

**买入**

2025年4月14日

**纵使受市场竞争激烈的影响，集团依然维持稳定派息**

- 24年全年业绩概况：**恒安收入减少 4.6%到 226.7 亿元（主要受个人护理市场竞争激烈，众多国内外品牌以低价促销产品的影响）。电商及新零售销售收入同比增长约 8.0%；占比上升 4 个百分点到 34.1%。毛利率下跌 1.4 个百分点到 32.3%（主要受木浆价格于第二季度回升及促销费用增加 10%的影响）。经营开支费率增加 1.2 个百分点到 22.5%，受负面经营杠杆的影响。因此，经营利润及股东应占净利润分别下跌 15.7%和 17.9%到 33.5 亿元和 22.9 亿元。末期每股派息为 0.7 元，集团依然维持稳定派息。资产负债状况稳健，持有净现金约 58.0 亿元。
- 市场激烈竞争，升级及高端产品是主要的推动力：**期内，纸巾业务减少 2.4%到 134.2 亿元（销量大概有 2%的提升，但均价则有中单位数的下跌 - 受促销增加的影响）；毛利率达 50.7%的湿纸巾收入则大幅增涨 30.7%到 12.2 亿元。纸巾毛利率下跌 2.8 个百分点到 18.9%（主要受木浆价格于第二季度回升及促销费用增加的影响）。卫生巾业务同比减少 8.1%到 56.8 亿元（销量大概有高单位数的减少，均价则有轻微提升 - 受益于升级及高端产品的不断推出如「极薄」和「裨型」及「天山绒棉系列」）；其毛利率维持稳定（63.7%）。尿裤业务同比增长 0.5%到 12.6 亿元（销量大概持平，均价有所提升 - 受益于高档产品 Q.MO 的大幅增长 20%）；也推动了毛利率从 24 年的 38.1%到 45.4%。
- 其他要点：**据了解，估计今年第一季度纸巾业务销量的增长延续去年的态势，卫生巾业务还是有压力，尿裤业务则有轻微增长。展望全年：预计纸巾业务的促销费用已到顶，而木浆成本应会稳定。卫生巾业务希望于下半年能改善。
- 目标价 24.89 港元，买入评级：**纵使行业竞争激烈，由于恒安采取相对稳定的价格策略，持续升级产品及提升高端产品的渗透率；我们预计集团将能维持市场领先地位。考虑到集团的策略，稳健的资产负债状况和派息政策，较低的估值及股息率达 7.4%；我们维持买入评级。目标价为 24.89 港元，相等于 25 年预测每股盈利的 12 倍。
- 重要风险：**我们认为以下是一些比较重要的风险：1) 纸巾及个人护理行业竞争激烈，2) 原材料价格的波动，及 3) 汇率的变化多。

王柏俊

+ 852 2532 1915

Patrick.wong@firstshanghai.com.hk

**主要数据**

|         |  |
|---------|--|
| 行业      | 个人消费   |
| 股价      | 20.55 港元   |
| 目标价     | 24.89 港元<br>(+21.1%)                                       |
| 股票代码    | 1044   |
| 已发行股本   | 11.62 亿股   |
| 市值      | 239 亿港元  |
| 52 周高/低 | 28.75/19.52 港元   |
| 每股净现值   | 19.44 港元   |
| 主要股东    | An Ping Investment (23.14%)<br>TIM Lee Investment (20.59%) |

**盈利摘要**

| 截止12月31日财政年度 | 2023实际 | 2024实际 | 2025预测 | 2026预测 | 2027预测 |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入 (百万人民币)   | 23,768 | 22,669 | 22,717 | 23,066 | 23,470 |
| 增长 (%)       | 5.1%   | -4.6%  | 0.2%   | 1.5%   | 1.8%   |
| 经营溢利 (百万人民币) | 3,978  | 3,355  | 3,230  | 3,310  | 3,401  |
| 增长 (%)       | 38.6%  | -15.7% | -3.7%  | 2.5%   | 2.7%   |
| 净利润 (百万人民币)  | 2,801  | 2,299  | 2,190  | 2,291  | 2,365  |
| 增长 (%)       | 45.5%  | -17.9% | -4.7%  | 4.6%   | 3.2%   |
| 基本每股收益 (人民币) | 2.42   | 2.02   | 1.92   | 2.01   | 2.07   |
| 市盈率(倍)       | 7.9    | 9.4    | 9.9    | 9.5    | 9.2    |
| 每股派息 (人民币)   | 1.40   | 1.40   | 1.40   | 1.40   | 1.40   |
| 息率 (%)       | 7.4%   | 7.4%   | 7.4%   | 7.4%   | 7.4%   |

来源：公司资料，彭博，第一上海预测

**股价表现**


来源：彭博

## 附录 1：主要财务报表

| 损益表         | 2023实际    | 2024实际    | 2025预测    | 2026预测    | 2027预测    |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>收入</b>   | 23,767.9  | 22,669.2  | 22,717.1  | 23,066.0  | 23,469.9  |
| 毛利          | 8,010.7   | 7,324.9   | 7,235.2   | 7,376.3   | 7,514.8   |
| 其他收入        | 1,159.4   | 1,207.9   | 1,113.1   | 1,107.2   | 1,126.6   |
| 销售及管理费用     | (5,068.9) | (5,107.2) | (5,118.0) | (5,173.6) | (5,240.7) |
| <b>经营溢利</b> | 3,977.9   | 3,354.6   | 3,230.4   | 3,309.9   | 3,400.7   |
| 财务开支        | (373.2)   | (383.2)   | (398.4)   | (347.6)   | (343.5)   |
| 联营公司        | -         | -         | -         | -         | -         |
| <b>税前溢利</b> | 3,605.4   | 2,971.8   | 2,831.9   | 2,962.3   | 3,057.2   |
| 所得税         | (798.0)   | (675.2)   | (643.4)   | (673.0)   | (694.6)   |
| 少数股东应占利润    | 6.9       | (1.9)     | (1.8)     | (1.9)     | (2.0)     |
| <b>净利润</b>  | 2,800.5   | 2,298.5   | 2,190.4   | 2,291.2   | 2,364.6   |
| <b>增长</b>   |           |           |           |           |           |
| 总收入 (%)     | 5.1%      | -4.6%     | 0.2%      | 1.5%      | 1.8%      |
| 经营溢利 (%)    | 38.6%     | -15.7%    | -3.7%     | 2.5%      | 2.7%      |
| 净利润 (%)     | 45.5%     | -17.9%    | -4.7%     | 4.6%      | 3.2%      |

| 资产负债表        | 2023实际   | 2024实际   | 2025预测   | 2026预测   | 2027预测   |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 现金           | 18,189.9 | 14,261.7 | 19,339.0 | 19,757.9 | 20,307.7 |
| 应收账款         | 2,553.4  | 2,254.2  | 2,555.4  | 2,930.8  | 3,401.6  |
| 存货           | 4,352.0  | 4,797.6  | 4,435.6  | 5,139.4  | 6,031.6  |
| 其他流动资产       | 1,714.6  | 1,626.1  | 1,626.1  | 1,626.1  | 1,626.1  |
| <b>总流动资产</b> | 26,810.0 | 22,939.5 | 27,956.1 | 29,454.2 | 31,367.0 |
| 固定资产         | 7,255.8  | 8,319.7  | 8,107.1  | 8,112.9  | 8,068.2  |
| 无形资产         | 640.5    | 612.6    | 612.6    | 612.6    | 612.6    |
| 长期投资及其他      | 5,509.6  | 7,932.6  | 8,264.9  | 8,613.8  | 8,980.1  |
| <b>总资产</b>   | 40,215.9 | 39,804.4 | 44,940.8 | 46,793.4 | 49,027.8 |
| <b>短期负债</b>  |          |          |          |          |          |
| 应付帐款         | 2,750.1  | 3,044.8  | 6,397.5  | 7,511.5  | 8,931.4  |
| 短期银行贷款       | 13,907.2 | 10,669.8 | 13,907.2 | 13,907.2 | 13,907.2 |
| 其他短期负债       | 2,403.0  | 2,361.9  | 2,397.9  | 2,435.7  | 2,475.4  |
| <b>总短期负债</b> | 19,060.3 | 16,076.5 | 22,702.7 | 23,854.4 | 25,314.0 |
| 长期银行贷款       | 330.4    | 2,420.1  | 330.4    | 330.4    | 330.4    |
| 其他负债         | 195.3    | 162.2    | 170.3    | 178.9    | 187.8    |
| <b>总负债</b>   | 19,586.1 | 18,658.8 | 23,203.4 | 24,363.7 | 25,832.2 |
| 少数股东权益       | 234.0    | 224.6    | 222.8    | 220.9    | 218.9    |
| <b>股东权益</b>  | 20,629.9 | 21,145.6 | 21,737.3 | 22,429.8 | 23,195.6 |

数据来源：公司资料、彭博、第一上海预测

| 财务分析           | 2023实际 | 2024实际 | 2025预测 | 2026预测 | 2027预测 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>盈利能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 毛利率 (%)        | 33.7%  | 32.3%  | 31.8%  | 32.0%  | 32.0%  |
| 经营利率 (%)       | 16.7%  | 14.8%  | 14.2%  | 14.3%  | 14.5%  |
| 净利率 (%)        | 11.8%  | 10.1%  | 9.6%   | 9.9%   | 10.1%  |
| <b>营运表现</b>    |        |        |        |        |        |
| 行销及行政费用/收入 (%) | 21.3%  | 22.5%  | 22.5%  | 22.4%  | 22.3%  |
| 实际税率 (%)       | 22.1%  | 22.7%  | 22.7%  | 22.7%  | 22.7%  |
| 库存周转           | 64     | 46     | 48     | 47     | 47     |
| 应收账款天数         | 22     | 39     | 36     | 36     | 36     |
| 应付账款天数         | 38     | 69     | 69     | 69     | 69     |
| <b>财务状况</b>    |        |        |        |        |        |
| 净负债率           | -0.20  | -0.06  | -0.22  | -0.23  | -0.23  |
| 收入/总资产         | 1.95   | 1.88   | 2.07   | 2.09   | 2.11   |
| ROA            | 17.8%  | 19.1%  | 18.0%  | 18.6%  | 0.0%   |
| ROE            | 34.8%  | 36.0%  | 37.3%  | 38.9%  | 0.0%   |
| 息率 (%)         | 6.3%   | 6.3%   | 7.4%   | 7.4%   | 7.4%   |

| 现金流量表          | 2023实际    | 2024实际    | 2025预测    | 2026预测    | 2027预测    |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>税前盈利</b>    | 3,605.4   | 2,971.8   | 2,831.9   | 2,962.3   | 3,057.2   |
| 折旧及摊销          | 808.3     | 893.4     | 943.9     | 994.3     | 1,044.7   |
| 营运资金变化         | 576.2     | 306.8     | 3,413.4   | 34.7      | 57.0      |
| 其他             | (1,114.5) | 1,907.8   | 5,059.1   | 5,526.3   | 6,051.0   |
| <b>营运现金流</b>   | 3,875.4   | 6,079.8   | 12,248.2  | 9,517.6   | 10,209.9  |
| 资本开支           | (1,843.9) | (1,688.6) | (1,000.0) | (1,000.0) | (1,000.0) |
| 其他投资活动         | 5,427.8   | (968.0)   | (882.0)   | 46.3      | 48.6      |
| <b>投资活动现金流</b> | 3,583.9   | (2,656.6) | (1,882.0) | (953.7)   | (951.4)   |
| 负债变化           | (2,877.9) | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| 股本变化           | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| 股息             | (1,627.0) | (1,627.0) | (1,627.0) | (1,627.0) | (1,627.0) |
| 其他融资活动         | (1,044.4) | (3,658.6) | (5,727.9) | (6,518.0) | (7,081.7) |
| <b>融资活动现金流</b> | (5,549.3) | (5,285.6) | (7,354.9) | (8,145.0) | (8,708.7) |
| <b>现金变化</b>    | 1,910.0   | (1,862.3) | 3,011.4   | 418.9     | 549.8     |

**第一上海证券有限公司**

香港中环德辅道中 71 号  
永安集团大厦 19 楼  
电话：(852) 2522-2101  
传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。