

2026年02月13日

乐舒适 (02698.HK)

投资评级：买入（首次）

——非洲卫生用品龙头，本土化护城河较深

证券分析师

丁一
SAC: S1350524040003
dingyi@huayuanstock.com

联系人

王悦
wangyue03@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2026年02月12日

收盘价 (港元)	31.26
一年内最高/最低 (港元)	36.80/28.42
总市值 (百万港元)	19,366.09
流通市值 (百万港元)	19,366.09
资产负债率 (%)	44.94

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **定位为聚焦非洲、拉美、中亚等地快速发展新兴市场的跨国卫生用品公司。**公司主营业务为婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、卫生巾及湿巾等婴儿及女性卫生用品的开发、制造和销售。根据弗若斯特沙利文的资料，以2024年销量计算，公司在非洲婴儿纸尿裤及卫生巾市场均位居首位，市占率分别为20.3%及15.6%；以2024年收入计算，公司在非洲婴儿纸尿裤市场及卫生巾市场均位居第二，市占率分别为17.2%及11.9%。公司专注打造适应不同市场的差异化需求产品，持续迭代升级产品以满足消费者的差异化需求。
- **“品牌+营销+渠道”三重维度构筑差异化竞争优势。**1) **品牌：构筑多品牌矩阵，满足市场多样化需求。**婴儿纸尿裤贡献营收基本盘，卫生巾、婴儿拉拉裤及湿巾品类快速增长。2025年1-4月婴儿纸尿裤/卫生巾/婴儿拉拉裤/湿巾分别贡献营收1.2/0.3/0.1/0.1亿美元，分别占营收比重为71.8%/18.6%/5.8%/3.9%，22-24年婴儿纸尿裤/卫生巾/婴儿拉拉裤/湿巾营收CAGR分别为16.8%/34.1%/8.6%/28.5%，婴儿纸尿裤作为营收基本盘，22-25年4月营收实现稳健增长，其余品类也实现较快起量，产品矩阵逐步趋向均衡；2) **生产：构筑稳健的全球供应链体系，本土化生产以降低成本。**构筑稳健的全球供应链体系，本土化生产以降低成本。2018年，公司在加纳开始婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、卫生巾及湿巾的本地化生产。此后搭建以跨国制造为核心且稳健的全球供应链体系。根据弗若斯特沙利文，公司为非洲本地工厂布局数量最多的卫生用品公司，以2024年产量计，公司在非洲婴儿纸尿裤市场及卫生巾市场均排名第一。截至2025年4月30日，公司于非洲八个不同国家（涵盖加纳、肯尼亚、塞内加尔、坦桑尼亚、赞比亚、喀麦隆、乌干达及贝宁）拥有八家生产工厂，合计51条生产线，用于制造婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、卫生巾及湿巾。于2025年8月，公司开始运营位于萨尔瓦多的新生产工厂，该工厂拥有一条制造婴儿纸尿裤的生产线；3) **渠道：搭建广泛的分销销售渠道，构筑强竞争壁垒。**搭建广泛的分销销售渠道，构筑强竞争壁垒。公司深耕非洲市场15余年，销售网络覆盖不同国家的大量批发市场、商超及小零售商。截至2025年4月30日，公司在12个国家设立18个销售分支机构，构建2,800余家批发商、经销商、商超及其他零售商的广泛销售网络。根据弗若斯特沙利文，在新兴市场中，销售网络为婴儿及女性卫生用品行业成功的关键。公司销售网络覆盖核心经营国家的各个行政区，可触达该国80%以上的本地人口。公司在开发销售渠道具备较为丰富经验，或为在其他新兴市场复制成功经验奠定坚实基础。
- **盈利预测与评级：**我们预计2025-2027年公司营业收入5.4/6.4/7.4亿美元，同比增长19%/18%/16%；归母净利润1.1/1.4/1.7亿美元，同比增长15%/27%/18%，对应PE估值为23/18/15x。我们选取同为个护行业的百亚股份、中顺洁柔及洁雅股份作为可比公司，根据wind一致预期，可比公司2026年PE均值为26倍，公司作为卫生品优质龙头公司，已在非洲构筑较高竞争壁垒，基于公司深耕行业多年，具备较强的渠道拓展能力与本土化竞争优势，未来或持续拓展产品与市场，进一步贡献业绩增量，看好公司未来业绩端或实现较快增长，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**婴儿及女性卫生用品行业竞争加剧风险；渠道扩张风险；生产材料成本波动风险；地缘政治相关风险

盈利预测与估值 (美元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万美元)	411.37	454.39	540.43	635.51	738.25
同比增长率 (%)	28.6%	10.5%	18.9%	17.6%	16.2%
归母净利润 (百万美元)	64.68	95.11	109.83	139.94	165.50
同比增长率 (%)	251.7%	47.0%	15.5%	27.4%	18.3%
每股收益 (美元/股)	0.13	0.19	0.18	0.23	0.27
ROE (%)	75.7%	68.0%	19.8%	20.2%	19.3%
市盈率 (P/E)	31.0	21.1	22.6	17.7	15.0

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计 2025–2027 年公司营业收入 5.4/6.4/7.4 亿美元，同比增长 19%/18%/16%；归母净利润 1.1/1.4/1.7 亿美元，同比增长 15%/27%/18%，对应 PE 估值为 23/18/15x，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

根据弗若斯特沙利文，以销量口径计，24 年公司婴儿纸尿裤及卫生巾品类在非洲市占率位居第一，基于非洲 20–24 年新生儿数量 CAGR 位于全球各洲首位且非洲卫生巾用品及婴儿纸尿裤渗透率存在较大提升空间的情况下，我们预测 25–27 年婴儿纸尿裤营收增速为 20%/16%/15%，25–27 年卫生巾营收增速为 26%/22%/20%。

投资逻辑要点

公司作为卫生品优质龙头公司，已在非洲构筑较高竞争壁垒，基于公司深耕行业多年，具备较强的渠道拓展能力与本土化竞争优势，未来或持续拓展产品与市场，进一步贡献业绩增量，看好公司未来业绩端或实现较快增长。

核心风险提示

婴儿及女性卫生用品行业竞争加剧风险；渠道扩张风险；生产材料成本波动风险；地缘政治相关风险。

内容目录

1. 多品牌优质国货，23 年业绩强势复苏	5
2. “品牌+营销+渠道”三重维度构筑差异化竞争优势	7
2.1. 品牌：构筑多品牌矩阵，满足市场多样化需求	7
2.2. 生产：构筑稳健的全球供应链体系，本土化生产以降低成本	10
2.3. 渠道：搭建广泛的分销销售渠道，构筑强竞争壁垒	11
3. 盈利预测与评级	12
3.1. 盈利预测	12
3.2. 相对估值	13
4. 风险提示	13

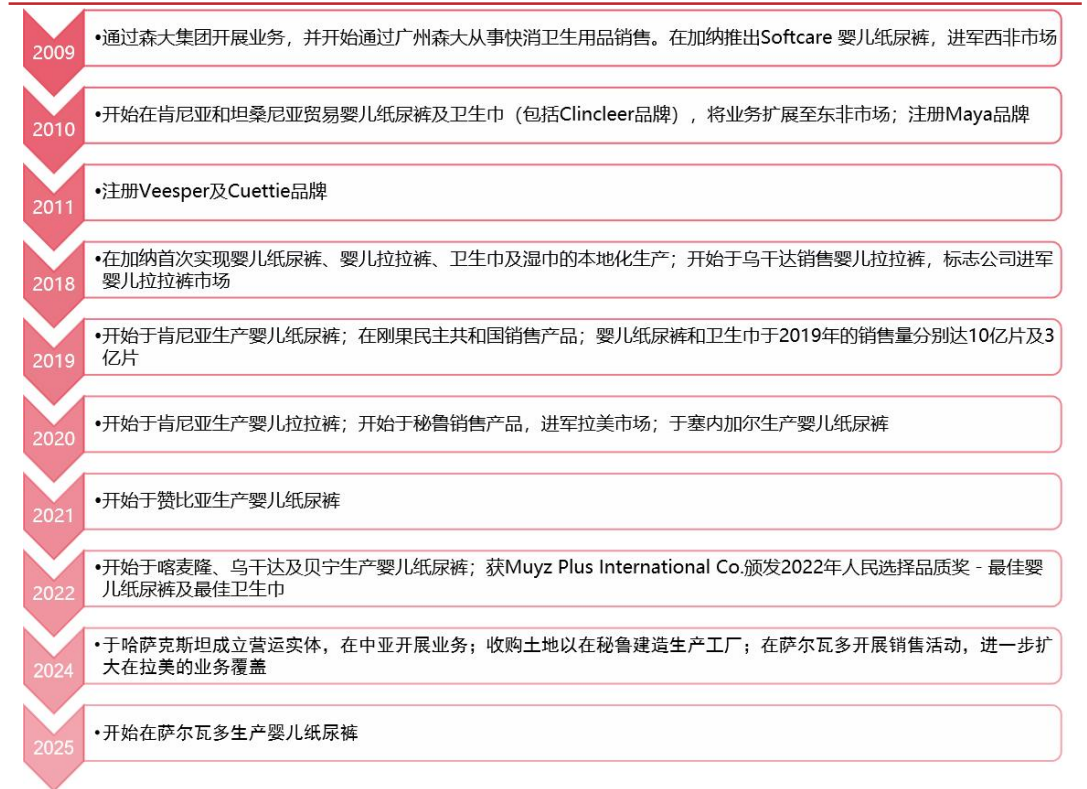
图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司品牌矩阵.....	6
图表 3: 2022-2025 年 4 月公司营收 (亿美元) 及 yoy.....	6
图表 4: 2022-2025 年 4 月公司净利润 (亿美元) 及 yoy.....	6
图表 5: 2022-2025 年 4 月公司毛利率及净利率情况.....	7
图表 6: 2022-2025 年 4 月公司期间费用率情况.....	7
图表 7: 公司营收按地区拆分情况.....	7
图表 8: 公司营收按产品拆分情况 (亿美元).....	8
图表 9: 公司营收按产品拆分占比情况.....	8
图表 10: 公司旗下主要品牌情况.....	9
图表 11: 公司 2022-2025 年 4 月分产品销量 (百万片).....	10
图表 12: 公司 2022-2025 年 4 月分产品单价 (每片美分).....	10
图表 13: 截至 2025 年 4 月 30 日按地理位置划分的生产工厂情况.....	10
图表 14: 公司生产工厂的位置及销售覆盖区域情况.....	11
图表 15: 公司营收按渠道拆分情况 (亿美元).....	11
图表 16: 公司营收按渠道拆分占比情况.....	12
图表 17: 分产品拆分公司营收预测 (亿美元).....	12
图表 18: 可比公司估值表.....	13

1. 多品牌优质国货，23 年业绩强势复苏

定位为聚焦非洲、拉美、中亚等地快速发展新兴市场的跨国卫生用品公司。公司主营业务为婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、卫生巾及湿巾等婴儿及女性卫生用品的开发、制造和销售。根据弗若斯特沙利文的资料，以 2024 年销量计算，公司在非洲婴儿纸尿裤及卫生巾市场均位居首位，市占率分别为 20.3% 及 15.6%；以 2024 年收入计算，公司在非洲婴儿纸尿裤市场及卫生巾市场均位居第二，市占率分别为 17.2% 及 11.9%。公司专注打造适应不同市场的差异化需求产品，持续迭代升级产品以满足消费者的差异化需求。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

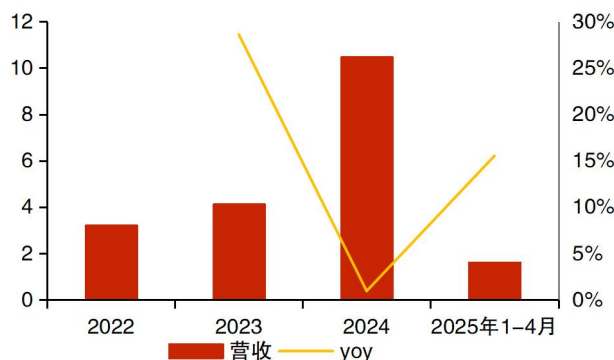
图表 2：公司品牌矩阵



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

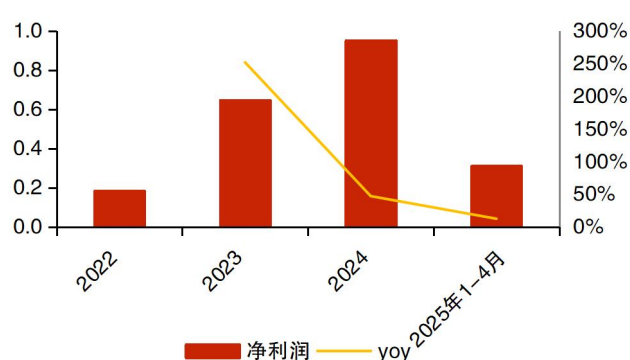
公司营收及利润维持快速增长。2022-2024 年公司营收及净利润 CAGR 分别为 19.2%/127.4%。2025 年 1-4 月营收 1.6 亿美元，同比增长 15.5%，同期净利润为 0.31 亿美元，同比增长 12.4%，收入的持续增长原因系：1) 非洲市场的持续深化及拉丁美洲及中亚等新兴市场的逐步拓展；2) 卫生用品的市场需求逐步增长叠加持续优化产品组合以吸引差异化消费者。

图表 3：2022-2025 年 4 月公司营收（亿美元）及 yoy



资料来源：公司公告，华源证券研究所

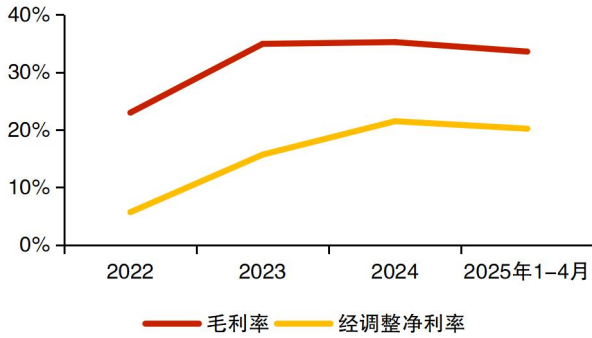
图表 4：2022-2025 年 4 月公司净利润（亿美元）及 yoy



资料来源：公司公告，华源证券研究所

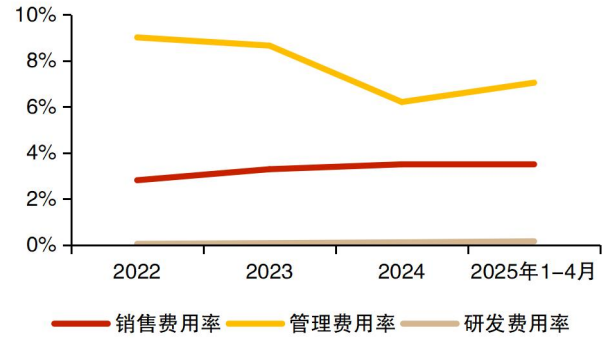
23 年盈利水平显著改善，随后维持稳定水平。2023 年公司毛利率及经调整净利率分别增长 12.0pct/10.0pct 至 34.9%/15.7%，主因为疫情导致主要原材料供应链中断的情况有所缓解，进而绒毛浆、无纺布及 SAP 的平均采购价格下降，24 年毛利率及经调整净利率分别增长 0.3pct/5.8pct 至 35.2%/21.5%，原因包括：1) 绒毛浆及无纺布的平均采购价格下降；2) 肯尼亚当地货币升值，使得以美元计值的收入增加。**我们认为随着公司品牌知名度与市场接受度的逐步提升，公司产品定价能力或逐步增强，进而进一步优化盈利水平。**

图表 5：2022-2025 年 4 月公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

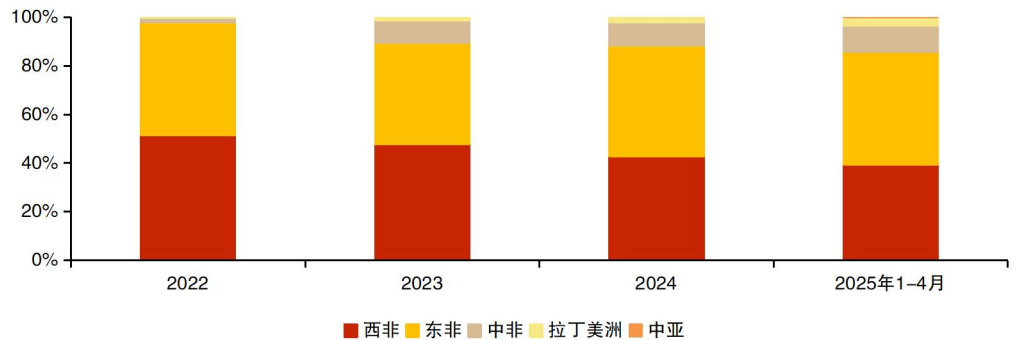
图表 6：2022-2025 年 4 月公司期间费用率情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

非洲为贡献营收主要区域。公司成立初期开始在非洲开始销售卫生用品，随后公司将业务扩展至多个非洲国家，并在非洲站稳脚跟。截至 2025 年 4 月，公司销售区域遍及西非、东非及中非超过 30 个非洲国家。2025 年 1-4 月年西非/东非/中非/拉丁美洲分别贡献收入 0.6/0.7/0.2/0.05 亿美元，分别占比为 39.5%/46.5%/10.6%/3.3%。此外，中亚市场处于初拓阶段，贡献收入 11 万美元。

图表 7：公司营收按地区拆分情况



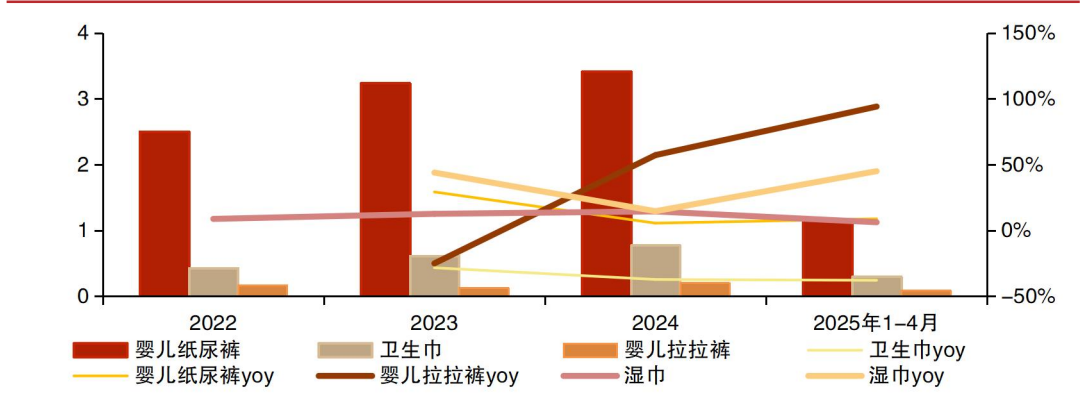
资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

2. “品牌+营销+渠道”三重维度构筑差异化竞争优势

2.1. 品牌：构筑多品牌矩阵，满足市场多样化需求

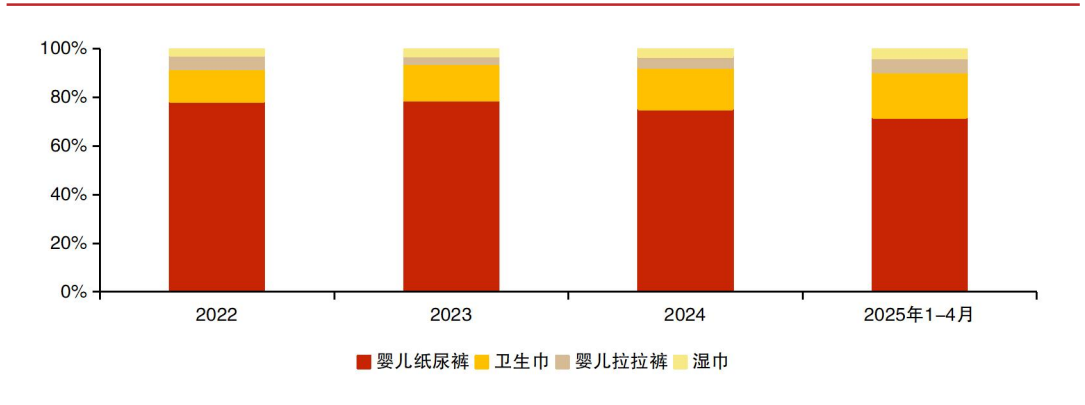
婴儿纸尿裤贡献营收基本盘，卫生巾、婴儿拉拉裤及湿巾品类快速增长。2025 年 1-4 月婴儿纸尿裤/卫生巾/婴儿拉拉裤/湿巾分别贡献营收 1.2/0.3/0.1/0.1 亿美元，分别占营收比重为 71.8%/18.6%/5.8%/3.9%，22-24 年婴儿纸尿裤/卫生巾/婴儿拉拉裤/湿巾营收 CAGR 分别为 16.8%/34.1%/8.6%/28.5%，婴儿纸尿裤作为营收基本盘，22-25 年 4 月营收实现稳健增长，其余品类也实现较快起量，产品矩阵逐步趋向均衡。

图表 8：公司营收按产品拆分情况（亿美元）



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

图表 9：公司营收按产品拆分占比情况



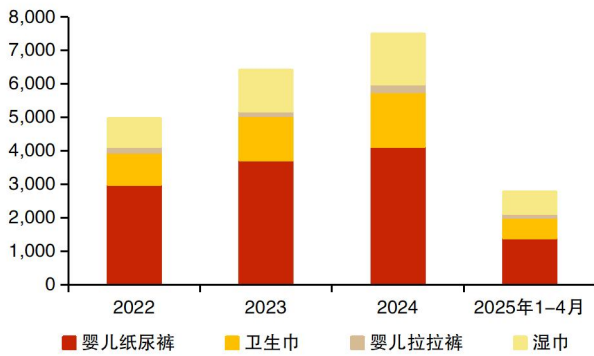
资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

构筑多品牌矩阵，满足市场多样化需求。公司拥有五大品牌，其中 Softcare 与 Veesper 定位中高档市场，Maya 定位中端市场，Cuettie 与 ClinClever 定位大众群体，差异化定位满足不同细分需求。截至 2025 年 4 月 30 日，公司四大产品线覆盖 341 个 SKU，包括婴儿纸尿裤 263 个，婴儿拉拉裤 20 个，卫生巾 44 个，湿巾 14 个。多品牌策略满足细分消费者的需求，从而扩大整体消费者基础，打开业绩增长空间。

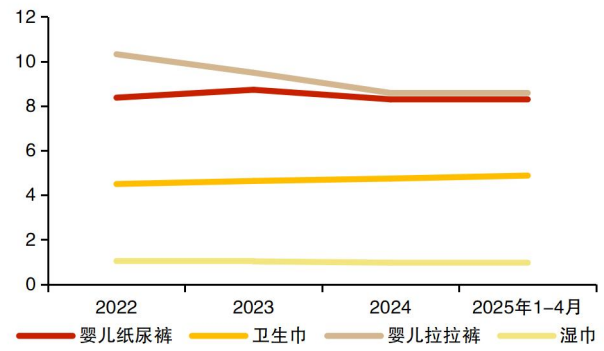
图表 10：公司旗下主要品牌情况

品类	品牌	推出年份	定位及特征	截至 25 年 4 月的平均售价 (每片美分)	产品尺寸	SKU
婴儿纸尿裤	Softcare GOLD	2009	Softcare 的核心产品线，针对中高端消费者，在吸水性、柔软度及弹性腰带方面均具备高端性能，满足多种需要，品质优良，价格实惠，是市面上最具性价比的选择之一	8.7	小码、中码、大码及加大码	87
	Softcare SPACE	2023	Softcare 的高端产品线延伸，高比例的 SAP，增强吸收能力，超柔软透气外层，具有多重微孔设计，配有智能尿湿指示器	9.5	小码、中码、大码及加大码	23
	Softcare Premium Soft	2017	Softcare 的高端产品线延伸，棉质柔软亲肤，适合敏感肌肤，使用较大的腰围尺寸更合身	8.6	小码、中码、大码、加大码及加加大码	79
	Veesper	2020	拉丁美洲市场品牌，设计及材料方面与 Softcare Premium Soft 产品线相似	12.2	中码、大码、加大码及加加大码	14
	Maya	2019	中端产品线，物有所值	6.2	小码、中码、大码、加大码	11
	Cuettie	2013	大众市场产品线，专为补足婴儿纸尿裤的基本功能而设，品质合理，价格实惠	6.8	小码、中码、大码、加大码	49
婴儿拉拉裤	Softcare GOLD	2018	Softcare 的核心产品线，针对中高端消费者，采用柔软底层，触感更为柔软	9.4	中码、大码及加大码	18
	Cuettie	2020	大众市场产品线，品质合理，价格实惠	7.5	中码及大码	2
卫生巾	Softcare	2013	针对中高端消费者的核心产品线，提供不同版本满足不同需求：日用、夜用、正常流量及量多使用，吸收性强，棉柔质感	4.9	8 片、10 片、12 片、14 片及 15 片	34
	Softcare Model S	2024	针对年轻职业女性的 Softcare 产品线延伸，超薄，面层由细旦纤维制成，触感柔软丝滑，使用多孔材料，更好引导及吸收液体	5.7	8 片	1
	Softcare Smart	2022	针对少女的 Softcare 产品线延伸，传递青春活力的形象，设计符合少女体形，尺寸更小，适合量少需求	2.2	12 及 18 片	3
	Veesper	2020	拉丁美洲市场品牌，设计及材料方面与 Softcare 卫生巾相似	4.6	10 片	4
	ClinClear	2010	大众市场产品线，品质合理，价格实惠	3.4	10 片	2
湿巾	Softcare	2019	适合婴儿肌肤，添加芦荟精华和维生素 E，更好呵护肌肤，不含酒精，使用 100% 纯水，提供家庭装和小袋装	1.0	10 片、40 片、64 片及 80 片	11
	Veesper	2020	拉丁美洲市场品牌，设计及材料方面与 Softcare 湿巾相似	0.6	120 片	3

资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

图表 11：公司 2022-2025 年 4 月分产品销量（百万片）


资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

图表 12：公司 2022-2025 年 4 月分产品单价（每片美分）


资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

2.2. 生产：构筑稳健的全球供应链体系，本土化生产以降低成本

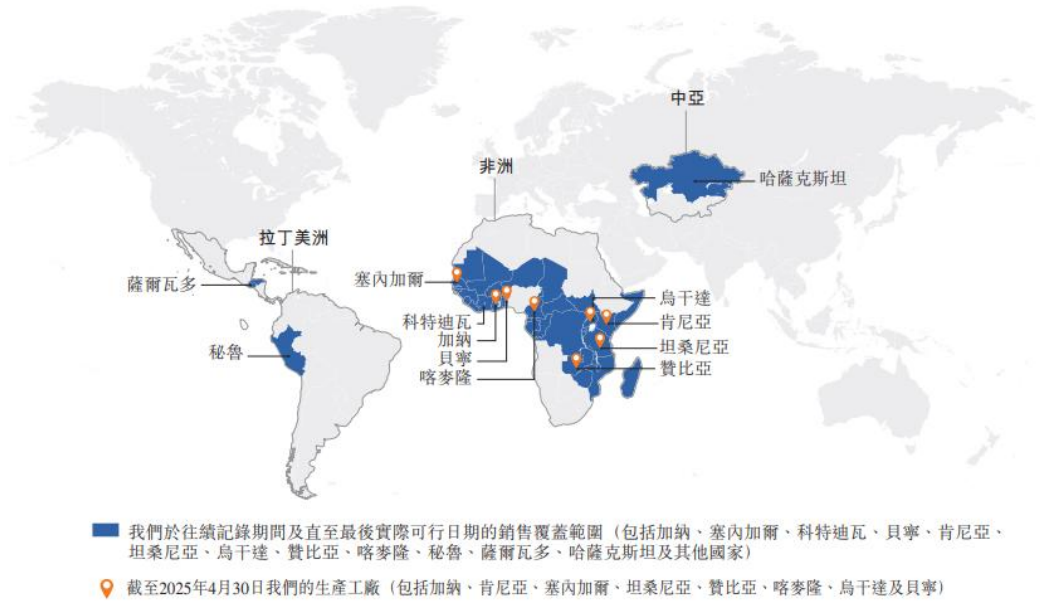
构筑稳健的全球供应链体系，本土化生产以降低成本。2018 年，公司在加纳开始婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、卫生巾及湿巾的本地化生产。此后搭建以跨国制造为核心且稳健的全球供应链体系。根据弗若斯特沙利文，公司为非洲本地工厂布局数量最多的卫生用品公司，以 2024 年产量计，公司在非洲婴儿纸尿裤市场及卫生巾市场均排名第一。截至 2025 年 4 月 30 日，公司于非洲八个不同国家（涵盖加纳、肯尼亚、塞内加尔、坦桑尼亚、赞比亚、喀麦隆、乌干达及贝宁）拥有八家生产工厂，合计 51 条生产线，用于制造婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、卫生巾及湿巾。于 2025 年 8 月，公司开始运营位于萨尔瓦多的新生产工厂，该工厂拥有一条制造婴儿纸尿裤的生产线。51 条生产线的总设计产能为每年婴儿纸尿裤 6,301.2 百万片、婴儿拉拉裤 352.1 百万片、卫生巾 2,854.1 百万片及湿巾 9,303.5 百万片。

图表 13：截至 2025 年 4 月 30 日按地理位置划分的生产工厂情况

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

资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

图表 14：公司生产工厂的位置及销售覆盖区域情况

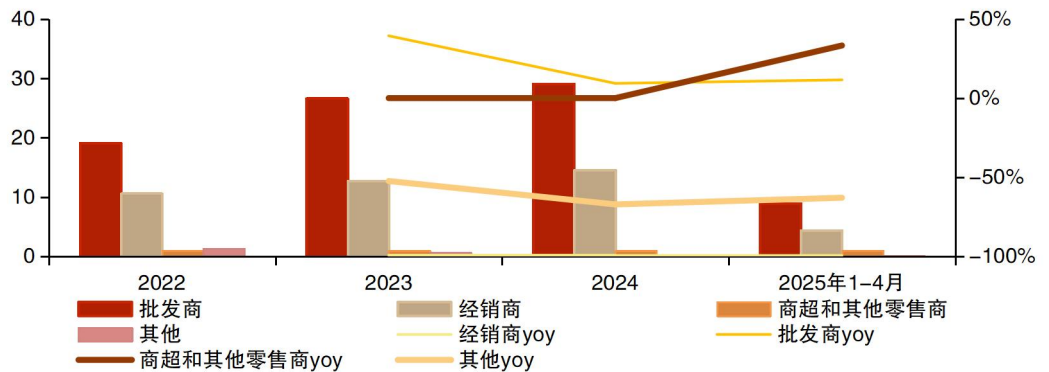


资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

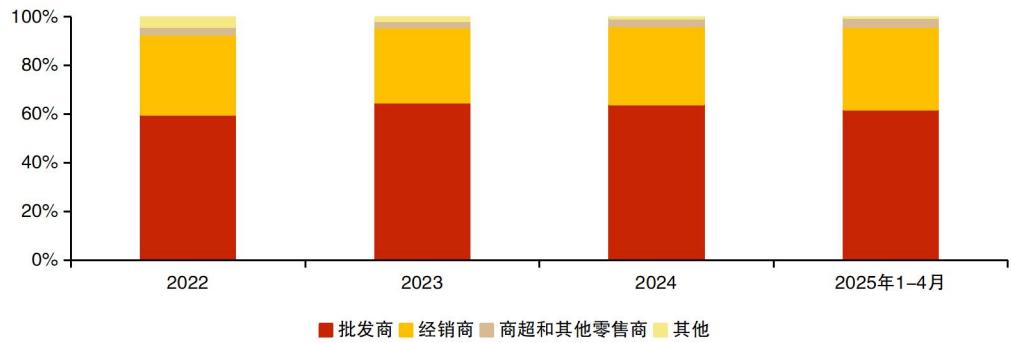
2.3. 渠道：搭建广泛的分销销售渠道，构筑强竞争壁垒

搭建广泛的分销销售渠道，构筑强竞争壁垒。公司深耕非洲市场 15 余年，销售网络覆盖不同国家的大量批发市场、商超及小零售商。截至 2025 年 4 月 30 日，公司在 12 个国家设立 18 个销售分支机构，构建 2,800 余家批发商、经销商、商超及其他零售商的广泛销售网络。根据弗若斯特沙利文，在新兴市场中，销售网络为婴儿及女性卫生用品行业成功的关键。公司销售网络覆盖核心经营国家的各个行政区，可触达该等国家 80% 以上的本地人口。公司在开拓销售渠道方面具备较为丰富经验，或为在其他新兴市场复制成功经验奠定坚实基础。

图表 15：公司营收按渠道拆分情况（亿美元）



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所（注：其他主要包括以一次性方式向公司购买产品且公司并无与其立任何书面销售的客户。）

图表 16：公司营收按渠道拆分占比情况


资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

3.1. 盈利预测

关键假设：根据弗若斯特沙利文，以销量口径计，24 年公司婴儿纸尿裤及卫生巾品类在非洲市占率位居第一，基于非洲 20-24 年新生儿数量 CAGR 位于全球各洲首位且非洲卫生巾用品及婴儿纸尿裤渗透率存在较大提升空间的情况下，我们预测 25-27 年婴儿纸尿裤营收增速为 20%/16%/15%，25-27 年卫生巾营收增速为 26%/22%/20%。

图表 17：分产品拆分公司营收预测 (亿美元)

时间	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
婴儿纸尿裤						
营收	2.5	3.2	3.4	4.1	4.8	5.5
营收 yoy		29.2%	5.5%	20%	16%	15%
毛利率	23.0%	35.6%	34.3%	33.1%	33.4%	33.5%
卫生巾						
营收	0.4	0.6	0.8	1.0	1.2	1.4
营收 yoy		43.3%	25.5%	26%	22%	20%
毛利率	18.8%	30.4%	38.4%	35.5%	35.6%	35.7%
婴儿拉拉裤						
营收	0.17	0.13	0.21	0.31	0.38	0.46
营收 yoy		-25.0%	57.3%	50%	25%	19%
毛利率	24.9%	27.2%	28.3%	30.9%	31.1%	31.3%
湿巾						
营收	0.009	0.013	0.014	0.02	0.02	0.02
营收 yoy		44.0%	14.6%	20%	15%	11%
毛利率	38.6%	49.1%	52.0%	46%	46%	46%

资料来源：wind，华源证券研究所预测

盈利预测：我们预计 2025-2027 年公司营业收入 5.4/6.4/7.4 亿美元，同比增长 19%/18%/16%；归母净利润 1.1/1.4/1.7 亿美元，同比增长 15%/27%/18%，对应 PE 估值为 23/18/15x。

3.2. 相对估值

我们选取同为个护行业的百亚股份、中顺洁柔及洁雅股份作为可比公司，根据 wind 一致预期，可比公司 2026 年 PE 均值为 26 倍，公司作为卫生品优质龙头公司，已在非洲构筑较高竞争壁垒，基于公司深耕行业多年，具备较强的渠道拓展能力与本土化竞争优势，未来或持续拓展产品与市场，进一步贡献业绩增量，看好公司未来业绩端或实现较快增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 18：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价				EPS			PE		
		2026/2/12	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
003006.SZ	百亚股份	21.8	0.8	1.0	1.3	27.9	21.1	16.3			
002511.SZ	中顺洁柔	8.5	0.2	0.3	0.4	35.1	27.2	22.7			
301108.SZ	洁雅股份	32.0	0.8	1.0	1.3	40.0	31.0	24.4			
	平均值					34.3	26.4	21.2			
2698.HK	乐舒适	4.0	0.18	0.23	0.27	22.6	17.7	15.0			

资料来源：ifind，华源证券研究所。注：可比公司收盘价及 EPS 单位为人民币，乐舒适收盘价及 EPS 为美元，可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期，美元兑港币汇率按 7.81 计，乐舒适盈利预测来自华源证券研究所

4. 风险提示

1) 婴儿及女性卫生用品行业竞争加剧风险：公司在现有市场及未来可能拓展的新市场面临激烈竞争，若无法在新市场及现有市场以及渠道中有效地与当地及全球竞争者竞争，可能会对公司营运业绩造成不利影响；

2) 渠道扩张风险：随着公司业务持续增长，公司未来可能会扩大销售及分销网络以覆盖新市场，若公司未能收集足够的市场资料及制定有效的营销策略，而无法在新市场成功推广产品，或对业绩产生不利影响；

3) 生产材料成本波动风险：公司生产材料成本主要涵盖原材料采购成本，及关税、运费及运输成本等。于 2022 年、2023 年及 2024 年以及截至 2025 年 4 月 30 日止四个月，生产材料成本分别占总销售成本的 88.2%、86.0%、85.7%及 84.4%。若未来原材料及其他必需品或服务的价格因通货膨胀、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，从而影响公司利润率；

4) 地缘政治相关风险：公司主要收入来自非洲、拉丁美洲及中亚，若未来不同国家不断变化的经济、社会及地缘政治条件出现变化，或对公司业绩产生不良影响。

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位：美元(百万)					单位：美元(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	454	540	636	738	货币资金	31	412	569	782
增长率	10.5%	18.9%	17.6%	16.2%	应收款项	26	30	34	38
营业成本	294	360	421	489	存货	119	142	161	175
%销售收入	64.8%	66.6%	66.3%	66.2%	其他流动资产	0	0	0	0
毛利	160	181	214	250	流动资产	176	584	764	994
%销售收入	35.2%	33.4%	33.7%	33.8%	权益性投资	0	0	0	0
其他收入	0	0	0	0	固定资产	51	51	51	50
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	1	2	2	3
销售费用	16	18	21	24	非流动资产	78	88	98	108
%销售收入	3.5%	3.4%	3.3%	3.2%	资产总计	254	672	862	1,103
管理费用	28	32	37	43	应付款项	43	51	59	65
%销售收入	6.2%	6.0%	5.9%	5.8%	短期借款	1	3	5	7
研发费用	1	1	1	1	其他流动负债	66	40	41	47
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	流动负债	110	94	104	119
财务费用	0	0	-10	-12	长期债务	0	20	60	120
%销售收入	0.1%	-0.1%	-1.5%	-1.6%	其他长期负债	4	4	4	4
息税前利润 (EBIT)	114	127	153	181	非流动负债	4	24	64	124
%销售收入	25.0%	23.6%	24.1%	24.5%	负债总计	114	118	168	243
投资收益	0	0	0	0	归属母公司股东权益	140	554	694	859
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	少数股东权益	0	0	0	0
除税前利润	113	128	163	192	负债股东权益合计	254	672	862	1,103
利润率	24.9%	23.6%	25.6%	26.1%					
所得税	18	18	23	27	比率分析				
所得税率	15.9%	14.0%	14.0%	14.0%		2024A	2025E	2026E	2027E
净利润(含少数股东损益)	95	110	140	166	每股指标				
少数股东损益	0	0	0	0	每股收益	0.19	0.18	0.23	0.27
归属于母公司的净利润	95	110	140	166	每股净资产	0.23	0.89	1.12	1.39
增长率	47.0%	15.5%	27.4%	18.3%	每股经营现金净流	0.18	0.12	0.22	0.28
净利率	20.9%	20.3%	22.0%	22.4%	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
					回报率				
					净资产收益率	67.99%	19.81%	20.16%	19.26%
					总资产收益率	37.44%	16.34%	16.23%	15.01%
					投入资本收益率	67.79%	18.97%	17.35%	15.74%
					增长率				
					营业收入增长率	10.46%	18.94%	17.59%	16.17%
					EBIT增长率	45.80%	12.12%	20.26%	17.95%
					净利润增长率	47.05%	15.47%	27.42%	18.27%
					总资产增长率	3.83%	164.51%	28.27%	27.90%
					资产管理能力				
					应收账款周转天数	3.7	3.8	3.7	3.7
					存货周转天数	138.9	130.7	129.6	124.0
					应付账款周转天数	53.3	47.2	46.8	45.6
					固定资产周转天数	35.5	34.0	28.7	24.6
					偿债能力				
					流动比率	1.60	6.22	7.33	8.33
					速动比率	0.52	4.71	5.78	6.86
					净负债/股东权益	-21.53%	-70.24%	-72.58%	-76.19%
					EBIT利息保障倍数	244.7	276.7	89.0	47.8
					资产负债率	44.94%	17.52%	19.49%	22.06%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。