消费升级与娱乐研究中心

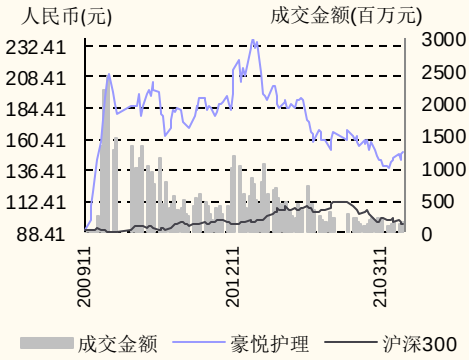
豪悦护理 (605009.SH) 买入（上调评级）

公司点评

市场价格（人民币）：149.90 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.07
已上市流通 A 股(亿股)	0.27
总市值(亿元)	159.90
年内股价最高最低(元)	238.00/89.65
沪深 300 指数	4926
上证指数	3364



相关报告

1.《抗疫物资减少，影响 4Q 增速-豪悦护理业绩点评》，2021.1.25

2.《抗疫物资收入减少，影响了 3Q 增速-豪悦护理三季报点评》，2020.10.27

3.《卫生用品 ODM 领跑者，未来成长可期-豪悦护理-首次覆盖报告》，2020.10.15

姜浩 分析师 SAC 执业编号：S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

尹新悦 联系人

4Q 业绩略承压，优势品类+海外开拓驱动中长期成长

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,953	2,591	3,214	4,090	4,854
营业收入增长率	34.76%	32.64%	24.06%	27.25%	18.68%
归母净利润(百万元)	315	602	664	815	947
归母净利润增长率	70.35%	90.90%	10.28%	22.71%	16.24%
摊薄每股收益(元)	3.94	5.64	6.22	7.64	8.88
每股经营性现金流净额	5.23	7.53	7.09	8.94	10.15
ROE(归属母公司)(摊薄)	49.38%	21.60%	19.72%	19.94%	19.23%
P/E	0.00	33.72	24.09	19.63	16.89
P/B	0.00	7.28	4.75	3.91	3.25

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 2020 年年报，全年实现营收 25.91 亿元，同比增长 32.64%；实现归母净利润 6.02 亿元，同比增长 90.9%。4Q 公司实现营收 5.53 亿，同比-2%；实现归母净利润 1.1 亿，同比-0.45%，业绩符合预期。

经营分析

- **设备搬迁导致 4Q 营收增速放缓，女性经期裤成长靓眼。**4Q 营收同比-2.0%，主因 4Q 进行设备搬迁。分品类看，伴随上半年 6 亿片新产能的释放和爬坡，婴儿/成人卫生用品营收 16.7/6.2 亿元，同比+22.3%/17.8%。受益于女性经期裤渗透率持续提升带来的高景气，公司 2H 成人卫生用品营收环比+23.2%，看好新兴品类女性经期裤的加速成长。
- **成本上涨+产品结构回归导致毛利率前高后低。**全年毛利率 36.9%，同比+6.6pct，1H/3Q/4Q 毛利率分别为 41.8%/32.7%/29.7%。毛利率逐季放缓，主要原因如下：①产品结构角度，高毛利的口罩业务在下半年收缩；②4Q 搬迁导致机器产能利用率降低，因此单位折旧成本有所提升；③原材料上涨：4Q2020 无纺布上游原料粘胶短纤均价环比+22.6%，当前价格较 1 月初提涨 35.4%。我们预计短期成本端上行态势对公司利润端仍构成压力。中长期看，伴随高毛利的女性经期裤产品占比的提升带来的结构优化，整体盈利能力预计持续优化。
- **拓客户+产能释放+强品类+海外延伸，成长路径清晰。**客户角度，公司目前绑定的互联网品牌占据个护行业份额较低，仍有高速增长的潜力；产能方面，年产 12 亿片产能设备已大部分到位，看好产能爬坡带来的营收放量。品类方面，公司在复合芯体纸尿裤、女性经期裤两大品类核心优势突出，助力公司继续保持超越行业的成长性。此外，泰国 3 条生产线已经到位，其中 2 条设备已开始试生产，东南亚市场亦将打开公司成长的地域半径。

盈利预测和投资建议

- 依据公司 2020 年业绩表现，我们下调公司 2021-2022 年 EPS 至 6.2、7.6 元，下调幅度为 5.3%、2.3%，预计 2023 年 EPS 为 8.9 元，当前股价对应 PE 分别为 24、20、17 倍，考虑到公司在供应链、客户开拓方面优势突出，上调至“买入”评级。

风险提示

- 下游客户集中度过高的风险；原料价格上涨的风险；市场竞争激烈导致毛利率下滑的风险；产品质量安全问题导致营收波动的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	**1,450**	**1,953**	**2,591**	**3,214**	**4,090**	**4,854**
增长率		34.8%	32.6%	24.1%	27.2%	18.7%
主营业务成本	-1,064	-1,360	-1,634	-2,130	-2,745	-3,268
%销售收入	73.4%	69.6%	63.1%	66.3%	67.1%	67.3%
毛利	385	593	957	1,084	1,345	1,586
%销售收入	26.6%	30.4%	36.9%	33.7%	32.9%	32.7%
营业税金及附加	-7	-10	-11	-16	-20	-24
%销售收入	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-74	-102	-127	-154	-192	-228
%销售收入	5.1%	5.2%	4.9%	4.8%	4.7%	4.7%
管理费用	-25	-36	-50	-58	-74	-87
%销售收入	1.7%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%
研发费用	-49	-66	-86	-103	-127	-160
%销售收入	3.4%	3.4%	3.3%	3.2%	3.1%	3.3%
息税前利润（EBIT）	231	378	682	753	932	1,086
%销售收入	15.9%	19.4%	26.3%	23.4%	22.8%	22.4%
财务费用	-16	-12	1	28	20	19
%销售收入	1.1%	0.6%	0.0%	-0.9%	-0.5%	-0.4%
资产减值损失	7	6	11	-8	-3	-1
公允价值变动收益	0	0	0	-1	1	1
投资收益	1	2	0	2	2	2
%税前利润	0.4%	0.5%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	213	366	701	773	952	1,106
营业利润率	14.7%	18.7%	27.1%	24.0%	23.3%	22.8%
营业外收支	0	0	0	1	1	1
税前利润	214	366	702	774	953	1,107
利润率	14.7%	18.8%	27.1%	24.1%	23.3%	22.8%
所得税	-29	-51	-100	-110	-138	-161
所得税率	13.4%	13.9%	14.2%	14.2%	14.5%	14.5%
净利润	185	315	602	664	815	947
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**185**	**315**	**602**	**664**	**815**	**947**
净利率	12.8%	16.1%	23.2%	20.7%	19.9%	19.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	185	315	602	664	815	947
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	25	39	46	87	100	127
非经营收益	12	7	10	11	2	8
营运资金变动	28	57	145	-5	36	0
经营活动现金净流	**251**	**418**	**803**	**757**	**954**	**1,082**
资本开支	-170	-306	-468	-588	-859	-774
投资	-37	38	-699	-451	-149	101
其他	-10	-17	0	2	2	2
投资活动现金净流	**-217**	**-285**	**-1,167**	**-1,037**	**-1,006**	**-671**
股权募资	0	0	1,587	0	0	0
债权募资	26	-6	-117	-109	379	-33
其他	-43	-76	-75	-86	-102	-119
筹资活动现金净流	**-16**	**-82**	**1,395**	**-196**	**276**	**-152**
现金净流量	**18**	**52**	**1,031**	**-476**	**224**	**260**

资产负债表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	58	123	1,628	1,151	1,376	1,635
应收款项	101	129	110	191	237	305
存货	187	199	228	303	405	501
其他流动资产	50	29	266	629	785	693
流动资产	396	479	2,232	2,274	2,803	3,134
%总资产	43.2%	38.2%	65.9%	57.9%	53.7%	50.6%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	475	703	1,067	1,490	2,148	2,730
%总资产	51.7%	56.1%	31.5%	37.9%	41.2%	44.0%
无形资产	22	62	60	163	267	334
非流动资产	522	775	1,154	1,653	2,416	3,065
%总资产	56.8%	61.8%	34.1%	42.1%	46.3%	49.4%
资产总计	**918**	**1,254**	**3,386**	**3,927**	**5,218**	**6,199**
短期借款	191	138	59	0	364	321
应付款项	224	279	343	399	542	683
其他流动负债	73	85	136	153	202	236
流动负债	489	502	538	552	1,109	1,239
长期贷款	0	51	0	0	5	10
其他长期负债	77	63	61	10	20	25
负债	**566**	**615**	**599**	**562**	**1,134**	**1,274**
普通股股东权益	**352**	**639**	**2,787**	**3,366**	**4,084**	**4,925**
其中：股本	80	80	107	107	107	107
未分配利润	180	438	987	1,565	2,284	3,124
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**918**	**1,254**	**3,386**	**3,927**	**5,218**	**6,199**

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	2.314	3.942	5.643	6.223	7.637	8.877
每股净资产	4.401	7.982	26.130	31.554	38.291	46.167
每股经营现金净流	3.132	5.226	7.525	7.095	8.943	10.147
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.800	0.900	1.000
回报率						
净资产收益率	52.57%	49.38%	21.60%	19.72%	19.94%	19.23%
总资产收益率	20.17%	25.14%	17.78%	16.90%	15.61%	15.27%
投入资本收益率	36.79%	39.35%	20.57%	19.19%	17.89%	17.67%
增长率						
主营业务收入增长率	90.48%	34.76%	32.64%	24.06%	27.25%	18.68%
EBIT增长率	169.29%	63.93%	80.38%	10.30%	23.81%	16.53%
净利润增长率	176.19%	70.35%	90.90%	10.28%	22.71%	16.24%
总资产增长率	38.17%	36.63%	170.02%	15.98%	32.86%	18.80%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.3	15.5	10.4	14.5	14.0	14.0
存货周转天数	56.3	51.8	47.7	53.0	55.0	57.0
应付账款周转天数	57.8	55.0	49.8	55.0	57.0	60.0
固定资产周转天数	113.9	94.9	112.8	104.9	101.0	102.6
偿债能力						
净负债/股东权益	37.88%	10.24%	-61.68%	-38.66%	-28.32%	-29.53%
EBIT利息保障倍数	14.3	30.3	-589.6	-27.1	-47.3	-57.5
资产负债率	61.64%	49.08%	17.68%	14.30%	21.72%	20.56%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	4	7	10	23
增持	0	0	2	5	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**1.00**	**1.22**	**1.33**	**1.12**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-10-15	买入	195.77	206.30～206.30
2	2020-10-27	买入	196.14	N/A
3	2021-01-25	增持	190.11	N/A

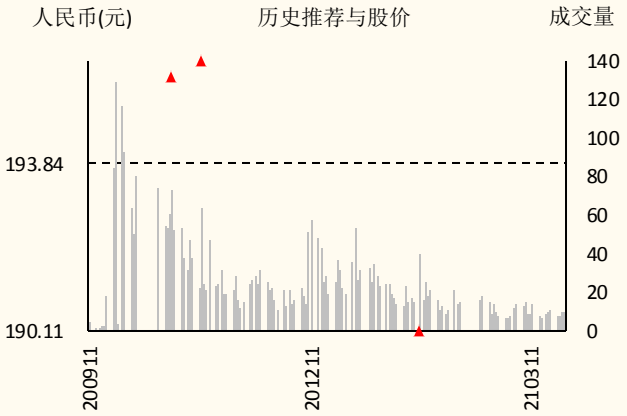
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402