

## 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

- ❖ **个人卫生用品行业龙头，股权集中，盈利能力突出。**恒安国际创立于1985年，1998年在港交所上市，公司是最早进入中国卫生巾市场的企业之一，是目前国内最大的妇女卫生巾和婴儿纸尿裤生产企业。公司主要从事个人卫生用品的生产、分销及销售，三大主导产品为纸巾、卫生巾、一次性纸尿裤。公司大股东持股比例合计40.69%，股权集中。公司营收规模、净利润规模、毛利率、净利率均高于业内可比公司，2018年期间费用率明显下降，控费能力增强。
- ❖ **行业规模扩张创发展契机，线上渠道逐渐兴起。**公司所处的三个行业发展现状主要表现为：**1) 生活用纸行业：**市场规模越千亿，人均生活用纸消费量对比世界发达国家仍有提升空间；消费升级趋势明显，具体表现为消费品类的增加以及品质的改善；电商渠道兴起抢占线下市场份额；市场集中度对比美国存在提升空间，环保政策趋严利好行业龙头；**2) 卫生巾行业：**市场规模超500亿，市场渗透率已达100%，未来仍存在发展空间；目前销售渠道以现代商超为主，电商渠道销售额占比增长；市场集中度高，国内外品牌瓜分市场；**3) 纸尿裤行业：**婴儿纸尿裤市场规模超500亿，伴随老龄人口比例的不断增长，成人失禁用品市场潜力巨大；婴儿纸尿裤网购渗透率高，同时电商渠道出于其购买的相对隐秘性以及便利性在成人纸尿裤的销售方面具备发展优势；国产品牌在成人纸尿裤市场领先，外资品牌抢占多数婴儿纸尿裤市场份额。
- ❖ **纸巾/卫生巾业务迎收入增速拐点，纸尿裤业务困局求变。**1) 纸巾业务是公司营收的最大来源，2018年纸巾产品收入大幅增长，近年浆价上行叠加人民币贬值导致毛利率承压下降，预计2019年浆价下行将促进毛利率修复，上游制浆布局将长远缓解原材料采购端压力；2) 卫生巾业务毛利率高企，近年收入增速有所改善；3) 纸尿裤业务受竞争激烈及原材料成本上涨影响业绩下滑，公司积极布局电商及母婴店渠道，升级产品及加快高端市场布局应对困境。
- ❖ **品牌、渠道、产能、管理筑公司成长四大驱动力。**品牌为恒安国际深远护城河，公司拥有“心相印”、“安儿乐”、“安尔乐”三枚中国驰名商标，“安尔乐”品牌具有先发优势，“七度空间”在卫生巾中高端市场有较高的品牌知名度；公司推行“全渠道”销售策略，布局传统渠道、特通渠道、现代渠道、直销渠道，在全国拥有40余家分公司以及200多个销售团队，销售网络布局广泛；公司海内外布局产能，纸巾、卫生巾、纸尿裤产能大，造纸产能高于同期可比公司，规模优势显著；四次管理改革助力公司成长，2017年以来恒安国际对销售团队推行的阿米巴改革成效已显现，目前已推广至其他部门。我们预计公司2019-2021年归母净利润为44.37、49.58、52.62亿元，对应当前股价PE分别为15、13、12倍，根据公司盈利预测及可比公司市值，给予2019年20倍PE，对应目标价75港元。首次覆盖给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**原材料价格上涨；人民币大幅贬值；生活用纸行业、卫生巾行业、纸尿裤行业竞争加剧。

**主要财务指标**

	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	20536	21798	23647	25361
同比增速(%)	13.5	6.1	8.5	7.2
归母净利润(百万)	3800	4437	4958	5262
同比增速(%)	0.2	16.9	11.7	6.1
每股盈利(元)	3.19	3.73	4.17	4.42
市盈率(倍)	17	15	13	12
市净率(倍)	4	3	2	2

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2019年10月30日收盘价

**强推 (首次)**

目标价：75 港元

当前价：53.9 港元

**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

**联系人：葛文欣**

电话：010-63215669

邮箱：gewenxin@hcyjs.com

**公司基本数据**

总股本(万股)	119000
已上市流通股(万股)	119000
总市值(亿元)	650
流通市值(亿元)	650
资产负债率(%)	61.90%
每股净资产(元)	14.29
12个月内最高/最低价	69.33/46.62

**市场表现对比图(近12个月)**


# 目录

一、个人卫生用品行业龙头，股权集中，盈利能力突出	5
(一) 布局三大核心品类，深耕中国大陆市场	5
(二) 股权集中，股利支付率高	5
(三) 盈利能力：营收、净利润规模大，毛利率、净利率业内领先，2018 年控费能力增强	6
二、乘行业好风，布局业务正当时	8
(一) 生活用纸行业：千亿市场未来可期，消费升级叠加电商势起，市场集中度有望提升	8
1、市场规模超千亿，人均消费量存在较大提升空间	8
2、生活场景拓展促品类多元化，品质逐渐改善，电商渠道销售额占比提升	9
3、市场集中度对比国外仍有发展空间，环保政策趋严促进中小产能出清	10
(二) 卫生巾行业：市场扩容，现代商超渠道销售为主，市场集中度高	11
1、市场规模超 500 亿，市场渗透率达 100%	11
2、现代商超渠道销售为主，电商渠道兴起	12
3、市场集中度高，本土企业与国际企业抗衡	12
(三) 纸尿裤行业：市场规模扩张，电商渠道拓展，国内外品牌瓜分市场	13
1、婴儿纸尿裤市场规模超 500 亿，成人失禁用品市场潜力巨大	13
2、电商渠道助力扩展纸尿裤市场	15
3、外资企业主导国内婴儿纸尿裤市场，国产品牌为成人纸尿裤市场主流	15
三、业务端：纸巾&卫生巾业务迎收入增速拐点，纸尿裤业务困局求变	16
(一) 纸巾业务：营收增速迎拐点，看好浆价下行及长远布局制浆改善毛利率	17
(二) 卫生巾业务：营收增速改善，整体毛利率高企	19
(三) 一次性纸尿裤业务：产品渠道双优化，静待婴儿纸尿裤业绩拐点，成人纸尿裤销售增长	20
四、品牌、渠道、产能、管理筑公司成长驱动核心四要素	21
(一) 品牌优势成就深远护城河	21
(二) 全渠道开拓市场，电商渠道持续发力	22
(三) 产能布局持续完善，规模优势显著	22
(四) 持续推进管理变革，添发展新动力	24
五、风险提示	24

# 图表目录

图表 1	恒安国际三大主导产品及对应主要品牌 .....	5
图表 2	营业收入按地区划分 .....	5
图表 3	2018 年中国大陆地区销售额分布 .....	5
图表 4	恒安国际公司股权结构 .....	6
图表 5	公司现金分红总额及股利支付率 .....	6
图表 6	公司营业收入及同比增速 .....	7
图表 7	公司营业收入水平高于同期可比公司 .....	7
图表 8	公司净利润及同比增速 .....	7
图表 9	公司净利润水平高于同期可比公司 .....	7
图表 10	公司毛利率高于同行 .....	8
图表 11	公司净利率高于同行 .....	8
图表 12	期间费用率对比 .....	8
图表 13	2018 年公司销售费用率显著低于可比公司 .....	8
图表 14	生活用纸国内市场规模及同比增长 .....	9
图表 15	生活用纸国内人均消费量及同比增长 .....	9
图表 16	生活用纸品类消费量占比 .....	9
图表 17	生活用纸纤维原料占比 .....	9
图表 18	电商渠道零售额占比不断提升 .....	10
图表 19	2017 年生活用纸行业各公司市场占有率 .....	10
图表 20	生活用纸行业相关指导文件 .....	11
图表 21	卫生巾及卫生护垫市场规模 .....	11
图表 22	卫生巾及卫生护垫消费量 (亿片) 及同比增长 .....	11
图表 23	卫生巾市场渗透率 .....	12
图表 24	卫生巾市场各渠道销售额占比 .....	12
图表 25	2016 年全国主要卫生巾 (含护垫) 厂商商超渠道销售份额 .....	13
图表 26	婴儿纸尿裤市场规模及同比增长 .....	13
图表 27	婴儿纸尿裤、纸尿布、纸尿片/垫合计消费量 .....	13
图表 28	65 周岁及以上人口数量及占比 .....	14
图表 29	成人失禁用品市场规模 .....	14
图表 30	成人失禁用品消费量 .....	14
图表 31	2016 年婴儿纸尿裤各品牌市场占有率 .....	15
图表 32	京东平台 2019 年 7 月成人纸尿裤各品牌销售额及市场份额 .....	15

图表 33	女性卫生巾用品业务起家, 逐步拓展至多品类	16
图表 34	公司主营业务构成	17
图表 35	纸巾产品收入及同比增长	17
图表 36	纸巾产品营收贡献及毛利率	17
图表 37	进口针叶浆&阔叶浆价格 2017-2018 年上涨	18
图表 38	近三年纸巾主要品牌销售收入 (亿元)	18
图表 39	“茶语丝享”系列及“超迷你”湿巾简介	19
图表 40	卫生巾产品收入及同比增长	19
图表 41	卫生巾产品营收贡献及毛利率	19
图表 42	公司卫生巾主要品牌近三年销售收入 (亿元)	20
图表 43	一次性纸尿裤产品收入及同比增长	20
图表 44	一次性纸尿裤产品营收贡献及毛利率	20
图表 45	淳氧、小轻芯纸尿裤简介	21
图表 46	一次性纸尿裤各主要品牌销售收入 (亿元)	21
图表 47	公司销售网络分布	22
图表 48	公司生产基地布局	23
图表 49	公司主要产品产能、产量及产能利用率	23
图表 50	生活用纸行业主要公司产能	24

## 一、个人卫生用品行业龙头，股权集中，盈利能力突出

### (一) 布局三大核心品类，深耕中国大陆市场

恒安国际集团有限公司成立于 1985 年，1998 年在港交所上市。公司主营业务为生产、分销及出售个人卫生用品，包括纸巾、卫生巾、一次性纸尿裤。公司三大主导产品市占率位居国内前列，各品类对应品牌呈现多样化。

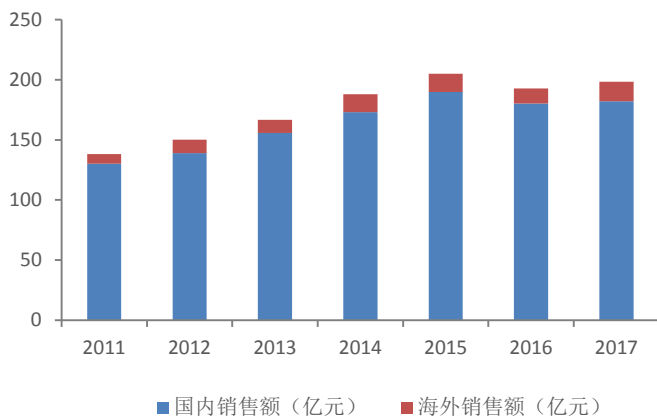
图表 1 恒安国际三大主导产品及对应主要品牌

品类		主要品牌
纸巾		心相印、品诺、优选、竹π
卫生巾		七度空间、阿尔乐、安乐
纸尿裤	婴儿纸尿裤	安儿乐、奇莫
	成人纸尿裤	安而康

资料来源：恒安国际官网，华创证券

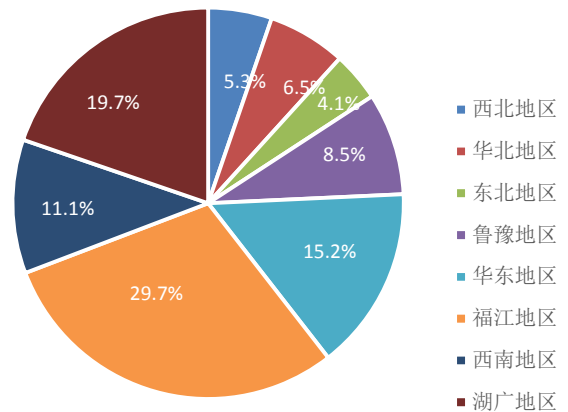
公司产品主要销往国内，在海外地区的销售额相对较少。公司在中国大陆地区的销售布局广泛，其中福江地区、湖广地区销售额贡献最大，2018 年分别占中国大陆地区总销售额的 29.7%、19.7%，合计占比近 50%。公司近年加快国际化步伐，2017 年收购马来西亚的皇城集团，将产品销往东南亚地区，2018 年收购声科集团，利用其在欧洲、澳洲、北美及亚洲市场的销售网络拓展海外市场，2019 年俄罗斯厂房的投产将促进纸尿裤业务拓展至俄罗斯市场。目前公司产品已销往 43 个国家及地区，拥有 76 个直接合作大客户或经销商。

图表 2 营业收入按地区划分



资料来源：公司公告，华创证券

图表 3 2018 年中国大陆地区销售额分布

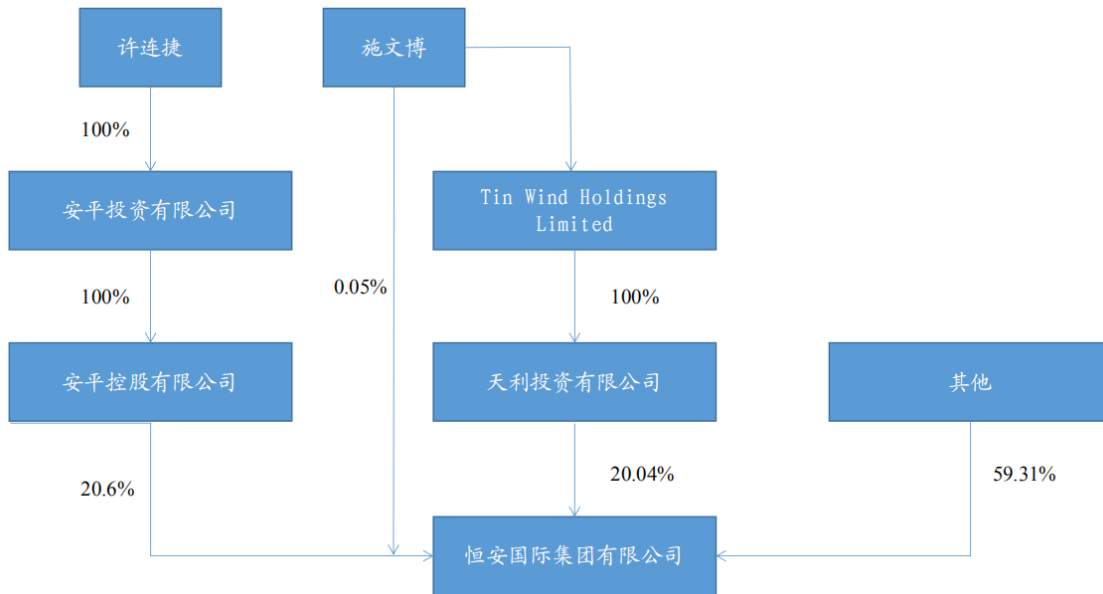


资料来源：公司公告，华创证券

### (二) 股权集中，股利支付率高

公司的实际控制人为施文博和许连捷先生，施文博先生为公司主席，负责制定整体业务的发展方针及策略，许连捷先生为公司副主席兼行政总裁，负责策略规划、人力资源及整体管理。截至 2019 年 6 月 30 日，许连捷先生通过安平控股有限公司持有恒安国际 20.60% 的股份，施文博先生以个人名义及通过天利投资有限公司共持有 20.09% 的股份。公司大股东持股比例合计 40.69%，股权较为集中。

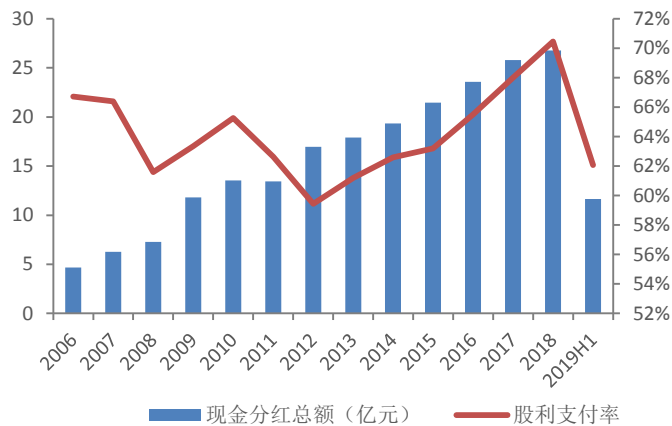
图表 4 恒安国际公司股权结构



资料来源: Wind, 华创证券

公司近年来股利支付率多在 60% 以上, 2006-2019H1 公司共实施现金分红 14 次, 累计现金分红达 220.44 亿元。

图表 5 公司现金分红总额及股利支付率



资料来源: Wind, 华创证券

**(三) 盈利能力: 营收、净利润规模大, 毛利率、净利率业内领先, 2018 年控费能力增强**

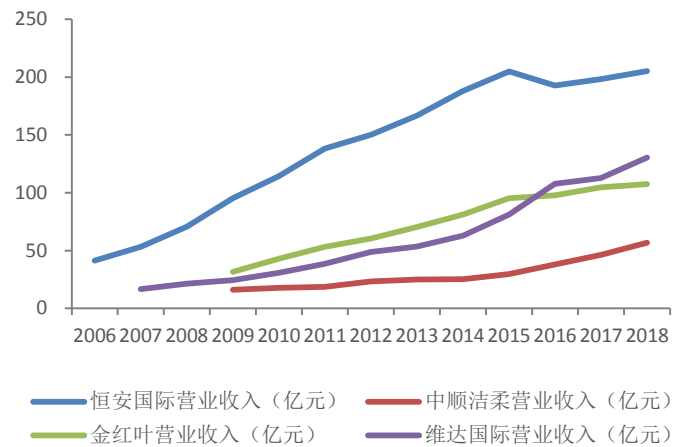
2009-2016 年, 公司营收增长整体呈放缓趋势。2016 年公司营业收入首次同比减少, 主要是由于将零食业务分拆出集团所致。公司旗下负责零食业务的亲亲食品集团于同年 7 月在港交所独立挂牌上市。若将 2016 年的收入与 2015 年剔除零食业务的调整后收入相比, 营收仍同比增长 3.29%。2017-2018 年, 公司营收增速改善, 2018 年营收同比增长 13.5% 至 205.14 亿元, 主要系纸巾产品收入的大幅增长 (同比+18.79%) 所致。从营收规模来看, 公司收入规模较大, 远超同期可比公司。

图表 6 公司营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 华创证券 (注: 2006-2017 年口径一致, 2018 年变更会计准则, 同比值为与 2017 年调整后收入比较得出)

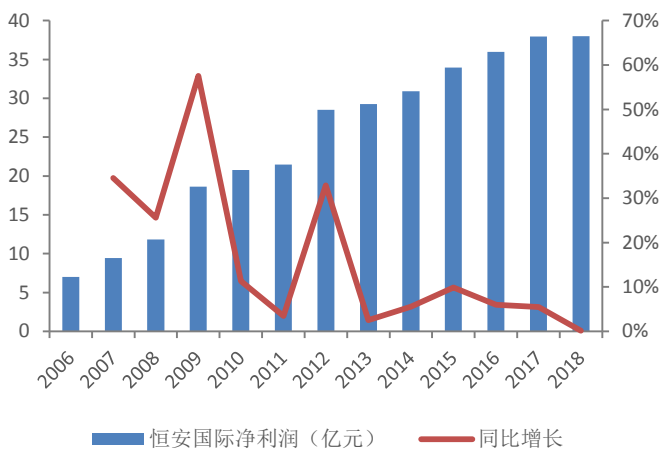
图表 7 公司营业收入水平高于同期可比公司



资料来源: Wind, 华创证券

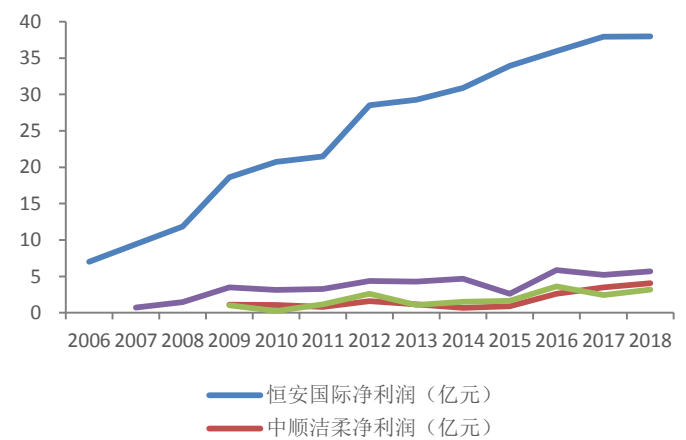
净利润方面, 公司近年净利润以低于 10% 的增速缓慢增长, 2018 年净利润基本与上年持平。2009 年、2012 年分别为公司净利润增长的两次高点, 主要系主营业务收入的大幅增长所致。但公司与业内同行相比, 净利润水平仍较高。

图表 8 公司净利润及同比增速



资料来源: Wind, 华创证券

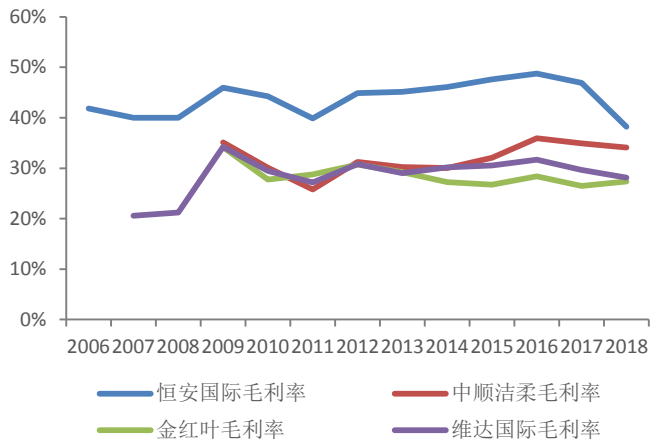
图表 9 公司净利润水平高于同期可比公司



资料来源: Wind, 华创证券

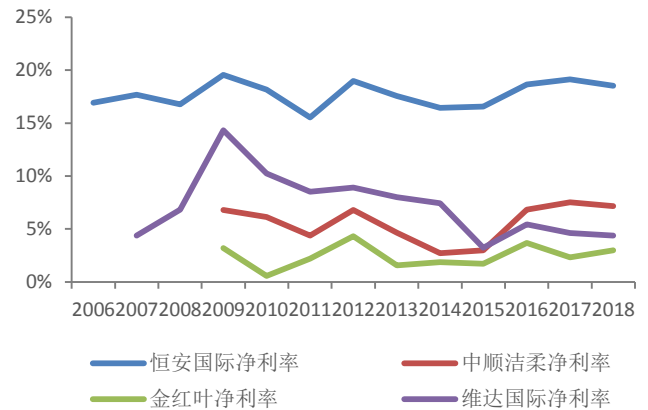
公司毛利率稳定在 40% 左右的水平, 均高于同期可比公司, 主要是由于公司销售的卫生巾产品在总营收中占比较大且毛利率较高, 同时高毛利率也导致公司的净利率高于同行。2018 年公司毛利率下滑至 38.2%, 主要是由于进口木浆价格处于高位以及人民币贬值导致公司生产成本大增, 伴随 2019 年木浆价格的回落以及公司产品的优化, 2019 年毛利率存在修复空间。

图表 10 公司毛利率高于同行



资料来源: Wind, 华创证券

图表 11 公司净利率高于同行

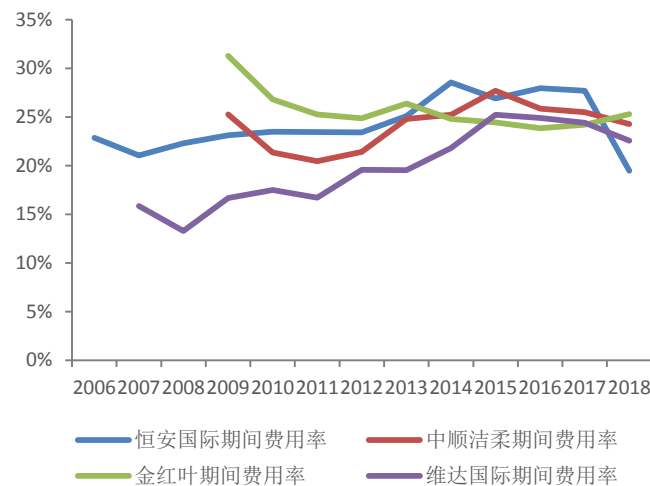


资料来源: Wind, 华创证券

费用控制方面, 纵向看公司的表现, 2006年-2017年, 公司的期间费用率处于 20%-30% 的水平, 2018 年公司期间费用率的改善 (同比-1.18pct) 主要得益于管理费用率的降低 (-1.22pct)。

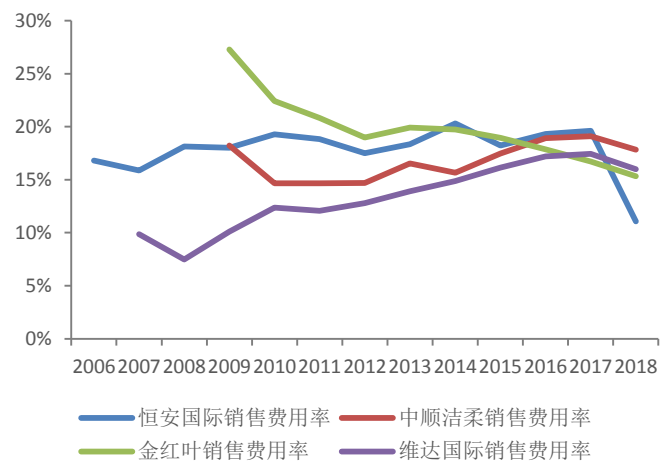
横向对比业内同行, 2006-2017 年, 公司的期间费用率相比业内同行较高, 主要是由于销售费用率及管理费用率较高, 2018 年公司较业内同行有较好的控费表现, 得益于较低的销售费用率。

图表 12 期间费用率对比



资料来源: Wind, 华创证券

图表 13 2018 年公司销售费用率显著低于可比公司



资料来源: Wind, 华创证券

## 二、乘行业好风, 布局业务正当时

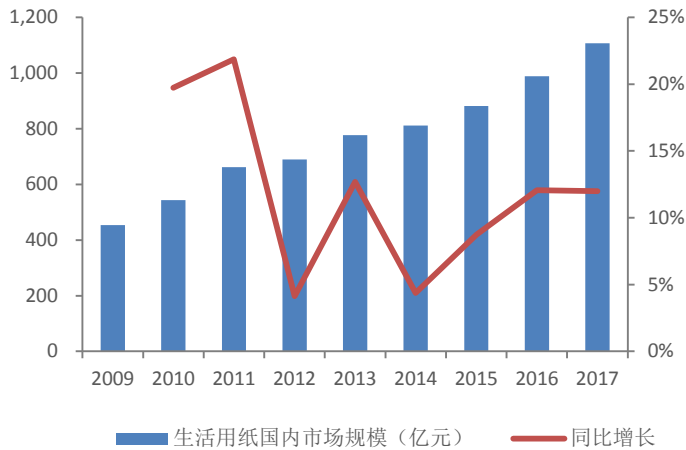
(一) 生活用纸行业: 千亿市场未来可期, 消费升级叠加电商势起, 市场集中度有望提升

### 1、市场规模超千亿, 人均消费量存在较大提升空间

生活用纸国内市场规模从 2009 年的 453.70 亿元增长到 2017 年的 1106.40 亿元, 年均复合增长率达 11.79%, 2017 年

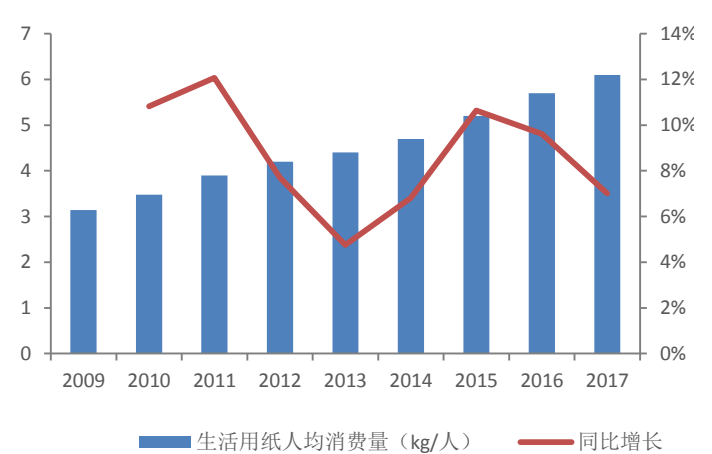
同比增长 11.98%。人均消费量方面，2009 年-2017 年 CAGR 达 8.66%，2017 年同比增长 7.02% 至 6.10kg/人，对比 2016 年发达国家瑞典 (24.0kg/人)、美国 (21.9kg/人)、韩国 (19.7kg/人) 和日本 (15.6kg/人)，仍有较大增长空间。

**图表 14 生活用纸国内市场规模及同比增长**



资料来源：中国生活用纸年鉴，华创证券

**图表 15 生活用纸国内人均消费量及同比增长**

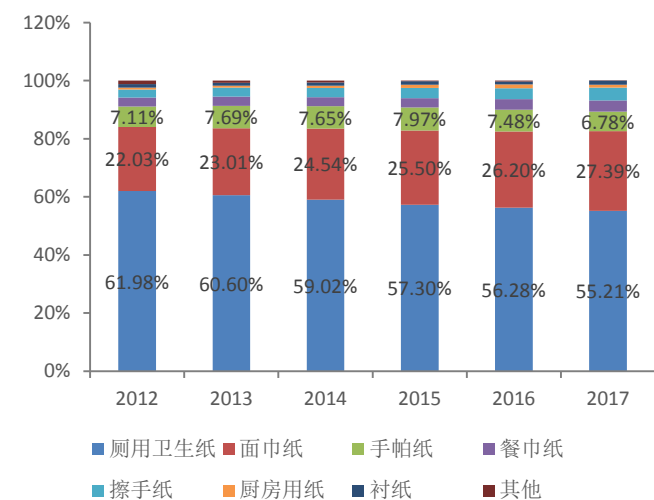


资料来源：中国生活用纸年鉴，华创证券

## 2、生活场景拓展促品类多元化，品质逐渐改善，电商渠道销售额占比提升

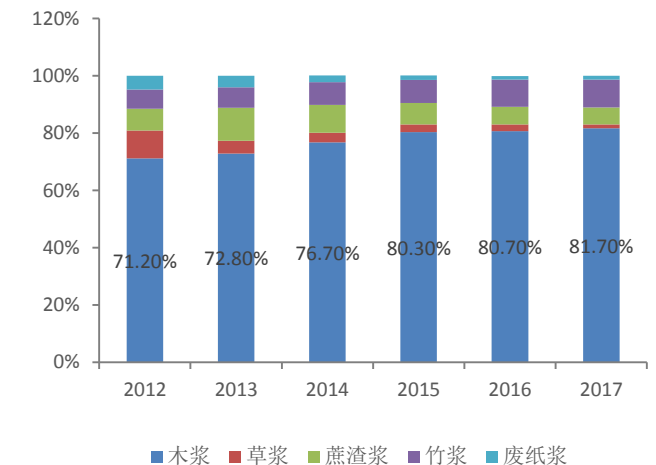
近年来生活用纸消费不断升级，一方面表现为消费品类多元化，另一方面表现为品质的改善。生活用纸主要包括厕用卫生纸、面巾纸、厨房用纸、手帕纸等，2012-2017 年，厕用卫生纸消费量占比持续下降，非厕纸品类成为行业规模增长新动力，擦手纸、厨房用纸、餐巾纸、面巾纸消费量 CAGR 超 13%，远超同期厕纸消费量 CAGR (6%)。同时，作为高质量原材料，木浆在生活用纸纤维原料中的占比 2017 年达 81.70%，反映了生活用纸品质的改善。

**图表 16 生活用纸品类消费量占比**



资料来源：中国生活用纸年鉴，华创证券

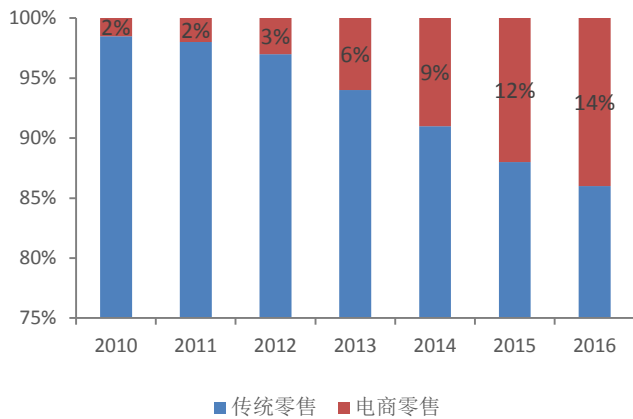
**图表 17 生活用纸纤维原料占比**



资料来源：中国生活用纸年鉴，华创证券

商超渠道是生活用纸销售的主要渠道。近年来，消费者网购习惯逐渐养成，加之生活用纸具有批量购买、易于运输、投递等特性，电商渠道销售额占比不断增长，抢占线下渠道份额。

图表 18 电商渠道零售额占比不断提升

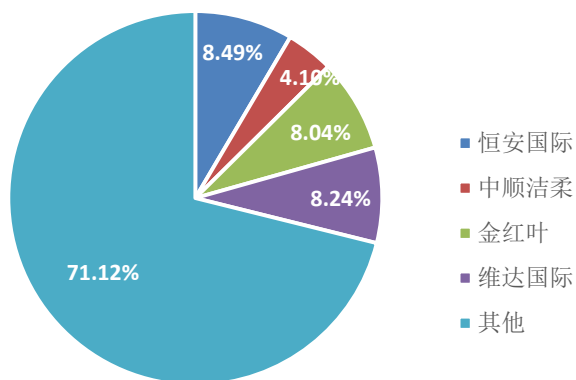


资料来源: 智研咨询《2017-2022 年中国生活用纸行业市场现状分析及未来发展前景预测报告》, 华创证券

### 3、市场集中度对比国外仍有发展空间, 环保政策趋严促进中小产能出清

生活用纸行业第一梯队包括恒安国际、中顺洁柔、金红叶和维达国际四家公司, 2017 年金红叶、恒安国际、中顺洁柔、维达国际生活用纸业务 (不含原纸或半成品) 收入分别为 88.99 亿元、93.90 亿元、45.41 亿元、91.18 亿元。按照 2017 年行业规模 1106.40 亿元测算, 行业前四名市占率合计 28.88%, 恒安国际市占率位居第一。根据智研咨询发布的《2019-2025 年中国生活用纸行业市场竞争现状及未来发展趋势研究报告》, 金佰利、宝洁、科氏工业三家在美国厕纸市场合计占据 59% 的市场份额, 在纸巾市场占有率则达到 61.2%。对比美国市场, 国内生活用纸市场集中度仍有提升空间。近年来国内环保政策收紧, 2016 年起中央开展环保督察活动, 2017 年起排污许可证制度落地, 2018 年起环保税开征。环保政策趋严进一步淘汰环保排放未能达标的中小型企业, 行业集中度有望进一步提升。

图表 19 2017 年生活用纸行业各公司市场占有率



资料来源: 公司公告, 中国生活用纸年鉴, 华创证券

图表 20 生活用纸行业相关指导文件

时间	指导文件	主要内容
2016 年	《控制污染物排放许可制实施方案》	2017 年 7 月 1 日起，全国造纸企业必须持证排污，实行“一企一证”，将全国的总排污额度分配到各个造纸企业中。
2016 年	《中华人民共和国环境保护税法》	1) 2018 年 1 月 1 日起，环保税代替排污费制度正式实施，大气污染物每污染当量 1.2 元至 12 元，水污染物每污染当量 1.4 元至 14 元，固体废物每吨税额为 5 元至 1000 元不等。 2) 排放大气污染物或水污染物的浓度值低于规定标准 30% 的，按 75% 征税；排放大气污染物或水污染物浓度值低于规定排放标准 50% 的，按 50% 征税。

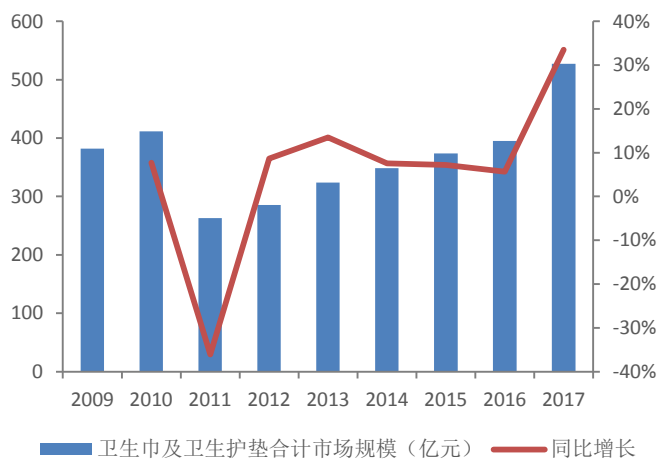
资料来源：中国政府网，华创证券

## (二) 卫生巾行业：市场扩容，现代商超渠道销售为主，市场集中度高

### 1、市场规模超 500 亿，市场渗透率达 100%

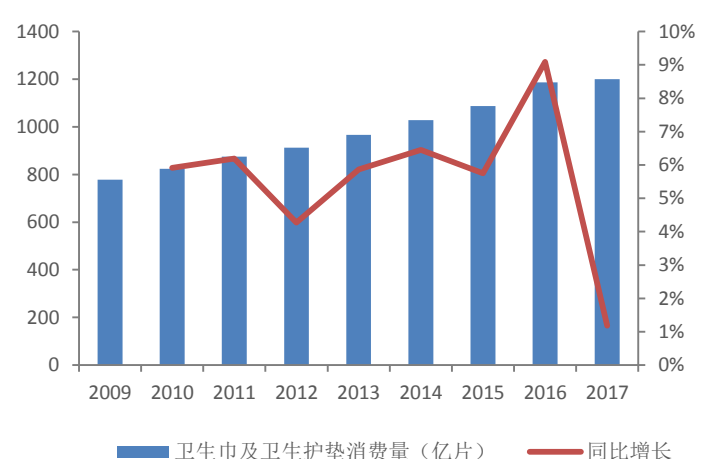
我国的卫生巾市场兴起于 20 世纪八十年代，在 20 世纪九十年代得到迅速发展。近年来，得益于社会经济的高速增长、女性个人健康意识的不断提高、农村地区消费市场不断发展以及城镇化的推进，我国女性消费者的卫生巾使用习惯已获得充分培养，使用频次逐年提高，形成了庞大的、稳定增长的卫生巾刚性市场需求。2009-2017 年国内卫生巾及卫生护垫市场规模 CAGR 为 4.11%，2017 年国内卫生巾及卫生护垫市场规模超 500 亿。2009-2017 年卫生巾及卫生护垫消费量 CAGR 达 5.57%，2017 年国内卫生巾及卫生护垫消费量为 1200.10 亿片。

图表 21 卫生巾及卫生护垫市场规模



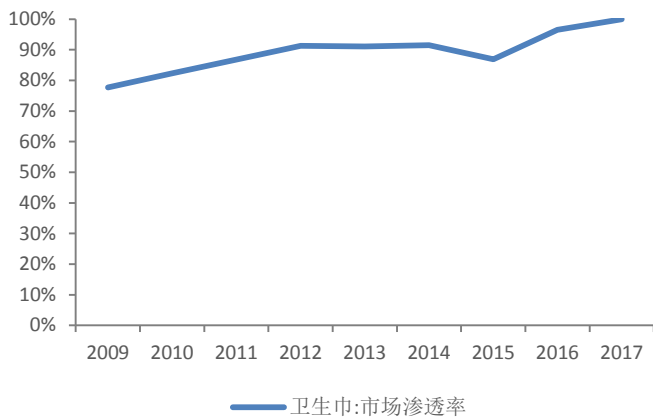
资料来源：中国生活用纸年鉴，华创证券

图表 22 卫生巾及卫生护垫消费量 (亿片) 及同比增长



资料来源：中国生活用纸年鉴，华创证券

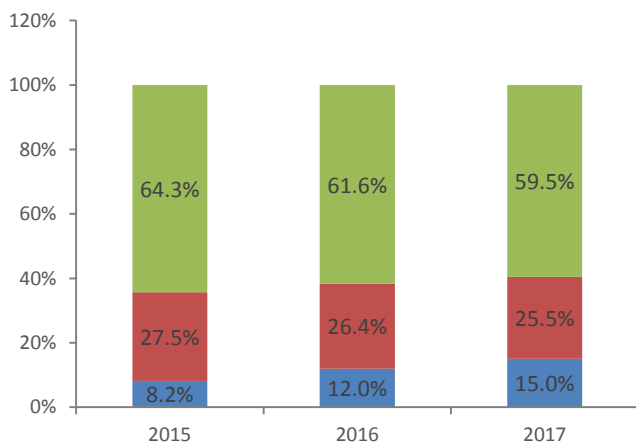
国内卫生巾市场渗透率不断提升，2016 年，我国卫生巾市场渗透率已达到美国和日本等发达国家的水平，2017 年达到 100%。我们认为，未来卫生巾市场仍有发展空间：1) 中国女性在经期平均每天更换卫生巾的频率只有 3-4 次，而日本女性平均每天更换频率达 6 次，未来更换频率的增加将促进消费量持续增长；2) 我国卫生巾的使用适龄段 (14 岁至 49 岁) 开始向两端延伸。女性初潮年龄已经由 2010 年的平均 13.8 岁降低到平均 12.7 岁，同时部分城市女性的更年期延长至 50 岁以上，未来卫生巾市场容量有望扩充；3) 随着我国三四线城市及农村乡镇地区经济的持续发展、当地居民人均可支配收入的提高以及女健康护理意识的持续提升，三四线城市及农村乡镇地区市场的需求将进一步增加。

**图表 23 卫生巾市场渗透率**


资料来源: 中国生活用纸年鉴, 华创证券

## 2、现代商超渠道销售为主, 电商渠道兴起

我国目前卫生巾市场销售渠道有: 以食杂店、日用品商店及化妆品商店为代表的传统渠道, 以大卖场、大型超市、小型超市、连锁便利店为代表的现代商超渠道, 以及以电商平台为代表的新兴渠道。现阶段, 现代商超渠道是我国卫生巾行业的主要销售渠道。2017年, 卫生巾现代商超渠道占比 59.5%, 传统渠道占比 25.5%, 新兴电商渠道占比 15.0%。传统渠道在一二线城市及沿海发达地区的市场份额较低, 在三四线城市及农村地区占据一定的市场规模。与此同时, 电商渠道增长迅速, 2015年至2017年, 卫生巾在新兴渠道的销售占比由 8.2% 上升至 15.0%。

**图表 24 卫生巾市场各渠道销售额占比**


资料来源: 智研咨询《2019-2025年中国卫生巾市场竞争格局及投资风险预测报告》, 华创证券

## 3、市场集中度高, 本土企业与国际企业抗衡

本土企业及国外企业抢占国内卫生巾市场份额, 国内领先的厂商包括恒安、景兴、洁伶等, 国际知名厂商包括尤妮佳 (日本)、宝洁 (美国)、金佰利 (美国)、花王 (日本)。在商超渠道, 2016年我国卫生巾行业排名前十的企

业销售额合计占比 82%，市场集中度高。本土企业亦有突出的市场表现，能与国外企业抗衡，其中恒安国际拥有最高(27.4%)的市场份额，“七度空间”是公司旗下最畅销的品牌。

图表 25 2016 年全国主要卫生巾(含护垫)厂商商超渠道销售份额

公司	品牌	市场份额
恒安	七度空间、安尔乐、安乐	27.4%
尤妮佳	苏菲、Centerin、佳慕	17.1%
景兴	ABC、Free	10.7%
宝洁	丹碧丝、护舒宝、朵朵	9.2%
洁伶	洁伶、淘淘氧棉	4.4%
金佰利	高洁丝、舒而美	3.9%
百亚	自由点、妮爽	2.9%
花王	乐而雅	2.7%
丝宝	洁婷、伊倍爽	2.4%
倍舒特	倍舒特、怡悦清爽	1.3%
合计		82.0%

资料来源：尼尔森《尼尔森 2016 年全国商超渠道卫生巾(含护垫)主要厂商销售份额及排名》，华创证券

### (三) 纸尿裤行业：市场规模扩张，电商渠道拓展，国内外品牌瓜分市场

#### 1、婴儿纸尿裤市场规模超 500 亿，成人失禁用品市场潜力巨大

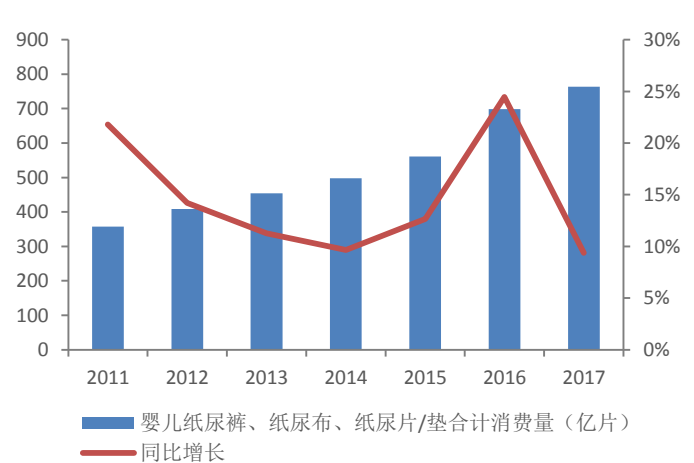
婴儿纸尿裤行业细分品类包括纸尿裤、纸尿布、纸尿裤/垫。随着 2016 年二胎政策的全面放开和中国家庭健康意识的不断增强，国内婴儿纸尿裤市场不断扩容。根据智研咨询、中国生活用纸年鉴数据，国内纸尿裤市场规模从 2011 年的 172.1 亿元增长到 2018 年的 532.2 亿元，年均复合增长率达 17.5%，婴儿纸尿裤、纸尿布、纸尿裤/垫的合计消费量从 2011 年的 357.4 亿片增长到 2017 年的 763.6 亿片，年均复合增长率达 13.5%。

图表 26 婴儿纸尿裤市场规模及同比增长



资料来源：智研咨询《2018 年中国纸尿裤产量约为 381.40 亿片，婴儿市场占比超 90%》，华创证券

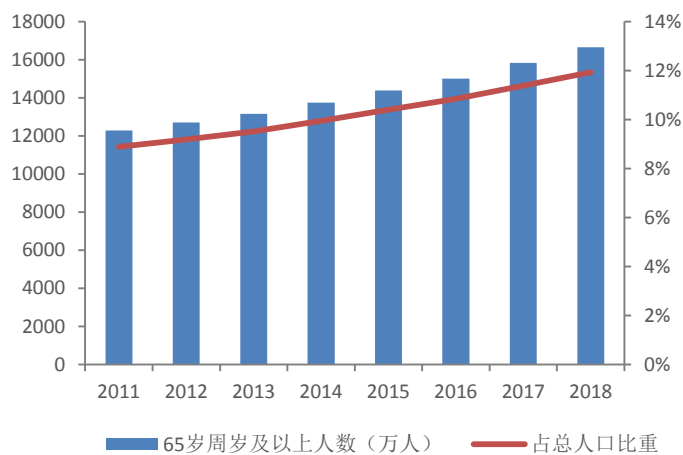
图表 27 婴儿纸尿裤、纸尿布、纸尿裤/垫合计消费量



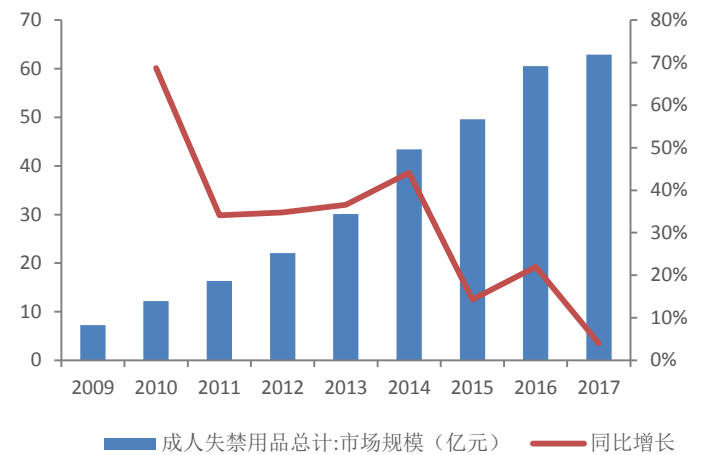
资料来源：中国生活用纸年鉴，华创证券

根据中国造纸协会生活用纸专业委员会的统计,我国婴儿纸尿裤市场的渗透率从2000年的2.1%提升至2017年的59.6%,但与欧美、日本等发达国家90%以上的渗透率相比仍有较大差距。随着未来二孩比例的提升、生活水平的提高以及城镇化的普及,婴儿纸尿裤的使用将从大中型城市向中小型城市以及农村地区普及,市场渗透率有望进一步提高,市场规模将进一步扩张。

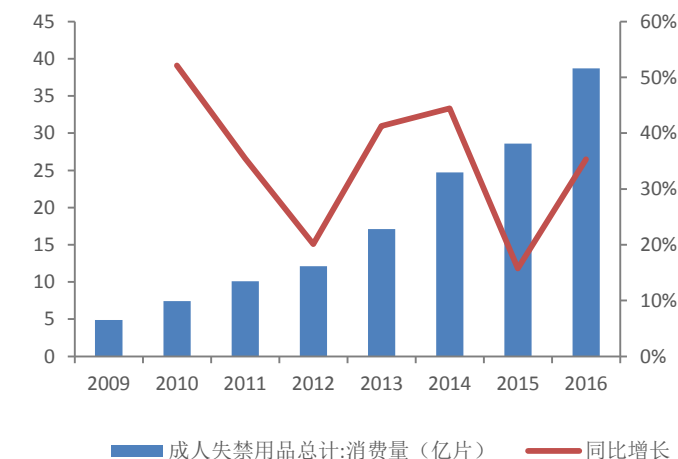
成人失禁用品主要包括成人纸尿裤、纸尿片和护理垫。根据国家统计局数据,65岁周岁及以上老龄人口比例呈逐年增长趋势,2018年末我国65周岁及以上人口达16658万人,占总人口的11.9%,带动成人失禁用品消费需求。国内成人失禁用品市场规模从2009年的7.2亿元增长至2017年的62.9亿元,年均复合增长率达27.4%;消费量从2009年的4.9亿片增长至2016年的38.7亿片,年均复合增长率达34.4%,增速较快。伴随老龄人口的增长,未来市场发展潜力巨大。

**图表 28 65 周岁及以上人口数量及占比**


资料来源: 国家统计局, 华创证券

**图表 29 成人失禁用品市场规模**


资料来源: 中国生活用纸年鉴, 华创证券

**图表 30 成人失禁用品消费量**


资料来源: 中国生活用纸年鉴, 华创证券

## 2、电商渠道助力扩展纸尿裤市场

婴儿纸尿裤的销售渠道包括：经销商渠道、KA 渠道、母婴渠道（母婴用品专营店）、电商渠道等。其中母婴渠道作为婴儿纸尿裤产品的独特销售途径，凭借其专业化、品牌化的优势，在国内迅速发展。同时，伴随近年来消费者网购习惯的养成，电商渠道发展迅速。前瞻产业研究院发布的《中国纸尿裤制造行业产销需求与投资预测分析报告》显示，2018 年纸尿裤的网购渗透率达 54%，在所有婴幼儿产品（婴儿纸尿裤、童装、玩具、喂养食品、洗护用品、童鞋）的网购渗透率中排名第一，线上销售额 2018 年同比增长 26.4% 到 175.5 亿。

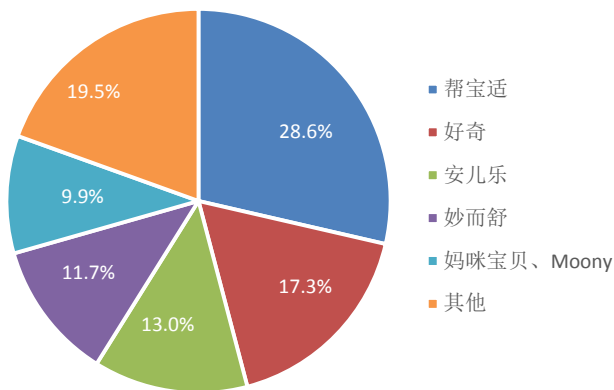
成人纸尿裤市场的销售渠道主要为养老机构、医院和电商平台。由于互联网购买成人纸尿裤能更好保护消费者的隐私信息如健康情况，同时对老年群体来说更加便利，电商平台具备发展优势。目前电商平台主要包括天猫、京东、苏宁易购等较大的主流平台和跨境电商，以及部分母婴电商如贝贝网、好孩子、母婴之家等。

## 3、外资企业主导国内婴儿纸尿裤市场，国产品牌为成人纸尿裤市场主流

婴儿纸尿裤行业市场集中度高，2016 年纸尿裤销售领先品牌分别为宝洁（美国）的帮宝适、金佰利（美国）的好奇、恒安国际的安儿乐、花王（日本）的妙而舒、尤妮佳（日本）的妈咪宝贝和 Moony，合计占比达 81%。外资企业占据较大市场份额。

从电商平台销售数据来看，国产品牌在成人纸尿裤行业中更具竞争优势。在 2019 年 7 月京东平台成人纸尿裤品牌销售前十名榜单中，国产品牌占据七个席位，分别为杭州可靠旗下的可靠、恒安集团的安而康、维达集团的包大人以及添宁、杭州豪悦旗下的康福瑞，山东晶鑫的爱舒乐和芜湖悠派的福派，国产品牌合计占据约 79% 的市场份额。外资品牌仅占据 3 席，分别为金佰利（美国）旗下的得伴、尤妮佳（日本）旗下的乐互宜和日本制纸科蕾亚株式会社旗下的安顾宜。

图表 31 2016 年婴儿纸尿裤各品牌市场占有率



资料来源：智研咨询《2017-2022 年中国婴儿纸尿裤行业研究及投资前景预测报告》，华创证券

图表 32 京东平台 2019 年 7 月成人纸尿裤各品牌销售额及市场份额

排名	公司	品牌	销售额	市场份额
1	杭州可靠	可靠	11,117,670	34.5%
2	恒安集团	安而康	5,188,906	16.1%
3	维达集团	包大人	4,200,453	13.0%

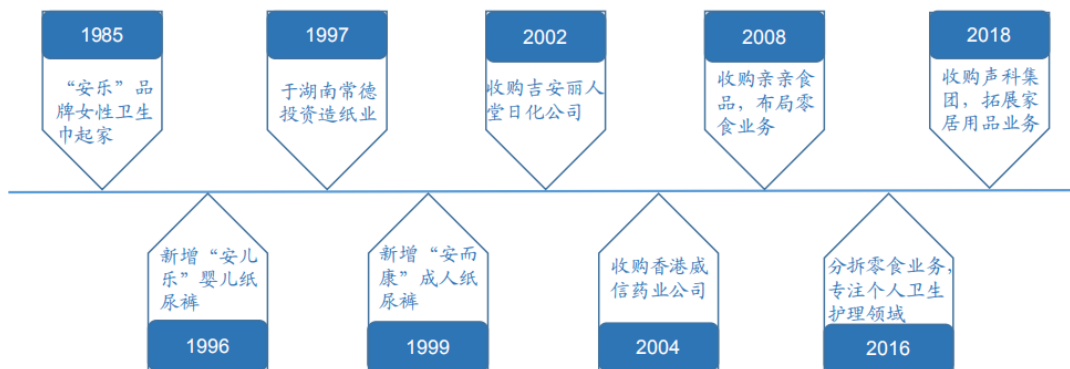
4	杭州豪悦	康福瑞	2,553,234	7.9%
5	金佰利 (美国)	得伴	1,469,157	4.6%
6	尤妮佳 (日本)	乐互宜	1,109,493	3.4%
7	山东晶鑫	爱舒乐	887,351	2.8%
8	维达集团	添宁	846,210	2.6%
9	芜湖悠派	福派	602,486	1.9%
10	日本制纸珂蕾亚株式会社	安顾宜	536,437	1.7%
合计				88.5%

资料来源：京东官网，华创证券

### 三、业务端：纸巾&卫生巾业务迎收入增速拐点，纸尿裤业务困局求变

恒安国际 1985 年以女性护理卫生巾“安乐”品牌起家，此后逐步覆盖个人卫生用品多品类。公司于 1996 年新增“安儿乐”、1999 年新增“安而康”品牌分别切入婴儿纸尿裤、成人纸尿裤市场，并于 1997 年在湖南常德投资造纸业及通过 2003 年的收购进军生活用纸领域。公司曾多次进行业务多元化尝试，于 2002 年收购吉安丽人堂日化公司，经营“美媛春”化妆及洗涤用品，2004 年收购香港威信药业，2008 年收购亲亲食品布局零食领域（2016 年分拆），2018 年公司收购“声科集团”，拓展家居用品业务版图。

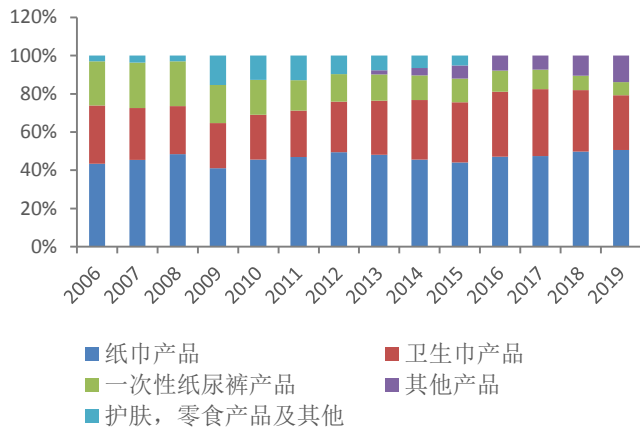
图表 33 女性卫生巾用品业务起家，逐步拓展至多品类



资料来源：公司公告，华创证券

从主营构成来看，公司的纸巾、卫生巾及一次性纸尿裤业务是公司营收的核心驱动力，贡献公司 90% 以上的营收。2018 年，公司纸巾产品、卫生巾产品、一次性纸尿裤产品分别实现营收 102.27 亿元、65.94 亿元、15.36 亿元，分别占营业总收入的 49.9%、32.1%、7.5%。

图表 34 公司主营业务构成



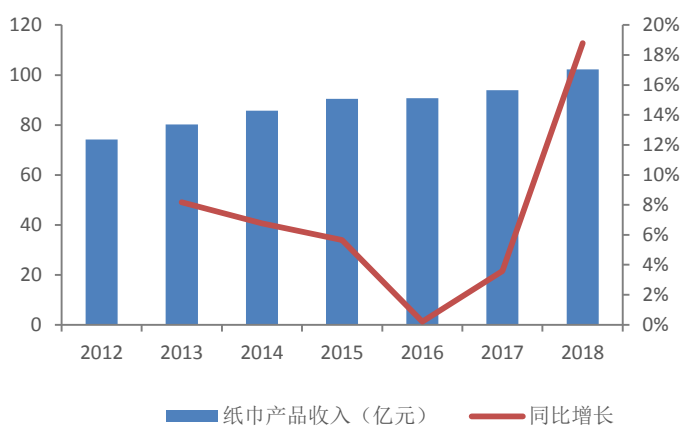
资料来源: 公司公告, 华创证券

(一) 纸巾业务: 营收增速迎拐点, 看好浆价下行及长远布局制浆改善毛利率

纸巾业务贡献五成营收, 毛利率短期承压。纸巾业务是恒安国际最大的收入来源, 2012年-2018年公司纸巾产品营收贡献基本稳定在45%左右。2012年-2017年, 公司的纸巾业务收入稳中有增, 但增速较为缓慢。2018年纸巾业务营收增速迎来拐点, 收入大幅增长18.79%至102.27亿元, 主要系平台化小团队经营策略成效显著、传统及现代通路的纸巾销售额改善以及电商渠道销售额快速增长所致。目前公司纸巾业务毛利率受原材料成本制约较大, 2017年进口木浆价格高涨导致毛利率承压下降, 2018年进口木浆价格持续增加叠加人民币大幅贬值, 纸巾毛利率进一步下滑。

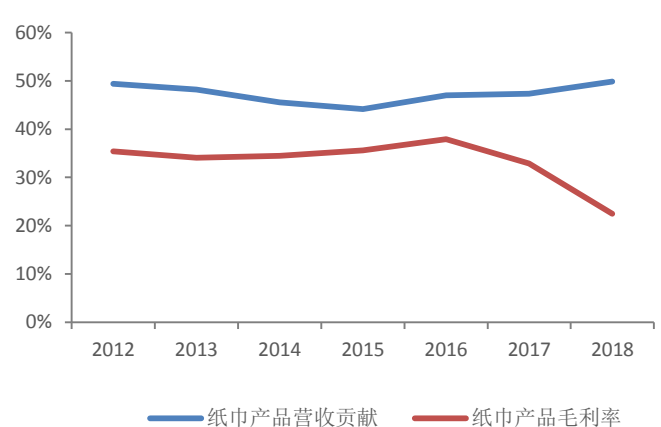
看好浆价下行及长远布局制浆促公司毛利率修复。2019年上半年, 进口木浆价格回落, 公司成本压力有所舒缓, 毛利率同比较微下调至约25.0% (2018H1为25.8%), 预计2019年下半年浆价的回落将继续促进毛利率修复。同时, 公司布局生活用纸制造上游, 于2018年投资芬兰大型生物制品厂, 预计2021年投产, 建成后每年向全球市场生产供应约120万吨牛皮纸浆及其他生物制品, 料将长远缓解公司在上游的原材料采购压力。

图表 35 纸巾产品收入及同比增长



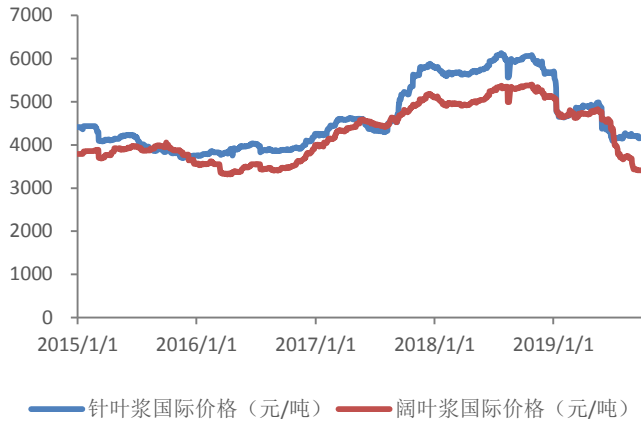
资料来源: 公司公告, 华创证券 (注: 2012-2017年收入统计口径一致, 2018年变更会计准则, 与2017年调整后值进行同比)

图表 36 纸巾产品营收贡献及毛利率



资料来源: 公司公告, 华创证券

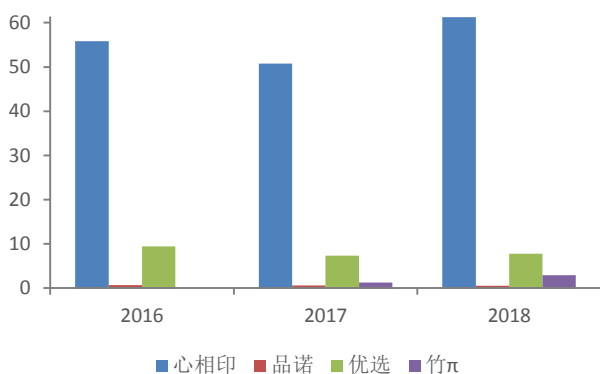
图表 37 进口针叶浆&阔叶浆价格 2017-2018 年上涨



资料来源: 卓创资讯, 华创证券

**纸巾产品类别丰富, 竹π“环保”特点鲜明。**公司的纸巾产品类别众多, 包括湿巾、手帕纸、厨房用纸、盒装纸和卫生纸, 主要品牌为心相印、优选、品诺及竹π, 其中“心相印”为公司纸巾业务销售收入的主要来源。2018年, 心相印、优选及竹π销售收入均有所增长。“竹π”系列产品注重环保, 主要成分为天然原生竹浆, 不含荧光增白剂, 其环保生产技术及产品理念在2018年第十一届世界环保(经济与环境)大会上获得高度认可。公司于2018年与中国陕西秦岭大熊猫繁育保护基地合作, 认养两只熊猫, 分别命名为“恒恒”和“安安”, 并将“恒恒”及“安安”的元素用于竹π系列产品及其宣传推广中, 有利于凸显品牌独特性。2019年, 公司拓展“竹π”产品类别至厨房用纸、擦手纸及卷纸等。

图表 38 近三年纸巾主要品牌销售收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华创证券

**产品持续升级, 推出电商专项产品。**公司陆续推出多项新产品及升级已有产品, 2018年, 公司升级版产品如心相印的“茶语丝享”系列、“超迷你”湿巾系列深受市场欢迎。公司加强线上销售, 与其他知名品牌如三只松鼠推出新包装电商专项产品。2018年, 公司纸巾业务电商销售额快速增长。

图表 39 “茶语丝享”系列及“超迷你”湿巾简介

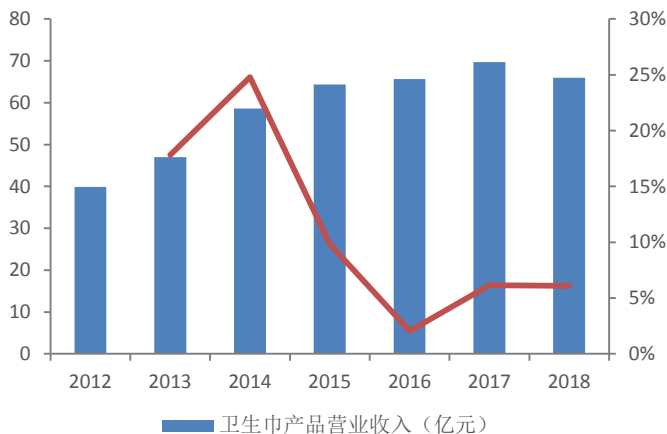
产品	图片展示	特点
茶语丝享系列		应用强健网状结构&纤维柔化技术，干用更柔软，湿用更强韧，包装采用简约、健康的包装设计风格，局部烫金、哑光的包材印刷工艺凸显产品档次，独特的精美压花工艺，树立纸品行业高档纸质新标杆
超迷你湿纸巾		主打“尺寸迷你、可爱便携”的差异化产品特性。

资料来源：公司官网，华创证券整理

### (二) 卫生巾业务：营收增速改善，整体毛利率高企

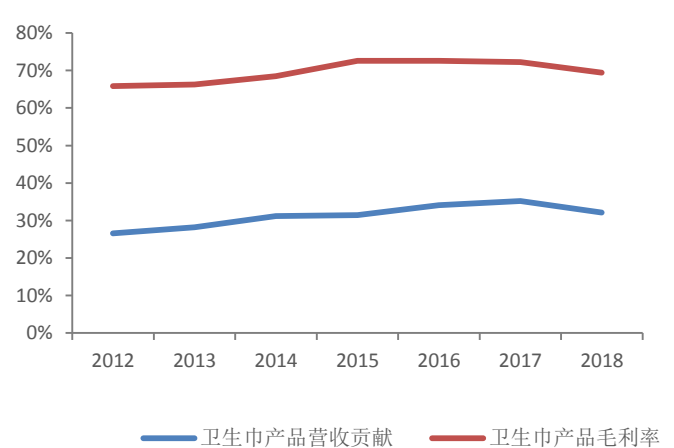
**营收增速改善，营收贡献及毛利率稳定。**2012年-2018年，公司的卫生巾产品销售收入持续增长，2017-2018年增速有所改善。2018年，公司的卫生巾产品实现收入65.94亿元，（与2017年调整后收入相比）增长6.1%，主要得益于销售价格的提升。从营收贡献及毛利率来看，2012年-2018年，卫生巾产品营收占比稳定在26%-34%的水平，毛利率稳定在65%-73%的较高水平，其中2018年毛利率（与2017年调整后毛利率相比）提升约0.6pct，主要系高档产品及升级产品在产品组合中的比重提升所致。

图表 40 卫生巾产品收入及同比增长



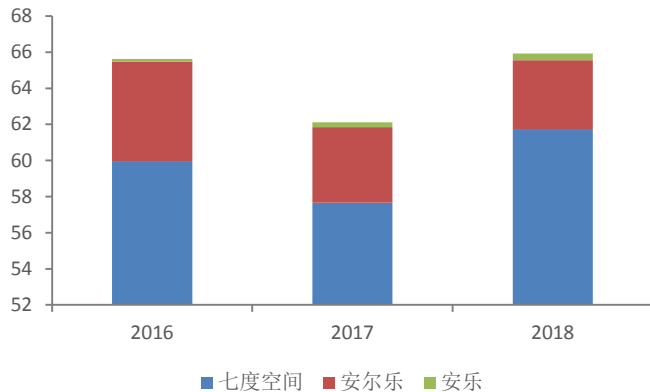
资料来源：公司公告，华创证券（注：2012-2017年收入统计口径一致，2018年变更会计准则，与2017年调整后值进行同比）

图表 41 卫生巾产品营收贡献及毛利率



资料来源：公司公告，华创证券

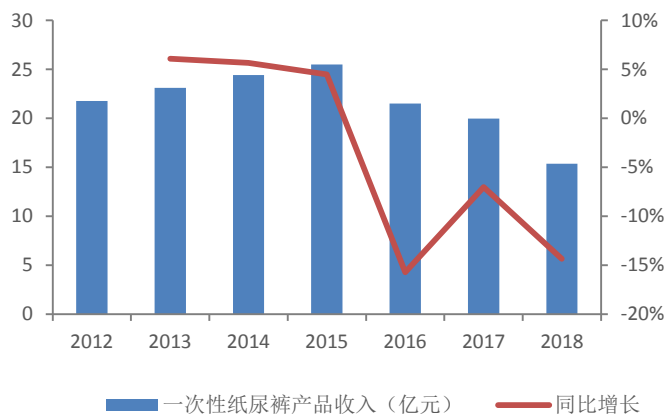
**产品升级捍卫领先地位，“七度空间”成收入增长极。**公司“七度空间”系列产品在中高端市场具备较高知名度，是公司卫生巾产品销售收入的主要来源。公司于2017年推出高端护理品牌“七度空间”的Space7系列，主打功能型卖点，辅以高级包装，抢占高端市场份额。此外，“七度空间”的功能性升级产品如特薄系列、超长夜用420系列和甜睡裤系列也广受市场欢迎。2018年“七度空间”系列产品销售额同比增长7.08%至61.74亿元。公司还针对不同年龄层消费者的需求对卫生巾产品包装进行改变，以增强市场竞争力。

**图表 42 公司卫生巾主要品牌近三年销售收入 (亿元)**


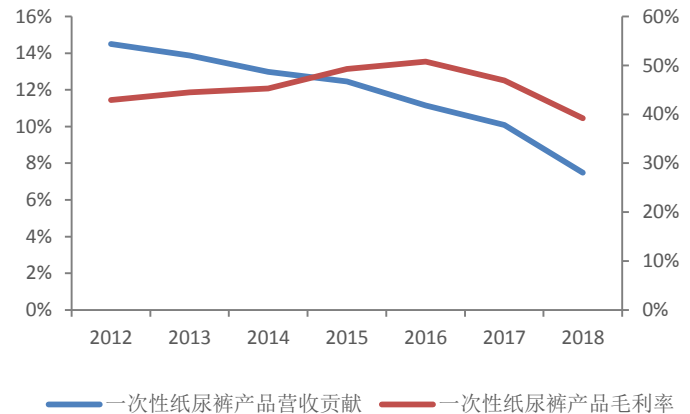
资料来源: Wind, 华创证券

### (三) 一次性纸尿裤业务: 产品渠道双优化, 静待婴儿纸尿裤业绩拐点, 成人纸尿裤销售增长

市场竞争激烈及原材料成本上升致业绩下滑。2016 年-2018 年, 大量中小型生产厂商进入纸尿裤行业, 导致纸尿裤中低端市场竞争激烈, 同时国外品牌在中高端市场与国内品牌竞争, 导致公司的纸尿裤业务表现受到影响。加之原材料石油化工产品价格的上涨, 公司 2018 年纸尿裤业务收入同比下降 14.35% 至 15.36 亿元, 营收贡献下降至 7.49%, 毛利率同比下降 1.6pct 至 39.2%。

**图表 43 一次性纸尿裤产品收入及同比增长**


资料来源: 公司公告, 华创证券 (注: 2012-2017 年收入统计口径一致, 2018 年变更会计准则, 与 2017 年调整后值进行同比)

**图表 44 一次性纸尿裤产品营收贡献及毛利率**


资料来源: 公司公告, 华创证券

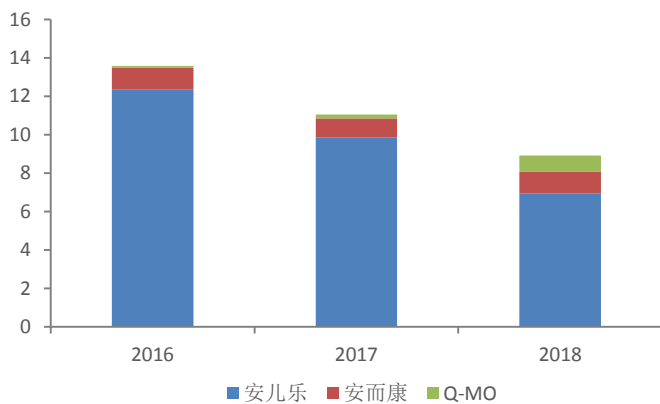
布局电商渠道及母婴店渠道, 优化产品+发展高端品牌“奇莫”。公司加大纸尿裤业务在电商渠道及母婴店的投入, 以应对激烈的市场竞争。2018 年末公司纸尿裤产品在电商渠道的收入同比增长约 10%, 占纸尿裤销售额比重提升至超过约 35%。与此同时, 公司积极优化纸尿裤产品, 推出“安儿乐”升级版产品“小轻芯”, 主打“薄、柔软及贴身”, 2018 年“小轻芯”收入增长超 15%。公司亦以高档市场为长远发展目标, 重点发展高端品牌奇莫, 于 2018 年“奇莫”品牌旗下轻薄新品“淳氧”, 取代传统的厚纸尿裤, 同年奇莫的销售额同比增长超三倍, 占年内纸尿裤总收入高于 5%。

**图表 45 淳氧、小轻芯纸尿裤简介**

产品	图片展示	特点
淳氧		3D 黄金通道, 3D 八点压花面层, 弹性缓释环腰, 超强魔术贴, 蝶形剪裁, 超强锁水, 薄至 0.1cm, 双层立体护围。
小轻芯		轻薄一体芯、双立体打孔面层、360 度弹力腰围、易撕侧边

资料来源: 公司官网, 华创证券

**成人纸尿裤业务销售增长。**2018 年, 公司成人纸尿裤销售收入同比提升 15.1% 至 1.75 亿元, 占比从 8.5% 提升至 11.4%, “安而康” 纸尿裤是公司主要的成人纸尿裤品牌, 2016 年-2018 年销售收入持续增长。公司与养老院保持合作, 供应成人纸尿裤, 老龄化人口的增长带来的养老需求的增长将成为公司成人纸尿裤发展的长远动力。

**图表 46 一次性纸尿裤各主要品牌销售收入 (亿元)**


资料来源: 公司公告, 华创证券

#### 四、品牌、渠道、产能、管理筑公司成长驱动核心四要素

##### (一) 品牌优势成就深远护城河

公司品牌优势明显。纸巾业务方面, 公司的“心相印”品牌连续多年入选中国消费者“最信任品牌”, 为中国驰名商标。卫生巾业务方面, 公司凭借“安尔”品牌成为最早进入卫生巾行业的公司之一, “安尔”创立于 1985 年, 在短短六年内市占率达到 40%, 帮助公司在成立初期确立卫生巾行业的领先地位; “安尔乐”品牌创立于 1993 年, 为中国驰名商标; “七度空间”创立于 2002 年, 在中高端市场具备较高的品牌知名度和地位, 市占率领先。纸尿裤业务方面, 公司的“安儿乐”为中国驰名商标, 在二线及以下市场具备较高知名度。

## (二) 全渠道开拓市场，电商渠道持续发力

公司推行“全渠道销售”的营销战略，实现销售渠道多元化。截至 2018 年末，公司在全国范围内建立传统渠道 3428 个，特通渠道（针对政府单位、工业企业采购）1345 个，现代渠道（购物中心、百货、超市、便利店等）6044 个，直销渠道（电子商务、药妆及母婴店）165 个，合计 10982 个销售终端及网点。公司目前在全国拥有 40 余家分公司以及 200 多个销售团队，销售网络布局广泛。

图表 47 公司销售网络分布



资料来源：公司官网，华创证券

考虑到国内网购市场的快速发展，恒安国际加快对电商渠道的建设。一方面，公司通过网上商店和微商发展电商渠道，“七度空间”、“心相印”及“奇莫”都有开设由公司直接经营的官方旗舰网店；另一方面，公司与大型电商进行战略合作，利用大数据更精准地了解消费者的网购习惯及喜好，有助于产品的开发，提高销售效益。2017 年，公司入驻阿里巴巴的零售通平台，拓展 B2B 客户，扩大线下网络销售覆盖率。阿里巴巴零售通是国内最大的快消 B2B 平台之一，已覆盖 100 万家左右的线下零售门店。截至 2018 年末，公司电商销售额超 29 亿元，同比增长超 50%，对总销售额的贡献达 14.4%（同比+3.8pct）。

## (三) 产能布局持续完善，规模优势显著

公司已完成全国性的主要产能布局，在全国 15 个省、市、自治区投资设立 40 多家生产公司，覆盖东北地区、华北地区、华东地区、西南地区、福江地区、湖广地区、鲁豫地区和西北地区等，为国内广泛的营销网络提供支撑。伴随业务版图的国际化，公司近年亦在印度尼西亚、马来西亚、芬兰和俄罗斯投资建立生产基地。

图表 48 公司生产基地布局



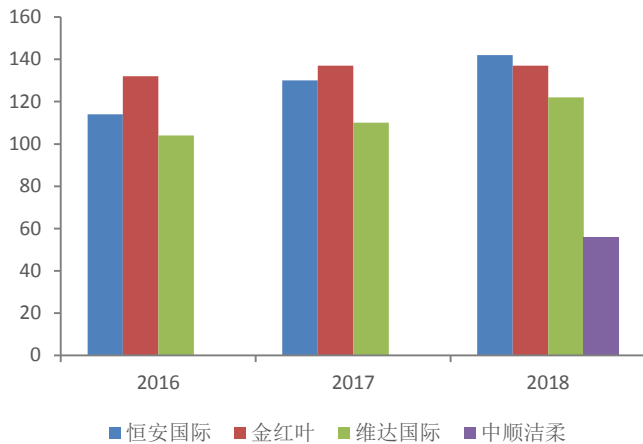
资料来源：公司官网，华创证券

公司生活用纸、卫生巾及纸尿裤产能逐年扩张，截至 2018 年末，公司拥有造纸生产线 28 条、纸品生产线 278 条、卫生巾生产线 107 条和纸尿裤生产线 37 条，实现原纸产能 14200 万吨、纸巾产能 11489 万箱、卫生巾产能 1881764.59 万片、纸尿裤产能 305926.33 万片。其中，2018 年公司的原纸产能领先业内主要竞争对手——金红叶、维达国际和中顺洁柔。产量方面，2018 年公司原纸、纸巾、卫生巾及纸尿裤的产量均同比提升。较大的生产规模使公司在原材料、生产设备采购上具有规模效应和天然优势。

图表 49 公司主要产品产能、产量及产能利用率

产品	指标	2016 年	2017 年	2018 年
原纸	产能 (万吨)	114.00	130.00	142.00
	产量 (万吨)	86.84	97.22	102.83
	产能利用率 (%)	76.20	74.81	72.42
纸巾	产能 (万箱)	10,220.00	10,529.00	11,489.00
	产量 (万箱)	8,280.41	8,029.28	8,913.68
	产能利用率 (%)	81.02	76.26	77.58
卫生巾	产能 (万片)	1,810,829.09	1,828,410.00	1,881,764.59
	产量 (万片)	1,412,457.61	1,495,449.12	1,510,838.57
	产能利用率 (%)	78.00	81.80	80.29
纸尿裤	产能 (万片)	383,425.42	358,191.66	305,926.33
	产量 (万片)	272,338.11	253,712.87	220,339.00
	产能利用率 (%)	71.03	70.83	72.02

资料来源：公司公告，华创证券

**图表 50 生活用纸行业主要公司产能**


资料来源：公司年报，华创证券

#### (四) 持续推进管理变革，添发展新动力

公司在管理上历经了四次较大的变革：（1）2001 年，公司引进世界著名的管理顾问公司——美国汤姆斯集团进驻企业，主要进行全周期时间管理，优化流程缩短作业时间。（2）2008 年，全球管理顾问公司美国博思艾伦公司进驻恒安，改革以推行目标管理为核心。（3）2014 年，集团携手国际巨头人工智能解决方案公司 IBM 和全球领先的企业应用软件解决方案供应商 SAP，对供应链管理进行改革和信息化转型。（4）2017 年，面对集团销售疲软的状况，公司实行“平台化小团队经营”模式（即恒安特色的“阿米巴”），将全国的销售人员分为若干个阿米巴销售小组并充分授权，发挥其经营的灵活性及快速的市场反应能力，有效制定地域性市场销售策略，满足区域市场的销售需求。

公司阿米巴变革成效显著，2018 年销售费用率同比下降 0.8pct。随销售团队外，阿米巴模式已逐渐深入至公司的其他部门，如生产、产品、电商及母婴店等，目前基本实现了公司全覆盖。通过设立在供应链上各环节的阿米巴团队对市场的快速反应，公司可持续提升销售、生产及行政效益。

#### 五、风险提示

原材料价格上涨；人民币大幅贬值；生活用纸行业、卫生巾行业、纸尿裤行业竞争加剧。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	11,068	16,268	23,038	29,073
应收款项合计	4,654	4,940	5,359	5,747
存货	4,285	4,417	4,792	5,140
其他流动资产	5	3	3	3
流动资产合计	30,524	35,930	43,441	50,198
固定资产净值	8,676	9,367	9,071	9,975
权益性投资	102	0	0	0
其他长期投资	4,563	6,388	7,985	9,982
商誉及无形资产	687	687	687	687
土地使用权	845	920	1,000	1,086
其他非流动资产	257	215	181	152
非流动资产合计	15,128	17,578	18,924	21,882
<b>资产合计</b>	<b>45,652</b>	<b>53,508</b>	<b>62,365</b>	<b>72,079</b>
应交税金	26	25	25	25
短期借贷及长期借贷当期到期部分	20,022	23,026	26,479	30,451
其他流动负债	1,286	1,299	1,312	1,325
流动负债合计	24,253	27,299	30,796	34,811
长期借贷	4,240	4,580	4,946	5,342
其他非流动负债	160	184	212	244
非流动负债合计	4,401	4,764	5,158	5,585
<b>负债合计</b>	<b>28,653</b>	<b>32,063</b>	<b>35,954</b>	<b>40,396</b>
归属母公司股东权益	16,725	21,162	26,120	31,381
少数股东权益	274	282	292	302
<b>所有者权益合计</b>	<b>16,999</b>	<b>21,444</b>	<b>26,411</b>	<b>31,683</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>45,652</b>	<b>53,507</b>	<b>62,365</b>	<b>72,079</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	3,962	5,575	6,533	6,755
净利润	3,800	4,437	4,958	5,262
折旧与摊销	769	757	815	790
营运资本变动	-584	373	751	693
其他非现金调整	-23	9	9	10
<b>投资活动现金流</b>	-895	-1,691	-618	-1,765
出售固定资产收到的现金	29	30	30	30
资本性支出	-701	-1,554	-628	-1,810
投资减少	0	0	0	0
其他投资活动产生的	580	41	34	29
现金流量净额				
<b>融资活动现金流</b>	953	1,316	856	1,045
债务增加	27,410	3,343	3,820	4,368
股本增加	0	0	0	0
支付的股利合计	-2,593	-2,613	-2,743	-2,880
其他筹资活动产生的	-528	801	-221	-442
现金流量净额				

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	20,536	21,798	23,647	25,361
主营业务收入	20,514	21,779	23,629	25,342
其他营业收入	22	19	18	19
营业总支出	16,158	16,606	17,776	19,065
营业成本	12,678	13,067	14,178	15,205
营业开支	3,480	3,539	3,599	3,860
<b>营业利润</b>	4,378	5,192	5,871	6,296
净利息支出	-132	-145	-125	-92
权益性投资损益	0	0	0	0
其他非经营性损益	-52	-50	-42	-40
非经常项目前利润	4,458	5,287	5,954	6,349
非经常项目损益	447	440	445	443
<b>除税前利润</b>	4,904	5,727	6,399	6,792
所得税	1,097	1,281	1,432	1,519
少数股东损益	7	9	9	10
持续经营净利润	3,800	4,437	4,958	5,262
非持续经营净利润	0	0	0	0
<b>净利润</b>	3,800	4,437	4,958	5,262
优先股利及其他调整项	0	0	0	0
<b>归属普通股股东净利润</b>	3,800	4,437	4,958	5,262
EPS (摊薄)	3.19	3.73	4.17	4.42

**主要财务比率**

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	13.5%	6.1%	8.5%	7.2%
归属普通股股东净利润增长率	0.2%	16.9%	11.7%	6.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	38.3%	40.1%	40.0%	40.0%
净利率	18.5%	20.4%	21.0%	20.7%
ROE	23.1%	23.8%	21.0%	18.3%
ROA	9.0%	9.6%	8.6%	7.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	62.8%	59.9%	57.7%	56.0%
流动比率	125.9%	131.6%	141.1%	144.2%
速动比率	108.2%	115.4%	125.5%	129.4%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	3.19	3.73	4.17	4.42
每股经营现金流	3.33	4.69	5.49	5.68
每股净资产	14.06	17.79	21.96	26.38
<b>估值比率</b>				
P/E	17	14	13	12
P/B	4	3	2	2

## 轻工组团队介绍

### 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：葛文欣

南开大学经济学硕士。2018 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	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
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@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
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@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 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	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 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500