



全球湿巾市场恢复上行，专业湿巾制造商业绩有望逐步修复 — 洁雅股份（301108.SZ）投资价值分析报告

● 全球湿巾市场恢复上行，国内市场增速较快

疫情导致消费者健康意识、卫生意识提升，日常使用抗菌消毒系列湿巾进行表面清洁消毒将成为部分消费者的长期习惯，抗菌消毒系列湿巾未来回归到正常增长水平。化妆品湿巾主要用于出行场景，受益于出行恢复，化妆品湿巾将在 2023 年恢复增长；同时湿厕纸受益于社交媒体、电商平台的大力宣传，未来预计仍将保持两位数快速增长状态。根据欧睿数据，预计 2023 年全球湿巾市场将恢复增长，增速达到 5.03%，国内湿巾市场规模将达到 142.8 亿元，较上年增长 13.05%。

● 需求回升有望带动公司业绩逐步修复

全球湿巾市场竞争格局较为稳定，金佰利、强生等知名企业占据较大市场份额。公司连续多年为 Woolworths、金佰利、强生、欧莱雅等世界知名企业生产制造各类湿巾产品，与客户建立了长期稳定的合作关系。同时，国内湿巾市场快速增长，公司持续拓展新客户，今年以来，先后开发了伽蓝集团、东方甄选等多家客户。受益于湿巾市场恢复上行，公司依托客户优势，业绩有望逐步修复。

● 依托客户资源进入化妆品领域，有望带来新增长

公司主要客户群体均有化妆品业务，依托客户资源顺势进入化妆品代工行业，公司代工的面膜业务除了欧莱雅加工业务稳定增长外，还开拓了国内新客户，总体业务规模呈增长趋势。公司与江苏创健联合设立的合资公司有望在 6 月底拿到二类械字注册证，将依托客户资源探索胶原蛋白市场，有望为公司带来新增长。

● 公司盈利预测与估值

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 7.34、8.74、10.40 亿元，YOY 分别为 10.00%、19.06%、19.09%；EPS 分别为 1.92、2.29、2.67 元，根据合理估值测算，结合股价催化剂因素，给予公司六个月内目标价为 46.08 元/股，公司估值水平低于可比公司，给予公司“推荐（首次）”投资评级。

● 投资风险提示

技术研发风险、原材料价格波动风险、客户集中度较高的风险、汇率波动风险

● 核心业绩数据预测

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	666.56	733.70	873.51	1,040.24
YOY	-32.29%	10.00%	19.06%	19.09%
归母净利润	140.97	156.12	186.32	216.48
EPS	1.74	1.92	2.29	2.67
P/E	19.91	17.98	15.06	12.96

数据来源：公司公告，华通证券研究部

公司投资评级

推荐（首次）

公司深度报告

华通证券研究部

美容护理行业组

SFC:AAK004

Email: research@waton.com

主要数据 2023.6.20

收盘价（元） 34.56

一年中最低/最高（元） 42.21/31.10

总市值（亿元） 28.07

ROE（加权） 2.07%

PE（TTM） 21.46

股价相对走势





目录

一、公司所属主要行业情况分析	4
1.1 行业基本信息	4
1.2 行业竞争格局	5
1.3 行业成长空间	6
二、公司主要业务板块经营情况分析	7
2.1 公司主营业务及产品介绍	7
2.2 公司经营业绩情况	9
2.3 公司核心资源和竞争优势分析	11
2.3.1 客户优势	11
2.3.2 研发优势	11
2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析	12
三、2023-2025 年公司整体业绩预测	14
四、公司估值分析	15
4.1 P/E 模型估值	15
4.2 DCF 模型	16
五、公司未来六个月内投资建议	17
5.1 公司股价催化剂分析	17
5.2 公司六个月内的目标价	17
六、公司投资评级	17
七、风险提示	18



图表目录

图 1: 2020 年中国与其他主要国家湿巾人均消费金额对比	5
图 2: 全球湿巾行业竞争格局	6
图 3: 中国湿巾行业竞争格局	6
图 4: 中国湿巾零售渠道变化	6
图 5: 全球湿巾市场规模预测	7
图 6: 中国湿巾市场规模预测	7
图 7: 公司营收及增速	9
图 8: 公司归母净利润及增速	9
图 9: 公司毛利率及净利率走势	10
图 10: 公司费用率变动情况	10
图 11: 公司营收构成	10
图 12: 公司分业务毛利率走势	10
图 13: 公司湿巾产品营收情况	11
图 14: 公司湿巾产品营收增速	11
图 15: 可比公司存货周转率对比	12
图 16: 可比公司应收账款周转率对比	12
图 17: 可比公司总资产周转率对比	13
图 18: 可比公司销售费用率对比	13
图 19: 可比公司管理费用率对比	13
图 20: 可比公司财务费用率对比	13
图 21: 可比公司毛利率对比	14
图 22: 可比公司净利率对比	14
图 23: 可比公司 ROE 对比	14
图 24: 可比公司 PE(TTM)对比	16
表 1: 我国主要湿巾品类及特点	4
表 2: 国内湿巾分品类市场规模及增速情况	7
表 3: 公司 ODM\OEM 模式差异对比	8
表 4: 2023-2025 年公司收入预测	15
表 5: 可比公司估值表 (截止 2023 年 6 月 15 日)	16
表 6: DCF 模型估值	16



一、公司所属主要行业情况分析

1.1 行业基本信息

湿巾是一种具有随时擦拭清洁功效的一次性卫生用品，常用于个人消费和商用的多种场合，如家庭、酒店、餐厅、民航、外出旅行等。随着消费者收入水平提升，消费结构由生存型消费向发展型消费转变，消费者健康意识、卫生意识逐步增强，湿巾产品的使用范围随之扩大，各种新品种不断涌现，湿巾不仅用于个人皮肤擦拭，也用于婴幼儿护理、女士卸妆、宠物清洁、家居护理等场景，因便利性逐渐成为人们日常生活的必需品。

表 1：我国主要湿巾品类及特点

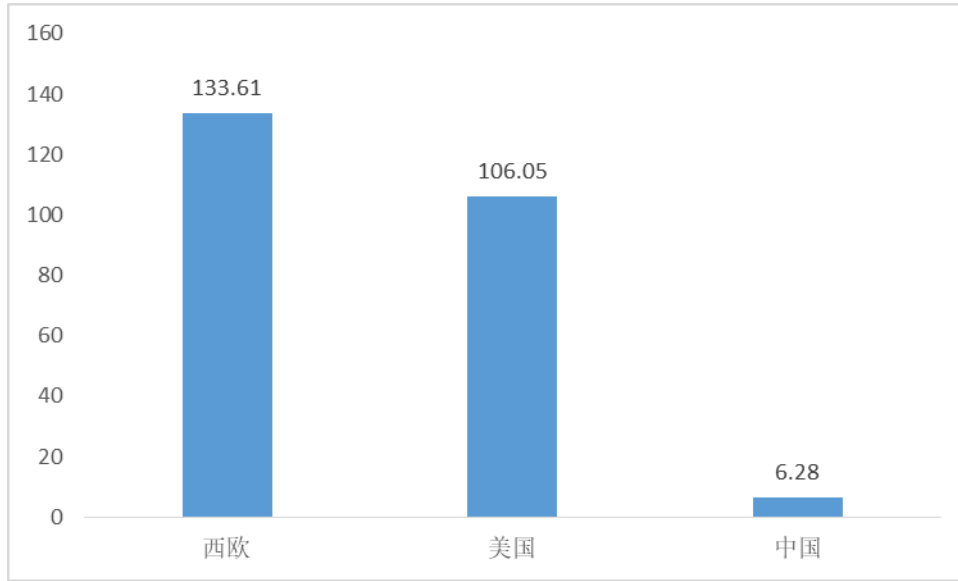
品类	特点
普通湿巾	主要用于清洁皮肤，即用即弃。其所浸液体成分一般为蒸馏水或纯净水、消毒剂、香精。中高档产品所浸液体还含有芦荟胶、维他命 E、可可磷脂酸、甘油、苹果酸等护肤成分
消毒湿巾	消毒湿巾有两种：一种用于擦伤、割伤、划伤等小伤口及周围皮肤的清洁、消毒，所浸液体主要成分为苯扎氯铵等；另一种是具有光谱杀菌作用，可用于皮肤的清洁、润肤、消毒、杀菌，也可用于日常用品、卫生清洁等，其所浸液体为纯净水、天然杀菌成分、芦荟、牦脂、卡巴嘧啶杀菌剂等
去臭用湿巾	用于去除人体腋窝汗液。其浸剂配方含有止汗的有效成分和适量杀菌剂，可阻止或减少汗液分泌、杀菌，且大部分含有大量香精
女性护理专用湿巾	所浸液体为纯净水、抗菌除菌剂，能有效清洁皮肤，达到杀菌、清洁作用
女性卸妆专用湿巾	柔软纤维构造，轻轻擦拭即可将皮肤毛孔深处的化妆污垢溶出、卸净，所浸液体为弱酸性卸妆液
婴儿专用湿巾	专用于清洁、护理婴儿臀部，所浸液体为蒸馏水或纯净水、消毒剂，且一般还含有芦荟、甘油、天然植物油、婴儿专用润肤露等
湿厕纸	主要是如厕后使用，优质的湿厕纸可有效擦除 99.9% 的细菌，其主要由原生木浆构成，可以在马桶和下水道中分解

资料来源：观研天下，华通证券研究部

受各地区经济发展水平不同，欧美等发达国家的湿巾渗透率远高于亚太、拉美、非洲地区。近几年，随着亚太地区经济持续发展，其湿巾市场增速高于欧美国家，增长潜力较大。与欧美国家相比，我国湿巾人均消费水平较低，根据华经产业研究院数据，2020 年西欧国家人均湿巾消费金额为 133.61 元/人，美国为 106.05 元/人，我国人均湿巾消费金额为 6.28 元/人，国内湿巾市场仍有较大提升空间。



图 1：2020 年中国与其他主要国家湿巾人均消费金额对比



数据来源：华经产业研究院，华通证券研究部

从产业链上游看，湿巾类产品的原材料主要为无纺布（非织造布）、日用化学产品原料、包装膜、纸箱等。其中无纺布占原材料采购总额的 50% 左右，湿巾类产品生产制造企业采购的原材料对应的上游行业为非织造布业、日用化学品制造业及包装印刷业，最终上游行业为石油化工行业和造纸行业，因此国际油价、木浆价格的波动及相关产品的市场供求情况，将对湿巾制造企业的原材料价格产生一定影响。

湿巾类产品作为日用消费品，产业链下游主要是利洁时集团、金佰利集团、强生公司等为代表的知名日用消费品品牌运营商，以及沃尔玛为代表的大型超市零售商及电商平台等。湿巾行业的知名品牌商多为欧美等发达国家企业，该等知名企业基于成本考虑多采用 ODM/OEM 模式委托亚太、拉美等地区湿巾制造商代工生产湿巾产品。由此，湿巾行业形成了品牌商专注于品牌的维护和宣传推广，专业制造商专注于产品的研发、生产的行业格局。

1.2 行业竞争格局

湿巾在欧美等发达国家已经成为人们普遍使用的日用消费品，从全球来看，其竞争格局较为稳定。2022 年宝洁、金佰利、高乐氏、强生、利洁时市场份额分别为 14.10%、11.50%、3.90%、3.20%、2.40%，宝洁、金佰利多年来占据主要市场份额。

我国湿巾行业市场渗透率较低，目前仍处于快速发展阶段，行业内主要企业市场份额逐步提升，2022 年恒安国际、爱适瑞、金佰利、中顺洁柔市场份额分别为 19.00%、8.40%、5.20%、3.00%，分别较 2018 年提升 1.4、3.7、0.3、0.9 个百分点。



图 2：全球湿巾行业竞争格局

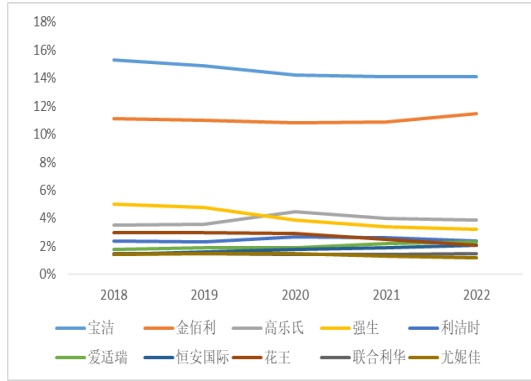
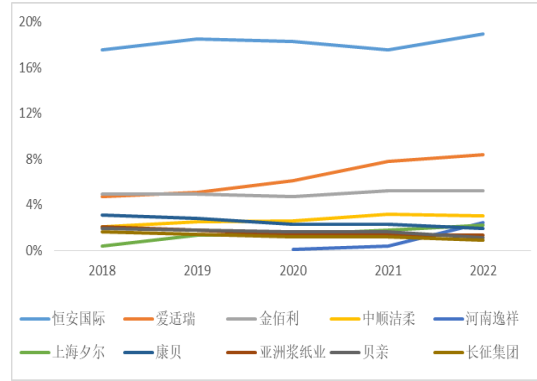


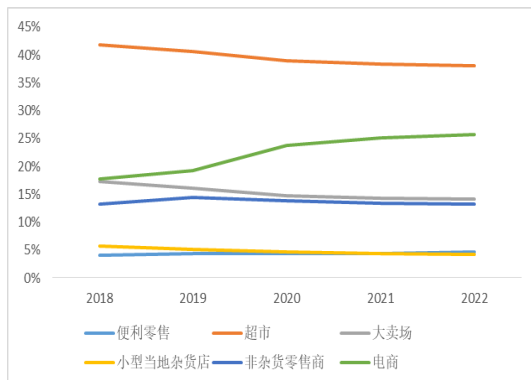
图 3：中国湿巾行业竞争格局



数据来源：欧睿数据，华通证券研究部

从湿巾产品零售渠道来看，2022 年超市、大卖场、非杂货零售商、电商作为主要销售渠道，其市场份额分别为 38.00%、14.10%、13.30%、25.80%。其中，电商渠道占比逐步提升，较 2018 年增长 8 个百分点。随着电商的发展，国内出现了部分具有一定知名度的湿巾品牌如 Babycare、全棉时代等。这部分品牌利用电商渠道线上销售及网红带货，销售规模与品牌知名度日益提升，与知名外资品牌展开差异化竞争。

图 4：中国湿巾零售渠道变化



数据来源：欧睿数据，华通证券研究部

1.3 行业成长空间

根据欧睿数据，湿巾可分为家用清洁湿巾、通用湿巾、婴儿湿巾、化妆品湿巾及湿厕纸，其中婴儿湿巾占比最大，2022 年国内婴儿湿巾市场规模为 6,361.30 百万元，在湿巾市场中占比 50.35%。后疫情时代，随着新一代父母育儿观念改变，卫生意识不断提高，婴儿湿巾的无毒配方、柔软触感以及便利性等因素将推动婴儿湿巾渗透率逐步提升，预计未来 5 年国内婴儿湿巾将保持 9.00% 的增速。

化妆品湿巾通常用于旅途中，可代替洗面奶等其他卸妆产品，可满足出行场景的便利性需求。近几年由于出行限制等因素，化妆品湿巾市场规模有所下降。随着旅游市场恢复，化妆品湿巾预计将恢复增长。根据欧睿数据，2022 年国内化妆品湿巾市场规模 327.60 百万元，



预计未来 5 年将保持 12.80% 的增速。

近几年，受益于消费者卫生意识提升，以及电商平台、社交媒体加大对湿厕纸的宣传力度，2022 年国内湿厕纸市场规模达到 1,562.20 百万元，增速为 31.90%。目前湿厕纸主要在网上销售，线下渠道增长空间较大，随着消费者收入水平提升，湿厕纸凭借其柔软触感及可冲洗功能，市场渗透率有望持续加深，预计未来 5 年国内湿厕纸将保持 17.10% 的市场增速。

表 2：国内湿巾分品类市场规模及增速情况

类别	2022 年市场规模 (百万元)	2022 年增 速	2017-2022 年复合增 速	2022-2027 年预测复 合增速
家用清洁湿巾	79.30	14.90%	13.80%	14.50%
通用湿巾	4,304.70	6.10%	12.20%	9.30%
婴儿湿巾	6,361.30	4.10%	11.50%	9.00%
化妆品湿巾	327.60	-2.10%	-0.20%	12.80%
湿厕纸	1,562.20	31.90%	42.70%	17.10%

数据来源：欧睿数据，华通证券研究部

2020 年，新冠疫情的爆发导致消费者对抗菌消毒湿巾需求增长，随着疫情好转，全球湿巾市场规模增速较 2020 年有所下降，2022 年全球湿巾市场规模 170.01 亿美元，较上年增长 0.06%，中国湿巾市场规模 126.40 亿元，较上年增长 7.50%。随着消费者收入水平提升及个人卫生意识增强，全球湿巾市场将在 2023 年恢复上行。根据欧睿数据，预计 2023 年全球湿巾市场规模将达到 178.57 亿元，较上年增长 5.03%，预计国内湿巾市场规模将达到 142.8 亿元，较上年增长 13.05%。

图 5：全球湿巾市场规模预测

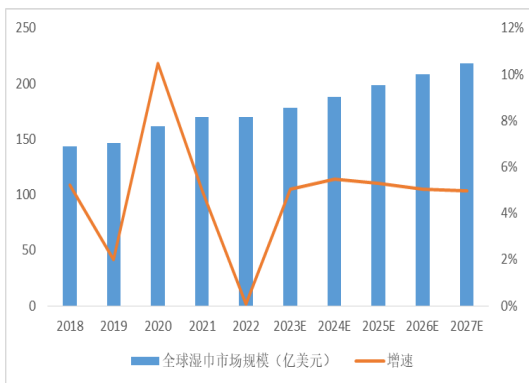
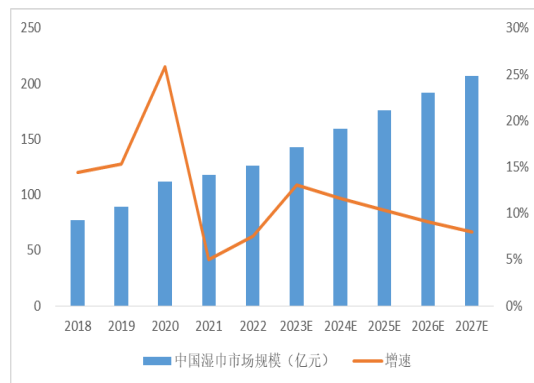


图 6：中国湿巾市场规模预测



数据来源：欧睿数据，华通证券研究部

二、公司主要业务板块经营情况分析

2.1 公司主营业务及产品介绍

洁雅股份成立于 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。公司主要以 ODM/OEM 模式为利洁时集团、Woolworths、强生、欧莱雅、宝洁、3M、贝亲等



世界知名企业生产湿巾类产品，公司自有品牌“喜擦擦”等系列部分产品通过经销商进行销售。同时，为满足客户需求，公司亦提供加工业务。

OEM 模式下，公司主要按照客户要求的溶液配方和产品设计规格，进行产品生产，产品以客户品牌进行销售。ODM 模式下，除了生产制造环节外，公司根据客户需求，自主设计溶液配方或研发新产品。该类 ODM 模式需要公司拥有一定的设计能力和工艺技术水平，以及对于行业和客户需求的深刻理解。

表 3：公司 ODM\OEM 模式差异对比

项目	ODM 模式	OEM 模式
采购方式	主要由公司自主筛选供应商，询价并通过商务洽谈采购原材料	部分 OEM 客户为从源头上把控产品质量，对部分原材料供应商进行指定。公司与该等指定供应商独立约定具体采购品种、采购价格、采购数量、质量、交期等，并参照对一般供应商的管理制度对指定供应商进行评估、考核及管理
成本构成	产品成本主要由直接材料、人工费用和制造费用构成。产品研发阶段支出主要通过研发费用归集核算	产品成本主要由直接材料、人工费用和制造费用构成
生产流程	公司自主开发、指定产品生产工艺流程	公司自主开发、指定产品生产工艺流程，并通过客户验证后实施生产
产品类型	主要涉及湿巾与手足膜等产品	涉及所有产品类型
主要客户	Woolworths、强生公司、贝咖实业、宝洁公司等	利洁时集团、强生公司、Nice-Pak Products Inc 等

资料来源：招股说明书，华通证券研究部

加工业务主要包括面膜加工和湿巾加工业务，其中，面膜加工业务所需的无纺布、溶液原料、部分包装材料等主要原材料均由客户直接提供，因此该类业务实质上是来料加工业务。湿巾加工业务模式下，公司通过客户采购主要原材料，获取一定程度的采购价格优惠或者客户主导确定原材料采购价格，公司不完全承担原材料价格波动风险，客户参与相关存货的继续管理，该项业务属于受托加工业务。

公司湿巾类产品种类齐全，涵盖婴儿系列、成人功能性系列、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湿巾 60 多个品种，可以满足客户对不同规格、不同功效的湿巾类产品需求。根据中国造纸协会生活用纸专业委员会统计数据，2018 年至 2021 年，公司位列全国擦拭巾生产商和品牌（主要按销售额综合排序）第 5 位、第 5 位、第 6 位、第 4 位。

公司早期以湿巾业务起家，后期承接了欧莱雅的面膜业务，随着公司对化妆品生产经验的积累，加之现有客户的业务需求，公司顺势进入化妆品领域。目前公司代工的化妆品主要是面膜和洗护类产品。面膜业务除了欧莱雅加工业务稳定增长外，还开拓了国内新客户，总



体呈增长趋势。

2022 年，公司 3,000 吨/年护理品项目投产，化妆品业务由单一的面膜类产品向洗护类产品拓展。在研发方面，公司对募投项目“技术研发中心升级项目”进行了变更，新增上海研发中心以及大城山特种植物种植提取项目，初步形成“一基地三中心”的研产销一体化化妆品业务布局。

2022 年末，公司与江苏创健医疗器械股份有限公司签订合资协议，江苏创健多年来致力于重组胶原基生物材料的研发和生产，洁雅将借助创健的研发能力，以目前客户资源为基础开拓胶原蛋白应用市场。合资公司已经提交了二类械字证的申请材料，目前正在接受审核中，预计 6 月底可以拿到二类械字注册证，二类械字号产品相较于湿巾及化妆品类产品毛利率更高，合资公司拟开发产品主要是冷敷贴、喷雾和漱口水。未来产品投产后，公司产品结构将进一步丰富。

2.2 公司经营业绩情况

2020 年，疫情原因导致公司抗菌消毒湿巾需求大幅上升，随着疫情结束，市场需求降低，公司抗菌消毒湿巾订单量逐步回归到 2020 年前的正常水平，营收及利润增速有所下降。2023 年第一季度，公司实现营业收入 1.28 亿元，较上年同期下降 29.24%，实现归母净利润 0.37 亿元，较上年下降 21.45%。

图 7：公司营收及增速

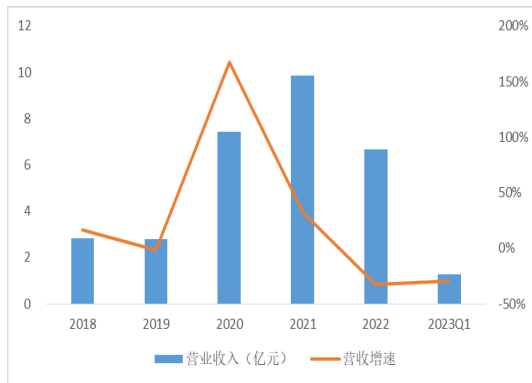
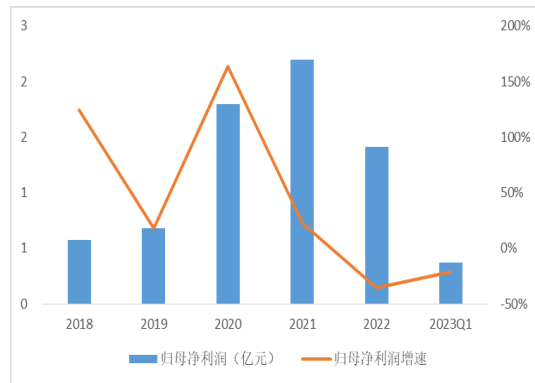


图 8：公司归母净利润及增速



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

公司客户包括国际品牌客户及国内新锐品牌，国际品牌客户产品毛利相对较为稳定，国内新开发客户毛利相对较低，随着新客户的不断开发，公司整体毛利有所下降。2023 年第一季度，公司毛利率、净利率分别为 37.60%、29.16%。

由于分摊的股份支付费用增加，公司销售费用、管理费用有所增长。2023 年第一季度，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 1.18%、12.56%、-3.47%、3.98%。



图 9：公司毛利率及净利率走势

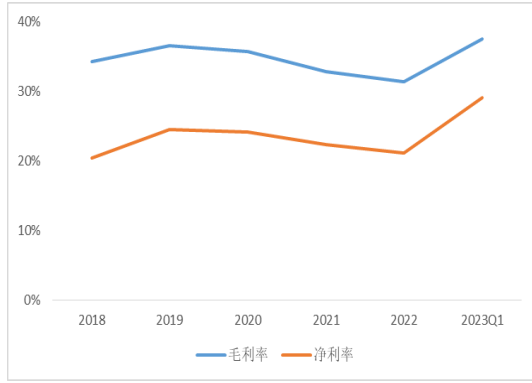
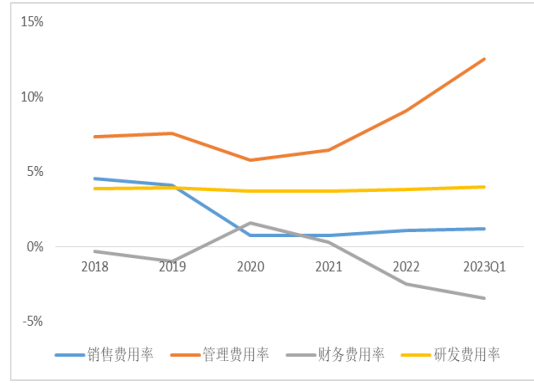


图 10：公司费用率变动情况



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

公司主营业务收入可分为产品销售、加工业务、其他业务，其他业务收入主要为制版费、试生产收入及废料销售等。2022 年公司产品销售、加工业务、其他业务营业收入分别为 5.23、1.26、0.18 亿元，上述业务占营业收入比重分别为 78.39%、18.87%、2.74%，毛利率分别为 30.34%、43.36%、82.58%。

图 11：公司营收构成

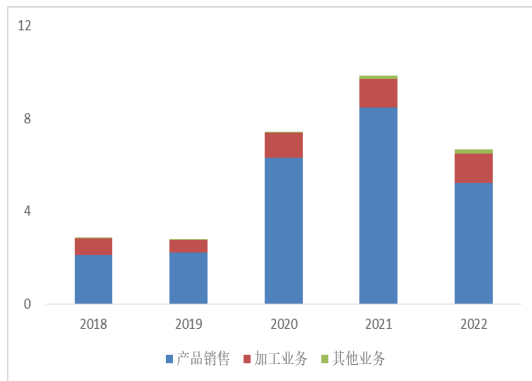
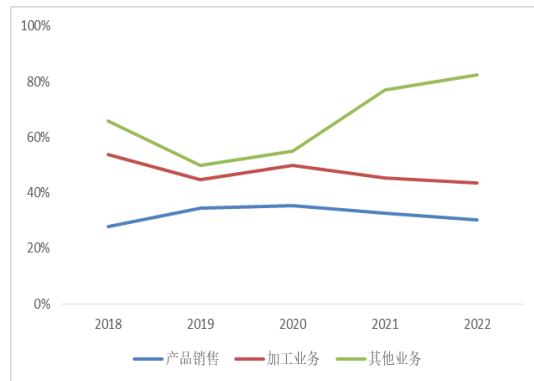


图 12：公司分业务毛利率走势



数据来源：同花顺 iFinD，华通证券研究部

其中产品销售业务按产品类型可分为婴儿系列湿巾、医用及抗菌消毒系列湿巾、其他系列湿巾、成人功能型系列湿巾、面膜及手足膜，2022 年上述产品营业收入分别为 2.58、1.65、0.41、0.36、0.22 亿元，分别较上年增长 8.02%、-69.05%、132.00%、55.89%、-32.60%，医用及抗菌消毒系列湿巾需求下降较大。



图 13：公司湿巾产品营收情况

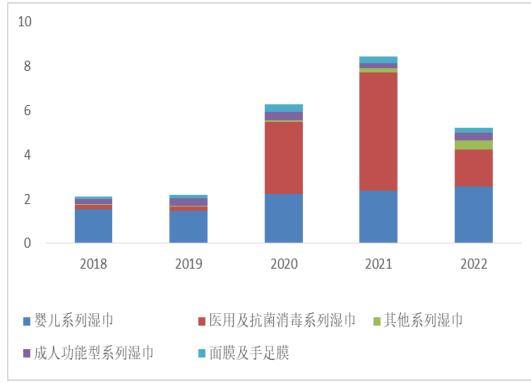
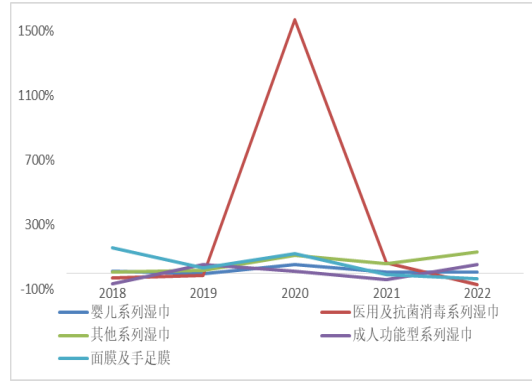


图 14：公司湿巾产品营收增速



数据来源：同花顺 iFinD，华通证券研究部

疫情导致消费者卫生意识有所加强，日常使用医用及抗菌消毒系列湿巾进行表面清洁消毒将成为部分消费者的长期习惯，因此疫情结束后，医用及抗菌消毒系列湿巾市场需求仍将高于疫情发生之前。公司凭借良好的口碑以及下游客户长期稳定合作关系，医用及抗菌消毒系列湿巾销售规模有望回归到正常增长水平。

2.3 公司核心资源和竞争优势分析

2.3.1 客户优势

湿巾类产品主要用于个人清洁及健康护理等领域，对产品质量及稳定性要求较高，因此知名品牌商为保障产品质量、维护品牌形象，普遍建立了合格供应商认证体系。合格供应商认证主要是从法律风险评估、产品风险评估、环境、健康和安全体系、生产研发能力、供应链管理等方面对公司进行全面审核和评估。通常情况下，只有资质完备、产品开发能力强、生产规模大、具备一定资金实力的厂商才能符合相关合格供应商筛选标准。品牌商对通过认证的供应商一般不会轻易更换，因此合格供应商认证会形成一定程度上的客户资源壁垒。

公司连续多年为 Woolworths、金佰利集团、强生公司、欧莱雅集团、3M、贝亲等世界知名企业生产制造各类湿巾产品，并与前述客户建立了长期稳定的合作关系。目前欧美等发达国家湿巾市场已较为成熟，市场竞争格局较为稳定，金佰利、强生等世界知名品牌商占据全球湿巾市场较大市场份额。同时国内湿巾市场快速发展，国内新锐品牌借助电商渠道快速崛起，公司持续开拓新客户，2023 年以来，公司先后开发了伽蓝集团、东方甄选、亚太森博等多家客户，客户结构不断丰富，保障公司业绩稳健增长。

公司自 2013 年与欧莱雅合作以来，在化妆品的配方研发及生产工艺等领域积累了丰富的经验，同时公司的主要客户群体均有化妆品业务，良好的客户资源下，公司持续丰富产品品类，进入化妆品及洗护领域，公司业务规模有望持续提升。

2.3.2 研发优势

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，公司研发



团队成员专业结构涵盖了精细化工、微生物、医学、毒理学等专业，具备独立开发湿巾溶液配方核心技术的能力。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。前述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。

公司多年来为客户定制开发溶液配方，以 ODM 模式为其制造湿巾类产品，公司的溶液配方定制开发技术已经得到包括 Woolworths 等世界知名企业在内的众多客户的认可，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。截至 2022 年末，公司在湿巾产品技术领域拥有 6 项发明专利，46 项实用新型专利，2 项外观设计专利。

公司面膜类产品生产技术已处于成熟阶段，公司拥有独立的专业面膜类产品研发团队，依据多年来为欧莱雅、强生等世界知名品牌客户的面膜/手足膜产品生产工艺技术积累和沉淀，已建立公司成熟的产品配方库及配套成熟的产品开发方案。截至 2022 年末，公司在面膜产品技术领域拥有 3 项实用新型专利。

公司洗护类产品生产技术仍处于开拓阶段，公司自正式明确开拓洗护类业务领域起，对该领域研发进行重点投入，一方面在上海设立分公司，建立公司洗护类产品技术研发中心平台；另一方面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。

2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析

对比可比公司运营效率，由于洁雅股份主营业务是湿巾类产品生产制造，选取个护用品领域中顺洁柔、青松股份、倍加洁、诺邦股份为可比公司。存货周转率方面，洁雅股份处于可比公司中等水平，洁雅股份、中顺洁柔、青松股份、倍加洁、诺邦股份 2022 年存货周转率依次为 4.42、3.45、3.72、5.17、5.90；应收账款周转率方面，上述公司 2022 年应收账款周转率依次为 4.43、7.53、4.72、6.32、7.14；总资产周转率方面，上述公司 2022 年总资产周转率依次为 0.32、1.08、0.75、0.67、0.71。

图 15: 可比公司存货周转率对比

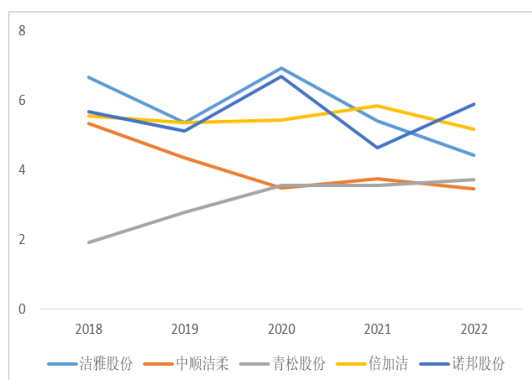


图 16: 可比公司应收账款周转率对比

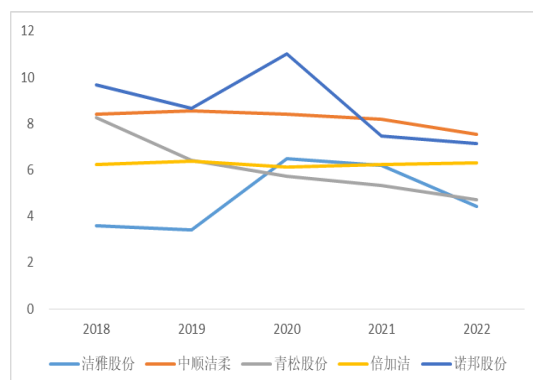
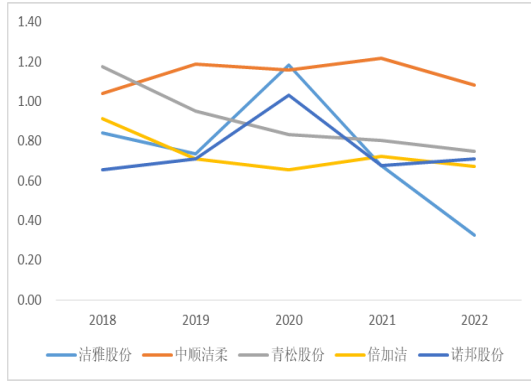




图 17: 可比公司总资产周转率对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

对比可比公司管理效率。销售费用率方面, 对比个护领域品牌商, 洁雅股份销售费用率较低, 洁雅股份、中顺洁柔、青松股份、倍加洁、诺邦股份 2022 年销售费用率依次为 1.07%、20.41%、1.53%、9.98%、2.31%; 管理费用率方面, 洁雅股份在可比公司中处于中等水平, 上述公司 2022 管理费用率依次为 9.07%、6.72%、10.92%、7.36%、7.80%; 财务费用率方面, 洁雅股份财务费用率不断下降, 且在可比公司中处于较低水平, 上述公司 2022 年财务费用率依次为 -2.53%、-0.37%、1.28%、0.10%、-0.94%。

图 18: 可比公司销售费用率对比

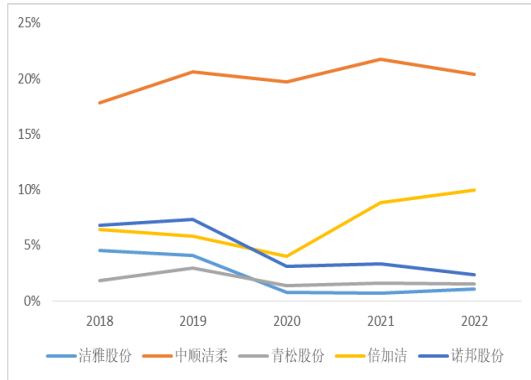


图 19: 可比公司管理费用率对比

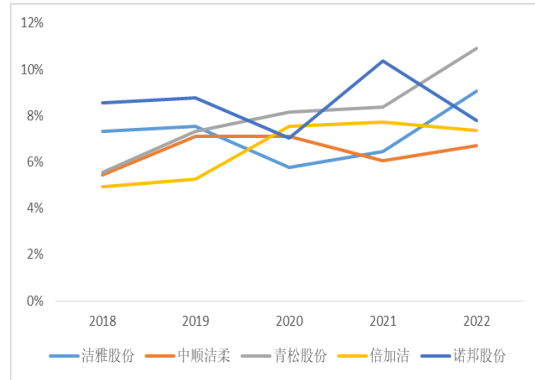
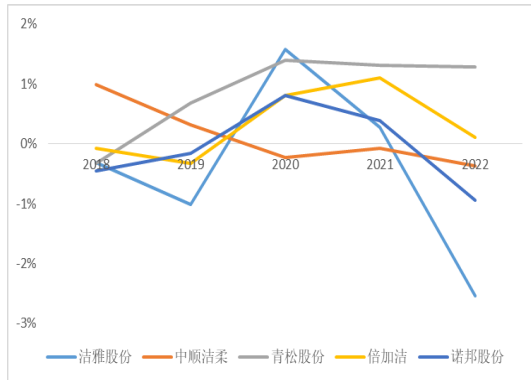


图 20: 可比公司财务费用率对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

对比可比公司盈利能力。毛利率方面, 洁雅股份在可比公司中处于第二位, 洁雅股份、



中顺洁柔、青松股份、倍加洁、诺邦股份 2022 年毛利率依次为 31.47%、31.96%、5.66%、23.97%、13.84%；净利率方面，洁雅股份在可比公司中处于第一位，上述公司 2022 年净利率依次为 21.15%、4.07%、-25.41%、9.27%、3.26%；净资产收益率方面，洁雅股份在可比公司中处于第二位，上述公司 2022 年 ROE 依次为 8.12%、6.94%、-42.25%、8.67%、2.97%。

图 21: 可比公司毛利率对比

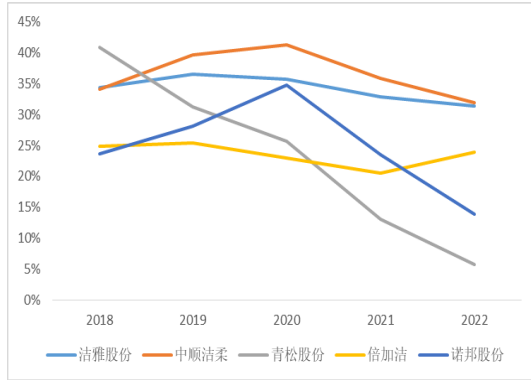


图 22: 可比公司净利率对比

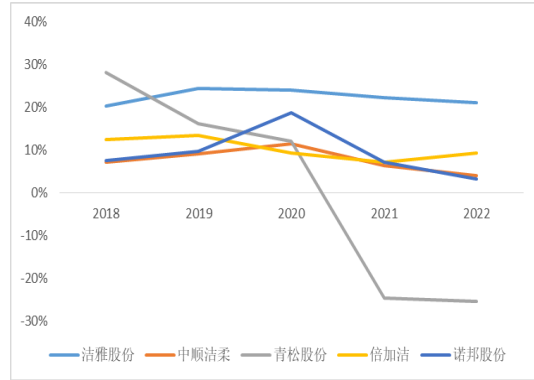
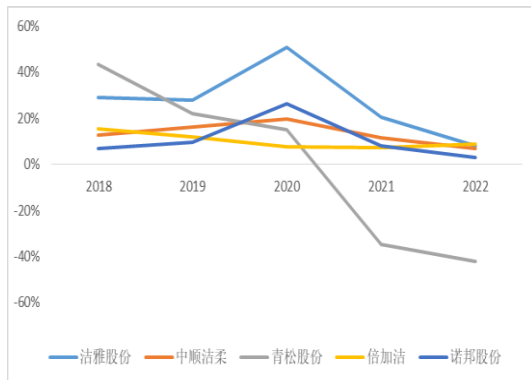


图 23: 可比公司 ROE 对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

三、2023-2025 年公司整体业绩预测

关键假设:

a. 抗菌消毒类湿巾有望回复到 2020 年前正常增长水平，出行增加将带动化妆品湿巾需求增长，湿厕纸在社交媒体推动下将保持快速增长状态，公司依托客户优势，业绩有望逐步修复。同时公司积极开拓国内新客户，新客户相较于国外知名品牌客户毛利率较低，公司整体毛利率将有所下降。公司与创健设立的合资公司预计 6 月底拿到械字号注册证，之后将借助客户资源探索胶原蛋白应用市场，公司产品品类进一步丰富，同时械字号产品毛利率更高。公司多功能湿巾扩建项目将于 2024 年底达到预定可使用状态，产能进一步提升，公司业绩有望快速增长。

b. 结合往年数据，将产品销售、加工业务、其他业务的 2023 年收入增长预测均设为 10%；参考往年数据进行预测，将 2024 及 2025 年上述行业的收入增长设定为 20%、15%、20%。



c.结合往年数据,将产品销售、加工业务、其他业务的2023年毛利率预测设为32%、45%、80%;参考往年数据进行预测,将2024及2025年上述行业的收入增长设定为30%、43%、75%。

表 4: 2023-2025 年公司收入预测

	项目	2022A	2023E	2024E	2025E
产品销售	收入 (亿元)	5.23	5.75	6.90	8.28
	YOY	-38.29%	10.00%	20.00%	20.00%
	成本 (亿元)	3.64	3.91	4.83	5.80
	毛利率	30.34%	32.00%	30.00%	30.00%
加工业务	收入 (亿元)	1.26	1.39	1.59	1.83
	YOY	1.83%	10.00%	15.00%	15.00%
	成本 (亿元)	0.71	0.76	0.91	1.04
	毛利率	43.36%	45.00%	43.00%	43.00%
其他业务	收入 (亿元)	0.18	0.20	0.24	0.29
	YOY	28.38%	10.00%	20.00%	20.00%
	成本 (亿元)	0.03	0.04	0.06	0.07
	毛利率	82.58%	80.00%	75.00%	75.00%
合计	收入 (亿元)	6.67	7.34	8.74	10.40
	YOY	-32.29%	10.00%	19.06%	19.09%
	成本 (亿元)	4.57	4.71	5.80	6.92
	毛利率	31.47%	35.75%	33.60%	33.52%

我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 7.34、8.74、10.40 亿元,同比增长 10.00%、19.06%、19.09%, 归属于母公司股东净利润分别为 1.56、1.86、2.16 亿元, 对应 EPS 分别为每股 1.92、2.29、2.67 元。

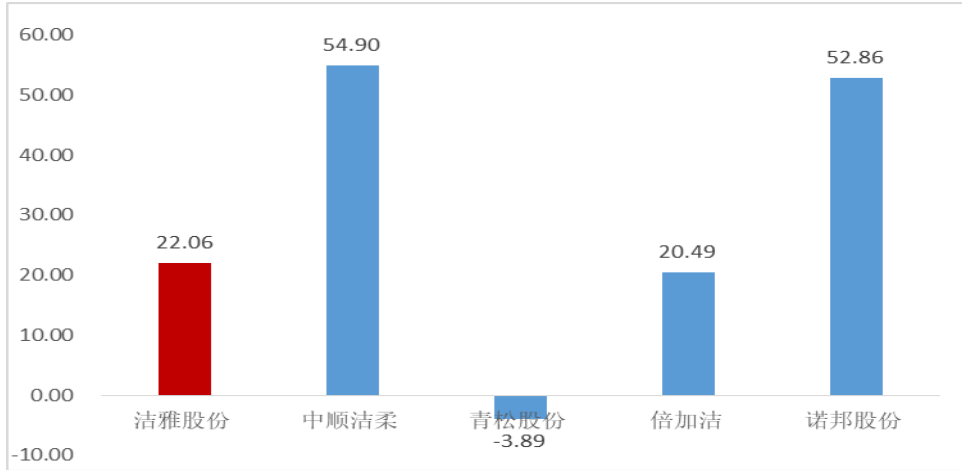
四、公司估值分析

4.1 P/E 模型估值

由于洁雅股份主要产品为湿巾类产品,选取个护用品领域中顺洁柔、青松股份、倍加洁、诺邦股份为可比公司,以 2023 年 6 月 15 日数据为基准,可看出洁雅股份 PE (TTM) 处于较低水平。



图 24: 可比公司 PE(TTM)对比



数据来源: 同花顺 iFinD, 华通证券研究部

对比中顺洁柔、青松股份、倍加洁、诺邦股份估值水平, 综合考虑公司业绩成长性, 我们给予公司 PE 估值 23X-28X, 对应股价 44.16 元/股-53.76 元/股为合理估值区间。

表 5: 可比公司估值表 (截止 2023 年 6 月 15 日)

	最新收盘价	EPS				PE			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
中顺洁柔	12.59	0.27	0.49	0.61	0.71	49.35	25.80	20.71	17.85
青松股份	5.49	-1.44	0.20	0.35	0.39	-4.11	25.90	15.18	14.30
倍加洁	21.39	0.97	1.32	1.64	1.93	33.20	16.22	13.03	11.11
诺邦股份	11.94	0.21	0.44	0.62	0.84	53.58	27.40	19.25	14.25
平均值						33.01	23.83	17.04	14.38

数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

4.2 DCF 模型

我们以预测的 2023-2025 年 EPS 分别为 1.92、2.29、2.67 元为基础, 进行绝对估值测算, 对应每股合理的内在价值为 61.48 元。

表 6: DCF 模型估值

模型	折现率	永续增长率	预测期现值	永续期现值	总现值
组合一	8.00%	3.00%	6.33	47.16	53.48
组合二	8.00%	4.00%	6.33	59.52	65.85
组合三	8.00%	5.00%	6.33	80.12	86.45
组合四	9.00%	3.00%	6.27	38.58	44.85
组合五	9.00%	4.00%	6.27	46.74	53.01
组合六	9.00%	5.00%	6.27	58.99	65.26
平均					61.48

数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

估值说明: (1) 永续增长率采用略低于 GDP 增长率;



- (2) DCF模型中以EPS代替自由现金流量进行测算;
- (3) 预测期间为2023-2025年, 永续期自2026年开始;
- (4) 考虑市场风险和企业自身风险因素, 折现率包含了风险溢价。

五、公司未来六个月内投资建议

5.1 公司股价催化剂分析

全球湿巾市场竞争格局较为稳定, 金佰利、强生等知名企业占据较大市场份额。公司连续多年为 Woolworths、金佰利、强生、欧莱雅等世界知名企业生产制造各类湿巾产品, 与客户建立了长期稳定的合作关系。同时, 国内湿巾市场快速增长, 公司持续拓展新客户, 今年以来, 先后开发了伽蓝集团、东方甄选等多家客户。受益于湿巾市场恢复上行, 公司依托客户优势, 业绩有望逐步修复。

公司主要客户群体均有化妆品业务, 公司依托客户资源顺势进入化妆品代工行业, 公司代工的面膜业务除了欧莱雅加工业务稳定增长外, 还开拓了国内新客户, 总体呈增长趋势。公司与创健设立的合资公司有望在 6 月底拿到二类械字注册证, 公司将依托客户资源探索胶原蛋白市场, 有望为公司带来新增长。

5.2 公司六个月内的目标价

根据前述对公司合理估值测算, 结合股价催化剂因素, 我们给予公司六个月内的目标价为 46.08 元/股, 对应 2023 年 PE 为 24 倍。以 2023 年 6 月 20 日收盘价 34.56 元/股为基准, 公司股价距离六个月内的目标价仍有 33.33% 的上涨空间。

六、公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期, 我们给予公司“**推荐（首次）**”的投资评级。

华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价表现强于基准指数 15%以上
推荐	预计未来 6 个月内, 股价表现强于基准指数 5%-15%
中性	预计未来 6 个月内, 股价表现介于基准指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内, 股价表现弱于基准指数 5%以上

基准指数说明: A 股一主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数; 港股基准为恒生指数; 美股基准为标普 500 指数。



七、风险提示

1、技术研发风险

公司所处的湿巾行业的核心技术主要体现在溶液配方等方面，溶液配方所涉专业领域涵盖日用化学、高分子材料学、分析化学、无机化学、微生物学、毒理学、微生物与生化药学等多学科，技术研发存在一定的不确定性。

2、原材料价格波动风险

公司主要原材料为无纺布、包装材料和溶液原料等，直接材料占主营业务成本比例较高，原材料价格变动对公司经营业绩影响较大，如果未来上述原材料采购价格持续大幅上升，将对公司未来盈利能力产生不利影响。

3、客户集中度较高的风险

目前，我国湿巾行业市场集中度较高，其中外资品牌占据了国内大部分的市场份额。公司自有品牌湿巾产品销售规模较小，如果公司主要客户采购计划或生产经营状况发生重大不利变化，将会对公司收入和利润产生较大影响。

4、汇率波动风险

公司出口贸易主要以美元结算，并且公司部分材料及设备亦从国外进行采购并以外币进行结算。美元等外币与人民币之间的汇率可能随着国内外政治、经济环境的变化而波动，具有较大的不确定性，使公司面临汇率波动风险。

附表：财务报表预测与主要财务比率

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
货币资金	958.28	859.71	890.63	963.72	
应收和预付款项	142.82	198.58	208.23	276.24	
存货	64.18	149.23	113.36	199.69	
其他流动资产	303.87	330.62	338.12	384.37	
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产和在建工程	217.03	372.51	531.77	684.93	
无形资产和开发支出	28.65	25.01	21.37	17.73	
其他非流动资产	305.75	284.85	283.96	284.41	
资产总计	2,020.58	2,220.50	2,387.44	2,811.10	
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付和预收款项	181.05	266.96	283.62	372.19	
长期借款	5.74	5.74	5.74	5.74	
其他负债	54.65	35.70	35.70	210.14	
负债合计	241.44	308.40	325.06	588.07	
股本	81.21	81.21	81.21	81.21	
资本公积	1,018.94	1,018.94	1,018.94	1,018.94	
留存收益	678.98	811.95	962.23	1,122.88	
归属母公司股东权益	1,779.13	1,912.11	2,062.39	2,223.03	
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	
股东权益合计	1,779.13	1,912.11	2,062.39	2,223.03	
负债和股东权益合计	2,020.58	2,220.50	2,387.44	2,811.10	
现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
税后经营利润	135.44	141.44	174.02	204.64	
折旧摊销	31.14	15.76	21.43	21.58	
净营运资金增加	66.47	-81.65	35.38	-112.02	
经营活动产生现金流量净额	295.75	66.31	213.66	98.16	
投资活动产生现金流量净额	-596.57	-153.37	-166.81	11.40	
融资活动产生现金流量净额	-54.16	-11.51	-15.92	-36.48	
现金净增加额(减)	-354.38	-98.57	30.92	73.08	
估值和财务指标汇总					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
EBIT	151.35	166.57	193.11	228.43	
EBITDA	182.49	182.33	214.54	250.01	
NOPLAT	119.85	132.52	157.50	188.88	
税前经营利润	148.69	162.71	200.19	235.41	
EPS	1.74	1.92	2.29	2.67	
BPS	21.91	23.55	25.40	27.37	
PE	19.91	17.98	15.06	12.96	
PB	1.58	1.47	1.36	1.26	
PS	4.21	3.83	3.21	2.70	
PCF	9.49	42.33	13.14	28.59	
EV/EBIT	10.44	10.08	8.54	6.91	
EV/EBITDA	8.66	9.21	7.69	6.31	
EV/NOPLAT	13.18	12.67	10.48	8.36	
EV/IC	2.86	2.14	1.82	1.59	
股息率%	2.17	0.82	1.28	1.99	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	666.56	733.70	873.51	1,040.24	
减: 营业成本	456.83	471.39	580.04	691.51	
营业税金及附加	4.86	5.34	6.36	7.58	
营业费用	7.16	11.01	13.10	14.56	
管理费用	35.17	72.64	72.50	83.22	
财务费用	-16.89	-26.31	-37.59	-38.09	
研发费用	25.29	33.02	34.94	41.61	
资产减值损失	4.64	2.40	2.95	3.33	
加: 投资收益	11.92	8.50	6.75	7.63	
公允价值变动损益	1.01	0.70	0.65	0.60	
其他经营损益	-0.81	-1.51	-1.01	-1.11	
营业利润	161.62	171.91	207.59	243.63	
加: 其他非经营损益	0.55	6.31	5.63	4.16	
利润总额	162.16	178.21	213.23	247.79	
减: 所得税	21.20	22.09	26.91	31.32	
净利润	140.97	156.12	186.32	216.48	
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	
归属母公司股东净利润	140.97	156.12	186.32	216.48	
EBIT	151.35	166.57	193.11	228.43	
EBITDA	182.49	182.33	214.54	250.01	
主要财务比率					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
收益率					
毛利率	31.47%	35.75%	33.60%	33.52%	
三费/营业收入	3.82%	7.81%	5.50%	5.74%	
EBIT/营业收入	22.71%	22.70%	22.11%	21.96%	
EBITDA/营业收入	27.38%	24.85%	24.56%	24.03%	
销售净利率	21.15%	21.28%	21.33%	20.81%	
资产获利率					
ROE	7.92%	8.16%	9.03%	9.74%	
ROA	7.49%	7.50%	8.09%	8.13%	
增长率					
销售收入增长率	-32.29%	10.07%	19.06%	19.09%	
EBIT 增长率	-38.83%	10.06%	15.93%	18.29%	
EBITDA 增长率	-33.90%	-0.08%	17.66%	16.54%	
净利润增长率	-35.94%	10.75%	19.35%	16.19%	
总资产增长率	1.00%	9.89%	7.52%	17.74%	
股东权益增长率	5.06%	7.47%	7.86%	7.79%	
经营营运资本增长率	356.74%	27.94%	-9.01%	33.15%	
资本结构					
资产负债率	11.95%	14.17%	13.87%	14.93%	
投资资本/总资产	27.36%	35.35%	37.94%	35.39%	
带息债务/总负债	2.38%	1.82%	1.73%	1.37%	
流动比率	6.59	4.98	4.76	4.40	
速动比率	6.30	4.50	4.41	3.92	
股利支付率	43.21%	14.83%	19.34%	25.79%	
收益留存率	56.79%	85.17%	80.66%	74.21%	
资产管理效率					
总资产周转率	0.33	0.35	0.38	0.40	
固定资产周转率	2.95	3.53	3.15	3.03	
应收账款周转率	4.43	4.43	4.43	4.43	
存货周转率	4.42	4.42	4.42	4.42	

数据来源：公司公告，华通证券研究部



法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告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本公司的当然客户。
3. 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，投资者需自行承担风险。
4. 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或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。