

乐舒适 (02698.HK)

从中国制造到中国品牌，卫生用品龙头亮剑非洲出海全球

买入 (首次)

2026年01月26日

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 阳靖

执业证书: S0600523020005

yangjing@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万美元)	411.37	454.39	544.97	643.78	746.10
同比(%)	28.59	10.46	19.93	18.13	15.89
归母净利润 (百万美元)	64.68	95.11	113.42	133.14	153.23
同比(%)	251.71	47.05	19.25	17.38	15.09
EPS-最新摊薄 (美元/股)	0.10	0.15	0.18	0.21	0.25
P/E (现价&最新摊薄)	40.84	27.77	23.29	19.84	17.24

股价走势



投资要点

- **乐舒适是非洲纸尿裤和卫生巾销量第一的跨国品牌。**乐舒适成立于2009年，2025年11月港股上市。公司主营产品为婴儿纸尿裤、卫生巾、婴儿拉拉裤及湿巾（2024年前述产品营收占比分别为75%、17%、5%、3%），主要销售市场为非洲等新兴市场（2024年非洲、拉美营收占比分别为98%、2%）。2024年公司在非洲婴儿纸尿裤和卫生巾销量市场份额分别为20.3%和15.6%，均位居市场第一。2024年营收/归母净利润分别为4.54亿美元/9500万美元，2022-2024年营收/归母净利润CAGR分别为19%/127%。
- **新兴市场卫生用品行业：增长较快，空间广阔，非洲市场较集中。**1) **非洲市场：**较高出生率+较低渗透率，卫生用品行业增速较快。2024年非洲婴儿纸尿裤、拉拉裤及卫生巾市场规模为38亿美元，2020-2024年CAGR6.8%，增速显著高于欧美中日（2020-2024年CAGR均在2%以下），我们认为主要源于非洲出生率较高，同时卫生用品渗透率较低。2) **其他新兴市场：**2024年拉美卫生用品市场规模77亿美元，约为非洲的2倍，但增长趋于平缓，2020-2024年CAGR约2.7%，我们判断主因拉美经济发展水平相对领先；中亚市场规模较小。
- **乐舒适如何成为非洲卫生用品销冠品牌？**1) **本地化生产及销售网络，形成优质性价比+快速响应能力。**乐舒适是非洲本地工厂布局数量最多的卫生用品公司，本地化生产有效降低了关税和运输成本，2024年乐舒适婴儿纸尿裤定价9~20.2美分/片，卫生巾定价4.5~8.5美分/片，价格带明显低于竞争对手。同时，公司在12个国家设立了18个销售分支机构，涵盖超过2,800家批发商、经销商、商超和其他零售商的广泛销售网络，有效满足基层市场需求。2) **构建多品牌和产品矩阵，与国际龙头形成定位差异化。**相较于国际品牌相对依赖全球统一品牌与产品标准，乐舒适针对非洲市场需求特点，推出丰富的品牌和产品矩阵。以婴儿纸尿裤为例，乐舒适旗下共6个子品牌，在定位和产品特点上形成互补，为消费者提供更多元的产品选择。
- **增长空间测算：我们认为乐舒适或存在5倍以上增长空间。**乐舒适在非洲销量市占率第一，增长主要来自非洲市场扩容；而在拉美和中亚市场则刚刚起步，市占率低，通过建立本地化生产和销售布局，有望复制非洲市场的成功经验。考虑非洲市场扩容和拉美市场市占率提升，长期看据我们简化测算，预计乐舒适规模有望达到27.2亿美元，较当前存在约5倍增长空间。
- **盈利预测与投资评级：**公司为非洲纸尿裤和卫生巾销量第一品牌，通过二十余年在非洲市场的积累，建立了本地化生产及销售网络以及多品牌产品矩阵的竞争壁垒，正在积极拓展拉丁美洲及中亚市场，有望复制非洲市场的成功。我们预计2025-2027年公司归母净利润1.13/1.33/1.53亿美元（以美元汇率7.00换算对应7.94/9.32/10.73亿元人民币），美元口径分别同比+19.3%/+17.4%/+15.1%，对应PE23/20/17X，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧，扩产进度不及预期，原材料价格波动，市场拓展不及预期等风险。

市场数据

收盘价(港元)	33.28
一年最低/最高价	28.42/36.80
市净率(倍)	18.88
港股流通市值(百万港元)	20,617.51

基础数据

每股净资产(美元)	0.23
资产负债率(%)	44.94
总股本(百万股)	619.52
流通股本(百万股)	619.52

相关研究

内容目录

1. 公司概况：快速成长的非洲卫生用品新星	5
1.1. 公司简介：非洲纸尿裤和卫生巾销量第一品牌.....	5
1.2. 发展历程：从外贸业务转型全产业链本地化企业.....	6
1.3. 股权结构：股权集中，创始人夫妇为第一大股东.....	7
1.4. 财务数据：盈利能力提升，存货周转加快.....	7
2. 新兴市场卫生用品行业：增长较快，空间广阔，非洲市场较集中	8
2.1. 非洲市场：较高出生率+较低渗透率，卫生用品行业增速较快	8
2.1.1. 纸尿裤：市场规模较大，稳健增长，集中度较高.....	9
2.1.2. 卫生巾：增长较快，市场规模和集中度低于纸尿裤.....	11
2.1.3. 拉拉裤：市场规模较小，增长趋势较好.....	12
2.2. 其他新兴市场：市场规模大于非洲，增速趋缓.....	12
3. 乐舒适如何成为非洲卫生用品销冠品牌？	14
3.1. 本地化生产及销售网络：优质性价比+快速响应能力	14
3.2. 多品牌和产品矩阵：与国际龙头形成定位差异化.....	16
4. 增长空间测算：我们认为乐舒适或存在 5 倍以上增长空间	18
5. 盈利预测和投资建议	20
5.1. 盈利预测.....	20
5.2. 投资建议.....	21
6. 风险提示	22

图表目录

图 1:	2024 年乐舒适营收产品构成情况.....	5
图 2:	2024 年乐舒适营收地区构成情况.....	5
图 3:	2022-2024 年乐舒适营收 CAGR19%.....	5
图 4:	2022-2024 年乐舒适归母净利润 CAGR127%.....	5
图 5:	乐舒适发展历程.....	6
图 6:	乐舒适股权结构图（截至 2025 年 12 月 10 日）.....	7
图 7:	2022-2024 年卫生巾收入占比提升.....	7
图 8:	2022-2024 年东非、拉美、中亚营收占比有所提升.....	7
图 9:	乐舒适毛利率、期间费用率及净利率.....	8
图 10:	乐舒适毛利率与原材料价格走势.....	8
图 11:	乐舒适分产品类型毛利率走势.....	8
图 12:	乐舒适存货周转天数.....	8
图 13:	婴儿纸尿裤、拉拉裤及卫生巾市场规模.....	9
图 14:	婴儿纸尿裤、拉拉裤及卫生巾市场规模 CAGR.....	9
图 15:	非洲、拉美地区出生率在全球领先.....	9
图 16:	非洲纸尿裤行业规模.....	10
图 17:	非洲卫生巾行业规模.....	11
图 18:	2020-2024CAGR.....	12
图 19:	拉丁美洲婴儿纸尿裤市场规模及 CAGR.....	12
图 20:	中亚婴儿纸尿裤市场规模.....	12
图 21:	拉美和中亚经济发展水平相对高于非洲.....	13
图 22:	拉丁美洲卫生巾市场规模及 CAGR.....	13
图 23:	中亚卫生巾市场规模及 CAGR.....	13
图 24:	拉丁美洲婴儿拉拉裤市场规模及 CAGR.....	14
图 25:	中亚婴儿拉拉裤市场规模及 CAGR.....	14
图 26:	乐舒适非洲产能布局情况.....	15
图 27:	乐舒适构建了下沉的渠道结构.....	16
图 28:	乐舒适增长空间测算简化示意图.....	18
图 29:	非洲婴儿纸尿裤、拉拉裤市场渗透率较低.....	19
图 30:	非洲卫生巾市场渗透率较低.....	19
图 31:	2024 年 0-3 岁婴儿人均纸尿裤消费金额.....	19
图 32:	2023 年非洲和中国名义人均 GDP 对比.....	19
表 1:	2024 年乐舒适在非洲纸尿裤销量排名第一.....	10
表 2:	2024 年乐舒适在非洲卫生巾销量排名第一.....	11
表 3:	Softcare 纸尿裤较竞争对手具有性价比优势.....	14
表 4:	Softcare 卫生巾较竞争对手具有性价比优势.....	15
表 5:	乐舒适婴儿纸尿裤多品牌矩阵，覆盖中高端到大众市场.....	16
表 6:	乐舒适婴儿拉拉裤多品牌矩阵.....	17
表 7:	乐舒适婴儿卫生巾多品牌矩阵，覆盖中高端到大众市场.....	17
表 8:	乐舒适湿巾多品牌矩阵，覆盖中高端到大众市场.....	17

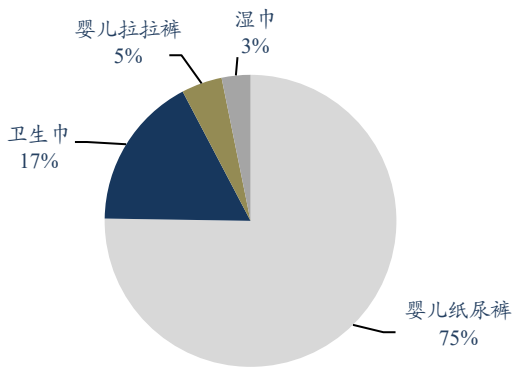
表 9: 乐舒适营收预测.....	20
表 10: 乐舒适上市募资用途中的扩产计划.....	21
表 11: 可比公司估值.....	22

1. 公司概况：快速成长的非洲卫生用品新星

1.1. 公司简介：非洲纸尿裤和卫生巾销量第一品牌

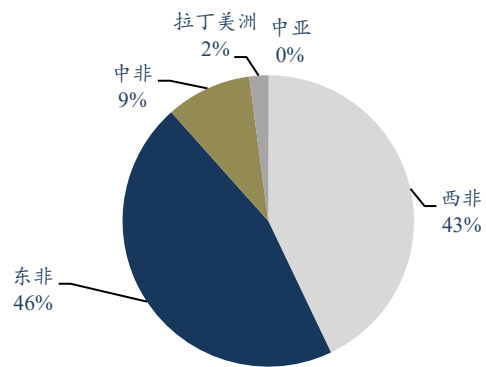
乐舒适是非洲纸尿裤和卫生巾销量第一的跨国品牌。乐舒适成立于 2009 年，2025 年 11 月港股上市。公司主营产品为婴儿纸尿裤、卫生巾、婴儿拉拉裤及湿巾（2024 年前述产品营收占比分别为 75%、17%、5%、3%），主要销售市场为非洲等新兴市场（2024 年非洲、拉美营收占比分别为 98%、2%）。根据弗若斯特沙利文数据，以 2024 年销量计，公司在非洲婴儿纸尿裤和卫生巾市场份额分别达到 20.3%和 15.6%，均位居市场第一。2024 年公司营收/归母净利润分别为 4.54 亿美元/9500 万美元，2022-2024 年公司营收/归母净利润 CAGR 分别为 19%/127%。

图1：2024 年乐舒适营收产品构成情况



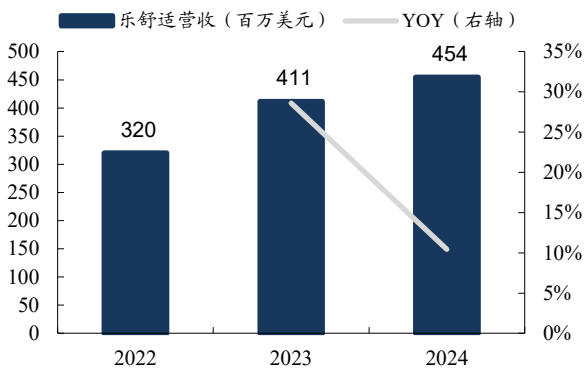
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2024 年乐舒适营收地区构成情况



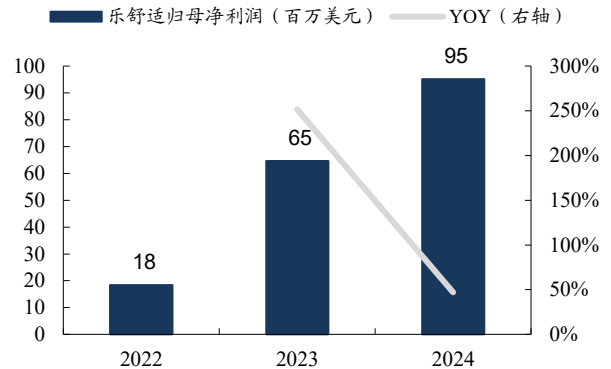
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：2022-2024 年乐舒适营收 CAGR19%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2022-2024 年乐舒适归母净利润 CAGR127%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 发展历程：从外贸业务转型全产业链本地化企业

乐舒适的发展历程是典型的中国制造业出海与本土化深耕样本。公司脱胎于森大集团的快速消费品业务（森大集团：成立于2004年，深耕非洲贸易，成功孵化了乐舒适公司，由乐舒适创始人沈延昌、杨艳娟夫妇创立），通过精准把握新兴市场需求，逐步完成了从贸易分销到本土化制造、再到品牌独立运营的进化。其核心成长逻辑在于将中国成熟的供应链与生产管理模式，系统性地复制并适配于非洲等高增长、低渗透的新兴市场。

第一阶段：品牌孵化与渠道探索（2009-2017年）。2009年乐舒适作为森大集团内部业务分部于加纳诞生，以Softcare品牌切入西非婴儿纸尿裤市场，初期采用“中国生产、非洲销售”模式。公司快速构建多品牌矩阵（如Maya, Veesper），并依托森大集团成熟的经销网络进行渠道下沉，深入社区与村镇，初步建立了广泛的终端覆盖。

第二阶段：战略转型与产能本地化（2018-2021年）。2018年是关键转折点，公司启动“供应链革命”，在加纳建设首条生产线，开始从贸易商向制造商转型。本土化生产有效规避了高额关税、缩短了供应链周期，使公司能够以极致性价比（单片纸尿裤售价低至约8.3美分）快速抢占市场。至2021年，公司已初步建立起跨越多国的本地产能。

第三阶段：独立运营与加速扩张（2022年至今）。2022年，乐舒适从森大集团分拆并成立为独立运营平台，以聚焦卫生用品赛道。此后公司进入加速扩张期：产能方面，截至2025年4月，在非洲8国拥有8个生产基地及51条生产线，婴儿纸尿裤年产能超63亿片。市场地位方面，以2024年销量计，在非洲婴儿纸尿裤和卫生巾市场的份额分别达到20.3%和15.6%，均排名第一。公司于2025年11月成功在港交所主板上市。

图5：乐舒适发展历程

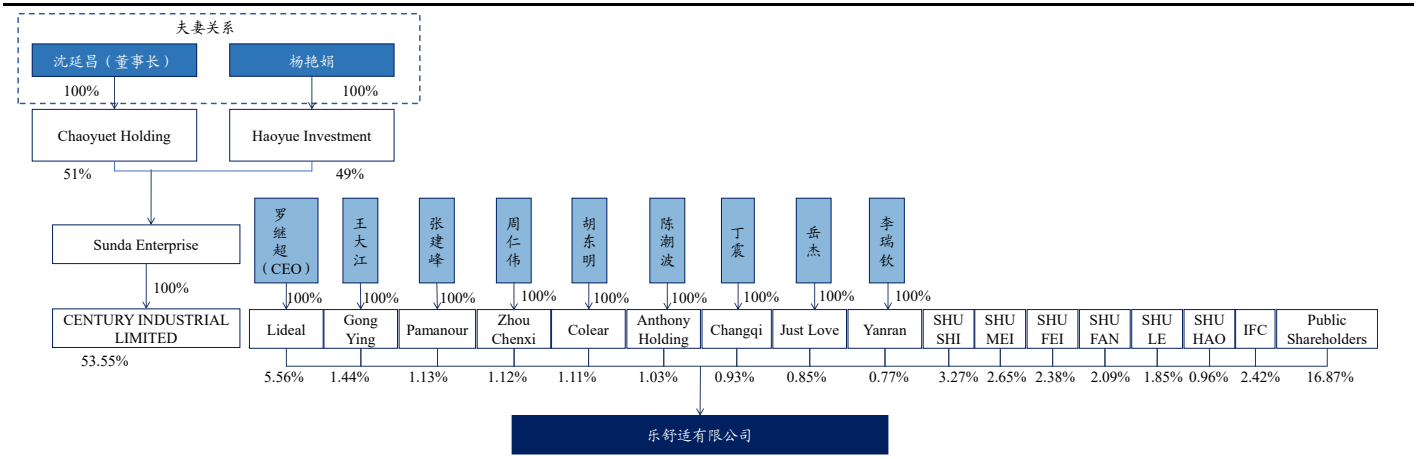


数据来源：乐舒适招股说明书，东吴证券研究所

1.3. 股权结构：股权集中，创始人夫妇为第一大股东

公司股权结构集中，实控人及第一大股东为创始人沈延昌和杨艳娟夫妇。截至2025/12/10，公司第一大股东 Century BVI 持股 53.55%，Century BVI 由创始人沈延昌及其妻子杨艳娟分别通过 BVI 持有 51% 和 49% 的股份。乐舒适 CEO 罗继超（持股 5.56%），非执行董事及森大集团高管周仁伟等原始股东通过各自的 BVI 公司合计持股 13.96%，员工持股平台合计持股 12.2%，IFC 持股 2.42%，公众股东持股 16.87%（其中基石投资人合计持股 6.65%）。

图6：乐舒适股权结构图（截至 2025 年 12 月 10 日）

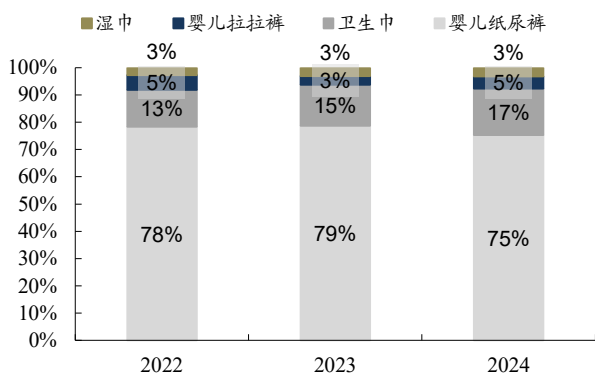


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.4. 财务数据：盈利能力提升，存货周转加快

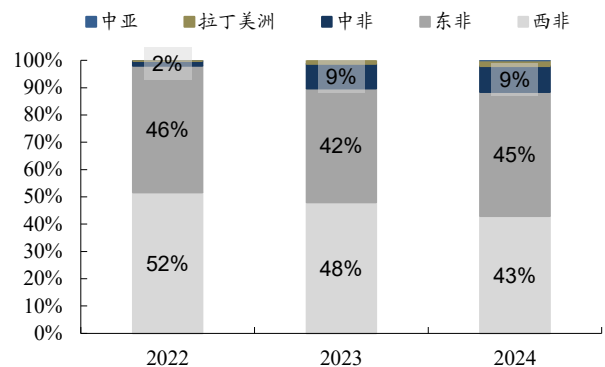
从营收结构看，公司产品结构和地区构成逐步多元化。从产品结构看，2022-2024 年纸尿裤收入占比从 78% 下降至 75%，卫生巾收入占比从 13% 提升至 17%；从地区构成看，2022-2024 年非洲营收占比从 99.9% 下降至 97.9%，拉丁美洲营收占比从 0.1% 提升至 2.1%。由此可见公司正在积极拓展多品类及拉美等增量市场。

图7：2022-2024 年卫生巾收入占比提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

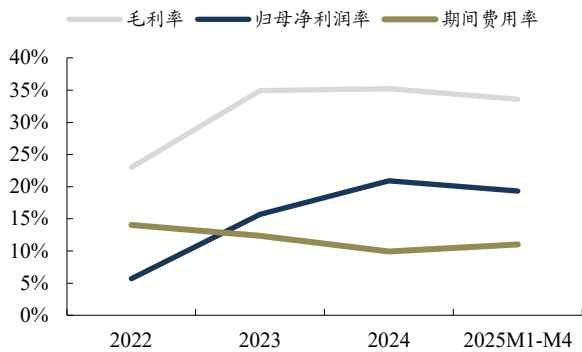
图8：2022-2024 年东非、拉美、中亚营收占比有所提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

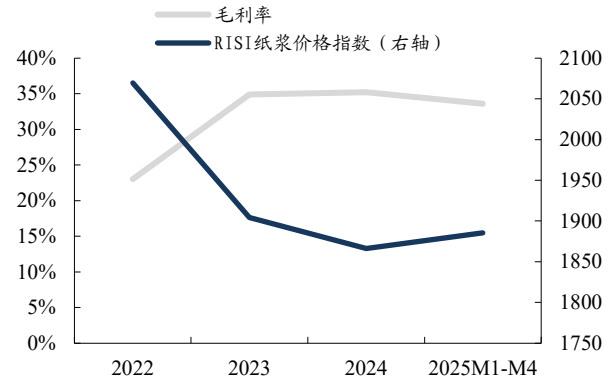
从盈利水平看，2022-2024 年公司归母净利率逐年显著提升。2022-2024 年乐舒适毛利率从 23.0% 提升至 35.2%，主要受益于纸浆、无纺布、SAP 等原材料价格下降。结合期间费用率持续优化，2022-2024 年公司归母净利率从 5.7% 显著提升至 20.9%。分产品看，2022-2024 年各产品毛利率均有所提升，其中湿巾和卫生巾毛利率提升幅度较大，毛利率水平相对较高，拉拉裤毛利率水平相对平稳。

图9：乐舒适毛利率、期间费用率及净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

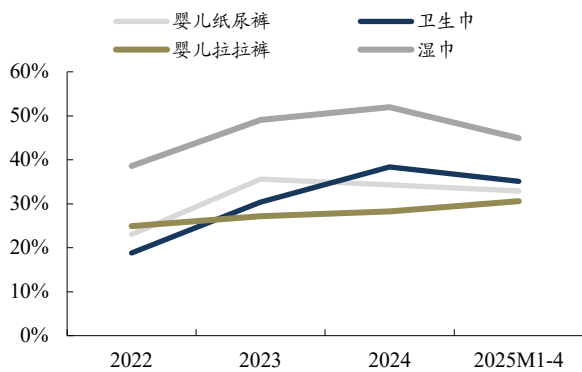
图10：乐舒适毛利率与原材料价格走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

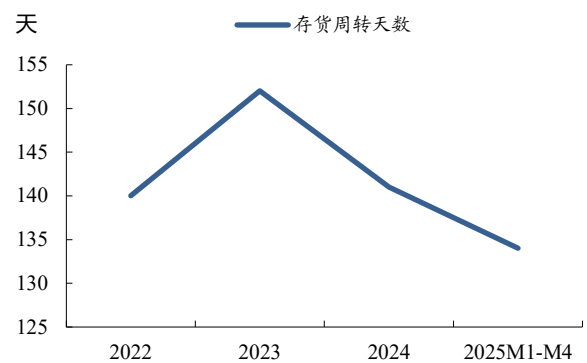
从存货周转看，2022-2024 年乐舒适存货周转天数经历了先延长、后改善的过程。2022/2023/2024 年公司存货周转天数分别为 140/152/141 天，2023 年存货周转天数有所延长，我们判断主因 2023 年原材料价格显著下降，公司相应增加了备货，2024 年随扩产及销售增加，存货周转天数回落，2025 年以来进一步缩短。

图11：乐舒适分产品类型毛利率走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：乐舒适存货周转天数



数据来源：Wind，东吴证券研究所

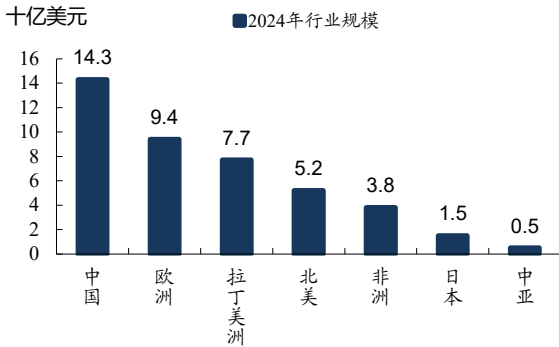
2. 新兴市场卫生用品行业：增长较快，空间广阔，非洲市场较集中

2.1. 非洲市场：较高出生率+较低渗透率，卫生用品行业增速较快

非洲卫生用品市场规模不及中国和欧美，但增速显著领先。从行业规模看，2024 年

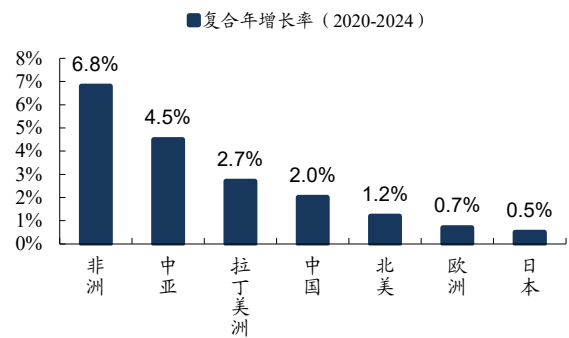
中国/欧洲/拉丁美洲/北美/非洲/日本/中亚婴儿纸尿裤、拉拉裤及卫生巾市场规模分别为143/94/77/52/38/15/5 亿美元，非洲市场规模不及中国和欧美发达国家。从增速角度看，2020-2024 年非洲/中亚/拉丁美洲/中国/北美/欧洲/日本婴儿纸尿裤、拉拉裤及卫生巾市场规模 CAGR 分别为 6.8%/4.5%/2.7%/2.0%/1.2%/0.7%/0.5%，非洲、中亚、拉丁美洲卫生用品市场增长趋势较好，显著快于欧美地区。

图13: 婴儿纸尿裤、拉拉裤及卫生巾市场规模



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

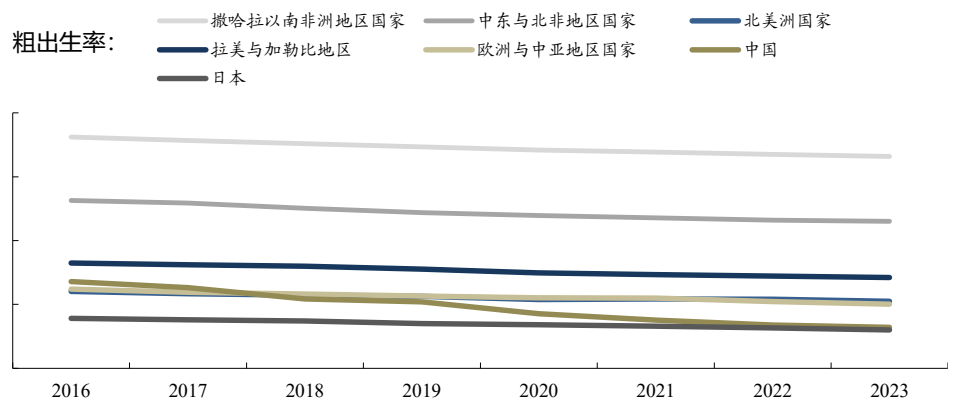
图14: 婴儿纸尿裤、拉拉裤及卫生巾市场规模 CAGR



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

非洲卫生用品市场较快增长主要来自高出生率及渗透率提升驱动。据世界银行，2023 撒哈拉以南非洲地区、中东与北非地区国家人口粗出生率分别为 3.32%、2.30%，显著高于北美洲 (1.05%)、中国 (0.64%)、日本 (0.60%)。另一方面，由于经济欠发达，非洲地区卫生用品渗透率较低，2024 年非洲婴儿纸尿裤和拉拉裤市场渗透率约 20%、卫生巾市场渗透率约 30%，我们判断非洲地区卫生用品渗透率处于持续提升过程，驱动卫生用品市场规模的较快增长。

图15: 非洲、拉美地区出生率在全球领先



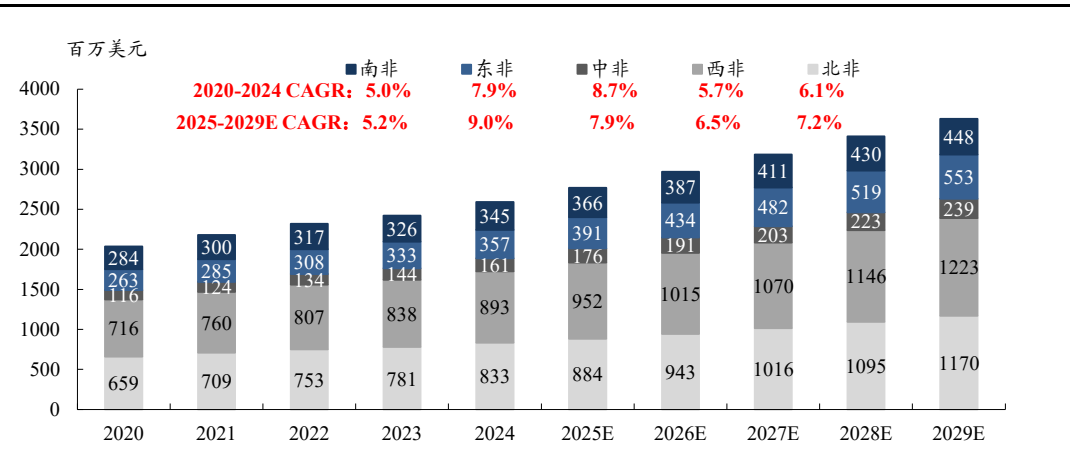
数据来源: 世界银行, 东吴证券研究所

2.1.1. 纸尿裤: 市场规模较大, 稳健增长, 集中度较高

- 行业规模: 2024 年 26 亿美元, 2020-2024 年 CAGR6.2%

2020-2024 年非洲纸尿裤市场规模从 20 亿美元增至 26 亿美元，CAGR6.2%。2024 年非洲纸尿裤市场中南非、东非、中非、西非和北非的占比分别为 13%/14%/6%/34%/32%。南非市场规模从 2.84 亿美元增至 3.45 亿美元，CAGR5.0%；东非市场规模从 2.63 亿美元增至 3.57 亿美元，CAGR7.9%；中非市场规模从 1.16 亿美元增至 1.61 亿美元，CAGR8.7%；西非市场规模从 7.16 亿美元增至 8.93 亿美元，CAGR6.5%；北非市场规模从 6.59 亿美元增至 8.44 亿美元，CAGR6.1%。在非洲人口持续增长和城市化进程加快的背景下，消费者对婴儿护理产品的需求日益增加，带动非洲纸尿裤市场较快增长。

图16：非洲纸尿裤行业规模



数据来源：乐舒适招股说明书，东吴证券研究所

➤ 竞争格局：2024 年销量 CR5 为 61%，乐舒适排名销量第一、销售额第二

非洲纸尿裤市场竞争格局较为集中，2024 年前五大品牌销量市场份额合计达到 61%。2024 年乐舒适纸尿裤销量 40 亿片、销售额 3.34 亿美元，销量、销售额市占率分别为 20.3%、17.2%，排名销量第一、销售额第二。其中乐舒适纸尿裤销量在 2023-2024 年增长 10.2%，远高于其他竞争者。

表1：2024 年乐舒适在非洲纸尿裤销量排名第一

公司	2024 年婴儿纸尿裤销量 (百万片)	2023-2024 销量增长率	2024 年销量市场份额	2024 年销售收入市场份额
Softcare	4,059.9	10.2%	20.3%	17.2%
公司 A	3,476.3	0.5%	17.4%	20.7%
公司 B	1,800.4	3.0%	9.0%	9.1%
公司 C	1,748.9	3.5%	8.7%	9.8%
公司 D	1,150.1	5.3%	5.8%	4.2%
前五大参与者合计	12,235.6		61.2%	61.0%
其他厂商			38.8%	39.0%

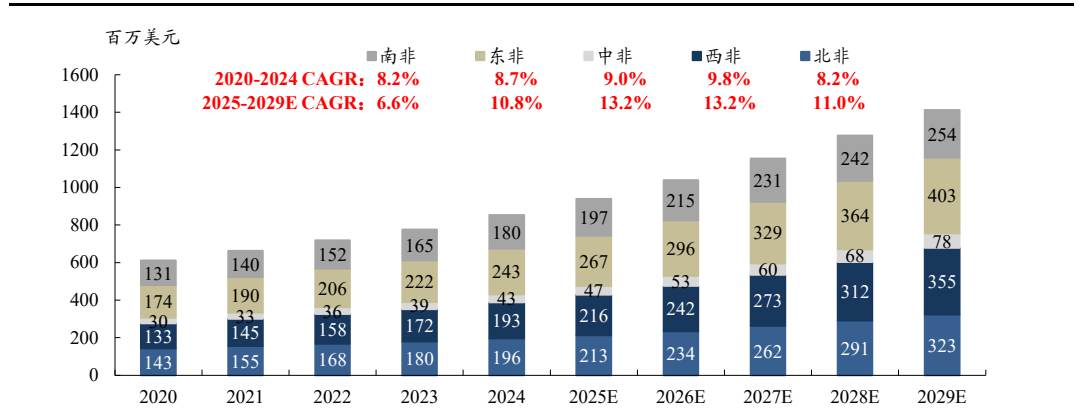
数据来源：乐舒适招股说明书，东吴证券研究所

2.1.2. 卫生巾：增长较快，市场规模和集中度低于纸尿裤

➤ 行业规模：2024 年 8.5 亿美元，2020-2024 年 CAGR8.7%

2020-2024 年非洲卫生巾市场规模从 6 亿美元增至 8.5 亿美元，CAGR8.7%。2024 年非洲卫生巾市场中南非、东非、中非、西非和北非的占比分别为 21%/28%/5%/23%/23%。南非市场规模从 1.31 亿美元增至 1.80 亿美元，CAGR8.2%；东非市场规模从 1.74 亿美元增至 2.43 亿美元，CAGR8.7%；中非市场规模从 0.30 亿美元增至 0.43 亿美元，CAGR9.0%；西非市场规模从 1.33 亿美元增至 1.93 亿美元，CAGR9.8%；北非市场规模从 1.43 亿美元增至 1.96 亿美元，CAGR8.2%。随着经济水平的提升和消费者健康意识的增加，女性对卫生巾等个人护理产品的需求不断上升。

图17：非洲卫生巾行业规模



数据来源：乐舒适招股说明书，东吴证券研究所

➤ 竞争格局：2024 年销量 CR5 为 41.3%，乐舒适排名销量第一、销售额第二

卫生巾市场竞争格局较为集中，2024 年前五大品牌合计市场份额为 39.8%。2024 年乐舒适卫生巾销量 1606 万片、销售额 7620 万美元，销量、销售额市占率分别为 11.9%、15.6%，排名销量第一、销售额第二。其中乐舒适卫生巾销量在 2023-2024 年增长 22.0%，远高于其他竞争者。

表2：2024 年乐舒适在非洲卫生巾销量排名第一

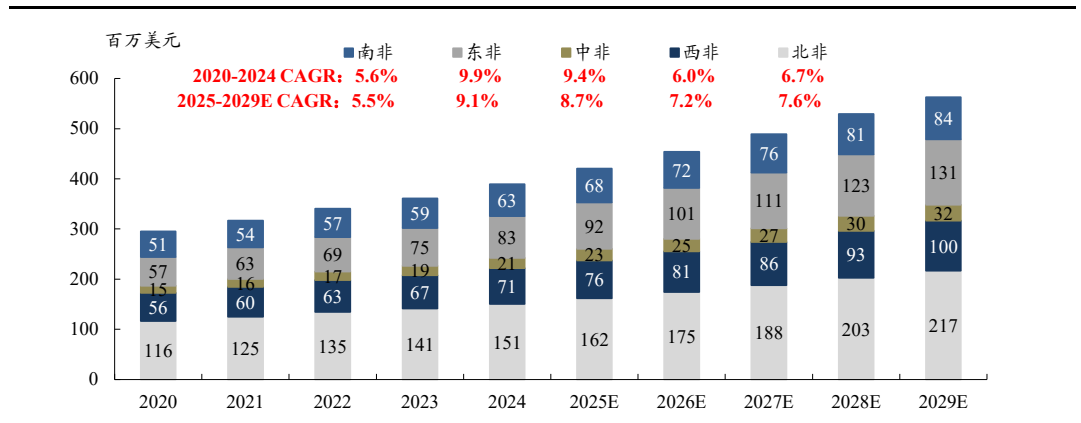
公司	2024 年卫生巾销量 (百万片)	2023-2024 增长率	2024 年销量市场份额	2024 年销售收入 市场份额
Softcare	1,606.0	22.0%	15.6%	11.9%
公司 A	1,108.0	10.4%	10.8%	16.5%
公司 C	695.8	13.7%	6.8%	8.1%
公司 E	395.0	7.2%	3.8%	2.8%
公司 F	290.0	9.4%	2.8%	2.0%
前五大参与者合计	4,094.8		39.8%	41.3%
其他厂商			60.2%	58.7%

数据来源：乐舒适招股说明书，东吴证券研究所

2.1.3. 拉拉裤：市场规模较小，增长趋势较好

2020-2024 年非洲拉拉裤市场规模从 3.0 亿美元增至 3.9 亿美元，CAGR7.2%。2024 年非洲拉拉裤市场中南非、东非、中非、西非和北非的占比分别为 16%/21%/5%/18%/39%。2020-2024 年非洲拉拉裤市场稳步增长，尤其是东非和中非，得益于年轻人口的增加和中产阶级的崛起，同时品牌本地化和产品创新推动了市场扩张。

图 18: 2020-2024CAGR

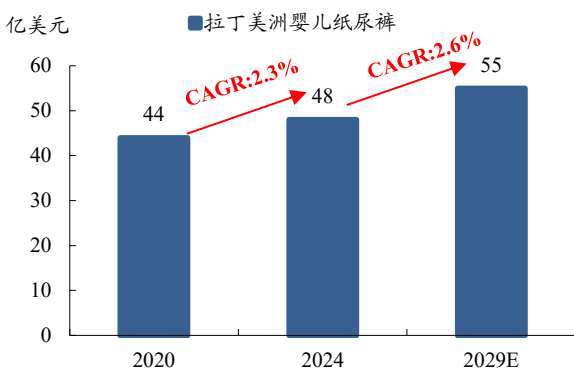


数据来源：乐舒适招股说明书，东吴证券研究所

2.2. 其他新兴市场：市场规模大于非洲，增速趋缓

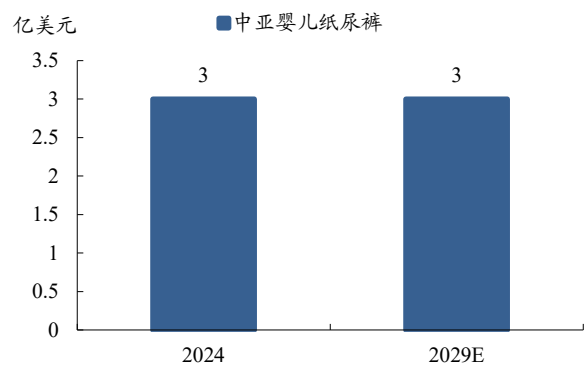
拉丁美洲和中亚纸尿裤市场增长趋于平缓。2024 年拉丁美洲婴儿纸尿裤市场规模 48 亿美元，2020-2024 年 CAGR 为 2.3%。相比非洲纸尿裤市场，拉丁美洲规模更大，但增长相对平稳，我们判断主因拉美地区出生率低于非洲，而由于经济水平高于非洲，纸尿裤渗透率也相对高于非洲（2023 年拉美和加勒比海、中亚、非洲地区人均名义 GDP 分别为 10583、5459、1898 美元）。据弗若斯特沙利文，2024 年中亚婴儿纸尿裤市场规模 3 亿美元，预计 2024-2029 年期间中亚婴儿纸尿裤市场保持平稳发展。

图 19: 拉丁美洲婴儿纸尿裤市场规模及 CAGR



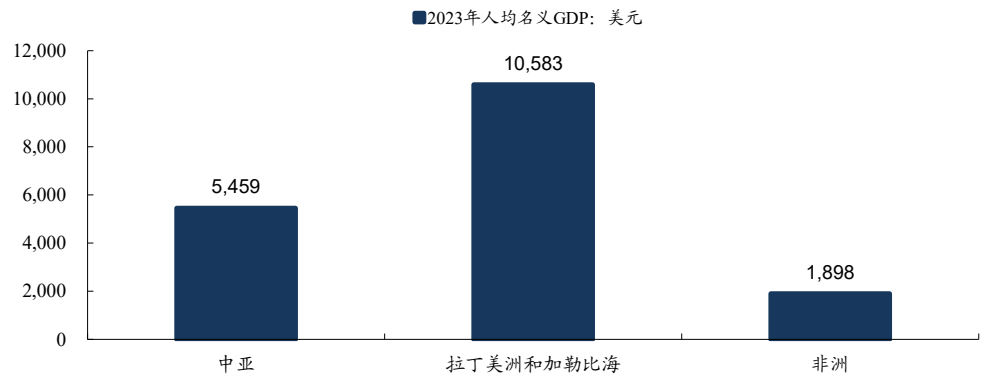
数据来源：乐舒适招股说明书，东吴证券研究所

图 20: 中亚婴儿纸尿裤市场规模



数据来源：乐舒适招股说明书，东吴证券研究所

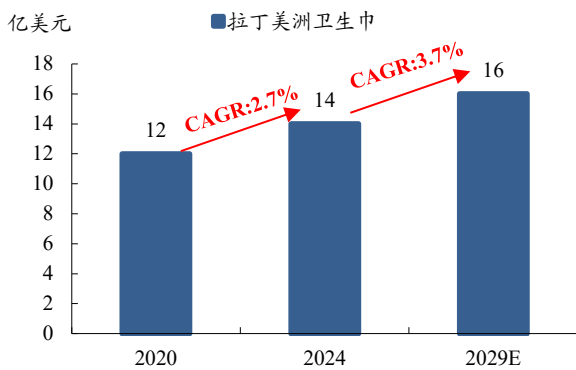
图21: 拉美和中亚经济发展水平相对高于非洲



数据来源: 乐舒适招股说明书, 东吴证券研究所

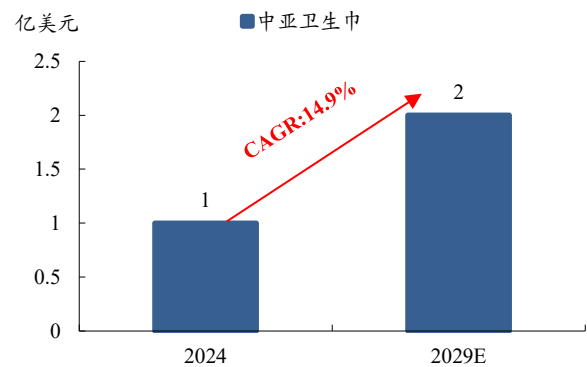
拉丁美洲卫生巾市场增长趋于平缓, 中亚卫生巾增长较快。2024年拉丁美洲卫生巾市场规模14亿美元, 2020-2024年CAGR为2.7%。相比非洲卫生巾市场, 拉丁美洲规模更大, 但增长相对平稳, 我们判断主因拉美地区卫生巾渗透率相对高于非洲。据弗若斯特沙利文, 2024年中亚卫生巾市场规模1亿美元, 预计2024-2029年期间中亚卫生巾市场规模有望实现翻倍, CAGR为14.9%, 我们判断主因中亚女性卫生巾使用率较低, 随着经济水平和城市化率的提升, 卫生巾使用率有望加快提升。

图22: 拉丁美洲卫生巾市场规模及CAGR



数据来源: 乐舒适招股说明书, 东吴证券研究所

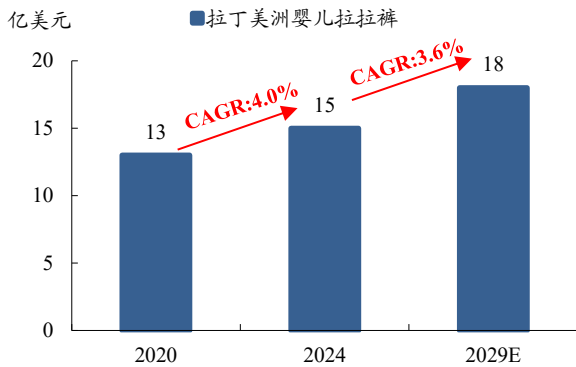
图23: 中亚卫生巾市场规模及CAGR



数据来源: 乐舒适招股说明书, 东吴证券研究所

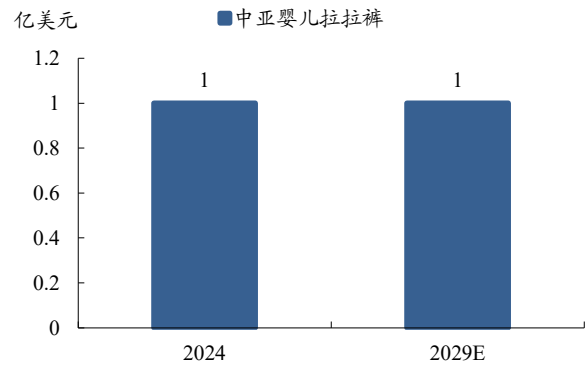
拉丁美洲婴儿拉拉裤市场增长相对快于纸尿裤和卫生巾, 中亚拉拉裤市场发展平稳。2024年拉丁美洲婴儿拉拉裤市场规模15亿美元, 2020-2024年CAGR为4.0%, 相较拉美纸尿裤及卫生巾市场规模增速略快, 我们认为可能由于拉拉裤作为消费升级品类, 拉美市场渗透率仍在提升。2024年中亚拉拉裤市场规模1亿美元, 据弗若斯特沙利文, 预计到2029年维持该规模。

图24: 拉丁美洲婴儿拉拉裤市场规模及 CAGR



数据来源: 乐舒适招股说明书, 东吴证券研究所

图25: 中亚婴儿拉拉裤市场规模及 CAGR



数据来源: 乐舒适招股说明书, 东吴证券研究所

乐舒适在拉美及中亚市场处于起步初期, 未来增长空间较大。我们认为, 尽管拉丁美洲和中亚纸尿裤市场自身增长趋于平缓, 但由于乐舒适进驻时间较晚 (约 2020 年进驻拉丁美洲, 2024 年进驻中亚), 当前处于起步初期, 而依靠本地化生产带来的性价比定位及灵活响应能力, 有望在当地复制非洲市场的成功, 实现市占率的快速提升。

3. 乐舒适如何成为非洲卫生用品销冠品牌?

3.1. 本地化生产及销售网络: 优质性价比+快速响应能力

乐舒适定价在同行龙头中相对较低。乐舒适 2009 年进入非洲市场, 相较于同行国际龙头并不具备明显的先发优势 (金佰利 1930 年代、宝洁 1970 年代、Hayat 集团 2019 年、恒安集团 2013 年入驻非洲市场), 然而经过十余年发展, 乐舒适登顶非洲纸尿裤和卫生巾销量第一品牌, 我们认为与其性价比定位有重要的关系。在非洲纸尿裤及卫生巾销量前五公司中, 乐舒适婴儿纸尿裤定价 9~20.2 美分/片, 卫生巾定价 4.5~8.5 美分/片, 价格带明显较低, 相对更匹配经济欠发达地区居民的消费能力。

表3: Softcare 纸尿裤较竞争对手具有性价比优势

公司	2024 年婴儿纸尿裤销量市场份额	零售价格(美分/片)
Softcare	中高档、中端及大众市场	9.0 至 20.0
公司 A	高端及中高档	18.0 至 25.0
公司 B	中高档及中端	12.0 至 18.0
公司 C	中端及大众市场	20.0 至 28.0
公司 D	中端及大众市场	7.0 至 13.0

数据来源: 乐舒适招股说明书, 东吴证券研究所

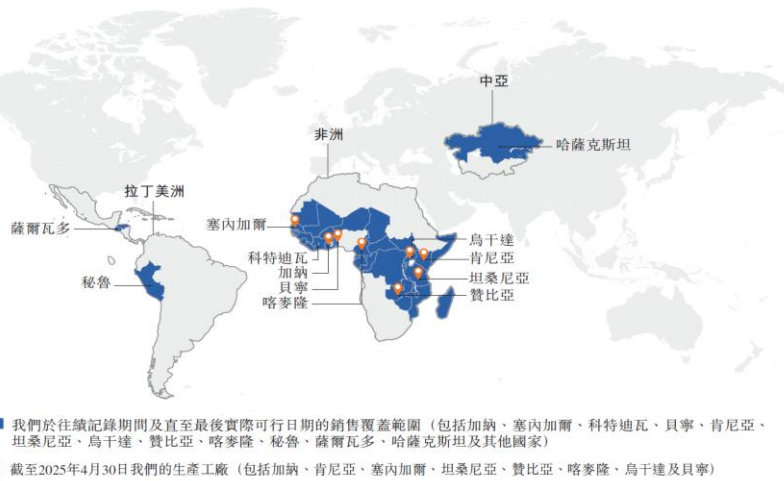
表4: Softcare 卫生巾较竞争对手具有性价比优势

公司	2024 年卫生巾销量市场份额	零售价格(美分/片)
Softcare	中高档、中端及大众市场	4.5 至 8.5
公司 A	高端及中高档	7.5 至 13.0
公司 C	高端及中高档	8.0 至 13.5
公司 E	中高档	7.5 至 8.5
公司 F	中高档及终端	5.5 至 8.0

数据来源: 乐舒适招股说明书, 东吴证券研究所

乐舒适性价比定位受益于其高度本地化生产布局。2018 年乐舒适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, 搭建了以跨国制造为核心并且稳健的全球供应链体系。根据弗若斯特沙利文数据, 当前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, 乐舒适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, 乐舒适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 6,301.2 百万片、婴儿拉拉裤 352.1 百万片、卫生巾 2,854.1 百万片及湿巾 9,303.5 百万片。得益于高度本地化的生产模式, 乐舒适有效降低了关税和运输成本, 实现更低市场定价的同时兼顾可观的盈利水平, 此外, 本地化生产也使得公司应对市场需求变化更加灵活调整生产计划, 提高整体运营效率。

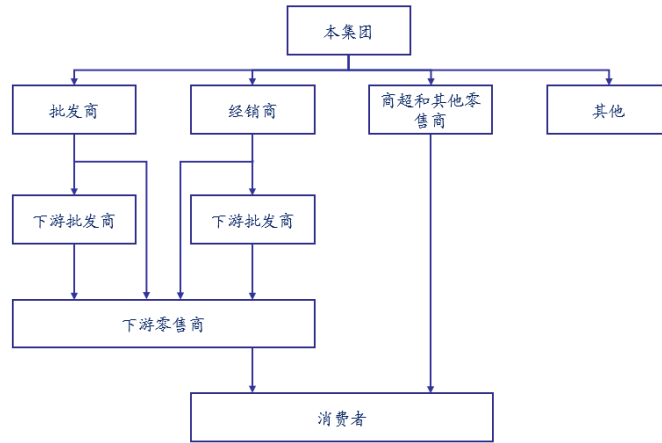
图26: 乐舒适非洲产能布局情况



数据来源: 乐舒适招股说明书, 东吴证券研究所

除本地化生产外, 广泛而下沉的本地销售网络也是乐舒适相较国际龙头的优势之一。公司销售网络遍及非洲、拉美和中亚 30 多个国家, 截至 2025 年 4 月 30 日, 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。相较国际龙头更多依赖大型商超、连锁店等现代零售业态, 公司利用摩托车、小货车等工具深入最偏远的乡村, 触达国际品牌难以覆盖的“最后一公里”, 更有效满足基层市场需求。

图27: 乐舒适构建了下沉的渠道结构



数据来源：乐舒适招股说明书，东吴证券研究所

3.2. 多品牌和产品矩阵：与国际龙头形成定位差异化



乐舒适构建了丰富的品牌和产品矩阵，更灵活满足当地市场需求。相较国际品牌相对依赖全球统一品牌与产品标准，乐舒适针对非洲市场需求特点，推出丰富的品牌和产品矩阵。以婴儿纸尿裤为例，2009-2023 年期间乐舒适旗下先后推出 6 个子品牌，在定位和产品特点上形成互补，为消费者提供更多元的产品选择。同时，乐舒适产品单价位于 6.2-12.2 美分/片区间，较国际品牌宝洁 18-25 美分/片、金佰利 20-28 美分/片定价明显更低，具有明显的性价比优势。

表5: 乐舒适婴儿纸尿裤多品牌矩阵，覆盖中高端到大众市场

品牌	婴儿纸尿裤	推出年份	定位及特点	2025M1-M4 平均售价 (美分/片)	产品尺寸	SKU
Softcare GOLD		2009	<ul style="list-style-type: none"> Softcare 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 质量优良，价格实惠，是市面上最具性价比的选择之一 	8.7	小码、中码、大码、加大码	87
Cuettie		2013	<ul style="list-style-type: none"> 大众市场产品线 专为补足婴儿纸尿裤的基本功能而设 质量合理，价格实惠 	6.8	小码、中码、大码、加大码	49
Softcare PREMIUM SOFT		2017	<ul style="list-style-type: none"> 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	小码、中码、大码、加大码、加加大大码	79
Maya		2019	<ul style="list-style-type: none"> 中端产品线 物有所值 	6.2	小码、中码、大码、加大码	11
Veesper		2020	<ul style="list-style-type: none"> 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	小码、中码、大码、加大码、加加大大码	14
Softcare SPACE		2023	<ul style="list-style-type: none"> 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	小码、中码、大码、加大码	23

数据来源：乐舒适招股说明书，东吴证券研究所

表6: 乐舒适婴儿拉拉裤多品牌矩阵

品牌	婴儿拉拉裤	推出年份	定位及特点	2025M1-M4 平均售价 (美分/片)	产品尺寸	SKU
Softcare GOLD		2018	<ul style="list-style-type: none"> Softcare 的核心产品线, 针对中高端消费者 采用柔软底层, 触感更为柔软 	9.4	中码、大码及加大码	18
Cuettie		2020	<ul style="list-style-type: none"> 大众市场产品线 质量合理, 价格实惠 	7.5	中码、大码	2



数据来源: 乐舒适招股说明书, 东吴证券研究所

表7: 乐舒适婴儿卫生巾多品牌矩阵, 覆盖中高端到大众市场

品牌	卫生巾	推出年份	定位及特点	2025M1-M4 平均售价 (美分/片)	产品尺寸	SKU
Softcare		2013	<ul style="list-style-type: none"> 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	8片、10片、12片、14片及15片	34
Softcare Model S		2024	<ul style="list-style-type: none"> 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	8片	1
Softcare Smart		2022	<ul style="list-style-type: none"> 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	12片、18片	3
Veesper		2020	<ul style="list-style-type: none"> 拉丁美洲市场品牌设计及材料方面与 Softcare 卫生巾相似 	4.6	10片	4
ClinClear		2010	<ul style="list-style-type: none"> 大众市场产品线质量合理, 价格实惠 	3.4	10片	2

数据来源: 乐舒适招股说明书, 东吴证券研究所

表8: 乐舒适湿巾多品牌矩阵, 覆盖中高端到大众市场

品牌	湿巾	推出年份	定位及特点	2025M1-M4 平均售价 (美分/片)	产品尺寸	SKU
Softcare		2019	<ul style="list-style-type: none"> 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袋装 	1	10片、40片、64片及80片	11
Veesper		2020	<ul style="list-style-type: none"> 拉丁美洲市场品牌设计及材料方面与 Softcare 湿巾相似 	0.6	120片	3

数据来源: 乐舒适招股说明书, 东吴证券研究所

4. 增长空间测算：我们认为乐舒适或存在 5 倍以上增长空间

简单拆解乐舒适增长空间=乐舒适市占率*市场空间。从前文分析可知，乐舒适当前在非洲市场建立了较强的竞争优势，正在加快布局拉美及中亚等其他新兴市场。

1) 从市场角度看，非洲和拉美、中亚卫生用品市场特点存在区别：①非洲：目前卫生用品渗透率较低，未来市场有望扩容，②拉美：经济水平相对发达，增长趋缓但市场规模较大，③中亚市场规模偏小。

2) 从市占率角度看，乐舒适在非洲销量市占率第一，2024 年纸尿裤和卫生巾销量市占率分别达到 20.3%和 15.6%，进一步大幅提升空间有限，增长主要来自市场扩容；而在拉美和中亚市场则刚起步，市占率较低，通过建立本地化生产和销售布局，有望复制非洲市场的成功经验。

图28：乐舒适增长空间测算简化示意图



数据来源：乐舒适招股说明书，东吴证券研究所绘制（备注：本文为简化测算过程，仅考虑核心驱动变量，计算结果仅供参考）

具体而言，我们以非洲和拉美市场作为重点测算对象：

1) 乐舒适非洲：2024 年非洲婴儿纸尿裤、拉拉裤及卫生巾市场规模 38 亿美元，其中：

① 渗透率：2024 年非洲婴儿纸尿裤和拉拉裤市场渗透率约 20%（vs 欧美及中国 70~86%）、卫生巾市场渗透率约 30%（vs 欧美及中国 86~92%），我们假设长期看非洲卫生用品市场渗透率提升至 50%；

② 人均消费金额：以纸尿裤为例，2024 年非洲纸尿裤市场规模 25.9 亿美元，0-3 岁婴儿数量 1.73 亿人，渗透率 20%，计算可得 2024 年非洲纸尿裤人均消费金

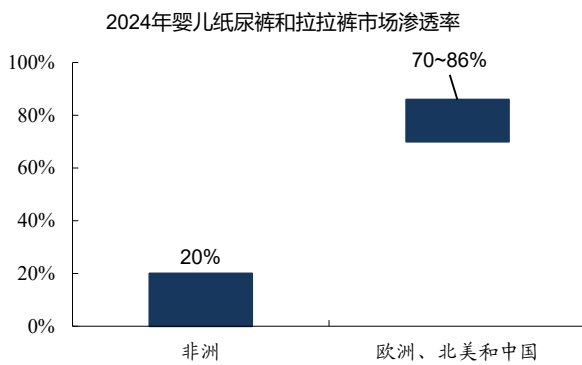
额为 $25.9/1.73/20\%=74.9$ 美元/人(以 2024 年美元平均汇率 7.12 计算相当于 533 元人民币, vs 中国纸尿裤人均消费额: $2.5 \text{ 元/片} \times 3.2 \text{ 片/天} \times 365 \text{ 天}=2920$ 元), 对比 2023 年非洲人均 GDP1898 美元 vs 中国 12951 美元, 可见非洲纸尿裤人均消费金额具有非常大的提升空间, 我们保守假设长期看非洲纸尿裤人均消费额实现翻倍增长至 150 美元/人; 参考纸尿裤, 拉拉裤和卫生巾同样假设长期看人均消费翻倍。

③ **消费人口**: 2020-2024 年非洲新生儿数量 CAGR 为 1.8%, 在本文测算中暂不考虑人口数量增长驱动。

④ **乐舒适市占率**: 假设整体市占率维持在 15% 水平(2024 年乐舒适纸尿裤市占率 17.2%, 卫生巾 11.9%)。

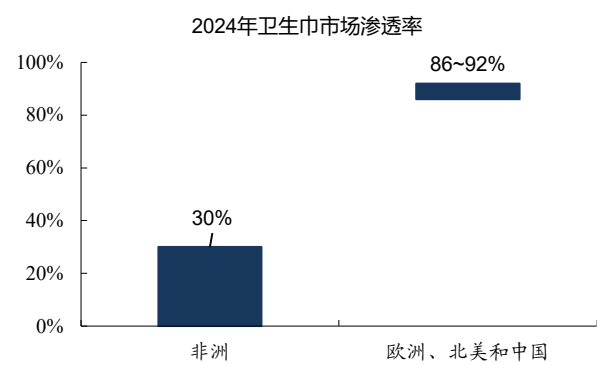
则长期看, 乐舒适非洲市场空间=150 × 1.73 × 50% × 15%=19.5 亿美元(当前 4.45 亿美元)。

图29: 非洲婴儿纸尿裤、拉拉裤市场渗透率较低



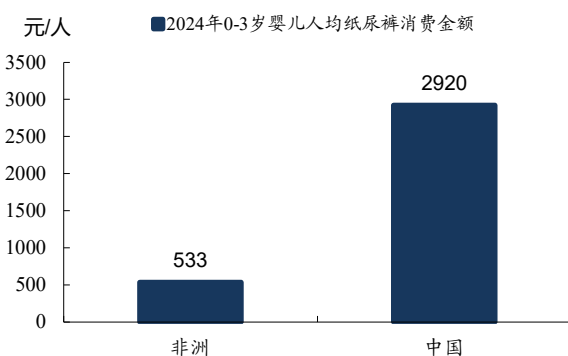
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图30: 非洲卫生巾市场渗透率较低



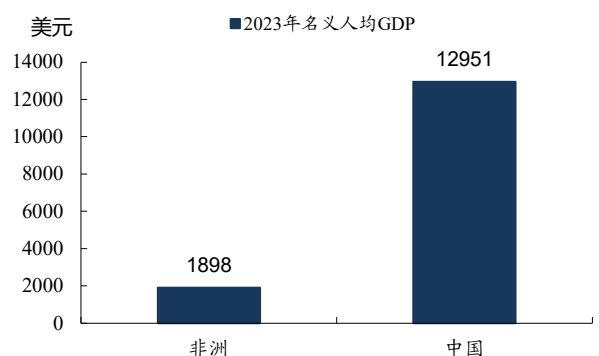
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图31: 2024年0-3岁婴儿人均纸尿裤消费金额



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图32: 2023年非洲和中国名义人均GDP对比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2) **乐舒适拉丁美洲**: 由于拉美市场缺乏权威的渗透率数据, 并且考虑到拉丁美洲人均 GDP 水平接近中国, 结合弗若斯特沙利文对拉美市场卫生用品低单位数增长的判断, 本文我们静态假设拉美卫生用品市场规模相对平稳, 乐舒适的增

长主要来自其市占率的提升。参考乐舒适非洲的市占率水平 15%，我们保守估计长期看乐舒适拉美市场市占率达到 10%。2024 年拉丁美洲婴儿纸尿裤、拉拉裤及卫生巾市场规模 77 亿美元。

则长期看，乐舒适拉美市场空间=77×10%=7.7 亿美元（当前 941 万美元）。

3) 乐舒适整体空间：考虑非洲和拉美市场，长期看我们预计乐舒适规模有望达到 19.5+7.7=27.2 亿美元，较当前的 4.54 亿美元存在约 5 倍增长空间。

5. 盈利预测和投资建议

5.1. 盈利预测

结合我们对公司非洲市场扩容及在拉美市场提升市占率的增长路径判断，以及公司上市募资用途中扩产计划，我们对公司 2025-2027 年分产品营收的增长预测如下：1) 纸尿裤布局相对成熟，我们预计 2025-2027 年纸尿裤以 10~15%同比增速保持增长；2) 卫生巾受益于新兴市场女性使用率提升及公司市占率的进一步提升未来三年同比增速约 20~30%；3) 婴儿拉拉裤属于消费升级类产品，伴随新兴市场经济水平提升渗透率有望提升，未来有望实现 50%+同比增长；4) 湿巾当前规模基数较小，我们预计 2025-2027 年分别同比+40%/+20%/+15%。

表9：乐舒适营收预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万美元）	319.9	411.4	454.4	544.97	643.78	746.10
YOY		28.6%	10.5%	19.9%	18.1%	15.9%
毛利率	23.0%	34.9%	35.2%	34.6%	34.4%	34.3%
按产品划分						
婴儿纸尿裤	250.65	323.96	341.93	393.22	444.34	493.22
YOY		29.2%	5.5%	15.0%	13.0%	11.0%
占比	78.4%	78.7%	75.3%	72.2%	69.0%	66.1%
毛利率	23.0%	35.6%	34.3%	35.5%	35.5%	35.5%
卫生巾	43.08	61.73	77.47	100.70	125.88	151.06
YOY		43.3%	25.5%	30.0%	25.0%	20.0%
占比	13.5%	15.0%	17.0%	18.5%	19.6%	20.2%
毛利率	18.8%	30.4%	38.4%	39.0%	39.0%	39.0%
婴儿拉拉裤	17.40	13.05	20.52	30.77	49.24	73.86
YOY		-25.0%	57.3%	50.0%	60.0%	50.0%
占比	5.4%	3.2%	4.5%	5.6%	7.6%	9.9%
毛利率	24.9%	27.2%	28.3%	29.0%	29.0%	29.0%
湿巾	8.77	12.63	14.48	20.27	24.32	27.97
YOY		44.0%	14.6%	40.0%	20.0%	15.0%
占比	2.7%	3.1%	3.2%	3.7%	3.8%	3.7%
毛利率	38.6%	49.1%	52.0%	52.0%	52.0%	52.0%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

表10: 乐舒适上市募资用途中的扩产计划

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	卫生巾		486.7		
	婴儿拉拉裤	209.3	萨尔瓦多	婴儿纸尿裤	627.8	2026 至 2029 年	
	卫生巾	243.4		婴儿拉拉裤	209.3		
喀麦隆	婴儿纸尿裤	209.3		卫生巾	243.4		
	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	2026 至 2029 年	
坦桑尼亚	婴儿纸尿裤	418.6		婴儿拉拉裤	418.6		
	卫生巾	243.4		卫生巾	243.4		
肯尼亚	婴儿纸尿裤	209.3	2028 年	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					

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

5.2. 投资建议

公司为非洲纸尿裤和卫生巾销量第一品牌, 通过二十余年在非洲市场的积累, 建立了本地化生产及销售网络以及多品牌产品矩阵的竞争壁垒, 公司正在积极拓展拉丁美洲及中亚市场, 我们认为有望复制非洲市场的成功。根据我们对非洲及拉美市场空间的测算, 我们认为长期看乐舒适或存在 5 倍以上的增长空间。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润 1.13/1.33/1.53 亿美元(以美元汇率 7.00 换算对应 7.94/9.32/10.73 亿元人民币), 美元口径分别同比+19.3%/+17.4%/+15.1%, 对应 PE23/20/17X。

我们选取国内卫生用品龙头公司百亚股份、豪悦护理, 医疗+全棉消费品龙头稳健医疗, 以及干湿巾制造商诺邦股份作为可比公司, 2026 年平均 PE 约 20X。我们认为乐舒适深耕非洲等新兴市场, 竞争程度较国内相对缓和, 发展空间更加广阔, 同时公司经过多年深耕已在当地建立了较高的竞争壁垒, 新进入者市场拓展具有一定难度, 因此乐舒适较国内同行应享有一定估值溢价。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表11: 可比公司估值

	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润 YOY				PE			
		24	25E	26E	27E	24	25E	26E	27E	24	25E	26E	27E
300888.SZ 稳健医疗	215.11	6.95	10.45	12.37	14.94	19.8%	50.2%	18.5%	20.7%	30.93	20.59	17.38	14.40
003006.SZ 百亚股份	95.73	2.88	3.31	4.37	5.61	20.7%	15.2%	31.8%	28.5%	33.28	28.88	21.92	17.06
605009.SH 豪悦护理	69.66	3.88	3.03	3.92	4.78	-11.6%	-21.9%	29.4%	22.1%	17.98	23.01	17.78	14.56
603238.SH 诺邦股份	34.97	0.95	1.32	1.62	1.93	15.2%	39.1%	22.1%	19.4%	36.72	26.40	21.62	18.10
平均值	103.87	3.66	4.53	5.57	6.82		23.6%	23.0%	22.4%	29.73	24.72	19.68	16.03
2698.HK 乐舒适	184.89	6.84	7.94	9.32	10.73	47.0%	16.1%	17.4%	15.1%	27.04	23.29	19.84	17.24

数据来源: Wind, 东吴证券研究。交易数据日期为 2026/1/23, 乐舒适、稳健医疗盈利预测来自东吴证券研究所, 其他公司来自 Wind 一致预测, 乐舒适业绩使用 2026/1/23 美元汇率 7.00 转换为人民币, 市值使用 2026/1/22 港元汇率 0.90 转换为人民币。

6. 风险提示

竞争加剧: 公司在海外面临国际巨头的竞争, 若竞争对手针对公司竞争优势发力, 将增加公司获取市场份额的难度。

扩产进度不及预期: 公司设定了较为详细的扩产计划, 但若由于政策、天气或其他因素导致扩产进度不及预期, 则可能导致业务扩张进度不及预期。

原材料价格波动: 公司生产成本与原材料价格高度相关, 原材料价格波动可能造成公司利润率的波动。

市场拓展不及预期: 公司拉丁美洲及中亚市场处于拓展初期, 当地消费习惯及消费水平与非洲市场存在差异, 若公司未能灵活调整策略, 可能短期不能适应市场。

乐舒适三大财务预测表

资产负债表 (百万美元)					利润表 (百万美元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	176.40	299.09	445.55	612.96	营业总收入	454.39	544.97	643.78	746.10
现金及现金等价物	31.11	124.86	239.39	373.67	营业成本	294.24	356.65	422.15	490.16
应收账款及票据	5.37	6.06	7.15	8.29	销售费用	15.92	19.07	23.18	27.61
存货	119.38	143.65	170.03	197.42	管理费用	28.22	32.70	38.63	44.77
其他流动资产	20.55	24.52	28.97	33.57	研发费用	0.53	0.54	0.64	0.75
非流动资产	77.67	87.67	97.67	107.67	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	51.24	61.24	71.24	81.24	经营利润	115.48	136.00	159.19	182.82
商誉及无形资产	1.35	1.35	1.35	1.35	利息收入	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	0.46	0.00	0.00	0.00
其他长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	其他收益	(1.94)	(2.56)	(2.56)	(2.56)
其他非流动资产	25.08	25.08	25.08	25.08	利润总额	113.08	133.44	156.63	180.27
资产总计	254.07	386.76	543.21	720.62	所得税	17.97	20.02	23.49	27.04
流动负债	110.38	129.80	153.28	177.62	净利润	95.11	113.42	133.14	153.23
短期借款	1.00	1.00	1.00	1.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	43.26	52.51	62.15	72.16	归属母公司净利润	95.11	113.42	133.14	153.23
其他	66.12	76.30	90.13	104.45	EBIT	113.55	133.44	156.63	180.27
非流动负债	3.80	3.80	3.80	3.80	EBITDA	121.29	133.44	156.63	180.27
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	3.80	3.80	3.80	3.80					
负债合计	114.18	133.60	157.08	181.42					
股本	0.05	0.05	0.05	0.05	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(美元)	0.15	0.18	0.21	0.25
归属母公司股东权益	139.89	253.15	386.14	539.21	每股净资产(美元)	0.23	0.41	0.62	0.87
负债和股东权益	254.07	386.76	543.21	720.62	发行在外股份(百万股)	619.52	619.52	619.52	619.52
					ROIC(%)	59.29	57.42	41.52	33.05
					ROE(%)	67.99	44.80	34.48	28.42
					毛利率(%)	35.25	34.55	34.43	34.30
					销售净利率(%)	20.93	20.81	20.68	20.54
					资产负债率(%)	44.94	34.54	28.92	25.17
					收入增长率(%)	10.46	19.93	18.13	15.89
					净利润增长率(%)	47.05	19.25	17.38	15.09
					P/E	27.77	23.29	19.84	17.24
					P/B	18.88	10.43	6.84	4.90
					EV/EBITDA	2.04	18.87	15.34	12.58

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为美元,美元汇率为2026年1月23日的7.00,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>