

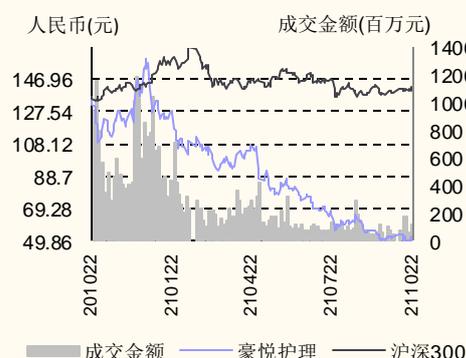
豪悦护理 (605009.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 52.99 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	1.59
已上市流通 A 股(亿股)	0.56
总市值(亿元)	84.22
年内股价最高最低(元)	158.51/49.86
沪深 300 指数	4960
上证指数	3583



3Q 业绩承压, 强品类+拓海外驱动中长期成长

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,953	2,591	2,337	2,601	2,962
营业收入增长率	34.76%	32.64%	-9.81%	11.29%	13.88%
归母净利润(百万元)	315	602	288	417	474
归母净利润增长率	70.35%	90.90%	-52.14%	44.73%	13.67%
摊薄每股收益(元)	3.94	5.64	2.70	3.91	4.44
每股经营性现金流净额	5.23	7.53	2.20	3.37	3.72
ROE(归属母公司)(摊薄)	49.38%	21.60%	9.88%	13.13%	13.58%
P/E	N/A	33.72	19.62	13.56	11.93
P/B	N/A	7.28	1.94	1.78	1.62

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10月22日公司发布三季报, 21年前三季度实现营收16.5亿元, 同比-19.2%; 归母净利2.3亿元, 同比-53.7%; 其中3Q营收5.6亿元, 同比-13.9%; 归母净利0.35亿元, 同比-69.6%。3Q业绩低于市场预期。

经营分析

- 受下游需求疲软+去库存影响, 营收同比下滑。3Q营收同比-13.9%, 环比+1.2%, 一方面受去年高基数影响, 另一方面婴儿尿裤、卫生巾行业下半年消费需求疲软, 叠加居民家庭去库存, 下游品牌经营压力较大, 公司下游绑定宝洁、babycare等优质品牌, 营收虽同比下滑, 但环比保持稳定。
- 原材料上涨导致毛利承压, 期货投资亏损导致业绩承压。3Q毛销差同比-6pct, 环比-3.1pct。主要原因是公司主要原料SAP、无纺布等为石油衍生物, 无纺布上游原料粘胶短纤2Q/3Q21均价分别为13600/12600元/吨, 虽3Q均价环比有所下滑, 考虑到3Q成本中原材料主要来自2Q进货, 成本计提较高。此外, 9月以来受限电影响, 原材料价格再度走高, 预计短期盈利能力依旧承压。3Q受焦炭期货投资影响, 计提投资亏损4842万元, 公司2021年期货投资风险敞口和可能面临的最大亏损额为1.53亿元, 根据公告, 将不再新增资金投入和期货仓位, 对目前持仓谨慎决策择机进行减仓、平仓处理, 尽快终止期货业务, 未来仍将主要精力投入主业经营中。
- 拓客户+强品类+海外延伸, 中长期发展路径清晰, 股份回购彰显信心。公司在复合芯体纸尿裤、经期裤两大品类核心优势突出, 有望保持超越行业的成长性。海外方面, 公司近期公告对泰国子公司进行增资, 当前泰国3条生产线已到位, 2条线已开工, 东南亚亦将打开成长的地域半径。待疫情好转后, 公司推出新品、海外自有品牌推进的速度亦有望加快。

盈利预测和投资建议

- 根据公司3Q业绩表现、原材料价格变动对公司盈利能力的影响, 我们下调公司2021-2023年EPS至2.7、3.9、4.4元, 下调幅度为57%、49%、50%, 当前股价对应PE分别为20、14、12倍, 下调为“增持”评级。

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; 9月公司1645万股限售股解禁, 占总股本比例10.3%; 9月公司股东温州瓯泰、薛青锋发布减持计划, 计划减持数占总股本4.05%

相关报告

- 《4Q承压, 优势品类+海外驱动中长期成长-豪悦护理业绩点评》, 2021.3.26
- 《抗疫物资减少, 影响4Q增速-豪悦护理业绩点评》, 2021.1.25
- 《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

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,450	1,953	2,591	2,337	2,601	2,962	货币资金	58	123	1,628	669	798	839
增长率		34.8%	32.6%	-9.8%	11.3%	13.9%	应收账款	101	129	110	208	231	264
主营业务成本	-1,064	-1,360	-1,634	-1,670	-1,843	-2,099	存货	187	199	228	260	287	328
%销售收入	73.4%	69.6%	63.1%	71.5%	70.9%	70.9%	其他流动资产	50	29	266	1,325	1,297	1,301
毛利	385	593	957	667	757	862	流动资产	396	479	2,232	2,462	2,613	2,732
%销售收入	26.6%	30.4%	36.9%	28.5%	29.1%	29.1%	%总资产	43.2%	38.2%	65.9%	65.3%	63.3%	62.6%
营业税金及附加	-7	-10	-11	-12	-13	-15	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	475	703	1,067	1,144	1,245	1,298
销售费用	-74	-102	-127	-124	-130	-148	%总资产	51.7%	56.1%	31.5%	30.3%	30.2%	29.7%
%销售收入	5.1%	5.2%	4.9%	5.3%	5.0%	5.0%	无形资产	22	62	60	163	267	334
管理费用	-25	-36	-50	-58	-47	-53	非流动资产	522	775	1,154	1,306	1,513	1,632
%销售收入	1.7%	1.9%	1.9%	2.5%	1.8%	1.8%	%总资产	56.8%	61.8%	34.1%	34.7%	36.7%	37.4%
研发费用	-49	-66	-86	-75	-81	-98	资产总计	918	1,254	3,386	3,768	4,126	4,364
%销售收入	3.4%	3.4%	3.3%	3.2%	3.1%	3.3%	短期借款	191	138	59	428	439	264
息税前利润 (EBIT)	231	378	682	398	487	548	应付款项	224	279	343	313	364	438
%销售收入	15.9%	19.4%	26.3%	17.0%	18.7%	18.5%	其他流动负债	73	85	136	101	123	137
财务费用	-16	-12	1	15	0	4	流动负债	489	502	538	842	926	839
%销售收入	1.1%	0.6%	0.0%	-0.7%	0.0%	-0.1%	长期贷款	0	51	0	0	5	10
资产减值损失	7	6	11	-7	-1	0	其他长期负债	77	63	61	10	20	25
公允价值变动收益	0	0	0	-1	1	1	负债	566	615	599	852	951	874
投资收益	1	2	0	-70	0	0	普通股股东权益	352	639	2,787	2,916	3,174	3,489
%税前利润	0.4%	0.5%	0.1%	n.a	0.0%	0.0%	其中：股本	80	80	107	159	159	159
营业利润	213	366	701	335	487	553	未分配利润	180	438	987	1,116	1,374	1,689
营业利润率	14.7%	18.7%	27.1%	14.3%	18.7%	18.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	0	0	1	1	1	负债股东权益合计	918	1,254	3,386	3,768	4,126	4,364
税前利润	214	366	702	336	488	554	比率分析						
利润率	14.7%	18.8%	27.1%	14.4%	18.8%	18.7%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-29	-51	-100	-48	-71	-80	每股指标						
所得税率	13.4%	13.9%	14.2%	14.2%	14.5%	14.5%	每股收益	2.314	3.942	5.643	2.701	3.909	4.443
净利润	185	315	602	288	417	474	每股净资产	4.401	7.982	26.130	27.341	29.760	32.713
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	3.132	5.226	7.525	2.195	3.372	3.717
归属于母公司的净利润	185	315	602	288	417	474	每股股利	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000	1.000
净利率	12.8%	16.1%	23.2%	12.3%	16.0%	16.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	52.57%	49.38%	21.60%	9.88%	13.13%	13.58%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	20.17%	25.14%	17.78%	7.64%	10.11%	10.86%
净利润	185	315	602	288	417	474	投入资本收益率	36.79%	39.35%	20.57%	10.20%	11.50%	12.46%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	25	39	46	83	85	96	主营业务收入增长率	90.48%	34.76%	32.64%	-9.81%	11.29%	13.88%
非经营收益	12	7	10	90	13	11	EBIT增长率	169.29%	63.93%	80.38%	-41.71%	22.37%	12.67%
营运资金变动	28	57	145	-112	21	11	净利润增长率	176.19%	70.35%	90.90%	-52.14%	44.73%	13.67%
经营活动现金净流	251	418	803	349	536	591	总资产增长率	38.17%	36.63%	170.02%	11.29%	9.48%	5.77%
资本开支	-170	-306	-468	-238	-289	-214	资产管理能力						
投资	-37	38	-699	-1,151	31	1	应收账款周转天数	14.3	15.5	10.4	17.0	17.0	17.0
其他	-10	-17	0	-70	0	0	存货周转天数	56.3	51.8	47.7	58.0	58.0	58.0
投资活动现金净流	-217	-285	-1,167	-1,459	-258	-213	应付账款周转天数	57.8	55.0	49.8	55.0	57.0	60.0
股权募资	0	0	1,587	0	0	0	固定资产周转天数	113.9	94.9	112.8	132.4	124.8	111.1
债权募资	26	-6	-117	319	26	-165	偿债能力						
其他	-43	-76	-75	-167	-174	-174	净负债/股东权益	37.88%	10.24%	-61.68%	-47.68%	-47.39%	-49.16%
筹资活动现金净流	-16	-82	1,395	151	-149	-337	EBIT利息保障倍数	14.3	30.3	-589.6	-26.1	5,420.2	-126.1
现金净流量	18	52	1,031	-959	129	41	资产负债率	61.64%	49.08%	17.68%	22.61%	23.06%	20.04%

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	1	5	7	18
增持	0	2	8	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.67	1.62	1.56	1.00

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
3	2021-01-25	增持	190.11	N/A
4	2021-03-26	买入	149.90	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：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402