

盈利能力环比改善，静待业绩后续修复

2022 年 10 月 26 日

► **事件：**公司发布三季度报，前三季度实现营业收入 7.63 亿元/yoy-8.29%，归母净利润 4830 万元/yoy-25.07%，经营性现金流 4921 万元/yoy+168.45%，主要是因为子公司湖州嘉亨收回部分上期项目履约保证金及收到增值税增量留抵退税款；其中单 Q3 实现收入 3.0 亿元/yoy-4.58%，环比上升 46.38%，归母净利润 2177 万元/yoy-20.16%，环比上升 122.21%，业绩环比大幅改善。

► **受疫情扰动业绩短期承压，新增产能有望贡献后期收入增量。**上半年公司的上海工厂受到疫情影响，面临长时间停工以及支付职工薪酬等刚性成本的压力，此外，湖州一期工厂上半年处于筹备期，阶段性费用支出较大。随着疫情逐步趋缓以及新工厂的产能的陆续释放有望带动公司业绩四季度开始迎来逐步恢复。1) **湖州一期工厂：**位于浙江省湖州市南浔区练市镇，占地 80 亩，原先的生产基地分别位于福建泉州、上海松江、浙江嘉善、天津、珠海。2022 年 6 月湖州一期工厂落地，根据招股书披露，一期工厂预计年产 3.8 万吨化妆品以及 3 亿件塑料包装。2) **湖州二期工厂：**占地 138 亩，已于 2022 年 6 月开始动工建设。随着湖州工厂的投产以及产能的持续爬坡，规模效应将逐渐凸显，进而带动收入与利润逐步上行。

► **盈利能力环比改善明显。**1) **毛利率方面，**前三季度公司实现毛利率 23.11%/yoy-0.11pct；单 Q3 实现毛利率 23.57%/yoy-0.76pct，环比+0.17pct，保持稳定。2) **费用率方面，**3Q22 销售费用率为 0.62%/yoy+0.19pct；管理费用率为 12.09%/yoy+2.09pct，我们估计主要是新工厂的职工薪酬增加所致，环比下降 3.30pct；研发费用率为 2.00%/yoy+0.02pct。3) **净利率方面，**前三季度公司归母净利率为 6.33%/yoy-1.42pct，单 Q3 为 7.18%/yoy-1.40pct，环比+2.46pct，改善明显。

► **老客户产能制约缓解，新客户持续拓展，订单有望增加。**公司主要客户为生、上海家化、贝泰妮、郁美净、壳牌等国内外知名品牌公司，客户集中度较高，1H22 前五名客户的收入占比为 81.33%。湖州工厂投产后，对于原先合作金额较小的老客户，产能制约得以缓解，合作订单有望继续增加；同时，公司也在积极拓展新锐品牌等新客户，包括尚赫、气味图书馆等品牌，订单量或有望进一步增加。

► **投资建议：**随着 6 月湖州一期工厂落地，下半年逐步释放产能，得益于产能、自动化程度、人工成本等方面的优势，公司的收入及毛利率有望进一步提升。此外，湖州二期工厂也已动工，中长期来看，产能还有进一步提升的空间。我们预计 22-24 年公司实现归母净利润 1.03/1.56/2.00 亿元，同比增长 6.0%/51.4%/28.6%，对应 22-24 年 PE 为 22/15/11x。

► **风险提示：**市场需求波动风险；客户集中度较高；原材料价格波动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1161	1327	1790	2271
增长率 (%)	19.9	14.3	34.9	26.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	97	103	156	200
增长率 (%)	4.0	6.0	51.4	28.6
每股收益 (元)	0.96	1.02	1.55	1.99
PE	24	22	15	11
PB	2.4	2.2	1.9	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

22.68 元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

电话：15051878378

邮箱：xiehuixin@mszq.com

研究助理 刘彦菁

执业证书：S0100122070036

电话：19521499976

邮箱：liuyanqing@mszq.com

相关研究

1. 嘉亨家化 (300955.SZ) 2022 年半年报点评：受疫情扰动业绩短期承压，期待新增产能贡献收入增量-2022/09/01

2. 嘉亨家化 (300955.SZ) 2021 年年报点评：业绩符合预期，化妆品业务高增贡献收入增长-2022/04/20

3. 嘉亨家化 (300955)：业绩增长加速，内外兼修打开成长空间-2022/01/16

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1161	1327	1790	2271
营业成本	885	1020	1352	1708
营业税金及附加	7	7	12	15
销售费用	6	7	10	16
管理费用	116	139	188	238
研发费用	22	27	37	49
EBIT	124	127	191	245
财务费用	8	5	5	5
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	2	1	2	2
营业利润	118	127	192	247
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	119	127	192	247
所得税	21	24	37	47
净利润	97	103	156	200
归属于母公司净利润	97	103	156	200
EBITDA	180	190	265	322

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	167	167	179	297
应收账款及票据	297	333	458	570
预付款项	8	12	17	19
存货	171	218	286	352
其他流动资产	95	80	90	105
流动资产合计	738	809	1029	1342
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	241	280	308	314
无形资产	73	71	68	66
非流动资产合计	620	674	706	709
资产合计	1358	1483	1735	2052
短期借款	122	122	122	122
应付账款及票据	175	229	304	368
其他流动负债	70	76	98	120
流动负债合计	367	428	524	610
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	34	34	34	34
非流动负债合计	34	34	34	34
负债合计	401	462	557	644
股本	101	101	101	101
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	957	1022	1178	1408
负债和股东权益合计	1358	1483	1735	2052

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	19.89	14.30	34.89	26.83
EBIT 增长率	-1.15	2.34	50.28	28.21
净利润增长率	4.02	5.98	51.37	28.61
盈利能力 (%)				
毛利率	23.77	23.16	24.49	24.80
净利润率	8.37	7.76	8.71	8.83
总资产收益率 ROA	7.16	6.94	8.98	9.77
净资产收益率 ROE	10.15	10.08	13.24	14.24
偿债能力				
流动比率	2.01	1.89	1.96	2.20
速动比率	1.52	1.35	1.39	1.59
现金比率	0.45	0.39	0.34	0.49
资产负债率 (%)	29.52	31.12	32.13	31.38
经营效率				
应收账款周转天数	89.80	90.57	92.78	91.05
存货周转天数	70.55	78.07	77.13	75.25
总资产周转率	0.86	0.89	1.03	1.11
每股指标 (元)				
每股收益	0.96	1.02	1.55	1.99
每股净资产	9.49	10.14	11.68	13.97
每股经营现金流	0.99	1.57	1.20	1.69
每股股利	0.38	0.38	0.38	0.38
估值分析				
PE	24	22	15	11
PB	2.4	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	12.71	12.02	8.59	6.71
股息收益率 (%)	1.68	1.68	1.68	1.68

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	97	103	156	200
折旧和摊销	56	63	74	77
营运资金变动	-60	-11	-112	-109
经营活动现金流	100	158	121	170
资本开支	-286	-117	-106	-50
投资	-51	0	0	0
投资活动现金流	-335	-116	-104	-48
股权募资	385	0	0	0
债务募资	6	0	0	0
筹资活动现金流	313	-43	-5	-5
现金净流量	77	0	12	118

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026