

业绩低于预期，盈利能力仍有提升空间

2023 年 10 月 25 日

➤ **事件：**公司 23Q1-3 实现营业收入 7.29 亿元/yoy-4.51%，归母净利润 0.26 亿元/yoy-45.84%，扣非归母净利润 0.26 亿元/yoy-44.33%，经营活动现金流量净额 1.00 亿元/yoy+102.24%，主要系本期支付的货款减少以及收到增值税增量留抵退税款所致。3Q23 实现营收 2.84 亿元/yoy-6.35%，归母净利润 0.13 亿元/yoy-42.53%，扣非归母净利润 0.12 亿元/yoy-42.06%。

➤ **盈利能力环比改善，仍有提升空间。**1) 毛利率方面，23Q1-3 毛利率 23.86%/+1.05pct，3Q23 毛利率 24.34%/+0.77pct，环比提升 0.22pct。2) 费率方面，23Q1-3 销售/管理/研发费用率分别为 0.74%/18.01%/3.46%，分别同比变化+0.04/+2.67/+1.29pct；3Q23 销售/管理/研发费用率分别为 0.70%/13.17%/3.26%，分别同比变化+0.08/+1.08/+1.26pct。主要系满足湖州嘉亨投产需要以及增强公司研发实力，23Q1-3 公司管理费用、研发费用与上年同期相比增加 1796 万元。长期借款较年初增长 167.96%，利息支出增加以及汇率变动形成的汇兑收益减少，导致财务费用同比增加 3996.20%。3) 净利率方面，23Q1-3 净利率 3.60%/-2.17pct，3Q23 净利率 4.41%/-2.77pct，环比提升 0.83pct。

➤ **湖州嘉亨产能处于爬坡期，期待产能利用率提升带来规模效应。**湖州嘉亨的化妆品生产线于 2022 年 6 月份开始逐步投产，由于处在投产初期，产能利用率较低，其规模效应未充分发挥。湖州嘉亨 9 月份获得农业生产许可证及扩大化妆品生产范围，增加了“气雾剂及有机溶剂单元”以及驱蚊液、驱蚊花露水生产许可项目。有利于公司相关产品的产能扩大，保持稳定的生产能力和产品质量，为公司业务的稳健增长和可持续发展以及公司战略布局实施奠定基础。

➤ **投资建议：**随着湖州一期工厂的产能利用率爬坡，得益于自动化程度、人工成本等方面的优势，公司的收入及毛利率有望改善。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 23-25 年公司实现归母净利润 0.54/1.10/1.62 亿元，同比-22.7%/107.7%/48.0%，对应 23-25 年 PE 为 45/22/15x，维持“推荐”评级。

➤ **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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,052	1,133	1,421	1,903
增长率 (%)	-9.4	7.7	25.4	33.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	70	54	110	162
增长率 (%)	-28.3	-22.7	103.7	48.0
每股收益 (元)	0.69	0.53	1.09	1.61
PE	35	45	22	15
PB	2.4	2.4	2.2	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 24 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

21.95 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

邮箱：xiehuixin@mszq.com

研究助理 刘彦菁

执业证书：S0100122070036

邮箱：liuyanjing@mszq.com

相关研究

- 1.嘉亨家化 (300955.SZ) 2023 年半年报点评：Q2 营收同比恢复增长，费用投放影响盈利能力-2023/08/27
- 2.嘉亨家化 (300955.SZ) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：业绩增长承压，期待产能利用率爬坡-2023/05/04
- 3.嘉亨家化 (300955.SZ) 2022 年三季报点评：盈利能力环比改善，静待业绩后续修复-2022/10/26
- 4.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
- 5.嘉亨家化 (300955.SZ) 2021 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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,052	1,133	1,421	1,903
营业成本	800	876	1,080	1,431
营业税金及附加	8	11	14	19
销售费用	7	8	10	13
管理费用	136	142	156	209
研发费用	22	34	31	42
EBIT	83	64	133	193
财务费用	3	2	6	6
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	81	62	127	187
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	81	62	127	188
所得税	11	8	17	25
净利润	70	54	110	162
归属于母公司净利润	70	54	110	162
EBITDA	142	136	237	308

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	157	58	71	123
应收账款及票据	285	249	255	290
预付款项	10	9	9	11
存货	161	156	154	176
其他流动资产	23	23	23	24
流动资产合计	637	495	512	624
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	539	795	1,039	1,220
无形资产	71	71	70	70
非流动资产合计	903	1,104	1,222	1,361
资产合计	1,540	1,599	1,734	1,985
短期借款	131	171	191	191
应付账款及票据	233	217	265	374
其他流动负债	75	85	78	106
流动负债合计	440	473	534	671
长期借款	90	90	90	90
其他长期负债	22	29	20	27
非流动负债合计	112	119	111	118
负债合计	552	592	644	789
股本	101	101	101	101
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	989	1,007	1,090	1,196
负债和股东权益合计	1,540	1,599	1,734	1,985

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-9.45	7.72	25.44	33.93
EBIT 增长率	-33.15	-22.71	106.22	45.86
净利润增长率	-28.30	-22.71	103.75	47.97
盈利能力 (%)				
毛利率	23.96	22.63	24.00	24.80
净利率	6.62	4.75	7.72	8.53
总资产收益率 ROA	4.52	3.37	6.33	8.18
净资产收益率 ROE	7.05	5.35	10.07	13.57
偿债能力				
流动比率	1.45	1.05	0.96	0.93
速动比率	1.01	0.66	0.62	0.62
现金比率	0.36	0.12	0.13	0.18
资产负债率 (%)	35.83	37.01	37.16	39.74
经营效率				
应收账款周转天数	98.65	80.00	65.00	55.00
存货周转天数	73.63	65.00	52.00	45.00
总资产周转率	0.73	0.72	0.85	1.02
每股指标 (元)				
每股收益	0.69	0.53	1.09	1.61
每股净资产	9.81	9.99	10.81	11.87
每股经营现金流	1.48	1.49	2.80	3.59
每股股利	0.35	0.27	0.55	0.82
估值分析				
PE	35	45	22	15
PB	2.4	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	18.29	19.09	10.97	8.45
股息收益率 (%)	1.46	1.13	2.30	3.41

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	70	54	110	162
折旧和摊销	59	72	105	115
营运资金变动	23	27	61	77
经营活动现金流	149	150	282	362
资本开支	-249	-243	-203	-227
投资	51	0	0	0
投资活动现金流	-197	-242	-203	-227
股权募资	0	0	0	0
债务募资	99	48	-3	0
筹资活动现金流	37	-7	-65	-83
现金净流量	-10	-100	14	51

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。	公司评级	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