

2025 年 10 月 24 日

受益于海外品牌产能转移，重启高增长

洁雅股份(301108)

► 投资建议

洁雅股份是国内专注于湿巾类产品研发、生产与销售的专业制造商，拥有 Woolworths、金佰利、强生、欧莱雅、利洁时等国际知名企业客户。公司业绩近年来出来波动主要由于消化疫情期间消毒湿巾高基数影响、国内客户价格竞争激励导致利润率下降，25Q2 出现业绩拐点。随着公司海外业务占比提升且美国工厂投产后，有望带动业绩高增。我们预计 2025-2027 公司收入分别为 7.76/9.55/11.81 亿元，归母净利润分别为 1.01/1.32/1.70 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 为 0.90/1.18/1.51 元，25 年 10 月 23 日公司收盘价 36.09 元对应 PE 为 40/31/24X。首次覆盖，给予“买入”评级。

► 历史回顾：25Q2 迎来拐点，股权激励未来 3 年收入 CAGR26%

公司上市后经历了消化疫情期间消毒湿巾高基数、拓展国内品牌但影响毛利等阶段，25 年则受益于欧洲限塑令推出、海外客户产能转移，Q2、Q3 迎来拐点。公司前五大客户销售占比为 78%，金佰利、宝洁、woolworth、强生、babycare 为主要客户。公司目前拥有 187 亿片湿巾类产能、24 年收购的美国工厂预计 2026 年开始投产，满产可达 150 亿片湿巾产能。

► 湿巾行业：宝洁和金佰利全球市场占比 25%

根据欧睿数据，1) 2024 年全球湿巾市场规模为 184 亿美元，2017-2024 年 CAGR 为 4.0%。前两大品牌宝洁和金佰利合计占比 25%，均为公司客户，未来拓区域和拓品类均有空间。2) 2024 年我国湿巾行业市场规模为 129 亿元，2017-2024 年 CAGR 为 9.7%。2022 年美国、英国、日本人均湿巾消费额分别达到 17.9/10.4/8.1 美元，而我国湿巾人均消费额仅为 1.3 美元，远低于欧美日地区的湿巾消费水平，人均消费有较大提升空间。

► 竞争格局及公司优势：研发优势+海外产能+优质客户共筑壁垒

洁雅、诺邦、延江、诺斯贝尔、倍加洁为国内主要代工商，相较同业，公司优势在于：1) 进入早、海外品牌客户优势显著；2) 研发能力强，质量控制优势明显，公司单位生产成本低于同行；3) 拥有海外美国建厂优势。

► **风险提示：**产能利用率低于预期；原材料价格波动风险；汇率波动风险；系统性风险。

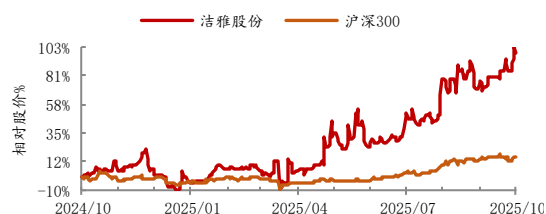
盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	623	547	776	955	1,181
YoY(%)	-6.6%	-12.1%	41.7%	23.1%	23.7%
归母净利润 (百万元)	115	19	101.16	132.46	170.04
YoY(%)	-18.3%	-83.1%	419.7%	30.9%	28.4%
毛利率 (%)	29.6%	19.6%	25.0%	26.0%	27.0%
每股收益 (元)	1.42	0.24	0.90	1.18	1.51
ROE	6.2%	1.1%	5.2%	6.4%	7.6%
市盈率	24.34	144.00	40.16	30.67	23.89

资料来源：公司公告，华西证券研究所

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	36.09
股票代码：	301108
52 周最高价/最低价：	41.26/21.31
总市值 (亿)	40.62
自由流通市值 (亿)	23.33
自由流通股数 (百万)	64.66



分析师：唐爽爽
邮箱：tangss@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519090002
联系电话：

分析师：李佳妮
邮箱：lijn@hx168.com.cn
SAC NO：S1120524120003
联系电话：

正文目录

1. 公司概况：湿巾制造商龙头，受益于海外品牌产能转移	4
1.1. 历史回顾：25Q2 业绩迎来拐点，25 年 7 月发布股权激励	4
1.2. 股权结构：股权集中，发布股权激励草案提振市场信心	8
1.3 资本市场表现：股权激励发布后，股价突破估值瓶颈	10
2. 湿巾行业：行业需求稳健增长，预计全球 2028 年湿巾市场规模达 219 亿美元	11
2.1. 湿巾行业规模：前两大品牌宝洁和金佰利占比 25%	11
2.2. 湿巾生产行业竞争格局：集中度低，行业较为分散	15
2.3. 洗护行业：规模稳定，龙头集中度高	17
3. 竞争优势：研发优势+海外产能+优质客户共筑壁垒	19
3.1. 研发能力强，质量控制优势明显	19
3.2. 长期绑定优质客户资源	20
3.3. 产品体系完善，美国建厂有望提升海外份额	22
4. 增长驱动：拓展新客户及客户份额提升+利润率提升+扩产及产能利用率提升	23
5. 盈利预测和投资建议	24
5.1. 盈利预测	24
5.2. 投资建议	26
6. 风险提示	26

图表目录

图 1 公司历年收入及增速	5
图 2 公司历年归母净利及增速	5
图 3 分产品收入（百万元）及增速	6
图 4 分地区收入（百万元）及增速	6
图 5 公司毛利率、净利率	6
图 6 公司费用率	6
图 7 公司分业务毛利率	6
图 8 公司分地区毛利率	6
图 9 上市至今股价走势（前复权）	11
图 10 PE BANDS	11
图 11 中国湿巾市场规模（亿元人民币）	12
图 12 美国湿巾市场规模（亿美元）	12
图 13 全球湿巾市场规模（亿美元）	13
图 14 我国与海外发达国家湿巾人均消费额对比（2022）	13
图 15 全球湿巾市场规模分地区占比（2024）	13
图 16 中国湿巾市场细分（2024）	13
图 17 中国湿厕纸市场规模（亿元人民币）	13
图 18 美国湿厕纸市场规模（亿美元）	13
图 19 中国洗护市场规模	18
图 20 全球洗护市场规模	18
图 21 公司与同业研发费用率对比	20
图 22 公司国内外业务毛利率对比	22
图 23 公司主要客户销售份额占比（2024）	22
图 24 公司国内外业务毛利率对比	24
图 25 公司净利率（%）	24

表 1 2018-2024 年公司前五名客户销售额及占比（亿元）	7
----------------------------------	---

表 2 发展历程.....	7
表 3 公司十大股东.....	8
表 4 公司管理层介绍	9
表 5 湿巾细分品类市场规模及增速.....	13
表 6 全球湿巾市场行业竞争格局 (%)	14
表 7 中国湿巾市场行业竞争格局 (%)	14
表 8 中国湿巾公司情况	16
表 8 同业毛利率对比 (%)	17
表 10 中国洗护市场行业竞争格局 (占比%)	18
表 11 全球洗护市场行业竞争格局 (占比%)	18
表 12 公司自主研发技术情况.....	20
表 13 公司客户情况.....	21
表 14 公司获得的国际认证	22
表 15 公司美国工厂在建产能.....	23
表 16 收入拆分	24
表 17 可比公司估值	26

1.公司概况：湿巾制造商龙头，受益于海外品牌产能转移

1.1.历史回顾：25Q2 业绩迎来拐点，25 年 7 月发布股权激励

洁雅股份是深耕湿巾类产品研发、生产与销售的领先专业制造商，公司于 1999 年成立、2021 年上市，2021-2023 年，按销售额计算，洁雅股份位列全国擦拭巾生产商和品牌第 4/9/8 位。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、Babycare、东方甄选、3M、贝亲、杭州白贝壳、自然堂集团等，2024 年公司前五名客户销售额占比为 78%、第一大客户占比 29%，国内/国外收入占比为 52%/48%，同比下降 15%/9%。公司目前拥有 187 亿片湿巾类产能、0.88 亿片面膜类产能、141 万升洗护类产能；24 年收购美国工厂，预计 2026 年开始投产，满产可达 150 亿片湿巾产能。公司客户一般为签订框架协议，提前 3 个月左右下单，本土交付订单完成周期在 2 个月左右，海外业务因受到海运影响需 3 个月左右时间。

24 年公司收入/归母净利/扣非净利分别为 5.48/0.19/-0.07 亿元，同比下降 12.07%/83.1%/107.64%，下滑主要由于欧莱雅面膜部分自产导致公司面膜类收入下降、以及湿巾受国内价格战影响。1) **分产品来看，湿巾占比仍在 90%**：2024 年公司湿巾类/面膜类/洗护类产品及其他业务收入分别为 4.95/0.41/0.03/0.08 亿元，同比分别增长 -5.53%/-38.23%/101.77%/-73.41%，面膜、洗护为公司上市后拓展的新品类，但受市场接受度等影响；其他业务收入主要为制版费、试生产收入及废料销售，24 年下滑主要由于试生产新客户减少。2) **量价来看**，24 年湿巾类产品销量/单价分别为 103.28 亿片/0.048 元/片，同比下降 4.9%/0.7%；面膜类产品销量/单价分别为 6532.54 万片/0.629 元/片，同比下降 28.8%/13.3%；洗护类产品销量/单价分别为 16.55 万升/17.402 元/升，同比增长 19.1%/70.5%；我们分析湿巾类产品/面膜类产品平均售价下降主要由于内销产品价格下降较多。

25Q2 季度拐点已现，Q3 业绩高增。25Q2 公司收入/归母净利/扣非净利分别为 1.86/0.23/0.20 亿元，同比增长 19.97%/77.51%/87.70%，25Q3 公司收入/归母净利/扣非净利分别为 2.55/0.35/0.30 亿元，同比增长 107.2%/336.3%/829.5%。

回顾公司收入历史，2017-2024 年公司收入/归母净利 CAGR 分别为 12.3%/-3.9%，湿巾/面膜产能增速 CAGR 分别为 28%/18%，国内/海外收入 CAGR 分别为 14.8%/10.3%。净利增速为负主要由于国内业务占比提高且利润低、产能利用率、计提减值损失等影响。

1) 从收入增速波动来看，公司 17-19 年收入 CAGR 为 6.8%，20 年收入增长高达 167%则主要由于疫情带来的消毒湿巾需求迅猛增加，国内外订单激增，21 年达到收入高点 9.84 亿元，随后公司经历三年消化高基数。

2) 分业务看，17-24 年湿巾类/面膜类 CAGR 分别为 11.5%/19.2%，22-24 年洗护类产品 CAGR 为 14.9%。

a) 湿巾类产品是公司的主营业务，24 年占公司总营收的 90%以上。17-24 年收入占比从 95%略有下降至 90.5%。分量价来看，公司主营的湿巾类产品 17-24 年销量/单价 CAGR 分别为 15.4%/-3.3%，20-21 年销量快速增长主要是因为疫情带来的消毒湿巾订单高增；22 年开始销量出现下滑。

b) 面膜类产品 17-24 年收入占比从 5%上升至 7.51%，收入在 21 年达到高点 0.72 亿元后出现下滑，主要由于欧莱雅调整战略，将大部分面膜灌装业务转为自产，

造成公司面膜类产品的收入和毛利率下滑。从量价来看，17-24 年面膜类产品具销量/单价 CAGR 分别为 20.7%/-1.2%。22-24 年洗护类产品销量/单价 CAGR 为-8.8%/26.1%，洗护产品收入占比仅为 1.69%。

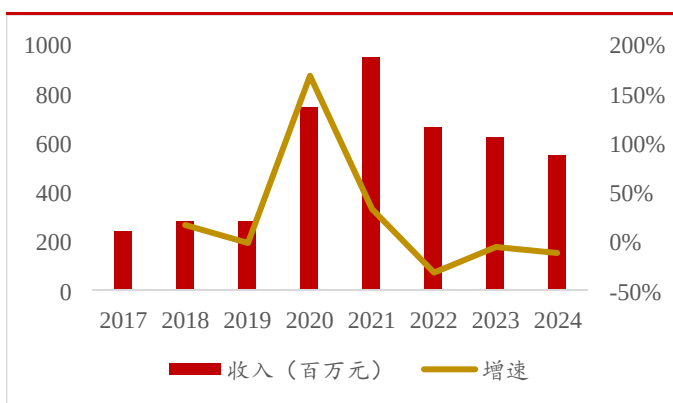
回顾利润端：1) 17-21 年公司归母净利逐年提升，CAGR 为 71%。2) 21 年达到利润高点 2.2 亿元后，22-24 年归母净利持续下滑，2024 年公司归母净利润为 0.19 亿元，同比下降 83.1%，主要原因是为应对疫情后消毒湿巾需求回落后的剩余产能，公司拓展多个国内客户，但国内客户价格竞争激烈，国内业务利润率低、因欧莱雅调整策略导致面膜产品利润率下降、计提减值损失。

除 24 年毛利率为 19.6%以外，公司毛利率主要在 25%~35% 范围波动，净利率总体来看在 10%~25% 范围波动，毛利率高点为 36.55%，净利率高点为 24.55%。

公司毛利率主要受产品结构、客户结构、原材料价格等因素影响。1) **产品结构影响：**湿巾类业务为公司核心，产品定价为成本加成，无纺布成本占比 50% 左右、疫后处于低位波动，因此湿巾毛利率在 30% 左右浮动，23-24 年毛利率略有下降，主要由于国内低毛利客户占比提升影响。面膜类毛利率高，18-23 年面膜毛利率均在 50% 左右，主要由于来料加工模式导致较高，但由于欧莱雅面膜订单下降，产能利用率由 105% 下降至 78%，24 年面膜毛利率下降至 15.3%。2) **客户结构影响：**2017-2019 年公司海外客户收入占比在 50-58% 区间，2020 年海外占比提升至 73%，2022 年开始海外客户占比有所下降，公司为应对空置产能，开拓较多国内客户，2024 年海外客户占比为 48%。海外客户毛利率稳定在 30-40% 区间，国内客户毛利率波动较大，国内毛利率在 20-36% 区间波动，24 年国内客户毛利率下降至 7.8%，对整体毛利率产生较大影响。3) **产能利用率：**公司湿巾产能利用率疫情前一直在 100-110% 区间，2020 年因疫情消毒湿巾订单激增，产能利用率提高至 158% 后开始回落，22-24 年产能利用率分别为 71%/69%/56%，产能利用率下降导致毛利率下降。

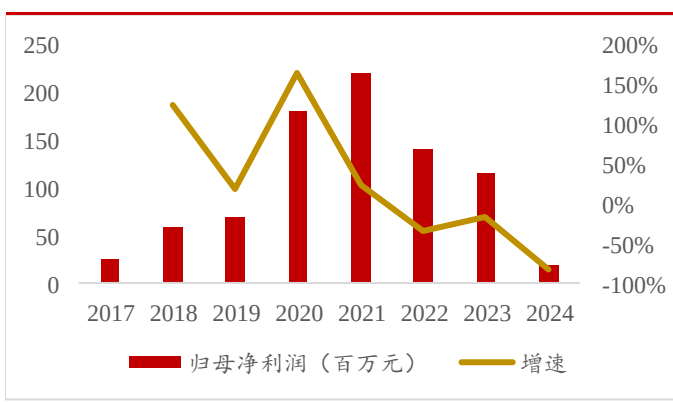
净利率主要受毛利率、期间费用率、减值损失等影响。1) 销售费用率略有下降，17-19 年在 4% 左右，近几年在 1% 左右波动；2) 公司管理费用率呈现上升态势，主要由于收入下滑但管理费用相对刚性；3) 公司研发费用率基本在 3%-4% 区间波动。4) 23、24 年因产能利用率不足以及产品毛利率大幅降低导致产生资产减值损失 0.12/0.28 亿元。

图 1 公司历年收入及增速



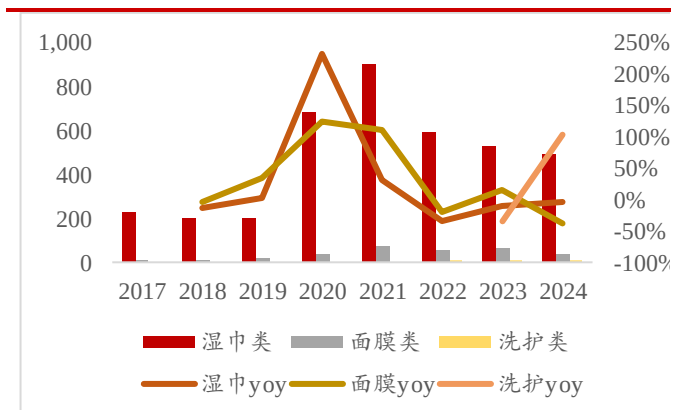
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 2 公司历年归母净利润及增速



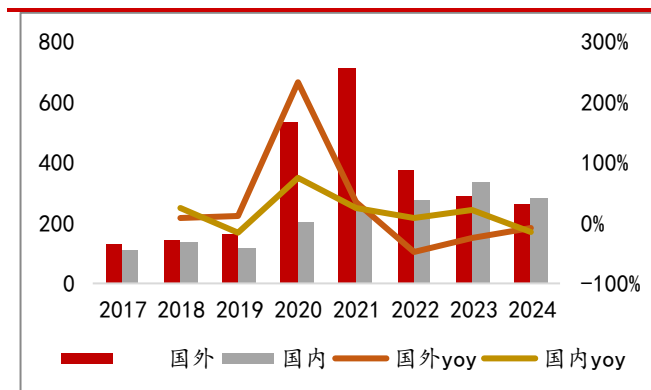
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图3 分产品收入（百万元）及增速



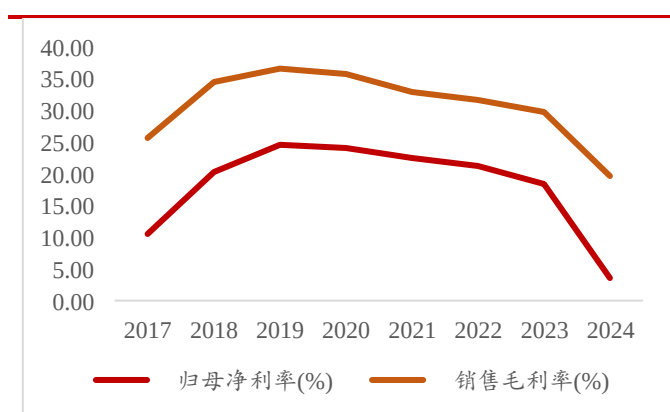
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图4 分地区收入（百万元）及增速



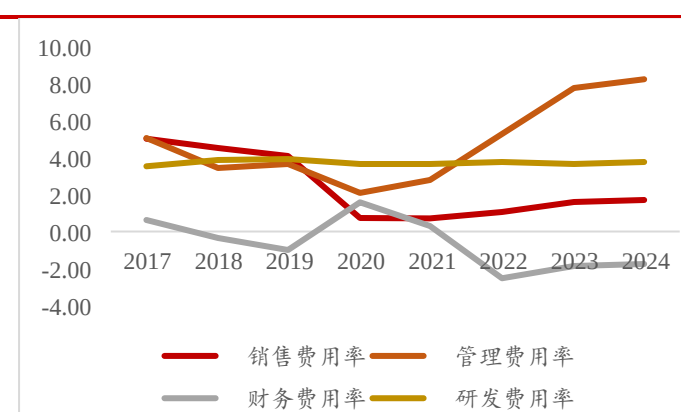
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图5 公司毛利率、净利率



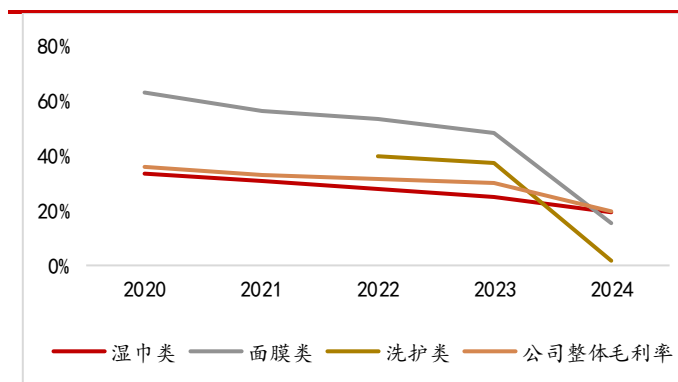
资料来源：Wind，华西证券研究所

图6 公司费用率 (%)



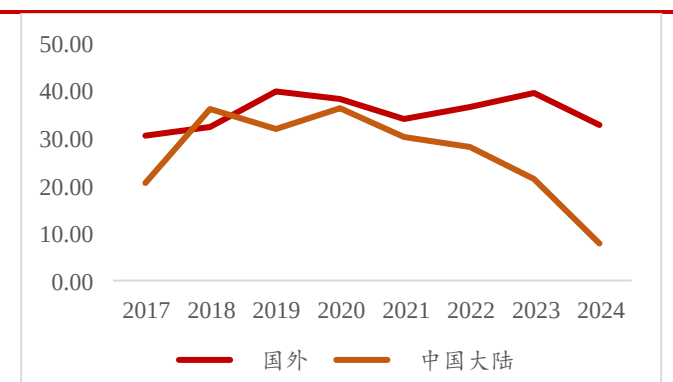
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图7 公司分业务毛利率 (%)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图8 公司分地区毛利率 (%)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

表 1 2018-2024 年公司前五名客户销售额及占比（亿元）

	2018	占比	2019	占比	2020	占比	2021	占比	2022	占比	2023	占比	2024	占比
客户一	1.06	37.49%	1.19	42.84%	2.61	35.10%	3.77	38.26%	1.65	24.69%	1.17	31.91%	1.54	28.54%
客户二	0.62	21.96%	0.67	24.17%	1.78	23.94%	1.38	14.03%	1.11	16.63%	2.48	6.76%	1.11	20.64%
客户三	0.41	14.36%	0.41	14.76%	0.97	13.04%	1.34	13.69%	0.88	13.17%	1.81	4.94%	0.63	11.81%
客户四	0.3	10.62%	0.16	5.66%	0.82	11.02%	0.85	8.67%	0.86	12.91%	0.17	4.77%	0.46	8.52%
客户五	0.12	4.11%	0.07	2.68%	0.51	6.92%	0.76	7.76%	0.76	11.44%	0.14	3.91%	0.43	8.05%
合计	2.51	88.54%	2.5	90.11%	6.69	90.02%	8.1	82.41%	5.26	78.84%	5.77	52.29%	4.17	77.56%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 2 发展历程

时间	经历/过程
1999	公司成立铜陵市洁雅航空用品有限公司，主营航空用品
2008	公司更名（股改）铜陵洁雅生物科技股份有限公司，确立以湿巾类产品为核心的发展方向
2013	与欧莱雅集团达成合作，代工面膜类产品（如卡尼尔、美即、理肤泉），开启高端化妆品代工业务
2015	通过美国强生公司社会责任、生产环境等体系审核，成为其合格供应商
2016	与强生签署正式合作协议，每年新增近亿元销售收入，公司进入国际一线品牌供应链
2021	公司于 10 月 26 日 IPO 注册生效，12 月 3 日深交所创业板上市成功
2022	1、2022 年 8 月 1 日，公司发布股权激励，2022 年 8 月 1 日为首次授予日，以 19.49 元/股的价格向符合条件的 56 名激励对象授予 168.40 万股第二类限制性股票。 2、2022 年 12 月 29 日，公司拟与江苏创健医疗科技股份有限公司共同投资设立合资公司。该合资公司注册资本拟为人民币 500 万元，其中公司认缴出资 260 万元，认缴出资比例为 52%；创健医疗认缴出资 240 万元，认缴出资比例为 48%，均为自有资金出资。
2023	1、2023 年 7 月 14 日，与厦门琢石明玉私募基金管理有限公司签署了《战略合作框架协议》：双方各自领域拥有良好的业务资源，为推动业务合作，共同探索聚焦“基金投资+服务赋能+产业孵化”的协同发展模式，最终实现超亿元的产业投资总规模。 2、2023 年 7 月 25 日，购买赛得利（铜陵）无纺材料有限公司 20% 股权，促进产业链延伸 3、2023 年 8 月 24 日，洁雅股份与创健医疗成立安徽洁创医疗器械有限公司，布局重组胶原蛋白业务，目前已经取得 2 张二类医疗器械注册证书 4、洁雅股份在上海设立分公司，建立公司洗护类产品技术研发中心平台，并在铜陵本部技术研发中心进行软硬件升级，着重于对上海研发中心产品配方进行工艺深化以及产业化承接，实现产品开发全技术链服务，上海研发中心正式投入运营。
2024	1、24 年 2 月 24 日，公司发布回购计划，以不超过 40 元/股回购不低于人民币 2,000 万元（含）且不超过人民币 4,000 万元（含），按照回购价格上限 40 元/股进行测算，预计回购股份数量约为 50 万股至 100 万股，约占公司目前总股本的 0.62%至 1.23%。截至 2024 年 9 月 3 日，公司本次回购股份数量已达到总股本的 1%且股份回购方案已实施完毕。

2、2024 年 8 月 28 日，《2022 年限制性股票激励计划（草案修订稿）》等相关规定，公司 2022 年限制性股票激励计划首次授予部分员工离职，作废已获授但尚未归属的第二类限制性股票数量合计为 63.67 万股。

3、2024 年 12 月 27 日公告，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，预计总投资约人民币 6.16 亿元建设 150 亿片湿巾项目，预计于 2026 年投产，设计产值约 1 亿美元。

4、2024 年 10 月 30 日，拟聘任翟向奎先生为公司副总经理，任期自本次董事会审议通过之日起至第五届董事会任期届满之日止。

5、2024 年 12 月 27 日公告，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，预计总投资约人民币 6.16 亿元建设 150 亿片湿巾项目，预计于 2026 年投产，设计产值约 1 亿美元。

2025

1、2025 年 7 月 22 日，洁雅股份发布 2025 年限制性股票激励计划，覆盖 10 名核心管理层及骨干，授出 182 万股（占总股本 1.62%），授予价 12.63 元/股。股份支付总费用 1,962 万元，2025~2028 年分别摊销 472 万、895 万、439 万、157 万元。业绩考核锚定营收高增长，以 2024 年为基数，2025~2027 年营收增速分别不低于 25%/50%/100%

2、2025 年 7 月 29 日，公司表示，二季度以来湿巾业务订单充足，预计 2025 年外销业务占比将提升至 50%以上。美国湿巾工厂项目预计明年投产，将通过自动化生产线提升运营效率。当前公司产能利用率约为 80%

3、2025 年 7 月 28 日，洁雅股份荣获“五星环境工厂”证书，代表了一次性卫生用品行业在生产环境管理方面的最高标准。

4、25 年 8 月 20 日，公司以 150,014 元价款受让创健医疗持有的安徽洁创医疗器械有限公司 48% 股权，本次股权转让完成后，洁雅股份将持有洁创医疗 100% 股权。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.2.股权结构：股权集中，发布股权激励草案提振市场信心

公司股权结构集中，管理团队稳定，股权激励绑定核心管理层利益。公司实际控制人为蔡英传和冯燕（蔡英传配偶）二人，截至 25H1，蔡英传直接持股比例为 53.42%，冯燕直接持股比例为 2.69%，合计控制公司股份比例为 56.11%。公司管理团队经验丰富，总经理蔡英传和副总经理叶英在公司任职逾 20 年，公司其他高管团队行业经验丰富，大部分高管在公司超过 10 年，管理团队稳定。

2025/7/22 公司发布股权激励草案，拟向激励对象授予 182 万股限制性股票，首次授予价格为 12.63 元/股，激励对象 10 人主要包括任职的董事、高级管理人员、董事会认为需要激励的其他人，业绩考核目标触发值为 25-27 年以 24 年为基数收入增长率达 25%/50%/100%，CAGR 为 26%。激励费用 25-27 年分别为 689.60/689.60/919.464 万元。公司公告以 2025 年 9 月 2 日作为首次授予日，首次授予 10 名激励对象共 149.80 万股第二类限制性股票，授予价格为 12.63 元/股。

表 3 公司十大股东

股东名称	介绍	进入时间	持股数量(万股)	持股比例
蔡英传	一致行动人	上市前	4294.6052	53.42%
铜陵明源创业投资管理有限公司—铜陵明源循环经济产业创业投资基金中心(有限合伙)		上市前	836.0000	10.40%
冯燕	一致行动人	上市前	216.4030	2.69%
中信建投证券—中信银行—中信建投价值增长混合型集合资产管理(有限合伙)		上市前	160.3945	2.00%
苏州工业园区中亿明源创业投资管理有限公司—苏州工业园区中亿明源创业投资中心(有限合伙)		上市前	120.4926	1.50%
蔡曙光		上市前	106.0646	1.32%
徐玉林		上市前	43.8720	0.55%
汪五兴		上市前	37.0000	0.46%
曾山		24 年报	36.1015	0.45%
曾勇		25H1	30.5100	0.38%
合 计			5881.4434	73.17%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 4 公司管理层介绍

姓名	职位	简介
蔡英传	董事长、总经理	1969 年 8 月出生,中国国籍。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,任本公司董事长;2014 年 3 月至今,任本公司总经理;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。
冯燕	董事	1973 年 11 月出生,中国国籍。1993 年 7 月至 1996 年 6 月,任铜陵市博发纸业有限公司出纳;1996 年 6 月至 1999 年 8 月,任铜陵市洁雅航空旅游用品厂财务;1999 年 8 月至 2008 年 11 月,任洁雅有限财务部经理;2008 年 12 月至今,任公司董事。
叶英	副总经理、非独立董事	1976 年 7 月出生,中国国籍,无境外永久居留权,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,任本公司董事、副总经理。

胡能华	副总经理， 董事会秘书	1968年2月出生,中国国籍。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,任本公司董事会秘书;2016年5月至今,任本公司副总经理;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	财务负责人	1988年8月出生,中国国籍,无境外永久居留权,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,历任本公司财务经理、财务总监;2022年6月至今,任本公司董事;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。
袁先国	公司董事	1969年5月出生,中国国籍。1992年7月至2004年3月,任铜化集团化工总厂化机厂车间职工;2004年4月至今,历任洁雅有限、洁雅股份综合部长、行政部经理、行政总监、总经理办公室主任;2008年12月至今,任本公司董事。现任铜陵市铜官区政协常务委员。
王婷	人力资源经理、高级经理、人力资源总监、监事	1982年2月出生,中国国籍,无境外永久居留权,本科学历、一级企业人力资源管理师。2002年4月至2005年8月,任浙江正泰电器股份有限公司销售中心驻中原办事处订单员;2005年9月至2007年3月,自由职业;2007年4月至2013年3月,历任创奇科技有限公司人力资源专员、人力资源主管、人力资源经理;2013年3月至2016年8月,任铜陵市顺达实业有限责任公司人力资源部部长;2016年12月至2017年9月,任本公司人力资源经理;2017年12月至今,历任本公司人力资源经理、高级经理、人力资源总监。2022年6月至今,任本公司董事。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.3 资本市场表现：股权激励发布后，股价突破估值瓶颈

2021年上市至今（截至2025年10月17日），公司股价下跌41.6%，2025年10月17日公司市值为38亿元。公司上市以来累计融资金额为11.17亿元，累计现金分红金额为1.50亿元。公司历史分红率在25%-42%，2024年公司分红率为41.3%，股息率为0.39%。

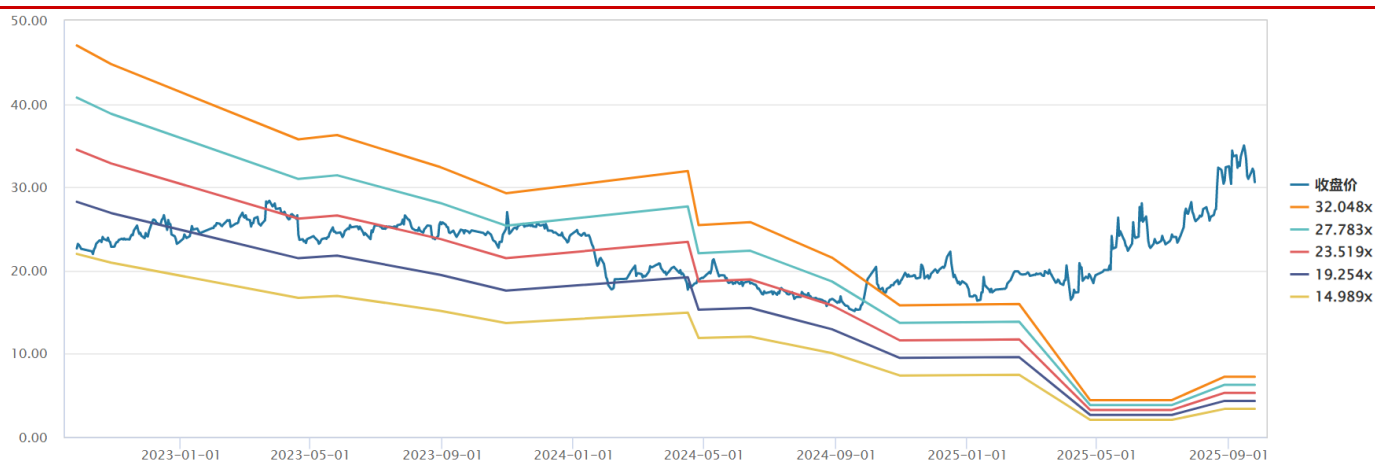
回顾公司历史股价表现：2021年12月公司上市，发行价格为57.27元/股，对应市值63.5亿元。由于市场担心消毒湿巾业务受疫情高基数影响，股价上市后持续下跌，2022年8月公司发布2022H1业绩报告，净利润下降35%，引发股价下跌，最低跌至21.47元/股（2022/10/11），对应市值24亿元，对应PE17X；23年疫后复苏，公司股价反弹至29.14元/股（2023/3/22），对应市值32.9亿元，对应PE29X；后因海外去库存导致公司净利下滑，最低跌至22.43元/股（2023/10/23），对应市值25.3亿元，对应PE22X；23Q3迎来拐点、收入略有提升带动股价上涨至27.52元/股（2023/10/31），对应市值31.1亿元，对应PE27X；24年欧莱雅集团调整战略，将大部分面膜灌装业务转为自产导致股价下跌，最低跌至14.77元/股（2024/9/18），对应市值16.7亿元、相当于23PE15X左右。随着公司战略转变，投资美国工厂及获得海外客户新增订单、股权激励业绩对赌收入25% CAGR提振市场信心，最高涨至36.61元/股（2025/9/16），对应市值41.4亿元、对应PE41X、PEG0.47。

图 9 上市至今股价走势（前复权）



资料来源: wind, 公司公告, 华西证券研究所

图 10 PE BANDS



资料来源: Wind, 华西证券研究所

2.湿巾行业：行业需求稳健增长，预计全球 2028 年湿巾市场规模达 219 亿美元

2.1.湿巾行业规模：前两大品牌宝洁和金佰利占比 25%

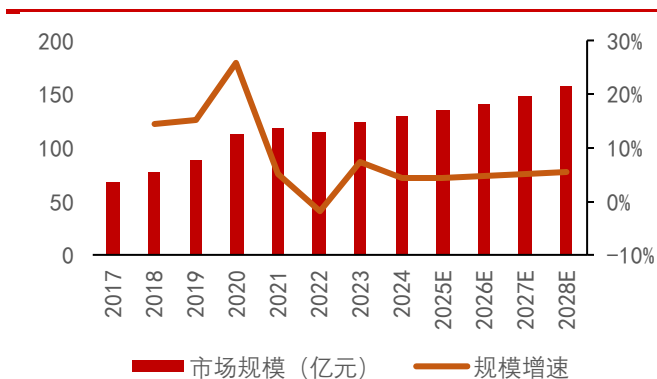
全球湿巾市场规模稳健增长。全球湿巾消费市场规模稳健增长，湿巾在欧美发达国家已经为日常不可或缺的日用消费品。根据欧睿数据，2024 年全球湿巾市场规模为 184 亿美元，2017-2024 年 CAGR 为 4.0%，预计 2028 年市场规模达到 219 亿美元，2025-2028 年 CAGR 为 4.6%，维持平稳增长。2017-2019 年全球湿巾消费规模增速为个位数平稳增长，2020 年受到疫情影响，对卫生和清洁用品等的重视程度提升，增速达到 10.3%，22 年后恢复个位数增速。2024 年分地区来看，美国地区市场规模占比达到 36%，是全球湿巾消费的主要市场。细分来看，全球湿巾消费前三大品类为婴儿湿巾、湿厕纸、消毒湿巾，2024 年规模分别为 75/24/24 亿美元，CAGR 为 3%/9%/6%。

中国湿巾消费规模小但增速快，湿巾人均消费额有较大提升空间。根据欧睿数据，2024 年我国湿巾行业市场规模为 129 亿元，2017-2024 年 CAGR 为 9.7%，预计 2028 年市场规模达到 157 亿元，2025-2028 年 CAGR 为 5.1%。由于我国湿巾行业起步较晚，欧美等发达国家的湿巾渗透率远高于我国，从人均消费额看，2022 年美国、英国、日本人均湿巾消费额分别达到 17.9/10.4/8.1 美元，而我国湿巾人均消费额仅为 1.3 美元，远低于欧美日地区的湿巾消费水平，人均消费有较大提升空间。

中国湿巾行业细分来看，湿巾类产品包含通用湿巾/婴儿湿巾/湿厕纸/其他湿巾，占比分别为 35%/30.9%/28.1%/6.0%；其中湿厕纸是近年湿巾品类中增长最快品类，2020-2024 年 CAGR 为 45.43%。

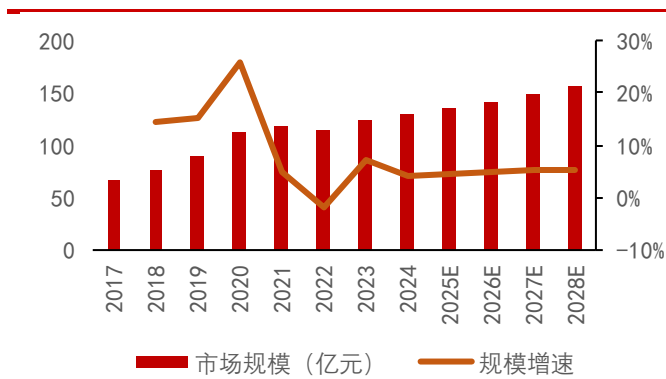
从竞争格局来看，海外湿巾行业 CR10 基本稳定，国内湿巾行业 CR10 由 2020 年的 29% 提升至 2024 年的 40.7%。根据欧睿数据，全球湿巾 CR10 市场份额基本稳定在 39% 左右，其中金佰利、杜德、亚马逊市占率略有提升，杜德主营 DUDE WIPES 湿厕纸、男士爽身粉、马桶疏通丸等卫浴用品，受益于湿厕纸的增长，公司市占率持续提升。国内来看，国产品牌市占率快速提升，市场份额向龙头集中，其中逸祥凭借旗下德佑品牌实现市占率的高速增长，2020 年德佑推出首款湿厕纸，并用了仅仅两年时间成为湿厕纸品类全国销量第一，截至 2024 年底德佑湿厕纸全国累计热销超 6 亿包。

图 11 中国湿巾市场规模（亿元人民币）



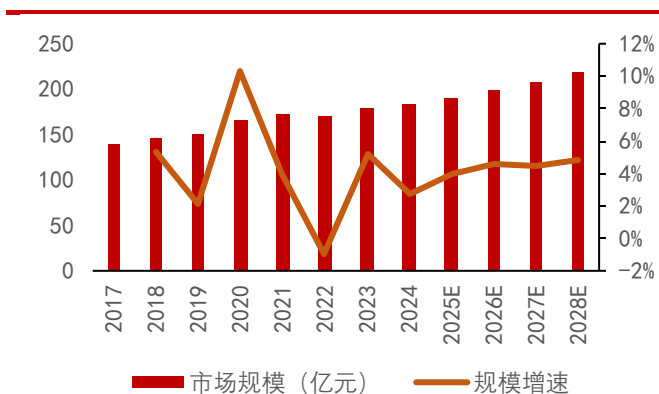
资料来源：欧睿、华西证券研究所

图 12 美国湿巾市场规模（亿美元）



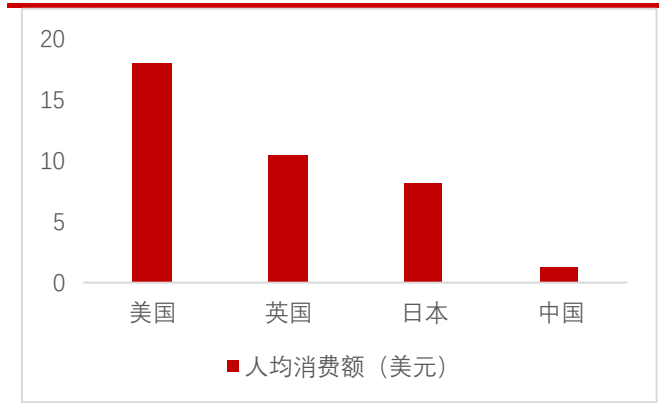
资料来源：欧睿、华西证券研究所

图 13 全球湿巾市场规模（亿美元）



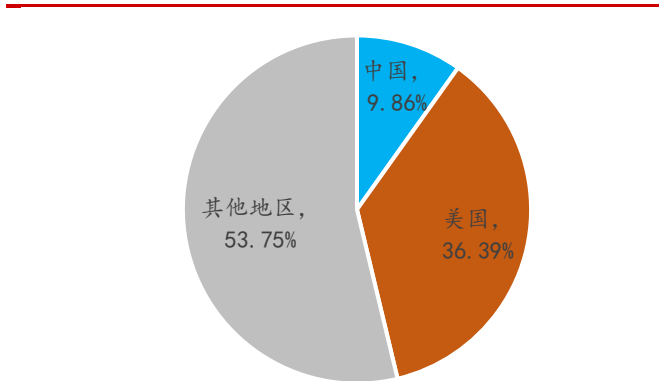
资料来源：欧睿、华西证券研究所

图 14 我国与海外发达国家湿巾人均消费额对比（2022）



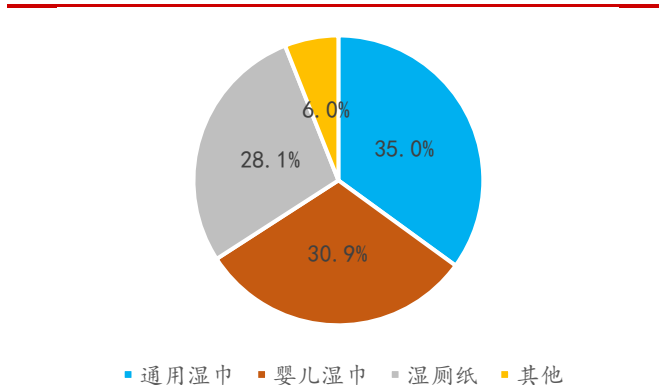
资料来源：华经产业研究院、华西证券研究所

图 15 全球湿巾市场规模分地区占比（2024）



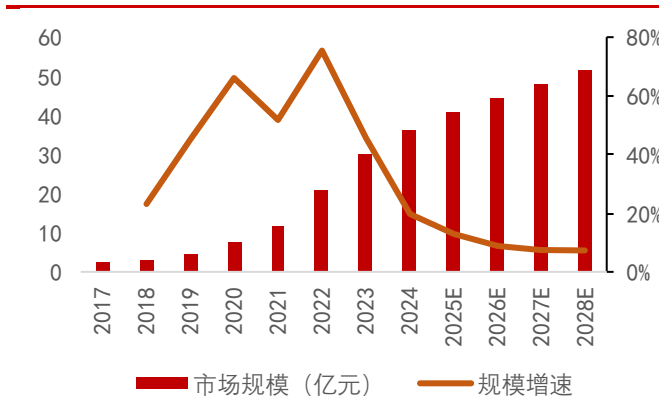
资料来源：欧睿、华西证券研究所

图 16 中国湿巾市场细分（2024）



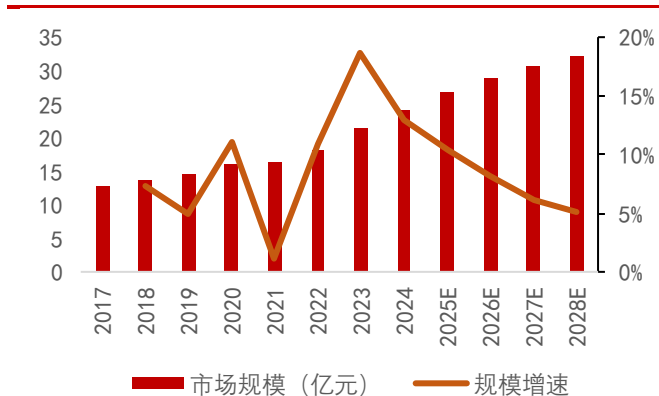
资料来源：欧睿、华西证券研究所

图 17 中国湿厕纸市场规模（亿元人民币）



资料来源：欧睿、华西证券研究所

图 18 美国湿厕纸市场规模（亿美元）



资料来源：欧睿、华西证券研究所

表 5 湿巾细分品类市场规模及增速

	2024 市场规模 (亿美元)	2024yoy	2017-2024CAGR
全球合计	183.98	2.73%	4.02%
婴儿湿巾	75.19	0.19%	3.00%
湿厕纸	24.23	12.91%	9.43%
消毒湿巾	23.59	2.80%	5.97%
其他	60.98	2.25%	2.91%
中国合计	129.15	4.30%	9.73%
通用湿巾	45.21	12.96%	9.34%
婴儿湿巾	39.88	-14.37%	1.12%
湿厕纸	36.31	20.05%	45.43%
其他	7.75	11.05%	11.07%

资料来源：欧睿，华西证券研究所

表 6 全球湿巾市场行业竞争格局 (%)

品牌名称	2020	2021	2022	2023	2024	2020-2024 份额变化
宝洁 (Procter & Gamble)	13.9	13.9	14.1	14	13.9	0
金佰利 (Kimberly-Clark)	10.6	10.8	11.4	11.3	11.3	0.7
高乐氏 (Clorox)	4.4	4	3.8	3.5	3.5	-0.9
肯沃 (Kenvue)	-	-	-	3.1	3	-0.1
花王 (Kao)	2.9	2.5	2.1	1.9	1.7	-1.2
爱适瑞 (Essity)	1.9	2.2	2.3	2.2	1.5	-0.4
杜德 (Dude Products)	0.3	0.4	0.6	0.9	1.3	1
拜尔斯道 (Beiersdorf)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	0
亚马逊 (Amazon.com)	0.5	0.6	0.8	1	1	0.5
联合利华 (Unilever)	1.3	1.4	1.4	1.3	1	-0.3
尤妮佳 (Unicharm)	1.5	1.3	1.2	1.1	1	-0.7
CR 10	38.5	38.3	38.9	40.4	39.4	-0.7

资料来源：欧睿，华西证券研究所（名称加粗的为公司客户）

表 7 中国湿巾市场行业竞争格局 (%)

品牌名称	2020	2021	2022	2023	2024	2020-2024 份额变化
恒安 (中国/生活用纸)	18.3	17.6	19.1	18.5	18.7	0.4

逸祥（德佑）（中国/卫生用品）	0.1	0.4	3.4	6.8	9.5	9.4
维达（中国/生活用纸）	5.3	6.8	7.9	7.7	6.8	1.5
金佰利（美国/个人护理用品）	4.7	5.2	5.5	4.9	4.4	-0.3
洁柔（中国/生活用纸）	2.6	3.2	2.9	2.5	2.5	-0.1
希尔（中国/卫生用品）	1.4	1.8	2.7	2.4	2.2	0.8
爱适瑞（瑞典/卫生用品）	0.8	1	1.3	1.3	1.4	0.6
金光（印度尼西亚/生活用纸）	1.3	1.3	1.3	1.1	1.2	-0.1
康贝（日本/母婴用品）	2.3	2.3	1.9	1.4	1.1	-1.2
稳健（中国/医用敷料）	1.3	1.1	1	1	1	-0.3
CR 10	38.1	40.7	47	47.6	48.8	10.7
国内品牌占比（%）	29	30.9	37	38.9	40.7	11.7
国外品牌占比（%）	9.1	9.8	10	8.7	8.1	-1

资料来源：欧睿，华西证券研究所（名称加粗的为公司客户）

2.2. 湿巾生产行业竞争格局：集中度低，行业较为分散

我国湿巾制造行业集中度低，龙头公司有望持续抢占市场份额。湿巾制造企业位于产业链中游，下游为湿巾日用消费品品牌运营商，比如宝洁、金佰利、利洁时、强生等大型集团。（1）根据欧睿数据，2024 年我国湿巾行业市场规模为 129 亿元，诺邦股份、倍加洁、维尼健康、诺斯贝尔、洁雅、中顺洁柔的湿巾代工收入不足 30 亿元，恒安、稳健医疗的湿巾产能均为供应自有品牌。根据中国造纸协会生活用纸专业委员会统计数据，排名前 15 位擦拭巾生产商的销售额约占总销售额的 52.1%。

（2）海外企业如宝洁、金佰利等均有自有湿巾工厂，但由于限塑令等影响，逐步将湿巾产能转移到中国代工，根据欧睿数据，2024 年利洁时、强生、金佰利、高乐氏、宝洁湿巾销售额为 62 亿美元。国际企业对湿巾制造的质量要求严格，通常选择湿巾业内具有丰富经验、研发实力雄厚的专业制造商采用 ODM/OEM 模式生产湿巾产品。龙头制造商公司拥有完善的质量管理体系及通过国际认证，且一般进入品牌供应商体系，不会轻易更换，龙头湿巾制造商有望持续提升市场份额。

对比湿巾制造上市公司：1) 洁雅股份作为龙头企业，凭借品牌效应、产品质量、技术创新等优势，在市场上占据领先地位。公司主要客户为 Woolworths、金佰利集团、强生公司、欧莱雅集团、3M 等世界知名企业生产制造各类湿巾产品，凭借良好的产品质量和服务赢得了客户的信赖，并与前述客户建立了长期稳定的合作关系，相互间形成了良性互动。2) 根据中国造纸协会生活用纸专业委员会统计数据，2021 年至 2023 年，按销售额计算，洁雅股份位列全国擦拭巾生产商和品牌第 4/9/8 位。3) 按湿巾收入及设计产能对比，稳健医疗以棉柔巾为主，诺邦股份子公司杭州国光 24 年收入为 13.9 亿元，同比增长 26.58%，为湿巾制造商收入第一，主要由于公司新增胖东来、无印良品、恒安集团等新客户订单。恒安国际 2024 年湿巾收入为 12.17

亿元，主要为自有品牌心相印的湿巾销售。2024 年洁雅湿巾产量达 105 亿片，设计产能 187 亿片，在建产能 17 亿片，湿巾收入 4.95 亿元，处于行业龙头地位。4) 公司毛利率及净利率处于行业内中游水平，但 24 年毛利率及净利率下滑较多导致处于行业内偏低水平，我们分析主要由于公司承接部分国内客户低价订单导致利润率下降。

表 8 中国湿巾公司情况

公司简称	总收入 /yoy	净利润 /yoy	湿巾业务收入 (亿元)	湿巾业务毛利率 (%)	总净利率	湿巾业务产量 (亿片 / 年)	国内/海外产能	主要合作客户
诺邦股份	22.18/ 16.6%	0.95/ 15.2%	13.93 (湿巾+面膜)	11.31%	4.9%	9700 万包 (一包约 80-100 片)	马来西亚工厂 25 年 6 月投产	主要为球沃尔玛、金红叶集团、山姆会员店、麦德龙、屈臣氏、金佰利、胖东来、无印良品等
倍加洁	12.88/ 21.7%	-0.77/ -183.6%	3.88	23.5%	-6.0%	52.15	收购越南善恩康工厂为生产益生菌，未有湿巾海外产能	主要服务于口腔护理与湿巾，包括云南白药、屈臣氏、Medline 等。
维尼健康	0.26/- 10.4%	-0.05/ -6.7%	0.21	26.9%	-18.4%	-	-	主要为母婴与日用品品牌，包括 MUNCHKIN、名创优品等。
洁雅股份	5.43/ -11.8%	0.19/ -83.1%	4.95	19.3%	3.5%	105.24	国内/海外产能占比 45%/55%	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
青松股份 (诺贝尔)	19.27/ -1.7%	0.55/ -180.0%	2.91	14.3%	2.7%	47.48	-	国际知名品牌客户包括联合利华、宝洁、雅诗兰黛、丝芙兰、屈臣氏、资生堂、妮维雅、滴露、GAMA、无印良品等；国内知名品牌包括上海家化、植物医生、自然堂、珀莱雅、新高姿、相宜本草、伊贝诗、薇诺娜、欧诗漫、百雀羚、华熙生物、福瑞达、名创优品。
延江股份	14.77/ 17.8%	0.27/ 30.7%	-	-	2.0%	-	-	主要为个人护理快消品牌，包括宝洁、金佰利、恒安等
稳健医疗	88.98/ 9.6%	6.95/ 19.8%	15.57 (干湿巾)	干湿棉柔巾毛利率 48.01%	8.3%	2.4 亿包 (棉柔巾)	-	干湿棉柔巾主要为自有渠道销售
中顺洁柔	80.98/ -16.8%	0.77/ -76.8%	-	-	0.9%	-	-	主要为大型连锁超市等，包括沃尔玛、家里付、百佳等
可靠股份	10.73/ -0.1%	0.31/ 54.4%	-	-	2.8%	-	-	自有品牌业务主要销售模式分为线上和线下，其中线下包括地区经销商、KA、机构及长护险等不同渠道
豪悦护理	29.10/ 6.3%	3.88/ -11.6%	2.32	47.48%	13.3%	-	-	主要客户为成人护理及婴儿护理公司，包括尤妮佳、金佰利、花

								王、BabyCare、孩子王、亲宝宝
恒安国际	226.69/ -4.6%	22.99/ -17.9%	12.17	50.7%	10.1%	-	-	深入拓展电商新零售渠道，同时促进传统渠道销售

资料来源：欧睿，公司年报，公司官网，华西证券研究所

表 9 同业毛利率对比 (%)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
洁雅股份	24.7	33.7	35.8	35.5	32.3	31.0	28.9	19.0
恒安国际	46.9	38.2	38.6	42.3	37.4	34.0	33.7	32.3
诺邦股份	24.4	23.2	27.7	34.5	23.0	13.4	15.6	14.1
倍加洁	25.6	24.3	24.8	22.4	20.1	23.5	22.6	23.3
维尼健康	39.3	34.9	35.2	32.7	23.3	12.2	8.4	12.6
青松股份	28.0	40.6	30.9	25.3	12.6	5.3	11.7	16.9
延江股份	33.1	27.3	29.5	41.2	16.4	14.8	17.1	17.9
稳健医疗	47.2	48.6	51.2	59.2	49.5	46.9	48.6	46.8
中顺洁柔	34.4	33.6	39.2	40.9	35.5	31.5	32.7	30.2
可靠股份		24.8	26.6	27.7	18.3	12.9	17.1	20.4
豪悦护理	26.5	26.2	30.0	36.7	25.9	22.7	26.4	27.4

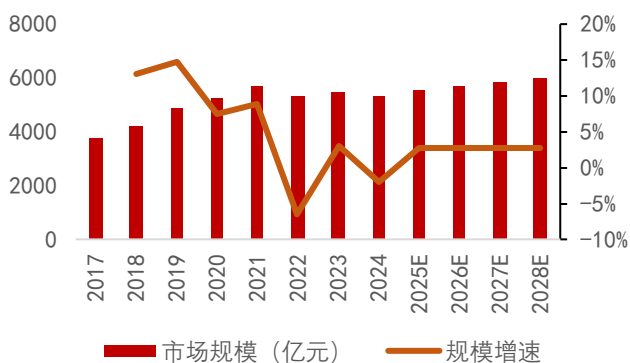
资料来源：wind，华西证券研究所

2.3.洗护行业：规模稳定，龙头集中度高

全球洗护市场规模稳定，空间广阔。根据欧睿数据，2024 年全球洗护市场规模为 5933 亿美元，2017-2024 年 CAGR 为 2.9%，预计 2028 年市场规模达到 7472 亿美元，2025-2028 年 CAGR 为 6.2%，增速有所提升。2024 年我国洗护行业市场规模为 5365 亿元，2017-2024 年 CAGR 为 5.3%，预计 2028 年市场规模达到 5985 亿元，2025-2028 年 CAGR 为 2.8%，增速略有下降我们分析主要由于国产替代趋势下，洗护价格有所下降。

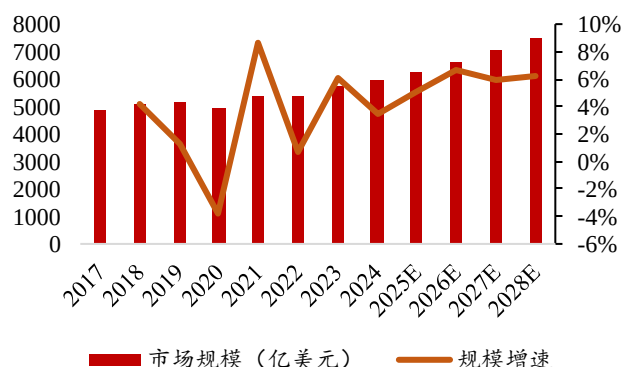
从竞争格局来看，洗护行业市场集中度高。根据欧睿数据，全球洗护 CR10 市场份额基本稳定在 43%左右，集中度高，其中欧莱雅为龙头且市占率持续提升，主要得益于其成熟的全局运营能力、丰富的品牌矩阵和强大的研发能力。国内来看，国产品牌市占率有所提升，但 CR10 中国产品牌市占率仅有 6.3%，国产替代空间广阔。

图 19 中国洗护市场规模



资料来源：欧睿、华西证券研究所

图 20 全球洗护市场规模



资料来源：欧睿、华西证券研究所

表 10 中国洗护市场行业竞争格局 (占比%)

品牌名称	2020	2021	2022	2023	2024	2020-2024 份额变化
欧莱雅 (法国/护肤)	11.3	12.3	13.4	14.1	14.2	2.9
宝洁 (美国/日用消费)	9.3	9.1	9.3	8.4	7.9	-1.4
雅诗兰黛 (美国/高端护肤)	5	5.4	5.2	5.2	5.1	0.1
资生堂 (日本/个人护理)	3.6	3.2	3.2	2.9	2.7	-0.9
珀莱雅 (中国/护肤)	0.9	1.1	1.5	1.9	2.7	1.8
(法国/高端护肤)	3	3.2	2.9	3	2.7	-0.3
联合利华 (英国/个人护理)	2.6	2.5	2.6	2.4	2.3	-0.3
伽蓝 (中国/护肤)	2.1	2	1.8	1.7	1.9	-0.2
高露洁 (美国/个人护理)	2	1.9	2	1.8	1.7	-0.3
上海家化 (护肤)	2.2	2	1.9	1.6	1.7	-0.5
CR 10	42	42.7	43.8	43	42.9	0.9
国内品牌占比 (%)	5.2	5.1	5.2	5.2	6.3	1.1
国外品牌占比 (%)	36.8	37.6	38.6	37.8	36.6	-0.2

资料来源：欧睿、华西证券研究所

表 11 全球洗护市场行业竞争格局 (占比%)

品牌名称	2020	2021	2022	2023	2024	2020-2024 份额变化
欧莱雅 (L'Oréal Groupe)	9.9	10.5	11	11.6	11.7	1.8
宝洁 (Procter & Gamble)	7.8	7.7	7.6	7.4	7.2	-0.6
联合利华 (Unilever)	7.3	7.1	7.3	6.9	6.5	-0.8
雅诗兰黛 (Estée Lauder)	3.3	3.7	3.6	3.5	3.4	0.1
高露洁 (Colgate-Palmolive)	3.4	3.3	3.3	3.2	3.2	-0.2
拜尔斯道夫 (Beiersdorf)	2.5	2.5	2.5	2.6	2.6	0.1
酩悦·轩尼诗-路易·威登 (LVMH)	1.8	2.1	2.2	2.2	2.2	0.4
健赞 (Kenvue)	-	-	-	2.2	2.1	-0.1
科蒂 (Coty)	2	2	2.1	2.1	2.1	0.1
Natura&Co	2.1	2	2.1	1.7	1.7	-0.4

资生堂 (Shiseido)	2.3	2	1.7	1.6	1.6	0.4
CR 10	42.4	42.9	43.4	43.4	42.7	0.4

资料来源：欧睿，华西证券研究所

3. 竞争优势：研发优势+海外产能+优质客户共筑壁垒

3.1. 研发能力强，质量控制优势明显

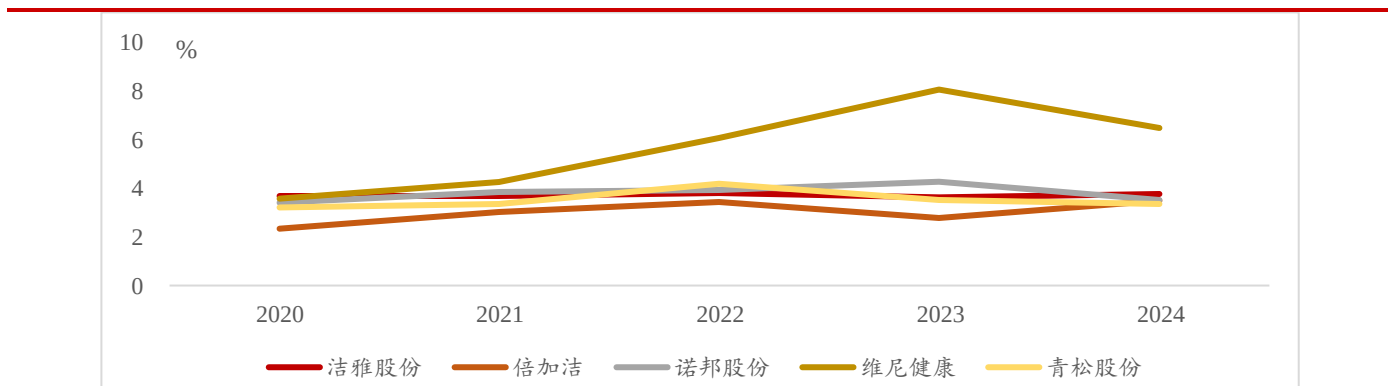
公司作为领先的专注于湿巾类产品研发、生产与销售的专业制造商，其技术研发优势和质量控制优势是支撑产品创新和市场竞争力提升的核心驱动力。核心优势体现在研发能力、质量控制优势、生产工艺优势，多项优势使得公司可以承接多家国际大客户订单：

1) **研发能力**：公司是国家高新技术企业、安徽省创新型企业，参与制定了中华人民共和国国家标准——《湿巾 GB/T27728- 2011》，并参与了该标准的后续修订，并独立承担了安徽省地方标准《抗菌擦拭布 (DB 34/T 1294-2010)》的起草工作。截至 2024 年，公司在湿巾产品技术领域拥有 7 项发明专利，54 项实用新型专利，3 项外观设计专利。且公司拥有一支研发水平精湛、技术能力全面、经验丰富的研发团队，具备独立开发湿巾溶液配方核心技术的能力，研发团队配备了国内先进的研发设备、检测设备与分析设备，能够对产品的刺激性、安全性和功效性等各项指标进行精密分析检测。研发团队为公司进行新产品、新工艺的研发提供了持续有力的技术支撑和保障，从而确保公司在湿巾领域的技术研发优势。

2) **质量控制优势**：公司主要依据国际公认的 ISO 质量管理体系、英国零售商协会 BRC 全球消费品标准认证体系、GMPC 化妆品良好生产规范体系等体系，并结合公司自身情况，建立了一整套完善的质量管理体系，通过了多项国际认证，为深入拓展与国际大型品牌零售商的合作关系建立了坚实的基础。公司设立了质量部，每年对质量管理体系实行内部审查，并定期对质量管理体系的适宜性、有效性作出评审与持续改善，从而有效保证产品质量。

3) **生产工艺优势**：公司通过了世界知名企业客户的合格供应商认证，并建立了标准的 GMP 生产车间，从日本、意大利、美国、以色列、土耳其等国家引进先进的产品生产线。同时，公司依靠二十多年湿巾类产品研发、生产的经验和技術积累，结合公司生产实际情况，对生产流程和工艺进行改进和优化，在提升产品质量的同时，极大地提高了公司的生产效能。公司依靠长期的溶液配方开发的经验积累和持续的研发投入，在溶液配方定制开发方面积累了深厚的技术。是否具备溶液配方定制开发技术是衡量一个湿巾制造商技术研发实力的关键。湿巾、面膜产品与人体皮肤直接接触，为确保产品质量的安全性，溶液配方开发需要通过严格的原料安全性评估、毒理学评估、防腐挑战测试以及配方稳定性测试等，评估和测试需要较长的时间周期，需耗费大量人力和时间成本，具有较高的技术门槛。公司的溶液配方定制开发技术在行业内具有较为明显的竞争优势。公司具备规模优势，2024 年洁雅、青松股份（诺斯贝尔）、倍加洁湿巾生产量分别为 105/47/52 亿片，单位生产成本分别为 0.038/0.053/0.057 元/片，洁雅成本显著低于同业，规模及技术优势显著。

图 21 公司与同业研发费用率对比



资料来源：公司公告、华西证券研究所

表 12 公司自主研发技术情况

名称	应用与贡献情况
“零防腐”溶液配方技术	已量产
“纯水”溶液配方技术	已量产
新型乳液配方混料工艺技术	应用于湿巾溶液配置过程
溶液灌装技术	应用于湿巾加速液过程
热力学消毒工艺技术	应用于工艺管道及配料罐等生产设备消毒

资料来源：公司招股书，华西证券研究所

3.2. 长期绑定优质客户资源

国际客户合作稳定，利润率高。公司合作客户中，其中金佰利、强生、宝洁等为全球湿巾行业龙头，市占率较高，海外对湿巾需求稳定增长且体量庞大，仅需海外湿巾体量的少部分分配给公司即可提供充足订单。国际客户对供应商的资质认证严格（如质量管理体系、安全环保要求），认证成本高且流程复杂，但一旦通过审核即形成长期绑定，客户流失风险较低。公司海外毛利率相对较高且稳定，使得公司毛利率处于同业中较高水平，但近年来公司增加国内业务而国内业务毛利率受到竞争加剧影响下滑较为明显。随着海外业务占比提升有望带动利润率提升。

对接国际客户推动公司获得国际认证，形成竞争壁垒。公司 2009 年开始合作国际品牌客户，国际客户的高标准、高要求推动公司不断精进研发及生产能力，将外部标准内化，获得多项国际认证，为日后获得更多国际订单打下基础，形成竞争壁垒。

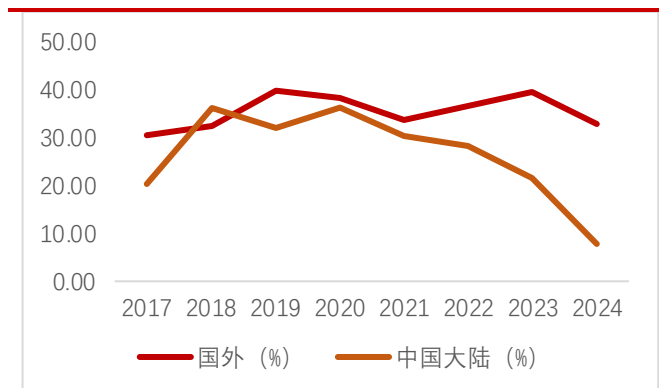
欧洲推行限塑令，部分客户工厂关停，寻求代工。2022 年 10 月，欧盟修订了《食品接触再生塑料法规》，这项法规加强了对再生塑料的官方评估和设备管理的要求，部分国际湿巾公司的自产工厂关闭，寻求代工，公司作为国内湿巾制造商龙头，拥有多项国际质量认证，有望承接更多因限塑令关闭工厂而转移的订单。

表 13 公司客户情况

客户名称	客户介绍	合作年份	合作产品	合作模式	毛利率/净利率	湿巾业务收入(亿美元)/yoy	总收入(亿美元)/yoy
利洁时 ENA	全球知名的消费品公司	2020 年	Lysol 品牌产品(主要外销北美地区)、滴露品牌产品(中国香港地区)	OEM	60.6%/5.4%	3.82/2.2%	141.69 亿美元/-3%
Woolworths	澳大利亚最大的零售企业之一	2009 年	Woolworths 旗下 Azure、Dymples、Little One's、Select、Strike、Woolworths、Voeu 等品牌湿巾和 voeu 品牌面膜	ODM	27.3%/0.3%	-	690.77 亿美元/5.6%
Kenvue (强生婴儿)	专注于消费者健康产品的跨国企业,前身为强生消费者健康部门	2016 年	强生婴儿湿巾(包括强生婴儿娇嫩、倍柔、口手、爽洁系列)、露得清、艾惟诺等品牌湿巾和手足膜	手足膜 ODM, 其余 OEM	58.0%/3.9%	5.53/0.5%	154.55 亿美元/0.1%
金佰利集团	全球健康卫生护理领域的领导者	2012 年	湿巾类产品	受托加工模式	35.8%/15.0%	20.83/2.7%	200.58 亿美元/-1.8%
高乐氏公司	美国的全球知名企业,以清洁剂、漂白剂以及其他家用产品而闻名	2021 年	医用及抗菌消毒系列湿巾	OEM	43.0%/4.8%	6.39/2.5%	71.04 亿美元/-4.0%
欧莱雅集团	世界著名化妆品生产厂商	2013 年	面膜(理肤泉)、洗发水、精华液等在内的个人护理产品	OEM	74.2%/11.8%	1.10/0.6%	434.87 亿欧元/5.6%
杭州贝咖实业	专注于母婴用品领域的	2019 年	Babycare 品牌湿巾	ODM	-	-	-
宝洁	全球知名日用消费品公司	2025	帮宝适婴儿湿巾	-	51%/19%	25.57/0.7%	843 亿美元/0.3%

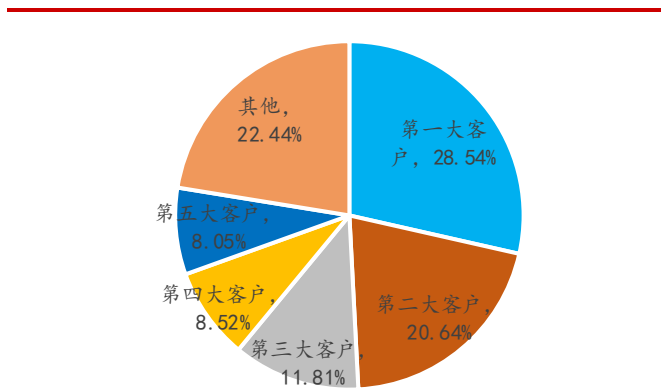
资料来源：Wind，洁雅股份招股书、各公司年报，华西证券研究所（各公司湿巾收入=欧睿湿巾行业规模*公司市占率）

图 22 公司国内外业务毛利率对比



资料来源：Wind、华西证券研究所

图 23 公司主要客户销售份额占比（2024）



资料来源：公司年报、华西证券研究所

表 14 公司获得的国际认证

序号	批复、许可、资质名称	发证部门	有效期至
1	美国食品药品监督管理局 FDA 注册证明	Manton Business and Technology Services	2025. 12. 31
2	美国环境保护署 EPA 注册认证	America A9 Enterprise Ltd.	2026. 1. 1
3	美国环境保护署 EPA 注册认证	America A9 Enterprise Ltd.	2026. 1. 1
4	BRC 全球消费品标准认证	SGS United Kingdom Ltd.	2025. 11. 5
5	化妆品良好生产规范 ISO 22716	SGS United Kingdom Ltd.	2026. 6. 26
6	医疗器械质量管理体系 ISO 13485	SGS United Kingdom Ltd.	2026. 12. 20
7	化妆品良好质量生产管理规范 US FDA CFSAN	SGS CSTC Standards Technical Services Co., Ltd.	2026. 6. 26
8	FSC 森林管理体系认证证书	GfA Certification GmbH	2029. 1. 8
9	HALAL 认证	MUI	2026. 4. 12
10	HALAL 认证	BPJPH	2026. 4. 14

资料来源：欧睿，华西证券研究所

3.3. 产品体系完善，美国建厂有望提升海外份额

公司湿巾品类丰富体系完善。经过 20 多年的研发积累，公司湿巾产品涵盖婴儿系列湿巾、成人功能型湿巾、医用抗菌湿巾、家庭清洁湿巾、宠物清洁系列湿巾等 60 多个品种可供客户选择，并不断开发差异化的创新产品，巩固公司在湿巾制造行业中的优势地位。

公司 2024 年 12 月 27 日公告，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，预计总投资约人民币 6.16 亿元建设 150 亿片湿巾项目，预计于 2026 年投产，设计产值约 1 亿美元。

海外建设生产基地有助于：1) 完善全球化产能战略和提高全球供应链的稳定性，更好地满足国际客户的市场需求。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。2) 美国是全球最大湿巾消费市场，湿巾人均消费高，在美建厂更有助于获得美国本土品牌订单。3) 全球化产能布局有助于积极应对国际形势变化，应对美国对中国产品出口加征关税等一系列措施。

表 15 公司美国工厂在建产能

设计产能	年产 150 亿片湿巾
建设期	预计 2 年
建设内容及规划	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。
预估投资金额	人民币 61.556.75 万元(折合约 8500 万美元)

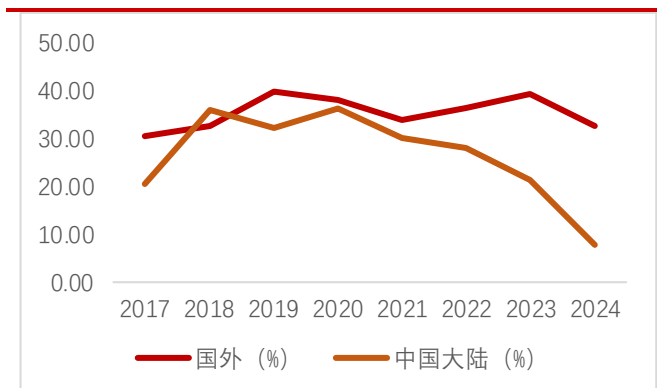
资料来源：公司公告，华西证券研究所

4.增长驱动：拓展新客户及客户份额提升+利润率提升+扩产及产能利用率提升

我们认为公司湿巾制造业务未来增长主要依托客户份额提升（跟随客户拓展区域、拓新品类）及扩展新客户、利润率提升。

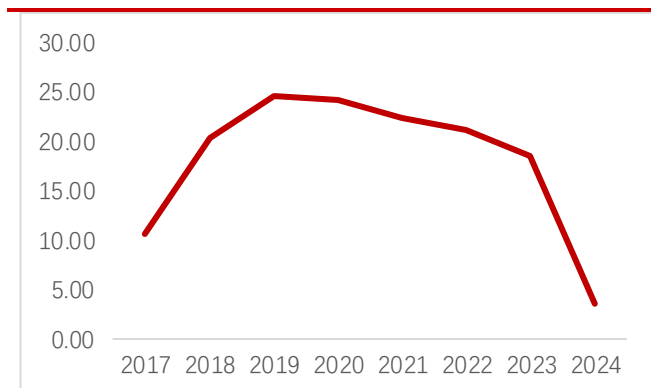
- 1) 客户份额提升及拓展新客户：公司 2009 年开始发展国际客户，与利洁时集团、Woolworths、金佰利集团、强生公司、欧莱雅集团等国际客户对接，合作关系稳定，公司未来也将着重发展国际客户，在美国建厂有利于获得更多国际大客户订单。
- 2) 利润率提升：公司近几年利润率下降主要由于公司积极开发国内客户，但因受消费大环境影响及国内湿巾行业竞争激励影响，导致利润率下滑严重，未来公司着重发展国际客户，国际客户利润率稳定，随着国际客户占比提升，利润率有望恢复到之前 20%左右的水平。
- 3) 扩产及产能利用率提升：a) 海外：公司 24 年投资建设美国湿巾生产基地，总投资约人民币 6.16 亿元建设 150 亿片湿巾项目，预计于 2026 年投产，美国产能更有利于获得国际品牌订单及应对关税贸易战影响。b) 国内：疫情前湿巾产能利用率在 100-110%区间，疫情是最高达到 150%后产能利用率持续下降，24 年仅为 56%，后续随着新签订单增加，产能利用率有望持续提升。

图 24 公司国内外业务毛利率对比



资料来源: Wind、华西证券研究所

图 25 公司净利率 (%)



资料来源: Wind、华西证券研究所

5.盈利预测和投资建议

5.1.盈利预测

我们预计 2025-2027 公司收入分别为 7.76/9.55/11.81 亿元, 同比增长 41.7%/23.1%/23.7%, 归母净利润分别为 1.01/1.32/1.70 亿元, 同比增长 419.8%/30.9%/28.4%, 我们基于分品类进行盈利预测:

分品类来看: 1) 我们预计随着国内需求回暖及美国工厂的投产, 2025-2027 湿巾类产品收入预计为 7.13/8.83/10.98 亿元, 增速为 44.0%/23.7%/24.4%。2) 预计 2025-2027 面膜类产品收入分别为 45.2/49.7/54.7 百万元, 每年增速为 10%, 其中销量增速为 10%, 单价为 0.629 元/片持平。3) 预计 2025-2027 年洗护类产品收入分别为 9.07/14.29/19.50 百万元, 增速为 215%/57.5%/36.5%。

表 16 收入拆分

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	547	776	955	1,181
YOY(%)	-12.1%	41.7%	23.1%	23.7%
分产品拆分				
一、湿巾类产品收入 (百万元)	495.44	713.38	882.64	1098.28
yoy	-5.5%	44.0%	23.7%	24.4%
金佰利				
收入	90	340	470	640
净利润	4.5	51	70.5	96
净利率	5%	15%	15%	15%
宝洁				

收入	17	30	60	84
净利润	1.7	5.7	11.4	15.96
净利率	10%	19%	19%	19%
woolworth				
收入	150	150	150	150
净利润	15	30	30	30
净利率	10%	20%	20%	20%
强生				
收入	70	70	105	147
净利润	7	13.3	19.95	27.93
净利率	10%	19%	19%	19%
babycare				
收入	100	70	56	44.8
净利润	-15	3.5	2.8	2.24
净利率	-15%	5%	5%	5%
其他客户				
收入	68.44	53.4	41.6	32.5
净利润	-17.79	-0.53	-0.42	-0.32
净利率	-26%	-1%	-1%	-1%
二、面膜类产品收入（百万元）	41.11	45.22	49.74	54.72
yoy	-38.2%	10.0%	10.0%	10.0%
销量（万片）	6,533	7186	7904	8695
yoy	-28.8%	10%	10%	10%
单价（元/片）	0.629	0.629	0.629	0.629
yoy	-13.3%	0%	0%	0%
三、洗护类产品收入（百万元）	2.88	9.07	14.29	19.50
yoy	102.8%	215.0%	57.5%	36.5%
销量（万升）	16.55	49.65	74.48	96.82
yoy	19.0%	200%	50%	30%
单价（元/升）	17.402	18.272	19.185	20.145
yoy	70.5%	5%	5%	5%
归母净利润（百万元）	19.46	101.16	132.46	170.04
yoy	-83.1%	419.8%	30.9%	28.4%
净利率	3.6%	13%	14%	14%

资料来源：公司年报，华西证券研究所

5.2.投资建议

洁雅股份是国内专注于湿巾类产品研发、生产与销售的专业制造商，拥有 Woolworths、金佰利、强生、欧莱雅、利洁时等国际知名企业客户。公司业绩近年来出来波动主要由于消化疫情期间消毒湿巾高基数影响、国内客户价格竞争激励导致利润率下降，25Q2 出现业绩拐点。随着公司海外业务占比提升且美国工厂投产后，有望带动业绩高增。我们预计 2025-2027 公司收入分别为 7.76/9.55/11.81 亿元，归母净利润分别为 1.01/1.32/1.70 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 为 0.90/1.18/1.51 元，25 年 10 月 23 日公司收盘价 36.09 元对应 PE 为 40/31/24X。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 17 可比公司估值

公司名称	市值	2025E EPS	2026E EPS	2027E EPS	2025E PE	2026E PE	2027E PE	2025E 净利增速	2025E PEG
洁雅股份	40.62	0.90	1.18	1.51	40.16	30.67	23.89	419.7	0.10
稳健医疗	220.76	1.77	2.12	2.51	21.42	17.90	15.12	48.20	0.44
中顺洁柔	109.08	0.23	0.30	0.36	36.18	28.27	23.89	290.73	0.12
倍加洁	34.72	0.85	1.12	1.41	40.52	30.84	24.44	210.81	0.19
诺邦股份	33.74	0.75	0.91	1.08	25.47	20.93	17.57	39.13	0.65
可靠股份	37.68	0.13	0.16	0.19	103.20	85.93	73.53	17.18	6.01
青松股份	34.04	0.21	0.25	0.32	31.25	25.89	20.89	99.33	0.31
延江股份	28.55	0.18	0.41	0.60	47.59	20.84	14.42	119.91	0.40
合计					43.52	33.09	27.26		

资料来源：wind，华西证券研究所，注：收盘价和 PE 数据截至 2025 年 10 月 13 日

6.风险提示

市场竞争风险加剧；产能扩建不及预期；原材料价格波动风险；客户集中度较高风险；汇率波动风险。

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	547	776	955	1,181	净利润	19	101	132	170
YoY(%)	-12.1%	41.7%	23.1%	23.7%	折旧和摊销	48	31	34	36
营业成本	440	582	706	862	营运资金变动	-6	-58	32	-90
营业税金及附加	4	6	7	9	经营活动现金流	75	64	184	99
销售费用	9	13	15	18	资本开支	-96	-51	-50	-50
管理费用	45	36	46	61	投资	-211	-100	0	0
财务费用	-10	0	0	0	投资活动现金流	-271	-140	-36	-33
研发费用	20	29	36	44	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-28	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	8	11	14	17	筹资活动现金流	-52	0	0	0
营业利润	24	127	165	212	现金净流量	-246	-76	148	66
营业外收支	1	-1	0	0					
利润总额	25	126	166	213	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	6	25	33	43	成长能力 (%)				
净利润	19	101	132	170	营业收入增长率	-12.1%	41.7%	23.1%	23.7%
归属于母公司净利润	19	101	132	170	净利润增长率	-83.1%	419.7%	30.9%	28.4%
YoY(%)	-83.1%	419.7%	30.9%	28.4%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.24	0.90	1.18	1.51	毛利率	19.6%	25.0%	26.0%	27.0%
					净利率	3.6%	13.0%	13.9%	14.4%
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	0.9%	4.4%	5.5%	6.2%
货币资金	404	328	476	542	净资产收益率 ROE	1.1%	5.2%	6.4%	7.6%
预付款项	5	0	0	0	偿债能力 (%)				
存货	77	134	91	195	流动比率	8.09	5.89	6.50	4.84
其他流动资产	1,235	1,454	1,451	1,611	速动比率	5.64	4.13	4.79	3.53
流动资产合计	1,722	1,916	2,018	2,349	现金比率	1.90	1.01	1.53	1.12
长期股权投资	14	14	14	14	资产负债率	12.2%	16.0%	14.6%	19.1%
固定资产	284	304	321	335	经营效率 (%)				
无形资产	34	34	34	34	总资产周转率	0.26	0.35	0.41	0.46
非流动资产合计	359	378	394	408	每股指标 (元)				
资产合计	2,081	2,294	2,412	2,757	每股收益	0.24	0.90	1.18	1.51
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	22.50	17.13	18.31	19.82
应付账款及票据	188	317	303	478	每股经营现金流	0.93	0.57	1.64	0.88
其他流动负债	25	8	8	8	每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	213	325	311	485	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	150.38	40.16	30.67	23.89
其他长期负债	41	41	41	41	PB	1.14	1.65	1.54	1.42
非流动负债合计	41	41	41	41					
负债合计	254	366	351	526					
股本	81	113	113	113					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,827	1,928	2,061	2,231					
负债和股东权益合计	2,081	2,294	2,412	2,757					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。