仅供内部参考，请勿外传

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

豪悦护理（605009）

代工筑基，品牌起航

2026 年 06 月 21 日

买入（首次）

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	2,929	3,756	4,110	4,505	4,965
同比（%）	6.25	28.22	9.42	9.61	10.21
归母净利润（百万元）	387.51	231.98	297.46	341.68	396.77
同比（%）	(11.65)	(40.14)	28.23	14.87	16.12
EPS-最新摊薄（元/股）	1.80	1.08	1.38	1.59	1.85
P/E（现价&最新摊薄）	12.54	20.95	16.34	14.22	12.25

投资要点

- **卫生护理 ODM 龙头，自有+并购品牌双轮驱动加速转型。**豪悦护理深耕卫生护理用品制造领域，是国内婴儿纸尿裤、成人失禁用品及女性卫护产品的 ODM 头部企业，2020 年 7 月登陆上交所主板，长期为 Babycare、尤妮佳、花王、金佰利等海内外头部品牌提供 ODM 生产服务，大客户合作稳定。2020 年起公司推出家庭护理自有品牌"答菲"切入湿厕纸赛道；2024-2025 年陆续完成对花王合肥工厂、大王制纸南通工厂的产能并购及对丝宝护理（洁婷品牌母公司）100% 股权收购，开启从代工厂向多品牌运营商的战略转型。

- **多品牌矩阵全面铺开，新增长曲线接连验证。**豪悦护理已构建"代工 + 自有 + 并购"三轨并行的业务体系，传统代工业务持续筑基，自有品牌与并购品牌共同打开成长弹性。①代工业务：依托尤妮佳、花王、Babycare 等头部客户的深度绑定，前五大客户销售额连续四年稳定运行于 20-22 亿元平台，在国内市场同期下滑的背景下凸显代工基本盘的抗周期韧性；②自有品牌："答菲"以"原生木浆 +EDI 纯水"零添加配方切入湿厕纸性价比赛道，并延伸至厨房湿巾、纯水湿巾、棉柔洗脸巾等家护矩阵；同时公司在婴儿端布局"希望宝宝""Sunnybaby"、成人端布局"康福瑞""白十字"等多品牌矩阵；③并购品牌：2025 年 1 月以 3.6 亿元完成对丝宝护理 100% 股权收购，补齐女性卫护品类空白，打开线下渠道，构筑长期壁垒。

- **盈利预测与投资评级：**豪悦护理作为国内卫生护理用品 ODM 龙头，依托稳定的代工基本盘加速向多品牌运营商转型，自有品牌"答菲"与并购品牌"洁婷"双轮驱动打开长期成长空间。考虑公司当前处于品牌建设投入期、销售费用率高位维持，2026-2028 年随并购整合协同效应释放、规模效应显现与营销投入边际趋稳，盈利能力有望逐步修复。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 2.97 / 3.42 / 3.97 亿元，同比 +28.2% /+14.9% /+16.1%，对应 PE 分别为 16/14/12 倍，首次覆盖，给予"买入"评级。

- **风险提示：**1）市场需求萎缩：若出生率下降或居民可支配收入波动，可能导致婴儿卫生用品市场规模缩减，拖累公司核心业务增速。2）行业竞争加剧：若国内外品牌通过价格战或技术升级争夺市场，可能削弱公司份额及利润率。3）自有品牌销售不及预期：公司以自有品牌为新的业务增长点，若销售不及预期，可能导致公司业绩不及预期。

证券分析师 吴劲草
执业证书：S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn
证券分析师 郁越
执业证书：S0600524080008
xiy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.60
一年最低/最高价	22.11/44.76
市净率(倍)	1.40
流通 A 股市值(百万元)	4,859.86
总市值(百万元)	4,859.86

基础数据

每股净资产(元,LF)	16.20
资产负债率(%,LF)	31.82
总股本(百万股)	215.04
流通 A 股(百万股)	215.04

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 公司概述：从代工龙头到多品牌运营 4
1.1. 立足代工业务，通过外延并购+体内孵化构建品牌矩阵 4
1.2. 财务情况：近年公司收入重回上行通道，品类与渠道双轮驱动破局 6
2. 行业：婴儿尿裤需求反弹，成人护理机遇凸显 11
2.1. 现状：总量收缩但竞争格局持续优化，国产品牌加速崛起 11
2.2. 未来：新生儿政策扶持力度加大，市场有望企稳；新兴市场大有可为 13
3. 竞争优势：供应链韧性十足，品牌管理卓有成效 14
3.1. 生产端：全球化产能布局，自主创新 14
3.2. 大客户端：代工基本盘稳固，具备一定抗周期性 15
3.3. 品牌端：深度切入市场需求，自有品牌强势破圈 16
3.3.1. 答菲品牌：自有品牌，从纯水湿厕纸切入家庭清洁 16
3.3.2. 收购洁婷：成熟卫生巾品牌，线下网络互补。 17
4. 盈利预测与投资建议 19
4.1. 盈利预测 19
4.2. 投资建议 20
5. 风险提示 21

图表目录

图 1: 豪悦护理发展历程：由代工走向自有品牌建设.....4
图 2: 公司主要合作客户.....5
图 3: 公司自有品牌矩阵.....5
图 4: 2025 年各品类收入占比情况.....5
图 5: 2025 年国内外收入占比情况.....5
图 6: 豪悦护理股权结构（截至 2026 年一季度末）.....6
图 7: 2016 年-2026Q1 公司收入及增速.....7
图 8: 2016 年-2026Q1 公司净利润及增速.....7
图 9: 公司毛利率、期间费用率及净利率情况.....7
图 10: 公司费用率情况.....7
图 11: 公司分品类收入情况（亿元）.....9
图 12: 公司分品类毛利率情况.....9
图 13: 公司分品类销量情况.....10
图 14: 公司分品类单片均价和成本情况.....10
图 15: 公司分地区收入情况（亿元）.....11
图 16: 公司分地区收入占比.....11
图 17: 中国婴儿尿裤市场规模（亿元）.....12
图 18: 中国婴儿尿裤市场主要品牌市占率.....12
图 19: 中国经期护理市场规模（亿元）.....12
图 20: 中国经期护理市场主要品牌市占率.....12
图 21: 中国出生人口数.....14
图 22: 中国 65 岁以上人口.....14
图 23: 公司合作供应商.....15
图 24: 公司前五名客户销售额情况.....15
图 25: 公司前五名客户销售额占比.....15
图 26: 答菲湿厕纸.....16
图 27: 湿厕纸月度销售额（万元）及单品贡献度.....16
图 28: 答菲品牌产品细分.....17
图 29: 洁婷卫生巾品类淘系官方旗舰店销售情况.....17
图 30: 洁婷“透气双 U”卫生巾.....19
图 31: 洁婷卫生巾天猫榜单&代言人关晓彤直播间.....19

表 1: 公司分品类营收、增速及毛利率情况.....8
表 2: 公司分品类单片情况.....10
表 3: 国内部分生育支持政策.....13
表 4: 洁婷卫生巾核心单品.....18
表 5: 2026-2028 年豪悦护理盈利预测.....20
表 6: 豪悦护理与可比公司估值比较（截至 2026/6/18）.....21

仅供内部参考，请勿外传

1. 公司概述：从代工龙头到多品牌运营

1.1. 立足代工业务，通过外延并购+体内孵化构建品牌矩阵

依托代工基础，拓展产能布局自有品牌。公司实控人李志彪自 1992 年起从事日化产品经销，在深度掌握渠道与市场需求后，逐渐向上游转型。2008 年，公司正式成立，依托经销网络快速切入代工业务，合作客户包括金佰利、尤妮佳等龙头企业。2017 年起布局自主品牌，业务覆盖婴儿/成人纸尿裤、经期裤、卫生巾、湿巾等卫生用品。2019 年，公司开始海外产能布局，在东南亚设立生产基地。2020 年，公司在上交所上市。2024 年 5 月，公司以 2.35 亿元收购合肥花王工厂的婴儿纸尿裤生产线。2024 年 10 月，公司公告收购丝宝护理，并于 25 年 1 月完成股权交割，开始运营丝宝护理旗下知名卫生巾品牌“洁婷”。2025 年 3 月，公司再以 2.66 亿元收购日本大王制纸南通工厂的 11 条婴儿纸尿裤生产线，产能与品牌矩阵双向强化。

图1：豪悦护理发展历程：由代工走向自有品牌建设



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

代工+自营双轮驱动，覆盖全生命周期护理需求。①代工：公司以代工业务起步，深度绑定国内外头部客户，国际客户包括尤妮佳、花王等跨国企业，国内客户则有 BabyCare、孩子王、亲宝宝等。公司代工产品主要包括婴儿纸尿裤与成人卫生护理用品等。2025 年，公司前五名销售客户收入 21.1 亿元，占比为 56.2%。**自营：**公司自 2017 年起构建自主品牌矩阵，在婴儿护理领域，布局“希望宝宝”“SunnyBaby”“mamamia”等品牌；在成人护理领域，布局“康福瑞”“白十字”“森之物语”等品牌，收购丝宝护理后，运营“洁婷”“全因爱”“美月见”品牌；在家庭护理领域，布局“答菲”品牌；在宠物护理领域，布局“Sunny Doggy”“Publixpet”品牌，实现多场景、多类别、全生命周期护理需求的全面覆盖。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图2：公司主要合作客户



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

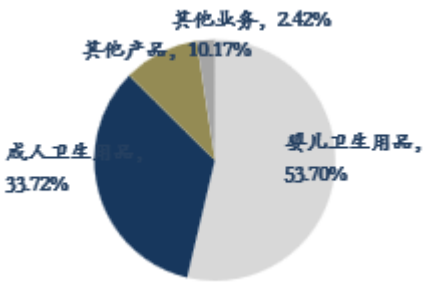
图3：公司自有品牌矩阵



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

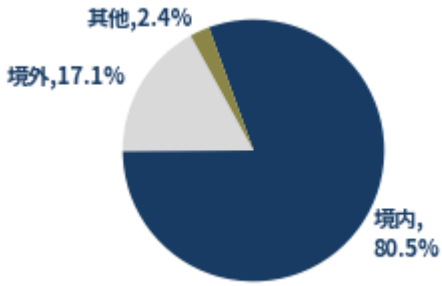
公司产品聚焦婴儿与成人卫生用品，境内为主要市场。2025 年公司婴儿卫生用品收入 20.17 亿元，占比 53.70%；成人卫生用品收入 12.67 亿元，占比 33.72%；其他产品主要为湿厕纸与湿巾，收入 3.82 亿元，占比 10.17%。分国内外来看，按公司年报分地区及其他业务口径，境内收入 30.23 亿元，占比 80.49%；境外收入 6.42 亿元，占比 17.09%；其他收入 0.91 亿元，占比 2.42%。

图4：2025 年各品类收入占比情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：2025 年国内外收入占比情况

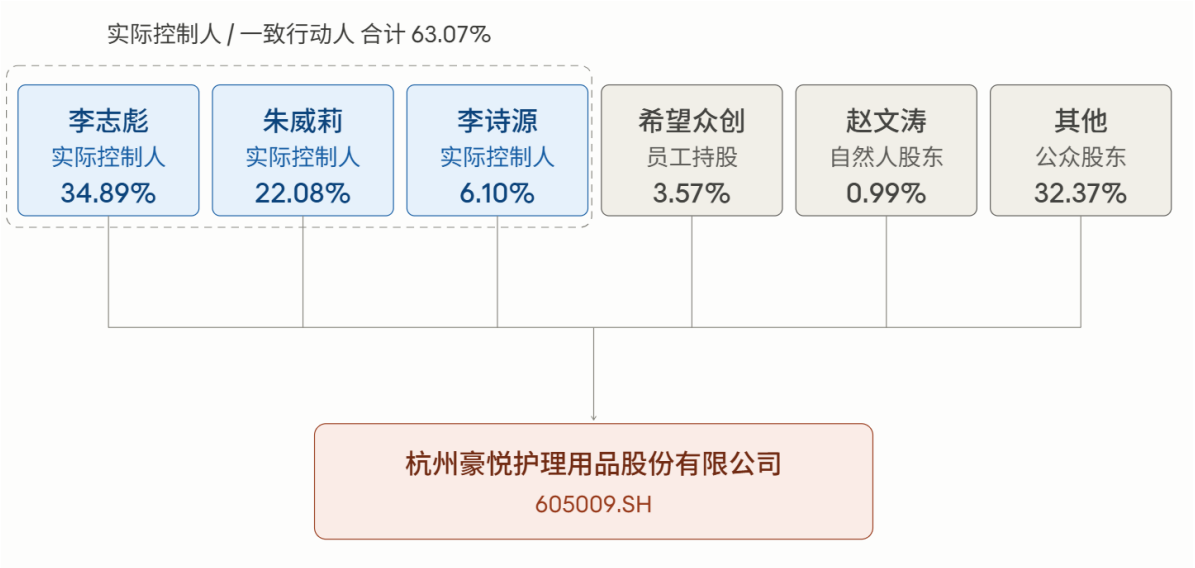


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司股权结构稳定，由家族成员实控。截至 2026 年一季度末，豪悦护理实际控制

人李志彪家族共控股 63.07%，包括李志彪持股 34.89%、朱威莉持股 22.08%，子女李诗源持股 6.10%。员工持股平台“希望众创”持股 3.57%。

图6：豪悦护理股权结构（截至 2026 年一季度末）



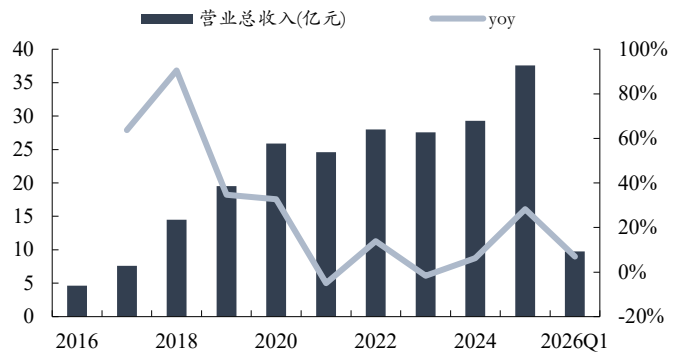
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 财务情况：近年公司收入重回上行通道，品类与渠道双轮驱动破局

营业收入：高增长→阶段性承压→重回上行通道。2016-2020 年为公司高速增长期，公司营收从 4.65 亿元快速提升至 25.91 亿元，CAGR 达 53.5%，其中 2018 年同比增速达 90.5%，主要受益于个护卫品 ODM/OBM 需求爆发及客户的快速拓展。2021-2023 年进入阶段性承压期， 2021 年营收同比下滑 5.0%至 24.62 亿元，主要系行业去库存影响；2022 年/2023 年整体收入变动不大。2024 年起，公司重回增长区间， 2024 年实现营收 29.29 亿元（YoY +6.3%），增速企稳回升；2025 年增长显著提速，全年营收达 37.56 亿元（YoY +28.2%），为近四年最高增速，公司在产品/品牌拓展及海外市场实现突破。2026Q1 实现营收 9.75 亿元，较 2025Q1 的 9.11 亿元同比增长约 7.0%，延续增长惯性。

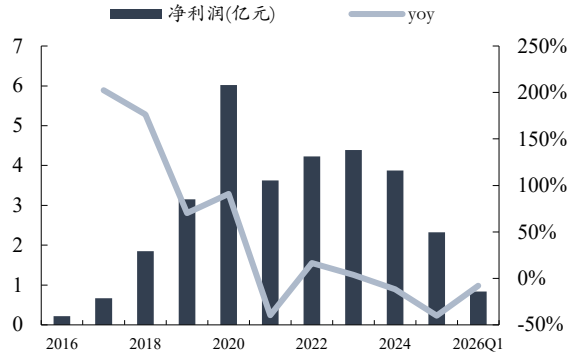
净利润：短期利润率承压，服务于中长期品牌战略。公司净利润在 2016-2020 年实现了从 0.22 亿元到 6.02 亿元的跨越式增长，主要来自于 ODM 模式规模效应带来的盈利弹性。2021 年以来，随着行业环境变化及公司主动推进战略转型，利润端进入阶段性调整期——2024/2025 年净利润 3.88/2.32 亿元，主要是公司加大品牌化投入的结果。2026Q1 净利润 0.84 亿元，净利率 8.6%，较 2025 全年有所企稳。

图7：2016 年-2026Q1 公司收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

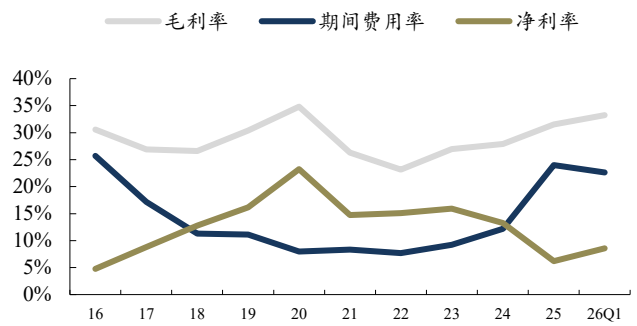
图8：2016 年-2026Q1 公司净利润及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

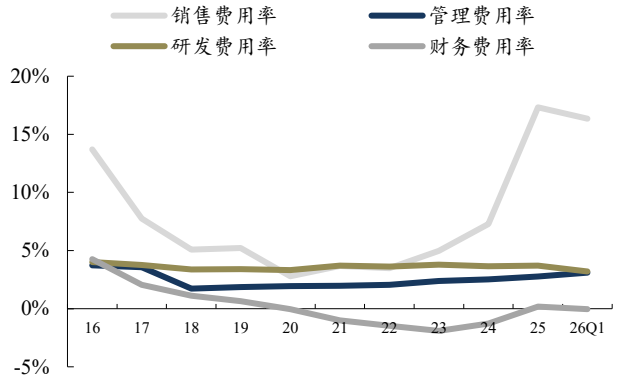
毛利率近年持续修复，期间费用率有所提升。①毛利率：公司经历 2021-2022 年的低点（26.3%/23.2%）后，2023/24/25 年起逐年回升至 26.9%/27.9%/31.5%，2026Q1 进一步上行至 33.2%，为 2021 年以来高位。毛利率的持续改善印证了公司在自主品牌占比提升、高附加值品类拓展以及供应链效率优化方面的积极成效。**②期间费用率：**2025 年期间费用率升至 24.0%，较 2023 年的 9.2%明显提升，其中销售费用率从 2023 年的 5.0%提升至 2025 年的 17.3%，是核心驱动项。体现了公司从 ODM 代工向自主品牌转型过程中，在渠道建设与品牌推广上的战略性资源投放。综合来看，公司收入回到上升通道，毛利率持续修复至 31.5%，品牌相关费用集中释放虽短期压制了利润表现，但投入方向集中于销售费用，其他费用较为平稳。随着品牌势能的逐步积累与销售费用率的边际优化，利润端的修复弹性值得期待。

图9：公司毛利率、期间费用率及净利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图10：公司费用率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分品类看，成人护理放量重塑收入结构，品类多元化战略加速落地。从品类结构看，公司收入来源正从婴儿卫生用品"一枝独大"向多品类均衡发展转变，成人卫生用品的快速放量成为 2025 年收入提速的核心驱动力。

①婴儿卫生用品：婴儿卫生用品作为公司传统基本盘，2020-2024 年收入稳定在 17-21 亿元区间，增长趋于平稳。2025 年该品类实现收入 20.17 亿元（YoY -2.1%），收入占比从 2024 年的 70.3%降至 53.7%，毛利率为 20.4%，较 2024 年的 23.9%有所回落。婴儿品类整体呈现"稳规模、降占比"的特征，一方面由于内需增长放缓，另一方面收入占比的结构性下降也与成人品类的快速放量有关。公司作为头部 ODM 供应商，已启动海外产能布局，有望跟随花王、好奇等海外大客户的全球化策略打开增量空间，为婴儿品类注入新的成长动能。

②成人卫生用品：该品类收入从 2024 年的 5.52 亿元提升至 2025 年的 12.67 亿元，同比增长 129.5%，收入占比从 18.8%大幅提升至 33.7%，成为公司第二大收入来源。增长的核心驱动来自公司于 2025 年 1 月完成对丝宝护理 100%股权收购并纳入合并报表范围，丝宝旗下成熟的成人护理品牌及渠道资源并表后，显著增厚了该品类的收入体量。与此同时，毛利率同步提升至 42.4%（2024 年为 28.9%），较收购前大幅提升。

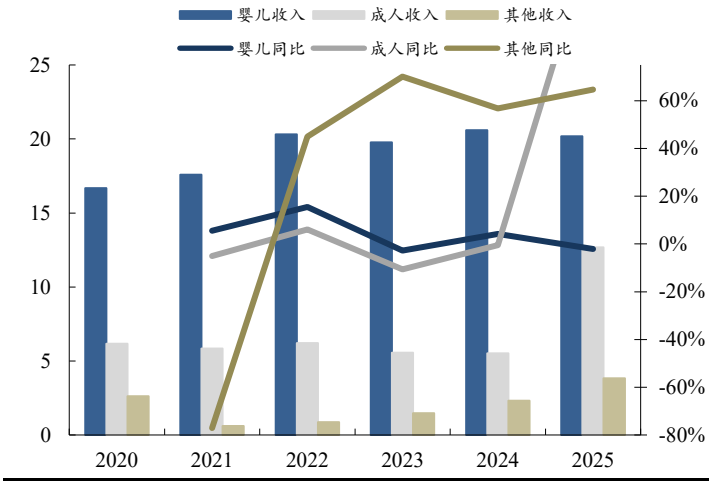
③其他产品：公司其他产品（主要为湿厕纸与湿巾）爆发式增长成为亮点。该品类收入自 2021 年起强势反弹，2025 年达 3.82 亿元，2022-2025 年复合增长率超 50%。该品类产品的毛利率较高，2025 年为 49.96%，有利于驱动收入结构升级，成为公司未来增长的有效发力点。

表1：公司分品类营收、增速及毛利率情况

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
婴儿卫生用品						
收入（亿元）	16.67	17.59	20.32	19.76	20.6	20.2
yoy		*5.52%*	*15.52%*	*-2.76%*	*4.25%*	-2.09%
占比	*64.33%*	*71.46%*	*72.53%*	*71.66%*	*70.32%*	53.70%
毛利率	33.08%	25.65%	21.30%	23.13%	23.94%	20.36%
成人卫生用品						
收入（亿元）	6.16	5.85	6.21	5.55	5.52	12.67
yoy		*-5.03%*	*6.15%*	*-10.63%*	*-0.54%*	*129.53%*
占比	*23.78%*	*23.75%*	*22.14%*	*20.12%*	*18.83%*	33.72%
毛利率	36.23%	25.34%	25.06%	27.58%	28.91%	42.37%
其他产品						
收入（亿元）	2.62	0.6	0.87	1.48	2.32	3.82
yoy		*-77.10%*	*45.00%*	*70.11%*	*56.76%*	*64.66%*
占比	*10.11%*	*2.44%*	*3.10%*	*5.35%*	*7.93%*	*10.17%*
毛利率	62.67%	33.90%	32.95%	55.77%	47.48%	49.96%

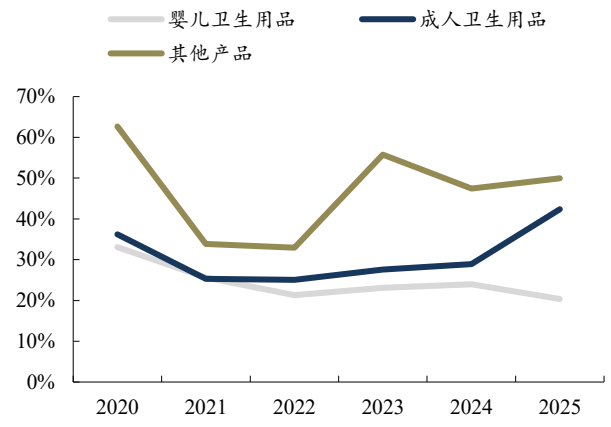
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图11：公司分品类收入情况（亿元）



数据来源：公司公告，同花顺，东吴证券研究所

图12：公司分品类毛利率情况



数据来源：公司公告，同花顺，东吴证券研究所

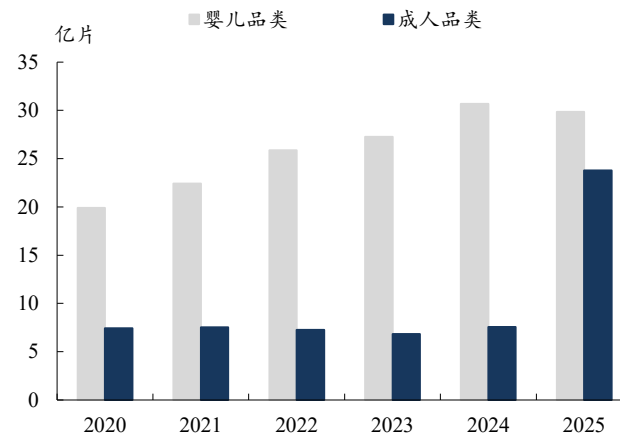
量价拆分：婴儿品类进入"量稳价稳"的成熟运营阶段，均价下行压力边际缓解；成人品类在丝宝并表后实现了量的大幅提升，且并购带来的规模效应与成本优势正在转化为更优的单品盈利能力。①婴儿卫生用品：销量从 2020 年的 20.1 亿片稳步增长至 2024 年的 30.4 亿片，CAGR 约 10.9%，呈现持续放量态势；2025 年小幅回落至 29.4 亿片。价格端来看，单片出厂均价从 2020 年的 0.83 元/片逐年下降至 2024 年的 0.68 元/片，但 2025 年均价企稳至 0.69 元/片，降幅明显收窄。成本端，单片成本从 2022 年高点的 0.62 元/片回落至 2024 年的 0.51 元/片后，2025 年小幅回升至 0.55 元/片，单片毛利空间维持在 0.15 元/片左右，整体可控。**②成人卫生用品：**2020-2024 年销量维持在 6.8-7.4 亿片的窄幅区间，增长相对平稳。2025 年随着丝宝并表，销量实现增长至 23.6 亿片，同比增长超 220%，品类规模迈上全新台阶。值得关注的是，单片均价从 2024 年的 0.75 元/片降至 2025 年的 0.54 元/片，单片成本同步大幅下降至 0.31 元/片（2024 年为 0.52 元/片），单片毛利基本持平，丝宝并入后虽然拉低了成人品类的平均售价，但其成本端更具优势，整体盈利质量并未被稀释。

表2：公司分品类单片情况

		2020	2021	2022	2023	2024	2025
婴儿卫生用品							
产量（亿片）		19.89	22.43	25.86	27.25	30.69	29.85
	单片成本（元）	*0.56*	*0.58*	*0.62*	*0.56*	*0.51*	*0.55*
销量（亿片）		20.10	21.97	26.19	27.10	30.44	29.37
	单片收入（元）	*0.83*	*0.80*	*0.78*	*0.73*	*0.68*	*0.69*
成人卫生用品							
产量（亿片）		7.42	7.53	7.27	6.83	7.55	23.76
	单片成本（元）	*0.53*	*0.58*	*0.64*	*0.59*	*0.52*	*0.31*
销量（亿片）		7.44	7.23	7.34	6.78	7.35	23.56
	单片收入（元）	*0.83*	*0.81*	*0.85*	*0.82*	*0.75*	*0.54*

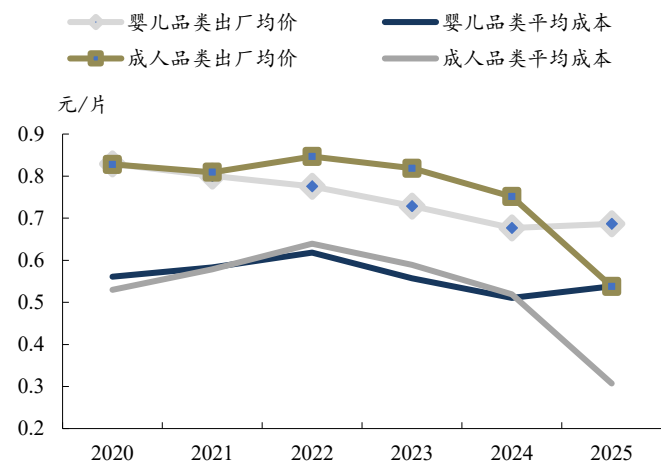
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图13：公司分品类销量情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图14：公司分品类单片均价和成本情况

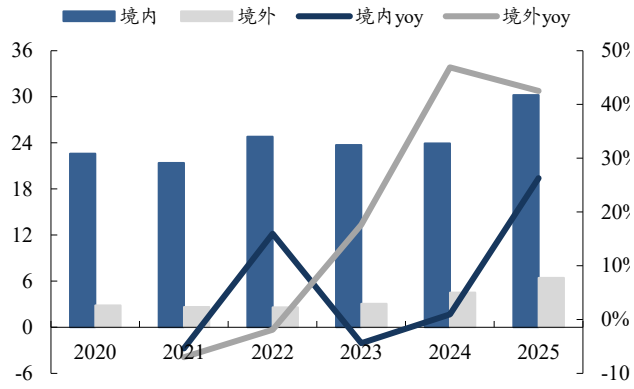


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分地区看，境内稳健扩张，境外加速放量。①境内：2020-2023 年收入在 21-25 亿元区间波动，增长相对温和。2025 年境内收入达 30.23 亿元（YoY+26.3%），较 2024 年的 23.94 亿元明显提速，主要受益于丝宝并表带来的增量贡献以及自主品牌渠道的持续拓展。按分地区主营业务及其他业务口径，境内收入占比从 2020 年的 87.2%逐步下降至 2025 年的 80.5%，与境外收入占比提升及其他业务占比变化有关；境内绝对值持续扩大，基本盘依然稳固。毛利率方面，2025 年境内业务毛利率为 30.5%，盈利能力保持健康水平。**②境外：**境外收入从 2020 年的 2.86 亿元稳步增长至 2023 年的 3.07 亿元后，2024-2025 年进入加速通道，2024 年/25 年分别同比增长 46.9%/42.5%。境外收入占比从 2020

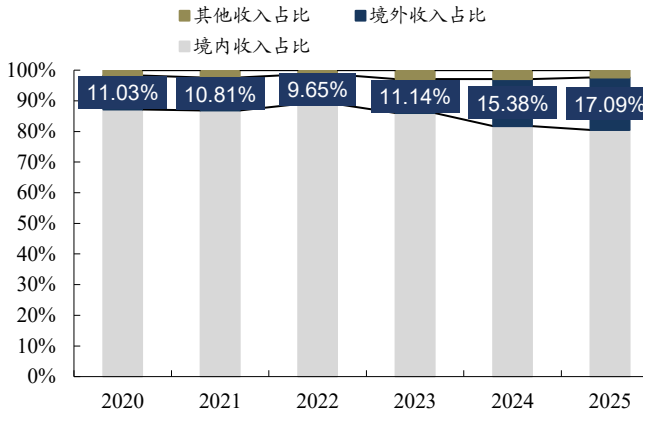
年的 11.0%提升至 2025 年的 17.1%，提升趋势清晰。2025 年境外业务毛利率为 32.2%，体现出海外市场更优的盈利质量。

图15：公司分地区收入情况（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图16：公司分地区收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 行业：婴儿尿裤需求反弹，成人护理机遇凸显

2.1. 现状：总量收缩但竞争格局持续优化，国产品牌加速崛起

中国婴儿尿裤市场收缩，国产品牌崛起分化格局。中国婴儿尿裤市场规模自 2020 年以来呈收缩趋势，与出生人口及适龄婴幼儿数量下降有关，2024 年降幅有所收窄。竞争格局层面，国产品牌正加速替代国际品牌。2024 年，好奇（金佰利）以 16.4%的市占率位居首位，且从 2019 年的 10.2%持续提升；帮宝适（宝洁）虽仍以 14.3%居第二，但市占率从 2019 年的 17.9%逐年下滑。与此同时，babycare 异军突起，市占率从 2019 年的 0.8%快速跃升至 2024 年的 8.0%，成为增长最快的新锐品牌；碧芭宝贝、宜婴等国产品牌同样呈现上升态势。日系品牌（花王妙而舒、大王）市占率持续下降，行业话语权正加速向本土品牌转移。整体来看，CR10 从 2019 年的 42.5%降至 2024 年的 36.5%，行业集中度有所下降，市场格局趋于分散化，为具备产品力和渠道优势的品牌提供了份额提升的窗口期。

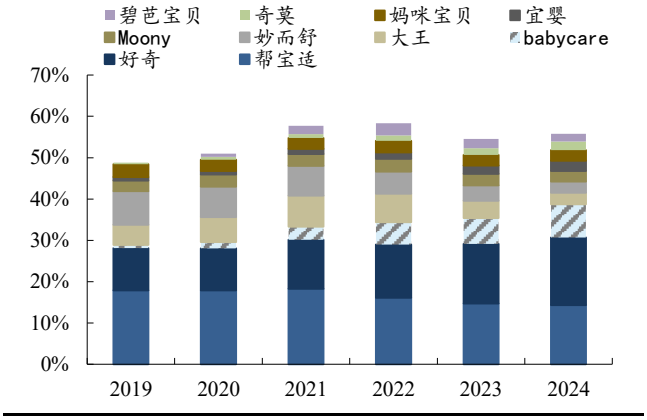
仅供内部参考，请勿外传

图17：中国婴儿尿裤市场规模（亿元）



数据来源：欧睿数据库，东吴证券研究所

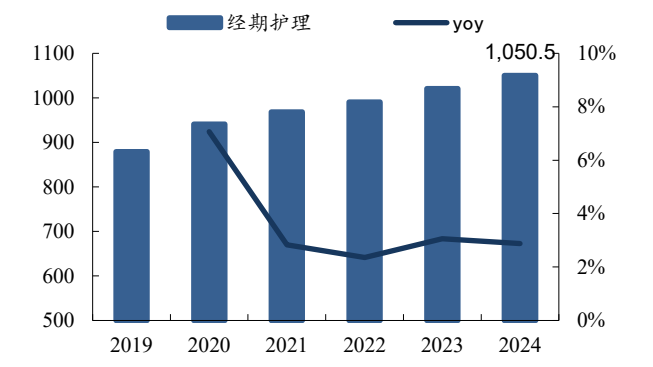
图18：中国婴儿尿裤市场主要品牌市占率



数据来源：欧睿数据库，东吴证券研究所

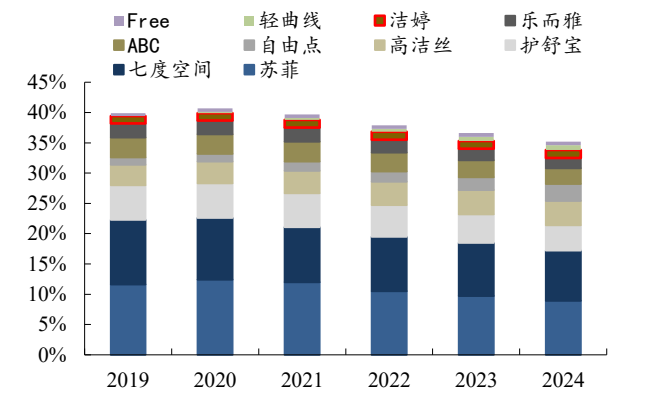
中国经期护理稳健扩容，格局分散蕴含整合机遇。中国经期护理市场呈现稳定增长态势，市场规模从 2019 年的 879.2 亿元增长至 2024 年的 1,050.5 亿元，CAGR 约 3.6%，年增速维持在 2%-7%区间，韧性突出。相较于婴儿纸尿裤市场的量缩，经期护理受益于女性消费升级、产品高端化及品类延伸（如裤型卫生巾渗透率提升），展现出更为确定的成长性。**竞争格局方面，传统龙头份额表现分化。**尤妮佳旗下“苏菲”品牌 2019 年市场份额为 11.6%，2024 年下滑至 8.9%；恒安国际旗下“七度空间”由 10.7%降至 8.3%。与此同时，腰部品牌通过差异化策略实现结构性增长：重庆百亚旗下“自由点”品牌依托国潮营销与高性价比定位，市场份额从 1.2%跃升至 2.8%；金佰利旗下“高洁丝”凭借液体卫生巾等高端品类渗透，份额微增 0.6%。格局重构过程中，豪悦护理于 2024 年 11 月收购丝宝护理及旗下“洁婷”品牌，2024 年，“洁婷”以 1.3%的市场份额位居行业第八，老牌国货有望通过新渠道新赋能进一步提升。整体而言，经期护理市场格局仍较为分散，头部品牌份额松动为新兴品牌和转型中的 ODM 企业提供了切入机会。

图19：中国经期护理市场规模（亿元）



数据来源：欧睿数据库，东吴证券研究所

图20：中国经期护理市场主要品牌市占率



数据来源：欧睿数据库，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.2. 未来：新生儿政策扶持力度加大，市场有望企稳；新兴市场大有可为

生育政策托底力度加大，婴幼儿用品需求底部支撑增强。 2025 年中国出生人口 792 万，2024 年阶段性反弹后回归常态，但中央与地方生育支持政策密集落地：2025 年 7 月中办、国办印发《育儿补贴制度实施方案》；2025 秋季学期起免除公办大班保育教育费、惠及约 1,200 万人；2026 年中央经济工作会议首次明确"努力稳定新出生人口规模"，叠加辅助生殖入医保、个税专项扣除提至每孩 2,000 元/月等多维支持，育儿家庭可支配资源结构性抬升，婴儿纸尿裤等刚需品类有望迎来"销量企稳+单价上行"。

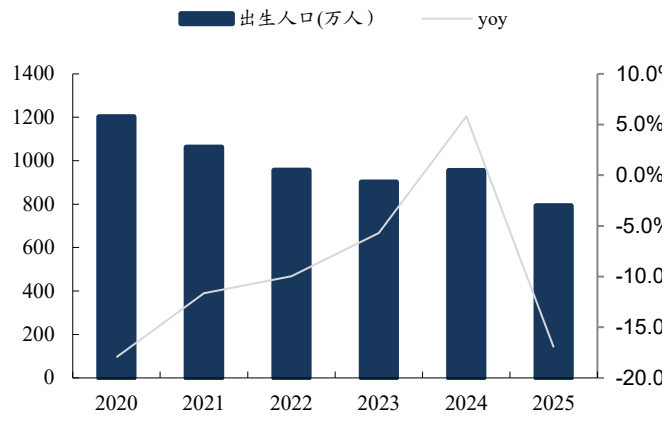
表3：国内部分生育支持政策

政策类别	政策细则
育儿补贴制度（中央普惠）	2025 年 7 月中办、国办印发《育儿补贴制度实施方案》，自 2025 年 1 月 1 日起对 3 周岁以下婴幼儿按每孩每年 3,600 元发放，三年累计 10,800 元，一孩二孩三孩同等享受；2022 年 1 月 1 日后出生的存量婴幼儿按月折算补发；补贴免征个人所得税，不计入低保认定收入；2026 年 1 月 5 日已全面开放申领。
个人所得税专项附加扣除	自 2023 年 1 月 1 日起，3 岁以下婴幼儿照护、子女教育专项附加扣除标准提高至每个子女每月 2,000 元，每孩每年税前扣除 24,000 元，与育儿补贴形成"现金 + 减税"双轨。
辅助生殖纳入医保	全国 31 个省（区、市）及新疆兵团全面将辅助生殖技术纳入报销，2024 年已有超 100 万人次享受待遇；部分省份将分娩镇痛纳入报销范围。
免费学前教育	2025 年 8 月国办发〔2025〕27 号印发，自 2025 年秋季学期起免除公办幼儿园学前一年（大班）保育教育费，民办参照同类型公办水平减免；中央与地方按 80%/60%/50% 三档分担，对中西部倾斜；首学期惠及约 1,200 万人，全国财政增支约 200 亿元。
地方现金补贴探索	截至 2025 年底 31 省全部落地国家育儿补贴，累计发放 2,400 万人、发放率约 80%；央地按 9:1 共担，2025 年中央安排约 900 亿元，14 省合计投入约 459 亿元（广东 87 亿最高）。地方典型加码：济南二三孩补至 7,200 元/年；呼和浩特三孩累计 10 万元；2025/12 云南、贵州集中出台综合措施。

数据来源：国家卫健委、国家医保局、教育部、财政部、第一财经、人民日报、各地政府官网、东吴证券研究所

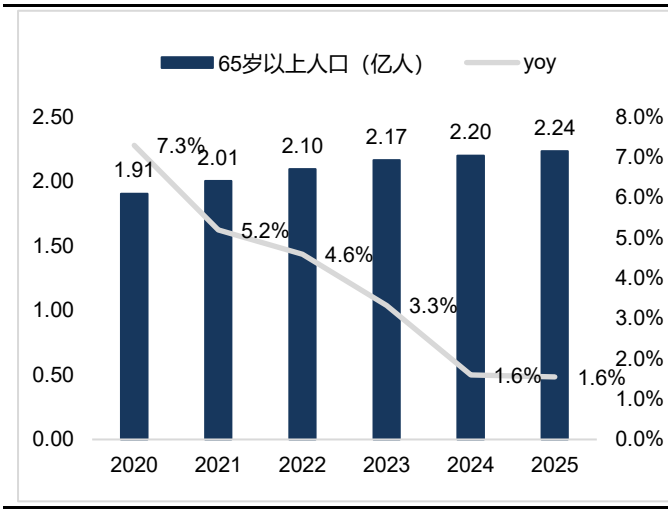
老龄化持续推进，成人失禁用品市场扩容空间显著打开。 2025 年末中国 65 岁以上人口达 2.24 亿人，占总人口 15.9%，较 2024 年提升 0.3 个百分点；60 岁以上人口达 3.23 亿人，占比 23.0%。国家卫健委预计 2035 年左右我国 60 岁及以上人口将突破 4 亿、占比超过 30%，银发市场潜力巨大。2020 年前后，中国成人失禁用品渗透率约 3%，远低于日本（80%）、美国（60%）等成熟市场。政策端持续加码：长期护理保险制度试点持续扩围、"发展适老产业"纳入国家战略、医养结合深化推进，叠加居民可支配收入提升与护理观念升级，成人纸尿裤、护理垫等核心品类有望迎来"渗透率+件单价"双升的长周期增长。

图21：中国出生人口数



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图22：中国65岁以上人口



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

3. 竞争优势：供应链韧性十足，品牌管理卓有成效

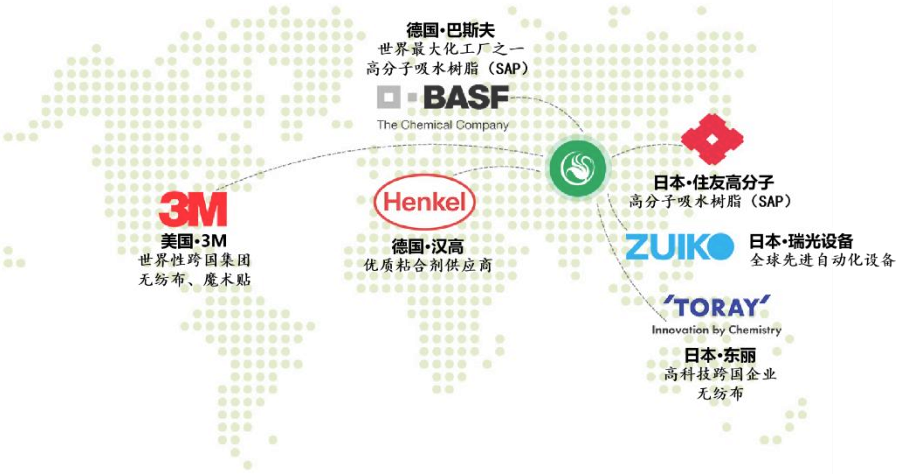
3.1. 生产端：全球化产能布局，自主创新

自建与并购双轮驱动，构建全球化产能网络。公司 2008 年以杭州基地起步，通过自建、整合行业优质资源，实现产能规模与技术能级的双重跃升，2024 年总产量超 38 亿片。**①国内产能：**公司国内工厂布局形成“一核三翼”格局，其中，浙江杭州内布局临平总部和余杭工厂，总部聚焦高端代工及研发创新；收购合肥花王工厂的 12.4 万 m^2 土地使用权、11.67 万 m^2 厂房建筑以及 10 条婴儿尿裤/拉拉裤产线，改造后兼容成人护理产品，定位中部综合制造枢纽；江苏省内布局沭阳工厂，收购南通大王工厂的 8.4 万 m^2 土地使用权、6.78 万 m^2 厂房建筑以及 11 条婴儿纸尿裤产线，辐射长三角及日韩市场；湖北省内新建孝感、仙桃工厂，仙桃工厂用于生产女性卫生巾产品，产能以满足“洁婷”品牌为主。**②海外拓展：**泰国罗勇工厂锚定新兴市场，主攻东南亚本土品牌代工及跨境出口，2025 年境外收入 6.42 亿元，同比增长 42.35%，主因系公司在泰国营业收入大幅提升。此外公司目前也在加快建设坦桑尼亚及秘鲁生产基地，推动本地化生产及建设当地营销体系，公司海外市场发展未来可期。

选择优质供应商合作稳定源头，自主研发提升供应链韧性。公司产品主要原材料为无纺布、高分子吸水树脂（SAP）、木浆、热熔胶等，大部分为石油的衍生产品。公司选择优质供应商合作，夯实供应基础：与日本住友、东丽，德国巴斯夫、汉高，美国 3M 等 5 家国际化工龙头企业建立长期战略合作，多区域采购（欧洲、亚洲、北美）分散地缘风险。此外，公司已掌握第四代复合芯体、透气底膜、蓬松无纺布、纺粘无纺布等核心材料的生产工艺，并实现自主生产。公司已引进日本瑞光全自动、智能化生产线等先进设备，2016-2025 年，公司研发费用率稳定在 3%-4%；2025 年，公司研发投入 1.39 亿

元，同比增加 29.7%；截至 2025 年末，公司累计取得专利 220 项。

图23：公司合作供应商

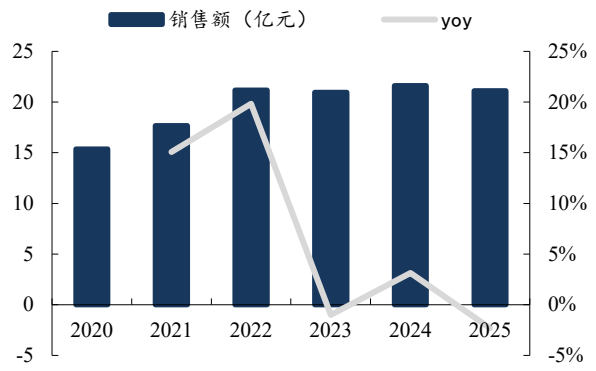


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.2. 大客户端：代工基本盘稳固，具备一定抗周期性

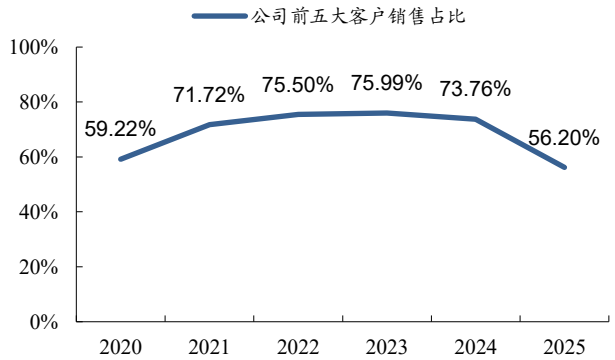
2020-2025 年公司前五名客户销售额从 15.34 亿元提升至 21.11 亿元，五年 CAGR 约 6.6%，其中 2022-2025 年销售额较为稳定。同期国内市场规模下滑，而公司前五大客户销售额仍维持稳定，凸显公司自身代工业务的抗周期性。公司深度绑定头部品牌，公开资料显示其客户包括 Babycare、尤妮佳等国内外知名品牌；与前五大客户合作周期较长，形成了规模化生产经验与联合研发机制，为公司在行业波动中提供了增长稳定性与持续性。

图24：公司前五名客户销售额情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图25：公司前五名客户销售额占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3. 品牌端：深度切入市场需求，自有品牌强势破圈

3.3.1. 答菲品牌：自有品牌，从纯水湿厕纸切入家庭清洁

湿厕纸切入市场，精准营销驱动高速增长。公司 2020 年推出“答菲”品牌，2022 年 9 月推出“小绿叶”纯水湿厕纸产品。2023 年，答菲已在抖音、天猫等成为 KA 级别品牌。“纯水湿厕纸”是答菲目前销量与销售额最高的一款产品，据炼丹炉数据，过去 12 个月（截至 2026 年 4 月）纯水湿厕纸产品在淘系店铺累计销售额 1334.6 万元，月均销售额 100 万元，单品收入对品牌收入的平均贡献度约 17.1%，成为答菲的核心爆款。

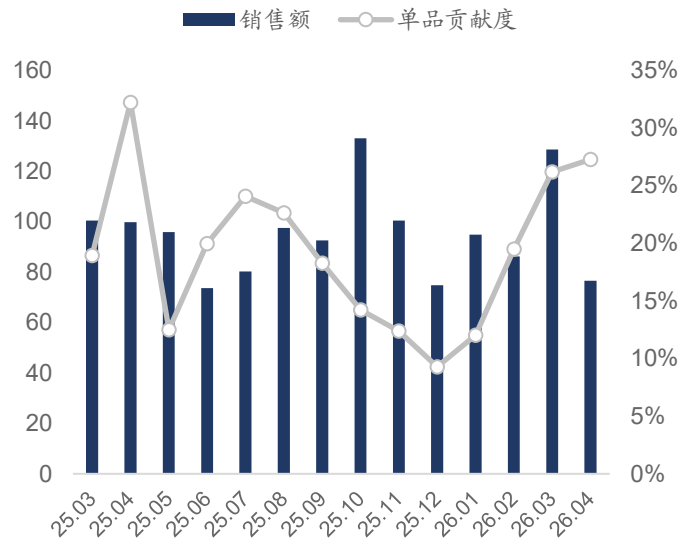
答菲品牌卖点体系较为清晰，可拆分为“产品力+信任背书+价格”三层。1）产品力：极简配方策略，走差异化锚点（只有原生木浆+EDI 纯水两种成分），不含杀菌剂，强调不刺激；2）使用体感：可冲散、速干、韧性、抽取设计；3）场景化人群定位：主打"敏感场景"全覆盖（孕妇、婴儿、姨妈期女性、痔疮患者）；4）信任背书：上市公司身份、大客户代工品质、三方检测等；5）价格定位：属于 0.1 元以下单片性价比赛道。

图26：答菲湿厕纸



数据来源：炼丹炉，东吴证券研究所

图27：湿厕纸月度销售额（万元）及单品贡献度



数据来源：炼丹炉，东吴证券研究所

锚定市场需求，延伸细分多元场景，新品类孵化快速取得成功。答菲现有产品可划分为三大细分方向：**①功能细分：**主打去污，包括羽绒服清洁湿巾、厨房油污湿巾和擦鞋湿巾；主打纯水卫生，包括手口湿巾和私护湿巾；主打彩妆护肤，包括卸妆湿巾；以及个护领域的拓展，包括新品洗脸巾。**②人群细分：**包括婴儿专用湿巾、女性私护湿巾等。**③场景细分：**家庭囤量大包装与出行便携小包装并行。

2025 年成功开发擦鞋湿巾、冰感湿巾等全新品类，擦鞋湿巾获慧辰股份“全网销量第一”市场地位认证，迅速抢占细分市场心智，备受广大消费者好评。擦鞋湿巾过去 12 个月（截至 2026 年 4 月）在淘系店铺累计销售额 1008.1 万元，单品收入对品牌收入的

请务必阅读正文之后的免责声明部分

仅供内部参考，请勿外传

平均贡献度达 12.9%。

图28：答菲品牌产品细分

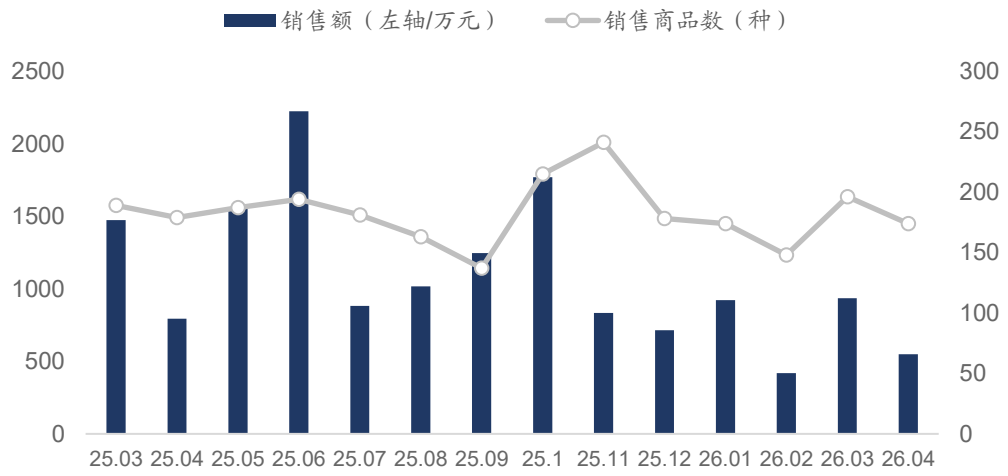


数据来源：答菲天猫旗舰店官网，炼丹炉，东吴证券研究所

3.3.2. 收购洁婷：成熟卫生巾品牌，线下网络互补。

洁婷于 1997 年创立，原为丝宝集团旗下女性卫生护理品牌。公司于 2024 年 10 月公告拟收购丝宝护理 100% 股权，并于 2025 年 1 月 20 日完成股权交割，现持有其旗下洁婷。该品牌是中国本土卫生巾品牌的先行者之一，定位中端价格带，以"透气"为差异化核心卖点——2014 年起率先推动全线产品升级为透气型卫生巾，并在行业内最早开创夜用型、迷你型卫生巾品类。核心大单品矩阵包括 "透气双 U"系列（蜂巢结构表层 + 透气内芯 + 透气底膜的专利产品，品牌流量主力）、"侧吸护围"420mm 超长夜用（防侧漏+防后漏）、"甜睡"安心裤型卫生巾与 "微薄"系列，与护舒宝（贴身防漏）、苏菲（瞬吸干爽）、ABC（棉柔）等竞品形成错位竞争。

图29：洁婷卫生巾品类淘系官方旗舰店销售情况



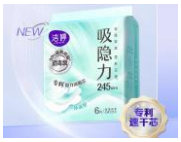
数据来源：炼丹炉、东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

仅供内部参考，请勿外传

技术迭代驱动产品优化升级。从产品战略看，公司已构建起清晰的三级产品梯队:1)以“樱肌感”为代表的经典系列(0.69 元/片)保障基础销量，通过持续迭代稳固市占率；2)中端“Pro 医护消毒级”(0.84 元/片)以医护认证建立差异化；3)高端“吸隐力”(1.64 元/片）凭借专利芯体技术实现 3 秒速吸功能，与其他竞品品牌构建差异化。产品技术迭代构筑品牌力，例如“吸隐力”2025 年 5 月上市后迅速成为爆款，618 大促期间登顶抖音单链接销量第二。

表4：洁婷卫生巾核心单品

产品系列	推出时间	片单价（元/片，含折扣）	卖点	产品图示
樱肌感-透气极薄	经典畅销樱花系列，持续升级迭代	0.69	轻薄透气	
樱肌感-0 感吸	经典畅销樱花系列，持续升级迭代	1.15	抗黏表层、快速导流、吸收不膨胀	
Pro 医护消毒级	2025 年 2 月	0.84	消毒级+医护级，U 形吸收气垫吸收力+30%	
吸隐力	2025 年 5 月	1.64	专利空气编织一体成型速干芯体，3 秒速吸	

数据来源：淘宝，东吴证券研究所

明星流量线上电商双驱动。通过关晓彤等明星代言人强化品牌年轻化、公益化的形象，借助明星流量提升电商转化率，同时以亲和力人设降低女性用户对私密产品的敏感度，增强情感共鸣。品牌策略注重性价比定位与抖音，小红书推广等年轻化内容。品牌电商营销以天猫、京东等主流平台为核心，通过明星单品引流、KOL 种草和与李佳琦合作直播带货快速转化流量，同时借助会员体系和促销组合提升复购率。

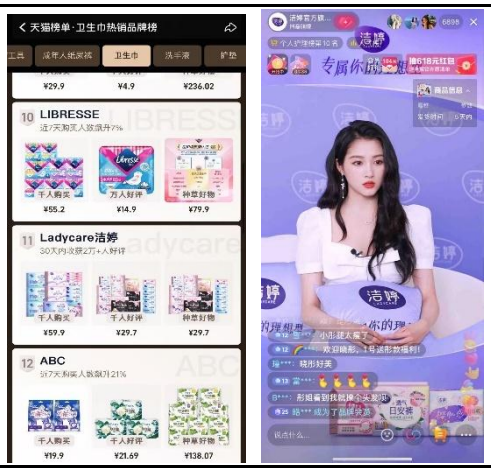
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图30：洁婷“透气双 U”卫生巾



数据来源：炼丹炉，东吴证券研究所

图31：洁婷卫生巾天猫榜单&代言人关晓彤直播间



数据来源：炼丹炉，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

营收端：我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 41.10/45.05/49.65 亿元，同比增长 +9.4%/+9.6%/+10.2%。2025 年公司营业收入 37.56 亿元、同比 +28.2%，高增长主要由丝宝护理（洁婷等品牌）并表驱动；2026 年起并购基数效应消退，公司重回以内生增长为主的稳健通道。

内生增长：公司代工业务与自有品牌业务双轮驱动，代工基本盘保持稳定，自有品牌与并购品牌塑造新增长曲线。分业务拆分来看：

① **婴儿卫生用品：**2025 年收入 20.17 亿元，同比 -2.1%，占营业收入约 54%（较 2024 年的 70% 下降，主要系成人板块并表摊薄）。受国内出生人口阶段性回落导致销量略承压，但代工合作关系稳固、单片均价企稳。考虑出生人口仍处低位、政策效果有待传导，我们审慎预计 2026-2028 年婴儿卫生用品收入增速分别为 +0.0%/+3.0%/+3.0%。

② **成人卫生用品：**2025 年收入 12.67 亿元，同比 +129.5%，占营业收入约 34%，大幅增长主要系丝宝护理（洁婷、全因爱等女性卫护品牌）并表所致，该板块已从单一成人失禁用品扩展为"成人失禁 + 女性卫护"双引擎。考虑老龄化带动失禁用品需求、洁婷品牌在渠道与营销端的持续赋能，我们预计 2026-2028 年成人卫生用品收入增速分别为+3.4%/+4.0%/+4.0%。

③ **其他产品：**2025 年收入 4.73 亿元，同比 +103.9%，占营业收入约 13%，主要为湿巾类产品。考虑"答菲"品牌在湿厕纸/湿巾赛道的快速扩张，我们预计 2026-2028 年其他产品收入增速分别为 +45.0%/+40.0%/+35.0%。

毛利率：2025 年公司毛利率 31.5%、同比 +3.6pct，主要受高毛利的女性卫护（洁婷，毛利率约 42%）与湿巾类产品（毛利率约 50%）放量的结构性拉动。随着原材料自产比例提升、产能升级释放规模效应，以及高毛利业务占比持续上行，我们预计 2026-2028 年公司毛利率分别为 32.1%/32.6%/33.2%。分板块看：婴儿卫生用品毛利率维持 20-21%；成人卫生用品毛利率稳定在 38-40% 左右；其他产品毛利率维持 48%高位。

净利润：展望未来，考虑品牌建设仍处投入期、销售费用率高位维持（约 17.5%），我们预计盈利修复偏温和，2026-2028 年归母净利润分别为 2.97/3.42/3.97 亿元，同比 +28.2%/+14.9%/+16.1%，归母净利率小幅回升至 7.2%/7.6%/8.0%，对应 EPS 1.38/1.59/1.85 元。

表5：2026-2028 年豪悦护理盈利预测

单位：百万元		2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入		3,756	4,110	4,505	4,965
	yoy	*28.2%*	*9.4%*	*9.6%*	*10.2%*
	毛利率	*31.5%*	*32.1%*	*32.6%*	*33.2%*
净利润		232	297	342	397
	yoy	*-40.1%*	*28.2%*	*14.9%*	*16.1%*
主营业务分品类划分					
婴儿卫生护理用品收入		2,017	2,017	2,077	2,140
	yoy	*-2.1%*	*0.0%*	*3.0%*	*3.0%*
成人卫生护理用品收入		1,267	1,311	1,363	1,418
	yoy	*129.5%*	*3.4%*	*4.0%*	*4.0%*
其他产品收入		473	686	960	1,296
	yoy	*103.9%*	*45.0%*	*40.0%*	*35.0%*

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

4.2. 投资建议

豪悦护理作为国内母婴护理代工龙头，依托供应链优势向多品牌运营商转型，在婴

儿护理、成人失禁、家庭清洁等赛道建立全品类布局。从行业看，婴儿纸尿裤受支持政策托底有望企稳，成人失禁用品在老龄化加速下渗透率提升空间显著，新兴湿巾品类爆发式增长。从品牌矩阵看，自有品牌例如“答菲”通过大单品策略快速突围，并购品牌如“洁婷”拥有成熟资源与市场份额，双轮驱动打开增长空间，高毛利结构优化盈利模型。未来随着产能释放与品牌矩阵完善，公司有望持续受益行业集中度提升与消费升级趋势，长期成长路径清晰。

考虑公司卫生护理行业龙头地位与自有品牌成长潜力，我们选择同业百亚股份、稳健医疗，以及由代运营向自有品牌转型的若羽臣作为可比公司。截至 2026 年 6 月 18 日，豪悦护理 2026-2028 年预计 PE 分别为 16/14/12 倍，可比公司同期平均 PE 分别为 17/13/11 倍。考虑公司自有品牌战略加速推进、并购整合协同效应持续释放、长期盈利中枢有望从代工属性向消费品属性切换，我们认为估值有望迎来重定价，首次覆盖，给予"买入"评级。

表6：豪悦护理与可比公司估值比较（截至 2026/6/18）

股票代码	股票名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
605009	豪悦护理	48.6	2.3	3.0	3.4	4.0	20.9	16.3	14.2	12.2
	可比公司平均估值						**29.8**	**17.0**	**13.3**	**10.9**
003006	百亚股份	63.6	2.1	4.0	5.1	6.3	30.6	15.8	12.5	10.2
300888	稳健医疗	159.7	7.7	9.7	11.2	12.6	20.8	16.5	14.2	12.6
003010	若羽臣	73.7	1.9	3.9	5.6	7.5	37.9	18.7	13.2	9.9

数据来源：iFind 一致预期，东吴证券研究所预测，采用 2026/6/18 行情数据；注：可比公司盈利预测采用 iFind 2026/6/18 一致预期，豪悦护理采用东吴证券研究所预测

5. 风险提示

1）**市场需求萎缩：**若出生率下降或居民可支配收入波动，可能导致婴儿卫生用品市场规模缩减，拖累公司核心业务增速。

2）**行业竞争加剧：**若国内外品牌通过价格战或技术升级争夺市场，可能削弱公司份额及利润率。

3）**自有品牌销售不及预期：**公司以自有品牌为新的业务增长点，若销售不及预期，可能导致公司业绩不及预期。

仅供内部参考，请勿外传

豪悦护理三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**2,313**	**2,479**	**2,755**	**3,071**
货币资金及交易性金融资产	424	500	674	872
经营性应收款项	515	563	617	680
存货	447	484	527	576
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	927	932	937	944
非流动资产	**2,795**	**2,780**	**2,696**	**2,603**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产及使用权资产	2,208	2,078	1,960	1,847
在建工程	105	171	215	245
无形资产	209	199	189	179
商誉	20	20	20	20
长期待摊费用	7	7	7	7
其他非流动资产	245	305	305	305
资产总计	**5,108**	**5,259**	**5,451**	**5,674**
流动负债	**1,320**	**1,426**	**1,545**	**1,682**
短期借款及一年内到期的非流动负债	75	75	75	75
经营性应付款项	1,041	1,129	1,228	1,342
合同负债	91	99	109	120
其他流动负债	113	122	133	144
非流动负债	**373**	**370**	**370**	**370**
长期借款	240	240	240	240
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	0	0	0	0
其他非流动负债	133	130	130	130
负债合计	**1,693**	**1,796**	**1,915**	**2,051**
归属母公司股东权益	3,415	3,463	3,537	3,622
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	**3,415**	**3,463**	**3,537**	**3,622**
负债和股东权益	**5,108**	**5,259**	**5,451**	**5,674**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**3,756**	**4,110**	**4,505**	**4,965**
营业成本(含金融类)	2,573	2,790	3,034	3,316
税金及附加	30	30	33	38
销售费用	651	719	788	869
管理费用	104	105	118	131
研发费用	139	153	166	184
财务费用	7	0	0	0
加:其他收益	43	42	42	42
投资净收益	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
减值损失	(31)	(7)	(7)	(7)
资产处置收益	1	1	1	1
营业利润	**265**	**348**	**401**	**463**
营业外净收支	4	0	0	0
利润总额	**269**	**348**	**401**	**463**
减:所得税	37	50	59	66
净利润	**232**	**297**	**342**	**397**
减:少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**232**	**297**	**342**	**397**
每股收益-最新股本摊薄(元)	1.08	1.38	1.59	1.85
EBIT	278	348	401	463
EBITDA	461	565	628	699
毛利率(%)	31.51	32.11	32.64	33.21
归母净利率(%)	6.18	7.24	7.58	7.99
收入增长率(%)	28.22	9.42	9.61	10.21
归母净利润增长率(%)	(40.14)	28.23	14.87	16.12

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	238	536	592	658
投资活动现金流	(998)	(209)	(149)	(149)
筹资活动现金流	(203)	(250)	(268)	(311)
现金净增加额	(958)	75	175	198
折旧和摊销	183	217	227	236
资本开支	(545)	(149)	(149)	(149)
营运资本变动	(232)	15	17	19

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股净资产(元)	15.88	16.10	16.45	16.84
最新发行在外股份（百万股）	215	215	215	215
ROIC(%)	6.48	7.92	8.96	10.19
ROE-摊薄(%)	6.79	8.59	9.66	10.95
资产负债率(%)	33.14	34.15	35.12	36.16
P/E（现价&最新股本摊薄）	20.95	16.34	14.22	12.25
P/B（现价）	1.42	1.40	1.37	1.34

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

仅供内部参考，请勿外传

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn