



2026 年度恒安国际集团有限公司 信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: CCXI-20261568M-01

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2026 年 5 月 29 日至 2027 年 5 月 29 日。主体评级有效期内，中诚信国际将对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 未经中诚信国际事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

跟踪评级安排

- 根据相关监管规定以及评级委托协议约定，中诚信国际将在评级结果有效期内进行跟踪评级。
- 中诚信国际将在评级结果有效期内对评级对象风险程度进行全程跟踪监测。发生可能影响评级对象信用水平的重大事项，评级委托方或评级对象应及时通知中诚信国际并提供相关资料，中诚信国际将就有关事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整评级结果，并按照相关规则进行信息披露。
- 如未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，或者出现监管规定的其他情形，中诚信国际可以终止或者撤销评级。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2026 年 5 月 29 日

受评主体及评级结果	恒安国际集团有限公司	AAA/稳定
评级观点	中诚信国际肯定了恒安国际集团有限公司（以下简称“恒安国际”或“公司”）规模优势显著、行业地位突出、品牌知名度极高、销售渠道覆盖全面以及融资渠道畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到市场竞争激烈、原材料价格波动对收入和盈利影响较大、债务规模仍较大、资金使用效率仍有待关注以及汇率风险等因素对公司经营和整体信用状况造成的影响。	
评级展望	中诚信国际认为，恒安国际集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
调级因素	可能触发评级上调因素：不适用。 可能触发评级下调因素：重大产品质量事故造成品牌形象大幅削弱，销量和销售收入明显萎缩，市场份额大幅下滑，利润水平大幅降低，债务规模和杠杆水平持续攀升，偿债能力明显弱化等。	
正 面		
公司是中资背景企业中最大的生活用纸和妇幼卫生用品制造商，具备显著的规模优势和突出的行业地位 公司产品结构丰富，品牌知名度高，传统销售渠道和电商及新零售渠道覆盖全面 公司直接和间接融资渠道畅通，综合融资成本稳步下降		
关 注		
市场竞争激烈及上游原材料价格波动对公司收入和盈利影响较大 公司账面资金以及贷款规模均保持较高水平，资金使用效率及债务规模变化情况需关注 公司存款及贷款涉及多个币种，且公司股权和业务横跨境内外市场，面临一定汇率风险		

项目负责人：肖 瀚 hxiao@ccxi.com.cn

项目组成员：邱学友 xyqiu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

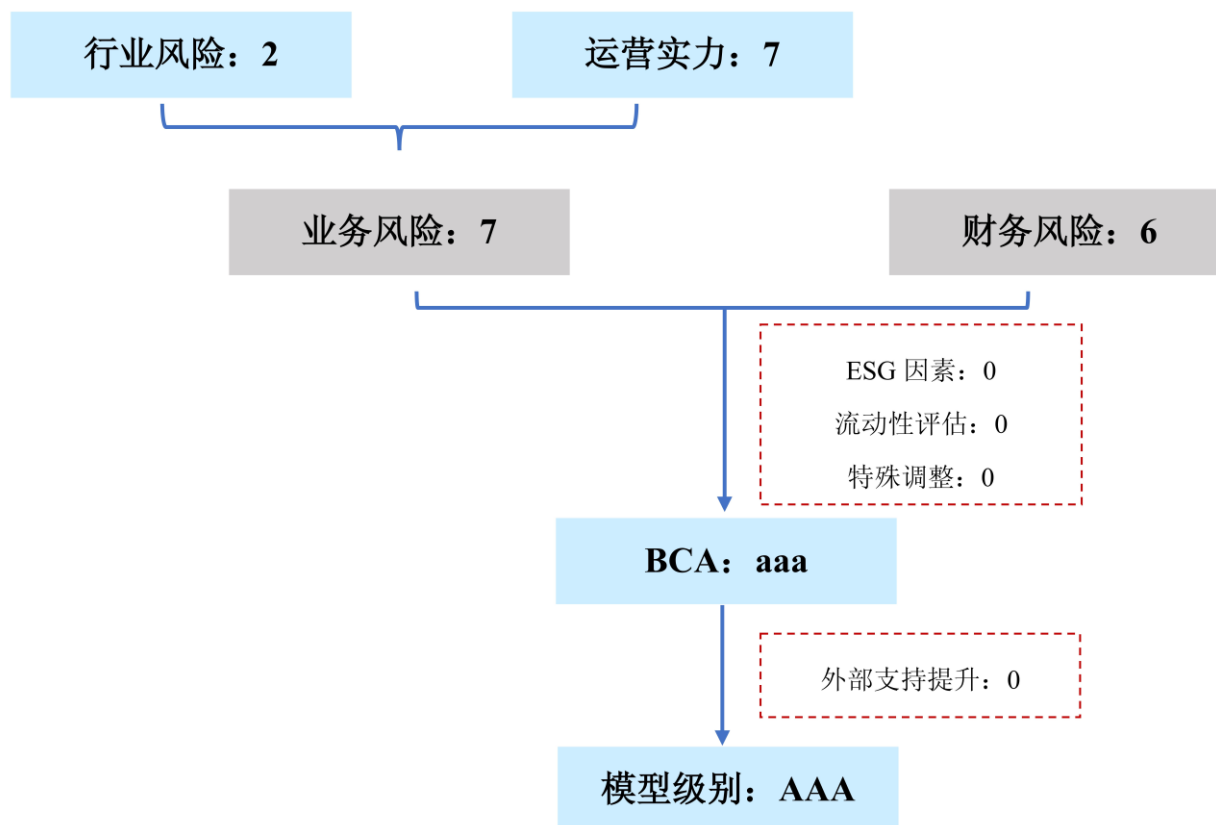
主体财务概况

恒安国际（合并口径）	2023	2024	2025
资产总计（亿元）	402.16	398.04	431.82
所有者权益合计（亿元）	206.30	211.46	219.73
负债合计（亿元）	195.86	186.59	212.09
总债务（亿元）	142.88	131.13	157.75
营业总收入（亿元）	237.68	226.69	230.69
净利润（亿元）	28.07	22.97	25.33
EBIT（亿元）	42.52	34.64	35.22
EBITDA（亿元）	51.52	44.51	45.73
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	38.75	30.72	32.41
营业毛利率（%）	33.70	32.31	33.84
总资产收益率（%）	10.30	8.66	8.49
EBIT 利润率（%）	17.89	15.28	15.27
资产负债率（%）	48.70	46.88	49.12
总资本化比率（%）	40.92	38.28	41.79
总债务/EBITDA（X）	2.77	2.95	3.45
EBITDA 利息保障倍数（X）	7.79	8.97	14.43
FFO/总债务（X）	0.19	0.18	0.18

注：1、中诚信国际根据恒安国际提供的其经罗兵咸永道会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2023 年度审计报告、经德勤·关黄陈方会计师行审计并出具标准无保留意见的 2024 年度、2025 年度审计报告整理。各期财务数据均为报表期末数，并依据香港会计师公会颁布的《香港财务报告准则》及香港《公司条例》的披露规定编制。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

● 评级模型

恒安国际集团有限公司评级模型打分(C090201_2024_05_2026_1)



*行业风险得分范围为 1~5，运营实力、业务风险及财务风险得分范围为 1~7，分值越高，表现越好。

注：

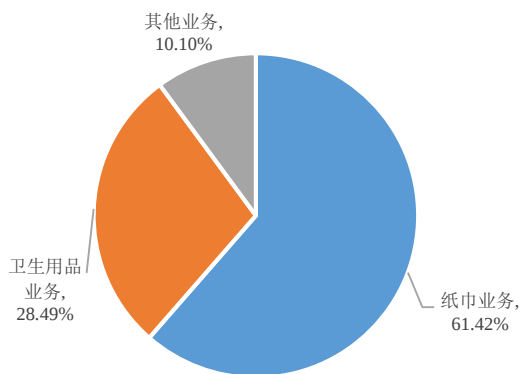
调整项：当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

方法论：中诚信国际纸浆和纸品的生产行业评级方法与模型 C090201_2024_05。

评级对象概况

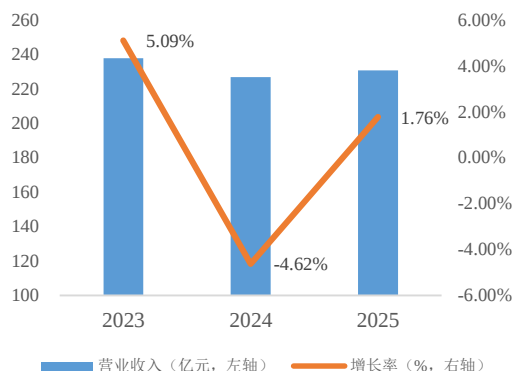
1998 年，公司在英属开曼群岛注册成立，同年在香港联交所主板挂牌上市，股票代码为 01044.HK。公司目前的业务以各类生活用纸及卫生用品的生产销售为主，重点产品包括妇幼卫生用品、家庭生活用纸以及家居用品等。2025 年，公司实现营业总收入 230.69 亿元，同比增长 1.76%。

图 1：2025 年公司收入构成情况



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

图 2：近年来公司收入走势



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

产权结构：截至 2025 年末，公司股本为 1.23 亿元；公司无控股股东和实际控制人，董事施文博先生和董事许清流先生直接或通过其各自的家族信托分别持有公司 20.59%和 24.43%的股权，为公司前两大股东。

表 1：截至 2025 年末公司主要子公司（亿元）

全称	持股比例	总资产	净资产	营业总收入	净利润
恒安珍宝投资有限公司（亿元，港币）	100.00%	145.51	31.51	24.39	19.73
恒安（中国）投资有限公司（亿元，人民币）	100.00%	188.16	108.75	0.00	12.13
福建恒安集团有限公司（亿元，人民币）	99.02%	26.18	9.69	16.64	-0.84
恒安（中国）纸业有限公司（亿元，人民币）	100.00%	33.99	15.44	26.16	0.75
湖南恒安生活用纸有限公司（亿元，人民币）	100.00%	13.88	9.55	15.75	0.81
恒安（重庆）生活用纸有限公司（亿元，人民币）	100.00%	17.96	10.44	13.93	0.56
恒安（芜湖）纸业有限公司（亿元，人民币）	100.00%	13.37	9.68	12.42	0.67

注：以上子公司数据均为单体报表数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

业务风险

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2026 年一季度中国经济开局良好，生产、出口、投资等多项宏观指标增速回升，新动能持续较快增长，对经济贡献增强。但同时，内需延续疲弱、供强需弱矛盾依然突出，叠加中东地缘冲突引发的输入型通胀压力上升，全球能源供给与供应链扰动加剧，中国经济增长边际承压但稳中有进态势不改。

详见《一季度经济开局良好,地缘风险外溢的扰动或于二季度显现》，报告链接：

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/12516?type=1>

行业概况

2025 年以来，造纸行业 PPI 持续负增长、原材料价格呈“V”型走势、需求弱复苏，盈利整体承压；2026 年虽有政策提振消费预期，但供给宽松格局难改，纸价或仍承压，行业景气度预计在底部徘徊。

2025 年以来，造纸行业 PPI 增速表现仍为负数，企业盈利情况偏弱；2026 年政策提振消费预期强，但受供给持续宽松影响，行业竞争烈度依旧很高，行业景气度以底部徘徊为主基调。2025 年以来，纸浆、废纸等原材料价格呈“V”型走势，煤炭等能源价格整体呈下行态势；国内纸浆新增产能规模较大，产能释放预期强，预计 2026 年主要原材料价格在底部震荡，能源价格中枢或大体持平。此外，我国林木资源较少，木浆进口依赖度高的格局很难扭转，海外需求变化及供应链情况对木浆价格扰动仍存在一定不确定性。

详见《2026 年中国造纸行业展望》，报告链接：<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/12397?type=1>

运营实力

中诚信国际认为，经过多年发展，恒安国际在激烈的纸品、卫品市场竞争中保持相对领先优势，2025 通过稳定价格策略、产品高端化及全渠道销售布局，进一步稳固盈利及市场领导地位，但竞争优势的维持仍面临渠道运营、产品创新、定价策略、市场竞争格局以及原材料价格波动等诸多因素挑战。

公司纸产品和妇幼卫生用品市场知名度很高，品牌优势很强，产能规模突出且销售渠道布局完备，但销售渠道多元化趋势对渠道运营能力提出更高要求，市场竞争激烈背景下在建产能释放及消化亦有待关注。

公司是中资背景企业中最大的生活用纸和妇幼卫生用品制造商，行业地位突出。目前公司主要经营的产品为纸巾、卫生巾、婴幼儿纸尿裤和成人纸尿裤等，各品类均拥有知名度较高的品牌。多元的产品结构和很高的市场知名度为公司产品竞争力提供强有力支撑。

公司生产采取“80%由销售属地生产、20%异地调拨”模式。2024 年以来，卫生巾产能因高端新产线投产和旧产线的升级改造有所增长，纸巾产能随着湖北孝感、广东云浮基地等新产线投产持续增加，纸尿裤产能则受产线调整影响有所波动。公司产能¹规模优势显著，此外在建项目主要为内坑卫品产业园、重庆三期²及重庆卫生纸机生产线、湖北纸业一期等项目，目前公司仍有一定规模项目投资支出。中诚信国际关注到，当前卫生巾和纸巾行业产能供给较为充裕，公司在建项目的产能释放及消化情况有待持续关注。

表 2：近年来公司各类产品产能情况

主要产品	2023	2024	2025
卫生巾（亿片/年）	180.00	181.24	182.84
纸尿裤（亿片/年）	27.39	24.86	27.60

¹ 截至 2025 年末，公司在中国 6 个生产基地拥有造纸生产线 40 条、纸品生产线 347 条、卫生巾生产线 96 条、纸尿裤生产线 33 条和湿纸巾生产线 43 条。

² 主要生产的是生活用纸。

纸巾（百万箱/年）

140.54

146.03

158.23

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售渠道方面，公司实行“网络到县，直销到镇”营销策略。截至 2025 年末，公司已建立起传统渠道 3,413 个、特通渠道 1,755 个、现代渠道 5,407 个、直销渠道 135 个，合计 10,710 个销售终端及网点，渠道布局完善。公司积极发展电商业务和拓展新零售市场，2025 年，公司传统电商销售占比为 36.90%，较 2024 年的 34.10% 进一步上升；此外，近年来公司社区团购及 O2O 平台等新零售渠道取得的收入保持增长。中诚信国际认为，公司线下销售渠道优势明显，线上渠道发展较快，可有效支撑业务持续发展，但渠道的多元化发展趋势以及激烈的市场竞争对公司渠道运营能力提出更高要求。

销售区域方面，公司销售重心位于国内市场，国内销售收入占比超过 85%，其中福江（福建省及江西省区域）、湖广和华东等地区是公司收入和利润重要来源；2025 年，福江地区、湖广地区销售额继续保持上升，其余地区销售额小幅波动。中诚信国际认为，分散的销售区域布局能够较好的抵御单一市场波动带来的经营风险。

表 3：近年来公司分区域销售额和占比情况（亿元）

区域	2023		2024		2025	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
福江	86.22	36.28%	90.57	39.95%	94.11	40.80%
西北	8.87	3.73%	7.85	3.46%	8.20	3.55%
西南	19.43	8.18%	17.77	7.84%	17.30	7.50%
湖广	33.78	14.21%	28.88	12.74%	29.55	12.81%
东北	7.50	3.16%	7.30	3.22%	6.70	2.91%
华北	12.43	5.23%	12.67	5.59%	12.82	5.56%
鲁豫	16.45	6.92%	15.33	6.76%	15.42	6.69%
华东	29.58	12.45%	26.40	11.65%	26.61	11.54%
港澳及海外	23.41	9.85%	19.92	8.79%	19.97	8.66%
合计	237.67	100.00%	226.69	100.00%	230.69	100.00%

注：受四舍五入因素影响，表中加总数与合计数存在微小差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在销售回款管理上，公司对大客户采取授信制度，其他商户采用现款现货的收款方式，采取赊销方式结算比例约为 40%，赊销账期一般为 45~60 天，整体回款风险可控。

公司纸巾产品市场地位很高，2025 年产销同比增长推动收入回升，但市场竞争日趋激烈，中诚信国际将持续关注公司产品升级创新、细分品类拓展及市场竞争策略变化对销售业绩的影响。

公司纸巾产品全面覆盖高端、中端等系列，市场份额居行业前列。其中“心相印”品牌是纸巾销售收入的主要来源，其他纸巾品牌的市场份额仍有提升空间。2025 年，随着行业产能不断增长，生活纸行业竞争激烈，公司以产品创新³、坚持品质、稳定价格及全渠道销售策略应对市场价格竞争，全年纸巾产销量均有所增长，收入同比亦有所增加，但“心相印”品牌下的优选系列销售额受市场冲击较大。中诚信国际认为，消费者对纸巾价格敏感度高，细分市场竞争日趋激烈，公司

³ 2025 年，公司“心相印”品牌推出中高端“向野而生”、“柔宠棉柔巾”系列，“心相印”湿纸巾持续发力，锁定目标客户群体。

产品升级创新、细分品类拓展及市场竞争策略变化及其对产品销售表现的影响需持续关注。

表 4：近年来公司纸巾产销情况（万箱，%）

	2023	2024	2025
产量	11,302.86	11,427.90	12,195.28
销量	10,327.83	10,282.32	11,738.02
产销率	91.37	89.98	96.25

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：公司纸巾主要品牌销售收入情况（亿元）

品牌	2023	2024	2025
心相印	103.42	106.04	116.73
优选	6.88	1.62	1.11
竹π	0.45	0.32	0.22

注：2023 年起 PINO（品诺）不再独立报告，归入心相印。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

卫品是公司重要的利润来源；受市场竞争激烈等因素影响，卫品收入面临下行压力，中诚信国际将持续关注市场竞争、渠道调整以及高端化战略的实施对公司卫品后续业绩的影响。

卫品品牌中，“七度空间”市场知名度高，为公司最核心的卫生巾品牌。近年来，公司“七度空间”推出的高端系列天山绒棉系列、蔓越莓 A+ 系列持续发力，其中 2025 年天山绒棉系列收入增长约 28.7% 至 5.70 亿元；但公司“七度空间”基础款面临促销依赖度高、对年轻女性吸引力不足等困境，叠加行业激烈的价格竞争，2025 年，“七度空间”产品销售收入延续下降态势；“安尔乐”作为公司早期开发品牌，市场影响力较弱，随着品牌不断培育，销售规模有所增长。近年来受激烈的市场竞争影响，公司卫生巾板块业绩承压。未来，公司将继续实践发展高端市场的策略，迎合消费者对高质量卫生用品的需求，拓展新零售渠道，推动卫品业务销售规模实现增长。中诚信国际将对公司卫品在电商和新零售渠道的布局情况、市场份额变化情况以及产品高端化战略的实施效果保持关注。

表 6：近年来公司卫生巾产销情况（亿片，%）

	2023	2024	2025
产量	136.94	128.20	117.81
销量	126.44	116.68	106.88
产销率	92.33	91.01	90.73

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 7：公司卫生巾主要品牌销售收入情况（亿元）

产品	2023	2024	2025
七度空间	60.08	54.94	51.11
安尔乐	1.71	1.84	2.15

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司纸尿裤产销量有所波动，收入持续增长，在总收入中的占比仍处于较低水平；公司成人纸尿裤市场地位较突出，但婴幼儿纸尿裤市场份额仍有一定提升空间。

公司纸尿裤产品分为婴幼儿纸尿裤、成人纸尿裤以及尿片尿垫等。成人纸尿裤品牌“安而康”地

位突出，但婴幼儿纸尿裤细分市场竞争激烈，公司品牌“安儿乐”及“Q-MO”的品牌影响力仍有较大上升空间。2025 年公司拉拉裤销售收入保持高速增长并带动纸尿裤板块收入延续增长态势。未来，公司将会继续致力以高端化战略双线发展婴幼儿市场及成人健康护理市场，将大力发展电商销售渠道、新零售渠道，同时加强与母婴店、养老院及医院合作。

表 8：近年来公司纸尿裤产销情况（亿片，%）

	2023	2024	2025
产量	16.52	15.39	15.62
销量	14.54	14.04	13.85
产销率	88.05	91.19	88.65

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 9：公司纸尿裤分产品销售收入情况（亿元）

产品	2023	2024	2025
纸尿裤	3.96	3.56	3.65
其中：安儿乐	1.31	0.98	0.80
安而康	1.53	1.46	1.59
Q-MO	1.12	1.12	1.26
拉拉裤	6.36	7.11	7.61
纸尿裤/垫	0.66	0.60	0.56

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司医疗及家居产品收入规模占比较小，2025 年收入规模有所增长；公司海外业务的发展情况值得关注。

公司家居用品业务主要包括垃圾袋、保鲜膜、洗洁精、纸杯等，2025 年收入同比增长 25.20%至 3.16 亿元，主要系家居产品出口业务上升所致；其中，Sunway Kordis Holding Limited（以下简称“声科集团”）收入 2.71 亿元。受市场拓展影响，2025 年皇城国际收入 5.18 亿元，同比增长 6.80%。中诚信国际将继续关注公司海外业务的发展。

2024 年和 2025 年，公司原材料贸易⁴分别实现收入 11.6 亿元和 8.0 亿元。

公司与上游浆厂建立了稳定良好的合作关系，造纸浆等主要原材料市场供应充足，2025 年公司主要采购原材料价格均有所下滑，原材料价格回落缓解了成本压力，采购量同比增长。

公司采购产品主要包括造纸浆、绒毛浆、无纺布及高分子等。其中，纸浆采购成本占公司主要原材料成本的 60%以上，纸浆价格波动对公司采购成本影响较大。2025 年，纸巾产量同比增长带动造纸浆采购量明显增加，主要原材料价格因市场行情下行有所下降，成本端压力有所减缓。中诚信国际关注到，2026 年以来，国际局势复杂背景下，部分石化相关原材料价格上涨较多，或将对公司原材料成本控制形成一定挑战。

表 10：近年来公司主要原材料采购情况

原材料	指标	2023	2024	2025
造纸浆	采购量（万吨）	139.87	124.57	150.48
	采购均价（万元/吨）	0.46	0.47	0.41

⁴ 主要是木浆、高分子、包装材料等材料贸易业务。

	采购额（亿元）	64.74	58.47	61.63
无纺布	采购量（万吨）	5.01	6.39	7.49
	采购均价（万元/吨）	1.75	1.63	1.50
	采购额（亿元）	8.77	10.40	11.25
绒毛浆	采购量（万吨）	6.29	5.38	4.94
	采购均价（万元/吨）	0.73	0.67	0.62
	采购额（亿元）	4.62	3.61	3.06
高分子	采购量（万吨）	2.87	2.72	3.24
	采购均价（万元/吨）	1.22	1.15	1.13
	采购额（亿元）	3.50	3.14	3.67

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司纸浆采购主要来自境外，造纸浆供应以巴西、芬兰、加拿大、阿根廷等国家的大型供应商为主。公司每年与主要木浆供应商签订定量不定价的长期合约，与供应商的合作关系稳定；公司达成协议采购量后可获得价格折扣或浆厂返利。在支付结算方面，公司与供应商多采取先货后款模式，结算周期在 45~60 天左右，多采取信用证或票据结算。2025 年，公司前五大供应商采购产品主要为造纸浆和高分子材料，占当期采购额比例约为 38.33%，原材料采购集中度有所提升。中诚信国际认为，公司行业地位高，采购规模大，与上游建立了良好的合作关系，具有一定议价能力，后续仍将持续关注原材料价格高位波动及其供应稳定性对公司整体生产经营的影响。

财务风险

中诚信国际认为，恒安国际盈利指标处于行业较优水平；同时公司持有较充沛货币资金，偿债指标较优，需关注原材料价格波动、汇兑风险对盈利稳定性的影响；公司短期债务规模较大，资金使用效率有待关注。

盈利能力

尽管受到下游行业竞争加剧和原材料价格波动影响，但得益于公司多元化业务结构和持续产品创新，毛利率水平仅小幅波动，整体盈利能力仍处于行业较优水平。

公司盈利指标处于行业较好水平。2025 年，公司通过稳定价格策略，产品高端化和全渠道销售布局，公司纸巾业务恢复增长，有效缓解激烈价格竞争对卫生用品销售的负面影响，公司全年营业收入同比增长 1.76%。且受益于公司纸巾促销投放减少及高毛利产品占比提升，公司销售表现优于市场整体表现，毛利率同比提高 1.52 个百分点。

表 11：近年来公司主要板块收入和毛利率情况（亿元、%）

	2023		2024		2025	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
纸巾	137.48	21.72	134.22	18.90	141.69	23.00
卫生用品	74.32	59.50	69.39	60.40	65.71	58.30
其他	25.87	23.40	23.08	26.10	23.29	30.70
收入合计/综合毛利率	237.68	33.70	226.69	32.31	230.69	33.84

注：1、表中纸巾收入包含干纸巾收入、湿纸巾收入、原纸销售收入和 OEM 收入；2、公司其他业务主要包括原材料销售及日化与家居用品类等业务；3、受四舍五入因素影响，表中加总数与合计数存在微小差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用以推广分销成本和行政费用为主。近年来受市场竞争激烈影响，推广及分销成本持续增长；行政费用因业务发展维持较大规模，压降空间有限；财务费用随融资成本下行整体处于下行走势。银行存款利息收入和政府奖励收入⁵对利润持续形成有益补充，公司年度利润及相关盈利指标仍保持在很好水平。整体来看，公司主营业务突出且在行业内盈利水平较高，但需持续关注原材料价格波动、市场竞争、汇率波动及政府补助变化等因素对盈利稳定性的影响。

表 12：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2023	2024	2025
营业总收入	237.68	226.69	230.69
营业毛利率	33.70	32.31	33.84
推广及分销成本	35.53	36.88	38.92
行政费用	15.16	14.23	14.70
财务费用净额	3.73	3.83	2.79
期间费用合计及金融资产减值准备	55.65	55.61	56.95
期间费用率	22.90	24.23	24.45
定期银行存款利息收入	6.97	6.58	6.15
政府奖励收入	5.50	4.65	1.89
营运汇兑净收益	-1.84	-0.98	0.05
除所得税前利润	36.05	29.72	32.05
年度利润	28.07	22.97	25.33
EBITDA	51.52	44.51	45.73
EBIT 利润率	17.89	15.28	15.27

注：期间费用合计已包含金融资产减值准备；分项之和与合计数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

公司沉淀资金以及存余贷款规模保持在较高水平，且涉及多个币种，资金使用效率、债务规模控制及汇兑风险有待关注。

近年来，公司总资产规模呈波动上行态势，以银行存款、存货和应收账款为主的流动资产占比较高。截至 2025 年末，公司现金及短期银行存款占流动资产比例 64.87%，受存续债券规模增加影响，现金及长短期银行存款有所增长；应收账款和以库存原材料为主的存货同比变化较小；物业、机器及设备固定资产占非流动资产比重近 50%，以各板块生产经营所用的土地楼宇及机器设备为主，且随云浮基地纸机、内坑基地二期等项目投产转固影响，规模不断增长；此外，公司现金及长短期银行存款规模呈波动增长趋势，币种以人民币、美元和港币为主。

公司总负债以有息债务为主，且主要为银行借款。2025 年，随着公司债券发行增加，整体债务规模有所增长，且新增债务期限以短期为主，给公司流动性管理带来一定压力。中诚信国际关注到，公司采购及债务规模较大且涉及人民币、美元和港币等多个币种，公司根据汇率情况调整持有的货币币种，但仍面临一定汇兑风险。

⁵ 因《公平竞争审查条例实施办法》出台，2025 年公司获得的政府奖励收入同比明显减少。

权益结构方面，近年来公司保持良好盈利能力，利润积累使得总权益规模持续增长；同时，受债务规模波动影响，财务杠杆呈先降后升态势。根据公司发布的有关公告，2026 年 1~3 月，公司净新增借款金额约 66.76 亿元，约占 2025 年末净资产的 30.38%，公司财务杠杆控制情况需持续关注。分红方面，近年来公司保持较稳定的分红规模，2024 年和 2025 年公司均派发股息 16.27 亿元。

表 13：近年来公司现金及长短期银行存款分币种情况（折合人民币亿元）

	币种	2023	2024	2025
现金及长短期银行存款	人民币	107.18	94.67	120.43
	美元	85.45	67.93	54.60
	港币	1.63	24.35	32.39
	其他	2.02	1.97	18.83
合计	--	196.28	188.92	226.25

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 14：近年来公司银行贷款分币种情况（折合人民币亿元）

	币种	2023	2024	2025
银行贷款	人民币	91.44	91.54	99.35
	港币	49.62	38.28	20.23
	其他	1.31	1.07	0.75
合计	--	142.38	130.90	120.34

注：分项之和与合计数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 15：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2023	2024	2025
现金及短期银行存款	181.90	142.62	156.16
存货	43.52	47.98	44.64
应收账款及应收票据	25.53	22.54	23.20
其它应收款项、预付账款及按金	17.03	15.57	16.34
流动资产	268.10	229.40	240.73
物业、机器及设备	72.56	83.20	90.98
长期银行定期存款	14.38	46.31	70.10
非流动资产	134.06	168.65	191.08
总资产	402.16	398.04	431.82
应付账款及应付票据	27.50	30.45	31.03
总负债	195.86	186.59	212.09
短期债务	139.45	106.84	156.50
长期债务	3.43	24.29	1.25
总债务	142.88	131.13	157.75
股本	1.23	1.23	1.23
留存收益	173.92	178.95	186.61
总权益	206.30	211.46	219.73
总资本化比率	40.92	38.28	41.79

注：尾差系四舍五入。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债情况

近年来公司营运活动净现金流入保持较大规模；且公司持有较为充沛的货币资金，整体偿债指标较优。

公司经营获现能力保持在很强水平，虽受销售规模变化影响有所波动，但营运活动净现金流保持在较大规模区间。2025 年，公司净新增长期银行定期存款规模较大，投资活动现金呈大幅净流出态势。2025 年公司债务规模有所增长，融资活动净现金流由负转正。

偿债能力方面，公司较为充裕的现金流和资金储备以及外部融资渠道可为到期债务偿付提供有力支撑。因债务增长，偿债指标总债务/EBITDA 有所减弱，但受益于融资成本下行，公司利息支出明显减少，EBITDA 利息保障倍数、营运活动产生的现金流量净额利息保障倍数等指标表现明显增强，整体偿债指标表现仍处于较好水平。截至 2025 年末，公司合并口径共获得银行授信额度 844.44 亿元，其中尚未使用额度为 677.99 亿元，备用流动性均较充足。资金管理方面，公司实行收支两条线管理，统一调度和规范各单位的货币资金，保障货币资金安全。

表 16：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2023	2024	2025
营运活动净现金流	38.75	30.72	32.41
投资活动净现金流	35.84	-1.10	-56.80
融资活动净现金流	-55.49	-35.92	7.69
现金及短期银行存款/短期债务	1.30	1.33	1.00
总债务/EBITDA	2.77	2.95	3.45
经调整的营运活动净现金流/总债务	0.23	0.19	0.19
经调整的营运活动净现金流/短期债务	0.23	0.24	0.19
营运活动产生的现金流量净额利息保障倍数	5.86	6.19	10.23
EBITDA 利息保障倍数	7.79	8.97	14.43
FFO/总债务	0.19	0.18	0.18

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

截至 2025 年末，公司受限资产合计为 30 万元，占当期末总资产的比例很小。

截至 2025 年末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼；无对外担保情况。

过往债务履约情况：根据相关资料，截至 2025 年末，公司无未结清不良贷款信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测⁶

⁶ 中诚信国际对受评对象的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与受评对象相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与受评对象的未来实际经营情况可能存在差异。

假设

——预测 2026 年公司产品销量有所上涨，但产品结构和价格有所调整，盈利及获现能力保持稳定。

——预测 2026 年公司扩建产能仍将产生一定规模投资支出。

预测

表 17：预测情况表（%、X）

重要指标	2024 年实际	2025 年实际	2026 年预测
总资本化比率	38.28	41.79	40.00~41.79
总债务/EBITDA	2.95	3.45	3.45~4.00

资料来源：中诚信国际整理

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，恒安国际未来一年流动性来源能够对流动性需求形成覆盖。

公司经营获现能力良好，合并口径现金及等价物储备较为充足，未使用授信额度充足。同时，作为香港联交所上市公司，具有直接融资渠道。此外，公司公开市场债务融资工具发行顺畅，发行利率位于同行业较优水平。公司资金流出主要用于日常经营需求、投资支出及债务还本付息等，公司短期债务规模较大，但依托较强的经营获现能力、畅通的融资渠道，可实现到期债务的偿还接续，整体流动性较强。

ESG 分析⁷

公司注重可持续发展和安全管理；公司治理结构较优，法人治理结构完善，目前公司 ESG 表现较好，潜在 ESG 风险较小。

环境保护方面，公司建立和完善了可持续发展管理框架，同时推进产品的森林认证，公司通过建设工厂分布式光伏发电，减少碳排放。近年来，公司未发生重大环境污染事故。

社会方面，公司重视员工福利与发展，通过培训提升员工技能，员工结构多元化。公司安全生产管理体系完善，近三年未发生重大安全生产事故。

公司治理方面，作为港股上市公司，公司建立了较为完善的内控体系和管理制度，经营管理水平和风险防范能力较强。公司战略方面，未来公司将继续聚焦纸巾、卫生巾、纸尿裤三大主营业务，并提升全渠道销售能力，提升品牌价值及形象，进一步提高恒安品牌在国内外市场的知名度和占有率，实现“全球顶级的家庭生活用品企业”的目标。

外部支持

⁷ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

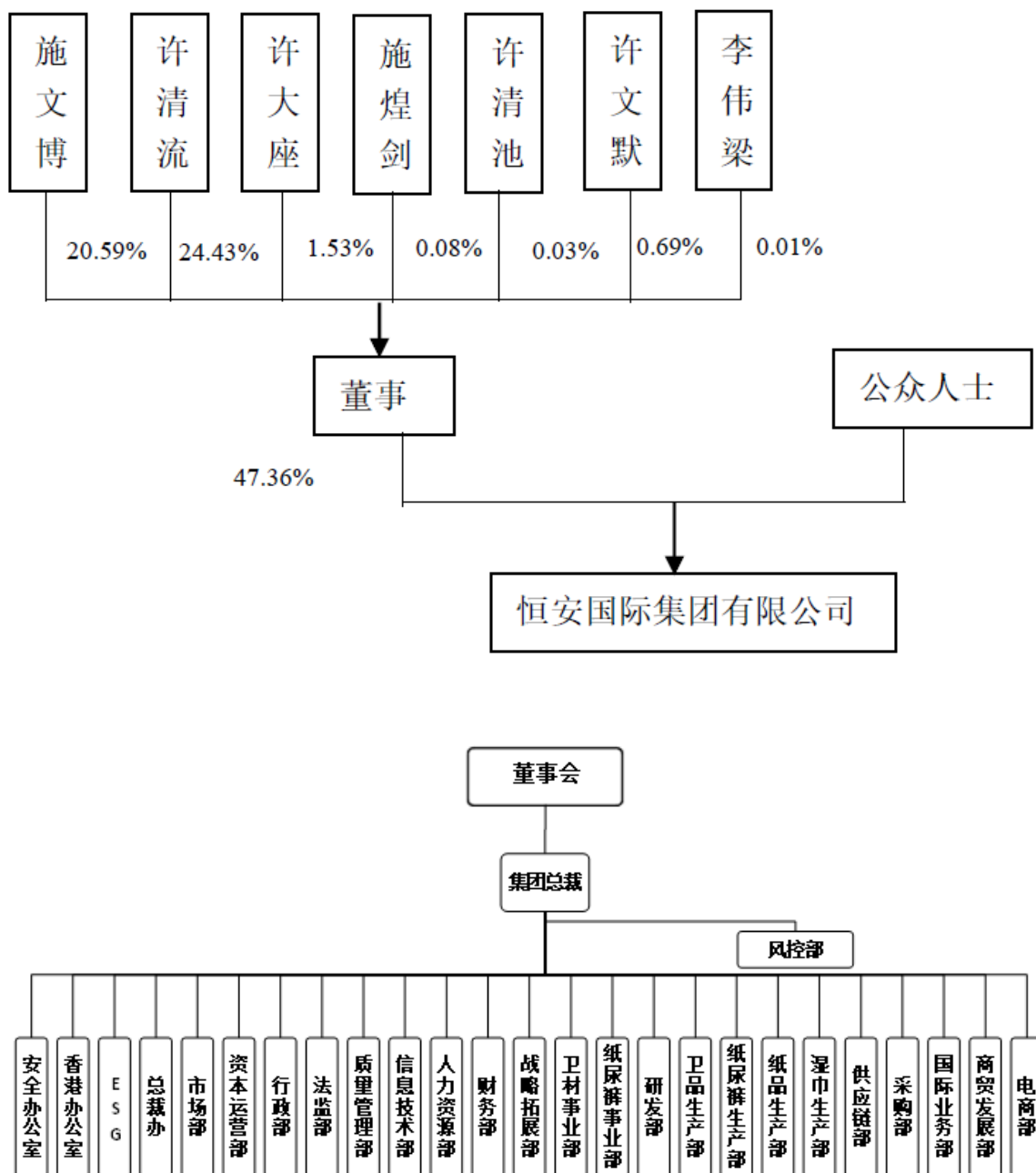
公司处于无实控人状态，前两大股东为自然人，对公司具有很强的支持意愿，但支持能力较弱。

截至 2025 年末，公司仍处于无实控人状态。董事施文博先生和董事许清流先生为公司前两大股东，公司是股东重要资产，对公司的支持意愿很强。但同时，两家族作为自然人，对公司的支持能力较弱。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定恒安国际集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

附一：恒安国际集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2025 年末）



附二：恒安国际集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023	2024	2025
现金及短期银行存款	181.90	142.62	156.16
应收账款	25.46	22.52	23.15
其他应收款 ⁸	5.20	4.50	5.06
存货	43.52	47.98	44.64
物业、机器及设备	72.56	83.20	90.98
在建工程	17.11	12.87	4.46
无形资产	6.40	6.13	5.81
资产总计	402.16	398.04	431.82
其他应付款 ⁹	3.10	3.65	3.67
短期债务	139.45	106.84	156.50
长期债务	3.43	24.29	1.25
总债务	142.88	131.13	157.75
负债合计	195.86	186.59	212.09
总权益	206.30	211.46	219.73
利息支出	6.62	4.96	3.17
营业总收入	237.68	226.69	230.69
经营性业务利润	37.28	30.39	32.58
年度利润	28.07	22.97	25.33
EBIT	42.52	34.64	35.22
EBITDA	51.52	44.51	45.73
营运活动产生的现金流量净额	38.75	30.72	32.41
投资活动产生的现金流量净额	35.84	-1.10	-56.80
融资活动产生的现金流量净额	-55.49	-35.92	7.69
财务指标	2023	2024	2025
营业毛利率（%）	33.70	32.31	33.84
期间费用率（%）	22.90	24.23	24.45
EBIT 利润率（%）	17.89	15.28	15.27
存货周转率（X）	3.54	3.35	3.30
应收账款周转率（X）	8.67	9.43	10.09
资产负债率（%）	48.70	46.88	49.12
总资本化比率（%）	40.92	38.28	41.79
短期债务/总债务（%）	97.60	81.48	99.20
经调整的营运活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.23	0.19	0.19
经调整的营运活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.23	0.24	0.19
营运活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	5.86	6.19	10.23
总债务/EBITDA（X）	2.77	2.95	3.45
EBITDA/短期债务（X）	0.37	0.42	0.29
EBITDA 利息保障倍数（X）	7.79	8.97	14.43
EBIT 利息保障倍数（X）	6.43	6.98	11.12
FFO/总债务（X）	0.19	0.18	0.18

注：公司财务报表依照并依据香港会计师公会颁布的《香港财务报告准则》及香港《公司条例》的披露规定编制，均为合并口径数据。

⁸ 其他应收款系公司财报中应收政府奖励收入、应收利息、其他科目之和。

⁹ 其他应付款系公司财报中其他应付款-物业、机器及设备采购及其他应缴税款之和。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+租赁负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的总权益	总权益-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
经营效率	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	财务费用净额+行政费用+分销成本+金融资产减值准备计提/收入
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	除所得税前利润+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的营运活动产生的现金流量净额	营运活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的营运活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	营运活动产生的现金流量净额利息保障倍数	营运活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2023]65 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：[1]除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。[2]个体信用评估：通过分析受评主体的经营风险和财务风险，在不考虑外部特殊支持情况下，对其自身信用实力的评估。特殊支持指政府或股东为了避免受评主体违约，对受评主体所提供的日常业务之外的任何援助。[3]全球序列、全球人民币序列下的个体信用评估等级符号分别加角标“g”与“gr”，以示区分。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：[1]除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。[2]对于符合条件的科创类主体，中诚信国际在其主体信用等级加下标“sti”以示区分。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）66428877

传真：+86（10）66426100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building5, Galaxy SOHO, No.2 Nan zhu gan Lane, Chao yang men nei Avenue, Dong cheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）66428877

Fax: +86（10）66426100

Web: www.ccxi.com.cn