

嘉亨家化(300955)

稀缺一体化生产龙头，日化小巨人前景可期

——嘉亨家化深度报告

✍️：余剑秋 执业证书编号：S1230520080007
☎️：19946060282
✉️：yujianqiu@stocke.com.cn

报告导读

业界口碑优、生产能力强、出货速度快，一站式日化代工龙头前景可期。

投资要点

□ 稀缺性一体化代工龙头，获专精特新企业认证。

嘉亨家化是国内少数具备日化内容物及包材一站式制造的代工生产企业，目前已通过福建省科技小巨人企业认证、福建省专精特新企业认证。2020年公司营收同比增长23%，归母净利润同比增长48%，2021H1化妆品业务同比高速增长92.5%，已成为第一大收入来源。公司主要客户包括强生、贝泰妮、上海家化等国内外优质企业，业绩稳定性较强。

□ 日化代工行业面临怎样的时代性机遇？

1) 社交需求引领日化行业高速增长。2012-2020年我国限额以上化妆品零售额复合增速13%，远超社零总增速，参照发达国家，我国化妆品渗透率后劲仍然强劲，因徒困境下日化经济将成为全民趋势。2) 政策趋严促进行业集中度提升。年初《化妆品监督管理条例》出台加速化妆品代工行业尾部企业出清，龙头企业市占率持续提高，竞争力持续提升。3) 代工行业受益于品牌竞争。下游品牌端百花齐放，国际大牌+传统国货+新锐品牌竞争激烈，拥有长期客源、具备产能优势、具备一体化生产条件的代工龙头将成品牌商首选。

□ 深耕16载，嘉亨家化具备怎样的优势？

1) 客户资源丰富稳定，业界口碑“优”。主要客户包括强生、宝洁、贝泰妮、上海家化等国际大牌及本土大牌，代工能力深受合作方好评。2) 重点区域布局完善，生产能力“强”。战略布局覆盖长三角、珠三角、京津冀等区域，公司产能储备充足，具备较强的稳定生产能力。湖州嘉亨新建产能预计2023年达产，预计可增厚约6.5亿元收入。3) 一站式制造，出货速度“快”。公司是国内少数具有一站式生产能力的日化代工企业，湖州嘉亨投产后有望缩短生产周期约20天。4) 研发体系完整，科技创新能力突出。截止2021年中，公司已获得173项专利，荣获福建省科技小巨人企业认证、福建省专精特新企业认证。

□ 盈利预测及估值

基于以上分析，我们预计2021-2023年公司实现收入11.10/13.48/16.23亿元，同比增14.57%/21.46%/20.40%，预计实现归母净利润0.86/1.01/1.25亿元，同比增速-7.54%/17.03%/23.52%，对应EPS为0.86/1.00/1.24元/股，对应PE为38/32/26倍。考虑到公司前景广阔且具备一定的竞争力，我们给予公司2022年37倍PE，首次覆盖给予“增持”评级。

□ 风险提示：市场需求波动、客户集中度高、原材料价格波动、疫情反复等。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	969	1110	1348	1623
(+/-)	23.29%	14.57%	21.46%	20.40%
归母净利润	93	86	101	125
(+/-)	53.68%	-7.54%	17.03%	23.52%
每股收益(元)	0.93	0.86	1.00	1.24
P/E	-	38	32	26

评级

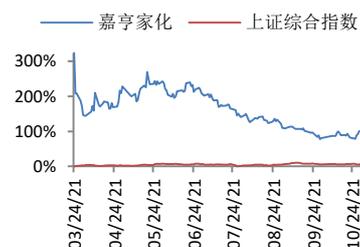
增持

上次评级	首次评级
当前价格	¥32.45

单季度业绩

元/股

3Q/2021	0.27
2Q/2021	0.16
1Q/2021	0.21
4Q/2020	0.35



公司简介

嘉亨家化是国内少数具备日化内容物及包材一站式制造能力的代工生产企业，目前已通过福建省科技小巨人企业认证、福建省专精特新企业认证。

相关报告

报告撰写人：余剑秋

正文目录

1. 一体化综合代工龙头，日化界专精特新小巨人	4
1.1. 公司股权结构清晰，实控人具绝对控制权	4
1.2. 财务质量稳健，化妆品已成为第一大收入来源	4
1.3. 管理实战经验丰富，上市以来团队成员较稳定	6
2. 日化需求井喷，代工龙头受益品牌端激烈竞争	7
2.1. 移动互联网强化社交需求，引领我国日化行业高速增长	7
2.2. 政策趋严协同自我升级，看好集中度持续提升	7
2.3. 品牌端百花齐放，代工行业将持续受益于品牌竞争	9
2.4. “优、稳、快”是代工龙头尽享行业红利的必要条件	9
3. 口碑优、产能稳、出货快，代工小巨人前景可期	10
3.1. 优：长期客户资源丰富稳定，业界口碑优	10
3.2. 稳：重点区域布局完善，生产能力稳	11
3.3. 快：包材与内容物一站式制造，代工出货快	12
3.4. 专精特新：研发体系完整，已获科技小巨人认证	12
4. 盈利预测	13
4.1. 核心假设	13
4.2. 估值	15
4.3. 投资建议	15
5. 风险提示	15

图表目录

图 1: 2011H1 公司股权结构图	4
图 2: 2021H1 公司实现营收 5.14 亿元	5
图 3: 2021H1 公司实现归母净利润 0.37 亿元	5
图 4: 2017-2021H1 化妆品、塑料包装容器、家庭护理、其他业务营业收入构成	5
图 5: 2017-2020 年 ROE、毛利率、净利率 (%)	6
图 6: 2017-2020 年销售、管理、研发、财务费用率 (%)	6
图 7: 移动互联网强化日化需求	7
图 8: 2012 年是化妆品增速超过社零总额增速的起点	7
图 9: 2020 年各国人均化妆品规模	7
图 10: 化妆品产业链情况	8
图 11: 韩国大型化妆品制造企业销售额占比领先	9
图 12: 研发机构的设置情况	13
表 1: 现任管理层成员及个人信息	6
表 2: 化妆品制造行业市占率估算	8
表 3: 外资日化产品选取本土代工工厂生产	10
表 4: 公司大客户资源丰富	10
表 5: 公司产业布局情况	11
表 6: 公司产能情况	12
表 7: 生产周期比较	12
表 8: 2021-2023 年公司收入预测	14
表 9: 可比公司估值	15
表附录: 三大报表预测值	16

1. 一体化综合代工龙头，日化界专精特新小巨人

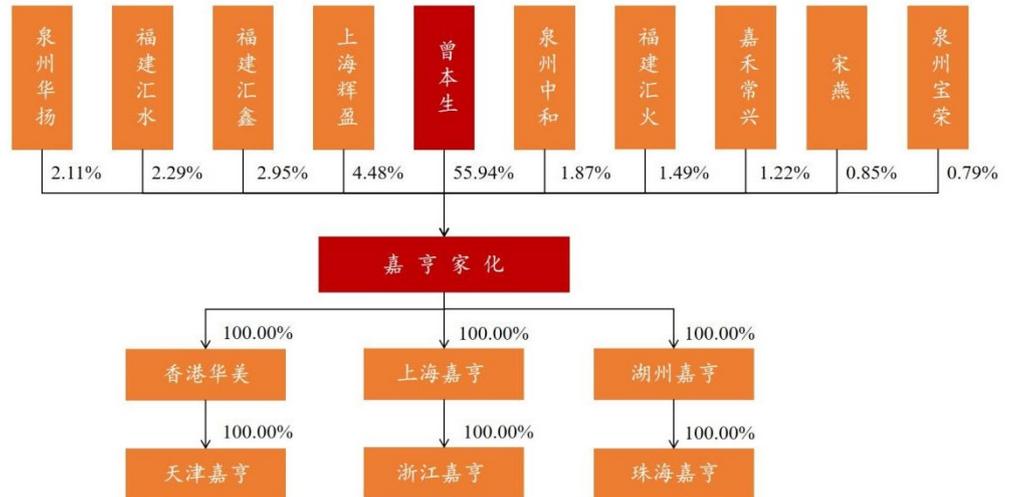
嘉亨家化是日化行业一体化综合服务的代工提供商，并已通过福建省科技小巨人企业认证、福建省专精特新企业认证。公司成立于2005年，原名为泉州华硕实业有限公司，2018年整体变更为“嘉亨家化股份有限公司”，并于2021年实现深交所上市。

公司主营业务为生产塑料包装容器、化妆品、家庭护理产品，目前已成为多个国内外知名日化品牌的核心供应商。在2005年设立之初，公司主要从事塑料包装容器的生产和销售，随着中国成为全球化妆品主要消费国，化妆品需求快速稳步增长，2011年公司以OEM模式为业务发展起点，通过了强生等品牌商的严格认证。目前已经形成日化产品OEM/ODM（自主设计制造）与塑料包装业务协同发展的策略，主要客户为强生、上海家化、郁美净、贝泰妮、百雀羚、壳牌等公司。

1.1. 公司股权结构清晰，实控人具绝对控制权

公司实际控制人处于绝对控股地位。公司前身为泉州华硕实业有限公司，公司当前实际控制人、董事长曾本生原为泉州华硕董事长，在公开发行之初，曾本生直接控制公司73.99%的股份，目前仍控股55.54%，处于绝对控股地位。公司拥有多家子公司，覆盖化妆品、护理、包装等领域的制造业。公司拥有三家子公司：上海嘉亨、湖州嘉亨、香港华美，三家孙公司：浙江嘉亨、珠海嘉亨、天津嘉亨。其中上海嘉亨资产规模最大，截至2021年6月，总资产达5亿元。

图 1：2011H1 公司股权结构图



资料来源：WIND、浙商证券研究所

1.2. 财务质量稳健，化妆品已成为第一大收入来源

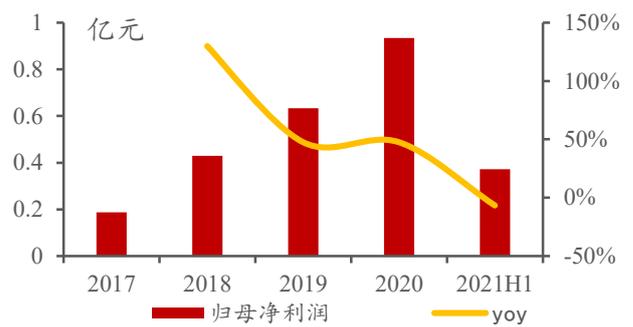
2021H1 公司实现营业收入 5.14 亿元，同比上升 31%。2021H1 公司营收 5.14 亿元，同比增长 31%，实现归母净利润 0.37 亿元，同比下降 7%，收入的高增得益于化妆品业务销售收入同比增加，净利润下滑源于人工成本上涨、产品结构变动及期间费用增加。2020 年公司实现营收 9.69 亿元，同比增长 23%，实现归母净利润 0.93 亿元，同比增长 48%。收入利润的高增长主要源于客户的增量采购。

图 2：2021H1 公司实现营收 5.14 亿元



资料来源：WIND，浙商证券研究所

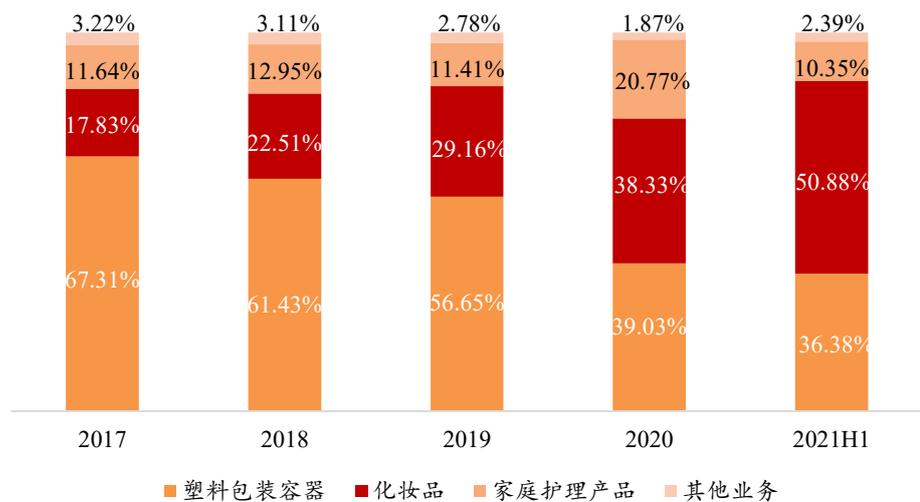
图 3：2021H1 公司实现归母净利润 0.37 亿元



资料来源：WIND，浙商证券研究所

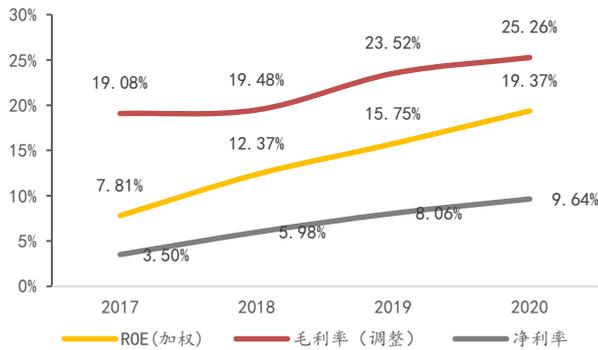
分业务来看，2021H1 化妆品已成为公司第一大收入来源。2017-2020 年，塑料包装容器为公司营收的第一大来源，2020 年化妆品(3.71 亿)已经达到和塑料包装容器(3.78)基本持平的营收水平，2021H1 化妆品/塑料包装容器/家庭护理产品/其他业务营收占比分别为 50.9%、36.4%、10.3%、2.4%，同比增速为 92.5%、10.7%、-34.5%、108.3%。公司化妆品和家庭护理产品的高速成长主要得益于存量客户的品牌种类增加以及与增量客户的合作。

图 4：2017-2021H1 化妆品、塑料包装容器、家庭护理、其他业务营业收入构成

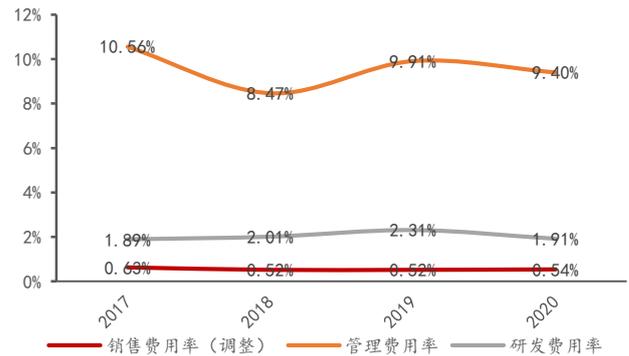


资料来源：招股说明书、WIND、浙商证券研究所

受益毛利率攀升及控费得当，近年公司 ROE 稳中有升，2020 年 ROE 为 19.4%。2020 年公司执行新收入准则，原计入销售费用的包装费及运费转入营业成本中核算。将过往几年数据进行可比调整后，不难发现近年公司毛利率呈现稳步上升态势，销售费用率、管理费用率、研发费用率保持基本稳定，整体盈利能力呈现稳中向好态势。

图 5：2017-2020 年 ROE、毛利率、净利率 (%)


资料来源：WIND，浙商证券研究所

图 6：2017-2020 年销售、管理、研发、财务费用率 (%)


资料来源：WIND，浙商证券研究所

1.3. 管理实战经验丰富，上市以来团队成员较稳定

公司拥有一支高水平的管理团队。创始人曾本生、曾焕彬为香港永久居民，具有多年企业运营的经验。副总经理徐勇毕业于厦门大学法律专业，曾任职于德勤华永南京分所、华泰联合投行部、安信证券投行部等。管理层成员都具有较强的专业背景和丰富的实战经验。

表 1：现任管理层成员及个人信息

姓名	职务	性别	出生年份	简介
曾本生	董事长	男	1946	公司创始人，曾任公司前身泉州华硕董事长、总经理，2018年5月至今任嘉亨家化董事长。
曾焕彬	总经理、董事	男	1974	公司创始人，曾任公司前身泉州华硕董事、总经理，2018年5月至今任嘉亨家化董事、总经理。
翁馥颖	董事	女	1981	毕业于国家开放大学行政管理专业，本科学历。曾任嘉亨家化股份有限公司前身泉州华硕监事，行政部经理。2019年5月至今任嘉亨家化股份有限公司董事，人事行政部经理。
徐勇	副总经理、董事会秘书	男	1982	毕业于厦门大学法律专业，硕士学历，曾任职于德勤华永会计师事务所南京分所、华泰联合证券有限责任公司投资银行部、安信证券股份有限公司投资银行部。2018年5月至今任嘉亨家化副总经理、董事会秘书。
许聪艳	副总经理	男	1975	毕业于武汉理工大学机械设计制造及其自动化专业，本科学历，中国包装联合会常务理事、主持过2项福建省级科研项目。曾任公司前身泉州华硕研发经理、副总经理，2018年5月至今任嘉亨家化副总经理。
龙韵	副总经理	女	1970	毕业于华东冶金学院化学工程专业，本科学历，曾任职于强生(中国)医疗器械有限公司、强生(中国)有限公司、上海强生有限公司。2018年5月至今任嘉亨家化副总经理。
吴丽萍	监事会主席	女	1977	毕业于国家开放大学行政管理专业，大专学历，2005年以来任职于公司前身泉州华硕公司质量部，2018年6月至今任嘉亨家化监事会主席、质量部经理。
陈聪明	财务总监	男	1979	毕业于厦门大学经济学专业，本科学历，曾任职于泛科轴承集团有限公司、福建火炬电子科技股份有限公司，2018年5月至今任嘉亨家化财务总监。

资料来源：招股说明书、浙商证券研究所

2. 日化需求井喷，代工龙头受益品牌端激烈竞争

2.1. 移动互联网强化社交需求，引领我国日化行业高速增长

移动互联网时代孕育日化需求，10年维度化妆品社零增速大幅跑赢总额增速。2012年以微信朋友圈为代表的社交软件纷纷上线，自此我国日化时代开启，化妆品社零增速开始持续领跑。2013年美颜相机诞生，艾瑞咨询报告显示截至2016年6月我国约70.5%社交网络用户每周至少分享一张影像，在这群人中约有21.3%的用户在分享影像前会用自拍APP美化影像。2012-2020年我国限额以上化妆品零售额从1721亿元增长至2996亿元，年均复合增速13%，大幅跑赢限额以上社会零售总额增速。

图 7：移动互联网强化日化需求

2012	移动互联网时代开启手机app兴起（微信朋友圈上线）
2013	美颜相机诞生
2014	面膜行业增速新高——18%
2017	彩妆行业增速新高——21%
2020	限额以上化妆品零售额同比增速19%

资料来源：Euromonitor，WIND，浙商证券研究所

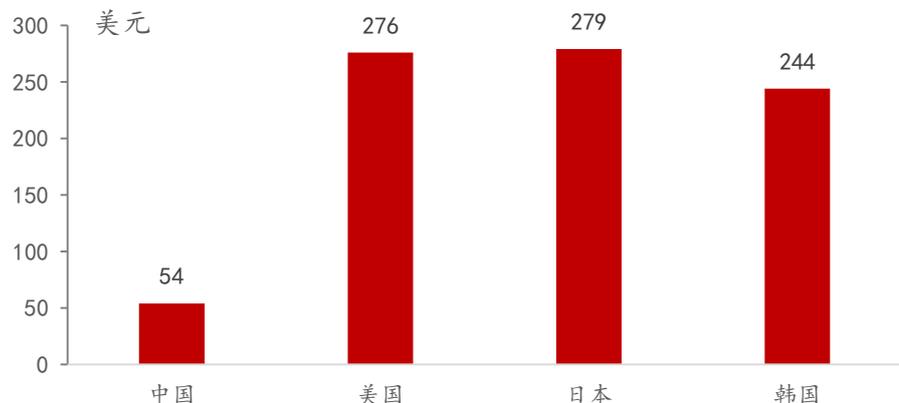
图 8：2012年是化妆品增速超过社零总额增速的起点



资料来源：WIND，浙商证券研究所

化妆品渗透率仍低，囚徒困境下看好渗透率继续攀升。横向比较，2020年美国、日本、韩国人均化妆品规模分别为我国的5.1、5.2、4.5倍，我国人均化妆品渗透率仍有不小提升空间。外貌天然的社交属性易造成“囚徒困境”，达成纳什均衡的过程将持续推高日化渗透率。一旦有人通过外力提升自身外貌，就会打破周遭社交圈原本的外貌平衡。为维持原先的外貌平衡，未尝试的人也不得不借助外力快速提升自身外貌。考虑到外貌很难达成合作，最终的纳什均衡将会是所有人都借助外力改善外貌。

图 9：2020年各国人均化妆品规模



资料来源：欧睿咨询，浙商证券研究所

2.2. 政策趋严协同自我升级，看好集中度持续提升

化妆品代工行业是社会分工的自然选择。对品牌商而言，将产品供应链等环节尽可能外包，既能降低投资扩张风险，又能有效缩短产品供应周期；对代工商而言，与尽可能

多的品牌商合作，既能不断探索细分领域的生产工艺，又能持续提升自身综合实力。代工
商与品牌商的合作是互利共赢的。

图 10：化妆品产业链情况



资料来源：欧睿咨询，浙商证券研究所

目前，我国化妆品代工制造行业集中度低。化妆品制造商市占率没有较权威的统一数据。根据欧睿咨询我国化妆品市场规模数据，结合产业信息网化妆品行业生产到终端10倍加价倍率粗略估算，2019年我国化妆品制造行业规模在480亿元左右。并由此估算行业内头部上市企业的市占率情况，第一梯队企业以诺斯贝尔、科丝美诗(中国)为代表，收入规模在20亿元左右，市占率约5-6%；第二梯队企业以嘉亨家化、韩国科玛(中国)为代表，收入规模在5-10亿元，市占率约1-2%；第三梯队企业以伊斯佳、芭薇等为代表，销售规模在1-3亿元左右，市占率不到1%。

表 2：化妆品制造行业市占率估算

项目		2019年
我国化妆品行业市场规模(亿元)		4777
加价倍率		10
化妆品制造行业规模(亿元)		478
第一梯队代表	科丝美诗	6%
	诺斯贝尔	5%
第二梯队代表	嘉亨家化	2%
	韩国科玛	1%
第三梯队代表	芭薇股份	0.5%
	伊斯佳	0.4%

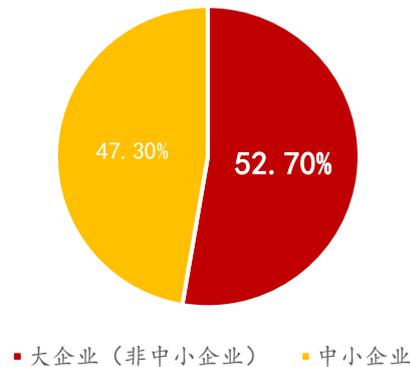
资料来源：WIND，产业调研，产业信息网，浙商证券研究所

注：科丝美诗、韩国科玛均为中国区收入。

政策趋严，代工龙头引领行业集中度提升。今年1月1日《化妆品监督管理条例》开始实施，其中明确规定了受托生产企业应当设质量安全负责人，且此人需具有5年以上化妆品生产或质量安全管理经验。仅“5年以上相关经验”就能洗却不少中小企业，未按要求配置将面临罚款、停产停业、吊销许可证等措施，重罚之下将加速尾部企业出清，持续利好具备人才禀赋的代工龙头。

横向比较下,我国本土日化代工龙头仍有巨大发展空间。根据韩国振兴保健院 KHIDI 数据,2016 年韩国化妆品制造行业中超 50%的销售份额由科丝美诗、韩国科玛等大型头部化妆品生产企业统治,剩下 5000 余家中小企业蚕食不足 50%的剩余份额。考虑到我国与韩国风土文化相似,看好我国日化代工行业重现韩国的发展路径,本土日化代工龙头市占率持续走高。

图 11: 韩国大型化妆品制造企业销售额占比领先



资料来源: 韩国振兴保健院 KHIDI, 浙商证券研究所

2.3. 品牌端百花齐放, 代工行业将持续受益于品牌竞争

日化需求井喷, 国际大牌+传统国货+新锐品牌百花齐放, 本土代工企业将持续受益于品牌商竞争。现阶段我国化妆品品牌商主要可分为 3 类: 国际大牌、传统国货、新锐品牌。3 类品牌细分需求有些许差异, 但最终的目的殊途同归, 都是希望自身产品的生产能: “优” (生产技术优)、“稳” (产能供给稳)、“快” (出品速度快)。

- 1) **国际大牌: 本土代工助力解决非主力产品的产能配置问题。** 外资日化巨头经数十年的发展, 产品及品牌矩阵日趋丰富, 需要应对大量非主力产品的产能合理配置问题。委托经验丰富、生产技术可靠的本土代工商是解决非主力产品日常性生产的优质方案。目前, 已有多家本土代工龙头获外资集团青睐: 诺斯贝尔代工资生堂多款面膜产品、嘉亨家化代工露得清多款水乳精华产品等。
- 2) **传统国货: 代工商是明星产品阶段性高销量的重要保障。** 传统国货起步晚于国际大牌, 出圈和走红往往依靠明星产品的打造。随着电商渠道的铺开, 618、双十一等节日为明星产品打造提供了机遇, 但同时也对高销量下的产能供给提出了巨大挑战。以国货品牌薇诺娜 (贝泰妮) 为例, 2019 年其销售收入约 40%在 Q4 完成, 单季度订单集中给公司短期产能带来考验。在既能保质保量、又能如期交货的两大标准下, 产能富余、经验充足的代工商就成为了不少国货品牌商的选择。
- 3) **新锐品牌: 代工商的供应链快速响应能力是新锐品牌突出重围的有效支撑。** 新锐品牌的崛起高度依赖品牌商持续跟踪时尚热点并极速完成爆品打造, 这对整体产品的供应链能力提出了极高的要求。相比审批周期较长的自建产能, 选择委托具备一体化生产、供应链快速响应能力的代工商代工生产更容易成为新锐品牌的首选, 如: 科丝美诗代工完美日记及 BIG EVE 等。

2.4. “优、稳、快” 是代工龙头尽享行业红利的必要条件

针对国际大牌、传统国货、新锐品牌 3 类下游玩家, 我们认为未来有长期客源禀赋、有一定产能优势、具备一体化生产条件的代工龙头有望更上一层楼。在选择代工商时, 国

家大牌品牌商注重可靠性，往往更愿意选择有过往经验（产品备案及生产）及优质口碑的代工商；传统国货品牌商的需求主要在产能补给，一般选择产能储备充足、生产能力稳定的代工商；新锐品牌对供应链快速响应能力要求很高，具备一体化生产条件，能有效缩短供应周期的代工商更容易被选择。

本土代工龙头已于近年完成了自我迭代升级，在激烈的竞争中突出重围。根据品观网统计，近年来众多本土企业诸如诺斯贝尔、嘉亨家化等已晋升外资日化企业的代工工厂，这正是本土代工企业竞争力提升的体现。已初获外资大牌认可的本土代工商，有能力带着优质的客源禀赋投身后续发展，具备更大的优势分羹未来。

表 3：外资日化产品选取本土代工工厂生产

品牌公司	产品	代工工厂
资生堂	泊美面膜	诺斯贝尔
	悠莱面膜	诺斯贝尔
	欧珀莱柔肤水	北京光明日化
	水之密语烫后修复	北京一轻日化
强生	露得清面膜	营口三喜加工
	露得清护肤水	嘉亨家化
	露得清精华	嘉亨家化
	露得清膏霜	嘉亨家化
拜尔斯道夫	强生婴儿爽身粉/热痱粉/护肤	嘉亨家化
	妮维雅卸妆液	上海创元
	妮维雅男士洁面	沪汇日化

资料来源：品观网，浙商证券研究所

3. 口碑优、产能稳、出货快，代工小巨人前景可期

3.1. 优：长期客户资源丰富稳定，业界口碑优

公司拥有丰富的客户资源及长期稳定的合作关系，过往履历佳，代工能力深受客户好评。OEM 模式下公司主要客户包括强生、益海嘉里、郁美净、贝泰妮、利洁时、多特瑞、百雀羚、上海家化等，ODM 模式的主要客户包括保利沃利、天津尚赫、天津气味悦泽及北京奕天世代等。公司与强生、上海家化、百雀羚已合作 10 余年，与壳牌已合作 7 年。公司不存在向单一客户的销售比例超过 50%或严重依赖少数客户的情形。公司多次被强生认定为“零缺陷项目合作伙伴”，为“大宝 SOD 蜜新装上市”做出杰出贡献，系郁美净“最佳战略合作伙伴”、上海家化“优秀供应商”、百雀羚“最佳合作伙伴”、壳牌“最优供应商”。

表 4：公司大客户资源丰富

产品类别	客户名称	销售对应生产模式	2019 年占比
塑料包装容器、化妆品、家庭护理产品	强生	OEM	24.3%
塑料包装容器、家庭护理产品	上海家化	OEM	16.0%

塑料包装容器、 化妆品	百雀羚	OEM	
	苏州绿叶日用品有限公司	OEM	
化妆品、家庭护理产品	郁美净	OEM	5.5%
	多特瑞	OEM	
家庭护理产品	益海嘉里	OEM	4.8%
	利洁时	OEM	
化妆品	贝泰妮	OEM	
	保利沃利	OEM、ODM	
	尚赫(天津)科技开发有限公司	ODM	
塑料包装容器	飞利浦	ODM	
	壳牌		20.4%
	拜尔斯道夫 上海大联石油化工有限公司	-	

资料来源：招股说明书、WIND、浙商证券研究所

存量客户品牌品类增加+增量品牌合作增多，公司化妆品和家庭护理服务持续增强。一方面，公司与现有客户合作的品类不断增多，如：与贝泰妮、多特瑞、维多利亚的秘密、三谷等客户的合作品类均不断得到扩大；另一方面，公司也不断加大新客户的拓展。2020年公司与宝洁、联合利华等知名客户以及多家新品牌建立了合作关系，为公司的稳定健康发展奠定了坚实的基础。

3.2. 稳：重点区域布局完善，生产能力稳

公司已初步完成对长三角、珠三角、京津冀等区域的战略布局，深度享受产业集群效应。日化行业技术涉及的学科较多且复杂，行业内具有丰富经验的高端技术人才相对稀缺。就现状而言，高端人才供给的地域性较强，主要分布在经济较发达地区。如本土化妆品企业上海家化及多家国际化妆品品牌中国事业部中心的所在地长三角地区，就汇聚了大量行业高端技术人才，具有较明显的产业集群效应。

表 5：公司产业布局情况

区位	公司名称	所在城市	主要产品	主要服务客户
珠三角	嘉亨家化	泉州	塑料包装	强生、上海家化、壳牌、百雀羚
			粉类化妆品	强生
	珠海嘉亨	珠海	塑料包装	壳牌
江浙沪	上海嘉亨	上海	化妆品	强生、郁美净、贝泰妮、保利沃利
			家庭护理产品	益海嘉里、利洁时、强生
	浙江嘉亨	嘉兴	塑料包装	上海家化、壳牌、强生、百雀羚
			香皂	强生、利洁时、上海家化
湖州嘉亨	湖州	化妆品及塑料包装	尚处于建设期	
京津冀	天津嘉亨	天津	塑料包装	壳牌

资料来源：嘉亨家化招股说明书，浙商证券研究所

公司产能储备充足，具备较强的稳定生产能力。公司拥有先进的纯水处理系统、空调净化系统、MES 控制系统、配制生产线、灌装生产线、注塑机、吹瓶机、丝印机，拥有 10 万级化妆品洁净生产车间，具备较稳定的生产能力。公司现有塑料包装产能 87000 万个、化妆品产能 21000 吨，家庭护理产能 25000 吨。根据公告公司现有产能利用率，尤其是景气度较高的化妆品业务，已接近饱和。待明年湖州嘉亨投产后，公司将再获塑料包装产能 30000 万个、化妆品产能 38000 吨，为公司后续发展提供坚实产能。根据相关公告，湖州嘉亨预计 2023 年达产，达产后预计可实现年营业收入约 6.5 亿元，有望直接增厚公司业绩。

表 6：公司产能情况

主要产品	设计产能	产能利用率	在建产能	投资建设情况
塑料包装容器	87000 万个	80%	30000 万个	自 2020 年 5 月开始施工，尚在建 设中，预计 2022 年 5 月建成
化妆品	21000 吨	97%	38000 吨	
家庭护理产品	25000 吨	74%	-	-

资料来源：嘉亨家化招股说明书，公司公告，浙商证券研究所

3.3. 快：包材与内容物一站式制造，代工出货快

公司是国内少数拥有产品设计能力、精密模具开发技术的塑料包装企业，是具备日化内容物及包材一站式制造的稀缺龙头。日化产品内容物及包装相辅相成，需进行一体化开发、设计。一般而言，日化品牌商为确保产品风格、交货时间等不发生冲突，需先分别与包材商、内容物生产商进行沟通，再分别向包材商、内容物生产商采购，最终形成完整的产品。

一站式生产服务可有效缩短客户的交货周期，满足品牌快速迭代的综合需求，进一步增强客户粘性。根据公司招股书披露，公司日化内容物生产周期一般为 15 天，公司自行生产（从精密成型到印刷/贴标/烫金、检测成品入库）及外购塑料包装产品的周期分别为 7-10 天及 30 天。由此测算，待公司湖州新厂建设完毕、实现日化内容物及包材的一体化生产后，将比分别生产包材、日化内容物缩短 20 天左右的生产周期。在日化产品追求快速迭代的当下，越快完成生产就越能成为品牌商的首选。

表 7：生产周期比较

	一体化生产	分别采购
包材	7-10 天	30 天
内容物	15 天	15 天
其他（如沟通等）	/	若干天
合计	22-25 天	大于 45 天

资料来源：嘉亨家化招股说明书，公司公告，浙商证券研究所

3.4. 专精特新：研发体系完整，已获科技小巨人认证

公司具有长期技术储备及持续的创新研发能力，截至 2021 年 6 月，公司拥有 172 项境内专利及 1 项境外专利，其中发明专利 32 项。公司建立了完整的研发体系，创新组织机构完善，管理运作规范，确保了公司各项持续性创新机制的实施以及各项研发活动的有序开展。目前，公司以被认定为高新技术企业，通过工信部信息化和工业化融合管理体系认证、福建省知识产权优势企业认证、福建省科技型企业认证、福建省科技小巨人企业认证、福建省专精特新企业认证，拥有“福建省日化塑料包装容器企业工程技术研究中心”和“福建省工业设计中心”等研发创新平台。

图 12：研发机构的设置情况



资料来源：招股说明书、浙商证券研究所

4. 盈利预测

4.1. 核心假设

公司业务板块主要分为：**塑料包装容器、化妆品、家庭护理产品**。2020 年公司塑料包装容器产能 87000 万件、日化产品（化妆品及家庭护理产品）合计产能 46000 吨。公司自 2020 年 5 月起新建湖州嘉亨生产基地，预计 2022 年 5 月建成，建成后预计扩化妆品产能 38000 吨、塑料包装容器产能 30000 万件。根据公司公告，公司预计项目投产后第 3 年达设计产能的 100%，这将成为公司未来几年的重要业绩支撑保障。此外，公司于今年 6 月 30 日公告，拟使用自有资金购买位于湖州市南浔区练市镇 91969 平方米的国有土地使用权，再次对未来化妆品及家庭护理业务的产能扩建给予充足储备。

分业务来看：

我们预计**塑料包装容器业务** 2021-2023 年产能分别为 87000/117000/117000 万件，考虑到未来逐步达产，预计产能利用率分别为 87%/75%/90%，考虑到公司是接订单代工生产，预计产销率分别为 100%/100%/100%，考虑到未来此项业务更多作为化妆品业务的附加项，客户的价格敏感度较低，预计单项价格维持在 0.55 元/件，由此推算 2021-2023 年塑料包装容器业务预计实现收入 4.2/4.8/5.8 亿元。

我们预计**化妆品业务** 2021-2023 年产能分别为 25000/63000/63000 吨，考虑到未来逐步达产，预计产能利用率分别为 110%/65%/90%，考虑到公司是接订单代工生产，预计产销率分别为 100%/100%/100%，考虑到后续行业竞争加剧，预计销售价格分别为 1.90/1.60/1.40 万元/吨，由此推算 2021-2023 年化妆品业务预计实现收入 5.2/6.6/7.9 亿元。

我们预计**家庭护理业务** 2021-2023 年产能分别为 21000/21000/21000 吨，预计产能利用率分别为 65%/80%/95%，考虑到公司是接订单代工生产，预计产销率分别为 100%/100%/100%，考虑到此项业务的合作方大多为长期合作的大品牌方，相比价格更注重生产的稳定性，预计销售价格维持在 1.09 万元/吨，由此推算 2021-2023 年化妆品业务预计实现收入 1.5/1.8/2.2 亿元。

另外，以上述 3 项收入的 2%计算公司未来 3 年其他业务收入。

毛利率及费用率方面，考虑到化妆品代工行业具备一定的客户粘性，下游品牌商转换代工合作方的试错成本较高。即使面临原材料的持续涨价，公司也有能力通过谈判将相关成本及费用转嫁于下游，即公司有一定实力维持自身盈利能力，因此我们预计 2021-2023 年塑料包装容器业务毛利率维持 24.85%、化妆品业务毛利率维持 21.61%、家庭护理业务毛利率维持在 16.36%，其他业务维持在 33.90%；预计 2021-2023 年公司销售费用率分别为 0.54%/0.54%/0.54%，管理费用率分别为 9.26%/9.53%/9.40%，研发费用率分别为 2.08%/2.10%/2.03%。

表 8：2021-2023 年公司收入预测

项目	单位	2021 年	2022 年	2023 年
塑料包装容器				
产能	万件	87000	117000	117000
产能利用率		87%	75%	90%
生产量	万件	75690	87750	105300
产销率		100%	100%	100%
销售量	万件	75690	87750	105300
销售价格	元/件	0.55	0.55	0.55
收入	万元	41630	48263	57915
yoy		10%	16%	20%
化妆品				
产能	吨	25000	63000	63000
产能利用率		110%	65%	90%
生产量	吨	27500	40950	56700
产销率		100%	100%	100%
销售量	吨	27500	40950	56700
销售价格	万元/吨	1.90	1.60	1.40
收入	万元	52250	65520	79380
yoy		41%	25%	21%
家庭护理产品				
产能		21000	21000	21000
产能利用率		65%	80%	95%
生产量	吨	13650	16800	19950
产销率		100%	100%	100%
销售量	吨	13650	16800	19950
销售价格	万元/吨	1.09	1.09	1.09
收入	万元	14918	18360	21803
yoy		-26%	23%	19%
其他				
收入	万元	2176	2643	3182
占上述 3 项收入比重		2.00%	2.00%	2.00%
总收入	万元	110973	134785	162280
yoy		15%	21%	20%
销售费用率		0.54%	0.54%	0.54%
管理费用率		9.26%	9.53%	9.40%
研发费用率		2.08%	2.10%	2.03%

资料来源：WIND、公司公告、浙商证券研究所

4.2. 估值

我们选取日化及包装制造行业 3 家具代表性的企业作估值参考，3 家公司 2021-2023 年预期平均 PE 分别为 48/37/30 倍。相较于行业平均估值，嘉亨家化仍有较大提升空间。考虑到嘉亨家化是行业内稀缺的一体化龙头，可提供日化行业包材及内容物的一站式生产，可尽享行业红利，我们给予嘉亨家化行业平均估值，给予其 2022 年 37 倍估值。

表 9：可比公司估值

证券代码	上市公司	目前市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
002243.SZ	力合科创	110	5.9	5.6	6.1	6.6	19	20	18	17
603605.SH	珀莱雅	394	4.8	5.9	7.3	9.0	83	67	54	44
600315.SH	上海家化	306	4.3	5.3	8.0	10.6	71	58	38	29
平均值							58	48	37	30
300955	嘉亨家化	33	0.93	0.86	1.01	1.25	35	37	32	25

资料来源：WIND、浙商证券研究所。（对应市值选取日期为 2021 年 11 月 2 日。）

4.3. 投资建议

公司主营业务为日化产品制造及包装容器制造，我们预计 2021-2023 年公司实现收入 11.10/13.48/16.23 亿元，同比增 14.57%/21.46%/20.40%，预计实现归母净利润 0.86/1.01/1.25 亿元，同比增速为-7.54%/17.03%/23.52%，对应 EPS 为 0.86/1.00/1.24 元/股，对应 PE 为 38/32/26 倍。考虑到公司前景广阔且具备一定的竞争力，我们给予公司 2022 年 37 倍 PE，对应市值约 37 亿元，较当前市值仍有 10%以上空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

5. 风险提示

- 1、市场需求波动的风险。**化妆品消费量受居民收入变动的较大影响，若我国宏观经济增速减缓、人均可支配收入下降，则可能导致化妆品市场需求下滑，进而导致化妆品订单减少，会对公司的经营成果和盈利能力造成不利影响。
- 2、客户集中度较高的风险。**公司主要客户为强生、上海家化、郁美净、贝泰妮、百雀羚、壳牌、益海嘉里等国内外知名品牌公司，客户集中度较高。若主要客户因市场竞争加剧、经营不善、战略失误等内外原因导致其市场份额缩减，或公司在产品配方、生产设备、质量控制、交货时间等方面不能满足客户需求导致主要客户转向其他厂商，公司的业务收入会随之受到较大影响。
- 3、原材料价格波动风险。**公司采购占比较大的主要原材料是 PE、PP 等合成树脂，PE、PP 属于石油化工行业下游产品，其价格受国际原油市场价格波动影响较大。原材料价格的波动将直接影响公司的生产成本，导致毛利率的波动，给公司的经营业绩带来一定的影响。
- 4、疫情反复风险。**疫情情况反复甚至影响加剧，将导致公司及上下游企业停产停工，对公司的采购和销售造成重大影响，则可能会对公司的生产经营造成一定负面影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	533	608	726	879	营业收入	969	1110	1348	1623
现金	90	86	123	138	营业成本	724	862	1047	1260
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	5	5	6	8
应收账款	261	309	345	428	营业费用	5	6	7	9
其它应收款	5	6	7	8	管理费用	91	103	128	152
预付账款	13	11	14	19	研发费用	19	23	28	33
存货	164	194	235	284	财务费用	9	5	5	6
其他	1	2	2	2	资产减值损失	2	3	3	4
非流动资产	340	366	400	435	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	3	3	3	3
固定资产	231	250	273	295	营业利润	117	106	125	154
无形资产	38	43	52	56	营业外收支	(0)	(0)	(0)	(0)
在建工程	51	55	62	74	利润总额	117	106	125	154
其他	20	17	14	11	所得税	24	19	24	29
资产总计	874	973	1126	1314	净利润	93	86	101	125
流动负债	343	356	408	472	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	116	112	109	113	归属母公司净利润	93	86	101	125
应付款项	183	198	247	302	EBITDA	156	132	153	185
预收账款	0	6	5	5	EPS (最新摊薄)	0.93	0.86	1.00	1.24
其他	44	40	46	53	主要财务比率				
非流动负债	2	2	2	2		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	2	2	2	2	营业收入	23.29%	14.57%	21.46%	20.40%
负债合计	345	358	410	474	营业利润	58.09%	-9.71%	18.04%	23.78%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	53.68%	-7.54%	17.03%	23.52%
归属母公司股东权益	529	615	716	840	获利能力				
负债和股东权益	874	973	1126	1314	毛利率	25.26%	22.36%	22.30%	22.36%
					净利率	9.64%	7.78%	7.50%	7.69%
					ROE	19.37%	14.77%	14.63%	15.53%
					ROIC	15.04%	11.93%	12.22%	13.02%
					偿债能力				
					资产负债率	39.49%	35.87%	35.61%	35.37%
					净负债比率	33.66%	31.30%	26.70%	23.74%
					流动比率	1.56	1.78	1.84	1.92
					速动比率	1.08	1.23	1.27	1.32
					营运能力				
					总资产周转率	1.23	1.19	1.25	1.30
					应收帐款周转率	4.40	3.91	4.10	4.14
					应付帐款周转率	4.69	4.53	4.71	4.59
					每股指标(元)				
					每股收益	0.93	0.86	1.00	1.24
					每股经营现金	0.75	0.57	1.07	0.84
					每股净资产	6.99	6.35	7.36	8.59
					估值比率				
					P/E	-	38	33	26
					P/B	-	5	4	4
					EV/EBITDA	-	25	21	18

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	75	57	108	85
净利润	93	86	101	125
折旧摊销	34	23	25	28
财务费用	9	6	6	6
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	(17)	(34)	11	(32)
其它	(44)	(23)	(35)	(42)
投资活动现金流	(103)	(51)	(63)	(66)
资本支出	(78)	(38)	(47)	(54)
长期投资	0	0	0	0
其他	(25)	(13)	(15)	(12)
筹资活动现金流	8	(10)	(9)	(3)
短期借款	16	(4)	(3)	3
长期借款	0	0	0	0
其他	(8)	(6)	(6)	(6)
现金净增加额	(20)	(4)	36	16

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>