

持有

3Q21 利润率降至低点，后期有望逐步回稳

维达国际 (3331.HK)

2021-10-29 星期五

投资要点

目标价: **24.0 港元**
 现价: 20.95 港元
 预计升幅: 14.6%

➤ 三季度业绩低于预期，经营利润率承压：

3Q21 公司销售收入同比+7.2%至 41.1 亿港元，按固定汇率计+2.0%；毛利率下降 1.9 个百分点至 35.0%，主要是原材料价格上涨所致；由于公司进入新兴电商平台（如抖音、快手）、高端卫生巾品牌 Libresse 在持续建立品牌阶段，在销售规模未达预期，费用持续投入下，3Q 销售费用率提升，公司经营利润率同比-5.6%至 8.6%，净利润 2.7 亿港元，同比-34.2%。

重要数据

| 日期 | 2021/10/29 |
|-------------|-------------|
| 收盘价 (港元) | 20.95 |
| 总股本 (百万股) | 1,199 |
| 总市值 (百万港元) | 25,119 |
| 净资产 (百万元) | 11,667 |
| 总资产 (百万元) | 23,122 |
| 52 周高低 (港元) | 28.88/19.58 |
| 每股净资产 (港元) | 9.73 |

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 提价应对成本压力，龙头地位稳固：

3Q21 公司纸巾分部收入同比+7.0%至 33.4 亿港元，占公司总收入的 81.4%，个护业务同比+7.9%至 7.62 亿港元。期内，公司对纸品 SKU 进行提价，幅度在 3-4%，是行业内唯一提价的企业，对其销量产生一定影响；尽管如此，公司的销量及收入增速依然好于行业平均，市场份额获得持续提升，龙头地位稳固。公司提价不但有助于缓解成本压力，也为接下来的电商大促活动做足充分准备。

➤ 高端产品占比持续提升，电商渠道继续发力：

公司高端化趋势延续，3Q Tempo/湿纸巾/多康/Libresse 收入同比分别变动+35%/+40%/+15%/>+100%，当前高端产品占比达 35%，同比提升 5 个百分点，产品结构进一步优化，也有助部分缓解成本压力。期内，经销商/商销/KA/电商营收增速分别为-0.2%/-1.7%/-3.1%/+22.8%，电商渠道依然是公司的主要增长动力，而国内电商渠道的收入占比已提升至 50%，新进入的抖音、快手等新兴电商平台也为公司成长注入新的动能。

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
 维达国际(3331.HK)更新报告-20210720

➤ 给予“持有”评级，目标价 24.0 港元：

预期 4Q 电商大促将提振销售业绩，海外市场受关厂、疫情限行等影响也逐步恢复，规模效应下 4Q 利润率预期维持稳定。公司专注高端化产品，拥有强品牌力、产品创新及电商渠道的运营能力，我们持续看好公司未来发展。但短期考虑到公司 3Q 业绩低于预期，市场竞争环境激烈，我们下调原盈利预测，预计 21/22 年 EPS 分别为 1.34/1.57 港元，下调目标价至 24.0 港元，对应 22 年 15 倍 PE，给予“持有”评级。

| 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% | 35.7% | 35.0% | 35.3% |
| 归母净利润 | 1,138 | 1,874 | 1,606 | 1,877 | 2,134 |
| 同比增长 | 75.2% | 64.7% | -14.3% | 16.9% | 13.7% |
| 净利润率 | 7.1% | 11.4% | 8.6% | 9.0% | 9.4% |
| 每股盈利 | 0.95 | 1.56 | 1.34 | 1.57 | 1.78 |
| PE@20.95HKD | 22.1 | 13.4 | 15.6 | 13.4 | 11.8 |

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

研究部

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

报告正文

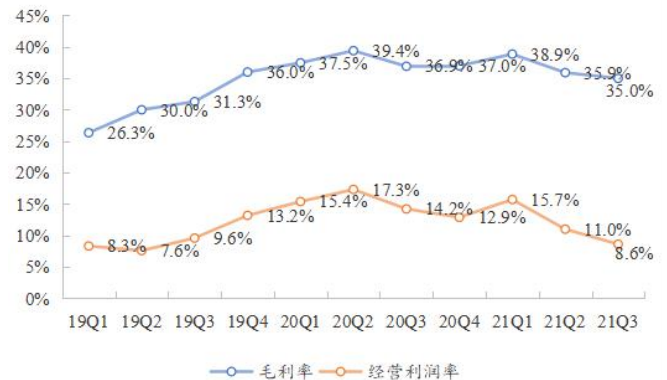
三季度业绩低于预期，经营利润率承压：

3Q21 公司销售收入同比+7.2%至 41.1 亿港元，按固定汇率计+2.0%；毛利率下降 1.9 个百分点至 35.0%，主要是原材料价格上涨所致；由于公司进入新兴电商平台（如抖音、快手）、高端卫生巾品牌 Libresse 在持续建立品牌阶段，在销售规模未达预期，费用持续投入下，3Q 销售费用率提升，公司经营利润率同比-5.6%至 8.6%，净利润 2.7 亿港元，同比-34.2%。

图 1：公司营业收入及增速（未剔除汇率因素）



图 2：公司利润率



资料来源：公司三季报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司三季报、国元证券经纪（香港）整理

提价应对成本压力，龙头地位稳固：

3Q21 公司纸巾分部收入同比+7.0%至 33.4 亿港元，占公司总收入的 81.4%，个护业务同比+7.9%至 7.62 亿港元。期内，公司对纸品 SKU 进行提价，幅度在 3-4%，是行业内唯一提价的企业，对其销量产生一定影响，尽管如此，公司的销量及收入增速依然好于行业平均，市场份额获得持续提升，龙头地位稳固。公司提价不但有助于缓解成本压力，也为接下来的电商大促活动做足充分准备。

图 3：纸巾业务收入及增速



图 4：个护业务收入及增速



资料来源：公司三季报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司三季报、国元证券经纪（香港）整理

高端产品占比持续提升，电商渠道继续发力：

公司高端化趋势延续，3Q Tempo/湿纸巾/多康/Libresse 收入同比分别变动 +35%/+40%/+15%/>+100%，当前高端产品占比达 35%，同比提升 5 个百分点，产品结构进一步优化，也有助部分缓解成本压力。期内，经销商/商销/KA/电商营收增速分别为 -0.2%/-1.7%/-3.1%/+22.8%，电商渠道依然是公司的主要增长动力，而国内电商渠道的收入占比已提升至 50%，新进入的抖音、快手等新兴电商平台也为公司成长注入新的动能。

图 5：3Q21 公司渠道结构

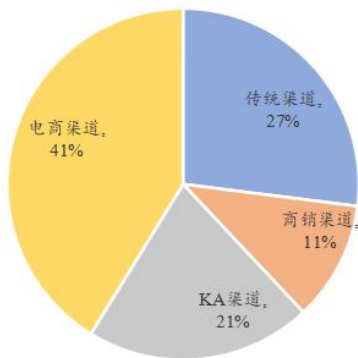
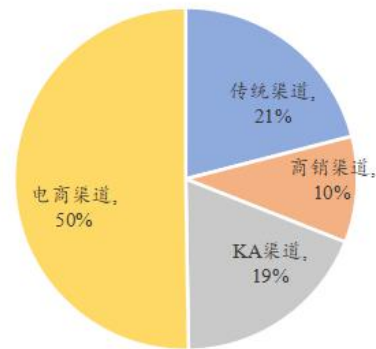


图 6：3Q21 中国内地业务渠道结构



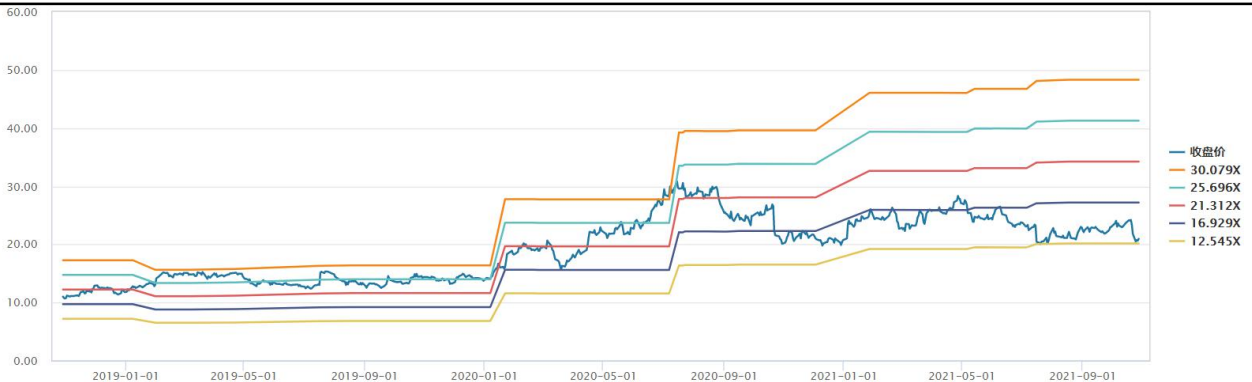
资料来源：公司三季报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司三季报、国元证券经纪（香港）整理

给予“持有”评级，目标价 24.0 港元：

预期 4Q 电商大促将提振销售业绩，海外市场受关厂、疫情限行等影响也逐步恢复，规模效应下 4Q 利润率预期维持稳定。公司专注高端化产品，拥有强品牌力、产品创新及电商渠道的运营能力，我们持续看好公司未来发展。但短期考虑到公司 3Q 业绩低于预期，市场竞争环境激烈，我们下调原盈利预测，预计 21/22 年 EPS 分别为 1.34/1.57 港元，下调目标价至 24.0 港元，对应 22 年 15 倍 PE，给予“持有”评级。

图 7：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

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 | -12,057 | -13,485 | -14,760 |
| 毛利 | 4,985 | 6,223 | 6,693 | 7,255 | 8,038 |
| 销售费用 | -2,575 | -2,961 | -3,656 | -3,837 | -4,218 |
| 管理费用 | -856 | -952 | -1,031 | -1,078 | -1,163 |
| 财务费用 | -199 | -126 | -143 | -158 | -174 |
| 其他 | 17 | 142 | 84 | 93 | 103 |
| 税前利润 | 1,371 | 2,326 | 1,946 | 2,275 | 2,586 |
| 所得税 | -232 | -452 | -341 | -398 | -453 |
| 净利润 | 1,138 | 1,874 | 1,606 | 1,877 | 2,134 |

资产负债表

| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 5,930 | 8,371 | 9,735 | 11,417 | 13,288 |
| 存货 | 3,223 | 4,774 | 5,594 | 6,257 | 6,849 |
| 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 | 1,032 | 1,721 | 2,659 |
| 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 | 25,855 | 28,756 | 31,888 |
| 流动负债 | 5,610 | 7,835 | 8,582 | 9,443 | 10,215 |
| 应付账款及票据 | 4,604 | 5,640 | 6,609 | 7,392 | 8,091 |
| 合同负债 | 123 | 147 | 172 | 193 | 211 |
| 短期借贷 | 584 | 1,445 | 1,445 | 1,445 | 1,445 |
| 其他流动负债 | 299 | 602 | 355 | 413 | 467 |
| 非流动负债 | 4,208 | 3,619 | 4,482 | 5,302 | 6,276 |
| 长期借款 | 2,297 | 2,890 | 3,035 | 3,187 | 3,346 |
| 其他 | 1,911 | 729 | 1,447 | 2,116 | 2,930 |
| 负债合计 | 9,818 | 11,454 | 13,064 | 14,745 | 16,491 |
| 股东权益合计 | 9,463 | 11,667 | 12,791 | 14,011 | 15,397 |

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% | -14.8% | 16.4% | 13.4% |
| 净利润增长率 | 75.2% | 64.7% | -14.3% | 16.9% | 13.7% |
| 盈利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 31.0% | 37.7% | 35.7% | 35.0% | 35.3% |
| 净利率 | 7.1% | 11.4% | 8.6% | 9.0% | 9.4% |
| ROE | 12.0% | 16.1% | 12.6% | 13.4% | 13.9% |
| 偿债能力 (%) | | | | | |
| 资产负债率 | 50.9% | 49.5% | 50.5% | 51.3% | 51.7% |
| 流动比率 | 1.06 | 1.07 | 1.13 | 1.21 | 1.30 |
| 速动比率 | 0.48 | 0.46 | 0.48 | 0.55 | 0.63 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 0.84 | 0.78 | 0.77 | 0.76 | 0.75 |
| 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 | 2.33 | 2.28 | 2.25 |
| 现金流量表 | | | | | |
| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 税前利润 | 1,371 | 2,327 | 1,946 | 2,275 | 2,586 |
| 折旧和摊销 | 909 | 934 | 1,060 | 1,173 | 1,289 |
| 财务费用 | -199 | -126 | -143 | -158 | -174 |
| 所得税 | -232 | -452 | -341 | -398 | -453 |
| 经营活动现金流 | 2,514 | 2,004 | 2,501 | 2,882 | 3,216 |
| 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 | -482 | -657 | -747 |
| 现金净变动 | -106 | 248 | 283 | 689 | 938 |
| 现金的期初余额 | 574 | 460 | 749 | 1,032 | 1,721 |
| 现金的期末余额 | 460 | 749 | 1,032 | 1,721 | 2,659 |

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>