

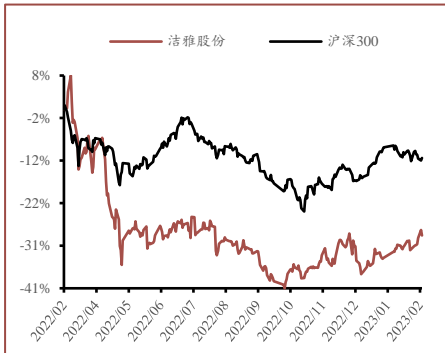
专业湿巾制造商，加码化妆品业务值得期待

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(首次)

基本数据	2023-02-28
收盘价(元)	38.25
流通股本(亿股)	0.35
每股净资产(元)	21.72
总股本(亿股)	0.81

最近 12 月市场表现



分析师 余剑秋
 SAC 证书编号: S0160522050003
 yujq01@ctsec.com

分析师 李跃博
 SAC 证书编号: S0160521120003
 liyb@ctsec.com

分析师 刘洋
 SAC 证书编号: S0160521120001
 liuyang01@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ 湿巾行业引领者，布局湿巾、面膜等日化用品研发生产与销售。**公司深耕湿巾类产品二十余年，逐步成长为国内领先的湿巾制造商，在 2017-2019 年擦拭巾/湿巾生产商和品牌中销售额排名全国前五。公司产品结构不断优化，期间费用率下降。近期公司与创健医疗合作进入胶原蛋白领域，加码化妆品业务。
- ❖ 湿巾行业景气度提升，胶原蛋白行业空间大增速快。**1) 湿巾行业：据共研网，2016-2021 年我国湿巾行业复合增速为 15.8%，并且 2020 年，我国人均湿巾消费额仅 6.28 元，西欧、美国分别为 133.61、106.05 元。在消费和出行逐步恢复的背景下，餐饮企业扩张及旅游人次攀升，有望刺激湿巾等一次性卫生用品需求。2) 重组胶原蛋白行业：据弗若斯特沙利文，2017-2021 年胶原蛋白行业市场规模复合增速为 63.8%，同时下游医美行业快速发展，拉动医用敷料市场及肌肤焕活应用规模迅速扩大，有望助力胶原蛋白行业增长。
- ❖ 深耕大客户，研发加码产能持续扩张。**1) 产品：湿巾类产品贡献九成营收，产品多元，定制化满足不同客户需求。2) 客户：公司主要客户以利洁时集团、欧莱雅、Woolworths、宝洁等国内外知名企业为主，合作时间长，高客户粘性保证充裕订单。3) 研发：公司加码研发，手握多个专利。2022 年 H1 仅湿巾领域即新增 2 项发明专利，5 项实用新型专利。4) 产能：公司产能利用率较高，预计 2024 年 12 月募投项目投产，产能扩张提升订单交付能力。
- ❖ 涉足胶原蛋白业务，开拓第二成长曲线。**2022 年 12 月 19 日公告，洁雅股份拟与江苏创健医疗科技股份有限公司共同投资设立合资公司，拟开展胶原蛋白医用敷料业务。合作方创健医疗在重组胶原蛋白领域具有影响力。公司完成重组 I、II、III、XVII 型胶原蛋白规模化、标准化生产，填补了全球重组胶原蛋白材料领域 30 余年来的“吨级”产能空白。公司借力创健医疗，共拓胶原蛋白业务。
- ❖ 投资建议：**由于客户对消毒湿巾的采购大大降低，对 2022 年业绩产生影响，但随着湿巾其他品类稳步发展，化妆品业务不断开拓，预计未来业务将触底回升。我们预计公司 2022-2024 年收入 6.70 亿、7.93 亿和 9.24 亿元，同比增长-32%、18%和 16%；对应 2022-2024 年归母净利润分别为 1.39 亿元、1.60 亿元、1.83 亿元，同比增长-37%、15%、14%。EPS 分别为 1.71 元、1.97 元、2.25 元，参考 2 月 28 日收盘价，对应 PE 分别为 22、19、17 倍，首次覆盖，给予增持评级。
- ❖ 风险提示：**客户集中度高的风险、行业竞争加剧的风险、新产品研发不及预期的风险、进出口政策变化的风险

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	743	984	670	793	924
收入增长率 (%)	167.82	32.49	-31.97	18.43	16.49
归母净利润(百万元)	180	220	139	160	183
净利润增长率 (%)	163.69	22.50	-36.96	15.44	14.12
EPS (元/股)	2.95	3.52	1.71	1.97	2.25
PE	0.00	17.09	22.39	19.40	17.00
ROE (%)	40.68	12.99	7.83	8.29	8.64
PB	0.00	2.89	1.75	1.61	1.47

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

内容目录

1	二十年磨一剑，国内湿巾产业引领者.....	6
1.1	公司多年深耕湿巾领域，产品矩阵完善.....	6
1.2	管理层深耕行业多年，公司股权结构稳定.....	7
1.3	业绩具成长性，期间费用率持续下滑.....	8
2	湿巾行业：集中度低，成长空间可观.....	9
2.1	基本概况：市场规模持续增长，行业集中度较低.....	9
2.2	成长性：疫情防控常态化背景下，湿巾行业成长空间可观.....	11
3	胶原蛋白行业：空间大增速快，下游行业高景气.....	12
3.1	基本概况：重组胶原蛋白空间大增长快，主要应用于医用敷料和功效性护肤.....	12
3.2	成长性：下游高景气，拉动重组胶原蛋白行业增长.....	15
4	深耕大客户，研发加码同时产能持续扩张.....	17
4.1	产品：专业湿巾制造商，品类多元满足客户需求.....	17
4.2	客户：优质湿巾供应商，客户资源丰富且粘性高.....	20
4.3	研发：资深湿巾研发商，研发能力位于行业前列.....	23
4.4	产能：杰出湿巾生产商，产能扩张有望带动业绩增长.....	23
5	未来看点：涉足胶原蛋白业务，开拓第二成长曲线.....	25
5.1	基于自身客户优势，加码布局化妆品领域.....	25
5.2	借力创健医疗研发优势，共拓胶原蛋白相关业务.....	26
6	盈利预测与估值.....	28
7	风险提示.....	29

图表目录

图 1.	公司深耕湿巾类产品二十余年.....	6
图 2.	主营业务组成及占比（截止 2021 年报）.....	6
图 3.	公司股权结构稳定（截止 2022Q3）.....	7
图 4.	公司营业收入震荡上升.....	8
图 5.	公司归母净利波动上扬.....	8
图 6.	2022 年前三季度毛利率、净利率小幅回升.....	9
图 7.	期间费用率逐年降低.....	9

图 8. 湿巾产业链.....	10
图 9. 我国湿巾市场规模 2016-2021CAGR 为 15.8%.....	10
图 10. 2020 年我国湿巾产品以婴儿湿巾与通用湿巾为主.....	10
图 11. 2020 年我国湿巾市场品牌集中度较低.....	10
图 12. 2020 年我国人均湿巾消费额较西欧、美国差距大.....	11
图 13. 主打湿巾产品的企业发展壮大.....	11
图 14. 连锁餐饮企业营收整体保持增长趋势.....	12
图 15. 疫情期间旅游人次锐减.....	12
图 16. 胶原蛋白的提取与精制.....	13
图 17. 胶原蛋白产品的产业链.....	14
图 18. 胶原蛋白的主要应用.....	14
图 19. 我国重组胶原蛋白市场空间大，增长快.....	14
图 20. 重组胶原蛋白主要应用于功效性护肤和医用敷料.....	14
图 21. 医用敷料行业 2021 年市场规模达到 259 亿元.....	15
图 22. 基于重组胶原蛋白的医用敷料市场规模 2023 年有望突破百亿.....	15
图 23. 2021 年我国医用敷料市场集中度较低.....	15
图 24. 行业主要竞争者有敷尔佳、巨子生物、创尔生物等.....	15
图 25. 2025 年功效性护肤品市场有望突破千亿.....	16
图 26. 基于重组胶原蛋白的功效性护肤品市场规模保持高增速.....	16
图 27. 2021 年我国功效性护肤品市场竞争格局较为集中.....	16
图 28. 头部厂商主要有薇诺娜、华熙生物、修丽可等.....	16
图 29. 2026 年肌肤焕活应用的市场规模有望突破千亿.....	17
图 30. 预计基于重组胶原蛋白的肌肤焕活应用的市场规模快速增长.....	17
图 31. 2021 年肌肤焕活应用市场中胶原蛋白占 8.7%.....	17
图 32. 预计 2025 年肌肤焕活应用市场中胶原蛋白占 10.5%.....	17
图 33. 主营业务分业务营收（亿元）.....	18
图 34. 产品销售板块营收拆分（亿元）.....	18
图 35. 湿巾类产品工艺流程.....	19
图 36. 2021 年湿巾类产品收入同比+32%至 8.99 亿元.....	19
图 37. 面膜类产品工艺流程.....	20
图 38. 2021 年面膜类产品收入同比+23.13%至 0.72 亿元.....	20
图 39. 境外营收占比有所提高.....	20
图 40. 境内外业务毛利率对比.....	20

图 41. 前五大客户营收及占比.....	21
图 42. 前五大客户营收明细.....	21
图 43. 可比公司前五大客户占比.....	22
图 44. 研发费用及研发费用率.....	23
图 45. 研发人员及人均薪酬.....	23
图 46. 可比公司研发费用率对比.....	23
图 47. 2022 年 H1 公司新增 2 项湿巾相关发明专利.....	23
图 48. 公司产能利用率超过 100%.....	24
图 49. 2024 年 12 月公司湿巾年产能预计超 190 亿片.....	24
图 50. 2024 年公司面膜产能预计超 9900 万片.....	24
图 51. 创健医疗发展历程.....	26
图 52. 创健医疗专家团队实力雄厚.....	27
表 1. 创始人具有多年行业经验.....	7
表 2. 公司实施股权激励计划绑定核心员工.....	8
表 3. 湿巾按照作用和技术指标的主要分类.....	9
表 4. 胶原蛋白的分类.....	12
表 5. 胶原蛋白行业的政策支持力度与规范力度加强.....	13
表 6. 妆、特、消、械字号的差异.....	14
表 7. 公司产品布局.....	18
表 8. 经营模式对比.....	21
表 9. 公司主要客户介绍.....	22
表 10. 公司募投项目进展情况.....	25
表 11. 可比公司湿巾业务对比.....	25
表 12. 医用敷料分为三类，监管程度不同.....	26
表 13. 创健医疗获批重组胶原蛋白二类械部分列示.....	27
表 14. 洁雅股份营业收入拆分表.....	28
表 15. 可比公司估值对比（截至 2023/2/28）.....	29

1 二十年磨一剑，国内湿巾产业引领者

1.1 公司多年深耕湿巾领域，产品矩阵完善

洁雅股份专注于湿巾类产品研发、生产与销售，深耕湿巾类产品二十余年，逐步成长为国内领先的湿巾制造商，在 2017-2019 年擦拭巾/湿巾生产商和品牌中销售额排名全国前五，湿巾出口量位居全国前列。近期公司与江苏创健医疗科技共同投资设立合资公司，布局化妆品业务。

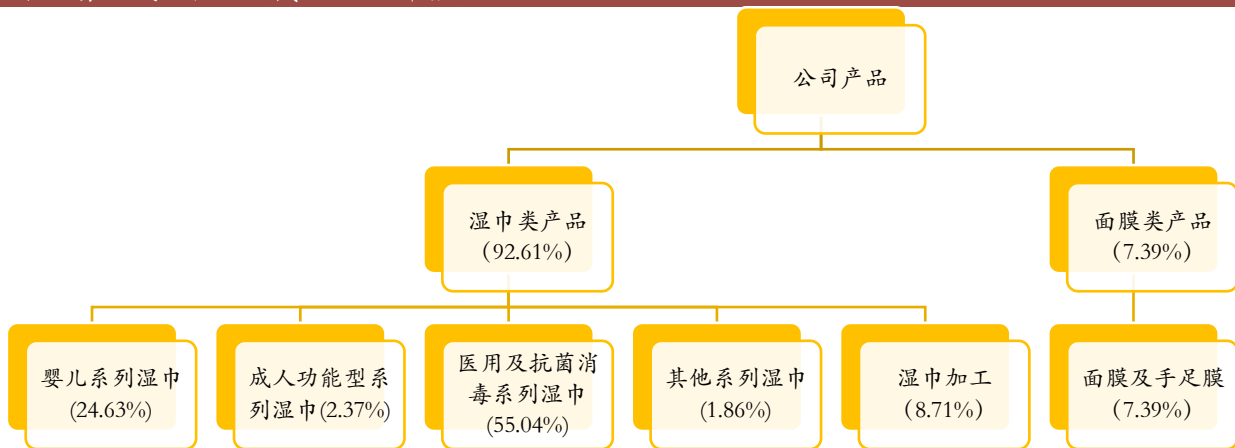
图1.公司深耕湿巾类产品二十余年



数据来源：公司官网，财通证券研究所

公司主营业务分为产品销售及加工两大类业务。产品涵盖湿巾及面膜两大品类。经营模式以 ODM/OEM 为主并生产销售少量自有品牌产品。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，产品组成丰富，产品矩阵完善，并为利洁时集团、Woolworths、强生公司、欧莱雅集团、宝洁公司、3M、贝亲等世界知名企业生产湿巾类产品。

图2.主营业务组成及占比（截止 2021 年报）

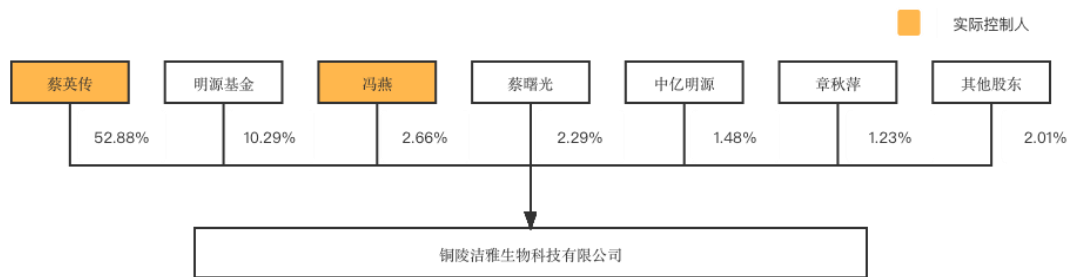


数据来源：wind，财通证券研究所

1.2 管理层深耕行业多年，公司股权结构稳定

管理层务实高效，股权结构稳定。公司秉承“诚信、和谐、创新、卓越”的企业经营理念。洁雅股份实际控制人蔡英传、冯燕夫妇，截止2022年三季度，夫妇二人分别持有公司52.88%、2.66%的股份。蔡英传先生具有日用品行业多年从业经验，1999年创立公司，现担任董事长及总经理。蔡英传先生曾荣获安徽省优秀民营企业家、安徽省五一劳动奖章等多项荣誉，系铜陵市铜官区人大代表、铜陵市工商联会理事。2022年公司颁布股权激励计划绑定核心人员，授予对象共计56人，包括胡能华、叶英、杨凡龙等董事和高管人员，2023-2025年业绩考核要求以2022年营收为基数，增长率分别不低于10%、30%和50%。

图3.公司股权结构稳定（截止2022Q3）



数据来源：同花顺 ifind，财通证券研究所

表1.创始人具有多年行业经验

姓名	现任职位	持有股份 (截止2022.06)	出生年月	工作经历
蔡英传	董事长兼总经理	52.88%	1969.8	曾任铜陵博发纸业有限公司销售经理、铜陵市洁雅航空旅游用品厂经理
冯燕	董事	2.66%	1973.11	曾任铜陵市博发纸业有限公司出纳、铜陵市洁雅航空旅游用品厂财务、洁雅有限财务部经理
叶英	董事兼副总经理	0.21%	1976.7	曾任职于铜百集团企管处进出口贸易部
袁先国	董事	0.21%	1969.5	曾任职于铜化集团化工总厂化机厂车间
王婷	董事	-	1982.2	曾任职于浙江正泰电气股份有限公司、曾任创奇科技有限公司人力资源专员、人力资源主管、人力资源经理等
胡能华	副总经理、董事会秘书	-	1968.2	曾任安徽省地矿局321地质队助理工程师、任铜陵有色金泰珠宝有限公司珠宝鉴定师等
杨凡龙	财务总监	-	1988.8	曾任安徽安纳达肽业股份有限公司财务副经理兼子公司财务负责人，安徽宏实自动化装备有限公司财务经理

数据来源：公司公告，财通证券研究所

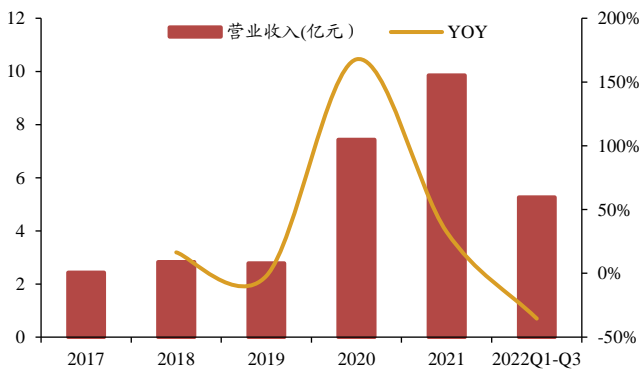
表2.公司实施股权激励计划绑定核心员工

激励计划	授予对象及人数	授予数量	授予价格	公司业绩考核要求
限制性股票激励计划（2022年）	首次授予	管理层与董事会认为需要激励的对象共计56人 首次授予 168.4 万股，占授予前总股本的 2.07%	19.49 元/股	以 2022 年营业收入为基数， 2023 年： 营收增长率不低于 10% ； 2024 年： 营收增长率不低于 30% ； 2025 年： 营收增长率不低于 50% ；
	预留部分授予	暂未公布 预留部分授予 10.0 万股，占授予前总股本的 0.12%		

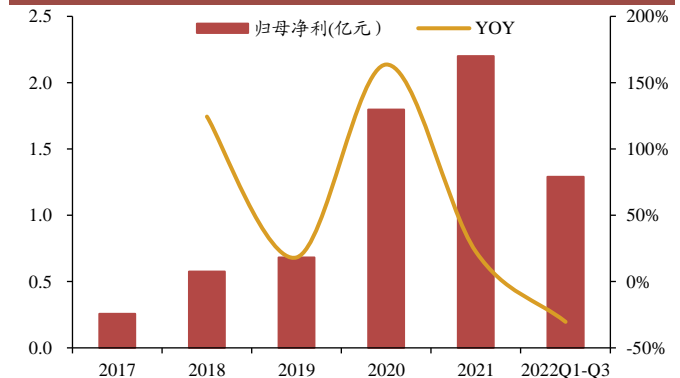
数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.3 业绩具成长性，期间费用率持续下滑

2017-2021 年营收复合增速达 41.9%，2022 年前三季度高位下滑。公司客户集中度较高，经营模式以 ODM/OEM 为主，营业收入主要受到大客户影响，存在一定波动性。2020 年全国新冠疫情爆发，公司营收增长进入快车道，2021 年公司营收突破 9.8 亿元，2017-2021 年 CAGR 为 41.86%。2021 年医用及抗菌系列湿巾销售收入达 5.3 亿元，其中公司向下游客户利洁时集团和高乐氏公司销售该类湿巾中获得 5.0 亿元收入，截止 2022H1，该笔收入下滑至 0.8 亿元，公司业绩承压。

图4.公司营业收入震荡上升


数据来源：同花顺 ifind，财通证券研究所

图5.公司归母净利波动上扬


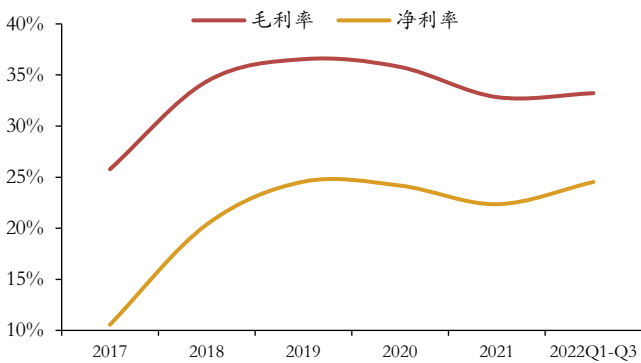
数据来源：同花顺 ifind，财通证券研究所

2022 年前三季度毛利率、净利率回升，盈利能力向好。1) 公司聘请专业顾问进行指导，在供应链及生产管理上进行深化改革，成本控制初见成效，使 2022 年 Q3 毛利率小幅回升。2) 2022 年前三季度营收同比下滑，但政府补助增多，新增投资收益，使得公司净利率有所提升。2018 年毛利率及净利率较 2017 年有较大提升，主要系其主要客户欧莱雅集团进行战略布局调整，增加面膜备货，2018 年面膜加工产品营收快速增加，使来料加工业务占总营收比例由 2017 年 2%提升到 24%。同时因面膜产品终端销售价格较高，欧莱雅集团对价格敏感度较低，公司来料加工业务毛利率高于产品销售业务。高毛利的来料加工业务占比提升带动公司毛利率及净利率增长。2021 年受汇率变动影响，毛利率及净利率较 2020 年有所下滑。2021 年人民币兑美元平均汇率为 6.45，而 2020 年平均汇率为 6.90，公司

外销占比约七成，产品单价调整滞后于汇率变动使得单价下降，公司净利率及毛利率承压。

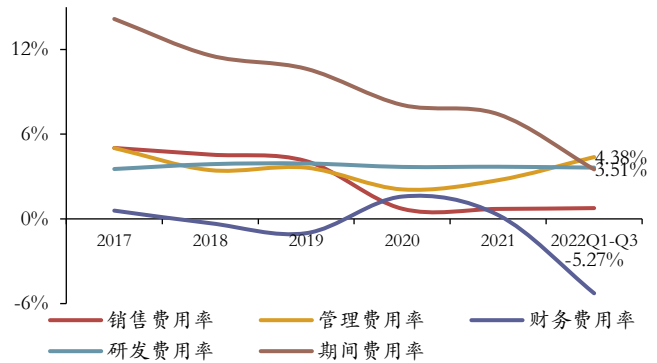
期间费用率逐年下降，成本管控能力强。1) 财务费用率：2022年前三季度利息收入及汇兑损益增加使财务费用率快速下降。2) 销售费用率：近年来不断下降，2022年前三季度营收下滑，同时销售人员薪酬同比下降，销售费用率持平。3) 管理费用率：整体呈下降趋势，2022年前三季度为制定及执行股权激励政策，咨询费及分摊的股份支付费用增加，管理费用率有所提升。4) 研发费用率：近年一直保持稳定，2022年前三季度研发投入减少，研发费用率与上年持平。

图6.2022年前三季度毛利率、净利率小幅回升



数据来源：同花顺 ifind，财通证券研究所

图7.期间费用率逐年降低



数据来源：同花顺 ifind，财通证券研究所

2 湿巾行业：集中度低，成长空间可观

2.1 基本概况：市场规模持续增长，行业集中度较低

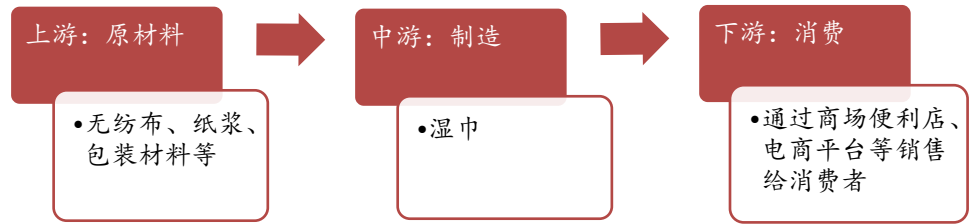
湿巾产品根据作用及技术指标的不同，可分为普通湿巾、卫生湿巾、消毒湿巾；按照适用人群和用途的不同，可以分为通用湿巾、婴儿湿巾、化妆湿巾、湿厕纸等。湿巾产业链上游为原材料生产供应，中游为湿巾产品的制造，下游为消费端。其中，湿巾行业主要上市公司有倍加洁、洁雅股份、诺邦股份、豪悦护理、青松股份等企业。

表3.湿巾按照作用和技术指标的主要分类

分类	作用	技术指标
普通湿巾	清洁	微生物培养细菌菌落总数 $\leq 200\text{CFU/g}$ ，大肠菌落、致病性化脓菌不得检出，真菌菌落总数 $\leq 100\text{CFU/g}$
卫生湿巾	清洁杀菌	微生物培养细菌菌落总数 $\leq 200\text{CFU/g}$ ，大肠菌落、致病性化脓菌及真菌菌落总数不得检出，湿巾对大肠杆菌和金黄色葡萄球菌杀灭率 $\geq 90\%$
消毒湿巾	清洁消毒	微生物培养细菌菌落总数、大肠菌落、致病性化脓菌及真菌菌落总数不得检出，湿巾对自然菌现场试验杀灭率 $> 90\%$ ，大肠杆菌、金黄色葡萄球菌、白色念珠菌等其他微生物杀灭率 $\geq 99.9\%$

数据来源：华经情报网，财通证券研究所

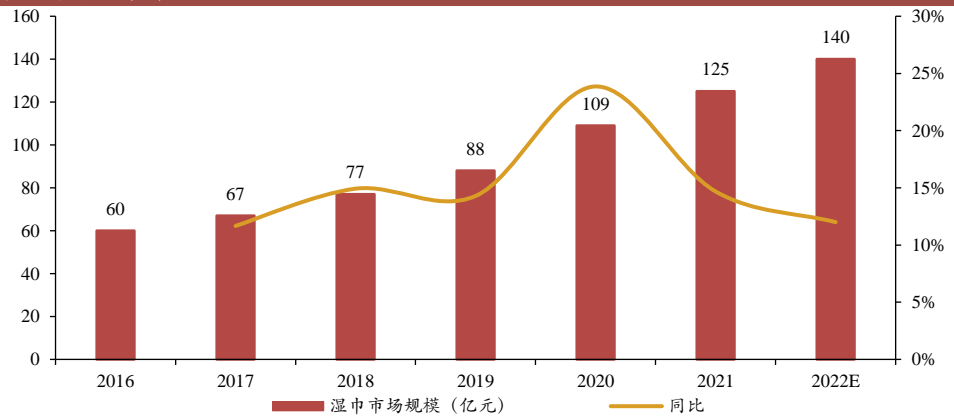
图8.湿巾产业链



数据来源：共研网，财通证券研究所

随着居民卫生意识的增强，我国湿巾市场规模逐年增长，2020年突破100亿元，2021年达到125亿元，2016-2021年复合增速为15.8%。疫情也是湿巾市场空间增长的推动因素之一，相比疫情前，居民会更加注重个人卫生，2020年我国湿巾市场规模增速高达23.9%。

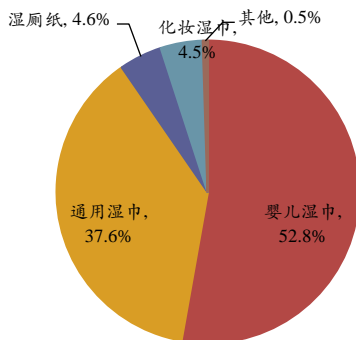
图9.我国湿巾市场规模 2016-2021CAGR 为 15.8%



数据来源：共研网，财通证券研究所

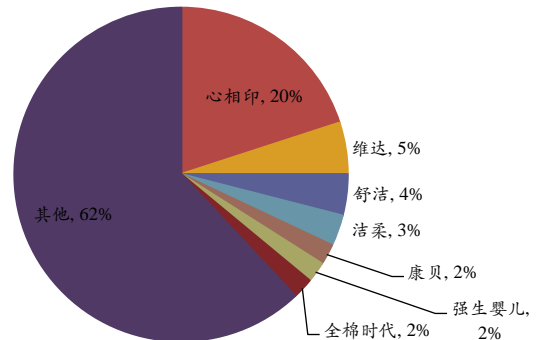
从产品分类看，我国湿巾产品以婴儿湿巾与通用湿巾为主。2020年我国湿巾市场结构中，婴儿湿巾、通用湿巾、湿厕纸、化妆湿巾分别占52.8%、37.6%、4.6%、4.5%。从品牌构成看，我国湿巾市场集中度较低，主要品牌为心相印、维达、舒洁、洁柔。2020年行业前五大品牌市场份额合计为34%，前七大品牌市场份额合计为38%，其中心相印具有绝对的市场领导地位，市占率高达20%。

图10.2020年我国湿巾产品以婴儿湿巾与通用湿巾为主



数据来源：华经情报网，财通证券研究所

图11.2020年我国湿巾市场品牌集中度较低



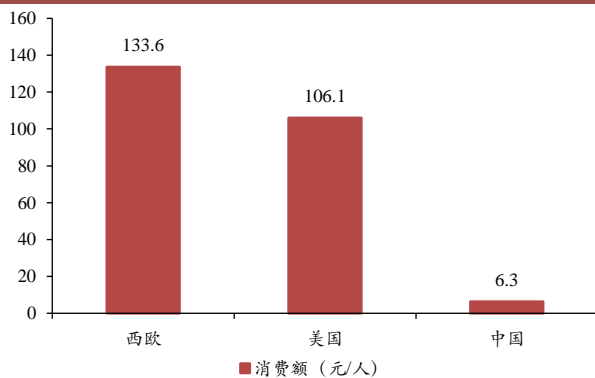
数据来源：华经情报网，财通证券研究所

2.2 成长性：疫情防控常态化背景下，湿巾行业成长空间可观

我国湿巾行业尚处于起步阶段，湿巾消费相对于发达国家仍有较大成长空间。2020年，我国人均湿巾消费额为6.28元，但西欧、美国分别为133.61、106.05元，我国湿巾行业仍有较大增量空间。

疫情防控常态化背景下，湿巾类产品受到关注，主打湿巾产品的企业顺势发展。2021年淘宝天猫纸品/湿巾&婴童湿巾&美妆类目下的TOP10品牌中，主打婴儿湿巾的babycare同比增长318.02%，进入TOP5，与全棉时代共同占据纸品/湿巾中高端市场。此外，主打保湿纸巾/云柔巾的可心柔同比增长36.7%，跻身品牌TOP10。

图12.2020年我国人均湿巾消费额较西欧、美国差距大



数据来源：华经情报网，财通证券研究所

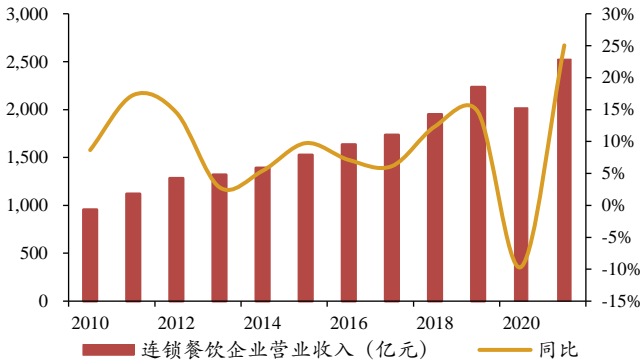
图13.主打湿巾产品的企业发展壮大

品牌名称	总销售额 (亿元)	2021年销售额 同比	市场份额	品牌均价 (元)	明星产品	明星品类
1 vinda/维达	34.47	3.39%	10.50%	37.07	维达超韧抽纸	抽纸
2 洁柔	23.47	16.02%	7.20%	40.01	洁柔抽纸	抽纸
3 心相印	18.07	-1.91%	5.50%	38.19	心柔系列4层卫生卷纸	抽纸
4 breeze/清风	16.49	-13.26%	5.00%	40.96	金装原木3层卫生纸巾	抽纸
5 bc babycare	10.65	318.02%	3.30%	84.22	婴儿加厚湿巾80抽带盖	婴童湿巾
6 purcotton/全棉时代	9.8	-9.44%	3.10%	79.04	一次性纯棉柔巾	棉柔巾
7 植护	8.81	-9.14%	2.70%	21.67	植护卫生抽纸	抽纸
8 tempo/得宝	7.3	33.54%	2.20%	47.79	[超定制]软抽经典无香抽纸	抽纸
9 漫花	4.79	-5.15%	1.50%	16.74	40包抽纸整箱批发	抽纸
10 corou/可心柔	4.77	36.70%	1.50%	52.3	V9婴儿专用云柔巾	保湿纸巾/乳霜纸/云柔巾

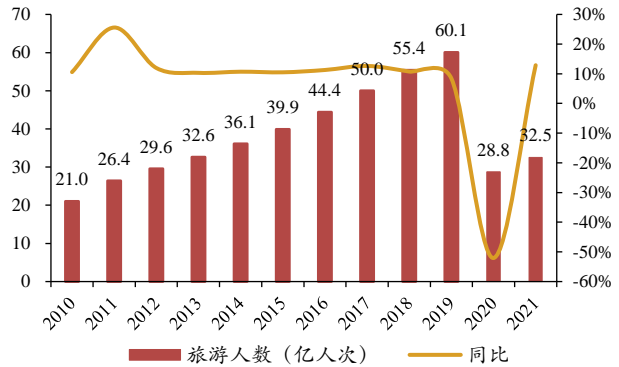
数据来源：魔镜市场情报，财通证券研究所

疫情加速餐饮市场出清，连锁餐饮企业扩张有望提振对湿巾的需求。2020年以来，新冠疫情持续多点爆发，大量中小规模餐厅企业被迫退出，市场份额向大型连锁餐饮企业集中，连锁餐饮企业门店数量增长，营收也进一步提升。由于连锁化餐饮企业重视卫生条件和食品安全，对标准化的卫生消毒产品需求较大，其扩张有望提振对湿巾的需求。随着消费逐渐复苏，连锁餐饮企业有望迎来容量增长，带动对消毒湿巾、卫生湿巾等产品的需求。

随着消费和出行恢复，旅游人次有望增加，人口的流动或推动湿巾行业发展。2010-2019年期间，我国旅游人数保持增长，增速基本保持在10%以上。2020年疫情爆发，我国旅游人数由2019年60.06亿人次锐减至2020年28.79亿人次，同比减少52.06%，2021年旅游人数虽有恢复，但较疫情前仍有大量减少。目前消费逐步复苏，旅游人次有望增加，叠加我国居民卫生意识提升，湿巾行业市场空间有望再度增长。

图14.连锁餐饮企业营收整体保持增长趋势


数据来源: Wind, 财通证券研究所

图15.疫情期间旅游人次锐减


数据来源: Wind, 财通证券研究所

3 胶原蛋白行业：空间大增速快，下游行业高景气

3.1 基本概况：重组胶原蛋白空间大增长快，主要应用于医用敷料和功效性护肤

胶原蛋白是一种生物性高分子物质，是需求量十分庞大的较佳生物医学材料。按照组织分布不同，胶原蛋白也可分为 I、II、III、IV、V 型。按照取得方式的不同，胶原蛋白可分为动物胶原蛋白和重组胶原蛋白两种。动物胶原蛋白提取自动物组织，包含猪胶原、牛胶原、禽类（鸡）胶原和鱼胶原，其中，前两者与人体相容性高，提取方便，最为常见，但具有一定的动物疫病风险。此外，鱼皮、鱼骨等材料中胶原蛋白含量高，鱼胶原的工业化生产现已成为研究重点。重组胶原蛋白通过基因工程技术得到，具有亲水性和低免疫原性，具备规模化生产条件，市场认可度高，巨子生物、锦波生物、创健医疗等企业均已开展相关布局。

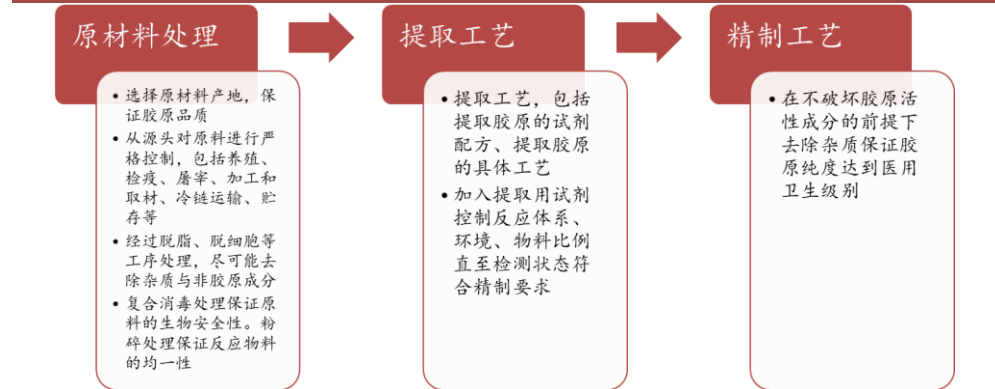
表4.胶原蛋白的分类

分类	细分	特点	
按取得方式分类	动物胶原蛋白	猪胶原：与人体相容性高且提取方便，对热降解具有较高的稳定性，人体服用或使用后的致敏性较低；存在口蹄疫疾病的风险	
	牛胶原	与人体相容性高且提取方便；存在疯牛病的潜在风险	
	禽类（鸡）胶原	存在动物疾病等传染风险	
	鱼胶原	更具安全性，鱼皮、鱼骨等材料中胶原蛋白的含量高；特性与陆生动物存在显著差异，存在疾病传染风险	
重组胶原蛋白	/	具有亲水性和低免疫原性，生产效率高。相比较传统的动物源提取方式，重组胶原蛋白在排异性和规模化生产等方面更具明显优势。	
按照胶原蛋白组织分布分类	I 型	/	分布于皮、腱、筋、骨等，较粗大，用于支撑皮肤硬度，使皮肤坚固
	II 型	/	分布于软骨组织，与皮肤损伤修复过程和修复质量密切相关
	III 型	/	分布于胚胎真皮、心血管等，较细小，用于支撑皮肤柔嫩度，使皮肤细腻和富有弹性
	IV 型	/	分布于基底膜，非常细小，且呈线性分部在组织内部，连接表皮和真皮
	V 型	/	分布在角膜、胚胎绒毛膜、胎盘，在细胞周围以及 I 型胶原的周围，可能在基膜和结缔组织之间起桥梁作用

数据来源: 头豹研究院, 观研天下, 财通证券研究所

胶原蛋白的生产可分为原材料处理、提取工艺与精制工艺三个步骤。首先是选择原材料产地和来源以保障最终胶原蛋白的品质，经过多道工序后开始提取，最终在不破坏胶原活性成分的前提下去除杂质，使其满足相关应用条件。

图16.胶原蛋白的提取与精制



数据来源：创尔生物公开转让说明书，财通证券研究所

伴随着胶原蛋白行业的发展，政策的支持力度和规范力度均有加强。2021年3月，国家药监局发布重组胶原蛋白生物材料命名指导原则，加强了行业规范。2022年1月，药监局又发布了《重组胶原蛋白》行业标准，规定了质量要求、检测指标等。此外，工信部等九部门发布“十四五”医药工业发展规划，鼓励胶原蛋白行业的发展。

表5.胶原蛋白行业的政策支持力度与规范力度加强

时间	部门	文件	内容
2021年3月	国家药监局	《关于发布重组胶原蛋白生物材料命名指导原则的通告(2021年第21号)》	进一步规范重组胶原蛋白生物材料命名，推动新型生物材料高质量发展。
2021年12月	工信部等九部门	《“十四五”医药工业发展规划》	提到重点发展重组胶原蛋白类生物医用材料。
2022年1月	国家药监局	YY/T1849-2022《重组胶原蛋白》行业标准	该标准规定了重组胶原蛋白的质量控制要求、检测指标及其检测方法等,适用于作为医疗器械原材料的重组胶原蛋白的质量控制，将于2022年8月1日正式实施。
2022年4月	国家药监局综合司	关于《重组人源化胶原蛋白》医疗器械行业标准立项的通知	鼓励重组人源化胶原蛋白新型生物材料研发创新，推动医疗器械产业高质量发展。

数据来源：观研天下，财通证券研究所

产业链方面，胶原蛋白产业链上游主要由甘油、戊二醇、酵母粉、细菌等原材料的生产商供应，畜牧业、渔业、海洋产业均是胶原蛋白行业的上游产业；中游为生产企业或品牌所有者；下游为消费端，医药产业、美容产业、食品行业等均是下游产业。

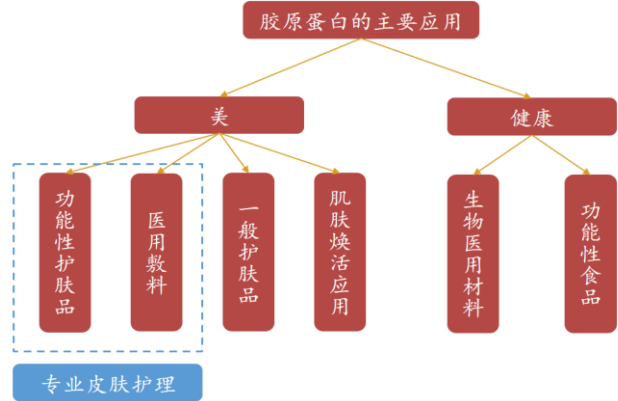
应用领域方面，胶原蛋白主要应用于“美”与“健康”两大领域，即运用于护肤、医用材料及食品。胶原蛋白产品的国家审批字号主要是妆字号和械字号，分别对应非特殊用途化妆品和医疗器械，前者由药监部门备案，后者根据类别的不同实施备案或注册制。

图17.胶原蛋白产品的产业链



数据来源：头豹研究院，财通证券研究所

图18.胶原蛋白的主要应用



数据来源：头豹研究院，财通证券研究所

表6.妆、特、消、械字号的差异

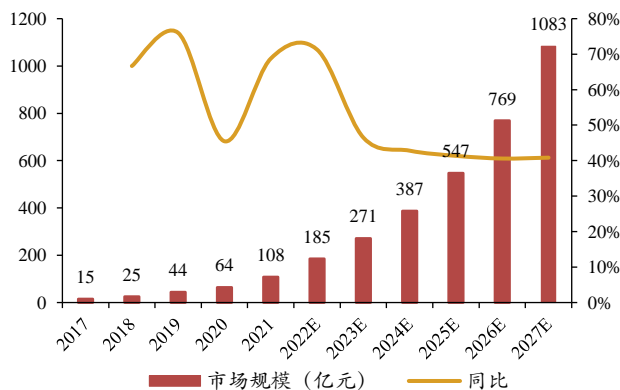
	妆字号	特字号	消字号	械字号
品类	非特殊用途化妆品	特殊用途化妆品	消毒用品	医疗器械
审批部门及方式	药监部门备案	国家药监局注册	卫生部门批准	药监部门，I类备案，II类III类需注册
使用人群	健康人群	健康人群、特殊人群	健康人群、特殊人群	健康人群、特殊人群
作用功能	清洁、保护、美化、修饰	育发、染发、烫发、脱毛、美乳、健美、除臭、祛斑防晒	消毒杀菌、不具备调节人体生理功能的作用	预防、诊断、治疗、监护、缓解等

数据来源：中国政府网，贵州省药监局，财通证券研究所

我国重组胶原蛋白市场规模巨大，增长迅速。2021年市场规模达到108亿元，同比增长68.75%，2017-2021年复合增速为63.81%。据弗若斯特沙利文预测，未来几年我国重组胶原蛋白市场规模增速保持在40%以上，2027年市场规模可达到1083亿元。

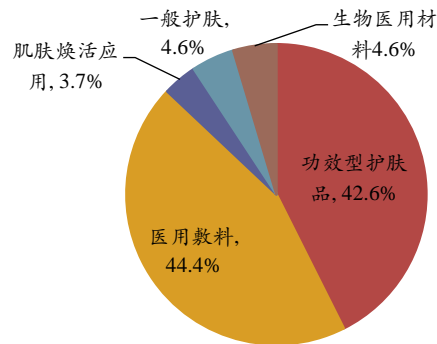
国内重组胶原蛋白主要应用于医用敷料和功效性护肤。2021年，医用敷料、功效性护肤、一般护肤品、生物医用材料以及肌肤焕活所使用的重组胶原蛋白分别占44.44%、42.59%、4.63%、4.63%和3.7%。

图19.我国重组胶原蛋白市场空间大，增长快



数据来源：弗若斯特沙利文，巨子生物招股说明书，财通证券研究所

图20.重组胶原蛋白主要应用于功效性护肤和医用敷料



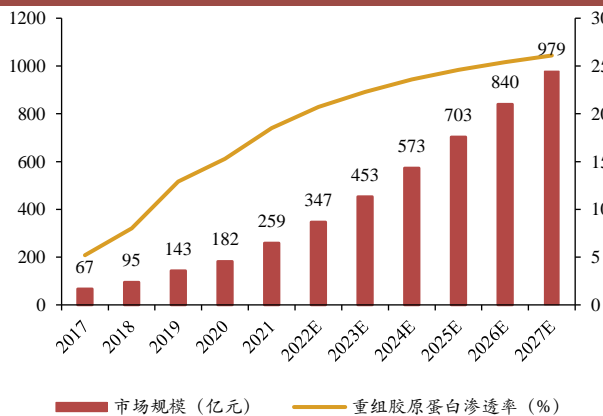
数据来源：弗若斯特沙利文，巨子生物招股说明书，财通证券研究所

3.2 成长性：下游高景气，拉动重组胶原蛋白行业增长

随着医美行业的快速发展，医用敷料市场规模迅速扩大。我国医用敷料行业 2021 年市场规模达到 259 亿元，重组胶原蛋白渗透率为 18.5%，基于重组胶原蛋白的医用敷料市场规模达到 47.92 亿元，均呈现出不断增长的趋势。弗若斯特沙利文预测，2027 年，我国医用敷料市场规模有望达到 979 亿元，基于重组胶原蛋白的医用敷料市场规模有望达到 255.52 亿元。

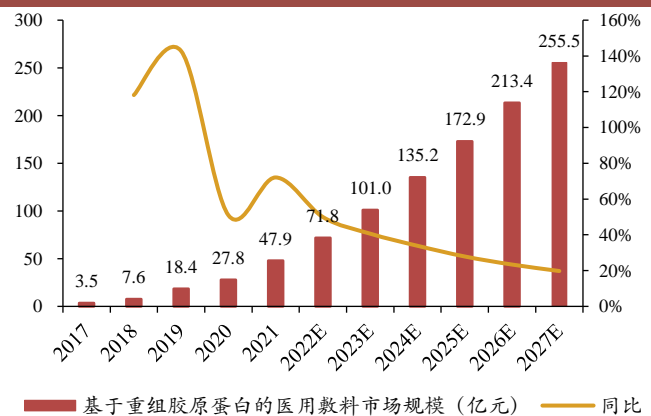
我国医用敷料行业市场集中度较低，龙头企业市占率有较大提升空间。2021 年，我国医用敷料行业 CR5 为 26.5%，竞争格局较为分散。医用敷料核心成分主要是透明质酸和胶原蛋白，赛道内主打胶原蛋白成分的公司有敷尔佳、巨子生物、创尔生物，典型产品的主要功效为修复、减少瘢痕和色素沉着，同质化程度比较高。

图21. 医用敷料行业 2021 年市场规模达到 259 亿元



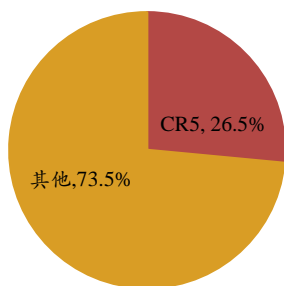
数据来源：弗若斯特沙利文，巨子生物招股说明书，财通证券研究所

图22. 基于重组胶原蛋白的医用敷料市场规模 2023 年有望突破百亿



数据来源：弗若斯特沙利文，巨子生物招股说明书，财通证券研究所

图23. 2021 年我国医用敷料市场集中度较低



数据来源：弗若斯特沙利文，巨子生物招股说明书，财通证券研究所

图24. 行业主要竞争者有敷尔佳、巨子生物、创尔生物等

	主打成分	典型产品	优劣
敷尔佳	透明质酸钠	医用透明质酸钠修复贴(械字号 I 类)	功效认可度高(成分与人体构成一致安全性高)，技术成熟、成本低应用广泛、原料保存期限长
	胶原蛋白	胶原蛋白修复贴(普通妆字号)	/
巨子生物	基因工程类胶原蛋白	类人胶原蛋白敷料(械字号 II 类)、类人胶原蛋白修复敷料乳液(械字号 II 类)	对比透明质酸，应用、技术成熟度、临床功效/生物活性有一定限制/疑虑
	提取类天然胶原蛋白	胶原贴敷料(械字号 II 类及 III 类)	对比基因工程类，成本较高、产能限制有动物源疾病感染风险，生物活性更强但一旦重组胶原蛋白技术成熟或被替代
蓝科恒业	壳聚糖	医用愈肤生物膜水剂活性敷料(械字号 II 类)	成分的安全性有一定欠缺
芙清	抗菌十三肽	医用创愈功能性敷料(械字号 II 类)、医用液体敷料(械字号 I 类)	祛疤为主，功效应用有一定限制
源美	富勒烯	医用冷敷贴(械字号 I 类)	抗氧化为主，功效应用有一定限制

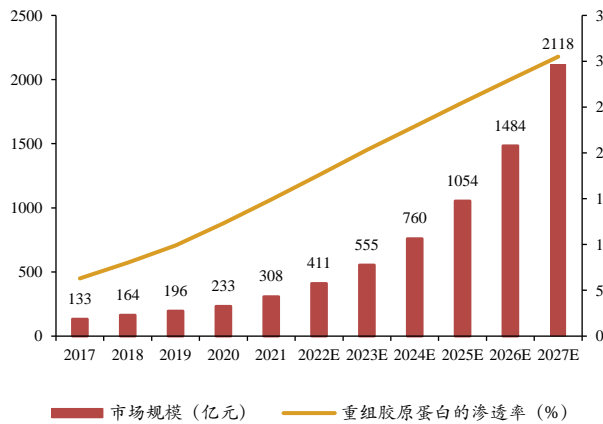
数据来源：艾瑞咨询，财通证券研究所

功效性护肤品面临千亿市场规模，带动重组胶原蛋白的需求增量。2017-2021 年期间，我国功效性护肤品市场规模 CAGR 为 23.36%，基于重组胶原蛋白的功效性护

护肤品市场规模 CAGR 为 52.98%。2021 年，重组胶原蛋白在我国功效性护肤品市场中的渗透率达到 14.94%。根据弗若斯特沙利文预测，2025 年我国功效性护肤品市场规模有望突破千亿，推动重组胶原蛋白的需求增长。

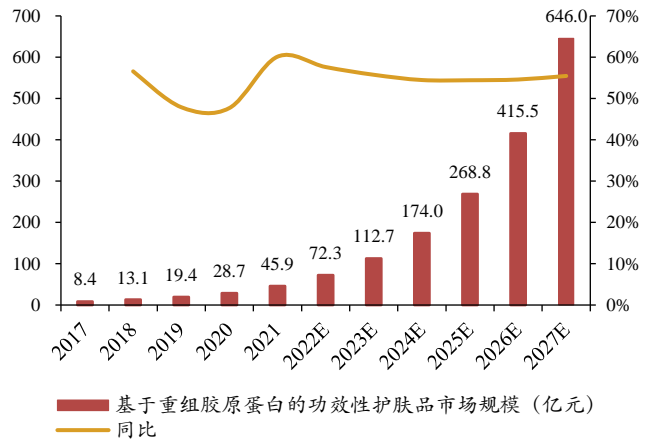
功效性护肤品市场竞争格局较为集中，头部厂商优势较大。2021 年中国市场前五大竞争者市占率合计 67.5%，集中度较高。因政策层面对原材料备份机制已出规定，特殊化妆品申报周期较长，预计新进入者较少，头部厂商薇诺娜、华熙生物、修丽可等存在品牌、研发壁垒以及渠道优势，行业集中度有望提升。

图25.2025 年功效性护肤品市场有望突破千亿



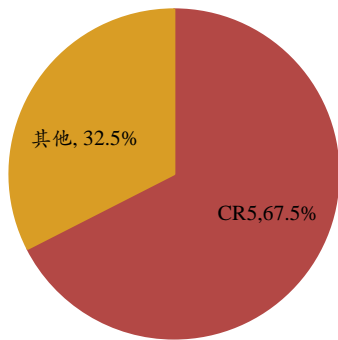
数据来源：弗若斯特沙利文，巨子生物招股说明书，财通证券研究所

图26.基于重组胶原蛋白的功效性护肤品市场规模保持高速增长



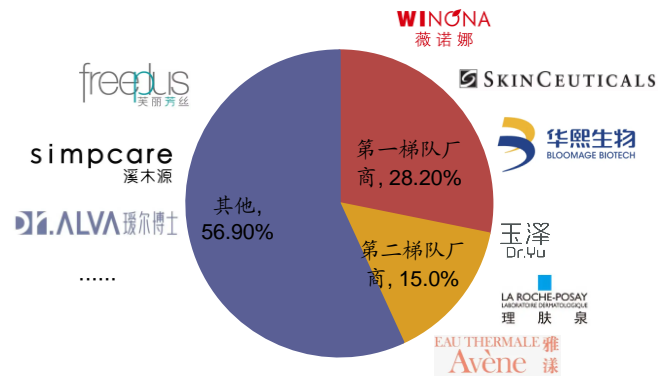
数据来源：弗若斯特沙利文，巨子生物招股说明书，财通证券研究所

图27.2021 年我国功效性护肤品市场竞争格局较为集中



数据来源：弗若斯特沙利文，巨子生物招股说明书，财通证券研究所

图28.头部厂商主要有薇诺娜、华熙生物、修丽可等

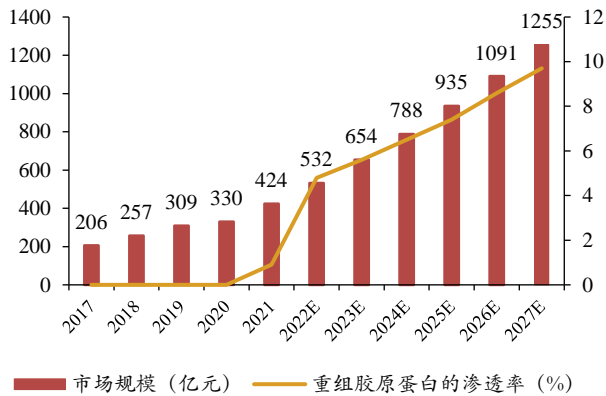


数据来源：艾瑞咨询，财通证券研究所

肌肤焕活应用市场空间大，增长快，对应的重组胶原蛋白增量需求大。肌肤焕活应用是一种非手术项目，主要使用透明质酸、肉毒毒素和胶原蛋白这三大生物活性成分。2021 年我国肌肤焕活应用市场规模为 424 亿元，2017-2021 年 CAGR 为 19.78%。肌肤焕活应用市场构成方面，因动物胶原蛋白成本高且具有一定的疫病

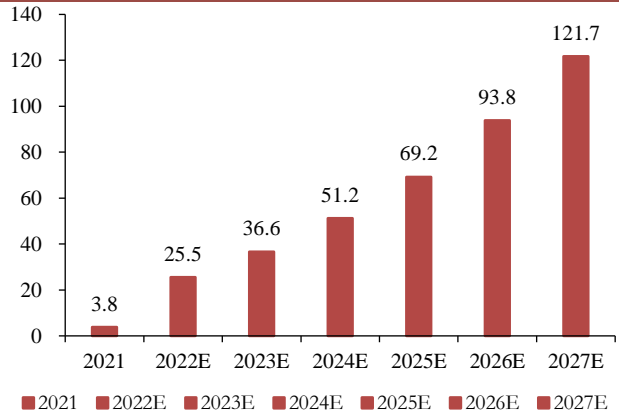
隐患，胶原蛋白所占市场份额较小，2021年占比为8.7%，基于重组胶原蛋白的肌肤焕活应用市场规模仅为3.82亿元。然而，由于重组胶原蛋白具有多种适用于肌肤焕活的特性，且价格呈现下降趋势，弗若斯特沙利文预测，2025年胶原蛋白在肌肤焕活应用领域的市占率将达到10.5%，基于重组胶原蛋白的肌肤焕活应用市场规模有望达到69.2亿元。

图29.2026年肌肤焕活应用的市场规模有望突破千亿



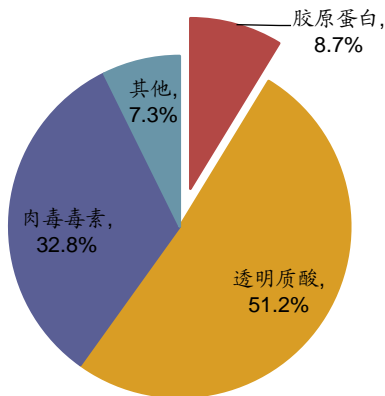
数据来源：弗若斯特沙利文，巨子生物招股说明书，财通证券研究所

图30.预计基于重组胶原蛋白的肌肤焕活应用的市场规模快速增长



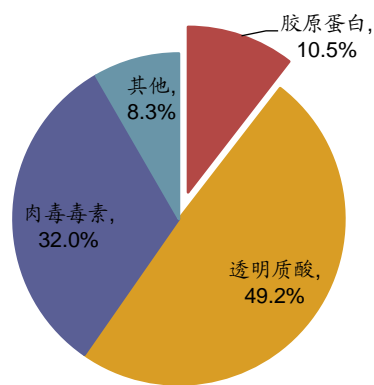
数据来源：弗若斯特沙利文，巨子生物招股说明书，财通证券研究所

图31.2021年肌肤焕活应用市场中胶原蛋白占8.7%



数据来源：弗若斯特沙利文，巨子生物招股说明书，财通证券研究所

图32.预计2025年肌肤焕活应用市场中胶原蛋白占10.5%



数据来源：弗若斯特沙利文，巨子生物招股说明书，财通证券研究所

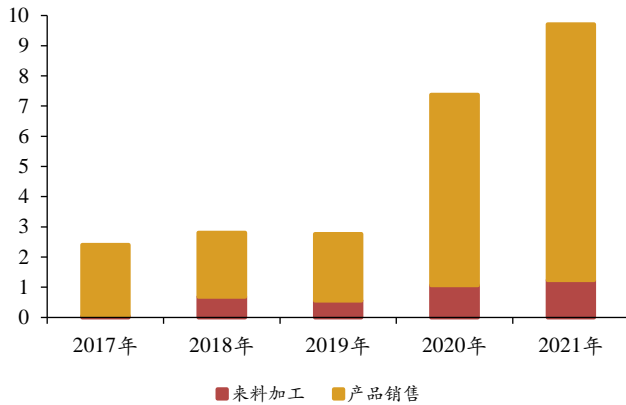
4 深耕大客户，研发加码同时产能持续扩张

4.1 产品：专业湿巾制造商，品类多元满足客户需求

洁雅股份业务线可分为产品销售及来料加工两大类，销售产品中包含六大系列湿巾类产品及面膜、手足膜产品。2021年产品销售业务贡献营收8.47亿元，其中1) 医用及抗菌类系列湿巾产品销售贡献营收5.34亿元，同比增长65.3%，营收占比

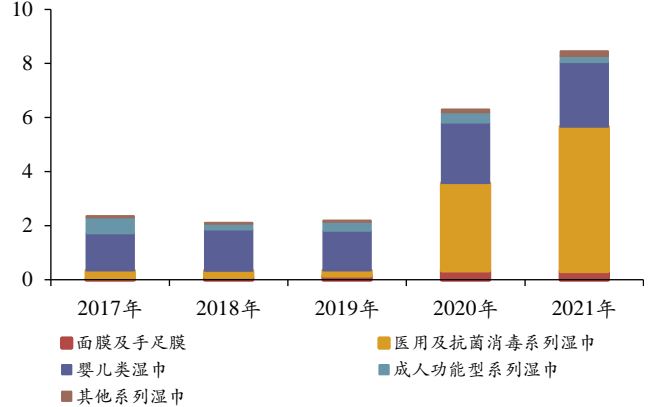
54.3%；2) 婴儿类湿巾产品销售贡献营收 2.39 亿元，同比增长 6.7%，营收占比 24.3%；3) 面膜及手足膜、成人功能系列湿巾及宠物清洁系列等湿巾产品销售贡献营收 0.73 亿元，同比减少 12.0%，营收占比 7.4%。2021 年来料加工业务（含湿巾类及面膜类）贡献营收 1.24 亿元，同比增长 15.9%，营收占比 12.6%。除湿巾类及面膜类业务之外，公司另有制版费、废料销售等其他业务收入，2021 年其他业务贡献营收 1421.9 万元，占比 1.4%。

图33.主营业务分业务营收（亿元）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图34.产品销售板块营收拆分（亿元）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

表7.公司产品布局

产品细分		产品简介		产品细分		产品简介		
湿巾类	婴儿系列湿巾	柔软舒适，滋养亲肤，用于清洁和护理婴儿肌肤		湿巾类	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		
	成人功能型系列湿巾	富含维生素E，洋甘菊等提取液，集清洁、护理等功效于一身，主要用于清洁皮肤			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		
	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，主要是用于学校、旅游、聚餐等公共场合			面膜类	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	
	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、地面和家具日常清洁护理						

数据来源：公司公告，财通证券研究所

(1) 湿巾类产品：收入占比超9成，助力公司营收增长

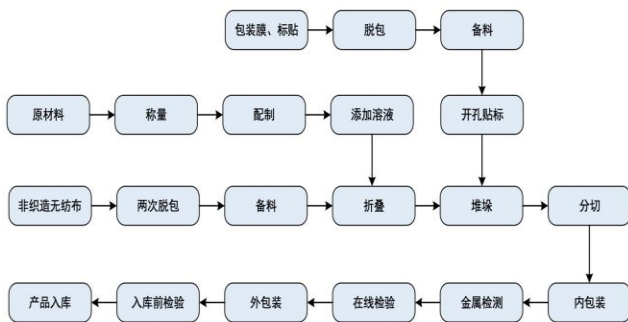
2017-2021 年，湿巾类产品收入复合增速为 40.4%，2020 年毛利率最高达 35.2%。

1) 从收入看，湿巾类产品收入贡献保持在 9 成左右，为公司主要收入来源。湿巾类产品销售中医用及抗菌消毒系列湿巾占比逐步提高，2017-2021 年产品销售中医用及抗菌消毒系列湿巾占公司收入的比例分别为 12.35%、7.77%、6.86%、43.47%

和 54.27%。2020 年新冠肺炎疫情在全球内爆发，消费者对抗菌消毒湿巾的需求大幅上升，带动公司医用及抗菌系列湿巾订单大幅增加，成为公司营收增长的主要推动力。2022 年 H1 因海外疫情好转进入稳定期，公司消毒类湿巾产品营收下滑，在 2021 年超高增速下营收承压。

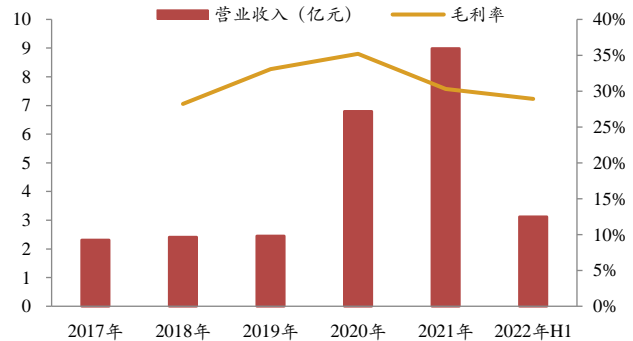
2) 从盈利看，公司湿巾类产品毛利率保持稳定。2020 年毛利率达到近 4 年最高，主要系生产经营规模持续扩大，使得主要产品单位人工、单位制造费用下降。2021 年毛利率略有下降，一方面受汇率影响，2021 年人民币兑美元平均汇率为 6.45，而 2020 年平均汇率为 6.90，公司产品外销占比约七成，公司产品单价调整滞后于汇率变动。

图35.湿巾类产品工艺流程



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图36.2021 年湿巾类产品收入同比+32%至 8.99 亿元



数据来源：公司公告，财通证券研究所

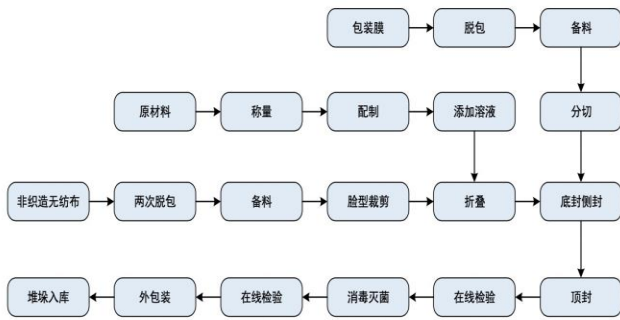
(2) 面膜类产品：营收波动上扬，毛利率回落

2017-2021 年，面膜类产品的复合增速为 68.0%，2022 年 H1 毛利率为 52.07%。

1) 从收入看，贡献收入近 1 成。2017-2022 年 H1 面膜类产品占公司收入的比例分别为 3.7%、13.78%、10.83%、7.84%、7.28%和 8.94%。2019 年公司面膜产品营收下滑系 2018 年主要客户欧莱雅集团经营战略调整，提高面膜备货，2019 年恢复至正常。2020-2021 年“理肤泉”品牌销量上升，同时公司湿巾产品收入因新冠疫情大幅上升，面膜产品收入上升但占比略微下滑。

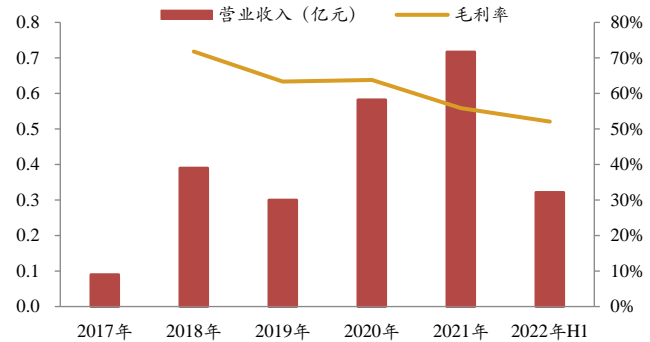
2) 从盈利看，毛利率持续下滑。2018-2022 年 H1 面膜类产品毛利率分别为 71.8%、63.3%、63.8%、55.9%和 52.1%。公司面膜业务以加工业务为主，一方面工资薪酬普涨，致人员成本上升。同时“理肤泉”品牌生产规模扩大，因该品牌产品装箱灭菌工序人工较多，致单位成本上升，毛利率下降。

图37.面膜类产品工艺流程



数据来源：公司公告，财通证券研究所

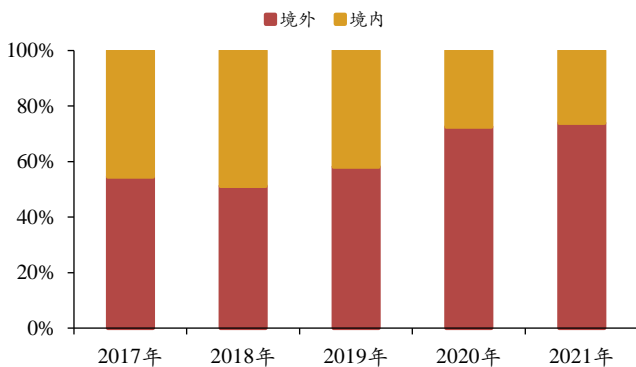
图38.2021年面膜类产品收入同比+23.13%至0.72亿元



数据来源：公司公告，财通证券研究所

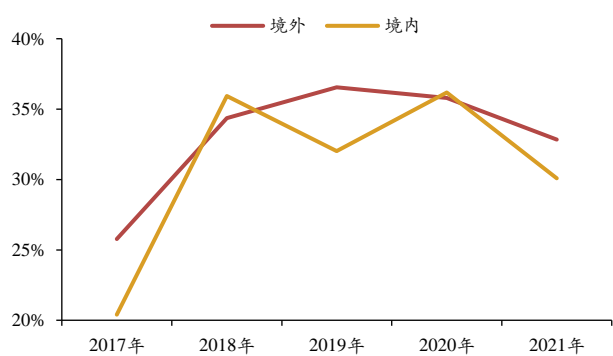
分地区看，公司境外业务扩张较快。境外业务占比持续提升，2017-2021年境外业务占比分别为54.6%、51.2%、58.1%、72.6%和73.9%。2017-2021年外销营收复合增长率近53%。**(1) 外销范围广：**公司外销市场主要包括大洋洲、北美洲、欧洲等地区，这些地区的主要国家均为WTO成员国，具有相对健全及稳定的进出口政策及法规。**(2) 外销利润高：**受出口退税等政策影响，外销产品价格较高，毛利率一般高于内销产品。

图39.境外营收占比有所提高



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图40.境内外业务毛利率对比



数据来源：公司公告，财通证券研究所

4.2 客户：优质湿巾供应商，客户资源丰富且粘性高

洁雅股份采用ODM/OEM经营模式为世界知名企业生产产品，公司与大客户之间销售模式为买断式直销。1) **OEM模式：**客户主要包括利洁时集团、高乐氏公司、强生集团等。OEM模式强调代工，部分OEM客户会对原材料供应商进行指定，同时客户负有提供溶液配方及设计产品的义务，公司进行代加工赚取费用。2) **ODM模式：**客户主要包括Woolworths、贝咖实业、中山爱护及宝洁公司等。ODM模式需要由公司自主筛选优质供应商进行原材料采购，同时根据客户需要自主开发溶液配方和设计产品，相比于OEM模式，ODM模式的自主权更大。

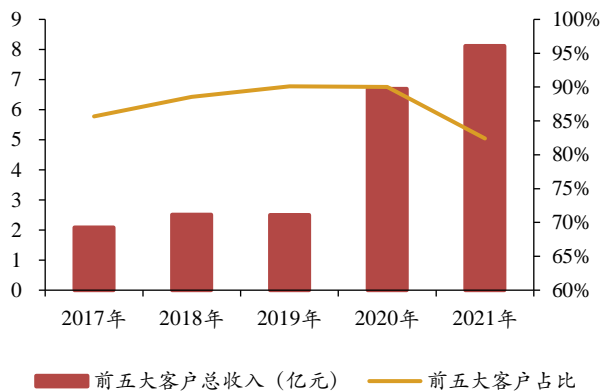
表8.经营模式对比

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，询价并通过商务洽谈采购原材料	部分 OEM 客户为从源头上把控产品质量，对部分原材料供应商进行指定。公司与该等指定供应商独立约定具体采购品种、采购价格、采购数量、质量、交期等，并参照对一般供应商的管理制度对指定供应商进行评估、考核及管理
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。产品研发阶段支出主要通过研发费用归集核算	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

数据来源：公司公告，财通证券研究所

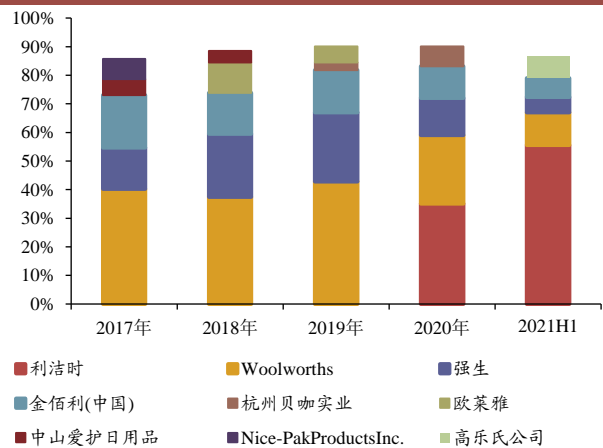
公司大客户占比高，既是机遇也是挑战。相对于可比公司，公司大客户占比偏高，略低于维尼健康同时高于倍加洁及诺邦股份。2017-2021 年公司前五大客户占比分别为 85.7%、88.5%、90.1%、90.2 和 82.4%。大客户占比较高，主要和行业下游集中度较高相关。公司大客户为国内外知名企业，其抗风险能力强，具有稳健经营能力。公司与大客户保持良好合作多年，一经进入大客户供应商名单，一般不会轻易更换供应商。2020 年-2021 年上半年新冠疫情期间，公司主要合作伙伴利洁时集团采购医用及抗菌消毒系列湿巾 2.6 亿元和 3.5 亿元，占同期公司收入 35.1%和 55.6%。

图41.前五大客户营收及占比

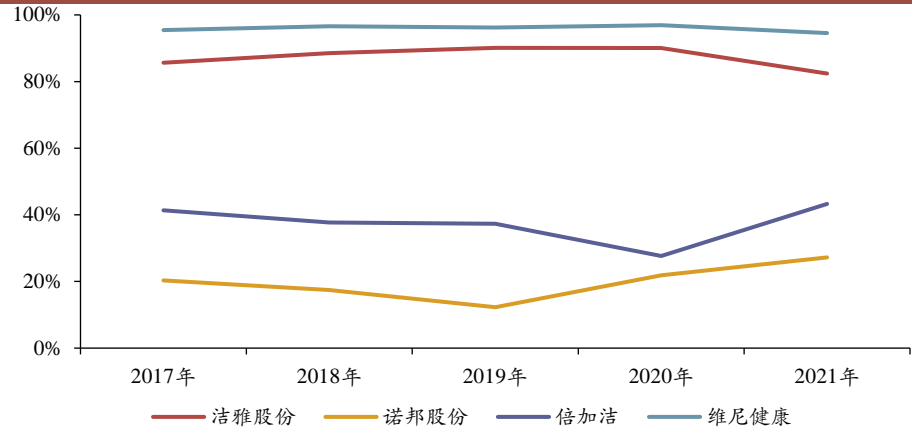


数据来源：公司公告，财通证券研究所

图42.前五大客户营收明细



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图43.可比公司前五大客户占比


数据来源：各公司年报，财通证券研究所

表9.公司主要客户介绍

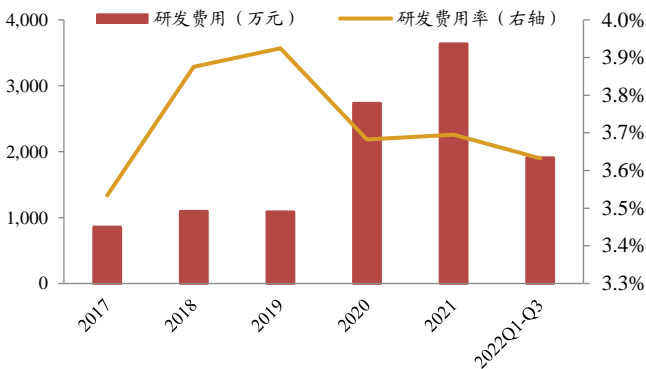
客户	客户基本情况	客户营业收入		对应合作模式
		2020 财年	2021 财年	
利洁时集团	2020 年开始合作 ，是一家生产各种快速消费品而著称的全球性企业，在全球 60 多个国家设有办公室或工厂，旗下知名品牌包括滴露、美赞臣、杜蕾斯、亮碟等，产品远销全球近 200 多个国家。该公司已于伦敦证券交易所上市。	140 亿英镑	132 亿英镑	OEM
Woolworths	2009 年开始合作 ，是一家在澳大利亚和新西兰拥有 3,600+ 家门店的连锁超市集团，是澳大利亚和新西兰最大的网上超市，全球第 15 大连锁超市。公司业务范围包括日用百货、食品超市、酒类超市、装潢建材超市、加油站和旅馆等多种零售业务。	637 亿澳元	557 亿澳元	ODM
高乐氏公司	2021 年开始合作 ，是一家生产包括各类清洁消毒产品在内的美国知名家庭用品制造商，旗下品牌包括高乐氏、派素、小蜜蜂等，产品远销全球近 100 多个国家。	67 亿美元	73 亿美元	OEM
金佰利	2012 年开始合作 ，金佰利集团全资子公司，该集团是全球健康卫生护理领域的领导者，已于纽约证券交易所上市，其三大核心业务分别为个人健康护理用品、家庭生活用纸和商用消费产品。金佰利集团在全球 35 个国家和地区设有生产设施，产品销往超过 175 个国家和地区	191 亿美元	194 亿美元	加工业务模式
强生公司	2016 年开始合作 ，是全球最具综合性、业务分布范围广的医疗健康企业之一，已于纽约证券交易所上市。强生公司业务涉及制药、医疗器材及消费品三大领域。总部位于美国新泽西州新布仑兹维克市，在全球 60 个国家地区拥有 260 多家运营公司，全球员工约 14 万人。	826 亿美元	938 亿美元	强生公司内销产品均为 OEM 模式
贝咖实业	2019 年开始合作 ，主要致力于提供优质的母婴产品和专业的母婴护理指导，旗下母婴用品品牌“BabyCare”曾荣获 2017 年双 11 天猫母婴用品-王者奖、2018 年天猫金婴奖和京东超市 2018 最具口碑奖等多个奖项。	-	-	ODM
欧莱雅集团	2013 年开始合作 ，是世界著名的化妆品生产厂商、已于泛欧交易所上市。欧莱雅集团主要从事各类化妆品的生产，旗下主要化妆品品牌包括兰蔻、乔治阿玛尼、薇姿、理肤泉等。	280 亿欧元	323 亿欧元	主要为加工业务，少量面膜产品为 OEM 模式
中山爱护	2015 年开始合作 ，致力于提供优质的母婴产品和专业的母婴护理指导，旗下拥有“爱护”和“幼妙”两大品牌。2018 年 8 月，上市公司康芝药业收购中山爱护日用品有限公司 100% 股权	-	-	ODM
宝洁公司	2020 年开始合作 ，是全球最大的日用消费品公司之一，已于纽约证券交易所上市。宝洁公司业务覆盖个人健康护理用品、家居及织物护理用品、化妆品、剃须用品、婴儿护理用品等各类日用消费品领域，旗下主要品牌包括帮宝适、护舒宝、舒肤佳、佳洁士、飘柔、吉列等，其产品销往超过 180 多个国家和地区。	709 亿美元	761 亿美元	ODM

数据来源：公司招股说明书，各公司年报，财通证券研究所

4.3 研发：资深湿巾研发商，研发能力位于行业前列

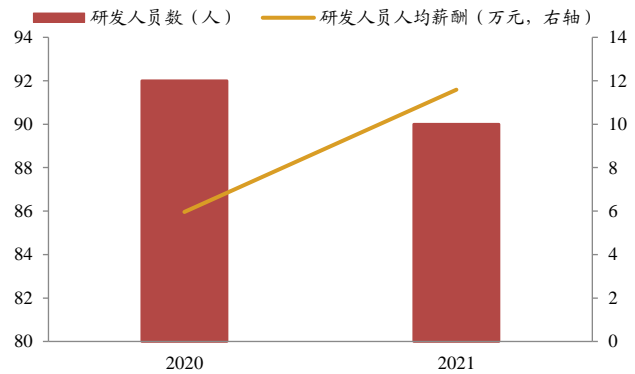
公司研发能力强，手握多个专利。公司研发技术中心下设产品开发组、配方开发组、理化实验室、微生物实验室、稳定性实验室和包材实验室等。公司被安徽省科学技术厅等8部门联合认定为“安徽省创新型企业”。公司持续投入研发，同时提高研发人员待遇，激活研发积极性。2022年上半年，在湿巾领域即新增2项发明专利，5项实用新型专利，研发成果丰硕。技术研发中心升级项目已经启动，建成后公司将形成铜陵+上海双研发中心的格局，有助于提高公司业务开拓能力。

图44.研发费用及研发费用率



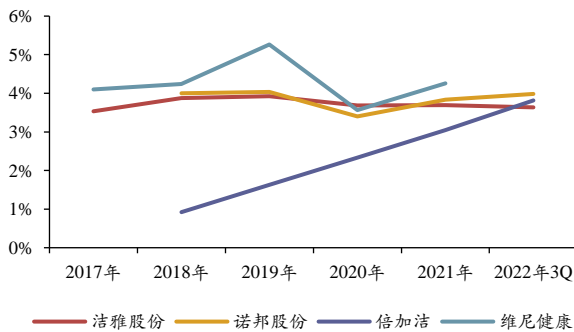
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图45.研发人员及人均薪酬



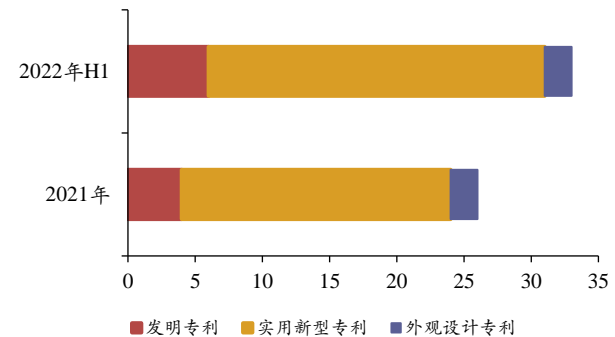
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图46.可比公司研发费用率对比



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图47.2022年H1公司新增2项湿巾相关发明专利



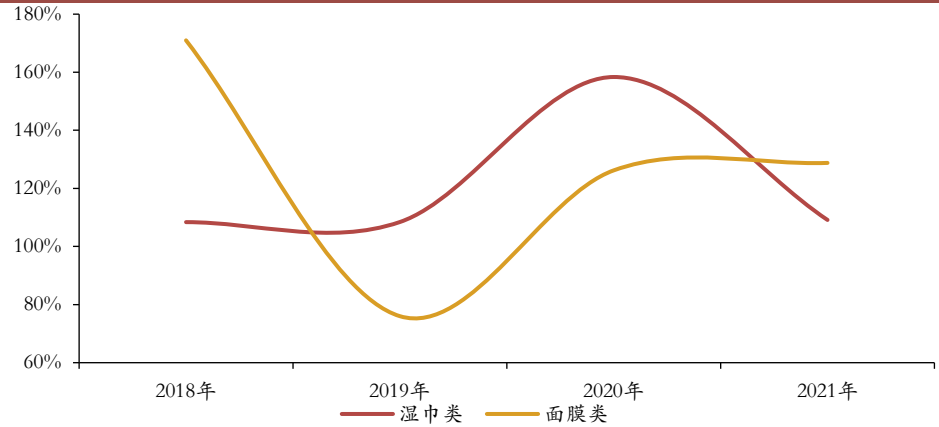
数据来源：公司公告，财通证券研究所

4.4 产能：杰出湿巾生产商，产能扩张有望带动业绩增长

公司产能利用充分。1) 湿巾产品产能利用率长期高于100%：因湿巾类产品市场需求旺盛，公司接受订单增加。通过增加员工及增加排班等方式提高产品产量。2018-2021年湿巾类产品产能利用率分别为108%、108%、158%和109%。2021年上半年产能利用率达148%，因新型卫生抗菌湿巾项目二期建成投产，2021年全年产能利用率下降，仍维持在100%以上。2) 面膜类产能利用率波动大：2018-2021年面膜类产品产能利用率分别在171%、76%、126%和129%。公司专注湿巾类产品生产，为满足客户需求亦生产部分面膜产品。2018年欧莱雅集团战略调整，增

加面膜备货，公司临时性订单快速增加，使产能利用率超 170%，2019 年订单量恢复到正常水平，同时公司产能扩张，产能利用率快速回落。2020-2021 年欧莱雅集团增加“理肤泉”品牌销售订单，公司产能利用率快速回升至 100%以上。

图48.公司产能利用率超过 100%

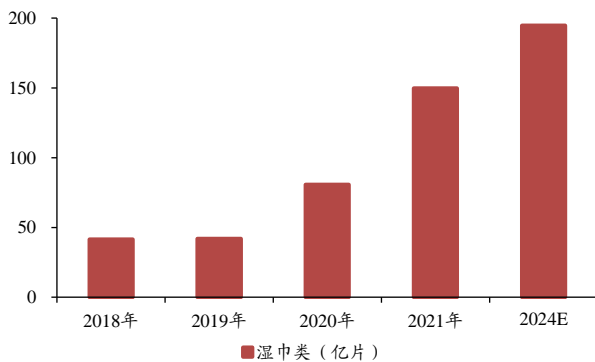


数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司上市扩产，显现未来发展信心。1) 湿巾产能强势扩张：2021 年公司新型卫生抗菌湿巾项目二期建成投产，湿巾年产能增加 69.06 亿片，公司湿巾年产能超 149 亿片，处于可比公司前列。新增产能下，公司产能不足情况得到缓解，2021 年湿巾产能利用率下滑到 109%，仍处于高负荷运转状态。为此公司计划投入 2.1 亿元进行多功能湿巾扩建项目，截止 2022 年 10 月 30 日已投入募投资金 1195 万元，预计 2024 年 12 月募投湿巾项目投产后，公司湿巾年产能有望达到 190 亿片，产能较为充足。

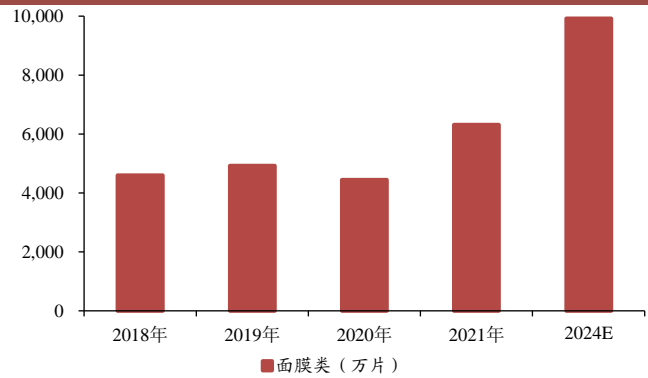
2) 扩建项目投产，面膜产能提升，补充化妆品行业产能：2022 年“年产 3000 吨天然护理品”扩建项目投产，可年产面膜 3600 万片、洗发水 200 万瓶、洁面乳 250 万支、润肤乳 200 万瓶、护肤面霜 250 万瓶，进军化妆品灌装行业同时补充面膜产能。

图49.2024 年 12 月公司湿巾年产能预计超 190 亿片



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图50.2024 年公司面膜产能预计超 9900 万片



数据来源：公司公告，财通证券研究所

表10.公司募投项目进展情况

序号	项目名称	调整后项目预计总投资 (万元)	截止 2022 年 10 月 30 日 已投入募集资金 (万元)	预计建成时间
1	多功能湿巾扩建项目	21,092.11	1,194.93	2024 年 12 月
2	技术研发中心升级项目	10,383.52	0	2024 年 12 月
3	仓储智能化改造项目	6,099.16	0	2024 年 12 月
	合计	37,574.79	1,194.93	

数据来源：公司公告，财通证券研究所

表11.可比公司湿巾业务对比

公司名称	2021 年湿巾业务			主要合作客户
	业务收入 (万元)	毛利率	产能 (亿片)	
诺邦股份	91,478.37	17.96%	(未披露)	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	46,997.44	21.70%	70	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	11,363.88	24.73%	22.03 (2020 年)	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	89,854.63	30.30%	149.73	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

数据来源：各公司年报，财通证券研究所

5 未来看点：涉足胶原蛋白业务，开拓第二成长曲线

5.1 基于自身客户优势，加码布局化妆品领域

新建产线并成立合资公司拓展化妆品业务。在化妆品领域，公司以面膜、手足膜产品为主，并在现有生产积累基础上拓展洗发水、沐浴露、精华等产品生产，以满足客户需求。2022 年 6 月 3000 吨天然护理项目正式投产，主要是给欧莱雅做灌装产品，目前产能还处于爬坡状态。2022 年 12 月 19 日公告，洁雅股份拟与江苏创健医疗科技股份有限公司共同投资设立合资公司，拟开展胶原蛋白医用敷料业务，认缴出资比例为 52%。

合资公司拟开展医用敷料类产品和高端功能性护肤品业务。创健医疗致力于重组胶原基生物材料的研发和生产，由于医疗器械敷料类产品和洁雅已有妆字号产品业务契合度很高，故可开展医用敷料类相关产品的注册开发；同时也按照医用敷料产品标准，将其拓展到功能性护肤领域，从而大大提升已有化妆品业务的核心竞争力。公司拟投资设立的合资公司安徽洁创医疗器械有限公司经营范围包括卫生材料及医药用品制造；第一、二类医疗器械生产和销售以及第三类医疗器械的生产和经营。

表12.医用敷料分为三类，监管程度不同

类别	区分	监管部门	是否需要临床试验
第一类	-	市级药品监督管理部门备案	否
第二类	若是无菌至少为二类械	省级药品监督管理部门申报注册	是
第三类	若接触真皮深层或其以下组织受损的创面/用于慢性创面/可被人体全部或部分吸收的，其管理类别为三类医疗器械	国家药品监督管理局申报注册	(满足相关规定可免)

数据来源：国家药监局《医疗器械生产质量管理规范》，财通证券研究所

5.2 借力创健医疗研发优势，共拓胶原蛋白相关业务

洁雅股份和创健医疗优势互补，共拓重组胶原蛋白市场。创健医疗成立于2015年，CEO为钱松先生，母公司为福隆控股集团，是一家以合成生物学科学理念与关键技术为核心，专注新型生物材料与创新蛋白/核酸药品研发、生产与销售的科技创新型企业。公司长期布局损伤修复、组织再生等生命健康新材料领域，2022年重组胶原蛋白达到30吨规模发酵标准化生产。洁雅的客户和产能优势结合创健医疗原料研发和生产优势，有望受益于重组胶原蛋白市场快速增长的红利。

图51.创健医疗发展历程



数据来源：创健医疗官网，财通证券研究所

公司科研实力雄厚，注重产学研结合。目前在江苏常州（武进、金坛）、青海西宁、湖南长沙拥有研发基地和生产厂家，核心产品重组胶原蛋白生物医用材料，属于国家“十四五”科技前沿领域公共战略发展方向（合成生物学、再生医学），2021年产品市场占有率位居国内前列。同时，创健医疗还分别与香港中文大学、四川大学、深圳湾实验室坪山中心、常州大学等共建重组胶原相关联合实验室与研究院，并与上海长海医院、上海第九人民医院等多个大型三甲医院联合开展临床研究，打造合成生物材料产业创新高地。

6 盈利预测与估值

收入端，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 6.70 亿、7.93 亿和 9.24 亿元，同比增速分别为-32%、18%和 16%。

- 1) 湿巾类产品：2020 年新冠肺炎疫情在全球范围内爆发，消费者对消毒湿巾的需求大幅上升，造成短期市场供需失衡，从而导致消毒系列湿巾产品业绩急剧增长，但该类业绩增长具有一定偶然性且存在不可持续的风险。由于疫情缓解，2022 年消毒湿巾需求逐步减少，我们认为未来消毒系列湿巾将降至疫情前的正常水平，湿厕纸的增速较快，其余品类维持正常增长。我们预计公司 2022-2024 年湿巾类产品业务收入分别为 5.75 亿/6.66 亿/7.57 亿元，同比增速分别为-36%/16%/14%。
- 2) 面膜类产品：公司未来的业绩增长点主要在化妆品。2022 年“年产 3,000 吨天然护理品项目”投产，预计未来产能逐步释放支撑业绩增长，为公司后续开拓化妆品市场提供了有利条件，同时公司与“创健医疗”展开合作，化妆品业务有望成为公司第二增长曲线。我们预计公司 2022-2024 年面膜类产品业务收入分别为 0.78 亿/1.05 亿/1.38 亿元，同比增速分别为 9%/35%/32%。

利润端，我们预计公司 2022-2024 年综合毛利率分别为 32%/31%/31%。由于公司将持续开拓国内客户，毛利率将有所降低，预计湿巾类产品 2022-2024 年毛利率分别为 29%/28%/27%；面膜类产品 2022-2024 年毛利率分别为 50%/48%/47%。

表 14. 洁雅股份营业收入拆分表

产品		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总计	收入 (百万元)	277	743	984	670	793	924
	YOY	-2%	168%	32%	-32%	18%	16%
	毛利率		36%	33%	32%	31%	31%
湿巾类	收入 (百万元)	246	680	899	575	666	757
	YOY	2%	176%	32%	-36%	16%	14%
	毛利率		33%	30%	29%	28%	27%
面膜类	收入 (百万元)	30	58	72	78	105	138
	YOY	-25%	95%	23%	9%	35%	32%
	毛利率		63%	56%	50%	48%	47%
其他	收入 (百万元)	1	5	14	17	22	29
	YOY	-35%	306%	169%	20%	30%	30%
	毛利率		55%	77%	55%	50%	45%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

我们选取可比公司青松股份，青松股份有化妆品、湿巾代工业务，与公司业务相似，具有可比性。公司为湿巾类产品专业制造商，产品涵盖六大系列，且客户资源优质。现通过内生和外延等举措，逐步形成以湿巾为主业、化妆品为补充的业

务格局，通过持续加大研发投入和创新，化妆品业务有望成为第二增长曲线。由于客户对消毒湿巾的采购大大降低，对 2022 年业绩产生影响，但随着湿巾其他品类稳步发展，化妆品业务不断开拓，预计未来业务将触底回升。我们预计公司 2022-2024 年收入 6.70 亿、7.93 亿和 9.24 亿元，同比增长-32%、18%和 16%；对应 2022-2024 年归母净利润分别为 1.39 亿元、1.60 亿元、1.83 亿元，同比增长-37%、15%、14%。EPS 分别为 1.71 元、1.97 元、2.25 元，参考 2 月 28 日收盘价，对应 PE 分别为 22、19、17 倍，首次覆盖，给予增持评级。

表15.可比公司估值对比（截至 2023/2/28）

公司名称	市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300132.SZ 青松股份	38.12	-4.14	1.76	2.56	-	22	15
301108.SZ 洁雅股份	31.06	1.39	1.60	1.83	22	19	17

数据来源：Wind，财通证券研究所

注：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期

7 风险提示

客户集中度高的风险。如果主要客户经营不善，公司业务订单量可能大量减少。如果公司不能满足主要客户的需求，造成客户流失，业绩可能大幅下滑。

行业竞争加剧的风险。新冠疫情防控常态化背景下，湿巾品类受到市场关注；重组胶原蛋白下游行业景气度高，市场空间大，两个行业的竞争均可能加剧，如果公司未能合理应对，市场份额可能下降，盈利水平或降低。

新产品研发不及预期的风险。公司属于重组胶原蛋白行业的新进入者，可能因研发进度低于预期、技术壁垒高等原因导致研发失败。

进出口政策变化的风险。公司产品出口比例高，如果进出口政策发生不利变化，公司业绩或受到较大的负面影响。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	743.01	984.45	669.74	793.15	923.96	成长性					
减:营业成本	477.09	661.20	454.72	546.55	641.70	营业收入增长率	167.8%	32.5%	-32.0%	18.4%	16.5%
营业税费	3.40	7.13	5.36	6.35	9.24	营业利润增长率	167.6%	20.8%	-36.0%	15.4%	14.1%
销售费用	5.35	6.96	26.79	31.73	36.96	净利润增长率	163.7%	22.5%	-37.0%	15.4%	14.1%
管理费用	15.52	26.99	23.44	30.14	32.34	EBITDA 增长率	160.1%	20.0%	-44.2%	10.9%	13.1%
研发费用	27.36	36.38	25.18	29.35	33.63	EBIT 增长率	187.3%	15.1%	-44.3%	11.5%	13.9%
财务费用	11.76	2.68	-30.23	-21.78	-24.98	NOPLAT 增长率	187.4%	15.9%	-44.8%	11.5%	13.9%
资产减值损失	-0.75	-1.82	-16.00	0.00	0.00	投资资本增长率	82.7%	252.4%	4.5%	8.8%	9.3%
加:公允价值变动收益	0.00	1.20	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	67.1%	283.5%	4.6%	9.0%	9.5%
投资和汇兑收益	0.00	0.00	6.03	7.14	8.32	利润率					
营业利润	206.87	249.84	160.00	184.70	210.79	毛利率	35.8%	32.8%	32.1%	31.1%	30.5%
加:营业外净收支	0.20	2.01	0.00	0.00	0.00	营业利润率	27.8%	25.4%	23.9%	23.3%	22.8%
利润总额	207.06	251.85	160.00	184.70	210.79	净利润率	24.2%	22.4%	20.7%	20.2%	19.8%
减:所得税	27.43	31.81	21.28	24.57	28.03	EBITDA/营业收入	31.6%	28.6%	23.5%	22.0%	21.3%
净利润	179.63	220.05	138.72	160.14	182.75	EBIT/营业收入	29.3%	25.5%	20.9%	19.6%	19.2%
资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	321.35	1415.56	1585.14	1665.63	1902.96	固定资产周转天数	78	89	133	115	101
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	-26	13	-32	7	-17
应收账款	155.42	161.97	109.35	164.64	165.82	流动资产周转天数	297	646	936	932	849
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	56	58	73	62	64
预付帐款	12.30	5.49	9.07	9.84	9.89	存货周转天数	52	66	62	60	63
存货	101.31	142.63	-2.40	168.77	55.01	总资产周转天数	304	532	1097	993	938
其他流动资产	14.87	15.39	15.39	15.39	15.39	投资资本周转天数	242	643	987	907	851
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	40.7%	13.0%	7.8%	8.3%	8.6%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	20.9%	10.7%	6.8%	6.8%	7.4%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	38.5%	12.7%	6.7%	6.9%	7.1%
固定资产	158.89	238.98	243.87	249.38	254.59	费用率					
在建工程	53.19	6.86	5.49	4.39	3.51	销售费用率	0.7%	0.7%	4.0%	4.0%	4.0%
无形资产	30.30	29.42	29.42	29.42	29.42	管理费用率	2.1%	2.7%	3.5%	3.8%	3.5%
其他非流动资产	7.11	0.33	0.33	0.33	0.33	财务费用率	1.6%	0.3%	-4.5%	-2.7%	-2.7%
资产总额	858.50	2052.53	2030.84	2343.76	2472.20	三费/营业收入	4.4%	3.7%	3.0%	5.1%	4.8%
短期债务	45.03	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付帐款	131.26	132.97	42.56	164.47	84.59	资产负债率	48.6%	17.5%	12.8%	17.6%	14.5%
应付票据	184.63	118.75	121.65	148.26	168.60	负债权益比	94.4%	21.2%	14.7%	21.4%	16.9%
其他流动负债	0.05	0.10	0.10	0.10	0.10	流动比率	1.58	5.98	8.95	5.88	7.40
长期借款	5.25	5.49	5.49	5.49	5.49	速动比率	1.25	5.42	8.83	5.31	7.13
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	355.63	154.70	—	—	—
负债总额	416.94	359.10	259.60	412.38	358.06	分红指标					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	DPS(元)	0.00	0.75	0.00	0.00	0.00
股本	60.91	81.21	81.21	81.21	81.21	分红比率					
留存收益	378.87	598.92	676.74	836.87	1019.62	股息收益率		1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	441.55	1693.43	1771.24	1931.38	2114.13	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	2.95	3.52	1.71	1.97	2.25
净利润	179.63	220.05	138.72	160.14	182.75	BVPS(元)	7.25	20.85	21.81	23.78	26.03
加:折旧和摊销	16.79	30.81	17.48	18.58	19.67	PE(X)	0.0	17.1	22.4	19.4	17.0
资产减值准备	3.77	2.51	16.00	0.00	0.00	PB(X)	0.0	2.9	1.8	1.6	1.5
公允价值变动损失	0.00	-1.20	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	7.19	5.24	0.00	0.00	0.00	P/S	0.0	5.0	4.6	3.9	3.4
投资收益	0.00	0.00	-6.03	-7.14	-8.32	EV/EBITDA	-1.2	12.5	9.9	8.5	6.3
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-27.58	-65.09	79.28	-75.22	58.91	PEG	0.0	0.8	—	1.3	1.2
经营活动产生现金流量	187.56	200.18	245.46	96.36	253.01	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-98.20	-77.47	-14.97	-15.86	-15.68	REP					
融资活动产生现金流量	36.50	987.26	-60.91	0.00	0.00						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。