2021 年 03 月 26 日
证券研究报告•2020 年年报点评
豪悦护理（605009）轻工制造

持有 （维持）
当前价：149.90 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

# 毛利率短期回落，控费能力提升抵御成本上行

## 投资要点

- **业绩摘要：**公司发布 2020 年年报，2020 年实现收入 25.9 亿元，同比增长 32.6%；实现归母净利润 6 亿元，同比增加 90.9%；实现扣非归母净利润 5.8 亿元，同比增长 87.2%。其中，单 Q4 公司实现营业收入 5.5 亿元，同比下降 2%；实现净利润 1.1 亿元，同比下降 0.5%。全年业绩与前期业绩预告一致。
- **下半年毛利率回落，控费能力提升对冲成本上行。**2020 年公司实现毛利率 36.9%，同比增长 6.6pp。其中 20H1/20Q3/20Q4 毛利率分别为 41.8%/32.7%/29.7%，下半年毛利率承压，一方面由于疫情影响减弱，口罩等防疫物资价格回落至正常水平；另一方面，四季度以来原油及粘胶短纤价格上行，带动公司主要原材料吸水高分子等石油衍生品和无纺布价格上涨，一定程度上挤压利润空间。但长期来看，公司已采取措施提前储备物料库存并加强与供应商合作，加强原材料采购成本控制；且对下游议价能力较强，成本最终可向下游传导。费用率方面，20 年公司费用率 10.1%，同比下降 1pp，控费能力提升，缓解了部分原材料价格上涨的压力。其中，销售/管理/财务费用率分别为 4.9%/1.9%/-0.04%，同比下降 0.3pp/0.1pp/0.7pp；而研发费用率为 3.3%（-0.1pp），仍保持较高研发费用投放水平，支撑公司产品维持技术领先的竞争优势。经营性现金流量净额为 8.2 亿元，同比增长 92.5%。应收账款 58.6 亿元，同比下降 33.7%，现金流情况良好，回款能力提升。
- **婴儿卫生用品收入较快增长，对下游仍保持较强议价能力。**20 年公司婴儿卫生用品收入为 16.7 亿元，同比增长 22.3%；毛利率为 33.1%，同比增长 3.5pp。20 年婴儿卫生用品出厂单价约为 0.83 元，同比增长 6.4%，价格保持上行趋势，毛利空间充分，对下游仍具有较强议价能力。成人卫生用品（包含原报表口径的成人失禁用品和女性卫生用品合计）收入为 6.2 亿元，同比增长 17.8%，增速稳健；毛利率为 36.2%，同比增长 2.7pp。其他产品（包含湿巾、口罩等）收入 2.6 亿元，同比增长 662.5%；毛利率为 62.3%。全年来看，除去高毛利的防疫物资影响外，公司主要产品婴儿卫生用品及成人卫生用品毛利率较均有较明显提升，抵御原材料价格波动的能力较强。
- **生产效率优化，研发稳定持续投入，维持产品竞争优势。**20 年公司新增发明专利 2 项，实用新型专利 15 项，研发费用保持稳定投放节奏，研发优势得到夯实。订单起量后生产制造的效率较高，20 年制造及人工费用占收入比分别为 3.8%/4.6%，前值分别为 4.3%/5.2%，随着生产效率和产品品质的稳定性提升及生产规模扩大，制造及人工费用率下行，可为下游客户及自身提供更大的利润空间，生产端竞争壁垒加固。20 年公司继续加大与 Babycare、BEABA 等国内品牌客户及国际知名品牌商合作，前五大客户占比 59.2%，前值 55.9%，大客户订单放量，集中度略提升。公司整体下游客户品牌优质，客户结构多元，可支撑公司订单较快增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年 EPS 分别为 6.15 元、7.62 元、9.16 元，对应 PE 分别为 24 倍、20 倍、16 倍，考虑到公司设计和制造能力突出，客户粘性较强，维持“持有”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险、市场竞争加剧的风险、下游客户收入下行的风险、新增产能投产进度或不及预期。

| 指标/年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 2590.95 | 3019.38 | 3636.46 | 4303.54 |
| 增长率 | 32.64% | 16.54% | 20.44% | 18.34% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 601.96 | 655.69 | 813.32 | 977.56 |
| 增长率 | 90.90% | 8.93% | 24.04% | 20.19% |
| 每股收益 EPS（元） | 5.64 | 6.15 | 7.62 | 9.16 |
| 净资产收益率 ROE | 21.60% | 19.04% | 19.11% | 18.68% |
| PE | 27 | 24 | 20 | 16 |
| PB | 5.74 | 4.64 | 3.76 | 3.05 |

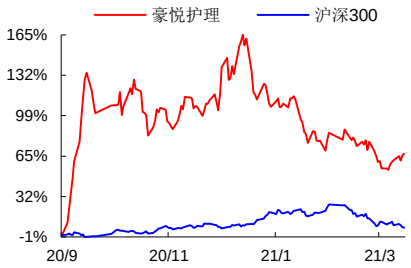
*数据来源：Wind，西南证券*

### 西南证券研究发展中心


分析师：蔡欣
执业证号：S1250517080002
电话：023-67511807
邮箱：cxin@swsc.com.cn

联系人：赵兰亭
电话：023-67511807
邮箱：zhlt@swsc.com.cn


### 相对指数表现




*数据来源：聚源数据*

### 基础数据

| | |
|---|---|
| 总股本(亿股) | 1.07 |
| 流通 A 股(亿股) | 0.27 |
| 52 周内股价区间(元) | 89.65-238.0 |
| 总市值(亿元) | 159.90 |
| 总资产(亿元) | 33.86 |
| 每股净资产(元) | 26.13 |

### 相关研究

1. 豪悦护理(605009)：成本上行总体可控，具备较强产业链议价力 (2021-01-25)
2. 豪悦护理（605009）：深耕研发设计，ODM 领先制造商强势突围 (2020-11-23)
3. 豪悦护理(605009)：个护用品持续放量，业绩维持高增 (2020-10-27)

**附表：财务预测与估值**

| 利润表（百万元） | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 2590.95 | 3019.38 | 3636.46 | 4303.54 |
| 营业成本 | 1634.15 | 2040.09 | 2440.11 | 2866.62 |
| 营业税金及附加 | 10.87 | 13.99 | 16.66 | 29.69 |
| 销售费用 | 127.21 | 150.97 | 178.19 | 206.57 |
| 管理费用 | 50.01 | 60.39 | 69.09 | 81.77 |
| 财务费用 | -1.16 | -3.09 | -6.50 | -9.14 |
| 资产减值损失 | -9.44 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资收益 | 0.39 | 6.00 | 8.00 | 10.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **营业利润** | 701.18 | 763.04 | 946.91 | 1138.04 |
| 其他非经营损益 | 0.40 | 0.30 | 0.30 | 0.32 |
| **利润总额** | 701.58 | 763.34 | 947.21 | 1138.35 |
| 所得税 | 99.62 | 107.66 | 133.89 | 160.79 |
| 净利润 | 601.96 | 655.69 | 813.32 | 977.56 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司股东净利润 | 601.96 | 655.69 | 813.32 | 977.56 |

| 现金流量表（百万元） | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 601.96 | 655.69 | 813.32 | 977.56 |
| 折旧与摊销 | 55.31 | 70.54 | 70.54 | 70.54 |
| 财务费用 | -1.16 | -3.09 | -6.50 | -9.14 |
| 资产减值损失 | -9.44 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 经营营运资本变动 | 17.34 | 5.32 | -1.08 | 1.49 |
| 其他 | 159.60 | -6.00 | -8.00 | -10.00 |
| **经营活动现金流净额** | 823.61 | 722.46 | 868.28 | 1030.45 |
| 资本支出 | -363.48 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | -803.36 | 6.00 | 8.00 | 10.00 |
| **投资活动现金流净额** | -1166.84 | 6.00 | 8.00 | 10.00 |
| 短期借款 | -66.13 | -58.55 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | -51.15 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 1548.66 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 支付股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | -32.98 | 3.77 | 6.50 | 9.14 |
| **筹资活动现金流净额** | 1398.41 | -54.79 | 6.50 | 9.14 |
| **现金流量净额** | 1051.83 | 673.68 | 882.78 | 1049.60 |

| 资产负债表（百万元） | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 1627.75 | 2301.42 | 3184.20 | 4233.80 |
| 应收和预付款项 | 83.27 | 132.77 | 151.89 | 175.44 |
| 存货 | 227.66 | 288.99 | 343.75 | 404.58 |
| 其他流动资产 | 292.96 | 271.39 | 296.20 | 323.02 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产和在建工程 | 1066.72 | 1002.63 | 938.55 | 874.46 |
| 无形资产和开发支出 | 59.92 | 53.48 | 47.04 | 40.60 |
| 其他非流动资产 | 27.86 | 27.84 | 27.83 | 27.81 |
| **资产总计** | 3386.15 | 4078.53 | 4989.46 | 6079.72 |
| 短期借款 | 58.55 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 388.94 | 544.63 | 636.50 | 743.07 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他负债 | 151.32 | 90.21 | 95.95 | 102.06 |
| **负债合计** | 598.81 | 634.83 | 732.45 | 845.14 |
| 股本 | 106.67 | 106.67 | 106.67 | 106.67 |
| 资本公积 | 1593.03 | 1593.03 | 1593.03 | 1593.03 |
| 留存收益 | 1088.31 | 1744.00 | 2557.32 | 3534.88 |
| 归属母公司股东权益 | 2787.34 | 3443.70 | 4257.02 | 5234.58 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **股东权益合计** | 2787.34 | 3443.70 | 4257.02 | 5234.58 |
| 负债和股东权益合计 | 3386.15 | 4078.53 | 4989.46 | 6079.72 |

| 财务分析指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 销售收入增长率 | 32.64% | 16.54% | 20.44% | 18.34% |
| 营业利润增长率 | 91.48% | 8.82% | 24.10% | 20.18% |
| 净利润增长率 | 90.90% | 8.93% | 24.04% | 20.19% |
| EBITDA 增长率 | 79.61% | 9.95% | 21.73% | 18.64% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率 | 36.93% | 32.43% | 32.90% | 33.39% |
| 三费率 | 6.80% | 6.90% | 6.62% | 6.49% |
| 净利率 | 23.23% | 21.72% | 22.37% | 22.72% |
| ROE | 21.60% | 19.04% | 19.11% | 18.68% |
| ROA | 17.78% | 16.08% | 16.30% | 16.08% |
| ROIC | 47.06% | 43.30% | 52.81% | 61.60% |
| EBITDA/销售收入 | 29.15% | 27.51% | 27.80% | 27.87% |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 1.12 | 0.81 | 0.80 | 0.78 |
| 固定资产周转率 | 3.96 | 3.93 | 5.16 | 6.72 |
| 应收账款周转率 | 35.25 | 36.57 | 32.25 | 33.59 |
| 存货周转率 | 7.66 | 7.90 | 7.71 | 7.66 |
| 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 112.96% | — | — | — |
| **资本结构** | | | | |
| 资产负债率 | 17.68% | 15.57% | 14.68% | 13.90% |
| 带息债务/总负债 | 9.78% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 流动比率 | 4.15 | 5.22 | 5.92 | 6.55 |
| 速动比率 | 3.73 | 4.71 | 5.41 | 6.03 |
| 股利支付率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| **每股指标** | | | | |
| 每股收益 | 5.64 | 6.15 | 7.62 | 9.16 |
| 每股净资产 | 26.13 | 32.28 | 39.91 | 49.07 |
| 每股经营现金 | 7.72 | 6.77 | 8.14 | 9.66 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

| 业绩和估值指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| EBITDA | 755.34 | 830.49 | 1010.95 | 1199.44 |
| PE | 26.56 | 24.39 | 19.66 | 16.36 |
| PB | 5.74 | 4.64 | 3.76 | 3.05 |
| PS | 6.17 | 5.30 | 4.40 | 3.72 |
| EV/EBITDA | 18.86 | 16.27 | 12.49 | 9.65 |
| 股息率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |

*数据来源：Wind，西南证券*

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

| | |
|---|---|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

**北京**

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

**重庆**

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

**深圳**

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|---|---|---|---|---|---|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 高级销售经理 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 吴菲阳 | 销售经理 | 021-68415020 | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn |
| | 付禹 | 销售经理 | 021-68415523 | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn |
| | 黄滢 | 销售经理 | 18818215593 | 18818215593 | hying@swsc.com.cn |
| | 蒋俊洲 | 销售经理 | 18516516105 | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn |
| | 刘琦 | 销售经理 | 18612751192 | 18612751192 | liuqi@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 陈慧琳 | 销售经理 | 18523487775 | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn |
| | 王昕宇 | 销售经理 | 17751018376 | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn |
| 北京 | 李杨 | 地区销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 高级销售经理 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 彭博 | 销售经理 | 13391699339 | 13391699339 | pbyf@swsc.com.cn |
| 广深 | 王湘杰 | 地区销售副总监 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 林芷豌 | 高级销售经理 | 15012585122 | 15012585122 | linzw@swsc.com.cn |
| | 陈慧玲 | 高级销售经理 | 18500709330 | 18500709330 | chl@swsc.com.cn |
| | 谭凌岚 | 销售经理 | 13642362601 | 13642362601 | tll@swsc.com.cn |
| | 郑龑 | 销售经理 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |