

乐舒适 (02698.HK)

非洲卫生用品龙头，成长动能充足

➤ 公司介绍：非洲卫生用品龙头，以纸尿裤销售为主，品牌布局完善

公司为专注于非洲、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，包括核心品牌 Softcare(中高端)以及 Veesper、Maya、Cuettie 及 Clincler。

➤ 非洲卫生用品行业：市场规模达 38 亿美元，呈现低渗透率高成长性

非洲卫生用品赛道呈现低渗透率、高成长性的特征。新兴市场人口增长领先，随经济发展、产品认知度提升、销售网络和供应链的发展，产品渗透率仍有较大提升空间。根据弗若斯特沙利文数据，2024 年非洲地区纸尿裤、卫生巾、婴儿拉拉裤行业规模分别达 25.9、8.5、3.9 亿美元，2025-2029 年 CAGR 有望达 7.0%、10.7%、7.6%。非洲婴儿纸尿裤、卫生巾市场品牌高度集中，市场主要由少数几家国际知名品牌及本地领先企业主导，按收入计算，2024 年婴儿纸尿裤、女士卫生巾市场 CR5 分别达 61.0%、41.3%。公司凭借其在非洲市场的长期布局和深耕，已成功跻身行业前列。公司在非洲婴儿纸尿裤和卫生巾市场销量均排名第一，市场份额分别为 20.3% 及 15.6%。

➤ 公司竞争力：本地化供应链+产品品牌矩阵打造+广泛销售渠道铺设

①本地化供应链：公司在非洲多个国家建立了本地化生产设施，通过本地采购原材料、优化生产流程和降低物流成本，实现了高效的供应链管理。②产品线丰富、品牌矩阵完善：公司产品 SKU 高达 340 多个，同时持续不断推新。品牌方面“Softcare”作为核心品牌，定位于中高端市场，同时横向拓展“Space”高端科技概念品牌，纵向拓展“Maya”、“Cuettie”等大众化品牌，满足了大众消费者对性价比的需求。③广泛渠道铺设：公司建立了覆盖非洲、拉丁美洲和中亚等地区的广泛销售网络，与众多批发商、经销商、商超和零售商建立了长期稳定的合作关系。

盈利预测及估值：预计公司 2025-2027 年归母净利润 1.13/1.33/1.52 亿美元，同比分别 +18.5%/+17.8%/+14.7%，对应 EPS 分别为 0.19/0.22/0.25 美元，对应 PE 为 20.4/17.4/15.1x。公司所处赛道成长潜力十足，参考可比公司 2026 年估值平均数，我们给予公司 2026 年 24x P/E，对应目标价 40.94 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧风险、国际政治环境波动、业务拓展不及预期、原材料价格波动风险、汇率波动风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	411	454	538	625	714
增长率 yoy (%)	28.6	10.5	18.5	16.1	14.1
归母净利润(百万美元)	65	95	113	133	152
增长率 yoy (%)	251.7	47.0	18.5	17.8	14.7
EPS 最新摊薄 (美元/股)	0.11	0.16	0.19	0.22	0.25
净资产收益率 (%)	75.7	68.0	44.6	34.5	28.3
P/E (倍)	35.6	24.2	20.4	17.4	15.1
P/B (倍)	27.0	16.5	9.1	6.0	4.3

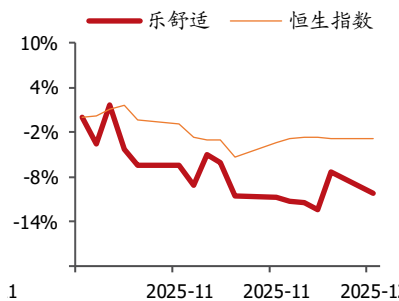
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 12 月 01 日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	个护用品
12 月 01 日收盘价 (港元)	29.60
总市值 (百万港元)	17,934.17
总股本 (百万股)	605.88
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	2.67

股价走势



作者

分析师 徐程颖

执业证书编号：S0680521080001

邮箱：xuchengying@gszq.com

分析师 鲍秋宇

执业证书编号：S0680524080003

邮箱：baoqiuyu@gszq.com

分析师 李宏科

执业证书编号：S0680525090002

邮箱：lihongke@gszq.com

分析师 张冰清

执业证书编号：S0680525110002

邮箱：zhangbingqing1@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万美元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	191	176	283	412	564
现金	30	31	109	210	333
应收票据及应收账款	4	5	6	7	8
其他应收款	49	21	24	28	32
预付账款	0	0	0	0	0
存货	108	119	144	167	190
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	53	78	104	129	151
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	38	51	75	96	115
无形资产	1	1	2	2	2
其他非流动资产	15	25	28	31	34
资产总计	245	254	388	541	714
流动负债	155	110	131	152	174
短期借款	93	1	1	1	1
应付票据及应付账款	44	43	52	61	69
其他流动负债	19	66	78	91	103
非流动负债	4	4	4	4	4
长期借款	3	0	0	0	0
其他非流动负债	1	4	4	4	4
负债合计	159	114	135	156	177
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	4	0	0	0	0
资本公积	84	142	254	387	539
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	85	140	252	385	537
负债和股东权益	245	254	388	541	714

现金流量表 (百万美元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	96	110	109	133	152
净利润	65	95	113	133	152
折旧摊销	8	8	7	9	11
财务费用	1	0	1	2	0
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	21	-1	-8	-7	-7
其他经营现金流	1	7	-3	-4	-5
投资活动现金流	-11	-6	-31	-30	-29
资本支出	-6	-27	-31	-31	-31
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-5	21	0	1	2
筹资活动现金流	-76	-103	-1	-2	0
短期借款	-72	-92	0	0	0
长期借款	-2	-3	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	64	57	113	133	152
其他筹资现金流	-67	-66	-114	-135	-152
现金净增加额	9	1	78	101	123

利润表 (百万美元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	411	454	538	625	714
营业成本	268	294	356	412	469
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	14	16	19	23	26
管理费用	36	28	32	38	43
研发费用	0	1	1	1	1
财务费用	1	0	1	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	-16	-2	3	4	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	94	115	131	152	175
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	76	113	133	156	179
所得税	12	18	20	23	27
净利润	65	95	113	133	152
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	65	95	113	133	152
EBITDA	86	121	140	165	190
EPS (美元/股)	0.11	0.16	0.19	0.22	0.25

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	28.6	10.5	18.5	16.1	14.1
营业利润(%)	165.2	22.5	13.2	16.6	14.5
归属母公司净利润(%)	251.7	47.0	18.5	17.8	14.7
获利能力					
毛利率(%)	34.9	35.2	33.9	34.1	34.3
净利率(%)	15.7	20.9	20.9	21.2	21.3
ROE(%)	75.7	68.0	44.6	34.5	28.3
ROIC(%)	36.3	67.8	44.8	34.4	28.3
偿债能力					
资产负债率(%)	65.1	44.9	34.9	28.9	24.8
净负债比率(%)	76.6	-21.5	-42.7	-54.3	-61.8
流动比率	1.2	1.6	2.2	2.7	3.2
速动比率	0.5	0.5	1.1	1.6	2.2
营运能力					
总资产周转率	1.7	1.8	1.7	1.3	1.1
应收账款周转率	76.8	96.1	94.9	96.7	95.9
应付账款周转率	6.3	6.8	7.4	7.3	7.2
每股指标 (美元)					
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.16	0.19	0.22	0.25
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.18		0.22	0.25
每股净资产(最新摊薄)	0.14	0.23	0.42	0.64	0.89
估值比率					
P/E	35.6	24.2	20.4	17.4	15.1
P/B	27.0	16.5	9.1	6.0	4.3
EV/EBITDA	3.8	2.0	15.6	12.7	10.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 12 月 01 日收盘价

内容目录

一、乐舒适：非洲卫生用品龙头，成长动能充足	5
1.1、公司介绍：非洲卫生用品领军企业，品牌矩阵完善	5
1.2、财务分析：收入利润持续增长，盈利能力不断优化	7
1.3、股权结构及管理层：股权结构集中，管理层经验丰富	8
二、行业：非洲卫生用品行业增速领跑全球，公司市占率领先	11
2.1、非洲卫生用品行业低渗透、高成长，24 年市场规模达 38 亿美元	11
2.2、非洲婴儿纸尿裤、卫生巾市场格局高度集中，公司跻身行业前列	12
三、公司竞争力：本地化供应链+产品品牌矩阵打造+广泛销售渠道铺设	14
3.1、强大的本地化供应链打造	14
3.2、多元化的品牌与产品矩阵	15
3.3、广泛的销售网络与渠道布局	17
四、盈利预测与估值	19
五、风险提示	20

图表目录

图表 1: 公司产品类别及品牌情况 (截至 2024 年 12 月 31 日止年度)	5
图表 2: 公司发展历程	6
图表 3: 公司分产品收入增速	6
图表 4: 公司分产品销量及均价 (左轴为销量、右轴为均价)	6
图表 5: 公司分地区收入	7
图表 6: 公司收入及增速情况	7
图表 7: 公司净利润及增速情况	7
图表 8: 公司毛利率、净利率情况	8
图表 9: 公司销售费用率、管理费用率情况	8
图表 10: 公司分产品毛利率情况	8
图表 11: 公司股权结构	9
图表 12: 森大集团布局	9
图表 13: 公司管理层情况	10
图表 14: 世界主要区域出生率对比	11
图表 15: 世界主要区域人口增长率对比	11
图表 16: 婴儿纸尿裤&拉拉裤渗透率对比	11
图表 17: 卫生巾渗透率对比	11
图表 18: 新兴市场及其他主要地区的婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤和卫生巾市场规模 (十亿美元)	12
图表 19: 新兴市场及其他主要地区的婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤和卫生巾市场复合增速	12
图表 20: 非洲纸尿裤、卫生巾、婴儿拉拉裤行业规模情况	12
图表 21: 非洲婴儿纸尿裤竞争格局	13
图表 22: 非洲卫生巾竞争格局	13
图表 23: 公司主要生产销售区域	14
图表 24: 公司产线梳理 (截至 2025 年 4 月 30 日)	14
图表 25: 公司设计产能及利用率	15
图表 26: 公司未来产线建设	15
图表 27: 品牌及产品矩阵	16
图表 28: 公司婴儿纸尿裤产品情况	17
图表 29: 公司卫生巾产品情况	17
图表 30: 公司销售渠道情况	18
图表 31: 分渠道收入情况	18
图表 32: 批发商数量情况 (个)	18
图表 33: 经销商数量情况 (个)	18
图表 34: 公司收入及毛利率预计 (收入单位: 百万美元)	19

图表 35: 可比公司相对估值 20

一、乐舒适：非洲卫生用品龙头，成长动能充足

1.1、公司介绍：非洲卫生用品领军企业，品牌矩阵完善

公司为专注于非洲、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，包括核心品牌 Softcare（中高端）以及 Veesper、Maya、Cuettie 及 ClinClear。根据弗若斯特沙利文的资料，以 2024 年销量计算，公司在非洲婴儿纸尿裤和卫生巾市场均排名第一，市场份额分别为 20.3% 及 15.6%；以 2024 年收入计算，公司在非洲婴儿纸尿裤市场和卫生巾市场均排名第二，市场份额分别为 17.2% 及 11.9%。公司已成为非洲多国的卫生用品行业的领军企业。

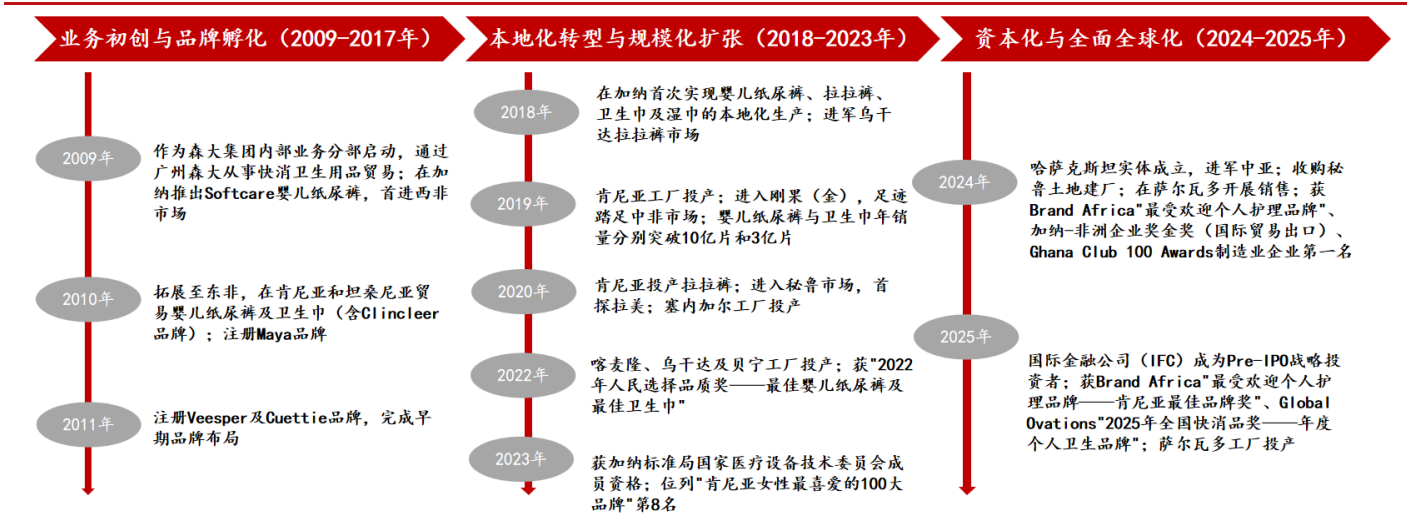
图表1: 公司产品类别及品牌情况 (截至 2024 年 12 月 31 日止年度)

产品类别	婴儿纸尿裤	卫生巾	婴儿拉拉裤	湿巾
销量 (百万片)	4122.7	1634.3	239.1	1497.5
收入 (百万美元)	341.9	77.5	20.5	14.5
非洲市场份额 (按销量)	20.3% (非洲第一)	15.6% (非洲第一)	-	-
非洲市场份额 (按销售收入)	17.2% (非洲第二)	11.9% (非洲第二)	-	-
品牌				
产品图				

资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

公司于 2009 年在加纳推出 Softcare 婴儿纸尿裤, 并于 2010 年将品牌覆盖扩大至 Maya, 于 2011 年扩大至 Veesper、Cuettie 及 ClinClear。自 2018 年起, 公司在非洲开始建设生产设施, 以生产品牌婴儿及女性卫生用品, 并逐渐发展成其目前集开发、制造及销售婴儿及女性卫生用品一体的业务模式。此后, 公司搭建了以国际化制造为核心并且稳健的全球供应链体系。截至 2025 年 4 月 30 日, 公司在非洲八个不同的国家设有八家生产工厂, 包括加纳、肯尼亚、塞内加尔、坦桑尼亚、赞比亚、喀麦隆、乌干达及贝宁, 业务已于 2020 年扩展至拉丁美洲, 并于 2024 年扩展至中亚地区。

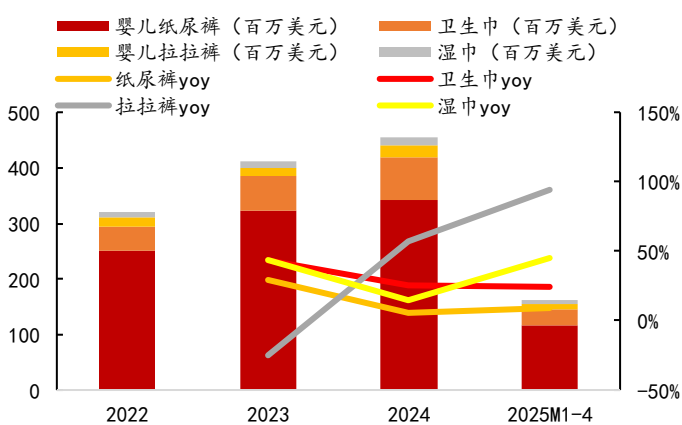
图表2: 公司发展历程



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

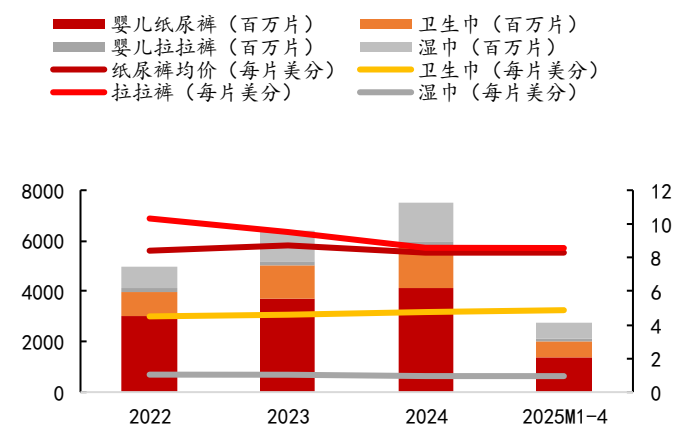
公司以婴儿纸尿裤销售为主, 主要布局西非和东非市场。公司产品主要分为婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、卫生巾及湿巾, 2024年收入分别为3.42、0.21、0.77、0.14亿美元, 婴儿纸尿裤占比达75.3%。分区域来看, 西非和东非为公司主要销售市场, 2024年西非和东非分别占公司整体收入比例达42.9%和45.6%。

图表3: 公司分产品收入增速



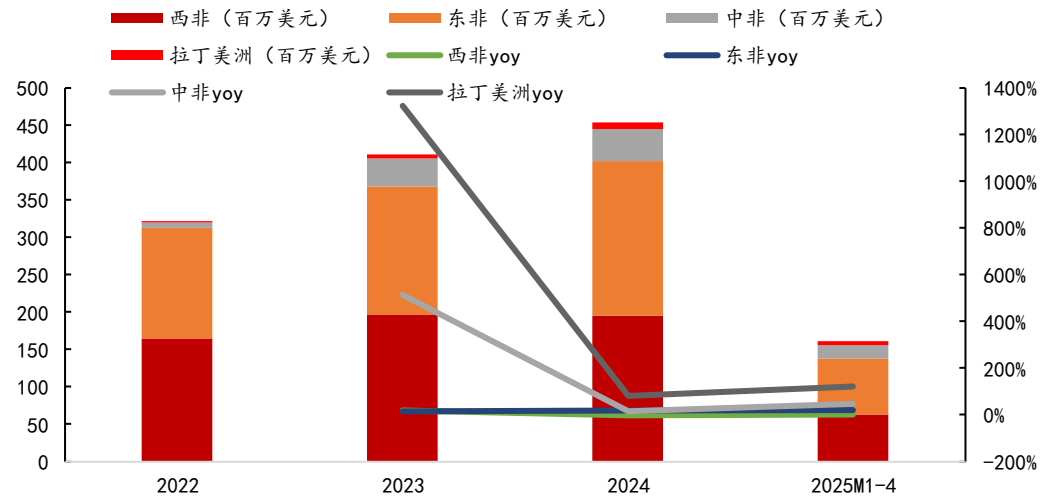
资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表4: 公司分产品销量及均价 (左轴为销量、右轴为均价)



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表5: 公司分地区收入

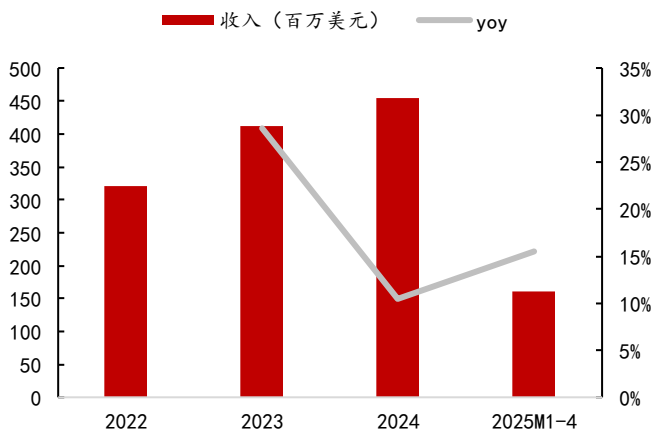


资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

1.2、财务分析: 收入利润持续增长, 盈利能力不断优化

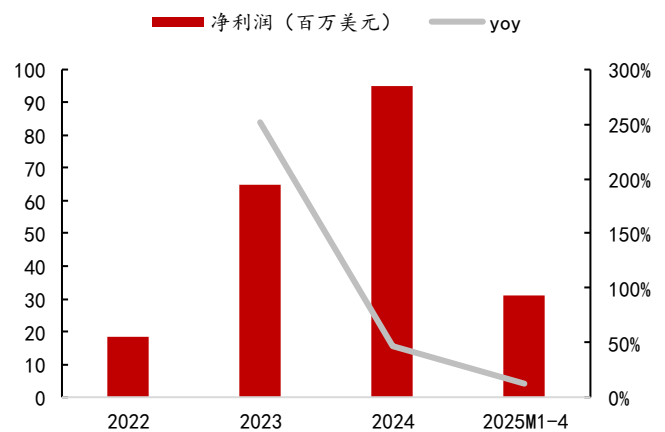
公司收入利润持续增长。公司 2024/2025M1-4 实现营收 4.5/1.6 亿美元, 同比分别增长 10.5%/15.5%, 2022-2024 年复合增速 19.2%; 公司 2024/2025M1-4 实现净利润 1.0/0.3 亿美元, 同比分别增长 47.1%/12.5%。收入快速增长主因非洲等发展中国家人口众多、经济发展、城市化进程加快、目标市场教育水平日益提高等因素, 使得卫生用品的市场需求增长。此外, 公司致力于营销及推广工作, 提升了品牌知名度, 不断优化的产品组合以吸引差异化的目标消费群, 以及公司努力深化非洲各现有市场的销售网络触达范围, 并向其他新兴市场扩展。

图表6: 公司收入及增速情况



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表7: 公司净利润及增速情况



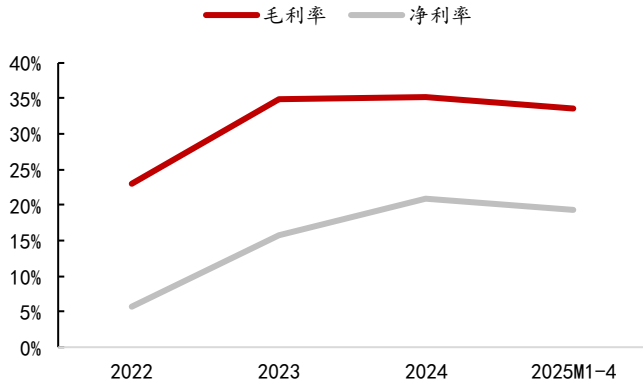
资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

毛利率受定价能力及原材料价格波动影响, 近年呈现上升趋势。公司毛利率由 2022 年的 23.0% 上升至 2024 年的 35.2%, 后小幅下滑至 2025M1-4 的 33.6%, 其中 2024 年公司纸尿裤、卫生巾、婴儿拉拉裤、湿巾的毛利率分别为 34.3%、38.4%、28.3%、52.0%。公司的毛利率主要受定价能力影响, 在非洲婴儿纸尿裤市场的领先地位使公司在面临竞争挑战时仍能维持价格, 甚至可依据市场情况及营销策略提价, 从而实现更高利润率, 同时毛利率还受绒毛浆、无纺布及 SAP 等主要原材料市场价格影响。

公司销售费用率呈现上升趋势，由 2022 年的 2.81% 提升至 2024 年的 3.50%，又进一步提升至 2025M1-4 的 3.52%，主要由于销售相关人员的薪金增加，以及运输开支及综合支持服务费用因销量增加而增加。管理费用率在规模效应下有所优化，从 2022 年的 9.02% 下滑至 2024 年的 6.21%，后小幅上升至 2025M1-4 的 7.1%，主要由于员工成本因招聘若干高级管理人员而增加以及筹备上市过程的法律及专业费用增加。

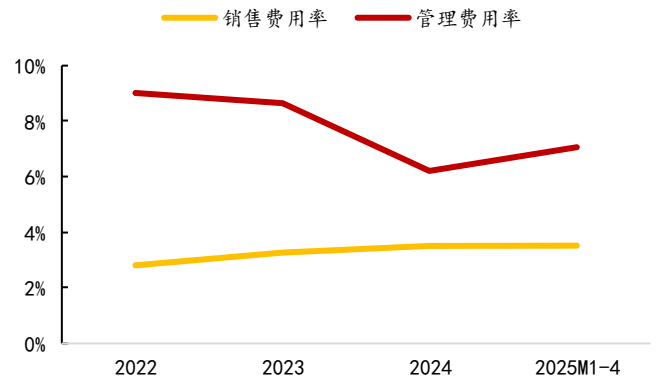
盈利能力持续优化。综合影响下，公司净利率从 2022 年的 5.7% 提升至 2024 年的 20.9%，随后小幅下滑至 2025M1-4 的 19.3%，但仍保持高位。

图表8: 公司毛利率、净利率情况



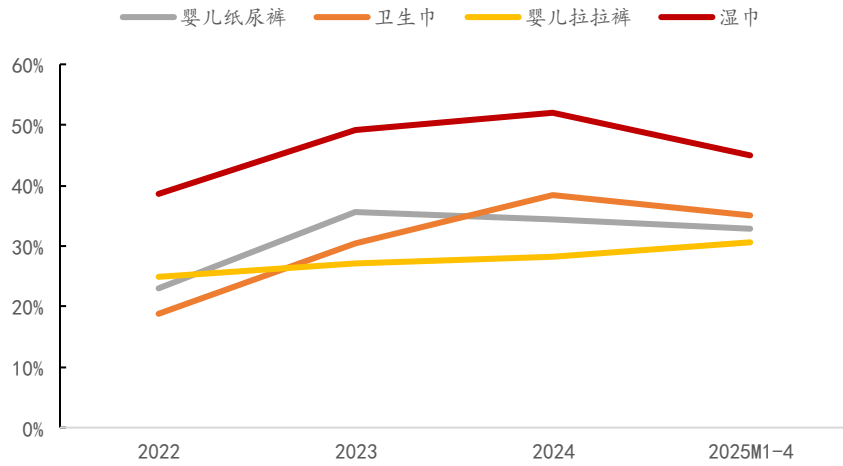
资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表9: 公司销售费用率、管理费用率情况



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表10: 公司分产品毛利率情况



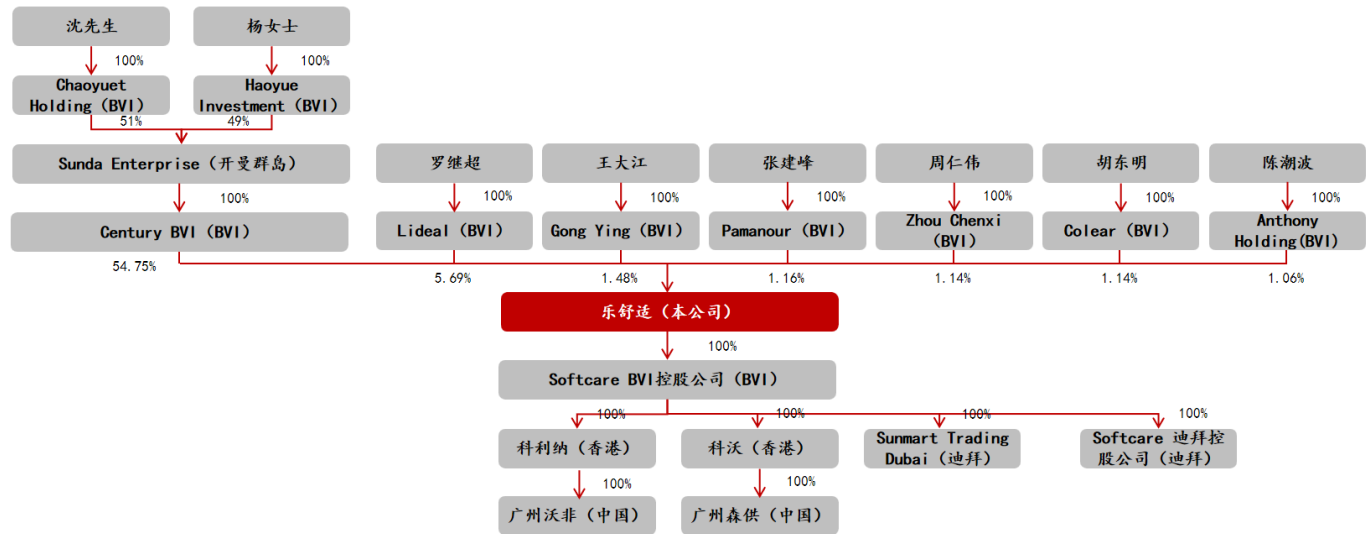
资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

1.3、股权结构及管理层: 股权结构集中, 管理层经验丰富

公司股权结构集中。公司第一大股东为 Century BVI, 本次发售完成后将直接持有本公司已发行股本约 54.75%。Century BVI 为一家由 Sunda Enterprise 全资拥有的公司。Sunda Enterprise 由 Chaoyuet Holding 及 Haoyue Investment 分别拥有 51% 及 49% 权益, Chaoyuet Holding 及 Haoyue Investment 分别由沈延昌及杨艳娟全资拥有。沈延昌及杨

艳娟为配偶。沈延昌及杨艳娟将通过 Chaoyuet Holding、Haoyue Investment、Sunda Enterprise 及 Century BVI 控制本公司股东大会上 30% 以上投票权的行使。

图表11: 公司股权结构



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

公司是森大集团创始人夫妇从集团内部孵化、重组后分拆上市的卫品平台，股权上仍由同一家族控制，业务上与母体保持协作关系。森大集团自 2004 年成立以来，已在海外市场深耕二十余年，发展成为一家集海外工业制造、国际贸易和实业投资于一体的跨国综合性产业集团。集团旗下拥有家装建材、快速消费品、五金百货三大核心业务板块，涵盖陶瓷制品、卫生洁具、卫生用品、家用日化、个人护理、五金制品等多类产品，销售网络遍布全球 60 多个国家和地区，并在加纳、肯尼亚、坦桑尼亚、塞内加尔等国投资建设了 28 座海外工厂，展现出强大的全球化运营能力和产业链整合实力。在快速消费品板块中，卫生用品业务起源于 2009 年森大集团内部设立的贸易分部，目前以“乐舒适”品牌为核心运营，但集团在尼日利亚、几内亚等地的部分卫品资产尚未纳入上市公司体系。

图表12: 森大集团布局

家装建材		最早成立，销售额最大的业务板块，年销售额超过10亿人民币，并以每年超40%的增长速度在持续发展。在东非、西非、南美部分国家市场地位强势，在多个国家市占率超过50%，与科达洁能在非洲肯尼亚、加纳等国合资兴建陶瓷厂，实现建材产品的工贸一体化转变。
快速消费品		森大快消始创于2008年，是发展中国家最大的日用消费品公司之一，总部位于中国广州市。公司在全球十几个国家和地区开展业务，设有工厂或分公司，所经营的几十个品牌的产品畅销多个国家和地区，其中包括婴儿，女性和家庭护理，十几年保持持续的增长。目前在非洲拥有上千名员工，超过98%为本土员工。
五金百货		五金百货业务中心成立于2013年，中心总部下设销售管理部、产品管理部、项目管理部、及各海外分公司相关业务执行部门和五金厂。五金业务中心主要经营的产品包括四大类：一、钢材 二、日用百货 三、五金农具 四、电子电器

资料来源: 森大集团官网, 国盛证券研究所

管理层经验丰富。董事长沈延昌 1997 年即赴尼日利亚，担任尼日利亚通用钢铁有限公司的采购经理，在新兴市场有超过 28 年业务运营经验，拥有丰富的海外贸易经验和行业洞察。2004 年 2 月，沈先生创立广州森大，负责公司的战略规划、整体运营、业务发展与执行。首席执行官罗先生拥有逾 23 年快消品行业经验，曾在纳爱斯集团担任多个重要

职位。首席运营官赵先生在管理咨询及信息技术行业拥有逾23年经验，曾在创智信息等公司担任业务开发、项目管理、高级顾问等重要职务。非执行董事杨女士和周先生分别在工业及机械工程领域、会计及财务领域资历深厚。

图表13: 公司管理层情况

姓名	职务	年龄	主要经历	主要职责
罗继超	执行董事兼首席执行官	46岁	2002年6月于中国郑州工程学院（现称河南工业大学）取得管理学学士学位，主修企业管理，2020年12月取得中国中山大学高级管理人员工商管理硕士学位（EMBA）。 拥有逾23年快速消费品行业的经验：1) 2002年7月至2011年6月曾历任纳爱斯集团有限公司的多个职位；2) 2011年6月至2021年11月，历任广州森大快速消费品分部副总裁，主要负责重组前快速消费品业务的营运管理及业务发展；3) 2021年12月起，担任广州森大董事；4) 2021年12月25日获委任为首席执行官，负责本集团的整体管理及业务营运与发展。	本集团的整体管理及业务运营与发展
赵永强	执行董事兼首席运营官	48岁	1999年6月取得中国中南工业大学（现称中南大学）工学学士学位，专业为信息管理系统，2002年7月取得中国中南大学管理学硕士学位，专业为管理科学与工程。 在管理咨询及信息技术行业拥有逾23年经验：1) 2002年5月至2007年1月，在创智信息科技股份有限公司曾历任多个职务，负责开发业务及系统解决方案，以及项目组合管理；2) 2007年5月至2024年10月，于国际商业机器（中国）有限公司担任高级顾问、总监及联合创始人等多个职位，负责营销及销售咨询服务、零售及消费品行业的卓越中心以及主要客户管理；3) 2024年10月17日加入本集团，自此一直担任首席运营官，负责协调及执行本集团业务发展战略，并监督营销及销售部门。	协调及执行本集团业务发展战略，并监督营销及销售部门
沈延昌	非执行董事兼董事会主席	52岁	1996年7月获得中国哈尔滨工程大学工业自动化学士学位，2010年6月获得中国中山大学高级管理人员工商管理硕士学位（EMBA）。 在新兴市场贸易及企业管理行业拥有逾28年经验：1) 1997年3月至1999年3月，沈先生担任尼日利亚通用钢铁有限公司的采购经理；2) 2004年2月创立广州森大，并于2004年4月至2009年2月担任广州森大董事兼总经理，负责该公司的策略规划及整体管理；3) 2009年2月至2019年8月，负责其他业务于新兴市场各国的整体管理、协调及业务发展策略执行；4) 2019年9月起，担任森大公司的主席及董事，负责该公司的整体管理；5) 同时，2018年9月起，担任科达制造的董事，负责该公司的海外建筑材料业务的整体管理及经营策略。	本集团的整体管理及营运提供指引及制定业务策略
杨艳娟	非执行董事	51岁	1996年7月毕业于中国哈尔滨工程大学，获工业自动化学士学位，于1999年4月获控制理论与控制工程硕士学位，并于2002年3月获导航、制导与控制工程博士学位，于2005年5月取得广东省教育厅颁发的高等教育教师资格证书（机械工程）。 在工业及机械工程领域拥有逾23年经验：1) 2001年9月至2003年8月在中国上海交通大学担任博士后研究员，负责学术研究；2) 2003年10月至2011年6月，担任中国华南理工大学的讲师及副教授；3) 2012年1月至2019年9月，于广州森大担任顾问；4) 2019年10月起担任森大公司顾问，负责为生产设施的工业设置以及业务发展和策略提供指导，并参与森大集团的运营及管理决策。	本集团的整体管理及营运提供指引及制定业务策略
周仁伟	非执行董事	50岁	1997年7月获得中国湖北大学会计学学士学位，2018年12月获得中国中山大学高级管理人员工商管理硕士学位（EMBA），2002年5月取得中华人民共和国财政部颁发的中级会计师职业资格。 在会计及财务方面拥有逾28年经验：1) 1997年9月至2012年10月，于美的集团多家全资附属公司任职，负责公司的财务管理；2) 2013年4月以来，历任广州森大副总裁、财务官兼董事等职位，负责监督及管理该公司的财务事宜。	本集团的整体管理及营运提供指引及制定业务策略

资料来源：公司招股书，国盛证券研究所

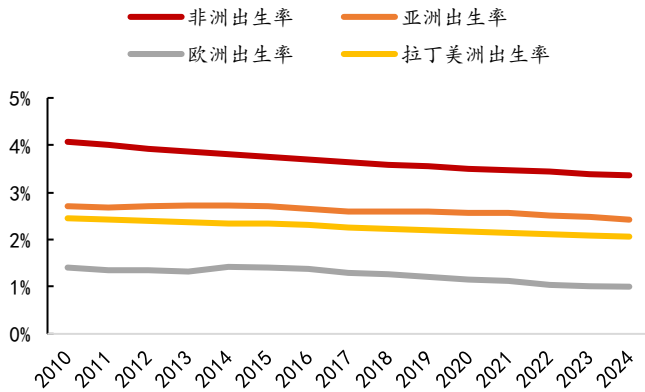
二、行业：非洲卫生用品行业增速领跑全球，公司市占率领先

2.1、非洲卫生用品行业低渗透、高成长，24年市场规模达38亿美元

非洲卫生用品赛道呈现低渗透率、高成长性的特征。

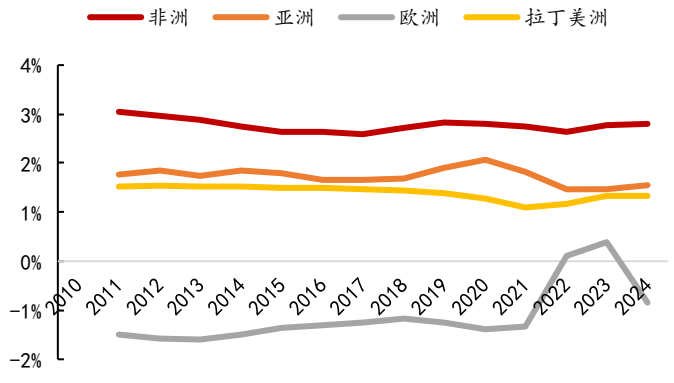
- 新兴市场人口增长领先。根据公司招股书数据，2020-2024年非洲新生儿数量年均复合增速1.8%，位列全球各大洲之首，0-4岁人口占比14%，奠定刚性需求基数。

图表14：世界主要区域出生率对比



资料来源：联合国人口司，国盛证券研究所

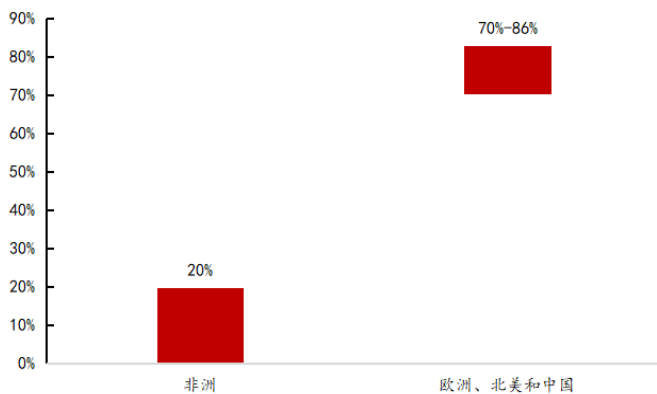
图表15：世界主要区域人口增长率对比



资料来源：联合国人口司，国盛证券研究所；注：统计截至每年的7月1日

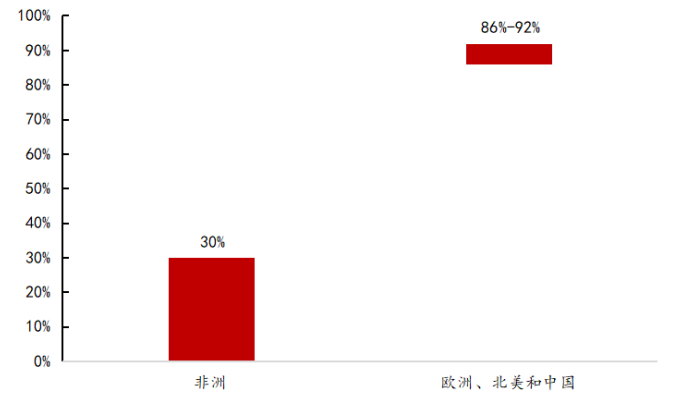
- 随经济发展、产品认知度提升，产品渗透率仍有较大提升空间。2024年非洲的婴儿纸尿裤及婴儿拉拉裤市场渗透率20%为低于其在欧洲、北美、中国市场介于70%-86%的渗透率水平。非洲女性卫生巾市场渗透率约为30%，同样低于欧洲、北美、中国市场86%-92%的渗透率水平。随着居民收入提升叠加教育普及，消费者对品牌、安全性及功能细分认知增强，产品接受度和渗透率将逐渐提升。

图表16：婴儿纸尿裤&拉拉裤渗透率对比



资料来源：公司招股书，国盛证券研究所

图表17：卫生巾渗透率对比

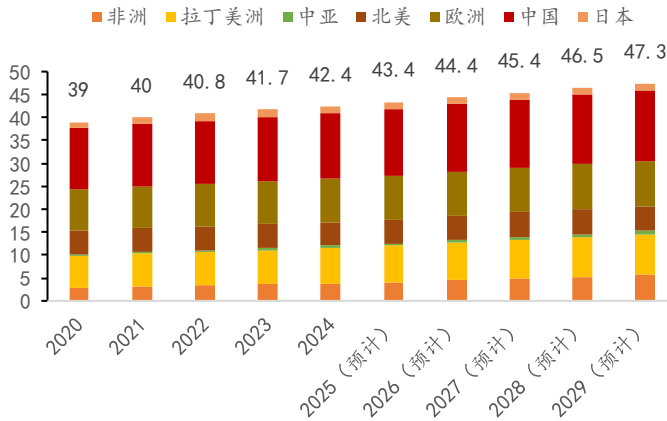


资料来源：公司招股书，国盛证券研究所

- 销售网络和供应链的发展：在偏远及农村地区，销售效率的主要瓶颈是供应链与物流费用高昂，导致可达性受限；新兴市场偏远地区物流成本占产品成本至少30%，远高于成熟城市市场15%-20%。随着品牌全球供应链及物流网络完善（新建线上线下零售体系与多元消费模式），可提高对偏远农村的销售效率、增加产品可达性、扩大潜在市场，并确保准时到货，优化销售网络并降低成本、提升需求高峰期的供应保障。

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。根据弗列斯特沙利文数据，非洲卫生用品市场规模从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%，预计该上升趋势将会持续，市场规模于2029年将达56亿美元，2025-2029年复合年增长率为7.9%。其中，非洲地区纸尿裤、卫生巾、婴儿拉拉裤2024年行业规模分别达25.9、8.5、3.9亿美元，2025-2029年CAGR有望达7.0%、10.7%、7.6%。

图表18: 新兴市场及其他主要地区的婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤和卫生巾市场规模(十亿美元)



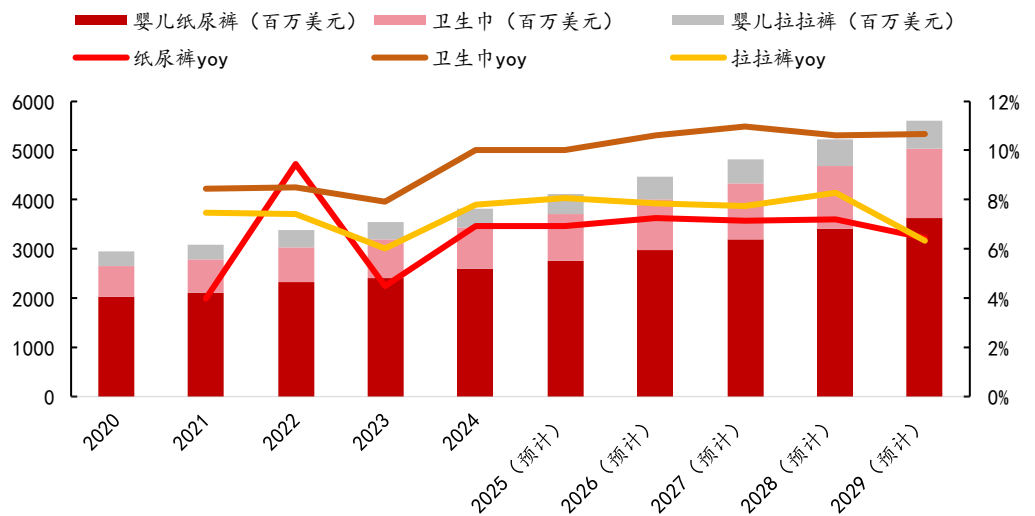
资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表19: 新兴市场及其他主要地区的婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤和卫生巾市场复合增速

	非洲	拉丁美洲	中亚	北美	欧洲	中国	日本
2020-2024年 CAGR	6.8%	2.7%	4.5%	1.2%	0.7%	2.0%	0.5%
2025-2029年(预计) CAGR	7.9%	3.0%	4.8%	1.0%	0.8%	1.3%	0.3%

资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表20: 非洲纸尿裤、卫生巾、婴儿拉拉裤行业规模情况



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

2.2、非洲婴儿纸尿裤、卫生巾市场格局高度集中，公司跻身行业前列

非洲婴儿纸尿裤、卫生巾市场品牌高度集中。市场主要由少数几家国际知名品牌及本地领先企业主导。国际品牌凭借其全球性品牌影响力、成熟的技术与丰富的产品线，在高端市场占据显著份额，其产品以高品质、创新功能及精致包装吸引中高收入消费群体。本地领先企业则凭借对本土市场的深刻理解和灵活的市场策略，在中低端市场占据优势，通过本地化生产、优化成本结构以及与当地销售渠道的紧密合作，满足大众消费者对性

价比的需求。据弗列斯特沙利文数据，按收入计算，2024年婴儿纸尿裤、女士卫生巾市场CR5分别达61.0%、41.3%。

公司凭借其在非洲市场的长期布局和深耕，已成功跻身行业前列。公司通过本地化生产设施和广泛的销售网络，实现了产品的高效供应和市场渗透。1) 婴儿纸尿裤：按2024年销量/收入计，本公司居非洲婴儿纸尿裤行业第一/第二，市占率高达20.3%/17.2%，2023至2024年增速为非洲前五大参与者中最快。2) 女士卫生巾：按2024年销量/收入计，本公司居非洲卫生巾行业第一/第二；市占率高达15.6%/11.9%，2023至2024年增速同样为非洲前五大参与者中最快。

图表21: 非洲婴儿纸尿裤竞争格局

公司	2024年婴儿纸尿裤销售量 (百万片)	2023-2024年销量增长率	2024年销量市场份额	2024年婴儿纸尿裤销售收入 (百万美元)	2023-2024年销额增长率	2024年销额市场份额	市场定位	零售价 (每片约美分)
Softcare	4059.9	10.20%	20.30%	334.4	4.40%	17.20%	中高档、中端及大众市场	9.0至20.2
某美国公司	3476.3	-0.50%	17.40%	402.2	-0.70%	20.70%	高端及中高档	18.0至25.0
某土耳其公司	1800.4	3.00%	9.00%	177.4	3.10%	9.10%	中高档及中端	12.0至18.0
某美国公司	1748.9	3.50%	8.70%	189.8	3.70%	9.80%	高端	20.0至28.0
某中国公司	1150.1	5.30%	5.80%	80.5	-18.80%	4.20%	中端及大众市场	7.0至13.0

资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表22: 非洲卫生巾竞争格局

公司	2024年卫生巾销售量 (百万片)	2023-2024年销量增长率	2024年销量市场份额	2024年卫生巾销售收入 (百万美元)	2023-2024年销额增长率	2024年销额市场份额	市场定位	零售价 (每片约美分)
Softcare	1606	22.00%	15.60%	76.2	25.00%	11.90%	中高档、中端及大众市场	4.5至8.5
某美国公司	1108	10.40%	10.80%	105.5	0.20%	16.50%	高端及中高档	7.5至13.0
某美国公司	695.8	13.70%	6.80%	52.2	13.70%	8.10%	高端及中高档	8.0至13.5
某加纳公司	395	7.20%	3.80%	18.0	7.20%	2.80%	中高档	7.5至8.5
某菲律宾公司	290	9.40%	2.80%	12.9	9.40%	2.00%	中高档及中端	5.5至8.0

资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

三、公司竞争力：本地化供应链+产品品牌矩阵打造+广泛销售渠道铺设

3.1、强大的本地化供应链打造

公司在非洲多个国家建立了本地化生产设施，通过本地采购原材料、优化生产流程和降低物流成本，实现了高效的供应链管理。2018年，公司在加纳开始婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、卫生巾及湿巾的本地化生产，截至2025年4月30日，公司已在非洲布局8座生产工厂、51条产线，总设计产能为每年婴儿纸尿裤6301.2百万片、婴儿拉拉裤352.1百万片、卫生巾2854.1百万片及湿巾9303.5百万片。根据弗若斯特沙利文数据，公司是非洲本地工厂布局数量最多的卫生用品制造商，以2024年产量计算，公司在非洲婴儿纸尿裤市场及非洲卫生巾市场均排名第一。新兴市场工业化水平普遍较低，公司发挥先发优势，率先开展本地制造，大幅缩短销售链路，产品得以更快触达消费者，不仅增强了公司的成本优势，还使其能够快速响应市场需求，灵活调整产品策略，从而在价格和质量上都具有较强的竞争力。作为在非洲市场成长起来的跨国企业，公司通过“本地产、本地销”的经营模式，更有效拉近与消费者的距离，并且严格把控每一道生产环节，确保生产出质量稳定可靠的产品。

图表23：公司主要生产销售区域



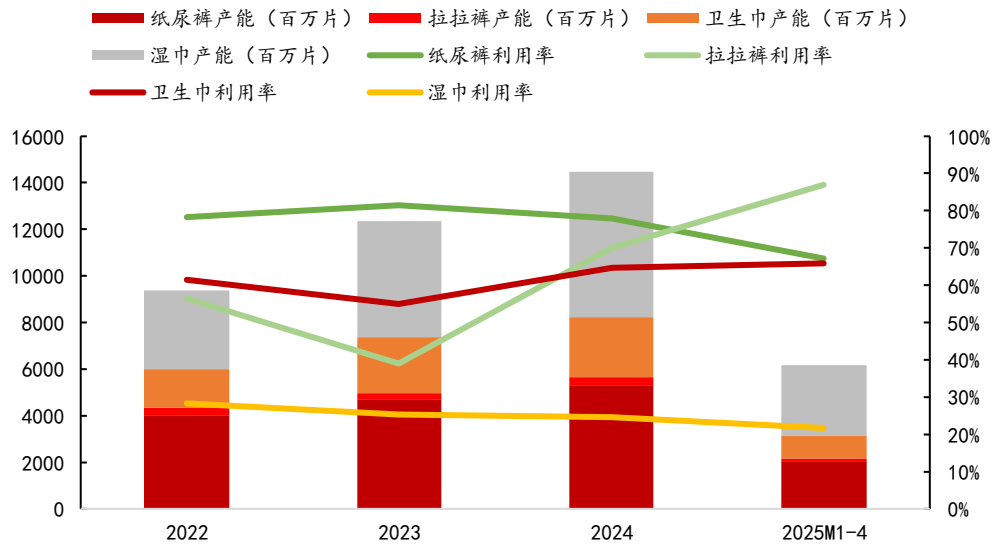
资料来源：公司招股书，国盛证券研究所

图表24：公司产线梳理（截至2025年4月30日）

区域	投产年度	生产线数量
加纳	2018	15
肯尼亚	2019	13
塞内加尔	2020	6
坦桑尼亚	2018	4
赞比亚	2021	5
喀麦隆	2022	5
乌干达	2022	2
贝宁	2022	1
总计	-	51

资料来源：公司招股书，国盛证券研究所

图表25: 公司设计产能及利用率



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

公司正在推进扩产计划。公司计划在加纳、坦桑尼亚、乌干达、贝宁、科特迪瓦、秘鲁、萨尔瓦多、哈萨克斯坦及墨西哥各新建一家工厂；其中加纳、坦桑尼亚、乌干达、贝宁及萨尔瓦多新厂将替代现有厂区，主因加纳现厂系租赁且日后森大集团可能不再续租，自建厂区更符合长期发展，以及坦桑尼亚、乌干达、贝宁现有厂房空间不足以容纳新增生产线及未来销售需求。同时，计划扩建塞内加尔、肯尼亚、赞比亚现有厂区及秘鲁、萨尔瓦多、墨西哥厂区（首期竣工后）。此计划完成后，新生产线预期将使公司设计产能每年增加 62.8 亿片婴儿纸尿裤、18.8 亿片婴儿拉拉裤、34.1 亿片卫生巾及 36.4 亿片湿巾，令总设计产能达到每年 125.8 亿片婴儿纸尿裤、22.4 亿片婴儿拉拉裤、62.6 亿片卫生巾及 129.4 亿片湿巾。

图表26: 公司未来产线建设

国家地区	产线类型	设计产能 (百万片)	预计竣工年份	国家地区	产线类型	设计产能 (百万片)	预计竣工年份
加纳	婴儿纸尿裤	418.6	2027至2029年	贝宁	婴儿纸尿裤	209.3	2026年
	婴儿拉拉裤	209.3			卫生巾	243.4	
	卫生巾	486.7		秘鲁	婴儿纸尿裤	418.6	2027至2029年
塞内加尔	婴儿纸尿裤	418.6	2026至2028年	卫生巾	486.7	2026至2029年	
	婴儿拉拉裤	209.3		萨尔瓦多	婴儿纸尿裤		627.8
	卫生巾	243.4		婴儿拉拉裤	209.3		
喀麦隆	婴儿纸尿裤	209.3	2026至2028年	卫生巾	243.4	2026至2029年	
	婴儿拉拉裤	209.3		湿巾	1213.1		
	卫生巾	243.4		哈萨克斯坦	婴儿纸尿裤		837.1
坦桑尼亚	婴儿纸尿裤	418.6	2027至2029年	婴儿拉拉裤	418.6	2026至2029年	
	卫生巾	243.4		卫生巾	243.4		
	肯尼亚	婴儿纸尿裤		209.3	湿巾		1213.1
乌干达	婴儿纸尿裤	209.3	2026至2027年	墨西哥	婴儿纸尿裤	1883.5	2027至2029年
	卫生巾	243.4		婴儿拉拉裤	418.6		
赞比亚	婴儿纸尿裤	418.6	2026至2028年	卫生巾	486.7		
	婴儿拉拉裤	209.3		湿巾	1213.1		
	卫生巾	243.4					

资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

3.2、多元化的品牌与产品矩阵

公司产品线丰富。公司在婴儿及女性卫生用品领域涵盖婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、卫生巾、湿巾四类产品的 340 多个 SKU，可满足各类型消费者的需求。2022-2025 年 4 月 30 日，公司婴儿纸尿裤、卫生巾 SKU 由 143、28 增长至 263、44 个。此外公司密切洞察消费者偏好的变化趋势，不断推新，通过对产品形态、原材料选材等方面的优化和调整，

不断提升产品的品质。例如，设计采用 360°弹性腰带的婴儿拉拉裤，适用于较好动、爬行和活动能力较强的婴儿使用。

公司已建立完善的品牌矩阵。“Softcare”作为核心品牌，定位于中高端市场，凭借高品质和创新功能吸引了追求高品质生活的消费者，同时横向拓展“Space”高端科技概念品牌，纵向拓展“Maya”、“Cuettie”等大众化品牌，满足了大众消费者对性价比的需求，多元化的品牌策略使公司能够覆盖广泛的市场细分领域，满足不同层次消费者的需求。公司持续推进品牌打造，许多广告语已深入人心，例如婴儿纸尿裤“Care, More Love”、卫生巾“So Fit, So Right”，同时亦通过明星代言、品牌建设、零售端销售点建设、社交媒体推广等营销策略，提升了品牌形象和品牌认同。2022A/2023A/2024A/2025M1-4 “Softcare”收入分别为2.5/3.2/3.6/1.3亿美元，分别占收入的78.8%/77.6%/78.6%/79.7%。Softcare于2022年至2024年连续三年入围肯尼亚女性最喜爱的100大品牌前15名。

图表27: 品牌及产品矩阵

品牌	产品	推出年份	定位及特点	截至2025年4月30日止4个月的平均售价(每片美分)	SKU	品牌	产品	推出年份	定位及特点	截至2025年4月30日止4个月的平均售价(每片美分)	SKU
婴儿纸尿裤						卫生巾					
Softcare GOLD		2009	Softcare的核心产品线，针对中高端消费者；在吸水性、柔软度及弹性腰带方面均具备高端性能，满足多种需要；品质优良，价格实惠，是市面上最具性价比的选择之一	8.7	87	Softcare		2013	我们针对中高端消费者的核心产品线；提供不同版本满足不同需求：日用、夜用、正常流量及量多使用；吸收性强，棉柔质感	4.9	34
Softcare Kinase		2023	Softcare的高端产品线延伸；高比例的SAP，增强吸收能力；超柔软透气外层，具有多重微孔设计；配有智能尿湿指示器	9.5	23	Softcare Kinase		2024	针对年轻职业女性的Softcare产品线延伸；超薄；面层由细旦纤维制成，触感柔软丝滑；使用多孔材料，更好引导及吸收液体	5.7	1
Softcare		2017	Softcare的高端产品线延伸；棉质柔软亲肤，适合敏感肌肤；使用较大的腰围尺寸更合身	8.6	79	Softcare Smart		2022	针对少女的Softcare产品线延伸，传递青春活力的形象；设计符合少女体形；尺寸更小，适合量少需求	2.2	3
Veesper		2020	拉丁美洲市场品牌；设计及材料方面与Softcare Premium Soft产品线相似	12.2	14	Veesper		2020	拉丁美洲市场品牌；设计及材料方面与Softcare卫生巾相似	4.6	4
Maya		2019	中端产品线；物有所值	6.2	11	ClinClear		2010	大众市场产品线；品质合理，价格实惠	3.4	2
Cuettie		2013	大众市场产品线；专为补足婴儿纸尿裤的基本功能而设；品质合理，价格实惠	6.8	49						
婴儿拉拉裤						湿巾					
Softcare GOLD		2018	Softcare的核心产品线，针对中高端消费者；采用柔软底面，触感更柔软	9.4	18	Softcare		2019	适合婴儿肌肤；添加芦荟精华和维生素E，更好呵护肌肤；不含酒精；使用100%纯水；提供家庭装和小包装	1	11
Cuettie		2020	大众市场产品线；品质合理，价格实惠	7.5	2	Veesper		2020	拉丁美洲市场品牌；设计及材料方面与Softcare湿巾相似	0.6	3

资料来源：公司招股书，国盛证券研究所

图表28: 公司婴儿纸尿裤产品情况

		婴儿纸尿裤			
		2022	2023	2024	2025M1-4
Softcare	收入 (万美元)	18556.8	23513.7	25370.7	8803.2
	yoy	-	26.71%	7.90%	14.11%
	收入占比	74.00%	72.60%	74.20%	76.00%
	销量 (百万片)	2021.2	2537.9	2889.2	1012.1
	yoy	-	25.56%	13.84%	13.77%
Cuettie	收入 (万美元)	6254.2	8364.6	7796.8	2273.2
	yoy	-	33.74%	-6.79%	-14.92%
	收入占比	25.00%	25.80%	22.80%	19.60%
	销量 (百万片)	939.3	1124.8	1125.9	332.1
	yoy	-	19.75%	0.10%	-9.24%
Veesper	收入 (万美元)	29.7	365.8	734.2	367.2
	yoy	-	1131.65%	100.71%	98.38%
	收入占比	0.10%	1.10%	2.10%	3.20%
	销量 (百万片)	2.1	27.8	61	30.2
	yoy	-	1223.81%	119.42%	98.68%
Maya	收入 (万美元)	224.4	152.3	291.4	140.8
	yoy	-	-32.13%	91.33%	90.79%
	收入占比	0.90%	0.50%	0.90%	1.20%
	销量 (百万片)	32	23.1	46.6	22.7
	yoy	-	-27.81%	101.73%	86.07%
	均价 (美分/每片)	7.01	6.59	6.25	6.2
	yoy	-	-5.99%	-5.16%	2.48%

资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表29: 公司卫生巾产品情况

		卫生巾			
		2022	2023	2024	2025M1-4
Softcare	收入 (万美元)	4231.7	5998.3	7523.9	2918.5
	yoy	-	41.75%	25.43%	24.71%
	收入占比	98.20%	97.20%	97.10%	97.50%
	销量 (百万片)	934.1	1281.5	1575.6	596.4
	yoy	-	37.19%	22.95%	17.56%
Veesper	收入 (万美元)	6.6	76.3	126.8	53.4
	yoy	-	1056.06%	66.19%	53.45%
	收入占比	0.20%	1.20%	1.60%	1.80%
	销量 (百万片)	1.3	16.1	28.2	11.5
	yoy	-	1138.46%	75.16%	55.41%
Clincleer	收入 (万美元)	69.6	98.5	95.8	22
	yoy	-	41.52%	-2.74%	-35.67%
	收入占比	1.60%	1.60%	1.30%	0.70%
	销量 (百万片)	22.8	34.9	30.5	6.4
	yoy	-	53.07%	-12.61%	-47.97%
	均价 (美分/每片)	3.05	2.82	3.14	3.44
	yoy	-	-7.54%	11.35%	23.74%

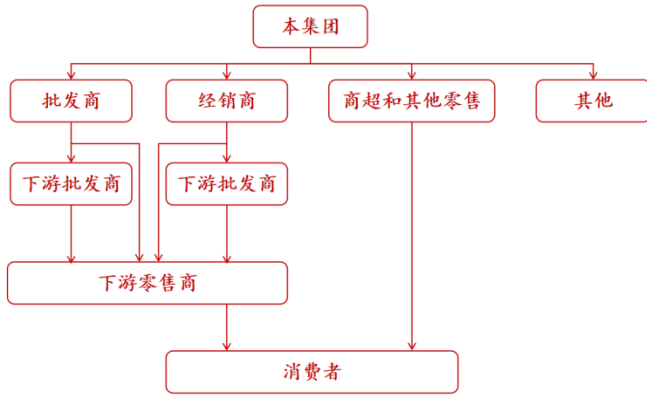
资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

3.3、广泛的销售网络与渠道布局

公司建立了覆盖非洲、拉丁美洲和中亚等地区的广泛销售网络, 与众多批发商、经销商、商超和零售商建立了长期稳定的合作关系。线下购买是非洲主要的消费模式, 由于人口高度分散, 成熟的渠道网络需要多年经营和维护, 不易被取代。由于城乡发展不均衡、交运物流网络发展不成熟, 消费产品要通过多层级的销售网络才能触达消费者。公司深耕非洲市场超过 15 年, 销售网络覆盖不同国家的大量批发市场、商超及小零售商, 可触达这些国家 80% 以上的本地人口, 通过与这些渠道伙伴的紧密合作, 实现了产品的广泛覆盖和高效销售。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, 有超过 2800 名客户。公司在开发销售渠道方面的丰富经验, 为在其他新兴市场复制成功经验奠定了坚实基础。由于非洲市场高度分散, 单体市场规模相对较小, 难以形成规模效应, 公司在开发销售渠道方面的先发优势在非洲构筑了深厚的进入壁垒。此外, 公司还积极拓展线上销售渠道, 通过电商平台进一步扩大市场覆盖面。

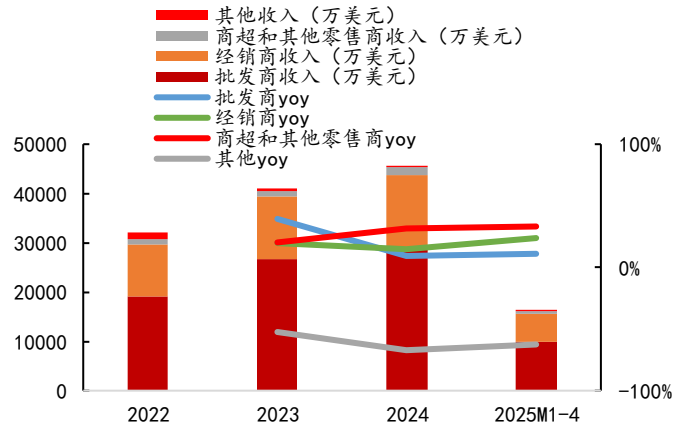
在渠道管理方面, 公司注重与渠道伙伴的沟通与协作, 定期开展培训和促销活动, 提升渠道伙伴的销售能力和服务水平。通过优化渠道结构和管理, 公司能够更好地控制销售成本, 提高销售效率, 从而在激烈的市场竞争中保持优势。

图表30: 公司销售渠道情况



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表31: 分渠道收入情况



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表32: 批发商数量情况 (个)

	2022	2023	2024	2025M1-4
年初批发商数目	1911	2003	2162	2225
年内新增批发商数目	667	698	747	479
年内扣除不活跃批发商数目	575	539	684	572
年末批发商数目	2003	2162	2225	2132

资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表33: 经销商数量情况 (个)

	2022	2023	2024	2025M1-4
年初经销商数目	257	293	410	461
年内新增经销商数目	86	131	127	56
年内扣除不活跃经销商数目	50	14	76	99
年末经销商数目	293	410	461	418

资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

四、盈利预测与估值

纸尿裤：作为公司收入基本盘，我们认为公司产能布局、产品品牌竞争力领先，预计以稳定的速度持续增长。预计公司 2025-2027 年纸尿裤收入达 3.8/4.3/4.7 亿美元，同比分别+12%/+11%/+10%。毛利率预计 2025-2027 年保持 33%的水平。

卫生巾：非洲女性卫生巾渗透率有望持续提升，我们预计公司 2025-2027 年卫生巾收入达 1.0/1.2/1.4 亿美元，同比分别+25%/+22%/+18%。毛利率考虑到规模效应，以及产品结构优化等，预计稳中有升，2025-2027 年预计为 36.0%/36.5%/37.0%。

婴儿拉拉裤：我们预计 2025-2027 年婴儿拉拉裤收入达 0.37/0.52/0.67 亿美元，同比分别+80%/+40%/+30%。毛利率 2025-2027 年预计保持稳定至 31%。

尿布和湿巾：我们预计 2025-2027 年尿布及湿巾收入达 0.22/0.30/0.40 亿美元，同比分别+50%/+40%/+30%。毛利率 2025-2027 年预计保持 45%。

综合来看，预计公司 2025-2027 年实现营收 5.4/6.3/7.1 亿美元，同比+18.5%/+16.1%/+14.1%，毛利率为 33.9%/34.1%/34.3%。

图表34：公司收入及毛利率预计（收入单位：百万美元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	319.9	411.4	454.4	538.4	625.3	713.7
YOY		28.6%	10.5%	18.5%	16.1%	14.1%
成本	246.4	267.6	294.2	356.0	412.2	469.2
毛利	73.5	143.7	160.2	182.5	213.1	244.5
毛利率	23.0%	34.9%	35.2%	33.9%	34.1%	34.3%
婴儿纸尿裤						
收入	250.7	324.0	341.9	383.0	425.1	467.6
YOY		29.2%	5.5%	12%	11%	10%
成本	193.0	208.7	224.8	256.6	284.8	313.3
毛利	57.7	115.2	117.1	126.4	140.3	154.3
毛利率(%)	23.0%	35.6%	34.3%	33.0%	33.0%	33.0%
卫生巾						
收入	43.1	61.7	77.5	96.8	118.1	139.4
YOY		43.3%	25.5%	25%	22%	18%
成本	35.0	43.0	47.8	62.0	75.0	87.8
毛利	8.1	18.7	29.7	34.9	43.1	51.6
毛利率(%)	18.8%	30.4%	38.4%	36.0%	36.5%	37.0%
婴儿拉拉裤						
收入	17.4	13.0	20.5	36.9	51.7	67.2
YOY		-25.0%	57.3%	80%	40%	30%
成本	13.1	9.5	14.7	25.5	35.7	46.4
毛利	4.3	3.6	5.8	11.4	16.0	20.8
毛利率(%)	24.9%	27.2%	28.3%	31.0%	31.0%	31.0%
尿布和湿巾						
收入	8.8	12.6	14.5	21.7	30.4	39.5
YOY		44.0%	14.6%	50%	40%	30%
成本	5.4	6.4	6.9	11.9	16.7	21.7
毛利	3.4	6.2	7.5	9.8	13.7	17.8
毛利率(%)	38.6%	49.1%	52.0%	45.0%	45.0%	45.0%

资料来源：wind，国盛证券研究所

费用率方面，我们预计公司正处于品牌及市场快速发展阶段，销售费用率或有小幅提升，预计 2025-2027 年公司销售费用率达 3.5%/3.6%/3.7%。管理费用率、研发费用率预计呈平稳趋势，分别保持 6.0%、0.1%。

预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1.13/1.33/1.52 亿美元，同比分别+18.5%/+17.8%/+14.7%，对应 EPS 分别为 0.19/0.22/0.25 美元，对应 2025 年 12 月

1 日收盘价 PE 为 20.4/17.4/15.1x。我们选取同样为个护行业的诺邦股份、洁雅股份、延江股份、豪悦护理作为可比公司，截至 2025 年 12 月 1 日，上述公司 2026 年 P/E 平均数为 24x，考虑到公司所处赛道具有高成长性，公司保持行业龙头地位，我们给予公司 2026 年 24x P/E，对应目标价 40.94 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表35: 可比公司相对估值

证券简称	股价及 EPS单位	股价 2025/12/1	EPS					PE						
			2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
诺邦股份	人民币元	17.57	0.21	0.47	0.54	0.75	0.92	1.10	57.65	29.53	32.75	23.44	19.20	16.04
洁雅股份	人民币元	31.37	1.74	1.42	0.24	0.79	1.06	1.39	19.45	24.35	130.87	39.79	29.61	22.57
延江股份	人民币元	11.72	0.11	0.06	0.08	0.17	0.40	0.58	86.70	107.94	142.93	68.34	29.58	20.10
豪悦护理	人民币元	32.60	2.72	2.83	2.50	1.48	1.86	2.24	19.04	15.99	18.09	22.00	17.52	14.57
平均数									45.71	44.45	81.16	38.39	23.98	18.32
乐舒适	美元	3.80		0.11	0.16	0.19	0.22	0.25		35.6	24.2	20.4	17.4	15.1

资料来源: wind, 国盛证券研究所; 注: 股价为 2025 年 12 月 1 日收盘价, 可比公司数据取自 wind 一致预期

五、风险提示

市场竞争加剧风险。非洲卫生用品市场竞争激烈，国际品牌凭借其强大的品牌影响力和技术创新能力，占据高端市场较大份额；而本地企业则通过低价策略和灵活的市场策略，在中低端市场展开激烈竞争。公司虽然在中高端市场具有一定的品牌优势，但若不能持续投入资源进行品牌建设和产品创新，可能面临市场份额被挤压的风险。此外，随着新进入者的不断增加，市场竞争可能进一步加剧，导致产品价格下降、利润空间压缩，对公司经营业绩产生不利影响。

国际政治环境波动。公司境外收入占比高，若经营地出现经济衰退、地缘博弈升级、关税及税制调整，将对供应链、订单交付及盈利水平形成负面扰动，存在业绩下修压力。

业务拓展不及预期。公司中长期成长依赖于新兴市场渗透与分销网络加密，若公司无法顺利开拓和管理当地经销商、批发商，或将影响公司收入和业绩增长。

原材料价格波动风险。公司的主要原材料包括绒毛浆、无纺布和高吸水性聚合物(SAP)等，其价格受国际大宗商品市场波动、供应商产能变化以及运输成本等多种因素影响。若未来原材料价格继续大幅波动，公司可能面临成本控制压力，若不能及时将成本转嫁至产品价格，将直接影响公司的盈利能力。

汇率波动风险。公司业务涉及多个国家和地区，收入和成本均使用多种货币进行结算，若某国汇率发生大幅变化，或影响公司收入、毛利率。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com