

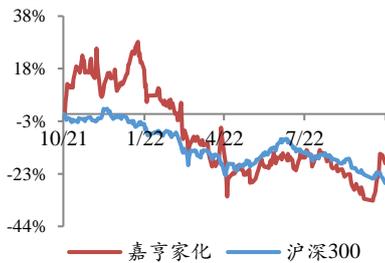
盈利能力环比修复，产能持续释放

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-10-24

收盘价（元）	23.36
近12个月最高/最低（元）	37.11/19.14
总股本（百万股）	101
流通股本（百万股）	45
流通股比例（%）	44.51
总市值（亿元）	24
流通市值（亿元）	10

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

联系人：梁瑞

执业证书号：S0010121110043

邮箱：liangrui@hazq.com

相关报告

1. 疫情致业绩承压，产能建设持续推进 2022-08-28
2. 【华安新消费】嘉亨家化 2021 业绩点评：化妆品营收高增，持续推进新产能落地 2022-04-20

主要观点：

● 事件

公司发布 2022 年三季度报告，前三季度实现营收 7.63 亿元 (-8.29%)，实现归母净利润 0.8 亿元 (-25.07%)，基本每股收益为 0.48 元。Q3 单季度实现营收 3.03 亿元 (-4.58%)，归母净利润 0.22 亿元 (-20.16%)。

● 上游原料成本回落，毛净利率环比修复

随着石油等原料价格回落，公司毛利率环比逐渐修复。费用端，由于公司 Q2 生产受到疫情影响，折旧等费用导致管理费用率较高，生产逐渐恢复正常后管理费用率环比 Q2 下降。1、**前三季度**毛利率为 23.11% (同比-0.11pct，环比+0.3pct)，净利率为 6.33% (同比-1.42pct，环比+0.56pct)。费用端，公司销售费用率为 0.66% (同比+0.18pct，环比持平)，管理费用率为 12.74% (同比+2.6pct，环比-0.55pct)，研发费用率为 2.1% (同比+0.17pct，环比-0.08pct)。2、**Q3 单季度**毛利率为 23.57% (同比-0.76pct，环比+0.17pct)，净利率为 7.18% (同比-1.4pct，环比+2.46pct)。费用端，销售费用率为 0.66% (同比+0.35%，环比-0.31pct)，管理费用率为 12.21% (同比+2.15pct，环比-3.25pct)，研发费用率为 1.98% (同比+0.09pct，环比-0.44pct)。

● 下游客户粘性高，产能有望逐渐释放

公司湖州嘉亨化妆品生产车间于 2022 年 6 月开始投入使用，**投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，合计产能分别达到 62500 吨和 117000 万件**。同时，湖州嘉亨“化妆品及家庭护理产品生产基地建设项目”已在 2022 年上半年办理完成施工许可证等相关手续，**并于 2022 年 6 月开始动工建设**。公司下游客户以强生、贝泰妮、郁美净、保利沃利等国内外知名化妆品企业为主。公司提供日化产品 OEM/ODM 与塑料包装业务协同发展的一站式服务，降低了客户内外部沟通及质量控制成本，客户粘性较强。**因此预计公司产能将不断释放，销售保持快速增长。**

● 投资建议

化妆品下游需求保持较快增长，品牌、人群、渠道的多元化促使品牌商有更高的生产能力，为 OEM/ODM 企业的发展带来机遇。同时，化妆品新规的实施提高了生产质量要求，生产能力不足的中小代工企业有望出清，利好头部代工企业。**公司新产能投产后将解除产能制约，进一步扩大经营规模。一站式服务能力助力增强客户粘性，同时，公司拓展壁垒更高的 ODM 业务有望拓宽增长边际。**我们预计公司 2022~2024 年 EPS 分别为 0.9、1.01、1.21 元/股，对应当前股价 PE 分别为 26、23、19 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

产能扩张不及预期；行业竞争加剧；原材料成本上涨等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1161	1329	1730	2303
收入同比 (%)	19.9%	14.5%	30.1%	33.1%
归属母公司净利润	97	109	143	195
净利润同比 (%)	4.0%	12.2%	30.8%	36.9%
毛利率 (%)	23.8%	22.9%	24.7%	26.5%
ROE (%)	10.2%	7.7%	7.7%	8.3%
每股收益 (元)	1.03	0.90	1.01	1.21
P/E	31.91	25.89	23.06	19.24
P/B	3.46	2.00	1.77	1.60
EV/EBITDA	18.42	15.62	13.91	12.07

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	738	1092	1472	1899	营业收入	1161	1329	1730	2303
现金	167	377	517	636	营业成本	885	1025	1303	1692
应收账款	286	333	436	577	营业税金及附加	7	8	10	14
其他应收款	32	22	32	45	销售费用	6	7	10	14
预付账款	8	12	15	19	管理费用	116	130	201	305
存货	171	214	269	348	财务费用	8	5	4	3
其他流动资产	74	133	202	275	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	620	822	1009	1203	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	2	1	1	2
固定资产	241	300	328	357	营业利润	118	130	173	236
无形资产	73	97	120	145	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	307	425	560	701	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1358	1913	2481	3103	利润总额	119	131	173	236
流动负债	367	443	539	666	所得税	21	22	31	41
短期借款	122	140	160	181	净利润	97	109	143	195
应付账款	175	226	284	365	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	70	77	95	120	归属母公司净利润	97	109	143	195
非流动负债	34	59	79	89	EBITDA	180	170	217	282
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.03	0.90	1.01	1.21
其他非流动负债	34	59	79	89					
负债合计	401	502	618	755					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	101	121	141	161	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	581	906	1195	1465	成长能力				
留存收益	275	384	527	722	营业收入	19.9%	14.5%	30.1%	33.1%
归属母公司股东权益	957	1411	1863	2348	营业利润	1.3%	10.1%	32.6%	36.5%
负债和股东权益	1358	1913	2481	3103	归属于母公司净利润	4.0%	12.2%	30.8%	36.9%
					获利能力				
					毛利率 (%)	23.8%	22.9%	24.7%	26.5%
					净利率 (%)	8.4%	8.2%	8.2%	8.5%
					ROE (%)	10.2%	7.7%	7.7%	8.3%
					ROIC (%)	9.1%	6.6%	6.6%	7.2%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	29.5%	26.2%	24.9%	24.3%
					净负债比率 (%)	41.9%	35.6%	33.2%	32.1%
					流动比率	2.01	2.46	2.73	2.85
					速动比率	1.52	1.95	2.20	2.30
					营运能力				
					总资产周转率	0.86	0.69	0.70	0.74
					应收账款周转率	4.06	3.99	3.97	3.99
					应付账款周转率	5.07	4.54	4.59	4.64
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.03	0.90	1.01	1.21
					每股经营现金流(薄)	0.99	1.00	0.57	0.60
					每股净资产	9.49	11.68	13.23	14.60
					估值比率				
					P/E	31.91	25.89	23.06	19.24
					P/B	3.46	2.00	1.77	1.60
					EV/EBITDA	18.42	15.62	13.91	12.07

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。