

2026年2月5日  
 乐舒适 (2698.HK)

## 公司首次覆盖

证券研究报告

日用品

投资评级: **买入**

6个月目标价 **38.0 港元**

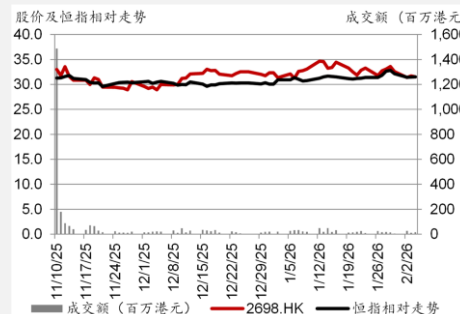
股价 2026-2-4 **31.5 港元**

总市值(百万港元)	19,514.77
流通市值(百万港元)	19,514.77
总股本(百万股)	619.52
流通股本(百万股)	619.52
12个月低/高(港元)	30.1/35.5
平均成交(百万港元)	52.55

### 股东结构

Chaoyuet Holding	54.75%
罗继超	5.69%
Shufan	2.14%
其他股东	37.42%
总共	100.0%

### 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-1.42	N/A	N/A
绝对收益	0.51	N/A	N/A

数据来源: Wind、港交所、公司

杨怡然 CFA

消费行业分析师

laurayang@sdicsi.com.hk

## 非洲卫品领先者，享受新兴市场成长红利

乐舒适是一家专注于非洲、拉美、中亚等新兴市场的跨国卫生用品公司，主要从事婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、卫生巾和湿巾等婴儿及女性卫生用品的开发、制造和销售。2024年和2025年1-4月公司收入为3.2和1.6亿美元，分别同比增长10.5%和15.5%；净利润为0.95和0.31亿美元，分别同比增长47.0%和8.4%。我们预测2025/2026/2027年公司净利润为1.06/1.29/1.47亿美元，同比增长11.5%/21.4%/14.3%，对应每EPS收益为0.18/0.21/0.24美元。首次覆盖给予“买入”评级，目标价38港元。

### 报告摘要

**专注新兴市场的跨国卫生用品公司，销售网络布局广泛。**乐舒适是一家跨国卫生用品公司，专注于非洲、拉美、中亚等新兴市场，旗下有多个品牌，分别是Softcare、Veesper、Maya、Cuettie及Clincler。公司以核心品牌Softcare为根基，在婴儿纸尿裤产品的基础上，持续扩大卫生用品的产品组合，并通过实行多品牌发展策略，来满足和覆盖更多消费者的需求。公司建立了广泛的销售网络，遍及非洲、拉美和中亚30多个国家，截至2025年4月30日，公司在12个国家设立了18个销售分支机构，以及涵盖合计超过2,800家批发商、经销商、商超和其他零售商的广泛销售网络。

**本地化生产，全球化供应链。**公司是最早进入非洲市场的卫生用品品牌之一，并在非洲设有8家工厂，实现了本地化生产，是非洲本地工厂布局数量最多的卫生用品制造商。本地化生产大幅缩短了销售链路，也使得产品可以更快触达消费者。公司采用全球集中采购的模式，并与大型船运公司签订协议，保障原材料供给和质量的同时也能降低成本，提高管理效率。

**我们认为未来乐舒适的增长主要来自于：**1) 外生增长因素：新兴市场人口结构性增长红利、消费的持续升级、卫生用品渗透率的提升；2) 内生增长因素：本地化生产形成护城河、销售渠道的广泛覆盖、品类持续扩张、将现有市场的成熟经验复制到其他新兴市场带来更多增量。

**首次覆盖给予“买入”评级，目标价38港元。**我们预计2025/2026/2027年公司收入分别为5.41/6.27/7.11亿美元，同比增速为19.1%/15.9%/13.4%；净利润为1.06/1.29/1.47亿美元，同比增速为11.5%/21.4%/14.3%。对比同行估值及考虑市场增速，给予公司2026年23xPE，对应股价38港元，给予买入评级。

**风险提示：**行业竞争加剧；产能扩张速度可能不及预期；原材料价格波动；汇率风险；次新股限售股份解禁风险。

### 财务及估值摘要

(年结 31/12; 百万美元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	411	454	541	627	711
增长率 (%)	28.6%	10.5%	19.1%	15.9%	13.4%
归母净利润	65	95	106	129	147
增长率 (%)	251.7%	47.0%	11.5%	21.5%	14.3%
毛利率 (%)	34.9%	35.2%	34.0%	34.2%	34.4%
归母净利率 (%)	15.7%	20.9%	19.6%	20.5%	20.7%
每股盈利 (元)	0.13	0.19	0.17	0.21	0.24
每股净资产 (元)	N/A	N/A	0.32	0.42	0.55
市盈率	31.27	21.23	23.05	18.98	16.61
市净率	N/A	N/A	12.67	9.50	7.39
股息收益率 (%)	N/A	N/A	2.17	2.63	3.01

数据来源: 公司资料, 国投证券国际预测



## 目录

投资亮点.....	3
<b>1 公司概况.....</b>	<b>4</b>
1.1 公司简介.....	4
1.2 公司股权结构.....	5
1.3 公司发展历史.....	6
1.4 管理层简介.....	6
<b>2 主要业务.....</b>	<b>8</b>
2.1 主要产品类别.....	8
2.1.1 婴儿纸尿裤.....	8
2.1.2 婴儿拉拉裤.....	9
2.1.3 卫生巾.....	9
2.1.4 湿巾.....	10
2.2 核心市场.....	10
2.3 主要销售渠道.....	11
<b>3 行业概览.....</b>	<b>12</b>
3.1 新兴市场的特点.....	12
3.2 新兴市场卫生用品快速增长.....	12
3.2.1 婴儿纸尿裤市场规模.....	13
3.2.2 卫生巾市场规模.....	14
3.2.3 拉拉裤市场规模.....	15
3.3 新兴市场卫生用品的驱动因素.....	16
<b>4 财务分析.....</b>	<b>17</b>
<b>5 盈利预测及估值.....</b>	<b>19</b>
5.1 财务报表预测.....	19
5.2 估值分析.....	19
<b>6 风险提示.....</b>	<b>21</b>

## 投资亮点

### 1、新兴市场人口仍能保持增长，消费呈现升级态势。

纵观全球各大洲，非洲的新生儿增速是最快的，2020至2024年非洲新生儿数量复合年增长率为1.8%，20岁以下人口占比超过50%。此外，新兴市场的经济发展相对滞后于发达市场，且年轻群体占比较大，消费呈现出升级的态势，婴儿及女性卫生用品的市场渗透率还有很大的提升空间。因此新兴市场作为公司的主要战场，能够让公司在较大程度上享受到人口增长和消费升级红利。

### 2、公司在非洲市场具有先发优势，销售渠道网络成熟且分布广泛。

公司是最早进入非洲市场的卫生用品品牌之一，还实现了本地化生产，积累了先发优势。通过多年的合作，公司和当地业务合作伙伴建立了长期且坚固的关系。由于非洲的主要消费形式是线下，且人口高度分散，呈现“格子化”分布，因此成熟且分布广泛的销售渠道至关重要。公司通过多年的深耕，销售网络已覆盖心经营国家的各个行政区的批发市场、商超及小零售商，可触及该等国家80%以上的本地人口（除列明外，下文中涉及的行业数据和资料均来自弗若斯特沙利文）。新进入者难以在短期内实现同等程度的覆盖。

### 3、丰富的产品矩阵可以更好的覆盖新兴市场消费者，成熟的营销策略在新兴市场实现“降维打击”。

公司旗下产品丰富，SKU超过340个，涵盖婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、卫生巾、湿巾四类，各品牌实现差异化定位，可满足更多消费者的需求。此外，公司还通过明星代言、社交媒体推广等营销策略来提升品牌知名度。由于中国互联网生态竞争异常激烈，各类营销模式已经高度成熟，将已经得到验证的高效营销模式应用到竞争相对不充分的新兴市场，可以形成阶段性优势。因此可以说中国的营销策略应用在新兴市场中是“降维打击”，能够快速取得较好成效而不需要花费过高的成本。

### 4、本地化生产和全球化供应链体系使得公司具备成本和产品质量优势。

目前公司在非洲设有8家工厂，是非洲本地工厂布局数量最多的卫生用品制造商。由于新兴市场的工业化水平一般较低，本地化生产可以大幅缩短销售链路，也使得产品可以更快触达消费者。公司采用全球集中采购的模式，原材料由全球采购总部采购并直接配送至工厂，主要采取签订战略合作协议或季度招标的模式，能够保障原材料供给和质量的稳定，也能显著降低成本，提高管理效率。此外，公司也与大型船运公司签订季度或年度协议，来锁定更优惠的运输价格，控制运输成本。本地化生产和全球化供应链体系形成护城河，使得公司能够在行业竞争中脱颖而出。

### 5、管理团队经验丰富，现有市场的成功经验有望复制到其他新兴市场。

非洲市场的特点是高度分散，单体市场规模相对较小，难以形成规模效应，因此需要团队非常熟悉当地的经济、政治、文化环境，才能更好的适配不同市场的需求。创始人沈先生在新兴市场拥有超过28年的业务运营经验，管理团队中有14位在非洲有超过10年的工作经验，一线销售管理团队也拥有多年的新兴市场渠道开拓经验，销售网络覆盖超过30个国家，其中四个国家的运营经验超过14年。丰富的经验使得公司有望在巩固现有市场的同时，以较低的成本将成功经验复制到其他新兴市场和国家。

## 1 公司概况

### 1.1 公司简介

乐舒适（下称“公司”）是一家专注于非洲、拉美、中亚等快速发展新兴市场的跨国卫生用品公司，主要从事婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、卫生巾和湿巾等婴儿及女性卫生用品的开发、制造和销售。公司旗下有多个品牌，分别是 Softcare（核心品牌，中高端品牌定位）、Veesper（针对秘鲁等拉美市场的品牌），以及 Maya、Cuettie 及 ClinClear（为大众市场量身打造的品牌）。公司以核心品牌 Softcare 为根基，在婴儿纸尿裤产品的基础上，持续扩大卫生用品的产品组合，并通过实行多品牌发展策略，来满足和覆盖更多消费者的需求。

公司建立了广泛的销售网络，遍及非洲、拉美和中亚 30 多个国家，截至 2025 年 4 月 30 日，公司在 12 个国家设立了 18 个销售分支机构，以及涵盖合计超过 2,800 家批发商、经销商、商超和其他零售商的广泛销售网络。

图表 1：旗下品牌一览



资料来源：公司官网，国投证券国际研究

根据弗若斯特沙利文，乐舒适是非洲本地工厂布局数量最多的卫生用品公司，按照 2024 年销量计算，公司在非洲婴儿纸尿裤和卫生巾市场均排名第一，市场份额分别为 20.3% 及 15.6%；按照 2024 年收入计算，公司在非洲婴儿纸尿裤市场和卫生巾市场均排名第二，市场份额分别为 17.2% 及 11.9%。

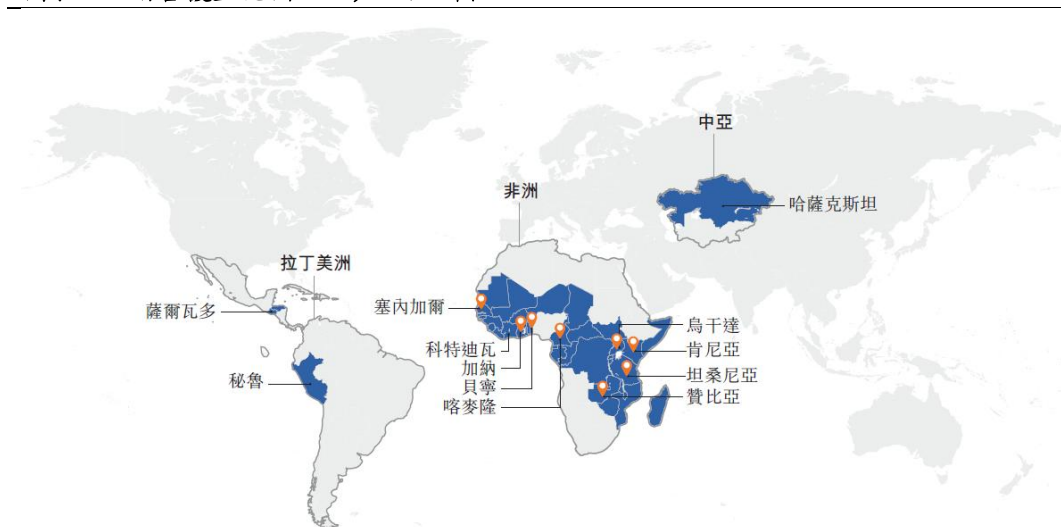
图表 2：各品牌产品一览



资料来源：公司官网，国投证券国际研究

凭借超过 15 年的跨国经营策略，公司已成为非洲多国的卫生用品行业的领军企业。通过建立海外管理团队和本地人才梯队建设，公司实现横跨多国且高效的经营运作。截至 2025 年 4 月 30 日，公司在非洲不同国家布局了八个生产工厂（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）及 51 条生产线，总设计产能为每年婴儿纸尿裤 63.0 亿片、婴儿拉拉裤 3.5 亿片、卫生巾 28.5 亿片及湿巾 93.0 亿片，是非洲本地工厂布局数量最多的卫生用品制造商，也是非洲婴儿纸尿裤市场及非洲卫生巾市场 2024 年产量第一的卫生用品制造商。八家工厂均获得 ISO 9001（质量管理体系）、ISO 14001（环境管理体系）和 ISO 45001（职业健康安全管理体系）认证，以保证产品质量。2025 年 8 月，公司开始运营位于萨尔瓦多的新工厂，该工厂拥有一条制造婴儿纸尿裤的生产线。此外，公司业务已于 2020 年扩展至拉丁美洲，并于 2024 年扩展至中亚地区。

**图表 3：销售覆盖范围及生产工厂所在地**



■ 截至 2025 年 4 月 30 日的销售覆盖范围；📍 截至 2025 年 4 月 30 日的生产工厂。

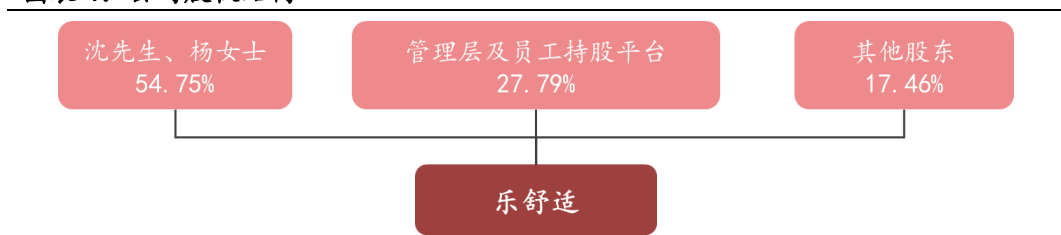
资料来源：公司招股书，国投证券国际研究

## 1.2 公司股权结构

公司股权结构较为集中，创始人兼董事会主席沈延昌先生及其配偶杨艳娟女士共同持有 54.75% 的股权，管理层及员工持股平台合计持有 27.79% 的股权（其中 CEO 罗继超先生拥有 5.69% 的股权），管理层控股比例较高。

此外，公司在上市过程中也引入了多家基石投资者，包括 Arc Avenue Asset Management、BA Sprout Limited、Arcane Nexus Limited、CDH Emerging Markets Fund、HCEP Management、南方基金、易方达、富国基金、华夏基金等，基石投资人合计认购 0.41 亿股，占发行股份的 6.80%。

**图表 4：公司股权结构**



资料来源：公司资料，国投证券国际研究

### 1.3 公司发展历史

2009年，公司作为沈先生及杨女士所创办的森大集团的内部业务分部开展业务，并通过广州森大（森大集团的前控股公司）开展销售快消卫生用品。2009年，公司在加纳推出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Clincleer。经过多年发展，目前已成为一家专注于非洲、拉丁美洲、中亚等快速发展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）。2018年开始，公司在非洲多个国家陆续建设生产设施，随后逐渐发展成集开发、制造及销售婴儿及女性卫生用品一体的业务模式，并从西非市场开始将业务版图持续扩大。2025年11月，公司成功登陆香港主板，成为港股上市公司，募集的资金主要用于扩大产能及升级生产线、营销推广活动、战略收购等方面。

图表 5：公司发展历程

年份	里程碑
2009年	作为森大集团的内部业务分部开展业务，从事快消卫生用品销售；在加纳推出Softcare婴儿纸尿裤，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Clincleer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；开始在乌干达销售婴儿拉拉裤，进军婴儿拉拉裤市场。
2019年	开始在肯尼亚生产婴儿纸尿裤；开始在刚果民主共和国销售产品，进军中非市场。
2020年	开始在肯尼亚生产婴儿拉拉裤；开始在秘鲁销售产品，进军拉美市场；开始在塞内加尔生产婴儿纸尿裤。
2021年	开始在赞比亚生产婴儿纸尿裤。
2022年	开始在喀麦隆、乌干达及贝宁生产婴儿纸尿裤。
2024年	开始在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，进一步扩大拉美业务的覆盖。
2025年	开始在萨尔瓦多生产婴儿纸尿裤；11月在港股主板成功上市。

资料来源：公司招股书、国投证券国际研究

### 1.4 管理层简介

主要管理层成员在各领域均有十几年以上的行业经验，大部分管理层也曾在森大集团担任重要职务，管理经验丰富，为公司未来发展提供了良好基础。此外，公司股权结构较为集中，管理层持股合计约63.72%，表明管理层在重大决策中拥有着决定性控制权。

**罗继超先生，执行董事兼首席执行官**，负责集团的整体管理及业务营运与发展，拥有逾23年快速消费品行业的经验。2002年7月至2011年6月，曾历任纳爱斯集团有限公司的多个职位，最后职位为全国大客户高级经理。2011年6月至2021年11月，曾历任广州森大快速消费品分部副总裁，主要负责重组前快速消费品业务的营运管理及业务发展。

**赵永强先生，执行董事兼首席运营官**，主要负责协调及执行集团业务发展策略，并监督营销及销售部门，在管理咨询及信息技术行业拥有逾23年经验。2002年5月至2007年1月，在创智信息科技股份有限公司曾历任多个职务，最后职位是执行总监，负责开发业务及系统解决方案以及项目组织者。2007年5月至2024年10月，于国际商业机器（中国）有限公司（IBM）担任高级顾问、总监及副合伙人等多个职位，最后职位为合伙人。

**沈延昌先生，集团创始人、非执行董事兼董事会主席**，主要负责为集团的整体管理及营运提供指引及制定业务策略，在新兴市场贸易及企业管理行业拥有逾28年经验。1997年3月至1999年3月，担任尼日利亚通用钢铁有限公司的采购经理。2004年2月创立广州森大，并于2004年4月至2009年2月担任广州森大董事兼总经理。2009年2月至2019年8月，作为森大集团的内部业务分部开展快消卫生用品销售业务。沈先生亦负责其他业务于新兴市场各国的整体管理、协调及业务发展策略执行。自2019年9月起担任森大公司的主席及董事，目前亦为Sunda Enterprise及控股股东Chaoyuet Holding的董事。自2018年9月起担任科达制造的董事，主要负责海外建筑材料业务的整体管理及经营策略，现为科达制造的多家附属公司的董事和/或法定代表人。

**杨艳娟女士，非执行董事**，沈延昌先生的配偶，主要负责为集团的整体管理及营运提供指引及制定业务策略，于工业及机械工程领域拥有逾23年经验。2001年9月至2003年8月在中国上海交通大学担任博士后研究员。2003年10月至2011年6月，担任中国华南理工大学的讲师及副教授。2012年1月至2019年9月，于广州森大担任顾问，并自2019年10月起担任森大公司顾问，负责为生产设施的工业设置以及业务发展和策略提供指导，并参与森大集团的运营及管理决策，目前为控股股东Haoyue Investment的董事。

**周仁伟先生，非执行董事**，主要负责为集团的整体管理及营运提供指引及制定业务策略，于会计及财务方面拥有逾28年经验。1997年9月至2012年10月，于美的集团多家全资附属公司任职。自2013年4月以来，历任广州森大副总裁、财务官兼董事等职位，负责监督及管理财务事宜。自2023年11月起担任广东特福董事，亦担任Century BVI（集团控股股东）的董事。

**龙瑞麒先生，首席财务官兼联席公司秘书**，主要负责集团财务策略、会计、收购、资本市场及公司秘书事务的整体监督及管理，在资本市场交易、专业会计及审计领域拥有逾18年经验。2007年10月至2017年1月在罗兵咸永道会计师事务所曾历任多个职务，负责为企业客户提供资本市场交易、并购、审计、内部控制及会计咨询相关的服务。2017年1月至2018年8月，担任卓尔智联集团有限公司的财务总监及公司秘书。2018年8月至2022年2月，于益美国际控股有限公司担任首席财务官兼公司秘书。2022年2月至2022年12月，于广州森大担任快速消费品财务总监，负责财务管理、资本市场及投资者关系事务。

**王楠先生，销售及营运中心总监**，主要负责集团销售的整体监督及管理，于销售及营销方面拥有逾14年经验。2010年10月至2021年11月，于广州森大担任多个职位，其最后职位为快速消费品分部销售管理总监，负责管理销售相关活动。

**张琦先生，海外业务管理中心总监**，主要负责监督及管理海外附属公司，拥有逾15年的业务营运及财务管理经验。2010年8月至2021年11月，曾先后担任广州森大多家附属公司的审计主管、财务经理、财务总监及总经理，负责监督附属公司的审计、业务营运及财务管理。

**岳杰先生，项目开发部总监**，主要负责集团的整体管理及业务拓展，于销售及市场推广方面拥有逾19年经验。2006年6月至2009年6月，于法国酒精饮料公司Cherry Rocher Neyret Chavin担任中国区销售经理及法国市场推广专员。2009年9月至2021年11月先后担任广州森大多家附属公司的销售经理、总经理，负责监督销售及市场推广、开拓新市场及生产设施。

**周正良先生，供应链管理中心总经理**，主要负责集团供应链的整体营运及管理，于生产管理方面拥有逾25年经验。2000年2月至2018年10月，任职于广东美的制冷设备有限公司及广东美的生活电器制造有限公司。2019年11月至2020年10月，于中山市广恒合优科技发展有限公司担任顾问。2020年10月至2021年4月，于浙江永强集团股份有限公司担任生产总经理。2021年4月至2022年2月，担任漯河市卫龙商贸有限公司供应链中心主管。2022年7月至2024年3月，担任深圳市洲明科技股份有限公司的生产总经理。2024年3月至9月，担任广州森大快速消费品生产管理总部总经理，负责监督生产管理部。

## 2 主要业务

### 2.1 主要产品类别

按照主要的产品类别来划分,公司的业务板块可分为婴儿纸尿裤、卫生巾、婴儿拉拉裤、湿巾。其中婴儿纸尿裤是最主要的收入来源,2024年收入占比为75.3%。

公司旗下各品牌实现差异化定位,能够更好地满足不同层级市场的需求。其中,Softcare和Veesper主要针对中高端市场(Veesper针对拉美市场),Maya主要针对中端市场,Cuettie和Clincleer主要针对大众市场。

图表 6: 旗下品牌定位

市场定位	婴儿纸尿裤	婴儿拉拉裤	卫生巾	湿巾
中高端	Softcare Veesper	Softcare	Softcare Veesper	Softcare Veesper
中端	Maya	-	-	-
大众	Cuettie	Cuettie	Clincleer	-


资料来源: 公司招股书、国投证券国际研究

#### 2.1.1 婴儿纸尿裤

婴儿纸尿裤主要面向新生儿和三岁以下的幼儿。四大品牌均有推出婴儿纸尿裤产品,截至2025年4月30日,婴儿纸尿裤的SKU数量为263个。为了更好的扩大产品组合,公司针对核心品牌Softcare推出多条产品线,包括Softcare Gold、Softcare Space及Softcare Premium Soft。

图表 7: 婴儿纸尿裤主要产品及单价

产品	图片	推出年份	2025年1-4月ASP
Softcare Gold		2009	8.7 美分/片
Softcare Space		2023	9.5 美分/片
Softcare Premium Soft		2017	8.6 美分/片
Veesper		2020	12.2 美分/片

Maya		2019	6.2 美分/片
Cuettie		2013	6.8 美分/片

资料来源：公司招股书、国投证券国际研究

### 2.1.2 婴儿拉拉裤

婴儿拉拉裤和婴儿纸尿裤的功能相似，但相比于纸尿裤通过魔术贴固定，拉拉裤则是增加了弹力腰围，使其类似内裤，适合活泼好动、自主爬行的婴儿，主要面向一岁至五岁的幼儿。单价略高于同品牌的纸尿裤。截至 2025 年 4 月 30 日，婴儿拉拉裤的 SKU 数量为 20 个。

图表 8：婴儿拉拉裤主要产品及单价

产品	图片	推出年份	2025 年 1-4 月 ASP
Softcare Gold		2018	9.4 美分/片
Cuettie		2020	7.5 美分/片

资料来源：公司招股书、国投证券国际研究



### 2.1.3 卫生巾

卫生巾主要面向经期女性，有多种设计和规格，包括尺寸、形状、厚度、面层材料及吸收能力等方面的多样化设计。截至 2025 年 4 月 30 日，卫生巾的 SKU 数量为 44 个。为了更好地覆盖不同消费者的需求，公司在核心品牌 Softcare 标准产品线外推出 2 条产品线，包括 Softcare Smart（针对少女，尺寸更小）及 Softcare Model S（针对年轻职业女性，加入了超薄设计）。

图表 9：卫生巾主要产品及单价

产品	图片	推出年份	2025 年 1-4 月 ASP
Softcare		2013	4.9 美分/片



Softcare Model S		2024	5.7 美分/片
Softcare Smart		2022	2.2 美分/片
Veesper		2020	4.6 美分/片
ClinClear		2010	3.4 美分/片

资料来源：公司招股书、国投证券国际研究

## 2.1.4 湿巾

湿巾产品主要用于日常清洁及消毒，适合婴儿肌肤使用，有家庭装和小袋装两种规格。截至 2025 年 4 月 30 日，湿巾的 SKU 数量为 14 个。

图表 10：湿巾主要产品及单价

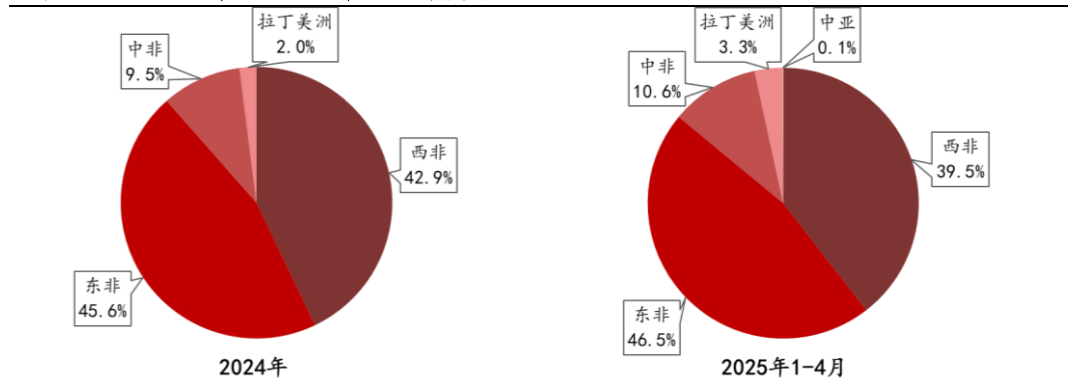
产品	图片	推出年份	2025 年 1-4 月 ASP
Softcare		2019	1.0 美分/片
Veesper		2020	0.6 美分/片

资料来源：公司招股书、国投证券国际研究

## 2.2 核心市场

公司的核心市场在非洲，销售足迹遍及西非（包括加纳、塞内加尔、科特迪瓦、贝宁等国家）、东非（包括肯尼亚、坦桑尼亚、乌干达、赞比亚等国家）及中非（包括喀麦隆等国家）超过 30 个非洲国家。2024 年非洲贡献收入占比为 98.0%，其中西非收入占比 45.6%，东非收入占比 44.2%。

凭借着在非洲的成功经验，公司于 2020 年将业务扩展至拉丁美洲的秘鲁，2024 年扩展至中亚的哈萨克斯坦及拉丁美洲的萨尔瓦多。

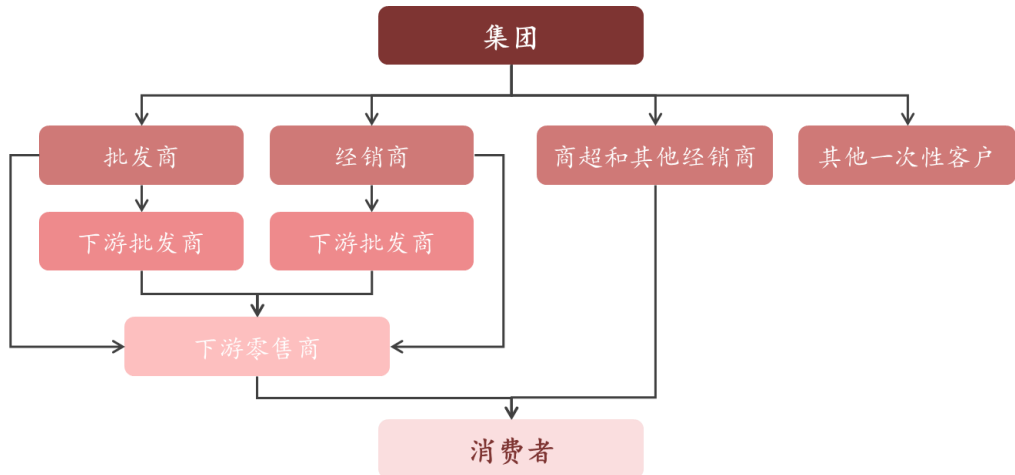
**图表 11：2024 年及 2025 年 1-4 个月各地区收入占比**


资料来源：公司官网，国投证券国际研究

### 2.3 主要销售渠道

由于非洲的主要消费形式是线下，且人口高度分散，因此成熟且分布广泛的销售渠道至关重要。公司的主要销售渠道包括批发商、经销商、商超和其他零售商，其中，批发商和经销商是最重要的销售渠道，2024 年合计贡献收入占比为 96.2%。

公司与合作伙伴建立了长期且稳定的合作关系。截至 2025 年 4 月 30 日，公司已在 12 个国家设立了 18 个销售分支机构，有超过 2800 名客户（包括 2132 家批发商、418 家经销商及 285 家商超和其他零售商）。其中，合作关系在一年及以上的批发商数量超过 1260 家，合作关系超过三年的批发商数量超过 780 家，合作关系超过三年的经销商数量超过 170 家。

**图表 12：产品通过不同的销售渠道触达消费者**


资料来源：公司招股书、国投证券国际研究

### 3 行业概览

#### 3.1 新兴市场的特点

新兴市场泛指那些经济正在从欠发达状态向发达状态发展的国家或地区，通常主要位于非洲、拉丁美洲及中亚。新兴市场的特点主要有以下几个方面：

- 1) 经济增速强劲：**根据《世界经济展望报告》，2025年全球经济增速预计为3.2%，新兴市场和发展中经济体的整体经济增速为4.1%，高于发达经济体。经济增速强劲也是新兴市场的一大主要特点。
- 2) 人口红利带动消费升级：**相较于发达国家和地区的老齡化，新兴市场通常人口结构更年轻，分布更为广泛，劳动力占比也更高，人口金字塔呈现下宽上窄的趋势，消费也呈现升级态势，为经济发展奠定了坚实的基础。
- 3) 进口需求高：**大部分新兴市场国家的本地工业化程度较低，对进口的依赖程度较高，例如非洲对于钢铁及机械等大型商品、智能手机及手工艺品等小型商品、婴儿纸尿裤及塑料制品等日常必需品，都有较大的进口需求。
- 4) 数字化时代下的“弯道超车”：**移动互联网和数字支付的快速发展，使得新兴市场得以绕过发达市场的一些发展路径，直接实现“弯道超车”（如印度的数字公共基础设施、非洲的移动货币）。

由于公司主要的市场在非洲，因此我们也进一步探究非洲市场的特点：

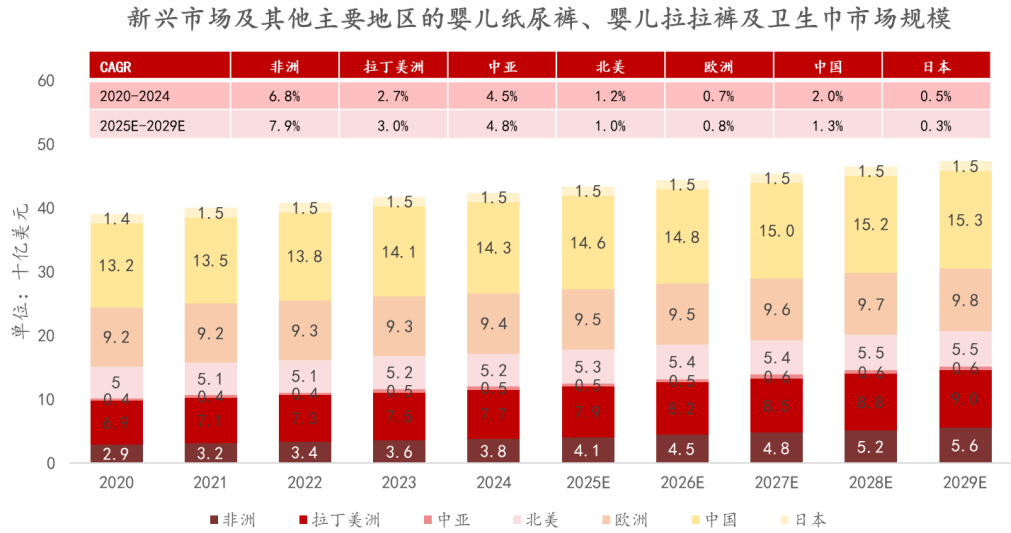
- 1) 新生儿增速快，人口结构潜力大：**根据联合国发布的《2024年世界人口展望》，2025年全球新生儿数量预计将达到约1.32亿，亚洲（6510万）和非洲（4710万）合计占比近85%。非洲是出生人口增长最快的地区，新生儿数量复合增长率为1.8%，位居全球各洲之首。非洲20岁以下人口占比超过50%，人口结构呈现显著的增长潜力。此外，根据非洲开发银行数据，到2025年非洲城市化率将突破45%，城市人口规模将达到6.5亿，预计未来居民消费能力和卫生意识也将逐步提高。
- 2) 市场分散，“格子化”分布：**除了部分人口大国以外，非洲单一国家人口较少，地广人稀，人口呈现“格子化”分布，也尚未形成和中国类似的大一统市场。而单一市场的经营成本高，因此难以形成规模化优势，对于新进入企业尤其是大规模国际化公司，形成了一定的壁垒。
- 3) 基础设施薄弱，供应链整合及本地化建厂难度大：**相对于发达市场，非洲的基础设施薄弱，物流和贸易壁垒繁杂，对于企业的供应链全链条整合能力要求高；此外在非洲当地投资建厂壁垒较高，从前期调研到买地，再到雇佣员工，以及取得生产、质检、销售等资质，各环节均需要大量的时间和资金成本投入，对于新进入企业而言存在多方面的难度。
- 4) 铺设成熟的销售渠道成为必要：**目前非洲主要的消费形式还是传统的线下渠道，而非洲人口高度分散且交通物流网络相对发展不成熟，因此铺设成熟的销售渠道成为了经营的必要，且销售渠道也需要多年深耕和维护，对跨国企业来说还需要当地的人才储备，也存在着一一定的困难。

#### 3.2 新兴市场卫生用品快速增长

在新兴市场快速发展的背景下，卫生用品也有较大的增长空间。以婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤及卫生巾市场为例，全球主要市场中，非洲、拉丁美洲、中亚等新型市场的增速较快。其中，非洲相关市场规模从2020年的29亿美元增长至2024年的38亿美元，CAGR为6.8%，预计2029年将加速增长到56亿美元，CAGR为7.9%；拉丁美洲相关市场规模从2020年的69亿美元增长至2024年的77亿美元，CAGR为2.7%，预计2029年规模将

达 90 亿美元，CAGR 为 3.0%。中亚相关市场规模由 2020 年的 4 亿美元增长至 2024 年的 5 亿美元，CAGR 为 4.5%。预计 2029 年规模将增长至 6 亿美元，CAGR 为 4.8%。其他地区如北美、欧洲、中国、日本等市场，则以较低的增速缓慢增长，主要是由于这些地区发展较早，市场渗透率较高已接近饱和。

图表 13: 主要的婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤及卫生巾市场规模

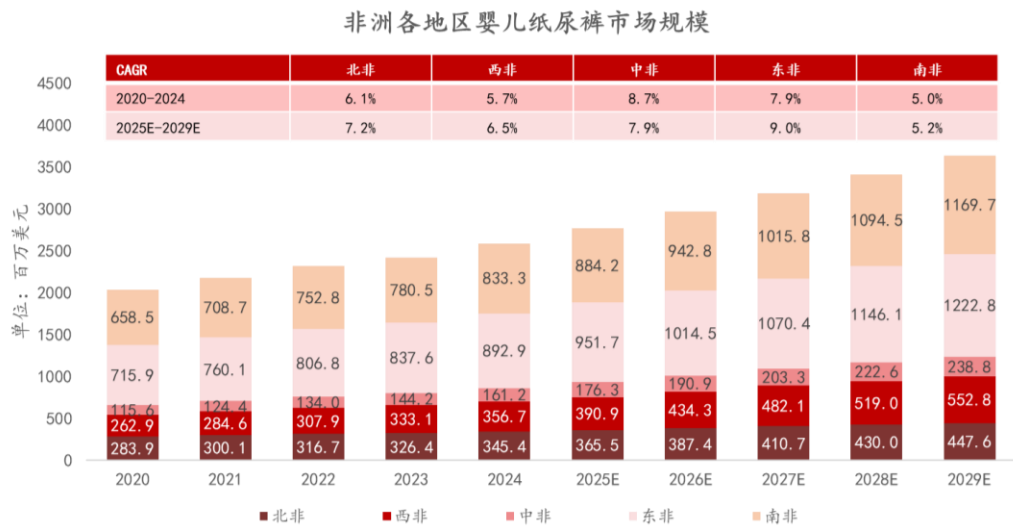


资料来源：公司招股书、国投证券国际研究

### 3.2.1 婴儿纸尿裤市场规模

非洲婴儿纸尿裤的市场规模由 2020 年的 20.37 亿美元增长至 2024 年的 25.90 亿美元，CAGR 约为 6.2%，预计将于 2029 年增长至 36.32 亿美元，CAGR 约为 7.0%。细分非洲不同地区的情况来看，随着人口基数的增加和纸尿裤渗透率的提升，非洲各地区市场规模都在持续增长，2020-2024 年 CAGR 均超过 5%，预计 2025-2029 年增速进一步加快。从预期规模上来看东非>南非>西非>北非>中非，预期复合增速上来看东非>中非>北非>西非>南非。根据联合国 2025 年的非洲各地区人口数据，东非人口约为 5.13 亿，西非人口约为 4.67 亿，中非人口约为 2.20 亿，北非人口约为 2.76 亿，南非人口约为 0.74 亿。公司的主要市场集中在东非、西非、中非，既是非洲人口较多的几个地区，也是增速较快的几个地区。

图表 14: 非洲地区的婴儿纸尿裤市场规模

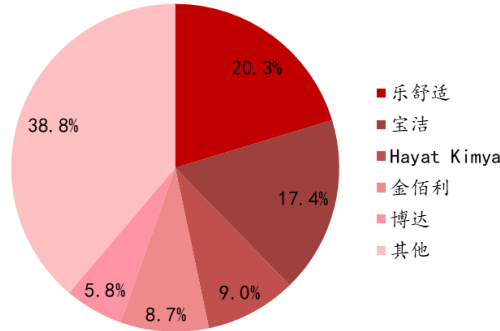


资料来源：公司招股书、国投证券国际研究

非洲地区婴儿纸尿裤市场集中度较高，按 2024 年销量计，公司在非洲婴儿纸尿裤行业中排名第一，市占率为 20.3%，超过宝洁、金佰利等国际品牌，排名前五的品牌合计占比 61.2%。

图表 15：非洲地区的婴儿纸尿裤市场份额

按2024年销量计非洲婴儿纸尿裤市场份额



资料来源：公司招股书、国投证券国际研究

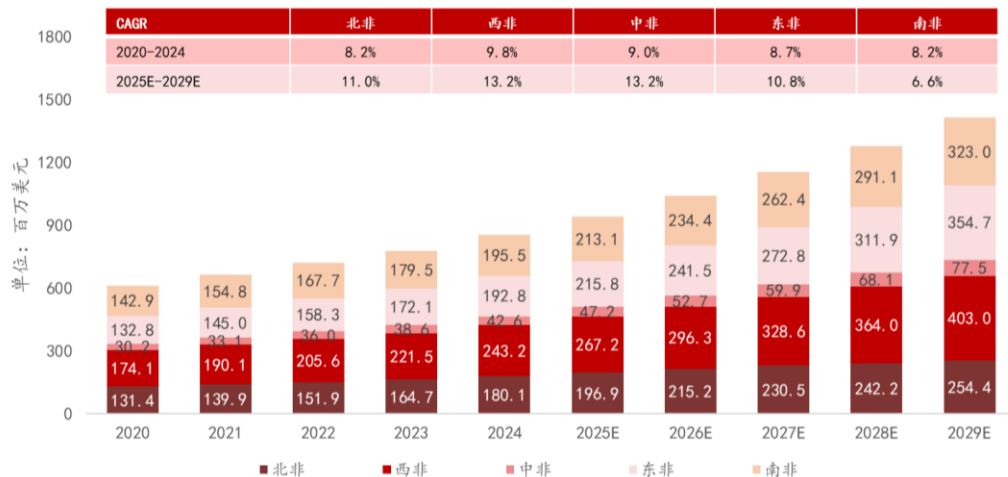
### 3.2.2 卫生巾市场规模

非洲卫生巾的市场规模由 2020 年的 6.11 亿美元增长至 2024 年的 8.54 亿美元，CAGR 约为 8.7%，预计将于 2029 年增长至 14.13 亿美元，CAGR 约为 10.7%。由于非洲属于新兴市场，卫生巾渗透率相对较低，因此其增速显著快于同地区的婴儿纸尿裤。除了南非外，其他几个地区的未来增长都在加速且增速超过两位数。从预期规模上来看西非>东非>南非>北非>中非，预期复合增速上来看西非≈中非>北非>东非>南非。

卫生巾市场规模小于婴儿纸尿裤市场规模，主要是因为用户群体和使用周期存在显著差异。卫生巾用户为 10-50 岁左右的女性（粗略估计可以看作全球人口的一半，还需考虑一些卫生巾未普及地区），每个经期 5-7 天，一年约 12 个经期，使用年限长但属于间断性消耗（孕期还会减少消耗）；而婴儿纸尿裤用户为 0-3 岁左右所有性别的婴儿，每天不间断使用持续 2-3 年，虽然使用年限短但属于超高频消耗。因此只要有稳定的新生儿诞生，婴儿纸尿裤的市场就会持续膨胀，而非洲正是新生儿快速增长的地区。虽然卫生巾市场也会随着卫生意识的提高而增长，但相对来说卫生巾的消费者教育所花费的时间和精力都要多于纸尿裤，因此即便增速较快，其市场基数还是不及婴儿纸尿裤。

图表 16：非洲地区的卫生巾市场规模

非洲各地区卫生巾市场规模

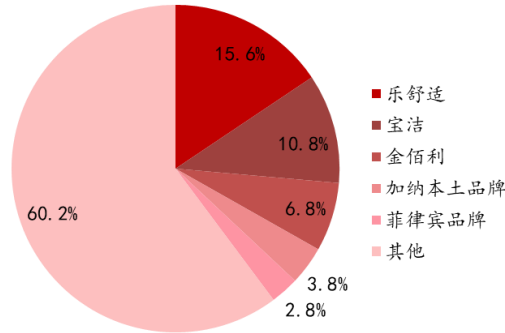


资料来源：公司招股书、国投证券国际研究

非洲地区卫生巾市场集中度较高，但集中程度不及婴儿纸尿裤。按 2024 年销量计，公司在非洲卫生巾行业中排名第一，市占率为 15.6%，超过宝洁、金佰利等国际品牌，排名前五的品牌合计占比 39.8%。

图表 17：非洲地区的卫生巾市场份额

按2024年销量计非洲卫生巾市场份额



资料来源：公司招股书、国投证券国际研究

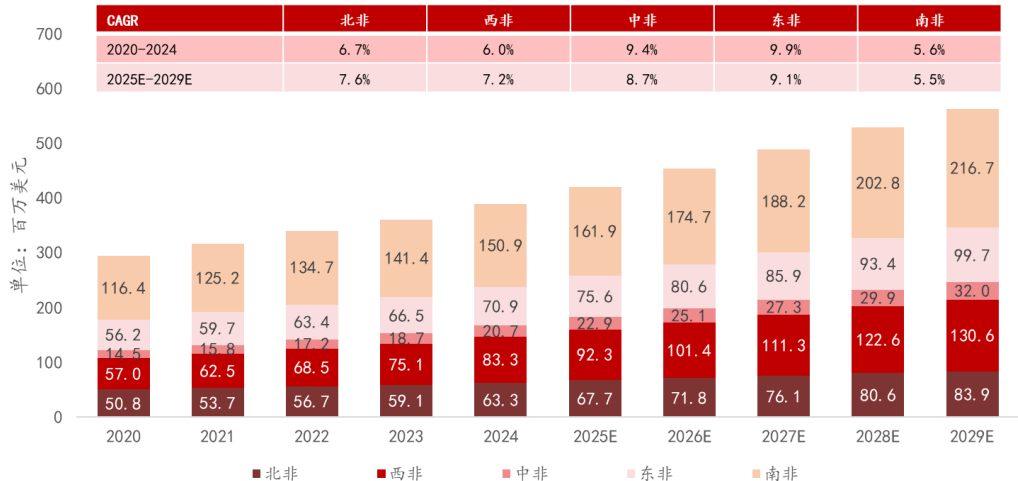
### 3.2.3 拉拉裤市场规模

非洲拉拉裤的市场规模由 2020 年的 2.95 亿美元增长至 2024 年的 3.89 亿美元，CAGR 约为 7.2%，预计将于 2029 年增长至 5.63 亿美元，CAGR 约为 7.6%。拉拉裤可以认为是婴儿纸尿裤的升级细分品类，因此其市场规模天然小于婴儿纸尿裤市场，渗透率也会显著低于婴儿纸尿裤。拉拉裤的适用对象是学步期和好动的婴儿（约 6 个月甚至更晚才开始使用），因其更换方便，可以在某种程度上替代婴儿纸尿裤。但因为制作工艺更复杂，其单价也会更高，也没有婴儿纸尿裤那么“刚需”，所以并非所有的家庭都会选择拉拉裤。

从预期规模上来看南非>西非>东非>北非>中非，预期复合增速上来看东非>中非>北非>西非>南非。南非的市场规模显著大于其他地区，我们认为是因为南非的经济水平相对稳定和发达，消费升级需求较为明确，经济上的差异会在拉拉裤之类的升级品类上体现的更明显，在婴儿纸尿裤之类的“刚需”品类上则未必体现。

图表 18：非洲地区的拉拉裤市场份额

非洲各地区拉拉裤市场规模



资料来源：公司招股书、国投证券国际研究

### 3.3 新兴市场卫生用品的驱动因素

我们认为，驱动新兴市场卫生用品发展有以下几个因素：

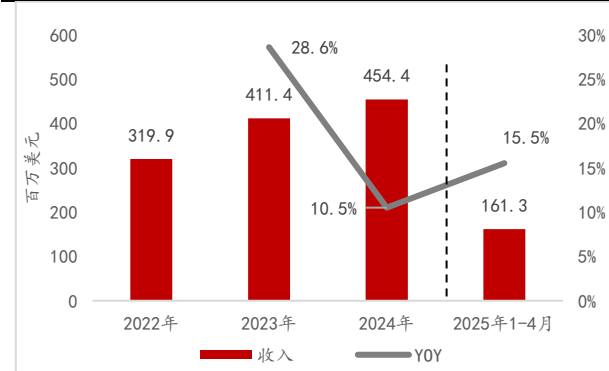
- 1) 新生人口保持增长、人口结构相对年轻、城市化进程持续加速，带动消费升级；
- 2) 消费者素质在不断提高，对生活品质的要求和与健康卫生的意识也有所提高，对卫生用品的认知和需求也在持续提升；
- 3) 电商快速发展使得销售渠道更多元化，供应链及物流网络也在迅速发展，使得卫生用品能够更低成本地触达到更偏远地区的居民，扩大潜在市场；
- 4) 政府大力支持卫生用品的推广，和卫生用品企业合作在学校等区域开展卫生普及教育等活动，也能更好提高卫生用品的渗透率；
- 5) 成熟市场的高效营销模式可以在新兴市场中获得较好成效，有助于居民从更多的信息渠道认识和了解卫生用品，从而覆盖更多潜在消费群体。

#### 4 财务分析

**收入表现:** 2022年/2023年/2024年/2025年1-4月, 公司收入实现持续稳定的增长, 分别为3.20/4.11/4.54/1.61亿美元, 同比增长分别为28.6%/10.5%/15.5%。收入的增长主要是来自于产品需求的提升和市场的拓展。

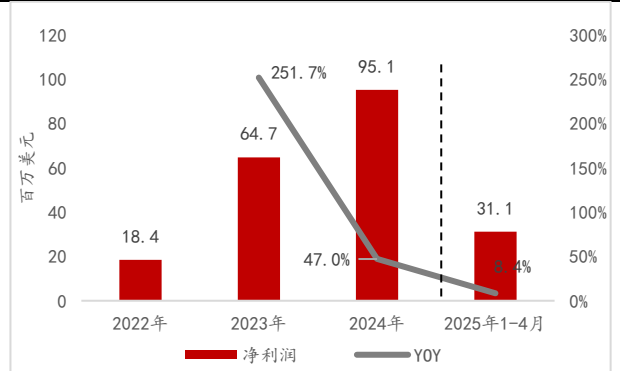
**利润表现:** 2022年/2023年/2024年/2025年1-4月, 公司净利润规模分别为0.18/0.65/0.95/0.31亿美元, 同比增长分别为251.7%/47.0%/8.4%, 在利润快速增长后逐渐维持稳定增速。若加回上市开支, 则2024年/2025年1-4月的经调整净利润分别为0.98/0.33亿美元, 同比增长51.0%/13.3%。

图表 19: 收入及增速



资料来源: 公司资料, 国投证券国际研究

图表 20: 净利润及增速



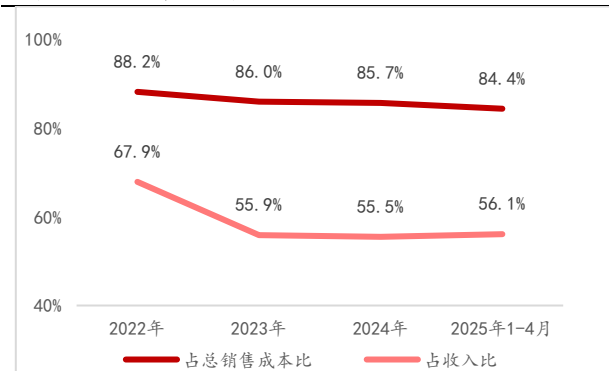
资料来源: 公司资料, 国投证券国际研究

**生产材料成本:** 主要包括原材料采购成本, 以及与采购直接相关的关税、运费及运输成本以及存货变动, 2022年/2023年/2024年/2025年1-4月分别占总销售成本的88.2%/86.0%/85.7%/84.4%, 因此生产材料成本的波动对于毛利率影响较大。主要原材料包括绒毛浆、无纺布及SAP(高分子吸水树脂), 主要购自美国、日本、韩国及中国, 预计三种主要材料未来的价格都将趋于稳定。

**毛利率:** 2022年/2023年/2024年/2025年1-4月公司整体毛利率为23.0%/34.9%/35.2%/33.6%。目前毛利率基本保持在稳定水平, 2025年1-4月毛利率同比较轻微下降, 是受到主要原材料的市价波动的影响。

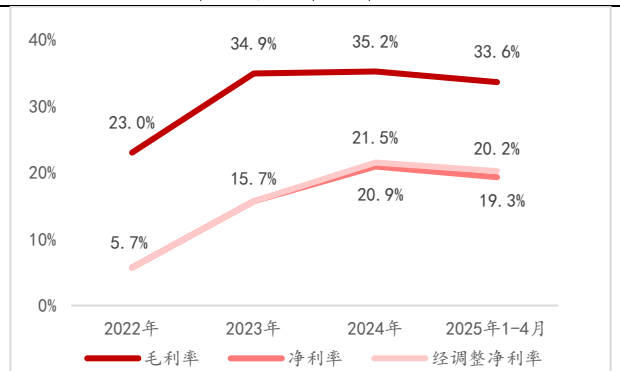
**净利率:** 2022年/2023年/2024年/2025年1-4月公司净利率为5.7%/15.7%/20.9%/19.3%, 近几年显著提升并稳定在一定水平, 2024年及2025年1-4月将上市开支加回后的经调整净利润率分别为21.5%/20.2%。

图表 21: 生产成本占比



资料来源: 公司资料, 国投证券国际研究

图表 22: 毛利率、净利率水平



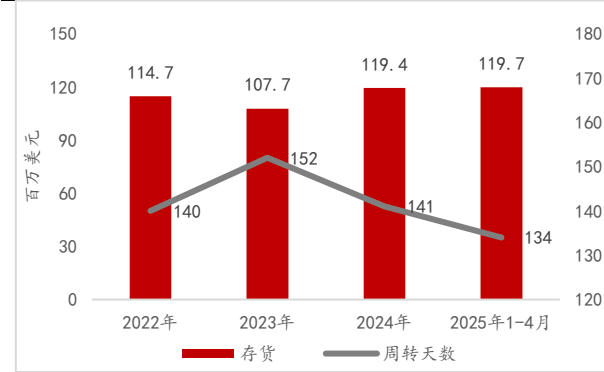
资料来源: 公司资料, 国投证券国际研究

**存货周转:** 公司保持着健康的存货周转。当生产活动减少时, 公司也会降低原材料的库存, 而随着公司生产线的扩张, 产能逐渐增加, 原材料速度也有所加快, 同样也不会给

库存带来太大压力，2022年/2023年/2024年/2025年1-4月存货周转天数分别为140/152/141/134天。

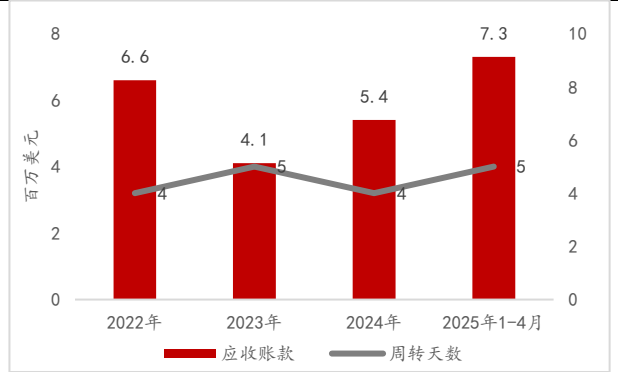
**应收账款周转：**新兴市场经销商体系相对落后，公司主要采取先款后货的形式来保障应收账款的安全，部分合作稳定的经销商可给予短账期。2022年/2023年/2024年/2025年1-4月公司的贸易应收款项周转天数分别为4/5/4/5天。

图表 23：存货水平及周转天数



资料来源：公司资料，国投证券国际研究

图表 24：应收账款水平及周转天数

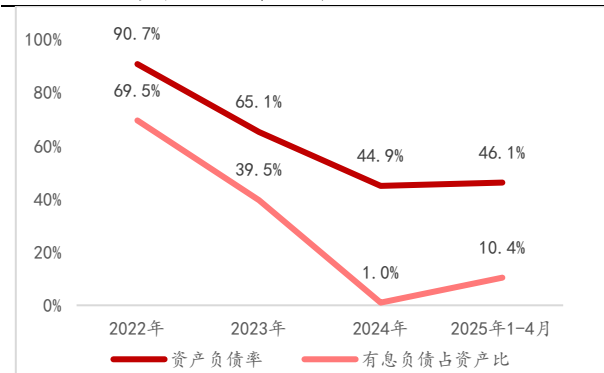


资料来源：公司资料，国投证券国际研究

**资产负债率：**2022年/2023年/2024年/2025年1-4月的资产负债率分别为90.7%/65.1%/44.9%/46.1%。公司在2023年和2024年陆续偿还了部分借款，使得资产负债率稳步下降。其中，有息负债占资产比例为69.5%/39.5%/1.0%/10.4%，2025年1-4月有息负债占比提升主要是因为公司和Pre-IPO投资者国际金融公司于2025年2月18日签订认购协议，公司按每股普通股2美元的价格向其发行0.15亿股每股面值0.0001美元的新普通股，连同认沽期权及若干特别权利，现金所得款项净额总计为0.3亿美元。交易于2月20日完成。

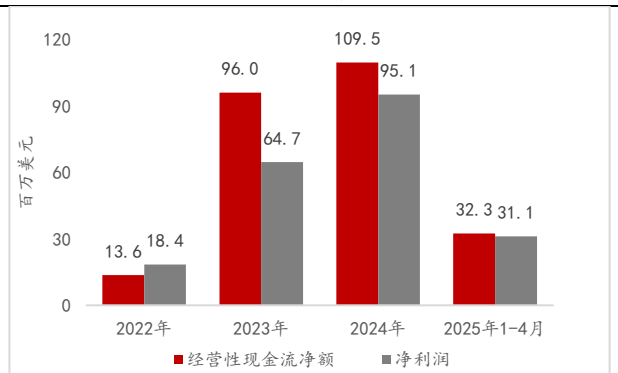
**现金流情况：**2022年/2023年/2024年/2025年1-4月公司经营性现金流为0.14/0.96/1.1亿美元。和净利润情况进行对比可以发现，从2023年开始公司的经营性现金流净额就已大于净利润，现金流较为充沛。

图表 25：资产负债率和有息负债占比



资料来源：公司资料，国投证券国际研究

图表 26：经营性现金流和净利润对比



资料来源：公司资料，国投证券国际研究

## 5 盈利预测及估值

### 5.1 财务报表预测

我们认为未来乐舒适的增长主要来自于：1) 外生增长因素：新兴市场人口结构性增长红利、消费的持续升级、卫生用品渗透率的提升；2) 内生增长因素：本地化生产形成护城河、销售渠道的广泛覆盖、品类持续扩张、将现有市场的成熟经验复制到其他新兴市场带来更多增量。

基于以上几个因素，我们预计 2025/2026/2027 年公司收入将达到 5.41/6.27/7.11 亿美元，同比增长 19.1%/15.9%/13.4%；净利润为 1.06/1.29/1.47 亿美元，同比增长 11.5%/21.4%/14.3%，对应每 EPS 收益为 0.18/0.21/0.24 美元。

图表 27: 盈利预测

百万美元	2024A	2025 年 1-4 月	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>454,389</b>	<b>161,310</b>	<b>541,265</b>	<b>627,258</b>	<b>711,037</b>
YOY	+10.5%	+15.5%	+19.1%	+15.9%	+13.4%
——婴儿纸尿裤	341,931	115,844	382,963	421,259	454,960
——卫生巾	77,465	29,939	97,606	117,127	134,696
——婴儿拉拉裤	20,516	9,288	38,980	58,471	81,859
——湿巾	14,477	6,239	21,716	30,402	39,522
<b>毛利</b>	<b>160,151</b>	<b>54,209</b>	<b>184,051</b>	<b>214,434</b>	<b>244,514</b>
毛利率	35.3%	33.6%	34.0%	34.2%	34.4%
<b>销售费用</b>	<b>15,919</b>	<b>5,677</b>	<b>18,944</b>	<b>21,954</b>	<b>24,886</b>
占收入比	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
<b>管理费用</b>	<b>28,220</b>	<b>11,372</b>	<b>34,100</b>	<b>39,517</b>	<b>44,795</b>
占收入比	6.2%	7.0%	6.3%	6.3%	6.3%
<b>研发费用</b>	<b>531</b>	<b>257</b>	<b>541</b>	<b>627</b>	<b>711</b>
占收入比	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
<b>经营利润</b>	<b>113,157</b>	<b>37,290</b>	<b>125,542</b>	<b>152,475</b>	<b>174,218</b>
经营利润率	24.9%	23.1%	23.2%	24.3%	24.5%
<b>净利润</b>	<b>95,111</b>	<b>31,103</b>	<b>106,015</b>	<b>128,770</b>	<b>147,140</b>
净利率	20.9%	19.3%	19.6%	20.5%	20.7%
<b>EPS (美元)</b>	<b>0.19</b>	<b>0.06</b>	<b>0.18</b>	<b>0.21</b>	<b>0.24</b>

资料来源：公司招股书、国投证券国际研究预测

### 5.2 估值分析

我们采用 PE 估值方法进行估值，选取了 A 股、港股、美股上市的业务相似或相近的卫生用品公司来进行估值比较。选取的股份包括：

**恒安国际 1044.HK**：旗下主要品牌有纸巾品牌心相印、品诺、卫生巾品牌七度空间、婴幼儿纸尿裤品牌安儿乐、奇莫、成人纸尿裤品牌安而康、便利妥，主要市场在国内，也向海外延伸；

**百亚股份 003006.SZ**：旗下主要品牌有卫生巾品牌自由点、婴幼儿纸尿裤品牌好之、成人纸尿裤品牌丹宁，聚焦国内市场；

**豪悦护理 605009.SH**：国内卫生用品 ODM 龙头，为全球知名品牌商代工卫生巾、纸尿裤等产品，也开始孵化自有品牌；

**宝洁 PG.US**：多品类巨头，业务布局全球，是乐舒适在非洲的主要竞争对手之一，旗下主要品牌有婴幼儿纸尿裤品牌帮宝适、卫生巾品牌护舒宝，还覆盖其他卫生用品和个人护理品类；

**金佰利 KMB.US**：和宝洁相似，也是全球多品类巨头，是乐舒适在非洲的另一个主要竞争对手，旗下主要品牌有纸巾品牌舒洁、婴幼儿纸尿裤品牌好奇、卫生巾品牌高洁丝、成人纸尿裤品牌得伴，还覆盖其他卫生用品和个人护理品类。

通过下图的同行业估值对比，我们计算同行 26 年预测 PE 平均为 17x。考虑到公司主要市场为新兴市场，未来增速将高于全球其他地区，且公司已在新兴市场占据了有利的领先地位，有望持续扩大优势。综合考虑，我们给予公司 2026 年 23xPE，对应股价测算为 38 港元，给予买入评级。

图表 28: 同行估值对比 (截至 2026 年 2 月 4 日)

公司	货币	收入 (亿元)				利润 (亿元)				PE	
		25E	YOY	26E	YOY	25E	YOY	26E	YOY	25E	26E
恒安国际	RMB	229.5	+1.3%	236.4	+3.0%	23.7	+3.2%	24.8	+4.6%	12.1	11.6
百亚股份	RMB	37.9	+17%	47.0	+24%	3.4	+17%	4.4	+32%	27.8	21.1
豪悦护理	RMB	38.6	+32%	42.6	+10%	3.2	-18%	4.0	+26%	20.9	16.6
宝洁	USD	866.6	+2.8%	890.8	+2.8%	169.0	+0.8%	175.9	+4.1%	22.5	21.5
金佰利	USD	169.8	+3.2%	176.2	+3.7%	25.4	+1.0%	26.8	+5.6%	13.7	13.4
乐舒适	USD	5.4	+19%	6.3	+16%	1.1	+11%	1.3	+21%	23.1	19.0

资料来源: Bloomberg, Wind, 国投证券国际研究 (除乐舒适外, 其他公司预测数据均为彭博或万得一致预期。其中宝洁年结日为 6 月 30 日, 其预测数据的周期为 FY26 和 FY27)

## 6 风险提示

行业竞争加剧，新市场渠道拓展或存在难度；

新工厂落地到投产需要时间，产能扩张速度可能不及预期；

原材料价格波动，可能影响毛利率；

海外业务存在一定汇率风险；

次新股限售股份解禁风险。

**附表：财务报表预测**

利润表 (千美元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	411,369	454,389	541,265	627,258	711,037
销售成本	-267,621	-294,238	-357,214	-412,824	-466,523
毛利	143,748	160,151	184,051	214,434	244,514
销售费用	-13,536	-15,919	-18,944	-21,954	-24,886
管理费用	-35,617	-28,220	-34,100	-39,517	-44,795
研发费用	-341	-531	-541	-627	-711
其他开支	-16,768	-2,324	-4,924	139	96
经营溢利	77,486	113,157	125,542	152,475	174,218
财务开支	-998	-76	-80	-84	-88
税前利润	76,488	113,081	125,462	152,391	174,130
所得税	-11,808	-17,970	-19,447	-23,621	-26,990
期内净利润	64,680	95,111	106,015	128,770	147,140
归母净利润	64,680	95,111	106,015	128,770	147,140
EPS(美元)	0.13	0.19	0.17	0.21	0.24
同比增长率					
收入(%)	28.59%	10.46%	19.12%	15.89%	13.36%
净利润(%)	251.71%	47.05%	11.46%	21.46%	14.27%

资产负债表 (千美元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	30,439	31,112	40,583	66,447	94,636
贸易应收账款	4,086	5,367	6,496	7,252	8,333
其他应收账款	46,803	17,323	18,189	19,099	20,054
存货	107,746	119,375	154,652	162,035	195,845
其他流动资产	2,150	3,222	3,383	3,552	3,730
流动资产总额	191,224	176,399	225,054	261,973	328,114
固定资产	42,949	65,402	91,148	118,229	146,712
其他非流动资产	10,514	12,265	12,878	13,522	14,198
非流动资产总额	53,463	77,667	104,026	131,751	160,910
总资产	244,687	254,066	329,080	393,724	489,024
贸易应付账款	43,788	43,262	62,434	59,717	78,323
其他应付账款	9,973	12,192	12,558	12,934	13,323
短期银行贷款	92,985	1,001	901	811	730
租赁负债	438	491	516	541	568
其他流动负债	8,232	53,435	54,096	54,785	55,503
流动负债总额	155,416	110,381	130,504	128,788	148,447
递延税项负债	728	2,863	2,949	3,037	3,128
其他非流动负债	3,145	936	983	1,032	1,084
非流动负债总额	3,873	3,799	3,932	4,069	4,212
总负债	159,289	114,180	134,436	132,858	152,659
股东权益	85,398	139,886	192,894	257,279	330,849

(转下页)



现金流量表 (千美元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	95,977	109,533	-67,588	-42,133	-45,304
投资活动现金流	-10,874	-5,720	-5,309	-15,051	-21,494
融资活动现金流	-75,601	-102,984	82,509	83,174	95,101
现金变化	9,502	829	9,612	25,990	28,303
期初持有现金	21,725	30,439	31,112	40,583	66,447
汇率变动	-788	-156	-140	-126	-114
期末持有现金	30,439	31,112	40,583	66,447	94,636

重点财务数据					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>盈利能力</b>					
毛利率	34.9%	35.2%	34.0%	34.2%	34.4%
净利率	15.7%	20.9%	19.6%	20.5%	20.7%
ROE	119.6%	84.4%	63.7%	57.2%	50.0%
<b>营运表现</b>					
行销费用/收入(%)	11.9%	9.7%	9.8%	9.8%	9.8%
实际税率(%)	15.4%	15.9%	15.5%	15.5%	15.5%
股息支付率(%)	N/A	N/A	50.0%	50.0%	50.0%
库存周转天数	151.7	140.9	140.0	140.0	140.0
应付账款天数	4.8	3.8	4.0	4.0	4.0
应收账款天数	57.7	54.0	54.0	54.0	54.0
<b>杠杆比率</b>					
资本负债率	65.1%	44.9%	41.1%	34.1%	31.6%
总资产/股本	2.9	1.8	1.7	1.5	1.5
利息覆盖倍数	55.8	243.9	257.7	298.1	324.3

资料来源：公司公告，国投证券国际预测

**客户服务热线**

香港：2213 1888

国内：40086 95517

**免责声明**

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国投证券国际证券(香港)有限公司（国投证券国际）编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国投证券国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国投证券国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国投证券国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国投证券国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国投证券国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），国投证券国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国投证券国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及 / 或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国投证券国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国投证券国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

**规范性披露**

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国投证券国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1% 或完全不拥有该上市公司的财务权益。

**公司评级体系**

收益评级：

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15% 以上；
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5% 至 15%；
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5% 至 5%；
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5% 至 -15%；
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15% 以下。

**国投证券（香港）有限公司**

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010