

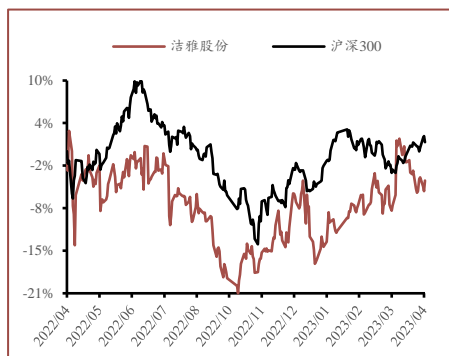
湿巾业务承压，化妆品业务有望成为第二曲线

■ 证券研究报告

投资评级:增持(维持)
基本数据
2023-04-19

收盘价(元)	38.46
流通股本(亿股)	0.35
每股净资产(元)	22.41
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

相关报告

1. 《专业湿巾制造商，加码化妆品业务值得期待》 2023-03-01

核心观点

- ❖ **事件：公司 2022 年营收-32.3%，归母净利润-35.9%；2023Q1 营收-29.2%，归母净利润-21.5%。**公司 2022 年实现营业收入 6.7 亿元（同比-32.3%），归母净利润 1.4 亿元（同比-35.9%）；单四季度收入同比-17.1%，归母净利润同比-65.5%。2022 年销售毛利率为 31.5%；净利率为 21.1%，同比降低 1.2pcts。2023Q1 实现营业收入 1.3 亿元（同比-29.2%），归母净利润 0.4 亿元（同比-21.5%），销售毛利率为 37.6%（同比+4.5pcts），净利率为 29.2%（同比+2.9pcts），盈利改善明显。
- ❖ **2022 年公司业绩承压，预计化妆品业务持续发力。**分业务看，1) 湿巾业务实现营业收入 5.9 亿元，同比-34.5%，占比达 88.3%；2) 面膜业务，实现营业收入 0.6 亿元，同比-19.7%，占比达 8.6%；3) 洗护业务，实现营业收入 0.02 亿元，为当年新增业务，占比达到 0.3%。4) 其他业务，实现营业收入 0.2 亿元，同比 28.4%，占比达到 2.7%。2022 年外部环境变化，叠加市场对消毒湿巾需求大幅减少，湿巾业务收入中医用及抗菌消毒类湿巾同比下滑 69.1%。分区域看，1) 国外业务实现营业收入 3.9 亿元，同比-46.4%，占比达 58.5%；2) 国内业务实现营业收入 2.8 亿元，同比增长 8%，占比较 2021 年提高 15pcts。2023 年 Q1 疫情缓和同时消费尚在恢复过程中，消毒类湿巾需求下滑，拖累公司业绩，未来伴随旅游、餐饮消费景气恢复，公司业绩有望改善。
- ❖ **传统业务稳扎稳打，重研发拓客户产能持续扩张。**1) 拓产品：2022 年化妆品业务由单一的面膜类向洗护类产品拓展。2) 拓客户：打开电商渠道，合作新锐品牌，2022 年新增潜在客户 2~3 家；巩固原有客户，与 baby care 和欧莱雅等知名企业加深合作。3) 拓产能：2022 年公司湿巾、面膜业务产能利用率为 71%和 89%。2022 年年产 3000 吨护理品项目投产，公司另有年产 45 亿片湿巾产线建设中，预计 24 年 12 月投产。4) 加码研发：2022 年公司研发费用 0.25 亿元，研发费用率 3.8%，同比增长 0.1pct。截止 2022 年底公司在湿巾及面膜领域累计获得 6 个发明专利，46 个实用新型专利，新增上海研发中心规划，公司持续加码研发构筑产品壁垒。
- ❖ **进军胶原蛋白行业，开拓第二成长曲线。**2022 年公司与创健医疗合作成立洁创医疗，依托创健医疗原料研发及生产优势，叠加洁雅股份客户及产能优势，布局胶原蛋白业务。预计主要涉及胶原蛋白械字类产品，包括敷贴、喷雾、漱口水，有望打开未来增长空间。
- ❖ **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，预计未来业务有望触底回升。我们预计公司 2023-2025 年收入 7.46 亿、8.81 亿和 10.26 亿元，归母净利润分别为 1.60 亿元、1.81 亿元、2.19 亿元。参考 4 月 19 日收盘价，对应 PE 分别为 20、17、14 倍，维持增持评级。

❖ **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；进出口政策变化的风险等

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	984	667	746	881	1026
收入增长率(%)	32.49	-32.29	11.91	18.07	16.51
归母净利润(百万元)	220	141	160	181	219
净利润增长率(%)	22.50	-35.94	13.46	13.47	20.62
EPS(元/股)	3.52	1.74	1.97	2.23	2.70
PE	17.09	19.40	19.53	17.21	14.27
ROE(%)	12.99	7.92	8.25	8.56	9.36
PB	2.89	1.54	1.61	1.47	1.34

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	984.45	666.56	745.94	880.75	1026.17	成长性					
减:营业成本	661.20	456.83	500.15	603.72	711.93	营业收入增长率	32.5%	-32.3%	11.9%	18.1%	16.5%
营业税费	7.13	4.86	5.22	6.17	7.18	营业利润增长率	20.8%	-31.3%	7.4%	13.5%	20.6%
销售费用	6.96	7.16	7.46	10.57	13.34	净利润增长率	22.5%	-35.9%	13.5%	13.5%	20.6%
管理费用	26.99	35.17	48.49	51.08	41.05	EBITDA 增长率	20.0%	-36.8%	1.0%	12.3%	20.3%
研发费用	36.38	25.29	28.05	32.59	37.35	EBIT 增长率	15.1%	-42.8%	13.2%	12.9%	21.7%
财务费用	2.68	-16.89	-15.07	-17.71	-19.71	NOPLAT 增长率	15.9%	-43.1%	12.9%	12.9%	21.7%
资产减值损失	-1.82	-4.64	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	252.4%	4.5%	8.8%	9.2%	10.2%
加:公允价值变动收益	1.20	1.01	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	283.5%	5.1%	9.0%	9.4%	10.3%
投资和汇兑收益	0.00	11.92	6.71	7.93	9.24	利润率					
营业利润	249.84	171.73	184.47	209.31	252.46	毛利率	32.8%	31.5%	33.0%	31.5%	30.6%
加:营业外净收支	2.01	-9.56	0.00	0.00	0.00	营业利润率	25.4%	25.8%	24.7%	23.8%	24.6%
利润总额	251.85	162.16	184.47	209.31	252.46	净利率	22.4%	21.1%	21.4%	20.6%	21.3%
减:所得税	31.81	21.20	24.53	27.84	33.58	EBITDA/营业收入	28.6%	26.7%	24.1%	22.9%	23.7%
净利润	220.05	140.97	159.94	181.47	218.89	EBIT/营业收入	25.5%	21.6%	21.8%	20.9%	21.8%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	1415.56	1004.57	1180.94	1313.82	1575.01	固定资产周转天数	89	116	106	92	81
交易性金融资产	0.00	300.62	300.62	300.62	300.62	流动营业资本周转天数	13	150	124	124	89
应收账款	161.97	139.01	130.22	202.96	204.34	流动资产周转天数	646	830	853	807	804
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	58	81	65	68	71
预付帐款	5.49	3.15	6.83	5.81	7.16	存货周转天数	66	81	67	72	73
存货	142.63	64.18	120.91	118.91	170.61	总资产周转天数	532	1112	1053	982	935
其他流动资产	15.39	3.25	3.25	3.25	3.25	投资资本周转天数	643	992	964	892	843
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	13.0%	7.9%	8.2%	8.6%	9.4%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.7%	6.8%	7.0%	7.2%	7.7%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	12.7%	6.9%	7.2%	7.4%	8.2%
固定资产	238.98	212.60	217.32	222.77	227.99	费用率					
在建工程	6.86	4.43	3.54	2.84	2.27	销售费用率	0.7%	1.1%	1.0%	1.2%	1.3%
无形资产	29.42	28.65	28.65	28.65	28.65	管理费用率	2.7%	5.3%	6.5%	5.8%	4.0%
其他非流动资产	0.33	6.28	6.28	6.28	6.28	财务费用率	0.3%	-2.5%	-2.0%	-2.0%	-1.9%
资产总额	2052.53	2066.86	2297.89	2506.30	2825.81	三费/营业收入	3.7%	3.8%	5.5%	5.0%	3.4%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付帐款	132.97	90.88	115.91	146.32	171.16	资产负债率	17.5%	13.9%	15.6%	15.4%	17.2%
应付票据	118.75	88.68	145.88	132.21	196.14	负债权益比	21.2%	16.2%	18.5%	18.2%	20.8%
其他流动负债	0.10	0.11	0.11	0.11	0.11	流动比率	5.98	6.42	5.67	5.82	5.20
长期借款	5.49	5.74	5.74	5.74	5.74	速动比率	5.42	6.12	5.24	5.44	4.78
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	154.70	77.07	—	—	—
负债总额	359.10	287.73	358.82	385.76	486.38	分红指标					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	DPS(元)	0.75	0.50	0.00	0.00	0.00
股本	81.21	81.21	81.21	81.21	81.21	分红比率					
留存收益	598.92	678.98	838.92	1020.39	1239.28	股息收益率	1.2%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1693.43	1779.13	1939.07	2120.55	2339.43	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	3.52	1.74	1.97	2.23	2.70
净利润	220.05	140.97	159.94	181.47	218.89	BVPS(元)	20.85	21.91	23.88	26.11	28.81
加:折旧和摊销	30.81	34.41	17.17	18.26	19.34	PE(X)	17.1	19.4	19.5	17.2	14.3
资产减值准备	2.51	5.45	0.00	0.00	0.00	PB(X)	2.9	1.5	1.6	1.5	1.3
公允价值变动损失	-1.20	-1.01	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	5.24	-8.49	0.00	0.00	0.00	P/S	5.0	4.1	4.2	3.5	3.0
投资收益	0.00	-11.92	-6.71	-7.93	-9.24	EV/EBITDA	12.5	9.9	11.0	9.1	6.5
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-65.09	131.99	20.26	-43.86	46.96	PEG	0.8	—	1.5	1.3	0.7
经营活动产生现金流量	200.18	299.02	190.65	147.95	275.95	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-77.47	-596.57	-14.29	-15.07	-14.76	REP					
融资活动产生现金流量	987.26	-54.16	0.00	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。