

2021年09月01日

证券研究报告·2021年半年报点评

豪悦护理 (605009) 轻工制造

持有 (维持)

当前价: 56.75元

目标价: 一一元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 盈利短期承压，自主品牌战略推进

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司发布 2021H1 半年报, 2021 年 H1 实现收入 10.8 亿元 (-21.7%), 同 2019 年 H1 相比增长 29.0%; 实现归母净利润 1.9 亿元 (-48.8%), 同 2019 年相比增长 48.4%; 实现扣非归母净利润 1.7 亿元 (-52.7%), 同 2019 年增长 37%。其中, 单 Q2 公司实现营业收入 5.6 亿元 (-37.9%); 归母净利润 1 亿元 (-62.8%); 实现扣非归母净利润 8750.8 万元 (-67.7%)。
- **受口罩收入减少影响毛利率回落, 销售费用投放力度增加。** 2021H1 公司毛利率 30.5%, 同比下降 11.3pp, 主要由于原材料价格上涨及高毛利的防疫产品销售下降所致。2021H1 婴儿卫生用品/成人卫生用品/非吸收性卫生用品等其他产品毛利率分别为 29%/30.3%/98.8%, 同比-5.5pp/-11pp/+26.5pp。整体费用率为 10.6% (+1.5pp)。其中销售费用率 5.9% (+1.9pp), 主要公司积极开拓自主品牌海外市场, 加大产品推广费用所致; 管理费用率为 2.6% (+1.1pp), 主要系公司管理人员薪酬增加以及上年同期养老保险等减免所致; 研发费用率为 3.6% (+0.4pp), 研发费用率持续高于同业平均水平; 财务费用率为 -1.5% (-2pp), 主要系利息收入增加所致。2021H1 公司净利润率为 17.7% (-9.4pp), 其中单 Q2 净利率为 18.8% (-12.6pp)。此外, 公司 2021H1 经营活动现金流为 3.7 亿元 (-23.4%), 主要防疫产品销售回款减少所致。
- **受出生率下降及高海运费影响, 上半年婴儿卫生用品收入下降。** 根据中国造纸协会数据, 由于受国内新生儿人口数量下降, 2020 年国内婴儿纸尿裤市场规模较 2019 年下降 2.6%, 但中高端裤型产品仍存在结构性机会。2019-2020 年婴儿纸尿裤/片市场渗透率提升 4.9pp 至 77.1%, 在婴儿纸尿裤市场中, 中高端内裤式产品占比份额逐年提高, 2020 年达到整体市场的 35.6%, 复合芯体纸尿裤有望受益于产品渗透率提升, 维持市场规模稳定增长。2021 年上半年公司婴儿卫生用品收入为 7.7 亿元 (-9.2%), 占公司营收比为 70.6%, 成人卫生用品收入 2.6 亿元 (-4.3%), 非吸收性卫生产品收入及其它产品降低 87.4% 至 3156.5 万元。此外, 受疫情影响, 出口运力紧张, 运费大幅上涨, 客户采购成本上升订单减少, 出口业务下降。分区域来看, 公司境内/境外营收分别为 9.4 亿/1.2 亿元, 分别占总营收的 86.5%/11.4%, 毛利率分别为 29.8%/30.8%。
- **海外自主品牌持续推进, 新品研发能力优化。** 上半年, 公司充分发挥研发创新优势, 在东南亚市场推广自主品牌复合芯体结构婴儿纸尿裤产品, 逐步提升自主品牌影响力; 同时深化与全球著名大客户的合作, 不断扩充合作产品品类, 扩大合作区域。研发方面公司加大投入, 目前拥有 137 项专利, 其中发明专利 8 项。产能方面, 公司年产 6 亿片募投项目生产线全部投产, 年产 12 亿片项目设备已经陆续投产, 预计今年年底全部投产。产能扩张后更换产品型号带来的产能损耗减少, 生产效率有望进一步提升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 2.63 元、3.06 元、3.46 元, 对应 PE 分别为 22 倍、19 倍、16 倍, 维持“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	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2590.95	2659.43	2995.60	3308.29
增长率	32.64%	2.64%	12.64%	10.44%
归属母公司净利润 (百万元)	601.96	418.18	487.05	549.79
增长率	90.90%	-30.53%	16.47%	12.88%
每股收益 EPS (元)	3.79	2.63	3.06	3.46
净资产收益率 ROE	21.60%	13.04%	3.19%	12.96%
PE	15	22	19	16
PB	3.24	2.81	2.44	2.13

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

联系人: 赵兰亭

电话: 023-67511807

邮箱: zhlt@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)	1.59
流通 A 股(亿股)	0.40
52 周内股价区间(元)	55.22-238.0
总市值(亿元)	90.20
总资产(亿元)	36.29
每股净资产(元)	18.05

### 相关研究

1. 豪悦护理 (605009): 毛利率恢复常态, 研发投入持续增加 (2021-04-30)
2. 豪悦护理 (605009): 毛利率短期回落, 控费能力提升抵御成本上行 (2021-03-26)
3. 豪悦护理(605009): 成本上行总体可控, 具备较强产业链议价力 (2021-01-25)
4. 豪悦护理 (605009): 深耕研发设计, ODM 领先制造商强势突围 (2020-11-23)
5. 豪悦护理(605009): 个护用品持续放量, 业绩维持高增 (2020-10-27)

**关键假设：**

假设 1：伴随海运费下降及原材料成本回落，婴儿卫生用品毛利率回升，21-23 年婴儿卫生用品毛利率分别为 30%、30.2%、30.5%。

假设 2：伴随自主品牌占比提升，成人卫生用品毛利率有望较快提升，21-23 年成人卫生用品毛利率分别为 32%、33%、34%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 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	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>合计</b>				
营业收入	2,591.0	2,659.4	2,995.6	3,308.3
yoy	32.6%	2.6%	12.6%	10.4%
营业成本	1,634.2	1,850.4	2,072.1	2,272.5
毛利率	36.9%	30.4%	30.8%	31.3%
<b>婴儿卫生用品</b>				
收入	1,666.9	1916.9	2146.9	2361.6
yoy	22.3%	15%	12%	10%
成本	1,115.4	1,341.8	1498.5	1641.3
毛利率	33.1%	30%	30.2%	30.5%
<b>成人卫生用品</b>				
收入	616.22	690.2	793.7	888.9
yoy	17.8%	12%	15%	12%
成本	392.95	469.3	531.8	586.7
毛利率	36.2%	32%	33%	34%
<b>非吸收性产品及其他产品</b>				
收入	261.9	52.4	55.0	57.7
yoy	663.5%	-80%	5%	5%
成本	97.8	39.3	41.8	44.5
毛利率	62.7%	25%	24%	23%
<b>其他业务</b>				
收入	46.0			
yoy	38.6%			
成本	28.1			
毛利率	39.0%			

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2590.95	2659.43	2995.60	3308.29	净利润	601.96	418.18	487.05	549.79
营业成本	1634.15	1850.42	2072.12	2272.48	折旧与摊销	55.31	70.54	70.54	70.54
营业税金及附加	10.87	12.32	13.73	22.83	财务费用	-1.16	-2.98	-5.64	-7.30
销售费用	127.21	159.57	182.73	205.11	资产减值损失	-9.44	0.00	0.00	0.00
管理费用	50.01	159.57	173.74	185.26	经营营运资本变动	6.95	9.24	-4.40	-0.41
财务费用	-1.16	-2.98	-5.64	-7.30	其他	170.00	-9.47	-6.84	-10.39
资产减值损失	-9.44	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>823.61</b>	<b>485.52</b>	<b>540.70</b>	<b>602.24</b>
投资收益	0.39	6.00	8.00	10.00	资本支出	-363.48	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-803.36	6.00	8.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1166.84</b>	<b>6.00</b>	<b>8.00</b>	<b>10.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>701.18</b>	<b>486.54</b>	<b>566.93</b>	<b>639.90</b>	短期借款	-66.13	-58.55	0.00	0.00
其他非经营损益	0.40	0.30	0.30	0.32	长期借款	-51.15	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>701.58</b>	<b>486.84</b>	<b>567.23</b>	<b>640.22</b>	股权融资	1548.66	0.00	0.00	0.00
所得税	99.62	68.66	80.18	90.43	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	601.96	418.18	487.05	549.79	其他	-32.98	3.65	5.64	7.30
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1398.41</b>	<b>-54.90</b>	<b>5.64</b>	<b>7.30</b>
归属母公司股东净利润	601.96	418.18	487.05	549.79	<b>现金流量净额</b>	<b>1051.83</b>	<b>436.62</b>	<b>554.35</b>	<b>619.54</b>
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1627.75	2064.37	2618.71	3238.25	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	83.27	117.38	125.61	135.42	销售收入增长率	32.64%	2.64%	12.64%	10.44%
存货	227.66	263.04	294.08	323.74	营业利润增长率	91.48%	-30.61%	16.52%	12.87%
其他流动资产	292.96	256.92	270.44	283.01	净利润增长率	90.90%	-30.53%	16.47%	12.88%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	79.61%	-26.64%	14.03%	11.29%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1066.72	1002.63	938.55	874.46	毛利率	36.93%	30.42%	30.83%	31.31%
无形资产和开发支出	59.92	53.48	47.04	40.60	三费率	6.80%	11.89%	11.71%	11.58%
其他非流动资产	27.86	27.84	27.83	27.81	净利率	23.23%	15.72%	16.26%	16.62%
<b>资产总计</b>	<b>3386.15</b>	<b>3785.66</b>	<b>4322.25</b>	<b>4923.28</b>	ROE	21.60%	13.04%	13.19%	12.96%
短期借款	58.55	0.00	0.00	0.00	ROA	17.78%	11.05%	11.27%	11.17%
应付和预收款项	388.94	491.98	538.35	586.71	ROIC	47.06%	28.16%	33.48%	38.01%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	29.15%	20.84%	21.09%	21.25%
其他负债	151.32	87.49	90.67	93.54	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>598.81</b>	<b>579.47</b>	<b>629.02</b>	<b>680.25</b>	总资产周转率	1.12	0.74	0.74	0.72
股本	106.67	158.94	158.94	158.94	固定资产周转率	3.96	3.46	4.25	5.17
资本公积	1593.03	1540.76	1540.76	1540.76	应收账款周转率	35.25	34.90	31.23	32.51
留存收益	1088.31	1506.49	1993.54	2543.33	存货周转率	7.48	7.28	7.24	7.17
归属母公司股东权益	2787.34	3206.19	3693.24	4243.03	销售商品提供劳务收到现金营业收入	112.96%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2787.34</b>	<b>3206.19</b>	<b>3693.24</b>	<b>4243.03</b>	资产负债率	17.68%	15.31%	14.55%	13.82%
负债和股东权益合计	3386.15	3785.66	4322.25	4923.28	带息债务/总负债	9.78%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.15	5.21	5.82	6.43
					速动比率	3.73	4.70	5.31	5.90
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	3.79	2.63	3.06	3.46
					每股净资产	17.54	20.17	23.24	26.70
					每股经营现金	5.18	3.05	3.40	3.79
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	755.34	554.11	631.83	703.15					
PE	14.98	21.57	18.52	16.41					
PB	3.24	2.81	2.44	2.13					
PS	3.48	3.39	3.01	2.73					
EV/EBITDA	5.70	12.23	9.85	7.97					
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
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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
	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
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	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
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn