消费升级与娱乐研究中心

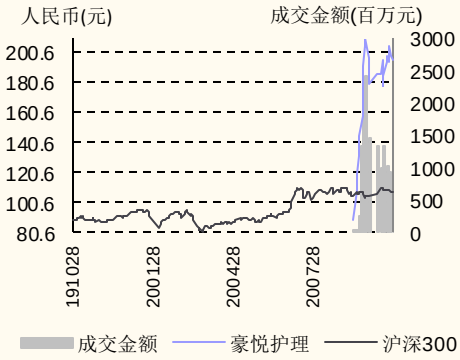
豪悦护理 (605009.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：196.14 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.07
已上市流通 A 股(亿股)	.27
总市值(亿元)	209.22
年内股价最高最低(元)	205.00/178.50
沪深 300 指数	4691
上证指数	3251



相关报告

1.《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

抗疫物资收入减少，影响了 3Q 增速

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,450	1,953	2,753	3,234	4,063
营业收入增长率	90.48%	34.76%	40.93%	17.47%	25.64%
归母净利润(百万元)	185	315	661	730	911
归母净利润增长率	176.19%	70.35%	109.58%	10.43%	24.84%
摊薄每股收益(元)	2.314	3.942	6.195	6.842	8.541
每股经营性现金流净额	3.13	5.23	7.03	7.67	9.76
ROE(归属母公司)(摊薄)	52.57%	49.38%	23.19%	20.95%	21.25%
P/E	N/A	N/A	31.66	28.67	22.96
P/B	N/A	N/A	7.34	6.01	4.88

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2020 年前三季度实现营收 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%。其中，3Q 营收 6.5 亿元，同比+18.9%；实现归母净利润 1.17 亿元，同比+54.7%；实现扣非归母净利润 1.15 亿元，同比+57.2%。

经营分析

- **3Q 营收稳健成长，口罩业务影响营收环比略有下滑。**3Q 营收同比增速较上半年有所放缓，主要原因是：公司在 2020 年上半年新增口罩等抗疫产品，上半年非吸收卫生用品的营收为 2.5 亿，而 2019 年全年营收为 0.34 亿，这部分产品快速增长，拉高了上半年的整体营收增速，而自 3Q 开始，口罩产品的销售收入基本归零。此外 3Q2019 公司营收基数较高，我们估计 3Q19 环比 2Q19 的增速为 30%左右。
- **费用控制能力良好，盈利能力持续提升。**公司 3Q 毛利率为 32.7%，同比+3.7pcts，较 1H2020 毛利率下滑 9.1pcts。一方面是由于高毛利的口罩业务营收减少，公司 1H2020 非吸收卫生用品（以口罩和湿巾业务为主）毛利率 68.4%，拉高整体业务毛利率，剔除此部分影响后，剩余业务毛利率为 36.1%。另一方面，从成本角度看，国内无纺布的价格在 6 月上调了 20%。公司前三季度期间费用率同比降低 1.4pct 至 10.0%，其中销售费用率同比降 0.6pct 至 4.3%；管理费用率同比降 0.5pct 至 5.3%，主要受益于营收快速增长带来的规模效应。公司 3Q 归母净利率 17.9%，同比+4.15pcts。
- **拓客户+拓品类+自主品牌，成长路径清晰。**从客户的角度看，公司目前绑定的互联网品牌占据个护行业的份额较低，仍有继续高速增长的潜力，而传统的国际大牌方面，公司因占其制造端比重较低，则具备较大的合作空间。从品类方面看，公司目前具备很强竞争优势的两款产品——混合芯体纸尿裤以及女性经期裤，在纸尿裤和女性护理产品系列中渗透率低于 20%，未来混合芯体和女性经期裤的渗透率上升，将助力公司的营收继续保持较快增长。因此无论从客户角度，还是产品角度，豪悦的营收扩张皆有清晰的成长路径。

盈利预测和投资建议

- 我们预计公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 6.2、6.84 和 8.54 元，当前股价对应 PE 分别为 31.7、28.7 和 23.0 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 下游客户集中度过高的风险；原材料价格大幅波动的风险；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。

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

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**761**	**1,450**	**1,953**	**2,753**	**3,234**	**4,063**
增长率		90.5%	34.8%	40.9%	17.5%	25.6%
主营业务成本	-556	-1,064	-1,360	-1,707	-2,079	-2,617
%销售收入	73.1%	73.4%	69.6%	62.0%	64.3%	64.4%
毛利	205	385	593	1,046	1,155	1,446
%销售收入	26.9%	26.6%	30.4%	38.0%	35.7%	35.6%
营业税金及附加	-4	-7	-10	-14	-16	-20
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-59	-74	-102	-121	-139	-171
%销售收入	7.8%	5.1%	5.2%	4.4%	4.3%	4.2%
管理费用	-27	-25	-36	-41	-52	-65
%销售收入	3.6%	1.7%	1.9%	1.5%	1.6%	1.6%
研发费用	-29	-49	-66	-94	-113	-142
%销售收入	3.8%	3.4%	3.4%	3.4%	3.5%	3.5%
息税前利润（EBIT）	86	231	378	776	835	1,048
%销售收入	11.3%	15.9%	19.4%	28.2%	25.8%	25.8%
财务费用	-16	-16	-12	5	17	17
%销售收入	2.1%	1.1%	0.6%	-0.2%	-0.5%	-0.4%
资产减值损失	1	7	6	-9	-2	-3
公允价值变动收益	0	0	0	-1	1	1
投资收益	0	1	2	2	2	2
%税前利润	0.2%	0.4%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	74	213	366	772	853	1,065
营业利润率	9.7%	14.7%	18.7%	28.0%	26.4%	26.2%
营业外收支	3	0	0	1	1	1
税前利润	77	214	366	773	854	1,066
利润率	10.1%	14.7%	18.8%	28.1%	26.4%	26.2%
所得税	-10	-29	-51	-112	-124	-155
所得税率	12.6%	13.4%	13.9%	14.5%	14.5%	14.5%
净利润	67	185	315	661	730	911
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**67**	**185**	**315**	**661**	**730**	**911**
净利率	8.8%	12.8%	16.1%	24.0%	22.6%	22.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	67	185	315	661	730	911
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	23	25	39	63	76	108
非经营收益	15	12	7	18	1	0
营运资金变动	33	28	57	9	11	22
经营活动现金净流	**138**	**251**	**418**	**750**	**818**	**1,041**
资本开支	-131	-170	-306	-604	-859	-824
投资	-4	-37	38	-451	-149	101
其他	-3	-10	-17	2	2	2
投资活动现金净流	**-138**	**-217**	**-285**	**-1,053**	**-1,006**	**-721**
股权募资	80	0	0	1,636	0	0
债权募资	-40	26	-6	-140	-36	10
其他	-42	-43	-76	-95	-101	-111
筹资活动现金净流	**-2**	**-16**	**-82**	**1,402**	**-137**	**-101**
现金净流量	**-2**	**18**	**52**	**1,098**	**-325**	**219**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	47	58	123	1,221	896	1,115
应收款项	51	101	129	163	196	263
存货	141	187	199	242	305	398
其他流动资产	13	50	29	476	630	537
流动资产	252	396	479	2,102	2,027	2,313
%总资产	38.0%	43.2%	38.2%	61.5%	49.1%	45.0%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	387	475	703	1,152	1,833	2,486
%总资产	58.3%	51.7%	56.1%	33.7%	44.4%	48.4%
无形资产	22	22	62	164	269	336
非流动资产	412	522	775	1,316	2,102	2,822
%总资产	62.0%	56.8%	61.8%	38.5%	50.9%	55.0%
资产总计	**664**	**918**	**1,254**	**3,418**	**4,129**	**5,135**
短期借款	155	191	138	51	0	0
应付款项	200	224	279	320	411	568
其他流动负债	41	73	85	136	158	193
流动负债	396	489	502	506	569	761
长期贷款	0	0	51	51	56	61
其他长期负债	72	77	63	10	20	25
负债	**467**	**566**	**615**	**568**	**645**	**847**
普通股股东权益	**197**	**352**	**639**	**2,850**	**3,484**	**4,288**
其中：股本	80	80	80	107	107	107
未分配利润	43	180	438	1,013	1,647	2,452
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**664**	**918**	**1,254**	**3,418**	**4,129**	**5,135**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.838	2.314	3.942	6.195	6.842	8.541
每股净资产	2.462	4.401	7.982	26.719	32.660	40.201
每股经营现金净流	1.728	3.132	5.226	7.031	7.668	9.755
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	34.02%	52.57%	49.38%	23.19%	20.95%	21.25%
总资产收益率	10.09%	20.17%	25.14%	19.34%	17.68%	17.74%
投入资本收益率	21.28%	36.79%	39.35%	22.46%	20.17%	20.60%
增长率						
主营业务收入增长率	63.69%	90.48%	34.76%	40.93%	17.47%	25.64%
EBIT增长率	118.75%	169.29%	63.93%	105.00%	7.67%	25.50%
净利润增长率	202.41%	176.19%	70.35%	109.58%	10.43%	24.84%
总资产增长率	25.34%	38.17%	36.63%	172.53%	20.81%	24.38%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.7	14.3	15.5	14.5	14.0	14.0
存货周转天数	78.7	56.3	51.8	53.0	55.0	57.0
应付账款周转天数	49.5	57.8	55.0	55.0	57.0	63.0
固定资产周转天数	146.7	113.9	94.9	87.0	100.2	107.0
偿债能力						
净负债/股东权益	54.83%	37.88%	10.24%	-39.30%	-24.13%	-24.59%
EBIT利息保障倍数	5.5	14.3	30.3	-168.7	-50.6	-62.6
资产负债率	70.35%	61.64%	49.08%	16.61%	15.62%	16.49%

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	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

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

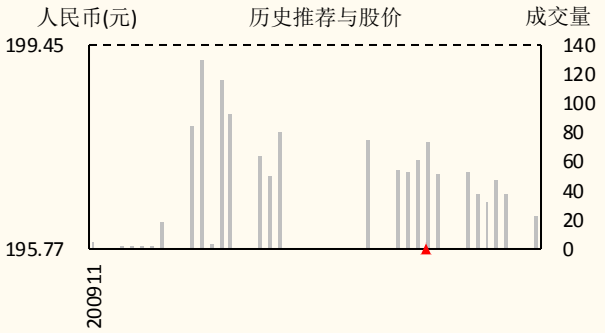
来源：国金证券研究所

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH