

内料包材一体化日化 OEM 服务商，拓产能扩客户

买入|首次

——嘉亨家化（300955）公司首次覆盖报告

报告要点：

- **公司是国内领先的日化产品 OEM 及塑料包装研发、生产服务商**
 公司成立于 2005 年，早期从事日化产品的塑料包装容器生产与销售，2011 年切入化妆品 OEM 业务，通过严格审核，进入到强生等国内外知名日化集团供应链，形成日化产品 OEM+塑料包装设计、生产的一站式服务能力。
- **化妆品代工行业：终端需求增长带动市场扩容，新规催化集中度提升**
 2020 年我国美妆个护市场规模达到 5199 亿元，受疫情影响增速有所回落，长期来看，我国化妆品品类渗透、人均消费提升空间大，增长前景佳。零售端的景气有望带动代工市场持续扩容，据青眼，2020 年国内化妆品代工市场规模预计超过 600 亿。目前国内代工市场竞争格局分散，截止 2021 年 12 月全国共有 5695 家持证化妆品生产企业，其中 20 亿元以上规模的仅有 2 家，其余多在亿元以下，处于无序竞争状态。化妆品新规催化下，生产配置条件低、管理流程不规范、研发能力弱的中小企业或将淘汰，头部企业有望受益，集中度有望提升。
- **日化产品代工+塑料包装协同发展，扩产能、拓客户有望带来新增量**
 日化产品 OEM/ODM 及塑料包装业务协同发展，推动公司规模不断扩大。我们认为公司的核心优势在于：1) 稳定高效的生产能力：生产响应速度快，质量管理能力强，化妆品交货期控制在 30 天内，满足日化产品快速迭代需求。公司产能利用率常居高位，2022 年湖州新工厂有望逐步投产，释放增长潜力。2) 提供内容物+包装一站式服务，整合优化客户供应链，满足客户成本控制及交货速度的综合需求。3) 绑定国内外大集团，业绩稳定性强：多年深耕强生、壳牌、上海家化、贝泰妮等国内外优质客户，持续深化服务，业绩稳定性强。新客拓展方面，目前公司已与宝洁、联合利华、贝亲等知名品牌以及逐本、PMPM 等新锐品牌建立了合作关系，有望贡献新增量。

● 投资建议与盈利预测

我们预计 2021-2023 年公司实现营收 12.00/16.17/21.48 亿元，实现归母净利润 0.88/1.40/1.92 亿元，EPS 分别为 0.88/1.39/1.90 元。参考可比公司估值，考虑到公司较好的成长性，给 2022 年 PE 30x，对应目标价 41.70 元，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧，客户流失，疫情反复，原材料价格波动

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	785.66	968.61	1200.44	1616.94	2148.41
收入同比(%)	9.42	23.29	23.93	34.70	32.87
归母净利润(百万元)	63.33	93.41	88.33	140.29	191.64
归母净利润同比(%)	47.50	47.51	-5.44	58.83	36.60
ROE(%)	14.54	17.66	9.00	12.50	14.59
每股收益(元)	0.63	0.93	0.88	1.39	1.90
市盈率(P/E)	53.45	36.24	38.32	24.13	17.66

资料来源：Wind, 国元证券研究所

当前价/目标价：33.82 元/41.70 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：70.0 / 29.15

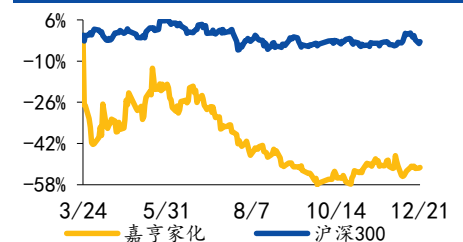
A 股流通股（百万股）：25.20

A 股总股本（百万股）：100.80

流通市值（百万元）：852.26

总市值（百万元）：3409.06

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-2022 年零售及社服行业策略报告：消费预期向好，布局高景气和改善板块》
 2021.12.11

报告作者

分析师 **李典**
 执业证书编号 **S0020516080001**
 电话 **021-51097188-1866**
 邮箱 **lidian@gyzq.com.cn**

联系人 **徐熠雯**
 邮箱 **xuyiwen@gyzq.com.cn**

目 录

1.嘉亨家化：国内领先的日化产品 OEM 及塑料包装服务商	4
2.财务分析：收入稳步增长，利润端受原材料价格波动影响短期承压	6
3.行业分析：终端需求增长带动代工市场扩容，新规催化集中度有望提升	8
3.1 化妆品行业：品类渗透+人均消费增长逻辑未变，长期景气无忧	8
3.2 化妆品代加工行业：行业分散，新规催化下集中度有望加速提升	10
4.公司分析：日化产品代工+塑料包装业务协同发展，扩产能、拓客户有望带来新增量	15
4.1 生产能力强，产能扩张有望释放增长潜力	16
4.2 提供日化产品内容物+包装一站式服务，助力品牌降本增效	18
4.3 深耕优质客户，持续深化服务，积极拓展新客户	20
5、盈利预测与投资建议	25
6、风险提示	26

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构	5
图 3：2017-2021 前三季度公司营收及增速	6
图 4：2017-2021 前三季度公司归母净利润及增速	6
图 5：2017-2021 前三季度公司毛利率与净利率	7
图 6：2017-2021 前三季度公司销售/管理/研发费用率	7
图 7：2017-2021 前三季度公司存货及应收账款周转率	7
图 8：2017-2021 前三季度公司收现比、净现比	7
图 9：2011-2020 年中国美妆个护市场规模及增速	8
图 10：2011-2020 年全球 TOP10 美妆个护市场复合增速	8
图 11：限额以上企业商品零售总额当月同比增速及化妆品类当月同比增速	9
图 12：2020 年国内美妆个护市场细分品类规模及近 5 年复合增速情况	9
图 13：中国化妆品代加工行业市场规模及增速	10
图 14：OEM、ODM、OBM 三种代工模式	11
图 15：2020 年全球 TOP10 化妆品代工企业营收（单位：亿元人民币）	14
图 16：公司的塑料包装产品	15
图 17：公司化妆品及家庭护理产品开发品目	15
图 18：公司主要客户及对应产品	15
图 19：2017-2021H1 公司分产品收入（亿元）	16
图 20：2017-2021H1 公司分产品收入占比	16
图 21：公司塑料包装及日化品生产响应速度	17
图 22：2017-2020 年公司各产品产能情况（吨/吨/万个）	18
图 23：2017-2020 年公司各产品产能利用率情况	18
图 24：公司日化产品以及塑料包装生产基地布局情况	20

图 25: 2017-2021H1 公司前五、前三大客户收入占比.....	20
图 26: 2017-2020H1 公司前三大客户各自的收入占比.....	20
图 27: 2017-2020H1 公司对强生、壳牌、上海家化的销售金额 (亿元)	21
图 28: 融入国内外知名日化品牌供应链所需步骤及时长	23
图 29: 公司化妆品 ODM 业务收入 (万元) 增速及占比.....	24
图 30: 公司化妆品 ODM、OEM 业务毛利率及同业比较.....	24
表 1: 公司董事会主要成员及核心管理团队履历	5
表 2: 全球护肤、彩妆、头发及身体护理代工市场份额及规模情况	10
表 3: 国内主要化妆品代工企业情况 (营收、净利率为 2020 年数据, 单位为亿元人民币)	12
表 4: 《化妆品监督管理条例》及配套法规相继出台	13
表 5: 全球前四大化妆品代工企业经营情况	14
表 6: 公司质量控制体系.....	17
表 7: 公司拥有自主知识产权的核心技术	19
表 8: 公司主要客户、合作历史及变动情况、目前合作领域以及 OEM 业务的收入确认方式.....	21
表 9: 截止 2021 年 3 月公司与主要客户签署的框架协议合同	23
表 10: 可比公司 PE 估值表 (更新于 2021 年 12 月 20 日)	25

1.嘉亨家化：国内领先的日化产品 OEM 及塑料包装服务商

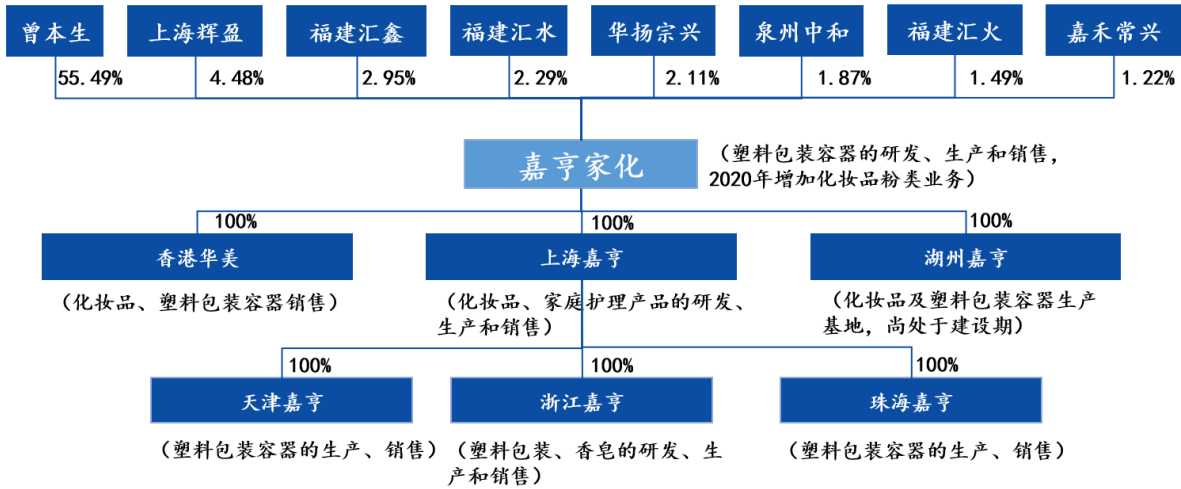
公司是国内领先的日化产品 OEM/ODM 及塑料包装容器研发、生产服务商。公司成立于 2005 年，早期从事日化产品的塑料包装容器生产与销售。2011 年，公司抓住国内化妆品需求快速增长大趋势，切入化妆品代工，以 OEM 模式为起点，通过了强生等品牌商的严格认证，进入跨国集团日化品供应链。2017 年开始，在持续扩大 OEM 业务的基础上，不断提升 ODM 业务规模，形成了从塑料包装容器设计、化妆品配方研发到生产制造以及仓储物流的全链路服务能力，可为客户提供单独的塑料包装、单独的日化产品内容物生产或一站式的服务。公司目前在泉州、天津、上海、嘉善、珠海均设有大型的研发及生产基地，先后通过 GMPC、ISO9001、ISO22716、ISO14001、OHSAS18000 等国际知名认证，并获得高新技术企业、信息化和工业化融合管理体系认证、福建省科技小巨人企业等认证。2021 年 3 月公司在创业板上市。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、招股书，国元证券研究所

公司股权结构集中，创始人、董事长曾本生为控股股东，直接持有公司 55.49% 股权，实控人为曾本生、曾焕彬父子。截止 2021 年三季度，公司创始人、董事长曾本生直接持有公司 55.49% 股权，为公司控股股东。公司实控人为曾本生、曾焕彬父子，曾焕彬现任公司董事、总经理。福建汇鑫、福建汇水、福建汇火均为公司副董事长郑平控制，郑平合计间接持股 6.73%。嘉禾常兴（持股比例 1.22%）、泉州恒亨（未进入前十大股东）、泉州众亨（未进入前十大股东）为公司员工持股平台，股东涵盖中高级管理层及骨干员工。

图 2：公司股权结构


资料来源：公司公告，国元证券研究所

高管及核心业务人员专业经验丰富。公司高管团队及核心业务人员专业经验丰富，其中副总龙韵女士曾任职强生；副总许聪艳先生曾主持“化妆品外包装塑料翻盖的配方及其制备方法”、“防伪防盗日化塑胶包装自动生产线项目”2项福建省级科研项目，是福建省工业设计十佳精英任务，为中国包装联合会常务理事；上海嘉亨研发经理罗浩曾任职于上海庄臣、雅芳美容化学品研发公司，化妆品研发经验丰富。截止2020年底，公司共有在职员工2023人，其中生产人员1441人，占比71%，行政人员373人，占比18%，技术人员128人，占比6%，销售、财务人员49人、32人。

表 1：公司董事会主要成员及核心管理团队履历

姓名	现任职务	工作经历
曾本生	董事长	公司创始人，1946年生，曾任公司前身泉州华硕董事长、总经理
郑平	副董事长	1978年生，毕业于香港理工大学管理专业，博士学历；曾任职于莆田金匙啤酒有限公司、国立华侨大学计算机应用研究所、泉州市火炬电子元件厂，曾任福建火炬电子科技股份有限公司董事、副总经理、董事会秘书、财务总监
曾焕彬	董事、总经理	公司创始人曾本生之子，1974年生，曾任公司前身泉州华硕董事、总经理
翁馥颖	董事、人事行政部经理	1981年生，毕业于国家开放大学行政管理专业，本科学历；曾任公司前身泉州华硕监事、行政部经理
龙韵	副总经理	1970年生，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）医疗器材有限公司、强生（中国）有限公司、上海强生有限公司
许聪艳	副总经理	1975年生，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；2005年以来历任公司研发经理、副总经理；中国包装联合会常务理事；主持过2项福建省级科研项目
徐勇	副总经理、董事会秘书	1982年生，毕业于厦门大学法律专业，硕士学历；曾任职于德勤会计师事务所南京分所、华泰联合证券投资银行部、安信证券投资银行部
陈聪明	财务总监	1979年生，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
罗浩	上海嘉亨研发经理	1985年生，毕业于同济大学物理化学专业，硕士学历；曾任职于立邦涂料、上海庄臣、雅芳美容化妆品研发公司

资料来源：公司公告，国元证券研究所

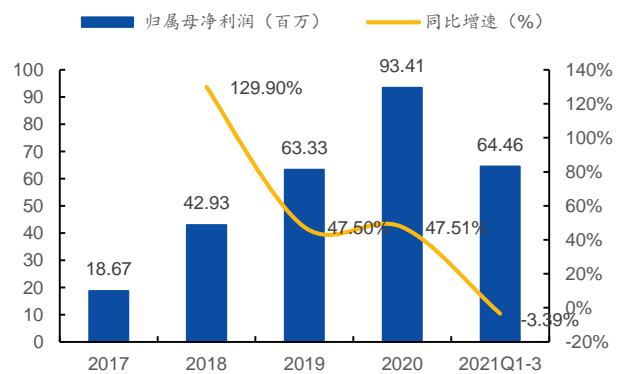
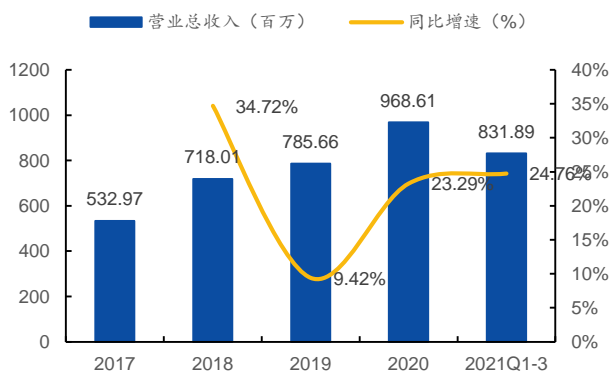
2. 财务分析：收入稳步增长，利润端受原材料价格波动影响

短期承压

近年来公司收入、利润保持较好增长，2021 年受到原料及人工成本上涨、上市费用、研发及营销团队扩张影响，利润端短期承压。在日化产品 OEM/ODM 与塑料包装业务协同发展的经营策略下，公司收入稳步增长，2020 全年实现收入 9.69 亿元，同比增长 23.29%，2017-2020 年复合增长率达到 22.03%，其中 2019 年增速略有下降，主要受到百雀羚业务缩减影响；利润端，2020 全年实现归母净利润 9341 万元，2017-2020 年复合增速 71.03%，利润增长整体快于收入增长，较好的客户拓展+成本控制+产品结构优化，推动规模效应逐步显现。2021 年前三季度，公司收入 8.31 亿元，同比增长 24.76%，保持较好增长，归母净利润 6446 万元，同比下降 3.39%，主要受到原料及人工成本上涨、研发及营销团队扩张、挂牌上市相关费用增加影响，短期承压。

图 3：2017-2021 前三季度公司营收及增速

图 4：2017-2021 前三季度公司归母净利润及增速

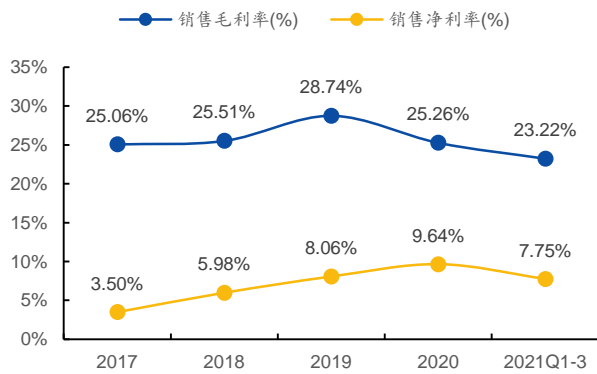


资料来源：wind，国元证券研究所

资料来源：wind，国元证券研究所

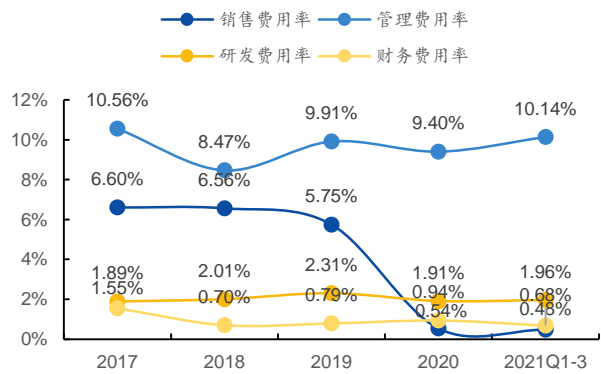
拉长时间维度看，公司整体毛利率水平稳中有升，净利率持续攀升，后续原料及人工成本上涨有望逐步传导，利润率有望修复。2017-2019 年公司毛利率持续攀升，主要受到客户及产品结构优化推动，2020 年起新收入准则下部分销售费用转移至营业成本，导致毛利率有所下降，若剔除新收入准则影响，公司毛利率仍保持上升趋势，2021 年前三季度受原材料价格上涨及人工成本上涨（今年没有社保减免）影响，公司毛利率有所下降，达到 23.22%，公司产品定价为成本加成法，对部分客户每季调整价格，后续毛利率有望逐步修复。费用端，销售费用率稳中有降，2020 年受新收入准则口径调整影响大幅下降，整体稳中有降；管理费用率今年有较大增长，主要系职工薪酬、外租仓库及公司挂牌上市费用增加所致；研发费用率 2% 左右，投入较为稳定。伴随成本传导以及部分一次性费用影响消退，后续利润率水平有望修复。

图 5：2017-2021 前三季度公司毛利率与净利率



资料来源：wind，国元证券研究所

图 6：2017-2021 前三季度公司销售/管理/研发费用率

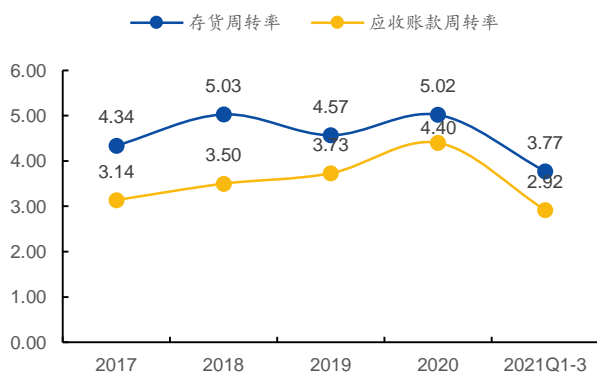


资料来源：wind，国元证券研究所

存货周转保持较好水平，应收账款周转有所加快。2017-2021 年前三季度，公司存货周转天数分别为 83 天、72 天、79 天、72 天和 72 天，公司生产模式为订单式生产，结合客户需求以及自身实际产能、产品生产耗时制定排产计划，并对原材料、库存商品进行合理的库存管理，保持较快的存货周转速度。2017-2021 年前三季度公司应收账款周转天数为 115 天、103 天、96 天、82 天和 92 天，有所加快，整体与公司信用政策相符。

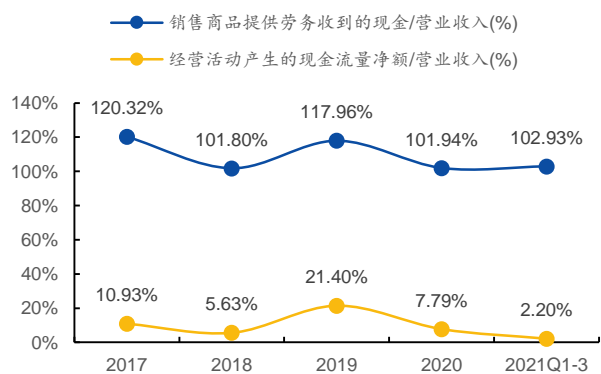
现金流方面，公司收现比保持在 1 以上，营业收入收现能力强，净现比较低，主要受到非付现因素、经营性应收应付项目、存货增加等因素共同影响。2017-2021 年前三季度，公司收现比分别为 1.20、1.02、1.18、1.02、1.03，营业收入收现能力强，经营性现金流量净额分别为 5823 万元、4045 万元、1.68 亿元、7548 万元和 1833 万元，均为正数，经营活动现金流量良好，与净利润的差异主要系利润表中非付现因素、经营性应收和应付项目增减以及存货增加等因素共同影响所致。

图 7：2017-2021 前三季度公司存货及应收账款周转率



资料来源：wind，国元证券研究所

图 8：2017-2021 前三季度公司收现比、净现比



资料来源：wind，国元证券研究所

3.行业分析：终端需求增长带动代工市场扩容，新规催化集中度有望提升

3.1 化妆品行业：品类渗透+人均消费增长逻辑未变，长期景气无忧

2020年我国美妆个护市场规模达到5199亿元，受疫情影响增速有所回落。据欧睿，过去十年中国化妆品市场实现翻倍增长，前十大化妆品消费国中，中国、印度等新兴市场增长较快，中国以8.6%的复合增速领跑全球。2020年中国化妆品市场规模5199亿元，同比增长7.2%，规模仅次于美国（5860亿元）。受疫情影响，2020年化妆品行业整体增速有所下降，但仍保持在较好水平。欧睿预计到2025年中国化妆品市场规模达到8112亿元，2020-2025年CAGR 9.3%。

图 9：2011-2020 年中国美妆个护市场规模及增速

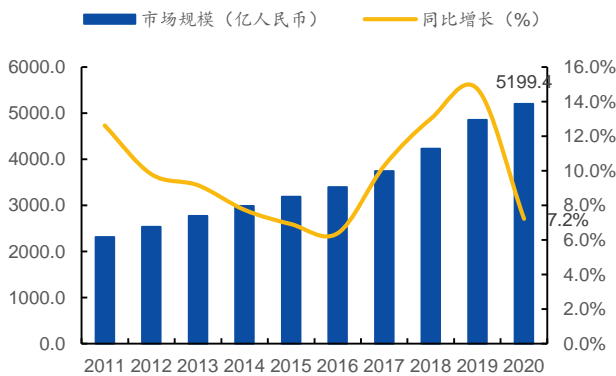
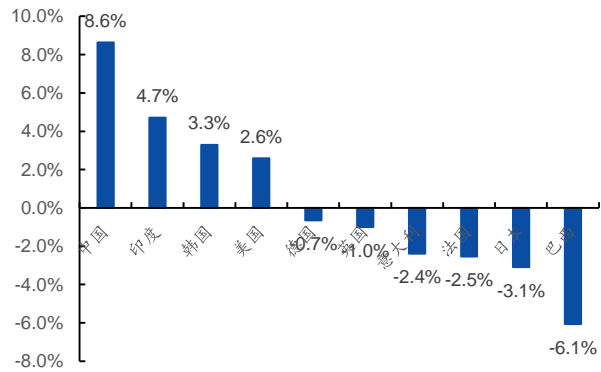


图 10：2011-2020 年全球 TOP10 美妆个护市场复合增速

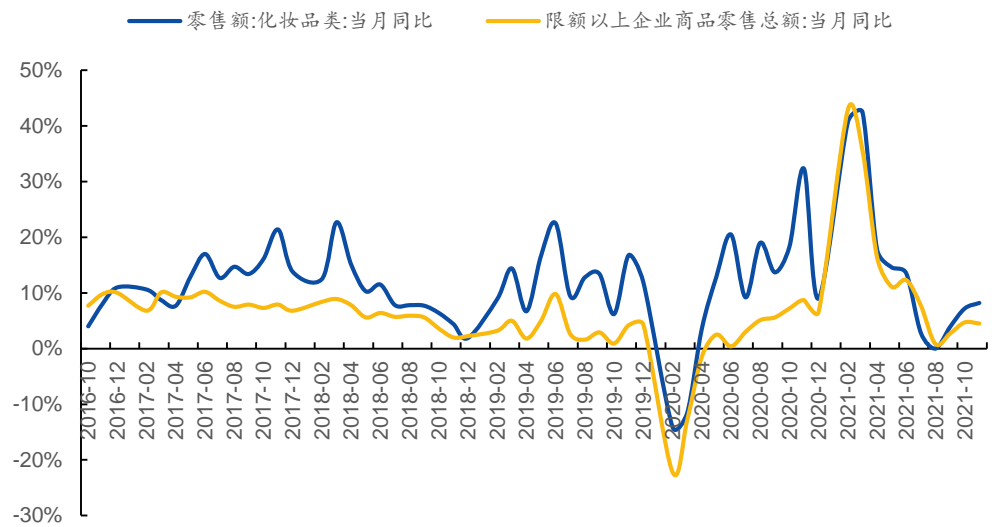


资料来源：欧睿，国元证券研究所

资料来源：欧睿，国元证券研究所

2021年下半年，受到去年基数前低后高、化妆品新规正式实施、疫情反复抑制彩妆需求等影响，化妆品行业短期增速有所调整。2021年1-11月，限额以上单位商品零售同比增长14.2%，其中化妆品类同比增长15.3%，跑赢大盘。但从7月开始化妆品类增速由两位数迅速滑落，我们认为有以下原因导致：1) 由于2020年化妆品销售受到疫情影响呈现前低后高的局面，不少企业上半年受到疫情冲击下半年加大折扣力度来保证全年业绩，因而整体去年下半年基数较大。2) 今年5月1日起，《化妆品分类规则和分类目录》、《化妆品功效宣称评价规范》等法规正式实施，同时化妆品新注册备案平台也同步启用，化妆品行业正式进入功效时代。新规之下，整体新品推出速度在年中及三季度受到一定程度影响。3) 今年核心化妆品渠道天猫流量势能加速转弱，对部分品牌产生影响。4) 彩妆品类社交场景属性较重，受到疫情以及去年高基数影响，短期增速回落较为明显。

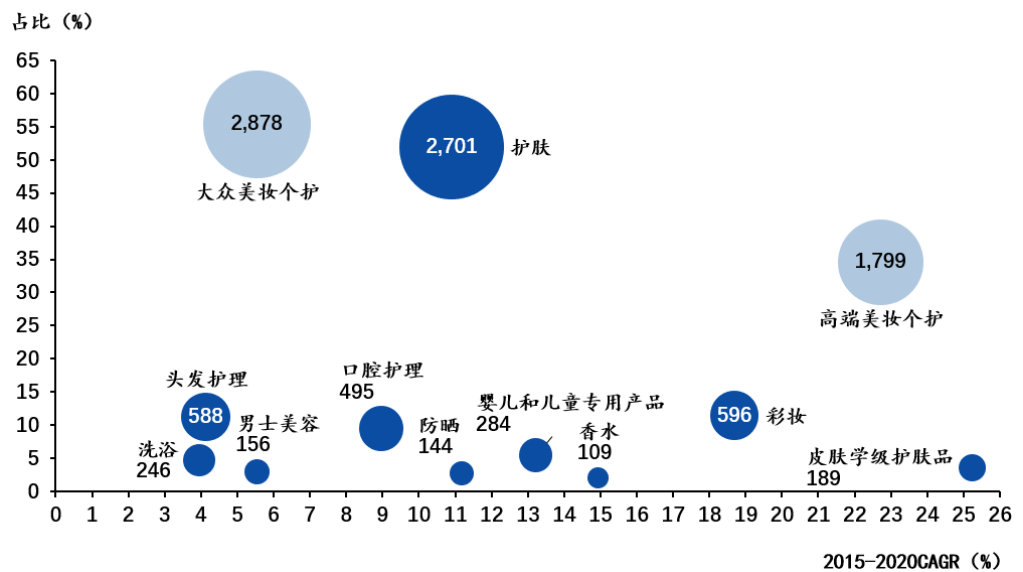
图 11：限额以上企业商品零售总额当月同比增速及化妆品类当月同比增速



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

长期来看，品类渗透率提升、人均消费额增长的双重逻辑依旧未变，景气度无忧。护肤品、彩妆、头发护理为我国美妆个护市场前三大细分品类，据欧睿，2020 年市场规模分别达到 2701 亿、596 亿和 588 亿元，2015-2020 年复合增速分别为 11%、19%和 4%，护肤、彩妆作为前两大品类维持较快增长。皮肤学级护肤品、高端美妆个护、彩妆、香水、婴儿用品和防晒品类近年来保持两位数增长，渗透潜力较大。从人均消费额上看，2020 年我国护肤、彩妆人均消费额分别为 27.8 美元、6.1 美元，约为日韩、欧美等化妆品大国的 25%-50%，仍有较大增长空间。

图 12：2020 年国内美妆个护市场细分品类规模及近 5 年复合增速情况

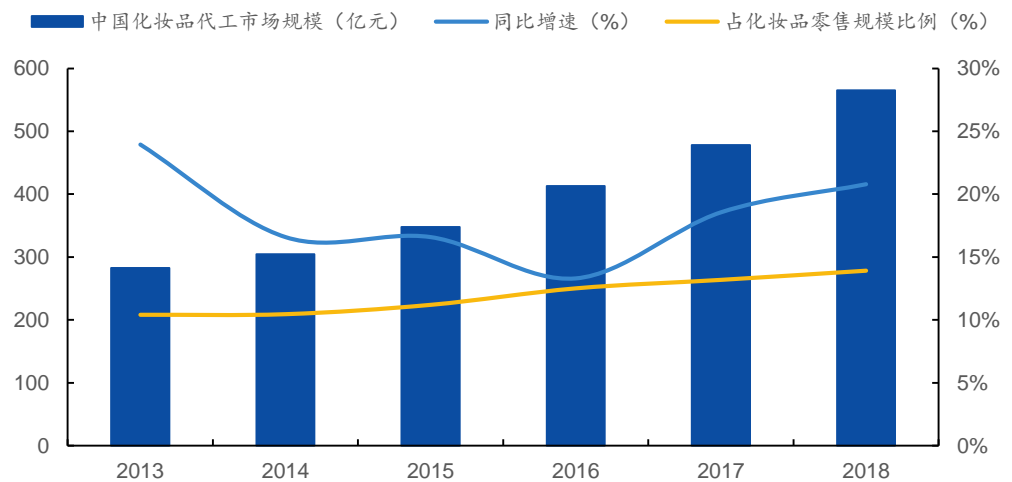


资料来源：欧睿，国元证券研究所

3.2 化妆品代加工行业：行业分散，新规催化下集中度有望加速提升

化妆品零售端增长有望带动代工市场持续扩容，2020年化妆品代工市场规模预估超600亿。化妆品品牌端的快速发展带动上游代加工产业进入发展快车道，层出不穷的新锐品牌也推动代工行业保持较快增长。在愈发激烈的市场竞争下，品牌方更加注重品牌管理和营销，倾向于将部分市场趋势分析、采购、研发和生产环节外包给具备专业能力的上游工厂，以实现更高的效益。据青眼，2018年我国化妆品代工市场规模超过500亿元，近年来增速维持在15%以上，占到化妆品零售市场的比例稳中有升。以2018年化妆品代工市场占到零售规模13%左右的比例测算，估计2020年我国化妆品代工市场或超600亿，保持较快增长。

图 13：中国化妆品代加工行业市场规模及增速



资料来源：青眼，国元证券研究所

化妆品的生产可分为自产、代工两种模式，全球来看，彩妆、头发及身体护理品类外包比重可达50%，护肤品类外包比重约为20%。由于生产环节需要较高的固定资产投资，具有显著的规模效应，通常仅有大型化妆品集团会自建生产基地，用于生产旗下的高端化妆品，小品牌与大众品类通常采用代工模式，以最大限度提升成本效率。全球来看，据莹特丽招股书，2019年彩妆、头发及身体护理生产外包比例约为50%，市场规模在51亿欧元、128亿欧元（不含包材），护肤生产外包比例约为20%，市场规模约为55亿欧元（不含包材）。彩妆、头发与身体护理代工需求高于护肤，主要和彩妆、身体护理产品迭代速度快、创新要求高、成本与质量的要求相对较低有关。护肤品对产品稳定性、质量及功效要求更高，国际大牌多选择自建工厂生产，但部分品类仍会出于成本效用考虑交由代工厂生产。

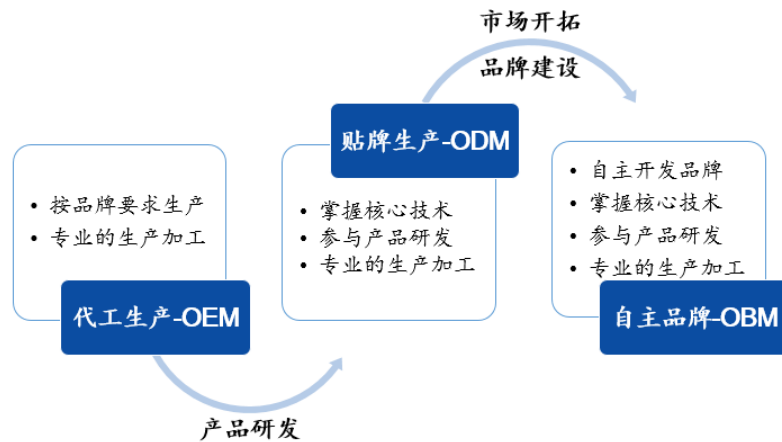
表 2：全球护肤、彩妆、头发及身体护理代工市场份额及规模情况

	护肤	彩妆	头发及身体护理
2019年外包生产占到B2C品牌商COGS的份额	20%	50%	50%
2019年扣除包材后的外包市场规模	55亿欧元	51亿欧元	128亿欧元
预计2020-2024年外包市场复合增速	10.7%	13.0%	6.9%

资料来源：莹特丽招股书，国元证券研究所

代工模式可细分为 OEM、ODM 与 OBM，三种模式依次对代工厂的要求越来越高。OEM（Original Entrusted Manufacture）指受托方按照委托方提出产品设计方案进行生产，委托方享有知识产权，受托方不参与产品研发，也不得为第三方提供采用该设计的产品。ODM（Original Design Manufacturer）则为受托厂商根据品牌商的规格和要求，自行设计和生产产品，品牌商在产品成型后统一买走，在此模式下，代工厂具有核心研发与生产能力，品牌方主要扮演贴牌的角色，国际头部的化妆品代工企业多为 ODM 模式。近年来，OBM（Original Branding Manufacturing）模式也逐渐兴起，即代工厂建立自有品牌，自主进行产品的研发与生产，同时直接参与经营市场，这一模式要求工厂需具有一定品牌建设与市场开拓能力。

图 14：OEM、ODM、OBM 三种代工模式



资料来源：诺斯贝尔招股说明书，Wind，国元证券研究所

目前国内化妆品代工市场较为分散，国际大厂与国内一线厂商规模领跑，众多长尾小厂多处于无序竞争状态。国内化妆品生产企业众多，根据国家药品监督管理局数据，截至 2021 年 12 月，全国共有 5695 家持证的化妆品生产企业，其中广东地区就有 3205 家，多数企业销售额规模在亿元以下，整体格局小而分散。2020 年销售规模 20 亿以上的仅有国际厂商科丝美诗以及国内一线厂商诺斯贝尔，两家均以 ODM 模式为主，其中科丝美诗护肤、彩妆比例约为 1:1，诺斯贝尔则以面膜和湿巾为主；10 亿左右规模的有莹特丽、嘉亨家化，其中莹特丽主要提供彩妆 ODM 服务，嘉亨家化则主要提供护肤品、家庭护理产品 OEM 服务。规模较大的厂商有较强的订单交付能力、质量管理能力和研发创新能力，客户多为国内外知名集团，竞争力强。

表 3：国内主要化妆品代工企业情况（营收、净利率为 2020 年数据，单位为亿元人民币）

企业	成立时间	工厂所在地	业务模式	代工品类	主要客户	内地营收	净利率
20 亿以上							
科丝美诗	1992	上海、广州	ODM	护肤 53%、彩妆 40%、其他 7%	雅诗兰黛、完美日记	27.38	4.45%
诺斯贝尔	2004	中山	ODM	面膜、湿巾	宝洁、屈臣氏	26.71	10.82%
10 亿以内							
莹特丽中国	2003	苏州、上海	ODM	彩妆为主	完美日记、花西子	7.54	6.26%
嘉亨家化	2005	泉州、天津、上海、嘉善、珠海	OEM	护肤、洗护	强生、贝泰妮	9.69	9.60%
韩国科玛	2007	无锡、北京	ODM	护肤为主，彩妆、头发及身体护理	丝芙兰、爱茉莉	4.19	12.52%
芭薇股份	2006	广州	ODM	护肤膏霜 75%、面膜 18%、个护 7%	梵蜜琳、玫莉蔻	3.13	8.95%
2 亿以内							
太和生技	1992	上海、杭州	ODM	彩妆 93%、护肤 5%、其他 2%	完美日记、彩棠	1.74	5.89%
蔻诗曼嘉	2013	嘉兴、苏州、佛山	ODM	护肤为主	悦诗风吟、橘朵	1.30	1.03%
栋方股份	2003	广州	OEM	护肤、洗护发	阿芙、韩后	1.81	6.08%
伊斯佳	2003	珠海	OEM	护肤	曼德琳、华熙生物	1.67	12.57%
美爱斯	1997	苏州	OEM	护肤、洗护发	德国汉高、欧莱雅	1.45	15.86%

资料来源：公司公告，国元证券研究所；注：栋方股份为 2018 年数据，莹特丽营收为亚太区收入，非本土企业科丝美诗、莹特丽、韩国科玛、蔻诗曼嘉、太和生技净利率为集团全球口径；汇率取 2020 年平均汇率

化妆品新规催化下，生产配置条件低、管理流程不规范、研发能力低的中小企业或将淘汰，头部企业有望受益，行业集中度有望提升。2021 年 1 月 1 日起《化妆品监督管理条例》正式施行，《化妆品注册备案管理办法》《化妆品分类规则和分类目录》《化妆品功效宣称评价规范》等配套法规自 2021 年 5 月 1 日起施行。化妆品新规对于化妆品注册备案、分类规则、功效宣称、安全评估等方面提出更加严格规范的要求，一些生产配置条件低、管理流程不够规范、研发能力低的中小企业或将被淘汰出局。“类药品”监管环境下，头部代工厂由于具有更加规范、专业的生产体系以及更多资源去投入产品功效测试、产品研发，有望在行业洗牌中胜出，行业集中度有望提升。

表 4:《化妆品监督管理条例》及配套法规相继出台

新规名称	施行时间	重点内容
《化妆品监督管理条例》	2021 年 1 月 1 日	“化妆品基本法”，确立了注册人备案人、标准管理、原料分类、质量安全负责人、风险监测评价、信用体系、责任约谈等一系列新制度，将特殊化妆品由原来 9 大品类减少至染发、烫发、祛斑美白、防晒、防脱发以及宣称新功效的化妆品 6 类
《化妆品注册备案管理办法》	2021 年 5 月 1 日	明晰了对新原料的安全监测制度、持续监测和评价体系，以及化妆品注册与备案所提交的资料等信息
《化妆品注册备案资料管理规定》	2021 年 5 月 1 日	
《化妆品新原料注册备案资料管理规定》	2021 年 5 月 1 日	
《化妆品功效宣称评价规范》	2021 年 5 月 1 日	化妆品的功效宣称应当有充分的科学依据，功效宣称依据包括文献资料、研究数据或者化妆品功效宣称评价试验结果等
《化妆品分类规则和分类目录》	2021 年 5 月 1 日	化妆品注册人、备案人应当根据化妆品功效宣称、作用部位、使用人群、产品剂型和使用方法，按照本规则和目录进行分类编码
《化妆品安全评估技术导则（2021 年版）》	2021 年 5 月 1 日	化妆品注册人、备案人申请特殊化妆品注册或者进行普通化妆品备案前，必须依据《技术导则》的要求开展化妆品安全评估，提交产品安全评估资料
《化妆品禁用原料目录》	2021 年 5 月 1 日	替代原有禁用组分表，禁止使用大麻类、万寿菊类原料
《化妆品禁用植（动）物原料目录》	2021 年 5 月 1 日	
《已使用化妆品原料目录（2021 年版）》	2021 年 5 月 1 日	共列出 8972 种原料
《网络交易监督管理办法》	2021 年 5 月 1 日	共 5 章 56 条，包括总则、网络交易经营者、监督管理、法律责任和附则等内容，遏制直播销售乱象
《化妆品生产经营监督管理办法》	2022 年 1 月 1 日	我国首部专门针对化妆品生产经营管理的部门规章，首次提出建立化妆品质量安全追溯体系
《化妆品标签管理办法》	2022 年 5 月 1 日	第十九条对化妆品禁用标注或宣称规定了 12 项“不准”，已注册/备案的化妆品，须在 2023 年 5 月 1 日前按新规完成产品标签的更新

资料来源：国家药品监督管理局，国元证券研究所

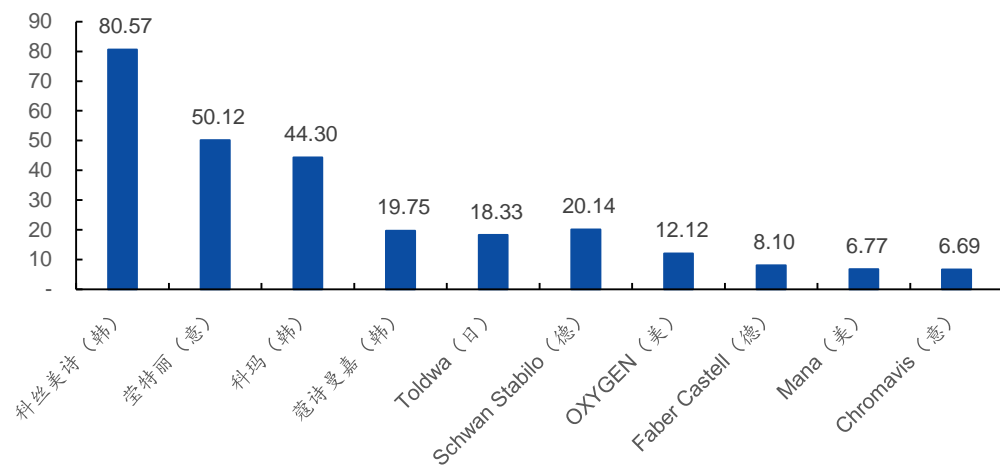
放眼全球，头部化妆品代工企业收入规模可达 50 亿元以上，较大的化妆品消费国均孕育出了本土规模化代工企业。据莹特丽招股书，2020 年全球前三大化妆品代工（包含护肤、彩妆和身体护理）企业为科丝美诗（韩国）、莹特丽（意大利）、科玛（韩国），其化妆品代工业务收入规模分别达到 10.24 亿欧元、6.37 亿欧元和 5.63 亿欧元（约合人民币 80.57 亿元、50.12 亿元和 46.30 亿元）。考虑到产品迭代速度、制造及运输成本，化妆品生产具有较强的地缘性，全球较大的化妆品消费国均孕育出了本土规模化代工企业，如韩国科丝美诗、日本 Toldwa、德国 Schwan Stabilo、美国 OXYGEN 等。韩国企业在全世界化妆品代工市场中占据近 14% 的份额，可归功于亚洲市场，包括中国在内的化妆品消费的快速增长，以及企业较强的研发创新能力。部分研发实力强的代工厂甚至可以“制造潮流”，代表性的如科丝美诗气垫、蔻诗曼嘉 BB 霜，产品输出至全球，成为了韩妆代表。我们认为，本土代工企业具有较强的地缘优势、成本优势和信息优势，随着我国化妆品消费的快速增长并走向成熟，叠加化妆品新规催化上游研发及生产质量持续提升，本土龙头可期。

表 5：全球前四大化妆品代工企业经营情况

排名	公司	国家	2020 年营收 (百万欧元)	2020 年调整后 EBITDA 利润率 (%)	产品结构	地区结构	主要客户
1	科丝美诗	韩国	1024	6.90%	护肤 50%、彩妆 38%、 其它 12%	韩国 54%、中国 33%、美国 6%、东南亚等 8%	欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂等
2	莹特丽	意大利	637	14.30%	彩妆 61%、护肤 17%、 头发和身体护理 22%	美洲 31%、EMEA54%、亚洲 16%	跨国大集团 (49%)，新兴品牌 (31%)，零售商 (19%)，高端市 场份额较高
3	韩国科玛	韩国	563	11.00%	护肤偏多	韩国 82%、中国 10%、北美 8%	爱茉莉太平洋、LG 生活等 700 多 家客户
4	蔻诗曼嘉	韩国	251	7.10%	护肤偏多	韩国 50%、美国 40%、中国 7%、东南亚和欧洲各 1%、 其它 2%	爱茉莉太平洋、LG 生活等

资料来源：各公司公告，莹特丽招股书，国元证券研究所；注：此处营收指化妆品代工业务收入，包含彩妆、护肤、头发及身体护理品类

图 15：2020 年全球 TOP10 化妆品代工企业营收（单位：亿元人民币）



资料来源：莹特丽招股书，国元证券研究所

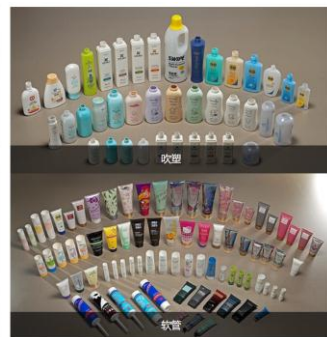
4. 公司分析：日化产品代工+塑料包装业务协同发展，扩产能、拓客户有望带来新增量

公司业务涵盖日化产品代工以及塑料包装生产，主要产品包括化妆品、家庭护理产品以及配套的塑料包装容器，其中化妆品包含护肤类、洗护类、香水等，家庭护理产品包含香皂、消毒液、洗手液、洗洁精等，塑料包装容器可提供注塑、吹塑、注拉吹、软管等不同工艺产品。目前公司客户涵盖大型跨国集团、知名本土品牌以及国内新锐品牌，包括强生旗下露得清、强生婴儿、大宝等，上海家化旗下六神、美加净、家安、启初婴儿等，郁美净、百雀羚、薇诺娜等，以及新锐品牌三谷、气味图书馆等。

图 16：公司的塑料包装产品



图 17：公司化妆品及家庭护理产品开发品目



化妆品：

乳液、精油、膏霜、
面膜、面部清洁、精华、
爽肤水、爽身粉
香水、洗护产品、儿童
产品

家庭护理产品：

肥皂、洗涤产品、
花露水

资料来源：公司官网，国元证券研究所

资料来源：公司官网，国元证券研究所

塑料包装、日化产品代工业务协同发展，推动公司快速成长。公司与主要客户的合作一般从塑料包装、化妆品或家庭护理产品中的一种业务开始，随着产品的顺利交货以及一段时间的合作磨合，公司与客户的合作品类及订单量不断增加，推动公司营收增长。例如公司与强生、上海家化、百雀羚的合作均是从塑料包装开始，逐步增加化妆品、家庭护理产品业务；公司与郁美净的合作从化妆品起步，逐步增加了家庭护理产品及少量塑料包装业务；公司向益海嘉里销售的洗洁精产品，其部分塑料包装容器也由公司生产。

图 18：公司主要客户及对应产品

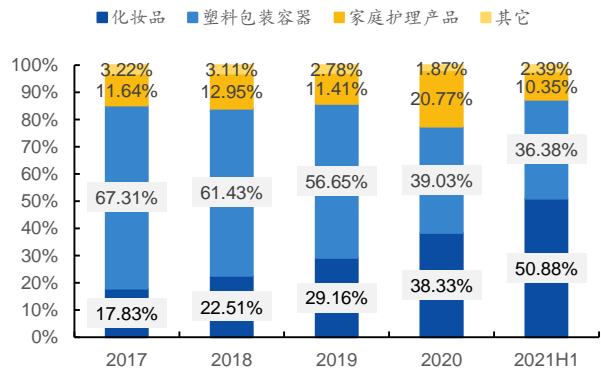
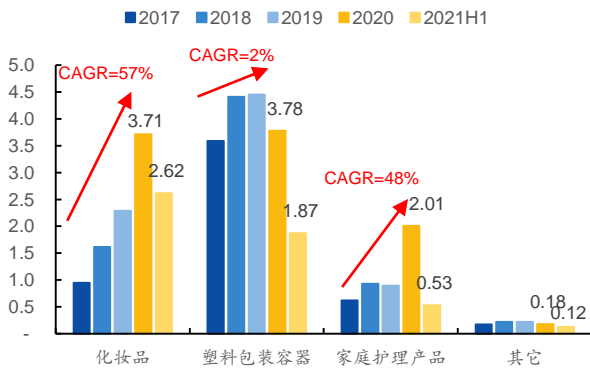


资料来源：招股书，国元证券研究所

产能扩张及客户拓展下，近年来化妆品代工业务快速增长，2021年上半年收入占比超过50%。分产品看，化妆品业务受益于产能稳步增长、客户拓展，收入保持快速增长，2017-2020年复合增长率高达57.49%，2021年上半年，公司化妆品收入2.62亿元，同比增长92.47%，占比达到50.88%。家庭护理产品2020年由于疫情爆发，市场对香皂、洗手液、消毒液需求增加，推动家庭护理产品收入高增，2021年逐步恢复正常，2021年上半年收入0.53亿元，同比回落34.50%。塑料包装业务2020年疫情之下客户开工、物流运输受到影响，收入有所承压，伴随疫情好转，业务经营逐步恢复常态，2021年上半年收入1.87亿元，同比增长10.66%。

图 19：2017-2021H1 公司分产品收入（亿元）

图 20：2017-2021H1 公司分产品收入占比



资料来源：招股书，国元证券研究所

资料来源：招股书，国元证券研究所

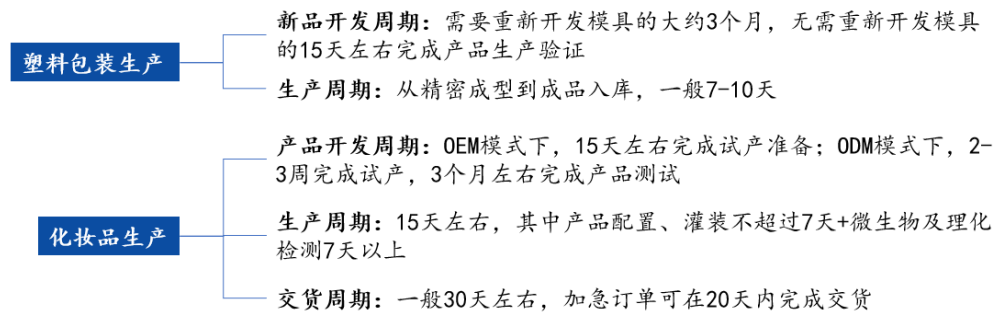
我们认为优秀的工厂需要具备持续高效的生产能力、规模效应以及较强的客户粘性。日化产品，尤其是化妆品迭代速度较快，对代工厂而言，需要具备快速响应、快速生产的能力，同时保证产品质量稳定。而规模效应决定了工厂的盈利能力，客户粘性决定了工厂业绩的稳定性。对于嘉亨家化而言，我们认为公司核心优势在于：1) 生产响应速度快、质量控制一流，一般塑料包装生产周期为 7-10 天，化妆品 OEM 模式下 15 天即可完成新品的试产准备，交货期通常在 30 天内，加急订单可在 20 天内完成交付，满足品牌方产品快速迭代的需求；质量方面，公司进入到众多国内外婴幼儿品牌产品供应链，展现较高的安全性与质量稳定性；2) 具有日化品内容物+包装一站式设计及生产能力，在化妆品生产精细化分工的大趋势下，能够有效节省品牌客户成本，成为一大竞争优势；3) 客户多为国内外知名大集团，对供应链有严格的准入标准，正式合作后一般不轻易切换工厂，客户粘性强，业绩稳定性强。未来，伴随公司产能扩张以及研发布局，公司化妆品业务有望进一步增长，议价权更强、毛利率更高的 ODM 业务有望成为公司第二增长曲线。

4.1 生产能力强，产能扩张有望释放增长潜力

公司生产响应速度快，塑料包装生产周期 7-10 天，化妆品交货期仅需 30 天。稳定高效的生产能力是工厂的立身之本，日化用品市场竞争激烈，产品及包装需要根据市场需求变化而快速迭代更新，对工厂的快速研发及快速生产能力提出较高要求。OEM 模式下，公司可 15 天左右形成符合客户质量要求的完整工艺及技术控制文件，完成试产准备，批量生产阶段，产品配置、灌装不超过 7 天，后续微生物及理化检测等步骤大约需要 7 天以上，整体交货周期一般控制在 30 天左右，对于加急订单，公司可

在 20 天内完成配制、灌装、微生物及理化检测、包装、运输的交货流程，生产响应速度较快。ODM 模式下，公司根据客户需求，可在 2-3 周内初步确定配方、生产工艺及完成试产，3 个月左右可完成产品稳定性、兼容性、微生物及理化检测、包材测试。在塑料包装生产上，公司除了部分环节需要人工检测外，整体自动化程度高，从精密成型到成品入库，一般只需要 7-10 天。

图 21：公司塑料包装及日化品生产响应速度



资料来源：招股书，国元证券研究所

质量控制体系完善、管理能力一流，进入多个国内外知名婴幼儿护肤品牌供应链。通过近 15 年的生产经验积累，公司形成了一套从来料检验到在线检验再到成品检验的全流程质量控制体系，涵盖从源头严格筛选化妆品原料、提供洁净安全的生产环境、大批量生产前对配方及工艺进行反复的小批量试验论证、成品交付前微生物和理化检测等环节，保证产品质量长期稳定。公司的生产质量受到国内外知名日化品牌肯定，成功融入强生等客户供应链体系，长期为婴幼儿护肤产品提供生产服务，展现公司稳定、一流的质量管控能力。多年来，公司多次被强生认定为“零缺陷项目合作伙伴”，获得上海家化“优秀供应商”、郁美净“最佳战略合作伙伴”、百雀羚“最佳合作伙伴”等荣誉奖项。

表 6：公司质量控制体系

生产制造环节	质量控制内容
原料采购	严格筛选，主要采购行业内认可的国际知名品牌原料，包括巴斯夫、陶氏、芬美意、赢创、帝斯曼、路博润、奇华顿等，从源头保证化妆品安全性
生产环境	拥有先进的纯水处理系统、空调净化系统、10 万级化妆品洁净生产车间，从水源、空气、操作等各方面提供洁净安全的生产环境
批量生产准备	批量生产前进行 2-3 个月的实验室及小批量试验，对配方及工艺参数反复论证，确保产品安全和质量稳定性
生产过程中及成品交付前	进行严格的微生物检测、理化检测，基于多年为知名品牌商提供产品和服务的质量管理、检测经营，确保量产产品质量长期稳定

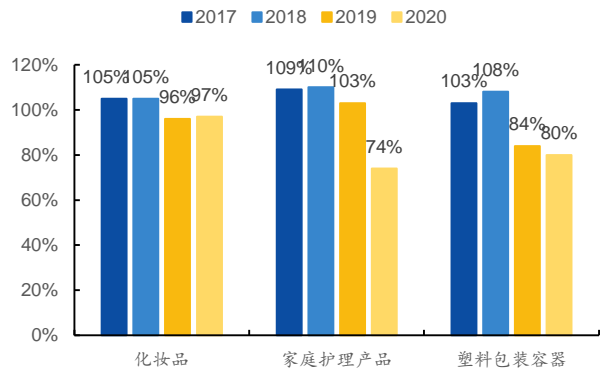
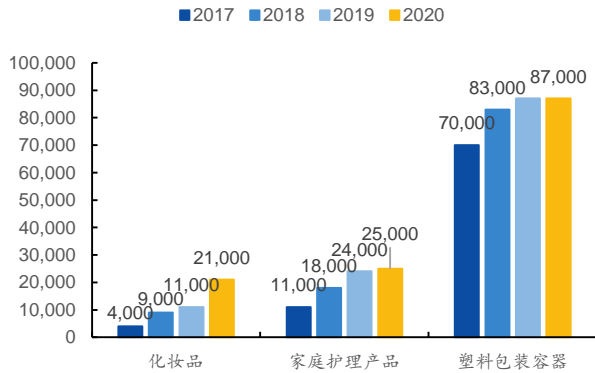
资料来源：公司公告，国元证券研究所

目前公司塑料包装容器年产能 8.7 亿个、家庭护理产品年产能 2.5 万吨、化妆品年产能 2.1 万吨，产能利用率持续在饱和水平。近年来公司各产品线产能均有不同程度扩张，2017-2019 年，公司塑料包装容器产能由 7 亿个提升至 8.3 亿个、家庭护理产品产能由 1.1 万吨增至 2.4 万吨、化妆品产能由 4000 吨增至 2.1 万吨，三大产品类型产能利用率则一直维持在 100%左右，常年为饱和状态。2020 年，公司塑料包装容器、家庭护理产品产能微增，分别达到 8.7 亿个、2.5 万吨，产能利用率分别为 74%

和 80%，有所降低，主要受到疫情之下客户开工及物流受阻影响；化妆品产能接近翻倍，达到 2.1 万吨，产能利用率维持 97% 的高位。

图 22：2017-2020 年公司各产品产能情况（吨/吨/万个）

图 23：2017-2020 年公司各产品产能利用率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

湖州新工厂有望在 2022 年逐步投产，释放化妆品业务增长潜力。湖州化妆品及塑料包装生产基地为公司 IPO 募资投资项目之一，项目总投资 3.57 亿元，建设期为 24 个月，计划建设集化妆品、塑料包装容器于一体的现代化生产基地。达产后，预计可以实现年产 38000 吨化妆品及 30000 万件塑料包装的产能，预计项目投产后第三年达到设计产能的 100%，届时公司化妆品总产能有望达到 59000 吨/年（是现在的 2.8 倍），塑料包装总产能有望达到 117000 万件/年（是现在的 1.3 倍）。据公司 2021 年半年报披露，湖州生产基地项目的厂房正在进行装修工作，主要设备及系统已基本完成并进入待安装状态，预计 2022 年有望逐步投产，释放化妆品业务增长潜力。

4.2 提供日化产品内容物+包装一站式服务，助力品牌降本增效

一站式服务能够更好满足品牌成本控制、快速迭代的综合需求。在日化产品的研发过程中，包装与内容物往往需要进行一体化开发、设计。一般情况下，品牌方在决定品牌的定位及整体风格后，首先需要与包材供应商、OEM/ODM 企业分别进行沟通，确保包材和内容物的特性、交货时间等不发生冲突，最后再分别向包材供应商、OEM/ODM 企业采购，形成完整的产品。其次，在产品批量生产阶段，品牌还需要充分协调包材供应商与 OEM/ODM 企业的生产调度、产品质量等，确保产品如期交货并控制质量风险。公司从整合、优化客户供应链的角度出发，提供包材、内容物一体化的生产方案，可有效降低客户内外部沟通成本、质量控制成本，且有助于优化交货周期。

自主拥有日化产品+塑料包装生产制造核心技术，具备较强的一站式服务能力。塑料包装方面，公司多年来已建立了包含吹塑、注塑、注吹以及软管在内的精密成型技术体系，可满足多品类塑料包装生产需求，对于塑料包装生产的核心技术均拥有自主知识产权。同时，在长期的日化品生产过程中，公司积累了多种化妆品配方以及相应的生产工艺，核心技术包括活性成分功效研究及控制技术、配方体系稳定技术、安全温和功效护肤技术以及温和洗发露配方技术，目前可生产膏霜乳液、护肤清洁、散粉、香水、花露水等多品类剂型产品，已备案的化妆品件数达到 900 余件。

表 7：公司拥有自主知识产权的核心技术

核心技术	技术内容简介	技术应用领域
1 活性成分功效研究及控制技术	进行植物提取物、有机认证原料、生物工程制剂等功效物质的作用效果筛选、最佳剂量的确定和不同活性成分的复配协同增效研究。利用微囊包裹技术和活性成分传输技术，将功效物质进行包裹，通过脂质体与皮肤的良好亲和性、渗透性促进活性成分吸收，发挥护肤功效。	日化产品
2 体系稳定技术	在配方设计中，研究应用微乳液技术、微胶囊技术、多重乳化体系技术、液晶体系技术等促进化妆品配方的稳定性。	日化产品
3 安全、温和功效护肤技术	基于对人体的皮肤代谢与排毒机理的研究，开发一系列安全温和的保湿、清洁、遮瑕等产品。	日化产品
4 温和洗发露配方技术	通过氨基酸表面活性剂、调理剂以及螯合剂的科学组合实现调理洗发露中不含或含少量防腐剂，开发温和无刺激的洗发露。	日化产品
5 挤出吹塑成型（EBM）	1、在挤出吹塑成型中，利用压力将管状预制件挤压到工具形状的内轮廓。采用这种技术制成的包装，一个典型特征就是瓶底接缝。2、优点：款式多样（圆形、带角、带手柄），生产灵活。	塑料包装瓶
6 注射吹塑成型（IBM）	1、对高质量标准的较小容器，在选定的位置采用一步注射吹塑成型工艺。在此过程中，先形成一个预制件，然后立即将其传递给模具并吹入产品模具。2、优点：尺寸精度高，重量波动小，光洁度好。	塑料包装瓶
7 注射成型（IM）	1、在压力和冷却条件下，将可塑坯料注入模具。2、优点：可自由地选择瓶盖形状和表面。	塑料包装盖
8 完整规格软管包装及工艺开发	软管工艺可以实现多层共挤复合，形成中间阻隔层，有效保护内容物的安全性，防止内外渗透和氧化。公司具备完整的生产工艺，设备、模具、质量控制和工艺标准配套齐全，并兼顾产品个性化设计。	塑料包装
9 高亮面富弹性吹瓶配方研发	综合运用各种材料检测数据，通过不同位置的抗压、变形控制，对材料、局面的各种理化性能、瓶体组织、力学性能、反弹性能数据进行分析，复原失效或缺陷发生的全过程，从而对材料和构件失效提供原因分析及进行寿命、安全性评价等。	塑料包装瓶

资料来源：招股书，国元证券研究所

初步形成覆盖长三角、粤港澳大湾区、京津冀等重点区域的多点生产布局，可快速应对客户交货需求。经过多年发展，公司已经初步完成以海峡西岸经济区为总部，对长三角、粤港澳大湾区、京津冀等重要区域的多点战略布局，可根据主要客户的经营点位，安排合适地点的生产、销售和物流，提供日化产品及配套塑料包装的一站式制造服务。目前化妆品的生产基地主要在上海，服务于强生、郁美净、贝泰妮、保利沃利等客户。塑料包装生产基地在华北、华南、华东均有布局。在建的湖州化妆品及塑料包装生产基地靠近核心化妆品消费市场，相比上海具有一定成本优势，同时借助便利的交通运输条件，能够快速相应客户需求，有望进一步优化公司生产布局。

图 24：公司日化产品以及塑料包装生产基地布局情况

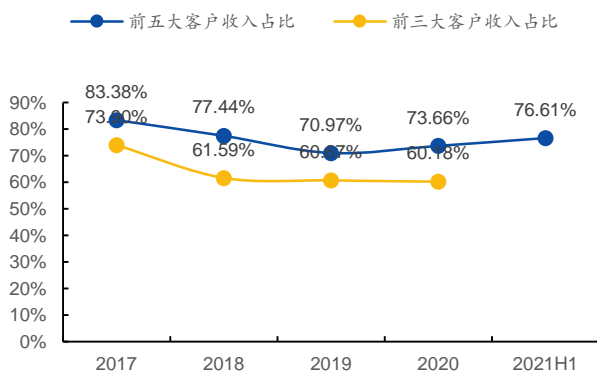


资料来源：招股书，国元证券研究所

4.3 深耕优质客户，持续深化服务，积极拓展新客户

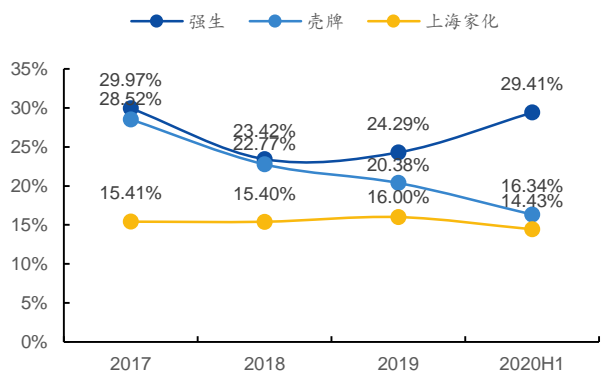
公司深耕优质客户，目前强生、壳牌、上海家化为公司前三大客户，收入占比超过60%。在发展初期，公司选择深耕优质客户，持续深化服务，发展长期稳定的合作关系，以减少经营风险。据招股书披露，公司2017-2020H1前三大客户为强生、壳牌和上海家化，销售金额比重合计为74%、62%、61%和60%。深耕优质客户的策略也导致整体客户集中度较高，2017-2021H1，公司前五大客户收入占比分别为83.88%、77.44%、70.97%、73.66%、76.61%，未来伴随新客拓展，客户集中度有望降低。

图 25：2017-2021H1 公司前五、前三大客户收入占比



资料来源：招股书，国元证券研究所

图 26：2017-2020H1 公司前三大客户各自的收入占比

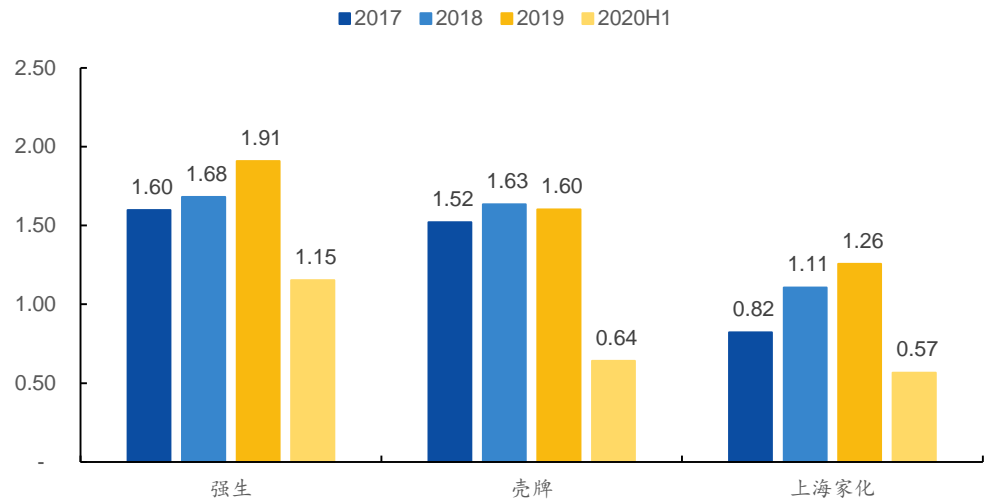


资料来源：招股书，国元证券研究所

公司与头部客户合作稳定性高，合作范围及深度逐步提升。强生方面，公司2007年进入强生包材供应链，2011年OEM服务通过强生认证，进入日化品供应链，销售品类延伸到化妆品、家庭护理产品，品牌拓展至强生婴儿、唛呵、露得清等，合作持续深化，销售收入由2017年的1.60亿元稳步增长至2019年1.91亿元，2020年合作品类进一步拓展，强生婴儿润肤露、爽身粉、可伶可俐洁面乳、邦迪消毒液等产品

逐步批量生产。公司与壳牌的合作关系也长期稳定，自 2013 年通过审核后，公司根据壳牌业务布局，为便于生产销售和物流，设立天津嘉亨、珠海嘉亨，同时浙江嘉亨也向壳牌供货；2020 年 8 月公司凭借优秀的生产质量+防伪防盗包装技术创新，获得壳牌“最优供应商奖”。公司对上海家化的销售收入也呈现持续增长态势，合作领域从塑料包装逐步拓展到家庭护理产品，2019 年公司对上海家化的洗衣液、香皂产品销售收入快速增长，成为家庭护理产品业务前五大客户。

图 27：2017-2020H1 公司对强生、壳牌、上海家化的销售金额（亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

表 8：公司主要客户、合作历史及变动情况、目前合作领域以及 OEM 业务的收入确认方式

客户	开始年份	合作历史、合作变动情况	目前合作领域	OEM 收入确认方式
稳定合作				
强生	2007	2007 年进入强生包材供应链，2011 年 OEM 服务通过强生认证，进入日化产品供应链；近年来对强生的销售品类不断增多，合作不断深化，收入稳步增长，始终为第一大客户	塑料包装容器，化妆品、家庭护理产品	总额法（除少量露得清产品）
壳牌	2013	2013 年经过壳牌供应商审核，建立合作，公司根据壳牌的业务布局，为便于生产销售和物流，设立天津嘉亨、珠海嘉亨，同时浙江嘉亨向浙江壳牌供应塑料包装容器；公司因防伪防盗方面技术创新+优秀的质量表现，2020 年 8 月获得壳牌“最优供应商奖”，合作关系长期稳定	塑料包装容器	OEM
上海家化	2007	公司第三大客户、塑料包装前三大客户，在塑料包装业务以外，公司与其合作领域不断扩大，2019 年以来洗衣液、香皂产品销售收入快速增长，2019、2020H1 为家庭护理业务前五大客户	塑料包装容器，家庭护理产品 OEM	净额法（除香皂产品）
益海嘉里	2014	2017-2019 年为家庭护理业务第一大客户；2019 年销售金额同比下降，主要由于 2019 年 7 月以来原材料转为益海嘉里提供，收入按照净额法确认；2020H1 销售金额降幅较大，主要由于减少了毛利率较低的洗洁精产品合作，转向消毒类领域合作，尚未实现收入规模所致	家庭护理产品 OEM	总额法

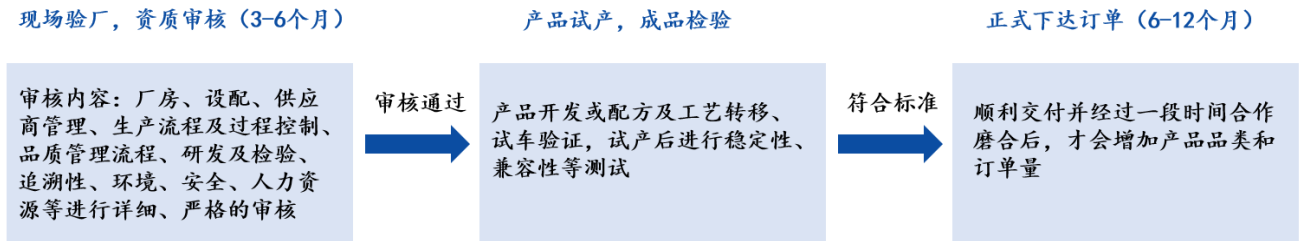
(接下页)

(接上页)

客户	开始年份	合作历史、合作变动情况	目前合作领域	OEM 收入确认方式
稳定合作				
百雀羚	2008	塑料包装业务第四大客户，合作稳定	塑料包装容器，化妆品 OEM	净额法（2018 年 10 月前是总额法） 净额法（儿童霜-袋装、润肤霜 2019 年以来）+
郁美净	2016	化妆品业务前五大客户，合作品类不断增加，逐步将儿童霜等明星产品交由公司生产	化妆品、家庭护理产品 OEM	总额法（儿童霜-软管装、浴后乳、身体乳等）
贝泰妮	2015	化妆品业务前五大客户，合作稳定且不断加深，近年来销售金额保持增长	化妆品 OEM	净额法
利洁时	2012	家庭护理业务第二、三大客户，2018 年旗下品牌“滴露”部分香皂、洗手液、洗护类产品委托公司生产，销售金额持续增长	家庭护理产品 OEM	总额法
保利沃利	2019	三谷品牌销售快速增长，对公司 OEM/ODM 需求快速增长，2019 年为化妆品业务第三大客户，2020H1 为化妆品业务第二大客户	化妆品 OEM、ODM	总额法
多特瑞	2016	化妆品及家庭护理产品销售，近年来销售规模持续增长	化妆品、家庭护理产品 OEM	总额法（除少量精油产品）
拜尔斯道夫	2016	为“美涛”产品提供塑料包装，销售金额总体增长，2019、2020H1 为塑料包装第五大客户	塑料包装容器	
减少合作				
尚赫	2017	2017-2019 年对其 ODM 业务快速增长，2020H1 品牌受疫情影响销售规模下降，对公司采购下降	化妆品 ODM	
苏州绿叶	2017	主要采购塑料包装，2018 年由于苏州绿叶销售规模增长，对包装需求增加，2019 年需求减少，对公司的采购规模下降	塑料包装容器，化妆品 OEM	
大联石油	2015	大联石油是嘉实多的代工厂，从公司采购机油瓶塑料包装并灌装内容物后销售给嘉实多，2018 年来，随着大联石油业务需求下降，对公司采购规模下降	塑料包装容器	
飞利浦	2012	2017 年为化妆品销售第五大客户，后由于飞利浦产品结构调整，对其销售金额逐年下降	化妆品 ODM	

资料来源：招股书，国元证券研究所；注：根据公司是否自行采购主要原辅材料（含包材），OEM 收入确认方式分为总额法和净额法，如果原辅材料是由客户提供，则采用净额法，仅将加工费确认为收入。

国内外知名日化品牌商对合格供应商的遴选、认证程序严格、复杂且历时较长，达成合作后粘性较强。国外知名品牌对于工厂要求极高，需要通过 3-6 个月的现场验厂等一系列审核程序，包括对厂房、设配、供应商管理、生产流程及过程控制、品质管理流程、研发及检验、追溯性、环境、安全、人力资源等进行详细、严格的审核。在通过供应商资质审核后，还需要进行产品开发或配方及工艺转移、试车验证。成品试产后，还需进行稳定性、兼容性等测试。测试结果符合标准后，品牌商才会正式下达订单，并经过一段时间合作磨合后，才会增加产品品类和订单量。行业经验来看，融入国际品牌供应链，从资质审核到正式下单一般需要 6-12 个月时间。较高的进入壁垒也导致品牌方切换供应商的成本较高，整体达成合作后粘性较强。

图 28：融入国内外知名日化品牌供应链所需步骤及时长


资料来源：招股书，国元证券研究所

现有客户合作范围持续扩大，新客户拓展进展较好。2020 年来，公司与现有客户的合作品类不断增多，与贝泰妮的薇诺娜系列产品，与多特瑞、维多利亚的秘密、三谷等客户合作品类均得到扩大。此外，凭借良好的市场声誉，公司还吸引了众多国内外客户达成新的合作，2020 年公司与宝洁、联合利华、贝亲等知名客户以及逐本、PMPM 等多个新锐品牌建立了合作关系，有望贡献业绩新增量。

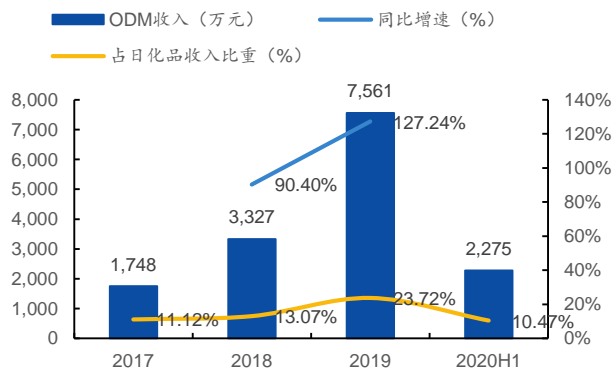
表 9：截止 2021 年 3 月公司与主要客户签署的框架协议合同

序号	签署日期	客户名称	合同有效期	合同主要内容
1	2018.06.01	强生	2018.06.01-2023.05.31	化妆品及家庭护理产品
2	2017.09.30	壳牌	2017.10.01-2021.12.31	塑料包装
3	2019.01.02	上海家化	2019.01.01-2021.12.31	塑料包装
4	2018.04.01	郁美净	2018.04.01-2021.12.31	化妆品
5	2018.04.10	贝泰妮	2018.04.10-2023.04.09	化妆品
6	2020.12.15	宝洁	2021.01.01-2022.12.31	化妆品及家庭护理产品

资料来源：招股书，国元证券研究所

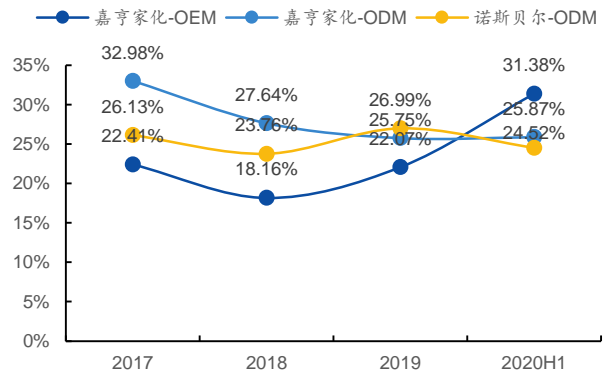
加强研发布局，夯实研发能力，发力 ODM 业务。国际头部化妆品代工厂均拥有较强的产品设计与研发实力，可赋能品牌产品推新、迭代创新，研发能力是头部代工厂的核心竞争力之一。公司重视研发投入，积极引进行业优秀研发人员，同时利用 IPO 募集资金升级上海研发中心，包括引进高端科研设备、设立研发项目、开展对外交流合作等，夯实化妆品研发能力，加强 ODM 业务竞争力。目前公司 ODM 模式主要客户包括保利沃利（三谷）、尚赫（尚赫）、气味悦泽（气味图书馆）、北京奕天世代商贸等，2017-2019 年，公司 ODM 收入由 1658 万元增长至 7375 万元，年复合增速达到 108.00%，占日化产品收入比重提升到 23.72%，保持较快增速。利润率上，ODM 毛利率则略高于 OEM，可达 25%+，同业来看，目前公司 ODM 的毛利率略高于诺斯贝尔。未来伴随研发实力增强及客户稳步拓展，ODM 业务有望构成公司第二增长曲线。

图 29：公司化妆品 ODM 业务收入（万元）增速及占比



资料来源：招股书，国元证券研究所

图 30：公司化妆品 ODM、OEM 业务毛利率及同业比较



资料来源：招股书，公司公告，国元证券研究所；注：诺斯贝尔 2019 年为 2019 年 5-12 月数据

5、盈利预测与投资建议

核心假设：

公司业务按产品可分为化妆品、塑料包装容器、家庭护理产品三大板块，我们预计未来三年化妆品业务有望伴随产能爬坡以及客户拓展保持较快增速，塑料包装业务保持稳定增长，家庭护理产品在疫情缓解后有所回落，后续保持中速增长。今年以来公司成本端受到原材料价格波动影响有所承压，后续毛利率有望逐步恢复。

1) 化妆品：假设 2021-2023 年化妆品业务收入同比增速 70%、60%、50%，毛利率方面，综合考虑原材料成本传导、新工厂折旧摊销费用、人工成本增长以及规模效应等因素，预计未来三年分别达到 22%、24%、24%。

2) 塑料包装容器：假设 2021-2023 年塑料包装容器业务收入同比增速 10%、8%、5%，毛利率 25%、26%、27%，后续原材料价格压力有望随产品定价调整逐步传导，假设 2023 年毛利率恢复到 2020 年水平。

3) 家庭护理产品：假设 2021-2023 年家庭护理产品业务收入同比增速-35%、0%、0%，毛利率 16.5%、17%、18%，随着产品及客户结构优化，毛利率有望提升。

4) 费用端：考虑到后续市场拓展费用，假设 2021-2023 年销售费用率保持在 0.5%；假设管理费用率 10.2%、10%、10%；研发费用率维持在 2%的水平。

我们认为，公司日化产品 OEM/ODM 以及塑料包装业务协同发展，生产响应速度快，质量控制能力强，一站式的服务有效减轻客户成本，具备较强的竞争优势。公司与强生等存量客户合作稳定，合作品类不断拓宽，同时新客户拓展情况良好。2022 年湖州工厂有望逐步投产，可缓解产能紧张，释放增长潜力。同时，原材料成本压力有望伴随产品价格调整逐步向下游传导，利润有望修复。我们预计 2021-2023 年公司实现营收 12.00 亿元、16.17 亿元、21.48 亿元，实现归母净利润 0.88 亿元、1.40 亿元、1.92 亿元，EPS 分别为 0.88、1.39、1.90 元。参考可比公司估值，考虑到公司较好的成长性，给 2022 年 PE 30x，对应目标价 41.7 元，给予“买入”评级。

表 10：可比公司 PE 估值表（更新于 2021 年 12 月 20 日）

证券代码	证券简称	EPS			PE		
		2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
300132.SZ	青松股份	0.89	0.24	0.78	11.85	43.54	13.58
002243.SZ	力合科创	0.49	0.46	0.52	22.58	26.99	23.99
	平均				17.22	35.27	18.79
300955.SZ	嘉亨家化	0.93	0.88	1.39	36.24	38.32	24.13

资料来源：wind，国元证券研究所；注：青松股份旗下全资子公司诺斯贝尔为国内化妆品 ODM 龙头；力合科创主营塑料包材，主要客户包括宝洁、欧莱雅、雅诗兰黛等；青松股份采用国元商社团队的盈利预测，力合科创取 wind 一致预期

6、风险提示

市场竞争加剧，客户流失，疫情反复，原材料价格波动

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	430.35	533.48	1045.87	1290.52	1609.13
现金	111.14	89.79	488.78	554.51	625.04
应收账款	180.64	260.03	325.15	430.14	578.85
其他应收款	5.01	4.75	6.36	8.64	11.29
预付账款	5.09	12.85	12.97	17.67	24.05
存货	124.06	164.18	208.46	275.52	365.24
其他流动资产	4.43	1.88	4.15	4.04	4.66
非流动资产	266.75	340.45	314.12	284.92	254.96
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	204.72	231.10	229.89	213.76	190.16
无形资产	38.47	37.65	37.65	37.65	37.65
其他非流动资产	23.55	71.71	46.57	33.51	27.14
资产总计	697.10	873.93	1359.98	1575.44	1864.08
流动负债	259.54	342.68	375.92	451.02	548.02
短期借款	100.17	116.17	116.17	116.17	116.17
应付账款	125.96	182.89	219.22	293.88	390.65
其他流动负债	33.42	43.61	40.52	40.97	41.20
非流动负债	2.11	2.45	2.20	2.27	2.28
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	2.11	2.45	2.20	2.27	2.28
负债合计	261.65	345.13	378.12	453.29	550.30
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	75.60	75.60	100.80	100.80	100.80
资本公积	233.16	233.16	603.69	603.69	603.69
留存收益	126.58	219.99	277.32	417.61	609.25
归属母公司股东权益	435.45	528.80	981.86	1122.15	1313.79
负债和股东权益	697.10	873.93	1359.98	1575.44	1864.08

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	168.14	75.48	43.96	77.81	84.79
净利润	63.33	93.41	88.33	140.29	191.64
折旧摊销	28.86	34.13	26.83	28.95	30.01
财务费用	6.21	9.09	9.70	12.08	14.26
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	68.02	-60.95	-72.06	-103.82	-151.08
其他经营现金流	1.72	-0.20	-8.84	0.31	-0.03
投资活动现金流	-74.10	-102.85	0.00	0.00	0.00
资本支出	75.13	103.54	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	1.03	0.69	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-24.31	7.68	355.03	-12.08	-14.26
短期借款	-19.82	16.01	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.34	0.00	25.20	0.00	0.00
资本公积增加	3.33	0.00	370.53	0.00	0.00
其他筹资现金流	-8.15	-8.33	-40.70	-12.08	-14.26
现金净增加额	70.18	-21.35	398.99	65.73	70.53

利润表

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	785.66	968.61	1200.44	1616.94	2148.41
营业成本	559.85	723.91	926.98	1224.70	1621.49
营业税金及附加	5.38	4.52	5.60	7.54	10.02
营业费用	45.15	5.25	6.00	8.08	10.74
管理费用	77.88	91.08	122.44	161.69	214.84
研发费用	18.17	18.53	23.53	32.34	42.97
财务费用	6.21	9.09	9.70	12.08	14.26
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	76.51	116.93	108.78	173.19	236.80
营业外收入	1.20	0.55	0.25	0.00	0.00
营业外支出	0.70	0.55	0.44	0.00	0.00
利润总额	77.01	116.93	108.59	173.19	236.80
所得税	13.69	23.52	20.27	32.90	45.16
净利润	63.33	93.41	88.33	140.29	191.64
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	63.33	93.41	88.33	140.29	191.64
EBITDA	111.58	160.16	145.32	214.22	281.07
EPS (元)	0.84	1.24	0.88	1.39	1.90

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	9.42	23.29	23.93	34.70	32.87
营业利润(%)	49.12	52.83	-6.97	59.21	36.73
归属母公司净利润(%)	47.50	47.51	-5.44	58.83	36.60
获利能力					
毛利率(%)	28.74	25.26	22.78	24.26	24.53
净利率(%)	8.06	9.64	7.36	8.68	8.92
ROE(%)	14.54	17.66	9.00	12.50	14.59
ROIC(%)	15.70	17.65	15.45	21.48	24.79
偿债能力					
资产负债率(%)	37.53	39.49	27.80	28.77	29.52
净负债比率(%)	38.28	33.66	30.72	25.63	21.11
流动比率	1.66	1.56	2.78	2.86	2.94
速动比率	1.18	1.08	2.23	2.25	2.27
营运能力					
总资产周转率	1.18	1.23	1.07	1.10	1.25
应收账款周转率	3.73	4.32	4.05	4.28	4.26
应付账款周转率	4.69	4.69	4.61	4.77	4.74
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.93	0.88	1.39	1.90
每股经营现金流(最新摊薄)	1.67	0.75	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	4.32	5.25	9.74	11.13	13.03
估值比率					
P/E	53.45	36.24	38.32	24.13	17.66
P/B	7.77	6.40	3.45	3.02	2.58
EV/EBITDA	30.53	21.27	23.44	15.90	12.12

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188