

持有**市场竞争环境加剧，业绩低于预期****恒安国际 (1044.HK)**

2021-08-20 星期五

投资要点

目标价: **47.8 港元**
 现价: 41.0 港元
 预计升幅: 16.5%

21H1 业绩低于预期:

公司实现销售收入 99.74 亿元人民币，同比-8.7%；毛利率同比下降 4.7 个百分点至 39.4%；归母净利润 18.6 亿元，同比-17.7%，公司业绩表现低于预期，主要是受到市场竞争环境加剧的影响。上半年拟派发中期股息 1 元/股，合计 11.75 亿元；叠加上半年动用内部资金回购股份耗资 3.8 亿元，上半年公司合计回馈股东金额达 15.6 亿元，占归母净利的 83.6%。

重要数据

日期	2021/8/19
收盘价 (港元)	41.0
总股本 (百万股)	1,175
总市值 (百万港元)	48,175
净资产 (百万元)	19,661
总资产 (百万元)	44,440
52 周高低 (港元)	64.15/40.15
每股净资产 (元)	16.5

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

市场竞争环境加剧，三大主业收入均有倒退:

期内，卫生巾及纸巾市场参与者采取大幅减价、加大促销力度等策略抢占市场，望提升市场份额，公司为维持卫生巾中高端的品牌形象及产品定位采取保价策略，对公司销量产生冲击，卫生巾业务收入同比-6%至 30.3 亿元。纸巾业务因参与到价格竞争当中，导致平均售价下跌；同时湿纸巾业务因去年同期基数较高、以及海外疫情影响下原纸业务需求下降均导致纸巾业务销售额同比-12.2%至 47.0 亿元。高端婴儿纸尿裤奇莫及成人纸尿裤期内收入分别录得 31.5% 及中单位数的增长，但因公司通过促销手段清理中低端婴儿纸尿裤库存，纸尿裤业务收入同比-14.2%至 6.2 亿元。其他收入因海外疫情影响，出口减少，收入同比-0.4%至 16.28 亿元。

纸巾下半年将显现成本压力，未来将推出高附加值产品:

纸巾业务毛利率同比-5.8%至 29.2%，主要是促销力度加大所致；成本端因持有低价木浆库存，上半年并未对毛利率产生较大影响；伴随纸企低价木浆库存逐步消耗殆尽，预期下半年各纸企的成本端会面临压力，市场竞争环境有望缓和，公司有望通过产品结构优化及减小促销力度等措施缓解部分盈利压力，未来也将通过持续向市场推出高附加值的差异化产品，提升产品竞争力，降低消费者对产品价格的敏感度。

下调至“持有”评级，目标价 47.8 港元:

公司上半年业绩不及预期，下半年盈利或有压力，我们下调原盈利预测，预计公司 2021/2022 年 EPS 分别为 3.31/3.45 元，下调目标价至 47.8 港元，对应 2022 年 11.5 倍 PE，下调评级至“持有”。

主要股东

安平控股有限公司(22.46%)
 天利投资有限公司(20.10%)

相关报告

恒安国际(1044.HK)首发报告-20200629
 恒安国际(1044.HK)更新报告-20200820
 恒安国际(1044.HK)更新报告-20210320

研究部

姓名: 陈欣
 SFC: BLO515
 电话: 0755-21516057
 Email: chenxin@gyzq.com.hk

百万人民币	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	22,493	22,374	20,955	21,596	22,634
同比增长	9.6%	-0.5%	-6.3%	3.1%	4.8%
毛利率	38.6%	42.3%	38.0%	38.4%	39.1%
归母净利润	3,908	4,595	3,907	4,083	4,404
同比增长	2.8%	17.6%	-15.0%	4.5%	7.8%
净利润率	17.4%	20.5%	18.6%	18.9%	19.5%
每股盈利	3.28	3.86	3.31	3.45	3.73
PE@41.0HKD	10.4	8.8	10.3	9.9	9.1

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

市场竞争环境加剧，21H1 业绩低于预期：

1H2021 公司实现销售收入 99.74 亿元人民币，同比-8.7%；毛利率同比下降 4.7 个百分点至 39.4%；归母净利润 18.6 亿元，同比-17.7%，公司业绩表现低于预期，主要是受到市场竞争环境加剧的影响。上半年拟派发中期股息 1 元/股，合计 11.75 亿元；叠加上半年动用内部资金回购股份耗资 3.8 亿元，上半年公司合计回馈股东金额达 15.6 亿元，占归母净利的 83.6%。

图 1：公司收入及增速



图 2：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：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

卫生巾业务：短期市场参与者价格竞争，对公司销量产生冲击

上半年录得收入 30.3 亿元，同比-6%，占公司整体收入的 30.4%，销售额的下滑主要因市场参与者采取大幅减价、加大促销力度等策略抢占市场，望提升市场份额，而公司为维持中高端的品牌形象及产品定位，采取稳定的定价策略，故竞争对手价格调整短期对公司的销量造成一定影响，公司望通过加大新品研发及品牌投入力争市场份额的稳定。期内，卫生巾业务毛利率 70%，较为稳定。

图 3：卫生巾业务收入及增速



图 4：卫生巾业务毛利率



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

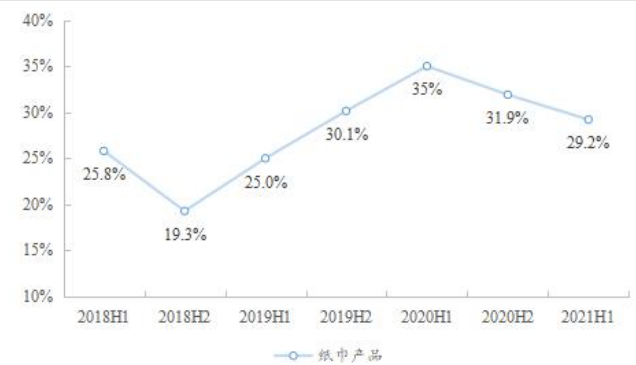
资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

纸巾业务：平均售价下跌较多，毛利率下半年将显现压力

纸巾业务上半年收入同比-12.2%至 47.0 亿元，占公司整体收入的 47.1%，因市场竞争环境加剧，纸巾企业加大费用促销及减价造成平均售价下跌；同时，湿纸巾业务因去年同期基数较高（-21.9%yoy）、以及海外疫情影响下原纸业务需求下降均导致销售额的下跌。纸巾业务毛利率同比-5.8%至 29.2%，主要是促销力度加大所致；成本端因持有低价木浆库存，上半年并未对毛利率产生较大影响；伴随纸企低价木浆库存逐步消耗殆尽，预期下半年各纸企的成本端会面临压力，市场竞争环境有望缓和，公司有望通过产品结构优化及减小促销力度等措施缓解部分盈利压力，未来也将通过持续向市场推出高附加值的差异化产品，提升产品竞争力，降低消费者对产品价格的敏感度。

图 5：纸巾业务收入及增速


资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 6：纸巾业务毛利率


资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

纸尿裤业务：高端奇莫及成人纸尿裤发展良好，库存清理致收入倒退 14.2%

纸尿裤业务中，高端婴儿纸尿裤奇莫以及成人纸尿裤期内收入录得 31.5%及中单位数的增长，但因公司通过促销手段清理中低端婴儿纸尿裤的库存，收入同比-14.2%至 6.2 亿元，占公司整体收入的 6.2%。毛利率因成本上升及清理库存产生额外成本，同比下跌 2.4%致 36.2%。

图 7：纸尿裤业务收入及增速

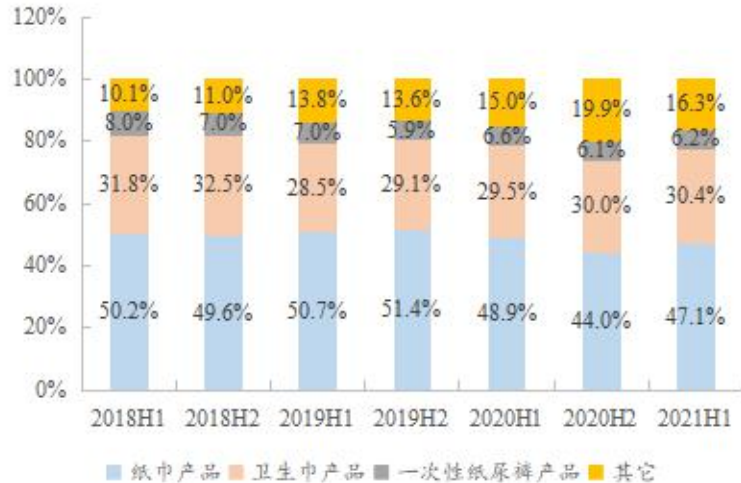

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 8：纸尿裤业务毛利率


资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

其他收入及家居用品业务因海外疫情影响，出口减少，收入同比-0.4%至 16.28 亿元，占公司总收入的 16.3%。

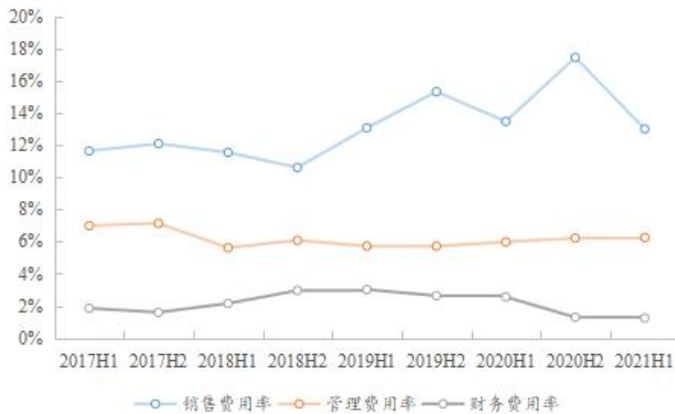
图 9：公司收入结构



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

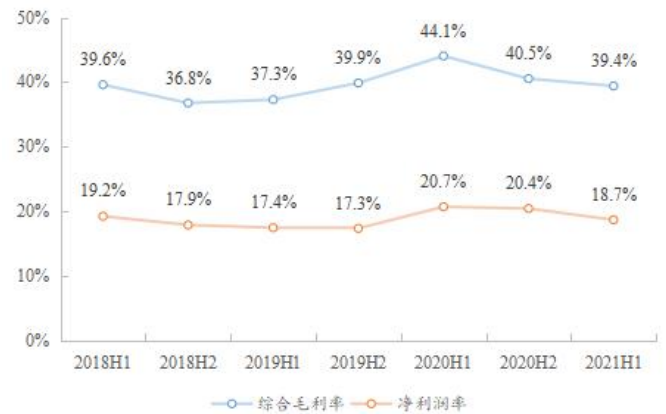
由于纸巾及纸尿裤业务毛利率下降，公司综合毛利率同比下降 4.7 个百分点至 39.4%，期间三项费用略有降低，最终净利润率同比下跌 2 个百分点至 18.7%。

图 10：公司三项费用率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 11：公司综合毛利率及净利润率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

下调至“持有”评级，目标价 47.8 港元：

公司上半年业绩不及预期，下半年盈利或有压力，我们下调原盈利预测，预计公司 2021/2022 年 EPS 分别为 3.31/3.45 元，下调目标价至 47.8 港元，对应 2022 年 11.5 倍 PE，下调评级至“持有”。

财务报表摘要

利润表					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	22,493	22,374	20,955	21,596	22,634
营业成本	-13,804	-12,918	-12,994	-13,307	-13,786
毛利	8,689	9,456	7,961	8,289	8,848
销售费用	-3,203	-3,469	-2,829	-2,807	-2,942
管理费用	-1,285	-1,364	-1,257	-1,253	-1,313
财务费用净额	-633	-426	-251	-324	-340
其他收益净额	1,486	1,774	1,467	1,404	1,471
税前利润	5,047	5,961	5,069	5,298	5,714
所得税	-1,130	-1,353	-1,150	-1,202	-1,297
净利润	3,917	4,608	3,919	4,096	4,417
少数股东损益	9	14	12	12	13
归属母公司净利润	3,908	4,595	3,907	4,083	4,404
EPS	3.28	3.86	3.31	3.45	3.73
DPS	2.20	2.50	1.98	2.07	2.24

资产负债表					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	30,068	29,941	31,180	32,318	33,628
现金及银行存款	20,540	20,484	22,510	23,475	24,465
应收账款	3,651	3,375	2,912	3,001	3,145
存货	3,802	4,311	4,061	4,094	4,242
非流动资产	13,170	14,499	14,687	15,257	15,841
长期银行存款	2,430	3,482	3,482	3,482	3,482
物业、厂房及设备	7,822	7,571	7,091	7,308	7,659
无形资产	725	755	755	755	755
资产总计	43,239	44,441	45,867	47,576	49,469
流动负债	23,664	22,062	21,956	22,010	22,113
短期借款	20,361	18,344	18,344	18,344	18,344
应付账款	2,224	2,244	2,247	2,301	2,384
非流动负债	1,423	2,718	2,676	2,685	2,700
长期借款	1,247	2,493	2,493	2,493	2,493
其他	176	225	184	192	207
负债合计	25,087	24,779	24,632	24,695	24,813
股东权益合计	18,152	19,661	21,235	22,881	24,655

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长性					
营业收入增长率	9.6%	-0.5%	-6.3%	3.1%	4.8%
营业利润增长率	4.6%	12.5%	-16.8%	5.7%	7.7%
净利润增长率	2.9%	17.6%	-15.0%	4.5%	7.8%
盈利能力					
毛利率	38.6%	42.3%	38.0%	38.4%	39.1%
净利率	17.4%	20.5%	18.6%	18.9%	19.5%
ROE	21.6%	23.4%	18.5%	17.9%	17.9%
偿债能力					
资产负债率	58.0%	55.8%	53.7%	51.9%	50.2%
流动比率	1.27	1.36	1.42	1.47	1.52
速动比率	1.11	1.16	1.24	1.28	1.33
营运能力(次)					
资产周转率	0.52	0.50	0.46	0.45	0.46
应收帐款周转率	7.54	7.20	7.20	7.20	7.20

现金流量表					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
税前利润	5,047	5,961	5,069	5,298	5,714
折旧和摊销	816	684	643	662	692
财务费用	633	426	251	324	340
所得税	1,130	1,353	1,150	1,202	1,297
经营活动产生现金流量	3,416	6,294	5,363	4,971	5,262
投资活动产生现金流量	1,113	-1,374	-837	-862	-904
融资活动产生现金流量	-6,539	-4,460	-3,017	-3,143	-3,369
现金净变动	-2,009	460	1,510	965	990
现金的期初余额	11,068	9,120	9,581	11,090	12,055
现金的期末余额	9,120	9,581	11,090	12,055	13,045

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。本报告清晰准确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