠基人

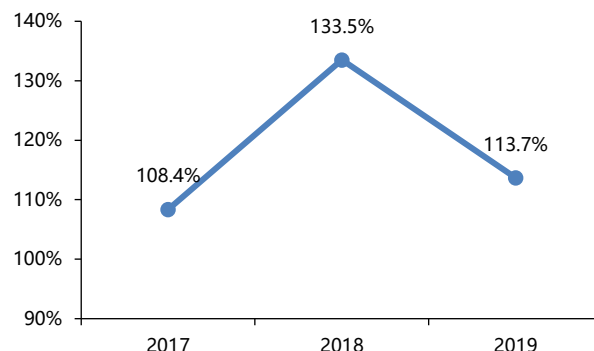
产品优质受客户认可, 公司婴儿纸尿裤业务快速增长。2017 年至 2019 年, 公司婴儿卫生用品的销售收入从 4.19 亿元增长至 13.63 亿元, 占主营业务收入比重从 55.76% 增长至 70.98%, 2020H1 公司婴儿卫生用品营收 8.43 亿元, 预计维持较快增长。同时, 公司的产品需求旺盛, 婴儿纸尿裤基本处于满产状态。2018 年原材料上升的过程中, 公司产品触发调价机制, 毛利率仍处于上升阶段, 公司对下游客户的议价能力凸显, 2020H1 无纺布价格高涨的情形下毛利率仍创下新高达到 34.4% (部分受益于口罩)。

图 31: 2017-2020H1 婴儿卫生用品营收 (亿元) 及 YOY



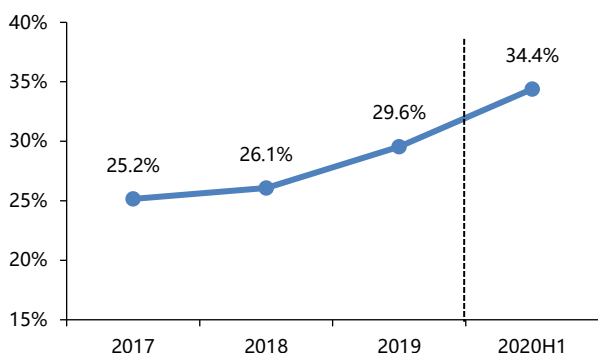
资料来源: 豪悦护理招股书, 长城证券研究所

图 32: 2017-2019 年婴儿纸尿裤产能利用率 (%)



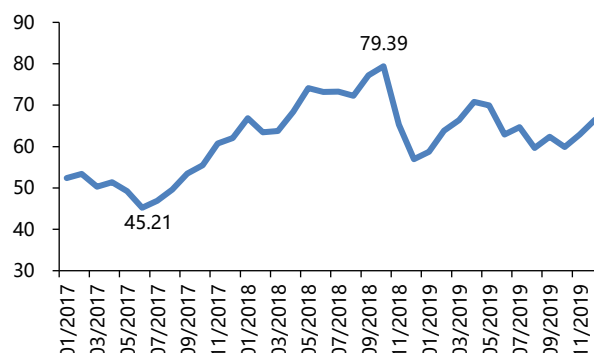
资料来源: 豪悦护理招股书, 长城证券研究所

图 33: 2017-2020H1 婴儿纸尿裤毛利率变化



资料来源: 豪悦护理招股书, 长城证券研究所

图 34: 2017-2019 年 OPEC 原油现货价格 (美元/桶)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

纸尿裤掌握核心材料技术, 服务中高端产品。公司已累计获得 7 项发明专利、89 项实用新型专利和 17 项外观设计专利, 已被认定为“高新技术企业”和“杭州市企业高新技术研发中心”。公司的拳头产品是于 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, 芯体利用率逐年提高。

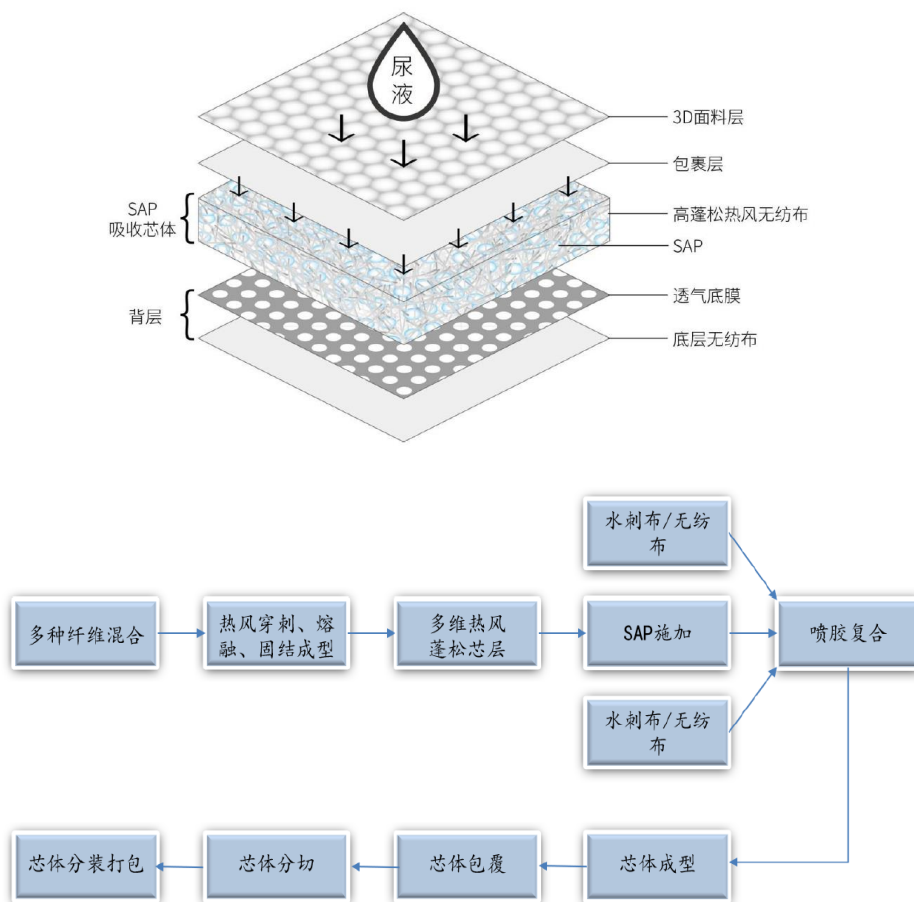
表 11: 最新技术工艺及设备优势

核心工艺与设备	优点
无木浆多维复合芯体	芯体蓬松度更好; 吸收速度更快; 芯体利用率更高
芯体上料 (箱式)	更换材料频次大幅下降, 减少复合芯体中间接头、稳定主机速度
面层压花 (3D 压花)	透气性和吸液效果更好; 节约加工成本
自动化设备	不停机接换料、自动涂胶、污点检测、包装, 大幅提高生产效率

资料来源: 长城证券研究所

无木浆多维复合芯体用感更佳, 助力国产品牌发展。使用无木浆多维复合芯体的纸尿裤具有轻薄、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。

图 35: 公司无木浆复合芯体结构图&生产流程



资料来源: 豪悦护理招股书, 长城证券研究所

豪悦在复合芯体领域的布局领先行业。根据国家知识产权局, 在同类型公司当中, 豪悦关于复合芯体的发明专利数量是最多的, 且申请时间也相较竞争对手较早。

表 12: 各家个护公司吸收芯体发明专利整理

公司	申请时间	专利名称	专利类型
杭州豪悦护理	2015/1/29	一种复合芯体	发明专利
	2017/3/8	复合芯体水平输送装置	发明专利
	2017/7/13	一种增强型分区式复合芯体	发明专利
	2018/11/5	一种超透气复合芯体的加工方法	发明专利
广东昱升	2018/10/12	一种复合型吸收芯体的制备方法及其生产设备	发明专利
	2018/10/12	一种不板结吸收芯体及其生产方法	发明专利
广东茵茵	2016/11/30	吸湿用品的复合吸收芯体和一次性吸湿用品	发明专利

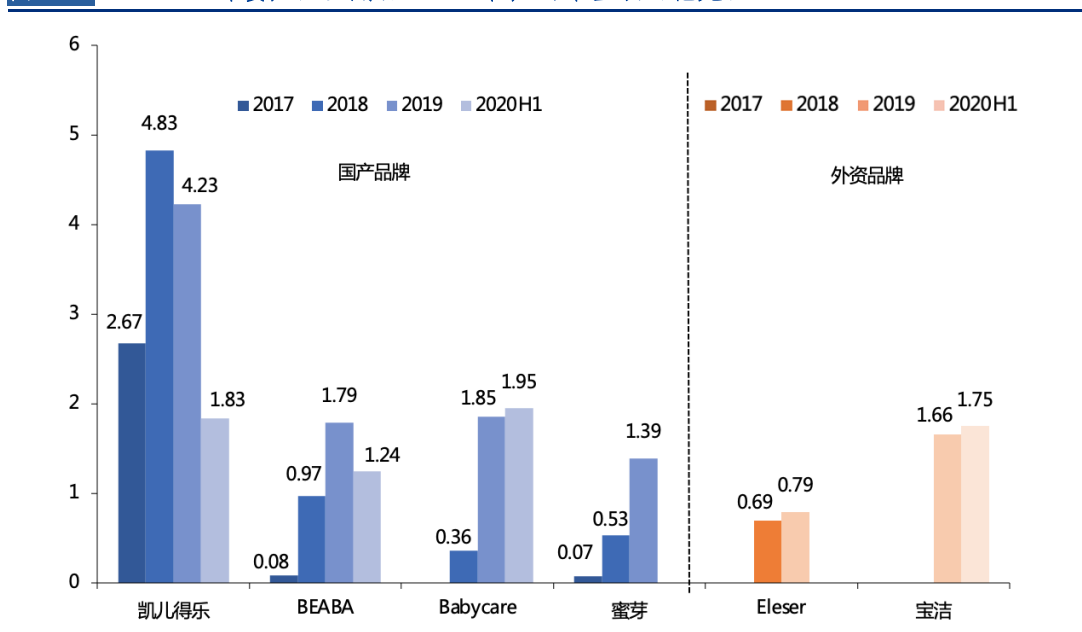
资料来源: CNIPA、长城证券研究所

国产品牌订单稳定高增。国外的制造商仍多采用容易断层且吸收效果欠佳的木浆芯体, 国产品牌以复合芯体为突破口快速打开市场, 公司的先进产品也为国产纸尿裤崛起奠定基础。无木浆多维复合芯体技术已经帮助豪悦收获来自国内知名品牌商连年增长的婴儿卫生用品订单。凯儿得乐连续三年是豪悦最大的 ODM 客户, 2018-2019 年订单金额较为

稳定；BEABA 与蜜芽的订单金额逐年高速增长，2017-2019 年 CAGR 分别达到 373.02% 与 345.61%。Babycare 在 2020 上半年的订单金额超过 2019 年全年，占豪悦上半年营收的 14.06%。

2019 年起，无木浆多维复合芯体开始获得海外巨头客户，市场份额持续提升。公司无木浆多维复合芯体纸尿裤产品在国内市场的成功已经引起了跨国公司的重视，英国高端品牌 Eleser 于 2018 年开始与豪悦合作；2019 年公司和纸尿裤创始人宝洁就无木浆多维复合芯体纸尿裤开始合作。2019 来自宝洁的订单金额达 1.66 亿元，占公司总营收的 8.63%，2020H1 订单即已达到 1.75 亿元，超过 19 年全年水平，2020 年全年有望翻倍。随着海外龙头公司客户的开发，公司有望继续扩大市场份额。

图 36: 2017-2019 年婴儿卫生用品 ODM 客户订单金额（亿元）



资料来源：豪悦护理招股书，长城证券研究所

备注：2020H1 蜜芽、Eleser 未列在前五大客户中，故未列出；BEABA 纸尿裤是爱朵集团主要委托生产的产品；宝洁委托豪悦代工的产品为婴儿纸尿裤和经期裤。

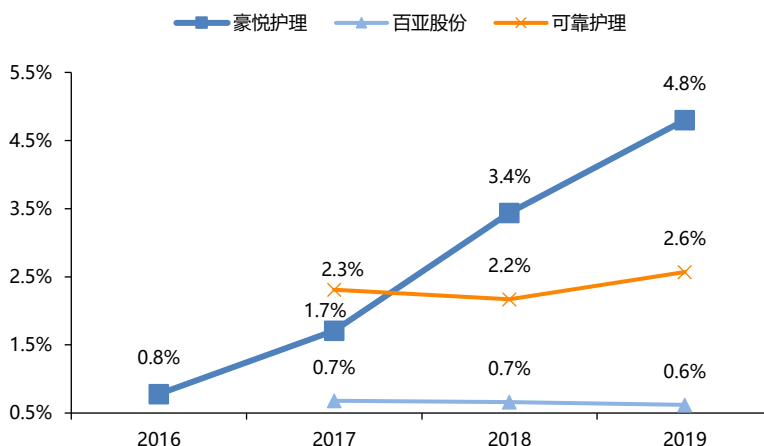
精细化生产制造管理奠定公司份额高增基础。2016-2018 年公司生产的婴儿纸尿裤产品占当年国内婴儿纸尿裤行业生产总量的比重分别为 0.78%、1.71% 和 3.44%，上升趋势明显。同样以 ODM 模式生产婴儿卫生用品的可靠护理以及以自主品牌为主的百亚股份近年来市场份额基本持平，与豪悦的强势增长形成鲜明对比。根据草根调研，豪悦的生产制造精细化管理优势明显，生产同样的产品公司能做到更高的良率和更低的价格，是行业中首选的代工企业。

表 13: 2016-2018 年公司生产婴儿纸尿裤的市场占有率（%）

年份	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年
婴儿纸尿裤/拉拉裤行业生产总量 (亿片)	321.30	350.00	371.30	371.30*
豪悦当年生产量 (亿片)	2.5	5.98	12.78	17.94
豪悦生产量份额	0.8%	1.7%	3.4%	4.8%

资料来源：豪悦护理招股书，长城证券研究所；*2019 年生产总量由根据 2018 年数值估算所得

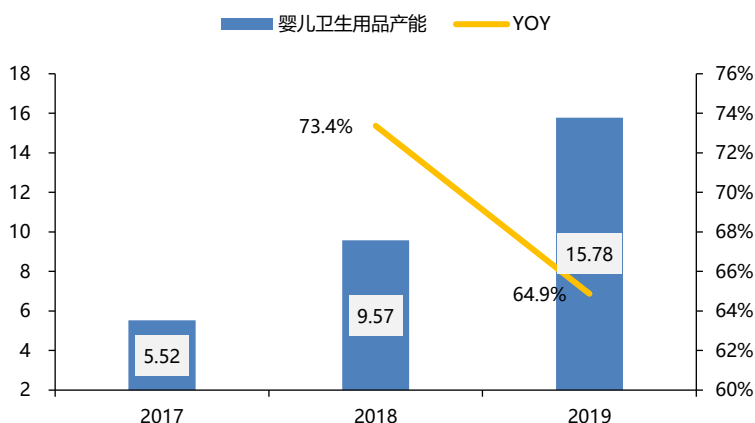
图 37: 2016-2018 年公司生产婴儿纸尿裤的市场占有率 (%)



资料来源: 豪悦护理、可靠护理、百亚股份招股书, 长城证券研究所

产能快速扩张是支撑公司业绩高增的主因, 预计生产制造优势将维持。公司历年产能扩张速度较快。2017 年至 2019 年婴儿卫生用品 (含纸尿裤和拉拉裤) 产能从 5.52 亿片增长至 15.78 亿片, CAGR 达 69%。根据草根调研, 国产品牌方更加擅长渠道运营, 而在生产方面缺乏一定的专业性, 自主生产的利润水平难以与委托给专业的生产企业代工相比; 因此大多国产品牌维持轻资产的状态, 专注于渠道扩张, 自主产能布局主要用于应付急单。此外, 一些技术难度较高的产品豪悦仍具有主导权, 根据公司与凯儿得乐签订的《凯儿得乐与豪悦会议内容框架》, 凯儿得乐的自建工厂不生产公司对凯儿得乐主要销售的丝薄系列婴儿纸尿裤和婴儿拉拉裤产品。

图 38: 2017-2019 年公司婴儿卫生用品产能 (亿片) 及 YOY



资料来源: 豪悦护理招股书, 长城证券研究所

继续扩大规模化生产优势, 多条新生产线陆续布局。需求旺盛, 公司的产能一直处于满产状态, 公司持续的产能扩张有助于公司持续快速增长。本次 IPO 项目公司拟用募集资金投入 7 条婴儿拉拉裤产线、5 条婴儿纸尿裤产线, 达产后将新增婴儿拉拉裤产能 6.4 亿片以及婴儿纸尿裤产能 6.2 亿片; 相较现有的 15.8 亿片产能提升约 80%。

表 14: IPO 募投项目及新增婴儿纸尿裤产线梳理

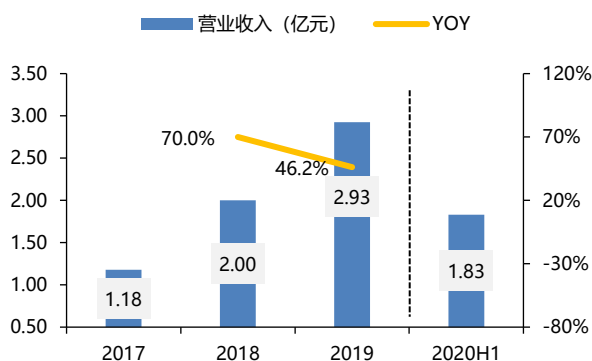
募投项目名称	投资总额 (万元)	其中婴儿纸尿裤生产线及年产能
新增年产 6 亿片吸收性卫生用品智能制造技改项目 (2018 年至今)	19,740	6 条婴儿拉拉裤 (5.35 亿片)
年产 12 亿片吸收性卫生用品智能制造生产基地建设项目 (2019 年至今)	90,194	1 条婴儿拉拉裤 (1.05 亿片) 4 条婴儿纸尿裤 (6.2 亿片)

资料来源: 豪悦护理招股书、长城证券研究所

3.3 女性卫生用品: 经期裤制造领导者, 市占率超 40%

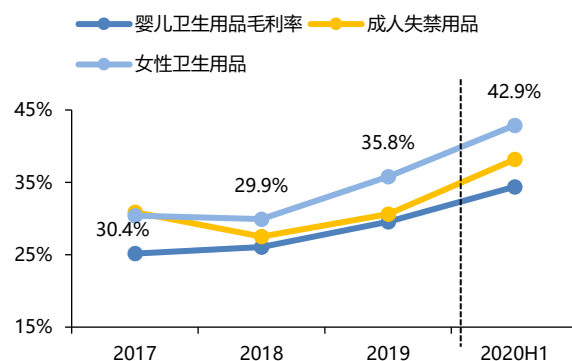
女性卫生用品营收及毛利率保持高增长态势。2017-2019 年公司的女性卫生产品的营收 CAGR 达 58%, 其中 2019 年营收 2.93 亿元, 同比增长 46.2%, 2020H1 录得 1.83 亿元。女性卫生用品的毛利率提升趋势明显, 2019 年相较 2017 年提升了 5.4pp 至 35.8%, H1 创新高达 42.9%, 这与利润率较高的经期裤产品的营收占比不断扩大有密切关系。

图 39: 2017-2020H1 女性卫生用品营收 (亿元) 及 YOY



资料来源: 豪悦护理招股书、长城证券研究所

图 40: 2017-2020H1 年主营产品毛利率 (%) 对比

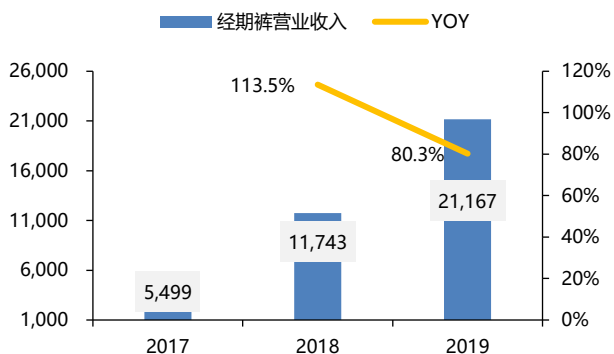


资料来源: 豪悦护理招股书、长城证券研究所

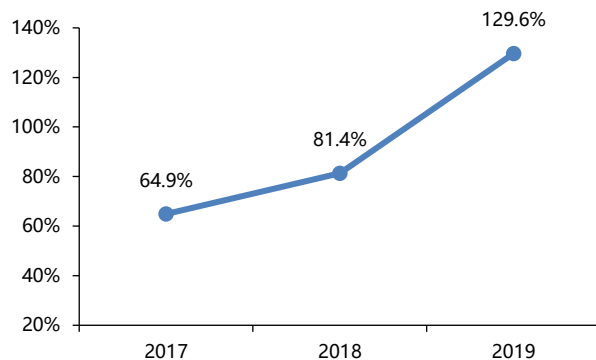
经期裤是公司女性卫生用品业务增长的主要驱动力。2017 年至 2019 年公司经期裤营业收入从 5499 万元增长至 2.12 亿元, 2017-2019 CAGR 达 96%, 占女性卫生用品比重从 47% 提升至 72%。经期裤产能由 6926 万片增长至 1.22 亿片, 2017-2019 CAGR 为 33%; 产能利用率从 64.66% 增长至 129.62%, 产销率从 90.97% 增长至 95.59%, 需求旺盛, 产能较为紧张。

图 41: 2017-2020H1 经期裤营业收入 (万元) 及 YOY (%)

图 42: 2017-2019 年公司经期裤产能利用率 (%) 变化

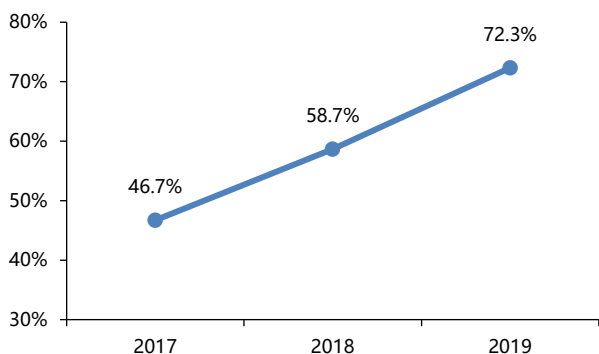


资料来源: 豪悦护理招股书、长城证券研究所



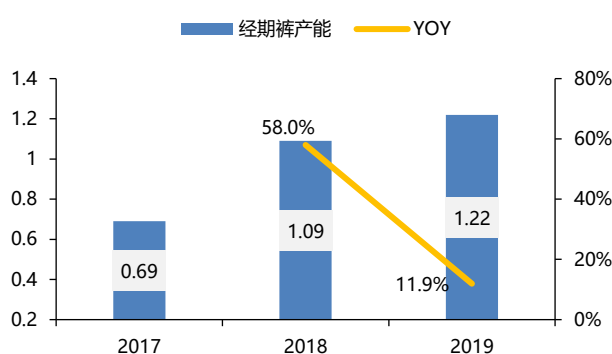
资料来源: 豪悦护理招股书、长城证券研究所

图 43: 2017-2019 经期裤占女性卫生用品营收比重(%)



资料来源: 豪悦护理招股书、长城证券研究所

图 44: 2017-2019 公司经期裤产能 (亿片) 及 YOY



资料来源: 豪悦护理招股书、长城证券研究所

目前国内外主要玩家均为豪悦的代工客户，天猫排名靠前的品牌均有豪悦代工的身影。苏菲安睡裤（尤妮佳）、护舒宝考拉裤（宝洁）、乐而雅晚安裤（花王）、高洁丝夜安裤（金佰利）以及 ABC 无忧裤（广东景兴）均采用豪悦护理作为代工厂。豪悦生产加工的经期裤霸榜天猫平台的月销量排行，公司生产的经期裤在市场上占据绝对优势。

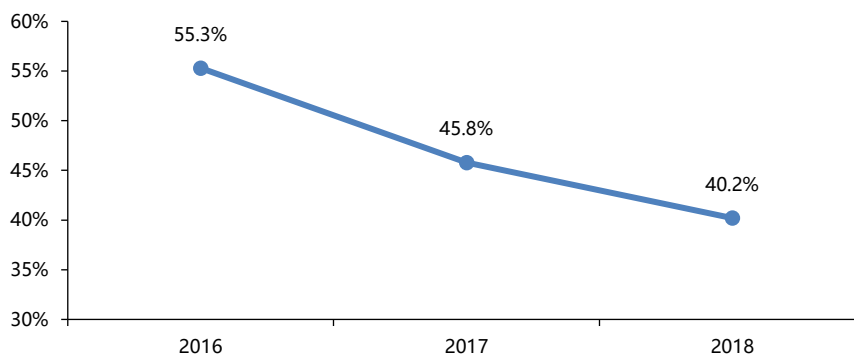
表 15: 经期裤月销量排名前六位 (天猫)

经期裤品牌	单价 (元/片)	天猫月销排行	是否豪悦代工
自由点 (重庆百亚)	4.58	1	是
护舒宝考拉裤 (宝洁)	9.98	2	是
高洁丝夜安裤 (金佰利)	6.48	3	是
苏菲乳超熟睡安心裤 (尤妮佳)	3.96	5	是
优祺安心裤	2.33	6	否
七度空间安睡裤 (恒安)	3.32	7	否

资料来源: 天猫、豪悦护理招股书、长城证券研究所

深耕经期裤研发，为国内龙头厂商。在女性卫生产品创新方面，公司从2011年开始研发经期裤，于2012年申请了相关专利，公司生产技术较为领先，是较早申请相关技术专利的国内制造商之一，也是目前产量最大的国内制造商，市占率连续三年排名第一。在内置芯体、超声波焊接、橡筋张力控制等相关技术方面，公司具有较强的优势，目前已升级到第三代经期裤产品，也在进行可穿脱经期裤等第四代经期裤研发技术，未来将积极进行商业化应用和推广。作为较早研发并目前国内最大的经期裤（安睡裤）生产商。豪悦护理担任主要起草单位编制了浙江制造标准《裤型卫生巾》（T/ZZB 0744-2018），并且正受邀起草国家标准《妇女用纸质卫生裤》。

图 45: 2016-2018 年公司经期裤产品市场占有率 (%)



资料来源：豪悦护理招股书，长城证券研究所

扩大规模化生产优势，稳固经期裤行业龙头地位。尽管公司产能已经处于有序扩张的状态，但仍处于供不应求状态。IPO 项目投产后将新增 5 条经期裤生产线，达产后经期裤年产能将新增 3.25 亿片，项目投产后经期裤总产能将达到 4.47 亿片，相对现有产能同比 +266%。

表 16: IPO 募投项目及新增经期裤产线梳理

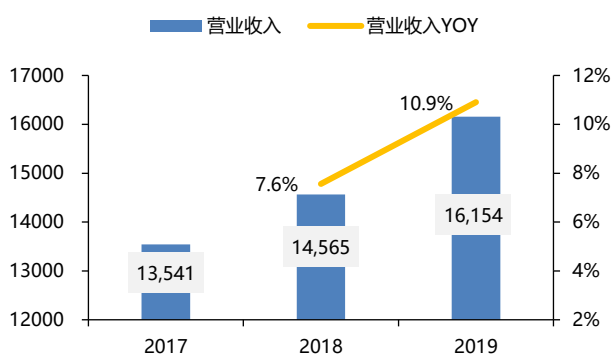
募投项目名称	投资总额 (万元)	其中经期裤生产线及年产能
新增年产 6 亿片吸收性卫生用品智能制造技改项目	19,740	1 条 (6500 万片)
年产 12 亿片吸收性卫生用品智能制造生产基地建设项目	90,194	4 条 (2.6 亿片)

资料来源：豪悦护理招股书，长城证券研究所

3.4 自主品牌加大营销投入，泰国建厂开拓东南亚市场

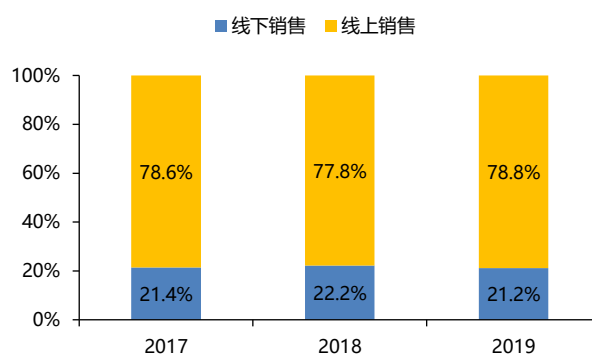
OBM 业务稳定增长，成人失禁用品已有积累。公司陆续布局了康福瑞、汇泉、好年、白+字、希望宝宝、天生明星、MamaMia、森林物语、佳丝珂等多个自有品牌。其中成人失禁用品自主品牌口碑较佳，“白+字”是“杭州市名牌产品”、“杭州市著名商标”。目前公司自主品牌产品主要通过经销商、电商平台等渠道进行销售，2017年至2019年公司自有品牌销售收入从1.35亿元增长至1.62亿元，CAGR为9%。自主品牌打造并非一日之功，目前公司的OBM业务仍处在培育和摸索期。短期来看，公司的可重点打磨技术及生产端优势，以服务旺盛的ODM客户需求；长期来看，公司有望凭借所积累的产品和渠道认知，构造全系列吸收卫生品牌矩阵，从龙头企业逐渐走向个护巨头企业。

图 46: 2017-2019 年 OBM 营业收入 (万元) 及 YOY (%)



资料来源: 豪悦护理招股书、长城证券研究所

图 47: 2017-2019 年自主品牌销售渠道营收占比 (%)



资料来源: 豪悦护理招股书、长城证券研究所

图 48: 豪悦护理自主品牌产品一览

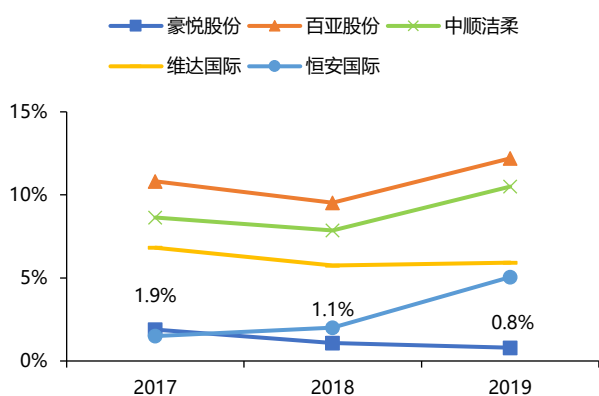


资料来源: 公司官网、长城证券研究所

营销力度加大，瞄准时机发展自主品牌。公司前期专注于产品的研发生产制造，虽创设自主品牌且开设线上旗舰店，但整体品牌营销投入相较友商较小。对于个护用品而言，品牌营销能够有效提升消费者的信任感。国产纸尿裤品牌已有一定美誉度，公司瞄准国产崛起时机，加大品牌建设。本次募投项目中有 2 亿元将用于品牌建设与推广，平均每年投入 5000 万元以上，营销力度明显提升。公司产品优质，随着营销投入力度加大，公司自主品牌市场将快速打开。

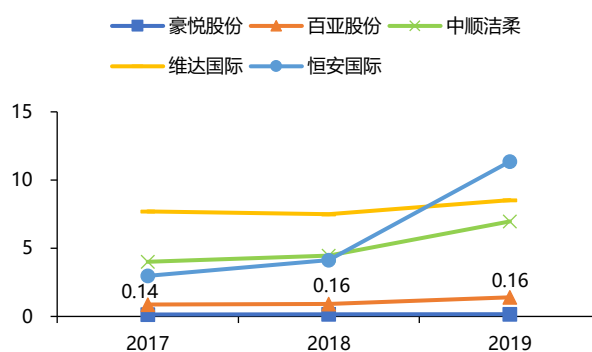
自主品牌建设最大缺口将补足。目前豪悦的广告推广费率和广告推广费用均低于可比同行企业。广告推广费率与以自主品牌业务为主的重庆百亚相比有近 10 倍差距。随着募集资金到位，自主品牌建设的最大缺口将会补足。品牌营销是公司自主品牌建设的重要发力点，公司的品牌营销将涵盖传统媒介和新媒体，线上和线下双轮驱动。

图 49: 2017-2019 年豪悦与同行广告推广费率 (%) 对比



资料来源: 豪悦护理招股书, Wind, 长城证券研究所

图 50: 2017-2019 豪悦与同行广告推广费用 (亿元) 对比



资料来源: 豪悦护理招股书, Wind, 长城证券研究所

表 17: 公司品牌建设及推广的募投项目明细

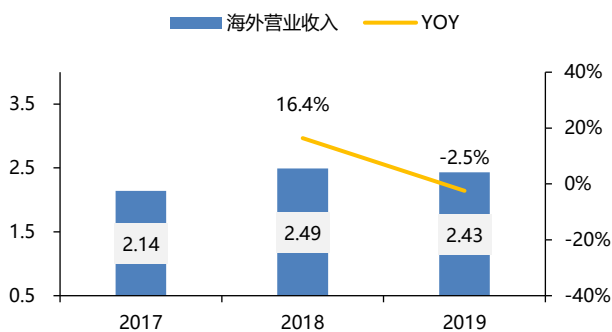
项目	分项	具体	金额 (万元)
品牌建设费	传统媒体广告费	电视、电影广告播放	3,300
		机场、地铁、商圈等户外广告发布	1,500
	新媒体广告费	热门 APP/热门视频广告播出	2,100
		微博、微信、自媒体渠道宣传	1,800
	代言及冠名费	明星代言费	2,100
冠名费		1,500	
品牌推广费	线上推广费	各商城竞价、推广等	3,900
	线下推广费	展会、社区活动等推广活动	3,900
合计			20,100

资料来源: 豪悦护理招股书, 长城证券研究所

海外设厂辐射东南亚，中国高品质品牌有望实现输出。公司的产品部分出口到非洲、亚洲、欧洲以及大洋洲等世界各地，2017 年至 2019 年境外营收分别为 2.14/2.49/2.43 亿元。2018 至 2019 年海外业务营收略有下滑，与外贸客户 LODESTONE BRANDS (PTY) LTD 采购下降有关。近三年海外业务占总营收的比重保持在 26% 左右，毛利率也持续高于境

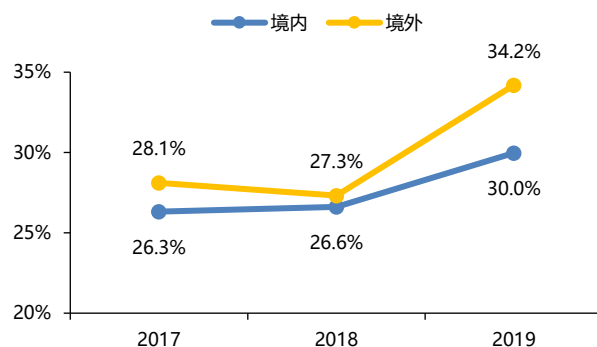
内销售业务。东南亚属于经济发展速度较快的地区，个护产品也有巨大发展空间，豪悦瞄准东南亚设厂，进军东南亚个护市场。豪悦泰国于2019年4月在泰国曼谷成立，已取得浙江省商务厅核发的境外投资证，目前正在进行设备的安装调试，即将开始生产和销售婴儿及成人纸尿裤，婴儿拉拉裤，卫生巾等卫生用品。同时公司拥有境外11个注册商标，发展ODM业务的同时，自主品牌也有望快速切入东南亚市场，从而实现中国品牌的输出。

图 51: 2017-2019 年境外营收 (亿元) 及 YOY



资料来源: 豪悦护理招股书、长城证券研究所

图 52: 2017-2019 年境内外业务毛利率 (%) 对比

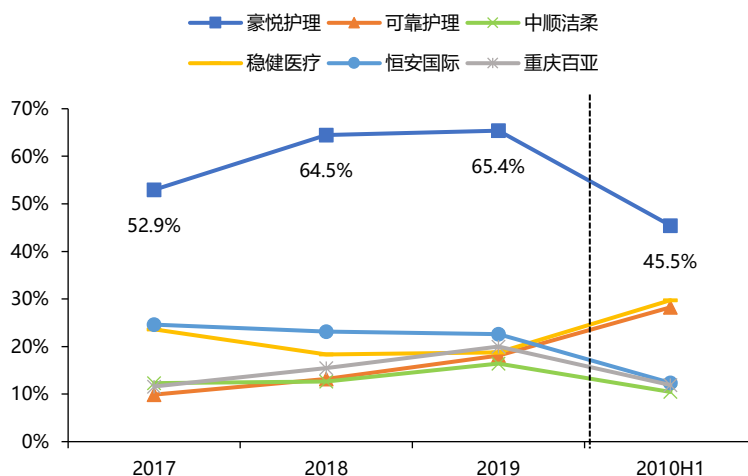


资料来源: 豪悦护理招股书、长城证券研究所

4. 财务对比: 资产周转优于同行, ROE 持续高速领跑

ROE 维持高位, 领先于同行。2017 年至 2020 年上半年 ROE 持续保持 50% 以上的高位独领风骚, 2019 年 ROE 高达 65.4%。前文我们分析公司的净利率水平位于行业前列, 仅次于恒安; 是支撑高 ROE 的重要因素。此外, 领先于行业的资产周转率也是重要因素。

图 53: 同行业公司的 ROE (%) 对比

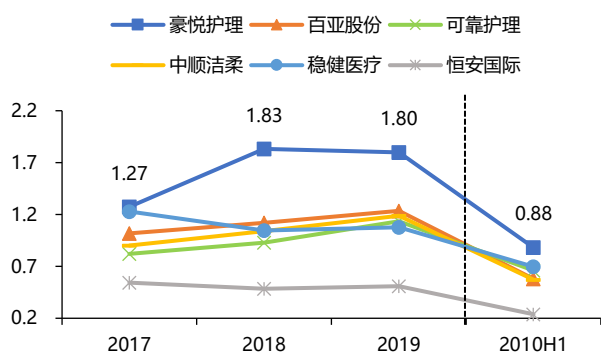


资料来源: Wind、长城证券研究所

应收账款与存货周转靓丽，总资产周转天数低于行业平均水平。总体来看，豪悦护理资产周转率显著高于行业竞争对手，2017-2019年总资产周转率从1.27增长至1.8。具体来看，存货周转方面，2017-2020上半年，豪悦护理的存货周转天数从78天缩短到50天，优于以自主品牌为主的重庆百亚、恒安国际以及同样以ODM为主的可靠护理，为可比同行中的最低水平。这得益于公司以销定产的生产模式，以及依托于信息化管理系统实现的高效排单及交付体系。从应收账款周转来看，2017-2020上半年豪悦护理应收账款周转天数从16天缩短13天，同样是可同行中的最低水平。与商业信用度高，财务状况良好的跨国企业合作；以及需求旺盛下，对议价能力较小的国产品牌部分采用先款后货的交货方式，使得公司的账期优于同行企业。

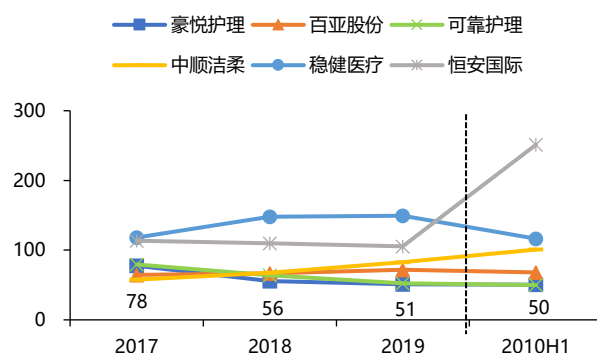
豪悦护理资产负债率高于行业平均水平。近年来豪悦大量购置生产设备，建设厂房，将生产规模不断扩张，因此资金需求也日渐增高。公司上市前主要通过流动负债方式以及自身经营积累来满足资金需求，而股权融资较少，因而资产负债率较高。尽管如此，豪悦的资本负债率呈现显著下降趋势，2017年至2020年上半年资产负债率从70.35%下降至46.24%。预计上市后豪悦护理的资产负债率或持续走低。

图 54: 2017-2020H1 豪悦与同行总资产周转率 (次)



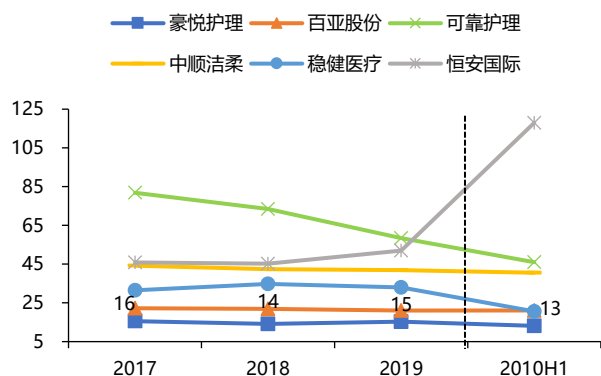
资料来源: Wind、长城证券研究所

图 55: 2017-2020H1 年豪悦与同行存货周转天数 (天)



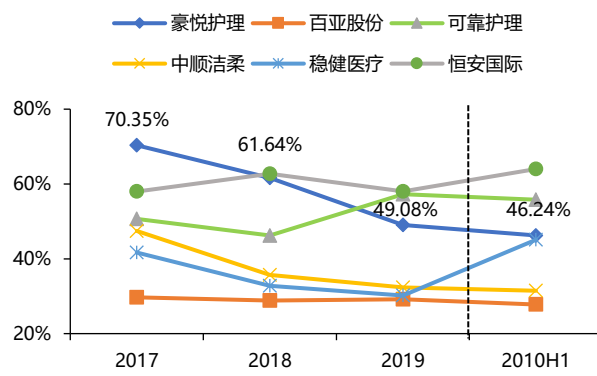
资料来源: Wind、长城证券研究所

图 56: 2017-2019 年豪悦与同行应收账款周转天数 (天)



资料来源: Wind、长城证券研究所

图 57: 2017-2020H1 年豪悦与同行资产负债率 (%)



资料来源: Wind、长城证券研究所

5. 盈利预测与估值分析

■ **收入假设：**考虑到 2020 年防疫物资高峰，公司产能持续扩张，以及 IPO 项目的建设及投产，2019-2022 年收入端 CAGR 有望维持在 30% 以上。分业务来看，各业务线条均有产能释放，其中婴儿卫生用品及女性卫生用品在经期裤的驱动下增长强劲，成人失禁用品将于 2021 年起发力；2020 年非吸收性用品在口罩放量的情形下激增，由于公司专注于国内销售，竞争较为激烈，预计 21、22 年将有所回落。

■ **盈利能力假设：**公司直接材料占营业成本比重较大，原油价格有较大影响。公司直接材料占成本比例约 85% 左右，分别为无纺布、高分子、包装袋、热熔胶、木浆等，这些原材料价格均与经济宏观周期及原油价格有较大的相关性。2020 年为原油价格低点，判断将为公司毛利率高点，随着经济复苏，原材料价格回升，以及公司发展 OBM 营销投入加大，公司毛利率、净利率将有所回落。依托于较强的产品力壁垒，和终端旺盛的需求，预计公司仍具有较强的议价能力，盈利水平仍位于相对高位。

■ **估值分析：**公司虽是 ODM 代工企业，但基于其较强的产品研发、生产实力，盈利能力凸显且业绩高增。考虑到未来公司产能投放确定，且盈利能力位于高位，净利润有望维持较高增速，我们认为 PEG 估值法可有效凸显公司价值。

表 18：公司分产品盈利预测拆分

单位：万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
婴儿卫生用品						
营业收入	41886	95668	136304	199053	260343	316276
YoY	--	128.4%	42.5%	46.0%	30.8%	21.5%
毛利率	25.2%	26.1%	29.6%	34.6%	34.1%	33.6%
女性卫生用品						
营业收入	11773	20014	29262	40310	46788	57761
YoY	--	70.0%	46.2%	37.8%	16.1%	23.5%
毛利率	30.4%	29.9%	35.8%	42.8%	42.3%	41.8%
成人失禁用品						
营业收入	16604	21349	23029	23547	35467	47843
YoY	--	28.6%	7.9%	2.2%	50.6%	34.9%
毛利率	30.9%	27.5%	30.6%	38.1%	37.6%	37.1%
非吸收卫生用品及其他产品（含口罩）						
营业收入	4862	4397	3434	29906	14165	8800
YoY	--	-9.6%	-21.9%	770.8%	-52.6%	-37.9%
毛利率	18.8%	23.0%	22.1%	51.2%	31.9%	26.9%

资料来源：豪悦招股说明书、长城证券研究所

6. 投资建议

卓越的个人护理卫生用品 ODM 制造商，净利率、ROE 表现亮眼。公司是国内杰出的纸尿裤、女性卫生用品、及成人失禁用品的 ODM 制造商。公司之所以能在个人护理卫生用品代工领域取得头部地位，主要是因为公司在非木浆复合芯体新技术研发和制造良率上拥有的领先优势。近年来凭借优质的产品以及有序的产能扩张节奏取得高速增长，2016-2019 年收入、净利润 CAGR 分别为 61%、142%，19 年收入、净利润分别为 19.53 亿元、3.15 亿元。2019 年公司净利率为 16.1%、ROE 为 65.39%（上市摊薄前），增长曲线及盈利能力均十分靓丽。

技术革新为行业风向标，依托精细化生产制造服务于海内外大客户。纸尿裤方面：公司主打的无木浆复合芯体可使纸尿裤在实现强吸收力的同时保持干爽、透气，且不断层；而国外的纸尿裤仍多采用木浆芯体，用感上弱于公司的复合芯体。公司作为无木浆复合芯体的应用研发先驱，致力于精细化生产制造管理，在产品良率控制及成本控制上均优于同行业公司，因此市场份额由 2016 年的 0.6% 提高至 2019 年约 4.8%，提升显著。凯儿得乐、蜜芽、BEABA、BabyCare 等国产品牌依托于公司的高品质产品，获得了高速增长；19 年一线海外品牌宝洁 P&G 也开始通过公司代工切入复合芯体赛道，侧面说明公司在复合芯体产品领域的领先地位，同时海外品牌的代工订单也有望为公司打开新的成长曲线。20 年订单预计翻倍，侧面验证是公司的高品质产品及服务助力下游客户征服市场。**经期裤方面：**公司于 2011 年开始研发经期裤，布局前瞻且与纸尿裤协同，当前服务于尤妮佳、金佰利、景兴等国内外大客户，所生产的经期裤霸榜天猫，市占率超 40%，优势明显。

消费升级持续，个护行业结构性机会涌现，豪悦精准卡位。个护行业约有 1200 亿大市场，随着卫生意识的提高及消费升级持续，有望量价齐升空间广阔。**其中近年来涌现三大结构性机会，豪悦有望持续受益：**1) **复合芯体纸尿裤的崛起。**复合芯体是一种诞生于我国的全新芯体技术路线，产品薄而透气，吸收力优于传统芯体。由于海外品牌此前固守传统芯体的技术路线，复合芯体纸尿裤崛起机会最先被本土母婴品牌抓住。本土品牌凭借复合芯体产品的用感优势，依托于微商、社群营销等新渠道快速扩张；而海外头部品牌已经意识到技术新趋势并开始追赶推出复合芯体产品线，公司有望在未来 3-5 年内迎来宝洁等公司的订单放量，为公司打开第二条成长曲线；2) **女性个护用品高端化趋势明显。**经期裤产品低渗透潜力大，测算在夜用卫生巾中的渗透率仅为 2%，复合增长率达 75%，公司在经期裤制造端份额高达 40%，有望成为行业红利的主要受益者之一。3) **成人失禁用品集中度提升。**成人失禁用品当前格局非常分散，以豪悦、可靠为首的一批企业已经涌现出来，未来市占率有望持续提升。

公司是卓越的个人护理 ODM 制造商，产品技术引领行业潮流，随着募投项目逐步达产，公司业绩有望维持持续高增。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 6.41、7.32、9.17 元，对应 PE 为 29x、25x、20x，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

7. 风险提示

代工行业竞争加剧；下游客户自建工厂减少订单；新材质个护用品面市，公司产品被市场淘汰；原材料价格大幅上行。

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>