

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅
港元 22.30 港元 22.64↓ +1.5%

2025 年 3 月 26 日

恒安国际 (1044 HK)

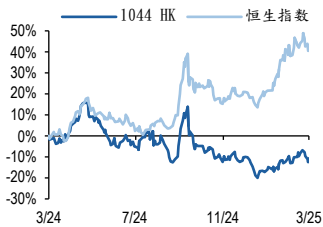
高端系列驱动增长，抵御竞争及成本压力

- 行业竞争及原材料成本上行，导致业绩略有承压。2024 年，恒安集团收入同比降 4.6% 至 226.7 亿元（人民币，下同），主因行业竞争加剧及各品牌低价促销影响。因纸巾业务原材料成本上升（2024 年下半年木浆价格同比上升高个位数），毛利率下滑 1.4 个百分点至 32.3%。经营利润和净利润分别下滑 5.7% 和 17.9%，反应行业竞争对盈利能力的冲击。公司维持稳定派息，全年每股派息 1.4 元（与 2023 年一致），派息率达 70.8%（2023 年：58%），体现其稳健的现金流管理及股东回报承诺。
- 高端产品驱动增长，部分抵御行业竞争压力。按品类划分，纸巾/卫生巾/纸尿裤/其他业务分别占 2024 年收入的 59%/25%/6%/10%，分别同比 -2.4%/-8.1%/+0.5%/-10.8%。纸巾：行业竞争加剧，促销费用的增加使平均售价下降，但销量增长（约 2.4%）部分抵消影响并持续提升市场份额。由于木浆成本上涨，毛利率下滑约 3 个百分点至 18.9%。湿纸巾业务表现亮眼，收入增长 30.7% 至 12.17 亿元（占纸巾业务的 9.1%，2023 年为 6.8%），其超 50% 的毛利率是拉动业务毛利率的主要原因。卫生巾：销量下滑但平均售价保持稳定。高端产品“天山绒棉”系列表现优异（销售突破 4 亿元，同比+132.3%），部分抵消老品下滑的影响。业务毛利率稳定在 63.7%。纸尿裤：收入微增，高端品牌“奇莫”同比增长 20%，对业务收入的贡献提升至 44%（2023 年：34%），并推动毛利率显著提升至 45.5%（2023 年：38.1%）。
- 2025 年策略及展望。产能情况（年需求 1200-1300 万吨，产能供给 2200 万吨）延续行业竞争，公司将通过渠道管控和产品差异化（如棉柔巾等创新品类）稳固份额，持续采取稳健的定价策略。预期 2025 年木浆价格趋稳，叠加高端产品占比提升，成本压力有望缓解。管理层预计 2025 年业绩与 2024 年持平。
- 维持中性。考虑行业竞争和原材料压力持续，占收入近 6 成的纸巾业务预计仍承压。我们看好中长期行业集中度有助提升公司的议价能力，但短期内盈利能力的修复仍需观察成本管控能力。我们下调公司的财务预测，目标价 22.64 港元基于 10.2 倍 2025 年市盈率。

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)	28.95
52 周低位 (港元)	20.00
市值 (百万港元)	25,915.28
日均成交量 (百万)	4.30
年初至今变化 (%)	(0.67)
200 天平均价 (港元)	22.64

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	23,768	22,669	22,751	23,943	25,199
同比增长 (%)	5.1	-4.6	0.4	5.2	5.2
净利润 (百万人民币)	2,801	2,299	2,388	2,636	2,837
每股盈利 (人民币)	2.41	2.02	2.05	2.27	2.44
同比增长 (%)	45.8	-16.5	2.0	10.4	7.6
前EPS预测值 (人民币)			2.44	2.84	
调整幅度 (%)			-15.7	-20.0	
市盈率 (倍)	8.6	10.3	10.1	9.2	8.5
每股账面净值 (人民币)	17.59	18.34	18.60	19.36	20.12
市账率 (倍)	1.18	1.14	1.12	1.08	1.04
股息率 (%)	6.7	6.7	7.0	7.2	8.1

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 2024 年业绩

百万人民币 年结 12 月 31 日	2023 实际	2024 实际	% 同比	2024 彭博一致预测	% 差异
收入	23,768	22,669	-4.6%	23,104	-1.9%
销售成本	(15,757)	(15,344)	-2.6%		
毛利	8,011	7,325	-8.6%	7,673	-4.5%
营销费用	(3,553)	(3,688)	3.8%		
其中: 广告费用	(1,101)	(1,158)	5.2%		
行政费用	(1,516)	(1,423)	-6.2%		
其他经营收入	1,159	1,208	4.2%		
经营利润	3,978	3,355	-15.7%	3,573	-6.1%
财务收入	273	180	-34.0%		
财务费用	(647)	(564)	-12.8%		
应占联营公司利润	1	0	-46.2%		
税前利润	3,605	2,972	-17.6%	3,362	-11.6%
税项	(798)	(675)	-15.4%		
少数股东权益	(7)	2	-128.1%		
归母净利润	2,801	2,299	-17.9%	2,634	-12.7%
毛利率	33.7%	32.3%	-1.4ppt	33.2%	-0.9ppt
经营利润率	16.7%	14.8%	-1.9ppt	15.5%	-0.7ppt
净利润率 - 呈报	15.2%	13.1%	-2.1ppts	14.6%	-1.4ppt
净利润率 - 经调整 (剔除汇兑收益/损失)	11.8%	10.1%	-1.6ppt	11.4%	-1.3ppt

资料来源: 公司资料, 彭博, 交银国际

图表 2: 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 3: 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
9992 HK	泡泡玛特	买入	140.70	103.65	-26.3%	2024 年 11 月 27 日	潮流玩具
291 HK	华润啤酒	买入	28.25	34.47	22.0%	2025 年 03 月 21 日	啤酒
1876 HK	百威亚太	买入	9.20	9.78	6.3%	2025 年 02 月 26 日	啤酒
2319 HK	蒙牛乳业	买入	18.46	20.94	13.5%	2025 年 02 月 19 日	乳业
600887 CH	伊利股份	买入	28.28	33.30	17.7%	2024 年 11 月 06 日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	8.58	12.30	43.4%	2023 年 09 月 05 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	6.50	4.00	-38.5%	2024 年 09 月 02 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	21.65	13.40	-38.1%	2024 年 08 月 27 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	9.94	10.40	4.6%	2023 年 08 月 24 日	乳业
2313 HK	申洲国际	买入	62.30	116.00	86.2%	2024 年 03 月 27 日	纺织服装
000333 CH	美的集团	买入	76.79	89.90	17.1%	2024 年 11 月 04 日	家电
6690 HK	海尔智家	买入	26.30	37.59	42.9%	2024 年 10 月 30 日	家电
000651 CH	格力电器	买入	44.95	52.96	17.8%	2024 年 04 月 30 日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	22.30	22.64	1.5%	2025 年 03 月 26 日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	3.03	2.56	-15.5%	2025 年 01 月 24 日	餐厅
9896 HK	名创优品	买入	36.75	46.42	26.3%	2025 年 03 月 24 日	零售
2020 HK	安踏	买入	88.05	113.30	28.7%	2025 年 03 月 20 日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	17.16	14.89	-13.2%	2024 年 08 月 19 日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	买入	0.58	0.90	55.9%	2025 年 03 月 12 日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	中性	3.50	3.06	-12.6%	2024 年 11 月 05 日	体育用品经销商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2025 年 3 月 26 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	23,768	22,669	22,751	23,943	25,199
主营业务成本	(15,757)	(15,344)	(15,332)	(15,980)	(16,724)
毛利	8,011	7,325	7,419	7,963	8,474
销售及管理费用	(5,069)	(5,110)	(5,151)	(5,421)	(5,706)
其他经营净收入/费用	1,036	1,140	1,184	1,184	1,192
经营利润	3,978	3,355	3,452	3,726	3,960
财务成本净额	(373)	(383)	(256)	(210)	(175)
应占联营公司利润及亏损	1	0	(14)	(4)	(6)
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
税前利润	3,605	2,972	3,181	3,511	3,779
税费	(798)	(675)	(795)	(878)	(945)
非控股权益	(7)	2	2	2	2
净利润	2,801	2,299	2,388	2,636	2,837
作每股收益计算的净利润	2,801	2,299	2,388	2,636	2,837
Non-GAAP标准的净利润	2,801	2,299	2,388	2,636	2,837

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	8,022	7,846	8,149	7,047	7,661
有价证券	10,168	6,416	7,916	7,916	7,916
应收账款及票据	2,553	2,254	2,982	2,529	3,271
存货	4,352	4,798	3,183	5,135	3,571
其他流动资产	1,715	1,626	1,625	1,691	1,766
总流动资产	26,810	22,940	23,855	24,317	24,184
物业、厂房及设备	7,256	8,320	7,560	7,630	7,645
无形资产	640	613	585	557	529
其他长期资产	5,510	7,933	7,933	7,933	7,933
总长期资产	13,406	16,865	16,077	16,120	16,106
总资产	40,216	39,804	39,932	40,436	40,290
短期贷款	13,907	10,670	9,864	9,058	8,252
应付账款	4,936	5,230	5,049	5,669	5,649
其他短期负债	217	177	177	178	178
总流动负债	19,060	16,077	15,090	14,904	14,079
长期贷款	330	2,420	2,237	2,054	1,872
其他长期负债	195	162	766	755	744
总长期负债	526	2,582	3,004	2,810	2,616
总负债	19,586	18,659	18,094	17,714	16,695
股本	123	123	123	123	123
储备及其他资本项目	20,272	20,798	21,492	22,379	23,254
股东权益	20,396	20,921	21,616	22,502	23,377
非控股权益	234	225	223	220	218
总权益	20,630	21,146	21,838	22,722	23,595

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	3,605	2,972	3,181	3,511	3,779
折旧及摊销	846	854	908	963	1,018
营运资本变动	518	291	708	(944)	727
利息调整	(335)	0	0	0	0
税费	(769)	(675)	(795)	(878)	(945)
其他经营活动现金流	10	0	0	0	0
经营活动现金流	3,875	3,441	4,002	2,652	4,580
资本开支	(1,470)	(1,005)	(1,005)	(1,005)	(1,005)
投资活动	3,868	3,868	3,868	3,868	3,868
其他投资活动现金流	1,186	0	0	0	0
投资活动现金流	3,584	2,863	2,863	2,863	2,863
负债净变动	(2,878)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(1,627)	(1,612)	(1,693)	(1,750)	(1,961)
其他融资活动现金流	(1,044)	(3,868)	(3,868)	(3,868)	(3,868)
融资活动现金流	(5,549)	(6,480)	(6,561)	(6,618)	(6,829)
汇率收益/损失	23	0	0	0	0
年初现金	6,089	8,022	7,846	8,149	7,047
年末现金	8,022	7,846	8,149	7,047	7,661

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	2.415	2.015	2.055	2.268	2.441
全面摊薄每股收益	2.415	2.015	2.055	2.268	2.441
Non-GAAP标准下的每股收益	2.415	2.015	2.055	2.268	2.441
每股股息	1.400	1.400	1.457	1.505	1.688
每股账面值	17.586	18.343	18.600	19.363	20.116
利润率分析(%)					
毛利率	33.7	32.3	32.6	33.3	33.6
EBITDA利润率	20.2	18.6	19.2	19.6	19.8
EBIT利润率	16.7	14.8	15.2	15.6	15.7
净利率	11.8	10.1	10.5	11.0	11.3
盈利能力(%)					
ROA	6.8	5.7	6.0	6.6	7.0
ROE	14.0	11.1	11.2	11.9	12.4
ROIC	8.7	7.5	7.6	8.3	8.8
其他					
净负债权益比(%)	30.1	24.8	18.1	17.9	10.4
流动比率	1.4	1.4	1.6	1.6	1.7
存货周转天数	103.0	95.0	95.0	95.0	95.0
应收账款周转天数	42.1	42.0	42.0	42.0	42.0
应付账款周转天数	65.7	70.0	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**

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者之观点；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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

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、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、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、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，并可能受送递延误、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。