

2021 年中报点评：防疫物资高基数导致收入暂时下滑

增持（首次）

2021 年 09 月 02 日

证券分析师 张潇

执业证号：S0600521050003

zhangxiao@dwzq.com.cn

证券分析师 邹文婕

执业证号：S0600521060001

zouwj@dwzq.com

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,591	2,707	3,447	4,319
同比（%）	32.6%	4.5%	27.3%	25.3%
归母净利润（百万元）	602	471	621	794
同比（%）	90.9%	-21.7%	31.8%	27.7%
每股收益（元/股）	5.64	4.42	5.82	7.44
P/E（倍）	10.06	12.84	9.74	7.63

投资要点

- **高基数下业绩回落，低于我们预期。**2021H1 实现营业收入 10.85 亿元，同比-21.72%，较 2019H1+29.0%；实现归母净利润 1.92 亿元，同比-48.76%，较 2019H1+48.4%。2021Q2 实现营业收入 5.55 亿元，同比-37.92%；归母净利润 1.04 亿元，同比-62.83%。聚焦主业，防疫物资收入减少。
- **收入受防疫物资高基数影响有所下滑。**2021Q2 收入端同比下滑较多的原因主要包括：1) 2020H1 防疫物资销售带来高基数，公司未将防疫物资生产纳入公司今后主营业务发展框架，未投入相应资源建立销售渠道，随着国内疫情得到有效控制，公司将资源聚焦于吸收性卫生用品产业。2) 运力紧张导致海外业务收入下降，全球运费大幅上涨的环境下，公司客户采购成本上升订单减少使出口业务承压。分产品看，2021H1 公司婴儿卫生用品、成人卫生用品、其他产品（包括防疫物资）分别实现营业收入 7.65、2.64、0.32 亿元。
- **2021H1 盈利能力同比下降，但高于 2019H1。**盈利能力方面，公司 2021H1 综合毛利率为 30.5%，同比-11.31pp；销售净利率为 17.74%，同比-9.38pp。2021Q2 综合毛利率同比-15.03pp 至 30.46%，销售净利率同比-12.57pp 至 18.76%。盈利能力同比下降较多，原因主要是 2020H1 防疫物资毛利率较高，同时公司于 2021H1 加大产品推广带来销售费用的增加。
- **募投项目推进进度符合我们预期，为未来成长奠定基础。**截至 2021H1 末，公司 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，投入进度为 98.73%；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，公司预计该项目将于 2021 年末全部投产。
- **盈利预测与投资评级：**公司 2021 年由于高基数影响，业绩增速承压，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 4.7、6.2、7.9 亿元，对应 PE13、10、8X，公司是卓越的个护 ODM 制造商，产品技术引领行业潮流，随着募投项目逐步达产，公司业绩有望持续高增。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**代工行业竞争加剧；下游客户自建工厂减少订单；新材料个护用品面市，公司产品被市场淘汰；原材料价格大幅上行。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	56.75
一年最低/最高价	54.28/245.88
市净率(倍)	3.14
流通 A 股市值(百万元)	2255.15

基础数据

每股净资产(元)	18.05
资产负债率(%)	20.97
总股本(百万股)	158.94
流通 A 股(百万股)	39.74

相关研究

豪悦护理三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,232	2,597	3,088	3,813	营业收入	2,591	2,707	3,447	4,319
现金	1,628	1,791	2,286	2,774	减:营业成本	1,634	1,883	2,364	2,940
应收账款	59	172	123	248	营业税金及附加	11	13	16	21
存货	228	303	345	439	营业费用	127	146	193	251
其他流动资产	318	332	335	353	管理费用	136	149	190	238
非流动资产	1,154	1,260	1,390	1,543	研发费用	86	93	122	157
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-1	-31	-42	-59
固定资产	801	995	1,146	1,294	资产减值损失	9	4	8	10
在建工程	266	168	139	135	加:投资净收益	0	1	1	1
无形资产	60	70	77	87	其他收益	28	5	5	5
其他非流动资产	28	28	27	27	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	3,386	3,857	4,478	5,356	营业利润	701	548	723	924
流动负债	538	643	706	855	加:营业外净收支	0	2	1	1
短期借款	59	59	59	59	利润总额	702	549	724	925
应付账款	325	336	465	515	减:所得税费用	100	78	103	131
其他流动负债	154	249	182	281	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	61	62	63	65	归属母公司净利润	602	471	621	794
长期借款	0	1	3	4	EBIT	656	502	667	853
其他非流动负债	61	61	61	61	EBITDA	712	571	746	943
负债合计	599	705	770	920	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	5.64	4.42	5.82	7.44
归属母公司股东权益	2,787	3,152	3,709	4,437	每股净资产(元)	26.13	29.55	34.77	41.59
负债和股东权益	3,386	3,857	4,478	5,356	发行在外股份(百万股)	107	159	159	159
					ROIC(%)	50.6%	32.7%	41.5%	45.1%
					ROE(%)	21.6%	15.0%	16.8%	17.9%
					毛利率(%)	36.9%	30.4%	31.4%	31.9%
					销售净利率(%)	23.2%	17.4%	18.0%	18.4%
					资产负债率(%)	17.7%	18.3%	17.2%	17.2%
					收入增长率(%)	32.6%	4.5%	27.3%	25.3%
					净利润增长率(%)	90.9%	-21.7%	31.8%	27.7%
					P/E	10.06	12.84	9.74	7.63
					P/B	2.17	1.92	1.63	1.36
					EV/EBITDA	10.34	12.62	8.99	6.60
现金流量表 (百万元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	824	411	725	735					
投资活动现金流	-1,167	-174	-209	-242					
筹资活动现金流	1,398	-74	-21	-4					
现金净增加额	1,052	163	495	488					
折旧和摊销	55	69	79	90					
资本开支	471	105	130	153					
营运资本变动	145	-98	66	-89					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>