

持有

Q2 收益复苏显著，高端化引领可持续增长

维达国际 (3331.HK)

2022-07-25 星期一

投资要点

目标价: **24.0 港元**
 现价: 21.05 港元
 预计升幅: 14.0%

► 公司二季度营收强劲复苏，成本压力尚存：

2022H1 公司实现销售收入 96.8 亿港元，同比+6.6%，按固定汇率计同比+6.9%；其中受疫情扰动，一季度实现营收 45.7 亿港元，自然增长仅+0.1%；二季度疫情缓和后业绩强劲复苏，实现营收 51.1 亿港元，自然增长达+13.5%；期内，公司毛利率同比-5.4pcts 至 32%，主要受原材料、能源以及物流成本大幅上升所致；公司持续对品牌建设、研发和渠道推广进行投入，销售费用率同比+0.2%至 19.6%；同时，持续优化成本管理和组织效率，管理费用率同比-0.1%至 5.0%；公司短期利润承压，2022H1 实现净利润 6.38 亿港元，同比-34.1%。

重要数据

日期	2022/07/25
收盘价 (港元)	21.05
总股本 (百万股)	1,203
总市值 (百万港元)	25,328.9
净资产 (百万元)	12,546
总资产 (百万元)	22,947
52 周高低 (港元)	24.70/16.48
每股净资产 (港元)	10.43

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

► 纸巾业务高端化策略稳步推进，高端产品增速远超总体：

2022H1，公司纸巾业务收入 79.63 亿港元，同比+6.1%，自然增长+5.9%；同时，受木浆等原材料成本上升以及同行业促销压力带来的影响，公司纸巾业务毛利率同比-6.2pcts 至 31.6%。公司坚定不移地大力推进高端化策略，2022H1 公司纸巾高端品类的营收同比增速达 15%，远超过纸巾业务整体增速，贡献纸巾业务整体收入的 35%左右。公司一以贯之修炼“内功”，持续推陈出新、丰富产品矩阵，为公司的可持续增长夯实产品基础。

► 个人护理业务表现亮眼，电商渠道维持高增长态势：

2022H1 公司个护业务收入 17.17 亿港元，同比+9.0%，自然增长+11.7%，保持较高增速，同时其盈利能力也维持在较高水平，2022H1 个人护理业务的毛利率水平为 34.1%，同比-1.2pcts；期内，公司电商渠道继续维持高速增长态势，其销售额自然增长 14.3%，整体销售占比由 2021H1 的 38%，进一步提升至 2022H1 的 41%。其中，中国内地市场表现较为突出，2022H1 电商渠道销售额达 37.8 亿港元，销售占比由 2021H1 的 47%提升至 50%。

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
 维达国际(3331.HK)更新报告-20211029
 维达国际(3331.HK)更新报告-20220127

► 维持“持有”评级，目标价 24.0 港元：

我们预计 2022-2024 公司可实现净利润分别为 14.3/19.2/23.9 亿港元，EPS 为 1.19/1.60/1.99 港元，维持目标价 24.0 港元，对应 23 年 15 倍 PE。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，高端化进程值得期待。短期建议关注多轮提价后销量情况以及成本价格走势等。

研究部

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

百万港元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	16511.7	18675.7	20275.8	22124.9	24365.3
毛利率	37.7%	35.3%	33.4%	35.1%	35.9%
归母净利润	1874.3	1638.4	1428.6	1922.1	2385.4
净利润率	11.4%	8.8%	7.0%	8.7%	9.8%
每股盈利	1.6	1.4	1.2	1.6	2.0
PE@21.05HKD	13.5	15.4	17.7	13.1	10.6

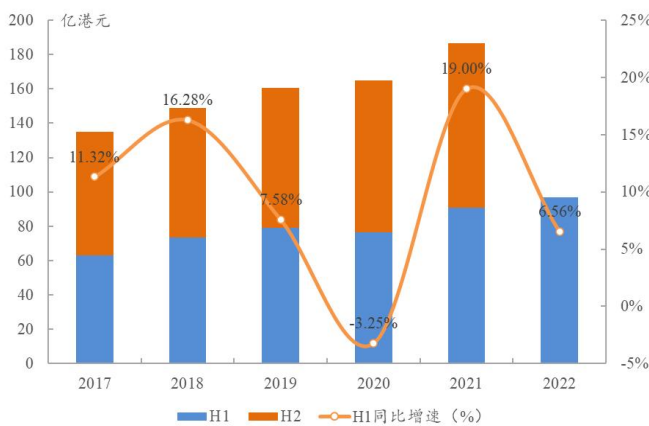
数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

报告正文

公司二季度营收强劲复苏，成本压力尚存

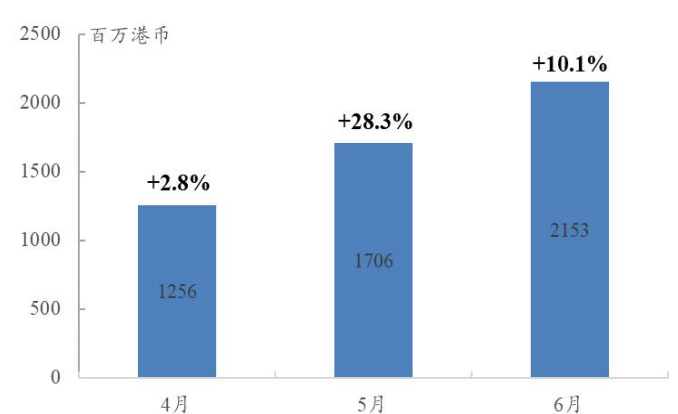
2022年H1，公司实现销售收入96.8亿港元，同比+6.6%，按固定汇率计同比+6.9%。其中，一季度受疫情影响，特别是中国内地市场的疫情冲击，公司实现营收仅为45.7亿港元，同比+2.2%，按固定汇率计同比+0.1%；进入4月份，随着中国内地市场部分疫情严重地区（如上海）陆续解除封控以及中国政府放松了相关的疫情防控政策，二季度公司营收迎来了较为强劲的复苏态势，4/5/6月份分别实现收入12.6/17.1/21.5亿港元，分别同比+0.4%/+24.6%/+7.9%；二季度整体营收达51.1亿港元，同比+10.8%，按固定汇率计同比+13.5%。需要注意的是，由于疫情以及国际形势等因素造成的能源、原材料以及物流运输等成本压力仍在持续恶化，整个行业目前面临着较大挑战，很多中小厂商甚至出现了大规模停产以及倒闭的现象。相比而言，公司作为行业领先企业，一方面维持稳健经营进一步抢占由于疫情原因而释放出来的市场份额，另一方面灵活采用多种降本增效措施提升公司的盈利能力和盈利质量，如通过多轮提价向下游消费者转嫁成本压力，优化高毛利产品组合以提升盈利空间，提高运营效率降低运营成本等。2022H1公司毛利率水平虽然难以避免出现了一定程度的下滑，分别同比-5.4pcts，环比-1.4pcts，但仍然维持在较为健康区间，为32%。期内，公司管理费用率从2021年上半年的5.1%，下降0.1pcts至5.0%；同时，公司持续投资于品牌建设和研发创新、持续推进新渠道和新平台建设，提升营销能力，这使得公司销售费用率同比微升+0.2pcts至19.6%。疫情影响下，公司短期利润承压，2022H1实现净利润6.38亿港元，同比-34.1%。

图 1：营业收入及增速（未剔除汇率因素）

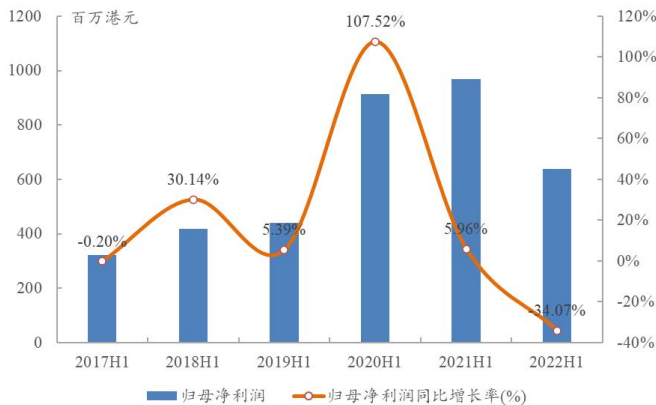


资料来源：公司半年报、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 2：2022 二季度月度收益及同比增速（未剔除汇率因素）



资料来源：公司中期业绩报告、国元证券经纪（香港）整理

图 3：公司归母净利润及同比增速


资料来源：公司半年报、国元证券经纪（香港）整理

图 4：毛利率及净利润率

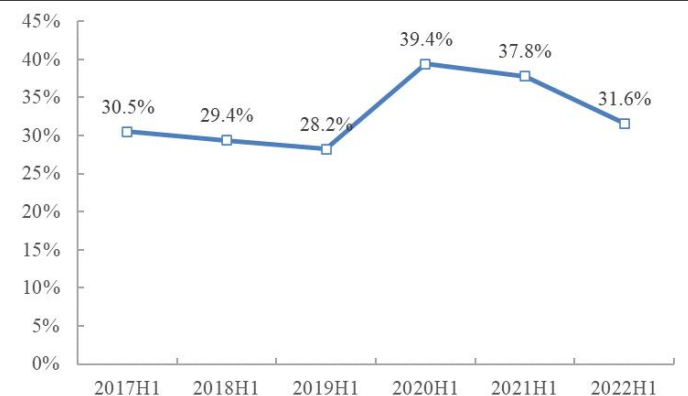

资料来源：公司半年报、国元证券经纪（香港）整理

纸巾业务高端化策略稳步推进，高端产品增速远超总体

2022H1，公司在经受成本价格大幅上涨以及消费景气度下行的较大压力下，业绩韧性凸显，公司纸巾业务实现收入 79.63 亿港元，同比+6.1%，自然增长+5.9%，占公司总收入的 82%；纸巾业务毛利率同比-6.2pcts 至 31.6%，短期利润有所承压。此外，公司坚定不移地大力推进高端化策略，进一步优化产品结构。2022H1 公司纸巾高端品类营收同比增速达 15%，远超过纸巾业务整体增速的 6.1%，贡献了纸巾业务整体收入的 35%左右。在目前的市场环境之下，公司继续加大研发创新力度，持续推陈出新以致力于为消费者提供更高端、更优质的产品和服务。如，2022 上半年公司在中国内地市场推出首发 POWER-X™ 技术产品——维达可水洗厨房纸、拥有羊绒质感的伟大棉韧奢柔纸巾以及七倍吸收能力的 Tempo 得宝 Flash 闪吸厨房纸等，均得到了消费者积极的反馈。展望下半年，随着 5 月份纸浆期货价格开始调整，而且公司准备于 8 月份开始新一轮调价，预计下半年公司成本压力能够得到有效缓解，纸巾业务的毛利率以及净利率水平也能得到较强的支撑。

图 5：纸巾业务收入及增速


资料来源：公司半年报、国元证券经纪（香港）整理

图 6：纸巾业务毛利率


资料来源：公司半年报、国元证券经纪（香港）整理

图 7：纸浆（SP）指数走势图

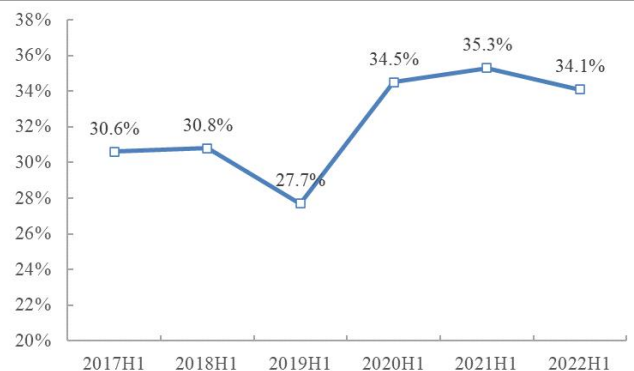

资料来源：同花顺 iFinD、国元证券经纪（香港）整理

个人护理业务表现亮眼，电商渠道维持高增长态势

2022H1 公司个护业务收入 17.17 亿港元，同比+9.0%，自然增长+11.7%，保持较高增速，同时其盈利能力也维持在较高水平，2022H1 个人护理业务的毛利率水平为 34.1%，同比-1.2pcts。据公司中期业绩披露信息来看，公司个护业务增长主要来源于中国内地女性护理和失禁护理业务的发展。一方面，Libresse 薇尔品牌在中国女性护理领域保持高速增长，今年 3 月，薇尔更是在抖音平台上荣登卫生巾行业三八活动销售第一；另一方面，随着中国老龄化趋势加快，公司紧抓中国银发经济发展新机遇；2022 年上半年，公司围绕全国 19 个重点城市，累计打造超过 120 家维达健康·添宁体验中心门店以大力推进失禁护理业务，为抢占更多的客户群以及提高复购率奠定了坚实的平台基础。期内，公司电商渠道继续维持高增长趋势，其销售额自然增长 14.3%，整体销售占比由 2021H1 的 38%，进一步提升至 2022H1 的 41%。中国内地市场表现较为突出，2022H1 电商渠道销售额达 37.8 亿港元，销售占比由 2021H1 的 47% 提升至 50%。总体而言，公司个护业务仍处于持续放量阶段，预计今年下半年仍能保持较强的势头高速增长，是公司业务的重要增长极。

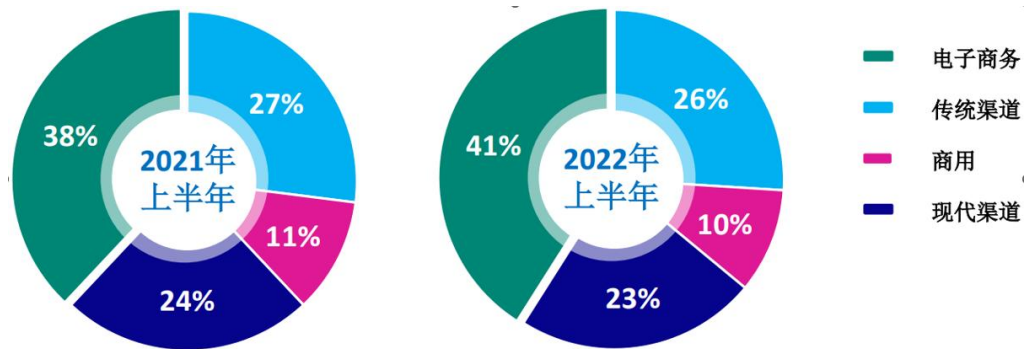
图 8：个护业务收入及同比增速


资料来源：公司半年报、国元证券经纪（香港）整理

图 9：个护业务毛利率


资料来源：公司半年报、国元证券经纪（香港）整理

图 9：渠道结构



资料来源：公司中期业绩报告、国元证券经纪（香港）整理

维持“持有”评级，目标价 24.0 港元

考虑到 2022 年疫情以及国际形势扰动，短期消费景气度下行、成本压力上升，但公司在行业拥有领先地位，品牌力和产品力构筑较强的竞争优势。据此，我们小幅下修公司营收的预测情况，预计 2022-2024 公司总收入分别为 202.8/221.3/243.7 亿港元，同比 +8.6%/+9.1%/+10.1%；预计 2022 年公司毛利率水平仍将维持下滑态势，但随着疫情缓和后原材料供需结构逐步改善，2023、2024 年公司毛利率水平有望企稳回升。预计 2022-2024 年公司毛利率水平分别为 33.4%/35.1%/35.9%，可实现净利润为 14.3/19.2/23.9 亿港元，对应 EPS 分别为 1.19/1.60/1.99 港元，维持目标价 24.0 港元，对应 23 年 15 倍 PE，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，高端化进程值得期待。短期建议关注多轮提价后销量情况、成本价格走势及市场竞争环境等。

图 10：维达国际估值分析



资料来源：同花顺 iFinD、国元证券经纪（香港）整理

财务报表摘要

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	16,512	18,676	20,276	22,125	24,365
营业成本	-10,289	-12,079	-13,513	-14,350	-15,623
毛利	6,223	6,596	6,762	7,775	8,742
销售费用	-2,961	-3,672	-4,015	-4,314	-4,629
管理费用	-952	-958	-1,034	-1,150	-1,243
财务费用	-126	-94	-102	-111	-122
其他	142	102	120	131	144
税前利润	2,326	1,950	1,732	2,330	2,891
所得税	-452	-311	-303	-408	-506
净利润	1,874	1,638	1,429	1,922	2,385

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	8,371	8,360	9,159	10,151	11,654
存货	4,774	4,427	4,952	5,259	5,725
应收账款及应收票据	2,435	2,364	2,567	2,801	3,085
其他应收款及预付款	303	409	444	484	534
货币资金	749	1,025	1,195	1,607	2,310
非流动资产	14,751	15,821	16,780	17,892	19,238
物业厂房及设备	10,117	11,226	12,187	13,299	14,646
无形资产	2,746	2,647	2,647	2,647	2,647
其他非流动资产	1,887	1,948	1,946	1,946	1,946
资产总计	23,122	24,181	25,939	28,043	30,892
流动负债	7,835	6,598	7,368	7,856	8,536
应付账款及票据	5,640	5,432	6,076	6,453	7,025
合同负债	147	92	103	109	119
短期借贷	1,445	867	867	867	867
其他流动负债	602	208	323	427	526
非流动负债	3,619	4,564	4,623	4,991	5,609
长期借款	2,890	2,936	3,083	3,237	3,399
其他	729	1,628	1,540	1,754	2,210
负债合计	11,454	11,162	11,992	12,846	14,145
股东权益合计	11,667	13,019	13,947	15,197	16,747

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性 (%)					
营业收入增长率	2.7%	13.1%	8.6%	9.1%	10.1%
经营利润增长率	56.3%	-16.7%	-10.3%	33.1%	23.5%
净利润增长率	64.7%	-12.6%	-12.8%	34.5%	24.1%
盈利能力 (%)					
毛利率	37.7%	35.3%	33.4%	35.1%	35.9%
净利率	11.4%	8.8%	7.0%	8.7%	9.8%
ROE	16.1%	12.6%	10.2%	12.6%	14.2%
偿债能力 (%)					
资产负债率	49.5%	46.2%	46.2%	45.8%	45.8%
流动比率	1.07	1.27	1.24	1.29	1.37
速动比率	0.46	0.60	0.57	0.62	0.69

资产周转率	0.78	0.79	0.81	0.82	0.83
应收账款周转率	7.59	7.78	8.22	8.24	8.28
存货周转率	2.57	2.63	2.88	2.81	2.84

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
税前利润	2,326	1,950	1,732	2,330	2,891
折旧和摊销	935	1,027	1,115	1,217	1,340
财务费用	-126	-94	-102	-111	-122
所得税	-452	-311	-303	-408	-506
经营活动现金流	2,004	2,646	2,545	3,044	3,597
投资活动现金流	-1,725	-1,759	-1,874	-1,960	-2,059
融资活动现金流	-31	-638	-500	-673	-835
现金净变动	248	248	170	412	703
现金的期初余额	460	749	1,025	1,195	1,607
现金的期末余额	749	1,025	1,195	1,607	2,310

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>