

## 美容护理

2025 年 09 月 29 日

## 洁雅股份 (301108)

——优质湿巾制造商，国际品牌大客户订单催化业绩拐点

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

## 投资要点:

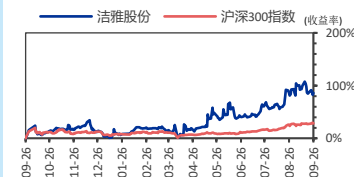
- **洁雅股份：优质湿巾制造商，股权激励彰显增长信心。**公司成立于 1999 年，专业湿巾制造商，主要客户包括 Woolworths、金佰利集团、强生公司、宝洁公司、babycare、东方甄选等。受疫情后湿巾订单回落，2024 年公司业绩触底，2024 年营业收入、归母净利润分别降至 5.47、0.19 亿元，2024 年净利率降至 3.50%。2025 年以来，伴随公司海外大客户订单量增加，业绩恢复明显，2025H1 公司营业收入为 3.10 亿元，同比增长 8.8%，归母净利润为 0.33 亿元，同比增长 22.6%，2025H1 净利率修复至 10.50%。**公司发布 2025 年限制性股票激励计划，业绩考核要求以 2024 年收入为基数，2025-2027 年三年收入目标翻倍，彰显增长信心。**
- **行业：湿巾市场规模稳步扩容，全球化品牌优势稳固。1) 海外：全球湿巾市场规模稳健增长，欧美为消费主力。**2024 年全球湿巾零售市场规模达到 184 亿美元，同比增长 2.7%，2024 年全球湿巾公司 CR10 为 41.3%，其中宝洁、金佰利规模最大，份额分别为 13.9%、11.3%。分市场看，2024 年美国、西欧湿巾零售市场规模分别为 67、39 亿美元。**2) 中国：湿巾市场规模超百亿，新品牌快速崛起。**2024 年中国湿巾零售市场规模达到 129 亿元，同比增长 4.3%，2024 年湿巾品牌 CR10 为 48.0%，德佑等新品牌搭乘电商红利快速崛起。
- **公司：国际品牌大客户订单充沛，美国工厂打开成长空间。1) 产品：湿巾制造为核心主业，2025 年以来盈利修复显著。**与行业内杭州国光公司（诺邦股份收购其 51% 股权）比，洁雅股份净利率优势明显，2025H1 杭州国光收入 4.58 亿元，净利润为 0.19 亿元，净利率为 4.08%，而洁雅股份净利率为 10.50%。**2) 客户：绑定国际品牌大客户，外销业务快速放量。**2024 年公司前五大客户收入占比为 77.6%，主要客户可划分为国际品牌客户、国际渠道客户、国内品牌客户三种类型，伴随国际品牌大客户订单放量，2025H1 公司国外收入同比增长 46.2%，国外收入占比提升至 60.3%，且从盈利水平看，国外业务毛利率显著优于国内业务，2025H1 公司国外业务、国内业务毛利率分别为 35.38%、6.22%。**3) 产能：美国工厂打开全球化空间，有望铸就核心竞争力。**测算国内铜陵工厂目前产能可支撑约 10 亿收入空间，较 2024 年接近翻倍。同时公司 2024 年底筹建美国生产基地，项目产能为年产 150 亿片湿巾，进一步打开全球化空间，支撑中长期增长。
- **盈利预测与估值：**预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 0.77、1.07、1.44 亿元，分别同比增长 297.2%、38.1%、34.7%，当前市值（2025/9/26）为 35 亿，对应 2025-2027 年 PE 分别为 45、33、24 倍。可比公司估值法下，给与洁雅股份 2026 年 PEG 为 1.16，则对应市值为 46 亿，首次覆盖，给予洁雅股份“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧，原材料价格大幅波动。

**市场数据：** 2025 年 09 月 26 日  
 收盘价 (元) 31.18  
 一年内最高/最低 (元) 41.26/21.31  
 市净率 1.9  
 股息率 (分红/股价) 0.64  
 流通 A 股市场值 (百万元) 2,016  
 上证指数/深证成指 3,828.11/13,209.00

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据：** 2025 年 06 月 30 日  
 每股净资产 (元) 23.15  
 资产负债率% 15.07  
 总股本/流通 A 股 (百万) 113/65  
 流通 B 股/H 股 (百万) -/-

## 一年内股价与大盘对比走势:



## 相关研究

## 证券分析师

屠亦婷 A0230512080003  
 tuyt@swsresearch.com  
 庞盈盈 A0230522060003  
 pangyy@swsresearch.com

## 联系人

庞盈盈  
 (8621)23297818×  
 pangyy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	547	310	716	888	1,137
同比增长率 (%)	-12.1	8.8	30.8	24.0	28.0
归母净利润 (百万元)	19	33	77	107	144
同比增长率 (%)	-83.1	22.6	297.2	38.1	34.7
每股收益 (元/股)	0.24	0.40	0.68	0.94	1.27
毛利率 (%)	19.6	23.8	25.1	27.1	29.1
ROE (%)	.	.	.	.	.
市盈率	180		45	33	24

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

**洁雅股份：优质湿巾制造商，股权激励彰显增长信心。**公司成立于1999年，专业湿巾制造商，主要客户包括Woolworths、金佰利集团、强生公司、宝洁公司、babycare、东方甄选等。受疫情后湿巾订单回落，2024年公司业绩触底，2024年营业收入、归母净利润分别降至5.47、0.19亿元，2024年净利率降至3.50%。2025年以来，伴随公司海外大客户订单量增加，业绩恢复明显，2025H1公司营业收入为3.10亿元，同比增长8.8%，归母净利润为0.33亿元，同比增长22.6%，2025H1净利率修复至10.50%。**公司发布2025年限制性股票激励计划，业绩考核要求以2024年收入为基数，2025-2027年三年收入目标翻倍，彰显增长信心。**

预计2025-2027年公司归母净利润分别为0.77、1.07、1.44亿元，分别同比增长297.2%、38.1%、34.7%，当前市值（2025/9/26）为35亿，对应2025-2027年PE分别为45、33、24倍。可比公司估值法下，给与洁雅股份2026年PEG为1.16，则对应市值为46亿，首次覆盖，给予洁雅股份“买入”评级。

### 关键假设点

#### 分区域看：

**1) 国内业务：**公司国内业务以为babycare、金佰利中国、东方甄选等代工为主，考虑内销业务毛利率较低，公司逐步对内销业务资源分配减少，预计2025-2027年公司国内业务收入分别为2.72、2.67、2.67亿元，分别同比-5.0%、-2.0%、0.0%。

**2) 国外业务：**2025年以来公司强化与国际品牌客户合作，外销订单快速放量，且后续伴随美国基地投产，打开全球化空间，国外业务快速增长，预计2025-2027年公司国外业务收入分别为4.44、6.21、8.70亿元，分别同比增长70.0%、40.0%、40.0%。

### 有别于大众的认识

市场对公司中长期业绩增长的确定性较为谨慎。我们认为公司在手订单充沛，增长路径清晰，绑定全球化品牌大客户，国外业务有望成为业绩增长的核心驱动力，且公司在美国筹建工厂，有望进一步打开全球化空间，支撑国外订单持续快速放量。相较于国内业务，国外大订单盈利优势显著，因此伴随公司国外业务收入占比提升，净利率有望持续修复，业绩空间大，国际品牌大客户在手订单支撑下，中长期业绩增长确定性较强。

### 股价表现的催化剂

大客户订单放量超预期，净利率修复超预期。

### 核心假设风险

行业竞争加剧，原材料价格大幅波动。

## 目录

<b>1. 洁雅股份：优质湿巾制造商，业绩迎来拐点</b>	<b>6</b>
1.1 深耕湿巾制造领域，品类丰富满足下游一站式采购	6
1.2 管理层运营稳定，股权激励彰显增长信心	7
1.3 业绩拐点已来，2025 年修复明显	9
<b>2. 行业：湿巾市场规模稳步扩容，全球化品牌优势稳固</b>	<b>9</b>
2.1 海外：全球湿巾市场规模稳健增长，欧美为消费主力	10
2.2 中国：湿巾市场规模超百亿，新品牌快速崛起	12
<b>3. 公司：国际品牌大客户订单充沛，美国工厂打开成长空间</b>	<b>14</b>
3.1 产品：湿巾制造为核心主业，2025 年以来盈利修复显著	14
3.2 客户：绑定国际品牌大客户，外销业务快速放量	15
3.3 产能：美国工厂打开全球化空间，有望铸就核心竞争力	17
<b>4. 盈利预测与估值分析</b>	<b>18</b>
4.1 盈利预测	18
4.2 估值	20
<b>5. 风险提示</b>	<b>20</b>
<b>附录</b>	<b>21</b>

## 图表目录

图 1: 洁雅股份发展历程.....	6
图 2: 2024 年公司分业务收入占比 .....	7
图 3: 2024 年公司分区域收入占比 .....	7
图 4: 洁雅股份股权结构图 .....	7
图 5: 2025H1 公司营业收入同比增长 8.8% .....	9
图 6: 2025H1 公司归母净利润同比增长 22.6% .....	9
图 7: 2025H1 公司净利率修复至 10.50%.....	9
图 8: 2025H1 公司期间费用率为 12.90%.....	9
图 9: 2024 年全球湿巾零售市场规模达到 184 亿美元.....	10
图 10: 2024 年美国湿巾零售市场规模达到 67 亿美元 .....	11
图 11: 2024 年西欧湿巾零售市场规模达到 39 亿美元 .....	11
图 12: 2024 年中国湿巾零售市场规模达到 129 亿元.....	12
图 13: 2024 年中国湿巾市场线上渗透率提升至 27.9% .....	13
图 14: 洁雅股份分业收入情况.....	14
图 15: 2024 年洁雅湿巾收入为 4.95 亿元.....	15
图 16: 洁雅湿巾业务细分收入情况.....	15
图 17: 2024 年杭州国光收入 7.78 亿元.....	15
图 18: 2024 年杭州国光净利率 2.83%.....	15
图 19: 2024 年洁雅股份前五大客户收入占比为 77.6% .....	15
图 20: 2025H1 公司国外收入同比增长 46.2%.....	16
图 21: 2025H1 公司国内、国外收入占比分别为 39.7%、60.3%.....	16
图 22: 公司国外业务毛利率显著优于国内业务 .....	17
表 1: 洁雅股份产品系列介绍 .....	6
表 2: 洁雅股份高管介绍 .....	8
表 3: 洁雅股份股权激励安排 .....	8
表 4: 全球湿巾市场前十大公司份额情况 .....	10
表 5: 美国湿巾市场公司份额情况 .....	11
表: 西欧湿巾市场公司份额情况 .....	

表 7：中国湿巾市场品牌份额情况 .....	13
表 8：2020、2021H1 洁雅股份前五大客户情况 .....	16
表 9：洁雅股份主要客户基本情况介绍 .....	17
表 10：公司国内产能情况 .....	18
表 11：洁雅股份收入拆分及预测 .....	19
表 12：洁雅股份可比公司估值对比 .....	20
表 13：洁雅股份利润表 .....	21
表 14：洁雅股份资产负债表 .....	22
表 15：洁雅股份现金流量表 .....	23

# 1. 洁雅股份：优质湿巾制造商，业绩迎来拐点

## 1.1 深耕湿巾制造领域，品类丰富满足下游一站式采购

**深耕湿巾制造领域，大客户资源丰富。**安徽铜陵洁雅生物科技股份有限公司成立于1999年，是一家专注于湿巾类产品研发、生产与销售的专业制造商。经过二十多年的持续研发和技术积累，公司在溶液配方、生产工艺等方面拥有深厚的技术积累，掌握了一系列核心技术。公司湿巾类产品种类齐全，涵盖婴儿系列、成人功能型系列、抗菌消毒系列、家庭清洁系列、医用护理系列和宠物清洁系列等六大系列，可满足客户对各种不同规格、不同功效的湿巾类产品需求，实现一站式采购。公司丰富的产品种类有利于深化与客户之间的合作，建立长期稳定的合作关系。公司主要客户包括 Woolworths、金佰利集团、强生公司、欧莱雅集团、宝洁公司、利洁时集团、高乐氏公司、3M、Rockline 等。

图 1：洁雅股份发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

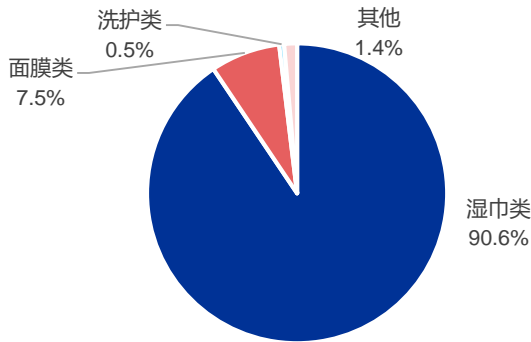
表 1：洁雅股份产品系列介绍

产品品类	产品系列	主要功能	图示	产品品类	产品系列	主要功能	图示
湿巾品类	婴儿系列湿巾	柔软舒适，滋润亲肤，用于清洁和护理婴儿肌肤		湿巾品类	医用护理系列湿巾	富含天然植物水溶性油脂及D-泛醇等成分，主要用于病患日常清洁护理	
	成人功能型系列湿巾	富含维生素E，洋甘菊、芦荟、绿茶等提取液，集清洁、护理、营养等功效于一身，主要用于清洁润肤			宠物清洁系列湿巾	具有清洁抗菌功效，适用于宠物脚掌、耳朵、面部等部位的清洁	
	抗菌消毒系列湿巾	含长效广谱抑菌成分，可在短时间内有效杀灭各种病菌，主要适用于学校、旅游、聚餐等公共场合			化妆品类	面膜系列产品	为脸部肌肤补充水分以及营养，提升肌肤新陈代谢
	家庭清洁系列湿巾	含多种表面活性去污成分，具有去污、防尘功效，主要用于电脑、皮革、地面和家居日常清洁护理		洗护系列产品		具有清洁、洗护等功效，用于面部、头发和身体等部位	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

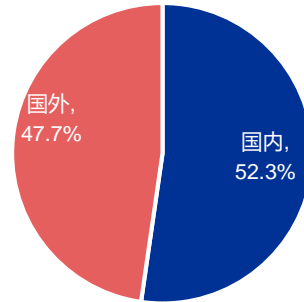
**分产品看**，公司主要业务涵盖湿巾类、面膜类、洗护类等生产制造，2024 年三大产品品类收入占比分别为 90.6%、7.5%、0.5%，其中湿巾类产品可细分为婴儿系列湿巾、成人功能型系列湿巾、抗菌消毒系列湿巾、家庭清洁系列湿巾、医用护理系列湿巾、宠物清洁系列湿巾。**分区域看**，2024 年公司国外、国内收入占比分别为 52.3%、47.7%。

图 2：2024 年公司分业务收入占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：2024 年公司分区域收入占比

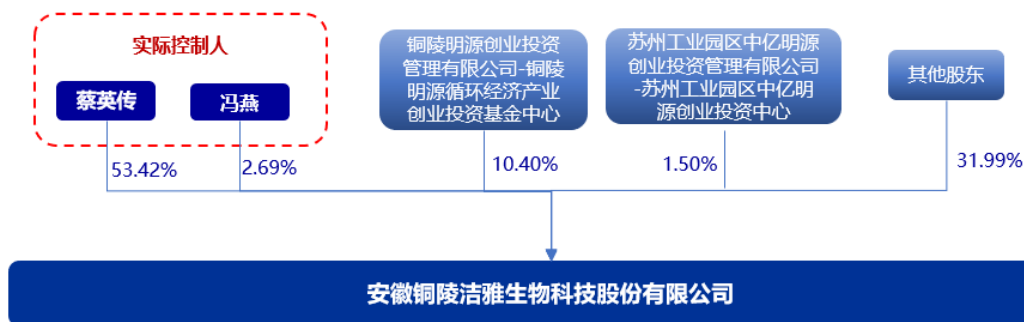


资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 1.2 管理层运营稳定，股权激励彰显增长信心

**管理层行业经验丰富，为公司战略保驾护航。**公司实际控制人为蔡英传、冯燕，合计持股比例为 56.11%，另外铜陵明源循环经济产业创业投资基金中心（有限合伙）、苏州工业园区中亿明源创业投资中心（有限合伙）分别持股比例 10.40%、1.50%。公司高管团队稳定，创始人及主要高管行业经验丰富，为公司战略执行保驾护航。

图 4：洁雅股份股权结构图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：持股比例截至 2025 年中报

**表 2：洁雅股份高管介绍**

姓名	职务	出生年份	任职经历
蔡英传	董事长、总经理	1969	大专学历。1990年7月至1996年6月，任铜陵博发纸业有限公司销售经理；1996年6月至1999年8月，任铜陵市洁雅航空旅游用品厂经理；1999年8月创立洁雅有限，任总经理、执行董事；2008年12月至今，任铜陵洁雅生物科技股份有限公司董事长；2014年3月至今，任铜陵洁雅生物科技股份有限公司总经理；2022年9月至今，任洁雅投资（铜陵）有限公司执行董事、总经理、投资部负责人；2023年1月至今，任安徽洁创医疗器械有限公司执行董事、总经理；2023年2月至今，任洁雅股份上海分公司总经理；2023年8月至今，任赛得利（铜陵）无纺材料有限公司董事；2023年12月至今，任铜陵雅石共赏股权投资合伙企业（有限合伙）投资决策委员会委员。现任第十三届安徽省政协委员，铜陵市第十七届人大代表，铜陵市工商联副主席
叶英	副总经理	1976	大专学历。1997年9月至2000年10月，任职于铜百集团企管处进出口贸易部；2000年11月至今，历任洁雅有限、洁雅股份营销部经理、销售总监；2016年5月至今，任铜陵洁雅生物科技股份有限公司董事、副总经理
翟向奎	副总经理	1981	本科学历。2002年7月至2005年3月，任上海轻工业工程设计研究院有限公司土建结构工程师；2005年3月至2014年3月，任空气化工产品（中国）投资有限公司工厂建设项目经理；2014年3月至2023年8月，历任科瑞莱公司运营经理、运营总监、厂长、中国区项目总监；2023年9月至2024年7月，任永青集团有限公司阿根廷项目部项目经理、工厂总经理；2024年8月至今，任铜陵洁雅生物科技股份有限公司供应链总监、副总经理
胡能华	副总经理、董事会秘书	1968	本科学历。1990年7月至1993年10月，任安徽省地矿局321地质队助理工程师；1993年11月至1996年5月，任铜陵有色金泰珠宝有限责任公司珠宝鉴定师；1999年8月至2003年6月，历任洁雅有限销售经理、采购经理；2003年6月至2008年3月，自主创业；2008年4月至2008年12月，任洁雅有限总经理助理；2008年12月至今，任铜陵洁雅生物科技股份有限公司董事会秘书；2016年5月至今，任铜陵洁雅生物科技股份有限公司副总经理；2022年9月至今，任洁雅投资（铜陵）有限公司风控部负责人。现任铜陵市铜官区工商联副主席，铜陵市上市公司协会秘书长
杨凡龙	财务总监	1988	本科学历、高级会计师。2010年7月至2019年10月，历任安徽安纳达钛业股份有限公司会计、财务经理助理、财务副经理兼子公司财务负责人；2019年11月至2020年1月，任安徽宏实自动化装备有限公司财务经理；2020年2月至今，历任铜陵洁雅生物科技股份有限公司财务经理、财务总监；2022年6月至今，任铜陵洁雅生物科技股份有限公司董事；2022年9月至今，任洁雅投资（铜陵）有限公司财务部负责人；2023年8月至今，任赛得利（铜陵）无纺材料有限公司监事

资料来源：公司公告，同花顺 ifind，申万宏源研究

**股权激励彰显发展信心，目标三年收入翻倍。**公司发布 2025 年限制性股票激励计划，激励计划拟向激励对象授予限制性股票总计 182 万股，占本激励计划草案公告日公司股本总额的 1.62%。激励计划首次授予限制性股票的授予价格为每股 12.63 元，首次授予部分的激励对象共计 10 人，包括董事、高级管理人员 4 人及其他激励对象 6 人。**业绩考核要求 2025-2027 年三年收入目标翻倍：**1) 2025 年为第一个归属期，以 2024 年营业收入为基数，公司 2025 年营业收入增长率不低于 25.00%；2) 2026 年为第二个归属期，以 2024 年营业收入为基数，公司 2026 年营业收入增长率不低于 50.00%；3) 2027 年为第三个归属期，以 2024 年营业收入为基数，公司 2027 年营业收入增长率不低于 100.00%。

**表 3：洁雅股份股权激励安排**

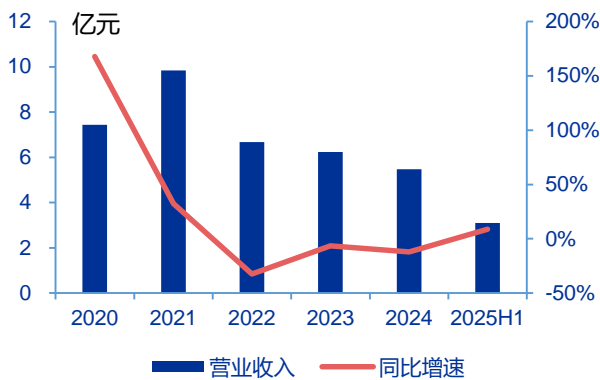
归属安排	归属时间	比例	业绩考核目标
第一个归属期	自相应部分限制性股票授予之日起 12 个月后的首个交易日至相应部分限制性股票授予之日起 24 个月内的最后一个交易日止	30%	以2024年营业收入为基数，公司2025年营业收入增长率不低于25.00%
第二个归属期	自相应部分限制性股票授予之日起24个月后的首个交易日至相应部分限制性股票授予之日起 36 个月内的最后一个交易日止	30%	以2024年营业收入为基数，公司2025年营业收入增长率不低于50.00%
第三个归属期	自相应部分限制性股票授予之日起36个月后的首个交易日至相应部分限制性股票授予之日起 48 个月内的最后一个交易日止	40%	以2024年营业收入为基数，公司2025年营业收入增长率不低于100.00%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 1.3 业绩拐点已来，2025 年修复明显

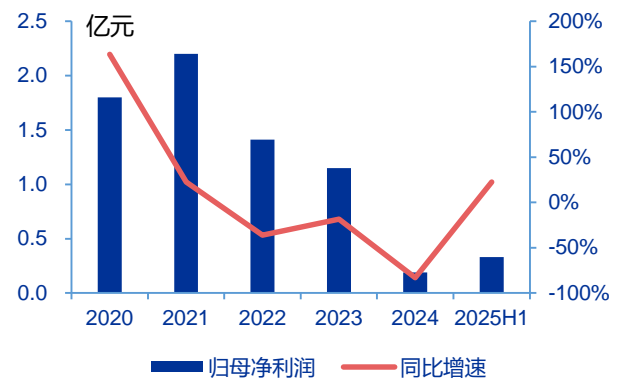
2025 年公司业绩修复明显，2025H1 国外收入同比增长 46.2%。2020-2021 年受益于疫情期间湿巾品类需求的爆发，公司业绩快速增长，2021 年营业收入、归母净利润分别增长至 9.84、2.20 亿元，伴随疫情后订单回落，2022-2024 年公司收入及利润同比下滑，2024 年营业收入、归母净利润分别降至 5.47、0.19 亿元，2024 年毛利率、净利率分别降至 19.63%、3.50%。2025 年以来，伴随公司海外大客户订单量增加，业绩恢复明显，2025H1 公司营业收入为 3.10 亿元，同比增长 8.8%，其中国外营收同比增长 46.2%、国内营收同比下滑 21.7%，2025H1 归母净利润为 0.33 亿元，同比增长 22.6%，2025H1 毛利率、净利率分别修复至 23.83%、10.50%。

图 5：2025H1 公司营业收入同比增长 8.8%



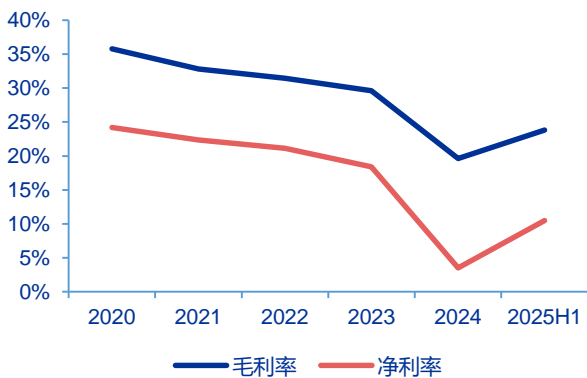
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 6：2025H1 公司归母净利润同比增长 22.6%



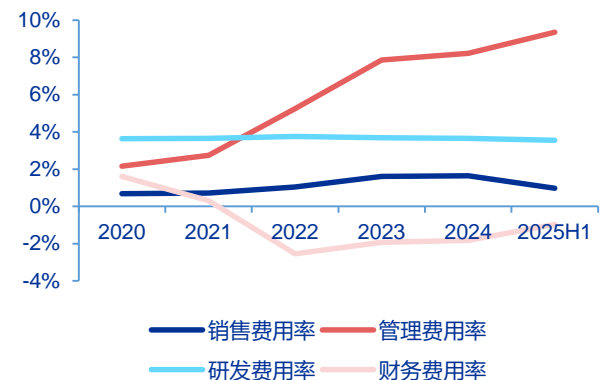
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 7：2025H1 公司净利率修复至 10.50%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8：2025H1 公司期间费用率为 12.90%



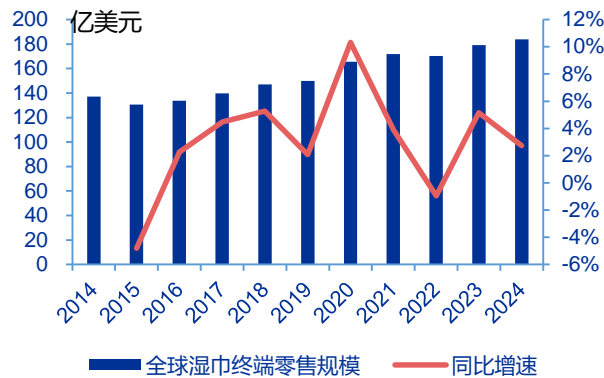
资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2. 行业：湿巾市场规模稳步扩容，全球化品牌优势稳固

## 2.1 海外：全球湿巾市场规模稳健增长，欧美为消费主力

2024 年全球湿巾零售市场规模达到 184 亿美元，同比增长 2.7%。湿巾最早出现于上个世纪 60 年代欧美国家，经过多年的发展，湿巾在欧美发达国家已经成为人们普遍使用的日用消费品。据欧睿统计，2024 年全球湿巾零售市场规模达到 184 亿美元，同比增长 2.7%，2014-2024 年 CAGR 为 3.0%。湿巾品类可细分为婴儿湿巾、清洁湿巾、化妆湿巾、通用湿巾、湿厕纸以及女性护理湿巾等，其中婴儿湿巾占比最大。

图 9：2024 年全球湿巾零售市场规模达到 184 亿美元



资料来源：欧睿数据，申万宏源研究

2024 年全球湿巾公司 CR10 为 41.3%，其中宝洁、金佰利规模最大。据欧睿统计，2024 年全球湿巾市场公司 CR10 为 41.3%，其中宝洁、金佰利断层领先，分别位列第一、第二，2024 年宝洁、金佰利湿巾份额分别为 13.9%、11.3%。全球湿巾品牌仍以欧美公司为主，中国恒安国际、日本花王进入前十大湿巾公司，2024 年份额分别为 1.8%、1.7%，分别位列第六、第七。

表 4：全球湿巾市场前十大公司份额情况

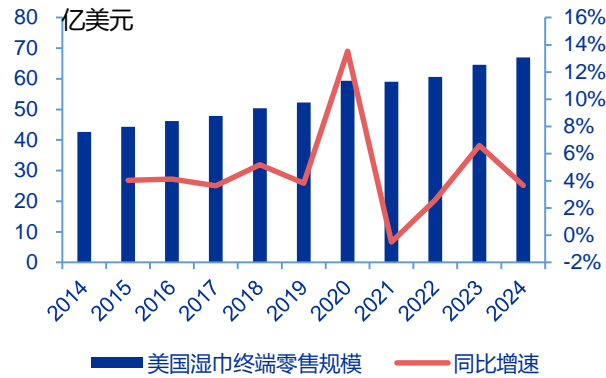
排名	公司	所属国家	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1	宝洁Procter & Gamble Co, The	美国	14.6%	13.9%	13.9%	14.1%	14.0%	13.9%
2	金佰利Kimberly-Clark Corp	美国	11.1%	10.6%	10.8%	11.4%	11.3%	11.3%
3	高乐氏Clorox	美国	3.5%	4.4%	4.0%	3.8%	3.5%	3.5%
4	科赴Kenvue (隶属强生)	美国	-	-	-	-	3.1%	3.0%
5	利洁时集团Reckitt	英国	2.3%	2.6%	2.5%	2.1%	2.1%	2.1%
6	恒安国际	中国	1.6%	1.8%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%
7	花王Kao Corp	日本	2.9%	2.9%	2.5%	2.1%	1.9%	1.7%
8	Essity AB	瑞典	1.8%	1.9%	2.2%	2.3%	2.2%	1.5%
9	Dude Products Inc	美国	0.1%	0.3%	0.4%	0.6%	0.9%	1.3%
10	拜尔斯道夫Beiersdorf AG	德国	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
CR10							42.0%	41.3%

资料来源：欧睿数据，申万宏源研究

分市场看，全球湿巾消费市场呈现出显著的区域性、差别化发展机遇，欧美市场是全球湿巾消费的主力市场，亚太等新兴市场渗透率低，成长空间大。

**美国市场:**据欧睿统计,2024年美国湿巾零售市场规模达到67亿美元,同比增长3.7%,2014-2024年CAGR为4.6%。从竞争格局看,2024年美国湿巾市场公司CR10为60.3%,其中宝洁、金佰利分别位列第一、第二,2024年宝洁、金佰利在美国市场湿巾份额分别为19.1%、14.9%。

**图 10: 2024 年美国湿巾零售市场规模达到 67 亿美元**



资料来源: 欧睿数据, 申万宏源研究

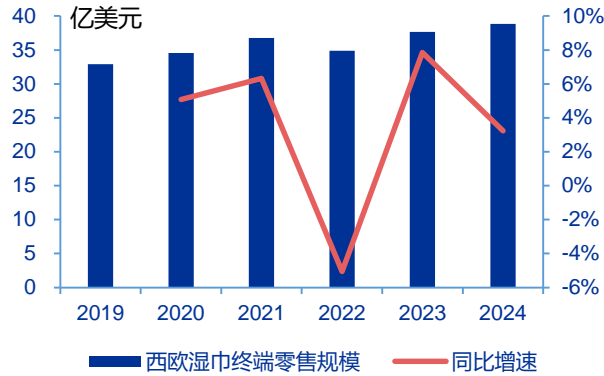
**表 5: 美国湿巾市场公司份额情况**

排名	公司	所属国家	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1	宝洁Procter & Gamble Co, The	美国	21.4%	19.8%	20.1%	20.4%	19.6%	19.1%
2	金佰利Kimberly-Clark Corp	美国	15.2%	14.4%	14.6%	15.1%	14.8%	14.9%
3	高乐氏Clorox	美国	9.5%	11.7%	10.9%	10.0%	9.1%	9.0%
4	科赴Kenvue (隶属强生)	美国	-	-	-	-	4.3%	4.0%
5	Dude Products Inc	美国	0.3%	0.7%	1.1%	1.7%	2.5%	3.6%
6	利洁时集团Reckitt	英国	3.4%	4.3%	4.1%	3.0%	2.9%	2.9%
7	亚马逊Amazon.com Inc	美国	1.2%	1.4%	1.7%	2.4%	2.7%	2.9%
8	Edgewell Personal Care Brands LLC	美国	1.5%	1.9%	1.9%	1.6%	1.6%	1.5%
9	Irish Breeze UC	爱尔兰	0.8%	0.8%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%
10	联合利华Unilever Group	英国	2.4%	2.1%	2.3%	2.2%	1.9%	1.2%
CR10							60.6%	60.3%

资料来源: 欧睿数据, 申万宏源研究

**西欧市场:**据欧睿统计,2024年西欧湿巾零售市场规模达到39亿美元,同比增长3.2%,2019-2024年CAGR为3.4%。从竞争格局看,2024年西欧湿巾市场公司CR10为44.2%,其中宝洁、金佰利分别位列第一、第二,2024年宝洁、金佰利在西欧市场湿巾份额分别为20.4%、6.2%。

**图 11: 2024 年西欧湿巾零售市场规模达到 39 亿美元**



资料来源：欧睿数据，申万宏源研究

**表 6：西欧湿巾市场公司份额情况**

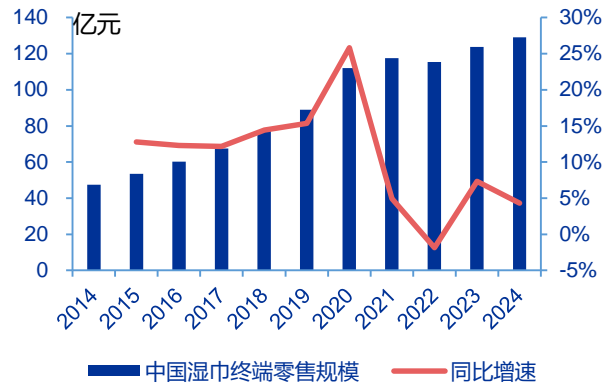
排名	公司	所属国家	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1	宝洁 Procter & Gamble Co, The	美国	20.2%	20.5%	21.0%	20.6%	20.4%	20.4%
2	金佰利 Kimberly-Clark Corp	美国	5.5%	5.8%	6.4%	6.3%	6.2%	6.2%
3	Essity AB	瑞典	4.0%	4.1%	4.2%	4.3%	4.4%	4.5%
4	拜尔斯道夫 Beiersdorf AG	德国	3.9%	3.5%	3.4%	3.4%	3.4%	3.3%
5	联合利华 Unilever Group	英国	2.4%	2.4%	2.5%	2.7%	2.5%	2.3%
6	Gruppo Sodalis Srl	意大利	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%
7	利洁时集团 Reckitt	英国	1.8%	2.1%	1.8%	1.7%	1.7%	1.6%
8	欧莱雅集团 L'Oréal Groupe	法国	1.9%	1.8%	1.8%	1.7%	1.6%	1.5%
9	Irish Breeze UC	爱尔兰	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	1.2%	1.4%
10	科赴 Kenvue (隶属强生)	美国	-	-	-	-	1.3%	1.3%
CR10							44.4%	44.2%

资料来源：欧睿数据，申万宏源研究

## 2.2 中国：湿巾市场规模超百亿，新品牌快速崛起

中国湿巾市场快速发展，2024 年市场规模为 129 亿元。我国湿巾市场启蒙于 20 世纪 80 年代末，当时湿巾产品生产成本较高，主要用于商用环境，对于个人消费尚属奢侈品。20 世纪 90 年代中期是我国湿巾的起步阶段，各湿巾制造公司先后开始从国外引进湿巾生产设备，湿巾产量和质量均得到很大提升，商用需求加速增长，民航、高档饭店等产业纷纷开始采购湿巾产品。21 世纪初期是我国湿巾的发展阶段，随着人们对于个人卫生的关注大幅提高，湿巾产品的使用范围日趋扩大，各种新品种不断涌现。个人消费者也开始在家中常备湿巾产品，不仅适用于个人皮肤擦拭，也用于婴幼儿护理、女士卸妆、宠物清洁、家具护理等多种用途。近年来我国湿巾市场快速发展，据欧睿统计，2024 年中国湿巾零售市场规模达到 129 亿元，同比增长 4.3%，2014-2024 年 CAGR 为 10.5%。

**图 12：2024 年中国湿巾零售市场规模达到 129 亿元**



资料来源：欧睿数据，申万宏源研究

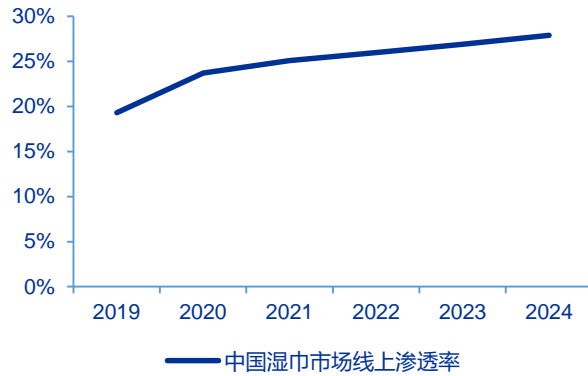
**中国市场: 2024 年湿巾品牌 CR10 为 48.0%，线上渗透率提升至 27.9%。**据欧睿统计，2024 年中国湿巾市场品牌 CR10 为 48.0%，其中恒安国际的心相印位列第一，2024 年份额为 18.7%。我国湿巾市场品牌参与者众多，一类如恒安、维达、洁柔、金光纸业 (APP) 等传统纸业公司；一类如金佰利、宝洁等全球快消品集团；一类如母婴品牌商发展婴儿湿巾业务，如日本康贝 Combi 集团、中国品牌 Babycare。此外，近年来我国湿巾市场线上渗透率快速提升，2024 年线上渗透率已提升至 27.9%，较 2019 年提升 8.6pct，新兴品牌如德佑搭载电商渠道红利快速崛起，2024 年份额已提升至 9.5%，位列中国湿巾第二名品牌。

表 7：中国湿巾市场品牌份额情况

排名	品牌名	所属公司	所属国家	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1	心相印	恒安国际	中国	18.5%	18.3%	17.6%	19.1%	18.5%	18.7%
2	德佑	河南逸祥	中国	-	0.1%	0.4%	3.4%	6.8%	9.5%
3	维达	Royal Golden Eagle Pte Ltd	新加坡	-	-	-	-	-	6.8%
4	舒洁	金佰利	美国	3.4%	3.5%	4.0%	4.4%	3.9%	3.6%
5	洁柔	中顺洁柔	中国	2.5%	2.6%	3.2%	2.9%	2.5%	2.5%
6	Babycare	杭州白贝壳	中国	1.3%	1.4%	1.8%	2.7%	2.4%	2.2%
7	得宝	Essity AB	瑞典	0.8%	0.8%	1.0%	1.3%	1.3%	1.4%
8	清风	Asia Pulp & Paper Co Ltd	印尼	1.7%	1.3%	1.3%	1.3%	1.1%	1.2%
9	康贝Combi	Combi Corp	日本	2.8%	2.3%	2.3%	1.9%	1.4%	1.1%
10	全棉时代	稳健医疗	中国	1.7%	1.3%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
CR10									48.0%

资料来源：欧睿数据，申万宏源研究

图 13：2024 年中国湿巾市场线上渗透率提升至 27.9%



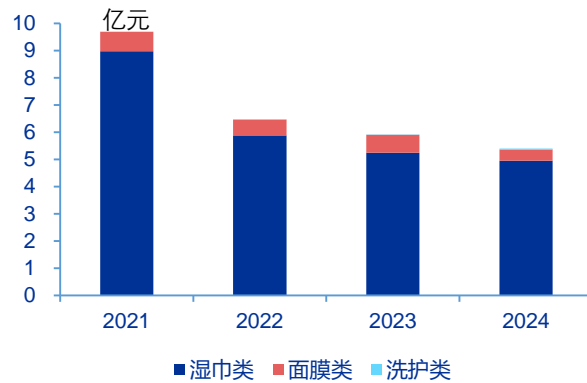
资料来源：欧睿数据，申万宏源研究

### 3. 公司：国际品牌大客户订单充沛，美国工厂打开成长空间

#### 3.1 产品：湿巾制造为核心主业，2025 年以来盈利修复显著

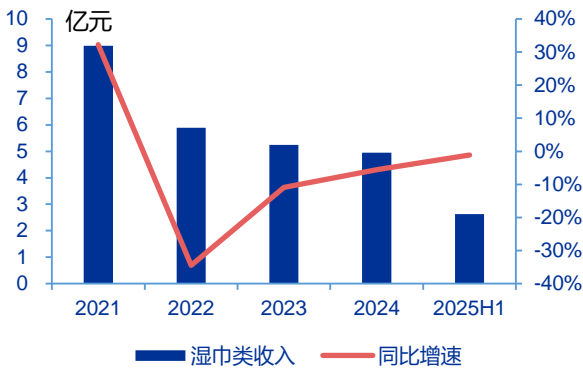
公司业务涵盖湿巾类、面膜类、洗护类三大品类业务，其中湿巾业务为核心主业，2024 年公司营业收入为 5.47 亿元，其中湿巾类、面膜类、洗护类收入分别为 4.95、0.41、0.03 亿元，收入占比分别为 90.6%、7.5%、0.5%。

图 14：洁雅股份分业收入情况

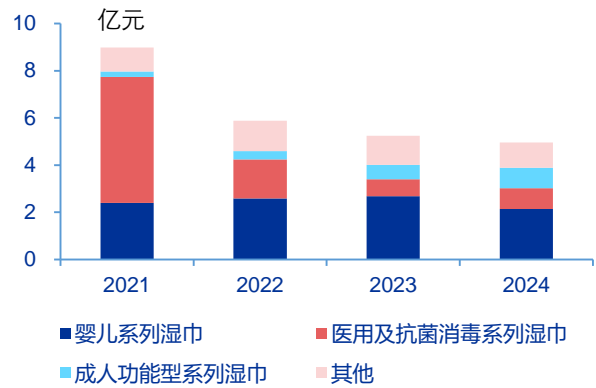


资料来源：公司公告，申万宏源研究

细分品类看，2024 年婴儿系列湿巾收入占比超 40%。受益于疫情期间医用及抗菌消毒系列湿巾需求的爆发，2021 年公司湿巾品类收入为 8.99 亿元，其中医用及抗菌消毒系列湿巾为 5.34 亿元，占比为 59.5%。伴随疫情后消毒湿巾需求回落，2022-2024 年公司湿巾品类收入同比下滑，2024 年湿巾收入为 4.95 亿元，其中婴儿系列湿巾、医用及抗菌消毒系列湿巾、成人功能型湿巾系列湿巾收入分别为 2.14、0.88、0.87 亿元，收入占比分别为 43.3%、17.7%、17.7%。

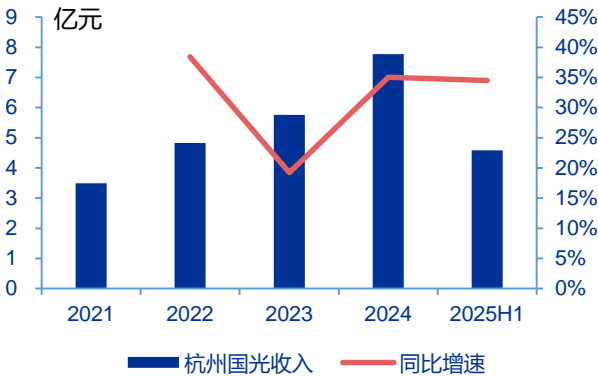
**图 15: 2024 年洁雅湿巾收入为 4.95 亿元**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

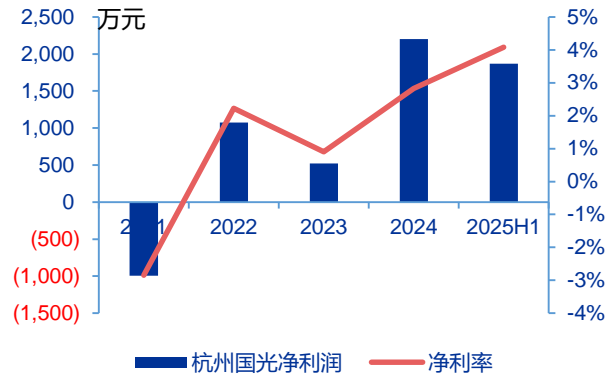
**图 16: 洁雅湿巾业务细分收入情况**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

与行业内杭州国光公司比，2025H1 洁雅股份净利率优势明显。杭州国光创立于 1998 年，是全球知名的以多功能、高性能、环保型湿巾的开发以及应用技术研发生产的国家高新技术企业，致力于成为全球湿巾专家，2017 年被诺邦股份以 2.2 亿元现金收购 51% 股权。2024 年杭州国光收入为 7.78 亿元，净利润为 0.22 亿元，净利率为 2.83%，2025H1 杭州国光收入 4.58 亿元，净利润为 0.19 亿元，净利率为 4.08%。考虑洁雅股份湿巾业务收入占比约九成，2025H1 洁雅股份收入为 3.10 亿元，归母净利润为 0.33 亿元，2025H1 洁雅股份净利率修复至 10.50%，显著高于杭州国光。

**图 17: 2024 年杭州国光收入 7.78 亿元**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

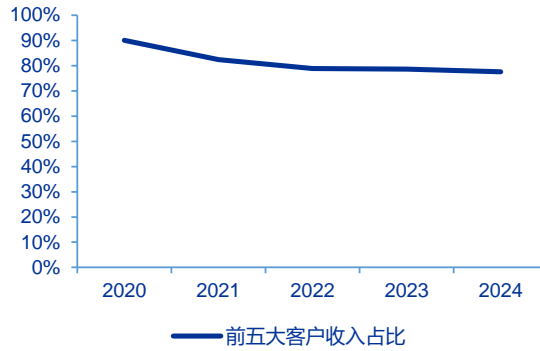
**图 18: 2024 年杭州国光净利率 2.83%**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3.2 客户：绑定国际品牌大客户，外销业务快速放量

2024 年公司前五大客户收入占比为 77.6%。公司主要客户有 Woolworths、金佰利集团、强生公司、欧莱雅集团、宝洁公司、利洁时集团、高乐氏公司、3M、Rockline、杭州白贝壳、自然堂集团、东方优选等。疫情期间美国利洁时客户订单快速放量，2021H1 公司前五大客户收入占比为 86.6%，其中第一大客户利洁时收入占比 55.6%。伴随疫情后利洁时订单回落，公司前五大客户收入占比有所下降，2024 年前五大客户收入占比降至 77.6%。

**图：年洁雅股份前五大客户收入占比为 .%**



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**表 8：2020、2021H1 洁雅股份前五大客户情况**

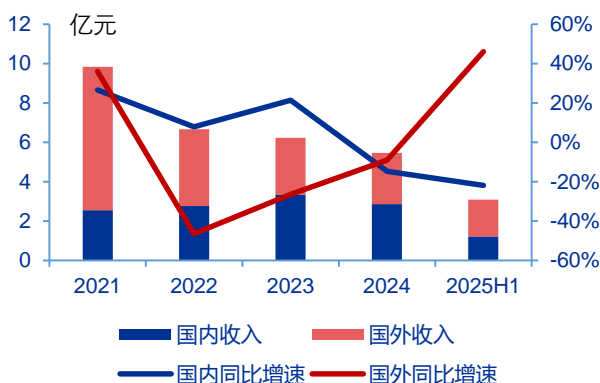
2021H1公司前五名客户			2020年公司前五名客户		
客户名称	销售金额 (万元)	营收占比	客户名称	销售金额 (万元)	营收占比
利洁时集团	34829	55.6%	利洁时集团	26083	35.1%
Woolworths	7118	11.4%	Woolworths	17785	23.9%
高乐氏公司	4744	7.6%	强生公司	9693	13.0%
金佰利 (中国)	4145	6.6%	金佰利 (中国)	8187	11.0%
强生公司	3422	5.5%	杭州贝咖实业	5139	6.9%
<b>合计</b>	<b>54258</b>	<b>86.6%</b>	<b>合计</b>	<b>66887</b>	<b>90.0%</b>

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：杭州贝咖实业现为杭州白贝壳公司，旗下品牌 babycare

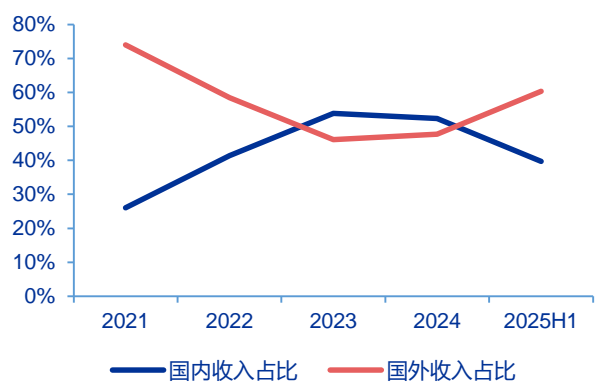
**公司客户以国际品牌客户为主，2025H1 国外业务收入占比提升至 60%。**公司主要客户可划分为三种类型：1) 国际品牌客户，如金佰利、宝洁、强生、利洁时等；2) 国际渠道商客户，如 Woolworths 澳大利亚和新西兰连锁超市；3) 国内品牌客户如 babycare、东方甄选等。公司客户以品牌客户为主，尤其国际品牌客户如金佰利、宝洁等，根据前文欧睿统计，从全球湿巾零售市场看，宝洁、金佰利分别位列第一、第二，测算 2024 年其全球湿巾终端零售规模为 26、21 亿美元。伴随国际品牌大客户订单放量，2025H1 公司国外收入同比增长 46.2%，国外收入占比提升至 60.3%，且从盈利水平看，国外业务毛利率显著优于国内业务，2025H1 公司国外业务、国内业务毛利率分别为 35.38%、6.22%。

**图 20：2025H1 公司国外收入同比增长 46.2%**

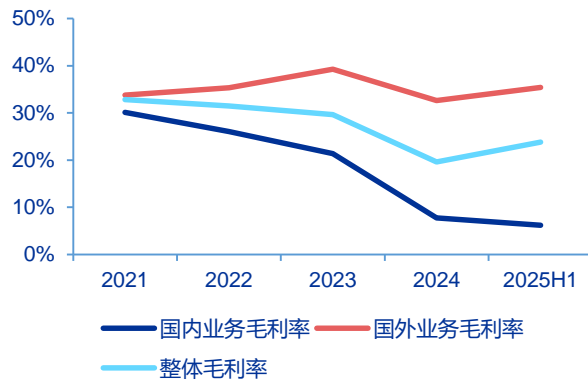


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 21：2025H1 公司国内、国外收入占比分别为 39.7%、60.3%**



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 22：公司国外业务毛利率显著优于国内业务**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**表 9：洁雅股份主要客户基本情况介绍**

客户名称	客户介绍
利洁时	利洁时集团成立于 1823 年，是一家生产各种快速消费品而著称的全球性企业，在全球 60 多个国家设有办公室或工厂，旗下知名品牌包括滴露(Dettol)、美赞臣(Enfamil)、杜蕾斯(Durex)、亮碟(Fimish)等，产品远销全球近 200 多个国家。该公司已于伦敦证券交易所上市(股票代码:RB)
Woolworths	Woolworths 成立于 1924 年，是一家在澳大利亚和新西兰拥有超过 3,600 家门店的连锁超市集团,澳大利亚和新西兰最大的网上超市，全球第 15 大连锁超市。Woolworths 已于澳大利亚证券交易所上市(股票代码:WOW)，业务范围包括日用百货、食品超市、酒类超市、装潢建材超市、加油站和旅馆等多种零售业务
金佰利	金佰利集团成立于 1872 年，是全球健康卫生护理领域的领导者，已于纽约证券交易所上市(股票代码:KMB)，其三大核心业务分别为个人健康护理用品、家庭生活用纸和商用消费产品。金佰利集团在全球 35 个国家和地区设有生产设施，产品销往超过 175 个国家和地区
宝洁	宝洁公司成立于 1837 年，是全球最大的日用消费品公司之一，已于纽约证券交易所上市(股票代码:PG)。宝洁公司业务覆盖个人健康护理用品、家居及织物护理用品、化妆品、剃须用品、婴儿护理用品等各类日用消费品领域，旗下主要品牌包括帮宝适(Pampers)、护舒宝(Whisper)、舒肤佳(Safeguard)、佳洁士(Crest)飘柔(Rejoice)、吉列(Gillette)等，其产品销往超过 180 多个国家和地区
强生	强生公司成立于 1886 年，是全球最具综合性、业务分布范围广泛的医疗健康企业之一，已于纽约证券交易所上市(股票代码:J)。强生公司业务涉及制药、医疗器材及消费品三大领域。总部位于美国新泽西州新布仑兹维克市，在全球 60 个国家地区拥有 260 多家运营公司
杭州白贝壳	杭州白贝壳成立于 2019 年，主要致力于提供优质的母婴产品和专业的母婴护理指导，其实际控制人李阔控制的上海夕尔实业有限公司旗下拥有“Babycare”母婴用品品牌，该品牌曾荣获 2017 年双 11 天猫母婴用品-王者奖、2018 年天猫金婴奖和京东超市 2018 最具口碑奖等多个奖项。“Babycare”品牌 2019 年 3 月置入白贝壳
东方优选	东方优选是新东方旗下东方甄选的运营主体，东方甄选的湿巾业务是其自营产品业务的一部分，近年来发展较为迅速

资料来源：公司公告，公司官网，申万宏源研究

注：杭州贝咖实业现为杭州白贝壳公司，旗下品牌 babycare

### 3.3 产能：美国工厂打开全球化空间，有望铸就核心竞争力

测算国内目前产能可支撑约 10 亿收入空间，较 2024 年接近翻倍。公司国内工厂集中于总部铜陵市，截至 2024 年底，两大厂区合计湿巾年产能 187 亿片、面膜年产能 8752 万片、洗护类年产能 142 万升，另外湿巾在建年产能 17 亿片。2024 年公司收入 5.47 亿元，

考虑公司 2024 年湿巾、面膜、洗护类产能利用率分别为 56.28%、37.56%、12.19%，以及面膜在建产能 17 亿片，估计国内产能可支撑约翻倍的收入空间。

**表 10：公司国内产能情况**

截至2024年底公司国内产能情况			
产品	设计产能	产能利用率	在建产能
湿巾	1,869,739.20 万片	56.28%	170,000 万片
面膜	8,752.32 万片	37.56%	
洗护类	141.26 万升	12.19%	
国内主要化工园区的产品种类情况			
洁雅股份一厂区		湿巾类产品、面膜类产品、洗护类产品	
洁雅股份二厂区		湿巾类产品	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**筹建美国生产基地，打开全球化空间。**2024 年 12 月公司发布公告，在美国设立孙公司并投资建设生产基地。公司基于当前国际贸易形势、全球供应链变化趋势以及未来业务发展规划，拟通过美国全资子公司 Joyalways Investment Corporation 设立全资孙公司 Joyalways Corporation 并投资建设湿巾生产基地。项目预计总投资约人民币 6.16 亿元（折合约 8500 万美元，最终以项目建设实际投资额为准）。**项目产能为年产 150 亿片湿巾，建设期暂定 2 年**，建设规模包括：购置土地 360 亩、建筑物 45,000 平方米，建设内容为购置先进的生产线 12 条，6 条大包装、4 条小包装和 2 条多道生产线及部分辅助设备及质控设备。

**美国基地是公司国际业务布局的推进和深化，符合公司全球化供应链及市场战略布局的需要。**公司在美国建立生产基地，一方面有助于深化与现有品牌客户的合作，更好地服务现有客户，另外一方面有助于开拓美国市场，增强主营业务海外市场的发展能力，从而增强公司的持续盈利能力。据欧睿统计，2024 年美国湿巾市场终端零售规模为 67 亿美元，同比增长 3.7%，其中宝洁、金佰利分别位列第一、第二，份额分别为 19.1%、14.9%，测算宝洁、金佰利美国湿巾终端零售规模分别为 13、10 亿美元。

## 4. 盈利预测与估值分析

### 4.1 盈利预测

盈利预测及假设：

我们对从分产品及分区域两个维度对公司收入进行拆分：

分产品看：

1) **湿巾类**：湿巾作为公司核心主业，考虑 2025 年以来国际品牌大客户订单放量，预计 2025 年业务修复明显，且后续伴随美国工厂投产，进一步打开全球化空间，预计

2025-2027 年公司湿巾类收入分别为 6.19、7.56、9.60 亿元,分别同比增长 25.0%、22.0%、27.0%。

**2) 面膜类:** 公司面膜类业务以为欧莱雅集团代工为主, 考虑面膜业务 2024 年基数较低, 且 2025H1 增长明显, 预计 2025-2027 年公司面膜类收入分别为 0.74、1.00、1.30 亿元, 分别同比增长 80.0%、35.0%、30.0%。

**3) 洗护类:** 考虑洗护业务体量较小, 且 2025H1 公司洗护类收入快速放量, 预计 2025-2027 年公司洗护类收入分别为 0.12、0.20、0.31 亿元, 分别同比增长 300.0%、70.0%、60.0%。

#### 分区域看:

**1) 国内业务:** 公司国内业务以为 baby care、金佰利中国、东方甄选等代工为主, 考虑内销业务毛利率较低, 公司逐步对内销业务资源分配减少, 预计 2025-2027 年公司国内业务收入分别为 2.72、2.67、2.67 亿元, 分别同比-5.0%、-2.0%、0.0%。

**2) 国外业务:** 2025 年以来公司强化与国际品牌客户合作, 外销订单快速放量, 且后续伴随美国基地投产, 打开全球化空间, 国外业务快速增长, 预计 2025-2027 年公司国外业务收入分别为 4.44、6.21、8.70 亿元, 分别同比增长 70.0%、40.0%、40.0%。

**表 11: 洁雅股份收入拆分及预测**

亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6.23	5.47	7.16	8.88	11.37
同比增速	-6.6%	-12.1%	30.8%	24.0%	28.0%
毛利率	29.6%	19.6%	25.1%	27.1%	29.1%
分产品拆分					
湿巾类收入	5.24	4.95	6.19	7.56	9.60
同比增速	-10.9%	-5.5%	25.0%	22.0%	27.0%
面膜类收入	0.67	0.41	0.74	1.00	1.30
同比增速	15.6%	-38.2%	80.0%	35.0%	30.0%
洗护类收入	0.01	0.03	0.12	0.20	0.31
同比增速	-34.8%	101.8%	300.0%	70.0%	60.0%
分区域拆分					
国内业务收入	3.36	2.86	2.72	2.67	2.67
同比增速	21.4%	-14.7%	-5.0%	-2.0%	0.0%
收入占比	53.9%	52.3%	38.0%	30.0%	23.5%
国外业务收入	2.87	2.61	4.44	6.21	8.70
同比增速	-26.4%	-9.0%	70.0%	40.0%	40.0%
收入占比	46.1%	47.7%	62.0%	70.0%	76.5%

资料来源: 同花顺 ifind, 申万宏源研究

我们预计 2025-2027 年公司收入分别为 7.16、8.88、11.37 亿元, 同比增速分别为 30.8%、24.0%、28.0%; 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 0.77、1.07、1.44 亿元, 分别同比增长 297.2%、38.1%、34.7%。

## 4.2 估值

我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 0.77、1.07、1.44 亿元，分别同比增长 297.2%、38.1%、34.7%，**当前市值 (2025/9/26) 为 35 亿，对应 2025-2027 年 PE 分别为 45、33、24 倍。**

我们采用可比公司估值法，选取诺邦股份（无纺布及湿巾制品制造商）、稳健医疗（棉柔巾及湿巾等）、倍加洁（牙刷及湿巾等制造商）作为可比公司，考虑洁雅股份 2025 年为业绩拐点之年，业绩弹性较大，2026-2027 年为常态业绩增速，我们以 2025-2027 年利润 CAGR 为基数进行测算，参考可比公司 2026 年 PEG 均值为 1.16，给与洁雅股份 2026 年 PEG 为 1.16，则对应市值为 46 亿，首次覆盖，给予洁雅股份“买入”评级。

**表 12：洁雅股份可比公司估值对比**

证券代码	企业名称	市值-亿元 (2025/9/26)	归母净利润 (亿元)				归母净利润同比增速			PE			25-27 CAGR	PEG 2026E
			2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E		
603238.SH	诺邦股份	35	0.95	1.30	1.57	1.89	36.9%	20.3%	20.3%	27	22	18	20.6%	<b>1.07</b>
300888.SZ	稳健医疗	219	6.95	10.26	11.62	13.50	47.5%	13.2%	16.2%	21	19	16	14.7%	<b>1.28</b>
603059.SH	倍加洁	34	-0.77	0.87	1.12	1.41	扭亏	29.0%	25.9%	40	31	24	27.4%	<b>1.12</b>
均值														<b>1.16</b>
301108.SZ	洁雅股份	35	0.19	0.77	1.07	1.44	297.2%	38.1%	34.7%	45	33	24	36.8%	<b>0.89</b>

资料来源：同花顺 ifind，申万宏源研究

注释：诺邦股份、稳健医疗为申万纺服预测，倍加洁为同花顺 ifind 一致预测

## 5. 风险提示

**行业竞争加剧。**若湿巾制造行业竞争加剧，则会影响公司业务放量及利润率，最终影响公司业绩

**原材料价格大幅波动。**若湿巾上游原材料无纺布等价格大幅波动，则会影响公司业绩释放。

## 附录

表 13: 洁雅股份利润表

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	623	547	716	888	1,137
营业收入	623	547	716	888	1,137
其他类金融业务收入	0	0	0	0	0
营业总成本	514	509	622	759	947
营业成本	438	440	536	647	805
其他类金融业务成本	0	0	0	0	0
税金及附加	7	4	5	7	9
销售费用	10	9	6	8	10
管理费用	49	45	59	71	89
研发费用	23	20	24	28	35
财务费用	-12	-10	-9	-2	-2
其他收益	9	4	5	7	1
投资收益	19	8	10	15	15
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	9	11	0	0	0
信用减值损失 (损失以“-”填列)	1	-8	0	0	0
资产减值损失 (损失以“-”填列)	-12	-28	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
汇兑收益及其他	0	0	0	0	0
营业利润	135	24	109	151	206
营业外收入	0	2	2	2	2
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	135	25	110	152	207
所得税	20	6	34	46	65
净利润	115	19	76	105	142
持续经营净利润	115	19	76	105	142
终止经营净利润	0	0	0	0	0
少数股东损益	-1	0	-1	-2	-2
归属于母公司所有者的净利润	115	19	77	107	144

资料来源: 同花顺 ifind, 申万宏源研究

表 14：洁雅股份资产负债表

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	665	404	430	311	341
交易性金融资产	410	659	459	459	459
衍生金融资产	0	0	0	0	0
经营性应收款项	175	142	186	230	293
应收票据、应收账款及应收款项融资	171	136	179	222	284
应收账款	171	136	179	222	284
应收票据及应收款项融资	0	0	0	0	0
其他应收款	1	1	1	1	1
预付款项	3	5	6	7	8
存货	69	77	89	108	134
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	268	440	440	440	440
持有待售资产及其他	0	0	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>1,588</b>	<b>1,722</b>	<b>1,603</b>	<b>1,547</b>	<b>1,667</b>
债权投资	228	0	0	0	0
其他债权投资	0	0	0	0	0
长期应收款	0	0	0	0	0
长期股权投资	16	14	14	14	14
其他权益工具投资	0	0	0	0	0
其他非流动金融资产	0	0	0	0	0
投资性房地产	4	3	3	3	3
固定资产	242	284	405	890	889
在建工程	4	5	205	5	5
无形资产类	35	34	34	34	34
无形资产	35	34	34	34	34
商誉	0	0	0	0	0
开发支出	0	0	0	0	0
长期待摊费用	2	3	3	3	3
递延所得税资产	0	0	0	0	0
其他非流动资产	13	4	4	4	4
使用权资产及其他	18	10	10	10	10
非流动资产合计	561	359	680	964	964
<b>资产总计</b>	<b>2,149</b>	<b>2,081</b>	<b>2,283</b>	<b>2,512</b>	<b>2,631</b>
短期借款	8	7	57	130	35
短期借款	0	0	50	122	28
一年内到期的非流动负债	8	7	7	7	7
交易性金融负债	2	0	0	0	0
经营性应付款项	230	199	244	294	366
合同负债	1	4	4	4	4
其他应付款	1	2	2	2	2
其他流动负债	0	0	0	0	0
持有待售负债及其他	0	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>242</b>	<b>213</b>	<b>307</b>	<b>430</b>	<b>408</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	21	18	18	18	18
递延所得税负债	18	22	22	22	22
租赁负债及其他	10	1	1	1	1
<b>非流动负债合计</b>	<b>48</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>41</b>
<b>负债合计</b>	<b>290</b>	<b>254</b>	<b>348</b>	<b>471</b>	<b>449</b>
股本	81	81	113	113	113
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	1,024	1,022	1,022	1,022	1,022
减：库存股	0	20	20	20	20
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	67	67	67	67	67
未分配利润	687	677	754	861	1,005
专项储备及其他	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益合计	1,859	1,827	1,937	2,043	2,187
少数股东权益	0	0	-1	-3	-5
<b>股东权益合计</b>	<b>1,859</b>	<b>1,827</b>	<b>1,935</b>	<b>2,041</b>	<b>2,182</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,149</b>	<b>2,081</b>	<b>2,283</b>	<b>2,512</b>	<b>2,631</b>

资料来源：同花顺 ifind，申万宏源研究

表 15: 洁雅股份现金流量表

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	115	19	76	105	142
计提的资产减值准备	12	28	0	0	0
信用减值损失	-1	8	0	0	0
固定资产折旧	31	43	29	66	70
无形资产摊销	1	1	0	0	0
长期待摊费用摊销	0	1	0	0	0
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 (收益以“-”号填列)	0	0	0	0	0
公允价值变动损失 (收益以“-”号列示)	-9	-11	0	0	0
财务费用 (收益以“-”号列示)	-8	-7	-9	-2	-2
投资损失 (收益以“-”号列示)	-19	-8	-10	-15	-15
递延所得税资产减少 (增加以“-”列示)	0	0	0	0	0
递延所得税负债增加 (减少以“-”列示)	3	4	0	0	0
存货的减少 (增加以“-”列示)	-6	-13	-12	-19	-26
经营性应收项目的减少 (增加以“-”列示)	-30	21	-44	-44	-63
经营性应付项目的增加 (减少以“-”列示)	-11	-27	45	50	72
其他-经营活动现金流	6	16	0	0	0
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>84</b>	<b>75</b>	<b>75</b>	<b>142</b>	<b>178</b>
收回投资所收到的现金	761	910	200	0	0
取得投资收益收到的现金	5	36	10	15	15
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回现金净额	0	1	0	0	0
处置子公司及其他营业单位收回现金净额	0	0			
收到其他与投资活动有关的现金	0	0	0	0	0
投资活动现金流入小计	766	947	210	15	15
购置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	85	96	350	350	70
投资所支付的现金	1,073	1,121	0	0	0
支付其他与投资活动有关的现金	0	0	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0	0			
投资活动现金流出小计	1,158	1,217	350	350	70
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-392</b>	<b>-271</b>	<b>-140</b>	<b>-335</b>	<b>-55</b>
吸收投资收到的现金	1	0	32	0	0
取得借款收到的现金	0	0	57	80	7
收到其它与筹资活动有关的现金	9	8	9	2	2
筹资活动现金流入小计	10	8	99	82	9
偿还债务支付的现金	0	0	7	7	102
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	41	29	0	0	0
支付的其它与筹资活动有关的现金	8	31	0	0	0
筹资活动现金流出小计	48	60	7	7	102
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-38</b>	<b>-52</b>	<b>91</b>	<b>75</b>	<b>-93</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-346</b>	<b>-246</b>	<b>26</b>	<b>-119</b>	<b>30</b>
货币资金的期初余额	987	641	404	430	311
货币资金的期末余额	641	395	430	311	341

资料来源: 同花顺 ifind, 申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swyhsc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swyhsc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、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邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈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。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。