

## 乐舒适(2698.HK)

## 扎根非洲，扬帆新兴

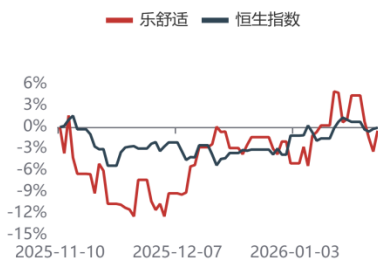
## 推荐（首次）

股价：33.60 港币

## 主要数据

行业	
公司网址	www.softcarehome.com
大股东/持股	
实际控制人	
总股本(百万股)	619.52
流通A股(百万股)	
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	182.74
流通A股市值(亿元)	
每股净资产(元)	1.99
资产负债率(%)	44.94

## 行情走势图



## 证券分析师

王星云	投资咨询资格编号 S1060523100001 BVG933 wangxingyun937@pingan.com.cn
张晋溢	投资咨询资格编号 S1060521030001 ZHANGJINYI112@pingan.com.cn

## 平安观点：

- 乐舒适：跨国卫生用品公司，非洲纸尿裤和卫生巾市场销量均第一。**乐舒适是专注于非洲、拉丁美洲、中亚等新兴国家市场的跨国卫生用品公司，自2009年起，公司在加纳推出婴儿纸尿裤，并逐渐发展成目前集开发、制造及销售婴儿及女性卫生用品一体的业务模式。根据弗若斯特沙利文的数据，按2024年销量计算，乐舒适在非洲婴儿纸尿裤市场和卫生巾市场均排名第一，市场份额分别为20.3%及15.6%。
- 非洲市场：人口、经济持续增长，卫生用品规模增长空间较大。**根据非洲开发银行集团发布的《2025年非洲宏观经济表现与前景（MEO）报告要点》：预计2025年非洲实际GDP增长率将提升0.9个百分点，达到4.1%，2026年将进一步达到4.4%。根据招股书显示：非洲年轻人口比例高且出生率高，且城市化率持续推进，将有效带动婴幼儿及女性卫生用品需求增长，预计25-29年非洲婴儿纸尿裤市场规模复合年增长率约为7.0%，卫生巾复合年增长率为13.2%。
- 品牌力：品牌认可度较高，打造高质价比产品。**乐舒适于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，2011年扩大至Veesper、Cuettie及Clincleer，建立了层次分明、覆盖全面的品牌矩阵，每个品牌均迎合不同的消费者群体，公司在非洲荣获多个奖项。同时，本地化工厂和全球供应链体系为制造能力赋能，提供兼具成本效益与高品质的产品。
- 经销渠道：深入且广泛的销售网络，多种经销模式并存。**2009年，乐舒适在加纳首推Softcare婴儿纸尿裤，便在新兴国家建立了广泛而深入的销售网络。截止2025年4月30日，乐舒适在12个国家设立了18个销售分支机构，累计超过2800家批发商、经销商、商超和其他零售商，遍及非洲、拉美和中亚。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	411	454	534	621	721
YOY(%)	28.6	10.5	17.4	16.4	16.0
净利润(百万美元)	65	95	110	129	151
YOY(%)	251.7	47.0	16.1	16.7	17.4
毛利率(%)	34.9	35.2	34.3	34.1	34.1
净利率(%)	15.7	20.9	20.7	20.7	21.0
ROE(%)	75.7	68.0	44.2	34.1	28.6
EPS(摊薄/美元)	0.10	0.15	0.18	0.21	0.24
P/E(倍)	41.2	28.0	24.2	20.7	17.6
P/B(倍)	31.2	19.1	10.7	7.1	5.0

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

- **全球化布局：植根非洲，着眼新兴市场。**非洲地区为公司的基地市场，目前销售范围涵盖西非、东非和中非超过 30 个非洲国家。凭借非洲市场累计的经验，公司逐步开拓发展新潜在目标市场，2020 年公司业务扩展至拉丁美洲的秘鲁，2024 年扩展至中亚地区的哈萨克斯坦和拉丁美洲的萨尔瓦多，形成目前非洲+拉美+中亚的商业版图。根据公司招股书显示，2025 年 1-4 月，公司西非收入占比 39.5%，东非收入占比 46.5%，中非收入占比 10.6%，拉丁美洲收入占比 3.3%，中亚收入占比 0.1%。
- **品类扩展：产品线向上向下延伸，卫生用品品类持续扩展。**公司品类扩展分为两条路径：1、同品类产品线向上向下延伸，例如，公司 09 年推出均价 8.7 美分（25 年 1-4 月均价，后同）中高端品牌 Softcare gold，2013 年推出均价 6.8 美分大众品牌 Cuettie，2023 年推出均价 9.5 美分的高端品牌 Softcare space；2、卫生品类横向扩展，从纸尿裤（2009 年）-卫生巾（2010 年）-拉拉裤（2018 年）-湿巾（2019 年），围绕卫生用品产品线培育消费市场。我们预计，未来乐舒适同品类间将推出更多不同价格带产品以匹配消费需求，同时，预计产品品类也将拓展至其他卫生用品。
- 我们认为，公司持续深耕非洲基地市场，非洲地区卫生用品头部企业地位不断夯实，公司积极开拓拉丁美洲、中亚等新型市场，业务边界持续扩展，同时，公司产品线持续丰富延伸，纵向扩宽价格带、横向引入新品类，预计未来收入及利润将保持较快增长。我们预计公司 2025-2027 年营业收入 5.3/6.2/7.2 亿美元，同比分别+17%/+16%/+16%。可比公司 2026 年 Wind 一致预期 PE 均值为 23X，乐舒适 2026 年对应估值为 20.7X，首次覆盖，给予乐舒适“推荐”评级。
- **风险提示：1) 跨国管理的风险：**公司的运营主要遍及非洲、拉丁美洲及中亚的多个地区和国家。公司必须遵守多个国家的各类法律法规，且需持续更新相关认知。若未能遵守该等法律法规，公司可能面临法律后果。同时在制定业务战略时，公司需要考量多个国家的具体情况，包括其经济、地缘政治及社会状况、市场趋势、消费习惯、竞争格局、风俗、文化及语言等。若出现上述问题，公司业务、财务表现及未来前景可能会受到重大不利影响。**2) 原材料价格波动影响：**公司原材料主要包括高吸水性聚合物（SAP）、绒毛浆、无纺布、弹性材料、消毒剂、香料及包装材料。生产材料成本主要包括各期间的原材料采购成本，以及与该等采购直接相关的关税、运费、运输成本及存货变动。2022 年、2023 年及 2024 年以及截至 2025 年 4 月 30 日止四个月，公司生产材料成本分别占总销售成本的 88.2%、86.0%、85.7%及 84.4%。原材料及其他必需品或服务的价格，会因通货膨胀、货币汇率波动、运输成本、经济状况变化及原材料供需变化等因素而出现波动。若无法通过提高产品价格来抵消原材料成本的所有增加，将影响公司利润率水平。**3) 行业竞争加剧的风险：**根据弗若斯特沙利文的数据，目前婴儿及女性卫生用品行业竞争激烈。公司现有市场以及未来可能拓展的新市场中均面临激烈竞争。同时，公司部分现有及潜在竞争对手为拥有丰富业务资源、财务资源及行业经验的大型本地参与者或跨国企业集团，在品牌知名度、产品供应、设计、质量、价格、营销策略、销售及分销网络以及供应链管理等多方面面临竞争问题，若行业竞争加剧，对公司现有市场份额及市场开拓或有较大影响。**4) 产品质量问题引发的风险：**产品质量是消费品的根本，若公司产品质量因任何原因出现恶化或被认为未达预期，可能面临客户投诉、产品退货、订单取消及销售下降的情况，可能对我们的业务、经营业绩及前景造成重大不利影响。

# 正文目录

<b>一、乐舒适：专注于新兴市场卫生用品赛道的跨国公司</b>	<b>5</b>
1.1 跨国卫生用品公司，业务扩展至亚非拉地区	5
1.2 卫生用品领军企业，非洲纸尿裤和卫生巾市场销量均第一	6
1.3 得益于非洲工厂陆续投产，公司收入、利润较快增长	7
<b>二、非洲人口、经济增速持续增长，市场卫生用品市场空间较大</b>	<b>7</b>
2.1 非洲经济：25年经济增速预计快于全球平均水平	7
2.2 非洲人口：年轻人口比例高且出生率高，推动婴幼儿用品需求增长	8
2.3 非洲城镇化：城镇人口占比持续攀升，推动女性卫生用品需求提升	9
2.4 非洲卫生用品市场规模：整体保持较快速度增长，卫生巾市场增速快于纸尿裤	10
<b>三、核心竞争力：深耕基地市场，横向+纵向扩张拓宽版图</b>	<b>12</b>
3.1 品牌：品牌力矩阵层次分明、覆盖全面，公司荣获多项殊荣	12
3.2 产品品质：本地化工厂+全球供应链，打造高质价比产品	13
3.3 经销渠道：深入且广泛的销售网络，多种经销模式并存	15
3.4 全球化布局：植根非洲，着眼新兴市场	16
3.5 品类扩展：产品线向上向下延伸，卫生用品品类持续扩展	17
<b>四、盈利预测与估值</b>	<b>18</b>
<b>五、风险提示</b>	<b>20</b>

# 图表目录

图表 1 乐舒适里程碑事件.....	5
图表 2 乐舒适按产品分类在非洲市场的情况.....	6
图表 3 乐舒适营收情况.....	7
图表 4 乐舒适净利润情况.....	7
图表 5 2022 年至 2026 年非洲各地区的成长表现与前景（%）.....	7
图表 6 2025 年至 2026 年非洲各国主要宏观经济指标前景（%，平均值）.....	8
图表 7 非洲部分国家和全球人口增速.....	9
图表 8 非洲部分国家和全球人口粗出生率.....	9
图表 9 非洲部分国家及全球 0-14 岁人口占比情况.....	9
图表 10 非洲部分国家及全球城镇人口占比.....	10
图表 11 非洲婴幼儿纸尿裤市场规模情况.....	11
图表 12 非洲卫生巾市场规模情况.....	12
图表 13 乐舒适品牌矩阵.....	13
图表 14 乐舒适在肯尼亚的宣传广告.....	13
图表 15 乐舒适在非洲地区所获部分奖项及认可.....	13
图表 16 乐舒适经销网络和产能布局情况（截至 2025 年 4 月 30 日）.....	14
图表 17 乐舒适非洲工厂布局及产线情况（截至 2025 年 4 月 30 日）.....	14
图表 18 乐舒适毛利率情况.....	15
图表 19 乐舒适销售渠道流程图.....	15
图表 20 乐舒适各销售渠道情况.....	15
图表 21 乐舒适三类主要经销渠道对比.....	16
图表 22 乐舒适分地区收入情况.....	17
图表 23 乐舒适产品布局情况.....	18
图表 24 乐舒适盈利预测.....	19
图表 25 乐舒适可比公司估值表.....	19

# 一、乐舒适：专注于新兴市场卫生用品赛道的跨国公司

## 1.1 跨国卫生用品公司，业务扩展至亚非拉地区

乐舒适于 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，并于 2011 年扩大至 Veesper、Cuettie 及 Clincler。多年来，公司已发展成为一家专注于非洲、拉丁美洲、中亚等新兴市场的跨国卫生用品公司，主要开发、制造及销售婴儿及女性卫生用品（包括婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、卫生巾及湿巾）。

自 2018 年起，乐舒适在非洲开始建设生产设施，以生产自有品牌婴儿及女性卫生用品，并逐渐发展成目前集开发、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。乐舒适的业务已于 2020 年扩展至拉丁美洲，并于 2024 年扩展至中亚地区。

图表1 乐舒适里程碑事件

年份	里程碑事件
2009 年	作为森大集团的内部业务分部开展业务，开始通过广州森大从事快消卫生用品销售
	在加纳推出 Softcare 婴儿纸尿裤，标志着进军西非市场
2010 年	开始在肯尼亚和坦桑尼亚贸易婴儿纸尿裤及卫生巾（包括 Clincler 品牌），将业务扩展至东非市场
	注册 Maya 品牌
2011 年	注册 Veesper 及 Cuettie 品牌
2018 年	在加纳首次实现婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、卫生巾及湿巾的本地化生产
	开始于乌干达销售婴儿拉拉裤，标志着进军婴儿拉拉裤市场
2019 年	开始于肯尼亚生产婴儿纸尿裤
	在刚果民主共和国销售产品，标志在中非市场的业务足迹 婴儿纸尿裤和卫生巾的销售量分别达 10 亿片及 3 亿片
2020 年	开始于肯尼亚生产婴儿拉拉裤
	开始于秘鲁销售产品，进军拉美市场 开始于塞内加尔生产婴儿纸尿裤
2021 年	开始于赞比亚生产婴儿纸尿裤
2022 年	开始于喀麦隆、乌干达及贝宁生产婴儿纸尿裤
	获 Muyl Plus International Co. 颁发 2022 年人民选择品质奖—最佳婴儿纸尿裤及最佳卫生巾
2023 年	获加纳标准局（Ghana Standards Authority）授予国家医疗设备技术委员会成员资格
	获 BSD 集团及 Ipsos 颁授“肯尼亚女性最喜爱的 100 大品牌”第 8 名
2024 年	于哈萨克斯坦成立营运实体，在中亚开展业务
	收购土地以在秘鲁建造生产工厂
	在萨尔瓦多开展销售活动，进一步扩大在拉美的业务覆盖
	获得品牌非洲（Brand Africa）授予“最受欢迎个人护理品牌（Most Admired Personal Care Brands）”称号
2025 年	获第 18 届加纳—非洲企业奖金奖（国际贸易（出口））（由外交事务与地区一体化部及 TopBrassGhana 颁发）
	获第 21 届 GhanaClub100Awards—制造业企业第一名（由加纳投资促进中心颁发）
	获品牌非洲颁发“最受欢迎个人护理品牌—肯尼亚最佳品牌奖（Most Admired Personal Care Brand-Kenya's Best Brands Awards）”
	获 Global Ovations Ltd 颁发“2025 年全国快消品奖—年度个人卫生品牌（National FMCG Awards 2025-Personal Hygiene Brand of The Year）”
	开始在萨尔瓦多生产婴儿纸尿裤

资料来源：招股说明书，平安证券研究所

**核心创业团队稳定，上市引入国内外投资机构。**股权结构方面，公司由沈延昌、杨艳娟夫妇创立，上市前二人通过 Century BVI 控制公司 64.42% 股权，上市后持股比例为 54.75%（2025 年 11 月 10 日，数据来源：Wind），股权集中度较高，核心创始人团队稳定性强。乐舒适（股票代码：02698.HK）在 2025 年 11 月 10 日正式登陆香港交易所，公司引入 BAHM、ArcAvenue、

南方基金、富国基金、易方达、华夏基金（香港）等国内外知名机构作为基石投资者，募资所得款项总额约 23.81 亿港元，彰显机构对公司长期发展的信心。

## 1.2 卫生用品领军企业，非洲纸尿裤和卫生巾市场销量均第一

乐舒适专注于非洲、拉美、中亚等新兴市场，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。公司招股说明书显示（弗若斯特沙利文的数据），按 2024 年销量计算，乐舒适在非洲婴儿纸尿裤市场和卫生巾市场均排名第一，市场份额分别为 20.3%及 15.6%；按 2024 年收入计算，乐舒适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%。凭借超过 15 年的跨国经营经验，乐舒适已成为非洲多国卫生用品行业的领军企业，也是新兴市场的重要参与者之一。通过组建海外管理团队与搭建本地人才梯队双管齐下，协同优化人力资源配置，实现了横跨多国的高效经营运作。

图表2 乐舒适按产品分类在非洲市场的情况

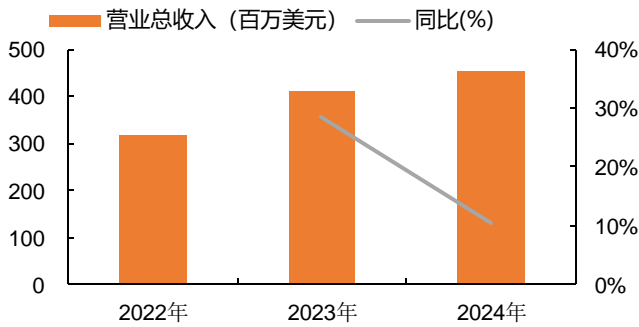
产品类别	截至2024年12月31日止年度				品牌	产品图片
	销量 (百万片)	收入 (百万美元)	非洲市场份额 (按销量)	非洲市场份额 (按销售收入)		
婴儿纸尿裤	4,122.7	341.9	20.3% (非洲第一)	17.2% (非洲第二)	Softcare GOLD, Softcare SPACE	
					Softcare, Veesper	
					Maya, Cuettie	
卫生巾	1,634.3	77.5	15.6% (非洲第一)	11.9% (非洲第二)	Softcare, Softcare Model 5	
					Softcare Smart, Veesper	
					ClinClear	
婴儿拉拉裤	239.1	20.5	-	-	Softcare GOLD, Cuettie	
湿巾	1,497.5	14.5	-	-	Softcare, Veesper	

资料来源：招股说明书，平安证券研究所

### 1.3 得益于非洲工厂陆续投产，公司收入、利润较快增长

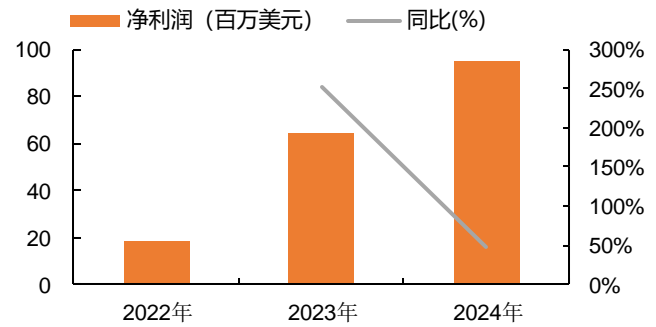
得益于公司在加纳、肯尼亚、塞内加尔、坦桑尼亚、赞比亚、喀麦隆、乌干达及贝宁 8 个生产工厂的陆续投产，公司营业收入和利润实现快速增长，2024 年公司营业总收入 4.5 亿美元，22-24 年 GAGR 为 19.2%；公司净利润为 0.95 亿美元，22-24 年 GAGR 为 127.4%。

图表3 乐舒适营收情况



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表4 乐舒适净利润情况



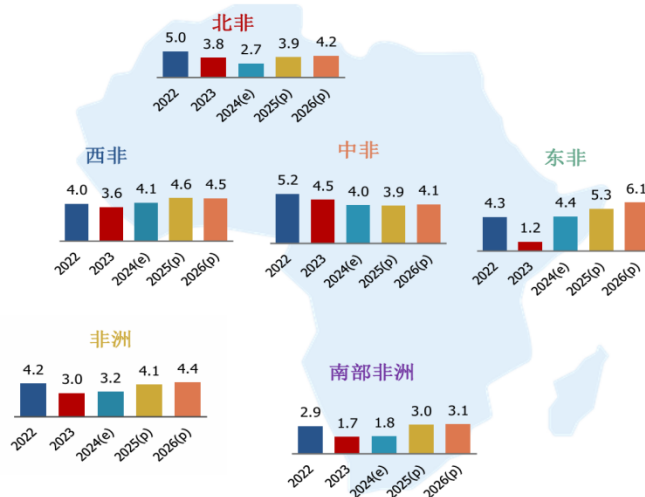
资料来源: WIND, 平安证券研究所

## 二、非洲人口、经济增速持续增长，市场卫生用品市场空间较大

### 2.1 非洲经济：25 年经济增速预计快于全球平均水平

根据非洲开发银行集团发布的《2025 年非洲宏观经济表现与前景 (MEO) 报告要点》：预计 2025 年非洲实际 GDP 增长率将提升 0.9 个百分点，达到 4.1%，2026 年将进一步达到 4.4%。许多非洲国家在过去两年中实施了经济改革，包括旨在解决生活成本危机的改革，预计通货膨胀压力将减弱，财政和债务状况将得到改善，这些都为中期增长表现的改善提供支撑。预计 2025 年，以吉布提、尼日尔、卢旺达、塞内加尔和南苏丹为首的 24 个非洲国家的经济增长将超过 5%。虽然非洲 2024 年的预计平均增长率与世界平均水平相似，但 2025 年的预测比世界平均增长率高出 0.9 个百分点，使非洲大陆成为仅次于亚洲的第二大增长最快的地区。此外，预计到 2025 年，全球增长最快的 20 个经济体中，非洲将占 12 个。

图表5 2022 年至 2026 年非洲各地区的经济增长表现与前景 (%)



资料来源：非洲开发银行《2025年非洲宏观经济表现与前景（MEO）报告要点》，平安证券研究所

图表6 2025年至2026年非洲各国主要宏观经济指标前景（%，平均值）

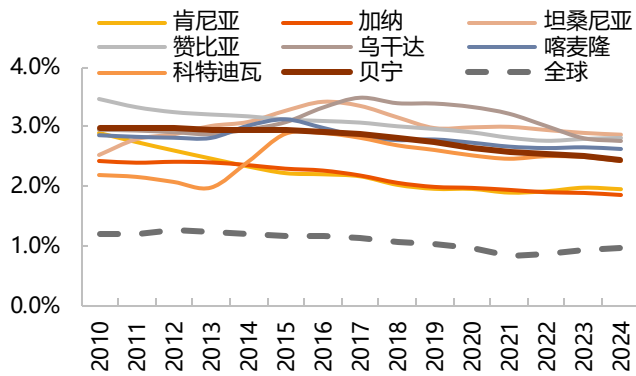
国家	实际 GDP		经常账 目平衡	财政收 支平衡		实际 GDP		经常账目 平衡	财政收支 平衡
	增长	通货膨胀				增长	通货膨胀		
阿尔及利亚	3.5	4.3	-0.9	-10.6	利比里亚	5.8	5.6	-26.9	-3.7
安哥拉	4.1	20.2	3.8	-1.8	利比亚	5.3	2.6	-1.9	5.8
贝宁	6.6	1.9	-4.9	-2.8	马达加斯加	4.9	7.0	-4.6	-3.9
博茨瓦纳	4.3	3.5	-4.2	-4.1	马拉维	4.1	21.5	-15.8	-7.6
布基纳法索	5.4	2.0	-3.8	-5.1	马里	5.2	2.1	-4.7	-3.3
布隆迪	4.0	21.0	-17.7	-3.7	毛里塔尼亚	4.9	2.9	-8.3	-1.2
佛得角	4.9	2.0	-4.2	-2.0	毛里求斯	4.2	3.5	-3.9	-5.6
喀麦隆	4.3	3.7	-2.8	-0.1	摩洛哥	3.8	1.8	-2.4	-3.1
中非共和国	2.6	2.6	-7.1	-3.0	莫桑比克	3.8	4.4	-31.0	-4.3
乍得	3.7	4.1	-2.7	-3.2	纳米比亚	3.6	4.1	-15.7	-3.0
科摩罗	4.2	2.0	-4.0	-2.5	尼日尔	6.9	3.3	-4.9	-2.6
刚果民主共和国 Rep.	5.1	8.2	-2.7	-1.8	尼日利亚	3.5	20.5	3.6	-4.0
刚果	3.6	3.3	1.7	2.9	卢旺达	7.1	4.1	-10.1	-4.1
科特迪瓦	6.3	2.9	-3.6	-3.0	圣多美和普林西比	3.9	9.1	-6.1	0.0
吉布提	6.9	2.4	21.5	0.8	塞内加尔	8.6	1.9	-6.3	-7.8
埃及	4.3	21.9	-4.8	-5.7	塞舌尔共和国	3.9	2.3	-9.2	-1.2
赤道几内亚	-0.8	2.5	-2.8	-0.5	塞拉利昂	4.8	17.9	-3.5	-3.9
厄立特里亚	3.1	3.9	12.3	-2.6	索马里	4.1	3.9	-9.3	-0.1
斯威士兰	5.7	4.7	1.0	-2.1	南非	1.8	4.5	-2.1	-4.2
埃塞俄比亚	6.6	22.8	-3.4	-2.3	南苏丹	34.4	43.7	3.9	5.0
加蓬	2.7	2.1	4.0	-3.7	苏丹	-1.1	74.1	-7.6	-3.7
冈比亚	5.7	8.3	-4.2	-1.4	坦桑尼亚	6.1	3.2	-3.6	-3.0
加纳	4.7	10.2	1.3	-3.3	多哥	6.9	2.2	-3.6	-3.1
几内亚	5.8	6.7	-9.1	-2.6	突尼斯	1.6	6.4	-3.5	-5.2
几内亚比绍	5.7	2.3	-3.6	-2.5	乌干达	7.2	4.0	-5.3	-5.0
肯尼亚	5.0	5.0	-4.0	-4.7	赞比亚	6.0	8.0	2.1	-3.3
莱索托	2.5	5.4	-2.0	3.3	津巴布韦	4.6	15.8	1.1	-1.7

资料来源：非洲开发银行《2025年非洲宏观经济表现与前景（MEO）报告要点》，平安证券研究所

## 2.2 非洲人口：年轻人口比例高且出生率高，推动婴幼儿用品需求增长

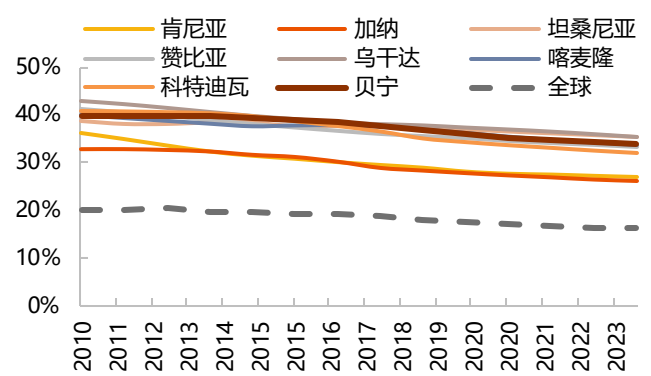
新兴市场国家通常呈现三角形的人口结构，其特点是年轻人口比例高且出生率高。根据乐舒适招股说明书显示，在非洲，约14%的人口为四岁以下，超过60%的人口为30岁以下，而2020年至2024年的出生率维持在3.2%左右。根据Wind数据显示，肯尼亚、加纳、坦桑尼亚等乐舒适生产工厂所在国家的人口增速、粗出生率及0-14岁人口占比均显著高于全球平均水平。随着非洲国家人口持续增长，幼儿人数相应增加，使得纸尿裤市场的增长趋势得以延续。同时，年轻人口推动消费模式变化，对必要育儿产品的需求持续提升，从而确保婴儿纸尿裤市场持续稳健增长。

图表7 非洲部分国家和全球人口增速



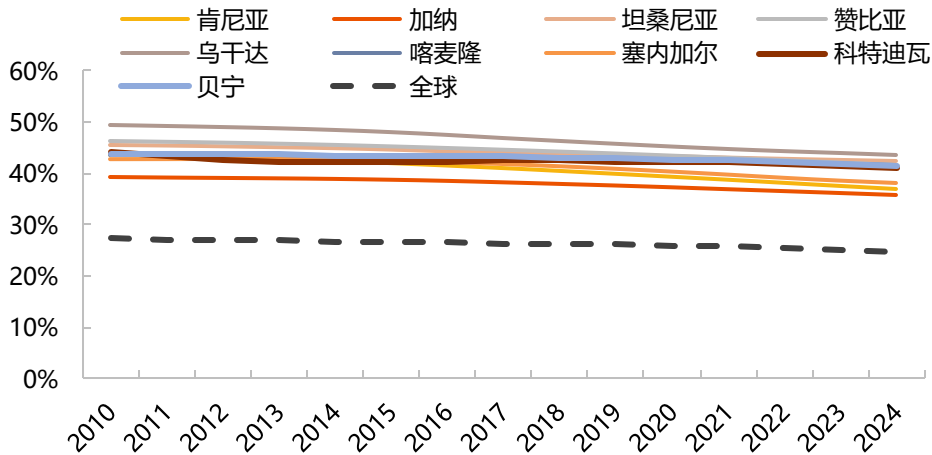
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表8 非洲部分国家和全球人口粗出生率



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表9 非洲部分国家及全球0-14岁人口占比情况



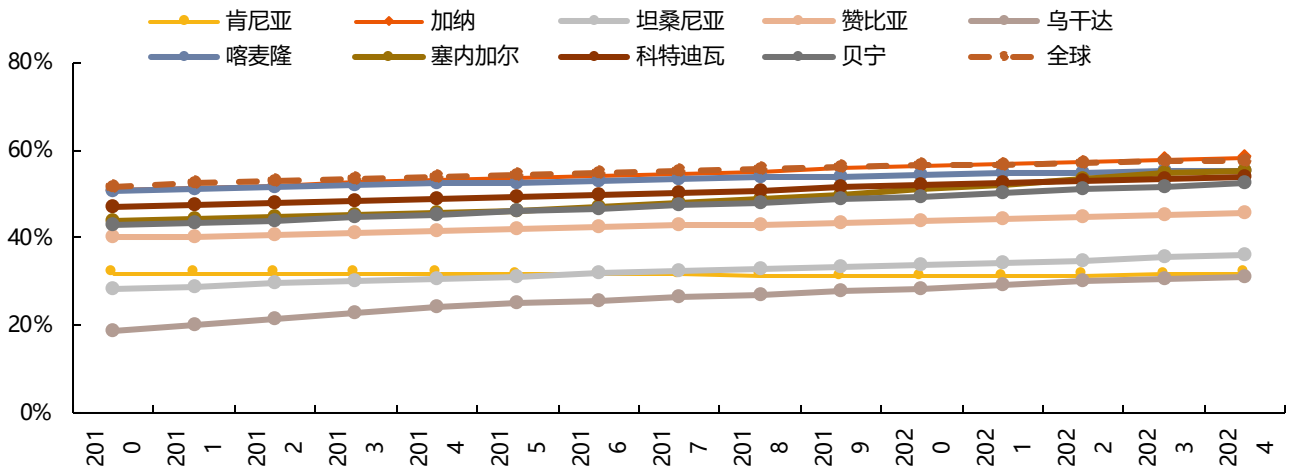
资料来源: WIND, 平安证券研究所

### 2.3 非洲城镇化：城镇人口占比持续攀升，推动女性卫生用品需求提升

根据招股说明书显示：非洲及拉丁美洲等新兴市场 2024 年的城市化率分别为 45.5%及 85.5%，且预计 2025 年后将继续加速。根据 Wind 数据显示，肯尼亚、加纳、坦桑尼亚等乐舒适生产工厂所在国家城镇人口占总人口的比例近年来不断攀升，其中 2024 年加纳、喀麦隆、塞内加尔、科特迪瓦和贝宁城镇人口占总人口的比例均超过 50%。

城市化加速意味着越来越多女性迁移至城市，且随着生活方式及消费习惯的转变与改善，女性更容易获取并购买卫生用品。随着健康意识及购买力不断提升，市场对卫生用品的需求也持续增加。此外，城市环境提供更便捷的教育及医疗保健服务，帮助人们就经期卫生作出更明智的决策。零售店及电子商务平台集中在城市地区，也确保女性有更多种类的产品可供选择，以满足不同的需求及偏好。再者，城市化能改善废弃物管理方式，进而解决与卫生用品处置相关的问题。

图表10 非洲部分国家及全球城镇人口占比

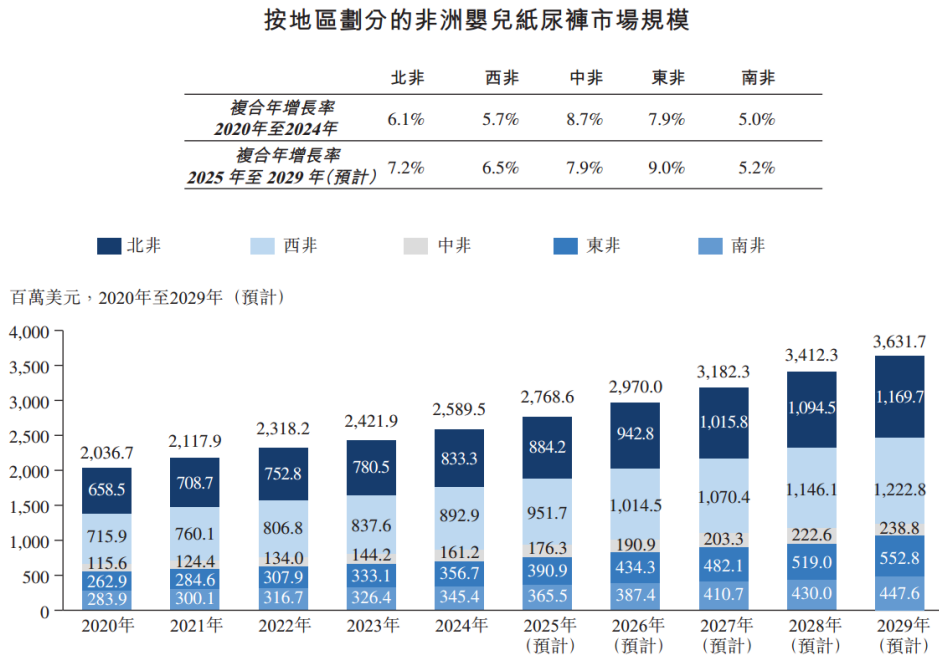


资料来源: WIND, 平安证券研究所

## 2.4 非洲卫生用品市场规模：整体保持较快速度增长，卫生巾市场增速快于纸尿裤

**纸尿裤市场规模：整体保持较快速度增长，25-29年有望提速。**随着人口不断攀升，非洲婴幼儿纸尿裤市场持续增长，且随着教育水平和消费者教育的不断加强，未来5年纸尿裤市场增速有望提速。根据公司招股说明书显示：非洲婴幼儿纸尿裤市场规模从2020年的20.367亿美元增长至2024年的25.895亿美元，复合年增长率约为6.2%，并预计将于2029年增长至36.317亿美元，复合年增长率约为7.0%。分区域来看，2020年至2024年，北非、中非及东非市场的增长速度有所提升，这是由于这些地区的人口基数及纸尿裤产品渗透率均有所提升。东非的婴儿纸尿裤市场规模从2020年的2.629亿美元增长至2024年的3.567亿美元，复合年增长率为7.9%，并预计将于2029年达到5.528亿美元，复合年增长率为9.0%。中非的婴儿纸尿裤市场从2020年的1.156亿美元增长至2024年的1.612亿美元，复合年增长率为8.7%，预计将于2029年达到2.388亿美元，复合年增长率为7.9%。

图表11 非洲婴幼儿纸尿裤市场规模情况



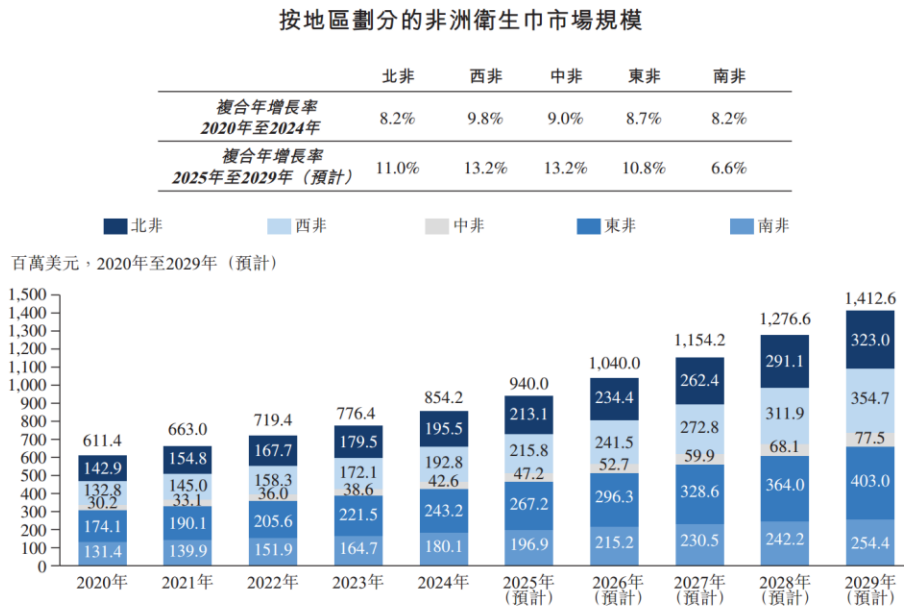
附註：市場規模指以零售額計算的消費者市場規模。

資料來源：世界銀行、弗若斯特沙利文

资料来源：乐舒适招股说明书，平安证券研究所

**卫生巾市场规模：增速快于纸尿裤，25-29年中非、西非有望双位数增长。**随着城镇化率的持续提高以及教育普及程度提升，非洲卫生巾市场持续增长。非洲卫生巾市场规模从2020年的6.114亿美元增长至2024年的8.542亿美元，复合年增长率为8.7%。预计到2029年，该市场规模将增长至14.126亿美元，复合年增长率为10.7%。在西非地区，卫生巾市场规模从2020年的1.328亿美元大幅增长至2024年的1.928亿美元，复合年增长率为9.8%；预计到2029年，该区域市场规模将达到3.547亿美元，复合年增长率为13.2%。在中非地区，卫生巾市场从2020年的0.302亿美元增长至2024年的0.426亿美元，复合年增长率为9.0%；预计到2029年，该区域市场规模将达到0.775亿美元，复合年增长率为13.2%。

图表12 非洲卫生巾市场规模情况



附註：市場規模指以零售額計算的消費者市場規模。

資料來源：弗若斯特沙利文

资料来源：乐舒适招股说明书，平安证券研究所

### 三、核心竞争力：深耕基地市场，横向+纵向扩张拓宽版图

#### 3.1 品牌：品牌力矩阵层次分明、覆盖全面，公司荣获多项殊荣

乐舒适于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，2011年扩大至 Veesper、Cuettie 及 Clincler，建立了层次分明、覆盖全面的品牌矩阵，每个品牌均迎合不同的消费群体。公司以“Softcare”为核心品牌，横向拓展“Space”科技概念品牌——作为“Softcare”的高端产品线延伸，纵向拓展“Maya”“Cuettie”等大众化品牌，覆盖不同的客户群体。

经过多年培育，公司广告语已深入人心，例如婴儿纸尿裤的“More Care, More Love”、卫生巾的“So Fit, So Right”。公司亦通过明星代言、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。Softcare 品牌于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13 乐舒适品牌矩阵



资料来源：森大集团官网，平安证券研究所

图表14 乐舒适在肯尼亚的宣传广告



资料来源：森大集团官网，平安证券研究所

图表15 乐舒适在非洲地区所获部分奖项及认可

我們的產品及成果獲得了獎項及認可：

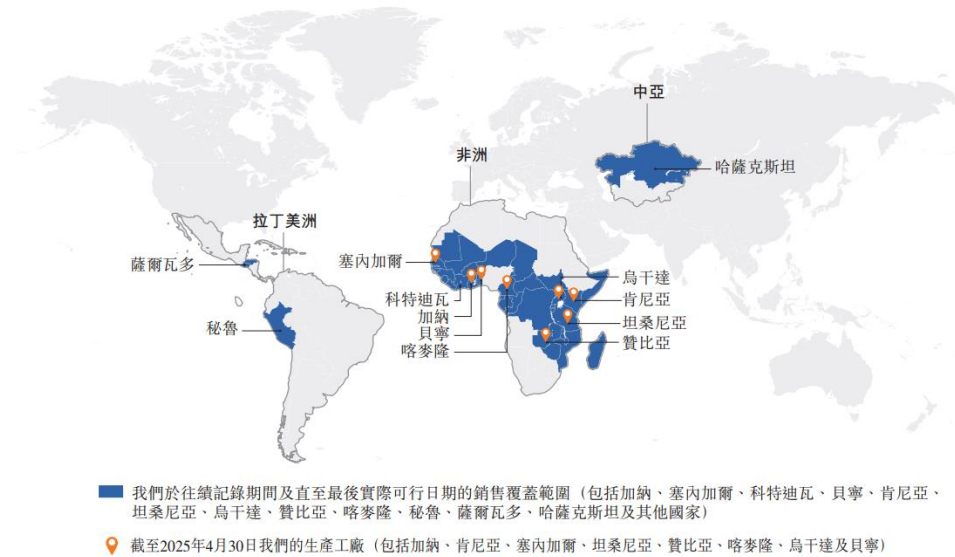
<p><b>肯尼亚：</b> 2025年肯亞消費者選擇獎 -- 最受歡迎衛生巾獎 &amp; 最受歡迎嬰兒紙尿褲獎</p>	<p><b>烏幹達 Muyz Plus:</b> 2022年消費者選擇質量獎—最佳嬰兒紙尿褲和最佳衛生巾</p>	<p><b>加納投資促進中心：</b> 第21屆加納100強俱樂部獎—製造業排名第一的公司</p>	<p><b>坦桑尼亞：</b> 2024年非洲消費者選擇獎—坦桑尼亞最佳品質衛生巾品牌</p>
<p><b>加納標準局：</b> 國家醫療器械技術委員會委員</p>	<p><b>加納外交部：</b> 第18屆加納-非洲商業獎—國際貿易（出口）金獎</p>	<p><b>坦桑尼亞稅務局：</b> 2022/23財年稅務優秀榮譽證書</p>	<p><b>肯尼亞 BSD 集團和益普索：</b> 2022-2024 連續 3 年肯尼亞女性最喜愛的 100 大品牌 top15</p>

资料来源：森大集团官网，平安证券研究所

### 3.2 产品品质：本地化工厂+全球供应链，打造高质价比产品

本地化工厂和全球供应链体系为制造能力赋能，提供兼具成本效益与高品质的产品。2018年，乐舒适在加纳启动了婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、卫生巾及湿巾的本地化生产，此后搭建了以跨国制造为核心、稳健可靠的全球供应链体系。根据弗若斯特沙利文的数据，乐舒适是非洲本地工厂布局数量最多的卫生用品公司；按2024年产量计算，公司在非洲婴儿纸尿裤市场及卫生巾市场均位列第一。截至2025年4月30日，乐舒适在非洲共布局八家生产工厂及51条生产线，总设计产能为每年婴儿纸尿裤63.012亿片、婴儿拉拉裤3.521亿片、卫生巾28.541亿片及湿巾93.035亿片。

图表16 乐舒适经销网络和产能布局情况（截至2025年4月30日）



资料来源：乐舒适招股说明书，平安证券研究所

新兴市场的工业化水平普遍较低，乐舒适发挥先发优势，率先开展本地制造，大幅缩短销售链路，产品能够更快触达消费者。作为在非洲市场成长起来的跨国企业，公司通过“本地生产、本地销售”的经营模式，更有效地拉近与消费者的距离。同时，公司严格把控每一个生产环节，确保生产出质量稳定可靠的产品。公司所有生产工厂均已取得 ISO9001（质量管理体系）、ISO14001（环境管理体系）和 ISO45001（职业健康安全管理体系）认证。

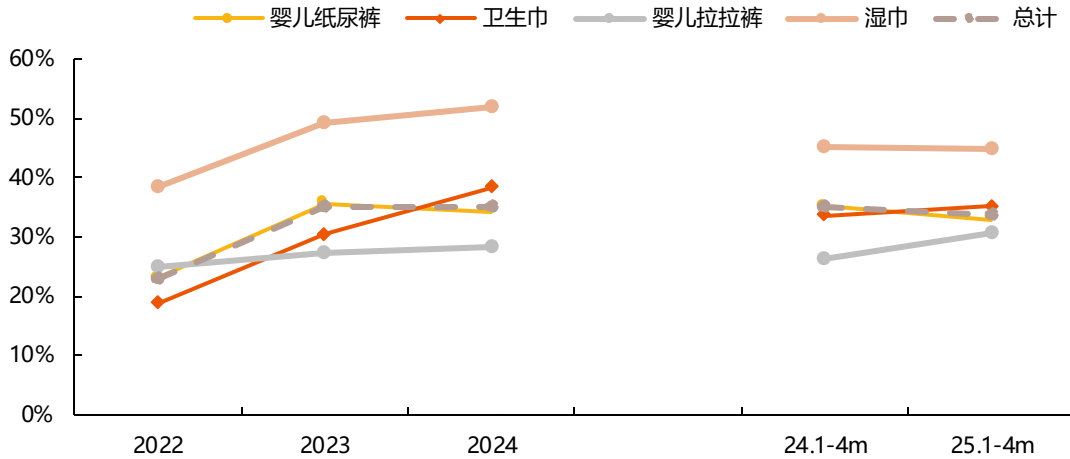
图表17 乐舒适非洲工厂布局及产线情况（截至2025年4月30日）

	投產年度	生產線數量
加納 .....	2018年	15
肯尼亞 .....	2019年	13
塞內加爾 .....	2020年	6
坦桑尼亞 .....	2018年	4
贊比亞 .....	2021年	5
喀麥隆 .....	2022年	5
烏干達 .....	2022年	2
貝寧 .....	2022年	1
總計 .....		<b>51</b>

资料来源：乐舒适招股说明书，平安证券研究所

公司毛利率水平提升。受益于公司品牌知名度和市场接受度的不断提升，乐舒适定价能力有所增长，同时公司供应链优势带动采购成本的回落，共同推动公司毛利率水平的提高。2022-2024 年，婴儿纸尿裤的毛利率从 23.0% 提升至 34.3%；卫生巾的毛利率从 18.8% 提升至 38.4%；婴儿拉拉裤毛利率从 24.9% 提升至 28.3%；湿巾毛利率从 38.6% 提升至 52.0%。

图表18 乐舒适毛利率情况



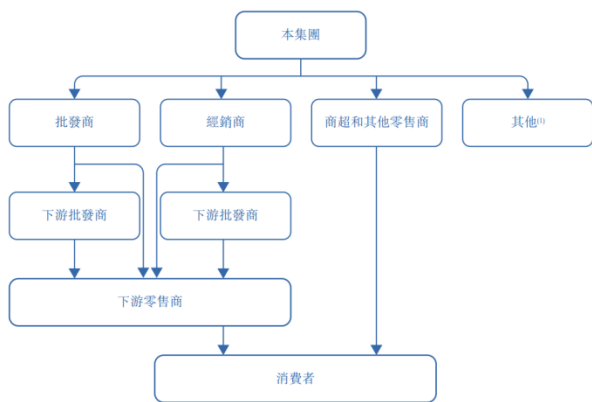
资料来源：乐舒适招股说明书，平安证券研究所

### 3.3 经销渠道：深入且广泛的销售网络，多种经销模式并存

2009 年，乐舒适在加纳首推 Softcare 婴儿纸尿裤，便在新兴国家建立了广泛而深入的销售网络。截止 2025 年 4 月 30 日，乐舒适在 12 个国家设立了 18 个销售分支机构，累计超过 2800 家批发商、经销商、商超和其他零售商，遍及非洲、拉美和中亚。

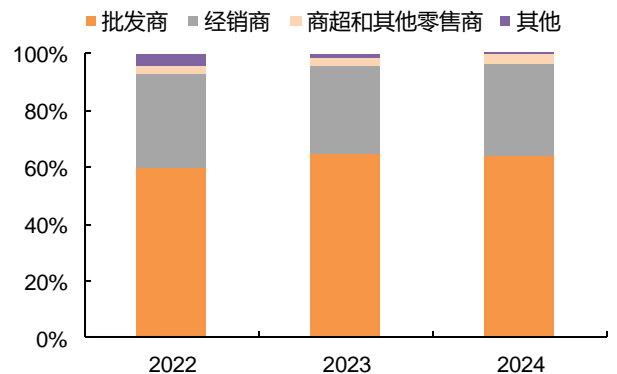
公司通过批发商、经销商、商超及其他零售商等多个销售渠道销售产品。2024 年，公司批发商渠道收入 2.91 亿美元，占比 64.1%；经销商渠道收入 1.46 亿美元，占比 32.1%；商超和其他零售商渠道收入 0.15 亿美元，占比 3.3%。

图表19 乐舒适销售渠道流程图



资料来源：乐舒适招股说明书，平安证券研究所

图表20 乐舒适各销售渠道情况



注：其他主要包括以一次性方式向公司购买产品且并无签订书面销售协议的客户。资料来源：乐舒适招股说明书，平安证券研究所

图表21 乐舒适三类主要经销渠道对比

	批发商	经销商	商超和其他零售商渠道
期限	三年	三年	一至三年
最低采购额要求	无	无	无
销售目标	大多数批发商无设定销售目标	大多数经销商无设定销售目标	大多数商超和其他零售商无设定销售目标
返利	采购额的 1%-5.5%	采购额的 2%-8.5%	无
采购价	单独协定	单独协定	单独协定
付款	交付前或交付时	交付前或交付时	交付前或交付时
信贷期	不超过 15 天	不超过 15 天	30-90 天
销售限制	若干批发商限于在其指定批发市场销售产品	主要经销商限于指定区域销售	无
2024 年年末数量	2225 个	461 个	221 个

资料来源：乐舒适招股说明书，平安证券研究所

### 3.4 全球化布局：植根非洲，着眼新兴市场

非洲地区为公司的基地市场，目前销售范围涵盖西非、东非和中非超过 30 个非洲国家。凭借非洲市场累计的经验，公司逐步开拓发展新潜在目标市场，2020 年公司业务扩展至拉丁美洲的秘鲁，2024 年扩展至中亚地区的哈萨克斯坦和拉丁美洲的萨尔瓦多，形成目前非洲+拉美+中亚的商业版图。根据公司招股书显示，2025 年 1-4 月，公司西非收入占比 39.5%，东非收入占比 46.5%，中非收入占比 10.6%，拉丁美洲收入占比 3.3%，中亚收入占比 0.1%。

图表22 乐舒适分地区收入情况


	截至12月31日止年度						截至4月30日止四個月					
	2022年		2023年		2024年		2024年		2025年			
	千美元	%	千美元	%	千美元	%	千美元	%	千美元	%		
<b>西非:</b>												
加纳	72,880	22.8	73,768	17.9	65,965	14.5	21,922	15.7	23,049	14.3		
塞内加尔	35,934	11.2	44,540	10.8	45,283	10.0	15,994	11.5	15,048	9.3		
科特迪瓦	29,024	9.1	42,049	10.2	44,269	9.7	13,601	9.7	13,165	8.2		
贝宁	3,747	1.2	5,988	1.5	4,508	1.0	1,744	1.2	2,238	1.4		
其他	23,563	7.3	30,946	7.5	34,965	7.7	10,480	7.5	10,159	6.3		
小计	165,148	51.6	197,291	47.9	194,990	42.9	63,741	45.6	63,659	39.5		
<b>东非</b>												
肯尼亚	60,357	18.9	70,216	17.1	90,453	19.9	26,653	19.1	30,778	19.1		
坦桑尼亚	29,122	9.1	34,636	8.4	41,397	9.1	12,884	9.2	14,800	9.2		
乌干达	24,553	7.7	30,715	7.5	38,615	8.5	11,097	7.9	15,896	9.9		
赞比亚	31,385	9.8	33,253	8.1	27,132	6.0	9,594	6.9	8,071	5.0		
其他	2,927	0.9	2,978	0.7	9,136	2.1	1,554	1.1	5,383	3.3		
小计	148,344	46.4	171,798	41.8	206,733	45.6	61,782	44.2	74,928	46.5		
<b>中非</b>												
喀麦隆	5,015	1.6	35,403	8.6	30,436	6.7	10,320	7.4	10,971	6.8		
其他	1,028	0.3	1,709	0.4	12,716	2.8	1,399	1.1	6,357	3.8		
小计	6,043	1.9	37,112	9.0	43,152	9.5	11,719	8.5	17,328	10.6		
<b>拉丁美洲</b>												
秘鲁	363	0.1	5,168	1.3	9,298	2.0	2,390	1.7	4,717	2.9		
萨尔瓦多	-	-	-	-	111	-	-	-	568	0.4		
小计	363	0.1	5,168	1.3	9,409	2.0	2,390	1.7	5,285	3.3		
<b>中亚</b>												
哈萨克斯坦	-	-	-	-	105	-	-	-	110	0.1		
总计	319,898	100.0	411,369	100.0	454,389	100.0	139,632	100	161,310	100.0		

资料来源：乐舒适招股说明书，平安证券研究所

### 3.5 品类扩展：产品线向上向下延伸，卫生用品品类持续扩展

公司品类扩展分为两条路径：1、同品类产品线向上向下延伸，例如，公司09年推出均价8.7美分（25年1-4月均价，后同）中高端品牌Softcare gold，2013年推出均价6.8美分大众品牌Cuettie，2023年推出均价9.5美分的高端品牌Softcare space；2、卫生品类横向扩展，从纸尿裤（2009年）-卫生巾（2010年）-拉拉裤（2018年）-湿巾（2019年），围绕卫生用品培育消费市场。我们预计，未来乐舒适同品类间将推出更多不同价格带产品以匹配消费需求，同时，预计品类也将拓展至其他卫生用品。

图表23 乐舒适产品布局情况

品类	品牌	推出年份	定位	均价（每片美分）	SKU
纸尿裤		2009年	核心产品线，针对中高端消费者	8.7	87
		2023年	softcare高端产品线延伸	9.5	23
		2017年	softcare高端产品线延伸	8.6	79
		2020年	拉丁美洲市场品牌	12.2	14
		2019年	中端产品线	6.2	11
		2013年	大众市场产品线	6.8	49
拉拉裤		2018年	核心产品线，针对中高端消费者	9.4	18
		2020年	大众市场产品线	7.5	2
卫生巾		2013年	针对中高端消费者的核心产品线	4.9	34
		2024年	针对年轻职业女性的softcare产品线延伸	5.7	1
		2022年	针对少女的softcare产品线延伸	2.2	3
		2020年	拉丁美洲市场品牌	4.6	4
		2010年	大众市场产品线	3.4	2
湿纸巾		2019年	非洲市场	1	11
		2020年	拉丁美洲市场品牌	0.6	3

注：均价为2025年1-4月的平均售价。资料来源：乐舒适招股说明书，平安证券研究所

## 四、盈利预测与估值

我们认为，公司持续深耕非洲基地市场，非洲地区卫生用品头部企业地位不断夯实，公司积极开拓拉丁美洲、中亚等新型市场，业务边界持续扩展，同时，公司产品线持续丰富延伸，纵向扩宽价格带、横向引入新品类，预计未来收入及利润将保持较快增长。随着非洲新生儿人口持续增长以及生产工厂产能逐渐稳定，婴儿纸尿裤2025-2027年收入维持在15%左右；城镇化率持续推进带动卫生巾产品的需求增长，我们预计卫生巾用品2025-2027年收入增速分别20%、15%、15%；婴儿用品在现有市场持续推进，预计2025-2027年收入增速维持在30%左右；尿布和湿巾随着纸尿裤的收入带动，预计2025-2027年收入增速分别15%、14%、14%；总体来看，预计公司2025-2027年营业收入5.3/6.2/7.2亿美元，同比分别

+17%/+16%/+16%；得益于原材料价格趋于稳定，我们预计公司毛利率稳定在 34%左右；销售费用率相对平稳，预计维持在 3.2%左右；随着管理能力不断提升，我们预计公司 25-27 年管理费用率分别为 6.5%、6.4%和 6.3%；公司净利润率水平维持在 21%左右。

图表24 乐舒适盈利预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入 (百万美元)</b>						
总体	320	411	454	534	621	721
婴儿纸尿裤	251	324	342	393	452	520
个人卫生用品-卫生巾产品	43	62	77	93	107	123
婴儿用品	17	13	21	31	43	56
尿布和湿巾	9	13	14	17	19	22
<b>营收增速</b>						
总体		28.6%	10.5%	17.4%	16.4%	16.0%
婴儿纸尿裤		29.3%	5.6%	15.0%	15.0%	15.0%
个人卫生用品-卫生巾产品		43.3%	25.5%	20.0%	15.0%	15.0%
婴儿用品		-25.0%	57.3%	50.0%	40.0%	30.0%
尿布和湿巾		44.0%	14.6%	15.0%	15.0%	14.0%
<b>毛利率</b>						
总体	23.0%	34.9%	35.2%	34.3%	34.1%	34.1%
婴儿纸尿裤	23.0%	35.6%	34.3%	34.0%	34.0%	34.0%
个人卫生用品-卫生巾产品	18.9%	30.4%	38.4%	35.0%	35.0%	35.0%
婴儿用品	24.9%	27.2%	28.3%	30.0%	30.0%	30.0%
尿布和湿巾	38.6%	49.1%	52.0%	45.0%	40.0%	42.0%
销售费用率	2.8%	3.3%	3.5%	3.2%	3.2%	3.2%
管理费用率	9.1%	8.7%	6.9%	6.5%	6.4%	6.3%
销售净利率	5.7%	15.7%	20.9%	20.7%	20.7%	21.0%

资料来源：Wind，平安证券研究所

选取可比公司逻辑：百亚股份、洁雅股份、中顺洁柔、恒安国际主营业务均为卫生用品。可比公司 2026 年 Wind 一致预期 PE 均值为 23X，乐舒适 2026 年对应估值为 20.7X，首次覆盖，给予乐舒适“推荐”评级。

图表25 乐舒适可比公司估值表

证券代码	公司名称	收盘价 (美元)	EPS (美元)			PE(倍)			评级
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
003006.SZ	百亚股份	3.0	0.11	0.15	0.19	27.2	20.6	16.0	-
301108.SZ	洁雅股份	4.8	0.11	0.15	0.19	42.4	32.1	25.1	-
002511.SZ	中顺洁柔	1.2	0.03	0.04	0.05	35.6	27.6	23.0	-
1044.HK	恒安国际	3.6	0.30	0.31	0.33	12.1	11.4	10.8	-
	平均估值					29.3	23.0	18.7	
2698.HK	乐舒适	4.3	0.18	0.21	0.24	24.2	20.7	17.6	推荐

注：数据截至 2026 年 1 月 29 日；乐舒适采用我们预测，其余为 Wind 一致预期；汇率选取：美元兑人民币 6.9771，美元兑港币 7.7838。

资料来源：Wind，平安证券研究所

## 五、风险提示

- 1) 跨国管理的风险：**公司的运营主要遍及非洲、拉丁美洲及中亚的多个地区和国家。公司必须遵守多个国家的各类法律法规，且需持续更新相关认知。若未能遵守该等法律法规，公司可能面临法律后果。同时在制定业务战略时，公司需要考量多个国家的具体情况，包括其经济、地缘政治及社会状况、市场趋势、消费习惯、竞争格局、风俗、文化及语言等。若出现上述问题，公司业务、财务表现及未来前景可能会受到重大不利影响。
- 2) 原材料价格波动影响：**公司原材料主要包括高吸水性聚合物（SAP）、绒毛浆、无纺布、弹性材料、消毒剂、香料及包装材料。生产材料成本主要包括各期间的原材料采购成本，以及与该等采购直接相关的关税、运费、运输成本及存货变动。2022年、2023年及2024年以及截至2025年4月30日止四个月，公司生产材料成本分别占总销售成本的88.2%、86.0%、85.7%及84.4%。原材料及其他必需品或服务的价格，会因通货膨胀、货币汇率波动、运输成本、经济状况变化及原材料供需变化等因素而出现波动。若无法通过提高产品价格来抵消原材料成本的所有增加，将影响公司利润率水平。
- 3) 行业竞争加剧的风险：**根据弗若斯特沙利文的数据，目前婴儿及女性卫生用品行业竞争激烈。公司现有市场以及未来可能拓展的新市场中均面临激烈竞争。同时，公司部分现有及潜在竞争对手为拥有丰富业务资源、财务资源及行业经验的大型本地参与者或跨国企业集团，在品牌知名度、产品供应、设计、质量、价格、营销策略、销售及分销网络以及供应链管理等多方面面临竞争问题，若行业竞争加剧，对公司现有市场份额及市场开拓或有较大影响。
- 4) 产品质量问题引发的风险：**产品质量是消费品的根本，若公司产品质量因任何原因出现恶化或被认为未达预期，可能面临客户投诉、产品退货、订单取消及销售额下降的情况，可能对我们的业务、经营业绩及前景造成重大不利影响。

## 资产负债表

单位: 百万美元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>176</b>	<b>276</b>	<b>424</b>	<b>595</b>
现金	31	88	206	342
应收票据及应收账款合	5	8	7	9
预付账款	10	12	14	16
存货	119	149	174	202
其他流动资产	11	20	23	27
<b>非流动资产</b>	<b>78</b>	<b>72</b>	<b>68</b>	<b>65</b>
固定资产	55	48	43	36
无形资产	11	9	7	6
其他非流动资产	12	15	18	23
<b>资产总计</b>	<b>254</b>	<b>348</b>	<b>492</b>	<b>660</b>
<b>流动负债</b>	<b>110</b>	<b>95</b>	<b>110</b>	<b>128</b>
短期借款	1	-	-	-
应付票据及应付账款合	43	56	65	75
其他流动负债	66	39	45	53
<b>非流动负债</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
长期借款	-	-	-	-
其他非流动负债	4	4	4	4
<b>负债合计</b>	<b>114</b>	<b>98</b>	<b>114</b>	<b>132</b>
少数股东权益	-	-	-	-
股本	0	0	0	0
资本公积	140	140	140	140
留存收益	-	110	238	389
归属母公司股东权益	140	250	378	529
<b>负债和股东权益</b>	<b>254</b>	<b>348</b>	<b>492</b>	<b>660</b>

## 现金流量表

单位: 百万美元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	110	64	125	145
投资活动现金流	-6	-5	-7	-9
筹资活动现金流	-103	-1	-0	0
现金净增加额	1	57	118	136

资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

## 利润表

单位: 百万美元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>454</b>	<b>534</b>	<b>621</b>	<b>721</b>
销售成本	294	351	409	475
其他费用	-	-	-	-
销售费用	16	17	20	23
管理费用	31	35	40	45
财务费用	1	-0	-1	-1
<b>营业利润</b>	<b>112</b>	<b>131</b>	<b>154</b>	<b>180</b>
其他非经营损益	1	-0	-0	-0
<b>利润总额</b>	<b>113</b>	<b>131</b>	<b>153</b>	<b>180</b>
所得税	18	21	24	28
<b>净利润</b>	<b>95</b>	<b>110</b>	<b>129</b>	<b>151</b>
少数股东损益	-	-	-	-
<b>归属母公司净利润</b>	<b>95</b>	<b>110</b>	<b>129</b>	<b>151</b>
EPS (美元)	0.15	0.18	0.21	0.24

## 主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	10.5	17.4	16.4	16.0
归母净利润(%)	47.0	16.1	16.7	17.4
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	35.2	34.3	34.1	34.1
归母净利率(%)	20.9	20.7	20.7	21.0
ROE(%)	68.0	44.2	34.1	28.6
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	44.9	28.3	23.2	20.0
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.8	1.5	1.3	1.1
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)				0.24
<b>估值比率</b>				
P/E	28.0	24.2	20.7	17.6
P/B	19.1	10.7	7.1	5.0

注: 管理费用率中包括行政管理费用率及研发费用率

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现无显著差别）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2026 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层