

研究所
 证券分析师： 芦冠宇 S0350521110002
 luyg@ghzq.com.cn
 联系人： 李宇宸 S0350121110026
 liyc02@ghzq.com.cn
 联系人： 熊思雨 S0350122070076
 xiongsy@ghzq.com.cn

蓄势待发，业绩环比修复趋势向好

——嘉亨家化（300955）2023年一季度报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
嘉亨家化	-12.8%	-18.5%	9.8%
沪深300	0.7%	-3.6%	2.8%

市场数据

市场数据	2023/04/28
当前价格(元)	21.53
52周价格区间(元)	16.64-31.30
总市值(百万)	2,170.22
流通市值(百万)	965.87
总股本(万股)	10,080.00
流通股本(万股)	4,486.18
日均成交额(百万)	11.50
近一月换手(%)	1.36

相关报告

《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（增持）*化妆品*芦冠宇》——2022-12-13
 《——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

事件：

嘉亨家化发布2023年一季度报：2023Q1公司实现营业收入2.15亿元/同比-14.8%、归母净利润0.05亿元/同比-67.5%。

投资要点：

- **景气度下行+淡季+投产初期，盈利能力阶段性承压。**2023Q1收入下滑主因为美妆景气度下行+淡季，公司订单量减少。2023Q1毛利率达23%，环比承压；管理费用率因产能扩张提升最多，Q1同比+3.6pct至15%；此外，研发投入持续加码，研发费用率达3.4%/同比+1.4pct。2023Q1归母净利润同比下滑，主要系收入下滑+子公司湖州嘉亨亏损（处投产初期，规模效应未充分发挥；运营费用及固定资产折旧、摊销增加）。
- **至暗时刻或已过去，2023Q2望迎基本面拐点。**2023Q1为基本面底部，Q2业绩拐点趋势明确，未来有望逐季持续向上。1)从基数看，2022Q2-4利润分别同比下滑40.3%/20.2%/34.7%，均为低基数、恢复弹性大，其中Q2受损最严重（上海疫情影响订单生产、物流+湖州嘉亨投产前筹备拖累利润）。2)从景气度看，对于上游生产商而言，Q2-Q3均为美妆旺季（6.18、双11），景气度或将环比回升。3)从收入端看，2022年湖州嘉亨刚开始产生收入，预计伴随客户对湖州嘉亨的验厂、试产逐步完成，湖州嘉亨的产能利用率、业务收入有望快速提升。
- **客户合作纵深推进，产能爬坡释放业绩高弹性。**湖州嘉亨化妆品产能自2022年6月起投放，国内外日化品牌商验厂等审核周期通常为3-6个月，考虑到2022Q4疫情高峰影响，预计客户验厂普遍延后至2023Q1起陆续完成；预计今年新客户开拓以国内新锐品牌为主，并持续绑定已有头部核心客户。伴随客户拓展持续推进，订单端或将回暖，产能将得以爬坡，业绩有望逐季改善，弹性释放可期。
- **盈利预测和投资评级。**谨慎预期下，我们下调此前盈利预测，预计2023-2025年公司实现营收13.89/18.17/22.21亿元，同比+32.1%/30.8%/22.2%；实现归母净利润1.19/1.69/2.1亿元，同比+70.1%/42.4%/24.5%，对应PE分别为18/13/10倍。我们仍看好伴随湖州新工厂产能利用率提升，公司经营成本有望摊薄，毛利率短期有

望回升，推动业绩环比修复，因此维持“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。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1051.57	1389.01	1817.18	2221.21
增长率(%)	-9.45	32.09	30.83	22.23
归母净利润（百万元）	69.67	118.52	168.71	210.12
增长率(%)	-28.30	70.13	42.35	24.54
摊薄每股收益（元）	0.69	1.18	1.67	2.08
ROE(%)	7.05	10.71	13.22	14.14
P/E	35.16	18.31	12.86	10.33
P/B	2.47	1.96	1.70	1.46
P/S	2.33	1.56	1.19	0.98
EV/EBITDA	17.86	11.69	7.91	6.11

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：嘉亨家化盈利预测表

证券代码：	300955				股价：	21.53		投资评级：	增持		日期：	2023/04/28	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值				2022A	2023E	2024E	2025E	
盈利能力					每股指标								
ROE	7.05%	10.71%	13.22%	14.14%	EPS				0.69	1.18	1.67	2.08	
毛利率	23.96%	24.91%	25.32%	25.60%	BVPS				9.81	10.98	12.66	14.74	
期间费率	13.90%	12.02%	10.99%	10.47%	估值								
销售净利率	6.62%	8.53%	9.28%	9.46%	P/E				35.16	18.31	12.86	10.33	
成长能力					P/B				2.47	1.96	1.70	1.46	
收入增长率	-9.45%	32.09%	30.83%	22.23%	P/S				2.33	1.56	1.19	0.98	
利润增长率	-28.30%	70.13%	42.35%	24.54%									
营运能力					利润表（百万元）				2022A	2023E	2024E	2025E	
总资产周转率	0.68	0.77	0.86	0.91	营业收入				1051.57	1389.01	1817.18	2221.21	
应收账款周转率	3.70	3.74	3.90	4.26	营业成本				799.63	1043.06	1357.11	1652.48	
存货周转率	6.52	5.43	6.68	6.30	营业税金及附加				8.30	10.97	16.17	21.98	
偿债能力					销售费用				6.95	8.08	10.02	11.80	
资产负债率	35.83%	38.24%	39.75%	38.88%	管理费用				136.34	155.09	184.73	214.70	
流动比	1.45	1.69	1.89	2.14	财务费用				2.88	3.81	4.98	6.09	
速动比	1.01	1.14	1.42	1.60	其他费用/(-收入)				21.52	30.51	43.56	58.79	
资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润				80.71	141.67	204.27	257.60	
现金及现金等价物	157.26	180.04	436.58	592.43	营业外净收支				-0.15	1.13	1.48	1.81	
应收款项	284.91	387.14	471.88	541.11	利润总额				80.55	142.80	205.75	259.41	
存货净额	161.31	255.92	271.85	352.42	所得税费用				10.88	24.28	37.03	49.29	
其他流动资产	33.57	69.12	52.67	88.21	净利润				69.67	118.52	168.71	210.12	
流动资产合计	637.05	892.22	1232.97	1574.18	少数股东损益				0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产	539.29	551.10	548.01	530.97	归属于母公司净利润				69.67	118.52	168.71	210.12	
在建工程	229.11	206.20	185.58	167.02	现金流量表（百万元）				2022A	2023E	2024E	2025E	
无形资产及其他	134.93	142.93	150.93	158.93	经营活动现金流				149.46	28.28	267.61	170.93	
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润				69.67	118.52	168.71	210.12	
资产总计	1540.37	1792.44	2117.48	2431.10	少数股东权益				0.00	0.00	0.00	0.00	
短期借款	131.13	139.13	146.13	152.13	折旧摊销				59.19	51.10	53.71	55.60	
应付款项	233.27	298.89	393.50	449.59	公允价值变动				-0.04	0.00	0.00	0.00	
预收帐款	0.00	0.00	0.00	0.00	营运资金变动				23.28	-151.84	33.11	-107.86	
其他流动负债	75.23	90.16	112.88	134.29	投资活动现金流				-197.49	-46.87	-36.52	-26.19	
流动负债合计	439.64	528.18	652.51	736.00	资本支出				-248.97	-48.87	-38.52	-28.19	
长期借款及应付债券	90.27	120.27	140.27	150.27	长期投资				51.00	0.00	0.00	0.00	
其他长期负债	21.94	36.94	48.94	58.94	其他				0.48	2.00	2.00	2.00	
长期负债合计	112.21	157.21	189.21	209.21	筹资活动现金流				37.24	41.37	25.45	11.12	
负债合计	551.85	685.39	841.72	945.22	债务融资				99.38	53.00	39.00	26.00	
股本	100.80	100.80	100.80	100.80	权益融资				0.00	0.00	0.00	0.00	
股东权益	988.52	1107.05	1275.76	1485.88	其它				-62.13	-11.63	-13.55	-14.88	
负债和股东权益总计	1540.37	1792.44	2117.48	2431.10	现金净增加额				-9.58	22.78	256.53	155.86	

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【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。