2020 年 10 月 27 日
证券研究报告•2020 年三季报点评
豪悦护理（605009）轻工制造

持有 （首次）
当前价：180.99 元
目标价：209.10 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

个护用品持续放量，业绩维持高增

投资要点

- **业绩总结：**公司 2020 年前三季度实现营业收入 20.4 亿元，同比增长 46.7%；实现归母净利润 4.9 亿元，同比增长 139.9%；扣非后归母净利润 4.8 亿元，同比增长 141.2%。单三季度公司实现收入 6.5 亿元，同比增长 18.9%；实现归母净利润 1.2 亿元，同比增长 54.7%；实现扣非后归母净利润 1.2 亿元。三季度公司业绩维持了较快增长态势，表现亮眼。
- **毛利率上行，盈利能力显著提升。**前三季度公司毛利率为 38.9%，同比上升 9.8pp，其中单 Q3 毛利率为 32.7%，同比提升 3.7pp。整体费用率为 9.9%，同比下降 1.5pp，控费效果良好。其中销售费用率 4.3%，同比下降-0.6pp，主要由于公司 ODM 占比逐渐增加，同时自行承担运费的客户订单占比增加，使运输费用增幅低于收入增幅；管理费用率为 2.1%，同比下降 0.5pp；研发费用率为 3.2%，同比持平；财务费用率为 0.3%（-0.4pp）。前三季度公司净利润率为 24.2%，同比增长 9.4pp，其中单 Q3 净利率为 17.9%（+4.1pp）。此外，公司现金流有所改善，前三季度经营活动现金流为 5.5 亿元，同比增长 26.2%。
- **婴儿卫生用品持续贡献主要收入，细分品类毛利率整体上行。**2020 年上半年公司婴儿卫生用品收入为 8.4 亿元，占公司营收比为 60.9%；女性卫生用品收入 1.8 亿元，占营收比为 13.2%。受疫情影响 2020 年公司新增口罩等防疫物资产线，非吸收性卫生用品收入达到 2.5 亿元，占比提升至 18.1%。各细分品类毛利率均呈上行趋势，2020H1 婴儿卫生用品/女性卫生用品/非吸收性卫生用品毛利率分别达到 34.4%/42.9%/68.4%，订单起量后采购端规模优势逐渐显现，对上游议价能力显著提升。
- **研发优势突出，产业链议价力较强。**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。公司 ODM 客户主要为全球著名跨国公司和国内知名护理用品企业和母婴品牌商等国内外品牌商，其中以国内客户为主。公司抓住国内垂直电商崛起的机遇，与凯儿得乐、蜜芽、BEABA、BabyCare 等多个国产高端母婴品牌展开合作并凭借优质的产品能力成为其主要供应商。一方面，下游客户品牌销量的快速增长拉动公司整体订单放量，规模效应显现；另一方面，公司持续与原有客户扩展合作品类，在经期裤产品和无木浆复合芯体产品方面加强合作，充分发挥研发优势，提升产业链议价力和盈利能力。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 6.32 元、6.97 元、8.15 元，对应 PE 分别为 29 倍、26 倍、22 倍，考虑到豪悦护理设计和制造能力突出，客户粘性较强，业绩有望保持较快增长，给予公司 2021 年 30 倍估值，目标价 209.1 元，首次覆盖给予“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。

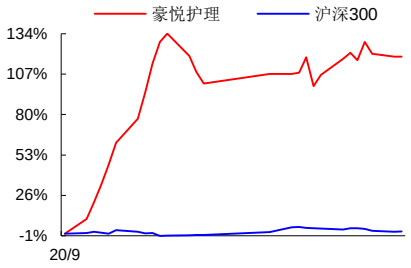
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1953.38	2778.65	3364.36	4018.89
增长率	34.76%	42.25%	21.08%	19.45%
归属母公司净利润（百万元）	315.32	673.68	743.09	869.79
增长率	70.35%	113.65%	10.30%	17.05%
每股收益 EPS（元）	2.96	6.32	6.97	8.15
净资产收益率 ROE	49.38%	23.56%	20.63%	19.45%
PE	61	29	26	22
PB	30.23	6.75	5.36	4.32

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

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)	89.65-210.0
总市值(亿元)	209.22
总资产(亿元)	32.62
每股净资产(元)	25.14

相关研究

1 公司概况：设计制造能力领先的 ODM 制造商

杭州豪悦护理用品股份有限公司成立于 2008 年，是国内个人卫生护理用品领域的制造商，专注于女性、婴儿和成人个人卫生健康护理用品的研发、制造和销售业务。经过多年发展，现公司业务已涵盖婴儿纸尿裤、成人纸尿裤、经期裤、卫生巾、湿巾等一次性卫生用品产品。目前，公司已与多家全球 500 强企业及国内知名品牌商建立起高端产品研发及 ODM 业务合作，同时，公司逐步打造自有品牌，已经获得了一定的市场知名度和美誉度。

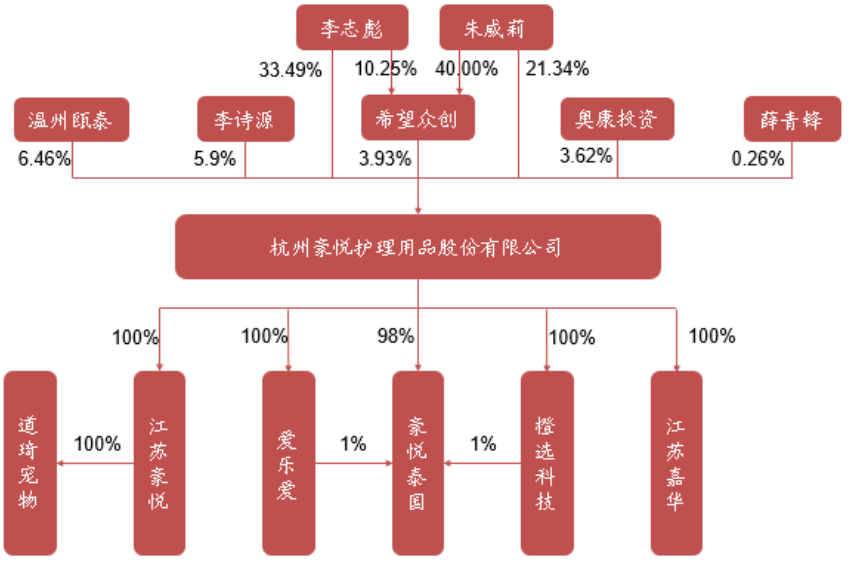
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司股权集中，利于高效决策。公司的控股股东及实际控制人为李志彪、朱威莉和李诗源。截至 2020 年 9 月，三人分别直接持有公司 33.5%、21.3%和 6%的股份，合计直接持有 61%的股份。同时，李志彪、朱威莉通过希望众创间接共同控制公司 2%的股份。李志彪和朱威莉为夫妻关系，李志彪与李诗源为父女关系，其家族直接和间接合计控制公司股份 63%，处于绝对控股地位。公司股权结构清晰且高度集中，决策效率高，执行能力强。

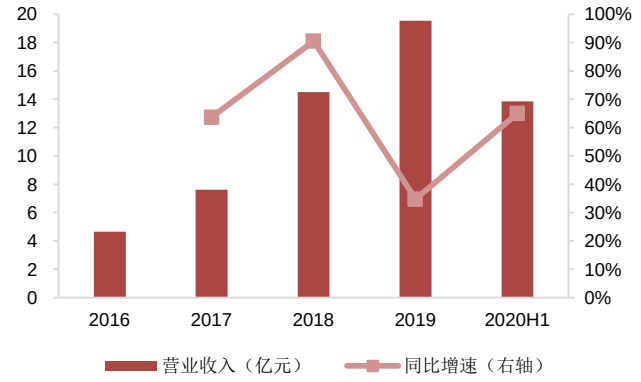
图 2：公司股权结构



数据来源：Wind，西南证券整理

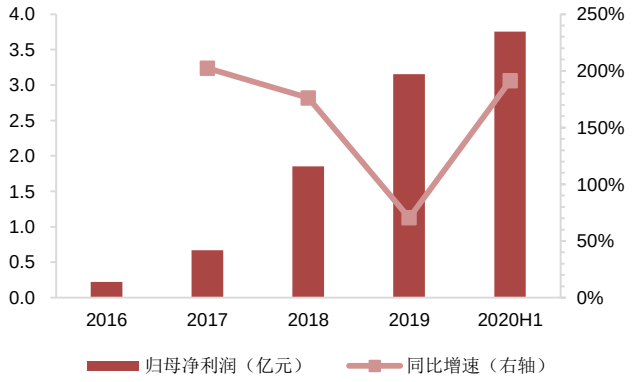
收入快速爬坡，业绩表现亮眼。2016 年以来，公司加强与知名品牌商之间的合作并不断开发新产品，营业收入和归母净利润均实现较快增长，业绩表现亮眼。2019 年，公司营业收入达 19.5 亿元，同比增长 34.8%；2016-2019 年，公司营业收入复合增速为 61.4%，随着重要客户规模的扩张而持续放量。2019 年公司归母净利润为 3.2 亿元，同比增长 70.4%；2016-2019 年，公司归母净利润复合增速为 142.3%，归母净利润增速快于收入增速的主要原因是公司的业务以 ODM 模式为主，在渠道建设、品牌建设等方面的投入较小，费用并未随收入规模增长而同步上升，且由于公司设计制造能力强，ODM 业务也能获得较高的毛利率。2020H1，公司归母净利润达 3.8 亿元，同比增长 191.7%，主要是因为疫情期间，公司组织生产口罩等抗疫产品，口罩类抗疫产品的收入大幅增加。

图 3：2016-2020H1 公司营业收入及增速情况



数据来源：Wind，西南证券整理

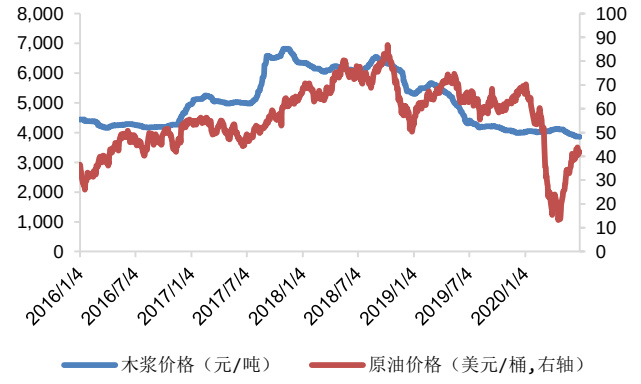
图 4：2016-2020H1 公司归母净利润及增速情况



数据来源：Wind，西南证券整理

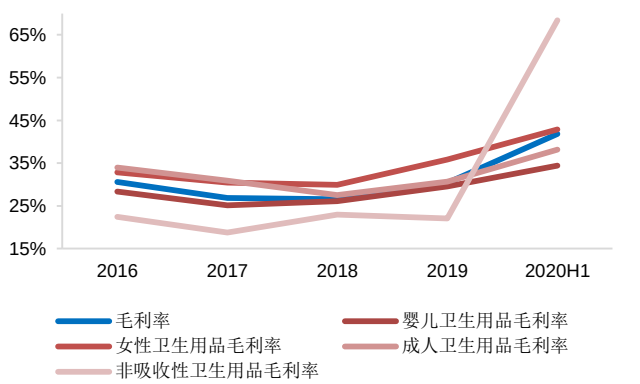
高毛利产品占比提升促使整体毛利率上行。公司的主要原材料包括木浆、无纺布、高分子吸水树脂、胶、纸和膜，来源于木浆和石油化工行业。2016-2019 年，受国际木浆和石油价格上涨影响，公司主要原材料采购价格上升，公司主要产品销售单价也随之上涨，顺利转嫁原材料上行压力，毛利率依然呈上升趋势，2019 年公司整体毛利率达到 30.4%（+3.8pp）。分品类看婴儿卫生用品毛利率为 29.6%（+3.5pp），女性卫生用品毛利率为 42.9%（+5.9pp），成人卫生用品毛利率为 30.6%（+3.1pp），非吸收性卫生用品的毛利率为 22.1%（-0.9pp）。2020H1 由于防疫物资需求剧增，口罩类防疫物资的毛利率上升至 68.4%，又由于此类产品的销售占比增加，整体毛利率大幅上升，增至 41.8%。

图 5：2017-2019 年原材料采购单价情况



数据来源：Wind，西南证券整理

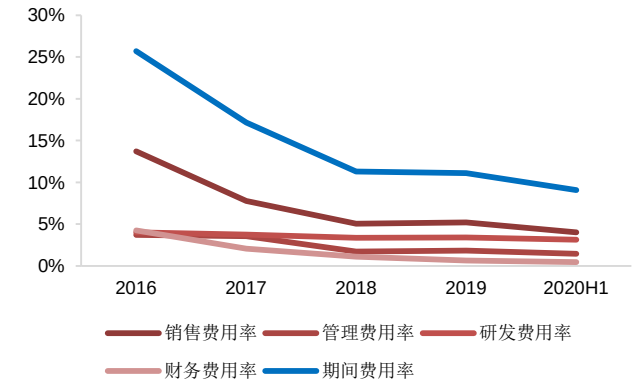
图 6：2016-2020H1 公司主要产品毛利率及整体毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

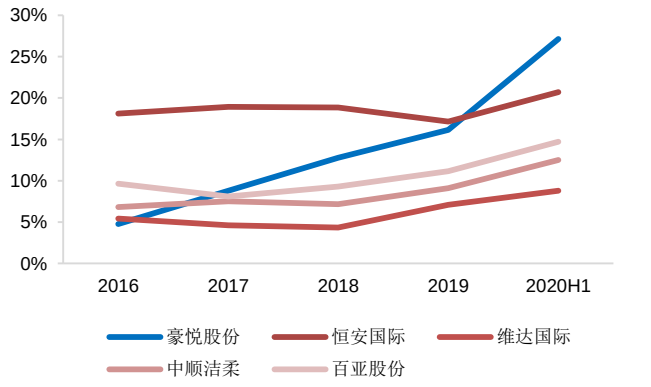
增效控费效果显著，净利率实现较快增长。公司期间费用管控良好，2016-2020H1 公司期间费用率从 25.7%下降至 9.08%。期间费用率下降主要有以下几个原因：（1）销售费用率大幅降低，由 2016 年的 13.7%下降至 2020H1 的 4%，主要由于 2017 年起公司 ODM 业务占比越来越高，渠道维护、市场推广以及品牌建设等销售费用投入均低于 OBM 模式，费用增速低于收入规模增速；（2）公司提高精细化管理水平，2016-2020H1 管理费用率由 3.7%下降至 1.5%。在控费的同时，公司加大对研发的投入以提高自身研发实力和核心竞争力，研发费用率维持在 3%左右。与行业内可比公司相比，公司的净利率处于较高水平且不断增长，2019 年公司净利率为 16.1%（+3.4pp），2020H1 增长至 27.1%。

图 7：2016-2020H1 公司费用率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

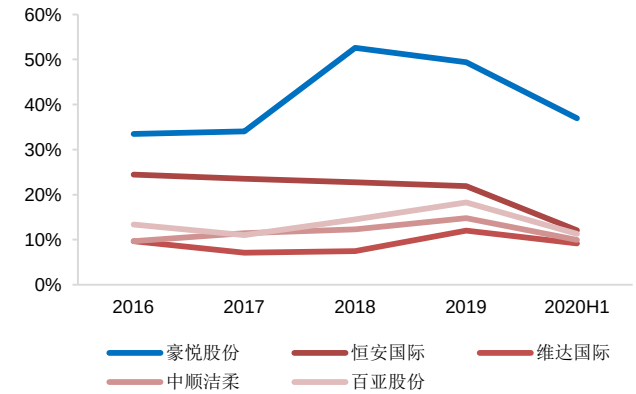
图 8：2016-2020H1 可比公司净利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

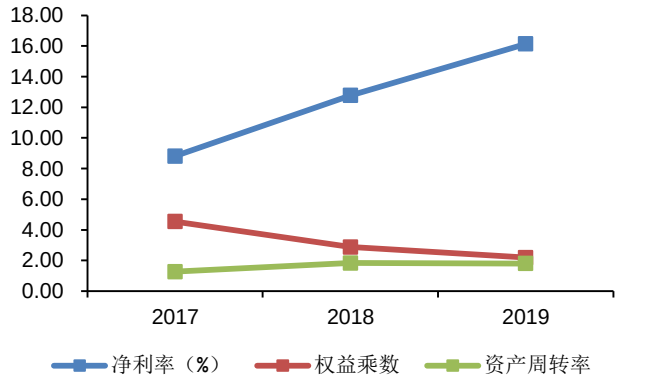
公司 ROE 高于行业平均水平，盈利能力良好。2016-2019 年，公司净资产收益率由 33.5%上升至 49.4%，超过行业平均水平。拆解来看，公司的净利率及资产周转率均不断攀升，资产周转率的提高主要是因为公司营运能力得到优化，应收账款周转率及存货周转率均稳中有升。2016-2019 年公司权益乘数由 4.5 下降至 2.2，公司资本结构也得到优化。

图 9：2016-2020H1 可比公司 ROE（摊薄）情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：2016-2020H1 公司 ROE（摊薄）拆解情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：随着 IPO 扩产项目建成投产，各品类生产规模逐渐提升，预计未来三年新增产能扩产速度分别为 30%、70%和 100%。

假设 2：防护用品价格逐渐回归后公司毛利率趋于均衡，预计 2020-2022 年公司毛利率分别为 36.5%、33.8%和 33%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入成本预测

百万元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
合计						
营业收入	761.0	1,449.5	1,953.4	2,778.7	3,364.4	4,018.9
yoy	63.7%	90.5%	34.8%	42.2%	21.1%	19.5%
营业成本	556.4	1,064.4	1,360.3	1,764.8	2,225.7	2,690.7
毛利率	26.9%	26.6%	30.4%	36.5%	33.8%	33.0%
婴儿卫生用品						
收入	418.9	956.7	1,363.0	1771.9	2268.0	2835.0
yoy	143.3%	128.4%	42.5%	30%	28%	25%
成本	313.5	707.3	960.1	1,169.5	1496.9	1899.5
毛利率	25.2%	26.1%	29.6%	34%	34%	33%
女性卫生用品						
收入	117.7	200.1	292.6	395.0	513.5	657.3
yoy	33.1%	70.0%	46.2%	35.0%	30.0%	28.0%
成本	81.9	140.2	187.9	237.0	318.4	414.1
毛利率	30.4%	29.9%	35.8%	40%	38%	37%
成人失禁用品						
收入	166.0	213.5	230.3	234.9	239.6	244.4
yoy	10.6%	28.6%	7.9%	2%	2%	2%
成本	114.8	154.8	159.7	159.7	160.5	163.7
毛利率	30.8%	27.5%	30.7%	32%	33%	33%
非吸收性产品及其他产品						
收入	48.6	44.0	34.3	343.0	308.7	247.0
yoy	-5.30%	-9.5%	-22.0%	900%	-10%	-20%
成本	39.5	33.9	26.8	171.5	222.3	185.2
毛利率	18.7%	23.0%	21.9%	50%	28%	25%
其他业务						

百万元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	9.8	35.2	33.2	33.9	34.5	35.2
yoy	242.8%	259.2%	-5.7%	2%	2%	2%
成本	6.7	28.2	25.8	27.1	27.6	28.2
毛利率	31.6%	19.9%	22.3%	20%	20%	20%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取个护领域一次性卫生用品品牌百亚股份、生活用纸龙头中顺洁柔和纯棉日用消费品稳健医疗作为可比公司，可比公司 2021 年平均估值为 29.8 倍。考虑到豪悦护理设计和制造能力突出，客户粘性较强，业绩有望保持较快增长，给予公司 2021 年 30 倍估值，目标价 209.1 元，首次覆盖给予“持有”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	证券简称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
003006.SZ	百亚股份	17.75	0.43	0.55	0.68	39.51	30.96	25.00
002511.SZ	中顺洁柔	21	0.69	0.84	0.99	30.35	25.14	21.20
300888.SZ	稳健医疗	152.15	7.89	4.55	5.15	19.28	33.44	29.55
平均值						29.72	29.85	25.25
605009.SH	豪悦护理	180.99	6.32	6.97	8.15	29	26	22

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1953.38	2778.65	3364.36	4018.89
营业成本	1360.30	1764.77	2225.69	2690.70
营业税金及附加	10.16	14.17	17.11	27.73
销售费用	101.92	152.83	185.04	213.00
管理费用	36.23	69.47	87.47	96.45
财务费用	12.47	3.13	-4.51	-7.28
资产减值损失	-3.26	0.00	0.00	0.00
投资收益	1.66	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	366.18	780.29	861.56	1008.28
其他非经营损益	0.09	0.64	0.42	0.44
利润总额	366.27	780.93	861.98	1008.72
所得税	50.95	107.25	118.89	138.93
净利润	315.32	673.68	743.09	869.79
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	315.32	673.68	743.09	869.79

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	315.32	673.68	743.09	869.79
折旧与摊销	41.88	38.02	38.02	38.02
财务费用	12.47	3.13	-4.51	-7.28
资产减值损失	-3.26	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	48.83	72.75	9.06	19.81
其他	12.58	-6.00	-8.00	-10.00
经营活动现金流净额	427.83	781.58	777.66	910.34
资本支出	-228.62	0.00	0.00	0.00
其他	-56.35	6.00	8.00	10.00
投资活动现金流净额	-284.97	6.00	8.00	10.00
短期借款	-56.67	-124.68	0.00	0.00
长期借款	51.15	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	1548.66	0.00	0.00
支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-76.22	-17.64	4.51	7.28
筹资活动现金流净额	-81.74	1406.34	4.51	7.28
现金流量净额	61.34	2193.92	790.17	927.62

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	122.87	2316.79	3106.96	4034.58
应收和预付款项	101.23	151.03	183.02	217.29
存货	199.06	275.67	340.35	414.41
其他流动资产	56.12	22.06	26.51	31.49
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	703.24	671.06	638.88	606.71
无形资产和开发支出	61.27	55.45	49.63	43.81
其他非流动资产	10.22	10.20	10.17	10.15
资产总计	1254.02	3502.25	4355.52	5358.42
短期借款	124.68	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	354.43	516.79	623.85	753.82
长期借款	51.15	51.15	51.15	51.15
其他负债	85.18	74.59	77.71	80.85
负债合计	615.44	642.53	752.70	885.82
股本	80.00	106.67	106.67	106.67
资本公积	71.04	1593.03	1593.03	1593.03
留存收益	486.36	1160.03	1903.12	2772.91
归属母公司股东权益	638.57	2859.73	3602.82	4472.60
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	638.57	2859.73	3602.82	4472.60
负债和股东权益合计	1254.02	3502.25	4355.52	5358.42

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	34.76%	42.25%	21.08%	19.45%
营业利润增长率	71.71%	113.09%	10.42%	17.03%
净利润增长率	70.35%	113.65%	10.30%	17.05%
EBITDA 增长率	60.85%	95.33%	8.96%	16.08%
获利能力				
毛利率	30.36%	36.49%	33.85%	33.05%
三费率	7.71%	8.11%	7.97%	7.52%
净利率	16.14%	24.24%	22.09%	21.64%
ROE	49.38%	23.56%	20.63%	19.45%
ROA	25.14%	19.24%	17.06%	16.23%
ROIC	36.91%	63.49%	66.41%	73.66%
EBITDA/销售收入	21.53%	29.56%	26.60%	25.85%
营运能力				
总资产周转率	1.80	1.17	0.86	0.83
固定资产周转率	4.07	5.65	7.32	9.40
应收账款周转率	23.58	24.96	22.72	22.73
存货周转率	7.04	7.43	7.23	7.13
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.59%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	49.08%	18.35%	17.28%	16.53%
带息债务/总负债	28.57%	7.96%	6.80%	5.77%
流动比率	0.96	5.23	5.72	6.08
速动比率	0.56	4.71	5.19	5.55
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
每股指标				
每股收益	2.96	6.32	6.97	8.15
每股净资产	5.99	26.81	33.78	41.93
每股经营现金	4.01	7.33	7.29	8.53
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	420.54	821.44	895.07	1039.03
PE	61.23	28.66	25.98	22.20
PB	30.23	6.75	5.36	4.32
PS	9.88	6.95	5.74	4.80
EV/EBITDA	34.56	20.73	18.14	14.74
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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@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
北京	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
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷琬	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