

持有

纸巾业务销售动力持续, 2H23 成本料有明显改善

恒安国际 (1044.HK)

2022-12-23 星期五

投资要点

目标价: **46.2 港元**
 现价: 41.3 港元
 预计升幅: 12.0%

2H22 预期纸巾业务销售动力持续:

2H22 公司纸巾业务销售动力持续, 市场份额有明显扩张, 得益于 1、下半年木浆价格持续高位, 中小产商成本压力下被迫退出市场, 集中度持续向龙头集中; 2、其他规模产商为缓解成本压力有较多提价动作, 公司采取稳价策略, 控制提价幅度; 3、高端产品销售增加; 4、电商和新渠道的持续扩张, 预期下半年纸巾业务销售收入将延续上半年双位数的增长趋势。

重要数据

日期	2022/12/22
收盘价 (港元)	41.3
总股本 (百万股)	1,162
总市值 (百万港元)	47,991
净资产 (百万元)	19,037
总资产 (百万元)	42,293
52 周高低 (港元)	41.73/30.1
每股净资产 (元)	16.4

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

卫生巾、纸尿裤业务望保持稳定或略有增长:

2H22 卫生巾市场竞争激烈, 国际品牌及以高端产品为优先的国内品牌通过价格促销吸引消费者, 稳价策略下卫生巾业务销售动力不及上半年, 但因公司产品销售多在二线及以下城市, 影响程度相对有限, 预期可保持同比正增长。纸尿裤业务中, 受益人口老龄化, 成人纸尿裤延续不错的增长态势, 但婴儿纸尿裤市场竞争同样激烈, 经营业绩有所波动, 预期公司通过高端产品和新渠道的扩张可部分抵消在中端市场及传统渠道的竞争压力, 力争维持正向发展。

成本压力尚在, 预期 2H23 会有较大改善:

下半年木浆成本维持高位, 因上半年可享受去年部分低价库存, 预期下半年纸巾业务毛利率将进一步承压, 毛利率将低于上半年。12 月, 全球最大的商品浆供应商 Suzano 宣布下调报价, 市场对明年浆价的下行预期有所增强。预计公司至少在明年一季度仍会面临成本压力, 下半年成本改善的确定性较大, 弹性取决于浆价下调幅度, 与浆厂生产节奏、能源成本、疫情等因素有关。

主要股东

安平控股有限公司(23.14%)
 天利投资有限公司(20.52%)

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
 恒安国际(1044.HK)更新报告-20210820

维持“持有”评级, 目标价 46.2 港元:

考虑到 2H22 纸巾业务毛利率环比进一步承压、人民币贬值致汇兑损失增加, 我们预计公司 2022/2023 年 EPS 分别为 2.22/3.06 元, 目标价 46.2 港元, 对应 2023 年 13.5 倍 PE, 维持“持有”评级。

研究部

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

百万人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	22,374	20,790	23,024	24,528	25,928
同比增长	-0.5%	-7.1%	10.7%	6.5%	5.7%
毛利率	42.3%	37.4%	34.7%	36.7%	37.9%
归母净利润	4,595	3,274	2,580	3,561	3,903
同比增长	17.6%	-28.8%	-21.2%	38.1%	9.6%
净利润率	20.5%	15.7%	11.2%	14.5%	15.1%
每股盈利	3.86	2.79	2.22	3.06	3.36
PE@41.3HKD	9.6	13.3	16.7	12.1	11.0

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

報告正文

2H22 预期纸巾业务销售动力持续：

2H22 公司纸巾业务销售动力持续，基本保持上半年双位数增长趋势，主要得益于 1、下半年木浆价格持续高位，中小产商成本压力下被迫退出市场，集中度持续向龙头集中；2、其他规模产商为缓解成本压力有较多提价动作，公司采取稳价策略，控制提价幅度；3、高端产品销售增加，如云感系列、湿纸巾持续增长；4、电商和新渠道的持续扩张。预期今年的增长动能也将延续至 2023 年。

卫生巾市场竞争激烈，下半年预期增速放缓：

2H22 卫生巾市场竞争激烈，国际品牌和以高端产品为优先的国内品牌通过价格竞争策略吸引消费者，抢占市场，公司仍然坚守理性稳定的定价策略以维持品牌形象，卫生巾业务销售动力环比上半年略受影响，预期环比增速会有所放缓。公司会通过稳价策略持续搭建高端品牌形象，通过提升产品质量及功能性实现高端产品的持续扩张及产品结构的进一步优化。

纸尿裤业务受益于高端产品及新渠道扩张，中端市场竞争压力较大：

受益于人口老龄化，公司成人纸尿裤业务保持较好的增长态势。婴儿纸尿裤方面，传统渠道及中低端产品市场竞争激烈，预期高档产品「Q•MO」的销售增长以及在电商及母婴渠道的销售布局可部分抵消竞争压力。由于公司产品结构较为落后，预期高端产品及新零售销售占比的提升将是婴儿纸尿裤业务实现增长的主要驱动力。

成本压力尚在，预期 2H23 会有较大改善：

下半年木浆成本维持高位，因上半年可享受去年部分低价库存，预期下半年纸巾业务毛利率将进一步承压，毛利率将低于上半年。12 月，全球最大的商品浆供应商 Suzano 宣布下调报价，市场对明年浆价的下行预期有所增强。预计公司至少在明年一季度仍会面临成本压力，下半年成本改善的确定性较大，弹性取决于浆价下调幅度，与浆厂生产节奏、能源成本、疫情等因素有关。

维持“持有”评级，目标价 46.2 港元：

考虑到 2H22 纸巾业务毛利率环比进一步承压、人民币贬值致汇兑损失增加，我们预计公司 2022/2023 年 EPS 分别为 2.22/3.06 元，目标价 46.2 港元，对应 2023 年 13.5 倍 PE，维持“持有”评级。

图 1：恒安国际 PEband


资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

表 1：可比上市公司估值

股票简称	股票代码	股价 2022-12-22	市值 (百万元)	EPS			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
维达国际	3331.HK	22.7	27,314	0.98	1.41	1.63	23.3	16.1	13.9
恒安国际	1044.HK	41.3	47,996	2.22	3.06	3.36	16.7	12.1	11.0
中顺洁柔	002511.SZ	13.8	18,130	0.30	0.47	0.59	45.5	29.4	23.4
百亚股份	003006.SZ	13.5	5,788	0.45	0.57	0.69	29.7	23.8	19.4
豪悦护理	605009.SH	50.4	7,817	2.42	2.98	3.36	20.8	16.9	15.0

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

注：股价/市值按当地货币计

财务报表摘要
利润表

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	22,374	20,790	23,024	24,528	25,928
营业成本	-12,918	-13,018	-15,032	-15,527	-16,099
毛利	9,456	7,772	7,992	9,001	9,829
销售费用	-3,469	-3,154	-2,926	-3,311	-3,630
管理费用	-1,364	-1,373	-1,439	-1,472	-1,556
财务费用净额	-426	-171	-184	-123	-259
其他收益净额	1,774	1,307	115	736	907
税前利润	5,961	4,330	3,503	4,772	5,230
所得税	-1,353	-1,039	-911	-1,193	-1,307
净利润	4,608	3,290	2,592	3,579	3,922
少数股东损益	14	17	13	18	20
归属母公司净利润	4,595	3,274	2,580	3,561	3,903
EPS	3.86	2.79	2.22	3.06	3.36
DPS	2.50	1.70	1.33	1.84	2.01

资产负债表

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	29,941	27,269	28,025	28,983	30,173
现金及银行存款	20,484	18,247	17,712	18,233	18,990
应收账款	3,375	2,970	3,684	3,956	4,182
存货	4,311	4,162	4,849	4,929	5,031
非流动资产	14,499	15,024	15,613	16,138	16,632
长期银行存款	3,482	4,036	4,036	4,036	4,036
物业、厂房及设备	7,571	7,297	8,081	8,609	9,100
无形资产	755	725	725	725	725
资产总计	44,441	42,293	43,638	45,121	46,804
流动负债	22,062	22,037	22,393	22,367	22,446
短期借款	18,344	17,488	17,488	17,488	17,488
应付账款	2,244	2,565	2,777	2,868	2,974
非流动负债	2,718	975	921	987	1,011
长期借款	2,493	739	739	739	739
其他	225	235	182	248	271
负债合计	24,779	23,012	23,314	23,354	23,457
股东权益合计	19,661	19,280	20,325	21,767	23,348

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性					
营业收入增长率	-0.5%	-7.1%	10.7%	6.5%	5.7%
营业利润增长率	12.5%	-28.9%	-18.8%	32.7%	12.1%
净利润增长率	17.6%	-28.6%	-21.2%	38.1%	9.6%
盈利能力					
毛利率	42.3%	37.4%	34.7%	36.7%	37.9%
净利率	20.5%	15.7%	11.2%	14.5%	15.1%
ROE	23.4%	17.1%	12.8%	16.4%	16.8%
偿债能力					
资产负债率	55.8%	54.4%	53.4%	51.8%	50.1%
流动比率	1.36	1.24	1.25	1.30	1.34
速动比率	1.16	1.05	1.03	1.08	1.12
营运能力(次)					
资产周转率	0.50	0.49	0.53	0.54	0.55
应收账款周转率	7.20	6.28	6.25	6.20	6.20

现金流量表

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
税前利润	5,961	4,330	3,503	4,772	5,230
折旧和摊销	791	816	901	957	1,010
财务费用	426	171	184	123	259
所得税	1,353	1,039	911	1,193	1,307
经营活动产生现金流	5,042	4,604	2,617	4,367	4,905
投资活动产生现金流	1,556	2,676	-865	-922	-974
融资活动产生现金流	-3,929	-6,487	-2,287	-2,924	-3,174
现金净变动	2,668	793	-535	521	757
现金的期初余额	9,120	11,607	12,340	11,805	12,326
现金的期末余额	11,607	12,340	11,805	12,326	13,083

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