

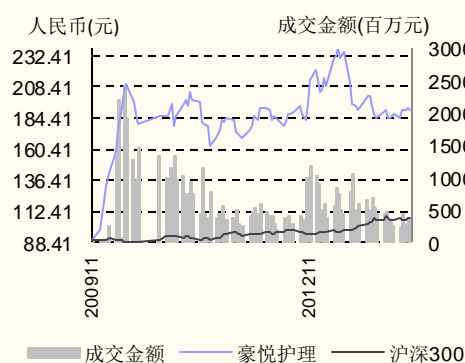
豪悦护理 (605009.SH) 增持 (下调评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 190.11 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)	202.79
年内股价最高最低(元)	238.00/89.65
沪深 300 指数	5570
上证指数	3607



相关报告

- 1.《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
- 2.《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

原材料成本上涨+抗疫物资减少,影响4Q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	2,631	3,214	4,021
营业收入增长率	90.48%	34.76%	34.67%	22.18%	25.12%
归母净利润(百万元)	185	315	610	701	834
归母净利润增长率	176.19%	70.35%	93.51%	14.81%	19.03%
摊薄每股收益(元)	2.31	3.94	5.72	6.57	7.82
每股经营性现金流净额	3.13	5.23	6.52	7.53	8.81
ROE(归属母公司)(摊薄)	52.57%	49.38%	21.80%	20.58%	20.18%
P/E	N/A	N/A	33.27	28.98	24.34
P/B	N/A	N/A	7.25	5.96	4.91

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 2020 年业绩预告, 预计全年实现归母净利润 5.9~6.2 亿元, 同比 +87.1%~+96.6%; 扣非归母净利润 5.6~5.9 亿元, 同比 +82.0%~+91.7%。其中 4Q 归母净利润 0.98~1.28 亿元, 同比 -10.9%~+16.4%。

经营分析

- 预计口罩业务和原材料涨价影响 4Q 业绩表现。我们预计公司 4Q 利润增速继续放缓, 原因之一与公司 3Q 增速放缓一致, 即: 高毛利率的抗疫产品营收减少所致。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 亿元, 而 2019 年全年营收为 0.34 亿元, 自 3Q2020 年开始, 口罩产品的销售收入基本归零, 我们判断 4Q 情形一致。

预计 4Q 业绩增速进一步放缓的另一个原因是成本上升, 公司原料无纺布是石油衍生品, 伴随国内及海外需求的逐步修复, 4Q2020 年无纺布上游原料粘胶短纤均价环比 +22.6%。与此同时, 木浆价格于 4Q 亦呈现上涨的态势, 当前针叶浆/阔叶浆均价分别为 6043/4588 元/吨, 较 9 月底 +28%/+25.9%。由于可吸水材料 SAP 并没有公开报价, 但鉴于国际大宗商品于 4Q 均进入价格上行通道, 我们预判 SAP 的价格应当上涨。成本端对公司 4Q 利润增速构成了压力。

- 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, 伴随 2021 年产能释放, 我们预计公司有望实现营收端的稳步增长。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均处较低水平, 未来混合芯体和女性经期裤的渗透率上升, 将助力公司继续保持超越行业的成长性。此外, 东南亚市场的拓展亦将打开公司成长的地域半径。公司中长期成长路径清晰, 具备不俗的成长空间。

盈利预测和投资建议

- 鉴于公司 2020 年业绩低于我们此前预期, 我们将公司 2020-2022 年 EPS 下调至 5.7、6.6、7.8 元, 下调幅度分别为 7.7%、4.0%、8.5%, 当前股价对应 PE 分别为 33.3、29.0、24.3 倍, 下调评级至“增持”。

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)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	761	1,450	1,953	2,631	3,214	4,021
增长率		90.5%	34.8%	34.7%	22.2%	25.1%
主营业务成本	-556	-1,064	-1,360	-1,669	-2,116	-2,682
%销售收入	73.1%	73.4%	69.6%	63.4%	65.8%	66.7%
毛利	205	385	593	962	1,098	1,339
%销售收入	26.9%	26.6%	30.4%	36.6%	34.2%	33.3%
营业税金及附加	-4	-7	-10	-13	-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	-110	-132	-165
%销售收入	7.8%	5.1%	5.2%	4.2%	4.1%	4.1%
管理费用	-27	-25	-36	-39	-51	-64
%销售收入	3.6%	1.7%	1.9%	1.5%	1.6%	1.6%
研发费用	-29	-49	-66	-84	-100	-133
%销售收入	3.8%	3.4%	3.4%	3.2%	3.1%	3.3%
息税前利润 (EBIT)	86	231	378	714	799	957
%销售收入	11.3%	15.9%	19.4%	27.2%	24.9%	23.8%
财务费用	-16	-16	-12	6	17	16
%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	0	-2
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	713	818	974
营业利润率	9.7%	14.7%	18.7%	27.1%	25.5%	24.2%
营业外收支	3	0	0	1	1	1
税前利润	77	214	366	714	819	975
利润率	10.1%	14.7%	18.8%	27.1%	25.5%	24.3%
所得税	-10	-29	-51	-103	-119	-141
所得税率	12.6%	13.4%	13.9%	14.5%	14.5%	14.5%
净利润	67	185	315	610	701	834
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	610	701	834
净利率	8.8%	12.8%	16.1%	23.2%	21.8%	20.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	67	185	315	610	701	834
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	23	25	39	63	74	104
非经营收益	15	12	7	15	0	-1
营运资金变动	33	28	57	8	28	3
经营活动现金净流	138	251	418	696	803	940
资本开支	-131	-170	-306	-604	-859	-774
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	-671
股权募资	80	0	0	1,636	0	0
债权募资	-40	26	-6	-129	-46	10
其他	-42	-43	-76	-93	-100	-110
筹资活动现金净流	-2	-16	-82	1,414	-146	-100
现金净流量	-2	18	52	1,057	-349	170

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	47	58	123	1,179	830	1,000
应收账款	51	101	129	155	186	253
存货	141	187	199	236	312	411
其他流动资产	13	50	29	476	630	538
流动资产	252	396	479	2,047	1,959	2,202
%总资产	38.0%	43.2%	38.2%	60.9%	48.2%	44.2%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	387	475	703	1,152	1,833	2,438
%总资产	58.3%	51.7%	56.1%	34.2%	45.1%	49.0%
无形资产	22	22	62	164	269	336
非流动资产	412	522	775	1,316	2,102	2,774
%总资产	62.0%	56.8%	61.8%	39.1%	51.8%	55.8%
资产总计	664	918	1,254	3,363	4,060	4,976
短期借款	155	191	138	61	0	0
应付款项	200	224	279	312	418	560
其他流动负债	41	73	85	129	162	199
流动负债	396	489	502	502	580	759
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	563	656	845
普通股股东权益	197	352	639	2,799	3,404	4,131
其中：股本	80	80	80	107	107	107
未分配利润	43	180	438	963	1,567	2,294
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	664	918	1,254	3,363	4,060	4,976

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.838	2.314	3.942	5.720	6.567	7.817
每股净资产	2.462	4.401	7.982	26.243	31.911	38.727
每股经营现金净流	1.728	3.132	5.226	6.524	7.528	8.813
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%	21.80%	20.58%	20.18%
总资产收益率	10.09%	20.17%	25.14%	18.15%	17.25%	16.76%
投入资本收益率	21.28%	36.79%	39.35%	20.98%	19.74%	19.52%
增长率						
主营业务收入增长率	63.69%	90.48%	34.76%	34.67%	22.18%	25.12%
EBIT 增长率	118.75%	169.29%	63.93%	88.82%	11.84%	19.79%
净利润增长率	202.41%	176.19%	70.35%	93.51%	14.81%	19.03%
总资产增长率	25.34%	38.17%	36.63%	168.16%	20.74%	22.55%
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	60.0
固定资产周转天数	146.7	113.9	94.9	91.1	100.8	103.8
偿债能力						
净负债/股东权益	54.83%	37.88%	10.24%	-38.15%	-22.76%	-22.74%
EBIT 利息保障倍数	5.5	14.3	30.3	-113.9	-48.2	-59.8
资产负债率	70.35%	61.64%	49.08%	16.75%	16.17%	16.98%

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	1	5	12	16
增持	0	1	1	7	1
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.43	1.45	1.17

来源：朝阳永续

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。

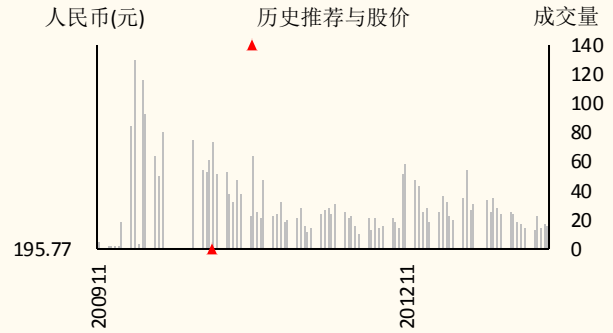
最终评分与平均投资建议对照：

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

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

来源：国金证券研究所



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，不作为或被视作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