

2025年11月4日

乐舒适(2698.HK)

SDICS

IPO 点评

证券研究报告

日用品

乐舒适-IPO 点评

公司概况

乐舒适是一家专注于非洲、拉美、中亚等地快速发展新兴市场的跨国卫生用品公司，主要从事婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、卫生巾和湿巾等婴儿及女性卫生用品的开发、制造和销售。公司旗下有多个品牌，分别是Softcare（核心品牌）、Veesper（针对秘鲁等拉美市场的品牌），以及Maya、Cuettie及Clincleer（为大众市场量身打造的品牌）。公司建立了广泛的销售网络，遍及非洲、拉美和中亚30多个国家，截至2025年4月30日，公司在12个国家设立了18个销售分支机构，以及涵盖合计超过2,800家批发商、经销商、商超和其他零售商的广泛销售网络。

根据弗若斯特沙利文，乐舒适是非洲本地工厂布局数量最多的卫生用品公司，以2024年产量计，公司在非洲婴儿纸尿裤市场及卫生巾市场均排名第一。截至2025年4月30日，公司在非洲布局八个生产工厂及51条生产线，总设计产能为每年婴儿纸尿裤63.0亿片、婴儿拉拉裤3.5亿片、卫生巾28.5亿片及湿巾93.0亿片。

财务表现：2022/2023/2024年收入3.20/4.11/4.54亿美元，同比增长28.6%/10.5%，2025年前四个月收入1.61亿美元，同比增长15.5%；2022/2023/2024年净利润0.18/0.65/0.95亿美元，同比增长251.7%/47.0%，2025年前四个月净利润0.31亿美元，同比增长12.5%；2022/2023/2024年毛利率23.0%/34.9%/35.2%，2025年前四个月毛利率33.6%。业绩增长主要动力来自于现有市场的渗透率提升及新市场的持续布局，以及人口增长带动产品需求提升。

行业状况及前景

根据弗若斯特沙利文（下同），新兴市场的婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤及卫生巾市场规模稳步增长。非洲的市场规模从2020年的29亿美元增长至2024年的38亿美元，复合年增长率为6.8%。预计于2029年将达56亿美元，复合年增长率为7.9%。拉丁美洲的市场规模从2020年的69亿美元增长至2024年的77亿美元，复合年增长率为2.7%。预计到2029年将扩大至90亿美元，复合年增长率为3.0%。中亚的市场规模由2020年的4亿美元增长至2024年的5亿美元，复合年增长率为4.5%。预计到2029年将增长至6亿美元，复合年增长率为4.8%。

非洲婴儿纸尿裤市场的品牌集中度较高。按2024年的销量计，前五大参与者的市场份额共计61.2%，其中公司核心品牌Softcare排名第一，市场份额为20.3%。非洲卫生巾市场的品牌集中度中等偏高。按2024年的销量计，前五大参与者的市场份额共计39.8%，其中公司核心品牌Softcare排名第一，市场份额为15.6%。

优势与机遇

新兴市场有较大的发展空间，公司在行业中占据领先地位；公司建立了成熟稳定的销售网络，有望在其他市场复制成功经验；本地化工厂和全球供应链体系支撑公司的持续健康运营。

弱项与风险

公司面临来自全球参与者的竞争，行业竞争可能相对激烈；消费者需求和偏好快速变化，可能会使得现有产品失去竞争力；新市场和渠道网络拓展可能不及预期；外汇风险。

招股信息

招股时间为2025年10月31日至11月5日，上市交易时间为11月10日。

股份名称：	乐舒适
股份代码：	2698.HK
IPO 专用评级	
5.3	
— 评级基于以下标准，最高10分	
1. 公司营运 (30%)	5
2. 行业前景 (30%)	6
3. 招股估值 (20%)	4
4. 市场情绪 (20%)	6
主要发售统计数字	
上市日期：	2025/11/10
发行价范围(港元)	24.2 -26.2
发行股数，绿鞋前(百万股)	90.88
— 香港公开发售：占比	9.09；10%
— 最高回拨后股数：占比	81.8；90%
总发行金额，绿鞋前(亿港元)	21.99 -23.81
总集资金额，绿鞋前(亿港元)	21.99 -23.81
净集资金额，绿鞋前(亿港元)	21.84 -23.66
发行后股本(百万股)	
— 绿鞋前	605.88
— 绿鞋后	619.52
发行后市值 (亿港元)	
— 绿鞋前	146.62 -158.74
— 绿鞋后	149.92 -162.31
备考每股有形资产净值(港元)	5.6 -5.9
备考市净率(倍)	4.32 -4.44
保荐人	中金公司、中信证券、广发证券(香港)
账簿管理人	中金公司、中信证券、广发证券(香港)
会计师	德勤
资料来源：公司招股书	

杨怡然 CFA

消费行业分析师

laurayang@sdicsi.com.hk

基石投资人

基石投资人包括: Arc Avenue Asset Management、BA Sprout Limited、Arcane Nexus Limited、CDH Emerging Markets Fund、HCEP Management、南方基金、易方达、富国基金等。基石投资人合计认购占发行股份的47.14%。

募集资金及用途

假设发售价为每股发售股份25.20港元(中位数)且超额配股权未获行使,扣除相关开支后,所得款项净额约21.41亿港元。

资金未来用途规划: 71.4%用于扩大产能及升级生产线, 11.6%用于营销推广活动, 4.7%用于战略收购, 4.0%用于升级CRM系统, 2.6%用于聘请管理咨询公司, 9.3%用于一般营运资金。

投资建议

招股价为24.2-26.2港元, 预计发行后公司市值为146.62-158.74亿港元, PE(TTM)为19.8-21.5x。和同行港股上市公司恒安相比, 乐舒适的收入和利润规模均不及恒安, 估值水平也偏高(恒安国际PE(TTM)约为13倍)。但从所处市场的增长情况来看, 乐舒适主要在新兴市场发展, 增速相比较为成熟的中国市场要更快。考虑到近期市场打新情绪较好, 该新股仍具有一定吸引力。但基石认购占发售股份超4成, 可能会导致实际流通量不足。综合考虑行业前景和估值等因素, 我们给予IPO专用评分5.3分, 可适当申购。

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

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: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010