

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅
港元 26.00 港元 33.85↓ +30.2%

2024年3月22日

恒安国际 (1044 HK)

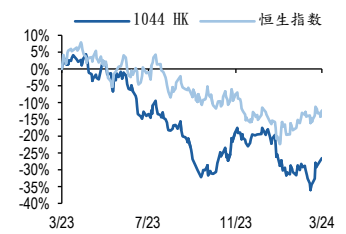
业绩符预期，高端产品组合反馈正面，成本压力缓解引领利润率回升

- 2023年业绩符合预期，下半年利润率改善显著：**恒安2023年销售额同比增长5.1%至237.7亿（人民币，下同），核心业务（纸巾、卫生巾、纸尿裤）销售同比增长8.0%至211.8亿人民币，归母净利润同比增45.5%至28.1亿人民币。受竞争加剧和促销费用管控的影响，销售额增速从2023上半年的9%放缓至下半年的1.3%，但是受益于高端产品组合的推动及原材料成本下跌，利润率保持恢复趋势。2023年下半年毛利率大幅改善至36.5%（2022年同期：32.8%），环比提升5.5个百分点，全年毛利率维持稳定。叠加外汇损失的大幅下降，共同支撑全年经营利润率和净利润率提升4.1/3.3个百分点至16.7%/11.8%。2023年每股派息总额为1.4元（2022年：1.4元），派息率为58%（2022年：85%）。
- 纸巾业务销售额同比增长12%；高端产品组合持续获正面反馈：**公司的纸巾/卫生巾/纸尿裤/其他业务分别占全年销售额58%/26%/5%/11%，实现同比增长12%/0.4%/4%/-14%。高端产品对纸巾业务的贡献不断提升，湿纸巾录得10.5%的同比增长，而“云感柔肤”系列更是实现同比26.6%的高增（贡献纸巾业务约12%，去年同期为10%）。结合木浆成本下跌（木浆成本于2023年下半年环比下跌超20%）的正面作用，下半年纸巾业务毛利率环比提升8.4个百分点至26.1%。卫生巾和纸尿裤业务的高端产品系列同样表现良好，裤型卫生巾/奇莫纸尿裤收入同比增长73.4%/21.8%，分别贡献低个位数/36.4%的品类收入。结合原材料价格下降的因素，卫生巾和纸尿裤业务毛利率环比提升超4个百分点至66.0%/40.5%。
- 2024年展望：预计核心业务呈现低个位数增长：**受益于高端产品组合的推动，卫生巾业务于2024年1季度表现良好，预计全年表现优于2023全年。尽管木浆价格大幅下降有利于毛利率同比改善，但加剧的市场竞争也将对均价造成压力，叠加2023上半年的高基数，公司将在上半年加大营销费用的投放，预计上半年纸巾业务可实现低个位数同比增长。
- 维持买入，下调目标价至33.85港元：**鉴于高端产品组合的良好表现以及原材料成本的下行，我们对利润率的改善持乐观态度。但鉴于目前高端产品对纸巾业务贡献较小，竞争的加剧可能会使纸巾业务增长放缓。我们下调公司每股盈利和目标价至33.85港元（原为37.6港元），基于11.0倍2024-2025年市盈率（原为12.5x 2024年市盈率）和1.0x PEG。

个股评级

买入

1年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(港元)	36.95
52周低位(港元)	22.65
市值(百万港元)	30,215.12
日均成交量(百万)	3.67
年初至今变化(%)	(10.50)
200天平均价(港元)	26.32

资料来源: FactSet

吕浩江, CFA, CESGA

edward.lui@bocomgroup.com
(852) 3766 1809

谭星子, FRM

kay.tan@bocomgroup.com
(852) 3766 1856

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入(百万人民币)	22,616	23,768	24,583	25,994	27,354
同比增长(%)	8.8	5.1	3.4	5.7	5.2
净利润(百万人民币)	1,925	2,801	3,238	3,439	3,821
每股盈利(人民币)	1.66	2.41	2.74	2.96	3.29
同比增长(%)	-40.5	45.8	13.4	8.0	11.1
前EPS预测值(人民币)			2.79	3.12	
调整幅度(%)			-1.8	-5.1	
市盈率(倍)	14.4	9.9	8.7	8.1	7.3
每股账面净值(人民币)	16.80	17.59	18.14	19.33	20.47
市账率(倍)	1.42	1.36	1.32	1.24	1.17
股息率(%)	5.9	5.9	7.8	8.7	9.0

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

2023 年业绩一览

图表 1: 恒安 2023 年业绩对比交银国际/市场预测

百万人民币，12 月年结	2022	2023	% 同比	2023	% 差异	2023	% 差异
	实际	实际		交银国际预测		市场预测	
收入	22,616	23,768	5.1%	24,693	-3.7%	24,283	-2.1%
销售成本	(14,926)	(15,757)	5.6%	(16,720)	-5.8%		
毛利	7,689	8,011	4.2%	7,973	0.5%	7,990	0.3%
营销费用	(3,369)	(3,553)	5.4%	(3,728)	-4.7%		
其中: 广告费用	(1,067)	(1,101)	3.1%	(1,079)	2.0%		
行政费用	(1,539)	(1,516)	-0.2%	(1,572)	-3.6%		
其他经营收入*	88	1,159	1222.1%	1,156	0.3%		
经营利润	2,869	3,978	38.6%	3,808	4.5%	3,614	10.1%
财务收入	446	273	-38.7%	330	-17.2%		
财务费用	(468)	(647)	38.1%	(595)	8.7%		
应占联营公司利润	(14)	1	-105.1%				
税前利润	2,833	3,605	27.3%	3,543	1.7%	3,396	6.2%
税项	(884)	(798)	-9.7%	(797)	0.1%		
少数股东权益	(24)	(7)	-71.4%	(34)	-79.7%		
归母净利润	1,925	2,801	45.5%	2,712	3.3%	2,639	6.1%
毛利率	34.0%	33.7%	-0.3%	32.3%	1.4%	32.9%	0.8%
经营利润率	12.7%	16.7%	4.1%	15.4%	1.3%	14.9%	1.9%
税前利润率	12.5%	15.2%	2.6%	14.4%	0.8%	14.0%	1.2%
净利润率 - 呈报	8.5%	11.8%	3.3%	11.0%	0.8%	10.9%	0.9%

资料来源: 公司资料、交银国际

图表 2: 恒安业务分部表现

恒安国际	2022	2023	% 同比	1H23	2H23	% 同比	% 同比
	百万人民币	百万人民币		百万人民币	百万人民币		
销售	22,616	23,768	5.1%	12,205	11,563	9.0%	1.3%
纸巾	12,248	13,748	12.2%	7,170	6,578	22.7%	2.7%
卫生巾	6,156	6,178	0.4%	3,219	2,959	2.9%	-2.3%
纸尿裤	1,202	1,254	4.3%	665	589	5.0%	3.5%
其他(如家居用品)	3,009	2,587	-14.0%	1,150	1,437	-27.9%	1.6%
销售结构	100%	100%		100%	100%		
纸巾	54.2%	57.8%	3.7%	58.7%	56.9%	6.6%	0.8%
卫生巾	27.2%	26.0%	-1.2%	26.4%	25.6%	-1.6%	-0.9%
纸尿裤	5.3%	5.3%	0.0%	5.5%	5.1%	-0.2%	0.1%
其他(如家居用品)	13.3%	10.9%	-2.4%	9.4%	12.4%	-4.8%	0.0%
毛利率	34.0%	33.7%	-0.3%	31.0%	36.5%	-4.2%	3.7%
纸巾	20.7%	21.7%	1.0%	17.7%	26.1%	-5.4%	7.5%
卫生巾	66.8%	63.8%	-3.0%	61.8%	66.0%	-3.5%	-2.4%
纸尿裤	36.9%	38.1%	1.2%	36.0%	40.5%	0.7%	1.8%
其他(如家居用品)	19.9%	23.5%	3.6%	25.3%	22.1%	4.8%	2.8%
经营利润率	12.7%	16.7%	4.1%	13.9%	19.7%	-2.9%	11.1%
纸巾	1.1%	1.8%	0.7%	0.1%	3.6%	-5.2%	6.3%
卫生巾	40.7%	37.5%	-3.2%	35.7%	39.4%	-6.8%	0.6%
纸尿裤	11.3%	15.5%	4.2%	4.5%	27.9%	-11.5%	21.9%
其他(如家居用品)	2.9%	5.0%	2.1%	3.5%	6.2%	0.9%	2.9%

资料来源: 公司资料、交银国际

图表 3: 恒安国际 (1044 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
291 HK	华润啤酒	买入	38.15	43.90	15.1%	2024年03月19日	啤酒
1876 HK	百威亚太	买入	11.98	15.60	30.2%	2024年02月29日	啤酒
600597 CH	光明乳业	买入	9.40	12.30	30.9%	2023年09月05日	乳业
2319 HK	蒙牛乳业	买入	20.65	34.70	68.0%	2023年09月04日	乳业
600887 CH	伊利股份	买入	28.90	33.20	14.9%	2023年08月30日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	3.60	3.40	-5.6%	2024年03月11日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	14.22	17.60	23.8%	2023年08月30日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	11.32	10.40	-8.1%	2023年08月24日	乳业
9633 HK	农夫山泉	买入	42.10	51.80	23.0%	2023年08月30日	食品饮料
2313 HK	申洲国际	买入	68.60	95.50	39.2%	2023年08月31日	纺织服装
6690 HK	海尔智家	买入	23.15	31.05	34.1%	2024年02月21日	家电
000333 CH	美的集团	买入	60.55	85.50	41.2%	2024年01月11日	家电
000651 CH	格力电器	中性	37.92	37.63	-0.8%	2024年01月11日	家电
1044 HK	恒安国际	买入	26.00	33.85	30.2%	2024年03月21日	个护家清
3331 HK	维达国际	中性	23.35	19.20	-17.8%	2023年07月21日	个护家清
9922 HK	九毛九	买入	6.13	9.90	61.5%	2024年02月19日	餐厅
2020 HK	安踏	买入	82.10	129.00	57.1%	2023年08月23日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	21.25	21.00	-1.2%	2024年03月20日	运动品牌
6110 HK	滔搏国际	买入	5.53	7.20	30.2%	2023年10月24日	体育用品经销商
3813 HK	宝胜国际	买入	0.69	1.46	111.6%	2023年08月15日	体育用品经销商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 3 月 21 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	22,616	23,768	24,583	25,994	27,354
主营业务成本	(14,926)	(15,757)	(15,555)	(16,289)	(17,047)
毛利	7,689	8,011	9,028	9,704	10,307
销售及管理费用	(4,889)	(5,069)	(5,292)	(5,622)	(5,916)
其他经营净收入/费用	68	1,036	851	700	903
经营利润	2,869	3,978	4,587	4,782	5,295
财务成本净额	(22)	(373)	(244)	(168)	(177)
应占联营公司利润及亏损	(14)	1	(15)	(18)	(11)
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
税前利润	2,833	3,605	4,328	4,597	5,107
税费	(884)	(798)	(1,082)	(1,149)	(1,277)
非控股权益	(24)	(7)	(8)	(8)	(9)
净利润	1,925	2,801	3,238	3,439	3,821
作每股收益计算的净利润	1,925	2,801	3,238	3,439	3,821
Non-GAAP标准的净利润	1,925	2,801	3,238	3,439	3,821

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	6,089	18,190	18,912	18,009	18,915
有价证券	12,579	0	0	0	0
应收账款及票据	2,932	2,553	3,104	2,878	3,417
存货	4,545	4,352	3,745	4,734	4,140
其他流动资产	1,964	1,715	1,693	1,772	1,854
总流动资产	28,109	26,810	27,454	27,393	28,325
物业、厂房及设备	7,099	7,256	7,435	7,560	7,630
无形资产	657	640	612	585	557
其他长期资产	6,472	5,510	5,510	5,510	5,510
总长期资产	14,229	13,406	13,557	13,654	13,697
总资产	42,337	40,216	41,012	41,048	42,022
短期贷款	15,029	13,907	12,930	11,954	10,977
应付账款	5,079	4,936	5,680	5,680	6,319
其他短期负债	287	217	218	218	219
总流动负债	20,394	19,060	18,828	17,851	17,515
长期贷款	2,001	330	307	284	261
其他长期负债	166	195	195	195	195
总长期负债	2,167	526	503	479	456
总负债	22,562	19,586	19,330	18,331	17,971
股本	123	123	123	123	123
储备及其他资本项目	19,400	20,272	21,316	22,343	23,668
股东权益	19,524	20,396	21,439	22,466	23,791
非控股权益	252	234	242	250	260
总权益	19,776	20,630	21,681	22,717	24,051

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	2,833	3,605	4,328	4,597	5,107
折旧及摊销	833	840	854	908	963
营运资本变动	1,451	689	822	(842)	614
利息调整	(529)	0	0	0	0
税费	(993)	(798)	(1,082)	(1,149)	(1,277)
其他经营活动现金流	215	0	0	0	0
经营活动现金流	3,810	4,336	4,922	3,514	5,407
资本开支	(1,245)	(5)	(1,005)	(1,005)	(1,005)
投资活动	(5,538)	(5,532)	(5,532)	(5,532)	(5,532)
其他投资活动现金流	716	(389)	0	0	0
投资活动现金流	(6,066)	(5,926)	(6,537)	(6,537)	(6,537)
负债净变动	(2,019)	(2,792)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(1,632)	(1,627)	(2,195)	(2,412)	(2,497)
其他融资活动现金流	(486)	5,532	5,532	5,532	5,532
融资活动现金流	(4,137)	1,112	2,337	2,120	2,035
汇率收益/损失	142	0	0	0	0
年初现金	12,340	6,089	18,190	18,912	18,009
年末现金	6,089	18,190	18,912	18,009	18,915

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	1.657	2.415	2.739	2.959	3.288
全面摊薄每股收益	1.657	2.415	2.739	2.959	3.288
Non-GAAP标准下的每股收益	1.657	2.415	2.739	2.959	3.288
每股股息	1.400	1.400	1.857	2.075	2.148
每股账面值	16.800	17.586	18.136	19.332	20.472
利润率分析(%)					
毛利率	34.0	33.7	36.7	37.3	37.7
EBITDA利润率	16.2	20.1	22.1	21.9	22.9
EBIT利润率	12.7	16.7	18.7	18.4	19.4
净利率	8.5	11.8	13.2	13.2	14.0
盈利能力(%)					
ROA	4.5	6.8	8.0	8.4	9.2
ROE	10.0	14.0	15.5	15.7	16.5
ROIC	5.3	8.7	9.9	10.3	11.4
其他					
净负债权益比(%)	55.3	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6
存货周转天数	106.5	103.0	95.0	95.0	95.0
应收账款周转天数	47.6	42.1	42.0	42.0	42.0
应付账款周转天数	67.1	65.7	70.0	70.0	70.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年3月22日

恒安国际 (1044 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司及乐思集团有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。