

# 豪悦护理 (605009)

证券研究报告

2021年08月31日

21Q2 营收环比上升 4.8%，持续投入新产品研发，强化成本管控优势

公司发布半年报，21H1 实现收入 10.8 亿，同减 22%；剔除疫情相关产品影响，销售收入同减 7.9%。实现归母净利润 1.9 亿，同减 49%；归母净利率 17.7%，同减 9.4pct。实现归母扣非净利润 1.7 亿，同减 53%。

单 Q 来看，Q1/Q2 分别实现营收 5.3/5.6 亿，同比变化+8%/-38%。实现归母净利润 0.88/1.04 亿，同减 7%/63%；归母净利率 16.7%/18.8%，同减 2.8/12.6pct。

分产品来看，婴儿卫生用品实现收入 7.65 亿，同减 9%；毛利率 29.0%，同减 5.4pct。成人卫生用品实现收入 2.65 亿，同减 4%；毛利率 30.3%，同减 11.4pct。其他产品实现收入 0.32 亿，同减 87%；毛利率 94.8%，同增 26.3pct，主要是 20H1 口罩等防疫物资高基数影响。

成本费用端来看，21H1 实现综合毛利率 30.5%，同减 11.3pct。实现销售费用率 5.9%，同增 1.9pct，目前公司已初步建成海外自主品牌管理团队，已在泰国线上线下开展自主品牌销售活动。实现管理费用率 2.6%，同增 1.2pct。实现研发费用率 3.6%，同增 0.4pct。公司持续加大研发投入，目前研发的第四代可穿脱经期裤未来将积极进行商业化应用和推广；第四代新型复合芯体材料已应用于产品。

截止 21H1，公司募投项目“新增年产 6 亿片吸收性卫生用品智能制造技改项目”生产线全部投产；“年产 12 亿片吸收性卫生用品智能制造生产基地建设项目”设备已经陆续投产，投入进度为 65%，预计今年年底全部投产。公司先后引进了二十余条行业先进的瑞光生产设备，目前合作客户包括尤妮佳、花王、BabyCare、BEABA、蜜芽等，随着新建产能释放，未来业务持续开拓可期。

投资建议：公司作为卫护领域 ODM NO.1，精耕细作供应链，创新研发能力强。21H1 由于海运运力短缺、新工厂搬迁、下游部分需求不稳定等，利润端受到影响。随着新工厂产能释放、国外自主品牌销售团队的搭建完善，预计公司竞争优势将进一步加强。预计 21-22 年净利润分别为 5.0/6.2 亿，对应 17/14xPE，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料涨价波动风险，大客户流失风险，自有品牌布局不及预期

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,953.38	2,590.95	3,048.45	3,860.86	4,826.08
增长率(%)	34.76	32.64	17.66	26.65	25.00
EBITDA(百万元)	491.23	833.65	635.38	783.79	940.29
净利润(百万元)	315.32	601.96	504.43	624.74	749.78
增长率(%)	70.35	90.90	(16.20)	23.85	20.02
EPS(元/股)	1.98	3.79	3.17	3.93	4.72
市盈率(P/E)	27.83	14.58	17.40	14.05	11.71
市净率(P/B)	13.74	3.15	2.65	2.26	1.92
市销率(P/S)	4.49	3.39	2.88	2.27	1.82
EV/EBITDA	0.00	22.25	10.39	7.48	5.49

资料来源：wind，天风证券研究所

## 投资评级

行业	轻工制造/造纸
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	55.22 元
目标价格	元

## 基本数据

A 股总股本(百万股)	158.94
流通 A 股股本(百万股)	39.74
A 股总市值(百万元)	8,776.57
流通 A 股市值(百万元)	2,194.35
每股净资产(元)	18.05
资产负债率(%)	20.97
一年内最高/最低(元)	245.88/55.18

## 作者

<b>刘章明</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
<b>范张翔</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	

## 股价走势



资料来源：贝格数据

## 相关报告

- 《豪悦护理-公司点评:发布员工股权激励计划，强化人才队伍建设，扬帆起航再出发》2021-08-01
- 《豪悦护理-公司点评:21H1 预计实现归母净利润 1.9-2.1 亿，看好稳需求赛道头部企业市占率提升空间》2021-07-26
- 《豪悦护理-季报点评:21Q1 主业稳健增长，深耕供应链不惧原材料波动，稳扎稳打加强自有品牌布局》2021-04-30

## 1. 21Q2 营收环比上升 4.8%，归母净利润环比上升 18%

公司发布半年报，21H1 实现营收 10.85 亿，同减 21.72%。实现归母净利润 1.92 亿，同减 48.76%；归母净利率 17.74%，同减 9.37pct。实现归母扣非净利润 1.73 亿，同减 52.71%；归母扣非净利率 15.97%，同减 10.47pct。

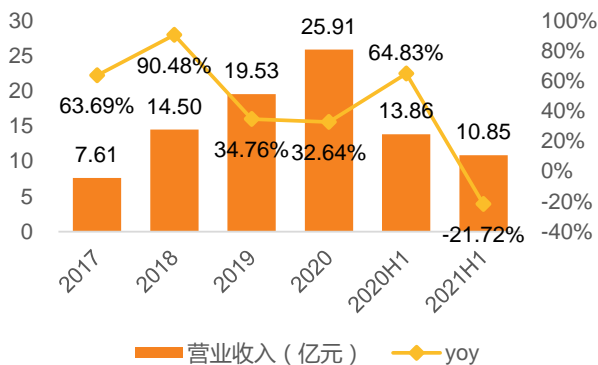
单 Q 来看，Q1/Q2 分别实现营收 5.30/5.55 亿，同比变化+7.78%/-37.92%。实现归母净利润 0.88/1.04 亿，同减 7.49%/62.83%，主要是 20Q2 防疫物资高基数影响；归母净利率 16.67%/18.76%，同比减少 2.75/12.57pct。实现归母扣非净利润 0.86/0.88 亿，同减 9.88%/67.56%；归母扣非净利率 16.18%/15.76%，同比减少 3.17/14.40pct。

## 2. 21H1 实现营收 10.8 亿，深化合作扩充品类，持续投入新产品研发

### 2.1. 防疫物资销售下降影响营收，募投项目有序推进

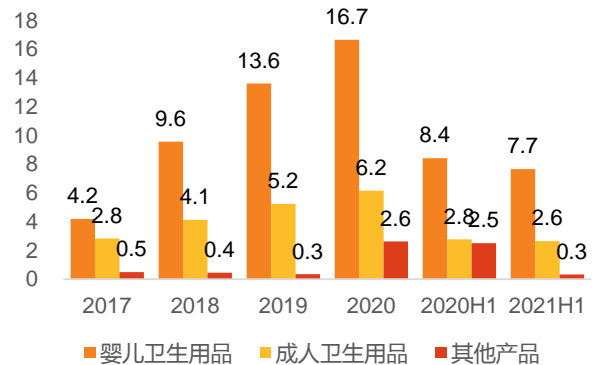
21H1 实现营收 10.85 亿，同比减少 21.72%，主要受防疫产品销售下降影响。分产品看，婴儿卫生用品收入 7.65 亿元，同比减少 9.20%。成人卫生用品收入 2.65 亿元，同比减少 4.02%。其他产品收入 0.32 亿元，同比减少 87.42%。

图 1：21H1 实现营收 10.85 亿，同比减少 21.72%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：分产品看，婴儿卫生用品收入 7.65 亿元（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

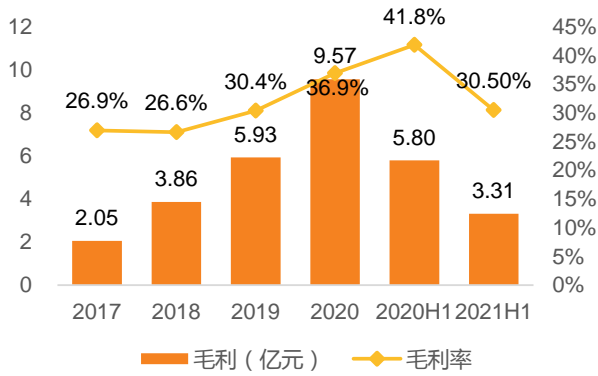
业务端，公司持续投入新产品研发，深化与全球著名大客户的合作，在国外市场推广自主品牌复合芯体结构婴儿尿裤产品，并不断扩充合作产品品类、加大合作区域。同时通过多渠道从外部引进核心销售人才，已初步建成海外自主品牌管理团队。引进 SAP、MES 系统，优化生产流程，配置智能化设备降低成本的同时提高生产效率，进一步强化成本管控优势。公司“新增年产 6 亿片吸收性卫生用品智能制造技改项目”募投项目已全部投产，“年产 12 亿片吸收性卫生用品智能制造生产基地建设项目”设备已经陆续投产，投入进度为 64.98%，预计今年年底将全部投产。

### 2.2. 21H1 婴儿卫生用品毛利率同减 5.5pct，研发投入持续加大

21H1 实现毛利 3.31 亿元，毛利率 30.50%，同比减少 11.32pct。其中，Q1 实现毛利 1.62 亿元，毛利率 30.55%，同比减少 4.61pct；Q2 实现毛利 1.69 亿元，毛利率 30.46%，同比减少 15.03pct。

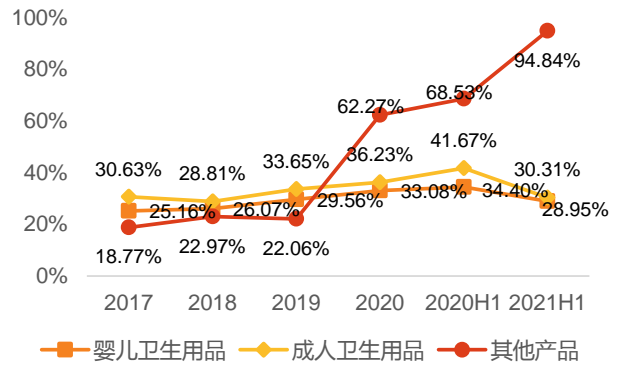
分产品看，婴儿卫生用品实现毛利 2.22 亿元，毛利率 28.95%，同比减少 5.45pct。成人卫生用品实现毛利 0.80 亿元，毛利率 30.31%，同比减少 11.36pct。其他产品实现毛利 0.30 亿元，毛利率 94.84%，同比增加 26.32pct。

图 3: 21H1 实现毛利 3.31 亿元, 毛利率 30.50%, 同比减少 11.32pct



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

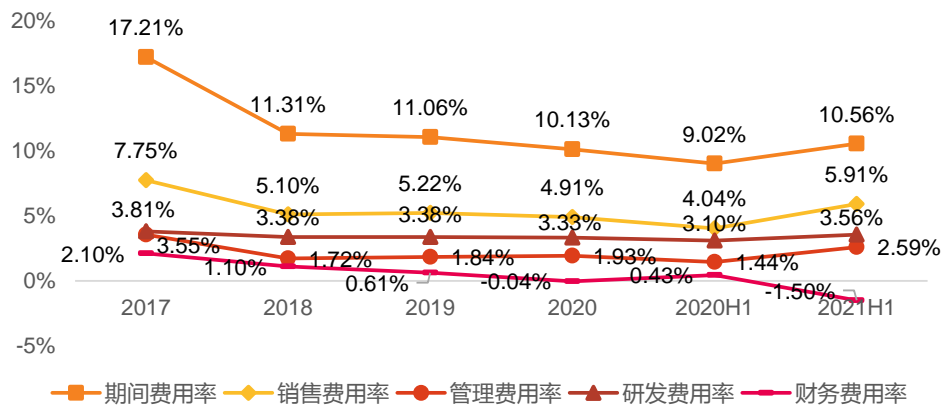
图 4: 分产品看, 婴儿卫生用品实现毛利率 28.95%, 同比减少 5.45pct



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

21H1 实现期间费用率 10.56%, 同比增加 1.55pct。其中, 销售费用率 5.91%, 同比增加 1.87pct, 主要由于公司加大产品推广。管理费用率 2.59%, 同比增加 1.15pct, 主要由于管理人员薪酬增加以及上年同期养老保险等减免。研发费用率 3.56%, 同比增加 0.46pct。财务费用率 -1.50%, 同比减少 1.93pct。公司持续投入研发技术, 在复合芯体婴儿纸尿裤、经期裤等产品持续迭代研发, 目前拥有 137 项专利, 其中发明专利 8 项。

图 5: 21H1 实现期间费用率 10.56%, 同比增加 1.55pct



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

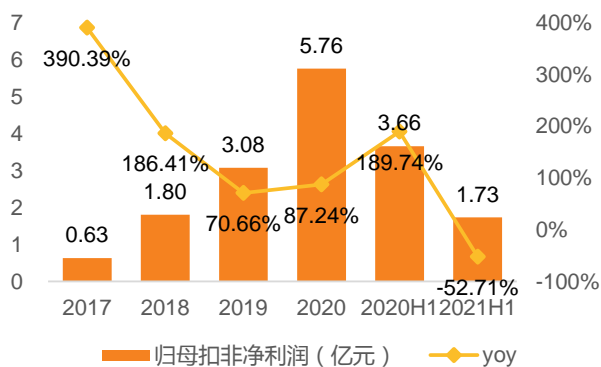
### 2.3. 21Q2 归母净利润逐步企稳, 环比上升 18%

21H1 实现归母净利润 1.92 亿, 同比减少 48.76%; 归母净利率 17.74%, 同比减少 9.37pct。实现归母扣非净利润 1.73 亿, 同比减少 52.17%; 归母扣非净利率 15.97%, 同比减少 10.47pct。

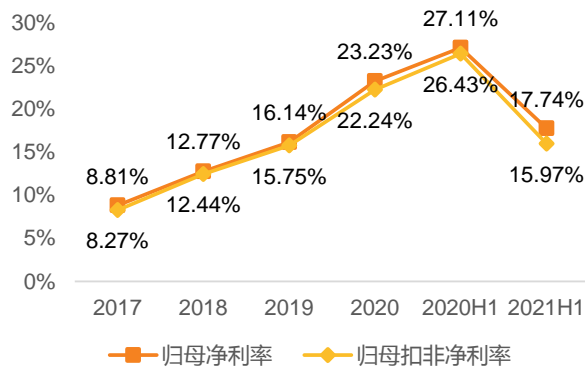
单 Q 来看, Q1/Q2 分别实现归母净利润 0.88/1.04 亿, 同比减少 7.49%/62.83%, 归母净利率 16.67%/18.76%, 同比减少 2.75/12.57pct。实现归母扣非净利润 0.86/0.88 亿, 同比减少 9.88%/67.56%, 归母扣非净利率 16.18%/15.76%, 同比减少 3.17/14.40pct。

图 6: 21H1 归母扣非净利润同比减少 52.17%

图 7: 21H1 实现归母扣非净利率 15.97%



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 投资建议

公司作为卫护领域 ODM NO.1，精耕细作供应链，创新研发能力强。21H1 由于海运运力短缺、新工厂搬迁、下游部分需求不稳定等，利润端受到影响。随着新工厂产能释放、国外自主品牌销售团队的搭建完善，预计公司竞争优势将进一步加强。预计 21-22 年净利润分别为 5.0/6.25 亿，对应 17/14xPE，维持“买入”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	122.87	1,627.75	2,158.69	2,874.23	3,543.60	营业收入	1,953.38	2,590.95	3,048.45	3,860.86	4,826.08
应收票据及应收账款	88.43	58.59	164.74	4.47	7.06	营业成本	1,360.30	1,634.15	2,030.27	2,742.41	3,484.19
预付账款	12.81	12.25	20.23	23.98	31.13	营业税金及附加	10.16	10.87	12.19	15.44	19.30
存货	199.06	227.66	350.02	408.42	577.39	营业费用	101.92	127.21	152.42	189.18	231.65
其他	56.12	305.39	174.68	172.64	253.08	管理费用	36.23	50.01	57.92	69.50	82.04
<b>流动资产合计</b>	<b>479.29</b>	<b>2,231.65</b>	<b>2,868.36</b>	<b>3,483.75</b>	<b>4,412.25</b>	研发费用	66.44	86.27	94.50	115.83	139.96
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	12.47	(1.16)	8.63	10.14	13.29
固定资产	508.09	800.57	899.10	971.94	1,016.36	资产减值损失	(3.26)	(9.44)	1.41	1.57	(5.00)
在建工程	195.15	266.15	195.69	165.41	129.25	公允价值变动收益	0.00	0.00	(98.69)	16.77	22.05
无形资产	61.27	59.92	58.36	56.81	55.26	投资净收益	1.66	0.39	0.85	1.09	1.00
其他	10.22	27.86	21.03	19.56	22.76	其他	1.27	(8.53)	195.67	(35.71)	(46.10)
<b>非流动资产合计</b>	<b>774.73</b>	<b>1,154.50</b>	<b>1,174.19</b>	<b>1,213.72</b>	<b>1,223.62</b>	<b>营业利润</b>	<b>366.18</b>	<b>701.18</b>	<b>593.27</b>	<b>734.65</b>	<b>883.70</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,254.02</b>	<b>3,386.15</b>	<b>4,042.54</b>	<b>4,697.48</b>	<b>5,635.87</b>	营业外收入	0.23	2.10	0.23	0.40	0.10
短期借款	124.68	58.55	45.70	38.90	40.20	营业外支出	0.14	1.71	0.06	0.07	1.70
应付票据及应付账款	269.58	324.93	424.94	572.40	701.45	<b>利润总额</b>	<b>366.27</b>	<b>701.58</b>	<b>593.44</b>	<b>734.99</b>	<b>882.10</b>
其他	107.40	154.38	190.27	132.30	269.03	所得税	50.95	99.62	89.02	110.25	132.31
<b>流动负债合计</b>	<b>501.65</b>	<b>537.86</b>	<b>660.91</b>	<b>743.60</b>	<b>1,010.68</b>	<b>净利润</b>	<b>315.32</b>	<b>601.96</b>	<b>504.43</b>	<b>624.74</b>	<b>749.78</b>
长期借款	51.15	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>315.32</b>	<b>601.96</b>	<b>504.43</b>	<b>624.74</b>	<b>749.78</b>
其他	62.64	60.94	66.72	63.43	63.70	每股收益(元)	1.98	3.79	3.17	3.93	4.72
<b>非流动负债合计</b>	<b>113.79</b>	<b>60.94</b>	<b>66.72</b>	<b>63.43</b>	<b>63.70</b>						
<b>负债合计</b>	<b>615.44</b>	<b>598.81</b>	<b>727.63</b>	<b>807.03</b>	<b>1,074.37</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>					
股本	80.00	106.67	158.94	158.94	158.94	营业收入	34.76%	32.64%	17.66%	26.65%	25.00%
资本公积	71.04	1,593.03	1,593.03	1,593.03	1,593.03	营业利润	71.71%	91.48%	-15.39%	23.83%	20.29%
留存收益	557.39	2,681.34	3,155.97	3,731.51	4,402.55	归属于母公司净利润	70.35%	90.90%	-16.20%	23.85%	20.02%
其他	(69.85)	(1,593.70)	(1,593.03)	(1,593.03)	(1,593.03)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>638.57</b>	<b>2,787.34</b>	<b>3,314.91</b>	<b>3,890.45</b>	<b>4,561.49</b>	毛利率	30.36%	36.93%	33.40%	28.97%	27.81%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,254.02</b>	<b>3,386.15</b>	<b>4,042.54</b>	<b>4,697.48</b>	<b>5,635.87</b>	净利率	16.14%	23.23%	16.55%	16.18%	15.54%
						ROE	49.38%	21.60%	15.22%	16.06%	16.44%
						ROIC	70.96%	86.58%	49.18%	55.61%	78.16%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>偿债能力</b>					
净利润	315.32	601.96	504.43	624.74	749.78	资产负债率	49.08%	17.68%	18.00%	17.18%	19.06%
折旧摊销	41.88	55.31	33.48	39.00	43.30	净负债率	10.38%	-56.30%	-63.51%	-72.70%	-76.70%
财务费用	11.21	11.87	8.63	10.14	13.29	流动比率	0.96	4.15	4.34	4.69	4.37
投资损失	(1.66)	(0.39)	(0.85)	(1.09)	(1.00)	速动比率	0.56	3.73	3.81	4.14	3.79
营运资金变动	77.35	103.80	(64.74)	205.33	27.87	<b>营运能力</b>					
其它	(16.28)	51.07	(98.69)	16.77	22.05	应收账款周转率	23.58	35.25	27.30	45.63	837.24
<b>经营活动现金流</b>	<b>427.83</b>	<b>823.61</b>	<b>382.25</b>	<b>894.88</b>	<b>855.29</b>	存货周转率	10.11	12.14	10.55	10.18	9.79
资本支出	324.34	418.93	54.22	83.28	49.74	总资产周转率	1.80	1.12	0.82	0.88	0.93
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标(元)</b>					
其他	(609.31)	(1,585.77)	85.01	(195.74)	(142.84)	每股收益	1.98	3.79	3.17	3.93	4.72
<b>投资活动现金流</b>	<b>(284.97)</b>	<b>(1,166.84)</b>	<b>139.24</b>	<b>(112.45)</b>	<b>(93.10)</b>	每股经营现金流	2.69	5.18	2.41	5.63	5.38
债权融资	189.16	58.55	53.49	45.94	45.14	每股净资产	4.02	17.54	20.86	24.48	28.70
股权融资	(11.29)	1,547.97	44.31	(10.14)	(13.29)	<b>估值比率</b>					
其他	(259.61)	(208.11)	(88.35)	(102.69)	(124.68)	市盈率	27.83	14.58	17.40	14.05	11.71
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(81.74)</b>	<b>1,398.41</b>	<b>9.45</b>	<b>(66.89)</b>	<b>(92.82)</b>	市净率	13.74	3.15	2.65	2.26	1.92
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	0.00	22.25	10.39	7.48	5.49
<b>现金净增加额</b>	<b>61.12</b>	<b>1,055.18</b>	<b>530.94</b>	<b>715.54</b>	<b>669.37</b>	EV/EBIT	0.00	23.83	10.97	7.87	5.76

资料来源：公司公告，天风证券研究所



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com