

恒安国际(01044)

报告日期: 2025 年 08 月 24 日

经营表现稳健，延续稳定分红

——恒安国际 2025H1 业绩点评报告

投资要点

恒安国际披露 2025H1 业绩:

公司 2025H1 实现营业收入 118.08 亿元人民币，同比-0.2%，实现净利润 13.73 亿元人民币，同比-2.6%，并拟派发中期股息 0.70 元/股。公司整体经营表现稳健，延续稳定分红回报股东。

纸巾业务表现优异，卫生用品受竞争加剧影响承压

分业务看: (1) 卫生用品 (卫生巾+纸尿裤): 2025H1 公司卫生用品业务实现收入 33.04 亿元，同比-14.4%。受行业竞争激烈影响，公司卫生巾业务及中低端的纸尿裤业务受到一定承压，然而公司卫生用品业务环比 24H2 增长约 7.3%，已现复苏趋势。中高端产品表现优异，其中卫生巾业务天山绒棉系列 2025H1 实现销售额 2.9 亿元，同比+26.4%。裤型卫生巾 2025H1 实现销售额 3.1 亿元，同比+8.0%。同时公司推出新品“蔓越莓 A+”有机纯棉卫生巾，进一步强化七度空间在中高端卫生巾的产品矩阵。纸尿裤业务 Q-MO 实现销售额 3.4 亿元，同比+6.6%。成人纸尿裤业务受益产品渗透率提升，销售额同比+1.0%。(2) 纸巾: 2025H1 公司纸巾业务实现收入 71.74 亿元，同比+3.2%。受益国内促销竞争趋缓公司定价压力降低，以及高端纸巾销售占比提升，公司纸巾业务成长持续修复。升级和高端纸巾产品销售表现斐然，发布“100%原生木浆”标签引领行业品质化升级，并持续推出如“绒立方系列”、“向野而生系列”、三丽鸥联名抽纸等产品，持续推动产品结构优化升级。湿巾业务实现收入 7.97 亿元，同比+34.7%，占纸巾业务比例由去年同期的 8.5%提升至 11.1%。公司生活用纸年产能提升至 172.9 万吨，以满足公司生活纸业务未来成长。(3) 其他收入及家居用品业务: 2025H1 实现收入约 13.31 亿元，同比+29.6%。公司原材料贸易业务同比+50.7%至 7.4 亿元，为核心驱动。家居用品业务实现收入 1.46 亿元，同比+25.4%。(4) 国际业务: 2025H1 公司海外渠道收入 7.42 亿元，占整体销售比例约 6.3%。其中马来西亚皇城集团实现营业额 2.58 亿元，同比+20.2%。

新零售及电商渠道保持强劲势头，销售占比进一步提升

2025H1 公司电商及新零售渠道 (包括零售通及新通路) 实现收入约 40.6 亿元，同比+7.9%，销售占比提升至 34.4%。电商及新零售渠道对公司纸巾/卫生用品业务的销售贡献分别约 40.5%/ 32.5%，未来新零售渠道布局及销售结构有望进一步优化。公司将持续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，持续拓展消费覆盖群。

纸巾业务毛利率提升，卫生用品下滑，整体盈利相对稳定

毛利率: 2025H1 公司整体毛利率 32.3%，同比-1.0pct，具体分业务看，2025H1 公司纸巾/卫生用品/其他业务毛利率分别为 21.9%/ 57.3%/ 26.1%，分别同比+2.3/-2.2/-1.2pct。卫生用品毛利率受销售额承压及原材料绒毛浆成本上涨影响，毛利率有所下滑。纸巾业务则受纸浆成本持续低位+公司产品结构优化升级影响，毛利率提升较多。

费用率&净利率: 2025H1 公司销售及行政费用同比+5.7%至 26.13 亿元，公司广宣费率/人工费率/运输费率/研发费率分别同比+0.6/+0.4/+0.3/-0.1pct，致使整体费用率同比+1.2pct至 22.1%。综合影响下，2025H1 公司归母净利率为 11.63%，同比-0.28pct。

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

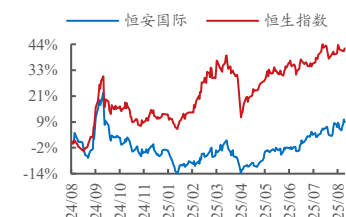
分析师: 褚远熙

执业证书号: S1230524090009
chuyuanxi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$24.54
总市值(百万港元)	28,486.55
总股本(百万股)	1,160.82

股票走势图



相关报告

- 《分红维持稳定，高端化持续显效》 2025.04.07
- 《盈利修复，积极分红》 2024.08.21
- 《盈利良好，稳健成长》 2024.03.24

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 230.42/ 245.87/ 256.94 亿元，同比+1.6%/+6.7%/+4.5%；归母净利润分别为 21.46/ 23.57/ 25.58 亿元，同比-6.7%/ +9.9%/ +8.5%，对应当前市值 PE 分别为 12/ 11/ 10X，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	23042	24587	25694
(+/-) (%)	-4.62%	1.64%	6.71%	4.50%
归母净利润	2299	2146	2357	2558
(+/-) (%)	-17.93%	-6.65%	9.86%	8.52%
每股收益(元)	1.98	1.85	2.03	2.20
P/E	10.67	12.49	11.37	10.48

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	24,467	27,236	29,185
现金	7,446	8,677	10,480	12,529
应收账款及票据	2,254	2,581	2,573	2,807
存货	4,798	4,464	5,283	4,783
其他	8,442	8,745	8,900	9,066
非流动资产	16,865	16,205	15,626	14,985
固定资产	9,607	9,442	9,302	9,164
无形资产	635	590	658	673
其他	6,623	6,173	5,667	5,148
资产总计	39,804	40,672	42,862	44,170
流动负债	16,077	16,750	18,575	19,317
短期借款	10,670	11,670	12,670	13,670
应付账款及票据	3,045	2,708	3,368	2,976
其他	2,362	2,372	2,537	2,671
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	19,382	21,217	21,970
普通股股本	123	123	123	123
储备	20,472	20,617	20,975	21,533
归属母公司股东权益	20,921	21,067	21,424	21,982
少数股东权益	225	223	221	219
股东权益合计	21,146	21,289	21,645	22,200
负债和股东权益	39,804	40,672	42,862	44,170

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,072	1,354	2,078	2,242
净利润	2,299	2,146	2,357	2,558
少数股东权益	(2)	(2)	(2)	(2)
折旧摊销	987	520	513	508
营运资金变动及其他	(211)	(1,309)	(790)	(822)
投资活动现金流	(110)	1,155	1,069	1,176
资本支出	(1,511)	(309)	(440)	(386)
其他投资	1,401	1,464	1,509	1,562
筹资活动现金流	(3,592)	(1,278)	(1,344)	(1,369)
借款增加	(1,148)	1,050	1,010	1,010
普通股增加	(205)	0	0	0
已付股利	(1,594)	(2,328)	(2,354)	(2,379)
其他	(644)	0	0	0
现金净增加额	(576)	1,231	1,804	2,049

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	22,669	23,042	24,587	25,694
其他收入	0	11	8	7
营业成本	15,344	15,625	16,492	17,082
销售费用	3,688	3,924	4,244	4,480
管理费用	1,423	1,550	1,651	1,723
研发费用	210	276	293	306
财务费用	294	(44)	(80)	(145)
除税前溢利	2,972	2,774	3,048	3,307
所得税	675	630	692	751
净利润	2,297	2,144	2,355	2,556
少数股东损益	(2)	(2)	(2)	(2)
归属母公司净利润	2,299	2,146	2,357	2,558
EBIT	2,005	1,678	1,916	2,111
EBITDA	2,992	2,198	2,428	2,618
EPS (元)	1.98	1.85	2.03	2.20

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-4.62%	1.64%	6.71%	4.50%
归属母公司净利润	-17.93%	-6.65%	9.86%	8.52%
获利能力				
毛利率	32.31%	32.19%	32.92%	33.52%
销售净利率	10.14%	9.31%	9.59%	9.96%
ROE	10.99%	10.19%	11.00%	11.64%
ROIC	4.53%	3.66%	4.02%	4.25%
偿债能力				
资产负债率	46.88%	47.66%	49.50%	49.74%
净负债比率	26.69%	25.66%	21.57%	16.35%
流动比率	1.43	1.46	1.47	1.51
速动比率	1.13	1.19	1.18	1.26
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.57	0.59	0.59
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	1.85	2.03	2.20
每股经营现金流	2.64	1.17	1.79	1.93
每股净资产	18.00	18.13	18.44	18.92
估值比率				
P/E	10.67	12.49	11.37	10.48
P/B	1.17	1.27	1.25	1.22
EV/EBITDA	10.08	14.68	12.96	11.63

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>