

## 成本上行总体可控, 具备较强产业链议价力

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2020 年业绩预告, 2020 年实现归属于上市公司股东的净利润 5.9 亿元到 6.2 亿元, 与上年同期相比, 预计增加 2.7 亿元到 3 亿元, 同比增加 87.1%到 96.6%。2020 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 5.6 亿元到 5.9 亿元, 与上年同期相比, 预计增加 2.5 亿元到 2.8 亿元, 同比增加 82%到 91.7%。
- **原材料成本上行, 但总体可控。** 根据公司业绩预告, 测算公司 Q4 净利润在 1-1.3 亿元, 同比增速-11%到 16%, 单季度利润增速较上半年有所放缓。主要由于四季度以来原油及粘胶短纤价格上行, 带动公司主要原材料吸水高分子等石油衍生品和无纺布价格上涨, 一定程度上挤压利润空间。但从历史原材料价格水平来看, 当前原油及粘胶短纤价格仍低于 2017-2018 年高点水平, 对标公司 2017-2018 年毛利率及出厂价格走势来看, 公司有望凭借对下游的议价能力部分转嫁原材料成本, 原材料价格上涨的影响总体可控。
- **婴儿及女性卫生用品持续贡献主要收入, 防疫物资收入回归正常水平。** 1) 受疫情影响 2020 年公司新增口罩等防疫物资产线, 非吸收性卫生用品收入达到 2.5 亿元, 占比提升至 18.1%, 毛利率达到 68.4%, 下半年防疫物资供应充分后价格趋于平稳, 非吸收性卫生用品收入及毛利率预计如期回归常态水平。2) 婴儿及女性卫生用品依然贡献主要收入, 毛利率水平可观。2020 年公司深化与全球著名跨国公司以及国内知名护理用品企业和母婴品牌商大客户的合作, 双方的业务规模和利润水平进一步提高。2020 年上半年公司婴儿卫生用品收入为 8.4 亿元, 占公司营收比为 60.9%; 女性卫生用品收入 1.8 亿元, 占营收比为 13.2%。2020H1 婴儿卫生用品/女性卫生用品毛利率分别达到 34.4%/42.9%, 订单起量后生产制造的规模优势逐渐显现, 单位制造成本较低, 有望缓冲原材料价格上涨的影响。
- **研发优势突出, 长期对下游仍具备一定议价能力。** 公司整体下游客户品牌优质, 客户结构多元, 可支撑公司订单较快增长。公司 ODM 客户主要为全球著名跨国公司和国内知名护理用品企业和母婴品牌商等国内外品牌商, 其中以国内客户为主。公司抓住国内垂直电商崛起的机遇, 与凯儿得乐、蜜芽、BEABA、BabyCare 等多个国产高端母婴品牌展开合作并凭借优质的产品能力成为其主要供应商。一方面, 下游客户品牌销量的快速增长拉动公司整体订单放量, 规模效应显现; 另一方面, 公司持续与原有客户扩展合作品类, 在经期裤产品和无木浆复合芯体产品方面加强合作, 充分发挥研发优势, 提升产业链议价力和盈利能力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2020-2022 年 EPS 分别为 5.71 元、6.53 元、7.69 元, 对应 PE 分别为 33 倍、29 倍、25 倍, 考虑到公司设计和制造能力突出, 客户粘性较强, 业绩有望保持较快增长, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅波动的风险、市场竞争加剧的风险、下游客户收入下行的风险、新增产能投产进度或不及预期。

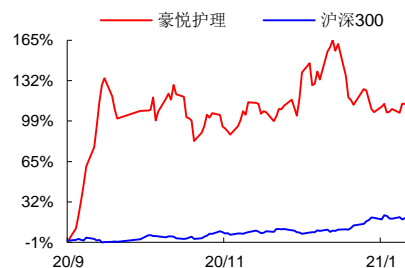
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1953.38	2744.36	3240.88	3901.58
增长率	34.76%	40.49%	18.09%	20.39%
归属母公司净利润(百万元)	315.32	609.16	696.20	820.40
增长率	70.35%	93.19%	14.29%	17.84%
每股收益 EPS(元)	2.96	5.71	6.53	7.69
净资产收益率 ROE	49.38%	21.79%	19.94%	19.03%
PE	64	33	29	25
PB	31.76	7.25	5.81	4.70

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
执业证号: S1250517080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn  
联系人: 赵兰亭  
电话: 023-67511807  
邮箱: zhl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	1.07
流通 A 股(亿股)	0.27
52 周内股价区间(元)	89.65-238.0
总市值(亿元)	202.79
总资产(亿元)	32.62
每股净资产(元)	25.14

### 相关研究

1. 豪悦护理(605009): 深耕研发设计, ODM 领先制造商强势突围 (2020-11-23)
2. 豪悦护理(605009): 个护用品持续放量, 业绩维持高增 (2020-10-27)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1953.38	2744.36	3240.88	3901.58	净利润	315.32	609.16	696.20	820.40
营业成本	1360.30	1808.09	2167.00	2640.09	折旧与摊销	41.88	38.02	38.02	38.02
营业税金及附加	10.16	14.00	16.48	26.92	财务费用	12.47	3.22	-4.27	-6.86
销售费用	101.92	150.94	178.25	206.78	资产减值损失	-3.26	0.00	0.00	0.00
管理费用	36.23	68.61	84.26	93.64	经营营运资本变动	48.83	76.69	3.43	20.25
财务费用	12.47	3.22	-4.27	-6.86	其他	12.58	-6.00	-8.00	-10.00
资产减值损失	-3.26	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>427.83</b>	<b>721.09</b>	<b>725.38</b>	<b>861.82</b>
投资收益	1.66	6.00	8.00	10.00	资本支出	-228.62	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-56.35	6.00	8.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-284.97</b>	<b>6.00</b>	<b>8.00</b>	<b>10.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>366.18</b>	<b>705.50</b>	<b>807.16</b>	<b>951.01</b>	短期借款	-56.67	-124.68	0.00	0.00
其他非经营损益	0.09	0.64	0.42	0.44	长期借款	51.15	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>366.27</b>	<b>706.14</b>	<b>807.59</b>	<b>951.45</b>	股权融资	0.00	1548.66	0.00	0.00
所得税	50.95	96.98	111.39	131.04	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	315.32	609.16	696.20	820.40	其他	-76.22	-17.73	4.27	6.86
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-81.74</b>	<b>1406.25</b>	<b>4.27</b>	<b>6.86</b>
归属母公司股东净利润	315.32	609.16	696.20	820.40	<b>现金流量净额</b>	<b>61.34</b>	<b>2133.34</b>	<b>737.65</b>	<b>878.67</b>
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	122.87	2256.21	2993.87	3872.54	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	101.23	149.78	176.52	211.21	销售收入增长率	34.76%	40.49%	18.09%	20.39%
存货	199.06	282.44	331.37	406.61	营业利润增长率	71.71%	92.66%	14.41%	17.82%
其他流动资产	56.12	21.80	25.57	30.60	净利润增长率	70.35%	93.19%	14.29%	17.84%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	60.85%	77.57%	12.61%	16.80%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	703.24	671.06	638.88	606.71	毛利率	30.36%	34.12%	33.14%	32.33%
无形资产和开发支出	61.27	55.45	49.63	43.81	三费率	7.71%	8.12%	7.97%	7.52%
其他非流动资产	10.22	10.20	10.17	10.15	净利率	16.14%	22.20%	21.48%	21.03%
<b>资产总计</b>	<b>1254.02</b>	<b>3446.94</b>	<b>4226.02</b>	<b>5181.62</b>	ROE	49.38%	21.79%	19.94%	19.03%
短期借款	124.68	0.00	0.00	0.00	ROA	25.14%	17.67%	16.47%	15.83%
应付和预收款项	354.43	525.70	606.15	738.15	ROIC	36.91%	57.71%	63.08%	70.70%
长期借款	51.15	51.15	51.15	51.15	EBITDA/销售收入	21.53%	27.21%	25.95%	25.17%
其他负债	85.18	74.88	77.31	80.51	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>615.44</b>	<b>651.73</b>	<b>734.61</b>	<b>869.81</b>	总资产周转率	1.80	1.17	0.84	0.83
股本	80.00	106.67	106.67	106.67	固定资产周转率	4.07	5.58	7.05	9.12
资本公积	71.04	1593.03	1593.03	1593.03	应收账款周转率	23.58	24.84	22.47	22.81
留存收益	486.36	1095.51	1791.71	2612.12	存货周转率	7.04	7.51	7.06	7.15
归属母公司股东权益	638.57	2795.21	3491.41	4311.81	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.59%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>638.57</b>	<b>2795.21</b>	<b>3491.41</b>	<b>4311.81</b>	资产负债率	49.08%	18.91%	17.38%	16.79%
负债和股东权益合计	1254.02	3446.94	4226.02	5181.62	带息债务/总负债	28.57%	7.85%	6.96%	5.88%
					流动比率	0.96	5.04	5.68	5.98
					速动比率	0.56	4.51	5.15	5.44
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	2.96	5.71	6.53	7.69
					每股净资产	5.99	26.20	32.73	40.42
					每股经营现金	4.01	6.76	6.80	8.08
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	420.54	746.74	840.91	982.18					
PE	64.31	33.29	29.13	24.72					
PB	31.76	7.25	5.81	4.70					
PS	10.38	7.39	6.26	5.20					
EV/EBITDA	36.30	24.19	20.60	16.75					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
上海	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn