

**乐舒适 (02698.HK)**
**本土化能力优异非洲卫品龙头走向全球化星辰大海**

2026年02月03日

**——公司首次覆盖报告**
**投资评级：买入（首次）**
**吕明（分析师）**
**郭彬（分析师）**

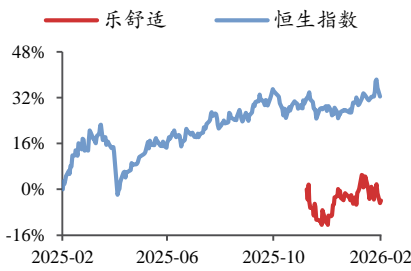
lvming@kysec.cn

guobin@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790525090002

日期	2026/2/3
当前股价(港元)	31.720
一年最高最低(港元)	36.800/28.420
总市值(亿港元)	196.51
流通市值(亿港元)	196.51
总股本(亿股)	6.20
流通港股(亿股)	6.20
近3个月换手率(%)	15.31

**股价走势图**


数据来源：聚源、开源证券研究所

**● 非洲卫生用品龙头，深耕新兴市场本土化经验丰富，有望驱动长期稳定增长**  
 乐舒适是非洲卫生用品行业领军企业，主营婴儿纸尿裤、卫生巾等卫生用品的研产销，两品类非洲销量市占率均居首位。非洲市场受益于人口红利，叠加纸尿裤、卫生巾品类低渗透率，行业增长空间广阔。公司产品端丰富品牌矩阵，渠道端依托非洲 8 国本土化产能构筑成本壁垒，搭配深度下沉的分销网络触达广泛消费群体。我们认为公司强大的本土化能力被市场低估，看好公司在人口红利充分的非洲市场继续实现渠道及品类扩张，并将本土化运营能力复制到全球其他新兴潜力区域。全球市场高天花板长坡厚雪，公司有望实现长期稳定增长，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1.12/1.32/1.54 亿美元，对应 EPS 为 0.18/0.21/0.25 美元，当前股价对应 PE 为 22.3/18.8/16.1 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

**● 产品：多品牌分层矩阵精准卡位，多 SKU 全场景覆盖+本土化产品筑壁垒**  
**婴儿护理领域**，乐舒适纸尿裤布局 Softcare、Maya 等四大品牌及多条差异化子产品线，2025 年 4 月，SKU 达 263 个；**女性护理赛道**，乐舒适卫生巾打造 Softcare、Veesper、Clincleer 三大品牌矩阵，SKU 为 44 个，适配多元经期需求。针对非洲本地需求开发差异化产品，满足非洲本土消费者实际需求，公司稳居非洲婴儿纸尿裤、卫生巾市场销量市占率第一，且增速领先竞争对手。

**● 生产与渠道能力：本土化产能降成本+提效率，深耕深度分销网络行业领先**  
**生产端**：本土化产能带来成本效率优势。公司在非洲 8 国布局 8 家工厂、51 条生产线，加纳、肯尼亚为核心基地，系非洲本土工厂布局最广的卫生用品企业。2024 年婴儿纸尿裤、卫生巾产量居非洲第一，核心品类产能利用率回升，同时拟扩产夯实供应能力。**渠道端**：广布局深触达，真正了解非洲市场和渠道。深耕新兴市场超 15 年，构建覆盖 30+ 国家的销售网络，设 18 个分支机构，依托 2800 余家批发商、经销商触达超 80% 本地人口。相对国际品牌渠道难以下沉，乐舒适对非洲线下渠道理解领先行业，渠道粘性强且有先发优势，形成竞争壁垒。

**● 风险提示**：市场竞争加剧、外汇波动、产能拓展不及预期等风险。

**财务摘要和估值指标**

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	411	454	541	622	712
YOY(%)	28.6	10.5	19.0	15.0	14.5
净利润(百万美元)	65	95	112	132	154
YOY(%)	251.8	47.0	17.5	18.3	16.6
毛利率(%)	34.9	35.2	35.3	35.8	35.7
净利率(%)	15.7	20.9	20.7	21.3	21.7
ROE(%)	75.7	68.0	38.5	31.3	26.8
EPS(摊薄/美元)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
P/E(倍)	38.5	26.2	22.3	18.8	16.1
P/B(倍)	29.2	17.8	8.6	5.9	4.3

数据来源：聚源、开源证券研究所（注：2026/2/3 美元兑港币汇率为 7.81）

## 目 录

1、 非洲卫生用品龙头，多品牌矩阵布局 .....	4
1.1、 发展历程：多年深耕新兴市场，从品牌奠基、产能扩张到全球开拓 .....	4
1.2、 营收利润双增，品类结构优化，盈利效率与现金流齐改善 .....	5
1.3、 股权结构与管理层：股权架构集中，核心管理层具备丰富经验 .....	10
1.4、 市场关注的问题：外汇波动风险及应对举措 .....	14
2、 品牌矩阵：全品类与多品牌构筑多维竞争护城河 .....	15
2.1、 场景分层 + 多品牌 + SKU 扩容：覆盖婴儿与女性护理细分需求 .....	15
2.2、 核心品类价稳量升，全产品线驱动业绩高增 .....	18
2.3、 行业看点：百亿规模+低渗透率，人口红利与消费升级驱动千亿空间 .....	20
3、 核心优势：从品牌营销到全球供应链，乐舒适多维优势构筑行业领导地位 .....	23
3.1、 多品牌分层级布局，构建全品类产品矩阵 .....	23
3.2、 产能布局完善，利用率优化，乐舒适拟启 1860 百万港元扩张计划 .....	24
3.3、 产销联动筑壁垒：乐舒适深耕 15 年、覆盖 30+ 国、80% 人群 .....	26
4、 盈利预测和投资建议 .....	28
4.1、 关键假设 .....	28
4.2、 相对估值 .....	30
5、 风险提示 .....	31
附：财务预测摘要 .....	32

## 图表目录

图 1： 公司产品涵盖婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、卫生巾和湿巾等 .....	4
图 2： 十五年深耕新兴市场，从非洲起步到布局全球的新兴市场开拓史 .....	5
图 3： 2025 年 1-4 月公司实现营收 1.61 亿美元 .....	5
图 4： 2025 年 1-4 月公司实现归母净利润 0.31 亿美元 .....	5
图 5： 2025 年 1-4 月婴儿纸尿裤业务占比达 71.8% .....	6
图 6： 2022-2024 年婴儿纸尿裤营收 CAGR 为 16.8% .....	6
图 7： 2022-2024 年卫生巾产品均价 CAGR 为 2.6% .....	7
图 8： 2025 年 1-4 月婴儿拉拉裤毛利率上升 4.4 pct .....	7
图 9： 2025 年 1-4 月公司销售毛利率为 33.6% .....	7
图 10： 2022-2024 年销售及分销费用率小幅上升 .....	7
图 11： 公司生产工厂广泛布局非洲八国 .....	8
图 12： 2022-2024 年拉丁美洲市场收入 CAGR 409.1% .....	8
图 13： 2025 年 1-4 月公司存货上升至 1.20 亿美元 .....	8
图 14： 2025 年 1-4 月公司存货周转天数降至 134 天 .....	8
图 15： 2025 年 1-4 月生产材料成本占比 84.4% .....	9
图 16： 2025 年 1-4 月五大供应商采购额占比 47.6% .....	9
图 17： 2025 年 1-4 月经营活动所得现金净额同比+18.9% .....	9
图 18： 2025 年 1-4 月投资活动所得现金净额-0.08 亿美元 .....	9
图 19： 2025 年 1-4 月公司期末现金及现金等价物为 0.85 亿美元（同比+35.5%） .....	10
图 20： 2025 年 1-4 月贸易应收款项为 0.07 亿美元 .....	10
图 21： 2025 年 1-4 月贸易应付款项为 0.43 亿美元 .....	10

图 22: 森大集团业务布局: 从多元品类到乐舒适卫生用品的聚焦深耕	11
图 23: 重组前沈延昌夫妇持有森大公司 100%的股权	12
图 24: 截至 2025 年 11 月 10 日, 经公开发行稀释后, 重组后已发行股份中 27.77% 分配至股权激励承授人	13
图 25: 2025 年 1-4 月, 公司实现外汇收益 1.65 亿美元	14
图 26: 2022-2024 年加纳塞地汇率上行, 婴儿纸尿裤价稳	14
图 27: 乐舒适婴儿 & 女性护理品类: 品牌矩阵及 SKU 分布	15
图 28: 公司各品牌婴儿纸尿裤产品矩阵	16
图 29: 公司婴儿拉拉裤 - Softcare & Cuettie 拉拉裤系列	16
图 30: 公司各品牌卫生巾产品矩阵	17
图 31: 公司湿巾 - Softcare & Veesper 湿巾系列	17
图 32: 2022-2024 年卫生巾/湿巾销量 CAGR 超 30%	18
图 33: 2022-2024 年卫生巾产品均价 CAGR 为 2.6%	18
图 34: 2022-2024 年 Softcare/Veesper 婴儿纸尿裤收入 CAGR 分别达 16.9%/397.2%	19
图 35: 2025 年 1-4 月 Softcare/Veesper 婴儿纸尿裤收入占比分别达 76.0%/3.2%	19
图 36: 2022-2024 年 Softcare/Veesper 卫生巾收入 CAGR 分别达 33.3%/338.3%	19
图 37: 2025 年 1-4 月 Softcare/Veesper 卫生巾收入分别达占比 97.5%/1.8%	19
图 38: 2022-2024 年婴儿拉拉裤营收 CAGR 8.6%	20
图 39: 2022-2024 年湿巾营收 CAGR 28.5%	20
图 40: 2019-2024 年非洲/拉丁美洲婴儿纸尿裤、拉拉裤及卫生巾市场规模 CAGR 分别为 6.8%/2.7%	21
图 41: 非洲婴儿纸尿裤/卫生巾渗透率约 20%/30%, 较欧洲、北美及中国市场提升空间可观	21
图 42: 2020-2024 年中非/东非婴儿纸尿裤市场规模 CAGR 分别达 8.7%/7.9%	21
图 43: 2024 年拉丁美洲婴儿纸尿裤市场规模同比增长 2.3%至 48 亿美元	21
图 44: 2020-2024 年北非/西非卫生巾市场规模 CAGR 分别达 8.2%/9.8%	22
图 45: 2024 年拉丁美洲卫生巾市场规模同比增长 2.7%至 14 亿美元	22
图 46: 2024 年(按销量计)非洲婴儿纸尿裤 CR5 为 61.2%	23
图 47: 2024 年(按销量计)非洲卫生巾 CR5 为 39.8%	23
图 48: 公司各品牌产品战略性市场定位矩阵	24
图 49: 乐舒适婴儿 & 女性护理品类: 品牌矩阵及 SKU 分布	24
图 50: 公司生产工厂广泛布局非洲八国	25
图 51: 2025 年 1-4 月婴儿拉拉裤产能利用率达 87.0%	25
图 52: 15 年深耕、30+ 国覆盖、产销联动, 构建成熟稳固的新兴市场销售网络	26
图 53: 销售渠道架构(集团→渠道商→消费者)	27
图 54: 2025 年 1-4 月批发商实现收入 1.00 亿美元	27
表 1: 公司董事会及管理层情况	13
表 2: 公司在加纳、肯尼亚分别布局 15 条、13 条生产线	25
表 3: 公司贝宁婴儿纸尿裤及卫生巾产线预计 2026 年竣工	25
表 4: 2025 年 4 月末批发商数目达 2132 个	27
表 5: 2025 年 4 月末经销商数目达 418 个	27
表 6: 预计公司 2025-2027 年收入分别为 5.41/6.22/7.12 亿美元, 分别同比+19.0%/15.0%/14.5%	28
表 7: 预计公司 2025-2027 年 PE 分别为 22.3/18.8/16.1 倍	30

## 1、非洲卫生用品龙头，多品牌矩阵布局

15 年跨国经营领跑非洲，乐舒适成为非洲卫生用品龙头。乐舒适是森大集团旗下跨国卫生用品公司，聚焦非洲、拉美、中亚等新兴市场，主营婴儿纸尿裤、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。品牌于 2009 年成立，2022 年开启独立运营，核心品牌包括 Softcare、Veesper、Maya 等。根据弗若斯特沙利文的数据，2024 年乐舒适以 20.3%、15.6% 的销量份额，位居非洲婴儿纸尿裤、卫生巾市场第一；以 17.2%、11.9% 的收入份额，位列两大市场第二。凭借超 15 年跨国经营经验，乐舒适成为非洲多国卫生用品行业领军企业及新兴市场重要参与者。通过搭建海外管理团队与本地人才梯队，实现多国高效运营。品牌秉承着“以消费者为核心”的理念，聚焦本地多样化需求，以产品快速迭代响应市场变化。

图1：公司产品涵盖婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、卫生巾和湿巾等

	婴儿纸尿裤	婴儿拉拉裤	卫生巾	湿巾	旗下品牌
主要 产品	 <p>Softcare Gold    Softcare Space    Softcare Premium</p>	 <p>Softcare Gold</p>	 <p>Softcare    Softcare Model    Softcare Smart</p>	 <p>Softcare</p>	<p>Softcare</p> <p>Veesper</p> <p>Cuettie</p> <p>Maya</p>
	 <p>Veesper    Maya    Cuettie</p>	 <p>Cuettie</p>	 <p>Veesper    ClinClear</p>	 <p>Veesper</p>	

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

### 1.1、发展历程：多年深耕新兴市场，从品牌奠基、产能扩张到全球开拓

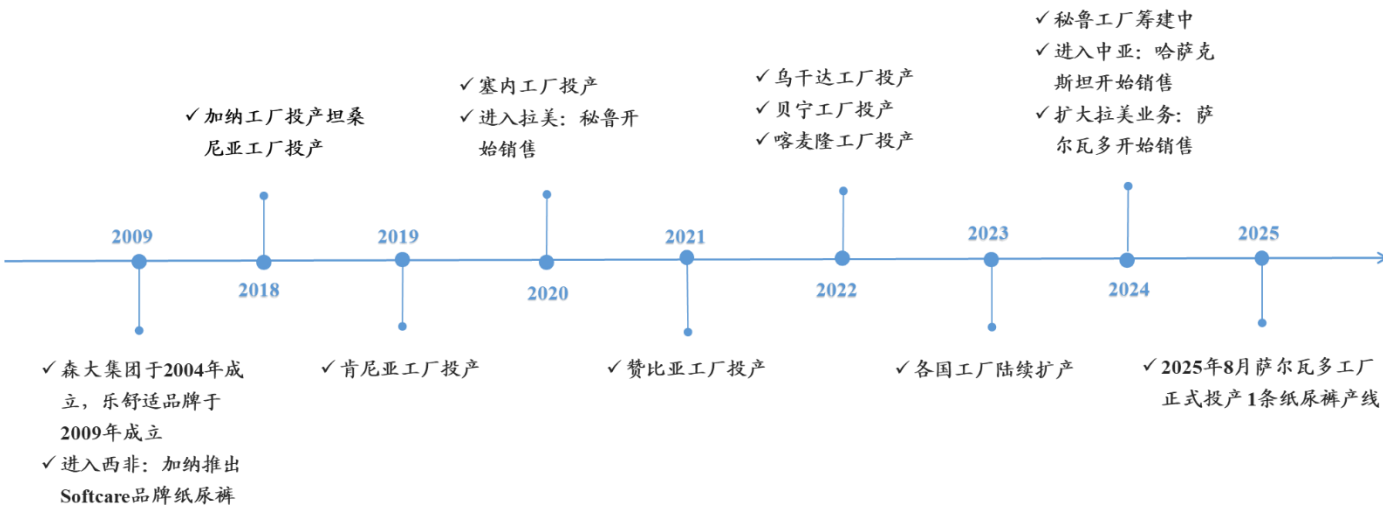
根据公司产品、品牌和渠道的不断完善，我们将公司发展分为三个阶段：

**(1) 成立前身 (2009 年)：**乐舒适前身依托森大集团布局新兴市场，2009 年，乐舒适进入西非加纳，推出 Softcare 品牌纸尿裤，同步注册 Veesper、Cuettie 品牌；2010 年，公司拓展至东非肯尼亚、坦桑尼亚，推出 ClinClear 品牌，同时完成 Maya 品牌注册。此阶段的市场渗透与品牌储备，为乐舒适后续独立运营奠定基础。

**(2) 产能扩张与市场拓展期 (2010-2023 年)：**2018-2019 年，公司先后实现加纳、坦桑尼亚、肯尼亚工厂投产，初步完善非洲核心区域的本地化生产网络；2020-2021 年以“工贸一体化”为方向，新增塞内、赞比亚工厂，同时拓展至拉美市场（秘鲁启动销售），实现产能与市场边界的双重拓展；2022-2023 年，公司进一步加密非洲生产布局（乌干达、贝宁、喀麦隆工厂投产），并推进各国工厂扩产，持续强化区域供应能力。此阶段的产能落地与市场延伸，助力乐舒适巩固了新兴市场的竞争优势。

**(3) 新区域开拓与产能深化期 (2024 年至今)：**2024 年，乐舒适聚焦新市场拓展，一方面推进秘鲁工厂筹建，同时开拓中亚市场（哈萨克斯坦启动销售）、公司扩大拉美业务（萨尔瓦多开始销售）；2025 年配套产能落地，萨尔瓦多工厂于 2025 年 8 月投用 1 条纸尿裤产线，持续完善新兴市场的产销协同布局。

图2：十五年深耕新兴市场，从非洲起步到布局全球的新兴市场开拓史

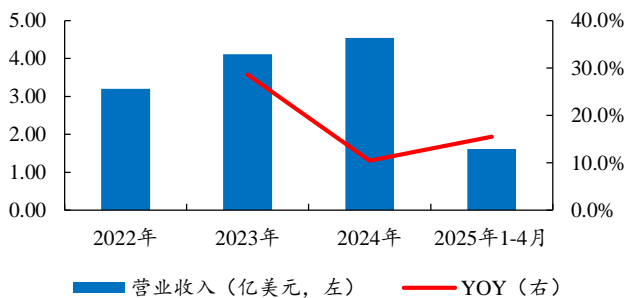


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

## 1.2、营收利润双增，品类结构优化，盈利效率与现金流齐改善

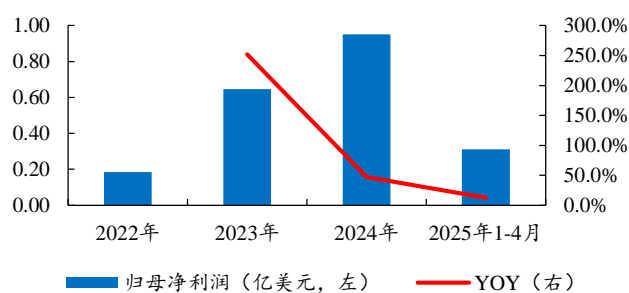
营收与归母净利润均呈年度增长态势。营收方面，2022-2024 年营业收入从 3.20 亿美元增长至 4.54 亿美元，期间 CAGR 达 19.2%；2023 年 / 2024 年营业收入分别同比增长 28.6%/10.5%，2025 年 1-4 月实现营收 1.61 亿美元（同比+15.5%），延续稳健增长趋势。归母净利润方面，2022-2024 年从 0.18 亿美元增长至 0.95 亿美元，期间 CAGR 为 127.4%；各年度同比增速分别为 251.7%（2023 年）、47.0%（2024 年），2025 年 1-4 月实现归母净利润 0.31 亿美元（同比+12.5%），保持稳健增长态势。

图3：2025 年 1-4 月公司实现营收 1.61 亿美元



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图4：2025 年 1-4 月公司实现归母净利润 0.31 亿美元



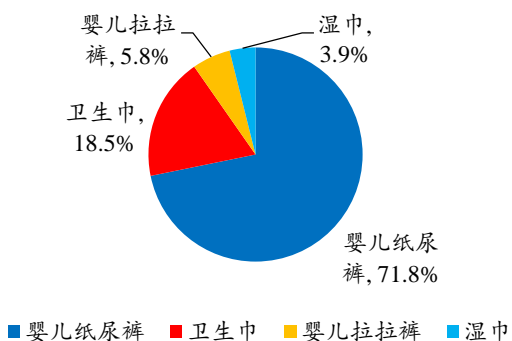
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

婴儿纸尿裤主导缓降，卫生巾提升推动结构均衡。公司产品主要分为四大类，分别是婴儿纸尿裤、卫生巾、婴儿拉拉裤、湿巾。2025 年 1-4 月收入占比分别为 71.8%、18.5%、5.8%、3.9%。从业务占比趋势来看，婴儿纸尿裤作为核心品类，占比呈缓慢下降态势，业务占比从 2022 年的 78.4% 降至 2025 年 1-4 月的 71.8%，仍居主导；卫生巾占比从 13.5% 持续提升至 18.5%，增长显著。整体业务从单一核心依赖

向多品类协同发展，结构更趋均衡。

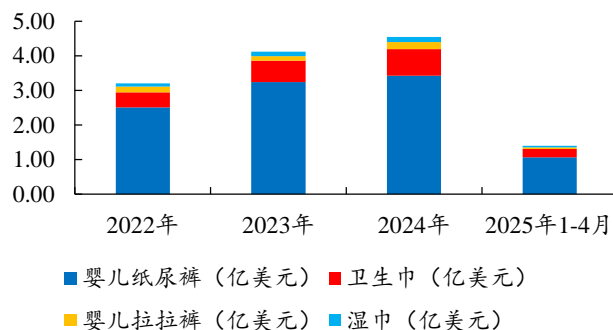
乐舒适各产品品类营收整体呈增长态势。2022-2024 年，婴儿纸尿裤营收从 2.51 亿美元增至 3.42 亿美元，CAGR 为 16.8%，2025 年 1-4 月实现收入 1.16 亿美元（同比+8.8%）；卫生巾品类增长最为亮眼，2022-2024 年营收从 0.43 亿美元增至 0.77 亿美元，CAGR 达 34.1%，为所有品类中增速最快，2025 年 1-4 月营收 0.30 亿美元（同比+24.3%）；湿巾品类增长稳健，2022-2024 年营收从 0.09 亿美元增至 0.14 亿美元，CAGR 为 28.5%；婴儿拉拉裤品类略有波动，2023 年营收短暂下滑至 0.13 亿美元，2024 年回升至 0.21 亿美元，2022-2024 年 CAGR 8.6%，2025 年 1-4 月营收 0.09 亿美元（同比+94.1%），恢复态势良好。

图5：2025 年 1-4 月婴儿纸尿裤业务占比达 71.8%



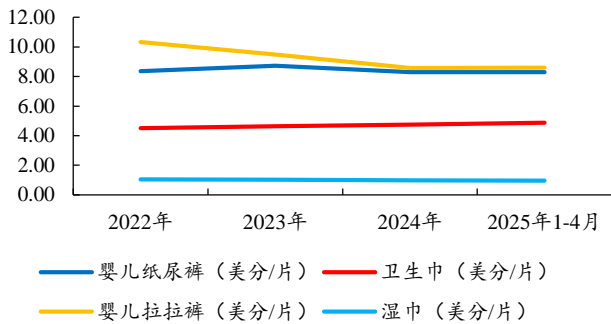
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图6：2022-2024 年婴儿纸尿裤营收 CAGR 为 16.8%

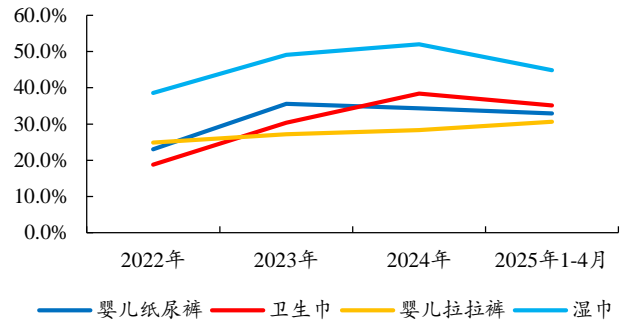


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

乐舒适产品定价呈差异化调整，产品毛利率大幅改善。定价端，2022-2024 年卫生巾售价 CAGR 达 2.6%，2025 年 1-4 月进一步升至 4.87 美分 / 片，持续稳步提升；婴儿纸尿裤售价保持稳健，2024-2025 年 1-4 月均维持在 8.29-8.30 美分 / 片，波动极小；婴儿拉拉裤、湿巾售价 2022-2024 年 CAGR 分别为 -8.8%、-3.4%，但 2025 年 1-4 月已趋于稳定。毛利率端，各产品自 2022 年起大幅上升，2024 年卫生巾毛利率升至 38.4%（同比+8.0 pct），2025 年 1-4 月进一步升至 35.1%（同比+1.5 pct），主要得益于非洲市场提价及肯尼亚货币升值推动美元计收入增长；婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、湿巾自 2023 年起则分别稳健维持在 35%、28%、50% 左右。

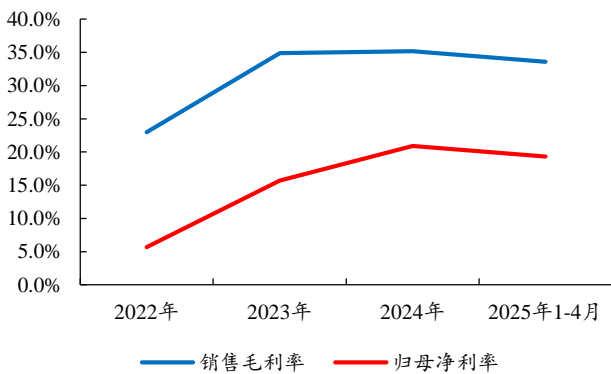
**图7：2022-2024 年卫生巾产品均价 CAGR 为 2.6%**


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

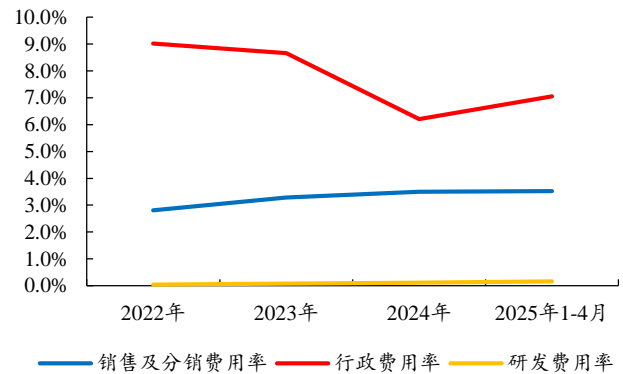
**图8：2025 年 1-4 月婴儿拉拉裤毛利率上升 4.4 pct**


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

毛利与净利率整体上行，费用小幅抬升致净利率短期承压。销售毛利率方面，2024 年公司销售毛利率上升至 35.2%（同比+0.3pct）；2025 年 1-4 月毛利率小幅同比下滑 1.3pct 至 33.6%，主要系部分地区主动调降产品价格，叠加出口至周边国家的低毛利产品占比提升所致。归母净利率方面，受毛利率短期承压、营销投入增加等因素影响，2025 年 1-4 月净利率同比下滑 0.5pct 至 19.3%。从费用结构来看，为推进新品渗透与渠道下沉，2025 年 1-4 月销售及分销费用率同比上升 0.1pct；而行政费用率呈持续下降态势，主要得益于森大集团将相关商标所有权转让给公司，大幅减少了特许权使用费支出，凸显公司管理效能。

**图9：2025 年 1-4 月公司销售毛利率为 33.6%**


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

**图10：2022-2024 年销售及分销费用率小幅上升**


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

乐舒适各区域市场呈现鲜明差异化增长特征。西非为传统核心市场，2022-2024 年营收从 1.65 亿美元增至 1.95 亿美元（CAGR 8.7%），收入维持在 1.65-1.97 亿美元区间，2023 年靠定制产品热销、渠道下沉实现增长，2024 年受货币贬值小幅回落，2025 年 1-4 月营收 0.64 亿美元，同比基本持平，增速趋稳；东非为高增长主力，2022-2024 年营收从 1.48 亿美元增至 2.07 亿美元（CAGR 18.1%），依托品牌提升、渠道渗透拉动增长，2025 年 1-4 月营收 0.75 亿美元，同比增 21.3%，势头强劲；中非为高景气增长区域，2022-2024 年营收从 0.06 亿美元跳涨至 0.43 亿美元（CAGR 167.2%），2025 年 1-4 月营收 0.17 亿美元（同比+47.9%），持续高增；

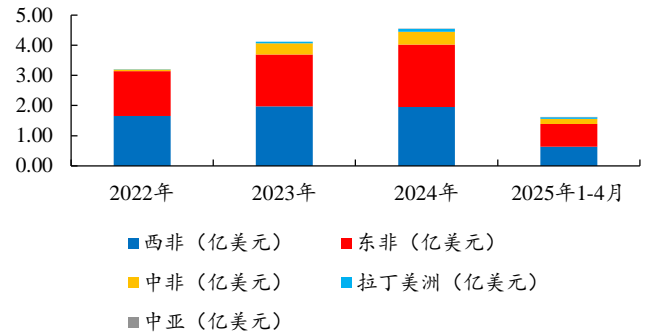
拉丁美洲作为新兴市场，2022-2024 年营收从 0.004 亿美元增至 0.09 亿美元（CAGR 409.1%），2025 年 1-4 月营收 0.05 亿美元（同比+121.1%），成为新增长引擎；中亚处于起步阶段，2025 年 1-4 月营收 0.001 亿美元，业务暂未规模扩张。

图11：公司生产工厂广泛布局非洲八国



资料来源：公司招股说明书

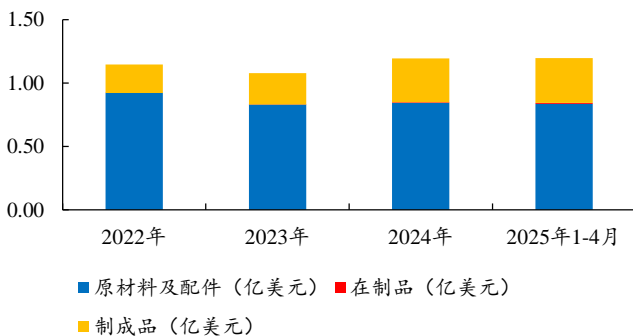
图12：2022-2024 年拉丁美洲市场收入 CAGR 409.1%



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

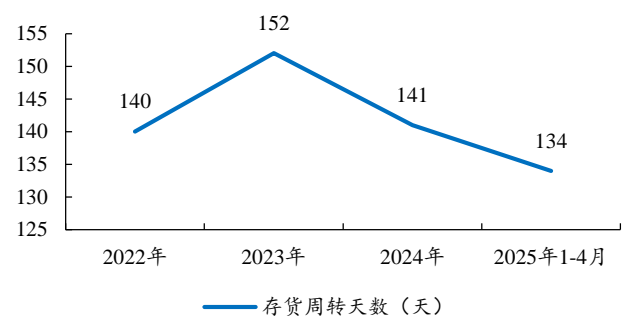
**新市场备货驱动存货稳健增长，周转效率持续优化。** 存货方面，2024 年末存货同比增长 10.8% 至 1.19 亿美元，核心驱动为制成品库存大幅增长 40.7% 至 0.35 亿美元，主要系秘鲁、哈萨克斯坦、萨尔瓦多等新拓展市场备货增加。2025 年 4 月末存货小幅上升至 1.20 亿美元，制成品、原材料及配件、在制品库存维持稳定，存货结构与业务发展需求匹配度较高。**存货周转天数方面**，存货周转天数由 2022 年的 140 天增至 2023 年的 152 天，主要因 2022 年初存货基数较低，且当时生产线较少、生产活动有限，原材料维持在低库存水平。2023 年后周转效率持续优化，天数从 152 天降至 2024 年的 141 天，2025 年 1-4 月进一步缩减至 134 天，核心得益于产能提升带动原材料消耗速度加快。

图13：2025 年 1-4 月公司存货上升至 1.20 亿美元



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图14：2025 年 1-4 月公司存货周转天数降至 134 天

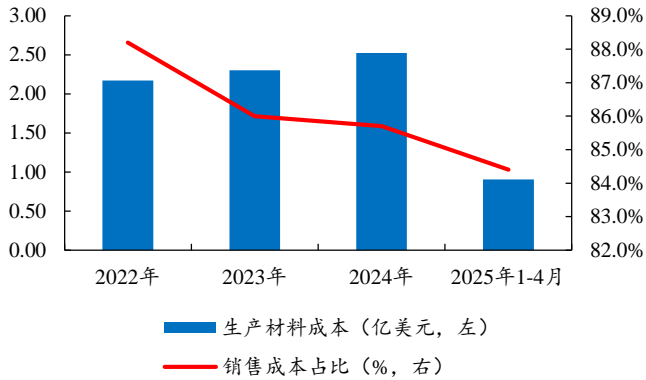


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

**原材料成本温和增长，供应商集中度提升。** 生产材料成本方面，2022-2024 年生产材料成本 CAGR 2.9%，呈温和增长且总销售成本占比持续下降，系业务扩张带需求但采购控费，叠加成本管控、供应链优化及销售成本结构调整。**原材料供应商方面**，2022-2024 年公司五大供应商采购额 CAGR 3.3%，随业务规模自然增长；2025

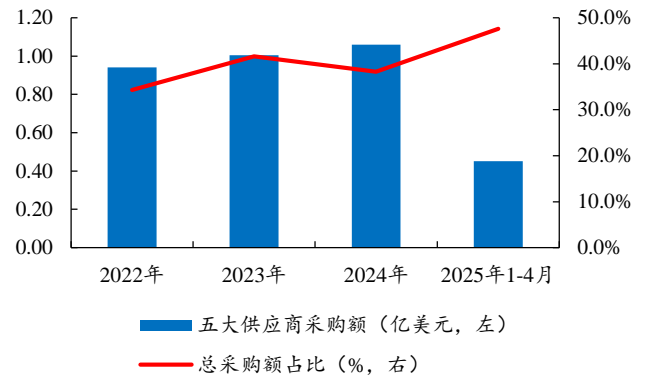
年 1-4 月五大供应商采购占比较 2024 年全年提升 9.3 pct，集中度显著上升，或因强化头部供应商依赖、调整中小供应商合作结构。

图15: 2025 年 1-4 月生产材料成本占比 84.4%



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

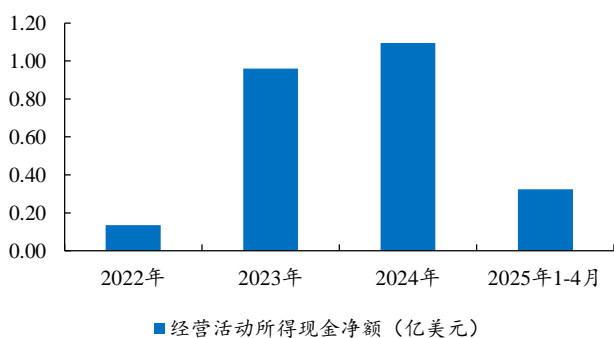
图16: 2025 年 1-4 月五大供应商采购额占比 47.6%



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

**经营现金流高速增长，投资现金流净流出持续收窄。**2022-2024 年经营活动所得现金净额从 0.14 亿美元增至 1.10 亿美元，CAGR 达 184.1%；2023 年同比大增 607.0%，2024 年同比增长 14.1%，2025 年 1-4 月净额 0.32 亿美元，同比增长 18.9%，延续稳健增长态势。投资活动现金流净流出持续收窄，2022-2024 年净额从 -0.51 亿美元收窄至 -0.06 亿美元，CAGR 为 -66.5%；2023 年、2024 年同比降幅分别收窄 78.7%、47.4%。2025 年 1-4 月投资活动所得现金流净额 -0.08 亿美元，净流出同比扩大 143.2%。

图17: 2025 年 1-4 月经营活动所得现金净额同比+18.9%



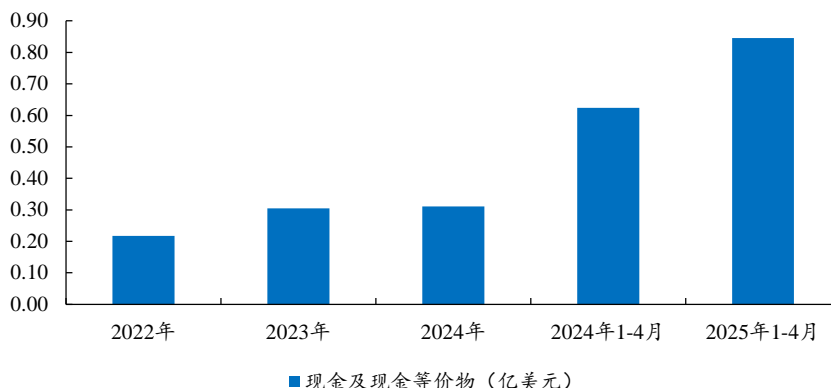
数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

图18: 2025 年 1-4 月投资活动所得现金净额-0.08 亿美元



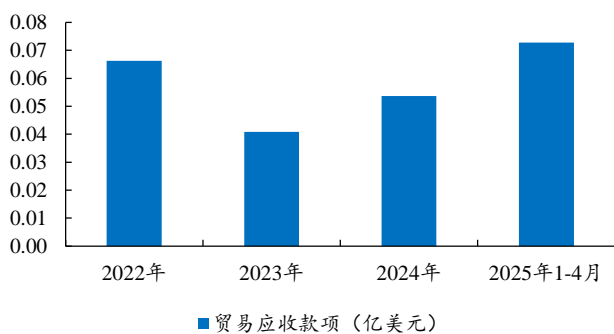
数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

**现金及现金等价物规模持续增长，资金流动性稳步改善。**2022-2024 年，公司现金及现金等价物从 0.22 亿美元增至 0.31 亿美元，CAGR 达 19.7%；其中 2023 年同比大增 40.1%，2024 年增速放缓至 2.2%，整体保持增长态势。2025 年 1-4 月，现金及现金等价物大幅提升至 0.85 亿美元，同比增长 35.5%，较前期规模实现显著跃升，公司现金储备进一步增厚，为业务拓展及抗风险能力提供坚实资金保障。

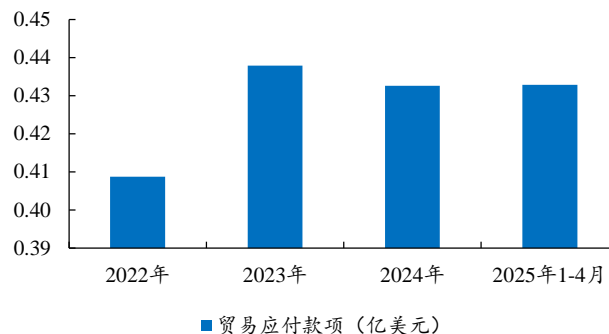
**图19：2025年1-4月公司期末现金及现金等价物为0.85亿美元（同比+35.5%）**


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

贸易应收、应付款项及周转周期呈现差异化运营特征。贸易应收款项方面，2022-2024年规模CAGR为-10.0%，从0.07亿美元波动降至0.05亿美元（2023年同比下降38.4%后，2024年回升31.4%），2025年1-4月进一步增至0.07亿美元，同比增长34.8%；其周转天数始终稳定在4-5天，资金回笼效率保持高效。贸易应付款项方面，2022-2024年规模CAGR为2.9%，从0.41亿美元温和增至0.43亿美元（2023年同比增7.1%后，2024年微降1.2%），2025年1-4月维持0.43亿美元，同比持平；其周转天数从2022年的30天延长至2025年1-4月的48天，整体处于合理区间，资金占用的调节空间有所提升。

**图20：2025年1-4月贸易应收款项为0.07亿美元**


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

**图21：2025年1-4月贸易应付款项为0.43亿美元**


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

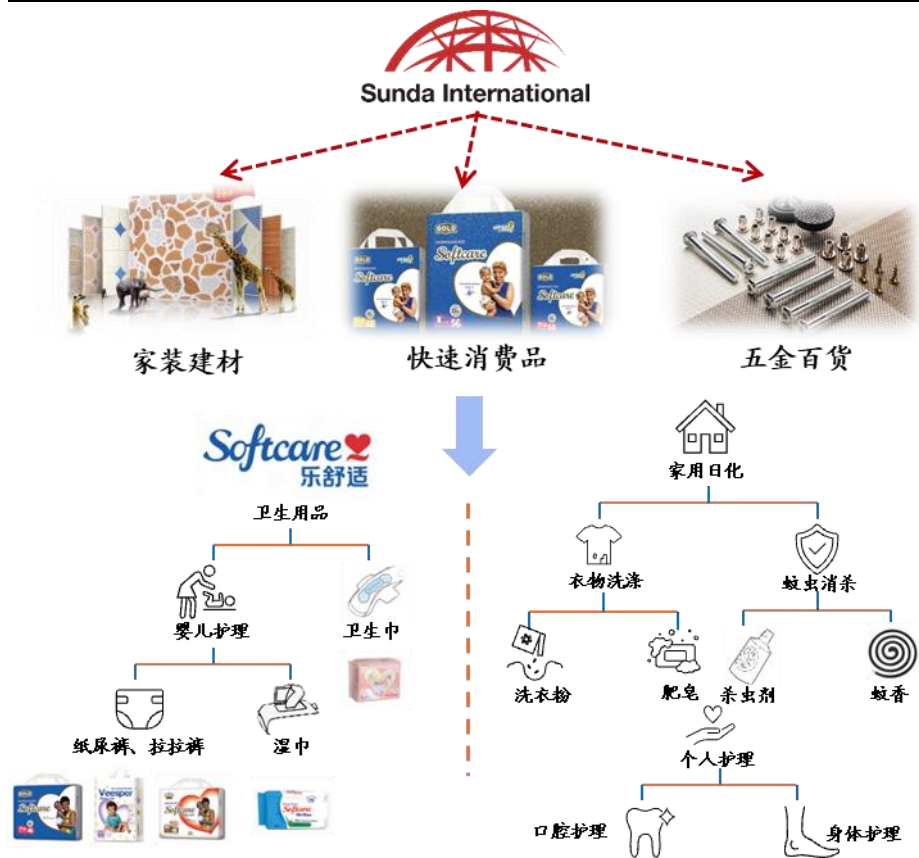
### 1.3、股权结构与管理层：股权架构集中，核心管理层具备丰富经验

乐舒适母公司森大集团，由沈延昌、杨艳娟夫妇创立。1997年，沈延昌离职，敏锐捕捉到非洲市场生活用品匮乏的机遇，随后于1999年赴广州；2000年，二人创办广州奥柯耶经贸有限公司（森大前身），对非出口建材、日用品；2004年，森大集团在广州正式成立。作为中国最早布局非洲、南美等新兴市场的企业之一，森大已发展为集海外制造、贸易、投资于一体的跨国集团，业务覆盖多品类，销售遍

及 60 余个国家和地区。集团在非洲 10 余个国家设子公司、投产 28 座工厂，构建起一体化完整产业链，常年位列对非出口百强前茅。创始人沈延昌拥有近 30 年新兴市场管理经验，兼任广东省人力资源研究会副会长等职，集团秉持“以人为本、诚信经营”理念，深耕新兴市场。

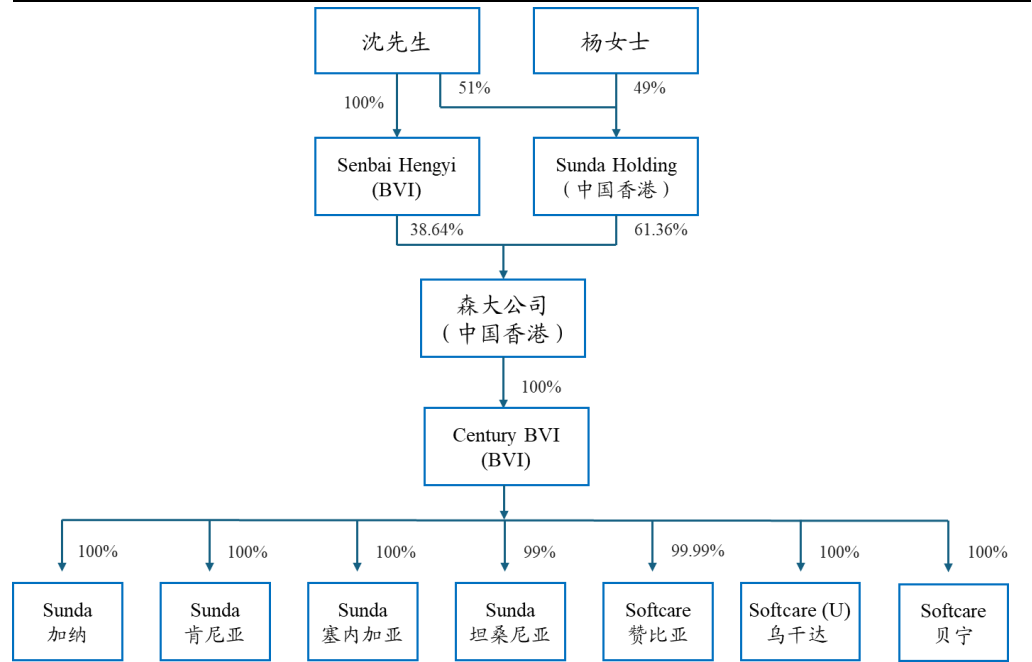
**森大因需重组孵化乐舒适品牌。**森大洞察到非洲等地区卫生用品的市场需求后，为搭建卫生用品业务分部的独立运营平台、助力该板块长期发展，对业务进行了重组，并于内部孵化出卫生用品品牌乐舒适。乐舒适品牌于 2009 年成立，2022 年开启独立运营，依托森大既有的跨国资源与渠道优势，聚焦新兴市场卫生用品的开发、制造与销售，如今已成长为非洲卫生用品市场的领军企业。

图22：森大集团业务布局：从多元品类到乐舒适卫生用品的聚焦深耕



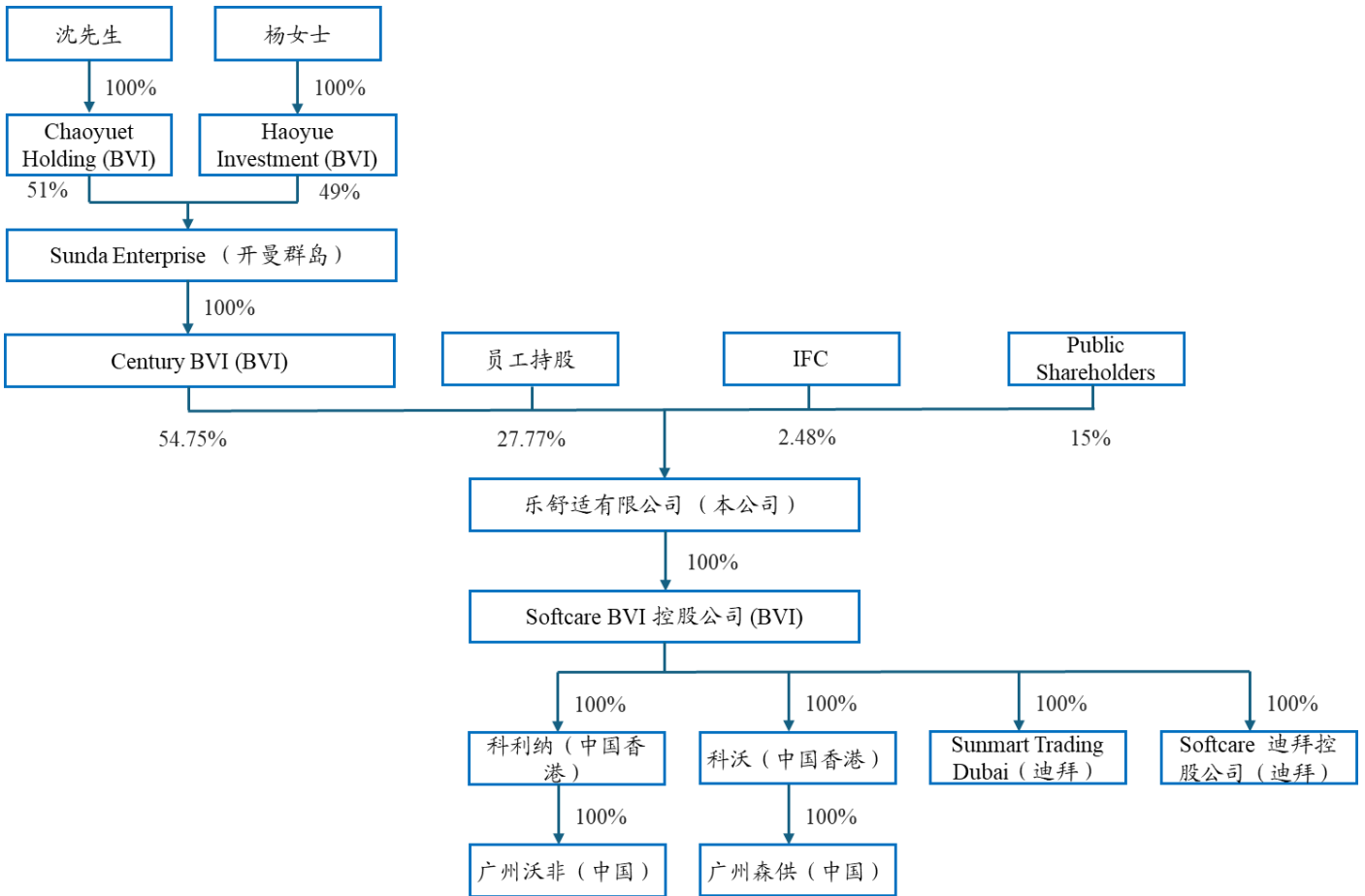
资料来源：乐舒适官网、森大集团官网等、开源证券研究所

乐舒适重组前为森大集团体系内业务，其股权由沈延昌夫妇通过以下架构间接控制：二人分别通过 Senbai Hengyi (BVI)、Sunda Holding (中国香港)，以 38.64%、61.36% 的比例持股森大公司（中国香港），森大公司再通过 Century BVI，控股乐舒适在加纳、肯尼亚等国的运营主体。

**图23：重组前沈延昌夫妇持有森大公司 100%的股权**


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

乐舒适于 2022 年完成从森大集团的业务分拆重组，并开启独立运营。重组后的股权架构中，创始人沈延昌、杨艳娟夫妇为核心控制方：二人分别 100% 持股 Chauyet Holding (BVI)、Haoyue Investment (BVI)，再以 51%、49% 的比例共同控制 Sunda Enterprise (开曼群岛)，进而通过 Century BVI 持有乐舒适 54.75% 的股权；同时，罗继超、王大江等股权激励承受人，通过各自全资持股的 BVI 主体（如 Lideal(BVI)、Gong Ying(BVI)等），截至 2025 年 11 月 10 日合计持有乐舒适约 27.77% 的股权（注：上述全部持股比例，均基于超额配股权未行使、且经公开发行稀释后的口径确定）。

**图24: 截至 2025 年 11 月 10 日, 经公开发行稀释后, 重组后已发行股份中 27.77% 分配至股权激励承授人**


数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所 (注: 截至 2025 年 11 月 10 日, 以上股权结构为超额配股权尚未行使的情形)

**乐舒适股权结构集中, 核心管理团队资历深厚。**创始人、董事长沈延昌拥有逾 28 年新兴市场贸易及管理经验, 主导集团战略规划; 执行董事、CEO 罗继超具备 23 年以上快消行业经验, 统筹整体运营与业务发展; COO 赵永强、CFO 龙瑞麒分别携 23 年管理咨询经验、18 年财务领域经验, 分管业务落地与财务统筹。团队层面, 执行董事平均拥有 18 年快消 / 零售相关经验, 14 位核心成员具备超 10 年新兴市场经验; 截至 2025 年 4 月 30 日, 公司员工总数 2417 人, 89.9% 为本地招聘, 本地化运营与全球化管理能力兼具。

**表1: 公司董事会及管理层情况**

姓名	职务	年龄	主要经历	主要职责
沈延昌	创始人、董事长、非执行董事	52 岁	在新兴市场贸易及企业管理行业拥有逾 28 年经验; 2004 年创立广州森大	目前担任乐舒适的董事长兼非执行董事, 负责为乐舒适集团的整体管理及营运提供指导及指定业务发展战略
罗继超	执行董事、CEO	46 岁	23 年以上快速消费品行业工作经验, 曾经的爱斯集团有限公司全国大客户高级经理等多个职位	2011 年加入森大集团, 曾任集团快消分部副总裁, 现任乐舒适 CEO、执行董事, 负责集团整体管理、运营与发展
赵永强	非执行董事、	48 岁	管理咨询及信息技术行业拥有逾 23 年经验;	2024 年 10 月加入乐舒适集团, 负责协调及执

姓名	职务	年龄	主要经历	主要职责
	COO		曾担任 IBM 的总监及合伙人等多个职位	行集团业务发展策略，并监督营销及销售部门
龙瑞麒	CFO	40 岁	18 年以上财务管理、审计、投资和资本市场方面的专业经验，曾担任罗宾威永道会计师事务所高级经理等	2022 年加入森大集团，现任乐舒适首席财务官，负责财务策略、会计、资本市场及公司秘书事务的整体监督及管理

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

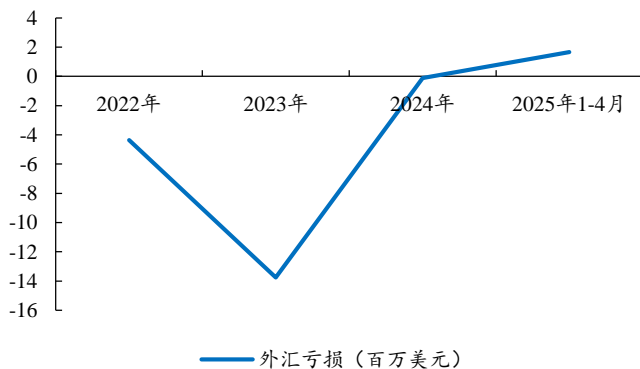
### 1.4、市场关注的问题：外汇波动风险及应对举措

**乐舒适的外汇波动风险主要源于业务收支的币种错配：**销售端多以非洲、拉美及中亚等地的当地货币结算，采购端则主要以美元及人民币计价，汇率变动直接影响公司盈利表现。往绩记录期内，公司外汇损益呈现明显波动，2022 年、2023 年分别录得外汇亏损 4.36 百万美元、13.75 百万美元，2024 年亏损收窄至 0.12 百万美元，2025 年 1-4 月实现外汇收益 1.65 百万美元。

**为应对该风险，公司已建立多维度管控机制：**一是搭建常态化汇率监控体系，集团财务部每周收集汇率走势、经济指数及金融机构分析等数据，开展汇率分析与预测并向管理层汇报，地方财务部同步每周与当地银行沟通以掌握实时汇率动态；二是优化资金管理策略，在符合当地货币要求及市场状况的前提下，依托国际、区域及国家银行资源尽快将当地货币收入转换为美元，降低货币贬值风险；三是强化内控与合规支撑，2024 年 8 月委聘内部控制顾问优化内控系统，同时成立审核委员会、委任外部合规顾问并完善风险管理相关政策，为外汇风险管控提供制度保障；四是前置市场准入风险评估，在进入新市场前重点考量外币短缺及汇兑波动风险，从源头控制敞口。需注意的是，公司目前尚未制定货币对冲政策，未来汇率大幅波动可能仍对利润产生潜在影响，市场持续关注其风险管控体系的进一步完善。

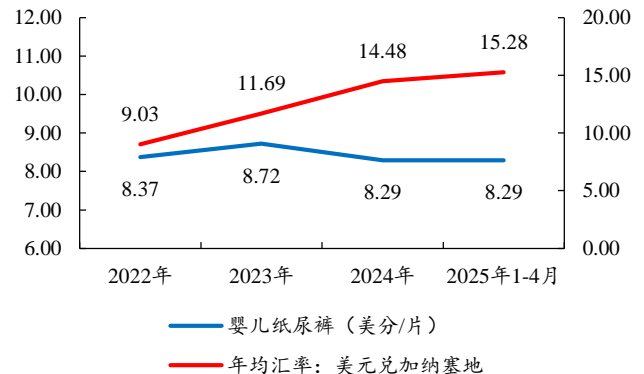
**乐舒适通过动态调价平衡外汇波动。**2022-2024 年，美元兑加纳塞地汇率年均复合增长 26.6%，当地货币持续贬值，但婴儿纸尿裤 ASP 整体保持稳定。2023 年汇率大幅走高，公司顺势上调 ASP 至 8.72 美分 / 片，以此对冲货币贬值带来的汇兑损失与成本压力；2024 年汇率延续升值趋势，而 ASP 回落至 8.29 美分 / 片，系公司依托本地化产能优化降低成本，无需维持高价即可保障盈利。综上，公司通过灵活调价而非金融对冲工具，有效平衡了外汇波动风险，支撑盈利稳定性。

图25：2025 年 1-4 月，公司实现外汇收益 1.65 亿美元



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图26：2022-2024 年加纳塞地汇率上行，婴儿纸尿裤价稳



数据来源：公司招股说明书、英为财经、开源证券研究所

## 2、品牌矩阵：全品类与多品牌构筑多维竞争护城河

### 2.1、场景分层 + 多品牌 + SKU 扩容：覆盖婴儿与女性护理细分需求

婴儿与女性护理场景分层布局，SKU 持续扩充覆盖细分需求。乐舒适构建了覆盖婴儿护理与女性护理场景的细分产品矩阵，各品类品牌定位清晰，SKU 持续扩充以适配市场需求：婴儿纸尿裤品类布局 Softcare Gold、Softcare Premium 等品牌，服务新生儿及三岁以下幼儿、提供多规格干爽产品，SKU 从 2022 年 1 月的 143 个增至 2025 年 4 月的 263 个，丰富度显著提升；女性卫生巾品类涵盖 Softcare、Veeper 等品牌，聚焦经期舒适与防漏、提供多规格选择，SKU 从 28 个扩充至 44 个，适配更多需求；婴儿拉拉裤（Softcare Gold 等品牌）针对 1-5 岁幼儿，2025 年 4 月 SKU 达 20 个，湿巾（Softcare 等品牌）采用婴儿适配温和配方，同期 SKU 为 14 个，完善了婴儿护理场景覆盖。整体看，乐舒适产品矩阵按客群与场景分层布局，SKU 增长体现其对细分需求的精准响应与市场覆盖能力的拓展。

图27：乐舒适婴儿 & 女性护理品类：品牌矩阵及 SKU 分布



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

**婴儿纸尿裤：四大品牌协同发展，263 个 SKU 精准覆盖多元需求。**乐舒适提供具备多种尺寸、设计及功能的婴儿纸尿裤，有效保持宝宝肌肤干爽清新。产品专为新生儿及三岁以下婴幼儿设计，其核心特点在于采用绒毛浆、高分子吸收树脂(SAP)、无纺布、防水材料及弹性材料复合制成的吸收芯体。产品配有魔术贴，可轻松固定，穿脱便捷。乐舒适共推出四个品牌的婴儿纸尿裤：Softcare、Maya、Veeper 及 Cuettie。为进一步实现产品差异化并丰富产品组合，公司在 Softcare 品牌下拓展出多条产品线，包括 Softcare Gold、Softcare Space 及 Softcare Premium Soft，每条产品线均针对特定消费者需求与偏好进行特色设计。截至 2025 年 4 月 30 日，婴儿纸尿裤的 SKU 总数达 263 个。


**图28：公司各品牌婴儿纸尿裤产品矩阵**

品牌	婴儿纸尿裤	推出年份	定位及特点	平均售价	产品尺寸	SKU
Softcare GOLD		2009年	<ul style="list-style-type: none"> <li>针对中高端消费者</li> <li>具备顶尖的吸水、柔软与弹性性能</li> <li>品质优良，价格实惠</li> </ul>	8.7美分/片	小码、中码、大码及加大码	87
Softcare SPACE		2023年	<ul style="list-style-type: none"> <li>Softcare高端产品线延伸</li> <li>高比例 SAP 配方，增强吸收性能</li> <li>超柔软透气外层，采用多重微孔设计</li> <li>搭载智能尿湿指示器</li> </ul>	9.5美分/片	小码、中码、大码及加大码	23
Softcare PREMIUM SOFT		2017年	<ul style="list-style-type: none"> <li>Softcare高端产品线延伸</li> <li>棉质柔软亲肤，适合敏感肌肤</li> <li>较大的腰围尺寸更合身</li> </ul>	8.6美分/片	小码、中码、大码、加大码及加大码	79
Veesper		2020年	<ul style="list-style-type: none"> <li>拉丁美洲市场品牌</li> <li>设计及材料方面与 Softcare Premium Soft 产品线相似</li> </ul>	12.2美分/片	中码、大码、加大码及加大码	14
Maya		2019年	<ul style="list-style-type: none"> <li>中端产品线</li> <li>物有所值，高性价比</li> </ul>	6.2美分/片	小码、中码、大码及加大码	11
Cuettie		2013年	<ul style="list-style-type: none"> <li>大众市场产品线</li> <li>精准对应婴儿纸尿裤的核心需求</li> <li>品质合理，价格实惠</li> </ul>	6.8美分/片	小码、中码、大码及加大码	49

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

**婴儿拉拉裤：双品牌分层布局，适配学步期的 20 SKU 产品矩阵。**乐舒适婴儿拉拉裤专为 1-5 岁学步期幼儿设计，采用弹性腰围，可如内裤般自如穿脱，适配学爬、学步阶段的活泼幼儿，其吸收芯体由绒毛浆、高分子吸收树脂（SAP）等材料复合制成。该品类布局两大品牌：2018 年推出的 Softcare 为中高端核心线，以柔软底层提升触感，均价 9.4 美分 / 片、覆盖多尺码，SKU 共 18 个；2020 年推出的 Cuettie 聚焦大众市场，主打高性价比，均价 7.5 美分 / 片、含两尺码，SKU 为 2 个。2025 年 4 月，其婴儿拉拉裤总 SKU 达 20 个，可覆盖不同消费层级需求。

**图29：公司婴儿拉拉裤 - Softcare & Cuettie 拉拉裤系列**

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

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

**卫生巾：三大品牌、44 SKU、多元规格适配女性经期需求。**乐舒适卫生巾以绒毛浆、高分子吸收树脂（SAP）等材料复合制成的吸收芯体为核心，提供尺寸、形状、

厚度等多元规格选择，便于消费者按需适配。该品类布局三大品牌：主品牌 Softcare 及旗下拓展线 Softcare Smart、Softcare Model S，搭配 Veesper、Clincleer 品牌，截至 2025 年 4 月，SKU 总数达 44 个，覆盖女性多元经期需求。



**图30：公司各品牌卫生巾产品矩阵**

品牌	婴儿纸尿裤	推出年份	定位及特点	平均售价	产品尺寸	SKU
Softcare		2013年	<ul style="list-style-type: none"> <li>针对中高端消费者</li> <li>提供多版本满足不同需求：日用、夜用、正常流量及量多型</li> <li>吸收性强，棉柔质感</li> </ul>	4.9美分/片	8片、10片、12片、14片及15片	34
Softcare Model S		2024年	<ul style="list-style-type: none"> <li>面向年轻职业女性的 Softcare 产品线延伸</li> <li>超薄设计</li> <li>面层采用细旦纤维制成，触感柔软丝滑</li> <li>使用多孔材料，能更有效地引导和吸收液体</li> </ul>	5.7美分/片	8片	1
Softcare Smart		2022年	<ul style="list-style-type: none"> <li>面向青春少女的 Softcare 产品线延伸，传递活力阳光形象</li> <li>专为少女身形量身打造</li> <li>尺寸精巧，更适合经期初期或流量较少时使用</li> </ul>	2.2美分/片	12片及18片	3
Veesper		2020年	<ul style="list-style-type: none"> <li>拉丁美洲市场品牌</li> <li>设计及材料方面与 Softcare Premium Soft 产品线相似</li> </ul>	4.6美分/片	10片	4
Clincleer		2010年	<ul style="list-style-type: none"> <li>中端产品线</li> <li>物有所值，高性价比</li> </ul>	3.4美分/片	10片	2

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

**湿巾：双品牌驱动，14 个 SKU 覆盖家庭与外出场景。**乐舒适的湿巾配方温和，适用于日常清洁与消毒，特别适合婴儿娇嫩肌肤。产品采用亲肤无纺布材质，蕴含纯水、天然抗菌成分及芦荟精华，清洁同时滋养呵护。乐舒适湿巾推出满足日常刚需的家庭装与便捷出行的便携小袋装，旗下 Softcare、Veesper 双品牌覆盖不同消费偏好，截至 2025 年 4 月 30 日，公司湿巾产品 SKU 总数达 14 个，选择丰富多元。

**图31：公司湿巾- Softcare & Veesper 湿巾系列**

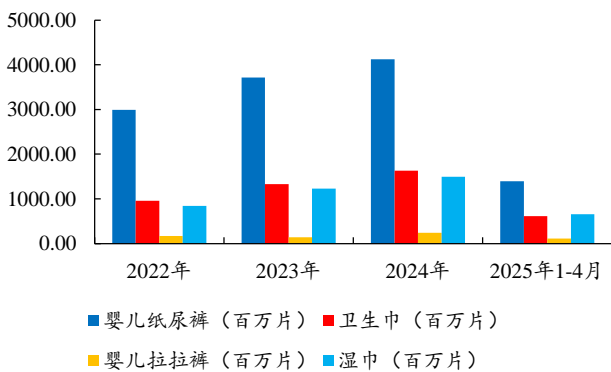
品牌	婴儿拉拉裤	推出年份	定位及特点	平均售价	产品尺寸	SKU
Softcare		2019年	<ul style="list-style-type: none"> <li>专为婴儿肌肤设计</li> <li>添加芦荟精华与维生素E，加倍呵护肌肤</li> <li>不含酒精成分</li> <li>采用100%纯水配方</li> <li>提供家庭装及便携小包装</li> </ul>	1.0美分/片	10片、40片、64片以及80片	11
Veesper		2020年	<ul style="list-style-type: none"> <li>拉丁美洲市场品牌</li> <li>在产品设计与材料运用方面与 Softcare 湿巾相近</li> </ul>	0.6美分/片	120片	3

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

## 2.2、核心品类价稳量升，全产品线驱动业绩高增

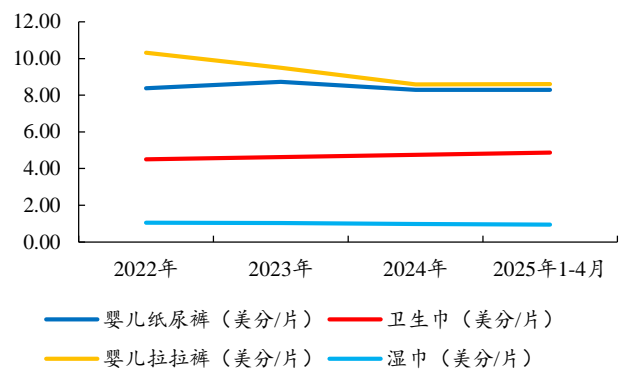
**核心品类价稳量升，全产品线驱动业绩高增。**定价端，2022-2024 年卫生巾售价 CAGR 达 2.6%，2025 年 1-4 月进一步升至 4.87 美分 / 片；2022-2024 年婴儿纸尿裤售价维持在 8.29-8.72 美分 / 片，波动较小；婴儿拉拉裤、湿巾售价 2022-2024 年 CAGR 分别为 - 8.8%、-3.4%，2025 年 1-4 月已企稳。**销量端**，湿巾、卫生巾为核心增长引擎，2022-2024 年 CAGR 分别达 33.4%、30.6%，2025 年 1-4 月同比增幅扩至 40.7%、16.6%；婴儿纸尿裤 2024 年销量达 4122.70 百万片，2022-2024 年 CAGR 17.3%；婴儿拉拉裤 2022-2024 年 CAGR 19.1%，2025 年 1-4 月同比增长 98.9%。

图32：2022-2024 年卫生巾/湿巾销量 CAGR 超 30%



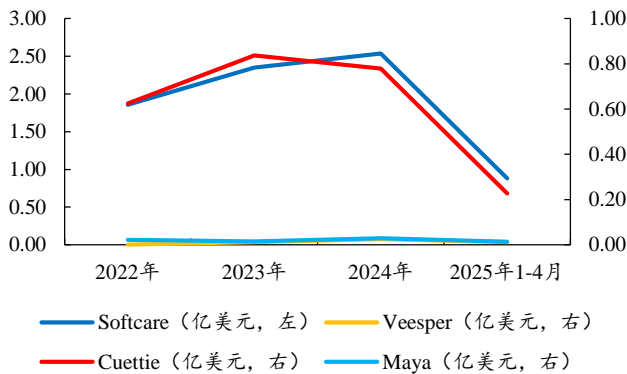
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图33：2022-2024 年卫生巾产品均价 CAGR 为 2.6%

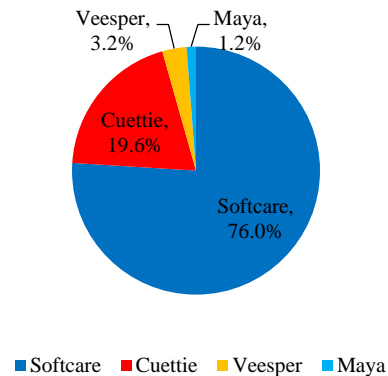


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

**婴儿纸尿裤：品牌矩阵发力，营收实现稳健增长。**乐舒适婴儿纸尿裤板块营收稳步增长，2022-2024 年总营收从 2.51 亿美元增至 3.42 亿美元，CAGR 达 16.8%，多品牌分层布局、区域市场扩张及品牌力提升为核心增长逻辑。核心品牌 Softcare 为板块压舱石，2022-2024 年营收从 1.86 亿美元增至 2.54 亿美元，CAGR 16.9%，营收占比稳定在 72.6%-74.2%，增长源于喀麦隆、塞内加尔、肯尼亚等区域的市场扩张及品牌力提升。第二大品牌 Cuettie 2022-2024 年营收从 0.63 亿美元增至 0.78 亿美元，CAGR 11.7%，但占比从 25.0% 略有下滑至 22.8%，前期受益于科特迪瓦定制产品热销及加纳价格上调，后期因加纳货币贬值、消费者偏好转向 Softcare 导致营收回落。新锐品牌 Veesper 表现亮眼，2022-2024 年营收 CAGR 高达 397.2%，营收占比从 0.1% 提升至 2.1%，2025 年 1-4 月占比进一步升至 3.2%，依托秘鲁市场拓展成为新增长引擎。Maya 品牌营收平稳，2022-2024 年 CAGR 14.0%，营收占比维持在 0.5%-0.9%，贡献辅助增长动能。

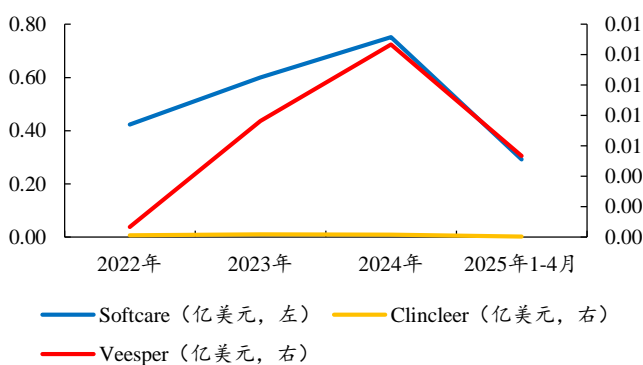
**图34：2022-2024 年 Softcare/Veesper 婴儿纸尿裤收入 CAGR 分别达 16.9%/397.2%**


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

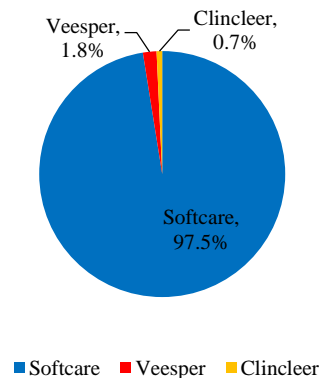
**图35：2025 年 1-4 月 Softcare/Veesper 婴儿纸尿裤收入占比分别达 76.0%/3.2%**


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

**卫生巾：Softcare 绝对主导，新锐品牌助推营收高增。**卫生巾板块营收高速增长，2022-2024 年总营收从 0.43 亿美元增至 0.77 亿美元，CAGR 达 34.1%，核心品牌引领与区域市场扩张为核心动力。核心品牌 Softcare 为绝对增长引擎，2022-2024 年营收从 0.42 亿美元增至 0.75 亿美元，CAGR 33.3%，营收占比长期稳定在 97% 以上。其增长依托区域深耕与本地化运营：2023 年受益于东非本地化产品热销、乌干达市占提升及喀麦隆全年收入贡献；2024 年凭借东非经济利好、坦桑尼亚借婴儿纸尿裤网络渗透农村市场；2025 年 1-4 月营收增至 0.29 亿美元，源于乌干达、坦桑尼亚网络扩张，赞比亚出口增加及加纳新品推出。新锐品牌 Veesper 表现亮眼，2022-2024 年营收 CAGR 高达 338.3%，营收占比从 0.2% 提升至 1.6%，2025 年 1-4 月进一步升至 1.8%，成为新增长动能。Clincleer 品牌营收平稳，2022-2024 年 CAGR 17.3%，占比维持在 1.2%-1.6%，贡献辅助增长。核心品牌区域深耕与新锐品牌快速起量，共同推动板块高速增长。

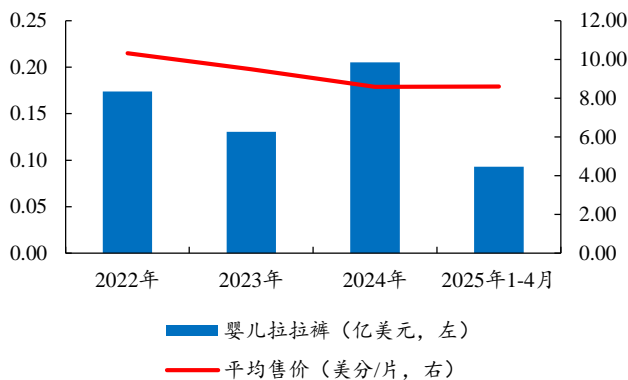
**图36：2022-2024 年 Softcare/Veesper 卫生巾收入 CAGR 分别达 33.3%/338.3%**


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

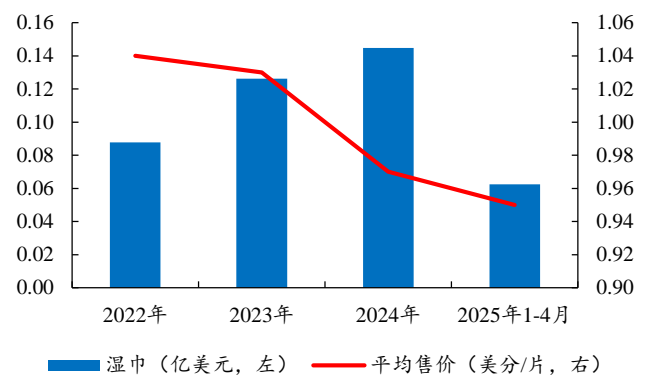
**图37：2025 年 1-4 月 Softcare/Veesper 卫生巾收入分别达占比 97.5%/1.8%**


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

婴儿拉拉裤触底反弹，湿巾持续增长显活力。婴儿拉拉裤板块营收呈“先抑后扬”走势，2022-2024 年销售收入从 0.17 亿美元增至 0.21 亿美元，CAGR 8.6%，2025 年 1-4 月达 0.09 亿美元（同比+94.1%），营收占比达 5.8%；2022-2023 年下滑系乌干达新增 18% 增值税及生产设施搬迁暂停生产，2023 年后随生产恢复、东非市场拓展及乌干达消费偏好从纸尿裤转向拉拉裤实现反弹。湿巾板块营收持续增长，2022-2024 年销售收入从 0.09 亿美元增至 0.14 亿美元，CAGR 28.5%，2025 年 1-4 月达 0.06 亿美元（同比+45.1%），营收占比达 3.9%。

**图38：2022-2024 年婴儿拉拉裤营收 CAGR 8.6%**


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

**图39：2022-2024 年湿巾营收 CAGR 28.5%**


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

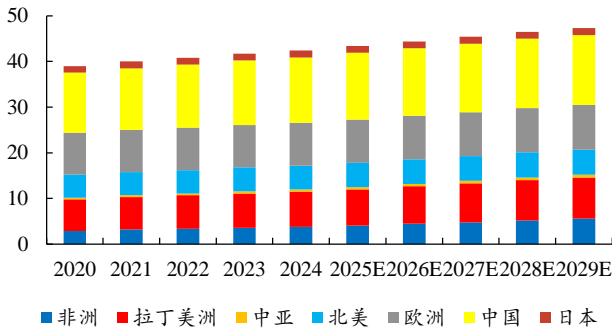
### 2.3、行业看点：百亿规模+低渗透率，人口红利与消费升级驱动千亿空间

**新兴市场是全球婴儿纸尿裤、拉拉裤及卫生巾行业的高增长核心。**根据弗若斯特沙利文的数据，2019-2024 年非洲、拉丁美洲、中亚市场规模 CAGR 分别达 6.8%、2.7%、4.5%，2024 年规模依次为 3.8 亿、7.7 亿、0.5 亿美元，预计 2025-2028E 非洲增速进一步升至 7.9%，而北美、欧洲等成熟市场同期 CAGR 不足 2%，增长平缓。

**基础红利方面**，新兴市场庞大的婴幼儿基数推动纸尿裤需求，非洲、拉丁美洲城市化持续提升释放卫生巾需求；当地纸尿裤 / 拉拉裤、卫生巾渗透率远低于欧美及中国，增长空间显著。需求升级与产品认知双轮驱动下，非洲、拉美及中亚 2020-2024 年人均消费开支 CAGR 分别为 5.4%、3.7%、8.1%，消费者对高品质、环保型卫生用品偏好提升，人口素质提高、资讯传播及品牌营销也加深了消费者对产品的认知，进一步刺激需求释放。供给侧方面，当前新兴市场偏远农村地区物流成本占比超 30%，远高于成熟城市的 15%-20%，未来随着供应链网络完善、线上线下渠道搭建，产品可及性将提升，成本结构持续优化，打开下沉市场空间。

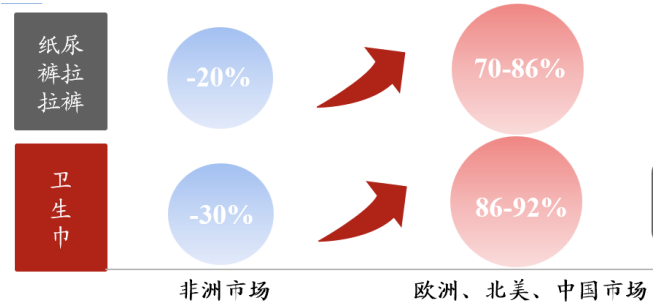
**乐舒适已抢先深耕这一赛道**，业务覆盖三大区域 30 余国，恰好承接当地人口结构与消费升级的红利；同时通过在非洲布局生产基地、搭建下沉销售网络，以本地化生产突破行业核心壁垒，适配新兴市场需求，其先发布局已形成显著竞争优势。

**图40：2019-2024 年非洲/拉丁美洲婴儿纸尿裤、拉拉裤及卫生巾市场规模 CAGR 分别为 6.8%/2.7%**



数据来源：Frost & Sullivan (弗若斯特沙利文)、公司招股说明书、开源证券研究所 (注：图中数据单位为十亿美元)

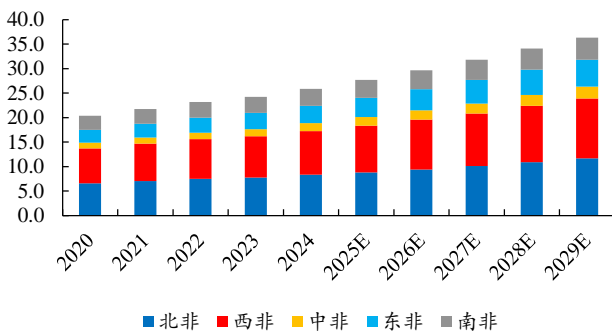
**图41：非洲婴儿纸尿裤/卫生巾渗透率约 20%/30%，较欧洲、北美及中国市场提升空间可观**



数据来源：Frost & Sullivan (弗若斯特沙利文)、公司招股说明书、开源证券研究所

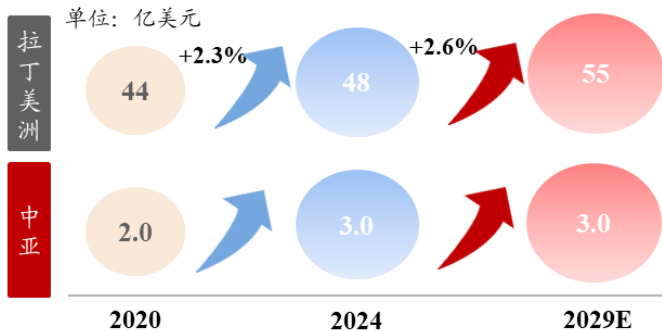
**非洲婴儿纸尿裤市场：稳步扩容，人口与渗透率双轮驱动。**根据弗若斯特沙利文的数据，2020-2024 年市场规模从 20.37 亿美元增至 25.90 亿美元，CAGR 达 6.2%，预计 2025E-2029E 增速提升至 7.0%，2029 年规模将达 36.32 亿美元。增长核心源于：一是根据佛若斯特沙利文，2020-2024 年非洲的婴幼儿出生率持续在 3.2% 左右，新生儿数量复合年增长率为 1.8%，位列全球各州之首，20 岁以下人口占比超 50%，持续扩大的婴幼儿基数构成纸尿裤需求的基本盘；二是渗透率提升空间可观，当前非洲的婴儿纸尿裤及婴儿拉拉裤市场渗透率约为 20%，远低于欧洲、北美及中国市场约 70%至 86%的渗透率，下沉市场需求持续释放。区域分布上，西非、北非为核心市场，合计贡献超 65% 份额，受益于经济基础较好、城镇化率高、零售渠道完善；东非、中非增速亮眼，系基础设施改善、消费能力提升及市场教育到位；南非市场稳健增长，依托成熟的消费市场与品牌布局。

**图42：2020-2024 年中非/东非婴儿纸尿裤市场规模 CAGR 分别达 8.7%/7.9%**



数据来源：Frost & Sullivan (弗若斯特沙利文)、公司招股说明书、开源证券研究所 (注：图中数据单位为亿美元)

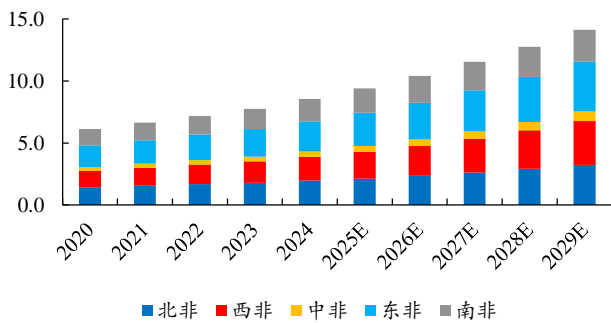
**图43：2024 年拉丁美洲婴儿纸尿裤市场规模同比增长 2.3%至 48 亿美元**



数据来源：Frost & Sullivan (弗若斯特沙利文)、公司招股说明书、开源证券研究所

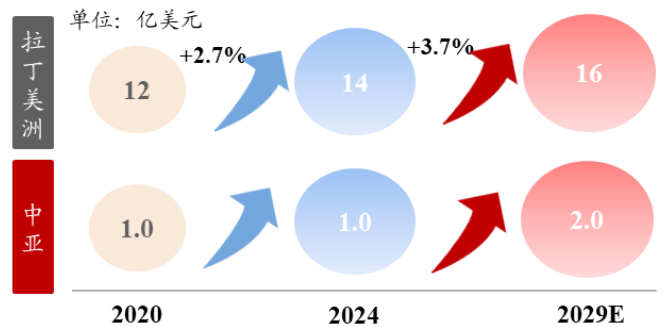
**非洲卫生巾市场：高增速领跑，需求与政策共同助推。**根据弗若斯特沙利文的数据，市场增长动能强于纸尿裤，2020-2024 年规模从 6.11 亿美元增至 8.54 亿美元，CAGR 达 8.7%，预计 2025E-2029E CAGR 攀升至 10.7%，2029 年预计突破 14.13 亿美元。增长逻辑为：一是需求缺口显著，新兴市场 30 岁以下人口占比超 60%，庞大的年轻女性群体构成卫生巾的核心消费人群，而当前仅约 30% 的渗透率（远低于欧美及中国的 86%-92%），上升空间显著；二是城市化提升女性健康意识、渠道集中及卫生巾可及性；城市教育医疗资源完善，推动科学经期观念形成，释放核心需求。区域格局上，东非为最大市场，受益于人口密度高、消费升级快及渠道下沉效果显著；西非、中非增速领先，源于市场下沉与产品普及加速；北非、南非稳步增长，依托城镇化与消费习惯成熟。

图44：2020-2024 年北非/西非卫生巾市场规模 CAGR 分别达 8.2%/9.8%



数据来源：Frost & Sullivan（弗若斯特沙利文）、公司招股说明书、开源证券研究所（注：图中数据单位为亿美元）

图45：2024 年拉丁美洲卫生巾市场规模同比增长 2.7% 至 14 亿美元



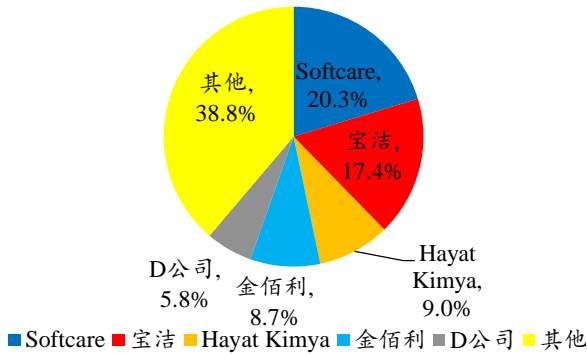
数据来源：Frost & Sullivan（弗若斯特沙利文）、公司招股说明书、开源证券研究所

### 乐舒适是新兴市场卫生用品核心龙头，布局持续拓展：

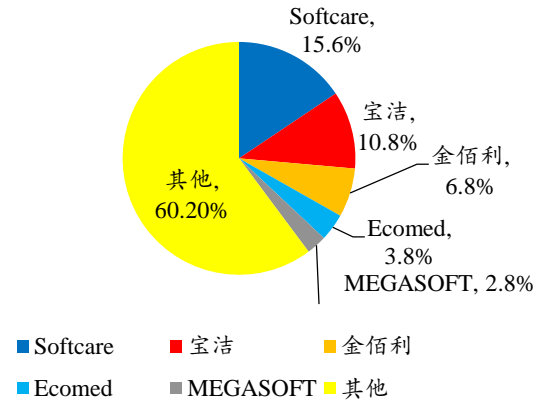
**在非洲婴儿纸尿裤赛道，行业集中度较高，2024 年按销量计 CR5（前五品牌集中度）达 61.2%。**乐舒适（Softcare）以 4059.9 百万片的销量、10.2% 的同比增速拿下 20.3% 的市场份额，稳居行业第一，且增速在 CR5 参与者中领先；CR5 内其余品牌依次为宝洁（17.4% 份额）、Hayat Kimya（9.0%）、金佰利（8.7%）、D 公司（5.8%），剩余 38.8% 市场由中小品牌分散占据。

**在非洲卫生巾赛道，行业集中度相对分散，2024 年 CR5 为 39.8%。**乐舒适以 1606.0 百万片的销量、22.0% 的高增速占据 15.6% 的市场份额，同样位列第一，且增速大幅领先同行；CR5 涵盖宝洁（10.8% 份额）、金佰利（6.8%）、Ecomed（3.8%）、MEGASOFT（2.8%），其余 60.2% 市场由区域及中小品牌分散占据。

**乐舒适表现亮眼，以 20.3%、15.6% 的份额拿下非洲婴儿纸尿裤、卫生巾市场的整体第一。**同时，其正依托成熟可复制的拓展模式向更多新兴市场渗透：2020 年起进入拉美（秘鲁），2024 年加码拉美（萨尔瓦多）并布局中亚（哈萨克斯坦），在高增长潜力的新兴市场赛道中，持续巩固自身的领先地位。凭借非洲双品类龙头地位、重点国家渗透及可复制拓展模式，乐舒适将充分受益于行业增长红利。

**图46：2024年(按销量计)非洲婴儿纸尿裤CR5为61.2%**


数据来源：Frost & Sullivan（弗若斯特沙利文）、公司招股说明书、开源证券研究所

**图47：2024年(按销量计)非洲卫生巾CR5为39.8%**


数据来源：Frost & Sullivan（弗若斯特沙利文）、公司招股说明书、开源证券研究所

### 3、核心优势：从品牌营销到全球供应链，乐舒适多维优势构筑行业领导地位

#### 3.1、多品牌分层级布局，构建全品类产品矩阵

乐舒适构建多品牌分层级产品矩阵，覆盖婴儿及女性卫生用品全品类。公司通过差异化定位精准触达不同消费群体：在婴儿纸尿裤品类，公司以 Softcare Gold、Softcare Premium 为中高端品牌，Maya 为中端品牌、Cuettie 为大众品牌，其纸尿裤 SKU 数量从 2022 年 1 月 1 日的 143 个增长至 2025 年 4 月 30 日的 263 个，覆盖多种尺寸、设计及功能，适配新生儿至三岁以下幼儿的需求；卫生巾品类则以 Softcare 系列（含 Smart、Model）、Veesper 作为中高端品牌，Clincleer 为大众品牌，对应的 SKU 从 2022 年 1 月 1 日的 28 个增至 2025 年 4 月 30 日的 44 个，提供多规格选择以匹配女性不同的经期需求；而拉拉裤及湿巾品类中，拉拉裤布局中高端(Softcare Gold)与大众(Cuettie)市场，截至 2025 年 4 月 30 日 SKU 达 20 个，湿巾则聚焦 Softcare、Veesper 等中高端品牌，同期 SKU 为 14 个，配方温和适配婴儿肌肤。

图48：公司各品牌产品战略性市场定位矩阵

市场定位	婴儿纸尿裤	婴儿拉拉裤	卫生巾	湿巾
中高端	Softcare	Softcare	Softcare	Softcare
	Veesper		Veesper	Veesper
中端	Maya	---	---	---
大众群体	Cuettie	Cuettie	ClinClear	---
产品SKU	263	20	44	14

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图49：乐舒适婴儿 & 女性护理品类：品牌矩阵及 SKU 分布



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

### 3.2、产能布局完善，利用率优化，乐舒适拟启 1860 百万港元扩张计划

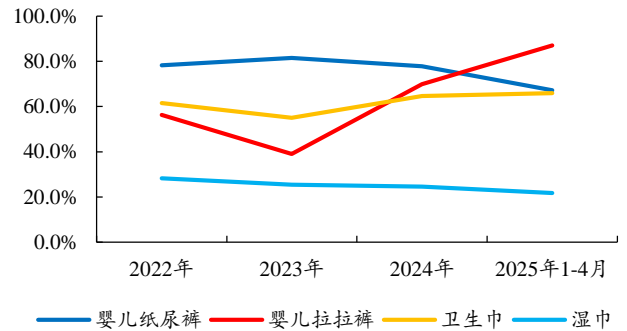
**生产基地方面**，截至2025年4月30日，公司在8个非洲国家布局8家工厂、51条生产线，其中加纳（15条）、肯尼亚（13条）为核心生产基地，生产线数量居前，成为产能核心支撑，其余国家布局进一步完善区域覆盖。**产能利用率方面**，婴儿拉拉裤利用率从2023年的39.0%大幅回升至2025年1-4月的87.0%，系生产线迁移影响消退后产量提升以匹配市场需求；婴儿纸尿裤利用率前期保持稳定，2025年1-4月因肯尼亚新生产线落地略降至67.2%；卫生巾利用率在新机器投产后企稳回升。

图50：公司生产工厂广泛布局非洲八国



资料来源：公司招股说明书

图51：2025年1-4月婴儿拉拉裤产能利用率达87.0%



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

从加纳到非洲第一，乐舒适拟启动大规模产能扩张计划。公司自2018年于加纳启动本地化生产，现已建成以跨国制造为核心的稳健供应链。2024年公司实际产量达婴儿纸尿裤41.33亿片、拉拉裤2.46亿片、卫生巾16.76亿片及湿巾15.41亿片。根据弗若斯特沙利文，公司已成为非洲本土工厂布局最广的卫生用品企业，2024年婴儿纸尿裤和卫生巾产量在非洲市场均排名第一。未来，乐舒适拟启动总投资约1860百万港元的大规模产能扩张，于多国新建工厂、增生产线并购置12套超薄产品设备，覆盖四大核心品类。

表2：公司在加纳、肯尼亚分别布局15条、13条生产线

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

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

表3：公司贝宁婴儿纸尿裤及卫生巾产线预计2026年竣工

国家	产线类型	设计产能(百万片)	预计竣工年份	国家	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		秘魯	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	
	婴儿拉拉裤	209.3		薩爾瓦多	婴儿纸尿裤	627.8	2026至2029年

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

国家	产线类型	设计产能(百万片)	预计竣工年份	国家	产线类型	设计产能(百万片)	预计竣工年份
	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	
	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	2027 至 2029 年		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：公司招股说明书、开源证券研究所

### 3.3、产销联动筑壁垒：乐舒适深耕 15 年、覆盖 30+ 国、80% 人群

深耕超 15 年，以产销联动为核心，打造高粘性、可复制的销售网络。2009 年起，乐舒适布局卫生用品业务、2018 年纸尿裤厂投产，积累了丰富的新兴市场渠道经验。依托“深度耕耘、全面覆盖、产销联动”的布局，截至 2025 年 4 月，乐舒适已构建起成熟稳固的销售网络：销售覆盖 30+ 国家地区，8 国设厂、12 国设 18 个销售分支机构，通过 2132 家批发商、418 家经销商等多级渠道深入各地批发市场、商超及小店，覆盖 80% 以上的本地人口，且超半数合作商合作超一年、渠道粘性强。这种深度下沉的网络形成了深厚的行业进入壁垒，也让乐舒适的渠道经验可复制，能够在其他新兴市场延续成功。

图52：15 年深耕、30+ 国覆盖、产销联动，构建成熟稳固的新兴市场销售网络

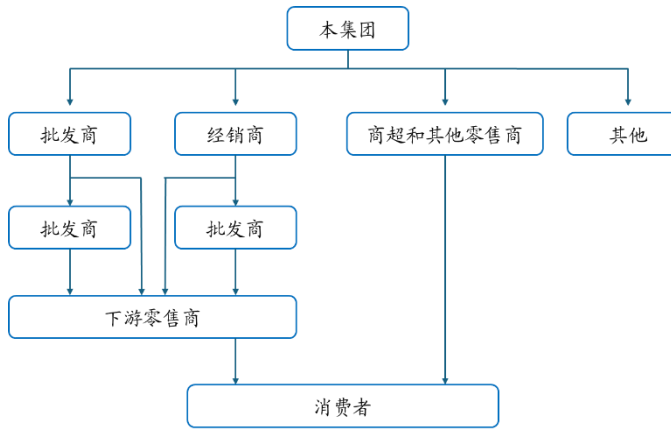


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

乐舒适以批发商、经销商为核心销售渠道，搭配商超链路触达消费者。2022-2024 年公司总营收从 3.20 亿美元增至 4.54 亿美元，CAGR 达 19.2%，其中批发商渠道（CAGR 23.4%）、商超和其他零售商渠道（CAGR 25.6%）增速亮眼，2024 年批发商、经销商收入分别达 2.91 亿美元、1.46 亿美元，为主要销售渠道。渠道网络方面，2024 年末批发商、经销商数目已达 2225 家、461 家，2025 年 1-4 月虽略

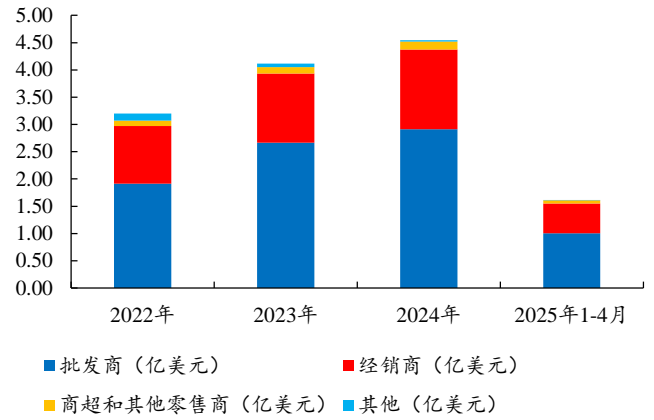
有精简，但成熟的分销网络有效支撑业务触达终端消费者。

图53：销售渠道架构（集团→渠道商→消费者）



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图54：2025年1-4月批发商实现收入1.00亿美元



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

表4：2025年4月末批发商数目达2132个

	2022年	2023年	2024年	2025年1-4月
年初批发商数目 (个)	1911	2003	2162	2225
年内新增批发商数目 (个)	667	698	747	479
年内扣除不活跃批发商数目 (个)	(575)	(539)	(684)	(572)
年末批发商数目 (个)	2003	2162	2225	2132

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

表5：2025年4月末经销商数目达418个

	2022年	2023年	2024年	2025年1-4月
年初经销商数目 (个)	257	293	410	461
年内新增批发商数目 (个)	86	131	127	56
年内扣除不活跃经销商数目 (个)	(50)	(14)	(76)	(99)
年末经销商数目 (个)	293	410	461	418

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

## 4、盈利预测和投资建议

### 4.1、关键假设

**收入端：**如前文所述，公司收入增长点主要包括四方面：（1）聚焦婴童护理（纸尿裤、拉拉裤）与女性护理（卫生巾）核心基本盘，优化产品结构，加强中高端、功能型及细分场景产品布局，提升多品牌分层系列、细分需求适配产品收入占比，进而拉动整体均价提升；（2）加快新品类开拓节奏，打造第二增长曲线，在现有核心品类外，持续拓展母婴周边、家庭清洁护理等新品类，抓住细分市场快速增长机遇；（3）线下渠道持续深耕，依托成熟的多级分销网络，重点开拓新兴市场空白国家 / 区域，同时深化下沉终端（批发市场、社区小店）渗透，进一步扩大市场覆盖广度；（4）顺应新兴市场消费线上化趋势，持续加大电商渠道布局力度，在低基数基础上实现电商渠道收入高速增长，丰富收入来源。

**盈利端：**如前文所述，公司盈利水平提升核心逻辑主要有三点：一是中高端、功能型产品及高毛利细分品类占比持续提升，直接拉动整体毛利率上行；二是母婴周边、高端护理等新品类逐步实现规模化运营，进一步丰富高毛利产品矩阵，强化盈利增长弹性；三是线下分销网络深化覆盖与线上渠道高速增长带来的规模效应，有效摊薄固定成本，叠加成熟渠道精细化运营（如优化经销商 / 批发商结构）及电商运营效率提升，缓解渠道成本压力，推动盈利质量持续改善。

综上，我们预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 5.41/6.22/7.12 亿美元，分别同比+19.0%/15.0%/14.5%；归母净利润分别为 1.12/1.32/1.54 亿美元，分别同比+17.5%/18.3%/16.6%。

**表6：预计公司 2025-2027 年收入分别为 5.41/6.22/7.12 亿美元，分别同比+19.0%/15.0%/14.5%**

利润端	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万美元）	319.90	411.37	454.39	540.72	621.83	712.00
YOY	100.0%	28.6%	10.5%	19.0%	15.0%	14.5%
归母净利润（百万美元）	18.39	64.68	95.10	111.71	132.17	154.17
YOY	100.0%	251.8%	47.0%	17.5%	18.3%	16.6%
归母净利率	5.7%	15.7%	20.9%	20.7%	21.3%	21.7%
综合毛利率	23.0%	34.9%	35.2%	35.3%	35.8%	35.7%
分业务拆分营收						
婴儿纸尿裤（百万美元）	250.65	323.96	341.93	386.52	421.50	455.42
YOY		29.2%	5.5%	13.0%	9.0%	8.0%
收入占比	78.4%	78.8%	75.2%	71.5%	67.8%	64.0%
毛利率	23.0%	35.6%	34.3%	34.3%	34.5%	34.5%
婴儿纸尿裤（美分/片）	8.37	8.72	8.29	8.70	9.14	9.60
YOY		4.2%	-4.9%	5.0%	5.0%	5.0%
卫生巾（百万美元）	43.08	61.73	77.47	102.60	128.80	156.55
YOY		43.3%	25.5%	32.5%	25.5%	21.5%
收入占比	13.5%	15.0%	17.0%	19.0%	20.7%	22.0%

利润端	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	18.8%	30.4%	38.4%	38.5%	40.0%	40.0%
卫生巾（美分/片）	4.5	4.63	4.74	4.86	4.98	5.10
YOY		2.9%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%
婴儿拉拉裤（百万美元）	17.40	13.05	20.52	33.86	50.96	76.45
YOY		-25.0%	57.3%	65.0%	50.5%	50.0%
收入占比	5.4%	3.2%	4.5%	6.3%	8.2%	10.7%
毛利率	24.9%	27.2%	28.3%	28.3%	28.5%	28.5%
婴儿拉拉裤（美分/片）	10.32	9.49	8.58	7.72	7.72	7.72
YOY		-8.0%	-9.6%	-10.0%	0.0%	0.0%
湿巾（百万美元）	8.77	12.63	14.48	17.74	20.58	23.57
YOY		44.0%	14.7%	22.5%	16.0%	14.5%
收入占比	2.7%	3.1%	3.2%	3.3%	3.3%	3.3%
毛利率	38.6%	49.1%	52.0%	52.0%	54.0%	54.0%
湿巾（美分/片）	1.04	1.03	0.97	0.97	1.00	1.05
YOY		-1.0%	-5.8%	0.0%	3.5%	5.0%
分区域拆分营收						
西非（百万美元）	165.15	197.29	194.99	206.78	214.10	220.59
YOY		19.5%	-1.2%	6.0%	3.5%	3.0%
收入占比	51.6%	48.0%	42.9%	38.2%	34.4%	31.0%
东非（百万美元）	148.34	171.80	206.73	259.55	312.76	370.62
YOY		15.8%	20.3%	25.5%	20.5%	18.5%
收入占比	46.4%	41.8%	45.5%	48.0%	50.3%	52.1%
中非（百万美元）	6.04	37.11	43.15	56.33	67.88	81.49
YOY		514.1%	16.3%	30.5%	20.5%	20.0%
收入占比	1.9%	9.0%	9.5%	10.4%	10.9%	11.4%
拉丁美洲（百万美元）	0.36	5.17	9.41	17.88	26.82	38.88
YOY		1323.7%	82.1%	90.0%	50.0%	45.0%
收入占比	0.1%	1.3%	2.1%	3.3%	4.3%	5.5%
中亚（百万美元）	0.00	0.00	0.11	0.18	0.28	0.43
YOY		0.0%	100.0%	70.0%	55.0%	55.0%
收入占比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.2、相对估值

乐舒适是非洲卫生用品行业领军企业，主营卫生巾、纸尿裤等一次性卫生用品的研发、生产与销售，依托非洲本土化产能布局与全渠道网络，深耕新兴市场消费升级赛道。我们选取百亚股份、豪悦护理、诺邦股份作为可比公司进行估值，三者均聚焦卫生用品及相关领域，业务属性与乐舒适具有较强可比性。

乐舒适 2025-2026 年 PE 略低于可比公司均值，2025-2026 年公司处于非洲、拉美、中亚多国产能集中建设、新市场渠道开拓的攻坚阶段，新建产线尚未完成竣工爬坡，叠加资本开支、市场推广费用前置投入，短期盈利释放节奏偏缓，对应 PE 表现略低于可比均值。

乐舒适 2027 年估值水平略高于可比公司均值，且与三家可比公司存在显著结构性差异，估值溢价具备合理支撑。具体来看，百亚股份深耕国内卫生用品市场，聚焦本土消费场景，品牌力与渠道力扎实，但国内市场已进入存量竞争阶段，增长节奏相对稳健；豪悦护理以 OEM/ODM 代工模式为核心，客户结构稳定但自主品牌溢价能力较弱，盈利弹性更多依赖订单波动；诺邦股份业务涵盖卫生用品及上游无纺布材料，业务多元化布局下，卫生用品终端业务聚焦度不及乐舒适。乐舒适作为非洲卫品龙头，坐拥新兴市场先发优势，凭本土化生产筑成本壁垒，叠加自主品牌与全渠道能力，充分受益于非洲人口红利及品类低渗透增量机遇，业务聚焦、增长确定，可享有合理估值溢价。

多极增长下看好公司未来发展，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1.12/1.32/1.54 亿美元，对应 EPS 为 0.18/0.21/0.25 美元，当前股价对应 PE 为 22.3/18.8/16.1 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

**表7：预计公司 2025-2027 年 PE 分别为 22.3/18.8/16.1 倍**

公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				EPS (元)				PE (倍)			
		2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
百亚股份	93.1	2.9	3.4	4.4	5.7	0.7	0.8	1.0	1.3	32.3	27.8	21.1	16.4
豪悦护理	66.6	3.9	3.2	4.0	4.8	1.8	1.5	1.9	2.2	17.2	20.9	16.6	13.8
诺邦股份	33.4	1.0	1.3	1.6	1.9	0.5	0.7	0.9	1.1	35.1	25.2	20.7	17.3
可比公司均值										24.8	24.3	18.9	15.1
乐舒适	194.5	7.4	8.7	10.3	12.0	1.2	1.4	1.7	1.9	26.2	22.3	18.8	16.1
乐舒适	24.9	1.0	1.1	1.3	1.5	0.2	0.2	0.2	0.2	26.2	22.3	18.8	16.1

数据来源：Wind、新浪财经、开源证券研究所（收盘价日期为 2026/2/3，除乐舒适外，其他公司均使用 Wind 一致预期预测数据；注：2026/2/3 美元兑港币汇率为 7.81；倒数第二行数据单位为港元、倒数第一行数据单位为美元）

## 5、风险提示

### (1) 市场竞争加剧风险

母婴护理行业品牌及品类众多，市场化竞争程度较高，本土品牌与国际品牌持续挤压市场空间，若公司未能有效应对行业竞争，可能影响市场份额及盈利能力。

### (2) 外汇波动风险

公司业务覆盖多个新兴市场，销售结算多使用当地货币，而采购主要以美元、人民币计价，存在明显的币种错配问题。汇率的大幅波动可能引发汇兑损益，对公司盈利稳定性造成直接冲击。目前公司尚未制定货币对冲政策，仅通过日常监控与资金转换管控风险，仍面临一定的外汇不确定性。

### (3) 产能拓展不及预期风险

公司持续推进海外生产基地建设与规模化产能扩张，若新建产线建设、投产及产能爬坡进度未达规划目标，将出现产能释放滞后的情况，进而影响订单交付能力与业务扩张节奏，对公司经营业绩造成不利影响。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万美元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	191	176	303	418	565
现金	30	31	128	203	314
应收账款	4	5	9	8	8
存货	108	119	130	154	183
其他流动资产	49	21	36	54	61
<b>非流动资产</b>	53	78	102	128	145
固定资产及在建工程	38	51	79	101	116
无形资产及其他长期资产	15	26	23	27	29
<b>资产总计</b>	245	254	405	546	710
<b>流动负债</b>	155	110	116	125	134
短期借款	93	1	0	0	0
应付账款	44	43	55	63	72
其他流动负债	19	66	60	62	62
<b>非流动负债</b>	0	7	4	4	0
长期借款	3	0	0	0	0
其他非流动负债	1	4	0	0	0
<b>负债合计</b>	159	114	116	125	134
股本	0	0	0	0	0
储备	83	178	290	422	576
归母所有者权益	83	178	290	422	576
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	242	292	405	547	710

现金流量表(百万美元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	96	110	125	129	146
税前利润	65	95	112	132	154
折旧和摊销	8	8	8	8	8
营运资本变动	21	-1	3	-15	-21
其他	2	7	3	4	5
<b>投资活动现金流</b>	-11	-6	-1	5	8
资本开支	6	27	0	0	0
其他	-17	-32	-1	5	8
<b>融资活动现金流</b>	-76	-103	-27	-59	-44
股权融资	0	0	0	0	0
银行借款	-74	-95	-67	-89	-79
其他	-1	-8	40	30	35
汇率变动对现金的影响	-1	-0	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	9	1	97	75	110
<b>期末现金总额</b>	30	31	128	203	314

利润表(百万美元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	411	454	541	622	712
营业成本	268	294	350	399	458
营业费用	14	16	27	29	31
管理费用	36	28	35	40	45
其他收入/费用	-19	-3	-1	-1	-0
<b>营业利润</b>	75	113	127	153	178
净财务收入/费用	1	0	1	0	0
其他利润	0	0	0	0	0
除税前利润	76	113	128	153	179
所得税	12	18	17	21	25
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	65	95	112	132	154
EBITDA	72	103	119	140	162
<b>扣非后净利润</b>	65	95	112	132	154
EPS(美元)	0.10	0.15	0.18	0.21	0.25

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	28.6	10.5	19.0	15.0	14.5
营业利润(%)	206.7	49.8	12.3	20.3	16.7
归属于母公司净利润(%)	251.8	47.0	17.5	18.3	16.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	34.9	35.2	35.3	35.8	35.7
净利率(%)	15.7	20.9	20.7	21.3	21.7
ROE(%)	75.7	68.0	38.5	31.3	26.8
ROIC(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	65.1	44.9	28.5	22.8	18.9
净负债比率(%)	149.8	20.2	44.3	48.2	54.4
流动比率	1.2	1.6	2.6	3.4	4.2
速动比率	0.2	0.3	1.2	1.7	2.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.8	1.6	1.3	1.3	0.0
应收账款周转率	117.5	117.5	117.5	117.5	117.5
应付账款周转率	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
存货周转率	2.4	2.4	2.7	2.6	2.5
<b>每股指标(美元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
每股经营现金流(最新摊薄)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
每股净资产(最新摊薄)	0.1	0.2	0.5	0.7	0.9
<b>估值比率</b>					
P/E	38.5	26.2	22.3	18.8	16.1
P/B	29.2	17.8	8.6	5.9	4.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn