

证券研究报告
化妆品
2022年12月13日



嘉亨家化（300955）深度报告： 稀缺一体化生产龙头，产能释放助力腾飞

评级：增持(维持)

国海证券研究所

芦冠宇(证券分析师)	熊思雨(联系人)
S0350521110002	S0350122070076
lgy@ghzq.com.cn	xionsy@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
嘉亨家化	7.9%	20.5%	-21.0%
沪深300	4.2%	-4.0%	-22.4%

预测指标	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万元)	1161.30	1247.69	1758.80	2158.96
增长率(%)	19.89	7.44	40.96	22.75
归母净利润(百万元)	97.17	94.26	150.55	194.76
增长率(%)	4.02	-2.99	59.71	29.37
摊薄每股收益(元)	0.96	0.94	1.49	1.93
ROE(%)	10.15	9.30	12.94	14.34
P/E	31.91	28.52	17.86	13.80
P/B	3.46	2.65	2.31	1.98
P/S	2.85	2.15	1.53	1.25
EV/EBITDA	18.42	18.04	12.01	9.06

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

相关报告

《——嘉亨家化(300955)2022年三季度报点评:Q3新产能利用率有待提升, Q4业绩修复可期(增持)*化妆品*芦冠宇》——2022-10-26

- **化妆品+塑包双主业协同发展，化妆品放量驱动业绩增长。**公司最早起家于塑料包装生产，后发力拓展至化妆品代工领域；目前双主业协同发展。近年来化妆品业务放量驱动业绩增长，2017-2021年化妆品营收CAGR达60.5%，营收占比亦迅速提升至54.3%，年产能利用率均近100%；2022H1在疫情扰动下，业务开拓、产能及订单交付受限，化妆品业绩短期承压。
- **客户优质、粘性高，一体化生产服务优势强，有望增厚业绩。**公司主要客户含强生、贝泰妮、上海家化等头部品牌及尚赫、气味图书馆等本土新锐品牌，客户粘性高、稳定性强。客户集中度高，塑包业务下游客户需求长期稳定，前五大客户营收占比近90%；化妆品业务下游合作持续推进，2020H1前五大客户营收占比达81%；其中化妆品多家头部客户平均销售单价持续提升，主要系品类拓展顺畅。公司凭借其优秀口碑，未来可持续深挖现有客户拓品类需求，拓展新客动力足。公司是行业内少数具备日化产品+塑包一体化生产服务优势的企业；未来伴随湖州嘉亨产能逐步释放，一体化订单量提升，有望降本增效、增厚利润。
- **短期：湖州嘉亨一期产能逐步释放，有望带动毛利率回升。**化妆品近年来接近满产满销，产能饱和为限制其业务扩张的核心因素。湖州工厂化妆品生产车间已于6月起逐步投入使用，达产后化妆品/塑料包装容器年产能将分别新增3.8万吨/3亿个，届时年产能将达6.25万吨（2021年的2.6倍）/11.7亿个（2021年的1.3倍）。我们预计2022年全年湖州嘉亨约释放50%的一期产能，贡献业绩增量，且工厂自动化水平高，逐步投产有助于摊薄经营成本，毛利率短期有望回升，预计下半年业绩环比改善显著。
- **长期：湖州嘉亨二期产能增量或更大+发力拓展ODM，盈利能力持续提升。**湖州嘉亨二期（化妆品及家庭护理产品生产基地项目）已于2022年6月开始动工建设；该项目投资6.8亿元（一期仅3.57亿元），占地约138亩，预计二期达产后新增产能将显著高于一期，赋予公司更大盈利弹性。截至2022H1，IPO募投项目中技术研发中心升级建设项目投资进度为25.5%，预计将于2023年3月建成，将重点加强化妆品ODM服务能力，并进一步提升公司一体化服务水平，推动盈利能力持续提升。

- **盈利预测与投资建议。**公司具备日化产品+塑包一体化生产服务优势，合作客户优质、粘性高，业界口碑优，持续拓展新品类、新客户动力足。短期来看，2022年伴随湖州嘉亨一期逐步投产，产能制约有望缓解，推动化妆品业务持续扩张；经营成本亦有望摊薄，毛利率短期或有望回升，推动业绩环比修复。长期来看，二期产能增量预计更大（已于2022年6月开工）+发力提升ODM模式占比，打开未来成长空间，长期盈利弹性可期。2022Q4或为订单集中释放期；因此上调此前盈利预测，预计公司2022-2024年实现营收12.48/17.59/21.59亿元，同比增长7.4%/41.0%/22.8%，实现归母净利润0.94/1.51/1.95亿元，同比变化-3.0%/59.7%/29.4%，对应PE分别为29/18/14倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**产能爬坡不及预期风险；客户拓展不及预期风险；大客户业务波动风险；原材料价格波动风险；疫情反复风险。

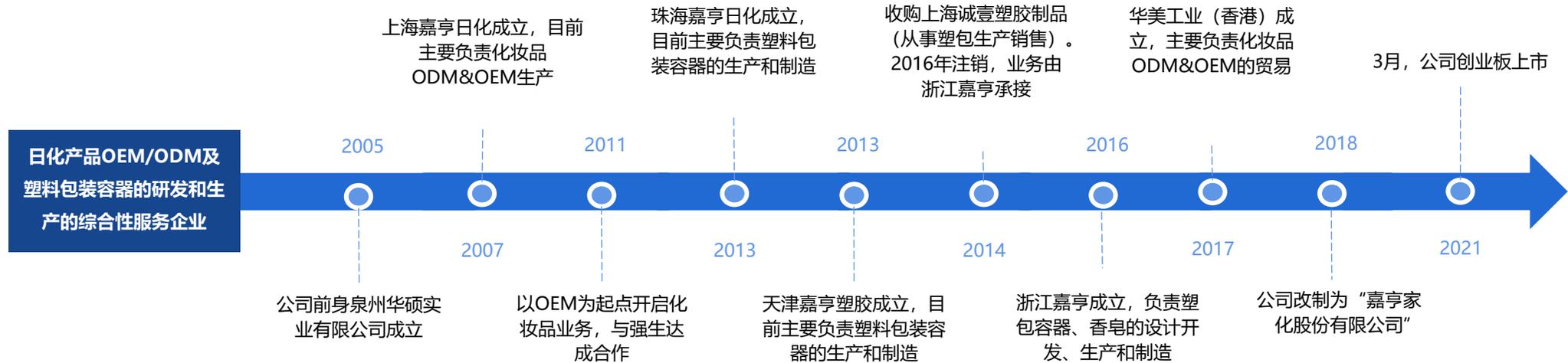
1.嘉亨家化：领先的日化一体化生产商，化妆品+塑包双主业协同发展	6
1.1 嘉亨家化：领先的日化一体化生产商，合作优质品牌客户	
1.2 财务表现：疫情+产能扰动短期业绩，化妆品放量驱动营收增长	
1.2 财务表现：双主业原材料成本占约65%，原料价格+产品结构影响综合毛利率	
1.2 财务表现：管理费用率因产能扩张处于高位，盈利能力整体稳健	
1.3 股权结构：股权结构集中清晰，员工持股绑定核心利益	
2.化妆品代工：行业毛利率近30%，竞争格局高度分散，龙头规模优势明显	12
2.1 产业链：代工处化妆品产业链中上游，行业毛利率近30%	
2.2 竞争格局：化妆品代工行业高度分散，龙头规模优势明显	
3.核心竞争力：客户优质、粘性高，一体化经营协同性强、盈利优	15
3.1 客户资源：客户优质、粘性高，优秀口碑助力持续拓新客	
3.1 客户资源：塑包客户集中度最高，化妆品第一大客户强生销售提价顺畅	
3.2 协同效应：日化+塑包一体化经营，降本增效、优化盈利	
4.未来看点：产能释放+发力ODM驱动业绩增长，短期业绩改善长期弹性更优	19
4.1 短期：一期产能释放贡献业绩增量，带动毛利率回升	
4.2 长期：二期产能增量或更大+发力拓展ODM，打开成长空间	
5.盈利预测与投资建议	23
6.风险提示	25

1. 嘉亨家化：领先的日化一体化生产商，化妆品+塑包双主业协同发展

1.1 嘉亨家化：领先的日化一体化生产商，合作优质品牌客户

- **领先的日化一体化生产商，合作优质品牌客户。** 嘉亨家化2005年起家于塑料包装生产业务，于2011年拓展至化妆品OEM代工业务；目前双主业协同发展，是行业内少数兼具日化产品及塑包研发、设计和生产能力的企业，为强生、贝泰妮、上海家化、郁美净、利洁时等国内外知名品牌及尚赫、气味图书馆等新锐品牌提供一体化综合生产服务。

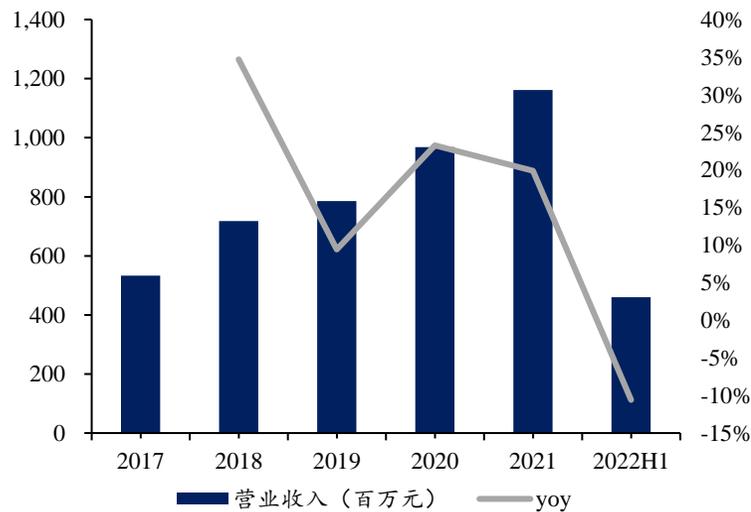
图表：嘉亨家化起家于塑包业务，后发力于日化产品代工业务



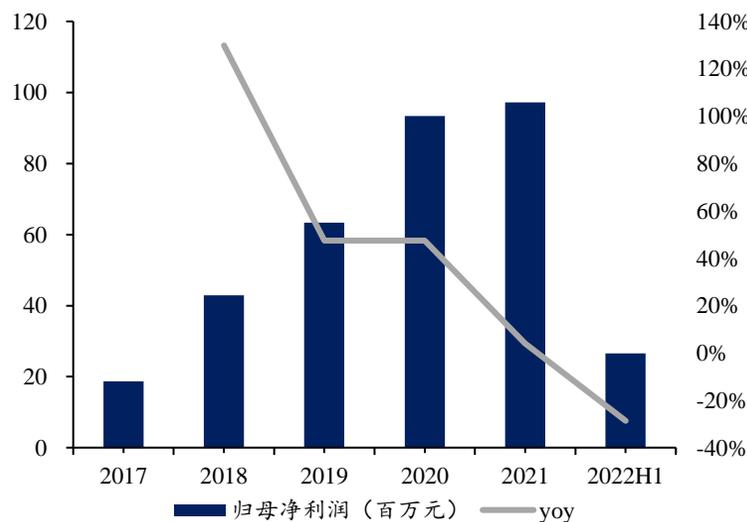
1.2 财务表现： 疫情+产能扰动短期业绩， 化妆品放量驱动营收增长

- 疫情影响+产能扩张， 业绩短期承压。** 公司2022H1实现营收4.6亿元/同比-10.6%， 营收下滑主要受上海等地疫情防控影响， 公司产能及订单交付、 业务开拓承压； 2017-2021年营收CAGR达21.5%， 增长稳健。 2022H1实现归母净利润0.27亿元/同比-28.7%， 业绩大幅下滑主要系营收下滑、 固定支出刚性， 叠加湖州新产能投产前相关费用前置所致； 2017-2021年归母净利润CAGR达51%， 增长迅速。
- 化妆品业务快速放量， 业务结构显著优化。** 化妆品业务为营收增长核心驱动， 2017-2021年化妆品营收持续高增， CAGR达60.5%， 营收占比亦由17.8%迅速提升至54.3%， 超越塑包业务成为公司第一大主业； 化妆品销售快速放量， 2017-2021年销量CAGR高达55%， 产能持续饱和， 年产能利用率均近100%。 塑包、 家庭护理产品增长相对稳健， 2017-2021年营收CAGR分别达3.4%/同比11.8%。 2021年营收占比分别降至35.3%/同比8.3%； 业务结构更趋良性。 2022H1， 疫情冲击下化妆品、 家庭护理产品承压， 塑包业务韧性较强， 对应营收分别同比-20.1%/-29.2%/+7.9%。

图表： 营收整体稳健增长， 2022H1短期承压



图表： 归母净利润整体高增， 2022H1短期承压



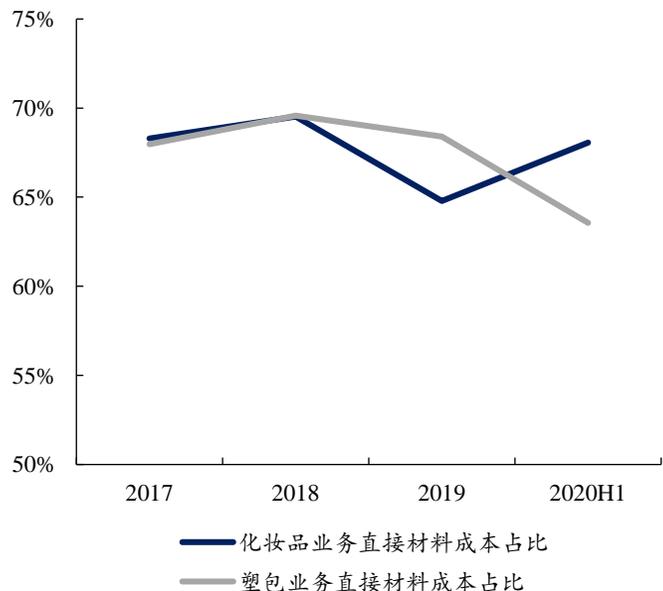
图表： 化妆品业务营收占比快速提升



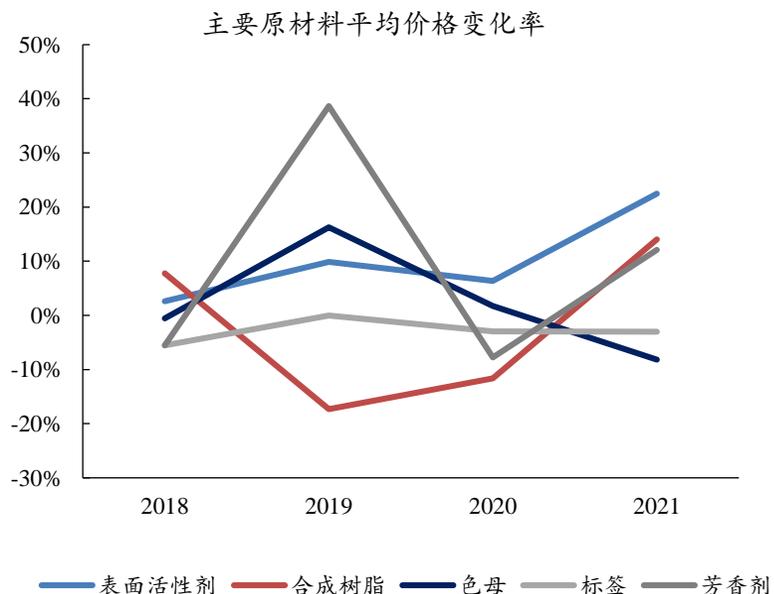
1.2 财务表现：双主业原材料成本占约65%，原料价格+产品结构影响综合毛利率

- **双主业原材料成本均占约65%，核心材料合成树脂、表面活性剂采购价上涨明显。** 化妆品、塑包业务原材料成本占比均在65%左右，主业成本结构较稳定。塑包、化妆品业务的核心材料分别为合成树脂（2020H1占塑包成本的46.5%）、表面活性剂（2020H1占化妆品成本的22.5%），其平均采购价格分别在2021年同比+14.1%/22.5%，涨势明显。
- **化妆品毛利率持续下行，原料价格上涨+产品结构变动拉低综合毛利率。** 双主业中，化妆品毛利率自2020年起持续下行，塑包业务毛利率处于相对高位，且自2020年起相对稳定，2022H1对应毛利率分别为19.4%/27.7%。核心原材料价格上涨，叠加产品结构变动（低毛利率的化妆品业务占比提升），持续拉低综合毛利率。2022H1综合毛利率为22.8%。

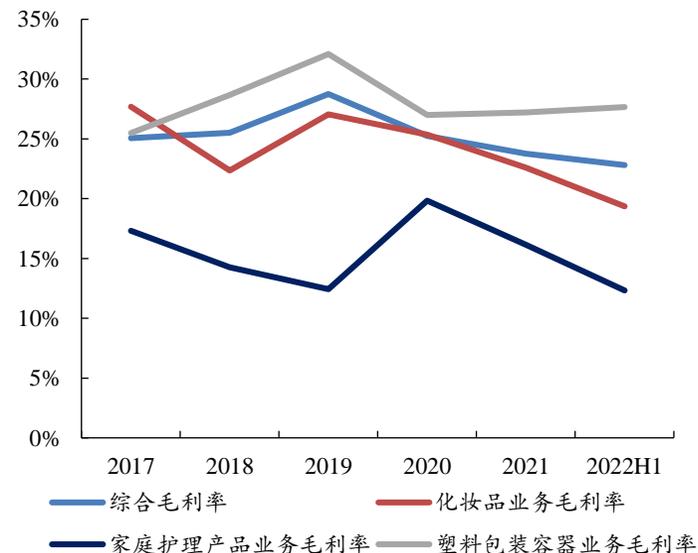
图表：化妆品、塑包业务原材料成本占比均在65%左右



图表：合成树脂、表面活性剂采购价明显上涨



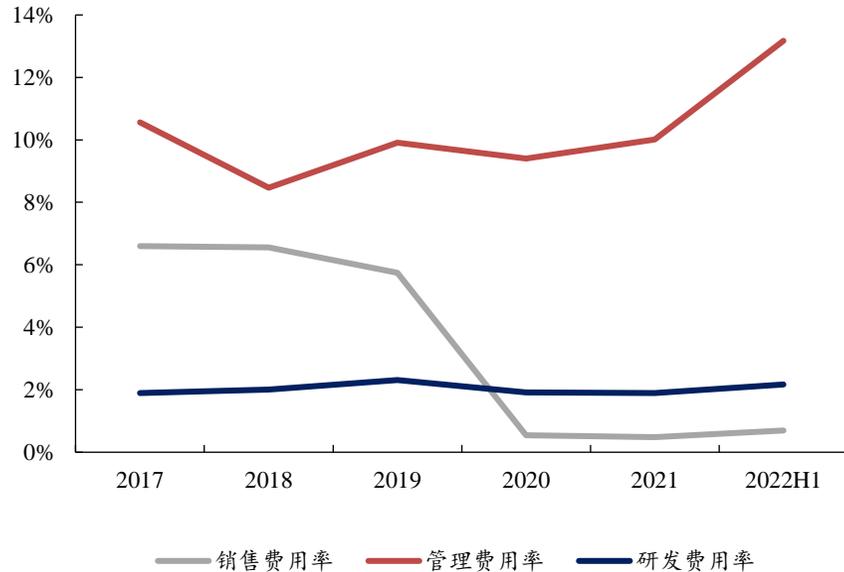
图表：综合毛利率略有下滑



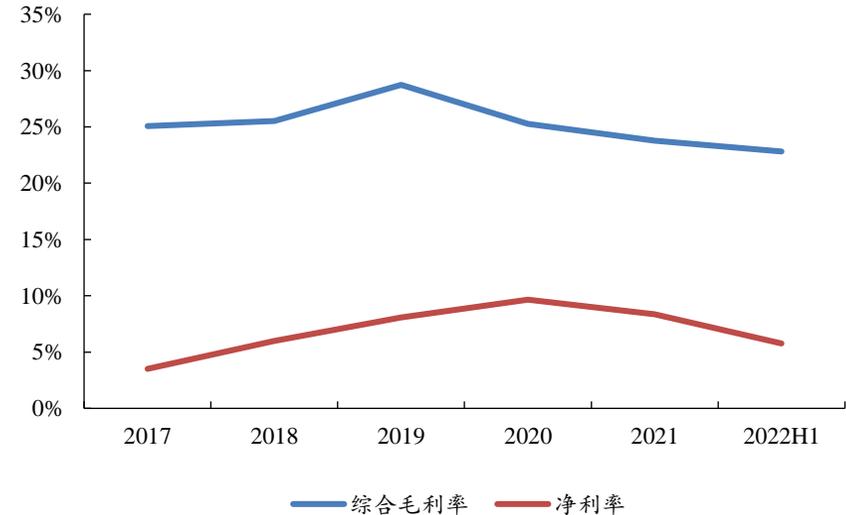
1.2 财务表现：管理费用率因产能扩张处于高位，盈利能力整体稳健

- **管理费用率因产能扩张处于高位，销售费用率、研发费用率相对稳定。**因产能扩张带来的人员成本、折旧摊销费用增加，管理费用率持续提升，至2022H1达13.2%。销售费用率、研发费用率相对稳定且处低位，2020年销售费用率大幅降低主要系新收入准则下，公司调整销售费用计入口径所致。
- **盈利能力整体稳健，净利率短期略有波动。**2017-2020年公司净利率持续提升至9.6%；2022H1净利率5.8%/同比-1.5pct，短期承压主要系原材料价格波动、新建产能投产前费用前置所致。伴随湖州嘉亨化妆品生产车间于2022年6月起逐步投入使用，盈利能力边际改善可期。

图表：管理费用率因产能扩张持续提升



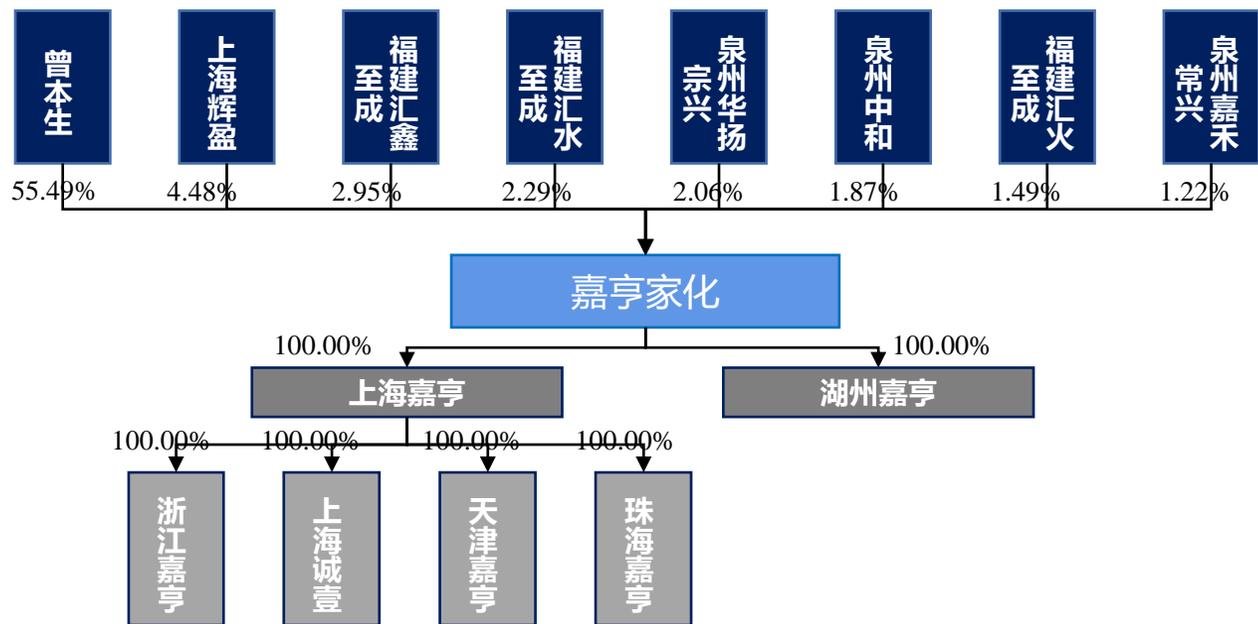
图表：短期影响加剧净利率波动，盈利能力整体稳健



1.3 股权结构：股权结构集中清晰，员工持股绑定核心利益

- **股权结构集中，员工持股绑定核心利益。**截至2022Q3，创始人兼董事长曾本生持股 55.49%，为实控人、公司控股股东，其余持股相对分散。2016-2019 年，公司先后设立嘉禾常兴、泉州恒亨、泉州众亨三大员工持股平台，副总经理等56人（核心管理、业务人员）通过三大员工持股平台合计持股约2%。

图表：嘉亨家化股权结构图（截至2022Q3）



2. 化妆品代工：行业毛利率近30%，竞争格局高度分散，龙头规模优势明显

2.1 产业链：代工处化妆品产业链中上游，行业毛利率近30%

- **化妆品中上游代工制造商毛利率近30%**。化妆品产业链分为原料供应商、制造商、品牌商、渠道商等环节，产业链的核心价值集中于品牌端，据艾瑞咨询，品牌商毛利率高达60-80%；制造商可分为专业的 OEM/ODM 厂商和品牌自建厂商，负责中上游的生产制造环节，毛利率近30%。

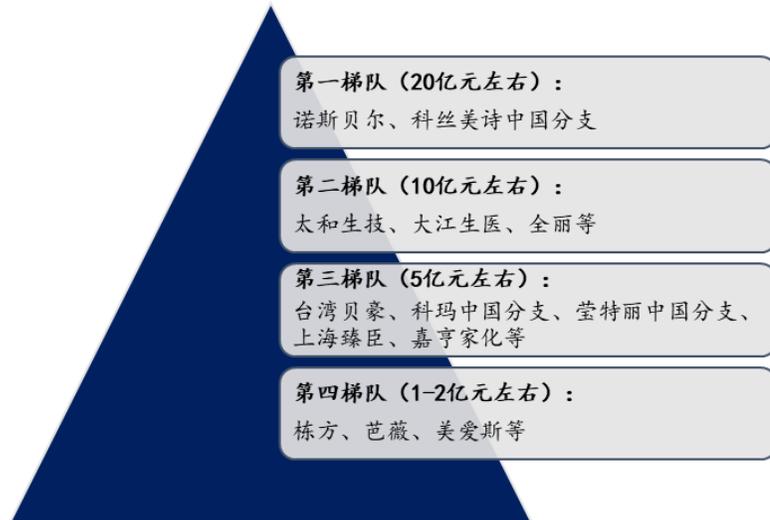
图表：化妆品产业链价值分配



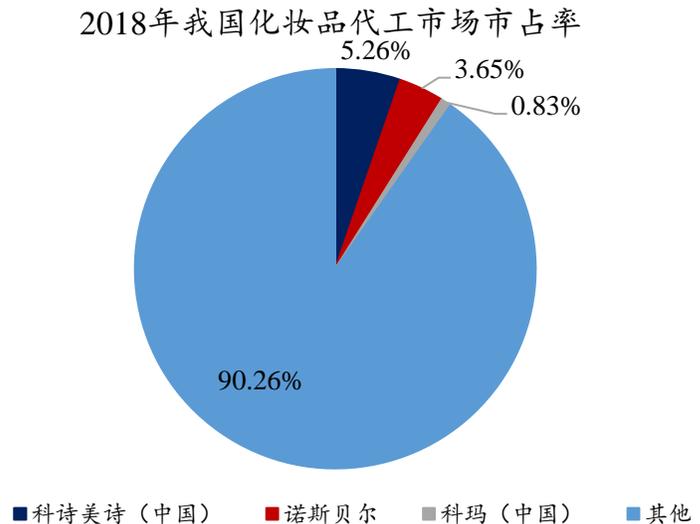
2.2 竞争格局：化妆品代工行业高度分散，龙头规模优势明显

- **化妆品代工行业竞争格局高度分散、竞争激烈，龙头规模优势明显。**我国化妆品代工行业竞争格局高度分散，2018年，科丝美诗、诺斯贝尔市占率分别为5.26%/3.65%，大幅领先于以0.83%位居市占率第三的科玛。截至2021年9月底，全国化妆品生产企业达5728家，国内化妆品代工行业竞争激烈、中小企业居多；营收处于第一梯队（20亿元左右）的龙头仅诺斯贝尔、科丝美诗2家，龙头规模优势明显。
- **监管趋严提升行业壁垒，格局有望优化。**《化妆品监督管理条例》、《化妆品生产经营监督管理办法》分别于2021年/2022年初开始实行，新规强化对化妆品生产企业的监督检查，不断弥补行业生产经营中的漏洞，行业准入门槛提升。龙头代工企业多与知名品牌建立长期合作，其在原料选择、产品备案及宣称上更为慎重。因此，合规经营、具备规模优势的龙头或受益于行业监管，市场份额有望加速向龙头集中。

图表：国内化妆品代工行业主要玩家



图表：国内化妆品代工行业竞争格局高度分散

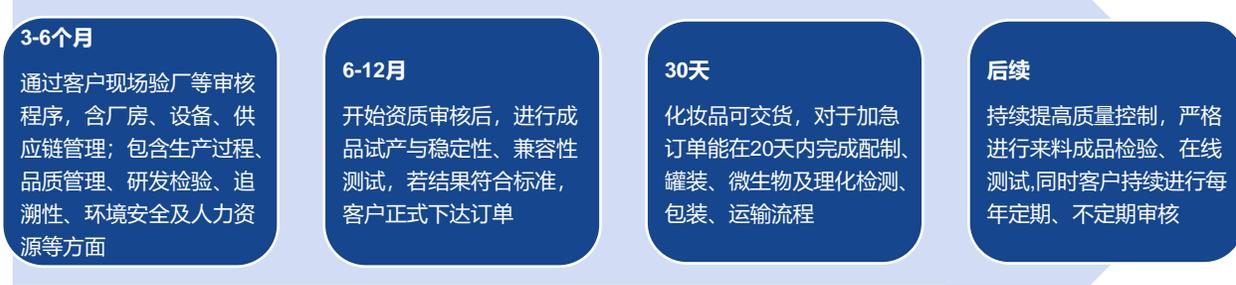


3. 核心竞争力：客户优质、粘性高，一体化经营协同性强、盈利优

3.1 客户资源：客户优质、粘性高，优秀口碑助力持续拓新客

- **日化代工商通过头部客户供应验证难度高、周期长，长期合作稳定性强。** 日化代工商进入头部品牌商供应商体系需经历至少9个月的验证周期，包含3-6个月的前期资质审核、6-12个月的成品试产及测试。基于遴选供应商审核程序严格复杂、历时长，头部品牌商转换供应商的成本较高，建立合作后长期稳定性强。
- **长期技术储备+生产快速响应+卓越产品品质积淀优秀口碑，深度绑定优质客户资源，新客拓展动力充足。**
- **技术储备：** 公司具备稳定的技术研发能力和产品转化能力；OEM下，15天左右即可形成符合客户质量要求的完整工艺及技术控制文件，完成试产准备，有效缩短客户的配方转换周期；ODM下，2-3周内即可初步确定配方、生产工艺及完成试产，满足客户快速迭代、快速生产的需求。
- **快速响应+品质卓越：** 公司拥有10万级化妆品洁净生产车间，生产能力稳定高效，生产管理优良，同时满足客户对交货期及产品质量的要求，化妆品交货期控制在30天内，加急订单可在20天内完成；良品率较高，优势突出。
- **客户资源优质、粘性高，拓新客动力足。** 公司主要客户为强生、贝泰妮、上海家化、郁美净、利洁时等国内外知名品牌及尚赫、气味图书馆等本土新锐品牌，其中与强生、上海家化、百雀羚合作长达10余年；2020年成功拓展宝洁、联合利华两大国际日化集团。公司针对现有客户持续深挖多品类合作需求，未来凭借其优秀口碑，持续拓展新客动力充足。

图表：进入头部客户供应链考察验证流程严格、耗时长



图表：公司分业务主要客户

化妆品业务主要客户	Johnson's 强生, 郁美净, 绿叶集团 Greenleaf Group, 气味图书馆 SCENT LIBRARY, triptych of lune 三谷, dōTERRA 多特瑞, WINGONA 薇诺娜, SUN HOPE, PHILIPS, VICTORIA'S SECRET, 百雀羚
塑料包装业务主要客户	Johnson's 强生, Shell, 百雀羚, NIVEA, 上海家化, 中国石化, 上海大联, 绿叶集团 Greenleaf Group, Beiersdorf
家庭护理产品主要客户	Johnson's 强生, 郁美净, Dettol 滴露, P&G, 益海嘉里, Reckitt Benckiser, Pigeon, dōTERRA, Unilever

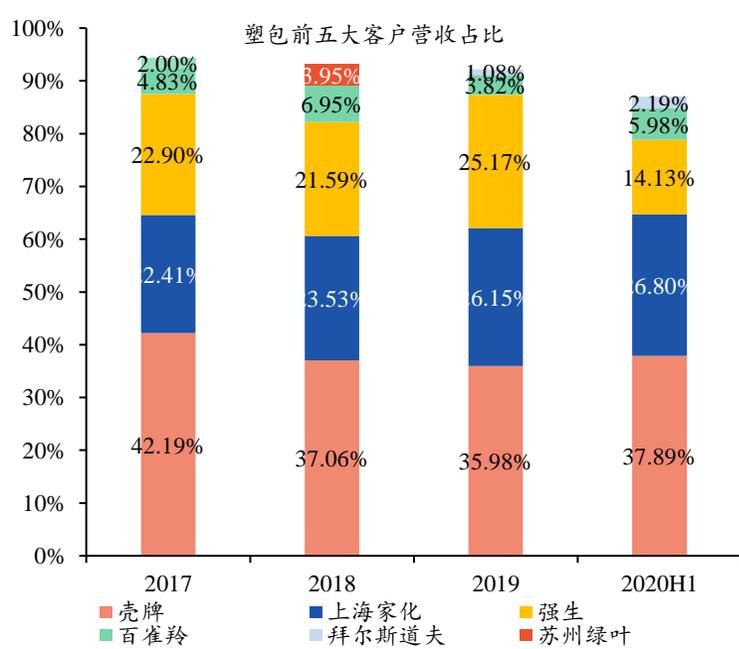
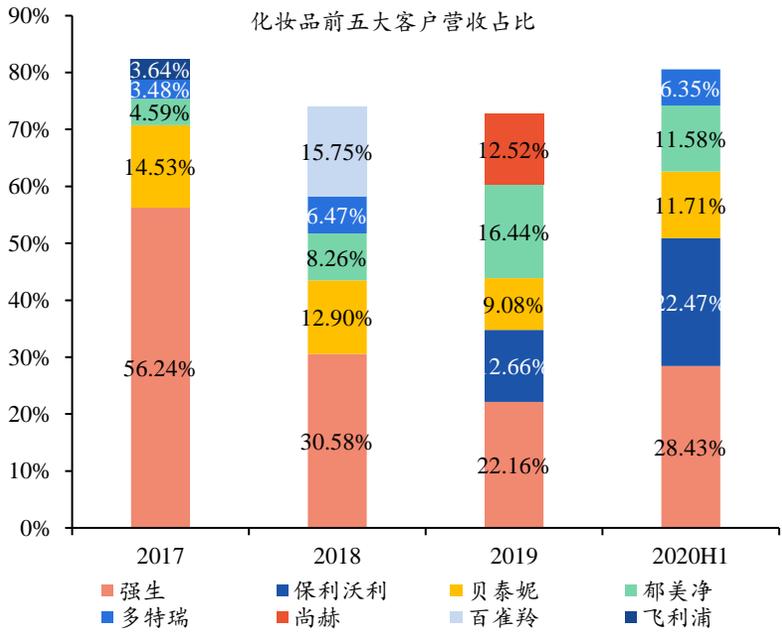
3.1 客户资源：塑包客户集中度最高，化妆品第一大客户强生销售提价顺畅

- **头部客户集中度高，塑包下游客户需求趋稳，化妆品下游合作持续推进，客户构成小幅波动。** 2022H1公司前五大客户营收占比81.3%，客户集中度高。分业务来看，发家业务塑包发展成熟，2017-2020H1前五大客户营收占比均近90%，下游客户需求长期稳定。化妆品业务仍处快速发展期，2020H1前五大客户营收占比达81%，下游合作持续推进，客户构成逐年小幅波动。
- **化妆品多家头部客户销售增长强劲，强生、多特瑞销售提价顺畅。** 公司化妆品第一大客户强生2020H1 贡献近30%收入，毛利率亦有提升。近年来，多家化妆品头部客户销售增长强劲；保利沃利为2019年新增客户，至2020H1其在化妆品板块的营收占比迅速提升至22.5%，郁美净2017-2019年销售额CAGR达193.8%。强生、多特瑞平均销售单价持续快速提升，强生平均销售单价由2017年的2.46万元/吨迅速提升至2020H1的4.62万元/吨；多特瑞同期平均销售单价对应由4.89万元/吨迅速提升至8.94万元/吨，明显提价并不影响其销量快速增长。

图表：化妆品前五大客户营收占比超70%

图表：塑包前五大客户营收占比近90%

图表：化妆品头部客户合作持续推进



		2017	2018	2019	2020H1
强生	销售额(万元)	5344.94	4941.72	5076.43	3864.89
	yoy		-7.54%	2.73%	
	占比	56.24%	30.58%	22.16%	28.43%
	销量(吨)	2176.20	1665.89	1707.68	836.58
保利沃利	销售额(万元)			2901.59	3054.83
	yoy				
	占比			12.66%	22.47%
	销量(吨)			800.00	827.48
贝泰妮	销售额(万元)	1380.75	2085.17	2081.18	1591.88
	yoy		51.02%	-0.19%	
	占比	14.53%	12.90%	9.08%	11.71%
	销量(吨)	589.27	881.68	898.04	657.38
郁美净	销售额(万元)	436.19	1335.33	3765.55	1574.90
	yoy		206.13%	181.99%	
	占比	4.59%	8.26%	16.44%	11.58%
	销量(吨)	140.24	1838.01	4948.95	2213.17
多特瑞	销售额(万元)	331.02	1045.73		862.76
	yoy		215.91%		
	占比	3.48%	6.47%		6.35%
	销量(吨)	67.74	147.79		96.50
	平均单价(万元/吨)	4.89	7.08		8.94

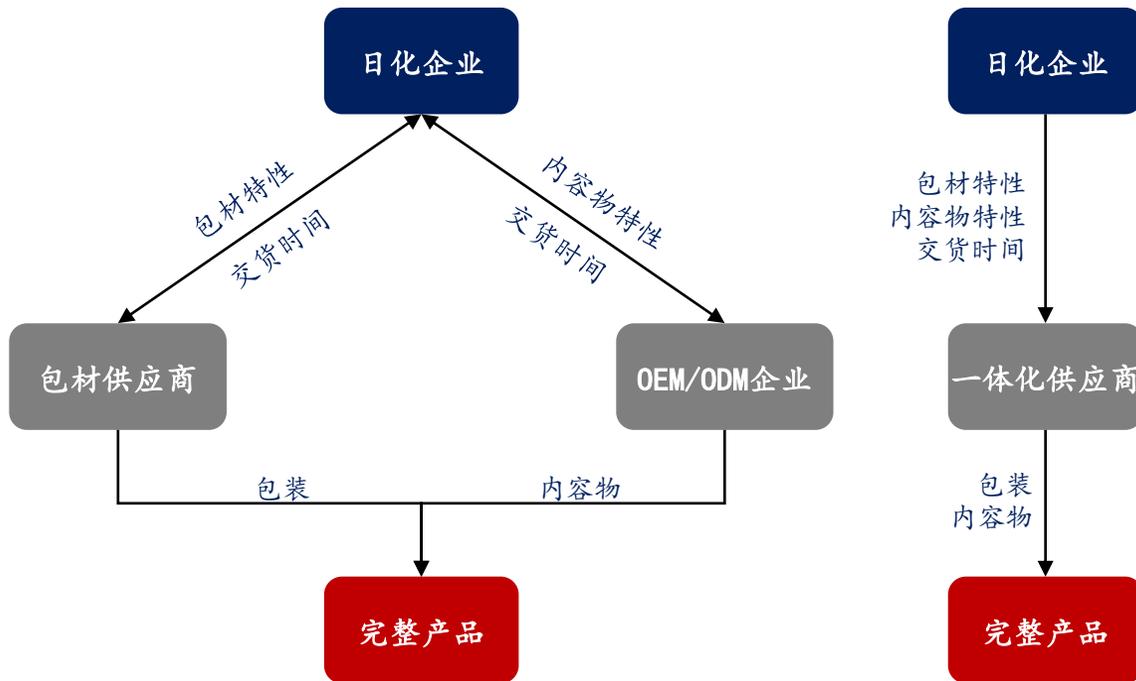
3.2 协同效应：日化+塑包一体化经营，降本增效、优化盈利

- **化妆品+塑包双主业协同性强，一体化经营有望降本增效、优化盈利。**日化产品内容物及包装的研发设计、生产相辅相成，公司化妆品+塑包双主业协同性强。公司现已具备日化产品研发、配制、灌装及塑料包装容器设计、制造的一体化综合服务能力；历年或因塑包与化妆品生产工厂不一，一体化订单承接较少；未来伴随湖州嘉亨产能逐步释放，有望为客户提供日化代工+塑包的一站式多元化服务选择。一体化经营有助于客户节省物流、内外部沟通及质量控制等成本，缩短交货期；生产效率提升亦有望驱动毛利率提升，利润率仍有上行空间。

图表：产品研发阶段的一般和一体式生产流程

一般流程

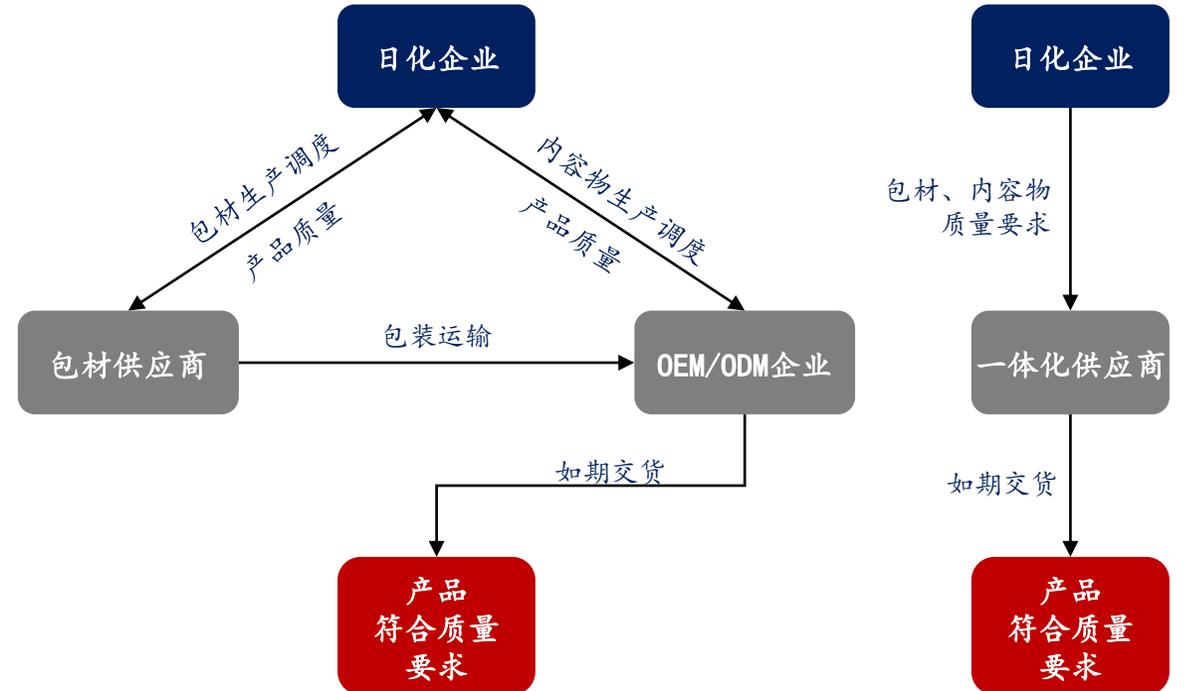
一体化流程



图表：产品批量生产阶段的一般和一体式生产流程

一般流程

一体化流程

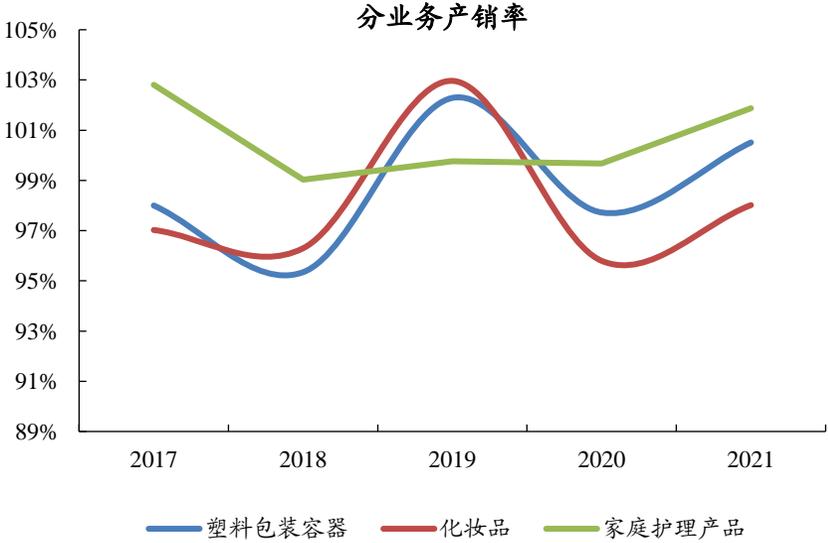


4. 未来看点：产能释放+发力ODM驱动业绩增长，短期业绩改善长期弹性更优

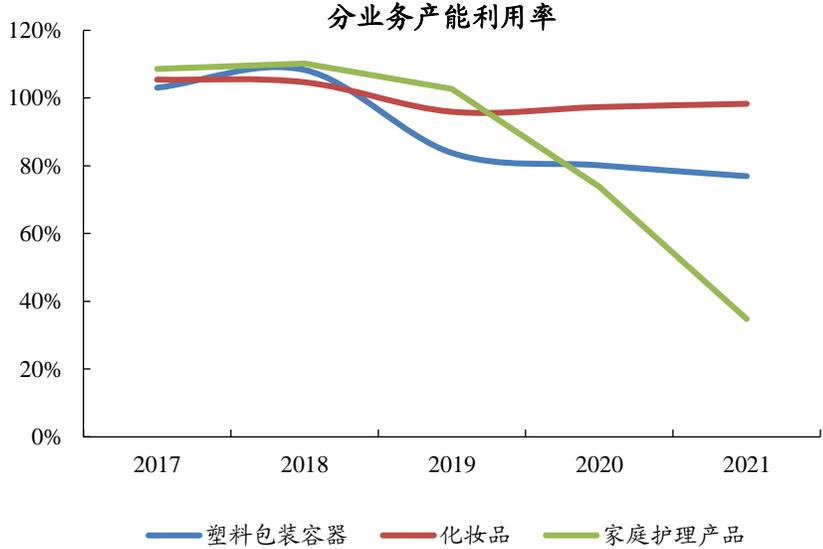
4.1 短期：一期产能释放贡献业绩增量，带动毛利率回升

■ **化妆品接近满产满销，产能饱和限制业务扩张。**截至2021底，公司塑料包装容器、化妆品、家庭护理产品三项主业年产能分别为 8.7亿个/2.45万吨/2.5万吨，相较于2017年产能提升24.3%/512.5%/127.3%，化妆品产能扩张最迅猛。三项主业每年产销率均近100%；而从产能利用率来看，化妆品业务产能利用率持续处于近100%的高位，因此公司下游化妆品需求旺盛，产能饱和为限制其业务扩张的核心因素，目前化妆品产能存在一定的扩张空间。

图表：三项主业产销率均近100%



图表：化妆品产能利用率近100%，处于饱和状态



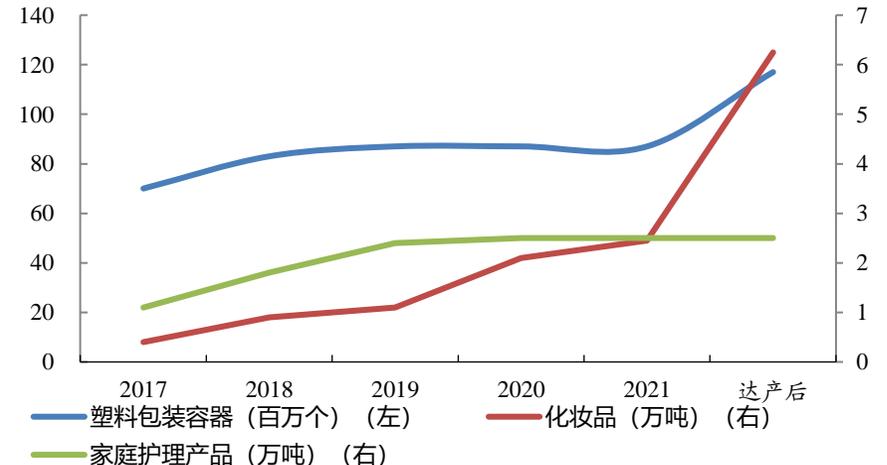
4.1 短期：一期产能释放贡献业绩增量，带动毛利率回升

- **湖州嘉亨一期化妆品车间已于6月开始逐步投产，达产后化妆品年产能约为当前3倍。**公司在2021年IPO募集资金中拟投资 3.57 亿元于湖州嘉亨一期（化妆品及塑料包装容器生产基地项目），达产后化妆品/塑料包装容器年产能将分别新增3.8万吨/3亿个，预计将于投产后第 3 年（2024年）达产。湖州嘉亨一期的化妆品生产车间已于2022年6月开始逐步投入使用，达产后化妆品/塑料包装容器年产能将达6.25万吨（2021年的2.6倍）/11.7亿个（2021年的1.3倍）。
- **湖州工厂智能化水平高，我们预计 2022 年产能逐步释放，将打破化妆品产能制约，推动业绩持续增长，且规模效应逐渐凸显，短期有望带动毛利率提升，长期盈利弹性可期。**
 - 1) 湖州嘉亨将成为公司首个同步生产化妆品+塑包的生产基地，预计投产后将提供化妆品代工+塑包一体化订单选择，有助于降低物流、质量控制等成本并增厚长期业绩；
 - 2) 生产规模扩大+自动化设备加强规模效应，有望驱动毛利率上行；
 - 3) 公司此前化妆品生产基地位于上海，湖州人力成本、租赁成本较上海更低，有望降低成本、优化盈利。

图表：近年来投资建设项目

项目名称	计划总投资 (百万元)	计划投入募资 (百万元)	已投入募资 (百万元)	截至2022H1 项目进度
化妆品及塑料包装容器生产基地建设项目 (湖州嘉亨一期)	356.93	302.00	295.65	92.79%
技术研发中心升级建设项目	33.41	28.00	7.14	25.51%
化妆品及家庭护理产品生产基地建设项目 (湖州嘉亨二期)	680.00	0.86	0.00	0.15%

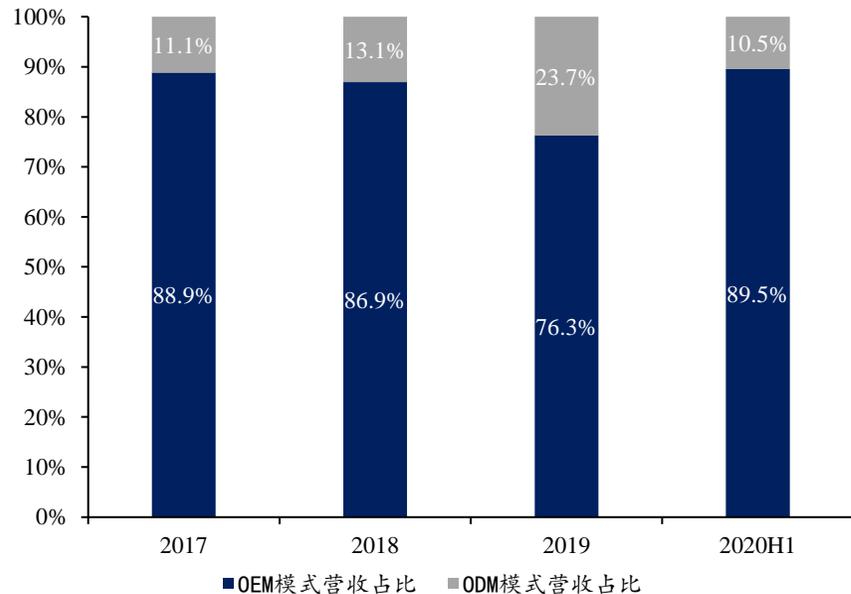
图表：达产后化妆品年产能将达6.25万吨，约为2021年的2.6倍



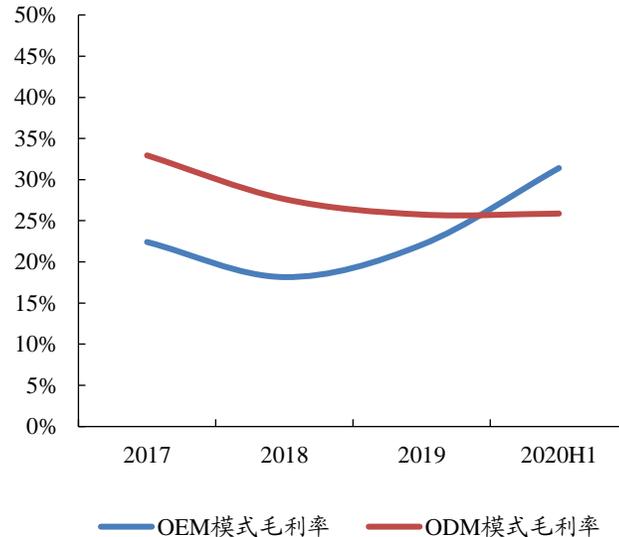
4.2 长期：二期产能增量或更大+发力拓展ODM，打开成长空间

- **湖州嘉亨二期已于6月开始动工建设，预计达产后新增产能将显著高于一期。**此外，湖州嘉亨二期（化妆品及家庭护理产品生产基地项目）已于2022年6月开始动工建设；该项目投资6.8亿元（一期仅3.57亿元），占地约138亩，预计二期达产后新增产能将显著高于一期，并有利于进一步提升公司一体化综合服务能力。
- **技术研发中心升级建设项目将于2023年3月建成，重点加强化妆品 ODM 服务能力。**公司目前日化产品（化妆品+家庭护理产品）仍以OEM代工为主，2017-2020H1 OEM 模式营收占比维持在75%以上；但相较于OEM，ODM行业壁垒更高（具备一定技术研发能力），覆盖产业链条更长，利润率通常更高。公司ODM毛利率维持在25%以上，客户包括保利沃利、尚赫、气味图书馆等本土新锐品牌。公司拟不断提升ODM业务的比例；通过自建ODM实验室，强化在配方研发及优化、工艺制造流程优化设计等方面的能力。截至2021年3月，公司已备案化妆品达900余件。截至2022H1，IPO募投项目中技术研发中心升级建设项目投资进度为25.5%，预计将于2023年3月建成，将重点加强化妆品ODM服务能力、进一步提升公司一体化服务水平，推动盈利能力持续提升。

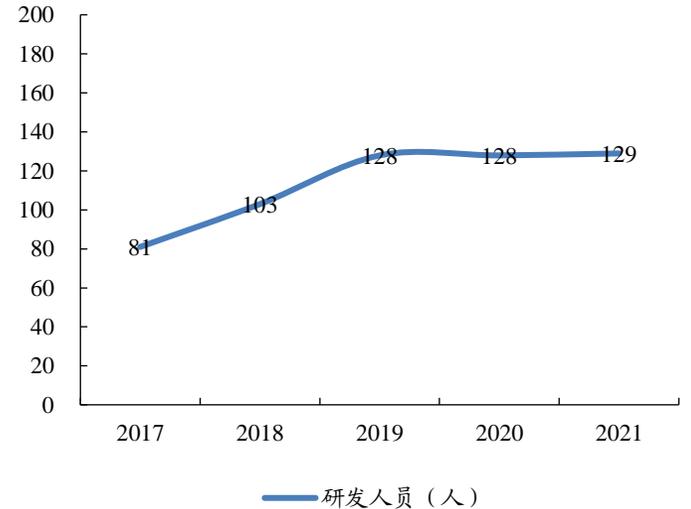
图表：日化产品OEM营收占比显著高于ODM营收占比



图表：ODM毛利率25%+，通常高于OEM毛利率



图表：研发人员数量稳步提升



5. 盈利预测与投资建议

5. 盈利预测与投资建议

□ 盈利预测核心假设:

➤ 化妆品业务:

- ✓ 湖州工厂化妆品产能已于6月逐步投产，按募投计划应于投产后第3年（2024年）达产，届时年产能将新增3.8万吨，今年湖州新产能利用率或仍处于低位；预计2022-2024年化妆品营收同比增速为3.1%/63%/28%。
- ✓ 伴随产能爬坡，经营成本有望摊薄，规模效应逐渐凸显，短期有望带动毛利率持续提升。

➤ 塑包业务:

- ✓ 2022H1湖州工厂塑包产能尚未投放；预计2022-2024年塑包营收同比增速为12.7%/15.2%/10.9%。
- ✓ 伴随产能释放，规模效应逐渐凸显，短期有望带动毛利率持续提升。

➤ 家庭护理产品业务:

- ✓ 预计2022-2024年家庭护理产品产能利用率稳步提升，家庭护理产品营收同比增速为13.3%/25.5%/30.7%。

- 预计公司部分客户下达大促订单滞后，2022Q4或为订单集中释放期；因此上调此前盈利预测，预计公司2022-2024年实现营收12.48/17.59/21.59亿元，同比增长7.4%/41.0%/22.8%，实现归母净利润0.94/1.51/1.95亿元，同比变化-3.0%/59.7%/29.4%，对应PE分别为29/18/14倍，维持“增持”评级。

图表：嘉亨家化营收预测（亿元）

	2021	2022E	2023E	2024E
化妆品收入	6.30	6.50	10.59	13.57
YOY	69.8%	3.1%	63.0%	28.0%
毛利率	22.6%	21.5%	23.0%	24.0%
塑包收入	4.10	4.62	5.32	5.90
YOY	8.4%	12.7%	15.2%	10.9%
毛利率	27.2%	28.0%	28.3%	28.5%
家庭护理产品收入	0.97	1.10	1.38	1.80
YOY	-51.8%	13.3%	25.5%	30.7%
毛利率	16.1%	12.0%	14.0%	16.0%
其他收入	0.24	0.26	0.29	0.32
YOY	33.0%	8.0%	13.0%	9.0%
毛利率	27.0%	35.0%	38.0%	40.0%
总营收	11.61	12.48	17.59	21.59
YOY	19.9%	7.4%	41.0%	22.8%
综合毛利率	23.8%	23.4%	24.1%	24.8%

6. 风险提示

- 产能爬坡不及预期风险。
- 客户拓展不及预期风险。
- 大客户业务波动风险。
- 原材料价格波动风险。
- 疫情反复风险。

嘉亨家化盈利预测表

证券代码： 300955

股价： 26.67

投资评级： 增持(维持)

日期： 20221213

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)					每股指标与估值				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	218.07	308.17	317.08	410.02	营业收入	1161.30	1247.69	1758.80	2158.96	每股指标				
应收款项	297.21	297.95	404.22	577.65	营业成本	885.20	956.32	1334.07	1623.52	EPS	1.03	0.94	1.49	1.93
存货净额	171.10	191.12	314.18	300.75	营业税金及附加	6.75	7.49	10.55	12.95	BVPS	9.49	10.05	11.54	13.48
其他流动资产	51.24	21.69	69.38	38.66	销售费用	5.59	7.49	9.67	11.44	估值				
流动资产合计	737.62	818.92	1104.85	1327.08	管理费用	116.26	140.99	186.43	218.05	P/E	31.91	28.52	17.86	13.80
固定资产	240.71	272.03	288.50	291.07	财务费用	7.52	3.52	4.43	5.44	P/B	3.46	2.65	2.31	1.98
在建工程	225.51	202.96	182.66	164.40	其他费用/(-收入)	21.95	26.20	39.57	52.89	P/S	2.85	2.15	1.53	1.25
无形资产及其他	154.03	162.03	170.03	178.03	营业利润	118.44	111.72	179.22	234.65	财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外净收支	0.10	-0.82	0.00	0.00	盈利能力				
资产总计	1357.87	1455.94	1746.05	1960.58	利润总额	118.54	110.89	179.22	234.65	ROE	10.15%	9.30%	12.94%	14.34%
短期借款	122.04	122.04	122.04	122.04	所得税费用	21.37	16.63	28.68	39.89	毛利率	23.77%	23.35%	24.15%	24.80%
应付款项	174.69	211.62	327.29	328.55	净利润	97.17	94.26	150.55	194.76	期间费率	11.14%	12.18%	11.40%	10.88%
预收帐款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	8.37%	7.55%	8.56%	9.02%
其他流动负债	70.32	75.51	99.41	117.91	归属于母公司净利润	97.17	94.26	150.55	194.76	成长能力				
流动负债合计	367.06	409.18	548.74	568.51	现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	收入增长率	19.89%	7.44%	40.96%	22.75%
长期借款及应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	99.94	181.20	51.55	127.20	利润增长率	4.02%	-2.99%	59.71%	29.37%
其他长期负债	33.74	33.74	33.74	33.74	净利润	97.17	94.26	150.55	194.76	营运能力				
长期负债合计	33.74	33.74	33.74	33.74	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.86	0.86	1.01	1.10
负债合计	400.80	442.91	582.47	602.24	折旧摊销	55.59	31.23	33.82	35.70	应收账款周转率	4.06	4.21	4.54	3.77
股本	100.80	100.80	100.80	100.80	公允价值变动	-0.23	0.00	0.00	0.00	存货周转率	6.79	6.53	5.60	7.18
股东权益	957.07	1013.03	1163.58	1358.34	营运资金变动	-59.89	50.91	-137.45	-109.52	偿债能力				
负债和股东权益总计	1357.87	1455.94	1746.05	1960.58	投资活动现金流	-335.27	-46.54	-36.37	-28.00	资产负债率	29.52%	30.42%	33.36%	30.72%
					资本支出	-285.96	-50.32	-40.00	-30.00	流动比	2.01	2.00	2.01	2.33
					长期投资	-51.00	0.00	0.00	0.00	速动比	1.49	1.49	1.40	1.76
					其他	1.69	3.78	3.63	2.00					
					筹资活动现金流	313.09	-44.57	-6.26	-6.26					
					债务融资	5.90	0.00	0.00	0.00					
					权益融资	385.03	0.00	0.00	0.00					
					其它	-77.84	-44.57	-6.26	-6.26					
					现金净增加额	77.05	90.10	8.92	92.94					

商社小组介绍

芦冠宇：商社首席分析师。杜伦大学/四川大学。曾就职于国泰君安证券、中信建投证券、方正证券。2017年新财富中国最佳分析师评选社会服务行业第二名核心成员；2017和2018年金牛奖餐饮旅游行业最佳分析师第一名核心成员；2017和2018年水晶球社会服务行业第二名核心成员；2018年中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师餐饮旅游行业第二名核心成员。

邱武斌：北京大学硕士，四年多买方、卖方研究经验，主要覆盖电子烟、培育钻石、景区、餐饮等行业。

李宇宸：香港中文大学，主要覆盖餐饮、茶饮及化妆品行业。

周钰筠：对外经济贸易大学金融本硕，主攻免税、酒店、黄金珠宝、电商代运营板块。

李昭璇：本科对外经贸大学投资学，硕士约翰霍普金斯大学金融学，主攻医美板块。

熊思雨：中山大学硕士，主要覆盖化妆品、人力资源板块。

分析师承诺

芦冠宇，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

- 推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
- 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

- 买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；
- 增持：相对沪深300 指数涨幅介于10% ~ 20%之间；
- 中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间；
- 卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F

邮编：200010

电话：021-60338252

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755—83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597