

恒安国际 (1044.HK) 深度研究报告

三大产业协同发展，多元品牌矩阵助龙头地位稳固

- 稳步增长的生活用纸及妇幼卫生用品龙头企业。**恒安国际成立于1985年，是目前国内知名的生活用纸和妇幼卫生用品制造商，经多年发展，公司业务范围现已涵盖纸巾湿巾、女性、婴童、老年健康用品，家居日化产品，其中妇女卫生巾、婴儿纸尿裤、生活用纸三大主导产品市场占有率在国内市场均名列前茅。公司于1998年12月8日于香港联交所上市。
- 行业规模持续扩大，竞争格局不断演化。**(1)生活用纸行业市场规模不断扩大，市场集中度相对分散。2019年我国生活用纸行业CR5为31%，相较于发达国家日本的58.4%和美国的50.5%仍有较大提升空间。品质升级趋势显著，2012-2019年我国生活用纸中相对高端的厨房用纸、擦手纸、餐巾纸和面巾纸消费量复合增速分别达到18.3%、16.7%、14.4%和12.2%。(2)女性卫生用品行业发展较为成熟，本土企业竞争力强。目前我国行业排名前十的卫生巾厂商中本土厂商共占六家，分别为恒安国际、百亚股份、景兴健护、桂林洁伶、丝宝股份以及倍舒特。市场集中度方面，行业CR10由2015年的37.6%上升至2019年的40%。(3)婴儿纸尿裤行业竞争激烈，成人纸尿裤市场发展潜力大。婴儿卫生用品国外品牌占据高端，国内品牌逐步崛起，行业集中度逐年下降，2015年至2019年品牌CR10从74.6%降为59.9%。成人纸尿裤市场仍处于起步阶段，2019年企业CR10为56.6%，品牌CR10为56.0%，尚未出现对市场具有话语权的龙头企业，品牌竞争格局不明晰。
- 三大业务赋能企业发展，高端产品成新增长点。**(1)纸巾：公司规模优势显著，在全方位布局低中高档产品的同时，不断提升高毛利率产品（湿巾、厨房用纸等）的占比；公司品牌力强，旗下“心相印”纸巾获得国内消费者较高的品牌认可度和信任度。(2)卫生巾：公司在卫生巾行业具备领先地位，不但卫生巾毛利率多年来占据行业首位，且品牌丰富，可以满足多层次消费需求。(3)一次性纸尿裤：公司积极研发推广高端纸尿裤，“Q·MO”与“小轻芯”高毛利产品快速增长有望带动纸尿裤业务整体盈利水平提升。
- 线下渠道布局完善，生产优势突出。**渠道端：公司具备覆盖全国的销售网络，可以快速反应市场需求，近几年通过发力电商及微商等线上渠道提升市场占有率，扩大销售规模。此外，公司通过收购境外公司及在海外建厂等行为拓展海外销售渠道效果显著。生产端：公司2019年产能为142万吨，以绝对优势领先同行，且公司坚持从产品和管理两个维度进行创新变革，积聚实力。
- 多元品牌势能助龙头地位稳固，维持“强推”评级。**公司将持续受益于国内生活用纸人均消费量的增长、卫生巾行业的高端化趋势以及纸尿裤渗透率的进一步提升。考虑到“新冠”疫情影响，我们调整盈利预测，预计公司2020-2022年归母净利润分别为45.33、48.83、52.14亿元（原预测2020-2021年归母净利润为49.58、52.62亿元），EPS分别为3.81、4.10、4.38元/股，对应当前股价PE分别为12/11/10倍，基于公司品牌效应强劲，多元业务拓展前景广阔，维持63元/股目标价，对应2021年15XPE，维持“强推”评级。
- 风险提示：**新业务开发不及预期，原材料成本大幅波动，市场竞争加剧。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	22,566	23,495	25,247	26,923
同比增速(%)	9.6%	4.3%	7.5%	6.6%
归母净利润(百万)	3,908	4,533	4,883	5,214
同比增速(%)	2.8%	16.0%	7.7%	6.8%
每股盈利(元)	3.28	3.81	4.10	4.38
市盈率(倍)	14.0	12.1	11.2	10.5
市净率(倍)	3.1	2.8	2.6	2.4

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2020年12月30日收盘价

强推 (维持)

目标价：63元

当前价：46.02元

华创证券研究所
证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

执业编号：S0360518100001

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

公司基本数据

总股本(万股)	118,634
已上市流通股(万股)	118,634
总市值(亿元)	546
流通市值(亿元)	546
资产负债率(%)	64
每股净资产(元)	15.7
12个月内最高/最低价	59.90/43.96

市场表现对比图(近12个月)

相关研究报告

《恒安国际(01044.hk)深度研究报告：卫生巾&生活用纸业务前景广阔，线上渠道拓展+管理变革添成长动力》

2019-10-31

投资主题

报告亮点

本篇报告在行业现状与发展趋势分析基础上,深度剖析公司在产品拓展、产能布局、结构升级与渠道建设方面的优势。

投资逻辑

本篇报告首先从发展历史、股权结构、财务分析等方面对公司进行简要介绍;然后对我国生活用纸行业与吸收性卫生用品行业的市场现状与发展趋势进行分析;其次通过同业对比对公司三大业务进行分层探讨;最后对公司产能、渠道、创新和品牌建设等方面进行深入解析。我们认为,恒安国际在产品端具备领先的规模优势与品牌优势;在渠道端,线下布局优势明显,线上渠道逐步发力;在生产端,公司产能布局完善且研发规模领先。考虑到公司产品结构不断优化升级,未来高毛利率产品占比提升有望带动公司业绩增长,维持“强推”评级。

关键假设、估值与盈利预测

我们选择 DCF 模型对公司进行估值定价,主要关键假设为:1)公司未来三年生活用纸、婴儿卫生用品和女性卫生用品新增产能能够顺利投产并快速消化;2)上游原材料价格没有出现大幅波动;3)考虑到公司高端产品不断增加,控费能力较为稳定,预计未来三年整体毛利率不断改善。基于此,我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 45.33、48.83、52.14 亿元, EPS 分别为 3.81、4.10、4.38 元/股,对应当前股价 PE 分别为 12、11、10 倍。

目 录

一、恒安国际：生活用纸及妇幼卫生用品龙头企业	8
(一) 发展历程：三大产业齐头并进，多元业务稳步扩张	8
(二) 股权结构较为集中，派息率稳定	9
(三) 短期调整无碍持续增长，盈利能力有望继续提升	10
二、中国生活用纸行业规模持续扩大，竞争格局不断演化	13
(一) 生活用纸行业：市场规模不断扩大，行业集中度有望提升	13
1、生活用纸市场规模不断扩大，行业集中度低	13
2、人均使用量逐年提升，品质升级趋势显著	15
3、环保政策加码，行业加速洗牌	16
(二) 卫生巾行业：消费升级提振需求，市场规模稳步增长	17
1、中国女性卫生用品步入成熟期，市场规模稳步增长	17
2、中国女性卫生用品竞争格局稳定，本土企业占比领先	17
3、中高端产品快速发展，市场规模有望进一步扩大	18
(三) 纸尿裤行业：婴儿纸尿裤行业竞争激烈，成人纸尿裤市场发展潜力大.....	19
1、婴儿卫生用品市场规模持续扩大，国产品牌崛起	19
2、中国成人失禁用品市场目前处于发展初期，格局分散	20
3、消费升级及老龄人口加剧带动纸尿裤市场发展	22
三、三大业务赋能企业发展，高端产品成新增长点	23
(一) 纸巾业务：规模优势叠加产品升级，未来增长可期	23
1、纸巾产能行业领先，规模优势显著	23
2、全方位布局低中高档产品，高毛利率产品占比增加	23
3、多方并举，品牌形象深入人心	24
(二) 卫生巾业务：行业地位领先，品牌层级丰富	26
1、公司在女性卫生用品行业具备领先地位	26
2、产品矩阵丰富，多品牌满足不同层级消费需求	27
3、产品持续升级，多营销策略助品牌知名度提升	27
(三) 纸尿裤业务：产品结构优化，未来有望恢复正增长	28
1、纸尿裤收入降幅收窄，毛利率趋于稳定	28
2、产品不断升级，持续高端化转型	29
(四) 其他业务：新增医护、家居、日化业务，品类不断扩充	30
四、线下渠道布局完善，生产研发优势突出	31
(一) 渠道端：销售网络覆盖全国，积极开拓海外市场	31
1、线下布局领先优势，线上发力效果显著	31

2、“阿米巴”经营提效率，海外市场促发展.....	32
(二) 生产端：产能布局完善，研发规模领先	33
1、产能布局覆盖全国，快速响应市场需求	33
2、公司多年坚持研发，双维度进行创新变革	34
五、多品类协同发展，多元品牌势能助龙头地位稳固，维持“强推”评级.....	36
六、风险提示.....	37

图表目录

图表 1	公司在变革中成长	8
图表 2	恒安国际主要产品品牌	9
图表 3	公司股权相对集中	10
图表 4	公司多年来股利支付率和现金分红总额稳定增加	10
图表 5	2015-2019 年营业收入 CAGR 达 4.78%	11
图表 6	2015-2019 年归母净利润 CAGR 达 4.64%	11
图表 7	公司以生活用纸业务为主	11
图表 8	生活用纸收入规模不断扩大	11
图表 9	公司在分区域销售规模及增速	12
图表 10	公司在中国大陆收入占比近九成	12
图表 11	公司卫生巾毛利率显著高于纸巾和纸尿裤	12
图表 12	公司费用率情况	13
图表 13	公司毛利率净利率情况	13
图表 14	公司 ROE 高于同行企业	13
图表 15	公司经营活动现金净流量与净资产比率稳定	13
图表 16	我国生活用纸市场规模不断扩大	14
图表 17	我国生活用纸单价变化情况	14
图表 18	我国生活用纸产销量逐年上升	14
图表 19	2019 年中国生活用纸品牌市占率	14
图表 20	我国生活用纸行业集中度有较大提升空间	14
图表 21	我国生活用纸人均消费量逐年上升	15
图表 22	我国人均用纸量与发达国家仍有较大差距	15
图表 23	生活用纸中高端产品消费量占比提升	15
图表 24	各类生活用纸消费量复合增速 (2012-2019)	15
图表 25	木浆、竹浆使用量占比提升	16
图表 26	环保相关政策层层推进	16
图表 27	全球女性卫生用品市场规模增速放缓	17
图表 28	中国女性卫生用品市场规模增速放缓	17
图表 29	中国女性卫生用品市场份额占比-分企业	18
图表 30	中国女性卫生用品市场份额占比-分品牌	18
图表 31	我国女性初潮年龄不断提前	19
图表 32	全球婴儿纸尿裤市场规模增速放缓	19
图表 33	中国婴儿纸尿裤市场规模增速放缓	19

图表 34	中国婴儿卫生用品市场份额占比-分企业	20
图表 35	中国婴儿卫生用品市场份额占比-分品牌	20
图表 36	全球成人失禁用品市场规模增速提升	21
图表 37	中国成人失禁用品市场规模高速增长	21
图表 38	中国成人失禁用品市场份额占比-分企业	21
图表 39	中国成人失禁用品市场份额占比-分品牌	22
图表 40	2010-2019 年我国人口出生情况	22
图表 41	我国 65 及以上老龄人口占比不断增加	22
图表 42	2019 年恒安国际纸巾营收占比过半	23
图表 43	2019 年恒安纸巾业务收入规模 114.87 亿元	23
图表 44	2019 年恒安生活用纸产能为 142 万吨	23
图表 45	2019 年公司纸巾产品毛利率为 27.7%	23
图表 46	公司不同产品纸巾收入占比	24
图表 47	公司收入及占比	24
图表 48	公司纸巾业务主要品牌一览	24
图表 49	公司纸巾业务营销策略概览	25
图表 50	2019 年中国市场消费者选择最多的十大快消品品牌	25
图表 51	公司卫生巾营收规模行业领先 (亿元)	26
图表 52	公司卫生巾产能行业领先 (亿片)	26
图表 53	公司卫生巾产品拥有领先行业的毛利率水平	26
图表 54	公司卫生巾平均出厂单价较高 (元/片)	26
图表 55	公司拥有多层次产品矩阵	27
图表 56	近年七度空间卫生巾产品升级	28
图表 57	近年七度空间营销案例	28
图表 58	2020H1 公司纸尿裤降幅收窄	29
图表 59	公司纸尿裤毛利率趋稳	29
图表 60	2019 年中国婴儿纸尿裤市场企业格局	29
图表 61	2019 年中国成人纸尿裤市场企业格局	29
图表 62	公司主要纸尿裤品牌一览	30
图表 63	公司产品线丰富	30
图表 64	恒安国际渠道结构 (2019 年)	31
图表 65	公司线下渠道终端网点数 (个)	32
图表 66	近年来公司电商收入显著增长	32
图表 67	2017 年公司阿米巴模式	32
图表 68	公司产品远销全球 63 个国家和地区	33

图表 69	公司纸中产能扩张明显	33
图表 70	公司三大业务产销率均维持高位	33
图表 71	恒安国际产能布局	34
图表 72	金红叶产能布局	34
图表 73	维达国际产能布局	34
图表 74	中顺洁柔产能布局	34
图表 75	公司研发费用率稳定	35
图表 76	公司研发费用领先	35
图表 77	公司专注产品创新升级	35
图表 78	公司不断进行管理创新变革	36
图表 79	公司三次管理变革过程及成果	36

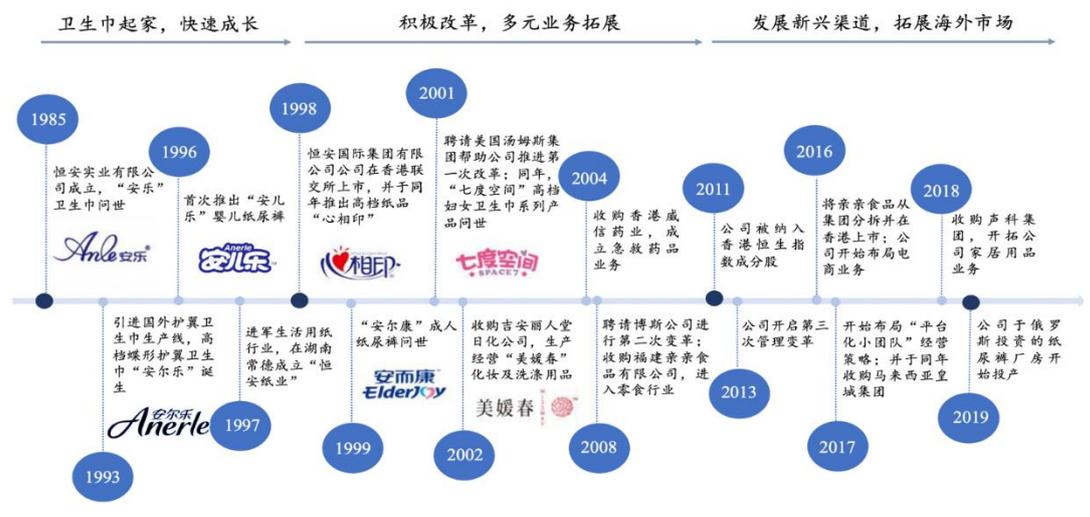
一、恒安国际：生活用纸及妇幼卫生用品龙头企业

恒安国际成立于1985年，是目前国内知名的生活用纸和妇幼卫生用品制造商，经多年发展，公司业务范围现已涵盖纸巾湿巾，女性、婴童、老年健康用品，家居日化产品，其中妇女卫生巾、婴儿纸尿裤、生活用纸三大主导产品市场占有率在国内市场均名列前茅。

(一) 发展历程：三大产业齐头并进，多元业务稳步扩张

公司以卫生巾产品起家，通过生产一次性纸尿裤与纸巾产品不断扩展产业边界，在发展中坚持管理创新，在渠道变革中开拓海外市场。1985年，恒安实业有限公司成立，通过推出“安乐”卫生巾公司成为国内最早生产卫生巾产品的企业之一。1993年，引进国外生产线，首次推出高档蝶形护翼卫生巾“安儿乐”。1996年，公司首次推出“安儿乐”纸尿裤进军一次性纸尿裤领域。1997年，成立“恒安纸业”进军生活用纸行业。1998年，公司于香港联交所上市，并于同年推出“心相印”纸巾。2001年，公司推出“七度空间”卫生巾。公司于2002、2004年分别通过收购吉安丽人堂和香港威信药业，开始涉足日化与医药领域。此外，2002年以来，公司先后引进世界著名管理咨询公司美国汤姆斯集团、美国博斯公司和IBM公司，先后三次推行企业全面管理变革。2011年，公司被纳入香港恒生指数成分股。2017-2019年，公司陆续通过收购马来西亚皇城集团、声科集团以及在俄罗斯等国投资建厂等方式，进一步延伸产业链和布局国际市场。

图表 1 公司在变革中成长



资料来源：恒安国际官网，公司年报，华创证券

多元化产品及品牌矩阵，品牌知名度广。公司三大主营产品为女性护理产品、生活用纸与一次性纸尿裤。旗下三大产品线品牌众多，知名度高，市占率连续多年稳居行业前列。根据凯度消费者指数发布的《2020 亚洲品牌足迹报告》，2019年“心相印”纸巾凭借 3.6 亿人次的消费者触及数，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。此外，根据 Chnbrand 发布的 2019 年中国品牌力指数，公司旗下的“七度空间”获评卫生巾品牌前三。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，并不断对现有产品进行升级，品牌深入人心，市场渗透率高。

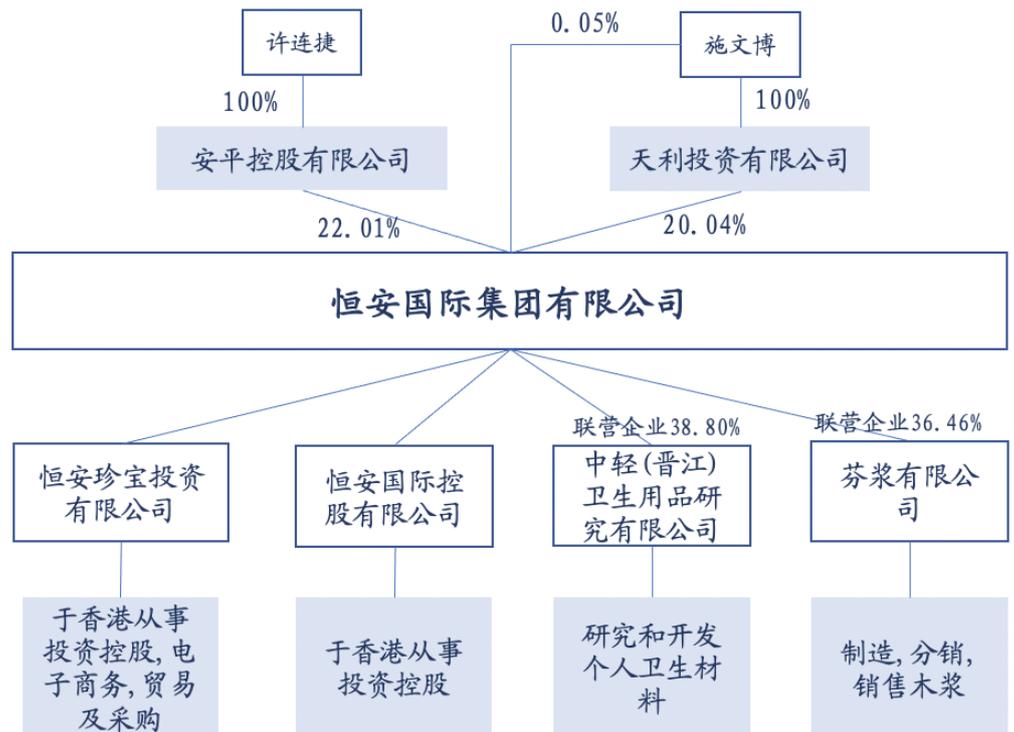
图表 2 恒安国际主要产品品牌

业务	分类分类	品牌名称	图示		
卫生巾业务	普通卫生巾、裤型卫生巾	七度空间、SPA7CE、小嗨森、安乐、安尔乐、新呼吸			
	纸巾、卫生纸	心相印、品诺、竹π			
纸尿裤产品	湿巾	淳一、心相印			
	儿童纸尿裤	安儿乐、朵娅、奇莫			
其他产品	成人纸尿裤	安而康、便利妥			
	日化用品	心相印、美媛春			
	家居用品	家来纳、心相印、悦适			

资料来源：公司官网，华创证券

(二) 股权结构较为集中，派息率稳定

公司股权较为集中。许连捷和施文博先生为公司实际控制人，截至 2020 年 12 月 15 日，公司副主席兼行政总裁许连捷先生通过安平控股有限公司持有恒安国际 22.01% 的股份，公司主席施文博先生通过天利投资有限公司持有 20.04% 的股份，此外，施文博先生还直接持有公司 0.05% 的股份，公司股权较为集中。公司拥有多家控股参股公司，全方位布局上游原料供应、研究开发以及下游渠道等业务。

图表 3 公司股权相对集中


资料来源：公司年报，华创证券

派息率高，股利稳定增长。自 2014 年以来年公司多次回购股份且高管多次公开增持，公司股利支付率常年维持在 60% 以上，彰显公司发展信心。

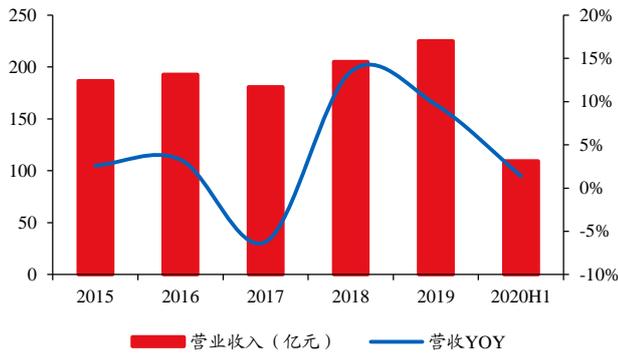
图表 4 公司多年来股利支付率和现金分红总额稳定增加

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
股利支付率 (%)	61.20%	62.59%	63.20%	65.51%	67.99%	70.46%	67.73%
现金分红总额(亿元)	17.90	19.33	21.45	23.56	25.80	26.77	26.47

资料来源：Wind，华创证券

(三) 短期调整无碍持续增长，盈利能力有望继续提升

2018 年经营策略调整后，公司业绩稳步增长。2019 年公司实现营业收入 224.93 亿元，同比增长 9.6%，2015-2019 年营业收入 CAGR 达 4.78%；2019 年公司归母净利润达 39.08 亿元，同比增长 2.84%，2015-2019 年净利润 CAGR 达 4.64%，增长较为稳健。公司上市至今销售规模快速增长，2017 年受个护行业市场竞争加剧，原材料木浆价格上涨及公司推行“平台化小团队”经营策略影响，营收在当年略有下降，后呈现稳步增长的态势。2020H1 公司实现营收 109.29 亿元，同比增长 1.4%；归母净利润达 22.62 亿元，同比增长 20.34%，疫情下公司上半年净利润表现出强劲的增长韧性。

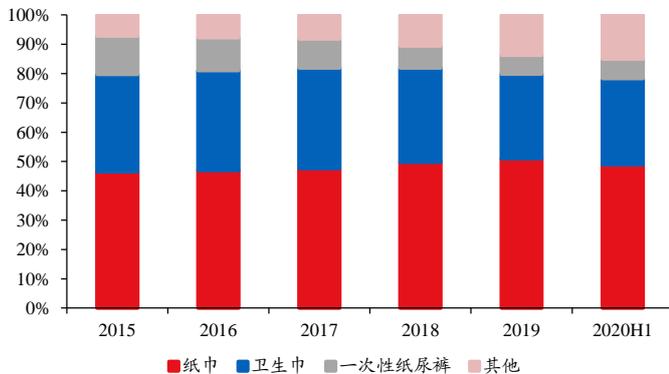
图表 5 2015-2019 年营业收入 CAGR 达 4.78%


资料来源: Wind, 华创证券

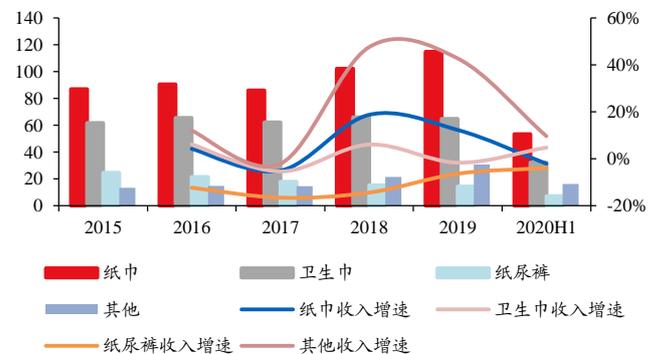
图表 6 2015-2019 年归母净利润 CAGR 达 4.64%


资料来源: Wind, 华创证券

分产品看, 生活用纸主业稳健, 产品结构不断丰富。纸巾业务为公司的主要收入来源, 2019 年纸巾产品收入贡献同比增长 1.2pct 至 51.1%。卫生巾产品为公司的第二大收入来源, 2019 年卫生巾业务收入占比为 28.8%, 2019 年下半年卫生巾业务呈现出稳态回升趋势, 2020H1 收入同比增长 4.8% 至 32.23 亿元, 占收入比重提升至 29.5%。纸尿裤产品为公司第三大业务, 近几年因传统渠道萎缩等原因表现不佳, 2019 年纸尿裤营收占比仅为 6.4%。得益于公司加强在电商及母婴店的渠道布局及高档产品的推广, 2020H1 公司纸尿裤收入降幅有所收窄, 实现收入 7.22 亿元, 营收占比提升至 6.6%。

图表 7 公司以生活用纸业务为主


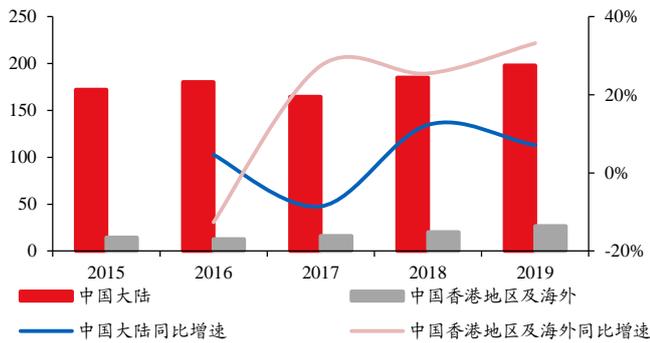
资料来源: Wind, 华创证券

图表 8 生活用纸收入规模不断扩大


资料来源: Wind, 华创证券

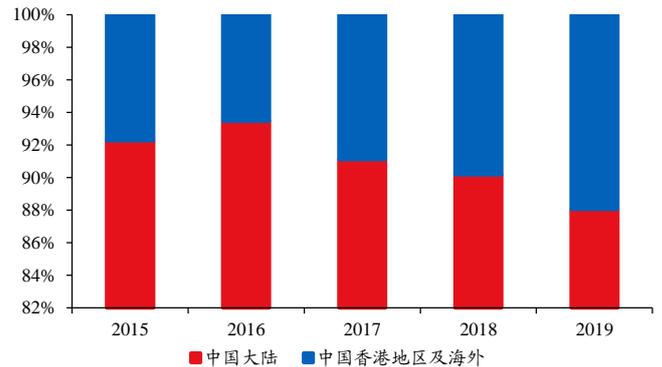
分区域看, 公司以中国大陆地区销售为主, 并不断开拓海外市场。2019 年, 公司在中国大陆地区销售收入为 198.08 亿元, 同比增长 7.1%, 收入占比达 88.1%; 中国香港地区及海外销售收入为 26.85 亿元, 同比增长 33.2%, 收入占比自 2015 年的 7.7% 提升至 2019 年的 11.9%。

图表 9 公司在分区域销售规模及增速



资料来源: Wind, 华创证券

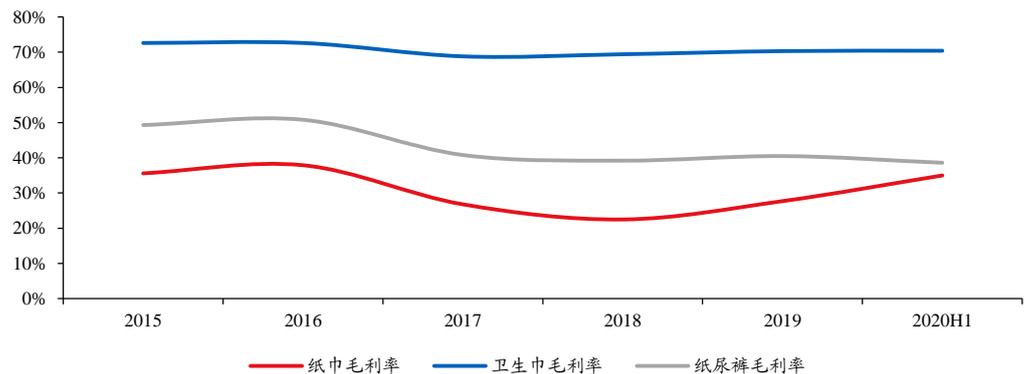
图表 10 公司在中国大陆收入占比近九成



资料来源: Wind, 华创证券

产品结构持续优化, 三大业务毛利率均表现优异。公司卫生巾产品毛利率多年来维持在70%左右, 显著高于纸尿裤与纸巾产品毛利率; 得益于浆价的较低位维持与高毛利新品的占比提升, 纸巾业务毛利率持续增长, 2020H1 同比提升 10pct 至 35.0%。受石化原料价格的上升影响, 同期纸尿裤毛利率小幅下降至 38.6%。

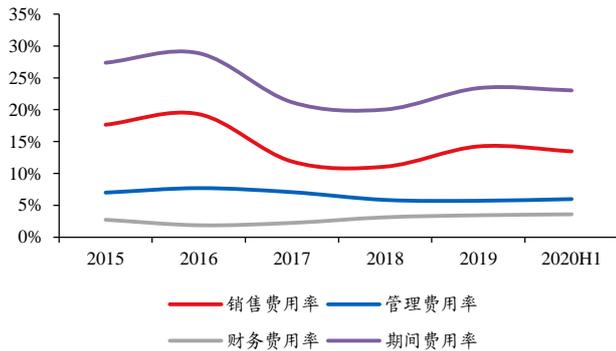
图表 11 公司卫生巾毛利率显著高于纸巾和纸尿裤



资料来源: Wind, 华创证券

毛利率显著提升带动净利率稳步上涨。受益于产品组合升级及原材料端优势, 公司 2019 年毛利率同比增长 0.4pct 至 38.6%, 2020H1 毛利率继续提升至 44.1%, 增长显著。公司财务及管理费用率较为平稳, 而由于近几年高端产品的推广及品牌宣传投入增多, 2019 年销售费用率同比提升 3.1pct 至 14.2%。此外, 公司积极调整优化销售渠道使相关支出增加, 因此 2019 年净利率小幅降低。2020H1 得益于毛利率的提升与较为显著的控制效果, 净利率同比增长 3.3pct 至 20.7%。未来随着高毛利产品占比的不断增加及渠道布局维稳, 公司毛利率水平有望进一步提升。

图表 12 公司费用率情况



资料来源: Wind, 华创证券

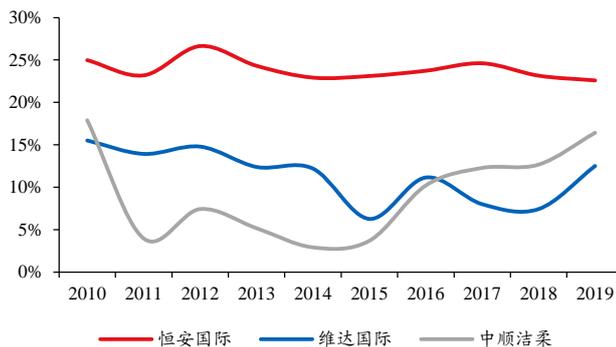
图表 13 公司毛利率净利率情况



资料来源: Wind, 华创证券

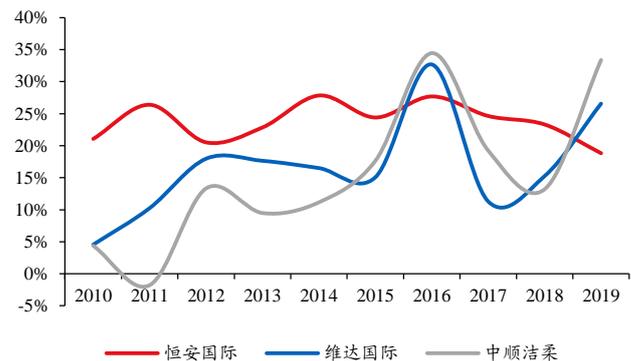
较高的利润率为股东带来可观收益,恒安 ROE 保持稳定并高于同行企业,2019 年为 22.6%,维达国际与中顺洁柔 ROE 呈先降后增趋势,2019 年分别为 12.5%和 16.4%。高水平 ROE 的保持得益于公司较强的盈利能力,恒安经营活动现金净流量常年稳定在正值,经营活动现金流与净资产的比率保持稳定,整体水平高于同行企业。

图表 14 公司 ROE 高于同行企业



资料来源: Wind, 华创证券

图表 15 公司经营活动现金净流量与净资产比率稳定



资料来源: Wind, 华创证券

二、中国生活用纸行业规模持续扩大,竞争格局不断演化

(一) 生活用纸行业: 市场规模不断扩大,行业集中度有望提升

1、生活用纸市场规模不断扩大,行业集中度低

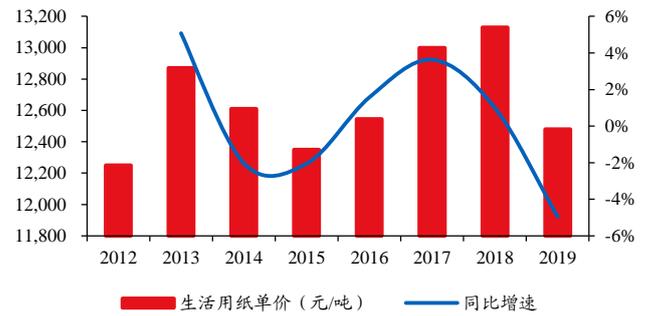
中国生活用纸市场规模不断扩大。随着居民生活水平的提高,我国生活用纸市场规模持续扩大,2019 年达 1198.9 亿元,同比增长 2.6%,2013-2019 年复合增长率为 7.5%。销量方面,2013-2019 年我国生活用纸消费量由 603.6 万吨增长到 960.7 万吨,复合增长率达 8.1%,呈稳步增长态势。

图表 16 我国生活用纸市场规模不断扩大



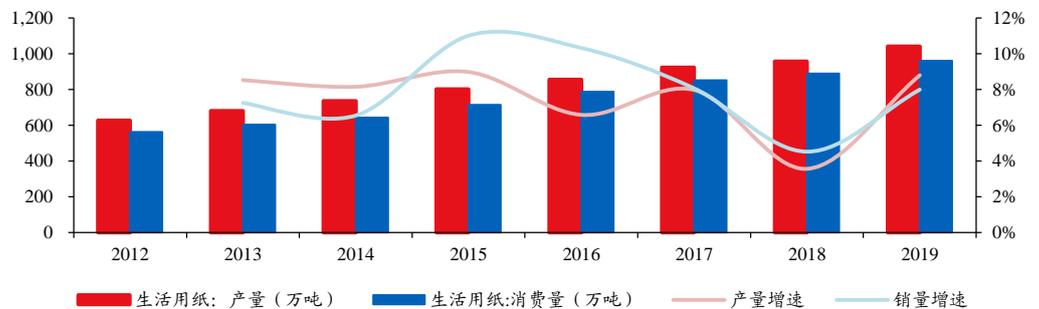
资料来源: Wind, 华创证券

图表 17 我国生活用纸单价变化情况



资料来源: Wind, 华创证券

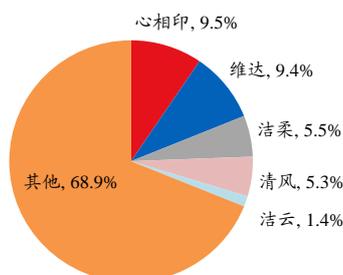
图表 18 我国生活用纸产销销量逐年上升



资料来源: Wind, 华创证券

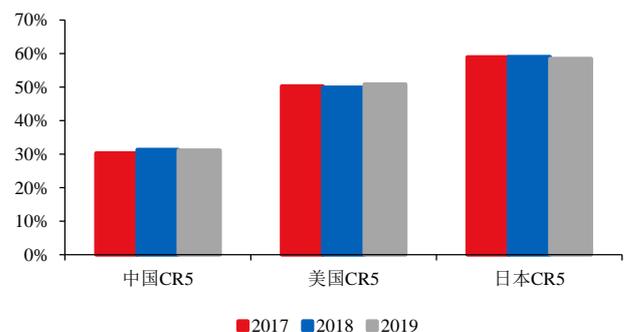
国产品牌为主, 行业集中度较低。我国生活用纸四大龙头分别为恒安国际、维达国际、中顺洁柔以及金红叶, 其产品定位略有差异, 恒安产品布局完善, 面向高、中、低端消费者, 市占率相对最高, 旗下品牌心相印 2019 年市占率为 9.5%; 维达国际旗下维达纸巾定位偏向于商务, 中顺洁柔旗下洁柔纸中卡位中高端市场, 金红叶旗下清风品牌定位中低端市场, 三者 2019 年市占率分别为 9.4%, 5.5% 和 5.3%。2019 年我国生活用纸行业 CR5 为 31.1%, 相较于发达国家日本的 58.4% 和美国的 50.5% 仍有较大提升空间。未来随着国家加大环保要求, 中小企业的进入和产能释放受到限制, 行业落后产能淘汰步伐加快, 行业集中度有望进一步提升。

图表 19 2019 年中国生活用纸品牌市占率



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 20 我国生活用纸行业集中度有较大提升空间

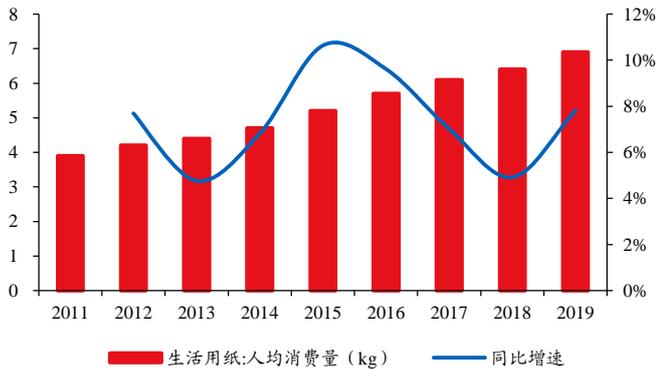


资料来源: Euromonitor, 华创证券

2、人均使用量逐年提升，品质升级趋势显著

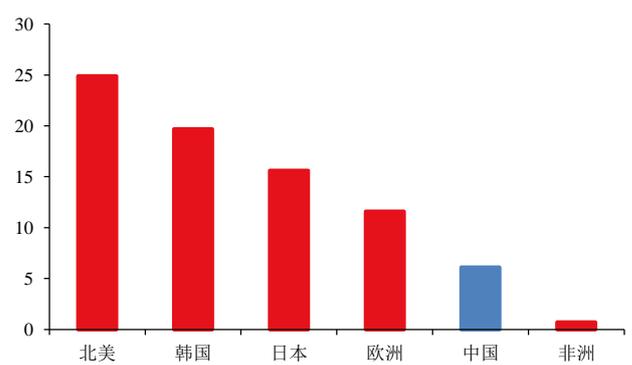
我国人均用纸量逐年提升，未来仍具较大提升空间。我国年人均用纸量由 2012 年的 4.2kg 提升至 2019 年的 6.9kg，但与发达国家相比仍有较大差距。对比 2017 年北美地区 (24.9kg)、韩国 (19.7kg)、日本 (15.6kg) 的人均生活用纸消费量，我国人均用纸量仍有较大提升空间。随着人均 GDP 的增长与二胎政策提振消费需求，生活用纸消费量未来会进一步提升。另外，疫情催化带动人民健康观念提升，或将带动生活用纸消费量的进一步增长。

图表 21 我国生活用纸人均消费量逐年上升



资料来源: Wind, 华创证券

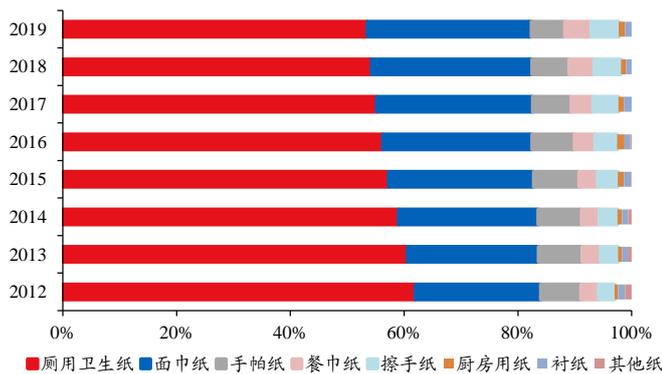
图表 22 我国人均用纸量与发达国家仍有较大差距



资料来源: Euromonitor, 华创证券

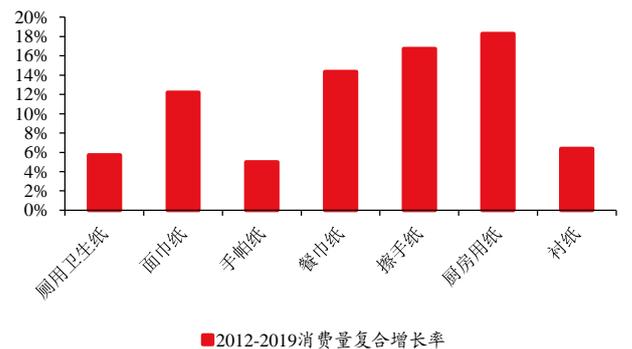
品质升级趋势显著。我国生活用纸消费品质升级体现在产品用途和原材料两方面。(1) **产品用途:**我国生活用纸品类多样化趋势渐显，高端品类增速较快，其中 2012-2019 年，生活用纸中厕用卫生纸销售量占比由 62% 下降至 53.5%，而面巾纸、餐巾纸、擦手纸和厨房用纸等高端生活用纸品类占比提升。2012-2019 年我国厨房用纸、擦手纸、餐巾纸和面巾纸消费量复合增速分别达到 18.3%、16.7%、14.4% 和 12.2%。

图表 23 生活用纸中高端产品消费量占比提升



资料来源: Wind, 华创证券

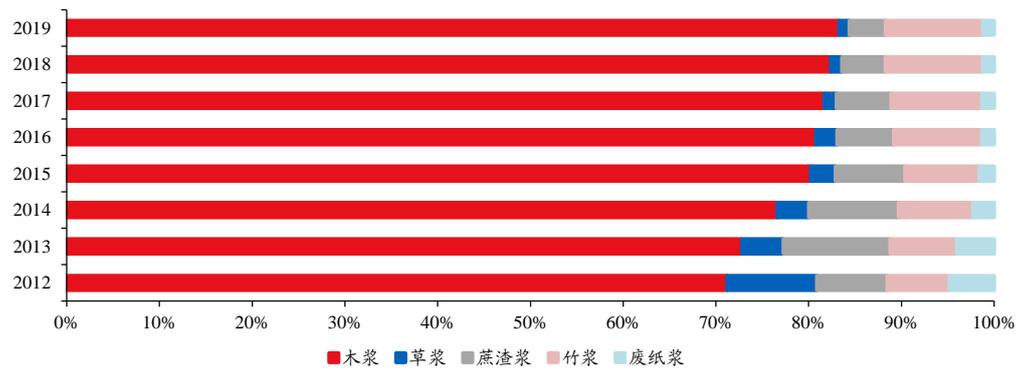
图表 24 各类生活用纸消费量复合增速 (2012-2019)



资料来源: Wind, 华创证券

(2) **原材料:**品质更高的木浆纸占比提升。2012-2019 年，木浆在生活用纸原材料中的占比从 71.2% 提升至 83.3%，竹浆占比从 6.7% 提升至 10.5%。从实用性方面看，木浆与竹浆的舒适度、韧度与安全性明显优于其他类原材料。因此，木浆、竹浆使用占比的提升反映出生活用纸品质高端化的发展趋势。

图表 25 木浆、竹浆使用量占比提升



资料来源: Wind, 华创证券

3、环保政策加码，行业加速洗牌

去产能、环保、新技术政策层层推进，行业洗牌加速。（1）**去产能政策：**随着经济社会的发展与淘汰标准提高，部分行业落后产能有所增加。以往落后产能一般按照能耗高、污染重等原则，以规模界定，2010 年以后则更多参照并依据更严格的环保、能耗指标，加速行业内落后产能出清。（2）**环保政策：**我国造纸行业由于集中度较低、企业数量多、设备水平不高等原因，成为排污大户，排污许可证和环保税政策等一系列环保政策出台不断提升造纸行业整体效率水平，其中，排污许可证制度将直接减少行业开工率，环保税政策以“优胜劣汰”倒逼企业主动减排，促进企业推进产品转型升级。（3）**推动新技术政策：**国家出台的鼓励类政策和文件为促进生活用纸行业优化升级、提高生活用纸行业技术水平、保证生活用纸行业持续发展奠定基础。我们认为随着三大类政策层层推进，我国生活用纸行业集中度将不断提高。

图表 26 环保相关政策层层推进

政策类别	政策	内容
去产能政策	2010 年: 国务院发布《关于进一步加强淘汰落后产能工作的通知》	将造纸行业列为淘汰落后产能的重点行业。生活用纸行业作为造纸行业的细分行业，也积极响应国家政策，调整产能结构。
	2014 年: 工信部发布《工业和信息化部关于下达 2014 年工业行业淘汰落后和过剩产能目标任务的通知》	工业行业淘汰落后和过剩产能企业名单，涉及造纸企业 221 家。
环保政策	2016 年 12 月全国人大常委会表决通过《环境保护税法》	我国将排污费变环保税，把排污问题上升到法治层面，环保税实行的是定额税率，即多排放多缴，少排少缴。
	2016 年 11 月，国务院办公厅发布了《国务院办公厅关于印发控制污染物排放许可制实施方案的通知》	方案指出，2017 年基本建成全国排污许可证管理信息平台，到 2020 年完成覆盖所有固定污染源的排污许可证核发工作。
推动新技术政策	2011 年: 发改委和工信部发布了《造纸工业发展“十二五”规划》	鼓励发展高端生活用纸技改项目，推动林纸一体化工程建设，引导绿色消费和节能减排。
	2016 年: 工信部颁布《轻工业发展规划（2016-2020 年）》	鼓励提高创新能力，研究造纸纤维原料高效利用技术，推广节能高效造纸装备，重点装备智能化高速卫生纸机，加大国内废纸回收体系建设，提高资源利用效率，降低原料对外依赖过高的风险。

政策类别	政策	内容
	2018年：工信部于2018年1月出台了《首台（套）重大技术装备推广应用指导目录（2017年版）》	鼓励国内机械制造企业加紧优化和研发国产造纸设备。

资料来源：人民网、和讯网、华创证券整理

（二）卫生巾行业：消费升级提振需求，市场规模稳步增长

1、中国女性卫生用品步入成熟期，市场规模稳步增长

中国女性卫生用品市场已经进入成熟期，市场规模稳定增长。经过近30年的持续增长，我国女性卫生用品市场已经进入成熟期，据Euromonitor数据，2019年全球女性卫生用品零售额达到316亿美元，同比增长4.94%。2010年至2019年十年间，全球女性卫生用品市场规模CAGR为5.25%，走势逐渐趋于稳定。2019年中国女性卫生用品零售规模918亿人民币，同比增长5.38%，2010至2019年十年间CAGR为8.32%，增速逐渐放缓。渗透率方面，据百亚股份招股书，我国女性卫生用品市场渗透率已超过90%，达到美国、日本等发达国家的成熟市场水平，后续市场空间的拓展预期主要在于产品结构向高端化及功能细分发展。

图表 27 全球女性卫生用品市场规模增速放缓



资料来源：Euromonitor，华创证券

图表 28 中国女性卫生用品市场规模增速放缓

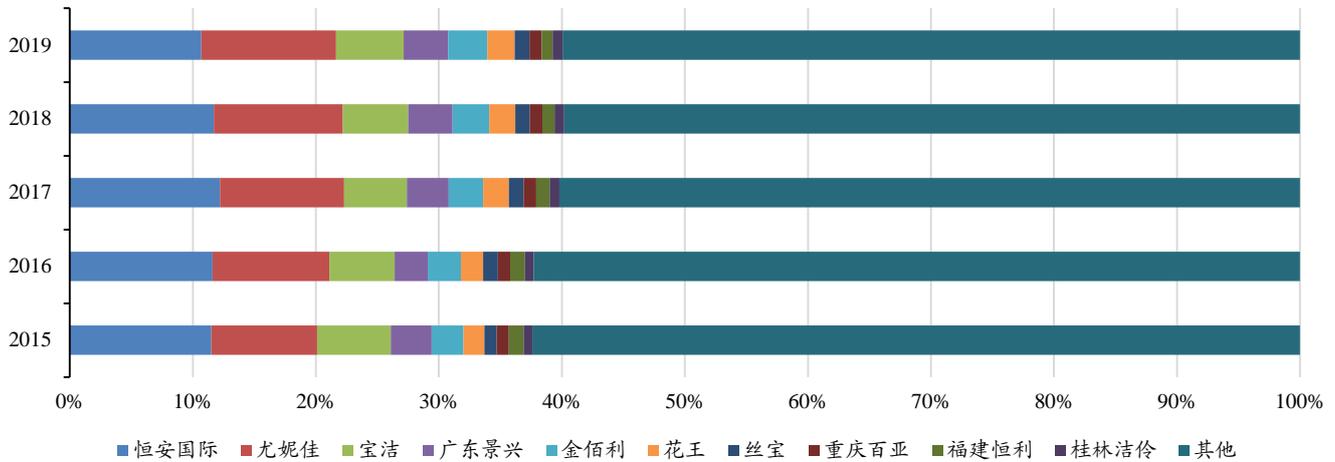


资料来源：Euromonitor，华创证券

2、中国女性卫生用品竞争格局稳定，本土企业占比领先

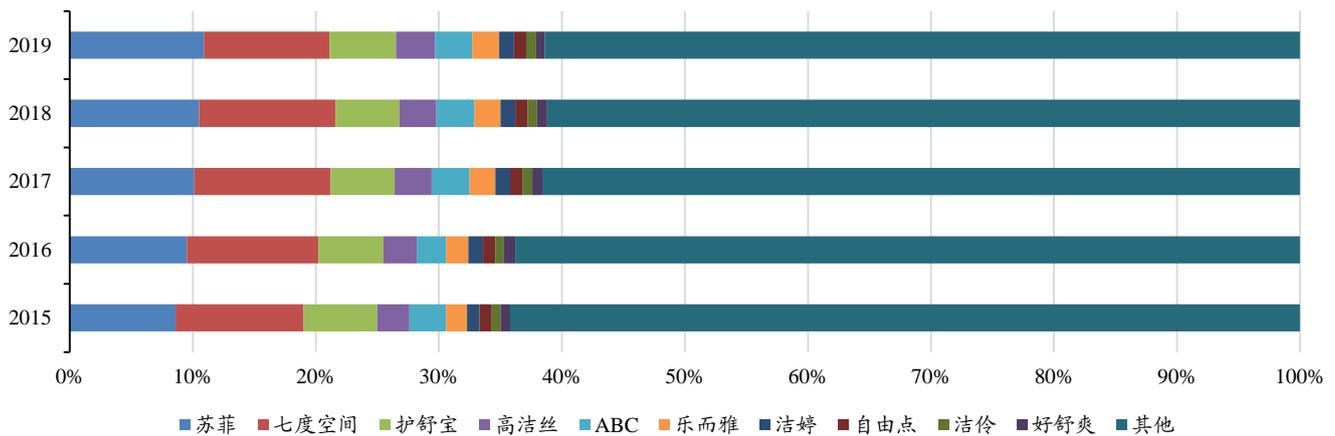
本土企业表现出色，行业集中度将持续提升。经过多年的发展，中国女性卫生用品市场竞争格局相对比较稳定，目前行业排名前十的企业中本土企业共有六家，分别为恒安国际、广东景兴、桂林洁伶、重庆百亚、丝宝和福建恒利。行业集中度方面，企业CR10由2015年的37.6%升至2019年的40%，品牌CR10从2015年的35.8%升至2019年的38.6%，集中度尚有较大提升空间。

图表 29 中国女性卫生用品市场份额占比-分企业



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 30 中国女性卫生用品市场份额占比-分品牌



资料来源: Euromonitor, 华创证券

3、中高端产品快速发展，市场规模有望进一步扩大

产品结构升级叠加女性初潮年龄提前有望促进卫生巾市场规模的进一步扩大。根据《中国女性生理健康白皮书》数据显示，近年来卫生巾使用适龄女性年龄段有向两端延伸的趋势，2010-2017年，女性初潮年龄平均提前了1岁，2000年后的性发育年龄更是提前至12.7岁，因此未来中国卫生巾市场规模有望将进一步扩大。此外，随着我国女性生理期卫生重视程度的提升和人均可支配收入的提高，中高端卫生巾市场呈快速发展趋势，根据尼尔森数据显示，极薄卫生巾的全国商超渠道销售额占卫生巾总销售额的比例由2017年的16.3%上升至2018年的18.9%，销售额同比增长24.8%；2015-2018年，安睡裤（裤型卫生巾）的全国商超渠道销售量和销售额的年复合增长率分别高达78.42%与74.81%。中高端产品将推动卫生巾市场规模的进一步扩大。

图表 31 我国女性初潮年龄不断提前



资料来源: CBNDData&大姨妈APP《中国女性生理健康白皮书》(转引自豪悦护理招股书), 华创证券

(三) 纸尿裤行业: 婴儿纸尿裤行业竞争激烈, 成人纸尿裤市场发展潜力大

1、婴儿卫生用品市场规模持续扩大, 国产品牌崛起

快速提升的市场渗透率和庞大的婴幼儿人口数量推动了中国婴儿卫生用品市场规模的快速增长。据 Euromonitor 数据, 2019 年全球婴儿卫生用品零售额达到 460 亿美元, 同比增长 4.79%。2010 年至 2019 年十年间, 全球婴儿卫生用品市场规模 CAGR 为 5.68%, 走势逐渐趋于稳定。2019 年中国婴儿卫生用品零售规模 611 亿人民币, 同比增长 5.16%, 2010 至 2019 年十年间 CAGR 为 12.94%, 增速逐渐放缓, 但仍高于全球平均水平。国内婴儿卫生用品市场规模的增长一方面是因为我国婴儿卫生用品的市场渗透率提升明显, 根据造纸业协会数据, 我国婴儿卫生用品的市场渗透率由 2000 年的 2.1% 提升至 2018 年的 63.9%; 另一方面是因为新生儿数量维持高位, 2016 年全面“二孩政策”放开后, 虽然新生儿数量连续三年出现下滑, 但年出生人口仍在 1000 万以上, 其中 2019 年我国新生儿数量为 1465 万, 人口出生率 1.05%。预计未来, 随着我国人均可支配收入的增加和消费、育儿观念的转变, 婴儿纸尿裤消费量将逐步提高, 从而带动市场规模进一步扩大。

图表 32 全球婴儿纸尿裤市场规模增速放缓



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 33 中国婴儿纸尿裤市场规模增速放缓

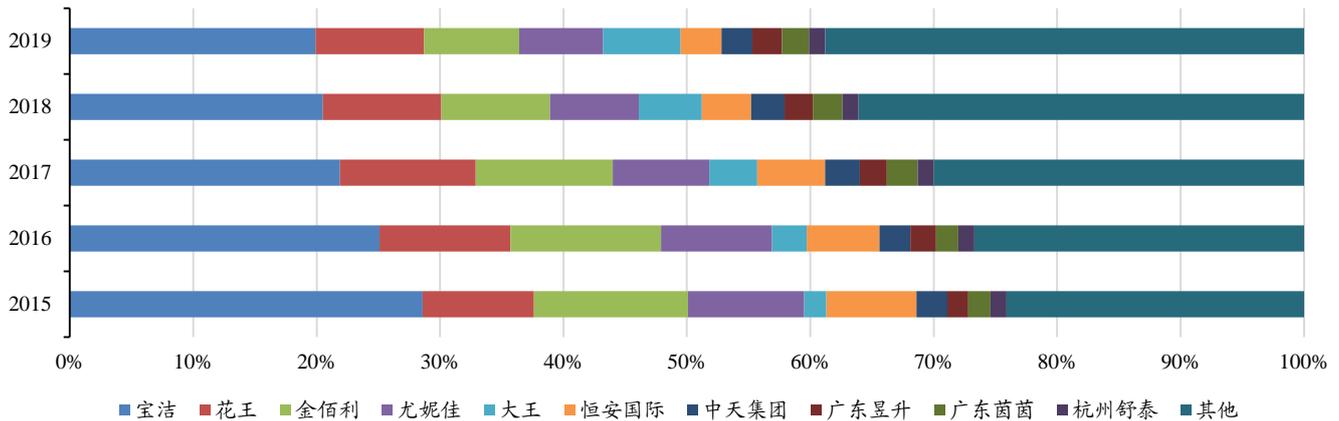


资料来源: Euromonitor, 华创证券

市场竞争激烈, 国产品牌快速崛起。目前我国婴儿卫生用品市场处于快速发展期, 国外企业由于进入市场较早, 基于在品牌、渠道等综合优势, 目前仍占据了较高的市场份额, 2019 年我国婴儿纸尿裤市场份额前三名的品牌分别为宝洁帮宝适 (19.9%)、花王妙而舒 (8.8%)、金佰利好奇 (7.7%), 均为外资品牌商所有。近年来, 受“中国质造”和“新

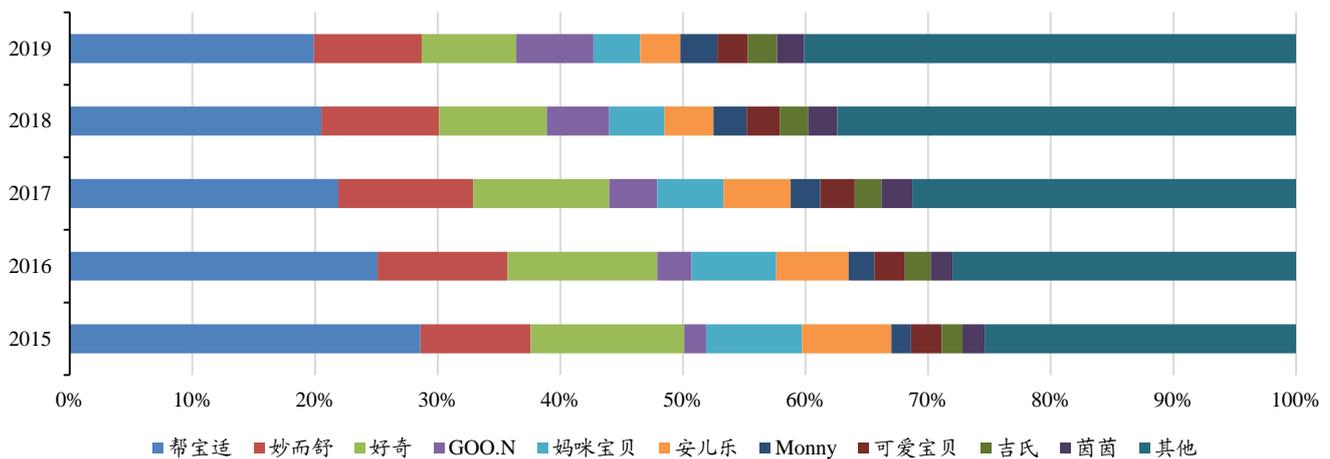
零售业态”双轮驱动，国产吸收性卫生用品正受到越来越多消费者的认可，国内企业通过高品质、高附加值的产品和差异化的竞争策略，在国内的市场占有率也逐年攀升，以凯儿得乐、BEABA、BabyCare、蜜芽等新零售品牌为代表的国产品牌迅速崛起，成为婴儿卫生用品行业中一股新兴力量。行业集中度方面，2015年至2019年企业CR10从75.9%降至61.2%，品牌CR10从74.6%降为59.9%，行业集中度逐年下降，为国产品牌崛起提供条件。

图表 34 中国婴儿卫生用品市场份额占比-分企业



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 35 中国婴儿卫生用品市场份额占比-分品牌



资料来源: Euromonitor, 华创证券

2、中国成人失禁用品市场目前处于发展初期，格局分散

中国成人失禁用品市场目前处于发展初期，发展空间大。据 Euromonitor 统计数据，2019年全球成人失禁用品规模达到96亿美元，同比增长8.87%，2010至2019年十年间CAGR为8.44%。2019年中国成人失禁用品零售规模43亿人民币，同比增长28.49%，2010至2019年十年间CAGR高达25.03%。目前我国成人失禁用品市场尚处于导入期阶段，但

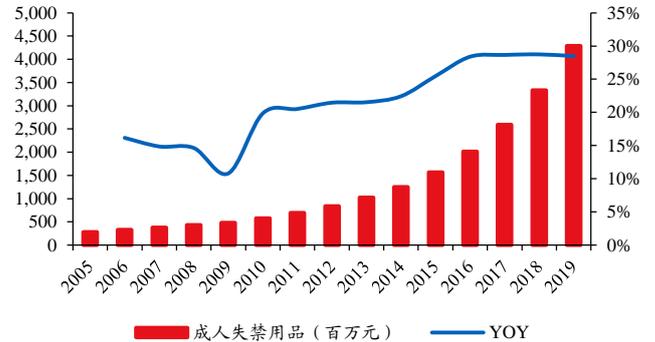
随着老龄化人口的增加和消费观念的改善, 市场规模有望快速增长。

图表 36 全球成人失禁用品市场规模增速提升



资料来源: Euromonitor, 华创证券

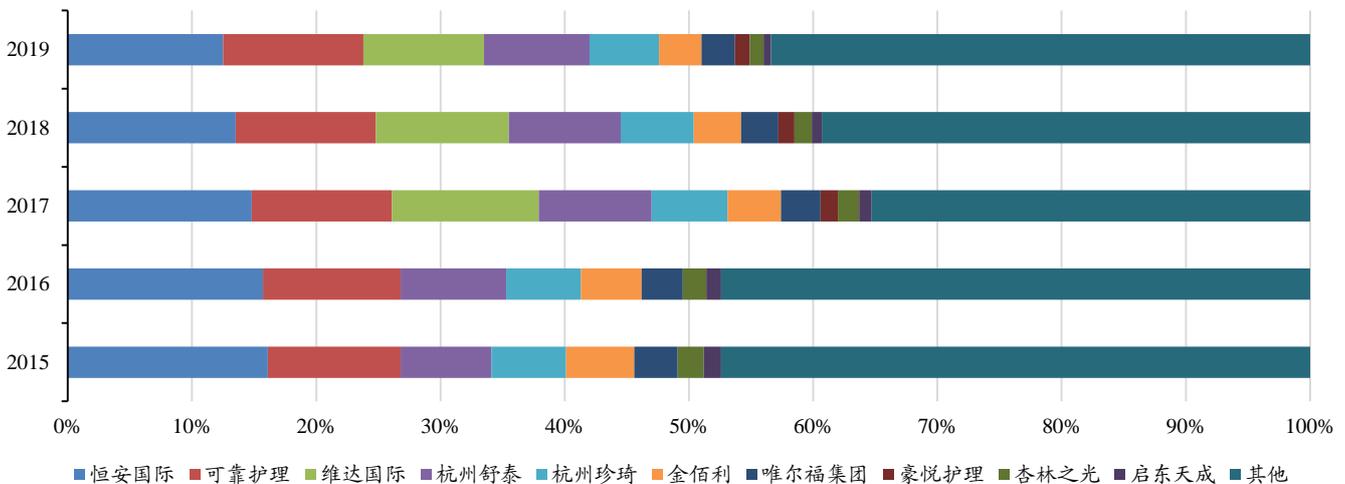
图表 37 中国成人失禁用品市场规模高速增长



资料来源: Euromonitor, 华创证券

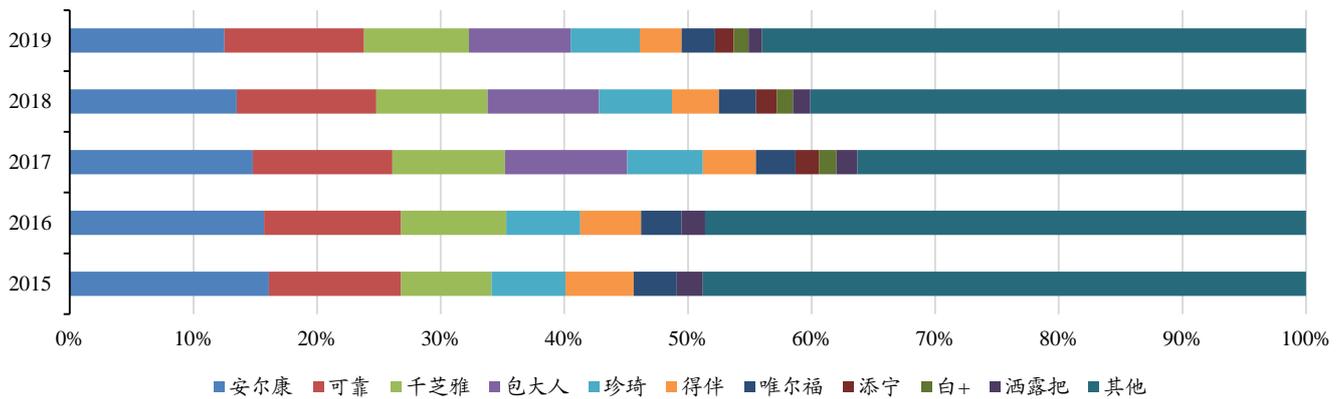
处于市场导入期, 品牌格局分散。与发达国家相比, 我国成人失禁用品市场还处在起步阶段, 目前以国内品牌为主, 2019 年企业 CR10 为 56.6%, 品牌 CR10 为 56.0%, 其中, 国内品牌恒安国际安而康、杭州可靠、杭州舒泰千芝雅市占率分别为 12.5%、11.3%、8.5%, 排名前三, 但尚未出现对市场具有话语权的龙头企业, 品牌格局不明晰。

图表 38 中国成人失禁用品市场份额占比-分企业



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 39 中国成人失禁用品市场份额占比-分品牌



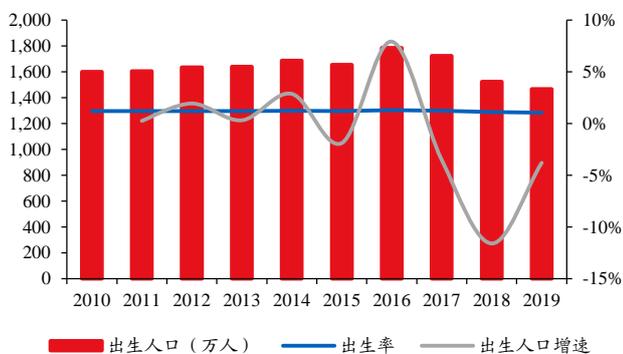
资料来源: Euromonitor, 华创证券

3、消费升级及老龄人口加剧带动纸尿裤市场发展

受益于新生儿数量增加与消费升级, 婴儿纸尿裤市场潜力巨大。自 2016 年“二胎政策”以来, 虽然我国出生人口增速连续三年下滑, 但新生儿基数庞大, 我国年出生人口仍在 1000 万以上, 因此未来我国新生儿数量仍将维持高位。同时, 随着中高收入人群的增加, 以婴儿学步裤(内裤式纸尿裤)为代表的中高端产品需求旺盛, 根据生活用纸专业委员会统计, 2018 年婴儿学步裤的市场份额持续扩大, 较 2017 年增长 2.3pct 至 27.2%, 且此产品销量增长率远高于婴儿纸尿裤行业平均水平。因此, 未来随着新生儿数量的增加以及中高端产品的增长, 我国婴儿纸尿裤市场规模将进一步扩大。

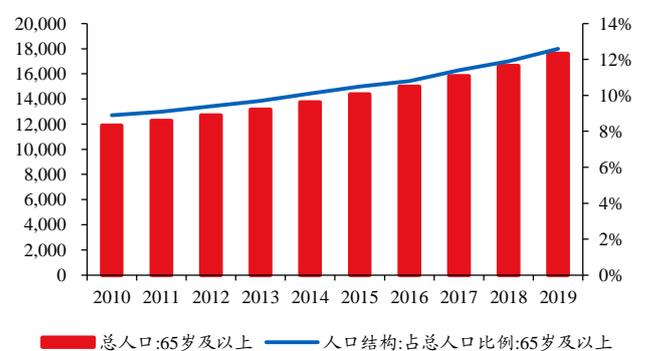
人口老龄化加剧叠加居民生活水平的提高, 成人纸尿裤市场极具发展潜力。据国家统计局数据显示, 我国 65 岁及以上人口数量从 2005 年的 10055 万人增加到 2019 年的 17603 万人, 占总人口的比例也从 2005 年的 7.7% 增加至 2019 年的 12.6%, 数量巨大且快速增长的老龄人口为我国成人失禁用品市场发展提供了庞大的潜在消费群体。未来随着人口老龄化加剧, 居民生活水平的提高及老年人对失禁用品接受度的增加, 我国成人失禁用品市场发展极具潜力。

图表 40 2010-2019 年我国人口出生情况



资料来源: Wind, 华创证券

图表 41 我国 65 岁及以上老龄人口占比不断增加



资料来源: Wind, 华创证券

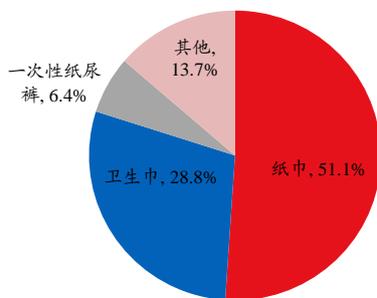
三、三大业务赋能企业发展，高端产品成新增长点

(一) 纸巾业务：规模优势叠加产品升级，未来增长可期

1、纸巾产能行业领先，规模优势显著

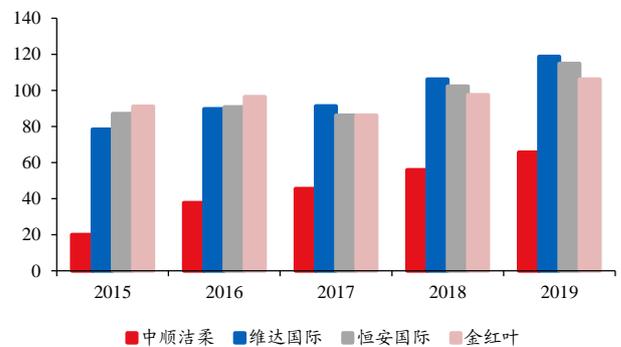
纸巾产能行业领先，毛利率改善。纸巾业务为公司第一大主业，2019年公司纸巾业务收入规模达114.87亿元，占公司总营收比重为51%，收入规模同比增加12.3%，2015-2019年CAGR7.21%，纸巾业务稳定增长。公司生活用纸产能行业领先，公司纸巾产能从2015年的102万吨增长到2019年的142万吨，显著高于其他三家可比公司。盈利水平方面，2017年公司纸巾毛利率出现一定程度下滑，主要系公司2018年采取新的会计准则，要求把销售费用抵消收入处理，一般该费用占总收入比重为10%左右，致使公司纸巾产品毛利率不可与往年相较。未来随着公司产品持续高端化，毛利水平有望继续改善。

图表 42 2019 年恒安国际纸巾营收占比过半



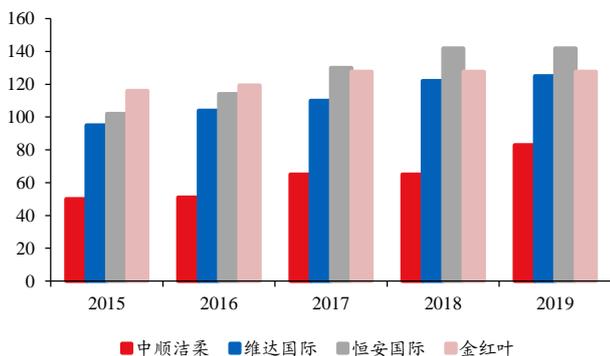
资料来源：公司公告，华创证券

图表 43 2019 年恒安纸巾业务收入规模 114.87 亿元



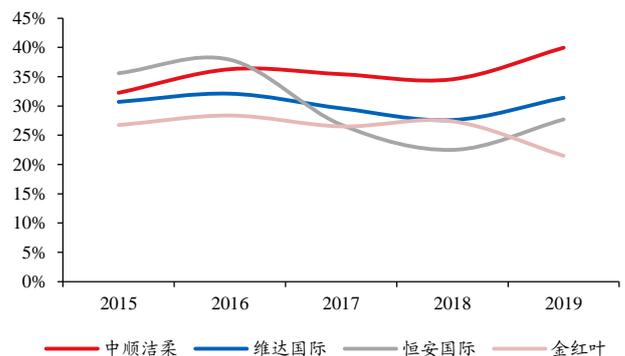
资料来源：公司公告，华创证券

图表 44 2019 年恒安生活用纸产能为 142 万吨



资料来源：公司公告，华创证券

图表 45 2019 年公司纸巾产品毛利率为 27.7%



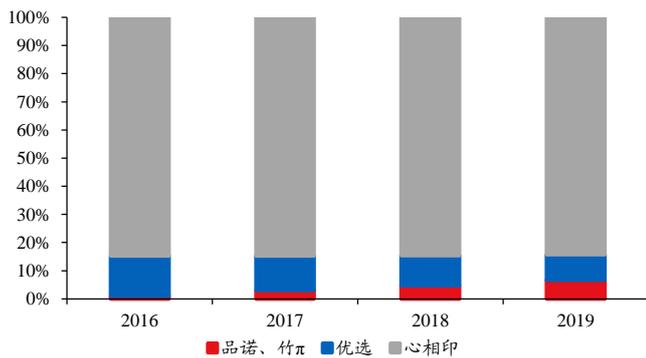
资料来源：公司公告，华创证券

2、全方位布局低中高档产品，高毛利率产品占比增加

全方位布局低中高档纸巾产品，高端纸巾产品占比不断增加。不同于金红叶利用清风主品牌打造高性价比产品；维达在自身的卷纸优势领域外，利用爱生雅旗下整合的得宝、

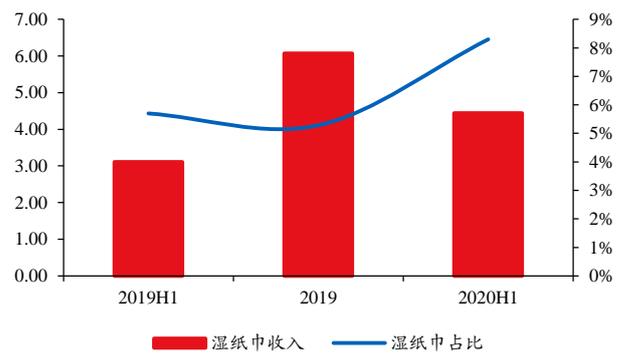
多康布局高端商务领域；中顺洁柔利用 Face、Lotion 系列产品打造高端化和差异化的产品策略；恒安国际在低中高端市场均有所布局，以细致的产品分类为导向，通过中、高、低端产品定位，覆盖不同收入人群。公司纸巾产品拥有核心品牌“心相印”、高端品牌“品诺”、“竹π”以及中端品牌“优选”等。其中，主打产品心相印销售占比从 2016 年的 84.7% 小幅下降至 2019 年的 84.3%，同期高档产品占比从 1.0% 提升至 6.7%，增长较为显著。此外，近年来公司大力发展湿巾品类，湿巾收入从 2019H1 的 3.11 亿元增加至 2020H1 的 4.44 亿元，占生活用纸比重从 5.7% 增加至 8.3%，高毛利产品湿巾占比的提升也为助推公司纸巾产品毛利率水平提升。

图表 46 公司不同产品纸巾收入占比



资料来源：公司公告，华创证券

图表 47 公司收入及占比



资料来源：公司公告，华创证券

图表 48 公司纸巾业务主要品牌一览

品牌	图标	主要产品	抽纸价格 (元/抽)
心相印		抽纸 (面巾纸)、卷纸、手帕纸 (小包纸)、厨房纸巾、婴儿纸巾	0.015-0.3
品诺		抽纸、手帕纸、卷纸	0.05
竹π		抽纸、卷纸、手帕纸、厨房纸巾	0.03
优选		抽纸、卷纸、手帕纸、湿巾	0.02

资料来源：公司官网，淘宝商城，华创证券

3、多方并举，品牌形象深入人心

多举措提升品牌知名度。2015 年公司冠名举办大型音乐选秀活动《纸点青春》，提升品牌认知度；2018 年公司推出“小黄人”包装纸巾，同年推出宣传环保理念的“熊猫”纸巾，提升公司形象；2019 年推出最新版“会唱歌的纸巾”和“会告白的纸巾”，成功提升产品趣味性和与消费者的沟通互动。公司营销策略层层递进，推动公司销量不断提升。

图表 49 公司纸巾业务营销策略概览

营销策略	名称	图片	详情
特殊功能	会唱歌的纸巾 2.0 会告白的纸巾 2.0		可通过手机扫描产品包装上的二维码, 收听青春歌曲, 生成专属歌单, 或收看告白故事视频, 生成专属告白海报。
图案	小黄人图案纸巾		限量版新年贺岁图案纸巾。
	竹π熊猫图案		为了宣传环保理念, 公司于 2018 年于陕西秦岭大熊猫繁育保护基地合作, 认养两只大熊猫, 分别命名为“恒恒”和“安安”, 并在竹π产品包装加入熊猫元素。
活动冠名	纸点青春心相印茶语之星唱享赛		冠名音乐选秀活动“纸点青春”, 邀请导师李琦、江映蓉, 打造青春主题。

资料来源: 公司官网, 华创证券

品牌形象深入人心。公司自创立以来不断强化企业形象, 品牌效应显现, 生活用纸旗下品牌“心相印”获得国内消费者较高的品牌认可度和信任度。在“2020 中国品牌价值评价”中, 恒安国际凭借 454.72 亿元的品牌价值再登中国品牌价值榜, 位列轻工榜单第六名。根据凯度消费者指数发布的《2020 亚洲品牌足迹报告》, 2019 年心相印凭借 3.6 亿人次的消费者触及数, 入围中国快消品品牌前十, 成为中国消费者选择最多的纸巾品牌。此外, 2020 年新冠疫情期间, 恒安集团先后分 6 批次向湖北、福建等防疫一线捐赠物资和现金累计超过 2300 万元, 积极承担社会责任, 品牌美誉度不断提升。

图表 50 2019 年中国市场消费者选择最多的十大快消品品牌

2019 年排名	公司/品牌	消费者触及数 (百万)	渗透率 (%)	消费者选择	消费者触及数增幅
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	81.0	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	383	65.6	3.2	-1.4
9	光明	367	37.4	5.4	-6.3
10	恒安心相印	362	59.7	3.4	2.4

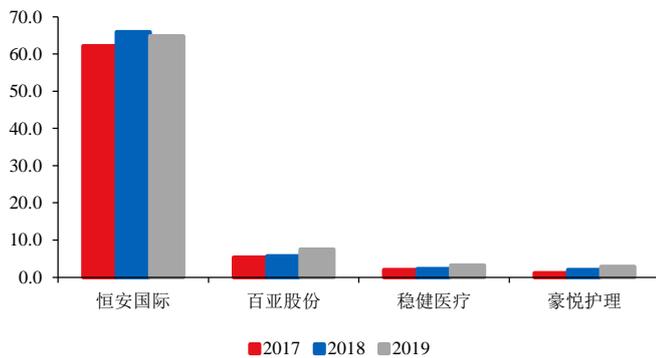
资料来源: 凯度消费者指数《2020 亚洲品牌足迹报告》, 华创证券

(二) 卫生巾业务：行业地位领先，品牌层级丰富

1、公司在女性卫生用品行业具备领先地位

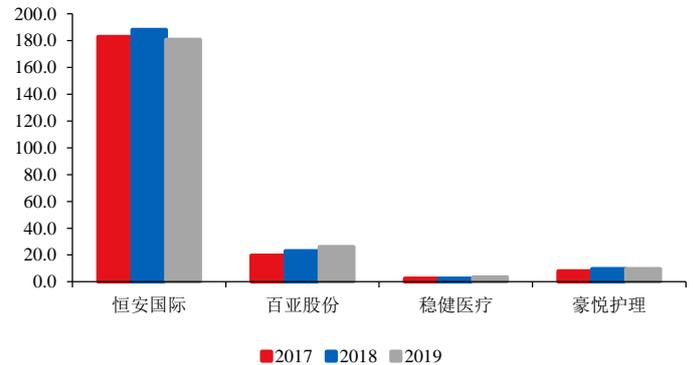
公司卫生巾业务营收规模与产能在国内品牌中居首位。卫生巾业务为公司的第二大主营业务，2019 年收入规模达 64.87 亿元，2015-2019 年复合增长率为 1.2%，销售收入实现稳健增长。从女性卫生用品业务体量来看，公司作为全国最早的卫生巾生产企业之一，营收规模与产能均遥遥领先。2019 年，恒安国际、百亚股份、稳健医疗、豪悦护理卫生巾业务分别实现收入 64.9/7.5/3.2/2.9 亿元。从产能规模看，上述四家公司 2019 年卫生巾产能分别为 180.7/26.2/3.5/9.6 亿片，恒安国际凭借完善的产能布局，领跑行业。

图表 51 公司卫生巾营收规模行业领先 (亿元)



资料来源：公司公告，华创证券

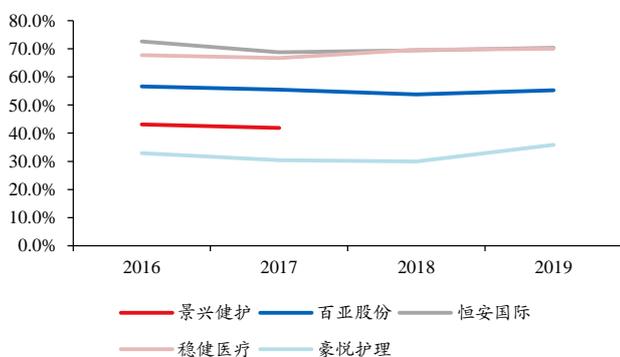
图表 52 公司卫生巾产能行业领先 (亿片)



资料来源：公司公告，华创证券

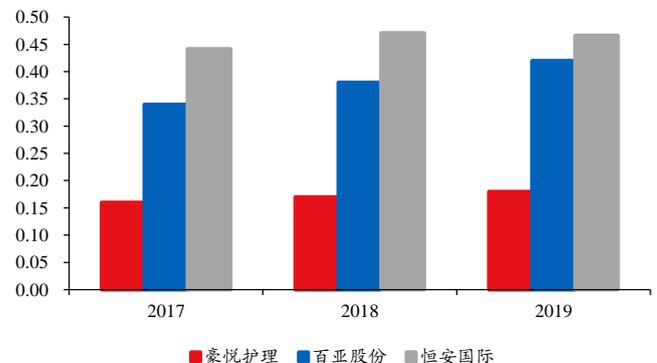
卫生巾产品毛利率同行业领先。在卫生巾市场竞争愈发激烈的情况下，公司凭借产品创新、优化产品组合保持领先行业的高毛利水平，其中 2016-2019 年恒安国际毛利率均维持在 70% 左右。在出厂价格方面，公司卫生巾产品出厂单价高于百亚股份自主品牌卫生巾出厂单价，2019 年恒安国际、百亚股份、豪悦护理卫生巾出厂单价分别为 0.47/0.42/0.18 元/片，恒安定价最高；同时，公司的卫生巾主要采取自主生产模式，且卫生巾产品种类较多，相较于生产体量小且采用委托加工生产模式的其他公司，恒安卫生巾生产的规模效应和协同效应明显。

图表 53 公司卫生巾产品拥有领先行业的毛利率水平



资料来源：公司公告，华创证券

图表 54 公司卫生巾平均出厂单价较高 (元/片)



资料来源：公司公告，华创证券

2、产品矩阵丰富，多品牌满足不同层级消费需求

卫生巾产品矩阵丰富，满足不同层级消费者需求。公司旗下中高端品牌有产品种类相对完善的七度空间、定价适中的安尔乐，同时公司也覆盖中低端市场，如经济型品牌“安乐”。公司近年来向高端品牌不断发力，2017年，公司实施“安乐”品牌重塑战略，推出全新“新呼吸 New Breath”高端品牌，重点关注追逐潮流的消费群体，努力打造公司产品“全面高端化”。我们认为公司针对不同消费层级、年龄层及和消费需求提供的差异化、个性化的产品选择，不但扩大了公司产品的受众群体，同时提高了卫生巾的市场占有率及客户粘性。

图表 55 公司拥有多层次产品矩阵

品牌	推出时间	产品定位	针对群体	图示
安乐	1985 年	经济型	18-35 岁倾向高性价比产品的年轻女性	
安尔乐	1993 年	中低端	大众职业女性	
七度空间	2002 年	中低端	学生及年轻白领	
新呼吸	2016 年	高端	追求舒适的精英女性	
小嗨森	2017 年	中高端	95 后年轻女性群体	
SPA7CE	2017 年	高端	高收入白领女性	

资料来源：公司官网，华创证券

3、产品持续升级，多营销策略助品牌知名度提升

公司卫生巾产品不断升级。公司不断进行产品创新升级，2018年推出超长夜用 420 卫生巾，同年推出特薄系列日用卫生巾，售价相较于普通日用卫生巾提高约 0.1 元/片；2019 年将“甜睡裤”系列产品升级，售价提高 0.3 元/片。公司通过新产品升级的方式提高产品售价，不断提升公司品牌高端化。

图表 56 近年七度空间卫生巾产品升级

年份	名称	图片	特点	售价 (元/片)
2019	超薄萌睡裤		采用超声波热压技术, 更加贴身。	3.5
2018	特薄系列		更轻薄, 厚度降为 0.08 厘米, 提高舒适度。	0.96
2018	超长夜用 420		比普通夜用更长, 夜间更安心。	1.8
2017	甜睡裤系列		对原有的晚安裤进行升级, 增加蕾丝花边, 超透气底膜高弹力腰围。	3.2

资料来源: 公司官网, 淘宝商城, 华创证券

公司以丰富多样的营销方式提升品牌知名度。公司通过冠名综艺、明星代言等方式加大推广力度。对综艺和明星的选取符合产品定位, 公司长期致力于打造青春、少女的品牌形象, 特邀具有人气的杨超越、徐璐等带有少女感的明星代言, 并在少女选秀节目中设置中插广告或冠名, 提升品牌知名度。

图表 57 近年七度空间营销案例

类型	明星/节目	详情
综艺广告	《星星美人鱼》(冠名)	《星星美人鱼》作为周星驰先生首档综艺, 自带 IP 光环, 噱头火爆, 话题足以形成爆点。七度空间正是看中该 IP 的爆发力, 借助星引力, 通过顶尖优质节目带来的品牌宣传效应, 最大化拓展品牌在线上的知名度。
	《创造 101》	七度空间品牌精神、传播重点及《创造 101》的整体调性三位一体, 品牌口播“拼薄拼 C 位, 元气 PICK ME”应运而生, 巧妙运用“薄”与“搏”的谐音和“C 位”、“PICK ME”等节目衍生的流行用语, 让特薄产品卖点和拼“薄”元气更有记忆点和联想度的植根于目标消费者心中。
明星代言	杨超越、鞠婧祎、王子文等	七度空间特邀鞠婧祎为“国风”形象代言人、王子文为“时尚白领”形象代言人, 杨超越为“少女”形象代言人, 大力打造品牌形象。

资料来源: 公司官网, 华创证券

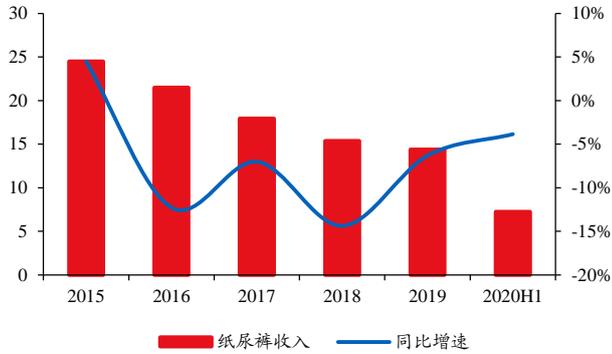
(三) 纸尿裤业务: 产品结构优化, 未来有望恢复正增长

1、纸尿裤收入降幅收窄, 毛利率趋于稳定

纸尿裤收入降幅收窄, 毛利率稳定中上行。纸尿裤业务为公司的第三大收入来源, 受市场竞争及行业渠道变革影响, 近年来公司纸尿裤业务规模持续下滑, 2019 年公司纸尿裤收入达 14.39 亿元, 占公司总营收的 6.4%。2020 年上半年得益于公司加强在电商及母婴

店的渠道布局及高档产品的推广,纸尿裤同比降幅收窄至-3.8%,占公司总营收比重提升0.2pct至6.6%。公司纸尿裤产品的毛利率水平多年来维持在40%左右,未来随着高端产品的推广毛利率水平有望提升。

图表 58 2020H1 公司纸尿裤降幅收窄



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 59 公司纸尿裤毛利率趋稳

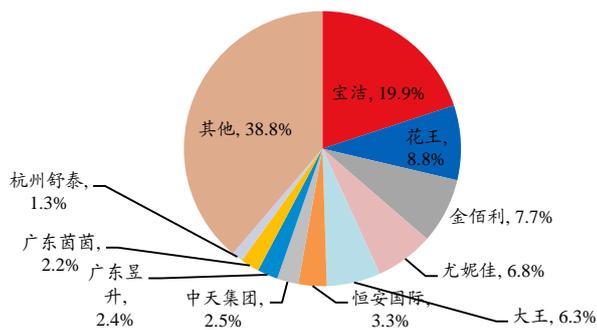


资料来源: 公司公告, 华创证券

2、产品不断升级,持续高端化转型

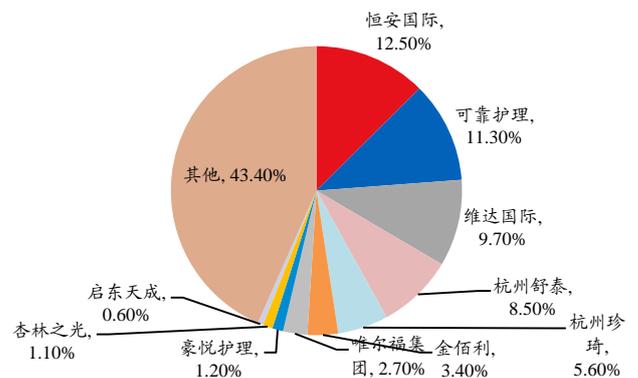
公司纸尿裤产品主要包括婴儿纸尿裤和成人纸尿裤。公司纸尿裤产品“安儿乐”品牌面向婴幼儿群体,在二线及以下市场具有较高知名度,是公司纸尿裤业务的主要收入来源。“安而康”主要面向老年人市场,在收入中占比不大。作为中国最早研发婴儿纸尿裤以及率先推出成人纸尿裤的生产企业,在竞争日益加剧的纸尿裤市场,2019年公司仍然以3.3%的市占率占居婴儿纸尿裤市场第六名,以12.5%的市占率占据成人纸尿裤市场首位。

图表 60 2019 年中国婴儿纸尿裤市场企业格局



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 61 2019 年中国成人纸尿裤市场企业格局



资料来源: Euromonitor, 华创证券

公司纸尿裤产品不断研发升级,通过进行深入、广泛的品牌营销成功向高端化转型。在产品研发方面,2017年公司对“奇莫”品牌进行产品升级,推出“皇家至柔”、“魔法呼吸”等新系列,适用于不同场景、不同地区、不同成长环境中的不同宝宝,以满足宝宝差异化需求。在营销方面,公司以“全职妈妈创业计划”的口号布局微商渠道,以吸引更多的妈妈参与;此外,安儿乐品牌邀请明星辣妈胡静及网红辣妈们亲临“小轻芯”成长裤发布会现场,用直播的方式带领大家揭开新品面纱。公司对产品和营销策略的层层升级,有利于公司打造高端化品牌,进而有望带来公司纸尿裤业务收入规模增长。

图表 62 公司主要纸尿裤品牌一览

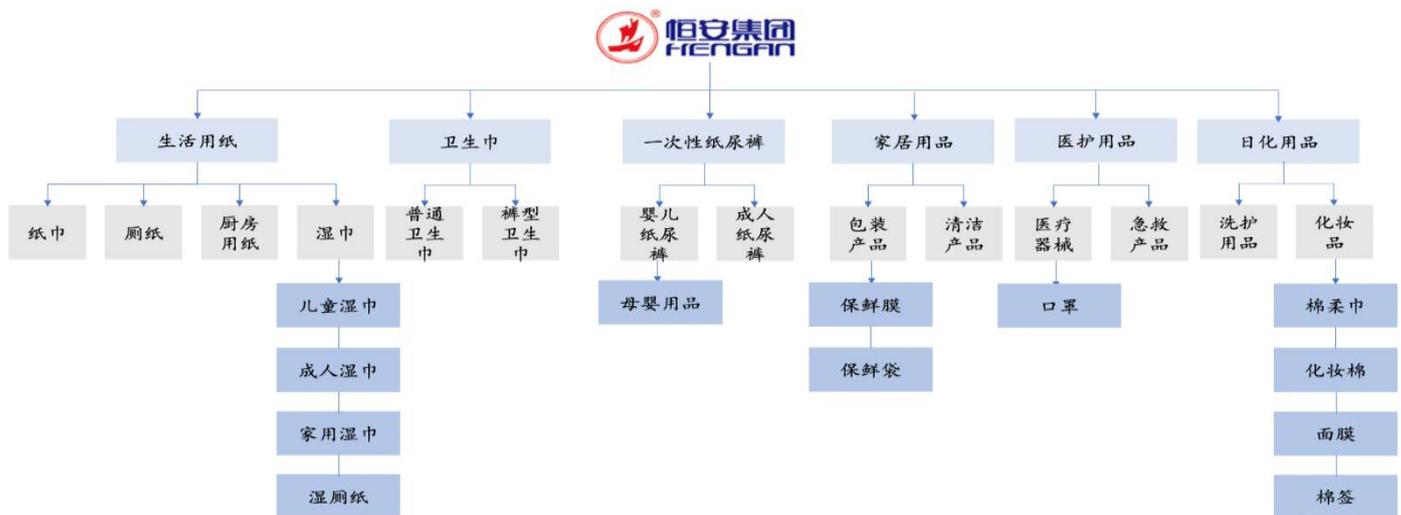
类别	品牌	图标	主要产品	纸尿裤价格 (元/片)
婴儿纸尿裤	安儿乐		婴儿纸尿裤片、婴儿纸尿裤 (腰贴)、拉拉裤	1.1-1.65
	奇莫		婴儿纸尿裤 (腰贴)、拉拉裤、婴儿湿巾	约 2.2
成人纸尿裤	安而康		成人纸尿裤、护理垫	约 3.1

资料来源：公司官网，京东商城，华创证券

(四) 其他业务：新增医护、家居、日化业务，品类不断扩充

复合赛道扩充企业成长版图，满足日益增长的消费品需要。除生活用纸、卫生巾和纸尿裤三大主赛道，公司经营领域还涉及化妆品、家居用品及医用口罩产品。2018 年公司通过收购主要于中国从事食物保鲜膜及塑料袋制造的声科集团进军家居用品领域。2019 年公司以“若颜初”品牌推出棉柔巾、化妆棉、面膜棉签等一次性妆护产品。自 2004 年公司收购香港威信药业，开始涉足医药领域以来，2020 年 5 月，经福建省药品监督管理局审批，恒安集团正式获批五年期医疗器械生产许可证，意味着口罩将成为恒安集团今后常态化生产的产品，集团在卫生用品类别中的新版块不断扩充。

图表 63 公司产品线丰富



资料来源：公司公告，公司官网，华创证券

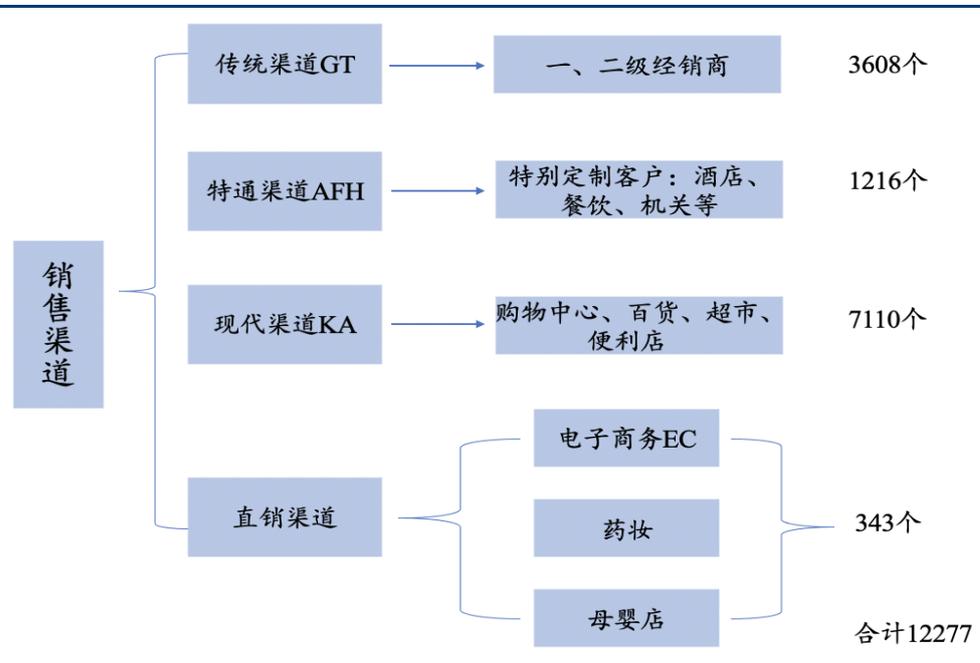
四、线下渠道布局完善，生产研发优势突出

(一) 渠道端：销售网络覆盖全国，积极开拓海外市场

1、线下布局领先优势，线上发力效果显著

公司线下销售网络覆盖全国。在销售渠道方面，公司实行“网络到县，直销到镇”的营销战略。截至 2019 年末，公司在全国设立 40 余家分公司以及 200 多个销售团队，通过 3600 多个分销商实现全国销售网点的全面覆盖，渠道深入下沉至低线城市乃至乡镇。其中，公司已建立起传统渠道（传统一、二级经销商）3608 个、特通渠道（特别定制客户，如酒店、餐饮、政府机关等）1216 个、现代渠道（购物中心、百货、超市及便利店）7110 个、直销渠道（电商、药妆及母婴店）343 个，合计 12277 个销售终端及网点，线下渠道布局完善。此外，公司通过“平台化小团队”的经营模式，实现渠道向扁平化、细分化转变，在保障终端利益的同时也为公司培养了一批具备强大实力的经销商。

图表 64 恒安国际渠道结构 (2019 年)



资料来源：公司公告，华创证券

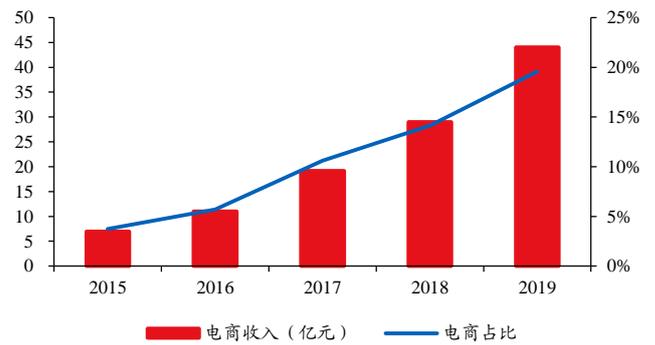
落实全渠道战略，大力发展线上渠道。随着电商崛起及新零售业态的改变，公司近几年加大力度布局线上，以“全渠道销售”策略为基准积极开拓新零售及微商销售等渠道。2019 年公司线上销售额达 44 亿元，同比增长 50%，2015-2019 年线上销售复合增长率达 58.6%，对整体销售额的贡献从 3.7% 提升至 19.6%，成长迅速。分产品来看，公司纸尿裤业务 2019 年电商和母婴店销售合计占比 80%，其中电商渠道销售占纸尿裤整体销售比例超过 40%，同比增长超过 10%；纸巾和卫生巾业务 2019 年线上占比分别为 20% 和 10% 左右，接近行业平均水平。

图表 65 公司线下渠道终端网点数 (个)



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 66 近年来公司电商收入显著增长



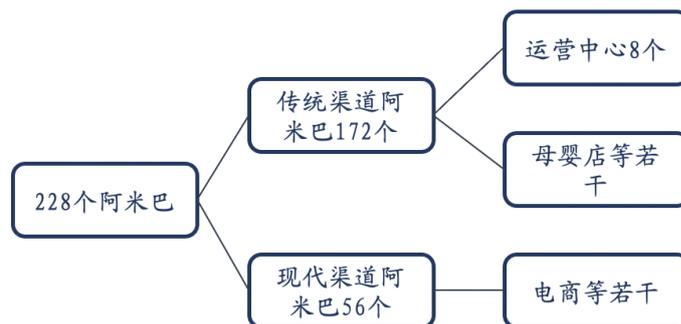
资料来源: 公司公告, 华创证券

2、“阿米巴”经营提效率，海外市场促发展

公司通过“阿米巴”模式把控终端门店，提升管理效率。阿米巴的经营模式为 1) 将全国划分为九大区域，合计部署 228 个独立的阿米巴小团队，每个阿米巴和 15-20 个经销商对接，并分别由 8 个运营中心进行监督管理和服务。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，以保持快速的市场响应能力。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，考核达标即可获得超额利润的 20-50% 奖金分红。

“平台化小团队”帮助公司实现销售策略的灵活性。恒安特色的“阿米巴”即“平台化小团队”经营模式，将原有垂直化的管理模式向扁平化、平台化的转变，提高运营效率。一方面，通过对各个团队的充分授权，自下而上的激发团队积极性和创造力，提升团队的灵活性及市场反应能力。另一方面，集团可以有效地制定更适合各个区域的销售策略和更具针对性的产品组合，以实现销售效率的最大化。

图表 67 2017 年公司阿米巴模式



资料来源: 公司官网, 华创证券

公司积极发展中国大陆以外的市场。公司设外贸部门开拓全球市场，且在海外设有生产基地和销售机构，产品远销全球 63 个国家与地区，拥有 74 个直接合作大客户和经销商。2017 年，公司收购马来西亚皇城集团，借助皇城集团在东南亚地区现有的成熟的销售网络成功将恒安产品打入马来西亚市场，此后恒安又协助皇城集团开展电商业务，借此继续深入开拓马来西亚市场及打开东南亚市场。2018 年公司收购声科集团，利用其在欧洲、澳洲、北美及亚洲的海外销售网络把恒安产品带到国际舞台。此外，公司与俄罗斯投资

的纸尿裤厂房已于 2019 年投产，借此纸尿裤业务开拓至俄罗斯市场。

图表 68 公司产品远销全球 63 个国家和地区



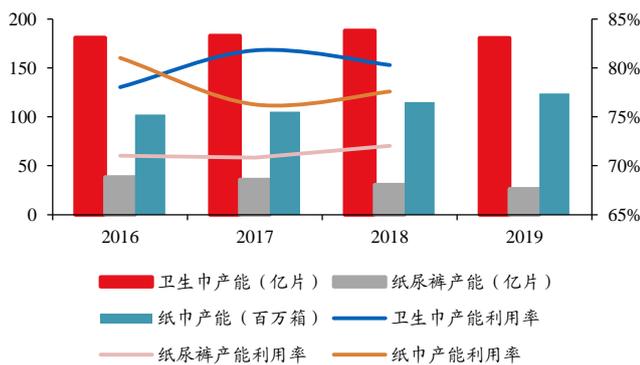
资料来源：公司官网，华创证券

(二) 生产端：产能布局完善，研发规模领先

1、产能布局覆盖全国，快速响应市场需求

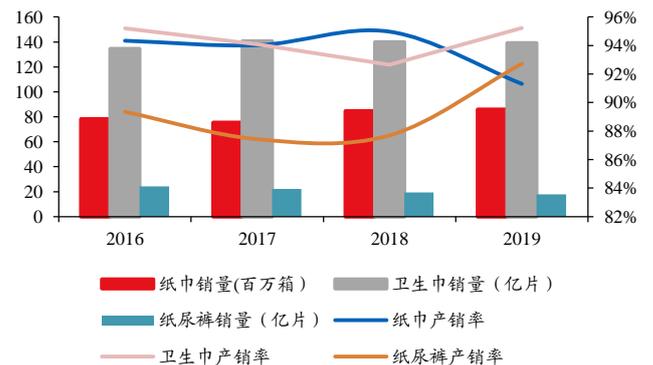
公司纸巾产能扩张明显，三大业务产销率均维持高位。2016-2019 年公司纸巾产能从 10220 万箱提升至 12394 万箱，年复合增速达 6.6%，纸巾产能明显扩张。2016-2018 年公司卫生巾和纸尿裤的产能利用率分别从 78.03% 和 71.03% 增长至 80.29% 和 72.02%，卫生巾和纸尿裤产能利用率逐年提升。公司产品销量快速增长，多年来产销率均维持在 90% 以上，其中纸巾年销量由 2016 年的 7811.30 万箱提升至 2019 年的 8580.96 万箱，年复合增速达 3.2%；同期卫生巾的销量从 134.48 亿片增长至 139.09 亿片，年复合增速达 1.1%。

图表 69 公司纸巾产能扩张明显



资料来源：公司公告，华创证券

图表 70 公司三大业务产销率均维持高位



资料来源：公司公告，华创证券

产能布局完善，快速反应市场需求。市场上第一梯队四家生活用纸龙头恒安国际、金红叶、维达国际和中顺洁柔 2019 年产能分别为 142 万吨、128 万吨、125 万吨和 83 万吨。从产能规模来看，恒安国际产能体量最大。从产能布局区域来看，恒安国际全国性布局最全面，在全国 15 个省、市、自治区投资设立 40 余家生产公司，以保证公司产品对市场的需求作出快速反应，降低运输成本，提高运输效率。从产能类别来看，维达国际、中顺洁柔不涉及纸浆业务，商业模式主要是从上游供应商处采购木浆等原材料再自行进行

纸产品的生产加工。相较之下，金红叶借助母公司金光集团的资源优势对纸浆业务有所布局，而恒安国际也开始利用收购的方式布局纸浆产业，一方面在芬兰投资生物制浆项目；另一方面通过在马来西亚收购上市公司，在印尼、俄罗斯等国投资建厂扩大产能。

图表 71 恒安国际产能布局



资料来源：公司公告，华创证券

图表 72 金红叶产能布局



资料来源：公司公告，华创证券

图表 73 维达国际产能布局



资料来源：公司公告，华创证券

图表 74 中顺洁柔产能布局

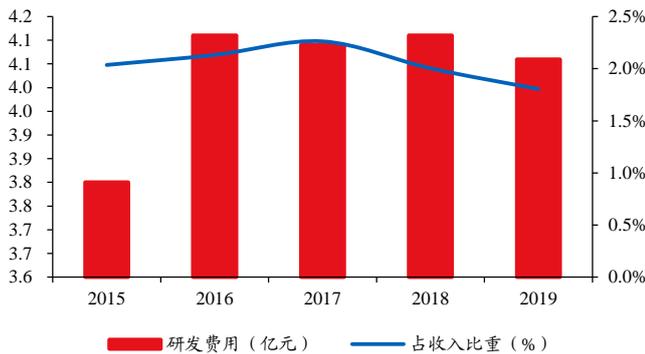


资料来源：公司公告，华创证券

2、公司多年坚持研发，双维度进行创新变革

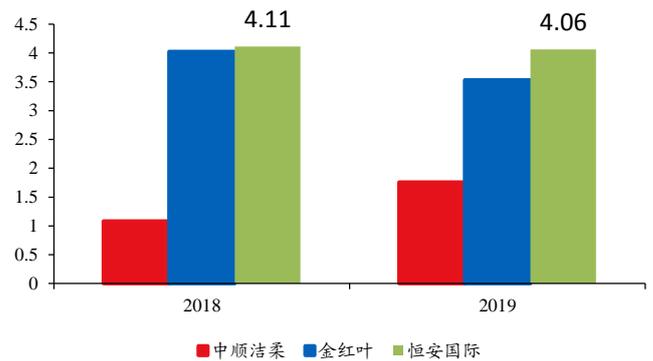
公司多年来研发规模领先。2019 年公司研发支出为 4.06 亿元，2015-2019 年研发费用年复合增长率 1.7%，研发投入稳定增加，公司研发投入规模行业领先。公司研发费用率常年维持在 2% 左右，2019 年占总费用支出的比重为 2.2%。

图表 75 公司研发费用率稳定



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 76 公司研发费用领先



资料来源: 公司公告, 华创证券

公司在技术与管理两个维度进行创新变革:

1) 在技术创新方面, 公司专注客户需求, 不断创造优质产品。恒安坚持自主创新为主, 合作开发为辅的方式, 通过产学研充分整合内外部技术资源, 开发新材料、新工艺和新技术, 为新产品开发和产品升级提供技术保障。依托国家级工业设计中心和国家认定企业技术中心两个技术平台, 使恒安立足行业技术创新制高点。2009年, 恒安技术中心被评定为“国家认定企业技术中心”; 2013年, 恒安国际成为卫生用品行业内唯一一家获得国家认定的企业工业设计中心。2018年七度空间甜睡裤获得中国优秀工业设计奖复评入围资格。

图表 77 公司专注产品创新升级



资料来源: 公司公告, 公司官网, 华创证券

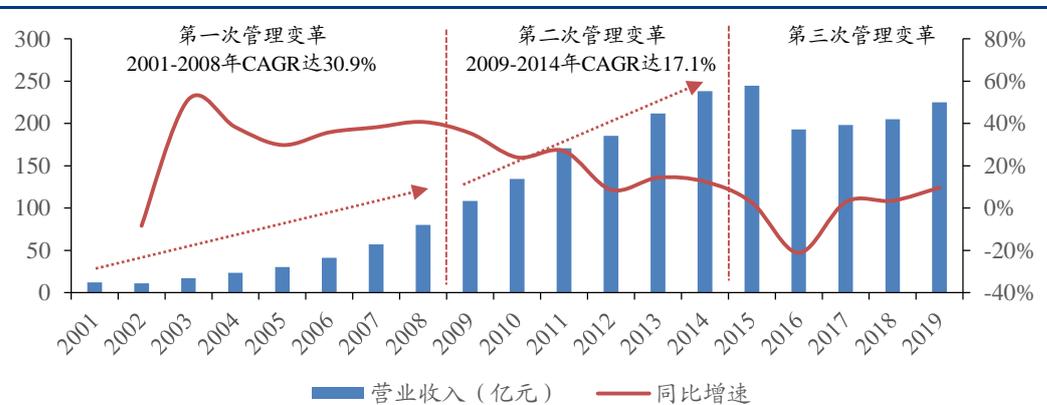
2) 在管理创新方面, 公司战略眼光出色, 敢于变革。公司通过与国际知名咨询公司合作, 从战略规划、供应链系统优化、渠道布局等方面对企业进行全面的变革。2002年以来, 公司先后引进世界著名管理咨询公司美国汤姆斯集团、美国博斯公司和 IBM 公司, 先后三次推行企业全面变革, 全方位提升企业核心竞争力。公司管理变革成果显著, 2001-2008年(第一次管理变革)营收年复合增长率高达 30.9%, 2009-2014年(第二次管理变革)营收年复合增长率达 17.1%。

图表 78 公司不断进行管理创新变革

变革	时间	合作公司	变革内容
第一次变革	2001 年	汤姆斯集团	通过“TCT”行动，在一个总周期时间内，兼顾短周期和提升品质两个目标，整体改善企业运营表现，强化产品服务品质，提高公司竞争力。
第二次变革	2008 年	博斯公司	帮助公司从战略规划、管理控制、供应链优化和绩效管理四大模块进行目标管理。
第三次变革	2014 年	IBM 公司	打造供应链系统信息化，其中包括整个供应链的组织架构、管理流程、网络布局以及利用先进的数据分析手段建立数据模型，以应对外部环境的改变。
	2016 年	普华永道	通过打通信息流通和管理的障碍，打造共享服务中心，将共享的流程标准化和规范化，实现集团集约管控和降本增效的目的。
	2016 年	SAP	以基于 SAP HANA 的快速消费品供应链管理解决方案为核心，打造覆盖集团全价值链的一体化应用平台。通过应用大数据分析和实时计算等创新技术，助力公司加速供应链升级的步伐。
	2016 年	柏明顿	启动“阿米巴”经营模式，集团全面实施平台化小团队经营模式。

资料来源：公司公告，公司官网，华创证券

图表 79 公司三次管理变革过程及成果



资料来源：公司公告，华创证券

五、多品类协同发展，多元品牌势能助龙头地位稳固，维持“强推”评级

公司三大产业纸巾、卫生巾、纸尿裤协同发展；品牌势能突出，“心相印”纸巾、“七度空间”卫生巾、“安儿乐”儿童纸尿裤、“安而康”成人纸尿裤均获得国内消费者较高的品牌认可度和信任度。短期来看，疫情催化下，消费者健康意识的提升将带动生活用纸需求量的增长。长期来看，公司将持续受益于国内生活用纸人均消费量的增长、卫生巾行业的高端化趋势以及纸尿裤渗透率的进一步提升。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 45.33、48.83、52.14 亿元，EPS 分别为 3.81、4.10、4.38 元/股，对应当前股价 PE 分别为 12、11、10 倍，考虑到公司品牌效应强劲，多元业务拓展前景广阔，产品与渠道升级有望带动利润持续增长，维持 63 元/股目标价，对应 2021 年 15XPE，维持“强推”评级。

六、风险提示

新业务开发不及预期，原材料成本大幅波动，市场竞争加剧。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	9,120	10,664	11,830	11,274
应收款项合计	5,706	5,450	5,799	6,216
存货	3,802	3,946	4,215	4,431
其他流动资产	7	5	7	7
流动资产合计	30,068	34,068	33,835	34,399
固定资产净额	8,366	9,632	12,783	16,661
权益性投资	102	102	102	102
其他长期投资	2,656	4,500	3,906	3,688
商誉及无形资产	1,713	792	858	923
土地使用权	0	1,046	1,113	1,177
其他非流动资产	334	600	397	443
非流动资产合计	13,170	16,672	19,159	22,995
资产总计	43,239	50,740	52,993	57,394
应交税金	23	36	32	34
短期借贷及长期借 贷当期到期部分	20,361	26,361	26,361	28,361
其他流动负债	1,036	1,022	1,241	1,235
流动负债合计	23,664	29,618	30,170	32,423
长期借贷	1,247	1,247	1,247	1,247
其他非流动负债	176	160	154	163
非流动负债合计	1,423	1,407	1,401	1,409
负债总计	25,087	31,025	31,571	33,833
归属母公司所有者 权益	17,873	19,426	21,123	23,251
少数股东权益	279	289	299	310
股东权益总计	18,152	19,714	21,422	23,561
负债及股东权益 总计	43,239	50,740	52,993	57,394
现金流量表				
单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3416	5180	5574	5956
净利润	3908	4533	4883	5214
折旧和摊销	800	729	845	1119
营运资本变动	-1190	55	-74	-385
其他非现金调整	-101	-137	-80	8
投资活动现金流	1113	-4300	-3378	-5010
资本支出	-898	-2180	-4180	-5180
长期投资减少	1907	-1844	594	219
少数股东权益增加	-4	0	0	0
其他长期资产的减 少/(增加)	109	-276	208	-49
融资活动现金流	-6539	664	-1030	-1502
投资收益	0	0	0	0
股利分配	-2356	-2356	-3034	-3269
普通股增加	-1	-1	2	-3
其他投资活动产生 的现金流量净额	-4181	3022	2003	1770

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	22,566	23,495	25,247	26,923
主营业务收入	22,493	23,471	25,222	26,896
其他营业收入	74	23	25	27
营业总支出	18,299	18,326	19,605	20,749
营业成本	13,804	13,624	14,804	15,845
营业开支	4,495	4,702	4,801	4,904
营业利润	4,268	5,169	5,642	6,173
净利息支出	-218	-97	-97	-33
权益性投资损益	0	0	0	0
其他非经营性损益	-108	50	-6	-29
非经常项目前利润	4,378	5,315	5,733	6,177
非经常项目损益	669	546	565	557
除税前利润	5,047	5,861	6,299	6,734
所得税	1,130	1,319	1,405	1,508
少数股东损益	9	10	11	11
持续经营净利润	3,908	4,533	4,883	5,214
非持续经营净利润	0	0	0	0
净利润	3,908	4,533	4,883	5,214
优先股利及其他调整 项	0	0	0	0
归属普通股股东净 利润	3,908	4,533	4,883	5,214
EPS (摊薄)	3.28	3.81	4.10	4.38
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	9.6%	4.3%	7.5%	6.6%
归属普通股股东净利 润增长率	2.8%	16.0%	7.7%	6.8%
获利能力				
毛利率	38.6%	42.0%	41.3%	41.1%
净利率	17.4%	19.3%	19.4%	19.4%
ROE	22.6%	24.3%	24.1%	23.5%
ROA	8.8%	9.6%	9.4%	9.4%
偿债能力				
资产负债率	58.0%	61.1%	59.6%	58.9%
流动比率	127.1%	115.0%	112.1%	106.1%
速动比率	111.0%	101.7%	98.2%	92.4%
每股指标 (元)				
每股收益	3.28	3.81	4.10	4.38
每股经营现金流	2.88	4.37	4.70	5.02
每股净资产	15.02	16.33	17.76	19.54
估值比率				
P/E	14.0	12.1	11.2	10.5
P/B	3.1	2.8	2.6	2.4

资料来源：公司公告，华创证券预测

轻工纺服组团队介绍

组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：田晨曦

伯明翰大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

助理研究员：王文杰

日本庆应义塾大学经济学硕士。2020 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-520572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522