

**持有****3Q23 业务销售动力持续, 毛利率呈环比改善趋势****恒安国际 (1044.HK)**

2023-11-23 星期四

**投资要点**

目标价: **33.5 港元**  
 现价: 28.7 港元  
 预计升幅: 16.7%

➤ **受益市场份额扩张及新渠道拓展, 三大业务板块维持较好增长动力:**

三季度纸巾业务继续受益于市场份额及新渠道的拓展, 以及云感柔肤及湿纸巾等高端产品不错的市场表现, 但市场因木浆价格下跌竞争有所加剧, 促销活动力度增加, 公司于三季度亦有相关费用投入, 但预期双位数的增长动力仍然维持。卫生巾业务在第三季度依然保持稳定的增长和扩张, 其中高端绒棉系列、安睡裤均保持双位数增长、七度空间少女系列亦有稳步提升, 但考虑到竞争费用的投入, 三季度预期将维持上半年的增长水平。纸尿裤业务在高端产品奇莫以及安儿乐运动型纸尿裤的带动下, 三季度销售动力好于上半年。

➤ **得益于原材料价格下跌及产品结构优化, 毛利率呈逐季提升趋势:**

纸巾业务在三季度得益于产品结构的优化以及原材料成本的下降, 虽然在费用上有一定增加, 但整体毛利率表现要优于二季度, 呈现逐季提升的趋势, 也带动公司综合毛利率的改善。卫生巾及纸尿裤业务同样在原材料成本及相关产品结构优化的带动下, 毛利率较上半年均有所提升。

➤ **品牌和渠道费用投放持续, 汇兑损失预期会有大幅减少:**

由于公司加大品牌及渠道的费用投入, 1-9 月相关销售和行政费用有较多增加, 预期三季度费用率将延续上半年的提升趋势。而汇兑损失预期将较去年有大幅度的降低 (去年国内附属公司支付股息产生约 7.2 亿元的汇兑亏损)。整体看, 公司 1-9 月仍然维持了双位数的增长动力, 整体改善在持续。

➤ **维持“持有”评级, 目标价 33.5 港元:**

我们预计公司 2023/2024 年 EPS 分别为 2.28/2.79 元, 目标价 33.5 港元, 对应 2024 年 12 倍 PE, 维持“持有”评级。

**重要数据**

日期	2023/11/22
收盘价 (港元)	28.7
总股本 (百万股)	1,162
总市值 (百万港元)	33,349
净资产 (百万元)	19,524
总资产 (百万元)	42,337
52 周高低 (港元)	41.44/23.75
每股净资产 (元)	16.8

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

**主要股东**

Credit Suisse Trust Limited (26.02%)  
 安平控股有限公司(23.14%)  
 天利投资有限公司(20.54%)

**相关报告**

恒安国际(1044.HK)首发报告-20200629  
 恒安国际(1044.HK)更新报告-20200820  
 恒安国际(1044.HK)更新报告-20210320  
 恒安国际(1044.HK)更新报告-20210820  
 恒安国际(1044.HK)更新报告-20221223

**研究部**

姓名: 陈欣  
 SFC: BLO515  
 电话: 0755-21516057  
 Email: chenxin@gyzq.com.hk

百万人民币	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业额	20,790	22,616	24,203	25,648	27,177
同比增长	-7.1%	8.8%	7.0%	6.0%	6.0%
毛利率	37.4%	34.0%	33.8%	35.7%	35.9%
归母净利润	3,274	1,925	2,648	3,242	3,577
同比增长	-28.8%	-41.2%	37.5%	22.5%	10.3%
净利润率	15.7%	8.5%	10.9%	12.6%	13.2%
每股盈利	2.82	1.66	2.28	2.79	3.08
PE@28.7HKD	9.3	15.9	11.5	9.4	8.5

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

## 報告正文

### 受益市場份額擴張及新渠道拓展，三大業務板塊維持較好增長動力：

三季度紙巾業務繼續受益於市場份額及新渠道的拓展，以及雲感柔膚及濕紙巾等高端產品不錯的市场表現，但市場因木漿價格下跌競爭有所加劇，促銷活動力度增加，公司於三季度亦有相關費用投入，但預期雙位數的增長動力仍然維持。衛生巾業務在第三季度依然保持穩定的增長和擴張，其中高端絨棉系列、安睡褲均保持雙位數增長、七度空間少女系列亦有穩步提升，但考慮到競爭費用的投入，三季度預期將維持上半年的增長水平。紙尿褲業務在高端產品奇莫以及安兒樂運動型紙尿褲的帶動下，三季度銷售動力好於上半年。

### 得益於原材料價格下跌及產品結構優化，毛利率呈逐季提升趨勢：

紙巾業務在三季度得益於產品結構的優化以及原材料成本的下降，雖然在費用上有一定增加，但整體毛利率表現要優於二季度，呈現逐季提升的趨勢，也帶動公司綜合毛利率的改善。衛生巾及紙尿褲業務同樣在原材料成本及相關產品結構優化的帶動下，毛利率較上半年均有所提升。

### 品牌和渠道費用投放持續，匯兌損失預期會有大幅減少：

由於公司加大品牌及渠道的費用投入，1-9 月相關銷售和行政費用有較多增加，預期三季度費用率將延續上半年的提升趨勢。而匯兌損失預期將較去年有大幅度的降低（去年國內附屬公司支付股息產生約 7.2 億元的匯兌虧損）。整體看，公司 1-9 月仍然維持了雙位數的增長動力，整體改善在持續。

### 維持“持有”評級，目標價 33.5 港元：

我們預計公司 2023/2024 年 EPS 分別為 2.28/2.79 元，目標價 33.5 港元，對應 2024 年 12 倍 PE，維持“持有”評級。

**财务报表摘要**
**利润表**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	20,790	22,616	24,203	25,648	27,177
营业成本	-13,018	-14,926	-16,020	-16,483	-17,426
<b>毛利</b>	<b>7,772</b>	<b>7,689</b>	<b>8,184</b>	<b>9,165</b>	<b>9,751</b>
销售费用	-3,154	-3,369	-3,910	-4,041	-4,212
管理费用	-1,373	-1,519	-1,573	-1,667	-1,739
财务费用净额	-171	-22	-116	-107	-66
其他收益净额	1,254	55	828	828	876
<b>税前利润</b>	<b>4,330</b>	<b>2,833</b>	<b>3,412</b>	<b>4,178</b>	<b>4,609</b>
所得税	-1,039	-884	-751	-919	-1,014
<b>净利润</b>	<b>3,290</b>	<b>1,949</b>	<b>2,661</b>	<b>3,259</b>	<b>3,595</b>
少数股东损益	17	24	13	16	18
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,274</b>	<b>1,925</b>	<b>2,648</b>	<b>3,242</b>	<b>3,577</b>
EPS	2.82	1.66	2.28	2.79	3.08
DPS	1.67	1.40	1.93	2.36	2.60

**资产负债表**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>27,269</b>	<b>28,109</b>	<b>29,445</b>	<b>31,134</b>	<b>32,679</b>
现金及银行存款	18,247	18,667	18,869	20,159	21,178
应收账款	2,970	2,932	3,416	3,536	3,702
存货	4,162	4,545	5,115	5,184	5,450
<b>非流动资产</b>	<b>15,024</b>	<b>14,229</b>	<b>13,949</b>	<b>13,606</b>	<b>13,241</b>
土地使用权	979	1,192	1,405	1,618	1,831
物业、厂房及设备	7,297	7,099	6,800	6,387	5,905
无形资产	725	657	655	614	574
<b>资产总计</b>	<b>42,293</b>	<b>42,337</b>	<b>43,394</b>	<b>44,740</b>	<b>45,920</b>
<b>流动负债</b>	<b>22,037</b>	<b>20,394</b>	<b>20,406</b>	<b>20,727</b>	<b>21,042</b>
短期借款	17,488	15,029	15,029	15,029	15,029
应付账款	2,565	2,921	3,025	3,195	3,359
<b>非流动负债</b>	<b>975</b>	<b>2,167</b>	<b>2,178</b>	<b>2,183</b>	<b>2,192</b>
长期借款	739	2,001	2,001	2,001	2,001
其他	235	166	177	182	191
<b>负债合计</b>	<b>23,012</b>	<b>22,562</b>	<b>22,585</b>	<b>22,910</b>	<b>23,234</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>19,280</b>	<b>19,776</b>	<b>20,810</b>	<b>21,831</b>	<b>22,686</b>

**主要财务比率**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>					
营业收入增长率	-7.1%	8.8%	7.0%	6.0%	6.0%
营业利润增长率	-28.9%	-36.9%	23.0%	21.4%	9.1%
净利润增长率	-28.8%	-41.2%	37.5%	22.5%	10.3%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	37.4%	34.0%	33.8%	35.7%	35.9%
净利率	15.7%	8.5%	10.9%	12.6%	13.2%
ROE	17.1%	9.9%	12.8%	14.9%	15.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	54.4%	53.3%	52.0%	51.2%	50.6%
流动比率	1.24	1.38	1.44	1.50	1.55
速动比率	1.05	1.16	1.19	1.25	1.29
<b>营运能力(次)</b>					
资产周转率	0.48	0.53	0.56	0.58	0.60
应收帐款周转率	7.00	7.71	7.09	7.25	7.34

**现金流量表**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
税前利润	4,330	2,833	3,412	4,178	4,609
折旧和摊销	871	887	917	943	965
财务费用	-525	-529	116	107	66
所得税	-831	-993	-751	-919	-1,014
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>4,604</b>	<b>3,810</b>	<b>2,599</b>	<b>4,233</b>	<b>4,425</b>
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>2,676</b>	<b>-6,066</b>	<b>-867</b>	<b>-867</b>	<b>-867</b>
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-6,487</b>	<b>-4,137</b>	<b>-1,493</b>	<b>-2,077</b>	<b>-2,539</b>
现金净变动	793	-6,393	240	1,289	1,019
现金的期初余额	11,607	12,340	6,089	6,290	7,580
现金的期末余额	12,340	6,089	6,290	7,580	8,599

# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20% 之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 -20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>