下载日志已记录，仅供内部参考

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

纺织服装 2026 年 09 月 10 日

【华创轻纺 | 出海大时代】秘鲁调研见闻录

乐舒适的拉美突围之道

推荐（维持）

目标价：42.23 港元

当前价：30.00 港元

- **6 月底，我们作为首批到访团队之一，调研走访了乐舒适在秘鲁的工厂与渠道，以及当地其他快消品类与终端零售业态。**我们希望通过对非洲及拉美市场的多维度对比，结合真实的一线反馈，梳理总结当下秘鲁快消品牌突围范式，为制造和品牌出海企业提供产业端借鉴，并为资本市场研究和探寻出海机会贡献增量思考。
- **秘鲁卫品市场：渠道成熟格局集中，国际品牌充分渗透。**1）市场成熟无需教育，区域市场具百亿容量。据测算，25 年中美及南美整体纸尿裤/卫生巾市场容量分别约 230/220 亿片，价值量可观。2）深度分销体系成熟，现代渠道主打自有品牌。秘鲁快消渠道结构为传统渠道（60%）+商超（20%）+药妆店（20%），成熟度介于中非之间，传统渠道已实现深度分销覆盖，现代渠道高度成熟、业态发展更似欧美市场。3）国际品牌寡头垄断，中高端定位为主，乐舒适市场份额迅速提升，目标 28 年纸尿裤/卫生巾市占率有望提升至 25%/15%。4）秘鲁本土财团资本实力雄厚，并购扩张是巩固行业壁垒、维持市场龙头地位的核心手段。Alicorp、Gloria、Intercorp 等家族资本长期存在收购需求。
- **乐舒适：渠道打法升级，产品质价优越。**1）渠道端：渠道利润具比较优势。核心仍为“农村包围城市”，但已从 B2B 分销升级为深度分销+现代渠道并进。2）产品端：本土化设计+高端面料筑牢壁垒，卫品零售价低于竞对 20%-35%。3）生产端：卫品及洗衣粉两大工厂相继投产，高度自动化平滑高人力成本，利润空间有望进一步释放。
- **快消突围范式总结：四条差异化发展路径，因地制宜择时发力。**1）极致低价：低价切入下沉市场，薄利多销原始积累；2）并购退出：打造区域特色品牌，被本土财团收购变现；3）渠道借力：绑定国际头部品牌，共享成熟分销资源；4）全链本土：工贸一体战略布局，构建长期独立壁垒。
- **投资建议：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1.52/1.88/2.25 亿美元，当前市值对应 PE 为 16/13/11X。参考可比公司估值，考虑到乐舒适在非洲卫品行业已处于领先地位，拉美市场快速发展，未来横向拓品类和扩市场存在较高确定性，但同时也面临国际局势动荡、汇率波动影响，给予公司 2026 年 22X PE，对应目标价约 42.23 港元/股，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**政策变动风险；汇率波动风险；市场拓展不及预期等。

主要财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万美元)	567	710	859	1,009
同比增速(%)	24.9%	25.2%	21.0%	17.3%
归母净利润(百万美元)	121	152	188	225
同比增速(%)	27.4%	25.4%	23.7%	19.5%
每股盈利(美元)	0.20	0.24	0.30	0.36
市盈率(倍)	19	16	13	11
市净率(倍)	16.6	3.3	2.9	2.6

资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 2026 年 9 月 9 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：刘一怡

邮箱：liuyiyi@hcyjs.com
执业编号：S0360524070003

联系人：周星宇

邮箱：zhouxingyu1@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	62,081.43
已上市流通股(万股)	62,081.43
总市值(亿港元)	186.24
流通市值(亿港元)	186.24
资产负债率(%)	15.46
每股净资产(元)	7.26
12 个月内最高/最低价(港元)	35.46/24.46

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《乐舒适（02698.HK）2026 年中期盈利预告点评：26H1 业绩超预期，量价齐升驱动高增》
2026-07-22

《乐舒适（02698.HK）2025 年报点评：2025 年业绩略超预期，全球化布局成效显著》
2026-03-25

《【华创轻纺|出海大时代】乐舒适（02698.HK）深度研究报告：洁云覆热土，舒帆启新航》
2026-03-05

下载日志已记录，仅供内部参考

投资主题

报告亮点

6 月底，我们作为首批到访团队之一，调研走访了乐舒适在秘鲁的工厂与渠道，以及当地其他快消品类与终端零售业态。我们希望通过对非洲及拉美市场的多维度对比，结合真实的一线反馈，梳理总结当下秘鲁快消品牌突围范式，为制造和品牌出海企业提供产业段借鉴，并为资本市场研究和探寻出海机会贡献增量思考。

投资逻辑

秘鲁卫品市场：渠道成熟格局集中，国际品牌充分渗透。1）市场成熟无需教育，区域市场具百亿空间。据测算，25 年中美及南美整体纸尿裤/卫生巾市场容量分别约 230/220 亿片，价值量可观。2）深度分销体系成熟，现代渠道主打自有品牌。秘鲁快消渠道结构为传统渠道（60%）+商超（20%）+药店（20%），成熟度介于中非之间，传统渠道已实现深度分销覆盖，现代渠道高度成熟、业态发展更似欧美市场。3）国际品牌寡头垄断，乐舒适市场份额正在迅速提升。4）秘鲁本土财团资本实力雄厚，并购扩张是巩固行业壁垒、维持市场地位的核心手段。

乐舒适：渠道打法升级，产品质价优越。1）渠道端：渠道利润具比较优势。核心仍为“农村包围城市”，但已从 B2B 分销升级为深度分销+现代渠道并进。2）产品端：本土化设计+高端面料筑牢壁垒，卫品零售价低于竞对 20%-35%。3）生产端：卫品及洗衣粉两大工厂相继投产，高度自动化平滑高人力成本，利润空间有望进一步释放。

快消突围范式总结：四条差异化发展路径，因地制宜择时发力。1）极致低价：低价切入下沉市场，薄利多销原始积累；2）并购退出：打造区域特色品牌，被本土财团收购变现；3）渠道借力：绑定国际头部品牌，共享成熟分销资源；4）全链本土：工贸一体战略布局，构建长期独立壁垒。

盈利预测与估值

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1.52/1.88/2.25 亿美元，当前市值对应 PE 为 16/13/11X。参考可比公司估值，考虑到乐舒适在非洲卫品行业已处于领先地位，拉美市场快速发展，未来横向拓品类和扩市场存在较高确定性，但同时也面临国际局势动荡、汇率波动影响，给予公司 2026 年 22X PE，对应目标价约 42.23 港元/股，维持“推荐”评级。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

一、 秘鲁卫品市场：渠道成熟格局集中，国际品牌充分渗透 6
（一） 市场成熟无需教育，区域市场具百亿容量 6
（二） 深度分销体系成熟，现代渠道主打自有品牌 7
1、 传统渠道：传统分销体系成熟，对渠道利润高度敏感 7
2、 商超渠道：国际品牌充分渗透+自有品牌占席，进入门槛较高 9
3、 药妆店渠道：双寡头垄断，主打自有品牌 12
4、 渠道价格：夫妻店+10%~30%=商超，商超+10%~20%=药妆店 12
（三） 寡占竞争型市场，国际品牌充分渗透 13
（四） 本土财团实力雄厚，热衷收购维系地位 14
二、 乐舒适：渠道打法升级，产品质价优越 15
（一） 渠道端：深度分销与现代渠道并进，高渠道利润实现存量替代 15
（二） 产品端：质价比优势显著，快速抢占市场份额 15
（三） 生产端：本土供应支撑质价比战略，自动化生产消化成本 19
三、 快消突围范式总结：四条差异化发展路径，因地制宜择时发力 20
1、 极致低价：低价切入下沉市场，薄利多销原始积累 20
2、 并购退出：打造区域特色品牌，被本土财团收购变现 20
3、 渠道借力：绑定国际头部品牌，共享成熟分销资源 20
4、 全链本土：工贸一体战略布局，构建长期独立壁垒 21
四、 盈利预测与估值 21
1、 收入端 21
2、 盈利端 22
3、 投资建议 22
五、 风险提示 23

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1 拉美市场纸尿裤/卫生巾容量测算 6
图表 2 秘鲁收入水平显著高于非洲 7
图表 3 秘鲁渠道结构 7
图表 4 非洲渠道结构 7
图表 5 VEGA 旗下多元业态 8
图表 6 VEGA 合作品牌 8
图表 7 URBANO 覆盖客户 8
图表 8 URBANO 数字化终端管理平台 8
图表 9 外区市场夫妻老婆店调研 8
图表 10 秘鲁 VS 非洲：传统渠道对比 9
图表 11 秘鲁商超渠道 9
图表 12 渠道调研：高端商超 Wong 10
图表 13 渠道调研：平价连锁超市 Plaza 11
图表 14 渠道调研：会员批发超市 makro 11
图表 15 渠道调研：VEGA 自营商超 11
图表 16 渠道调研：连锁便利店 OXXO 12
图表 17 渠道调研：药妆店 Mifarma 12
图表 18 渠道调研价格统计 13
图表 19 25 年秘鲁纸尿裤市场格局 13
图表 20 25 年秘鲁卫生巾市场格局 13
图表 21 秘鲁卫品市场竞争格局 14
图表 22 拉美&非洲渠道特征对比 15
图表 23 乐舒适拉美 VS 非洲品牌矩阵 16
图表 24 乐舒适拉美产品矩阵 16
图表 25 各品牌纸尿裤外包装对比 16
图表 26 各品牌纸尿裤细节对比 17
图表 27 Veesper 产品质量优势显著 17
图表 28 卫生巾：Veesper VS Ladysoft 18
图表 29 湿巾：Veesper VS Huggies 18
图表 30 洗衣粉：Doffi VS Patita 18
图表 31 纸尿裤价格对比（XXL 规格，美元/片） 18
图表 32 卫生巾价格对比（10 片装，美元/片） 18
图表 33 秘鲁卫品以进口为主 19

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 34 头部企业多已部署本地工厂 19
图表 35 秘鲁卫品工厂 19
图表 36 秘鲁洗衣粉工厂 19
图表 37 Inka Chips 20
图表 38 印加可乐 21
图表 39 公司营收预测 22
图表 40 公司财务比率 22
图表 41 可比公司估值表 23

下载日志已记录，仅供内部参考

一、秘鲁卫品市场：渠道成熟格局集中，国际品牌充分渗透

（一）市场成熟无需教育，区域市场具百亿容量

秘鲁的投资价值主要在其对区域市场的辐射作用。2025 年秘鲁纸尿裤/卫生巾市场容量分别约 14/12 亿片，市场本身容量不大，但靠海居中的地理位置及区域一体化组织成员的身份，使其可有效辐射厄瓜多尔、玻利维亚、哥伦比亚等周边市场。乐舒适选择中美洲的萨尔瓦多布局卫品工厂亦是同样的逻辑。据测算，2025 年中美及南美整体纸尿裤/卫生巾市场容量分别约 230/220 亿片，价值量可观。

图表 1 拉美市场纸尿裤/卫生巾容量测算

区域	国家	2025年			
		人口数量（万人）		市场容量（亿片/年）	
		0-3岁	15-49岁女性	纸尿裤	卫生巾
南美洲	阿根廷	201	1157	13	16
	玻利维亚（多民族国）	101	335	7	5
	巴西	1024	5540	68	74
	智利	72	498	5	7
	哥伦比亚	282	1434	19	19
	厄瓜多尔	107	491	7	7
	福克兰群岛（马尔维纳斯）	0	0	0	0
	法属圭亚那	3	8	0	0
	圭亚那	6	22	0	0
	巴拉圭	54	183	4	2
	秘鲁	**214**	**919**	**14**	**12**
	苏里南	4	16	0	0
	乌拉圭	13	81	1	1
	委内瑞拉	167	701	11	9
	合计	**2248**	**11386**	**150**	**153**
中美洲	伯利兹	3	12	0	0
	哥斯达黎加	21	133	1	2
	萨尔瓦多	**39**	**178**	**3**	**2**
	危地马拉	148	516	10	7
	洪都拉斯	92	301	6	4
	墨西哥	806	3571	54	48
	尼加拉瓜	52	193	3	3
	巴拿马	28	115	2	2
	合计	**1189**	**5019**	**79**	**67**
总计		3437	16405	230	220

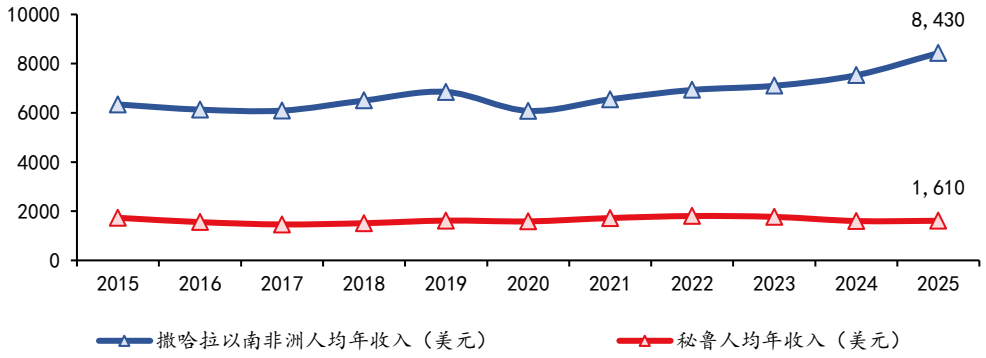
资料来源：联合国人口司，弗若斯特沙利文，公司公开交流材料，华创证券测算

与非洲“高人口红利+低行业渗透”的远期潜力叙事不同，拉美成熟的消费习惯与高渗透率造就当下可及且更大的市场规模与利润空间。

- **使用频次：据我们调研了解，**纸尿裤非洲各国日均使用 1.5-3.5 片，渗透率 14%-36%；拉美日均使用 3 片，渗透率 61%。卫生巾非洲月均使用约 8-16 片，渗透率 16%-55%；拉美月均使用 16 片，渗透率 70%。使用频次的差异通过乘数效应显著放大市场规模：同等人口基数下，拉美纸尿裤/卫生巾市场容量最大可达非洲的 6/5 倍。
- **利润空间：**拉美整体收入及消费水平远高于非洲，当地消费者更看重质价比而非性价比。相比非洲的薄利多销模式，拉美市场具备明确提价空间及利润优势，产品终端价格普遍高于非洲 30%-40%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 2 秘鲁收入水平显著高于非洲

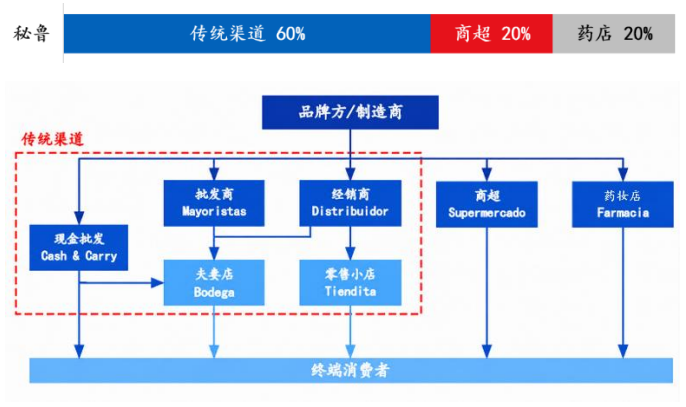


资料来源：世界银行，华创证券

（二）深度分销体系成熟，现代渠道主打自有品牌

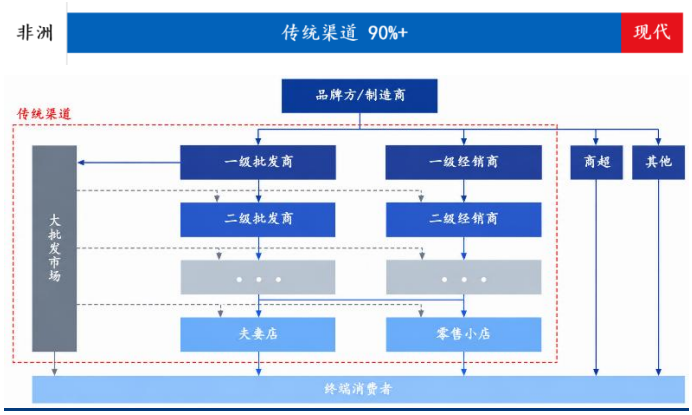
秘鲁线下快消渠道主要可分为三类：传统渠道（60%）+商超（20%）+药妆店（20%），其中传统渠道可进一步分为批发（35%）+经销（25%）。秘鲁渠道成熟度介于中非之间，传统渠道已实现深度分销覆盖，现代渠道高度成熟、业态发展更似欧美市场。

图表 3 秘鲁渠道结构



资料来源：公司公开交流材料，公司招股书，CFC 出海，华创证券

图表 4 非洲渠道结构



资料来源：公司公开交流材料，公司招股书，新经销，华创证券

1、传统渠道：传统分销体系成熟，对渠道利润高度敏感

虽同样以传统渠道为主导，但秘鲁渠道成熟度远高于非洲。受益于各类国际品牌在当地深耕多年，秘鲁头部经销商已高度专业化：配备自主独立开发的数字化体系、市场敏感度高、团队职业素养高，部分经销商已在自主拓展零售业态，并开始考虑通过一些基于数字化体系支持的金融手段拓展下游客户。此类经销商对品牌铺市帮助极大，同时又对渠道利润高度敏感，一旦利润率不及预期，就会考虑更换高渠道利润的品牌。

- **VEGA：**分销+零售一体化集团，利马最大分销商，宝洁利马大区独家代理，拥有线下自营大型批发折扣店、商超及社区零售店等。全年累计下单客户总数达 1.05 万家，月均 7k+下单网点

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 5 VEGA 旗下多元业态



资料来源：现场调研，华创证券

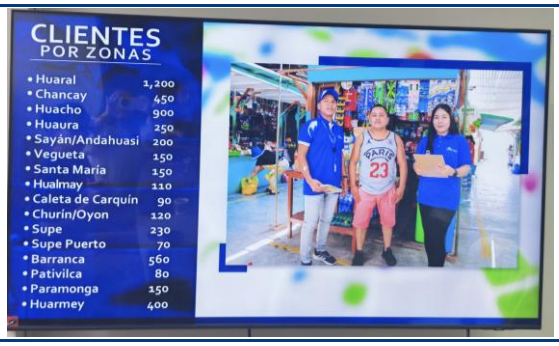
图表 6 VEGA 合作品牌



资料来源：现场调研，华创证券

- **URBANO:** 深度覆盖 31 个行政区，业务辐射 5 省，合计覆盖 5k+终端零售小店，在售 SKU 超 400 个，年销售额达 4500 万索尔。其最新推出的自研应用程序“智能商务助手”可统筹外勤一线工作，管理人员可视化查看所有客户地理分布、划分业务员拜访路线，统计分路线客户数量、历史销售额与赊销数据，实现外勤销售数字化管控。

图表 7 URBANO 覆盖客户



资料来源：现场调研，华创证券

图表 8 URBANO 数字化终端管理平台



资料来源：现场调研，华创证券

- 我们还走访了秘鲁外区市场的终端零售小店。1）整体而言，夫妻老婆店面积较小，货品陈列紧密，但主流品类品牌相对齐全，电子信息系统覆盖度较高；2）在同一条街，同样产品的价格也可能差异较大；3）乐舒适品类陈列集中，如有门店将 Veesper 纸尿裤与 Doffi 洗衣粉（森大洗衣粉品牌）紧邻放置。

图表 9 外区市场夫妻老婆店调研



资料来源：现场调研，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 10 秘鲁 VS 非洲：传统渠道对比

	秘鲁	非洲
占比	约 60%	90%+
定位	谈判合作	培育管理
经销	拥有专业经销商，以公司制运营为主，多品类覆盖，标准化深度分销体系成熟，仓储配送与数字化管控均相对完善。零售小店主要从经销商采购进货，无需去批发市场购买。因当地习惯即时性消费，多按片销售。	无全国性成熟大型经销商，小型经销商多仅做单品类，B2B 分销链条冗长混乱，零售/夫妻店会前往批发市场进货，品牌难以跟踪管理。因当地购买力低，多按片销售。
批发	传统批发市场与非洲相似，进入门槛低，以大规格产品为主。此外，秘鲁还存在 Cash & Carry 业态，形式介于批发与零售之间，2B+2C，采用工业大货架销售和存货，SKU 丰富，多为大包装规格。	依赖多层级批发商分销，整合度低且呈“坐商为主、车销辅助”的早期流通形态，缺乏统一管理标准。此外，大批发市场客户结构复杂，经销商/批发商/夫妻店/个人消费者均可采买，极易窜货乱价。
终端小店	选品谨慎，重视邻里粘性，提供就近配送、小额赊销等本地化服务；且持续迭代升级，多数门店已普及数字支付，部分小店引入简易进销存工具，现代化改造意愿强烈。	无主动选品概念，货架高度同质化，品牌格局相对稳定，基本不具备主动推进数字化管理的能力与意愿。

资料来源：乐舒适，黑蚁资本，弘章消费研习社，新经销，华创证券

2、商超渠道：国际品牌充分渗透+自有品牌占席，进入门槛较高

秘鲁商超渠道占比约 20%，渠道成熟度高、进入门槛高，有较高的返利费用。首都利马已形成分层清晰、定位各异的多元商超矩阵（Wong、Metro、Vivanda、Plaza Vea、Tottus 等）。本地自产货品占比有限，进口商品占据市场主流，售价较中国可比商品普遍高 20%-30%。同时国际品牌已充分渗透，竞争激烈。

图表 11 秘鲁商超渠道

商超品牌		所属集团	定位
	Wong	Cencosud（智利）	高端连锁超市
	Metro	Cencosud（智利）	平价连锁超市
	Tottus	Falabella（智利）	平价连锁超市
	Precio UNO	Falabella（智利）	平价仓储大卖场

下载日志已记录，仅供内部参考

	Vivanda	Intercorp	高端精品超市
	Makro	Intercorp	会员制批发超市
	Plaza Vea	Intercorp	平价连锁超市
	Mass	Intercorp	硬折扣连锁超市
	OXXO	OXXO（墨西哥）	连锁便利店

资料来源：公司公开交流材料，EBANX，华创证券

我们走访了不同类型的多家商超，包括高端商超 Wong、平价连锁超市 Plaza Vea、会员制批发超市 Makro、分销商 VEGA 自营商超以及便利店 OXXO。调研发现，在现代渠道，Huggies 渗透度明显更高，而乐舒适的促销活动更多，在 VEGA 店内还配有一名促销员驻场推广。

图表 12 渠道调研：高端商超 Wong



资料来源：现场调研，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 13 渠道调研：平价连锁超市 Plaza



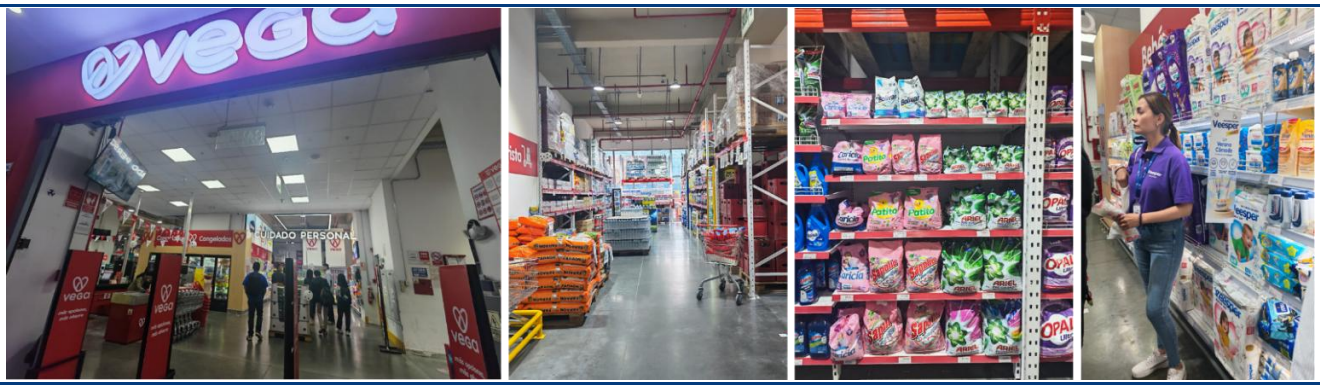
资料来源：现场调研，华创证券

图表 14 渠道调研：会员批发超市 makro



资料来源：现场调研，华创证券

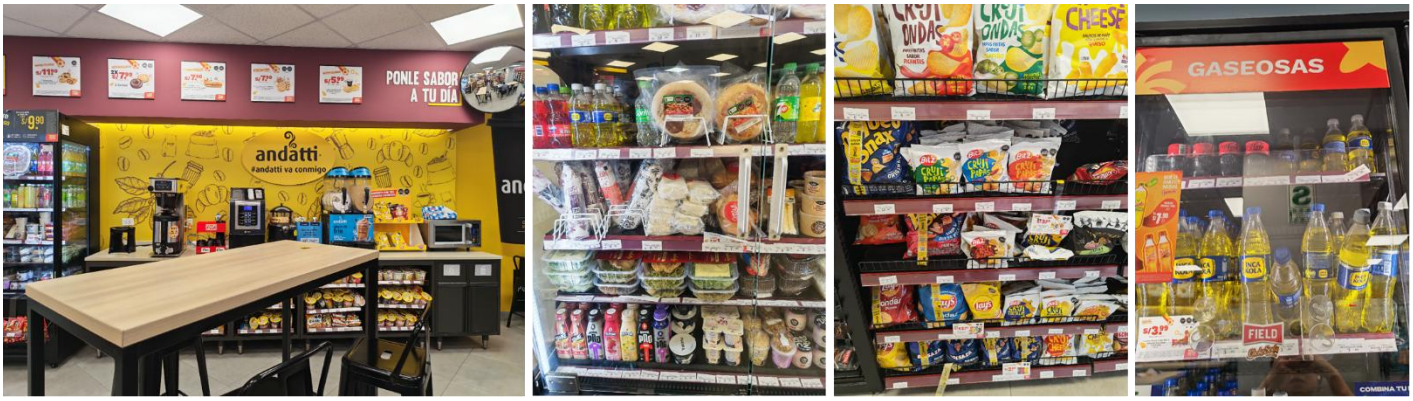
图表 15 渠道调研：VEGA 自营商超



资料来源：现场调研，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 16 渠道调研：连锁便利店 OXXO



资料来源：现场调研，华创证券

3、药妆店渠道：双寡头垄断，主打自有品牌

秘鲁药妆店渠道占比约 20%，其中连锁药妆店为主导（销售额占比近 80%），分布密度高、流量大，类似欧洲的 boots，自有品牌约占连锁店销售的 65%-80%，外部品牌进入门槛极高。目前该渠道呈双寡头垄断格局，前二为 Inkafarma 与 Mifarma，二者同属 Intercorp 集团，2018 年 InRetail（隶属于 Intercorp 集团）收购 Quicorp（原 Mifarma 母公司），完成秘鲁药妆店行业垄断整合。截至目前，两者合计门店约 2486 家，是秘鲁现代医药零售绝对龙头。其自有卫品品牌 NINET 主打中低端纸尿裤、湿巾等产品，仅在自营药妆店渠道销售，25 年纸尿裤市占率达 20%。

图表 17 渠道调研：药妆店 Mifarma



资料来源：现场调研，华创证券

4、渠道价格：夫妻店+10%~30%=商超，商超+10%~20%=药妆店

从我们调研走访的统计结果来看：

1）渠道对比：夫妻店价格最低，便利店价格波动较大，商超较夫妻店溢价幅度基本在 10%-30%以上，药妆店可达 30%-50%。

2）品牌对比：纸尿裤中的 Huggies、卫生巾中的 Nosotras 与 always 价格相对较高，Veesper 价格偏低；洗衣粉中，Trome 价格较低，Doffi 价位居中。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 18 渠道调研价格统计

品类	品牌	渠道	规格(片/kg)	原价(索尔/包)	单价(索尔/片或kg)	溢价
纸尿裤	Huggies	夫妻店	58	52.0	0.90	
		便利店	60	49.2	0.82	-9%
		商超	58	56.0	0.97	8%
		药妆店	48	53.0	1.10	23%
	Babysec	夫妻店	44	36.9	0.84	
		商超	44	38.9	0.88	5%
		药妆店	58	48.2	0.83	-1%
	Veesper	夫妻店	72	45.9	0.64	
		便利店	72	49.9	0.69	9%
		商超	72	49.9	0.69	9%
	NINET	药妆店	52	46.0	0.88	
拉拉裤	Tena	夫妻店	20	54.5	2.73	
		药妆店	20	73.0	3.65	34%
洗衣粉	Trome	夫妻店	1kg	3.9	3.90	
		便利店	1kg	5.0	5.00	28%
		商超	1kg	5.0	5.00	28%
	Doffi	夫妻店	1kg	4.9	4.90	
		商超	2kg	12.9	6.45	32%
	Ace	夫妻店	1kg	9.0	4.50	
		商超	1kg	12.0	6.00	33%
	Marsella	夫妻店	4kg	34.0	8.50	
		便利店	730g	7.0	9.59	13%
		商超	2kg	18.0	9.00	6%

品类	品牌	渠道	规格(片)	原价(索尔/包)	单价(索尔/片)	溢价
卫生巾	Nosotras（夜用）	夫妻店	10	6.5	0.65	
		商超	10	8.9	0.89	37%
		药妆店	10	10.0	1.00	54%
	always（日用）	夫妻店	10	5.0	0.50	
		商超	10	5.2	0.52	4%
		便利店	32	15.5	0.48	-3%
	Ladysoft（日用）	夫妻店	42	15.5	0.37	
		便利店	42	15.8	0.38	2%
		商超	10	4.5	0.45	22%
		药妆店	24	12.0	0.50	35%
	Kotex（日用）	夫妻店	42	12.0	0.29	
		便利店	10	3.9	0.39	37%
		商超	10	4.2	0.42	47%
	Veesper（夜用）	夫妻店	10	3.9	0.39	
		便利店	10	4.0	0.40	3%
		商超	10	5.0	0.50	28%
	Veesper（日用）	夫妻店	10	2.9	0.29	
		便利店	10	3.5	0.35	21%
		商超	10	3.5	0.35	21%
湿巾	Veesper	夫妻店	120	5.0	0.04	
		便利店	120	5.5	0.05	10%
		商超	120	5.5	0.05	10%
	Huggies	夫妻店	120	10.9	0.09	
		便利店	80	16.2	0.14	49%
		商超	80	15.9	0.13	46%
	Tuinies	夫妻店	120	4.0	0.03	
		商超	100	4.9	0.04	23%
	NINET	药妆店	80	10.5	0.09	

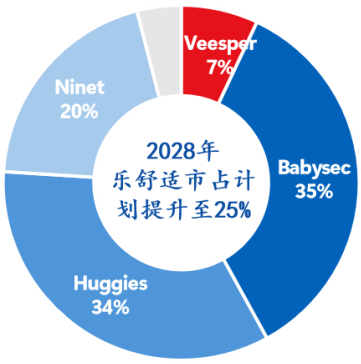
资料来源：现场调研，华创证券

（三）寡占竞争型市场，国际品牌充分渗透

国际品牌寡头垄断，中高端定位为主，乐舒适市场份额迅速提升。

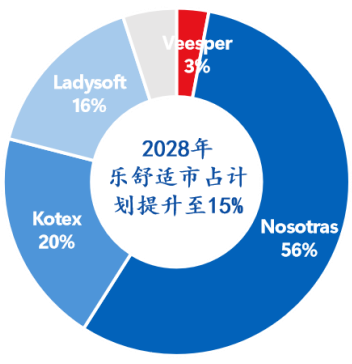
- **纸尿裤：**25 年 CR2=69%，美国品牌 Huggies 与智利品牌 Babysec 占主导，Babysec 正快速抢占市场。乐舒适 23 年市占率仅 4%，25 年市占即升至 7%，位列秘鲁第四；目标 28 年提升至 25%。
- **卫生巾：**25 年 CR2=76%，哥伦比亚品牌 Nosotras 为绝对龙头。乐舒适 23 年市占率仅 1%，25 年市占率提升至 3%，26 年工厂投产后销量已翻倍，目标 28 年市场份额提升至 15%

图表 19 25 年秘鲁纸尿裤市场格局



资料来源：公司公开交流材料，华创证券

图表 20 25 年秘鲁卫生巾市场格局



资料来源：公司公开交流材料，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 21 秘鲁卫品市场竞争格局

品类	生产/进口商	品牌	背景	25 年市占率	定位	渠道
纸尿裤	Softcare	Veesper	中国资本 (中国进口转本土制造商)	7%	中高端/中端	传统/商超/药妆店渠道全覆盖
	Softys	Babysec	智利资本 (本地工厂)	35%	中端	传统+商超
	Kimberly	Huggies	美国品牌 (本地工厂)	34%	高端	商超+药妆店
	Intercrop	Ninet	秘鲁资本 (中国进口)	20%	中低端	自营药妆店渠道
卫生巾	Softcare	Veesper	中国资本 (中国进口转本土制造商)	3%	中高端/中端	传统/商超/药妆店渠道全覆盖
	Familia	Nosotras	哥伦比亚资本 (哥伦比亚生产)	56%	中高端/中端	传统/商超/药妆店渠道全覆盖
	Kimberly	Kotex	美国品牌 (本地工厂)	20%	高端	传统/商超/药妆店渠道全覆盖
	Softys	Ladysoft	智利资本 (本地工厂)	16%	中端	传统/商超/药妆店渠道全覆盖

资料来源：公司公开交流材料，华创证券

（四）本土财团实力雄厚，热衷收购维系地位

秘鲁本土财团资本实力雄厚，并购扩张是巩固行业壁垒、维持市场龙头地位的核心手段。

- **Alicorp：秘鲁头部综合快消财团。**以高频次、多品类并购为核心增长策略，持续完善食品、家清、零食、粮油全产业链布局。19 年，Alicorp 收购秘鲁头部日化企业 Intradevco，拿下 Sapolio、Aval 等本土知名清洁品牌，切入家居洗护核心赛道。26 年，公司签署协议拟收购联合利华厄瓜多尔、哥伦比亚居家护理业务，纳入 Fab、3D 等区域强势品牌，进一步完成安第斯区域家居品类版图扩张。此外，公司亦已签署协议拟通过收购 Flora Food 拉美油脂业务、Global Alimentos 谷物业务，夯实粮油、烘焙原料赛道龙头地位，实现多品类寡头垄断。
- **Gloria：秘鲁乳业绝对龙头。**1986 年，集团从雀巢手中收购 Gloria 乳业主体及品牌、工厂资产，奠定秘鲁乳业垄断根基。后续持续区域扩张，23 年斥资 6.8 亿美元收购智利龙头乳业 Soprole；25 年收购雀巢厄瓜多尔乳制品与果汁业务，拿下 La Vaquita、Yogu Yogu 等国民品牌；26 年并购加拿大 Saputo 南美乳业资产，彻底巩固南美乳业龙头地位，从根源上杜绝国际品牌渗透空间。
- **Intercorp：秘鲁现代零售渠道垄断者。**公司于 2003 年收购超市连锁并迅速扩大业务布局，目前运营 Plaza Vea、Vivanda、Mass 及 Makro 多梯度商超矩阵，覆盖高端、大众、折扣全价格带，同时控股 Inkafarma 连锁药房，实现线下流量全域锁定。除本土垄断外，集团通过收购智利折扣连锁 Erbi，完成跨境零售扩张，复制秘鲁渠道垄断模式。其持续并购整合的渠道体系，为本土快消品牌提供核心流量壁垒，大幅抬高外资品牌线下渗透成本。

下载日志已记录，仅供内部参考

二、乐舒适：渠道打法升级，产品质价优越

（一）渠道端：深度分销与现代渠道并进，高渠道利润实现存量替代

拉美 VS 非洲：核心仍为“农村包围城市”，但已从 B2B 分销升级为深度分销+现代渠道并进。非洲传统渠道占比极高，但因无成熟深度分销体系，公司选择做难而正确的事，从下沉终端培育赋能，从零搭建深度分销体系，虽然前期建设较为困难，但中后期将形成稳固的渠道壁垒与高效供应体系，助力品牌占据明确先发优势。**拉美**渠道成熟度较高，存在完备的深度分销系统及多元商超业态与药妆店渠道，市场主要为存量竞争，公司基于非洲成熟经验+下沉能力进入传统渠道，快速铺货起量，并通过洗衣粉裙带效应逐步渗透核心区域，实现与头部分销商及现代渠道对接合作，如打法走通亦可反向复刻至非洲，实现当地商超渠道的突破。

图表 22 拉美&非洲渠道特征对比

拉美（以秘鲁为代表）	渠道	非洲
拥有专业经销商，以公司制运营为主，多品类覆盖，标准化深度分销体系成熟，零售小店主要从经销商采购进货，无需去批发市场购买。	经销	无成熟大型经销商，B2B分销链条冗长混乱，品牌难以跟踪管理。
1）传统批发市场：与非洲相似 2）Cash & Carry：2B+2C，工业大货架销售和存货，SKU丰富，大包装规格较多。	批发	印度裔大商垄断，偏远终端难以触达。依赖多层级批发商分销，整合度低且呈坐商为主、车销辅助的早期流通形态，缺乏统一管理标准，极易窜货乱价。
终端重视邻里粘性，提供就近配送、小额赊销等本地化服务；多数门店已普及数字支付，部分引入简易进销存工具，现代化改造意愿强烈。	夫妻店	面积6-8平米，单品类可容纳品牌极为受限，无主动选品概念，货架高度同质化，品牌格局稳定，基本不具备数字化管理能力与意愿。
渠道成熟度高，进入门槛高，有约25%返利费用；国际品牌充分渗透竞争，重视自有品牌发展。	商超	区域分化显著，仅集中于经济发达的国家城市/区域，以国际品牌为主。
以连锁药店和分销药店为主，主打自有品牌（不进商超），自有品牌约占连锁药店的65%-80%，外部品牌进入门槛极高。	药妆店	暂无该业态。

切入深度分销抢份额

从零搭建深度分销体系

资料来源：公司公开交流材料，华创证券

（二）产品端：质价比优势显著，快速抢占市场份额

以中高端品牌 Veesper 切入，产品矩阵持续丰富。早期 Softcare 商标被抢注，公司创立中高端品牌 Veesper 进入市场，现已形成稳健品牌心智；目前 Softcare 商标已收回，后期考虑持续补充完善中低端价格带，覆盖所有消费层级需求。现有产品矩阵包含纸尿裤、卫生巾、湿巾，并于近期推出拉拉裤新品，开展消费者教育，提前抢占品牌心智与市场份额，同时结合当地市场消费习惯开发更多规格产品。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 23 乐舒适拉美 VS 非洲品牌矩阵



资料来源：公司公开交流材料，华创证券

图表 24 乐舒适拉美产品矩阵

Veesper		拉拉裤（26年上新）	纸尿裤	卫生巾（260mm日用）	卫生巾（290mm夜用）
					
品牌定位		高端	中高端	中端	中端
设计亮点	面层	热风无纺布	热风无纺布	纺粘无纺布	纺粘无纺布
	芯体	高吸收	正常	加厚	加厚
	底层	打孔热风无纺布	打孔热风无纺布	镀铝包装袋	镀铝包装袋

资料来源：公司公开交流材料，华创证券

质：本土化设计+高端面料筑牢壁垒。公司高度重视产品的本土化适配，针对当地偏好即时消费的特点，推出 Veesper 特小包、独立包产品，贴合本土消费习惯；卫生巾根据当地需求将日用款从 240mm 调整为 260mm，夜用款从 285mm 调整为 290mm，全系列采用热风无纺布，加大高分子含量提升吸收量，底层使用热风打孔无纺布加快吸收速度。

- **纸尿裤：**多维度对比下，乐舒适产品质价比更优。

图表 25 各品牌纸尿裤外包装对比



资料来源：现场调研，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 26 各品牌纸尿裤细节对比



资料来源：现场调研，华创证券

图表 27 Veesper 产品质量优势显著

	Veesper	Babysec	Huggies	Ninet
价格(美元/片)	0.18	0.18	0.20	0.25
包装	白色不透明包装(似国内)	透明塑料袋	透明塑料袋	透明塑料袋
气味	无明显味道	淡淡香精味	无明显味道	刺鼻化工味
厚度	厚	厚	薄	中等
设计	外部有标注前后，内部网眼透气+印花	无特别设计	X 型分区	无特别设计
贴肤度	手感柔软亲肤	手感略硬	手感略硬	相对柔软，但材质过薄，观感不好
松紧带弹性	适中	过松	过紧	适中
边缘舒适度	轻柔不扎肤	手感像塑料	手感像 A4 纸	轻柔不扎肤，两翼质感差

资料来源：现场调研，公司公开交流材料，华创证券

- **卫生巾：**Ladysoft 包装未封口，易遭外界污染；Veesper 与国内卫生巾无异。
- **湿巾：**Huggies 价格更高，但纸张薄+硬，手感略像 A4 纸；Veesper 厚且绵密。
- **洗衣粉：**森大集团旗下洗衣粉品牌 Doffi，产品差异化特质鲜明，做出当地首款盖嘴袋装产品，包装整体质感更优，采用高密度分子工艺，同等重量下体积更大，并针对本土消费者清洁需求增强活性物质成分。25 年市占率不及 15%，市场份额正在快速提升。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 28 卫生巾：Veesper VS Ladysoft



资料来源：现场调研，华创证券

图表 29 湿巾：Veesper VS Huggies



资料来源：现场调研，华创证券

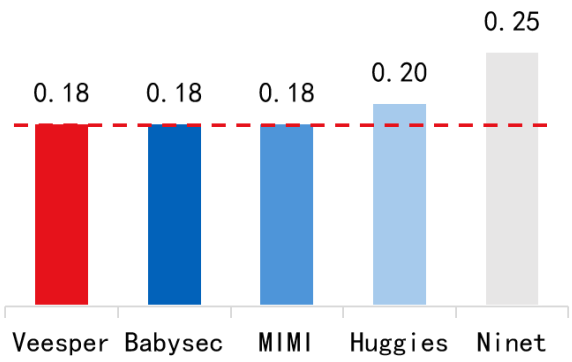
图表 30 洗衣粉：Doffi VS Patita



资料来源：现场调研，华创证券

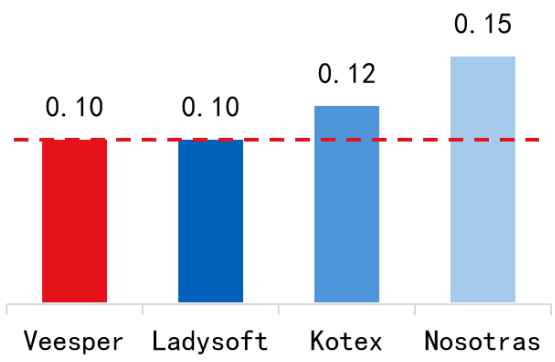
价：卫品零售价低于竞对 20%-35%，洗衣粉定价略高于竞对。考虑到拉美消费者与非洲不同，更重视质价比而非性价比，乐舒适产品定位中高端，产品质量做到同档更优，价格较传统国际大牌 Huggies 与药妆店自有品牌 Ninet 仍具备一定优势。洗衣粉走差异化与高质量路线，年初至今已提价 4 次，销量仍提升 20%+。

图表 31 纸尿裤价格对比（XXL 规格，美元/片）



资料来源：公司公开交流材料，华创证券

图表 32 卫生巾价格对比（10 片装，美元/片）



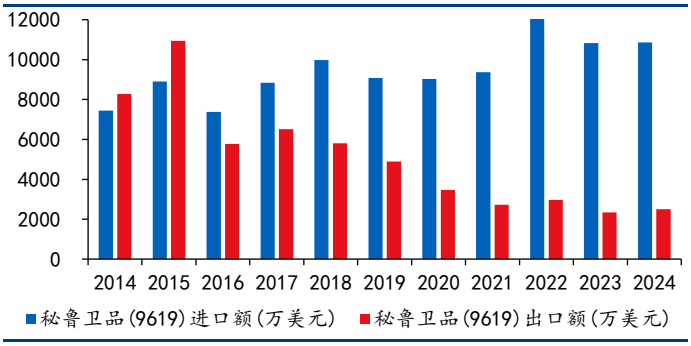
资料来源：公司公开交流材料，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

（三）生产端：本土供应支撑质价比战略，自动化生产消化成本

市场仍以进口供给居多，但本土化生产趋势进一步明确。秘鲁卫品市场部分品牌仍依赖中国、哥伦比亚等地进口，供应链效率及稳定性较差，成本居高。头部玩家已开始推进本土产能布局，如金佰利将部分完全从哥伦比亚进口的纸尿裤转为秘鲁本土生产，并向玻利维亚、智利等市场供货。

图表 33 秘鲁卫品以进口为主



资料来源：UN Comtrade，华创证券

图表 34 头部企业多已部署本地工厂

品类	企业	品牌	背景	生产
纸尿裤	Softcare	Veesper	中国资本	本地工厂
	Softys	Babysec	智利资本	本地工厂
	Kimberly	Huggies	国际品牌	本地工厂
	Intercrop	Ninet	秘鲁资本	中国进口
卫生巾	Softcare	Veesper	中国资本	本地工厂
	Familia	Nosotras	哥伦比亚资本	哥伦比亚工厂
	Kimberly	Kotex	国际品牌	本地工厂
	Softys	Ladysoft	智利资本	本地工厂

资料来源：公司公开交流材料，华创证券

两大工厂相继投产，利润空间有望进一步释放。卫品工厂位于利马 Chilca 工业区，占地约 2 万平， 24 年 11 月启动筹备，26 年 4 月正式投产，现有 6 条生产线，包括 2 条纸尿裤线、1 条卫生巾线、1 条秘鲁唯一的拉拉裤生产线，2 条湿巾产线。洗衣粉工厂位于卡拉瓦约，占地约 18 万平米，26 年 5 月投产，配有 1 条包装及生产线，高度自动化。此外，森大洗衣液厂已在建设中，高端品类拓展将持续打开公司新增长空间。

- **供应稳定、降本增效：**本地生产后可根据动销情况快速排产，无需等待跨国运输周期，不受海运费用波动及运输过程中的其他不确定性因素影响。
- **品质稳定、灵活快反：**秘鲁普通工人平均月薪 500 美元以上，是非洲普通员工的 3-4 倍，因此工厂更多采用自动化/半自动化设备提升人效，降低人工成本及操作风险，当前卫品良品率已达 98%。产线高度自动化可灵活调整 SKU，最快次日即可完成产线调试并排产。

图表 35 秘鲁卫品工厂



资料来源：公司公开交流材料，华创证券

图表 36 秘鲁洗衣粉工厂



资料来源：公司公开交流材料，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

三、快消突围范式总结：四条差异化发展路径，因地制宜择时发力

除卫品外，本次调研我们还重点关注了其他如水饮、食品、家清等核心快消品类，结合秘鲁本土零售业态，我们认为当地快消品牌发展大致可总结为以下四条路径。

1、极致低价：低价切入下沉市场，薄利多销原始积累

森大集团出海初期，依托中国制造供应链优势，以显著低于国际日化品牌的定价进入安第斯区域大众洗涤市场，依靠大规模走量完成现金流积累。该模式的优势在于门槛清晰，直击秘鲁庞大中低收入客群，快速形成基础盘，对品牌前期营销投入要求较低。但缺点在于毛利水平偏低，长期单纯依靠价格极易陷入内卷，渠道集中在低线市场，难以向上突破进入利马中高端现代商超体系。低价策略适合刚需日化、家居清洁等标准化大众品类，是外来企业初期落地的经典起步手段，但仅能作为过渡策略，长期单一价格战空间持续收窄。

2、并购退出：打造区域特色品牌，被本土财团收购变现

对标国内“抖品牌”成长逻辑：以细分差异化定位切入空白赛道，借助社交媒体、区域活动快速积累终端声量与稳定铺货基础，在细分赛道形成可见份额，但不谋求长期独立统治市场，成长至具备稳定现金流、渠道网络、区域品牌心智后，被长期存在收购需求的本土大型财团并购退出。如秘鲁本土零食品牌 Inka Chips 深耕秘鲁特色薯类零食，建立鲜明本土标签，品牌形成稳定增长曲线后，26 年被 Alicorp 以 7220 万美元收购 60%股权，创始团队实现资本退出。该模式适合本土创业团队或轻资产品牌运营方，预设退出路径，追求中期资本收益。

图表 37 Inka Chips



资料来源：BRANDISCO

3、渠道借力：绑定国际头部品牌，共享成熟分销资源

秘鲁是全球少数可口可乐非第一的市场，其本土原创饮料印加可乐长期作为秘鲁国民汽水与可口可乐直接竞争，但持续扩张给品牌带来较大资本压力。1999 年印加可乐与可口可乐达成战略合作，可口可乐以 3 亿美元收购印加可乐 40%的股份，Lindley 家族保留印

下载日志已记录，仅供内部参考

加可乐在秘鲁的所有权，并获得在秘鲁装瓶可口可乐旗下产品的权利。此后，印加可乐得以复用可口可乐全国级仓储、配送、终端冰柜资源，实现全秘鲁社区小店深度渗透；而可口可乐借助本土头部品牌补齐本土化产品矩阵。二者从竞品转变为共生伙伴，是秘鲁市场渠道借力的经典范本。

图表 38 印加可乐



资料来源：中运出海-中亚中东

4、全链本土：工贸一体战略布局，构建长期独立壁垒

低价仅为起步手段，发展中期完成战略升级：在当地投资建厂、搭建本土化供应链、组建本地运营团队、适配秘鲁消费者产品偏好、深度适配本地渠道规则，打通生产—分销—品牌运营全链条，摆脱单纯进口贸易与价格竞争，打造具备持续竞争力的独立品牌，实现长期自主经营。这是森大旗下卫品及洗衣粉当前阶段的运营思路，该路径投入最高、周期最长，却是为数不多能够与本土财团和国际巨头竞争、实现自主可持续发展的突围路线。

四、盈利预测与估值

1、收入端

26H1 公司通过渠道深耕、产能布局优化叠加新市场拓展，进一步巩固非洲卫品龙头地位，外销周边区域并发力拉美市场，推动销量整体提升；同时加纳、赞比亚、西非法郎、中非法郎等多数经营区域货币兑美元汇率较去年同期走强，各产品平均售价抬升，形成量价齐升格局。展望 26-28 年，我们预计公司各产品均将延续量价齐升态势，收入保持稳健高增。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 39 公司营收预测

单位：百万美元	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	319.90	411.37	454.39	567.39	710.10	859.46	1008.52
营业收入增长率（%）		*28.6%*	*10.5%*	*24.9%*	*25.2%*	*21.0%*	*17.3%*
分产品拆分							
婴儿护理							
营业收入	268.0	337.0	362.4	446.1	554.7	663.4	765.3
YOY		*25.7%*	*7.5%*	*23.1%*	*24.4%*	*19.6%*	*15.4%*
销量（百万片）	3163	3851	4362	5143	6120	7038	7882
YOY		*21.7%*	*13.3%*	*17.9%*	*19.0%*	*15.0%*	*12.0%*
单价（美分/片）	8.5	8.8	8.3	8.7	9.1	9.4	9.7
YOY		*3.3%*	*-5.0%*	*4.4%*	*4.5%*	*4.0%*	*3.0%*
毛利率	23.1%	35.3%	34.0%	35.3%	33.5%	34.0%	34.7%
女性护理							
营业收入	43.1	61.7	77.5	99.1	121.8	147.1	174.4
YOY		*43.3%*	*25.5%*	*27.9%*	*23.0%*	*20.8%*	*18.6%*
销量（百万片）	958	1333	1634	1951	2263	2603	2967
YOY		*39.1%*	*22.6%*	*19.4%*	*16.0%*	*15.0%*	*14.0%*
单价（美分/片）	4.5	4.6	4.7	5.1	5.4	5.7	5.9
YOY		*3.0%*	*2.3%*	*7.1%*	*6.0%*	*5.0%*	*4.0%*
毛利率	18.8%	30.4%	38.4%	36.7%	34.0%	35.0%	36.0%
家庭护理							
营业收入	8.8	12.6	14.5	22.3	33.6	49.0	68.8
YOY		*44.0%*	*14.6%*	*53.8%*	*50.9%*	*45.7%*	*40.6%*
销量（百万片）	815	1232	1498	2288	3431	4975	6965
YOY		*51.2%*	*21.6%*	*52.8%*	*50.0%*	*45.0%*	*40.0%*
单价（美分/片）	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
YOY		*-4.8%*	*-5.7%*	*0.7%*	*0.6%*	*0.5%*	*0.4%*
毛利率	38.6%	49.1%	52.0%	43.7%	41.0%	41.0%	41.0%

资料来源：公司公告，华创证券预测

2、盈利端

毛利率：原材料价格及运费上行压力预计将于下半年体现，公司毛利率短期面临一定压力，我们预计 2026-2028 年毛利率分别为 33.9%/34.6%/35.4%。

费用率：随着新拓展市场逐步进入成熟运营阶段，规模效应释放，叠加自动化产线大幅提效，公司销售及管理费用率有望持续优化。我们预计 2026-2028 年销售费用率为 3.7%/3.6%/3.5%，管理费用率为 6.2%/6.2%/6.2%。

图表 40 公司财务比率

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	23.0%	34.9%	35.2%	35.9%	33.9%	34.6%	35.4%
销售费用率	2.8%	3.3%	3.5%	3.5%	3.7%	3.6%	3.5%
管理费用率	9.0%	8.7%	6.2%	6.9%	6.2%	6.2%	6.2%

资料来源：Wind，华创证券预测

3、投资建议

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1.52/1.88/2.25 亿美元，当前市值对应 PE

下载日志已记录，仅供内部参考

为 16/13/11X。考虑到公司业务为纸尿裤、卫生巾等个护产品，我们选取主业相似的中顺洁柔、百亚股份、诺邦股份及豪悦护理作为可比公司，参考可比公司估值和历史估值中枢，考虑到乐舒适在非洲卫品行业已处于领先地位，拉美市场快速发展，未来横向拓品类和扩市场存在较高确定性，但同时也面临国际局势动荡、汇率波动影响，给予公司 2026 年 22X PE，对应目标价约 42.23 港元/股，维持“推荐”评级。

图表 41 可比公司估值表

证券代码	简称	市值（百万元）	归母净利润（百万元）				PE			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
002511. SZ	中顺洁柔	9340	319	449	529	609	29	21	18	15
003006. SZ	百亚股份	7158	208	341	432	532	32	19	15	12
603238. SH	诺邦股份	2221	117	149	178	216	19	15	12	10
605009. SH	豪悦护理	5460	232	291	344	407	23	18	16	13
平均值							27	19	16	13
2698. HK	乐舒适	16095	852	1030	1275	1523	19	16	13	11

资料来源：Wind，华创证券预测

注：中顺洁柔、百亚股份、诺邦股份、豪悦护理均为 Wind 一致预期；数据时间为 2026 年 9 月 9 日收盘价。

五、风险提示

政策变动风险：公司业务覆盖不同国家，各国关税政策及外贸相关法律、合规等制度各有不同，公司必须严格遵循当地要求开展贸易，若相关政策向不利于公司开展业务的方向变化，可能对公司业务形成阻碍、给业绩带来不利影响。

汇率波动风险：公司业务覆盖不同国家，各国可能使用不同货币进行交易结算，若汇率向不利于公司业务结算的方向波动，可能给公司带来汇兑损失。

市场拓展不及预期：公司大力拓展拉美市场，若市场拓展进程受不可抗力因素影响，或终端消费反馈较弱、使公司业务进展不及预期，公司业绩可能面临增长降速或停滞风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

附录：财务预测表

资产负债表 单位:百万美元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	445	504	546	585
应收款项合计	41	48	58	70
存货	143	187	223	259
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	630	740	827	914
固定资产净额	99	105	132	189
权益性投资	0	0	0	0
其他长期投资	5	2	2	3
商誉及无形资产	7	5	3	2
土地使用权	11	16	22	27
其他非流动资产	11	11	12	11
非流动资产合计	133	139	171	233
资产总计	**763**	**879**	**998**	**1,146**
应付账款及票据	53	71	83	97
短期借贷及长期借贷当期到期部分	14	24	24	24
其他流动负债	43	63	76	99
流动负债合计	111	159	183	220
长期借贷	0	0	0	0
其他非流动负债	15	7	7	7
非流动负债合计	15	7	7	7
负债总计	**125**	**165**	**190**	**227**
归属母公司所有者权益	637	714	808	920
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益总计	**637**	**714**	**808**	**920**
负债及股东权益总计	**763**	**879**	**998**	**1,146**

现金流量表 单位:百万美元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**115**	**144**	**171**	**222**
净利润	121	152	188	225
折旧和摊销	9	18	17	21
营运资本变动	-8	-16	-24	-15
其他非现金调整	-7	-10	-11	-9
投资活动现金流	**-48**	**-27**	**-55**	**-88**
资本支出	-52	-31	-53	-87
长期投资减少	-5	3	-1	-1
少数股东权益增加	0	0	0	0
其他长期资产的减少/(增加)	8	1	-1	0
融资活动现金流	**345**	**-59**	**-74**	**-95**
借款增加	13	10	0	0
股利分配	0	-76	-94	-112
普通股增加	0	0	0	0
其他融资活动产生的现金流量净额	332	7	20	17

利润表 单位:百万美元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**567**	**710**	**859**	**1,009**
主营业务收入	567	710	859	1,009
其他营业收入	0	0	0	0
营业总支出	**424**	**540**	**647**	**751**
营业成本	364	469	562	652
营业开支	60	71	85	99
营业利润	**143**	**170**	**212**	**258**
净利息支出	1	-12	-11	-9
权益性投资损益	0	0	0	0
其他非经营性损益	8	-2	0	0
非经常项目前利润	**150**	**179**	**222**	**266**
非经常项目损益	-5	2	2	2
除税前利润	**145**	**181**	**224**	**268**
所得税	24	29	36	44
少数股东损益	0	0	0	0
持续经营净利润	**121**	**152**	**188**	**225**
非持续经营净利润	0	0	0	0
净利润	**121**	**152**	**188**	**225**
优先股利及其他调整项	0	0	0	0
归属普通股东净利润	**121**	**152**	**188**	**225**
EPS（摊薄）	0.20	0.24	0.30	0.36

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	24.9%	25.2%	21.0%	17.3%
归属普通股东净利润增长率	27.4%	25.4%	23.7%	19.5%
获利能力				
毛利率	35.9%	33.9%	34.6%	35.4%
净利率	21.4%	21.4%	21.9%	22.3%
ROE	31.2%	22.5%	24.7%	26.0%
ROA	23.8%	18.5%	20.0%	20.9%
偿债能力				
资产负债率	16.4%	18.8%	19.0%	19.8%
流动比率	5.7	4.7	4.5	4.2
速动比率	4.4	3.5	3.3	3.0
每股指标（美元）				
每股收益	0.20	0.24	0.30	0.36
每股经营现金流	0.19	0.23	0.28	0.36
每股净资产	1.03	1.15	1.30	1.48
估值比率				
P/E	19	16	13	11
P/B	16.6	3.3	2.9	2.6

资料来源：公司公告，华创证券预测

下载日志已记录，仅供内部参考

轻工纺服组团队介绍

组长、首席分析师：刘一怡

浙江大学硕士。2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：周星宇

中山大学管理学硕士。2024 年加入华创证券研究所。

助理研究员：张梓萱

曼彻斯特大学理学硕士。2026 年加入华创证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

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	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玙	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

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、转发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：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522