

**买入**
**在变革中不断成长的生活卫生用品龙头**
**恒安国际 (1044.HK)**

2020-06-29 星期一

**目标价: 74.0 港元**
**现价: 61.0 港元**
**预计升幅: 21.3%**
**投资要点**
**生活卫生用品龙头，品牌势能强劲：**

福建恒安集团有限公司创立于1985年，秉承“追求健康，你我一起成长”的企业使命，专注于生活用纸、卫生巾和纸尿裤产品的研发、生产和销售。经过多年的发展，公司凭借在技术研发、产品设计、质量控制、品牌建设等方面的持续投入，在业内树立起良好的口碑和极高的品牌认知度。旗下品牌心相印、安尔乐多年来在各细分市场保持市占率第一的位置，品牌势能强劲。

**消费升级、产能出清，集中度提升利好行业龙头：**

消费升级下，产品创新及高端化将驱动生活用纸、卫生巾、纸尿裤行业继续扩容；且生活用纸的人均消费量及纸尿裤的渗透率还有继续提升的空间，恒安作为行业龙头，将受益于市场规模的持续增长。此外，三个行业的集中度亦还有进一步提升的空间，在环保、成本、研发、规模、品牌等具备优势的龙头企业将继续吞并不堪经营压力的中小型企业，加速落后产能的出清，市场份额进一步向龙头集中将是顺势所趋。

**竞争优势突出，阿米巴变革变身成长加速器：**

公司拥有覆盖广泛的渠道网络及产能布局，收入规模业内领先；采取多品牌、多品类的业务发展战略，盈利能力业内领先；拥有两大国家级技术平台，研发水平国内领先；管理层高瞻远瞩，多次变革引领公司不断迈上新台阶，新的阿米巴经营模式有效提升团队的灵活性及市场反应能力、加速渠道的转型，预期将继续引领公司夯实行业龙头地位，助推业绩持续稳定增长。

**首次覆盖给予“买入”评级，目标价 74.0 港元：**

我们预计公司2020-2022年EPS分别3.67/3.95/4.31元，公司作为行业的绝对龙头，当期估值相较同行明显偏低，我们给予74.0港元的目标价，分别对应2020/2021年18.1/16.9倍PE，较现价有21.3%的涨幅空间，首次覆盖给予“买入”评级。

人民币百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	20,514	22,493	24,154	26,205	28,448
同比增长	13.5%	9.6%	7.4%	8.5%	8.6%
净利润	3,800	3,908	4,364	4,703	5,128
同比增长	0.15%	2.84%	11.69%	7.75%	9.05%
净利润率	18.5%	17.4%	18.1%	17.9%	18.0%
每股盈利	3.15	3.28	3.67	3.95	4.31
PE@61.0	17.42	16.71	14.97	13.89	12.74

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

**重要数据**

日期	2020-06-26
收盘价（港元）	61.0
总股本（百万股）	1,190
总市值（百万港元）	72,590
净资产（百万元）	17,823
总资产（百万元）	43,239
52周高低（港元）	68.63/46.12
每股净资产（元）	15.02

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

**主要股东**

安平控股有限公司(20.60%)

天利投资有限公司(20.04%)

**相关报告**
**研究部**

姓名：陈欣

SFC: BLO515

电话：0755-21516057

Email: chenxin@gyzq.com.hk

# 目录

<b>1.中国知名生活用纸和妇幼卫生用品制造商.....</b>	<b>7</b>
1.1 公司简介.....	7
1.2 发展历程.....	8
1.3 公司股权结构稳定且集中.....	9
1.4 渠道改革显现成效，2019H2 经营已见改善.....	10
<b>2.生活用纸、卫生巾、纸尿裤行业分析.....</b>	<b>12</b>
2.1 生活用纸行业：人均消费提升叠加产品创新升级，行业稳增长态势持续，集中度提升利好行业龙头.....	12
2.2 卫生巾行业：行业渗透率高，市场参与者在产品差异化及创新性方面展开激烈角逐.....	17
2.3 纸尿裤行业：渗透率提升、消费升级，市场发展空间广阔.....	21
2.4 短期内浆价有望维持低位，生活用纸企业具备利润弹性.....	27
<b>3.公司亮点.....</b>	<b>28</b>
3.1 品牌形象深入人心，多品牌多品类协同发展.....	28
3.2 公司研发水平国内领先.....	32
3.3 线下渠道优势显著，线上渠道逐步发力，积极拓展海外市场.....	34
3.4 产能布局完善，规模化优势突出.....	36
3.5 变革中不断成长，“阿米巴”改革变身成长助推器.....	37
3.6 大股东多次增持彰显信心，派息政策稳定.....	39
<b>4.财务分析.....</b>	<b>40</b>
<b>5.盈利预测与投资建议.....</b>	<b>44</b>
5.1 关键假设.....	44
5.2 行业估值及目标价.....	44
<b>风险提示.....</b>	<b>46</b>
<b>财务报表摘要.....</b>	<b>47</b>

## 图目录

图 1: 公司发展历程.....	9
图 2: 公司股权结构.....	9
图 3: 公司收入及增速.....	10
图 4: 公司归母净利润及增速.....	10
图 5: 公司收入及增速.....	11
图 6: 公司各业务毛利率及综合毛利率.....	11
图 7: 中国生活用纸行业市场规模.....	12
图 8: 中国生活用纸消费量 (万吨) .....	12
图 9: 中国生活用纸吨价 (元/吨) .....	12
图 10: 中国生活用纸人均消费量及增速.....	13
图 11: 2017 年全球生活用纸人均消费量 (KG/人/年) .....	13
图 12: 中国生活用纸各细分品类消费量占比.....	13
图 13: 中国生活用纸纤维原料占比.....	14
图 14: 中国生活用纸吨价持续增长 (元/吨) .....	14
图 15: 中国生活用纸渠道结构变化 2014 年 VS 2019 年.....	15
图 16: 中国 AFH 渠道市场规模.....	15
图 17: 我国生活用纸产销量 (万吨) .....	16
图 18: 我国生活用纸行业集中度与其他国家对比 (%) .....	16
图 19: 我国生活用纸行业 CR4 (%) .....	16
图 20: 中国女性卫生用品零售市场规模.....	17
图 21: 女性卫生用品分类.....	17
图 22: 中国卫生巾市场渗透率.....	17
图 23: 中国女性卫生用品消费量.....	18
图 24: 中国女性卫生用品零售终端售价.....	18
图 25: 卫生巾渠道结构变化 2014 年 VS 2019 年.....	19
图 26: 中国女性卫生用品市场竞争格局.....	20
图 27: 中国女性卫生用品市场集中度在持续提升.....	20
图 28: 中、美、日卫生巾行业市场集中度 CR5 (2018) .....	20
图 29: 中国婴儿纸尿裤市场渗透率.....	21

图 30: 中国婴儿纸尿裤市场规模.....	21
图 31: 中国婴儿纸尿裤消费量.....	21
图 32: 中国婴儿纸尿裤消费均价.....	21
图 33: 中国人口年龄结构预期 (2015 VS. 2040) .....	22
图 34: 预计中长期中国出生率将呈下行趋势.....	22
图 35: 中国 0-3 岁婴幼儿人均纸尿裤使用量处较低水平 (消费量/片) .....	22
图 36: 母婴渠道婴儿纸尿裤价格段份额占比及增长%.....	23
图 37: 纸尿裤销售渠道变化.....	24
图 38: 我国婴儿纸尿裤市场竞争格局 (2019 年) .....	24
图 39: 市场竞争激烈, 新进入者较多, 集中度有所下降 (%) .....	25
图 40: 成人失禁用品消费量结构占比 (2018) .....	26
图 41: 中国成人失禁用品市场规模 (亿元) 及增长率.....	26
图 42: 2012-2019 年我国 65 岁以上人口增长情况.....	26
图 43: 2019 年成人纸尿裤市场格局(生产厂商, %).....	26
图 44: 2019 年成人纸尿裤市场格局(品牌, %).....	26
图 45: 木浆成为我国生活用纸行业的主要原料 (%) .....	27
图 46: 我国木浆进口依存度超过 60%.....	27
图 47: 中国主要港口库存量 (千吨) .....	27
图 48: 2019H1 木浆价格回落, 目前低位运行 (美元/吨) .....	27
图 49: 2019 年恒安国际在各子行业市场排名 (品牌排名) .....	28
图 50: 生活用纸行业的上下游行业.....	29
图 51: 吸收性卫生用品行业的上下游行业.....	29
图 52: 恒安国际目前主营业务.....	30
图 53: 2019 年公司收入结构.....	31
图 54: 各业务毛利率情况.....	31
图 55: 恒安国际和同业竞争者的毛利率对比.....	32
图 56: 恒安国际持续引进先进生产设备, 积极参与各类技术交流.....	33
图 57: 恒安国际研发费用.....	33
图 58: 恒安国际研发规模领先.....	33
图 59: 恒安国际近年推出的新品.....	34
图 60: 恒安国际销售网络及同业对比.....	34

图 61: 公司电商渠道发展迅速.....	35
图 62: 公司渠道网络遍布全球.....	36
图 63: 东南亚国家生活用纸和个人护理产品人均消费量.....	36
图 64: 恒安国际产能布局.....	37
图 65: 维达国际产能布局.....	37
图 66: 中顺洁柔产能布局.....	37
图 67: 金红叶产能布局.....	37
图 68: 恒安在变革中不断成长.....	38
图 69: 恒安特色阿米巴.....	39
图 70: 公司派息率稳定在 60% 以上.....	40
图 71: 公司股息率稳步提升.....	40
图 72: 恒安三大主营业务收入同比增速.....	41
图 73: 2019 年四大生活用纸企业收入规模及增速.....	41
图 74: 2019 年四大生活用纸企业资产负债率.....	42
图 75: 前四大生活用纸企业净利润率.....	43
图 76: 前四大生活用纸企业 ROE.....	43
图 77: 恒安国际存货周转提速, 应收账款周转略有下降.....	43
图 78: 恒安国际 PE BAND.....	45
图 79: 恒安国际 PB BAND.....	45

## 表目录

表 1: 公司主要品牌 (部分) .....	7
表 2: 中国生活用纸各细分品类销售量/额增速情况.....	13
表 3: 卫生纸和面巾纸在非典时期购买金额对比去年同期增速.....	14
表 4: 生活用纸行业量价齐升, 驱动市场规模继续稳步增长.....	14
表 5: 卫生巾生产商推出高端增值产品, 产品消费升级趋势明显.....	18
表 6: 卫生巾量稳价增驱动行业继续扩容.....	19
表 7: 纸尿裤分类价值及销量.....	23
表 8: 据凯度消费者指数, 心相印成为中国市场消费者选择最多的生活用纸品牌 (2019 年) .....	29

---

表 9: 公司拥有多层次产品矩阵.....	31
表 10: 恒安国际依托两大技术平台, 研发实力国内领先.....	33
表 11: 恒安的三次管理变革.....	38
表 12: 公司管理层许连捷先生年初至今多次增持.....	40
表 13: 各上市公司产品结构及毛利率情况.....	41
表 14: 各上市公司三项费用率.....	42
表 15: 前四大生活用纸企业杜邦分析.....	43
表 16: 行业可比公司估值.....	45

# 1. 中国知名生活用纸和妇幼卫生用品制造商

## 1.1 公司简介

聚焦生活卫生用品，行业内的绝对龙头。恒安国际成立于1985年，总部位于福建省晋江市，于1998年在港交所挂牌上市。公司最早以女性卫生用品起家，是全国最早生产卫生巾产品的企业之一，市场份额一度达到40%。之后公司不断拓展延伸业务，进入纸尿裤、生活用纸市场。目前公司有三大主要产品线，分别是生活用纸、女性卫生用品以及纸尿裤。公司的愿景是通过持续的创新和优质的服务，成为中国顶级的生活用品企业。

品牌众多，业务面广，深入消费者生活。恒安集团是目前中国最大的生活用纸和妇幼卫生用品制造商，大陆市场是公司的主要销售市场。公司旗下三大产品线品牌众多，知名度高，市占率居于行业前茅。公司生活用纸类主要品牌有“心相印”、“品诺”、“竹π”等；女性卫生用品包括“七度空间”、“安尔乐”、“安乐”、“New Space 7”等；纸尿裤包括婴儿纸尿裤“安尔乐”、“奇莫”和成人纸尿裤“安而康”。公司针对不同生活场景下不同消费人群的个性化需求推出了多种细分产品，并不断升级现有产品，品牌深入消费者生活，市场渗透率高。

业务多元化发展，布局海外市场。集团不仅深耕生活卫生用品，也涉足药品、化妆以及洗涤用品。公司近年不断在海外市场有所斩获，2017年收购马来西亚的皇城集团，打开东南亚市场，并在俄罗斯投资建设的厂房也已投产，目前公司产品已销往51个国家及地区。

表 1：公司主要品牌（部分）

业务线		品牌
生活用纸		   
女性卫生产品		     
纸尿裤	婴儿	 
	成人	 
化妆及其他护理用品		   
家居清洁用品		 

资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

## 1.2 发展历程

**女性卫生用品起家，成长快速。**恒安实业有限公司1985年在福建成立，推出“安乐”卫生巾，成为国内最早生产卫生巾产品的企业之一。随后几年公司不断在全国建设分厂、成立附属公司，“安乐”卫生巾销量一度占到国内女性卫生用品市场的40%。1993年公司引进意大利技术，高档蝶形护翼卫生巾“安尔乐”诞生。1996年，“安儿乐”纸尿裤面世。公司于1997年投资成立“恒安纸业”，正式进军生活用纸行业。1998年公司推出高档纸巾“心相印”。同年公司赴港上市，上市不仅为公司拿到融资，还改变了公司原本的家族化管理模式，引入了现代化的管理制度。

**管理改革助推产品多元化、差异化发展。**上市后公司瞄准细分市场，推出更多差异化产品，1999年安而康成人纸尿裤面世，2000年和2001年公司陆续推出“安尔乐”、“安乐”的抗菌系列，“七度空间”“舒薄棉柔”等高端化产品。立足于打造“百年恒安”的发展愿景，2002年公司引入国际著名的管理顾问公司——美国Thomas集团进驻企业，全面推行企业生成的管理和变革，促使恒安的现代企业管理与国际接轨，营业收入突破12亿元的瓶颈，开始新一轮的快速增长。而后，公司通过收购吉安丽人堂日化公司、香港威信药业和福建亲亲食品有限公司开始经营化妆品、食品等业务。2008年，恒安再次引进国际著名管理顾问公司美国博斯公司，推进企业的二次管理变革。第二次管理变革加上恒安逆周期扩产，恒安集团实现营业收入和净利润的飞跃，2008年到2010年的收入CAGR达到27.3%。2011年公司被纳入恒生指数成分股。

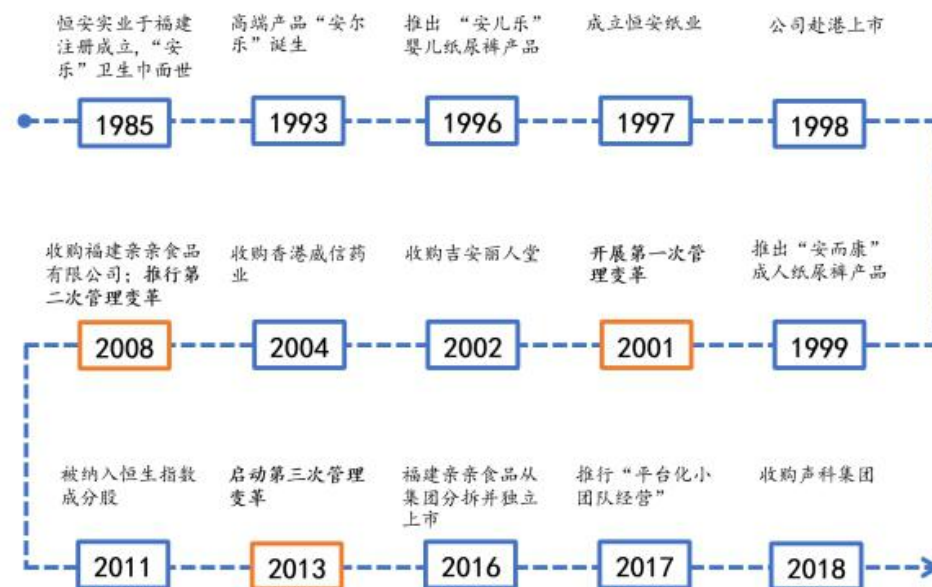
**第三次管理改革，重新聚焦核心业务，促进产品升级。**2014年公司与IBM、SAP和普华永道签约，启动第三次变革，打造“端到端”信息可视化的供应链系统。同年，集团分拆了旗下的零食业务，亲亲食品集团（开发）股份有限公司在香港联合交易所独立上市，再次聚焦核心业务，专注于生产销售日常卫生用品。2016年，公司与柏明顿管理咨询集团合作，开始在销售系统推行“平台化小团队经营”，即阿米巴经营模式。通过对各小团队负责人充分放权，激励销售人员，帮助公司提升收入、改善费用率。公司自2019年起鼓励销售团体将高端化产品直接销售给终端，并推出更多高端化产品，进一步优化产品结构，提升高毛利产品在公司产品组合中的占比。

**多渠道销售，积极布局海外。**2017年公司进一步发力线上渠道销售，针对性地推出多款专项产品迎合消费者的喜爱及需求。2018年公司收购声科集团，丰富了其他产品业务线的产品种类，开始从事食品保鲜膜及胶袋的生产和销售。海外市场方面，2017年公司收购的马来西亚皇城集团已成为公司在东南亚的重要基地，公司产品通



过便利店及电商等渠道进入各东南亚市场。公司在俄罗斯投资建设的厂房纸尿裤生产线也已于2019年投入生产，供应当地市场。

图 1：公司发展历程

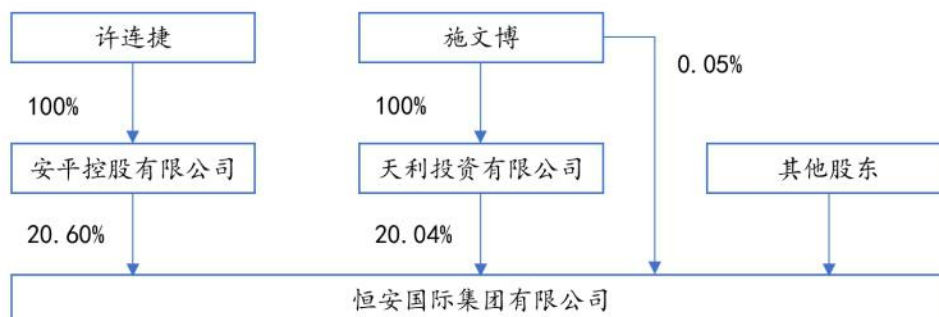


资料来源：公司招股书、公司官网、国元证券经纪（香港）整理

### 1.3 公司股权结构稳定且集中

大股东合计持股比例达 40.7%，实际控制人为公司联合创始人。截止 2019 年 12 月 31 日，公司的第一大股东为安平控股有限公司，持股 20.60%，第二大股东天利投资有限公司持股 20.04%。公司实际控制人为公司行政总裁许连捷先生及公司董事会主席施文博先生，两位均为公司联合创始人，分别持股 20.60%及 20.09%。公司的股权结构稳定且集中，有利于公司整体业务发展及管理。

图 2：公司股权结构



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

## 1.4 渠道改革显现成效，2019H2 经营已见改善

**收入、净利润近年增速趋缓。**2016 年受食品分部亲亲食品从集团分拆并独立上市以及公司推进“平台化小团队经营”调整影响，公司营业收入在当年有所下降，后呈现稳步增长的态势，增速较为平稳；2019 年，受益于纸巾业务销售的快速增长，以及其他业务收益增长所带动，收入同比录得近 10% 的增长至 225.6 亿元。

公司 2015-2019 年净利润的年复合增速为 4.6%，与同期收入的年复合增速基本一致（收入 CAGR4.8%）；2019 年录得归母净利润 39.08 亿元，同比增长 2.84%，净利润增速不及收入主要是公司为了配合高端产品的推出，加大品牌宣传力度致销售费用攀升。公司现已在修缮后的“平台化小团队”经营规则中强调销售费用的投入效益，预期费效比的提升将有助盈利能力的改善。

图 3：公司收入及增速

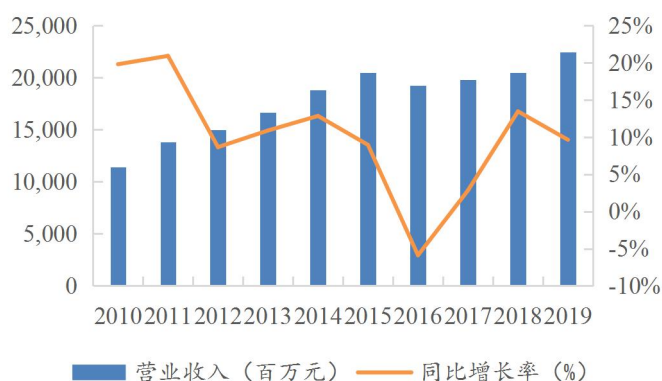
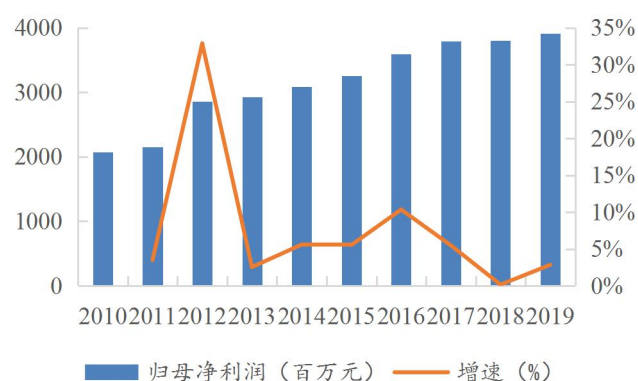


图 4：公司归母净利润及增速



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

注：2017 年收入为重列前 2017 年年报数据，增速为经重列数据

### 纸巾业务是公司收入主要来源，卫生巾、纸尿裤业务正逐步改善：

**纸巾业务继续保持快速增长。**从业务结构来看，纸巾业务仍是公司营业收入的主要来源，2019 年纸巾产品收入 114.87 亿元，占公司总收入的 51%，同比增长 12.3%。

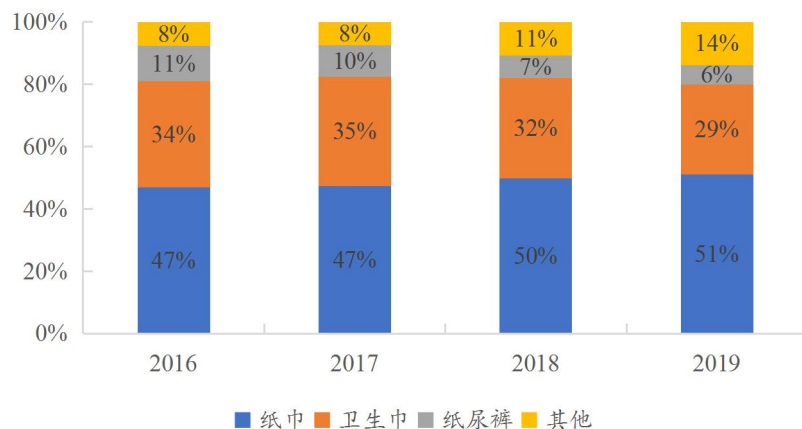
**卫生巾销售收入逐步改善。**受渠道改革及价盘紊乱影响，2019H1 收入倒退 4.6%，下半年伴随一系列稳定价格体系的措施以及渠道改革逐渐显现成效，2019H2 收入同比增加 1.2%，重回正增长通道，2019Q4 更录得高单位数增长。2019 年全年的销售额跌幅收窄至 1.6%，营业收入为 64.87 亿元，占公司总收入比重的 29%；

**高端产品销量提升、电商渠道发力，纸尿裤销售降幅亦在收窄。**纸尿裤业务同样受到渠道改革的影响，2019H1 收入同比下降 7.4%，得益于公司持续加强线上渠道销售的布局 and 高端化产品销量的不断提升（高端产品“奇莫”销售增幅超过 70%），

2019H2 销售降幅收窄至 5.1%，全年录得营业收入 14.39 亿元，同比下降约 6.4%；

其他产品收入 30.8 亿，同比大幅增长 42.8%，主要得益于集团 2018 年收购声科集团带来的家居用品销售收入的增加以及集团原材料贸易业务收入的增长。

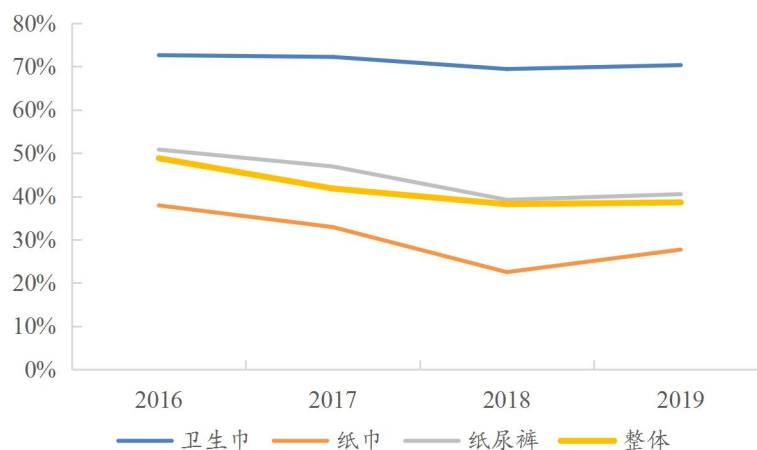
图 5：公司收入及增速



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

产品结构持续优化，叠加原材料价格下降，毛利率稳步提升。公司把握国内消费升级机会，三大主要业务线不断推出高端化产品，产品结构持续优化；同时，得益于原材料价格下降，纸巾、卫生巾和纸尿裤的毛利率均较上年有所提高，整体毛利率提升至 38.6%。预期在高端化趋势的持续推动下，尤其是高毛利的卫生巾业务销售提振之下，公司的毛利率水平有望获得进一步的提升。

图 6：公司各业务毛利率及综合毛利率



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

## 2.生活用纸、卫生巾、纸尿裤行业分析

### 2.1 生活用纸行业：人均消费提升叠加产品创新升级，行业稳增长态势持续，集中度提升利好行业龙头

#### ➢ 2.1.1 行业增速稳健，市场规模超千亿

量价齐升，中国生活用纸市场继续稳步增长。根据欧睿数据，中国生活用纸行业随着经济发展、人口增加和人民生活质量的提高，2010-2019年市场规模由650.2亿元增加至1344.3亿元，年复合增速达8.4%；期内，消费量由439.5万吨上升至776.4万吨，年复合增速为6.5%，吨价由14,795元/吨上升至17,314元/吨，年复合增速为1.8%。行业在量价齐升的共同驱动下，呈现出稳步增长的发展态势。

图7：中国生活用纸行业市场规模



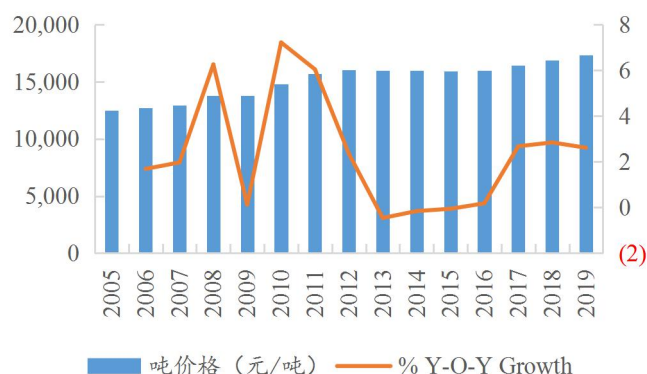
资料来源：Euromonitor、国元证券经纪（香港）整理

图8：中国生活用纸消费量（万吨）



资料来源：Euromonitor、国元证券经纪（香港）整理

图9：中国生活用纸吨价（元/吨）



资料来源：Euromonitor、国元证券经纪（香港）整理

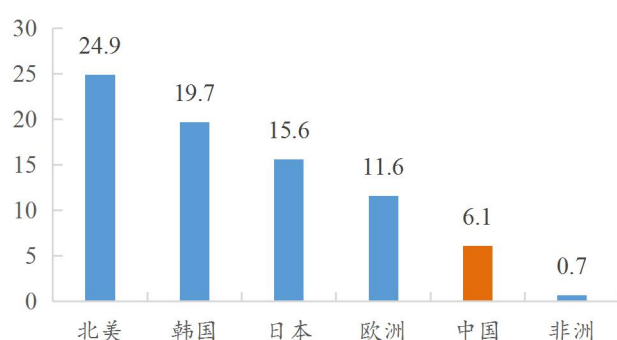
#### ➢ 2.1.2 需求端稳定增长，结构端优化升级

**量增：**人均消费存在较大提升空间。尽管中国生活用纸消费市场的规模排名居前，但中国人均生活用纸的消费量较发达国家和地区仍存在较大差距。根据中国生活用

纸年鉴，2018年我国生活用纸人均消费量为6.4kg，较2007年2.7kg的人均消费量已实现大幅提升，但对比北美地区（24.9kg）、韩国（19.7kg）、日本（15.6kg）的人均消费量，国内生活用纸的人均消费量仍有较大的提升空间。

图 10：中国生活用纸人均消费量及增速

图 11：2017 年全球生活用纸人均消费量（kg/人/年）



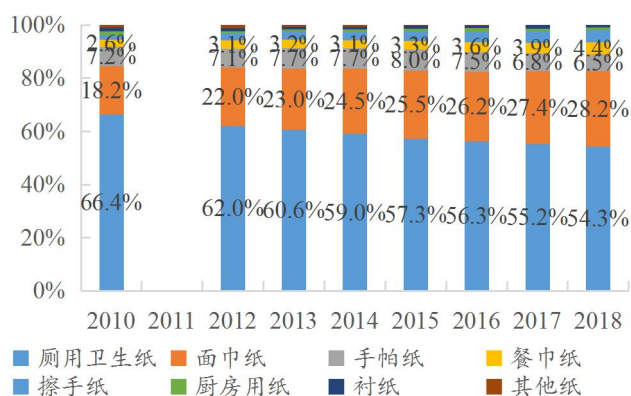
资料来源：中国生活用纸年鉴、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：中国生活用纸年鉴、国元证券经纪（香港）整理

**产品创新升级为行业增量市场注入新的势能：**除人均消费量仍有较大的提升空间，伴随80后、90后新生代家庭数量的不断壮大，以及00后消费群体的逐渐成长，对生活用纸的功能性和个性化需求日益增强。现在生活用纸已不仅仅局限在卫生纸、面巾纸等传统生活用纸品类，在细分市场衍生出如厨房用纸、湿厕纸、棉柔巾等更加强调功能性的新品类，为整个行业的增量市场注入新的势能。从消费结构上看，伴随城镇化率的提高，人们（尤其是下线城市）卫生意识的加强，消费能力的提升，生活用纸的消费结构呈现卷纸占比下降面巾纸占比上升的变化，同时人们更加注重洁净健康带动了厨房用纸、湿厕纸等新品类的快速增长。

图 12：中国生活用纸各细分品类消费量占比

表 2：中国生活用纸各细分品类销售量/额增速情况



Category	Category Value (CNY million)	2019 Growth	% CAGR {2014-2019}	%CAGR {2019-2024}
Paper Towels	1049	3.5	12.6	3.5
Paper tableware	8.6	3.9	4.7	4.3
Facial Tissues	42613.3	12.3	12.3	10.7
Toilet Paper	90757	5.7	5.4	5.7
Personal Wipes	8727.5	13.8	13.1	15
Moist Toilet Wipes	402.2	23.7	33.7	23.6

Category	Category Volume ('000 tonnes)	2019 Growth	% CAGR {2014-2019}	%CAGR {2019-2024}
Paper Towels	57.2	1	10.2	0.8
Paper tableware	0.4	2.6	2.9	1.7
Facial Tissues	2109.2	9.3	10.6	7.8
Toilet Paper	5597.3	3.4	4	3.1

Category	Category Volume (million units)	2019 Growth	% CAGR {2014-2019}	%CAGR {2019-2024}
Personal Wipes	23608.2	11.4	11.1	12.5
Moist Toilet Wipes	1036.4	20.7	30.7	20.5

资料来源：中国生活用纸年鉴、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：Euromonitor、国元证券经纪（香港）整理

**疫情催化下，消费者公共卫生意识提升带动卫生用品需求释放。**据凯度消费指数，2003年非典期间，由于消费者疫情期间在家，家庭生活必须用品的需求有明显的提升，卫生纸和面巾纸在非典疫情爆发最为严重的第二季度增长率较其他月份有显著

提升。在疫情催化下，短期内生活用纸的消费需求将有所提升，而中长期将有利于培养我国居民生活用纸的消费习惯向多元化、高端化发展，尤其是消毒湿巾、厨房用纸、手帕纸和其他中高端纸类，未来有望迎来快速增长。

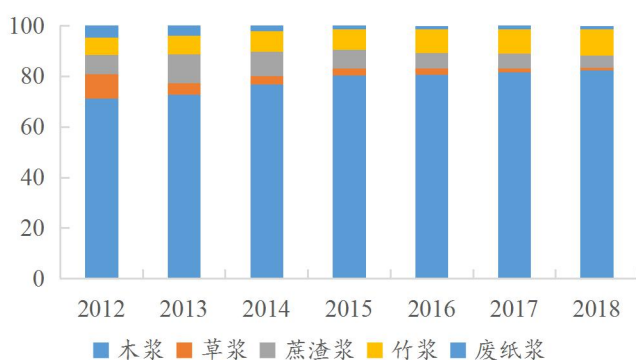
**表 3:卫生纸和面巾纸在非典时期购买金额对比去年同期增速**

季度/年份	卫生纸	面巾纸
2003Q1	4%	9%
2003Q2	5%	37%
2003Q3	1%	11%
2003Q4	2%	5%
2003	3%	16%

资料来源: Euromonitor、国元证券经纪(香港)整理

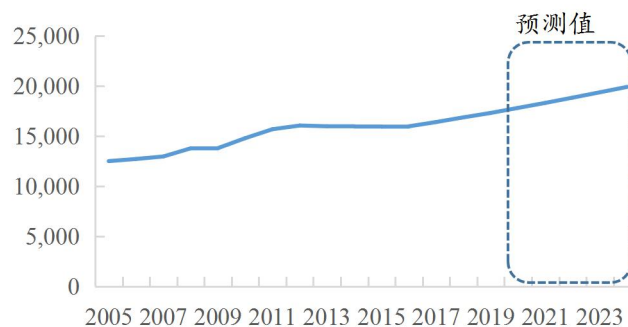
**价升:产品结构优化及产品品质提升驱动生活用纸吨价持续增长。**因非厕用卫生纸的产品价格要高于厕用卫生纸,故消费结构的变化能够推升生活用纸的吨价;此外,随着全民健康防范意识的提升,健康环保、追求安全、食品级别的之类产品越发受到消费者的青睐,消费者也愿意为优质产品买单。根据《中国生活用纸年鉴》,2012-2018年,木浆在生活用纸的纤维原料占比从71.2%提升至82.3%,竹浆的占比亦从6.7%上升至10.5%。一般而言,从舒适度和安全性上比较:纯木浆>竹浆>混合木浆>草浆>再生纸浆,木浆、竹浆使用比例的显著增长也侧面反映出生活用纸的品质在逐步提升。因此,生活用纸的消费升级体现在生活用纸的品类创新及品质提升上,共同驱动行业吨价的提升。伴随高端化趋势的持续推进,未来行业还将在量价齐升的共同作用下,实现市场规模的稳步扩张。

**图 13: 中国生活用纸纤维原料占比**



资料来源: 中国生活用纸年鉴、国元证券经纪(香港)整理

**图 14: 中国生活用纸吨价持续增长(元/吨)**



资料来源: Euromonitor、国元证券经纪(香港)整理

**表 4: 生活用纸行业量价齐升, 驱动市场规模继续稳步增长**

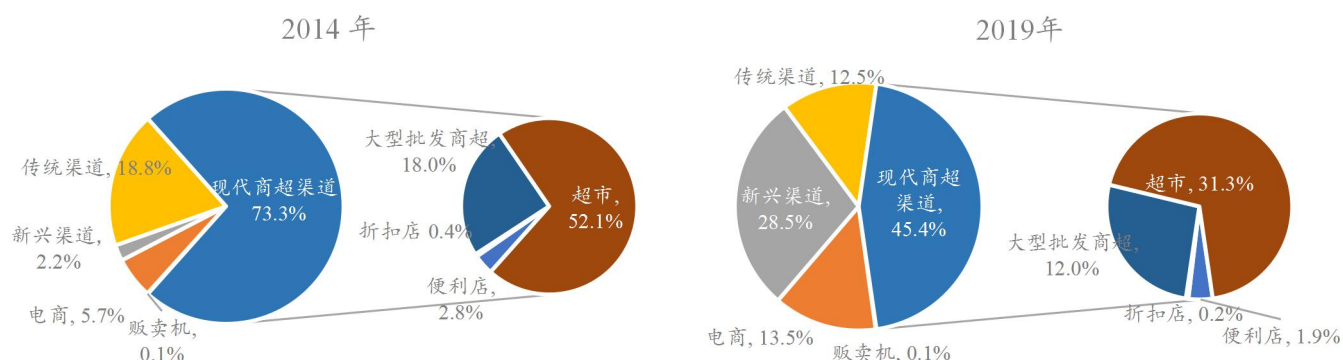
	2019	2024E	CAGR {2010-2019}	CAGR {2019-2024E}
消费量('000 吨)	7764.1	9637.3	6.50%	4.40%
吨价(元/吨)	17314.0	19913.1	1.80%	2.80%
市场规模(百万元)	134427.9	191908.5	8.40%	7.40%

资料来源: Euromonitor、国元证券经纪(香港)整理

➤ 2.1.3 渠道变化：电商渠道势起，商销渠道放量

电商和新兴渠道占比快速提升。目前，生活用纸的销售渠道以传统经销商、现代超市为主要渠道。伴随消费者网购行为的逐渐养成，网上零售的重要性在增强；加上生活用纸本身具有批量购买、易于运输、投递等特性，电商平台成为生活用纸企业的兵家必争之地，近年电商渠道的份额实现快速增长，占比已由2014年的5.7%提升至2019年的13.5%。现代渠道在电商渠道和新兴渠道的挤压下占比已下降至45.4%。

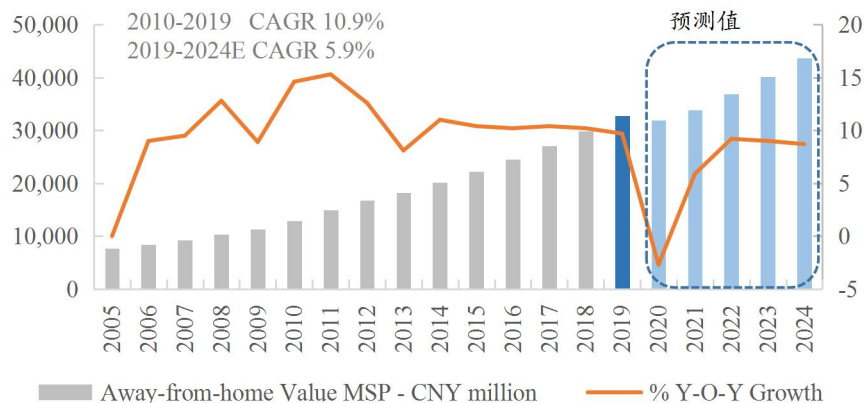
图 15：中国生活用纸渠道结构变化 2014 年 vs 2019 年



资料来源：Euromonitor、国元证券经纪（香港）整理

商销渠道逐渐放量。商销渠道（AFH, Away-From-Home）即纸巾生产商或品牌商向酒店、餐厅、办公楼等消费者在家以外的场所批量销售纸中的模式。伴随城镇化的持续推进，购物中心、办公楼、酒店、餐饮服务、医院的持续扩张，均促进了家外纸中的销售。根据欧睿数据，2019年AFH的市场规模达到320亿元人民币，2010-2019年市场规模的年复合增速达到10.9%。

图 16：中国 AFH 渠道市场规模

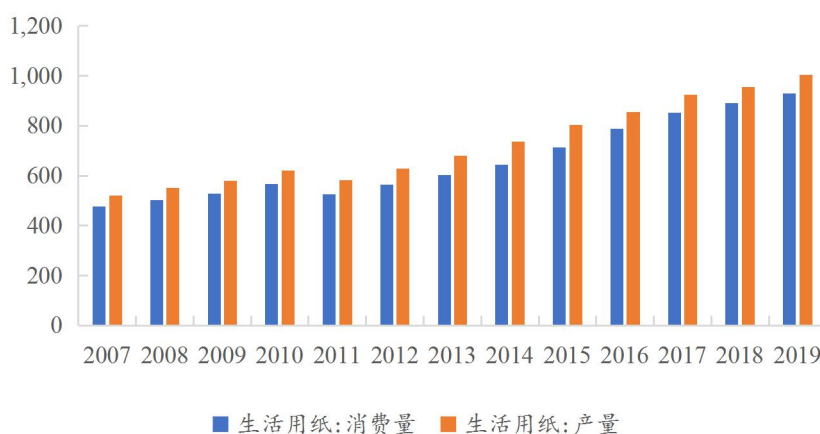


资料来源：Euromonitor、国元证券经纪（香港）整理

➤ 2.1.4 行业集中度有望提升，利好行业龙头

产能相对过剩、环保要求严苛，中小企业经营压力加大。从供给端考虑，虽然产能淘汰进程在持续，但我国的生活用纸行业目前仍处于产能相对过剩的阶段；加上环保政策趋严，生产成本、营销成本不断提升等诸多因素，中小型企业面临较大的竞争和经营压力，行业呈现优胜劣汰、加速洗牌的局面。

图 17：我国生活用纸产销量（万吨）



资料来源：中国生活用纸年鉴、中国造纸协会、国元证券经纪（香港）整理

注：仅 2019 年数据出自中国造纸协会

生活用纸前四大集团，恒安居首。从竞争格局来看，激烈的市场竞争也导致我国生活用纸行业的集中度不高，对比其他国家，存在较大的提升空间。目前行业的前四大集团分别为恒安国际、维达国际、金红叶纸业及中顺洁柔，合共约占 30% 的市场份额，恒安国际市占率位居第一；预期生活用纸龙头企业凭借更强的品牌力和研发实力、广泛的渠道铺设、对成本上行更强的抵抗力及优势的营销资源将抢占中小企业因经营压力退出所腾出的市场空间，行业集中度有望进一步提升。

图 18：我国生活用纸行业集中度与其他国家对比（%）

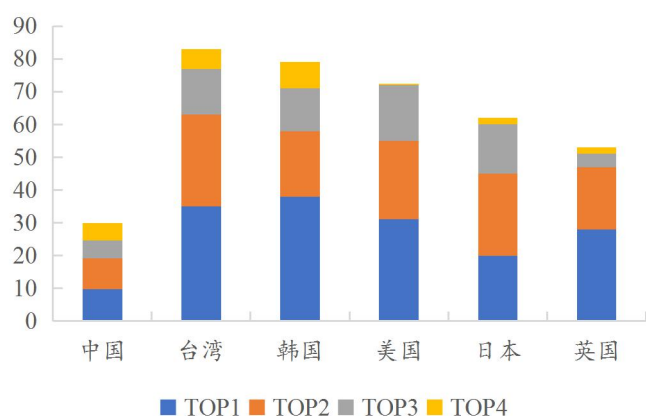
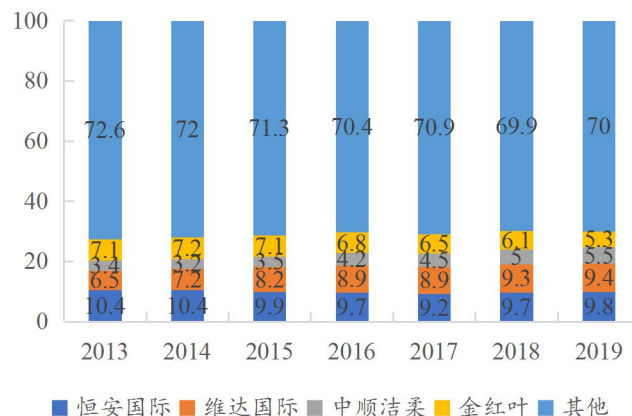


图 19：我国生活用纸行业 CR4（%）



资料来源：Euromonitor、中国生活用纸年鉴、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：Euromonitor、国元证券经纪（香港）整理



## 2.2 卫生巾行业：行业渗透率高，市场参与者在产品差异化及创新性方面展开激烈角逐

### ➢ 2.2.1 行业渗透率高，现已步入成熟期

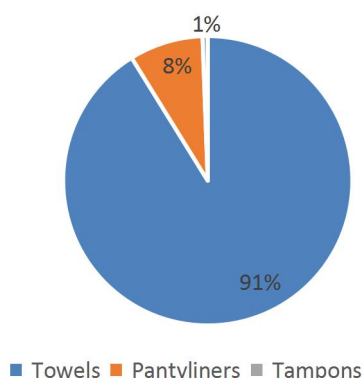
卫生巾 2017 年渗透率已达 100%。女性卫生用品主要包括卫生巾、卫生护垫和卫生棉条，其中卫生巾是最大的细分品类，也是拉动整个市场发展的主要动力。在我国卫生巾于 20 世纪 80 年代进入中国，市场需求在 90 年代爆发，在 2000 年后产品基本完成普及；伴随渗透率的逐步提升，卫生巾市场规模实现稳步增长；根据欧睿数据，2005-2015 年，中国女性卫生用品零售市场规模的年复合增速为 9.8%。根据《中国生活用纸年鉴》，2017 年我国的卫生巾市场渗透率已达到 100%，整体市场进入饱和期，2015-2019 年市场规模的年复合增速降至 5.5%，市场规模达到 918 亿元。

图 20：中国女性卫生用品零售市场规模



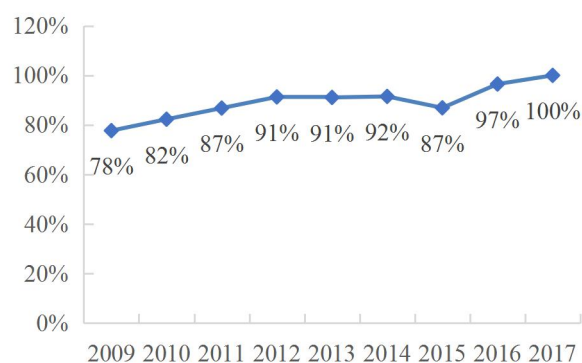
资料来源：Euromonitor、国元证券经纪（香港）整理

图 21：女性卫生用品分类



资料来源：Euromonitor、国元证券经纪（香港）整理

图 22：中国卫生巾市场渗透率



资料来源：《中国生活用纸年鉴》、国元证券经纪（香港）整理

### ➢ 2.2.2 产品升级及创新将成为未来市场增长的主要驱动力

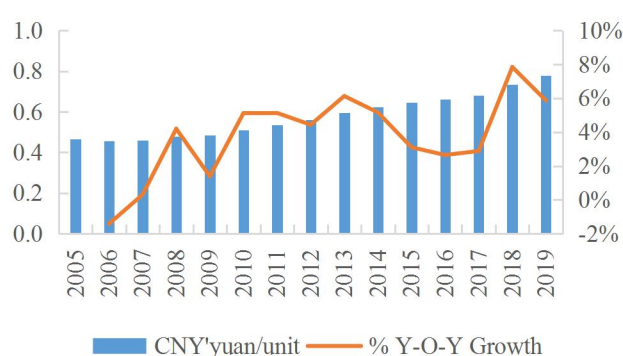
2015 年至今，市场规模的扩张主要来自于价的提升。从消费量和价的角度来看，2005-2015 年间，市场规模的快速增长得益于量和价的双重驱动。期内，消费量和

产品均价的年复合增速分别为 6.3%和 3.3%；而 2015-2019 年间，市场规模的增长则更多是受产品均价提升所带动，其中，消费量和产品均价的年复合增速分别为 0.7%和 4.8%，主要是女性消费者对优质、健康舒适、个性化、自由便利的使用体验等需求增加，生产厂商顺势在产品材质上不断升级，在产品规格和产品使用体验上不断创新，消费升级趋势明显。

图 23：中国女性卫生用品消费量



图 24：中国女性卫生用品零售终端售价



资料来源：Euromonitor、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：Euromonitor、国元证券经纪（香港）整理

表 5：卫生巾生产商推出高端增值产品，产品消费升级趋势明显

升级方向	示例
品质及体验感提升	 有机棉卫生巾  蚕丝卫生巾  天然松木透气芯  舒适 V 感  极薄裸感
主打功能性	 抗菌、暖宫  负离子抑菌  KMS 清凉配方  缓解痛经
形式创新	 裤型卫生巾  液体卫生巾  卫生棉条
规格细分	基础日用：卫生护垫（如：150/152/155mm 等）、迷你卫生巾（如：180/190mm 等）、日用卫生巾（如：235/240/245mm 等） 基础夜用：夜用卫生巾（如：280/285/290mm 等）、加长夜用卫生巾（如 310/330/350/380mm 等）、超长夜用卫生巾（如：410/420mm 等）、裤型卫生巾
个性化	 小到可以放进卡包的卫生巾

接下一页 ↓



资料来源：国元证券经纪（香港）整理

**产品创新及高端化将驱动行业继续扩容。**考虑到市场渗透率已经饱和，未来消费量在人们更换频次增加及女性适龄向两端延伸的推动下，有望保持平稳或略有增长；随着卫生巾市场的进一步发展和女性消费者健康意识的不断增强，卫生巾功能的多样化、差异化将会是行业未来的发展趋势，产品的升级、创新将成为未来市场增长的主要拉动力。

**表 6：卫生巾量稳价增驱动行业继续扩容**

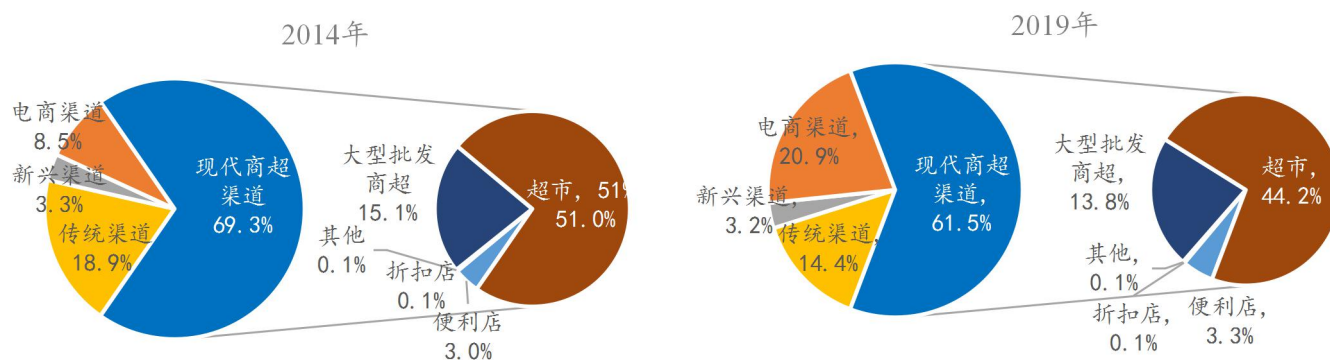
	2019	2024E	CAGR{2015-2019}	CAGR{2019-2024E}
消费量(百万片)	81620.5	86125.6	3.1%	1.1%
零售均价(元/片)	1.03	1.24	3.1%	3.9%
市场规模(百万元)	83690.9	106781.9	6.3%	5.0%

资料来源：Euromonitor、国元证券经纪（香港）整理

➤ **2.2.3 渠道变化：现代商超渠道为主要销售渠道，电商渠道占比快速提升**

我国卫生巾销售渠道主要包括现代商超渠道（超市、便利店、折扣店、大型批发商超）、传统渠道、电商渠道及其他新兴渠道。近年电商渠道发力，不断挤占现代及传统渠道，卫生用品生产商也积极与各大电商平台达成深度合作，共同开拓线上线下销售渠道。就目前而言，现代商超渠道仍然是卫生巾市场的主要销售渠道。

**图 25：卫生巾渠道结构变化 2014 年 vs 2019 年**

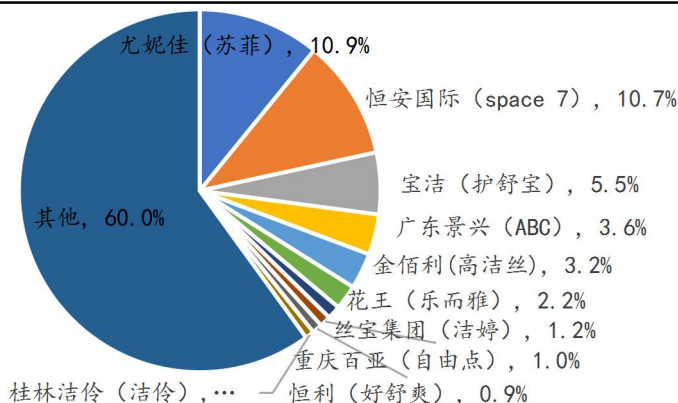


资料来源：Euromonitor、国元证券经纪（香港）整理

➤ 2.2.4 市场充分竞争，行业集中度有望进一步提升

2019年尤妮佳首次超越恒安，市占率排名第一。我国卫生巾行业生产厂商众多，市场竞争激烈，市场集中度较低，众多本土品牌和外资品牌共同参与竞争。据欧睿数据，2019年我国卫生巾市场中，外资品牌尤妮佳首次超越恒安国际，以10.9%的市场份额位列行业第一；恒安国际紧随其后，市场份额为10.7%（主要是2019年公司在渠道改革和管理价盘等方面进行调整，短期拖累表现）；市场排名靠前的参与者还包括宝洁、景兴、金佰利、花王等，市场竞争格局近年基本保持稳定。

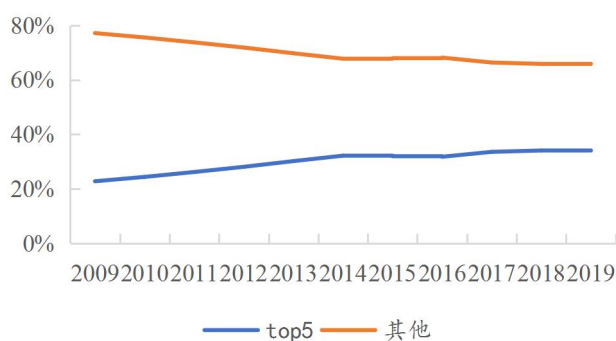
图 26：中国女性卫生用品市场竞争格局



资料来源：Euromonitor、国元证券经纪（香港）整理

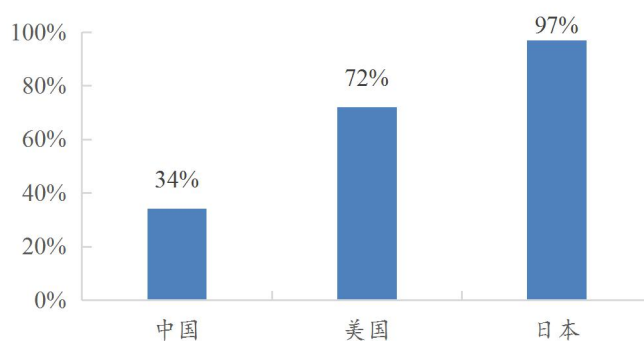
市场集中度低，未来仍有提升空间。从趋势上来看，中国女性卫生用品的市场集中度在逐步提升，CR5 的市场占有率从 2009 年的 22.8% 上升至 2019 年的 33.9%，近年提升幅度略有放缓。参考美国、日本前 5 大品牌超过 70% 的市场占有率，我国卫生巾市场还有进一步提升的空间。预期市场参与者将在产品差异化及创新性方面展开激烈角逐，产品线丰富、品牌积淀深厚的头部生产厂商将会具有较大的竞争优势，恒安作为本土企业中的绝对龙头，有望持续扩大份额。

图 27：中国女性卫生用品市场集中度在持续提升



资料来源：Euromonitor、国元证券经纪（香港）整理

图 28：中、美、日卫生巾行业市场集中度 CR5 (2018)



资料来源：Euromonitor、国元证券经纪（香港）整理

## 2.3 纸尿裤行业：渗透率提升、消费升级，市场发展空间广阔

### ➤ 2.3.1 受益于庞大的婴幼儿人口基数及渗透率的提升，婴幼儿纸尿裤市场规模迅速扩大

婴儿纸尿裤于 20 世纪 90 年代略晚于卫生巾进入我国市场，到 2002 年后进入快速发展阶段。得益于市场接受度的快速提升，产品渗透率由 1993 年 0.07% 上升至 2018 年的 63.9%，叠加庞大的婴幼儿人口数量，纸尿裤的市场规模迅速扩大。根据欧睿数据，2005-2019 年间，婴儿纸尿裤消费量从 34.69 亿片增加至 326.7 亿片，年复合增速达 17.4%；市场规模从 48.07 亿元上升至 610.59 亿元，年复合增速达到 19.9%。

图 29：中国婴儿纸尿裤市场渗透率

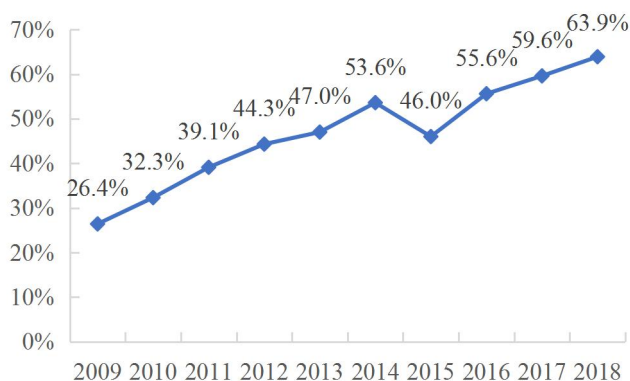
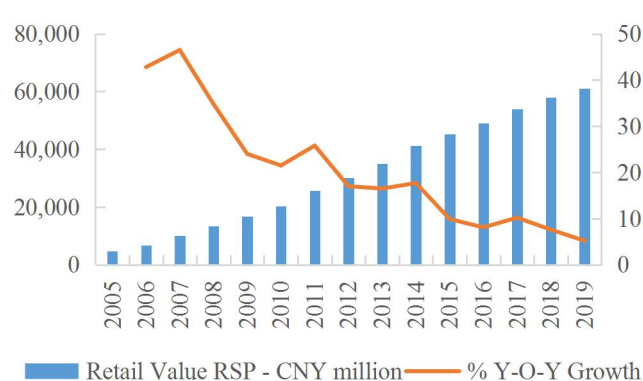


图 30：中国婴儿纸尿裤市场规模



资料来源：中国生活用纸年鉴、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：Euromonitor、国元证券经纪（香港）整理

图 31：中国婴儿纸尿裤消费量

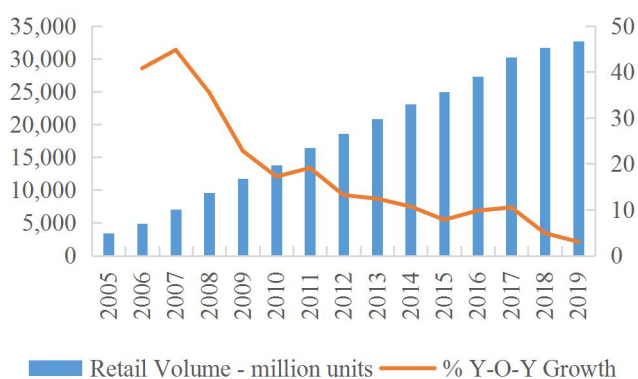
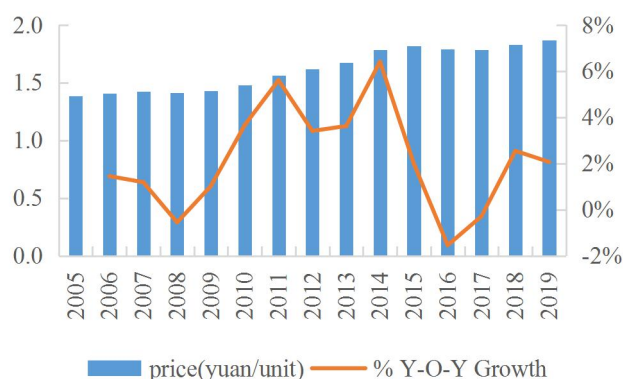


图 32：中国婴儿纸尿裤消费均价



资料来源：Euromonitor、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：Euromonitor、国元证券经纪（香港）整理

### ➤ 2.3.2 虽然新生儿出生率呈下降趋势，但婴幼儿纸尿裤市场仍具较大成长空间

随着适育龄妇女人数的减少以及全社会生育意愿的降低，预计中长期国内出生率将呈下降趋势。观察中国人口金字塔，目前人口结构的两个峰值分别位于为 45-49 岁及 25-29 岁这两个年龄段，分别对应中国 1960s 的第一波婴儿潮和该人群进入生育

年龄诞生的子女（85-90 世代）。1980 年独生子女政策正式实施，中国人口断层出现，适育龄妇女人数随之减少。此外，随着女性受教育程度的提高以及就业参与，女性生育孩子的机会成本上升，国内住房、教育、医疗以及养老成本不断攀升，家庭生育意愿削弱。预计中长期中国出生率将呈下行趋势。

图 33：中国人口年龄结构预期（2015 vs. 2040）

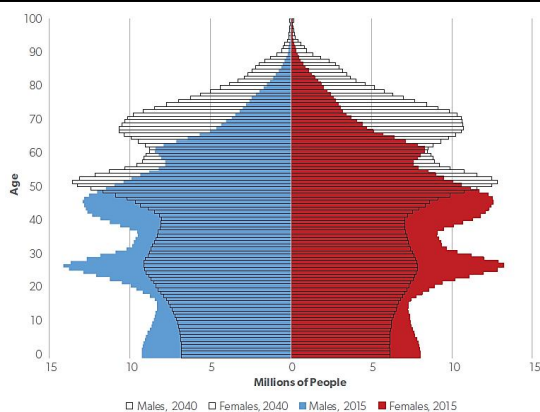
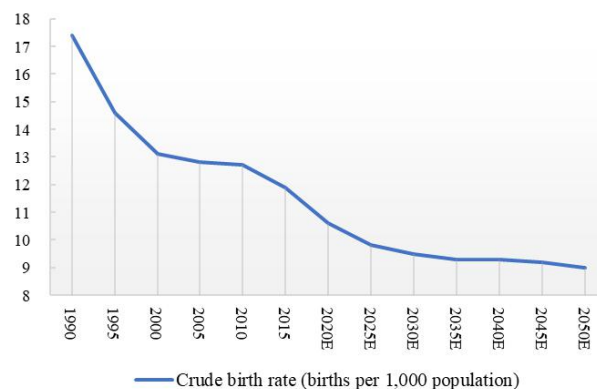


图 34：预计中长期中国出生率将呈下行趋势



资料来源：UN World Population Prospects 2017、国元证券经纪(香港)整理

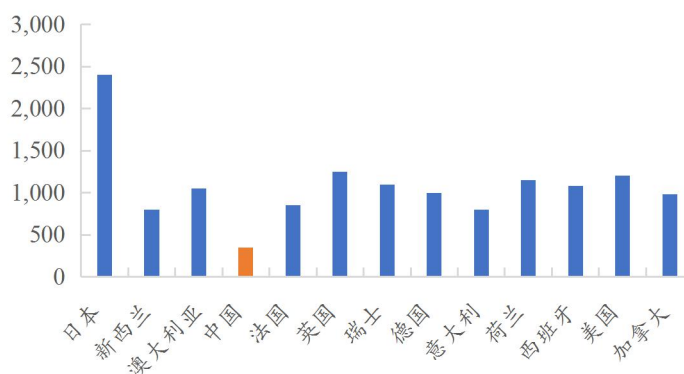
资料来源：联合国、国元证券经纪(香港)整理

**尽管出生率降低，但纸尿裤的消费量仍然具备较大的成长空间：**

渗透率提升。虽然我国婴儿纸尿裤的市场渗透率提升速度明显，但相较美国、日本等发达国家 90% 以上的市场渗透率相比，我国婴儿纸尿裤市场的渗透率仍然具备提升空间，尤其是低线城市的渗透率要远低于一线城市。随着城镇化进程的加快，城乡差异在逐步缩小，有助于低线城市父母接受更为现代化的生活及育儿观念，婴儿纸尿裤的使用将进一步从大中型城市向中小型城市以及农村地区普及。

使用频次增加。相较发达国家，我国婴幼儿使用纸尿裤的频次也有待提升，这与纸尿裤更换不勤、以及出于节俭传统，多数家庭仅在夜间和外出时才使用纸尿裤有关。预期人均可支配收入的增加及育儿观念的转变将有助于人均消费量提升。

图 35：中国 0-3 岁婴幼儿人均纸尿裤使用量处较低水平（消费量/片）



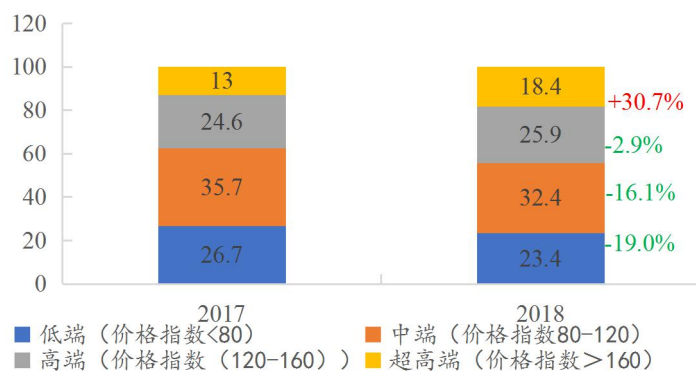
资料来源：Euromonitor、国元证券经纪(香港)整理

使用年龄延长。在训练孩子如厕的问题上，中国的父母与发达国家的父母存在较大差异。中国的父母（尤其是老一辈）通常过早的让孩子进行如厕训练，想让孩子可以尽早脱离尿布的束缚。而国外的父母提倡 Take it easy，更多的是依赖于纸尿裤，待孩子 2-3 岁，括约肌和神经系统发育成熟之后再开始进行如厕训练。伴随年轻一代的中国父母在育儿方面的知识触达更便捷、知识储备更丰富，将会指导家长科学的对孩子进行如厕训练，婴幼儿纸尿裤的使用时间有望延长。

产品高端化趋势驱动市场继续扩容。伴随居民可支配收入增加以及父母对婴儿卫生、照护意识的提高，具备超薄柔软、弹性腰围、超薄干爽等特点和功能的中高端产品不断涌现，市场需求旺盛，行业消费升级趋势明显。据尼尔森数据，2018 年在母婴渠道当中，160 元以上的超高端价位的纸尿裤销售额增长超过 30%，高端婴幼儿纸尿裤市场呈现出极大的发展潜力。而从产品分类上看，以拉拉裤（内裤式纸尿裤）为代表的中高端纸尿裤产品受到越来越多家庭的青睐，相比纸尿裤，拉拉裤增加了防侧漏功能，吸收能力更强，通过腰围魔术贴可自行调整松紧，婴儿穿着、使用更加舒服、便利，价格也普遍更高，近年成长迅速。预期中高端产品的增长，将继续推动我国婴儿纸尿裤市场规模的进一步扩大。

图 36：母婴渠道婴儿纸尿裤价格段份额占比及增长%

表 7：纸尿裤分类价值及销量



Category	Value (CNY million)	yoy 2019	CAGR {2014-2019}	CAGR {2019-2024E}
Disposable Pants	8887.5	29.2%	31.70%	24.70%
Nappies/Diapers	52171.8	1.9%	6.00%	6.60%

Category	Volume (million units)	yoy 2019	CAGR {2014-2019}	CAGR {2019-2024E}
Disposable Pants	3746	2.6%	30.40%	21.50%
Nappies/Diapers	28924.3	0.7%	5.50%	5.40%

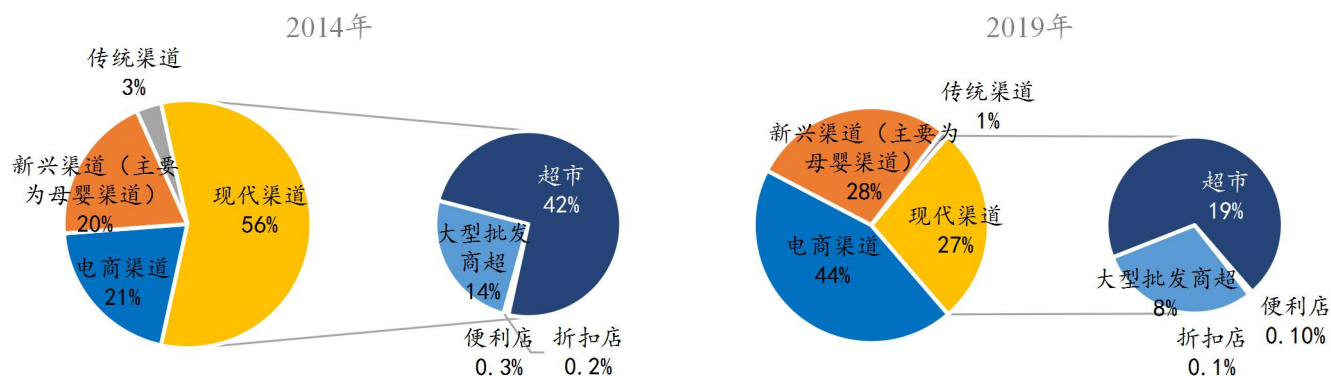
资料来源：尼尔森、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：Euromonitor、国元证券经纪（香港）整理

### ➤ 2.3.3 渠道变化：母婴、电商渠道成长迅速

新零售业态母婴及电商渠道势起，共同挤压现代商超及传统渠道。母婴渠道凭借其专业化、品牌化的优势，近年来在国内发展迅速，成为婴儿纸尿裤产品销售的重要通路之一；而电商渠道凭借其便利性，伴随互联网的普及及网购的流行，已成为婴儿纸尿裤产品最大的销售渠道，销售占比从 2014 年 20.4% 跃升至 2019 年的 44%。在“新零售业态”的驱动下，传统销售渠道与市场格局正发生变化，使更多的国产品牌能够有机会进入市场与外资品牌一同博弈。

图 37: 纸尿裤销售渠道变化

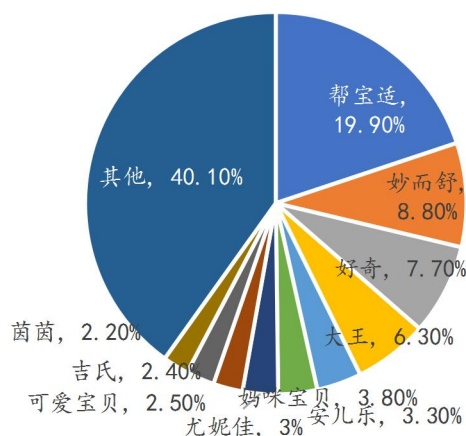


资料来源: Euromonitor、国元证券经纪 (香港) 整理

### ➤ 2.3.4 品牌众多，竞争激烈，外资品牌占据主导地位

**外资品牌占据主导地位。**外资产商在我国婴儿纸尿裤行业发展的初期就已纷纷布局国内市场，凭借其先进的生产技术和研发水平、较高的品牌知名度迅速抢占我国婴儿纸尿裤市场，排名靠前的有宝洁的“帮宝适”、金佰利的“好奇”、以及日系品牌，包括花王、尤妮佳、大王等品牌及其集团旗下的妙而舒、妈咪宝贝等一直处于中国纸尿裤市场的领导地位,2019年市占率合计达49.5%，近半壁江山；而恒安的安儿乐属于国产品牌当中排名居前的纸尿裤品牌，排名第6，市占率为3.3%。

图 38: 我国婴儿纸尿裤市场竞争格局 (2019年)



资料来源: Euromonitor、国元证券经纪 (香港) 整理

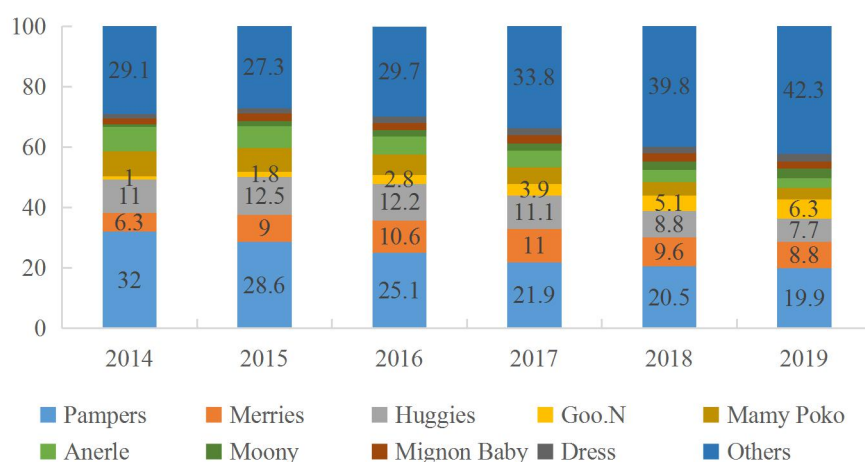
**行业集中度有所下降。**从趋势上看，中国婴幼儿纸尿裤市场集中度呈现下降趋势，这主要因二胎政策放开后，有大量玩家涌入纸尿裤市场；加上新零售业态的势起也给新进品牌发展的机会。2018年据中国造纸协会，统计在册的婴儿纸尿裤企业有



701 家，行业整体集中度不高，市场竞争激烈。

本土品牌在产品品质提升及新零售业态的双轮驱动下，有望抢占更多市场份额。经过多年的发展和赶超，国内的生产厂商在自主研发和产品创新方面已得到明显提升，部分头部制造商的自主设计研发能力、生产技术和质量控制水平基本达到甚至超越国外同类产品。在品质提升和新零售业态势起的背景下，国产品牌正受到越来越多消费者的认可，且凭借在价格及渠道上的优势，外资品牌正面临国产品牌的强势反攻。

图 39：市场竞争激烈，新进入者较多，集中度有所下降（%）



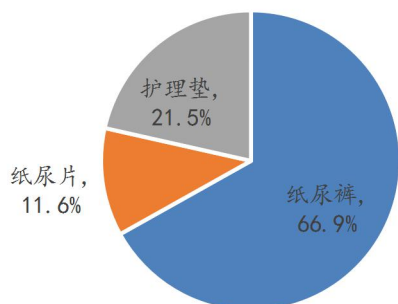
资料来源：Euromonitor、国元证券经纪（香港）整理

### ➤ 2.3.5 人口老龄化激发成人纸尿裤市场需求

成人失禁用品包括成人纸尿裤、纸尿片及护理垫，消费群体包括活动不便的老人、因手术或生育导致的卧床患者、以及因外出或交通堵塞无法如厕的功能性需求患者等。

我国成人失禁用品尚处导入期，老龄化趋势+渗透率偏低，市场潜力巨大。我国的成人失禁用品尚处于起步阶段，产品渗透率较低，随着居民家庭收入的增加，以及对生活品质和卫生意识的提高，成人失禁用品呈现出快速发展的势头。2018 年，成人失禁用品市场规模合计达到 70.3 亿元，同比增长 11.8%。2012-2018 年市场规模的年均复合增速高达 21.3%。我国目前面临严重的人口老龄化问题，2019 年末，65 岁及以上人口达到 1.7 亿人，占人口的比重达到 12.6%，潜在消费群体数量庞大；同时，据中国纸网数据，中国成人纸尿裤的市场渗透率仅有个位数，距离北美 65% 及日本 80% 的渗透率差距甚远，我国成人失禁用品市场潜力巨大。

图 40: 成人失禁用品消费量结构占比 (2018)



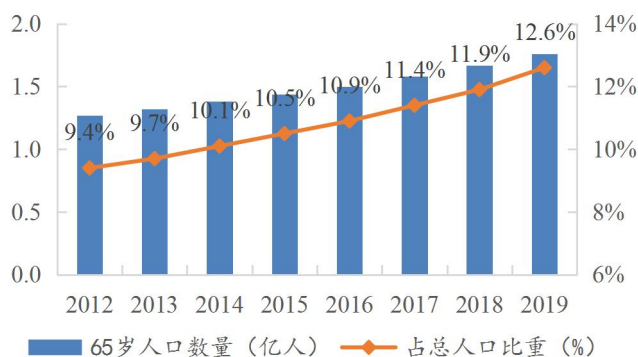
资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

图 41: 中国成人失禁用品市场规模(亿元)及增长率



资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

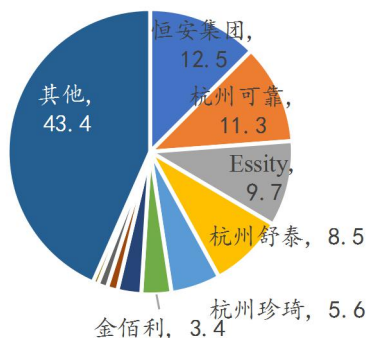
图 42: 2012-2019 年我国 65 岁以上人口增长情况



资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

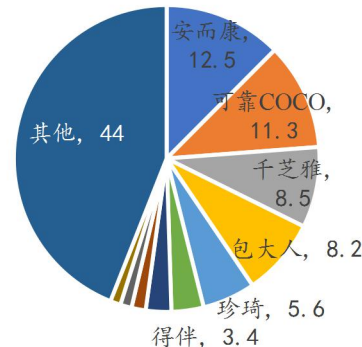
市场以价格为导向, 国产品牌占据主导。由于国内的失禁人群的消费习惯尚未完全养成, 还处于消费者教育阶段, 以价格为导向的消费理念仍然主导成人失禁用品市场, 产品消费主要集中在满足基本功能的、具有高性价比的中低档纸尿裤(片)产品。从竞争格局来看, 成人失禁用品市场主要由国产品牌占据主导地位且市场格局分散, 前十名产商市场份额合计为 56.6%, 其中恒安的安而康多年来保持市场排名第一的位置。未来随着中国经济的发展、社会老龄化进程的加速以及老年消费者观念的逐步转变, 中国成人失禁用品市场将有望进入快速增长期。

图 43: 2019 年成人纸尿裤市场格局(生产厂商, %)



资料来源: Euromonitor、国元证券经纪(香港)整理

图 44: 2019 年成人纸尿裤市场格局(品牌, %)



资料来源: Euromonitor、国元证券经纪(香港)整理

## 2.4 短期内浆价有望维持低位，生活用纸企业具备利润弹性

### ➤ 2.4.1 中高档生活用纸以木浆为原料，多为进口

纸浆是生活用纸生产过程中的主要原材料，占生产成本的 50-70%。在我国，生活用纸行业使用的纸浆主要为木浆（包括阔叶浆/针叶浆）、竹浆、蔗渣浆、草浆和废纸浆；消费升级趋势下，木浆已成为当前生活用纸的主流原材料。2018 年，木浆在我国生活用纸纤维原料中的占比达到 82.3%，高档生活用纸龙头企业如恒安、维达、金红叶、中顺洁柔均已采用 100%原生木浆作为原料。在我国，由于木浆产能有限，叠加环保政策趋紧的形势下，生活用纸企业的木浆多以进口为主，木浆进口依存度超过 60%。

图 45：木浆成为我国生活用纸行业的主要原料（%）

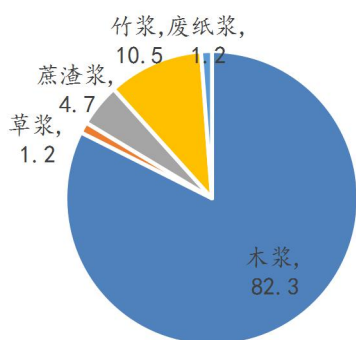
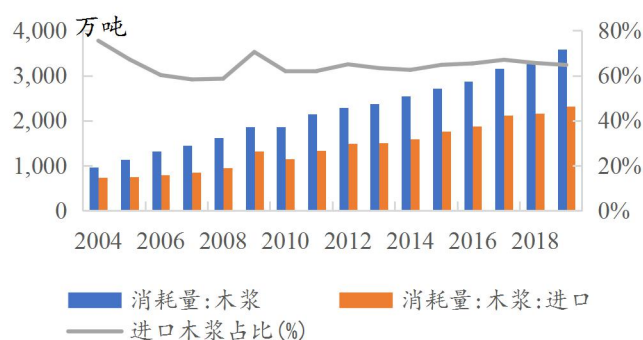


图 46：我国木浆进口依存度超过 60%



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

### ➤ 2.4.2 新冠疫情全球蔓延，预期短期内全球浆价仍将低位平稳运行

受需求疲软、库存高企等因素影响，木浆价格于 2019H1 开始回落。考虑到新冠疫情对造纸行业的生产和消费带来较大的负面影响，部分纸厂停机限产，纸浆需求转弱；此外，国内港口木浆库存虽持续下降，但总量仍处高位，预期浆价短期内仍将呈现平稳低位运行态势。作为生活用纸的主要原材料，浆价持续低位有助于降低生活用纸企业的成本端压力，进一步释放利润弹性。

图 47：中国主要港口库存量（千吨）

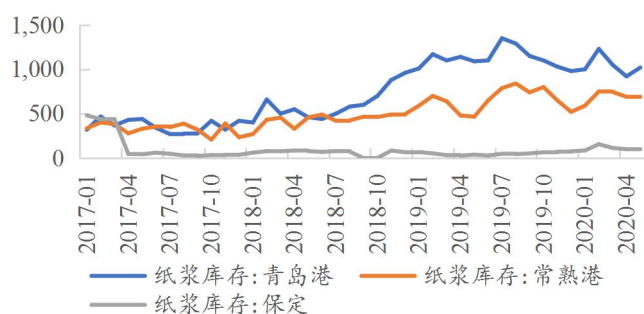
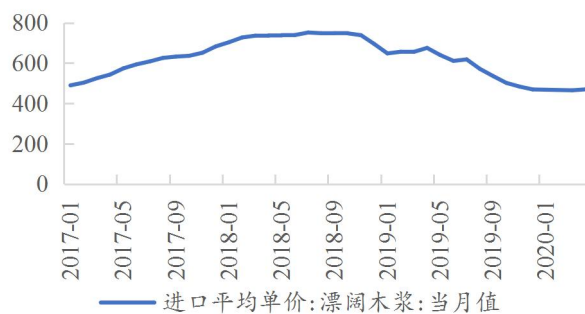


图 48：2019H1 木浆价格回落，目前低位运行（美元/吨）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

## 3. 公司亮点

### 3.1 品牌形象深入人心，多品牌多品类协同发展

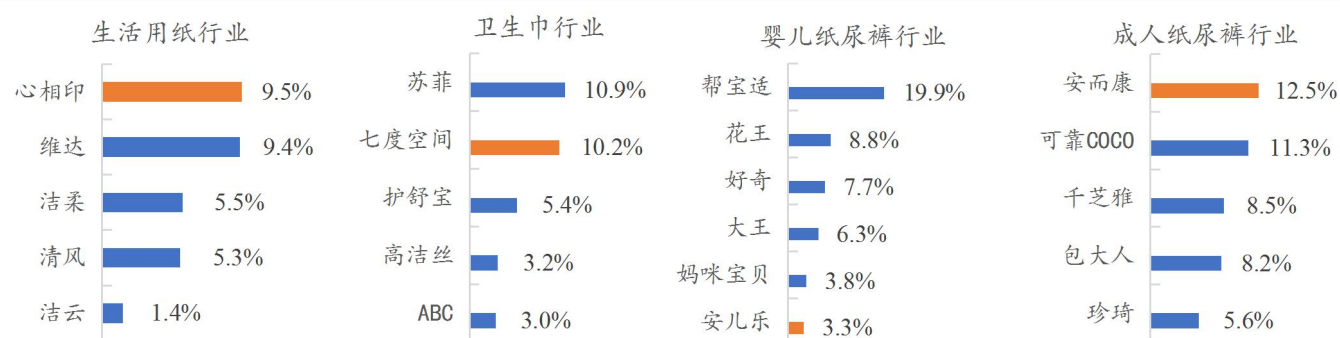
#### ➤ 3.1.1 品牌形象深入人心，市占率名列前茅，受益行业增长及市场集中度提升

**品牌形象深入人心。**福建恒安集团有限公司创立于1985年，秉承“追求健康，你我一起成长”的企业使命，专注于生活用纸、卫生巾和纸尿裤产品的研发、生产和销售。经过多年的发展，公司凭借在技术研发、产品设计、质量控制和品牌建设等方面的持续投入，在业内树立起了良好的口碑和极高的品牌认知度，旗下品牌心相印、安尔乐、安儿乐被誉为中国驰名商标，品牌形象深入人心。

**企业获奖无数，品牌知名度和美誉度不断提升。**公司凭借自身强劲的企业实力、出色的品牌价值和影响力，获得2019年度“中国（造纸行业）十大领军品牌”的荣誉称号，在“2019中国品牌价值评价信息”中，恒安集团以443亿元的品牌价值再登中国品牌价值榜，在轻工行业中位列第五位。根据凯度消费者指数发布的《2020亚洲品牌足迹报告》，2019年恒安集团心相印凭借3.6亿人次的消费者初级数，入围中国快消品品牌前十，成为中国市场消费者选择最多的生活用纸品牌。卫生巾品牌“七度空间”获评艾媒金榜(iiMedia Ranking)发布的《2020中国卫生巾品牌排行榜》TOP10。2020年初新冠疫情爆发，集团累计捐赠物资及现金约2,000万元，积极承担社会责任，品牌知名度及美誉度不断夯实。

**公司是家庭生活用品行业中当之无愧的民族领先品牌。**据欧睿数据，2019年，公司旗下品牌“心相印”在生活用纸行业的市场份额排名第一；“七度空间”品牌在卫生巾行业的市占率排名第二(受渠道改革影响，排名有所下滑，过往多年位居第一)；婴儿纸尿裤行业目前仍由外资主导，国产品牌中只有恒安的“安儿乐”排名靠前；成人纸尿裤领域，恒安的“安而康”也多年位居市场首位。

图 49：2019 年恒安国际在各子行业市场排名（品牌排名）



资料来源：Euromonitor、国元证券经纪（香港）整理

表 8：据凯度消费者指数，心相印成为中国市场消费者选择最多的生活用纸品牌（2019 年）

排名	品牌	消费者触及数（百万）	渗透率（%）	消费者选择	消费者触及数增长（%）
1	伊利	1297	91.6	7.9	1.0
2	蒙牛	1081	89.1	6.7	1.7
3	康师傅	826	81	5.7	-3.5
4	海天	566	75.7	4.2	8.1
5	双汇	430	60.7	3.9	-2.8
6	旺旺	426	64.1	3.7	-6.5
7	农夫山泉	408	63.2	3.6	9.9
8	立白	382	65.6	3.2	-1.4
9	光明	367	37.4	5.4	-6.3
10	心相印	362	59.7	3.4	2.4

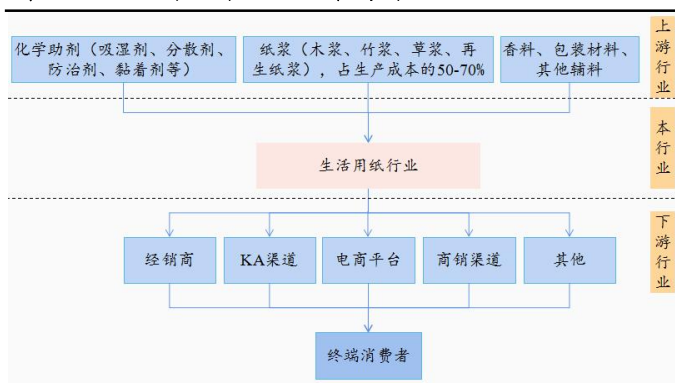
资料来源：凯度消费者指数《2020 亚洲品牌足迹报告》、国元证券经纪（香港）整理

行业龙头将受益市场规模的增长和集中度的提升。在价格提升方面，产品创新及高端化将驱动生活用纸、卫生巾、纸尿裤行业继续扩容；且生活用纸的人均消费量和纸尿裤的渗透率还有继续提升的空间，恒安作为行业龙头，将受益于市场规模的持续增长。另外，从行业集中度来看，三个行业的集中度均不高，在环保、成本、研发、规模、品牌等具备优势的龙头企业将继续吞并不堪经营压力的中小型企业，市场份额进一步向龙头集中将是顺势所趋。

### ➤ 3.1.2 多品牌、多品类发展，享协同效应，满足更多消费需求

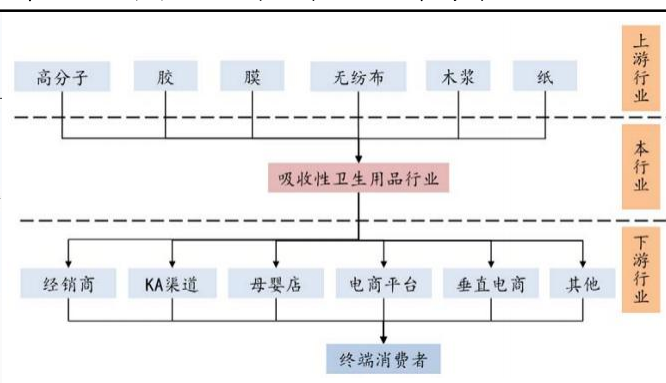
多品类有助发挥协同效应，降低成本波动敏感度。恒安同时拥有生活用纸、卫生巾和纸尿裤三大品类；三大品类不但在上游原材料方面有一定重叠，可以实现资源共享，在下游的渠道方面，生活用纸和卫生巾也有极高的重合度，有助发挥协同效应。而相较于仅拥有生活用纸业务的纸企来说，由于木浆占生产成本的 50-70%，木浆价格的波动会对公司的经营业绩造成较大影响，而品类的丰富能够降低公司对单一原材料价格波动的敏感度，有助公司维持相对稳定的利润率水平。

图 50：生活用纸行业的上下游行业



资料来源：国元证券经纪（香港）整理

图 51：吸收性卫生用品行业的上下游行业



资料来源：杭州豪悦招股书、国元证券经纪（香港）整理

未来产业更趋多元，进一步满足细分化、多元化的消费需求。除生活用纸、卫生巾、纸尿裤三大主赛道，公司经营领域还涉及化妆及护肤类产品，2019年公司以「若颜初」品牌推出棉柔巾、卸妆棉、保湿面膜等女性护理产品，积极发展卫生巾以外的女性健康护理产品；公司也大力发展家居用品业务，2018年收购主要在中国市场从事食物保鲜膜及胶袋制造的声科集团，进一步丰富该业务项下的产品组合。2019年新冠疫情爆发，公司于2月15日引进新的口罩生产线，正式出产医用口罩产品；5月20日，正式获批五年期医疗器械生产许可证，成为福建省内疫情转产后首家拿到医疗器械生产许可证的口罩类的生产企业，扩充公司在卫生用品类别中的新版块。恒安作为中国领先的个人及家庭卫生用品企业，未来将从生活用纸、卫生巾、纸尿裤三大品类稳步向女性护理、婴童护理、老人健康、生活用品、医疗用品等产业延伸，进一步满足细分化和多元化的消费需求。

图 52：恒安国际目前主营业务



资料来源：公司演示材料、国元证券经纪（香港）整理

多品牌满足不同层级的消费需求。针对不同的消费层次、年龄层次和消费需求提供差异化、个性化的产品选择，是行业未来的发展趋势，故公司搭建了覆盖不同消费群体的多层次品牌矩阵。既有通过产品创新、升级满足中高端消费群体的中高档品牌，亦有满足低线城镇及农村实惠型消费需求的经济型品牌，同时将消费人群、消费场景进行进一步细分，结合品牌、营销手段、产品包装等方面赋予各个品牌精准的市场定位和鲜明的品牌形象。例如公司的卫生巾业务当中，有起家的经济型品牌“安乐”，有升级换代产品针对中高端市场的品牌“安尔乐”，而后通过对消费群体的进一步细分推出针对年轻女性的中高端品牌“七度空间”，以及面向都市白领女性的超高端品牌“Space 7”。公司通过多品牌、差异化的发展战略，有效覆盖了不同类型与层次的消费群体，不但扩大了公司产品的受众，也提高了市场占有率及

顾客黏性。

表 9：公司拥有多层次产品矩阵

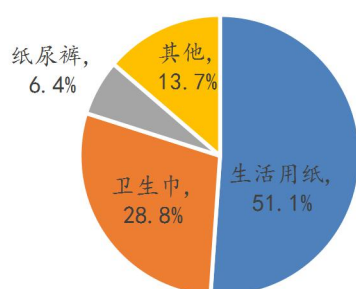
品牌	上市时间	市场定位	主要消费人群	包装	价格 (元/片)
安乐	1985 年	经济型	中小城市大众女性		0.3
安尔乐	1993 年	中高端	中高端消费人群		0.5
七度空间	2002 年	中高端	学生及年轻白领		0.8
Space 7	2017 年	超高端	都市白领、成熟女性		1.56

资料来源：国元证券经纪（香港）整理 注：正处于 618 期间，产品价格可能较平日价格略低

### ➤ 3.1.3 多品牌、多品类发展，毛利率业内领先

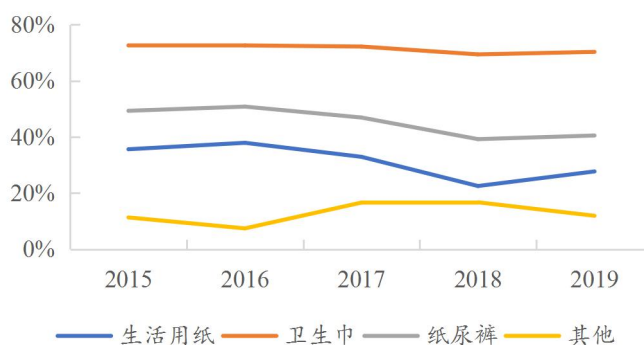
卫生巾、纸尿裤毛利率领先于纸巾业务。分业务来看，2019 年，公司占比 51% 的纸巾业务毛利率为 27.7%，而卫生巾和纸尿裤业务虽然收入贡献不及纸巾，但拥有着较好的盈利能力，尤其是卫生巾业务。2019 年，卫生巾、纸尿裤的毛利率分别达到 70.3% 和 40.5%，公司的综合毛利率达到 38.6%。

图 53：2019 年公司收入结构



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

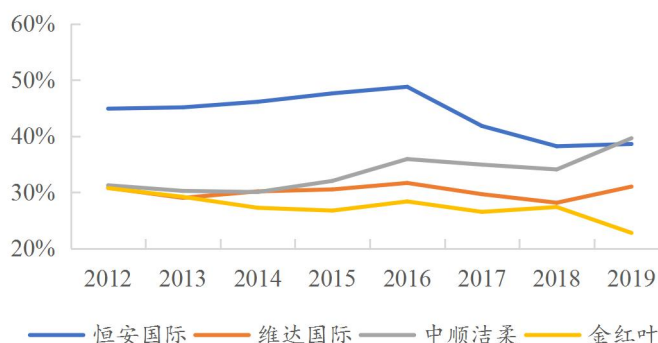
图 54：各业务毛利率情况



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

公司毛利率领先行业。多品类的发展使恒安一直以来拥有较同业竞争者领先的毛利率水平。2017 年公司毛利率出现一定幅度的下降，主要因公司于 2018 年采取新的国际会计准则，要求把促销费用抵销收入处理，一般该部分费用占到收入的高单位数至 10% 左右，致公司收入及毛利不可直接与过往年度比较，也正因为如此，公司 2019 年的毛利率略低于采取中国会计准则的竞争对手之一中顺洁柔。

图 55：恒安国际和同业竞争者的毛利率对比



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

毛利率受益于多品类、多品牌战略，有望持续获得提升。卫生巾、纸尿裤业务拥有较高的盈利性，一方面得益于公司的规模化效应，另一方面也得益于公司30多年来在产品质量和品牌建设方面所积累下的口碑效应，消费者愿意支付溢价购买升级产品，驱动产品结构的持续性改善。预期在消费升级背景下，恒安凭借多品类、多品牌的发展战略，盈利能力有望获得持续提升，继续引领行业。

### 3.2 公司研发水平国内领先

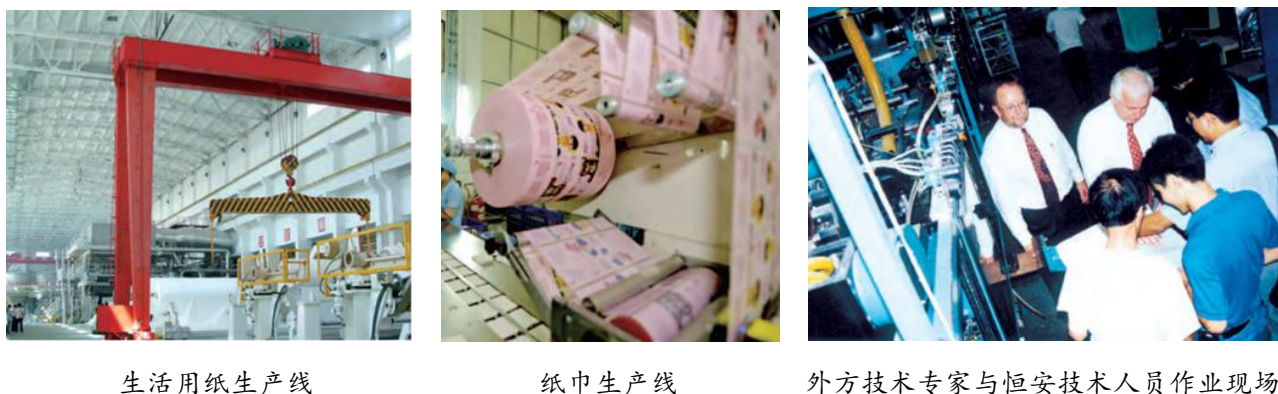
持续的新产品研发能力是企业保持市场竞争力的重要因素。随着国内消费结构升级换代，消费者对产品的功能性、便利性、舒适性的要求越来越高，对产品的个性化、差异化、高端化需求与日俱增，对生产企业的设计能力和研发实力都提出了更高的要求。而在行业中，尤其是一次性卫生用品行业，部分厂商不具备自主研发能力或自主生产能力，主要通过委托加工模式进行生产。只有具备较强的研发实力和一定资本优势的厂商，才能不断进行技术和产品的更新换代，并通过加大在品牌效应、新品研发推广等方面的投入，逐渐扩大自身的市场份额，尤其是中高端市场份额。

产品创新意识深入骨髓，多年保持技术创新的旺盛动力。公司成立于1985年以卫生巾业务起家，是最早进入中国卫生巾市场的企业之一，后以“安乐”卫生巾一举成名，占据当时国内市场近40%的市场份额。管理层高瞻远瞩，深知产品创新升级对企业可持续发展的重要性，果断引进具有世界水平的高档蝶形护翼卫生巾生产线，推出换代产品“安尔乐”抢先进入中高端市场，成功避开随后低端市场激烈的市场竞争。30多年来，恒安通过不断提高自身的技术水平和产品档次，秉承着“以消费者为导向”的市场理念，持续引进国际先进水平的生产设备，不断加强产品的研究与开发。恒安国际是唯一一家荣获国家级工业设计中心（2013年获首批进入，2017年再次入选）和国家企业技术中心（2019年）的生活用纸和一次性卫生用品企业，足以彰显公司领先的研发技术水平。在两大技术平台的加持下，恒安得以在



本土品牌和外资品牌的双重压力下，通过技术和新工艺，不断提高新产品的市场竞争力，继续保持市场引领地位。

图 56：恒安国际持续引进先进生产设备，积极参与各类技术交流



资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

表 10：恒安国际依托两大技术平台，研发实力国内领先

序号	企业工业设计中心	序号	国家企业技术中心所在企业名称	地区	评价结果
1	联想（北京）有限公司创新设计中心	903	宁夏隆基宁光仪表股份有限公司	宁夏区	75.9
2	天津海鸣表业集团有限公司工业设计中心	904	山河智能装备股份有限公司	湖南省	75.9
3	际华三五零二职业装有限公司职业装研究院（设计中心）	905	天津市天锻压力机有限公司	天津市	75.8
4	内蒙古鹿玉羊绒有限公司工业设计中心	906	杭州永创智能设备股份有限公司	浙江省	75.8
5	上海家化联合股份有限公司工业设计中心（技术中心）	907	吉林东光集团有限公司	吉林省	75.8
6	好孩子儿童用品有限公司科学育儿用品工业设计中心	908	江苏春兴合金（集团）有限公司	江苏省	75.8
7	江苏金太阳纺织科技有限公司家纺设计研究院	909	杭州东华链茶集团有限公司	浙江省	75.8
8	福建恒安集团有限公司卫生用品工业设计中心	910	福建恒安集团有限公司	福建省	75.8

资料来源：中华人民共和国工业和信息化部、国元证券经纪（香港）整理

注：国家级工业设计中心是指经工业和信息化部认定，工业设计创新能力强、特色鲜明、管理规范、业绩突出，发展水平居全国先进地位的企业工业设计中心或工业设计企业。

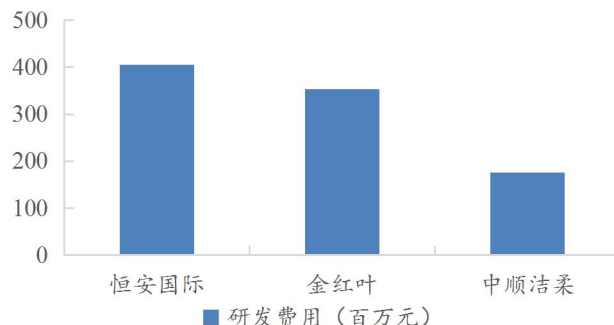
国家企业技术中心：国家根据创新驱动发展要求和经济结构调整需要，对创新能力强、创新机制好、引领示范作用大、符合条件的企业技术中心予以认定，并给予政策支持，鼓励引导行业骨干企业带动产业技术进步和创新能力提高。

图 57：恒安国际研发费用



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 58：恒安国际研发规模领先



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

恒安凭借强大的研发实力，聚焦新品研发和产品升级，持续推出具市场热度的新品。凭借七度空间少女系列所积累的品牌势能，公司推出针对成熟女性的升级版七度空间「Space 7」系列；为迎合现代人追求环保的生活态度，推出以竹纤维无染色素材

为产品特点的竹π系列；为开拓年轻化市场，公司结合大热 IP 小黄人，推出小黄人主题生活用纸系列；为满足消费者便利性需求，推出简单轻巧的“超迷你”湿巾系列；纸尿裤业务，公司也推出了「安尔乐」的升级版产品「小轻芯」及高档品牌「Q•MO」。恒安凭借自身强大的研发实力和资本实力，能够紧跟市场趋势，在包装、功能性、材质等方面不断突破，持续推出全新产品及升级产品。

图 59：恒安国际近年推出的新品



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

### 3.3 线下渠道优势显著，线上渠道逐步发力，积极拓展海外市场

覆盖全国销售网络，渠道覆盖深度、广度领先同行。截至 2018 年底，公司在全国设立 540 多个销售办事处，通过 3,400 多个分销商，产品覆盖全国传统和现代渠道近百万个销售终端，且销售终端已下沉至县、乡镇，渠道数量和覆盖面业内领先。传统和现代渠道作为生活用纸和卫生巾行业最主要的销售渠道，遍及全国的销售网络也是恒安的核心竞争力，为公司市占率的稳步提升打下坚实基础。

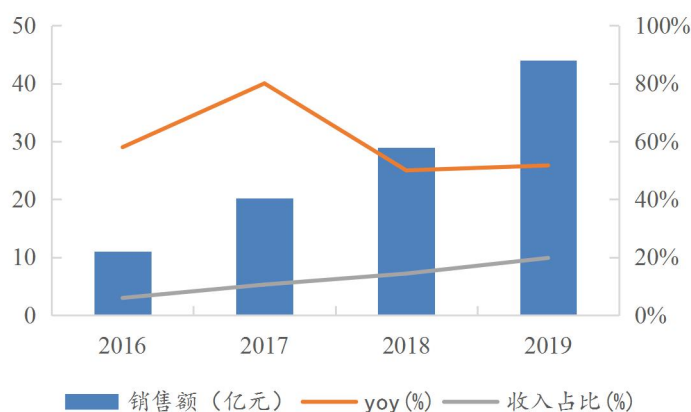
图 60：恒安国际销售网络及同业对比



资料来源：公司官网、各上市公司年报、国元证券经纪（香港）整理

**全渠道战略，大力拓展线上渠道：**伴随电商渠道的势起，公司全力开展「全渠道销售」策略，通过网上商店和微店等电商渠道，有针对性地从产品类型、销售模式及产品推广方面入手，提升产品竞争力，提高在电商及微商渠道的销售和市场占有率。2019年，公司电商渠道营业额超过人民币44亿元，2016-2019年营业额的年复合增速近60%，同期，电商对整体的销售额贡献从6%提升至19.8%，成长迅速，但相比维达29%和中顺洁柔28%的电商渠道贡献，公司仍有继续提升的空间。

**图 61：公司电商渠道发展迅速**



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

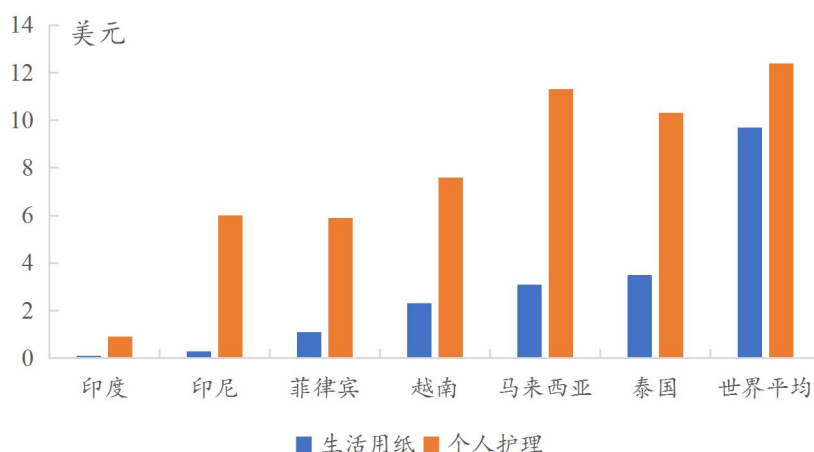
**海外拓展积极推进，借助皇城打开东南亚市场。**除了中国市场，公司也在积极发展海外市场，目前集团的产品已销往51个国家及地区，拥有74个直接合作的大客户或经销商。2017年，集团收购马来西亚上市公司皇城集团，其在东南亚地区拥有成熟的销售网络。以印度、泰国、印度尼西亚、菲律宾、越南等为代表的东南亚市场国家人口基数较大，劳动力成本低，自然资源丰富，经济增速较快。随着国民人均可支配收入的不断提高，人均消费能力得到快速提升，具备广阔的发展空间。公司将利用皇城集团在东南亚地区现有成熟的销售网络打开东南亚市场，将集团产品推向东南亚地区，未来发展可期。2018年公司收购声科集团，一方面丰富了集团家居用品业务的产品品类，另一方面也借助其在欧洲、澳洲、北美及亚洲市场的销售网络进一步将恒安产品带到海外舞台。另外，公司于俄罗斯投资的纸尿裤厂房已于2019年6月开始投产，并将纸尿裤业务拓展至俄罗斯市场，后续还会继续建立恒安品牌知名度并将产品推向当地市场。

图 62：公司渠道网络遍布全球



资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

图 63：东南亚国家生活用纸和个人护理产品人均消费量



资料来源：Euromonitor、国元证券经纪（香港）整理

### 3.4 产能布局完善，规模化优势突出

相较另外三家内资企业，恒安产能布局最为完善。恒安目前已在全国 15 个省、市、自治区，投资设立 40 多家生产公司，全国性的生产布局保证公司产品对市场需求能够做出快速反应，并能够拉近与客户的距离，降低运输成本，提高运输效率。截至 2019 年底，公司产能 143 万吨，是产能最多、布局最为完善的生活用纸及一次性卫生用品生产企业，规模化优势突出。

图 64: 恒安国际产能布局



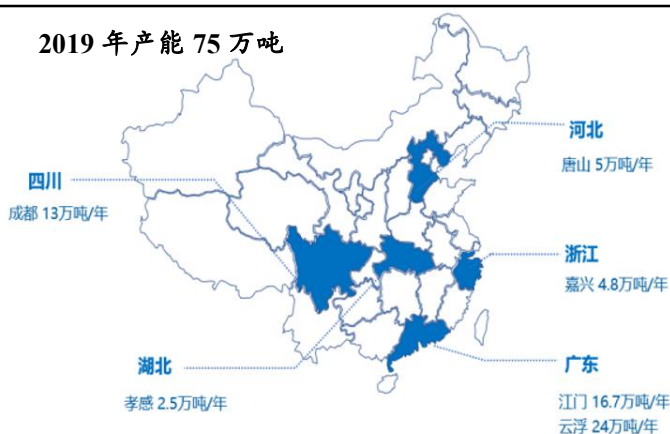
资料来源: 公司资料、国元证券经纪(香港)整理

图 65: 维达国际产能布局



资料来源: 公司资料、国元证券经纪(香港)整理

图 66: 中顺洁柔产能布局



资料来源: 公司资料、国元证券经纪(香港)整理

图 67: 金红叶产能布局



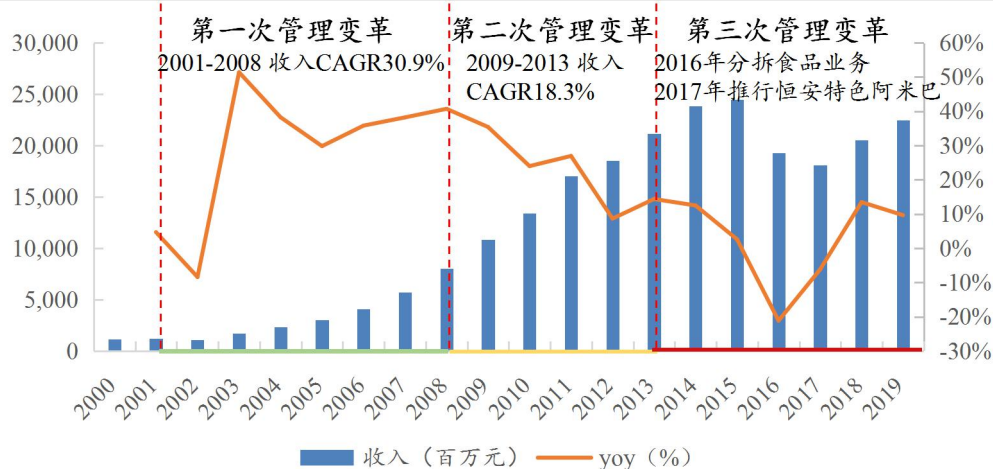
资料来源: 公司资料、国元证券经纪(香港)整理

规模化优势形成规模壁垒，提升市场竞争力，落后产能淘汰加速产能向龙头集中。具备一定经营规模的企业能够与下游销售渠道建立长期稳定的合作关系，提高产品影响力、提升市场份额、发挥规模效应；同时，对上游供应商通常亦有较强的议价能力，可以获取较为有利的采购成本和回款账期；也能保证对研发设计、生产制造等方面的持续投入，不断提高自身的市场竞争力。而环保政策的趋严也加速中小、落后产能的淘汰，利好具备规模优势、先进产能的龙头企业。

### 3.5 变革中不断成长，“阿米巴”改革变身成长助推器

恒安坚持持续创新，多次变革中不断成长。秉承打造“百年恒安”的发展愿景，恒安集团在 30 多年的发展当中一直将变革、创新融入骨髓，2002 年以来，先后引进世界著名的管理咨询公司美国 Thomas 集团、美国博斯公司、IBM 公司、普华永道等，推行企业的全面管理变革，导入卓越绩效管理体系，全方位提升企业的核心竞争力，引领收入规模的不断提升。

图 68: 恒安在变革中不断成长



资料来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

表 11: 恒安的三次管理变革

变革	时间	合作方	内容
第一次	2001 年	Thomas	导入现代企业管理, 启动恒安“TCT 行动” (全周期时间管理模式), 强调通过缩短周期来提高效率, 核心在于改善公司采购成本、销售额、资金周转率等指标。
第二次	2008 年	博斯艾伦	推行卓越绩效管理体系, 公司内部指定绩效管理制度, 对员工实行标准化管理, 制定规范的流程, 促进生产标准化、管理精益化。
第三次	2014 年	IBM	打造“端到端”信息可视化的供应链系统, 优化供应链运营流程、物流网络、库存管理和咨询化规划。
		SAP	打造一套完整的快消品供应链管理系统, 其中包括需求计划管理、供应链网络优化、供应网络协同、渠道促销管理等解决方案。
	2016 年	普华永道	整合原有的十多个部门, 合并成为运营中心和共享服务中心, 打造平台化管理。
	2017 年	柏明顿	导入阿米巴经营模式, 在销售系统推行“平台化小团队经营”, 各小团队负责人充分放权, 激励销售人员。

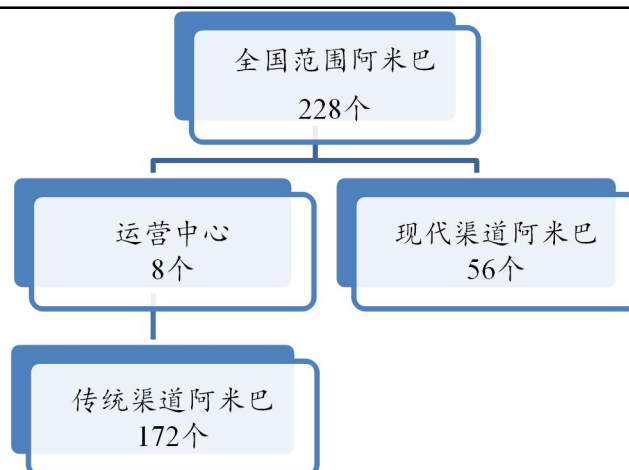
资料来源: 公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

**“阿米巴”改革变身成长助推器。**2016 年依托前两次变革中建立起来的强大的信息系统和精简高效的管理体系, 公司开始推行「平台化小团队经营」模式, 即恒安特色的阿米巴, 并于 2017 年 4 月完成全国布局, 将集团原有的“垂直化”管理模式转变为充分授权的“扁平化、平台化”的服务模式, 通过对各个团队的充分授权, 自下而上地激发团队积极性和创造力, 提升团队灵活性及市场反应能力, 令集团可以有效制定更适合区域化的销售策略和具针对性的产品组合, 实现销售规模、费用使用效率的最大化。

具体做法: 1) 恒安将全国划分为九大区域, 合计 228 个阿米巴, 每个阿米巴与 15-20 个经销商对接, 分别由 8 个运营中心进行监督管理和服务, 将传统的金字塔型管理

结构转变为扁平化的管理模式，**提高管理效率**，广泛把控销售终端门店也**有助快速落实公司决策**；2) 区域经营充分放权至各阿米巴巴长，包括费用计划和销售策略调整，有助**提升费效比**，减少不必要的费用投入，提升全供应链的效益；3) 每个阿米巴作为一个独立的利润中心进行收入和利润的核算和考核，考核达标即可获得比例分红（分红为超额利润的20%-50%），大大**激发员工积极性**。

**图 69：恒安特色阿米巴**



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

**阿米巴模式初现成效，持续深化工作稳步推进。**2017年公司在完成「平台化小团队经营」的全国布局之后，2018年继续将该模式逐渐深入至整个集团其他经营领域，包括生产、产品、电商及母婴等部门，基本实现集团的全覆盖。2018年公司收入同比增加13.5%，重回双位数增长，同时，费用率同比减少2pct，阿米巴模式初现成效。

我们认为，创新、变革是恒安集团基业长青的内在基因，公司敢于突破，管理层极具前瞻性，在一次次变革中成功实现收入规模的不断提升，运营效率的持续改善。而针对当下消费者需求快速变化的特性，阿米巴经营模式能够提升团队的灵活性及市场反应能力、加速渠道的转型，预期将继续带领公司开启新的篇章，助推业绩持续增长。

### 3.6 大股东多次增持彰显信心，派息政策稳定

**2020年初至今，公司管理层已多次增持。**截至2019年12月31日，公司副主席、行政总裁兼执董许连捷先生通过安平控股有限公司持有上市公司20.6%的股份；2020年初，许连捷先生多次在场内增持，截至6月23日，持股比例已上升至21.87%，涉资8亿多港元。大股东频繁增持，也彰显了对公司未来的经营表现抱有坚定信心。

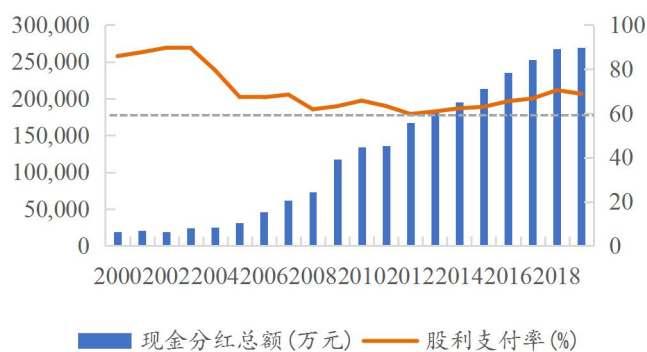
表 12: 公司管理层许连捷先生年初至今多次增持

时间	购入股份数	每股平均价	币种
2020/1/6	9,034,482	53.4249	HKD
2020/1/7	500,000	54.2631	HKD
2020/1/8	428,000	54.7659	HKD
2020/3/27	1,000,000	55.288	HKD
2020/3/30	1,000,000	55.1541	HKD
2020/3/31	500,000	58.202	HKD
2020/4/1	500,000	58.0219	HKD
2020/4/2	500,000	58.1468	HKD
2020/4/3	500,000	60.7218	HKD
2020/6/15	500,000	59.7113	HKD
2020/6/23	500,000	61.2873	HKD

资料来源: 同花顺、国元证券经纪(香港)整理

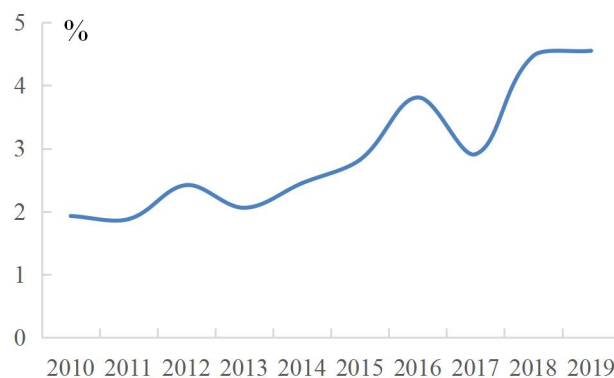
派息率 60% 以上, 股息率稳中有升。公司常年维持 60% 以上的派息率, 较为稳定。自 1998 年 12 月上市至今, 公司累计分红 43 次, 累计分红金额 249.18 亿元, 平均股利支付率高达 70.36%, 即便在改革调整、业绩增速放缓期, 依然能够保持 60% 以上稳定的派息比率。股息率也是保持稳中有升的态势。

图 70: 公司派息率稳定在 60% 以上



资料来源: 同花顺、国元证券经纪(香港)整理

图 71: 公司股息率稳步提升



资料来源: 同花顺、国元证券经纪(香港)整理

注: 股价为当年年末最后一个交易日的收盘价

## 4. 财务分析

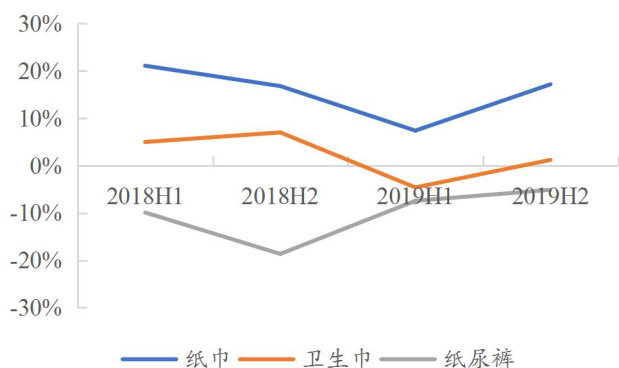
### ➤ 4.1 收入规模、毛利率业内领先

渠道改革成效显著, 2019H2 经营情况有所改善, 收入规模业内领先。恒安国际在 2017 年开始推行阿米巴经营模式后, 经历了一段时期的调整, 近两年已初步显现效果, 2019 年公司收入同比提升 9.6%, 而这主要是纸巾业务的强劲增长所驱动。2019 年公司纸巾业务同比增长 12.3%, 而卫生巾和纸尿裤受渠道改革影响, 收入同比分



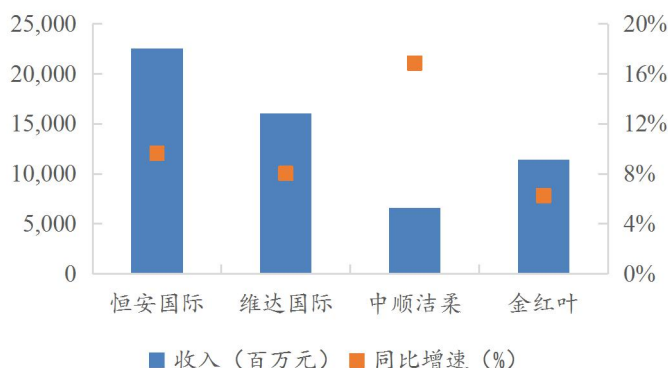
别下跌 1.6%/6.3%；伴随 2019H2 一系列优化措施生效后，同比已出现较为明显的改善；预期渠道改革的阵痛期过后，更多改革的正面效果将逐步显现，卫生巾和纸尿裤业务有望带来可期贡献。对比同业可比公司，在生活用纸前四大企业当中，恒安国际 2019 年营收 224.9 亿元，超过维达国际（160.7 亿元）、中顺洁柔（66.3 亿元）及金红叶纸业（114.2 亿元）领跑行业，且增速亦处前列。

图 72：恒安三大主营业务收入同比增速



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 73：2019 年四大生活用纸企业收入规模及增速



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

得益于多品牌、多品类策略，公司毛利率处业内上游。在公司亮点部分，我们也阐述了恒安国际的毛利率在行业内处于领先水平，一方面得益于恒安拥有卫生巾、纸尿裤等高毛利的产品品类；同时，也得益于高端产品占比的提升，令产品结构持续优化。

表 13：各上市公司产品结构及毛利率情况

恒安国际	收入结构	毛利率	维达国际	收入结构	毛利率	中顺洁柔	收入结构	毛利率
纸巾	51.1%	27.7%	纸巾	82.0%	31.4%	纸巾	98.9%	40.0%
卫生巾	28.8%	70.3%	个人护理	18.0%	29.1%	个人护理	0.1%	60.9%
纸尿裤	6.4%	40.5%	整体		31.4%	其他	1.0%	7.9%
其他	13.7%	11.9%				整体		39.6%
整体		38.6%						

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

#### ➤ 4.2 费用率有所上升，处行业中游水平

销售费用率：2019 年销售费用率有所上升，主要是公司为了配合高端产品的推出，增加广告投入，加大品牌宣传推广的力度。和同业竞争者相比，公司的销售费用率处于行业较低水平，也侧面反映出公司较强的品牌力，消费者具备一定的品牌认知度，相较可比公司，恒安用于品牌建设的资源投入相对较少。

管理费用率：在实施了阿米巴的经营模式后，公司的管理费用率出现较为明显的下

降，由 2017 年的 7.1% 下降至 2019 年的 5.7%，成效较为显著。

财务费用率：公司相较同业可比公司，资产负债率较高，财务费用率也处于较高水平。

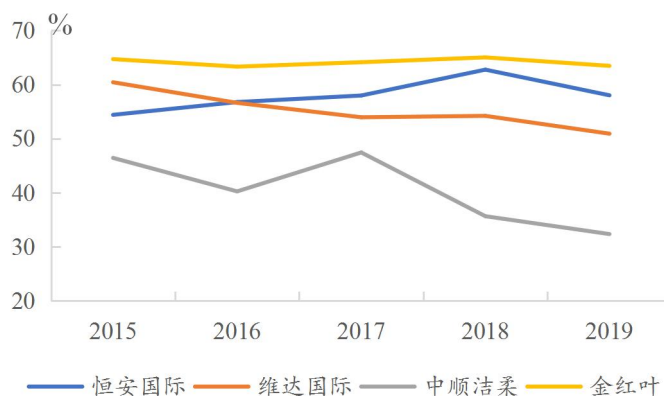
综上，2019 年公司的三项费用率合计为 23.3%，处行业中游水平。2019 年，公司颁布修缮提升后的“平台化小团队”经营规则，强调提升销售费用的投入效益，进一步规范 and 促进“平台化小团队”的经营效率，预期费用率会持续改善。

表 14：各上市公司三项费用率

公司	销售费用率			管理费用率			财务费用率			三项费用率		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
恒安国际	11.9%	11.1%	14.2%	7.1%	5.8%	5.7%	2.2%	3.1%	3.4%	21.2%	20.0%	23.3%
维达国际	17.4%	16.0%	16.0%	5.4%	5.1%	5.3%	1.5%	1.5%	1.3%	24.3%	22.6%	22.7%
中顺洁柔	19.1%	17.8%	20.6%	5.4%	5.5%	7.1%	1.0%	1.0%	0.3%	25.5%	24.3%	28.1%
金红叶	16.7%	15.3%	13.3%	2.1%	5.6%	5.3%	5.4%	4.3%	3.0%	24.2%	25.3%	21.6%
平均	16.3%	15.1%	16.0%	5.0%	5.5%	5.8%	2.5%	2.5%	2.0%	23.8%	23.0%	23.9%

资料来源：公司年报、Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 74：2019 年四大生活用纸企业资产负债率

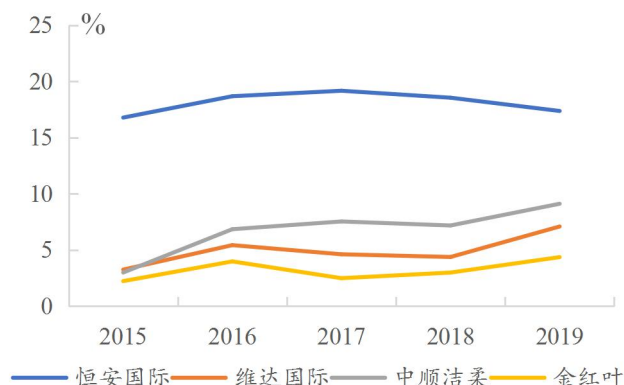


资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

### ➤ 4.3 盈利能力领先同行

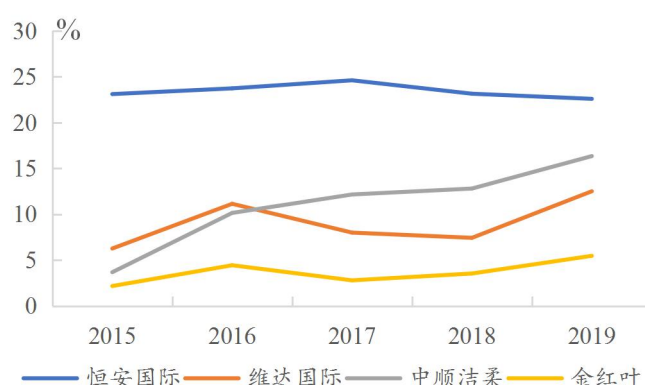
2019 年公司 ROE 约为 23%，与同业其他公司相比，恒安国际的资产周转率偏低；净利润率受益于公司的规模效应、有效的成本控制措施、多品类/多品牌的产品组合，多年保持行业领先水平。最终，公司通过较高的净利率和较高的财务杠杆实现了高于同行的 ROE。同时，得益于公司丰富的产品品类，也降低了对单一原材料价格波动的敏感度，利润率水平相较可比公司也较为稳定。

图 75: 前四大生活用纸企业净利润率



资料来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

图 76: 前四大生活用纸企业 ROE



资料来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

表 15: 前四大生活用纸企业杜邦分析

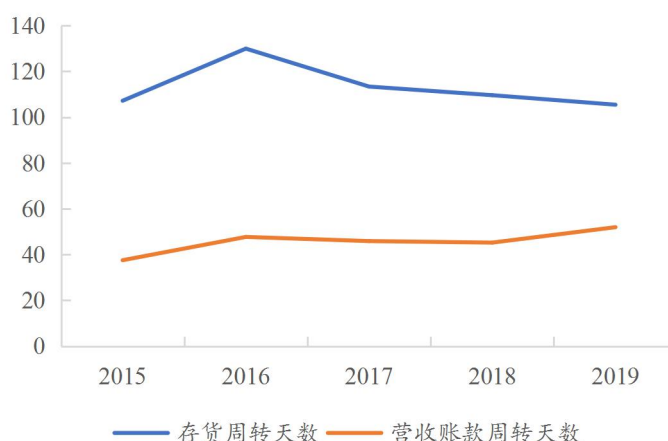
公司	ROE	资产周转率	权益乘数	净利率
恒安国际	23%	0.51	2.57	17%
维达国际	13%	0.84	2.11	7%
中顺洁柔	16%	1.19	1.51	9%
金红叶	5%	0.41	3.09	4%

资料来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

#### ➤ 4.4 存货周转加速, 应收周转略有下降

2019 年, 公司存货周转天数 105.47 天, 同比下降 4.15 天, 周转效率持续改善; 应收账款及票据 36.51 亿元, 应收账款周转天数略有上升至 105.47 天, 主要是现通和电商渠道的账期较长, 该渠道销售占比的提升致应收账款周转天数有所增加。

图 77: 恒安国际存货周转提速, 应收账款周转略有下降



资料来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1 关键假设

**收入端：**由于今年一季度发生新冠肺炎疫情，生产和物流受阻影响到公司销售，纸巾、卫生巾都有不同程度的影响。Q2 疫情趋于稳定，物流恢复后三大主业的销售均有强劲复苏。由于目前木浆价格仍然处于低位运行，不排除下半年公司会加大促销力度弥补一季度的销售缺失；卫生巾业务渠道改革的影响已经弱化，经销商已回归到正常的销售和采购当中；婴儿纸尿裤业务在电商渗透率增加和高端产品奇莫快速增长的推动下，业务有明显恢复，成人纸尿裤也有双位数的快速发展。我们预期公司 2020-2022 年收入分别为 241.54/262.05/284.48 亿元人民币。

**成本端：**由于木浆价格仍处于低位，而公司目前的纸浆库存在 4 个月左右，可以预期 2020 年全年公司都将享受到低价木浆带来的利好，纸巾业务的利润率有进一步改善的预期。石油化工原料成本方面，目前是和去年同期持平，部分原料有下跌的情况，对卫生巾、纸尿裤构成一定利好；但由于部分石油化工原料与口罩相关联，如无纺布，因此前期口罩供应短缺，生产量加大，令价格有所波动，目前看口罩生产商在疫情已基本得到控制的情况下也有减产的情况，所以这部分原材料的价格变化还需进一步观察。总体来说，我们认为公司全年的成本端压力较小。

**费用端：**销售费用率由于去年同期公司投入较多，部分成效会带到今年，且公司加强了销售费用的管理，强调费效比，预期今年会有所改善；管理费用率在 2017 年公司施行阿米巴经营模式下已经有了很大程度的改善，因此我们预期近年管理费用率会保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年归属母公司股东净利润分别为人民币 43.64/47.03/51.28 亿元，对应 EPS 分别为 3.67/3.95/4.31 元。

### 5.2 行业估值及目标价

我们认为，生活用纸和一次性卫生用品行业的竞争策略已从价格竞争逐步转向品牌竞争和质量竞争，只有在产品质量、外观设计、使用性能、供应链管理及品牌建设等方面具备优势的生产厂商才能不断获取更多市场份额，恒安作为行业的绝对龙头，竞争优势突出，综合实力强劲，品牌形象深入人心，分红派息稳定；且公司业务在渠道改革后，现已步入正轨，业绩持续改善的确定性较强，中长期也具备稳定成长的实力，当期估值相较同行明显偏低，我们给予公司目标价 74.0 港元，分别对应 2020/2021 年 18.1/16.9 倍 PE，较现价有 21.3% 的涨幅空间，首次覆盖给予“买入”

评级。

表 16: 行业可比公司估值

公司	代码	货币	收盘价	市值 (亿美元)	EPS			PE		
					2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
<b>内资企业</b>										
恒安国际	1044.HK	HKD	61.0	92.5	3.28	3.67	3.95	16.71	14.97	13.89
维达国际	3331.HK	HKD	28.6	43.5	0.99	1.39	1.52	28.89	20.58	18.82
中顺洁柔	002511.SZ	CNY	21.2	41.0	0.47	0.62	0.73	46.15	34.24	29.08
<b>均值</b>								<b>30.59</b>	<b>23.26</b>	<b>20.60</b>
<b>国际企业</b>										
大王制纸	3880.JP	JPY	1457	20.3	40.11	102.37	99.4	36.33	14.23	14.66
花王	4452.JP	JPY	8638	381.7	312.88	313.06	346.51	27.61	27.59	24.93
Unicharm	3882.JP	JPY	4418	248.0	101.5	118.92	127.94	43.53	37.15	34.53
宝洁	PG.US	USD	117.89	2957.1	4.27	4.95	5.21	27.61	23.82	22.63
金佰利	KMB.US	USD	138.79	477.2	6.89	7.5	7.71	20.14	18.51	18.00
<b>均值</b>								<b>31.04</b>	<b>24.26</b>	<b>22.95</b>
<b>整体均值</b>								<b>30.87</b>	<b>23.88</b>	<b>22.07</b>

资料来源: Bloomberg、国元证券经纪(香港)整理

图 78: 恒安国际 PE BAND



资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

图 79: 恒安国际 PB BAND



资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

## 风险提示

减值拨备风险。公司于2018年4月投资的芬兰芬浆在2019年12月19日遭到最高行政法院对其环境许可证的否决，可能会存在减值风险。

原材料成本大幅波动。公司的主要原材料价格受木浆、石油化工行业供需关系影响。如果未来原材料价格大幅上涨，将加大公司的成本压力，进而对公司经营业绩造成不利影响。

品牌形象受侵害的风险。品牌形象是影响消费者购买选择的重要因素，公司的“心相印”、“七度空间”、“安儿乐”等品牌具有较高的知名度和美誉度，如果出现不法厂商仿制、仿冒公司产品进行非法销售，公司的品牌形象和美誉度可能会遭受损害，进而对公司的经营造成不利影响。

产品质量风险。如若未来产品发生质量问题，会影响公司多年积累的良好声誉，进而对公司经营业绩造成不利影响。

市场竞争加剧。公司的产品价格、营销手段等在激烈的市场竞争环境中都面临更大的考验，盈利空间可能遭受压力。

外汇风险。公司产品销往全球，亦有主要原材料通过外购形式获得。外汇波动会对公司利润造成一定影响。

## 财务报表摘要

单位百万元，财政年度截至12月31日

### 利润表

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	20,514	22,493	24,154	26,205	28,448
营业成本	-12,678	-13,804	-14,768	-16,241	-17,718
毛利	7,836	8,689	9,387	9,964	10,730
销售费用	-2,270	-3,203	-3,261	-3,407	-3,698
管理费用	-1,199	-1,285	-1,377	-1,494	-1,622
财务收益	115	140	133	136	134
财务费用	-640	-773	-713	-691	-691
其他	1,063	1,479	1,468	1,565	1,769
税前利润	4,904	5,047	5,637	6,073	6,623
所得税	-1,097	-1,130	-1,262	-1,360	-1,483
净利润	3,807	3,917	4,375	4,714	5,140
少数股东损益	7	9	10	11	12
归母净利润	3,800	3,908	4,364	4,703	5,128

### 资产负债表

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	30,524	30,068	32,466	34,511	36,744
现金及银行存款	21,577	20,540	22,805	23,798	25,064
应收账款	2,844	3,651	3,200	3,435	3,745
存货	4,285	3,802	4,343	4,848	5,369
非流动资产	15,128	13,170	13,480	13,732	13,917
长期银行存款	4,338	2,430	2,430	2,430	2,430
物业、厂房及设备	8,095	7,822	7,546	7,834	8,159
无形资产	687	725	694	664	634
资产总计	45,652	43,239	45,946	48,243	50,661
流动负债	24,253	23,664	24,619	25,024	25,378
短期借款	20,022	20,361	20,361	20,361	20,361
应付账款	2,901	2,224	2,832	3,064	3,370
非流动负债	4,401	1,423	1,418	1,418	1,418
长期借款	4,240	1,247	1,247	1,247	1,247
其他	160	176	171	171	171
负债合计	28,653	25,087	26,038	26,443	26,797
股东权益合计	16,999	18,152	19,908	21,800	23,864

### 主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长性</b>					
营业收入增长率	13.5%	9.6%	7.4%	8.5%	8.6%
营业利润增长率	3.0%	4.6%	9.5%	6.6%	8.3%
净利润增长率	0.1%	2.9%	11.7%	7.7%	9.0%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	38.2%	38.6%	38.9%	38.0%	37.7%
净利率	18.6%	17.4%	18.1%	18.0%	18.1%
ROE	22.4%	21.6%	22.0%	21.6%	21.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	62.8%	58.0%	56.7%	54.8%	52.9%
流动比率	1.26	1.27	1.32	1.38	1.45
速动比率	1.08	1.11	1.14	1.19	1.24
<b>营运能力(次)</b>					
资产周转率	0.45	0.52	0.53	0.54	0.56
应收帐款周转率	7.96	7.54	7.55	7.63	7.60

### 现金流量表

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	4,904	5,047	5,637	6,073	6,623
折旧和摊销	769	816	794	855	922
财务费用	640	773	581	555	557
所得税	-1,113	-1,189	-1,262	-1,360	-1,483
经营活动现金流	3,962	3,416	6,571	5,477	6,007
投资活动现金流	-895	1,113	-975	-971	-973
融资活动现金流	954	-6,539	-3,332	-3,513	-3,768
现金净变动	4,021	-2,009	2,264	993	1,266
现金的期初余额	6,799	11,082	9,134	11,399	12,392
现金的期末余额	11,082	9,134	11,399	12,392	13,658

# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所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地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>