

恒安国际 (01044.HK)

买入 (首次评级)

纸巾高端产品占比提升，卫生用品扭转跌势

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	22669	23069	23535	23924	24223
YoY(%)	-4.62	1.76	2.02	1.65	1.25
归母净利润 (百万元)	2299	2535	2598	2686	2701
YoY(%)	-17.93	10.29	2.48	3.38	0.57
ROE(%)	10.99	11.65	11.44	11.33	10.93
EPS(摊薄/元)	1.98	2.18	2.24	2.31	2.32
P/E(倍)	11.84	10.74	10.48	10.13	10.08
P/B(倍)	1.30	1.25	1.20	1.15	1.10

资料来源: ifind, 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

公司发布 2025 年年报: 2025 年公司实现营业收入 230.69 亿元, 同比+1.76%; 归母净利润 25.35 亿元, 同比+10.29%。

公司纸巾收入恢复增长, 高端产品占比提升, 卫生用品业务已扭转 25H1 的跌势。

根据恒安国际 2025 年 12 月 31 日止年度业绩公告信息, 2025 年公司纸巾业务收入 141.69 亿元, 同比+5.6%, 主要受益于高端纸巾销售占比的持续提升, 以及新零售渠道销售实现了双位数的增长。我们认为, 公司对产品的重视是助推纸巾收入恢复增长的重要抓手。例如, 2025 年公司心相印品牌推出了“向野而生”系列, 采用 100%原生木浆和四层柔厚压花技术, 结合全球顶奢香氛大师团队打造亲近自然的松弛感; 心相印携手三丽鸥推出联名软抽及底部抽, 贴合年轻消费群体喜好; 公司高端纸巾系列将品类拓展至棉柔巾等品类, 以照顾消费者多场景需求; 湿纸巾收入在纸巾收入的比例进一步由 2024 年的 9.1%提升至 2025 年的 11.1%, 且湿纸巾的毛利率为纸巾产品中最高。此外, 2025 年公司卫生用品业务收入 65.71 亿元, 同比-5.3%, 主要系 2025 年国内品牌以进取的促销策略抢占市场份额, 尤其是电商渠道, 导致公司卫生巾产品销售受到一定冲击; 然而, 卫生用品销售收入成功扭转 2025 年上半年的跌势, 于 2025H2 恢复中单位数增长, 受益于传统渠道销售提升, 高端系列“天山绒棉”与“Q•MO”持续热销, 叠加 2024H2 的低基数。

毛利率有所改善。2025 年公司归母净利率 10.99%, 同比+0.85pct; 毛利率 33.84%, 同比+1.53pct, 根据恒安国际 2025 年 12 月 31 日止年度业绩公告信息, 得益于 2025 年木浆价格处于较低位置, 纸巾成本压力相对减轻, 加上促销费用逐步回落及高端高毛利产品销售占比稳步提升, 带动纸巾业务毛利率由 2024 年的 18.9%提升至 2025 年的 23.0%。2025 年公司销售、管理、财务费用率分别为 16.87%、6.37%、1.21%, 分别同比+0.60pct、+0.09pct、-0.48pct。

盈利预测及投资建议。品牌力与渠道力出色, 公司持续完善产品布局, 预测公司 2026-2028 年归母净利润为 25.98 亿元、26.86 亿元、27.01 亿元, 对应 PE 10.48X、10.13X、10.08X, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 原材料价格变动超预期, 高端产品推广不及预期, 新品类产品推广不及预期, 渠道经营不及预期, 市场竞争加剧。

股票信息

行业	轻工制造
2026 年 04 月 27 日收盘价 (港元)	26.92
总市值 (百万港元)	31,284.30
流通市值 (百万港元)	31,233.55
总股本 (百万股)	1,162.12
流通股本 (百万股)	1,160.24
近 3 月日均成交额 (百万港元)	82.04

作者



分析师 郭庆龙

SAC: S1070525120002

邮箱: guoqinglong@cgws.com



分析师 吕科佳

SAC: S1070526010001

邮箱: lvkejia@cgws.com

相关研究

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。长城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。长城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。长城证券版权所有并保留一切权利。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深300指数			

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层
邮编：100031
传真：86-10-88366686