

买入

电商表现依旧亮眼，多举措应对成本上行压力

维达国际 (3331.HK)

2021-07-20 星期二

投资要点

目标价: **25.6 港元**
 现价: 20.35 港元
 预计升幅: 25.8%

➤ 二季度业绩略低于预期，6月增速已恢复至较好水平：

21Q2 公司销售收入同比+9.5%至 46.15 亿港元，自然增长 1%，增速较一季度有所放缓，主要是疫情影响下，基数高低差异导致同比数据有所波动，尤其是 20 年 4-5 月份，渠道补库存行为积极，基数较高，如剔除汇率因素，21 年 4-6 月销售额同比分别变动-17.1%/-1.2%/+19.0%，6 月销售增速已恢复至较好水平。

重要数据

| 日期 | 2021/7/19 |
|-------------|-------------|
| 收盘价 (港元) | 20.35 |
| 总股本 (百万股) | 1,199 |
| 总市值 (百万港元) | 24,340 |
| 净资产 (百万元) | 11,667 |
| 总资产 (百万元) | 23,122 |
| 52 周高低 (港元) | 31.12/19.68 |
| 每股净资产 (港元) | 9.73 |

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 电商表现依旧亮眼，传统渠道略显疲态：

公司 21H1 传统/商销/KA/电商收入同比分别变动 10.8%/9.1%/9.9%/37.0%，各渠道均实现正向增长，电商增速领先；且电商渠道占比提升 5 个百分点至 38%，为公司贡献最大的销售渠道；其中，21Q2 传统/商销/KA/电商的收入同比分别变动-2.7%/7.6%/7.8%/20.6%，传统渠道显现出一定压力，主要是疫情加速消费习惯的改变以及电商渠道的赋能导致。

➤ 毛利率下降、销售费用率抬升，经营利润率收窄：

21H1 公司毛利率同比-1.1%至 37.4%；其中 21Q2 毛利率 35.9%，同比-3.5%，环比-3.0%，主要受湖北产能开机率下降影响；销售费用率同比+2.8%至 19.4%，主要因 1、去年同期受到疫情影响，相关费用投入较少，今年费用投放恢复正常，且 4-5 月销售规模降低影响费率；2、去年疫情原因收到政府补贴；3、继续投入资源于女性个护产品，初期规模尚小，费比高。由于毛利率下降、销售费用率抬升，21H1 公司经营利润率收窄 3.2 个百分点至 13.3%。

➤ 维持“买入”评级，目标价 25.6 港元：

下半年成本压力逐步显现，公司有望通过提价、控费、收窄促销力度、产品结构持续优化等手段维持较好的盈利水平；因公司二季度盈利略低于预期，我们下调原盈利预测，预计 2021/2022 年 EPS 分别为 1.71/1.92 港元。公司目前股价低于历史估值中枢，亦低于行业平均，估值较为吸引，给予 25.6 港元目标价，对应 2021 年 15 倍 PE，维持“买入”评级。

主要股东

Essity Group Holdings (51.75%)
 富安国际有限公司 (22.62%)

相关报告

维达国际(3331.HK)首发报告-20201125
 维达国际(3331.HK)更新报告-20210128
 维达国际(3331.HK)更新报告-20210507

研究部

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

| 百万港元 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业额 | 16,074 | 16,512 | 18,750 | 20,740 | 22,799 |
| 同比增长 | 8.0% | 2.7% | 13.6% | 10.6% | 9.9% |
| 毛利率 | 31.0% | 37.7% | 37.0% | 36.7% | 36.3% |
| 归母净利润 | 1,138 | 1,874 | 2,043 | 2,298 | 2,572 |
| 同比增长 | 75.2% | 64.7% | 9.0% | 12.5% | 11.9% |
| 净利润率 | 7.1% | 11.4% | 10.9% | 11.1% | 11.3% |
| 每股盈利 | 0.95 | 1.56 | 1.71 | 1.92 | 2.15 |
| PE@20.35HKD | 21.4 | 13.0 | 11.9 | 10.6 | 9.5 |

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

21H1 营收增速稳健，毛利率略有降低：

剔除汇率因素，21H1 公司实现收入 90.85 亿港元，同比+11%；其中纸巾及个护业务收入同比分别变动+11.7%/+7.9%至 75.09 亿/15.76 亿港元，占比分别为 83%/17%，较为稳定；毛利率同比降低 1.1%至 37.4%；净利润 9.67 亿港元，同比+6.0%；EPS 同比+5.6%至 80.6 港仙，派发中期股息 10.0 港仙，派息率 12.5%。

二季度销售增速放缓，6 月已恢复至较好水平：

分季度来看，21Q2 销售收入同比+9.5%至 46.15 亿港元，自然增长 1%，增速较一季度有所放缓，主要是疫情影响下，基数高低差异导致同比数据有所波动，尤其是 20 年 4-5 月份，渠道补库存行为积极，基数较高，如剔除汇率因素，21 年 4-6 月销售额同比分别变动-17.1%/-1.2%/+19.0%，6 月销售增速已恢复至较好水平。

图 1：公司营业收入及增速（未剔除汇率因素）

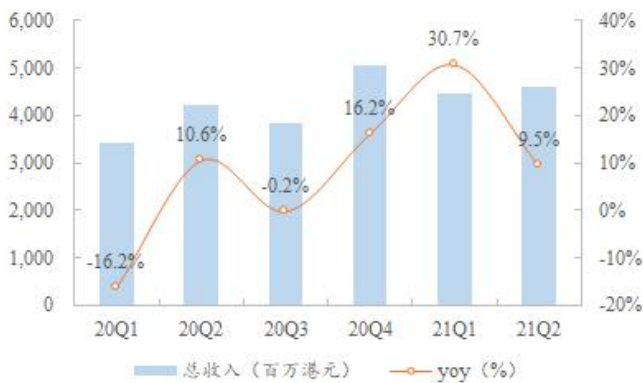


图 2：21 年 4-6 月营业收入及增速（月度数据）



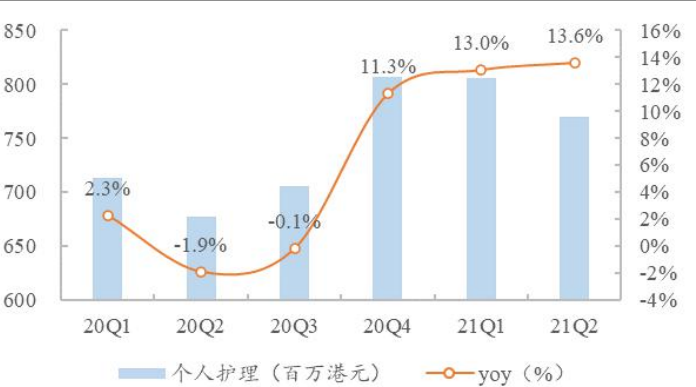
资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 3：公司纸巾营业收入及增速（未剔除汇率因素）



图 4：公司个护业务营业收入及增速（未剔除汇率因素）



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

电商表现依旧亮眼，传统渠道略显疲态：

公司 21H1 传统/商销/KA/电商的收入同比分别变动 10.8%/9.1%/9.9%/37.0%，各渠道均实现正向增长，电商增速领先；且电商渠道占比提升 5 个百分点至 38%，为公司贡献最大的销售渠道；其中，21Q2 传统/商销/KA/电商的收入同比分别变动 -2.7%/7.6%/7.8%/20.6%，传统渠道显现出一定压力，主要是疫情加速消费习惯的改变以及电商渠道的赋能导致。

中国大陆地区为主要市场，继续占据领导地位：

分市场来看，21H1 中国大陆业务收入同比+24.9%至 69.75 亿港元，自然增长 14.7%，占公司总收入的 76.8%；中国大陆以外业务收入同比+3.0%至 21.10 亿港元，占比 23.2%；21Q2 公司在中国纸巾市场占有率达 19%，继续占据领导地位。分渠道看，21H1 电商渠道在中国地区的业务占比达 47%，其中 21Q2 单季占比接近 50%，公司渠道结构贴近后疫情时代生活用纸向线上转移的消费习惯，电商渠道优势尽显。

图 5：21H1 公司渠道结构

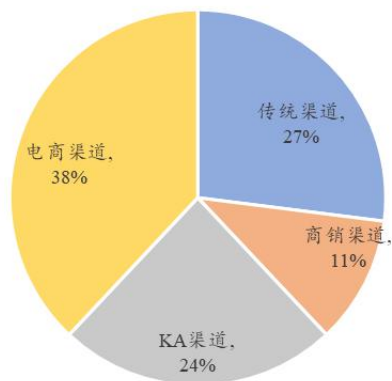
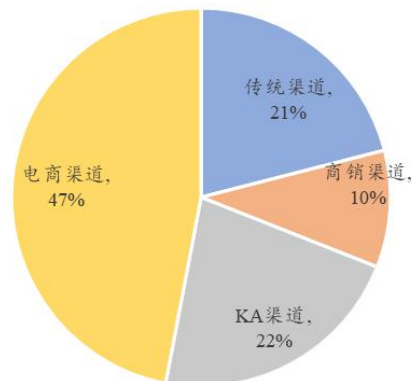


图 6：21H1 中国地区业务渠道结构

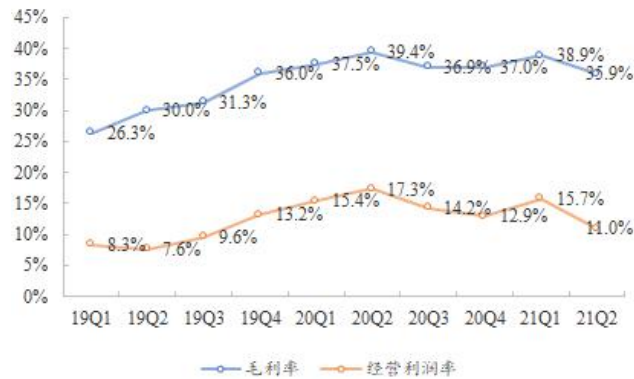


资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

毛利率下降、销售费用率抬升，经营利润率收窄：

21H1 公司毛利率同比-1.1%至 37.4%；其中 21Q2 毛利率 35.9%，同比-3.5%，环比-3.0%，主要受原材料价格提升、湖北产能开机率下降影响；销售费用率同比+2.8%至 19.4%，主要因 1、去年同期受到疫情影响，相关费用投入较少，今年费用投放恢复正常，且 4-5 月销售规模降低影响费率；2、去年疫情原因收到政府补贴；3、继续投入资源于女性个护产品，初期规模尚小，费比高。由于毛利率下降、销售费用率抬升，21H1 公司经营利润率收窄 3.2 个百分点至 13.3%。

图 7：公司毛利率及经营利润率


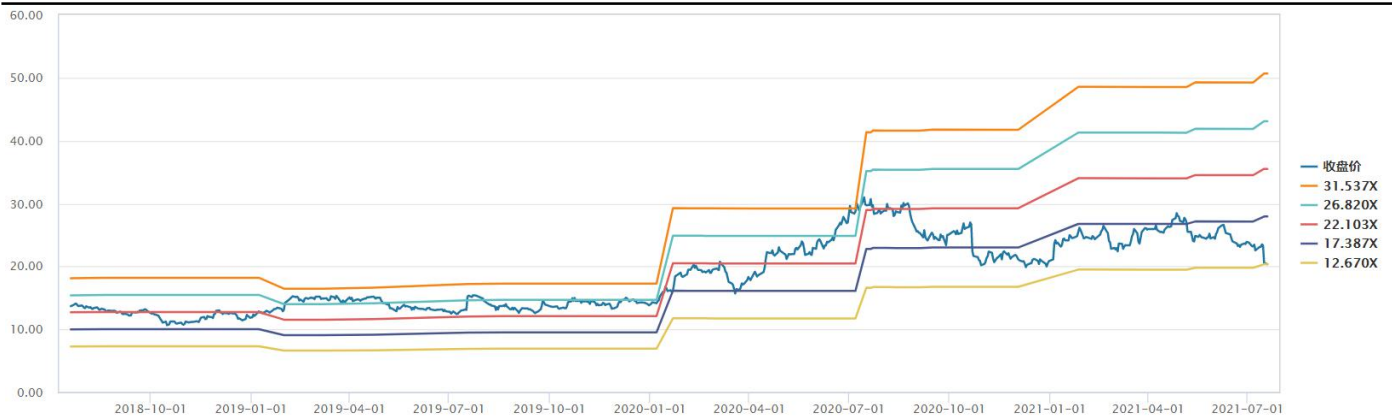
资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

21Q2 价盘稳定，多举措保盈利维持较高水平：

公司 21Q2 价盘对比 21Q1 较为稳定，对比去年同期略有下降主要因去年同期促销活动较少。下半年原材料价格上涨预期会对企业经营造成压力，公司会通过 1、加大高端产品销售占比，通过产品结构的优化，部分对冲原材料成本上涨的压力；2、价盘的管理，公司会贴近市场情况进行价格调整，包括直接提价、收窄促销力度等，预期下半年市场竞争环境会相对缓和；3、持续对流程、生产效率优化、控费、并注重 ROI 的提升等措施维持较好的盈利水平。

维持“买入”评级，目标价 25.6 港元：

下半年成本压力逐步显现，公司有望通过提价、控费、收窄促销力度、产品结构优化等手段维持较好的盈利水平；因公司二季度盈利略低于预期，我们下调原盈利预测，预计 2021/2022 年 EPS 分别为 1.71/1.92 港元。公司目前股价低于历史估值中枢，亦低于行业平均，估值较为吸引，给予 25.6 港元目标价，对应 2021 年 15 倍 PE，维持“买入”评级。

图 8：维达国际 PE Band


资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）整理

表 1：可比上市公司估值

| 公司 | 代码 | 收盘价 | 市值(亿) | EPS (记账本位币) | | | | | PE | | | | |
|------|-----------|-----------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2021/7/19 | 当地货币 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 维达国际 | 3331.HK | 20.35 | 244 | 0.95 | 1.57 | 1.71 | 1.92 | 2.15 | 21.4 | 13.0 | 11.9 | 10.6 | 9.5 |
| 恒安国际 | 1044.HK | 47.15 | 555 | 3.29 | 3.86 | 3.89 | 4.13 | 4.43 | 12.0 | 10.2 | 10.1 | 9.5 | 8.9 |
| 中顺洁柔 | 002511.SZ | 22.43 | 294 | 0.47 | 0.70 | 0.94 | 1.15 | 1.38 | 47.7 | 32.0 | 23.8 | 19.5 | 16.2 |

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）整理

财务报表摘要
利润表

| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 16,074 | 16,512 | 18,750 | 20,740 | 22,799 |
| 营业成本 | -11,089 | -10,289 | -11,821 | -13,133 | -14,517 |
| 毛利 | 4,985 | 6,223 | 6,929 | 7,608 | 8,282 |
| 销售费用 | -2,575 | -2,961 | -3,469 | -3,733 | -3,990 |
| 管理费用 | -856 | -952 | -975 | -1,078 | -1,163 |
| 财务费用 | -199 | -126 | -94 | -104 | -114 |
| 其他 | 17 | 142 | 84 | 93 | 103 |
| 税前利润 | 1,371 | 2,326 | 2,476 | 2,786 | 3,118 |
| 所得税 | -232 | -452 | -433 | -487 | -546 |
| 净利润 | 1,138 | 1,874 | 2,043 | 2,298 | 2,572 |

资产负债表

| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 5,930 | 8,371 | 9,961 | 11,908 | 14,184 |
| 存货 | 3,223 | 4,774 | 5,485 | 6,093 | 6,736 |
| 应收账款及应收票据 | 1,916 | 2,435 | 2,765 | 3,059 | 3,362 |
| 其他应收款及预付款 | 238 | 303 | 344 | 380 | 418 |
| 货币资金 | 460 | 749 | 1,368 | 2,376 | 3,668 |
| 非流动资产 | 13,352 | 14,751 | 16,120 | 17,339 | 18,600 |
| 物业厂房及设备 | 8,858 | 10,117 | 11,489 | 12,708 | 13,969 |
| 无形资产 | 2,780 | 2,746 | 2,746 | 2,746 | 2,746 |
| 其他非流动资产 | 1,714 | 1,887 | 1,885 | 1,885 | 1,885 |
| 资产总计 | 19,282 | 23,122 | 26,081 | 29,247 | 32,784 |
| 流动负债 | 5,610 | 7,835 | 8,542 | 9,334 | 10,171 |
| 应付账款及票据 | 4,604 | 5,640 | 6,480 | 7,199 | 7,957 |
| 合同负债 | 123 | 147 | 169 | 188 | 208 |
| 短期借贷 | 584 | 1,445 | 1,445 | 1,445 | 1,445 |
| 其他流动负债 | 299 | 602 | 448 | 502 | 560 |
| 非流动负债 | 4,208 | 3,619 | 4,442 | 5,322 | 6,351 |
| 长期借款 | 2,297 | 2,890 | 3,035 | 3,187 | 3,346 |
| 其他 | 1,911 | 729 | 1,407 | 2,136 | 3,005 |
| 负债合计 | 9,818 | 11,454 | 12,984 | 14,656 | 16,522 |
| 股东权益合计 | 9,463 | 11,667 | 13,097 | 14,590 | 16,262 |

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 | 8.0% | 2.7% | 13.6% | 10.6% | 9.9% |
| 经营利润增长率 | 53.9% | 56.3% | 4.8% | 12.4% | 11.9% |
| 净利润增长率 | 75.2% | 64.7% | 9.0% | 12.5% | 11.9% |
| 盈利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 31.0% | 37.7% | 37.0% | 36.7% | 36.3% |
| 净利率 | 7.1% | 11.4% | 10.9% | 11.1% | 11.3% |
| ROE | 12.0% | 16.1% | 15.6% | 15.8% | 15.8% |
| 偿债能力 (%) | | | | | |
| 资产负债率 | 50.9% | 49.5% | 49.8% | 50.1% | 50.4% |
| 流动比率 | 1.06 | 1.07 | 1.17 | 1.28 | 1.39 |
| 速动比率 | 0.48 | 0.46 | 0.52 | 0.62 | 0.73 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 0.84 | 0.78 | 0.76 | 0.75 | 0.74 |
| 应收帐款周转率 | 8.45 | 7.59 | 7.21 | 7.12 | 7.10 |
| 存货周转率 | 3.72 | 2.57 | 2.30 | 2.27 | 2.26 |

现金流量表

| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 税前利润 | 1,371 | 2,327 | 2,476 | 2,786 | 3,118 |
| 折旧和摊销 | 909 | 934 | 1,060 | 1,173 | 1,289 |
| 财务费用 | -199 | -126 | -94 | -104 | -114 |
| 所得税 | -232 | -452 | -433 | -487 | -546 |
| 经营活动现金流 | 2,514 | 2,004 | 2,968 | 3,349 | 3,724 |
| 投资活动现金流 | -1,273 | -1,725 | -1,736 | -1,536 | -1,531 |
| 融资活动现金流 | -1,347 | -31 | -614 | -804 | -900 |
| 现金净变动 | -106 | 248 | 618 | 1,008 | 1,293 |
| 现金的期初余额 | 574 | 460 | 749 | 1,368 | 2,376 |
| 现金的期末余额 | 460 | 749 | 1,368 | 2,376 | 3,668 |

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
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>