

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

豪悦护理 (605009)

投资评级 增持  
上次评级 增持

李宏鹏 轻工行业首席分析师  
执业编号: S1500522020003  
邮箱: lihongpeng@cindasc.com

相关研究

- 《豪悦护理 (605009): Q3 收入保持快速增长, 盈利修复可期》
- 《豪悦护理 (605009) 首次覆盖报告: 深耕研发创新, 吸收性卫生用品 ODM 领跑者》

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## Q1 营收较快增长, 盈利能力如期改善

2023年04月16日

**事件:** 公司发布 22 年年报与 23 年一季报, 2022 年实现营业收入 28.02 亿元, 同比增长 13.82%, 实现归母净利润 4.23 亿元, 同比增长 16.6%。单 Q4 实现收入 8.17 亿元, 同比增长 0.19%, 实现归母净利润 1.61 亿元, 同比增长 19.1%。公司 2023 年 Q1 实现收入 6.32 亿元, 同比增 22.79%, 实现归母净利润 0.79 亿元, 同比增长 44.65%。

**点评:**

- **Q1 营收保持较快增长, 23 年新增产能有望稳步释放。**公司 2022 年实现营业收入 28.02 亿元, 同比增长 13.82%, 单 Q4 实现收入 8.17 亿元, 同比增长 0.19%, 2023 年 Q1 实现收入 6.32 亿元, 同比增 22.79%。**分产品看,** 22 年公司婴儿卫生用品实现收入 20.32 亿元, 同比增 15.52%, 主要为客户需求驱动业务量增长; 成人卫生用品主要包括成人失禁用品、经期裤、卫生巾, 22 年实现收入 6.21 亿元, 同比增长 6.15%; 其他产品实现收入 0.87 亿元, 同比增长 44.49%, 主要为公司生产的复合芯体和湿巾产品收入增加所致。**产能方面,** 公司目前已建有杭州、江苏、泰国、湖北等生产基地。其中, 募投项目 12 亿片吸收性卫生用品截止 22 年末进度为 75.54%; 泰国厂房建设完成已陆续投产, 公司自主品牌 sunnybaby 已进入泰国主要商超, 并同步开展市场推广活动; 湖北厂房截止 22 年项目进度为 62.79%, 主要生产婴儿尿裤、女士经期裤、成人尿裤等产品, 截止 22 年末, 湖北厂房建设已完成, 公司将整合现有生产线, 调整产能布局。**研发方面,** 公司持续投入对新产品的研发, 已成功研发结构完全创新的易穿脱经期裤和易穿脱婴儿拉拉裤, 超透气新型材料等产品。
- **毛利率如期改善, 成本压力缓解盈利有望释放。**毛利率方面, 公司 22 年实现毛利率 23.15%, 同比-3.17pct; 22Q4 毛利率为 24.75%, 同比+5.47pct; 23Q1 毛利率为 23.05%, 同比+0.89pct。2022 年由于国际原油价格上涨, 导致下游产品 SAP、氨纶丝等原材料价格上涨, 公司毛利率同比下滑; 22 年下半年随着油价回落, 公司毛利率持续改善, 随着原材料价格回归正常水平, 公司盈利弹性有望逐步释放。**期间费用方面,** 公司 22 年销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.5%、2.1%、3.6%、-1.5%, 分别同比变化-0.2pct、+0.1pct、-0.1pct、-0.5pct, 整体费用率持续优化。**净利润方面,** 公司 22 年实现归母净利润 4.23 亿元, 同比增长 16.6%, 净利率为 15.1%, 同比+0.36pct; 单 Q4 归母净利润 1.61 亿元, 同比增长 19.1%, 净利率为 19.64%, 同比+3.1pct; 23Q1 归母净利润 0.79 亿元, 同比增长 44.65%, 净利率 12.56%, 同比+1.9pct。**现金流方面,** 公司 22 年经营活动现金流 5.92 亿元, 同比-1.8%, 主要为支付采购额增加所致; 投资活动现金流 2.69 亿元, 同比+225%, 主要为收回投资理财; 筹资活动现金流-3.55 亿元, 同比-80%, 主要系现金分红、公司回购所致。

- **盈利预测与投资评级:** 公司作为国内领先的吸收性卫生用品直接生产销售企业，产品研发创新实力领先，持续提升存量客户份额&开拓新客户打造增长势能，海外自主品牌产品亦有望贡献增量。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为5.26亿元、6.30亿元、7.47亿元，分别同比增长24.5%、19.6%、18.7%，目前股价对应23年PE为13x，维持“增持”评级。
- **风险因素:** 市场竞争加剧风险、原材料价格大幅上涨风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2,462	2,802	3,397	4,020	4,635
增长率 YoY %	-5.0%	13.8%	21.2%	18.3%	15.3%
归属母公司净利润(百万元)	363	423	526	630	747
增长率 YoY%	-39.8%	16.6%	24.5%	19.6%	18.7%
毛利率%	26.3%	23.2%	25.0%	25.4%	25.9%
净资产收益率ROE%	12.1%	14.0%	15.6%	16.5%	17.2%
EPS(摊薄)(元)	2.34	2.72	3.39	4.06	4.81
市盈率 P/E(倍)	18.52	15.88	12.76	10.66	8.99
市净率 P/B(倍)	2.24	2.23	1.99	1.76	1.55

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年04月14日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	2,618	2,554	2,702	3,515	3,928	
货币资金	1,366	1,876	1,954	2,720	2,964	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	229	240	232	214	300	
预付账款	13	10	18	21	24	
存货	283	306	367	418	480	
其他	728	123	131	141	159	
<b>非流动资产</b>	1,335	1,610	1,716	1,783	1,793	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合)	944	1,380	1,464	1,532	1,542	
无形资产	90	98	103	108	113	
其他	301	132	150	143	138	
<b>资产总计</b>	3,953	4,165	4,418	5,298	5,721	
<b>流动负债</b>	902	1,036	921	1,360	1,260	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	333	438	269	564	391	
应付账款	382	403	446	554	592	
其他	186	195	206	243	278	
<b>非流动负债</b>	58	114	114	114	114	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	58	114	114	114	114	
<b>负债合计</b>	959	1,151	1,035	1,475	1,375	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股	2,993	3,014	3,383	3,823	4,347	
<b>负债和股东权益</b>	3,953	4,165	4,418	5,298	5,721	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	2,462	2,802	3,397	4,020	4,635	
同比(%)	-5.0%	13.8%	21.2%	18.3%	15.3%	
归属母公司净利润	363	423	526	630	747	
同比(%)	-39.8%	16.6%	24.5%	19.6%	18.7%	
毛利率(%)	26.3%	23.2%	25.0%	25.4%	25.9%	
ROE%	12.1%	14.0%	15.6%	16.5%	17.2%	
EPS(摊薄)(元)	2.34	2.72	3.39	4.06	4.81	
P/E	18.52	15.88	12.76	10.66	8.99	
P/B	2.24	2.23	1.99	1.76	1.55	
EV/EBITDA	15.13	12.56	6.97	4.96	4.01	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	2,462	2,802	3,397	4,020	4,635	
营业成本	1,814	2,154	2,546	2,999	3,436	
营业税金及附加	14	15	18	22	25	
销售费用	90	97	119	141	162	
管理费用	49	58	71	84	97	
研发费用	91	101	126	151	174	
财务费用	-24	-41	-34	-35	-44	
减值损失合	-14	-4	-7	-8	-10	
投资净收益	32	19	20	24	28	
其他	-45	23	34	40	46	
<b>营业利润</b>	402	456	597	715	848	
营业外收支	14	0	1	1	1	
<b>利润总额</b>	416	456	598	716	849	
所得税	53	33	72	86	102	
<b>净利润</b>	363	423	526	630	747	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	363	423	526	630	747	
EBITDA	491	492	684	807	936	
EPS(当年)(元)	2.28	2.69	3.39	4.06	4.81	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	603	592	455	1,140	599	
净利润	363	423	526	630	747	
折旧摊销	84	97	134	143	150	
财务费用	2	-1	0	0	0	
投资损失	-32	-19	-20	-24	-28	
营运资金变	121	73	-192	384	-279	
其它	66	19	6	7	9	
<b>投资活动现金流</b>	-214	269	-219	-185	-131	
资本支出	-245	-401	-239	-209	-159	
长期投资	4	650	0	0	0	
其他	26	19	20	24	28	
<b>筹资活动现金流</b>	-197	-355	-158	-189	-224	
吸收投资	29	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-107	-155	-158	-189	-224	
<b>现金流净增加额</b>	185	515	78	766	244	

## 研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第4、第2、第3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022年加入信达证券。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	秘侨	18513322185	<a href="mailto:miqiao@cindasc.com">miqiao@cindasc.com</a>
华北区销售	李佳	13552992413	<a href="mailto:lijia1@cindasc.com">lijia1@cindasc.com</a>
华北区销售	赵岚琦	15690170171	<a href="mailto:zhaolanqi@cindasc.com">zhaolanqi@cindasc.com</a>
华北区销售	张斓夕	18810718214	<a href="mailto:zhanglanxi@cindasc.com">zhanglanxi@cindasc.com</a>
华北区销售	王哲毓	18735667112	<a href="mailto:wangzheyu@cindasc.com">wangzheyu@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙瞳	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jiali@cindasc.com">jiali@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	<a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华东区销售	王赫然	15942898375	<a href="mailto:wangheran@cindasc.com">wangheran@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>
华南区销售	刘莹	15152283256	<a href="mailto:liuying1@cindasc.com">liuying1@cindasc.com</a>
华南区销售	蔡静	18300030194	<a href="mailto:caijing1@cindasc.com">caijing1@cindasc.com</a>
华南区销售	聂振坤	15521067883	<a href="mailto:niezhenkun@cindasc.com">niezhenkun@cindasc.com</a>
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	<a href="mailto:songwangfeiyi@cindasc.com">songwangfeiyi@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。