



Research and
Development Center

湿巾主业稳增长，化妆品打开新空间

—洁雅股份（SZ.301108）深度报告

2023年3月3日

汲肖飞 服装首席分析师
S1500520080003
jixiaofei@
cindasc.com

李宏鹏 轻工首席分析师
S1500522020003

刘嘉仁 社零&美护首席分析师
S1500522110002
liujiaren@cindasc.com

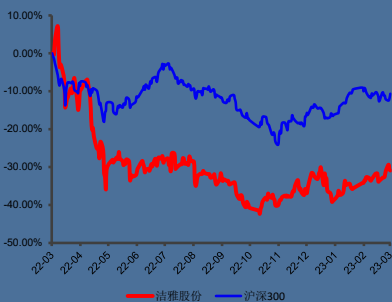
证券研究报告

公司研究

公司深度报告

洁雅股份 (301108.SZ)

投资评级 **买入**
首次覆盖



资料来源: wind, 信达证券研发中心

公司主要数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 38.45 |
| 52周内股价波动区间(元) | 31.75-59.03 |
| 最近一月涨跌幅(%) | 3.88 |
| 总股本(亿股) | 0.81 |
| 流通A股比例(%) | 41.94% |
| 总市值(亿元) | 31 |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

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

湿巾龙头制造商，化妆品打开第二增长曲线

2023年3月3日

本期内容提要:

- ◆国内湿巾行业“第一股”，多年位列全国湿巾出口量前三。公司成立于1999年，主要从事于湿巾类产品研发、生产与销售；公司主要客户为利洁时集团、Woolworths、强生公司、欧莱雅集团、宝洁公司、3M等世界知名企业。公司在高端湿巾领域深耕多年，凭借深厚的研发实力，丰富的湿巾产品生产经验以及优质的全球客户资源，逐步成长为国内领先的湿巾类产品专业制造商，根据中国造纸协会生活用纸专业委员会统计数据，2019年公司为全国擦拭巾/湿巾生产商和品牌排名中位列第五。2021年，公司实现收入、归母净利润分别为9.8亿元、2.2亿元，同比增长分别为32.5%、22.5%，22Q1-Q3受抗菌消毒湿巾高基数影响，收入业绩有所下降。
- ◆乘消费升级东风，竞争格局有望优化。2018年全球湿巾零售市场规模为136亿美元，同比增长7.9%，其中亚太地区全球占比位列第三，占比22.7%，2013-2018年复合增速为大个位数。未来以亚太为代表的市场湿巾行业增长驱动因子包括：1) 伴随内需扩大和消费升级，清洁卫生用品得到广泛使用；2) 旅游市场复苏带动湿巾行业市场需求的扩容提升；3) 餐饮行业的快速发展带动湿巾行业发展；4) 伴随老年人医疗护理服务和产品的刚性需求快速发展。根据前瞻产业研究院，预计中国2026年湿巾市场规模有望达到220亿元，21-26年复合增速为12%。国内湿巾厂商竞争格局较为分散，根据造纸协会生活用纸专业委员会统计数据，2020年CR10为36.8%，较19年提升6.6pct；洁雅股份17-19年连续三年湿巾出口位列国内前三，17-19年在国内擦湿巾/湿巾生产商和品牌商中排名前十。湿巾行业出口认证壁垒较高，龙头厂家凭借产品力优势、规模效应及客户资源优势，格局有望进一步优化。
- ◆技术优势叠加优质客户资源，构建行业护城河。我们认为，公司拥有三大核心优势助力未来市场地位稳步提升：(1) 研发实力雄厚。公司核心研发团队研发水平精湛、技术能力全面、实践经验丰富，并具备独立开发湿巾溶液配方核心技术的能力。公司通过二十余年的持续研发和技术积累，在溶液配方、生产工艺等方面拥有深厚的技术积累，掌握了一系列的核心技术。(2) 公司与优质客户维持长期稳定的合作关系。公司连续多年为Woolworths、金佰利集团、强生公司、欧莱雅集团、3M、贝亲等世界知名企业生产制造各类湿巾产品。(3) 产品质量控制优势突出。公司的质量管理体系通过多项国际认可的第三方认证机构的认证。
- ◆精致生活带动湿巾市场扩容，化妆品打造第二增长曲线。公司未来具备良好成长性：1) 湿巾主业方面，短期基数因素逐步消退，疫情带动抗菌消毒湿巾高基数，随后逐步回归疫情前订单水平；后疫情时代消费习惯改变及精致生活理念有望带动湿巾市场扩容，公司“新增45亿片“多功能”湿巾产能为增量订单奠定基础；2) 化妆品新业务方面，公司布局化妆品业务，在现有面膜手足膜品类基础上，借助客户优势积极开拓洗发水乳霜等代工业务，品类持续扩容；同时拟与江苏创建合作成立子公司，切入重组胶原蛋白赛道，有望享受百亿级市场红利，强化化妆品业务布局；3) 积极扩展新客户，20年以来公司积极扩展Rockline Industries、高乐氏等新客户，伴随防疫政策调整，国内外贸企业出境抢单浪潮，公司有望加快新客户扩展进程。
- ◆盈利预测与投资评级：我们预计2022-24年公司收入分别为7.2亿元、8.5亿元、9.9亿元，归母净利润分别为1.8亿元、1.9亿元、2.3亿元。目前公司股价对应PE分别为17.9倍、16.2倍、13.8倍。考虑到公司作为湿巾代加工行业龙头企业，多年位列全国湿巾出口量前三，研发实力雄

厚、与优质客户合作关系紧密、产品质量控制优势突出等竞争优势，未来份额有望进一步提升；同时，我们根据申万行业分类选稳健医疗、科思股份、中顺洁柔作为可比公司，公司估值低于三者平均水平，我们看好公司未来发展，首次覆盖，给与“买入”评级。

◆**风险因素：**客户集中度较高的风险；劳动力成本上升风险；业绩快速增长存在不可持续和大幅下滑的风险；原材料价格波动风险。

| 重要财务指标 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|--------|-------|--------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 743 | 984 | 720 | 852 | 987 |
| 增长率 YoY % | 167.8% | 32.5% | -26.9% | 18.3% | 15.9% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 180 | 220 | 175 | 192 | 227 |
| 增长率 YoY% | 163.7% | 22.5% | -20.5% | 10.0% | 18.1% |
| 毛利率% | 35.8% | 32.8% | 33.0% | 31.3% | 31.8% |
| 净资产收益率 ROE% | 40.7% | 13.0% | 9.7% | 9.6% | 10.2% |
| EPS(摊薄)(元) | 2.21 | 2.71 | 2.15 | 2.37 | 2.80 |
| 市盈率 P/E(倍) | 17.38 | 14.19 | 17.86 | 16.24 | 13.75 |
| 市净率 P/B(倍) | 7.07 | 1.84 | 1.73 | 1.56 | 1.40 |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年3月2日收盘价

与市场不同的观点:

我们与市场主流认识不同的是:

- 1) **公司具备独立研发能力、丰富的产品矩阵以及与客户深度合作优势,有利于公司在市场竞争中抢占市场份额以及开发客户资源。**市场未充分认识到公司的竞争优势,进而低估了公司未来在市场竞争中不断提升市场份额的可能性。我们认为,公司具备三大优势将助力未来市场份额的提升: (1) 研发实力雄厚。公司核心研发团队研发水平精湛、技术能力全面、实践经验丰富,并具备独立开发湿巾溶液配方核心技术的能力。公司通过二十余年的持续研发和技术积累,在溶液配方、生产工艺等方面拥有深厚的技术积累,掌握了一系列的核心技术。(2) 公司与优质客户维持长期稳定的合作关系。公司连续多年为 Woolworths、金佰利集团、强生公司、欧莱雅集团、3M、贝亲等世界知名企业生产制造各类湿巾产品。(3) 产品质量控制优势突出。公司的质量管理体系通过多项国际认可的第三方认证机构的认证。
- 2) **公司高瞻远瞩,维持湿巾领域优势,布局发展潜力较强的化妆品市场,拓展客户资源。**市场认为公司营业收入因疫情大幅上涨,存在不可持续性,未来市场需求或将回落。我们认为后疫情时代湿巾行业发展前景更为明朗: 1) 伴随内需扩大和消费升级,清洁卫生用品得到广泛使用; 2) 旅游市场复苏带动湿巾行业市场需求的扩容提升; 3) 餐饮行业的快速发展带动湿巾行业发展; 4) 伴随老年人医疗护理服务和产品的刚性需求快速发展。同时,消毒抗菌类湿巾高基数带来负面影响已在 22 年基本反映,订单逐步进入疫情前正常水平,未来其他类型湿巾有望迎来稳定增长。此外,公司积极扩展化妆品业务,维持现有面膜手足膜基础上,借助大客户优势扩展洗发水、乳液霜等代工业务,有望打造第二成长曲线。

目 录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 公司概况：湿巾行业领军企业，筑梦中国智造..... | 7 |
| 1.1 基本情况：湿巾代工商龙头企业之一，深耕行业 20 余年..... | 7 |
| 1.2 业务分析：多元化产品矩阵赋能，驱动业绩快速增长..... | 8 |
| 1.3 财务分析：20 年营收增速较快，受疫情驱动业绩快速增长..... | 10 |
| 行业分析：乘消费升级东风，竞争格局有望优化..... | 12 |
| 2.1 需求：应用场景不断丰富，市场增长空间较大..... | 12 |
| 2.2 竞争：湿巾行业集中度低，龙头企业发展前景广阔..... | 15 |
| 竞争优势：技术优势叠加优质客户资源，构建行业护城河..... | 17 |
| 3.1 研发优势：研发实力雄厚，构筑行业竞争壁垒..... | 17 |
| 3.2 客户资源：优质客户资源，奠定成长基础..... | 18 |
| 3.3 质量优势：严格把控产品质量，用实力打造“硬核品质”..... | 20 |
| 未来成长：消费升级带动湿巾扩容，化妆品打造第二增长曲线..... | 20 |
| 4.1 消费习惯升级带动湿巾市场扩容，募投产能奠定基础..... | 21 |
| 4.2 扩展化妆品市场，打开第二成长曲线..... | 23 |
| 4.3 积极开发新客户，拓宽业务来源..... | 24 |
| 4.4 与江苏创建合作，切入高潜重组胶原蛋白领域..... | 25 |
| 盈利预测、估值与投资评级..... | 27 |
| 5.1 盈利预测..... | 27 |
| 5.2 估值与投资评级..... | 28 |
| 风险因素..... | 28 |

表 目 录

| | |
|--|----|
| 表 1：核心管理团队..... | 8 |
| 表 2：公司产品矩阵介绍..... | 8 |
| 表 3：湿巾行业不同经营模式对比..... | 9 |
| 表 4：主要原材料采购占比情况..... | 12 |
| 表 5：公司与同行业对比公司对比情况..... | 16 |
| 表 6：公司相关认证取得难易情况..... | 16 |
| 表 7：公司 2018 年-2021H1 前五大客户销售收入及占比（单位：百万元）..... | 19 |
| 表 8：公司获取客户主要方式与合作稳定性..... | 19 |
| 表 9：公司 IPO 募投项目资金情况和投资意义..... | 22 |
| 表 10：公司疫情以来新客户延展情况..... | 24 |
| 表 11：近期中国企业积极出境寻找订单情况..... | 25 |
| 表 12：创建医疗核心专家团队..... | 26 |
| 表 13：重组胶原蛋白头部玩家情况..... | 27 |
| 表 14：分业务收入拆分（百万）..... | 27 |
| 表 15：可比公司平均估值情况..... | 28 |

图 目 录

| | |
|---|----|
| 图 1：公司发展历程..... | 7 |
| 图 2：公司股权结构（截止 22Q3）..... | 7 |
| 图 3：2018-2021H1 公司分业务模式收入变动（百万元）..... | 9 |
| 图 4：2017-2021 年公司分地区收入情况（百万）..... | 9 |
| 图 5：公司 2021 年分品类收入情况..... | 10 |
| 图 6：2017-2021 年公司分产品收入情况（百万）..... | 10 |
| 图 7：公司 2017-2022Q1-Q3 收入及增速..... | 10 |
| 图 8：公司 2017-2022Q1-Q3 归母净利润及增速..... | 10 |
| 图 9：公司 2017-22Q1-Q3 毛利率及归母净利率..... | 11 |
| 图 10：公司 2017-22Q1-Q3 期间费用率情况..... | 11 |
| 图 11：2018-2021H1 公司产品销售类营业成本要素..... | 11 |
| 图 12：公司毛利率与油价关系..... | 11 |
| 图 13：公司 2017-2021 年 H1 销售费用明细拆分（万）..... | 12 |
| 图 14：公司 2017-2021 年 H1 管理费用明细拆分（万）..... | 12 |
| 图 15：湿巾上下游行业关系图..... | 13 |
| 图 16：全球湿巾分品类零售市场规模/亿美元..... | 13 |
| 图 17：2013-2018 年全球湿巾分品类零售市场复合增速..... | 13 |
| 图 18：2019 年全球湿巾消费市场结构..... | 14 |
| 图 19：全球湿巾零售市场规模及增长（按地区）..... | 14 |
| 图 20：2019 年中国与欧美等国湿巾消费规模（亿元）..... | 14 |
| 图 21：2019 年中国与美国西欧湿巾人均消费水平对比（元/人）..... | 14 |
| 图 22：2021-2026 年中国湿巾市场规模（单位：亿元）..... | 15 |

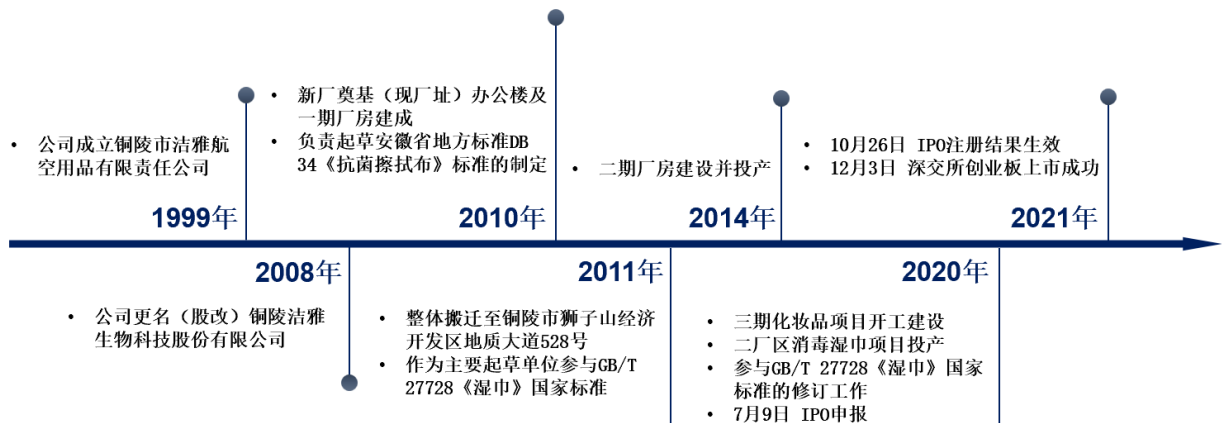
| | |
|---|----|
| 图 23: 2018 年中国湿巾市场规模及复合年均增长率 | 15 |
| 图 24: 2015-2017 年全国湿巾出口量排名 | 16 |
| 图 25: 2017-2019 年全国擦拭巾/湿巾生产商和品牌排名 | 16 |
| 图 26: 可比公司发明专利数量对比情况 | 17 |
| 图 27: 研发投入对比情况 | 17 |
| 图 28: 公司核心技术先进性 | 18 |
| 图 29: 核心技术产品收入占营业收入的比例 | 18 |
| 图 30: 优质客户矩阵 | 20 |
| 图 31: 公司多项品质级权威质量认证 (部分列举) | 20 |
| 图 32: 公司消毒湿巾 2018-2021 年销售收入情况 (单位百万) | 21 |
| 图 33: 中国消毒湿巾出口金额及增速情况 (亿元) | 21 |
| 图 34: 影响国内湿巾行业增长的因素 | 21 |
| 图 35: 2008-2019 年中国居民消费水平 | 22 |
| 图 36: 2012-2019 年中国国内旅游总花费 | 22 |
| 图 37: 2010-2019 年全国餐饮业收入 | 22 |
| 图 38: 2008-2019 年中国老年人口变化趋势 | 22 |
| 图 39: 近年来公司产能利用率和产销率 | 23 |
| 图 40: 湿巾产能预计变化情况 | 23 |
| 图 41: 2016-2021 年中国面膜行业市场规模及增速 (亿元) | 23 |
| 图 42: 公司面膜手足膜毛利率及综合毛利率比较 | 24 |
| 图 43: 理肤泉、卡尼尔品牌全球终端零售 (百万美元) | 24 |
| 图 44: 重组胶原蛋白不同领域应用场景 | 26 |
| 图 45: 重组胶原蛋白不同应用领域终端零售规模 (十亿元) | 26 |

公司概况：湿巾行业领军企业，筑梦中国智造

1.1 基本情况：湿巾代工龙头之一，深耕行业 20 余年

国内湿巾行业“第一股”。洁雅股份成立于 1999 年，是国内湿巾代工龙头之一，主要从事于湿巾类产品研发、生产与销售。公司经过二十多年的发展，在湿巾产品的研发和生产等方面有深厚的技术积累和行业经验。公司主要采取 ODM/OEM 的模式为利洁时集团、Woolworths、强生公司、欧莱雅集团、宝洁公司、3M 等世界知名企业生产湿巾类产品；为满足客户需求，公司向面膜等化妆品品类延展。2021 年，公司实现收入、归母净利润分别为 9.8 亿元、2.2 亿元，根据中国造纸协会生活用纸专业委员会统计数据，2019 年公司在全国擦拭巾/湿巾生产商和品牌排名中位列第五。

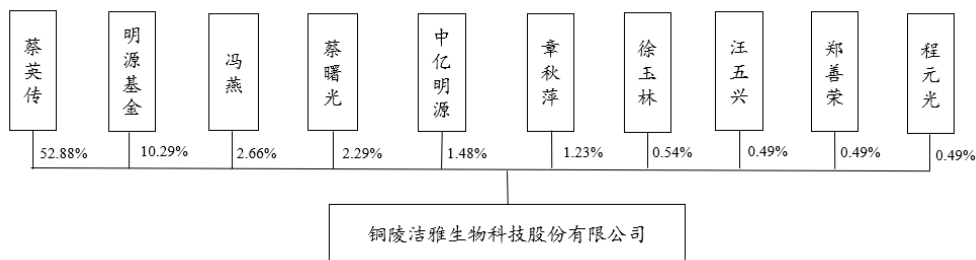
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

控制权集中，实控人蔡英传、冯燕夫妇合计持股超 50%。公司设立时，蔡英传和冯燕分别持股 82%和 18%；截止 22Q3，公司实际控制人蔡英传、冯燕夫妇合计持股 55.54%，实际控制人持股比例较高，股权集中。

图 2：公司股权结构（截止 22Q3）



资料来源：WIND，信达证券研发中心

核心高管团队稳定，加入公司时间长。公司核心高管团队大部分在公司服务年限超过十年，管理团队稳定。同时，公司在世界知名企业的长期合作中，按照世界知名企业合格供应商的认定要求，逐步建立并完善一整套公司经营管理制度，对管理团队进行培训和指导，不断提升管理团队的管理水平和能力。

表 1: 核心管理团队

| 姓名 | 出生年份 | 职位 | 持股比例 | 从业履历 |
|-----|------|------------|--------|-----------------------------------|
| 蔡英传 | 1969 | 董事长、总经理 | 52.88% | 曾就职于铜陵博发纸业公司，1999 年 8 月创立洁雅有限 |
| 冯燕 | 1973 | 董事 | 2.66% | 曾就职于铜陵博发纸业公司，1999 年 8 月进入公司 |
| 冯磊 | 1971 | 董事 | 0.21% | 曾就职于铜陵市 812 地质队，1999 年 9 月进入公司 |
| 叶英 | 1976 | 董事、副总经理 | 0.21% | 曾就职于铜百集团，2000 年 11 月进入公司 |
| 袁先国 | 1969 | 董事 | 0.21% | 曾就职于铜化集团，2004 年 4 月进入公司 |
| 蔡明霞 | 1973 | 董事 | 0.21% | 曾就职于铜陵市化纤厂，1999 年 8 月进入公司 |
| 胡能华 | 1968 | 副总经理、董事会秘书 | 0.21% | 曾就职于安徽省地矿局 321 地质队，1999 年 8 月进入公司 |
| 王翠霞 | 1964 | 财务总监 | 0.21% | 曾就职于铜陵新桥矿业公司，2009 年 5 月进入公司 |

资料来源:招股说明书, 信达证券研发中心

1.2 业务分析: 多元化产品矩阵赋能, 驱动业绩快速增长

构建多元化产品矩阵, 以各种不同规格、不同功效的湿巾类产品满足客户多元化的需求。公司湿巾类产品种类齐全, 涵盖婴儿系列、成人功能型系列、抗菌消毒系列、家庭清洁系列、医用护理系列和宠物清洁系列等六大系列湿巾 60 多个品种, 可以满足客户对湿巾类产品多元化的需求, 实现一站式采购。公司丰富的产品种类有利于深化与客户之间的合作, 建立长期稳定的合作关系。

表 2: 公司产品矩阵介绍

| 产品名称 | 主要功能 | 产品单价 (元/百片) | 产品图示 |
|-----------|--|-------------|---|
| 婴儿系列湿巾 | 柔软舒适, 滋润亲肤, 用于清洁和护理婴儿肌肤。 | 5.49 |  |
| 成人功能型系列湿巾 | 富含维生素 E, 洋甘菊、芦荟、绿茶等提取液, 集清洁、护理、营养等功效于一身, 主要用于清洁润肌。 | 11.70 |  |
| 抗菌消毒系列湿巾 | 含长效广谱抑菌成分, 可在短时间内有效杀灭各种病菌, 主要适用于学校、旅游、聚餐等公共场合。 | 6.45 |  |
| 家庭清洁系列湿巾 | 含多种表面活性去污成分, 具有去污、防尘功效, 主要用于电脑、皮革、地面和家居日常清洁护理。 | 5.86 |  |
| 医用护理系列湿巾 | 富含天然植物水溶性油脂及 D-泛醇等成分, 主要用于病患日常清洁护理。 | |  |

宠物清洁系列湿巾

具有清洁抗菌功效，适用于宠物脚掌、耳朵、面部等部位的清洁。


面膜系列产品

为脸部肌肤补充水分以及营养，提升肌肤新陈代谢。

334.02



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

湿巾行业的经营模式分为 ODM、OEM 两种。OEM 模式下，公司主要按照客户要求的溶液配方和产品设计规格，进行产品生产，产品以客户品牌进行销售。ODM 模式下，除了生产制造环节外，公司根据客户需求，自主设计溶液配方或研发新产品。此外，ODM 模式需要公司拥有一定的设计能力和工艺技术水平，以及对于行业和客户需求的深刻理解。ODM、OEM 两种模式在采购方式、成本结构、生产流程、产品类型、主要客户等方面存在部分差异。

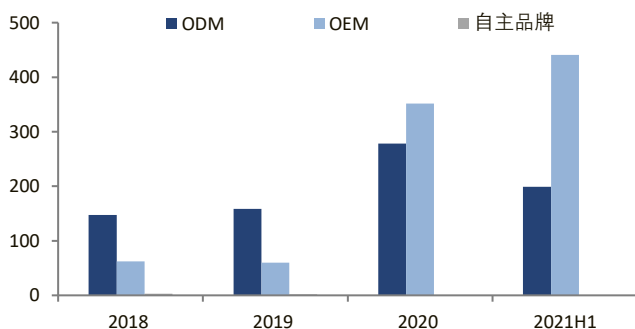
表 3：湿巾行业不同经营模式对比

| 项目 | ODM 模式 | OEM 模式 |
|------|----------------------------|-------------------------------------|
| 采购方式 | 主要由公司自主筛选优质供应商 | 部分 OEM 客户对部分原材料供应商进行指定 |
| 成本构成 | 产品成本主要由直接材料、人工费用和制造费用构成。 | 产品成本主要由直接材料、人工费用和制造费用构成 |
| 生产流程 | 公司自主开发、制定产品生产工艺流程 | 公司自主开发、制定产品生产工艺流程，并通过客户验证后实施生产 |
| 产品类型 | 主要涉及湿巾与手足膜等产品 | 涉及所有产品类型 |
| 主要客户 | Woolworths、强生公司、贝咖实业、宝洁公司等 | 利洁时集团、强生公司、Nice-Pak Products Inc. 等 |

资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

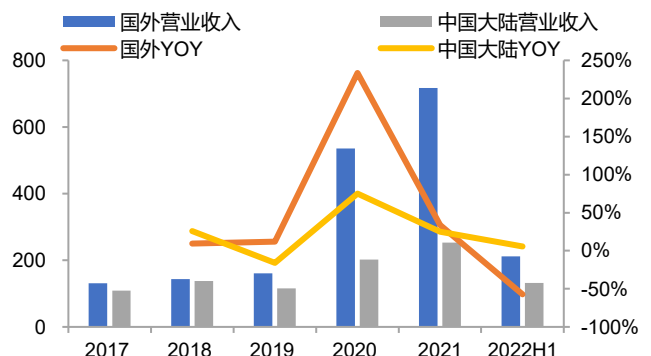
公司以 OEM 模式为主，外销占比高。从生产模式来看，2021H1 公司 ODM、OEM、自主品牌业务收入占主营业务收入比分别为 21.3%、78.7%、0.1%，以 OEM 生产模式为主。随着国内湿巾行业的快速发展及湿巾产品的不断普及，公司持续加强自主品牌和销售渠道的推广建设，推动公司实现“ODM/OEM 和自主品牌双驱动”的发展模式，进一步扩大产能、延伸公司的产品线，继续深化以湿巾类产品为核心业务的专业化布局。从地区结构来看，2021 年公司外销、内销收入占比分别为 73%、23%，外销收入占比较高。

图 3：2018-2021H1 公司分业务模式收入变动（百万元）



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

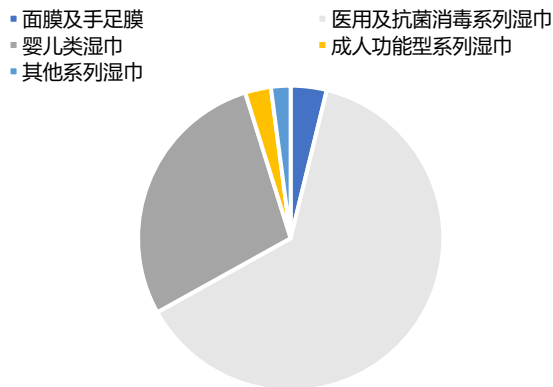
图 4：2017-2021 年公司分地区收入情况（百万）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

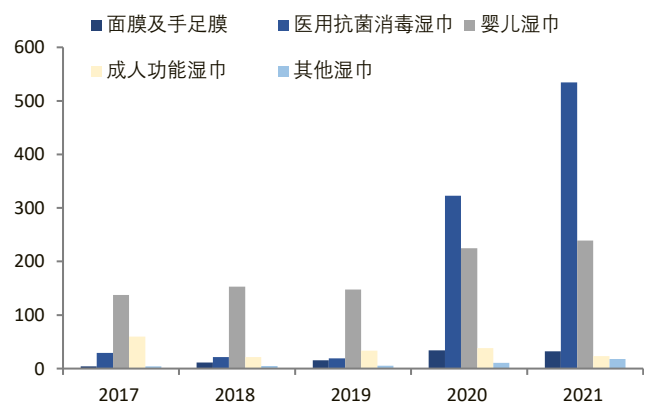
公司医用及抗菌消毒湿巾占比高。分产品系列来看，公司 2021 年婴儿系列湿巾、成人功能性系列湿巾、医用及抗菌消毒系列湿巾、其他系列湿巾、面膜及手足膜占比分别为 28.3%、2.7%、63.1%、2.1%、3.8%，医用及抗菌消毒系列湿巾占比高。

图 5：公司 2021 年分品类收入情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 6：2017-2021 年公司分产品收入情况（百万）

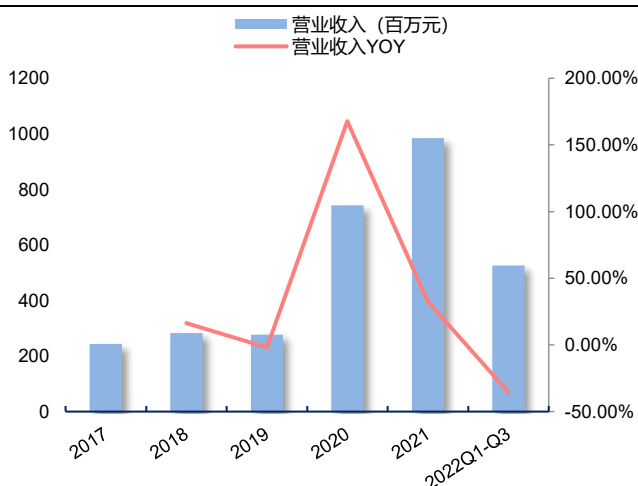


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.3 财务分析：20 年营收增速较快，受疫情驱动业绩快速增长

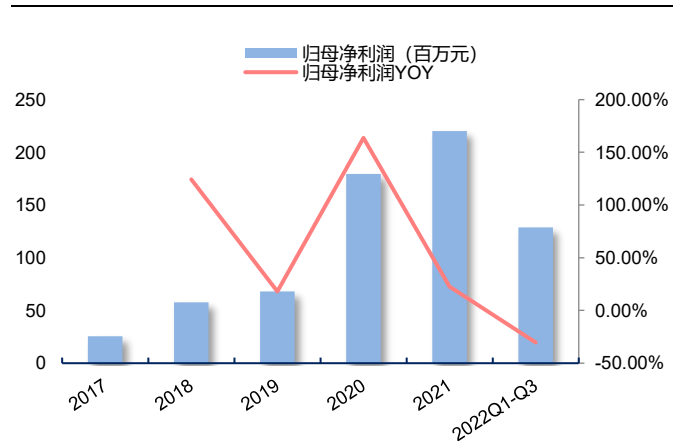
疫情带动消毒类湿巾需求增长，2020 年收入业绩快速增长。公司 2021 年收入、归母净利润分别为 9.8 亿元、2.2 亿元，在 20 年高基数下分别同比增长 32.5%、22.5%，主要受益于疫情期间医用及抗菌消毒系列湿巾需求大幅增加，尤其是美国抗疫物资市场供需短期失衡，新开发客户利洁时集团向公司大量集中采购医用及抗菌消毒系列湿巾，使 2020 年公司医用及抗菌消毒系列湿巾销售收入达到 3.23 亿元，同比大幅增长 1573.1%，带动收入快速增长。2022Q1-Q3 公司收入、归母净利润分别为 5.3 亿元、1.3 亿元，分别同比下滑 35.5%、30.4%，主要在于抗菌消毒类湿巾订单逐步恢复至疫情前水平，在 21 年高基数下，有所下滑。

图 7：公司 2017-2022Q1-Q3 收入及增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 8：公司 2017-2022Q1-Q3 归母净利润及增速

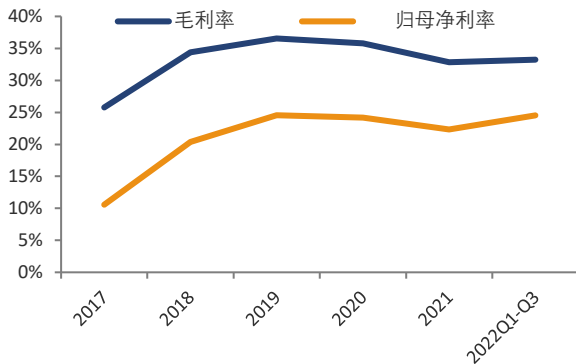


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

原料价格、汇率变动、规模效应等推动毛利率维持高位。公司 2021 年毛利率为 32.8%，毛利率保持高位，公司 2017 年以来公司毛利率稳步提升，主要原因为：公司 20 年归母

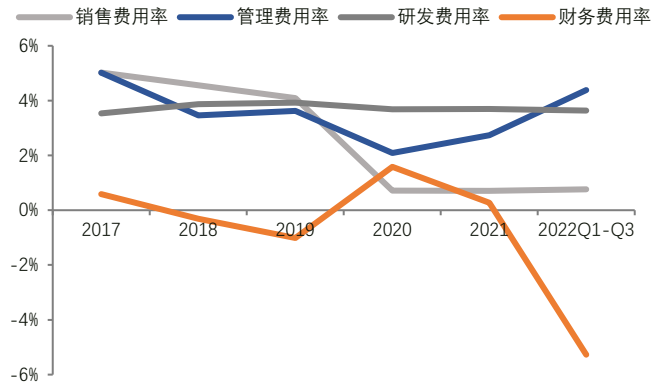
净利率为 24.18%，从 17 年以来归母净利率提升 13.61%，主要原因为：（1）2019 年婴儿系列湿巾主要产品原材料无纺布采购价格下降，致使单位成本下降 6.09%；（2）受美元升值、订单价格等因素影响，婴儿系列湿巾 2019 年平均单价上升 5.70%；（3）受益于规模效应，主要产品单位人工、单位制造费用下降。22Q1-Q3 公司毛利率为 33.2%，稳中微升。

图 9：公司 2017-22Q1-Q3 毛利率及归母净利率



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

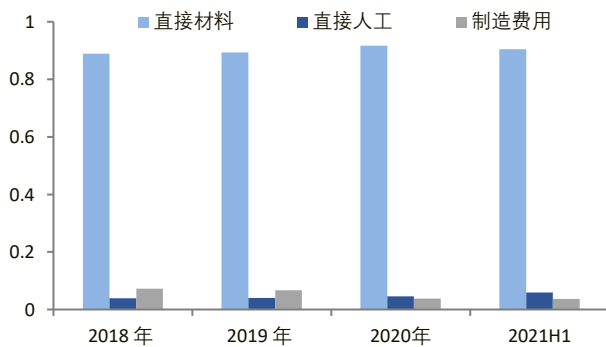
图 10：公司 2017-22Q1-Q3 期间费用率情况



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

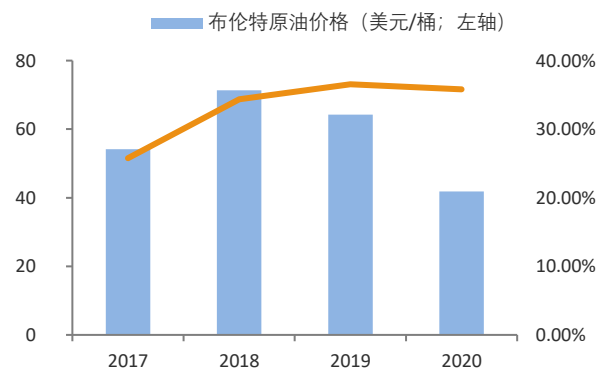
无纺布等原材料成本占比较高，与原油价格相关，影响毛利率波动。湿巾类产品的原材料主要为无纺布（非织造布）、日化产品原料、包装膜、纸箱等，其中最主要的原材料为无纺布，占原材料采购总额的 50%左右。无纺布属于石油化工类产品，其价格受国际油价及石油衍生品粘胶及涤纶价格波动影响，呈现高度相关性，其价格波动直接影响公司毛利率。2018 年至 2020 年毛利率逐年增长，其中 2019 年毛利率较 2018 年大幅上升约 8%，其原因之一主要受无纺布采购单价逐年下降影响。

图 11：2018-2021H1 公司产品销售类营业成本要素



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 12：公司毛利率与油价关系



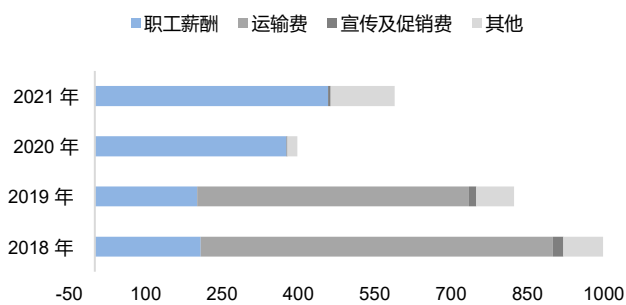
资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

表 4: 主要原材料采购占比情况

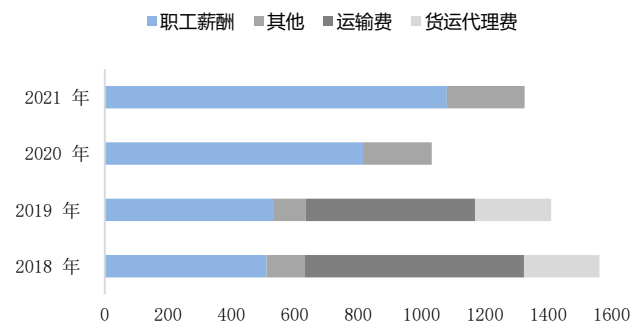
| 类别 (万元) | 2018 年 | | 2019 年 | | 2020 年 | | 2021H1 | |
|---------|-----------|---------|-----------|---------|-----------|---------|-----------|---------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 无纺布 | 8,200.15 | 50.81% | 7,887.34 | 50.51% | 25,520.73 | 52.56% | 17,611.22 | 45.02% |
| 溶液原料 | 2,457.46 | 15.23% | 2,641.51 | 16.92% | 7,155.27 | 14.74% | 5,848.97 | 14.95% |
| 纸箱 | 1,715.94 | 10.63% | 1,511.68 | 9.68% | 3,786.69 | 7.80% | 3,174.71 | 8.12% |
| 包装膜 | 1,374.86 | 8.52% | 1,363.33 | 8.73% | 3,250.65 | 6.69% | 2,125.02 | 5.43% |
| 标贴 | 1,043.82 | 6.47% | 979.58 | 6.27% | 2,588.34 | 5.33% | 2,032.07 | 5.19% |
| 合计 | 14,792.24 | 91.66% | 14,383.43 | 92.12% | 42,301.68 | 87.12% | 30,791.99 | 78.71% |
| 原材料采购总额 | 16,137.49 | 100.00% | 15,614.44 | 100.00% | 48,554.51 | 100.00% | 39,119.56 | 100.00% |

资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

期间费用率下降释放利润空间。2020 年以来公司期间费用率下降, 释放利润弹性, 主要原因为: 1) 因新增自提模式以及部分客户运输地点变化带来内销运输费用下降, 同时新会计准则下, 合同履行相关的运输费、货运代理费计入成本, 2020 年起销售费用率大幅下降; 2) 受益于美元汇率变动影响+上市募资, 财务费率 2020 年以来下降。综合而看, 公司 2021 年归母净利率为 22.4%, 22Q1-Q3 为 24.5%, 回到 2019-2020 年高位水平, 维持高盈利水平。

图 13: 公司 2017-2021 年 H1 销售费用明细拆分 (万)


资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

图 14: 公司 2017-2021 年 H1 管理费用明细拆分 (万)


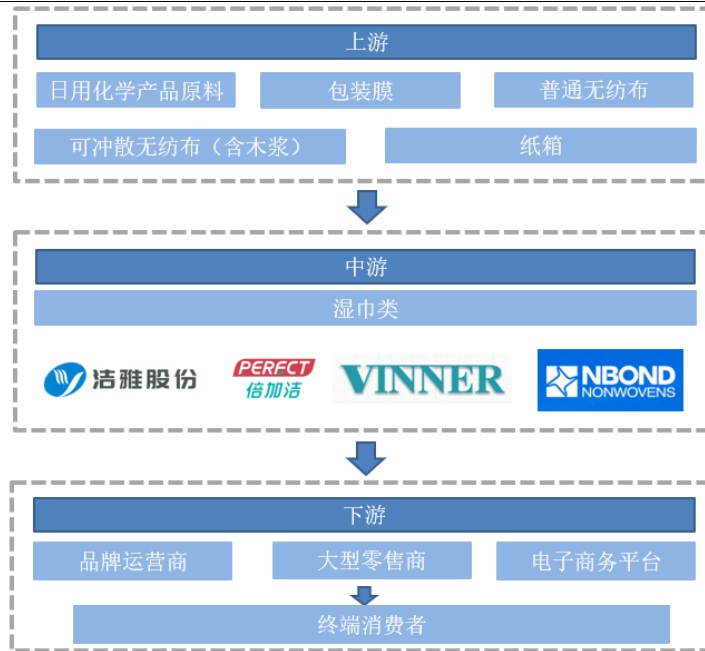
资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

行业分析：乘消费升级东风，竞争格局有望优化

2.1 需求：应用场景不断丰富，市场增长空间较大

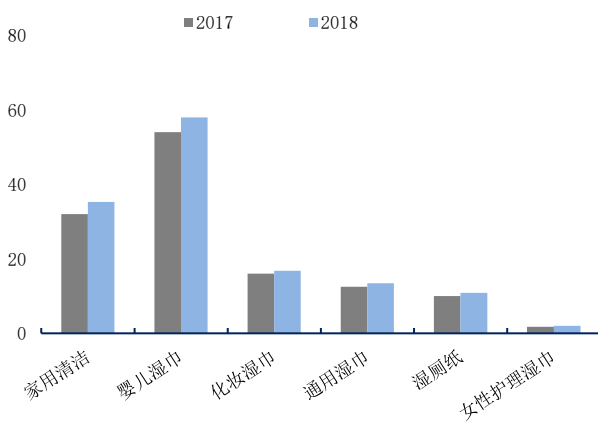
湿巾有望成为日用品的黑马。湿巾是一种具有随时擦拭清洁功效的一次性卫生用品。湿巾行业规模发展迅速, 品种和用途日趋多样化。湿巾常用于个人消费和商用的多种场合, 比如家庭、酒店、餐厅、民航、外出旅行等, 以其方便性受到人们的青睐。随着消费者生活质量的提高和卫生习惯的养成, 湿巾或将成为人们日常生活的必需品。

湿巾代工业务位于湿巾产业链中游, 代工行业受益于湿巾整体行业的高速增长, 其业绩增长确定性较强。随着工业分工的更加细致化, 湿巾品牌或者带有湿巾产品的护肤品牌不再独揽生产和研发, 开始转向专业水准更高、生产规模更大更专注的湿巾代工企业。代工模式下, 公司作为专业制造商为客户研发设计溶液配方, 按时批量规模化生产产品, 并保证产品质量的一贯性和稳定性; 下游客户则专注于产品品牌的推广运营以及市场销售。得益于国内湿巾消费量的大幅增长以及市民重视卫生程度陡增, 湿巾代工行业业绩有望实现增长。

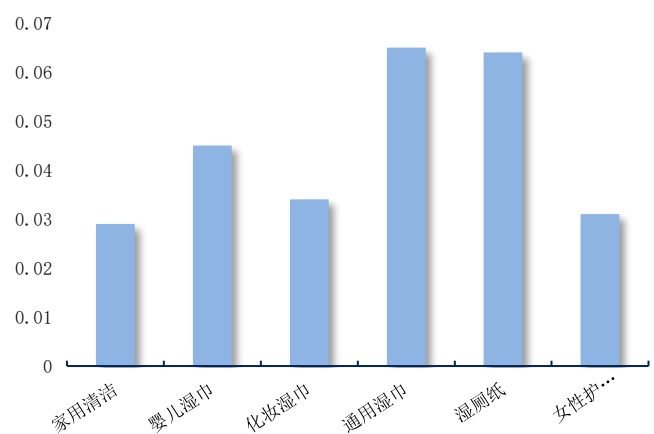
图 15: 湿巾上下游行业关系图


资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

全球湿巾行业稳定增长, 婴儿湿巾及家用清洁湿巾占比高。从全球湿巾零售市场规模看, 2018 年全球湿巾零售市场规模达到 136 亿美元。分类型来看, 婴儿湿巾占比最大, 2018 年市场规模达 58 亿美元, 占全球湿巾零售市场总额的 43%, 2013 年-2018 年复合增速为 4.5%; 排名第二为家用清洁湿巾, 2018 年市场规模达 35 亿美元, 2013 年-2018 年复合增速为 2.9%。其次是化妆湿巾、通用湿巾、湿厕纸以及女性护理湿巾, 其中通用湿巾和湿厕纸增速较快, 2013 年-2018 年复合增速分别为 6.5%、6.4%, 高于其他品类。

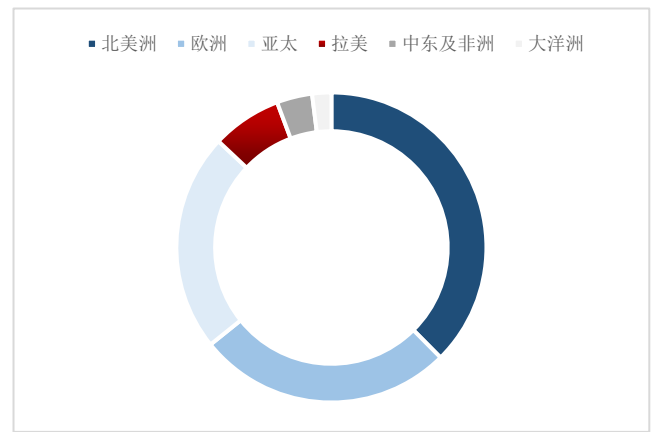
图 16: 全球湿巾分品类零售市场规模/亿美元


资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

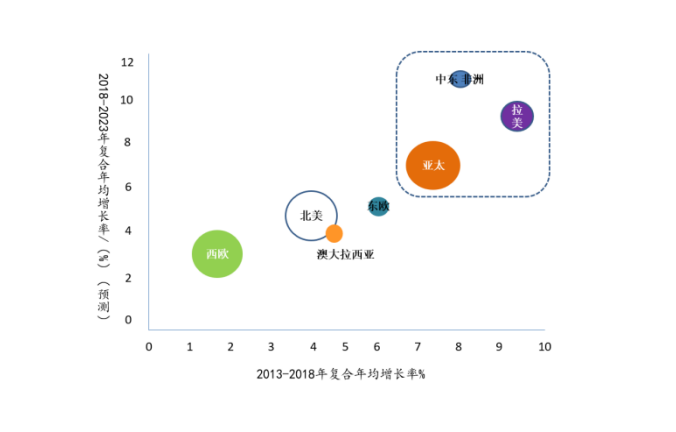
图 17: 2013-2018 年全球湿巾分品类零售市场复合增速


资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

亚太地区湿巾市场发展潜力较大。根据华经情报网, 从全球湿巾消费区域看, 欧洲与北美仍是湿巾主要消费地区, 2019 年分别占比 26.7%与 37.6%, 亚太处于全球第三, 占比 22.8%。亚太、中东、非洲和拉美是湿巾发展较快的地区, 2013~2018 年湿巾零售额复合年均增长率约 6%~10%, 维持较高增速。

图 18: 2019 年全球湿巾消费市场结构


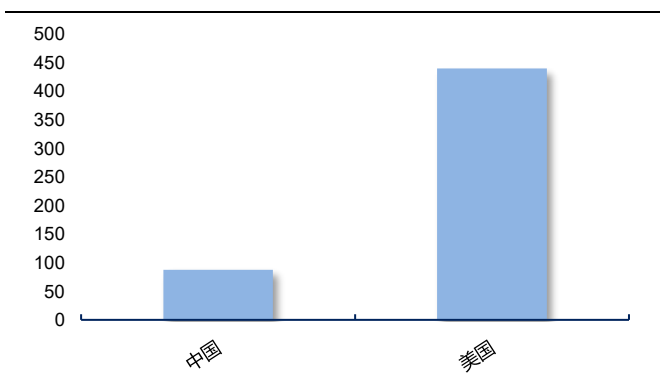
资料来源: 华经情报网, 信达证券研发中心

图 19: 全球湿巾零售市场规模及增长(按地区)


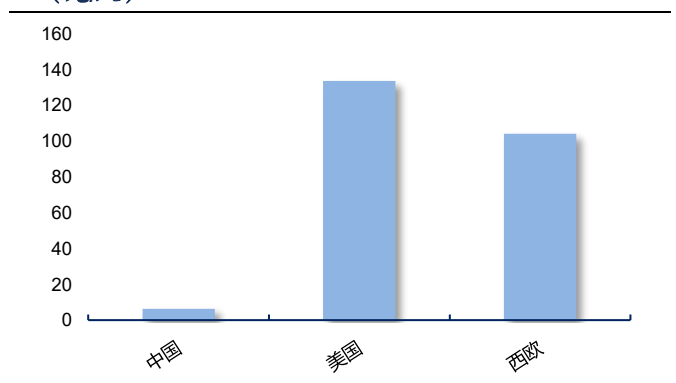
资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

复盘国内整个湿巾行业发展历程, 我们认为可以分为以下三个阶段: 1) 启蒙阶段(1980~1989年): 只有少数工厂生产湿巾, 湿巾产品生产成本较高, 主要用于商用环境, 对于个人消费尚属奢侈品。2) 起步阶段(1990~1999年): 各湿巾制造公司先后开始从国外引进湿巾生产设备, 湿巾产量和质量均得到很大提升, 商用需求加速增长, 民航、高档饭店等产业纷纷开始采购湿巾产品。但湿巾用途仅限于皮肤的擦拭与清洁, 品种结构较为单一。3) 发展阶段(2000年~至今): 近年来 SARS、H1N1 流感病毒、新型冠状病毒肺炎等疾病的轮番爆发, 也使得人们逐渐意识到个人卫生是预防传染病的关键。随着人们对于个人卫生的关注大幅提高, 湿巾产品的使用范围日趋扩大, 各种新品种不断涌现。个人消费者也开始在家中常备湿巾产品, 不仅适用于个人皮肤擦拭, 也用于婴幼儿护理、女士卸妆、宠物清洁、家居护理等多种用途。

我国湿巾渗透率仍较低, 对比海外成长空间大。国内湿巾业务虽取得长足发展, 但与欧美发达国家相比, 差距仍较大。根据华经情报网, 2019年中国湿巾消费市场规模为 12.7 亿美元, 仅为美国市场规模的 25.7%和欧洲的 39%; 若按人均消费金额比, 2019年中国人均消费金额为 6.3 元/人/年, 而美国、西欧市场同期人均消费分别为 104.1 元/人/年、133.6 元/人/年, 中国湿巾行业市场增长空间较大。

图 20: 2019 年中国与欧美等国湿巾消费规模(亿元)


资料来源: 国家统计局, 华经产业研究院, 信达证券研发中心

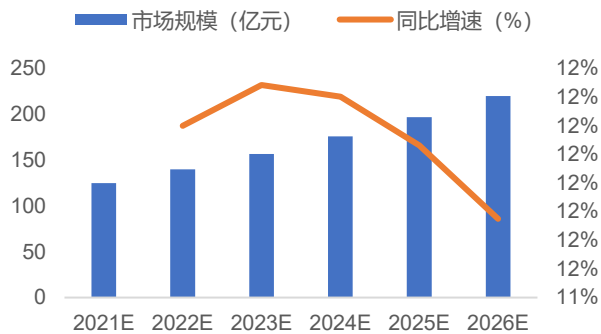
图 21: 2019 年中国与美国西欧湿巾人均消费水平对比(元/人)


资料来源: 华经产业研究院, 信达证券研发中心

疫情催化+消费升级, 湿巾行业成长可期。“新冠疫情”进一步催化了国内居民对卫生健

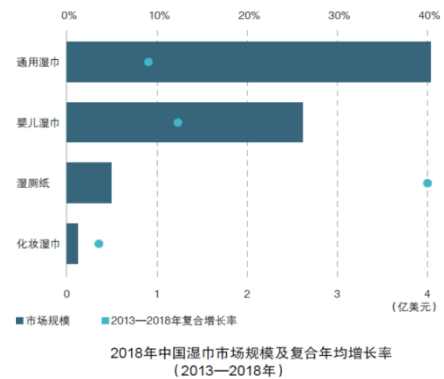
康的关注以及对湿巾消毒的认可度提升，消费者对湿巾的需求也逐步提升。同时，随着国内经济积极向好，居民消费能力及意愿不断提升，企业不断探索制造多元化的湿巾，后疫情时代国内湿巾行业发展前景或将更为明朗。根据前瞻产业研究院，预计 2026 年湿巾行业市场规模有望达到 220 亿元，2021 年-2026 年年均增长率达到 12% 左右。

图 22：2021-2026 年中国湿巾市场规模（单位：亿元）



资料来源：华经产业研究院，信达证券研发中心

图 23：2018 年中国湿巾市场规模及复合年均增长率



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

婴儿湿巾和湿厕纸发展潜力较大。根据公司招股说明书，从品类看，婴儿湿巾与湿厕湿巾是增速较快的品类，其中湿厕湿巾 2013~2018 年复合年均增长率约达 40%。我们认为，未来婴儿湿巾、湿厕纸具备较高增长潜力，具体而言：

1) 三胎政策背景下，婴儿湿巾需求或将大幅上涨。中共中央政治局于 2021 年 5 月 31 日召开会议，决定进一步优化生育政策，实施一对夫妻可以生育三个子女政策及配套支持措施，或为新一轮人口生育提供了支撑。除开放二胎及三胎政策之外，我们预计国家有望完善生育休假与生育保险制度，加强税收、住房等支持政策，保障女性就业合法权益。若未来有更多的生育激励措施与相关配套政策落地，那么出生率有望提振，从而带动婴儿专用湿巾市场规模的持续提升。

2) 湿巾种类繁多，覆盖人群增大。在不断研发和创新下，湿巾种类越来越多，可覆盖的使用场景也在不断增加。婴护级湿巾使用场景已经从入口级、抑菌，到卸妆、保湿、护肤等，覆盖人群在不断扩大，目标人群也从单一的婴幼儿向成人市场拓展，尤其是都市精致女性。

2.2 竞争：湿巾行业集中度低，龙头企业发展前景广阔

行业竞争格局较分散。国内湿巾行业市场化程度较高，生产企业数量众多，多数企业规模较小，主要生产低端湿巾产品。少数企业在市场竞争中凭借丰富的生产经验和雄厚的研发实力逐渐脱颖而出，成长为湿巾行业主要生产厂商。目前实力较为雄厚的湿巾代工企业包括诺邦股份、倍家洁、维尼健康、洁雅股份，以 2020 年为例，四家企业合计收入为 26.9 亿元，考虑到客户来源全球各地，而 2018 年全球湿巾零售额为 136 亿美元，行业竞争格局较为分散。

表 5: 公司与同行业对比公司对比情况

| 公司简称 | 2020 年湿巾业务收入 (亿元) | 2020 年湿巾业务毛利率 (%) | 2020 年湿巾业务产能 (亿片/年) | 主要合作客户 |
|------|-------------------|-------------------|---------------------|---|
| 诺邦股份 | 14.05 | 36.03% | - | 主要为美容护理品牌商、国内外大型连锁超市及便利店等 |
| 倍加洁 | 3.25 | 26.12% | 40 | 主要为国外专业医疗用品企业如 Medline Industries, Inc.、Cardinal Health Singapore 225 PTE LTD 等 |
| 维尼健康 | 2.48 | 33.60% | 22.03 | 主要为英国卫生消毒用品公司 Gama Healthcare Ltd. 和深圳全棉时代科技有限公司等 |
| 洁雅股份 | 7.14 | 36.44% | 80.67 | 主要为国内外知名快速消费品制造商、健康护理品牌运营商如利洁时集团、金佰利集团、强生公司和大型连锁超市如 Woolworths 等 |

资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

洁雅股份在湿巾出口排名中位居前列。根据中国造纸协会生活用纸专业委员会统计数据, 2015-2017 年公司位列全国湿巾出口量排名第 2 位、第 3 位、第 3 位。2017 年-2019 年公司位列全国擦拭巾/湿巾生产商和品牌 (主要按销售额综合排序) 第 3 位、第 5 位、第 5 位。总体而言, 公司在湿巾领域位居前列, 地位稳固。

图 24: 2015-2017 年全国湿巾出口量排名

| 公司简称 | 2017 年湿巾出口量排名 | 2016 年湿巾出口量排名 | 2015 年湿巾出口量排名 |
|------|---------------|---------------|---------------|
| 杭州国光 | 1 | 1 | 1 |
| 倍加洁 | 2 | 2 | 3 |
| 洁雅股份 | 3 | 3 | 2 |

资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

图 25: 2017-2019 年全国擦拭巾/湿巾生产商和品牌排名

| 公司简称 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--------|------|------|------|
| 全棉时代 | 8 | 1 | 1 |
| 恒安集团 | 1 | 2 | 2 |
| 杭州国光 | 2 | 4 | 3 |
| 珍爱卫生用品 | 4 | 3 | 4 |
| 洁雅股份 | 3 | 5 | 5 |

资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

产品出口认证壁垒较高。外销海外市场主要需要通过产品认证的方式对湿巾产品进行管理, 以保证进口的相关产品符合当地质量、环保等方面的要求。消毒产品只有通过 FDA、EPA 等认证才能进入美国等市场销售, 难度较大。此外, 通过 FDA、EPA 等认证的消毒湿巾产品需要在通过 FDA 注册认证、EPA 注册认证的工厂生产, 对湿巾产品生产商提出了很高的要求。

表 6: 公司相关认证取得难易情况

| 证书名称 | 取得难易程度 | 重要意义 | 同行取得情况 |
|------------------------|--------|------------------------|---------------|
| 美国食品药品监督管理局 FDA 注册证明 | 较大 | 进入美国市场的必要条件 | 倍加洁 |
| 美国环境保护署 EPA 注册认证 | 适中 | 进入美国市场的必要条件 | 倍加洁、杭州国光 |
| BRC 全球消费品标准认证 | 适中 | 欧洲及全球的零售商选择供应商条件之一 | 倍加洁 |
| 化妆品良好生产规范 ISO 22716 | 适中 | 化妆品进入欧盟市场的必要条件 | 倍加洁、杭州国光、维尼健康 |
| 化妆品良好生产规范 US FDA CFSAN | 适中 | 化妆品进入美国市场的必要条件 | 倍加洁、杭州国光、维尼健康 |
| HALAL 认证 | 较大 | 面膜产品进入印度尼西亚等穆斯林国家的必要条件 | / |

资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

市场集中度有望持续提升。根据中国造纸协会生活用纸专业委员会统计数据, 2020 年擦拭巾工厂销售额总计约 226.4 亿元, 排名前 10 位擦拭巾生厂商的销售额约为总销售额的 36.8% (2019 年约为 30.2%), 市场集中度比上年有所提高。我们预计未来随着擦拭巾 (干巾和湿巾) 生厂商规模效应的逐步体现以及优质客户资源的深度绑定, 擦拭巾市场集

中度有望进一步提升。

竞争优势：技术优势叠加优质客户资源，构建行业护城河

公司秉承“诚信、和谐、创新、卓越”的企业经营理念，通过多年潜心贯注于湿巾市场的开拓发展与经验积累，在技术研发、客户资源、质量控制等各方面形成了公司自身显著的核心竞争优势。

3.1 研发优势：研发实力雄厚，构筑行业竞争壁垒

坚持不懈专注自主研发，二十年耕耘终迎收获，产品性能领先。公司始终将创新作为企业的灵魂，是国家高新技术企业、安徽省创新型企业，公司研发中心被评为“省认定企业技术中心”。公司先后共有 5 项产品被评为省级科技成果，在湿巾产品的研发方面具有雄厚的实力。经过多年的自主研发积累，公司在湿巾产品技术领域拥有 4 项发明专利，22 项实用新型专利，2 项外观设计专利。并且公司通过二十余年的持续研发和技术积累，在溶液配方、生产工艺等方面拥有深厚的技术积累，掌握了一系列的核心技术。**先进的核心技术使得公司产品在安全性、环保性及消费者体验等方面具有明显竞争优势。**

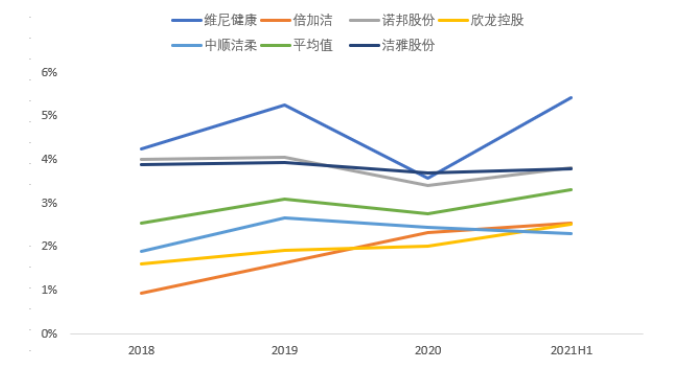
公司维持高研发投入水平，扎实的技术沉淀和经验丰富的研发团队，加强自主创新能力。从研发费用来看，公司研发费用率高于同行业平均值。2021H1 研发费用率为 3.78%，主要围绕两大方向，一是现有产品的基础研发，用于产品更新换代；二是新技术、新产品的创新研发项目。从研发人员占比来看，截至 2021H1，公司共有研发与技术人员 115 人，占公司员工总数比例为 11.69%。公司核心研发团队研发水平精湛、技术能力全面、实践经验丰富，并具备独立开发湿巾溶液配方核心技术的能力。在研发设备方面，研发团队配备了国内先进的研发设备、检测设备与分析设备，能够对产品的刺激性、安全性和功效性等各项指标进行精密分析检测。**研发团队为公司进行新产品、新工艺的研发提供了持续有力的技术支撑和保障，从而维持公司在湿巾领域的技术研发优势。**

图 26：可比公司发明专利数量对比情况

| 公司简称 | 发明专利（湿巾业务相关） |
|------|--------------|
| 诺邦股份 | 4 |
| 倍加洁 | 4 |
| 维尼健康 | 1 |
| 洁雅股份 | 4 |

资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 27：研发投入对比情况



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

公司具备溶液配方定制开发技术，逐渐形成产业技术壁垒。湿巾行业技术含量较高，主要的核心技术体现在溶液配方等方面。此外，溶液配方所涉的专业领域涵盖日用化学、高分子材料学、分析化学、微生物学、毒理学、微生物与生化药学等多学科，对专业技术要求的广度和深度较高。公司研发团队技术水平全面、实践经验丰富，能够根据行业发展的前沿趋势及客户的需求，为客户开发多个系列产品的溶液配方，满足客户多样化的需求。公司的溶液配方制定开发技术已经得到包括 Woolworths 等世界知名企业在内的众多客户的

认可和信赖，为其开发溶液配方。公司的溶液配方定制开发技术在行业内具有较为明显的竞争优势。

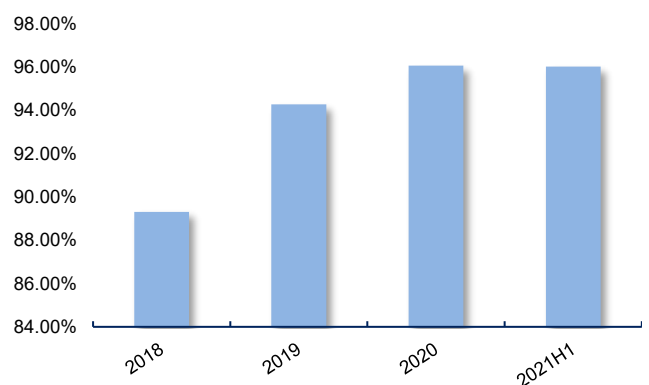
建立完善的技术创新机制，核心技术与主营业务高度相关。公司坚持“以市场为导向”的研发策略，建立了以当前市场需求为导向的基础研发与以未来趋势为导向的创新研发相结合的研发模式；在此基础上为刺激研发团队的积极性，公司建立了合理有效的激励机制，激发研发人员的创新思维和主观能动性，确保研发团队的创新性、凝聚力和稳定性；为确保项目研发进度，公司建立并执行了严谨周密的项目管理机制，从项目流程、成果审核、阶段展示、岗位分工等多个方面对研发项目管理进行了约束；公司制定了详细的员工培养制度，确保未来技术人才支持。公司营业收入主要来源于核心技术产品，2018年-2021H1核心技术贡献收入比例均在89%以上，并且核心技术已全部应用于各款产品，构成了产品性能及性价比优势的技术基础。

图 28：公司核心技术先进性

| 名称 | 技术来源 | 技术先进性 | 应用和贡献情况 |
|--------------|------|-------|---------------|
| “零防腐”溶液配方技术 | 自主研发 | 行业领先 | 已量产 |
| “纯水”溶液配方技术 | 自主研发 | 行业领先 | 已量产 |
| 新型乳液配方混料工艺技术 | 自主研发 | 行业领先 | 应用于所有湿巾溶液配制过程 |
| 溶液灌装技术 | 自主研发 | 行业领先 | 应用于所有湿巾加液过程 |

资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 29：核心技术产品收入占营业收入的比例



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

3.2 客户资源：优质客户资源，奠定成长基础

公司与优质客户维持长期稳定的合作关系。公司连续多年为 Woolworths、金佰利集团、强生公司、欧莱雅集团、3M、贝亲等世界知名企业生产制造各类湿巾产品，凭借良好的产品质量和服务赢得了客户的信赖，并与前述优质客户建立了长期稳定的合作关系，相互形成了良性互动。客户持续为公司提供订单需求并及时回款，充分保障了公司研发与生产的投入，也成为公司宣传品牌、扩大知名度的良好载体。同时，公司不断通过研发投入和质量控制来提升产品附加值，为客户提供更具有竞争力的产品，双方业务量持续增长，合作产品品类也逐步拓宽。

虽然客户集中度偏高，但世界知名企业客户对于供应商要求严格，对于通过认证的供应商一般不会轻易更换，所以公司与优质客户长期稳定的合作关系为公司未来成长提供保障。

表 7: 公司 2018 年-2021H1 前五大客户销售收入及占比 (单位:百万元)

| 品牌名称 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021H1 |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 利洁时集团 | - | - | 260.83 | 348.29 |
| 收入占比 | - | - | 35.10% | 55.59% |
| Woolworths | 106.08 | 118.88 | 177.85 | 71.18 |
| 收入占比 | 37.49% | 42.84% | 23.94% | 11.36% |
| 高乐氏公司 | - | - | - | 47.44 |
| 收入占比 | - | - | - | 7.57% |
| 金佰利(中国)有限公司 | 40.65 | 40.94 | 81.86 | 41.45 |
| 收入占比 | 14.36% | 14.76% | 11.02% | 6.62% |
| 强生公司 | 62.16 | 67.04% | 96.93 | 34.22 |
| 收入占比 | 21.96% | 24.17 | 13.04% | 5.46% |
| 贝咖实业 | - | 7.43 | 5.14 | - |
| 收入占比 | - | 2.68% | 6.92% | - |
| 欧莱雅集团 | 30.07 | 15.71 | - | - |
| 收入占比 | 10.62% | 5.66% | - | - |
| 中山爱护日用品有限公司 | 11.62 | - | - | - |
| 收入占比 | 4.11% | - | - | - |
| 前 5 名客户总计 | 250.58 | 250.00 | 668.87 | 542.58 |
| 收入占比 | 88.54% | 90.11% | 90.02% | 86.60% |

资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

表 8: 公司获取客户主要方式与合作稳定性

| 品牌名称 | 获取客户主要方式 | 合作稳定性 | 合作模式 |
|-------------|------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 利洁时集团 | 通过其他客户介绍建立初步联系 | 2016 年首次接触, 2020 年开展合作, 合作关系稳定 | OEM |
| Woolworths | 通过交易会建立初步联系 | 2009 年开展合作, 合作关系稳定 | ODM |
| 高乐氏公司 | 客户筛选后与公司主动建立初步联系 | 2021 年开展合作 | OEM |
| 金佰利(中国)有限公司 | 主动拜访客户建立初步联系 | 2012 年开展合作, 合作关系稳定 | 加工业务模式 |
| 强生公司 | 主动拜访客户建立初步联系 | 2016 年开展合作, 合作关系稳定 | 手足膜类产品采用 ODM 模式, 其余为 OEM 模式 |
| 贝咖实业 | 主动拜访客户建立初步联系 | 2019 年开展合作, 合作关系稳定 | ODM |
| 欧莱雅集团 | 主动拜访客户建立初步联系 | 2013 年开展合作, 合作关系稳定 | 主要为加工业务, 少量面膜产品为 OEM 模式 |
| 中山爱护日用品有限公司 | 主动拜访客户建立初步联系 | 2015 年开展合作 | ODM |

资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

代工厂客户端资质往往能反映公司实力, 合格供应商认证形成客户资源壁垒。公司主要客户多为世界知名企业, 对产品质量要求较高, 普遍建立了合格供应商认证体系, 相关认证时间长、维度广、标准高、过程复杂。合格供应商认证主要从法律风险评估、产品风险评估、环境、健康和安体系、生产研发能力、供应链管理等方面对公司进行全面审核和评估。公司主要客户对通过认证的供应商一般不会轻易更换, 因此合格供应商认证会形成一定程度上的客户资源壁垒。下游客户对于合格的供应商存在持续依赖性, 能为公司持续提供订单需求, 形成品牌和市场壁垒, 利于公司可持续发展。

图 30: 优质客户矩阵


资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

3.3 质量优势: 严格把控产品质量, 用实力打造“硬核品质”

公司的质量管理体系通过国际认可的第三方认证机构认证, 产品质量控制优势突出。公司主要根据国际公认的 ISO 质量管理体系、英国零售商协会 BRC 全球消费品标准认证体系、GMPC 化妆品良好生产规范体系等体系, 并结合公司自身情况, 建立了一整套完善的质量管理体系, 通过了多项国际认证, 为深入拓展与国际大型品牌零售商的合作关系建立了坚实的基础。此外, 公司设立了质量部, 每年对质量管理体系实行内部审查, 并定期对质量管理体系的适宜性、有效性作出评审与持续改善, 从而有效保证产品质量。

多年业务合作, 公司以稳定的产品质量获取客户信任, 赢得了良好的市场口碑和行业地位, 并成为公司获取客户、拓展市场的核心竞争优势之一。

图 31: 公司多项品质级权威质量认证 (部分列举)


资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

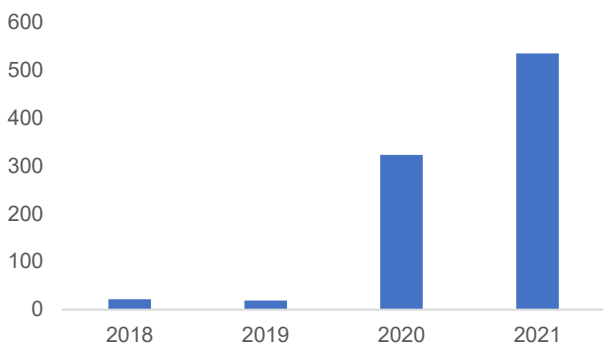
未来成长: 消费升级带动湿巾扩容, 化妆品打造第二增长曲线

4.1 消费习惯升级带动湿巾市场扩容，募投产能奠定基础

20 年疫情爆发以来国内消毒湿巾出口迅速增长。据海关数据统计，2020 年受疫情影响，消毒湿巾出口量不断增长，于 2020 年 8 月达到高峰，实现单月 8.52 亿元出口金额，同比增长 259.5%。受各国疫苗接种普及以及防疫政策变化，消毒湿巾出口需求逐步回落，高基数阶段逐步过去。

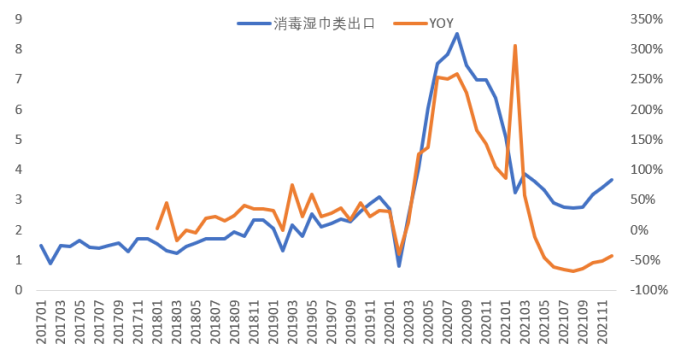
受疫情期间消毒湿巾需求高基数影响 22 年收入有所下滑，逐步恢复至正常水平。受疫情影响，公司 2020 年消毒类湿巾销售收入达到 3.2 亿元，2021 年高基数下继续增长，收入规模达 5.3 亿元。2022 年受消毒湿巾高基数影响，收入有所下滑，截止 22 年三季度，抗菌消毒类湿巾逐步恢复至疫情前正常水平，公司其他类型湿巾收入实现增长。我们认为，未来公司湿巾类型收入结构有望更加稳健。

图 32：公司消毒湿巾 2018-2021 年销售收入情况（单位：百万）



资料来源：WIND，信达证券研发中心

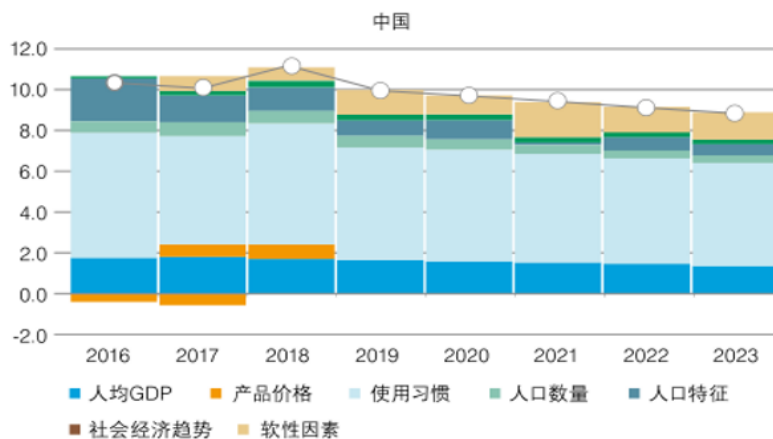
图 33：中国消毒湿巾出口金额及增速情况（亿元）



资料来源：中华人民共和国海关总署，信达证券研发中心

消费习惯成为推动湿巾行业增长的重要因素，疫情催化影响消费者习惯变迁。根据《湿巾发展概况及个人护理湿巾趋势》，对于中国消费者来说，使用习惯是促进湿巾行业增长的重要因素，如对个人卫生、清洁护理等重视程度提升；其次为居民消费水平的提升。持续三年之久的疫情带来消费习惯变化，例如消费者对个人卫生习惯要求更高，进而提升湿巾产品需求量。

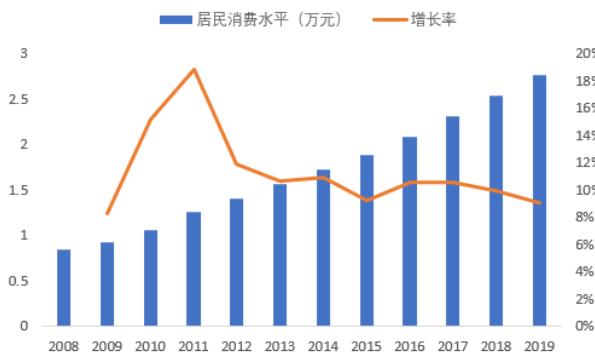
图 34：影响国内湿巾行业增长的因素



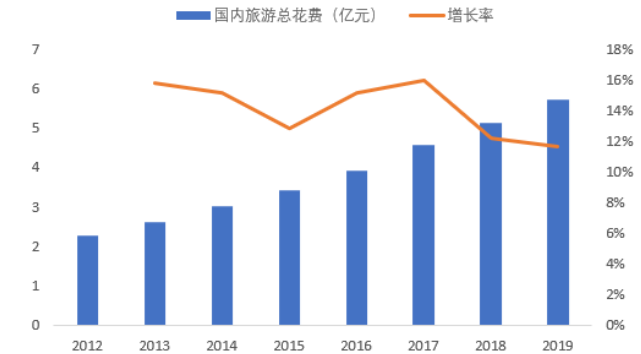
资料来源：湿巾发展概况和个人护理用湿巾新趋势，信达证券研发中心

后疫情时代精致生活不将就，消费升级驱动市场长期增长。伴随我国居民收入逐年提高，中产阶级和年轻一族、白领一族群体不断壮大，生活方式实现重大转变，消费结构

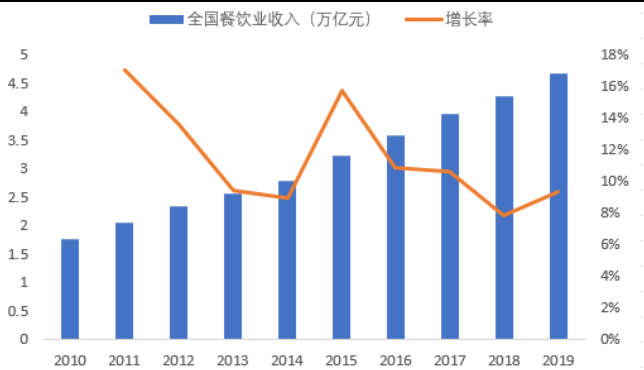
由生存型消费向发展型消费、由传统消费向新型消费升级，健康理念、清洁意识随之增强，这将成为我国湿巾市场快速增长的重要宏观基础。我们认为，未来湿巾行业长期驱动因素在于：（1）随着内需扩大和消费升级，生活品质在国内日益受到重视，清洁卫生用品得到广泛使用。（2）随着旅游业作为国民经济支柱产业持续稳定发展，有望带动湿巾行业市场需求的扩容提升。（3）湿巾产品作为餐桌上维持仪表、擦拭清洁、保持健康的卫生用品，其市场需求有望随着餐饮行业的快速发展而同步增长。（4）随着我国社会老年人数量持续增长、社会老龄化程度加速提高以及人们保健意识不断增强，对于老年人医疗护理服务和产品的刚性需求快速发展，满足老年人护理需求的医用护理系列湿巾市场有望将迎来扩容机会。

图 35：2008-2019 年中国居民消费水平


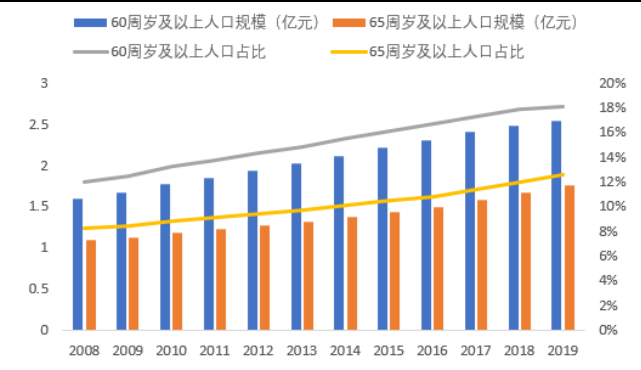
资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 36：2012-2019 年中国国内旅游总花费


资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 37：2010-2019 年全国餐饮业收入


资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 38：2008-2019 年中国老年人口变化趋势


资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

IPO 募投资金加码产能扩充以及技术创新。公司本次 IPO 募投项目包括多功能湿巾扩建项目、技术研发中心升级项目、仓储智能化改造项目。待投资项目顺利实施，有望进一步提高企业产能水平、增强企业自主创新能力、提高产品质量和性能、丰富现有产品结构，及时应对市场需求，进而巩固公司在湿巾市场的竞争优势，拓展新的盈利增长空间。

表 9：公司 IPO 募投项目资金情况和投资意义

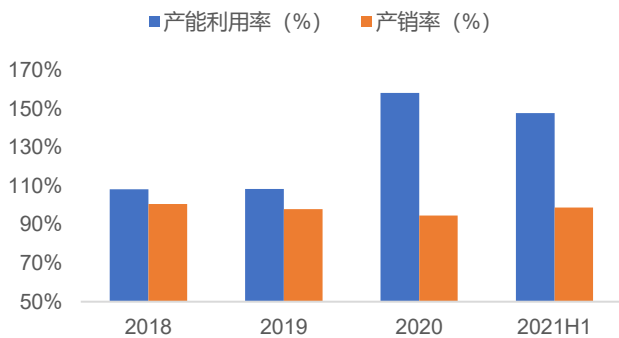
| 项目名称 | 总投资额 (万元) | 建设期 | 意义 |
|------------|-----------|-----|--------------------------------------|
| 多功能湿巾扩建项目 | 26092.11 | 2 年 | 针对目前快速增长的湿巾市场需求，开发产品功效、扩充公司产能 |
| 技术研发中心升级项目 | 5383.52 | 2 年 | 对行业前沿技术进行深入研究，为湿巾产品的技术升级与新产品开发提供技术支持 |

| | | | |
|-----------|----------|----|--|
| 仓储智能化改造项目 | 6099.16 | 1年 | 扩大仓储容量，提升仓储能力，有效节约仓储运营成本，并提升仓储的智能化运营管理能力 |
| 合计 | 37574.79 | - | - |

资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

募投项目打破产能瓶颈问题，为承接新订单提供基础。截至2020年，公司已有湿巾类产品产能80.67亿片，产能利用率维持高位。“多功能湿巾扩建项目”募投项目投产后，将新增45亿片湿巾的产能，可缓解公司现有产能不足，有利于公司把握市场机遇，不断拓展新客户，增加公司市场份额，进一步巩固和增强公司在行业中的优势地位。项目达产后，我们预计可实现年新增销售收入3.0亿元，新增净利润4851.3万元。

图 39：近年来公司产能利用率和产销率



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 40：湿巾产能预计变化情况

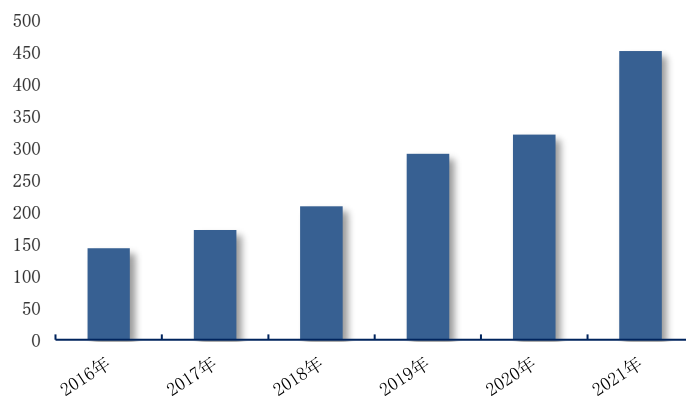
| 项目 | 项目实施完成前 | 项目实施完成后 | | | |
|----------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| | | 第1年 | 第2年 | 第3年 | 第4年 |
| 现有湿巾产能 (亿片) | 80.67 | 80.67 | 80.67 | 80.67 | 80.67 |
| 预计功能型湿巾产能 (亿片) | - | 22.5 | 36 | 45 | 45 |
| 预计产能合计 | 80.67 | 103.17 | 116.67 | 125.67 | 125.67 |

资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

4.2 扩展化妆品市场，打开第二成长曲线

国内面膜市场高景气度。公司以长远战略眼光，发挥客户协同优势，积极布局发展潜力较强的面膜类产品市场。根据华经产业研究统计，2021年中国面膜市场规模突破450亿元，2016年-2021年复合增速可达25.9%，行业快速增长。

图 41：2016-2021年中国面膜行业市场规模及增速 (亿元)

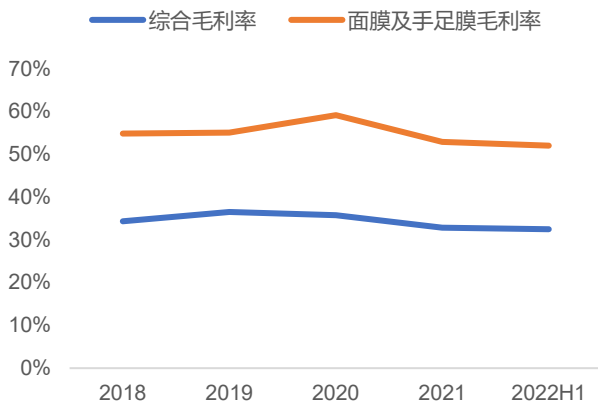


资料来源：华经产业研究院，信达证券研发中心

面膜手足膜产品毛利率较高，客户基础良好。公司面膜及手足膜产品毛利率较高，品类优势明显，2021年毛利率为53.0%，远高于公司综合毛利率水平，主要原因为手足膜产品为公司自主设计开发，技术含量高，功能型强，市场需求旺盛，产品定价较高。同时，公

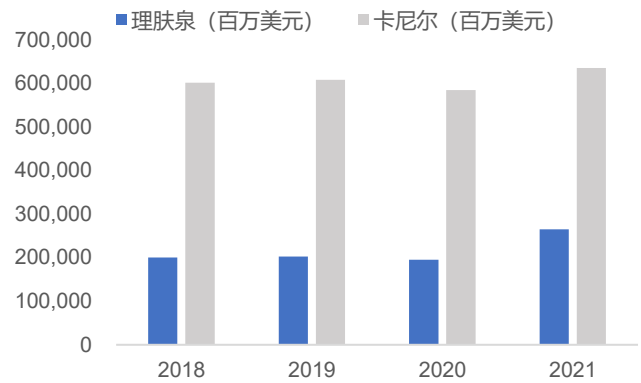
司面膜手足膜客户为国际大牌，客户实力雄厚，其中面膜品类客户主要为欧莱雅集团的理肤泉、卡尼尔、强生露得清、Woolworths 的 Voeu 等，手足膜品类客户主要为强生的艾维诺。根据欧睿数据，2021 年理肤泉、卡尼尔全球终端零售额分别为 63.5 亿美元、26.5 亿美元，客户基础雄厚。

图 42: 公司面膜手足膜毛利率及综合毛利率比较



资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

图 43: 理肤泉、卡尼尔品牌全球终端零售 (百万美元)



资料来源: 欧睿数据, 信达证券研发中心

以优质客户为基础，延展洗护发、霜膏等化妆品领域。公司过去发展过程中与国际日化巨头保持良好合作关系，包括欧莱雅集团、强生等，基于严格产品质量把控等优势，获得大客户认可；同时，公司基于优质客户资源积极扩大合作范围。目前，公司已与欧莱雅集团开展面膜外产品合作，开始涉足乳液精华、洗发水等产品，同时，强生、Woolworths 等客户过去以面膜手足膜为主，未来有望扩展合作范围。

天然护理项目产能落地，为潜在订单奠定基础。目前，公司年产 3000 吨天然护理项目已落地，2022 年 6 月投产，目前主要为欧莱雅集团做罐装产品，产能利用率 30% 左右，正处于产能爬坡期。丰富的产能基础为公司现有客户潜在订单及未来新扩客户提供基础。

4.3 积极开发新客户，拓宽业务来源

近年新客户开发稳定推进。公司凭借深厚的行业沉淀及良好的客户口碑，一方面加大现有客户的合作范围，如欧莱雅集团从面膜品类向乳液精华、洗发水等品类延展，另一方面积极开发新客户。近年以来，尽管新冠疫情对出入境影响较大，公司仍积极稳步推进客户开发，如 2020 年 11 月，公司与美国著名湿巾制造商 Rockline Industries 下属子公司签订框架协议；2021 年 4 月通过美国知名家用品制造商高乐氏现场审核，同月与美国知名制造商 Nice-Pak Products Inc. 下属公司签订一年期框架协议等，公司用户池不断扩大。

表 10: 公司疫情以来新客户延展情况

| 时间 | 客户延展情况 |
|--------|---|
| 2019 年 | 主动与贝咖实业建立联系，经过多项检验和认证后，成为贝咖实业的合格供应商，为其生产 Babycare 品牌湿巾。 |

| | |
|--------------------|---|
| 2020 年上半年 | 通过利洁时集团的产品风险评估和现场审核，成为其合格供应商。 |
| 2020 年 5 月 | 通过日用消费品企业宝洁公司的现场审核，11 月与其下属的广州宝洁有限公司签署框架协议。 |
| 2020 年 6 月 | 与利洁时集团下属子公司利洁时 ENA 签署意向书，开始试生产，2020 年 9 月，正式签署框架协议，协议期限为 2 年，期满如利洁时 ENA 未提前 3 个月终止协议，则自动延续 12 个月。 |
| 2020 年 10 月 | 通过美国知名湿巾制造商 Rockline Industries 的现场审核，11 月与其下属子公司签署框架协议。 |
| 2021 年上半年 | 通过美国知名家庭用品制造商高乐氏公司的现场审核，3 月签署意向书。 |
| 2021 年 4 月 | 与利洁时集团旗下子公司利洁时（中国）投资有限公司开展面向中国内地市场业务合作，为其生产“Lysol 乐守”品牌湿巾。 |
| 2021 年 4 月 | 与美国知名湿巾制造商 Nice-Pak Products Inc. 下属子公司 Professional Disposables International, INC. 签署为期一年的框架协议，期满若双方未提前 90 天发出终止通知，则自动续签 1 年。 |

资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

防疫政策调整后外贸企业积极出境抢单，未来新客户延展可期。面对国内防疫政策调整以及海外市场出入境政策调整，浙江宁波、浙江嘉兴、江苏苏州、四川、广东等多地区组织外贸商务包机赴海外市场扩展客户。12 月以来，包机出海势头更强，中国企业将借助本身产品优势及市场口碑，在外贸市场积极进取，行业迎来新机会。公司有望抓住机会，积极开展新客户，推动收入增长。

表 11：近期中国企业积极出境寻找订单情况

| 时间 | 地区 | 事件 |
|-------------------------|-----|---|
| 2022 年 12 月 5 日 | 四川省 | 12 月 5 日，四川食品、医药、汽车、家具、农产品等行业 31 家外贸企业 40 人 5 日飞赴法国、德国、意大利，开展为期 9 天的经贸促进活动。 |
| 2022 年 12 月 9 日 | 苏州市 | 12 月 9 日凌晨，江苏苏州商务经贸团近 190 人赴欧洲，前往法国巴黎、德国法兰克福等地开展订单洽谈和商务招商活动。 |
| 2022 年 12 月 14 日 | 安徽省 | 12 月 14 日，“徽动全球”万企百团出海行动首批行前集中动员培训会在安徽合肥举办，40 余家安徽外向型企业负责人代表共 100 余人参加。 |
| 2022 年 12 月 15 日 | 杭州市 | 12 月 15 日，126 家杭州企业启程远赴迪拜拓市场抢订单；杭州启动“双百双千外贸拓市场”实施行动，2023 年将组织 150 个外贸出行团，参加 100 个以上境外专业展会，组织 3000 家以上企业出境，抢抓新增 1000 亿元订单。 |

资料来源：中国新闻网，中国东方航空集团有限公司，中国电子商会，信达证券研发中心

4.4 与江苏创建合作，切入高潜重组胶原蛋白领域

与江苏创建合作成立子公司，加强美妆领域布局。2022 年 12 月 19 日，公司拟与江苏创建医疗科技股份有限公司共同投资设立合资公司。该合资公司注册资本拟为人民币 500 万元，洁雅股份认缴出资 52%，创建医疗认缴出资 48%，均为自有资金；该合资公司的经营范围包括卫生材料及医药用品制造，第二类、第三类医疗器械生产等。通过与创建医疗合作，公司进一步完善产业布局，开展医用敷料类相关产品的注册开发，并将其拓展到功能性护肤品领域，提升已有化妆品业务核心竞争力，为后续高端护肤品的开发提供技术支持。

创建医疗为国内领先重组胶原蛋白厂商，研发优势突出。江苏创建医疗成立于 2015 年，致力于重组胶原基生物材料的研发和生产。核心产品重组胶原蛋白生物医用材料属于国家“十四五”科技前沿领域公关战略发展方向，目前拥有重组 I 型、III 型、XVII 型胶原蛋白原料产品，2021 年市场占有率位居国内前列。创建医疗研发优势突出，与香港中文大学、四川大学、深圳湾实验室坪山中心等共建联合实验室、研究院，并与上海长海医院等多个三甲医院联合开展临床研究，实现了“重组 III 型胶原蛋白酵母菌稳定遗传表达体系的构建”及“30 吨稳定发酵纯化技术开发”两项重大技术突破；重组 XVII 型胶原蛋白荣获 2022 年个人护理品行业荣格技术创新奖、2022PChi 芳典奖原料创新奖。

表 12: 创建医疗核心专家团队

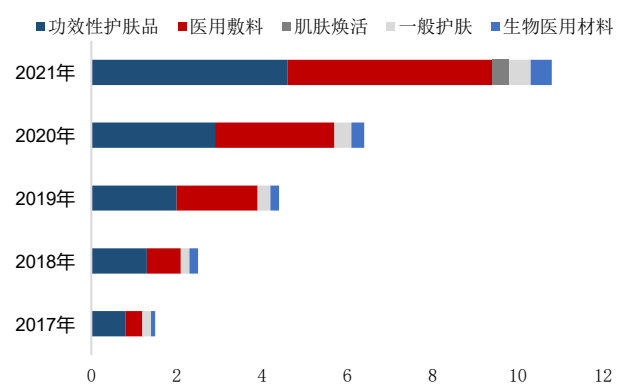
| 姓名 | 身份 | 职位 | 从业履历 |
|-----|-----------------------|-----------|--|
| 张兴栋 | 中国工程院院士 | 福隆专家委员会主席 | 中国工程院院士、美国国家工程院外籍院士、中国生物材料学会名誉理事长、国际生物材料科学与工程学会联合会主席，获国际生物材料科学与工程学会联合会授予世界杰出生物材料专家终身荣誉称号“生物材料科学与工程 Fellow”，被国际生物材料界誉为“生物材料研究的世界引导者”。 |
| 夏江 | 香港中文大学副教授 | 首席科学家 | 香港中文大学化学系副教授（终身教职）、生命科学学院兼职副教授。2006 年斯坦福大学博士毕业，随后在加州理工学院进行博士后研究工作。先后在国际学术期刊上发表 SCI 论文近 50 篇，2011 年获得香港青年科学家奖。 |
| 李海航 | 海军军医大学外科学硕士（博士在读） | 首席技术官 | 参研科技部国家重点研发计划“干细胞及转化研究”重点专项，长期从事组织再生修复研究，发表学术论文 30 余篇，其中 SCI15 篇，授权发明专利 4 项，实用新型专利 14 项。 |
| 章一新 | 上海交通大学医学院附属第九人民医院主任医师 | 特邀专家 | 博士生导师、整形外科行政副主任、重建显微外科专科中心主任、瘢痕治疗专科主任。 |
| 朱世辉 | 上海长海医院全军烧伤研究所副所长 | 特邀专家 | 上海长海医院烧伤外科主任医师，教授、博士生导师。中国医师协会烧伤分会副会长、中国康复医学会烧伤治疗与康复专业委员会副主任委员，中华医学会上海分会烧伤外科学分会候任主任委员等，从事烧伤外科专业 32 年。 |
| 孙瑜 | 上海长海医院烧创伤中心副主任医师 | 特邀专家 | 上海长海医院烧创伤中心副主任医师，副教授、博士、硕士生导师。擅长各类烧伤、难愈性创面的精细化处理，瘢痕的早期预防和综合治疗。 |

资料来源：创建医疗官网，信达证券研发中心

重组胶原蛋白终端应用市场规模达 108 亿元，成长空间广阔。根据 Frost&Sullivan，重组胶原蛋白在功效性护肤、医用敷料、医美注射剂、一般护理、生物医用材料领域应用广泛，2021 年终端零售规模分别为 46 亿元、48 亿元、4 亿元、5 亿元、5 亿元，合计 108 亿元，17-21 年复合增速为 63%，呈现高景气度。重组胶原蛋白在专业性皮肤护理领域优于动物源胶原蛋白；根据 Frost&Sullivan，2021 年动物源胶原蛋白市场规模为 179 亿元（包含功效性护肤、医用敷料、医美注射剂、一般护理、生物医用材料），17-21 年复合增速为 21.8%，而在功效性护肤品及医用敷料领域终端规模分别为 16 亿元、25 亿元，远小于重组胶原蛋白终端规模。得益于良好的生物活性，重组胶原蛋白在医美注射剂、生物医用材料及其他领域领先。对标透明质酸钠终端应用，重组胶原蛋白市场规模有望扩容；根据 Frost&Sullivan，2021 年透明质酸钠在功效性护肤、医用敷料、医美注射剂领域终端市场规模分别为 78 亿元、115 亿元、217 亿元，远高于胶原蛋白终端规模。未来重组胶原蛋白技术的进步有望降低产品成本，提升生物活性，降低免疫反应，有望缩小与动物胶原蛋白及玻尿酸的差距。

图 44: 重组胶原蛋白不同领域应用场景


资料来源：巨子生物招股书，信达证券研发中心

图 45: 重组胶原蛋白不同应用领域终端零售规模（十亿元）


资料来源：巨子生物招股书，信达证券研发中心

重组胶原蛋白竞争格局相对分散，具备较强研发沉淀的厂商先发优势突出。目前，国内重组胶原蛋白主要厂家为巨子生物、锦波生物、暨源生物、江苏创建等，布局上游原材料、终端医用敷料、化妆品等产品。行业内仅巨子生物凭借较强的研发沉淀及与时俱进的营销举措获得十亿级收入，其他参与者收入规模均较小。而重组胶原蛋白目前已有百亿级终端市场，未来拥有较强研发沉淀及产品转化的公司有望享受快速增长的市场红利，先发优势突出。

表 13: 重组胶原蛋白头部玩家情况

| 厂家 | 成立时间 | 创始团队背景 | 产业链及产品布局 | 财务情况 |
|------|--------|--|---|---|
| 巨子生物 | 2000 年 | 首席科学家范焱良为西 北大学化工学院、生 物医药研究院院长 | 1) 类型: 重组 I 型、III 型胶原蛋白、重组类人源胶原蛋 白、小分子胶原蛋白肽原料及终端产品 2) 产品: 二类医用敷料; 化妆品; 保健品等 | 21 年收入 15.2 亿元, 同比 +30.4%, 净利润 8.3 亿元, 同比+0.2%, 净利率 53.3% |
| 锦波生物 | 2008 年 | 创始人杨霞为外科学研 究生, 曾任山西医科大学 讲师 | 1) 类型: 重组 III 型胶原蛋白原料及终端产品 2) 产品: 三类胶原蛋白冻干纤维; 二类医用敷料; 化妆品 | 21 年收入 2.3 亿元, 同比 +44.8%, 净利润 0.56 亿 元, 同比+3.2%, 净利率 23.7% |
| 暨源生物 | 2009 年 | 黄亚东, 暨南大学生命 科学技术学院院长、广 东省生物工程药物重点 实验室主任、暨南大学 医药生物技术研发中心 首席科学家 | 1) 类型: 全人源胶原蛋白、类人胶原蛋白原料及终端产品 2) 产品: 化妆品 | — |

资料来源: 各公司公告, 暨源生物公司官网、美妆界, 信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

5.1 盈利预测

盈利预测: 我们预计 2022-2024 年公司收入分别为 7.2 亿元、8.5 亿元、9.9 亿元, 对应毛利率分别为 33.0%、31.3%、31.8%, 分产品来看: 1) 湿巾类 2022-2024 年收入分别为 6.1 亿元、7.2 亿元、8.3 亿元, 毛利率分别为 29.0%、27.0%、27.5%; 2) 面膜类 2022-2024 年收入分别为 0.9 亿元、1.1 亿元、1.4 亿元, 毛利率分别为 53.0%、53.0%、53.0%; 3) 其他业务 2022-2024 年收入分别为 0.2 亿元、0.2 亿元、0.2 亿元, 毛利率分别为 65.0%、65.0%、65.0%。综合, 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.8 亿元、1.9 亿元、2.3 亿元, 对应增速分别为-20.5%、10.0%、18.1%。

表 14: 分业务收入拆分 (百万)

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入 | 277.43 | 743.01 | 984.45 | 719.79 | 851.64 | 987.12 |
| YOY | | 167.8% | 32.5% | -26.9% | 18.3% | 15.9% |
| 成本 | 176.03 | 477.09 | 661.20 | 482.39 | 570.75 | 660.38 |
| 毛利率 | 36.5% | 35.8% | 32.8% | 33.0% | 31.3% | 31.8% |
| 湿巾类 | | | | | | |
| 收入 | 246.24 | 679.51 | 898.55 | 611.01 | 721.00 | 829.15 |
| YOY | | 176.0% | 32.2% | -32.0% | 18.0% | 15.0% |
| 成本 | 164.51 | 439.70 | 626.31 | 433.82 | 511.91 | 588.69 |
| 毛利率 | 33.2% | 35.3% | 30.3% | 29.0% | 27.0% | 27.5% |
| 面膜类 | | | | | | |
| 收入 | 29.88 | 58.22 | 71.68 | 87.45 | 109.31 | 136.64 |
| YOY | | 94.8% | 23.1% | 22.0% | 25.0% | 25.0% |
| 成本 | 10.88 | 21.00 | 31.62 | 41.10 | 51.38 | 64.22 |
| 毛利率 | 63.6% | 63.9% | 55.9% | 53.0% | 53.0% | 53.0% |
| 其他业务 | | | | | | |
| 收入 | 1.30 | 5.29 | 14.22 | 21.33 | 21.33 | 21.33 |

| | | | | | | |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| YOY | | 306.9% | 168.8% | 50.0% | 0.0% | 0.0% |
| 成本 | 0.65 | 2.39 | 3.27 | 7.47 | 7.47 | 7.47 |
| 毛利率 | 50.0% | 54.8% | 77.0% | 65.0% | 65.0% | 65.0% |

资料来源: 信达证券研发中心预测

5.2 估值与投资评级

根据我们盈利预测, 公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.8 亿元、1.9 亿元、2.3 亿元, 根据最新收盘日, 对应 PE 为 18 倍、16 倍、14 倍。根据相对估值法, 我们以申万行业分类为依据, 选择稳健医疗、科思股份、中顺洁柔作为可比公司, 根据最新收盘日, 2022-2024 年可比公司平均 PE 分别为 31.2 倍、21.6 倍、17.4 倍。我们认为, 公司作为湿巾代加工行业龙头企业, 多年位列全国湿巾出口量前三, 研发实力雄厚、与优质客户合作关系紧密, 受益于消费升级, 湿巾业务稳定增长, 龙头地位稳固; 同时, 公司积极扩展化妆品业务, 与行业头部重组胶原蛋白厂家合作, 化妆品业务更具看点, 打开第二成长曲线。同时, 估值层面, 公司低于行业可比公司估值, 我们看好公司未来发展, 首次覆盖, 给与“买入”评级。

表 15: 可比公司平均估值情况

| 公司 | EPS | | | PE (倍) | | |
|------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | 2022E | 2023E | 2024E | 2022E | 2023E | 2024E |
| 稳健医疗 | 3.56 | 4.61 | 5.64 | 19.49 | 15.05 | 12.30 |
| 科思股份 | 2.07 | 2.54 | 3.09 | 27.33 | 22.29 | 18.28 |
| 中顺洁柔 | 0.27 | 0.46 | 0.59 | 46.89 | 27.40 | 21.57 |
| 平均值 | | | | 31.24 | 21.58 | 17.39 |

资料来源: WIND, 信达证券研发中心 (日期为 2023 年 3 月 2 日)

风险因素

- 1. 客户集中度较高的风险:** 公司 2018 年-2021H1 前五名客户的销售额合计占当期营业收入的比例分别为 88.54%、90.11%、90.02%和 86.60%, 客户集中度较高。如果公司主要客户采购计划或者生产经营状况发生重大不利变化, 将会对公司收入和利润产生较大影响。
- 2. 劳动力成本上升风险:** 劳动力短缺导致用工成本持续上升已成为中国经济发展的重要趋势, 尤其在制造业发达地区较为明显。随着生活水平提高及物价上涨, 公司员工工资水平可能将继续增加, 从而增加公司产品成本, 对公司盈利能力造成一定影响。
- 3. 业绩快速增长存在不可持续和大幅下滑的风险:** 由于新冠肺炎疫情爆发造成短期市场供需失衡, 从而导致抗疫相关医用及抗菌消毒系列湿巾产品业绩急剧增长的情况具有一定偶然性, 该类业绩增长存在不可持续的风险。
- 4. 原材料价格波动风险:** 公司主要原材料为无纺布、包装材料和溶液原料等, 其中无纺布占原材料采购总额的 50%左右。直接材料占主营业务成本比例较高, 原材料价格变动对公司经营业绩影响较大。

| 会计年度 | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流动资产 | 605 | 1,743 | 1,738 | 2,129 | 2,239 |
| 货币资金 | 321 | 1,416 | 1,549 | 1,785 | 1,971 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款 | 155 | 162 | 70 | 204 | 114 |
| 预付账款 | 12 | 5 | 3 | 4 | 5 |
| 存货 | 101 | 143 | 99 | 117 | 131 |
| 其他 | 15 | 17 | 17 | 18 | 18 |
| 非流动资产 | 253 | 310 | 310 | 310 | 310 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产(合计) | 159 | 239 | 239 | 239 | 239 |
| 无形资产 | 30 | 29 | 29 | 29 | 29 |
| 其他 | 64 | 41 | 41 | 41 | 41 |
| 资产总计 | 858 | 2,053 | 2,048 | 2,439 | 2,548 |
| 流动负债 | 383 | 291 | 173 | 371 | 254 |
| 短期借款 | 45 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据 | 185 | 119 | 82 | 162 | 119 |
| 应付账款 | 131 | 133 | 60 | 174 | 95 |
| 其他 | 22 | 40 | 30 | 36 | 40 |
| 非流动负债 | 34 | 68 | 68 | 68 | 68 |
| 长期借款 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 其他 | 29 | 62 | 62 | 62 | 62 |
| 负债合计 | 417 | 359 | 240 | 439 | 322 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司股东权益 | 442 | 1,693 | 1,807 | 2,000 | 2,227 |
| 负债和股东权益 | 858 | 2,053 | 2,048 | 2,439 | 2,548 |

| 会计年度 | 单位:百万元 | | | | |
|------------|--------|-------|--------|-------|-------|
| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 营业总收入 | 743 | 984 | 720 | 852 | 987 |
| 同比(%) | 167.8% | 32.5% | -26.9% | 18.3% | 15.9% |
| 归属母公司净利润 | 180 | 220 | 175 | 192 | 227 |
| 同比(%) | 163.7% | 22.5% | -20.5% | 10.0% | 18.1% |
| 毛利率(%) | 35.8% | 32.8% | 33.0% | 31.3% | 31.8% |
| ROE% | 40.7% | 13.0% | 9.7% | 9.6% | 10.2% |
| EPS(摊薄)(元) | 2.21 | 2.71 | 2.15 | 2.37 | 2.80 |
| P/E | 17.38 | 14.19 | 17.86 | 16.24 | 13.75 |
| P/B | 7.07 | 1.84 | 1.73 | 1.56 | 1.40 |
| EV/EBITDA | -1.15 | 12.46 | 9.16 | 7.10 | 5.17 |

| 会计年度 | 单位:百万元 | | | | |
|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 营业总收入 | 743 | 984 | 720 | 852 | 987 |
| 营业成本 | 477 | 661 | 482 | 585 | 673 |
| 营业税金及附加 | 3 | 7 | 5 | 5 | 6 |
| 销售费用 | 5 | 7 | 5 | 6 | 8 |
| 管理费用 | 16 | 27 | 36 | 43 | 49 |
| 研发费用 | 27 | 36 | 26 | 31 | 36 |
| 财务费用 | 12 | 3 | -28 | -31 | -36 |
| 减值损失合计 | -1 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 5 | 9 | 11 | 13 | 15 |
| 营业利润 | 207 | 250 | 205 | 225 | 266 |
| 营业外收支 | 0 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 207 | 252 | 206 | 226 | 267 |
| 所得税 | 27 | 32 | 31 | 34 | 40 |
| 净利润 | 180 | 220 | 175 | 192 | 227 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 180 | 220 | 175 | 192 | 227 |
| EBITDA | 235 | 282 | 176 | 194 | 230 |
| EPS(当年)(元) | 2.95 | 3.52 | 2.15 | 2.37 | 2.80 |

| 会计年度 | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|------------|--------------|------------|------------|------------|
| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 经营活动现金流 | 188 | 200 | 193 | 235 | 185 |
| 净利润 | 180 | 220 | 175 | 192 | 227 |
| 折旧摊销 | 17 | 31 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 7 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 投资损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -28 | -65 | 19 | 44 | -41 |
| 其它 | 12 | 9 | -1 | -1 | -1 |
| 投资活动现金流 | -98 | -77 | 1 | 1 | 1 |
| 资本支出 | -103 | -72 | 1 | 1 | 1 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 5 | -5 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 36 | 987 | -61 | 0 | 0 |
| 吸收投资 | 0 | 1,056 | 0 | 0 | 0 |
| 借款 | 45 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 支付利息或股息 | -3 | 0 | -61 | 0 | 0 |
| 现金净增加额 | 120 | 1,106 | 133 | 236 | 186 |

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，七年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得16/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，行业研究经验丰富，从长周期研判行业发展趋势。

李宏鹏，经济学硕士，任职于信达证券，六年轻工制造行业研究经验，2015年8月入职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 | hanqiuyue@cindasc.com |
| 华北区销售总监 | 陈明真 | 15601850398 | chenmingzhen@cindasc.com |
| 华北区销售副总监 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com |
| 华北区销售 | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com |
| 华北区销售 | 陆禹舟 | 17687659919 | luyuzhou@cindasc.com |
| 华北区销售 | 魏冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华北区销售 | 樊荣 | 15501091225 | fanrong@cindasc.com |
| 华北区销售 | 秘侨 | 18513322185 | miqiao@cindasc.com |
| 华北区销售 | 李佳 | 13552992413 | lijia1@cindasc.com |
| 华北区销售 | 张澜夕 | 18810718214 | zhanglanxi@cindasc.com |
| 华东区销售总监 | 杨兴 | 13718803208 | yangxing@cindasc.com |
| 华东区销售副总监 | 吴国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东区销售 | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东区销售 | 朱尧 | 18702173656 | zhuyao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 戴剑箫 | 13524484975 | daijianxiao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 方威 | 18721118359 | fangwei@cindasc.com |
| 华东区销售 | 俞晓 | 18717938223 | yuxiao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 李贤哲 | 15026867872 | lixianzhe@cindasc.com |
| 华东区销售 | 孙僮 | 18610826885 | suntong@cindasc.com |
| 华东区销售 | 贾力 | 15957705777 | jjiali@cindasc.com |
| 华东区销售 | 石明杰 | 15261855608 | shimingjie@cindasc.com |
| 华东区销售 | 曹亦兴 | 13337798928 | caoyixing@cindasc.com |
| 华南区销售总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南区销售副总监 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南区销售副总监 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南区销售 | 刘韵 | 13620005606 | liuyun@cindasc.com |
| 华南区销售 | 胡洁颖 | 13794480158 | hujieying@cindasc.com |
| 华南区销售 | 郑庆庆 | 13570594204 | zhengqingqing@cindasc.com |
| 华南区销售 | 刘莹 | 15152283256 | liuying1@cindasc.com |
| 华南区销售 | 蔡静 | 18300030194 | caijing1@cindasc.com |
| 华南区销售 | 聂振坤 | 15521067883 | niezhenkun@cindasc.com |

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。 | 买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~20%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：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。