

2025年8月28日
恒安国际(1044.HK)

SDICS

公司动态分析

证券研究报告

纸品

投资评级: 未有

6个月目标价 未有

股价 2025-8-28 24.80 港元

持续推动品牌和产品升级，维持稳健分红

事件：近日，恒安国际公布 2025H1 业绩，收入同比下滑 0.2%至 118.08 亿元（人民币，下同，列明除外），净利润同比下滑 2.6%至 13.73 亿元，并拟派发中期股息 0.7 元/股。

报告摘要

业绩摘要：25H1 集团收入同比下滑 0.2%至 118.08 亿元，其中，核心业务板块（纸巾、卫生巾及纸尿裤）收入同比下滑 3.1%至 104.78 亿元。毛利率同比下滑 1pp 至 32.3%，净利润同比下滑 2.6%至 13.73 亿元。公司的业务有纸巾业务（主要品牌有心相印、品诺、竹π、优选、柔影等，主要产品有纸面巾、湿巾、纸手帕、卫生纸、厨房纸巾等各类生活用纸）、卫生巾业务（主要品牌是七度空间）、纸尿裤业务（包括婴幼儿纸尿裤品牌安儿乐、奇莫等，以及成人纸尿裤品牌安而康、便利妥）、其他业务（包括原材料贸易、家居用品业务及国际业务，其中家居用品包括胶袋、食物保鲜膜、洗洁精、纸杯等，国际业务包括成品及原纸出口业务、医疗产品业务以及马来西亚皇城集团业务）。

- **纸巾业务：**收入同比增长 3.2%至 71.74 亿元，占集团收入比为 60.8%，增长主要是受益于国内竞争趋于缓和使得公司定价压力有所减轻，以及高端产品销售占比提升，其中高端产品湿巾销售亮眼，收入同比增长 34.7%至 7.97 亿元，占纸巾业务比例提升到 11.1%。预计下半年高端纸巾产品的需求仍然旺盛，带动公司纸巾业务的稳健增长。毛利率同比提升 2.3pp 至 21.9%，主要是受到原材料木浆成本下降、促销费用回落及高端高毛利产品占比提升的影响。预计下半年公司会继续控制促销费用投放并持续提升高端产品销售占比，且木浆价格预期趋于稳定，毛利率有望持续改善。
- **卫生用品业务（包含卫生巾和纸尿裤）：**收入同比下滑 14.4%至 33.04 亿元，占集团收入比为 28.0%，下滑主要是由于卫生巾业务及中低端的纸尿裤业务受到行业竞争激烈的影响有所承压，但环比 24H2 来看情况已经有所改善（环比增长 7.3%）。其中，七度空间在 23 年下半年推出的高端卫生巾产品天山绒棉系列，在今年上半年销售实现 26.4%的高速增长至 2.9 亿元；高档纸尿裤产品 Q·MO 销售同比增长 6.6%至 3.4 亿元；成人纸尿裤受益于成人失禁用品市场的规模日益壮大，也录得 1%的销售增长。预期下半年卫生用品市场环境仍充满挑战，公司未来将持续升级高端产品及进一步推进全渠道销售策略，并致力于双线发展婴幼儿市场和成人健康护理市场。毛利率同比下滑 2.2pp 至 57.3%，主要是由于销售端承压以及原材料绒毛浆成本上涨的影响。预计下半年随着产品升级和高端化，毛利率将逐步改善。
- **其他业务：**收入同比提升 29.6%至 13.31 亿元，主要是由于原材料贸易收入显著提升 50.7%至 7.4 亿元。此外，家居用品出口业务上升从而带动收入同比增长 25.4%至 1.46 亿元；国际业务中，成品及原纸出口收入同比下降 13.9%至 4.22 亿元，医疗产品收入同比下降 9.2%至 0.62 亿元，马来西亚皇城集团收入同比增长 20.3%至 2.58 亿元。（注：国际业务中成品与原纸出口收入有部分归属于纸巾及卫生用品）。其他业务毛利率同比下滑 1.2pp 至 26.1%。未来公司将持续拓展产品类型，并推动更多优质产品出海，也会进一步升级皇城集团的产品，提升马来西亚乃至东南亚市场的占有率。

总市值(百万港元)	28,820.60
流通市值(百万港元)	28,820.60
总股本(百万股)	1,162.12
流通股本(百万股)	1,162.12
12个月低/高(港元)	19.5/25.3
平均成交(百万港元)	71.94

股东结构

施文博	20.61%
Lazard	4.89%
先锋领航	2.35%
贝莱德	1.54%
Chater Towers Limited	1.53%
其他	69.08%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.75	7.45	-29.41
绝对收益	3.55	13.50	10.45

数据来源：Wind、港交所、公司

杨怡然 CFA

消费行业分析师

laurayang@sdicsi.com.hk

电商及新零售渠道发展态势：公司积极拓展线上发展机遇，25H1 电商及新零售渠道保持强劲发展势头，收入同比增长 7.9%至 40.6 亿元，占整体收入比提升至 34.4%。纸巾业务和卫生用品业务的电商及新零售渠道收入占比分别为 40.5%及 32.5%，未来随着新零售渠道的布局进一步优化，公司也会力争继续扩大市场份额。

后续展望：公司深耕纸品行业多年，未来将持续推进产品升级及推动品牌高端化，同时优化电商、新零售等新兴渠道的建设，以助力公司份额提升。此外，公司派息金额维持稳定，从历史情况来看每年固定派息 1.40 元/股（中期及末期分别派息 0.7 元/股），体现了公司对于股东回报的重视，目前股息率水平约为 6%。根据彭博一致预期，2025/2026/2027 年 PE 分别为 11.14/10.74/10.24x，与 A 股的几家生产生活用纸、卫生巾、纸尿裤的同行相比（见附录表格），恒安的规模远大于其他几家，但估值水平偏低。预计随着原材料价格企稳回落及产品组合的优化，盈利能力也将持续改善。25H1 表现环比 24H2 已有所改善，虽然行业竞争压力仍在，但我们认为公司通过调整发展策略（如提高高端产品占比，推动新零售渠道布局等），有机会在承压的环境下取得更多的份额突破，推荐关注后续业务发展。

风险提示：宏观经济下行，消费疲软；原材料价格波动影响毛利率；行业竞争加剧；海外拓展不及预期。

公司业绩概览及各分部表现

(人民币百万元, 31/12 年结)	2024H1	2024	2025H1
总收入	11,835.89	22,669.21	11,808.23
YOY (%)	-3.0%	-4.6%	-0.2%
核心业务分部收入			
—纸巾	6,950.58	13,422.44	7,173.70
YOY (%)	-3.1%	-2.4%	+3.2%
占比 (%)	58.7%	59.2%	60.8%
—卫生用品 (卫生巾+纸尿裤)	3,858.57	6,938.60	3,303.84
YOY (%)	-0.7%	-6.6%	-14.4%
占比 (%)	32.6%	30.6%	28.0%
毛利	3,936.24	7,324.94	3,811.53
毛利率 (%)	33.3%	32.3%	32.3%
经营利润	1,895.89	3,354.59	1,757.34
经营利润率 (%)	16.02%	14.80%	14.88%
期内净利润	1,408.99	2,298.53	1,372.89
YOY (%)	+15.0%	-17.9%	-2.6%
净利润率 (%)	11.90%	10.14%	11.63%
净现金	5,405.33	5,800.00	6,428.10

资料来源：公司财报，国证国际

彭博一致预测

(人民币百万元, 31/12 年结)	2025E	2026E	2027E
收入	22,762	23,358	24,031
YOY (%)	0.41%	2.62%	2.88%
毛利率 (%)	32.24%	32.46%	32.60%
经营利润	3,120	3,237	3,371
经调整净利润	-7.00%	3.75%	4.14%
P/E	11.14	10.74	10.24

资料来源：彭博，国证国际（截至 8 月 28 日）

同业估值对比

公司名称	代码	25H1 收入 (人民币亿元)	25H1 净利润 (人民币亿元)	市值(人民币 /港币亿元)	PE (TTM)
中顺洁柔	002511.SZ	43.30	1.51	110.63	78.9
百亚股份	003006.SZ	17.64	1.88	125.41	42.4
稳健医疗	300888.SZ	52.96	5.18	243.82	30.4
恒安国际	1044.HK	118.08	13.73	287.88	11.6

资料来源：Wind，公司资料，国证国际研究（截至 8 月 28 日）

客户服务热线

香港: 22131888

国内: 4008695517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系**收益评级:**

- 买入—预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持—预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性—预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持—预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出—预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼电话: +852-22131000 传真: +852-22131010