

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅  
港元 23.90 港元 27.01↓ +13.0%

2024年8月20日

## 恒安国际 (1044 HK)

### 竞争加剧致收入承压，短期增长存不确定性，下调至中性

⊕ 尽管上半年收入承压，原材料成本下降和高端系列增长带动利润双位数增长。恒安2024上半年销售额同比降3.0%，其中核心业务收入（纸巾、卫生巾、纸尿裤）同比降2.2%。受高端产品收入贡献提升及原材料成本下降，毛利润同比增3.9%至39.4亿元人民币，毛利率扩2.2个百分点至33.3%。受益于费用率的优化，公司经营利润率同比扩2.1个百分点，带动净利润同比增15%至14.1亿，净利润率11.9%。恒安派发中期股息每股0.7元人民币（2023上半年：0.7元），派息率56.7%。

⊕ 高端产品占比上升；纸巾业务销量双位数增长：按品类划分，纸巾/卫生巾/纸尿裤/其他业务分别占上半年销售的59%/27%/6%/9%，分别同比-3%/+22%/+7%/-11%。纸巾：面临激烈的竞争，恒安仍实现双位数销量增长，但促销费用的增加使得平均售价呈双位数下降。公司持续发力高端系列，如湿巾业务同比增超20%，对纸巾业务的贡献从中个位数升至高个位数。卫生巾：销量保持稳定，但促销费用的增加仍导致平均售价降2个百分点。高端系列持续发展，裤型系列销额近3亿元，同比增长22%。纸尿裤：高端系列增速亮眼，奇莫品牌同比增长34%，对纸尿裤业务贡献达45%（2023上半年：35%），并以近50%的高毛利率拉动纸尿裤业务毛利率扩至45.3%（2023上半年：36.0%）。

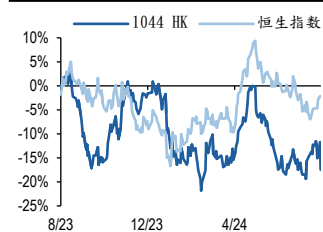
⊕ 下半年展望：竞争仍在加剧，利润预期持平。受竞争影响和促销费用的持续投放，收入增长仍将短期承压。原材料成本的持续下降，结合高端产品反馈持续正面，预计下半年毛利率将延续改善趋势。尽管促销节日和营销活动集中在下半年，公司通过精准投放持续优化费用率水平，预计利润维持与上半年相似水平。

⊕ 目标价27.01港元，下调至中性。鉴于竞争仍在加剧，收入增长短期存不确定性，我们下调每股收益预期。考虑到当前行业估值处于过去3年平均低一个标准差的水平，我们下调对恒安的目标价至27.01港元（原为33.85港元），基于10.2倍2025年市盈率（原为11.0倍2024年市盈率），评级下调至中性。

#### 个股评级

中性↓

#### 1年股价表现



资料来源: FactSet

#### 股份资料

52周高位 (港元)	29.85
52周低位 (港元)	22.65
市值 (百万港元)	27,774.67
日均成交量 (百万)	4.65
年初至今变化 (%)	(17.73)
200天平均价 (港元)	25.19

资料来源: FactSet

#### 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	23,085	24,034	25,296
同比增长 (%)	8.8	5.1	-2.9	4.1	5.2
净利润 (百万人民币)	1,925	2,801	2,654	2,833	3,296
每股盈利 (人民币)	1.66	2.41	2.32	2.44	2.84
同比增长 (%)	-40.5	45.8	-3.8	4.9	16.3
前EPS预测值 (人民币)			2.74	2.96	3.29
调整幅度 (%)			-15.2	-17.6	-13.7
市盈率 (倍)	13.2	9.1	9.4	9.0	7.7
每股账面净值 (人民币)	16.80	17.59	18.61	19.01	20.00
市账率 (倍)	1.30	1.24	1.18	1.15	1.09
股息率 (%)	6.4	6.4	7.2	7.8	8.5

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>

图表 1: 恒安国际 (1044 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 2: 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	22.65	43.90	93.8%	2024年03月19日	啤酒
1876 HK	百威亚太	买入	8.97	15.60	73.9%	2024年02月29日	啤酒
600887 CH	伊利股份	买入	23.54	33.50	42.3%	2024年05月02日	乳业
2319 HK	蒙牛乳业	买入	12.60	21.50	70.6%	2024年03月27日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	7.97	12.30	54.3%	2023年09月05日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	3.54	3.40	-4.0%	2024年04月02日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	13.19	17.60	33.4%	2023年08月30日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	8.70	10.40	19.5%	2023年08月24日	乳业
9633 HK	农夫山泉	买入	28.70	58.68	104.5%	2024年03月27日	食品饮料
2313 HK	申洲国际	买入	62.75	116.00	84.9%	2024年03月27日	纺织服装
000651 CH	格力电器	买入	40.96	52.96	29.3%	2024年04月30日	家电
6690 HK	海尔智家	买入	22.75	35.79	57.3%	2024年04月30日	家电
000333 CH	美的集团	买入	63.02	93.24	47.9%	2024年04月30日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	23.90	27.01	13.0%	2024年08月20日	个护家清
9922 HK	九毛九	买入	2.43	9.90	307.4%	2024年02月19日	餐厅
2020 HK	安踏	买入	67.25	135.00	100.7%	2024年03月27日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	14.06	14.89	5.9%	2024年08月19日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	买入	0.62	1.01	62.1%	2024年08月14日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	买入	3.12	7.20	130.8%	2023年10月24日	体育用品经销商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年08月20日

## 财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	22,616	23,768	23,085	24,034	25,296
主营业务成本	(14,926)	(15,757)	(15,160)	(15,562)	(16,127)
<b>毛利</b>	<b>7,689</b>	<b>8,011</b>	<b>7,925</b>	<b>8,472</b>	<b>9,169</b>
销售及管理费用	(4,889)	(5,069)	(4,969)	(5,198)	(5,471)
其他经营净收入/费用	68	1,036	851	700	903
<b>经营利润</b>	<b>2,869</b>	<b>3,978</b>	<b>3,807</b>	<b>3,974</b>	<b>4,602</b>
财务成本净额	(22)	(373)	(244)	(169)	(185)
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
<b>税前利润</b>	<b>2,833</b>	<b>3,605</b>	<b>3,548</b>	<b>3,787</b>	<b>4,406</b>
税费	(884)	(798)	(887)	(947)	(1,102)
非控股权益	(24)	(7)	(7)	(7)	(8)
<b>净利润</b>	<b>1,925</b>	<b>2,801</b>	<b>2,654</b>	<b>2,833</b>	<b>3,296</b>
作每股收益计算的净利润	1,925	2,801	2,654	2,833	3,296
Non-GAAP标准的净利润	1,925	2,801	2,654	2,833	3,296

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	6,089	8,022	8,695	7,363	8,428
有价证券	12,579	10,168	10,168	10,168	10,168
应收账款及票据	2,932	2,553	2,759	2,772	3,050
存货	4,545	4,352	3,539	4,561	3,834
其他流动资产	1,964	1,715	1,650	1,694	1,755
<b>总流动资产</b>	<b>28,109</b>	<b>26,810</b>	<b>26,812</b>	<b>26,558</b>	<b>27,234</b>
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
<b>总长期资产</b>	<b>14,229</b>	<b>13,406</b>	<b>13,557</b>	<b>13,654</b>	<b>13,697</b>
<b>总资产</b>	<b>42,337</b>	<b>40,216</b>	<b>40,369</b>	<b>40,212</b>	<b>40,931</b>
短期贷款	15,029	13,907	12,930	11,954	10,977
应付账款	5,079	4,936	5,227	5,216	5,783
其他短期负债	287	217	218	218	219
<b>总流动负债</b>	<b>20,394</b>	<b>19,060</b>	<b>18,375</b>	<b>17,388</b>	<b>16,979</b>
长期贷款	2,001	330	307	284	261
其他长期负债	166	195	195	195	195
<b>总长期负债</b>	<b>2,167</b>	<b>526</b>	<b>503</b>	<b>479</b>	<b>456</b>
<b>总负债</b>	<b>22,562</b>	<b>19,586</b>	<b>18,878</b>	<b>17,867</b>	<b>17,435</b>
股本	123	123	123	123	123
储备及其他资本项目	19,400	20,272	21,128	21,974	23,117
<b>股东权益</b>	<b>19,524</b>	<b>20,396</b>	<b>21,251</b>	<b>22,097</b>	<b>23,240</b>
非控股权益	252	234	241	247	256
<b>总权益</b>	<b>19,776</b>	<b>20,630</b>	<b>21,492</b>	<b>22,345</b>	<b>23,496</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	2,833	3,605	3,548	3,787	4,406
折旧及摊销	833	846	854	908	963
营运资本变动	1,451	518	963	(1,088)	956
利息调整	(529)	(335)	0	0	0
税费	(993)	(769)	(887)	(947)	(1,102)
其他经营活动现金流	215	10	0	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,810</b>	<b>3,875</b>	<b>4,478</b>	<b>2,660</b>	<b>5,223</b>
资本开支	(1,245)	(1,470)	(1,005)	(1,005)	(1,005)
投资活动	(5,538)	3,868	3,868	3,868	3,868
其他投资活动现金流	716	1,186	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(6,066)</b>	<b>3,584</b>	<b>2,863</b>	<b>2,863</b>	<b>2,863</b>
负债净变动	(2,019)	(2,878)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(1,632)	(1,627)	(1,799)	(1,987)	(2,154)
其他融资活动现金流	(486)	(1,044)	(3,868)	(3,868)	(3,868)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(4,137)</b>	<b>(5,549)</b>	<b>(6,667)</b>	<b>(6,855)</b>	<b>(7,022)</b>
汇率收益/损失	142	23	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>12,340</b>	<b>6,089</b>	<b>8,022</b>	<b>8,695</b>	<b>7,363</b>
<b>年末现金</b>	<b>6,089</b>	<b>8,022</b>	<b>8,695</b>	<b>7,363</b>	<b>8,428</b>

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	1.657	2.415	2.324	2.438	2.837
全面摊薄每股收益	1.657	2.415	2.324	2.438	2.837
Non-GAAP标准下的每股收益	1.657	2.415	2.324	2.438	2.837
每股股息	1.400	1.400	1.575	1.710	1.853
每股账面值	16.800	17.586	18.605	19.015	19.998
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	34.0	33.7	34.3	35.3	36.2
EBITDA利润率	16.2	20.2	20.2	20.3	22.0
EBIT利润率	12.7	16.7	16.5	16.5	18.2
净利率	8.5	11.8	11.5	11.8	13.0
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	4.5	6.8	6.6	7.0	8.1
ROE	10.0	14.0	12.7	13.1	14.5
ROIC	5.3	8.7	8.3	8.7	10.0
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	55.3	30.1	21.1	21.8	12.0
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8月20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、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、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、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公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股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。**