

豪悦护理(605009)

报告日期: 2023年04月16日

23Q1 经营表现靓丽, 新品拉动 23 年业绩可期

——豪悦护理 22A 及 23Q1 业绩点评

投资要点

□ 公司披露 2022A 及 2023Q1 业绩

2022 年公司实现营收 28.02 亿元 (+13.82%), 实现归母净利润 4.23 亿元 (+16.60%), 扣非后归母净利润 3.86 亿元 (同比+9.36%); 22Q4 公司单季实现营收 8.17 亿元 (+0.19%), 实现归母净利润 1.61 亿元 (+19.10%), 扣非后归母净利润 1.51 亿元 (+46.05%)。23Q1 公司实现营收 6.32 亿元 (+22.79%), 实现归母净利润 0.79 亿元 (+44.65%), 扣非后归母净利润 0.72 亿元 (+40.00%)。

□ 婴儿卫生用品表现良好, 成人卫生用品增长稳健

分业务看: (1) 22A 公司婴儿卫生用品业务实现营收 20.32 亿元 (+15.52%), 其中销售量 26.19 亿片 (+19.20%), 测算片单价 0.78 元/片 (-3.09%); 22H2 公司婴儿卫生用品业务收入 11.24 亿元 (+13.09%)。2022 年天猫双十一婴儿卫生用品榜单中前 4 名有 3 家为公司合作客户, 因此受益公司老客户销售表现良好以及新客户的有序开拓, 公司婴儿卫生用品业务增长表现优异。(2) 22A 公司成人卫生用品业务实现营收 6.21 亿元 (+6.15%), 其中销售量 7.34 亿片 (+1.47%), 测算片单价 0.85 元/片 (+4.61%); 22H2 公司成人卫生用品业务 3.39 亿元 (5.93%)。我们认为受益裤型卫生巾销售占比提升拉动公司成人卫生用品业务量价端均稳健增长。(3) 22A 公司其他产品业务实现营收 0.87 亿元 (+44.49%), 原因主要为公司复合芯体及湿巾产品收入快速增长。值得注意的是, 虽然 18-22 年新生儿出生率数据持续下降, 基于市场开拓和产能扩张, 期间公司核心产品婴儿纸尿裤的复合增速达到 21%; 同期公司经期裤复合增速 28.5%。

分区域看: (1) 22A 公司境内业务实现营收 24.79 亿元 (+15.93%), 其中 22H2 公司境内业务收入 13.22 亿元 (+10.44%); (2) 受海外需求端疲弱影响, 22A 公司境外业务实现营收 2.61 亿元 (-1.83%), 但下半年随海外需求逐步回暖及公司泰国工厂投产、自有品牌 Sunybaby 于泰国上市销售, 22H2 公司境外业务实现收入 1.41 亿元 (+15.30%)。伴随公司泰国厂房建设完成, 设备搬迁至自建厂房, 23 年海外业务增长或有提速。

□ 成本压力下支持客户发展致使毛利率下滑, 看好 23 年回暖

毛利率: 22A 公司实现毛利率 23.15%, 同比-3.17pct, 其中 Q1/ Q2/ Q3/ Q4 毛利率分别为 22.17% /22.87% / 22.33% / 24.75%, Q4 受益于石油价格回落利润率修复; 23Q1 公司毛利率 23.06%, 同比+0.89pct, 全年预期表现较好。具体分业务看, 22A 公司婴儿卫生用品/成人卫生用品/其他产品毛利率分别为 21.30% / 25.06% / 32.95%, 分别同比-4.35 / -0.28 / -0.95pct; 22H2 公司婴儿卫生用品/成人卫生用品毛利率分别为 20.98% / 27.02%, 分别同比-2.12 / +5.79pct。公司无纺布、胶、膜等原材料为石化相关产品, 其成本与原油价格走势趋同。截至 23 年 4 月 13 日原油价格为 87.77 美元/桶, 较 22 年均价 100.08 美元/桶已下跌 12.30%, 看好 23 年公司毛利率在原材料成本回落及新品推出带动产品结构持续优化影响下进一步向好。

期间费用率&净利率: 22A 公司期间费用率为 7.68% (-0.66pct), 其中销售/管理+研发/财务费用率分别为 3.47% (-0.19pct) / 5.68% (+0.01pct) / -1.47% (-0.81pct)。22Q4 单季期间费用率为 6.50% (+3.86pct); 23Q1 公司期间费用率为 9.01% (-1.36pct)。22A 公司净利率 15.09%, 同比+0.36pct, Q1/ Q2/ Q3/ Q4 净利率 10.66% / 13.92% / 14.32% / 19.64%。23Q1 净利率 12.56%, 同比+1.90 pct。看好 23 年在原材料成本回落及高毛利率新品销售推动下盈利能力进一步提升。

经营现金流&运营效率: 受支付采购额上涨影响, 2022A 公司实现经营现金流净额 5.92 亿元, 同比-1.81%。其中销售商品和劳务收到现金/营业收入 (%) 与去年同期相比+1.13pct 至 104.68%; 23Q1 公司经营现金流净额 0.09 亿元 (-93.43%), 销售商品和劳务收到现金/营业收入 (%) 与去年同期相比+18.74pct 至 114.43%。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 史凡可
 执业证书号: S1230520080008
 shifanke@stocke.com.cn

分析师: 马莉
 执业证书号: S1230520070002
 mali@stocke.com.cn

分析师: 傅嘉成
 执业证书号: S1230521090001
 fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥43.27
总市值(百万元)	6,748.02
总股本(百万股)	155.95

股票走势图



相关报告

- 1 《【浙商轻工】豪悦护理三季报点评: 渠道变革&芯体替换趋势延续, 新老客户放量&产能释放保障成长》2020.10.27
- 2 《【浙商轻工深度研究】豪悦护理: 个护领域领先 ODM 制造商, 渠道变革&产品升级共驱成长 200913》2020.09.14

运营效率方面，22A 公司应收账款周转天数为 30.07 天 (+9.08 天)，原因主要为疫情下公司支持客户发展，适当延长账期；应付账款周转天数 65.61 天 (+5.62 天)；存货周转天数 49.15 天 (-1.47 天)。23Q1 公司应收账款周转天数 32.09 天 (+15.07 天)；应付账款周转天数 64.08 天 (+10.00 天)；存货周转天数为 59.28 天 (1.42 天)。

产能投放：目前公司杭州+江苏基地婴裤产能 28.38 亿片、成裤产能 3.64 亿片、经期裤产能 4.47 亿片；湖北规划产能 10 亿片（部分为杭州产能搬迁），主要为成裤；泰国产能规划 6 亿片均已进入投产阶段，支撑近年成长。

□ 盈利预测与估值

公司是婴儿纸尿裤领域 ODM 的绝对第一，研发和制造能力突出、核心客户深度绑定，23 年新产品易穿脱经期裤/拉拉裤、透气新型材料的推广均值得期待。考虑公司利润率处于较低位置、新工厂产能释放周期，行业地位夯实。我们预计 2023-2025 年公司收入分别实现 34.24/ 41.36/ 49.07 亿元，同比增长 22.18%/ 20.81%/ 18.63%；归母净利润 5.43/ 6.71/ 8.12 亿元，同比增长 28.44%/ 23.49%/ 21.05%，当前市值对应 PE 分别为 12.37/ 10.01/ 8.27X，维持“买入”评级。

□ 风险提示

原材料价格大幅上涨、行业竞争加剧、婴儿出生率下滑致使需求大幅缩减。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,802	3,424	4,136	4,907
(+/-) (%)	13.82%	22.18%	20.81%	18.63%
归母净利润	423	543	671	812
(+/-) (%)	16.60%	28.44%	23.49%	21.05%
每股收益(元)	2.72	3.50	4.32	5.23
P/E	15.88	12.37	10.01	8.27

资料来源：浙商证券研究所

图1：豪悦护理收入拆分

单位：百万元	2020H1	2020H2	2020A	2021H1	2021H2	2021A	2022H1	2022H2	2022A
主营业务收入	1370.80	1174.14	2544.94	1061.91	1342.30	2404.21	1276.68	1463.21	2739.89
yoy	-	-	32.53%	-22.53%	14.32%	-5.53%	20.22%	9.01%	13.96%
分产品									
婴儿卫生用品	843.27	823.59	1666.86	765.44	993.97	1759.41	908.31	1124.08	2032.39
yoy	-	-	22.29%	-9.23%	20.69%	5.55%	18.66%	13.09%	15.52%
占比	61.52%	70.14%	65.50%	72.08%	74.05%	73.18%	71.15%	76.82%	74.18%
毛利率	34.40%	31.73%	33.08%	28.95%	23.11%	25.65%	21.69%	20.98%	21.30%
销量(百万片)	-	-	2010.41	-	-	2197.31	-	-	2619.27
均价(元/片)	-	-	0.83	-	-	0.80	-	-	0.78
成人卫生用品	276.72	339.50	616.22	264.91	319.72	584.62	281.86	338.69	620.55
yoy	-	-	17.84%	-4.27%	-5.83%	-5.13%	6.40%	5.93%	6.15%
占比	20.19%	28.91%	24.21%	24.95%	23.82%	24.32%	22.08%	23.15%	22.65%
毛利率	41.30%	32.10%	36.23%	30.31%	21.22%	25.34%	22.71%	27.02%	25.06%
销量(百万片)	-	-	2010.41	-	-	722.96	-	-	733.56
均价(元/片)	-	-	0.31	-	-	0.81	-	-	0.85
其他产品	250.81	11.05	261.86	31.56	28.62	60.18	86.51	0.44	86.95
yoy	-	-	662.48%	-87.42%	158.97%	-77.02%	174.08%	-98.46%	44.49%
占比	18.30%	0.94%	10.29%	2.97%	2.13%	2.50%	6.78%	0.03%	3.17%
毛利率	68.39%	-	62.67%	94.85%	-	33.90%	31.61%	-	32.95%
分地区									
国外	152.43	133.43	285.86	143.89	122.26	266.15	120.30	140.97	261.27
yoy	-	-	17.65%	-5.60%	-8.37%	-6.89%	-16.39%	15.30%	-1.83%
占比	11.12%	11.36%	11.23%	13.55%	9.11%	11.07%	9.42%	9.63%	9.54%
国内	1218.37	1040.71	2259.08	940.80	1197.25	2138.05	1156.38	1322.24	2478.62
yoy	-	-	34.68%	-22.78%	15.04%	-5.36%	22.91%	10.44%	15.93%
占比	88.88%	88.64%	88.77%	88.59%	89.19%	88.93%	90.58%	90.37%	90.46%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,554	2,984	4,535	5,120
现金	1,876	2,053	3,370	3,785
交易性金融资产	0	150	225	275
应收账款	240	305	383	429
其它应收款	7	18	9	21
预付账款	10	16	18	20
存货	306	383	455	533
其他	117	61	76	56
非流动资产	1,610	1,556	1,487	1,421
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1,380	1,301	1,223	1,143
无形资产	98	130	148	168
在建工程	111	100	90	81
其他	21	26	27	29
资产总计	4,165	4,541	6,022	6,540
流动负债	1,036	944	1,752	1,455
短期借款	0	150	150	150
应付款项	841	583	1,337	990
预收账款	0	0	0	0
其他	195	211	265	315
非流动负债	114	117	120	123
长期借款	0	0	0	0
其他	114	117	120	123
负债合计	1,151	1,061	1,872	1,578
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	3,014	3,480	4,151	4,963
负债和股东权益	4,165	4,541	6,022	6,540

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	592	278	1,383	462
净利润	423	543	671	812
折旧摊销	97	104	103	104
财务费用	(1)	2	4	4
投资损失	(19)	(23)	(37)	(37)
营运资金变动	73	(360)	633	(428)
其它	19	12	8	8
投资活动现金流	269	(175)	(65)	(46)
资本支出	(401)	(47)	(27)	(32)
长期投资	0	(150)	(75)	(50)
其他	669	23	36	37
筹资活动现金流	(355)	73	(1)	(1)
短期借款	0	150	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(355)	(77)	(1)	(1)
现金净增加额	515	176	1,317	416

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,802	3,424	4,136	4,907
营业成本	2,154	2,592	3,121	3,699
营业税金及附加	15	18	22	26
营业费用	97	122	149	180
管理费用	58	69	84	100
研发费用	101	123	146	176
财务费用	(41)	(45)	(47)	(80)
资产减值损失	(4)	(12)	(10)	(8)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	19	23	37	37
其他经营收益	24	31	35	42
营业利润	456	581	717	872
营业外收支	0	5	6	4
利润总额	456	586	724	876
所得税	33	43	53	64
净利润	423	543	671	812
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	423	543	671	812
EBITDA	492	639	757	875
EPS (最新摊薄)	2.72	3.50	4.32	5.23

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	13.82%	22.18%	20.81%	18.63%
营业利润	13.57%	27.41%	23.43%	21.61%
归属母公司净利润	16.60%	28.44%	23.49%	21.05%
获利能力				
毛利率	23.15%	24.30%	24.55%	24.62%
净利率	15.09%	15.86%	16.22%	16.55%
ROE	14.03%	15.61%	16.16%	16.36%
ROIC	12.13%	13.62%	14.06%	13.93%
偿债能力				
资产负债率	27.63%	23.36%	31.08%	24.12%
净负债比率	38.18%	30.49%	45.10%	31.79%
流动比率	2.46	3.16	2.59	3.52
速动比率	2.11	2.67	2.28	3.10
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.79	0.78	0.78
应收账款周转率	11.97	14.51	15.92	16.21
应付账款周转率	5.49	6.24	5.89	5.86
每股指标(元)				
每股收益	2.72	3.50	4.32	5.23
每股经营现金	3.82	1.79	8.91	2.98
每股净资产	19.42	22.42	26.74	31.97
估值比率				
P/E	15.88	12.37	10.01	8.27
P/B	2.23	1.93	1.62	1.35
EV/EBITDA	12.56	7.55	4.63	3.54

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>