

恒安国际(01044)

报告日期: 2025年04月06日

分红维持稳定, 高端化持续显效

——恒安国际 2024A 业绩点评报告

投资要点

恒安国际披露 2024A 业绩:

公司 2024A 实现营业收入 226.69 亿元人民币, 同比-4.6%, 实现净利润 22.99 亿元人民币, 同比-17.9%, 并拟派发末期股息 0.70 元/股。受行业竞争加剧、木浆原料成本波动、促销投入加大等影响, 公司收入及盈利增长短期承压, 但分红依旧稳定。

纸巾份额逆势增长, 纸尿裤业务表现稳健

分业务看: (1) **卫生巾:** 2024A 公司卫生巾实现收入 56.78 亿元 (-8.1%)。受国内卫生巾行业市场竞争日益激烈, 国内外品牌均降价促销以拓展市场, 压制公司卫生巾业务收入成长。高端产品表现优异。23H2 推出的天山绒棉系列于 2024A 实现销售额超 4.0 亿元, 预计其销售额仍将逐步提升; 裤型产品 2024A 实现销售额 5.87 亿元, 同比+21.5%。(2) **纸巾:** 2024A 公司纸巾业务实现收入 134.22 亿元 (-2.4%)。行业端价格战激烈致使行业销售下滑, 公司聚焦利润提升和产品高端化, 通过稳定价格、全渠道销售、品牌优化、产品多元化和费用控制, 实现纸巾销量逆势低单位数增长, 进一步扩大市场份额。高端纸巾销售占比提升。然而促销费用同比增长超 10.0%且原纸销售于年内显著下跌超 26.0%, 拖累纸巾业务收入下滑, 但跌幅较 24H1 有所收窄, 主要受惠于至今销售于 24Q4 回暖。湿巾业务实现收入 12.17 亿元, 同比+30.7%, 占纸巾业务比例升至 9.1%。(3) **纸尿裤:** 2024A 公司纸尿裤业务实现收入 12.61 亿元 (+0.5%)。受益高端产品销售增长有效抵消传统渠道及中低端产品销售下地, 以及成人纸尿裤销售渗透率提升, 公司纸尿裤业务表现稳健。皇牌高档产品 Q·MO 实现销售额 5.48 亿元, 同比+20.1%, 收入占比提升至 43.5%。同时公司加强布局新零售渠道及母婴渠道, 新零售渠道和母婴渠道销售占比分别为 53.9%、21.8%。(4) **其他收入及家居用品业务:** 2024A 实现收入约 23.08 亿元 (-10.8%)。具体来看, 由于公司倾向预留原材料为生产产品的用途及确保原材料业务能有合理利润, 公司原材料贸易业务收入同比-17.1%至 11.6 亿元; 家居用品业务实现收入 2.53 亿元, 同比+1.2%。(5) **国际业务:** 2024A 公司海外渠道收入 11.67 亿元, 占整体销售比例约 5.1%。其中马来西亚皇城集团实现收入 4.86 亿元, 同比+10.9%。

新零售及电商贡献占比进一步提升, 为公司增长重要驱动

2024A 公司电商及新零售渠道 (包括零售通及新通路) 实现收入超 77.3 亿元, 同比+8.0%, 销售占比提升至 34.1%。新零售渠道对公司纸巾/卫生巾/纸尿裤业务的销售贡献分别约 39.7%/ 27.9%/ 53.9%, 未来新零售渠道销售占比或进一步提升。未来公司将大力拓展电商品牌旗舰店及新兴渠道 (如抖音), 提升对终端客户的数据分析能力, 迎合行业线上化趋势并赋能公司产品研发升级。

受浆价波动拖累纸巾业务毛利率下滑, 纸尿裤毛利率提升明显

毛利率: 2024A 公司整体毛利率 32.3%, 同比-1.4pct, 具体分业务看, 2024A 公司卫生巾/纸巾/纸尿裤业务毛利率分别为 63.7%/ 18.9%/ 45.4%, 分别同比-0.1/ -2.8/ +7.3pct。卫生巾业务毛利率基本稳定, 纸尿裤业务受益产品高端化毛利率显著提升, 纸巾业务对公司整体毛利率拖累较多。纸巾业务毛利率下滑主要受 Q2 浆价上涨, 考虑公司 3 个月库存周期公司木浆成本于 24Q3 充分凸显。Q4 公司纸巾业务毛利率伴随木浆成本回落也有改善, 预期后续毛利率维持稳定。

费用率&净利率: 2024A 公司销售及行政费用同比+0.8%至 51.10 亿元, 公司广告费率/人工费率/运输费率/研发费率分别同比+0.5/ +0.6/ +0.3/ -0.5pct, 致使整体费用率同比+1.2pct 至 22.5%。综合影响下, 2024A 公司归母净利率为 10.14%, 同比-1.64pct。

盈利预测与估值

投资评级: 增持(维持)

分析师: 史凡可

执业证书号: S1230520080008

shifanke@stocke.com.cn

分析师: 褚远熙

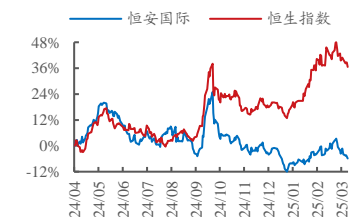
执业证书号: S1230524090009

chuyuanxi@stocke.com.cn

基本数据

| | |
|-----------|-----------|
| 收盘价 | HK\$21.40 |
| 总市值(百万港元) | 24,372.91 |
| 总股本(百万股) | 1,138.92 |

股票走势图



相关报告

1 《盈利修复, 积极分红》

2024.08.21

2 《盈利良好, 稳健成长》

2024.03.24

3 《纸巾快速增长, 卫品稳健, 看好下半年盈利改善》

2023.08.25

公司持续推进产品升级及品牌高端化策略，并加强电商、新零售等快速发展渠道建设，助力公司份额稳中有升，盈利能力伴随浆价回落及高端化持续推进预计稳中有升，派息金额维持稳定。我们持续看好公司价值，预计公司 2025-2027 年收入分别为 236.19/244.14/249.49 亿元，同比+4.2%/+3.4%/+2.2%；归母净利润分别为 25.38/27.58/29.77 亿元，同比+10.4%/+8.7%/+8.0%，对应当前市值 PE 分别为 9/8/8X，维持“增持”评级。

❑ 风险提示

行业竞争加剧，原材料成本大幅波动，新品推广不及预期。

财务摘要

| (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|---------|--------|-------|-------|
| 营业收入 | 22669 | 23619 | 24414 | 24949 |
| (+/-) (%) | -4.62% | 4.19% | 3.37% | 2.19% |
| 归母净利润 | 2299 | 2538 | 2758 | 2977 |
| (+/-) (%) | -17.93% | 10.40% | 8.69% | 7.95% |
| 每股收益(元) | 1.98 | 2.18 | 2.37 | 2.56 |
| P/E | 10.67 | 9.21 | 8.48 | 7.85 |

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

| (百万元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 22,940 | 24,725 | 27,631 | 30,158 |
| 现金 | 14,262 | 15,378 | 18,079 | 20,340 |
| 应收账款及票据 | 2,254 | 2,702 | 2,416 | 2,809 |
| 存货 | 4,798 | 4,672 | 5,065 | 4,813 |
| 其他 | 1,626 | 1,973 | 2,071 | 2,196 |
| 非流动资产 | 16,865 | 16,521 | 15,869 | 15,158 |
| 固定资产 | 9,607 | 9,442 | 9,302 | 9,164 |
| 无形资产 | 1,784 | 2,054 | 2,049 | 1,995 |
| 其他 | 5,474 | 5,025 | 4,518 | 3,999 |
| 资产总计 | 39,804 | 41,246 | 43,499 | 45,316 |
| 流动负债 | 16,077 | 16,933 | 18,420 | 19,252 |
| 短期借款 | 10,670 | 11,670 | 12,670 | 13,670 |
| 应付账款及票据 | 3,045 | 2,838 | 3,233 | 2,993 |
| 其他 | 2,362 | 2,425 | 2,518 | 2,589 |
| 非流动负债 | 2,582 | 2,632 | 2,642 | 2,652 |
| 长期债务 | 2,420 | 2,470 | 2,480 | 2,490 |
| 其他 | 162 | 162 | 162 | 162 |
| 负债合计 | 18,659 | 19,565 | 21,062 | 21,905 |
| 普通股股本 | 123 | 123 | 123 | 123 |
| 储备 | 20,798 | 21,335 | 22,093 | 23,071 |
| 归属母公司股东权益 | 20,921 | 21,459 | 22,217 | 23,194 |
| 少数股东权益 | 225 | 222 | 220 | 218 |
| 股东权益合计 | 21,146 | 21,681 | 22,437 | 23,412 |
| 负债和股东权益 | 39,804 | 41,246 | 43,499 | 45,316 |

利润表

| (百万元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 22,669 | 23,619 | 24,414 | 24,949 |
| 其他收入 | 0 | 11 | 8 | 7 |
| 营业成本 | 15,344 | 15,975 | 16,475 | 16,764 |
| 销售费用 | 3,688 | 4,015 | 4,088 | 4,144 |
| 管理费用 | 1,423 | 1,600 | 1,581 | 1,591 |
| 研发费用 | 0 | 283 | 269 | 274 |
| 财务费用 | 383 | (385) | (415) | (525) |
| 除税前溢利 | 2,972 | 3,281 | 3,566 | 3,849 |
| 所得税 | 675 | 745 | 810 | 875 |
| 净利润 | 2,297 | 2,535 | 2,756 | 2,975 |
| 少数股东损益 | (2) | (2) | (2) | (3) |
| 归属母公司净利润 | 2,299 | 2,538 | 2,758 | 2,977 |
| EBIT | 2,215 | 1,756 | 2,010 | 2,184 |
| EBITDA | 2,215 | 2,342 | 2,596 | 2,761 |
| EPS (元) | 1.98 | 2.18 | 2.37 | 2.56 |

主要财务比率

| | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|---------|--------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | -4.62% | 4.19% | 3.37% | 2.19% |
| 归属母公司净利润 | -17.93% | 10.40% | 8.69% | 7.95% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 32.31% | 32.36% | 32.52% | 32.81% |
| 销售净利率 | 10.14% | 10.74% | 11.30% | 11.93% |
| ROE | 10.99% | 11.83% | 12.41% | 12.84% |
| ROIC | 5.00% | 3.79% | 4.13% | 4.27% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 46.88% | 47.43% | 48.42% | 48.34% |
| 净负债比率 | -5.54% | -5.71% | -13.05% | -17.86% |
| 流动比率 | 1.43 | 1.46 | 1.50 | 1.57 |
| 速动比率 | 1.13 | 1.18 | 1.23 | 1.32 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.57 | 0.58 | 0.58 | 0.56 |
| 应收账款周转率 | 9.43 | 9.53 | 9.54 | 9.55 |
| 应付账款周转率 | 5.30 | 5.43 | 5.43 | 5.39 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 1.98 | 2.18 | 2.37 | 2.56 |
| 每股经营现金流 | 0.00 | 1.38 | 2.54 | 2.09 |
| 每股净资产 | 18.00 | 18.46 | 19.12 | 19.96 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 10.67 | 9.21 | 8.48 | 7.85 |
| P/B | 1.17 | 1.09 | 1.05 | 1.01 |
| EV/EBITDA | 10.54 | 9.45 | 7.88 | 6.95 |

现金流量表

| (百万元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|---------|---------|---------|
| 经营活动现金流 | - | 1,602 | 2,954 | 2,434 |
| 净利润 | 2,299 | 2,538 | 2,758 | 2,977 |
| 少数股东权益 | (2) | (2) | (2) | (3) |
| 折旧摊销 | - | 587 | 586 | 577 |
| 营运资金变动及其他 | - | (1,520) | (387) | (1,118) |
| 投资活动现金流 | - | 792 | 1,090 | 1,197 |
| 资本支出 | - | (692) | (440) | (386) |
| 其他投资 | - | 1,485 | 1,530 | 1,582 |
| 筹资活动现金流 | - | (1,278) | (1,344) | (1,369) |
| 借款增加 | - | 1,050 | 1,010 | 1,010 |
| 普通股增加 | - | 0 | 0 | 0 |
| 已付股利 | - | (2,328) | (2,354) | (2,379) |
| 其他 | - | 0 | 0 | 0 |
| 现金净增加额 | - | 1,116 | 2,700 | 2,262 |

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“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。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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或建议不一致的投资决策。

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。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>