


2024年04月25日
豪悦护理(605009.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

造纸 III

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

58.2元

股价(2024-04-24)

44.50元

交易数据

总市值(百万元) 6,907.60

流通市值(百万元) 6,882.37

总股本(百万股) 155.23

流通股本(百万股) 154.66

12个月价格区间 33.66/58.3元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	15.6	16.6	-7.1
绝对收益	15.0	24.0	-18.6

罗乾生

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522010002

luoqs1@essence.com.cn

相关报告

23Q1 业绩表现靓丽, 盈利	2023-04-18
能力底部回升	
22Q3 营收快速增长, 盈利	2022-10-31
有望持续向好	

自主品牌持续推广, 海外市场成长可期

■ **事件:**豪悦护理发布2023年报。2023年公司实现营业收入27.57亿元, 同比下降1.62%; 归母净利润4.39亿元, 同比增长3.72%; 扣非后归母净利润4.23亿元, 同比增长7.37%。其中2023Q4当季公司实现营业收入6.82亿元, 同比下降16.51%; 归母净利润1.28亿元, 同比下降19.97%; 扣非后归母净利润1.33亿元, 同比下降11.84%。

■ 婴儿卫生用品销量稳增, 产品价格随原材料降价短期影响营收

分品类看, 2023年公司婴儿卫生用品、成人卫生用品、其他产品分别实现收入19.76/5.55/1.48亿元, 同比增长-2.79%/-10.61%/69.66%。从量价拆分来看, 23年婴儿卫生用品、成人卫生用品的销量分别为27.10、6.78亿片, 分别同比增长3.48%、-7.58%; 单片均价分别为0.73、0.82元/片, 同比增长-6.00%、-3.23%, 其中婴儿卫生用品和成人卫生用品均价下降主要由于原材料价格下降, 公司主动调整销售单价。育儿理念更新带动母婴消费升级, 且基于我国庞大的婴幼儿基数以及“三胎”政策等因素, 国内市场渗透率仍有一定的提升空间。分区域看, 2023年内销实现收入23.71亿元, 同比下降4.35%; 外销实现收入3.07亿元, 同比增长17.56%, 其中23H2外销收入1.57亿元, 同比增长11.35%。公司sunny baby品牌入驻泰国主要商超, 通过开展营销推广活动, 加强当地传统渠道建设, 进一步开发下沉市场。同时泰国公司通过与当地传统渠道经销商合作, 公司产品销售至老挝、缅甸等周边国家。

■ 强化自有品牌建设, 国内外产能有望逐步释放

公司自主品牌“希望宝宝”利用线上平台渠道, 通过市场推广、达人合作等多种形式、聚焦资源着力开拓抖音渠道促进销售增长, 以抖音、天猫、小红书等渠道进行“大单品策略”, 从用户触达、引发兴趣、建立信任到最终的成交转化, 进行全矩阵全链路优化。从产能来看, 公司积极布局国内产能, 在全国布局生产基地, 合理利用当地区域优势提升效率。已建有杭州、江苏、泰国、湖北等生产基地, 并将新增合肥工厂。公司婴儿纸尿裤、成人纸尿裤、女士经期裤等产品产能在国内排名前列, 具备规模化生产优势。公司公告投资3000万美元成立豪悦墨西哥公司, 墨西哥生产基地有望增强与全球知名跨国公司在北美、南美地区的全面、深度合作。2023年公司顺利通过跨国大客户及国内大客户的验厂和产品论证等工作, 为业务发展夯实基础。未来公

公司将充分利用地理优势，逐步释放产能，助力客户降低物流成本，进一步提升客户粘度。

原材料价格回落，毛利率显著提升

盈利能力方面，23 年公司综合毛利率为 26.94%，同比增长 3.79pct，主要原因为高分子、无纺布、橡胶等原材料采购成本下降，同时公司进一步加大通过自行生产无纺布替代外部采购无纺布，综合降低了材料成本。分产品看，23 年公司婴儿卫生用品、成人卫生用品分别实现毛利率 23.13%、27.58%，同比增长 1.82pct、2.52pct。Q4 毛利率 29.04%，同比增长 4.29pct。

期间费用方面，23 年公司期间费用率为 9.23%，同比增长 1.55pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.97%/2.37%/3.80%/-1.91%，同比分别+1.50/+0.30/+0.18/-0.44pct，销售费用率上升主因公司加大产品推广，管理费用率上升主要系职工薪酬及折旧摊销增加所致。综合影响下，23 年公司净利率为 15.91%，同比下降 0.82pct。Q4 净利率 18.83%，同比下降 0.81pct。

投资建议：公司作为护理行业 ODM 龙头，产品研发创新能力领先，产能稳步扩张，持续推进自主品牌，有望支撑业绩长期成长。我们预计豪悦护理 2024-2026 年营业收入为 31.58、35.83、40.57 亿元，同比增长 14.55%、13.46%、13.23%；归母净利润为 5.08、5.77、6.89 亿元，同比增长 15.85%、13.64%、19.38%，对应 PE 为 13.6、12.0x、10.0x，给予 24 年 17.78xPE，目标价 58.20 元，维持买入-A 的投资评级。

风险提示：品类、渠道发展不如预期风险；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险等。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	2,802.3	2,756.9	3,158.0	3,583.1	4,057.2
净利润	422.9	438.6	508.1	577.4	689.3
每股收益(元)	2.72	2.83	3.27	3.72	4.44
每股净资产(元)	19.42	20.73	22.96	25.25	28.09

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	16.3	15.7	13.6	12.0	10.0
市净率(倍)	2.3	2.1	1.9	1.8	1.6
净利润率	15.1%	15.9%	16.1%	16.1%	17.0%
净资产收益率	14.0%	13.6%	14.3%	14.7%	15.8%
股息收益率	2.8%	1.9%	2.9%	3.2%	3.6%
ROIC	40.5%	35.2%	41.5%	66.4%	193.3%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,802.3	2,756.9	3,158.0	3,583.1	4,057.2	成长性					
减:营业成本	2,153.5	2,014.2	2,298.6	2,596.6	2,931.4	营业收入增长率	13.8%	-1.6%	14.6%	13.5%	13.2%
营业税费	15.1	20.1	23.1	26.2	29.6	营业利润增长率	13.6%	11.4%	15.0%	13.4%	19.7%
销售费用	97.3	137.0	126.3	143.3	142.0	净利润增长率	16.6%	3.7%	15.8%	13.6%	19.4%
管理费用	57.9	65.3	60.0	68.1	78.3	EBITDA 增长率	3.3%	11.6%	27.8%	11.5%	15.5%
研发费用	101.4	104.8	107.4	132.6	129.7	EBIT 增长率	0.6%	6.9%	33.8%	12.8%	17.6%
财务费用	-41.3	-52.7	-31.6	-35.8	-40.6	NOPLAT 增长率	16.9%	2.3%	21.3%	13.4%	20.1%
资产减值损失	-4.5	-12.9	-10.3	-10.0	-4.0	投资资本增长率	17.8%	2.9%	-29.2%	-58.8%	-234.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	0.7%	6.7%	10.8%	10.0%	11.3%
投资和汇兑收益	19.3	-	20.0	20.0	10.0						
营业利润	456.2	507.9	583.9	662.2	792.8	利润率					
加:营业外净收支	0.2	-	4.5	6.5	5.5	毛利率	23.2%	26.9%	27.2%	27.5%	27.7%
利润总额	456.4	507.9	588.4	668.6	798.2	营业利润率	16.3%	18.4%	18.5%	18.5%	19.5%
减:所得税	33.5	69.3	80.3	91.2	108.9	净利润率	15.1%	15.9%	16.1%	16.1%	17.0%
净利润	422.9	438.6	508.1	577.4	689.3	EBITDA/营业收入	17.3%	19.7%	21.9%	21.6%	22.0%
						EBIT/营业收入	14.3%	15.5%	18.1%	18.0%	18.7%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	149	183	160	137	117
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	-42	-53	-69	-97	-133
货币资金	1,876.3	2,295.9	2,627.6	3,635.5	4,690.1	流动资产周转天数	332	348	337	368	420
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	31	21	10	11	12
应收账款	246.2	77.6	100.8	121.0	145.2	存货周转天数	38	38	32	30	28
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	521	575	549	550	572
预付账款	9.6	11.5	12.5	14.6	16.0	投资资本周转天数	133	148	112	58	-5
存货	305.5	277.3	291.2	305.8	321.0						
其他流动资产	116.8	105.7	105.7	105.7	105.7	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	14.0%	13.6%	14.3%	14.7%	15.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	10.2%	9.4%	10.2%	9.7%	9.9%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	40.5%	35.2%	41.5%	66.4%	193.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	1,380.5	1,417.2	1,389.3	1,347.2	1,294.1	销售费用率	3.5%	5.0%	4.0%	4.0%	3.5%
在建工程	110.9	200.0	203.0	184.1	110.5	管理费用率	2.1%	2.4%	1.9%	1.9%	1.9%
无形资产	97.5	131.3	126.0	120.8	115.6	研发费用率	3.6%	3.8%	3.4%	3.7%	3.2%
其他非流动资产	21.4	130.3	130.2	130.0	130.0	财务费用率	-1.5%	-1.9%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
资产总额	4,164.7	4,646.7	4,986.4	5,964.7	6,928.2	四费/营业收入	7.7%	9.2%	8.3%	8.6%	7.6%
短期债务	-	350.3	-	173.3	-	偿债能力					
应付账款	438.6	402.4	524.5	619.0	746.7	资产负债率	27.6%	30.8%	28.5%	34.3%	37.1%
应付票据	438.3	369.7	591.5	946.3	1,514.1	负债权益比	38.2%	44.4%	39.9%	52.2%	58.9%
其他流动负债	159.4	160.0	160.0	160.0	160.0	流动比率	2.46	2.16	2.46	2.20	2.18
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	2.17	1.94	2.23	2.04	2.05
其他非流动负债	114.4	146.9	146.9	146.9	146.9	利息保障倍数	-9.71	-8.13	-18.14	-18.04	-18.74
负债总额	1,150.7	1,429.3	1,422.8	2,045.6	2,567.8	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	1.25	0.85	1.29	1.43	1.60
股本	155.2	155.2	155.2	155.2	155.2	分红比率	45.7%	30.0%	39.5%	38.4%	36.0%
留存收益	2,904.8	3,101.2	3,408.4	3,763.9	4,205.2	股息收益率	2.8%	1.9%	2.9%	3.2%	3.6%
股东权益	3,014.0	3,217.4	3,563.6	3,919.1	4,360.4						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	2.72	2.83	3.27	3.72	4.44
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	BVPS(元)	19.42	20.73	22.96	25.25	28.09
净利润	422.9	438.6	508.1	577.4	689.3	PE(X)	16.3	15.7	13.6	12.0	10.0
加:折旧和摊销	85.3	114.2	120.1	126.3	132.0	PB(X)	2.3	2.1	1.9	1.8	1.6
资产减值准备	5.4	4.3	-	-	-	P/FCF	27.9	9.0	14.0	5.6	5.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7
财务费用	-0.5	11.9	-31.6	-35.8	-40.6	EV/EBITDA	12.7	7.1	6.0	4.3	2.3
投资收益	-19.3	-	-20.0	-20.0	-10.0	CAGR(%)	10.9%	16.3%	11.9%	10.9%	16.3%
少数股东损益	-	-	-	-	-	PEG	1.5	1.0	1.1	1.1	0.6
营运资金的变动	38.2	209.7	305.7	412.8	654.6	ROIC/WACC	3.8	3.3	3.9	6.3	18.3
经营活动产生现金流量	592.4	784.4	882.3	1,060.6	1,425.3	REP	1.4	1.0	1.3	1.6	-0.3
投资活动产生现金流量	268.8	-360.0	-70.0	-40.0	10.0						
融资活动产生现金流量	-354.7	10.4	-480.7	-12.7	-380.8						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034