

相关研究

《湿巾龙头制造商，化妆品打开第二增长曲线》2022.03

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

短期业绩承压，看好长期成长

2023年4月20日

事件：公司2022年实现营业收入6.67亿元，同增-32.29%；归母净利润1.41亿元，同降35.94%，扣非净利润1.30亿元，同降38.39%，EPS为1.74元，每10股派息5.00元（含税）。2022Q4公司实现营收1.41亿元，同增-17.08%，实现归母净利润0.12亿元，同增-65.52%。2023Q1公司实现营收1.28亿元，同降29.24%；归母净利润0.37亿元，同降21.45%。受海外高通胀、下游需求疲软等影响，公司收入、利润同比下滑。

点评：

- **核心客户销售下滑拖累收入，湿巾、面膜产品平均价格均有所下滑。**拆分来看，1) 2022年公司湿巾类产品实现营收5.89亿元，同降34.50%，主要系主要客户利洁时集团、高乐氏公司的销售收入为1.29亿元，同降74.60%，带动消毒抗菌类湿巾收入大幅下滑。销量方面，2022年湿巾类产品销量为112.83亿片，平均销售价格略有下降，主要系价格较高的桶装消毒湿巾销量减少所致。2) 面膜类业务实现收入0.58亿元，同降19.73%，主要系手足膜产品销售收入下降36.34%。2022年面膜类产品销量为7834.64万片，售价同比略有下降，主要系价格较高的手足膜产品销量减少所致。3) 2022年洗护类产品实现收入218.49万元。
- **销售价格下滑影响毛利率表现，库存去化效果显现。**1) 2022年、2023Q1公司毛利率为31.47%、37.60%，同增-1.37PCT、4.48PCT。分品类看，2022年湿巾、面膜类产品分别实现毛利率27.71%、53.32%，同增-2.59%、-2.57%，主要系销售价格同比下滑。2) 费用方面，2022年公司销售、研发费用率基本保持稳定，分别为1.07%、3.79%，同比增长0.37PCT、0.10PCT；管理费用率同比增长2.53PCT至5.28%主要系管理人员薪酬以及分摊的股份支付增加所致；财务费用率同降2.81PCT至-2.53%，主要系资金利息收入以及汇兑收益增加所致。存货方面，截至2022年末公司存货金额为6417.54万元，较年初下降55.01%，主要系抗菌消毒湿巾积压的成品库存完成发货出货影响所致，库存消化效果逐步显现。
- **抗菌消毒高基数逐步消除，全方位巩固龙头地位。**2022年受疫情、经济增速下行等影响，全球消费市场承压。长期来看，公司拥有较强技术优势及客户资源，产品质量控制优势突出，构建行业护城河。湿巾业务方面，随着抗菌消毒湿巾订单逐步回归疫情前订单水平，以及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。公司作为湿巾行业龙头，有望凭借较强的技术、产品、客户等优势，持续扩张市场份额。
- **与胶原蛋白龙头创健医疗合作，打造第二增长曲线。**公司化妆品品类持续扩容，并持续切入充足胶原蛋白赛道。2022年公司与江苏创健医疗投资设立合资公司（公司持股52%），开展医用敷料类产品的开发、

生产、销售。创健医疗为国内胶原蛋白龙头，产品在医药、医学再生、医疗美容等领域具有领先优势，行业规模位居前三。创健完成重组 I、II、III、XVII 型胶原蛋白规模化、标准化生产，填补全球重组胶原蛋白材料领域“吨级”产能空白。双方合作后将共同拓展胶原蛋白市场，公司具有产能、优质客户资源优势，创健具有原料生产、研发等优势，优势互补后将共同拓展国际优质客户，协同生产功能性护肤品。公司将借助现有产能、客户、原料、资金优势快速拓展客户，产能扩张空间大，有望打造第二成长曲线，享受胶原蛋白行业成长红利。

- **盈利预测与投资评级：**我们下调公司 2023-24 年归母净利润预测为 1.6/1.98 亿元（原值为 1.92/2.27 亿元），新增 25 年归母净利润预测为 2.23 亿元，目前股价对应 23 年 19.50 倍 PE。公司湿巾业务竞争优势显著，有望进一步扩大市场份额，化妆品业务为公司成长增添新动力，业绩增长空间较大，维持“买入”评级。
- **风险因素：**宏观经济波动、市场竞争加剧、存货减值风险等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	984	667	704	899	1,033
增长率 YoY %	32.5%	-32.3%	5.6%	27.8%	14.8%
归属母公司净利润(百万元)	220	141	160	198	223
增长率 YoY%	22.5%	-35.9%	13.6%	23.6%	12.8%
毛利率%	32.8%	31.5%	30.7%	30.7%	30.8%
净资产收益率 ROE%	13.0%	7.9%	8.3%	9.3%	9.5%
EPS(摊薄)(元)	2.71	1.74	1.97	2.44	2.75
市盈率 P/E(倍)	14.19	22.16	19.50	15.77	13.99
市净率 P/B(倍)	1.84	1.76	1.61	1.46	1.32

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 4 月 19 日收盘价

	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,743	1,515	1,697	1,973	2,204
货币资金	1,416	1,005	1,230	1,359	1,627
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	162	139	88	202	131
预付账款	5	3	3	4	5
存货	143	64	71	102	136
其他	17	305	304	306	305
非流动资产	310	551	551	551	551
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	239	213	213	213	213
无形资产	29	29	29	29	29
其他	41	310	310	310	310
资产总计	2,053	2,067	2,248	2,524	2,755
流动负债	291	236	257	335	343
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	119	89	115	145	153
应付账款	133	91	104	145	140
其他	40	57	39	46	50
非流动负债	68	52	52	52	52
长期借款	5	6	6	6	6
其他	62	46	46	46	46
负债合计	359	288	309	387	395
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,693	1,779	1,939	2,137	2,361
负债和股东权益	2,053	2,067	2,248	2,524	2,755

	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	984	667	704	899	1,033
同比	32.5%	-32.3%	5.6%	27.8%	14.8%
归属母公司净利润	220	141	160	198	223
同比	22.5%	-35.9%	13.6%	23.6%	12.8%
毛利率(%)	32.8%	31.5%	30.7%	30.7%	30.8%
ROE%	13.0%	7.9%	8.3%	9.3%	9.5%
EPS(摊薄)(元)	2.71	1.74	1.97	2.44	2.75
P/E	14.19	22.16	19.50	15.77	13.99
P/B	1.84	1.76	1.61	1.46	1.32
EV/EBITDA	12.46	9.93	11.73	8.54	6.57

	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	984	667	704	899	1,033
营业成本	661	457	488	623	714
营业税金及附加	7	5	5	6	6
销售费用	7	7	5	6	7
管理费用	27	35	28	36	52
研发费用	36	25	21	27	31
财务费用	3	-17	-20	-25	-27
减值损失合计	-2	-5	0	0	0
投资净收益	0	12	14	18	21
其他	9	10	7	9	10
营业利润	250	172	198	253	281
营业外收支	2	-10	-10	-20	-18
利润总额	252	162	188	233	263
所得税	32	21	28	35	39
净利润	220	141	160	198	223
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	220	141	160	198	223
EBITDA	282	178	164	210	233
EPS(当年)(元)	3.52	1.74	1.97	2.44	2.75

	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	200	299	221	131	265
净利润	220	141	160	198	223
折旧摊销	31	34	0	0	0
财务费用	5	-8	0	0	0
投资损失	0	-12	-14	-18	-21
营运资金变	-65	132	65	-69	44
其它	9	12	10	20	18
投资活动现金流	-77	-597	4	-2	3
资本支出	-72	-30	-10	-20	-18
长期投资	0	-570	0	0	0
其他	-5	3	14	18	21
筹资活动现金流	987	-54	0	0	0
吸收投资	1,056	0	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	0	-61	0	0	0
现金流净增加额	1,106	-351	225	129	268

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，六年证券研究经验，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2016/17/19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，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

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	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@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	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@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
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@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
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@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。