

买入

竞争趋缓+产品结构优化，盈利能力持续提升

维达国际 (3331.HK)

2021-05-06 星期四

投资要点

► 21Q1 业绩表现亮眼，毛利率稳步提升：

21Q1 公司收入 44.7 亿港元，自然增长 23.5%，主要是去年同期湖北、浙江厂房停产影响出货，基数较低所致；其中生活用纸和个护业务占比分别为 82%/18%，与 20 年产品结构相若；毛利率同比提升 1.4% 至 38.9%，主要得益于产品结构优化、去年同期产能利用率较低、低价木浆库存等因素；经营利润率 15.7%，同比+0.3%，环比 20Q4+2.8%，主因 20Q4 有电商大促活动以及 21Q1 收窄电商促销力度所致；实现净利润 5.53 亿港元，同比+46.5%。

► 高端产品增长强劲，电商增速依然领先：

21Q1 国内业务收入自然增长 35.9%，其中高端产品 Tempo 同比+80%，已占集团纸品业务收入的 10%；湿巾同比+40%；卫生巾同比+100%，公司产品结构不断优化，有助盈利能力的提升及增强抵御成本上行风险的能力。非国内业务收入也有中单位数字的自然增长，除了香港市场因关口封闭对消费端形成抑制，表现较弱，其他市场在稳步恢复当中。分渠道看，电商渠道增速依旧领先，同比+62.3%，占公司总收入的 36%，其中中国地区电商渠道同比+60.5%，占中国地区营收的 44%；其他渠道也有恢复性增长。

► 21 年 4 月宣布提价，竞争缓和利于行业龙头收割份额：

面对原料成本上涨压力，今年 3 月公司在电商渠道收窄促销力度，并于 4 月宣布对纸巾产品进行价格调整，预期提价幅度在 5-10%，公司会持续根据市场环境及竞争对手价盘的变化做出实时调整，是否进行第二轮提价视乎木浆价格走势而定。公司目前木浆库存超 6 个月，叠加提价、控费、产品结构优化等手段有望维持较高盈利水平。此外，成本压力之下行业竞争缓和，折扣促销力度收窄，部分中小企业或面临经营压力，利于具备资金实力、品牌、渠道优势的行业龙头整合市场，继续收割份额。

► 维持买入评级，目标价 33.3 港元：

考虑到公司 21Q1 业绩好于预期、低价木浆库存较为充足、市场竞争缓和及提价行为，我们上调原盈利预测，预计 2021/2022 年 EPS 分别为 1.86/2.05 港元，上调目标价至 33.3 港元，对应 2022 年 16 倍 PE，维持买入评级。

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%	37.8%	37.6%	37.5%
归母净利润	1,138	1,874	2,223	2,461	2,688
同比增长	75.2%	64.7%	18.6%	10.7%	9.2%
净利率	7.1%	11.4%	11.9%	11.9%	11.8%
每股盈利	0.95	1.56	1.86	2.05	2.24
PE@27.4HKD	28.8	17.5	14.8	13.3	12.2

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

目标价：**33.3 港元**
 现价：27.4 港元
 预计升幅：21.5%

重要数据

日期	2021/5/6
收盘价 (港元)	27.4
总股本 (百万股)	1,199
总市值 (百万港元)	32,853
净资产 (百万元)	11,667
总资产 (百万元)	23,122
52 周高低 (港元)	32.09/15.39
每股净资产 (港元)	9.73

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

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

研究部

姓名：陈欣
 SFC：BLO515
 电话：0755-21516057

Email: chenxin@gzyq.com.hk

报告正文

21Q1 业绩表现亮眼，毛利率稳步提升：

21Q1 公司收入 44.7 亿港元，自然增长 23.5%，主要是去年同期湖北、浙江厂房停产影响出货，基数较低所致；其中生活用纸和个护业务占比分别为 82%/18%，与 20 年产品结构相若；毛利率同比提升 1.4% 至 38.9%，主要得益于产品结构优化、去年同期产能利用率较低、低价木浆库存等因素；经营利润率 15.7%，同比+0.3%，环比 20Q4+2.8%，主要是 20Q4 电商大促活动以及 21Q1 收窄电商促销力度所致；实现净利润 5.53 亿港元，同比+46.5%。

图 1：公司营业收入及增速

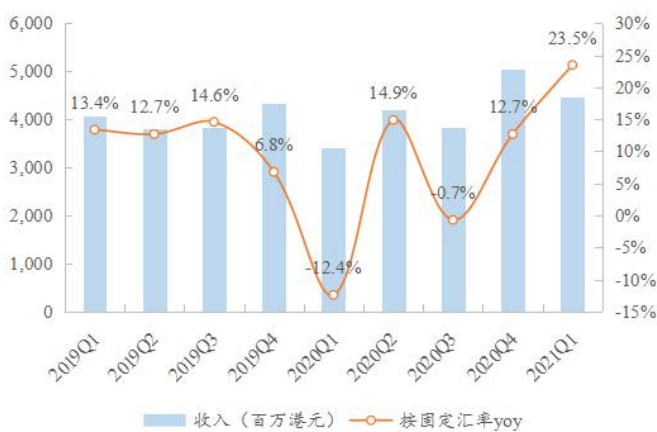
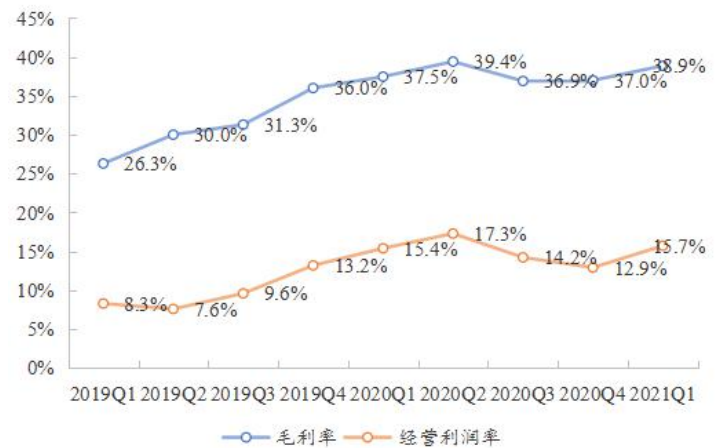


图 2：公司 GPM 及 OPM



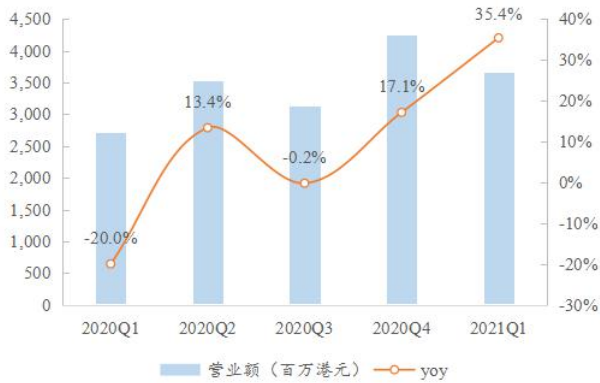
资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

高端产品增长强劲，电商增速依然领先：

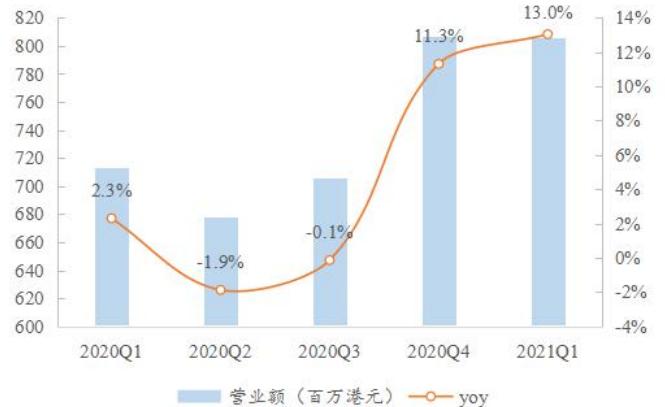
21Q1 国内业务收入自然增长 35.9%，其中高端产品增长强劲，Tempo 同比+80%，已占集团纸品业务收入的 10%；湿巾同比+40%；卫生巾同比+100%，公司产品结构不断优化，有助盈利能力的提升及增强抵御成本上行风险的能力。非国内业务收入也有中单位数字的自然增长，除了香港市场因关口封闭对消费端形成抑制，表现较弱，其他市场在稳步恢复当中。分渠道看，电商渠道增速依旧领先，同比+62.3%，占公司总收入的 36%，其中中国地区电商渠道同比+60.5%，占中国地区营收的 44%；另外，传统/KA/商销渠道亦有恢复性增长，同比分别变动+26.4%/+12.1%/+10.6%，占公司总收入的 29%/24%/11%。预期在同期低基数，及高端产品和电商渠道的稳健增长下，2021 年收入有望维持双位数增长。

图 3：纸巾业务收入及增速



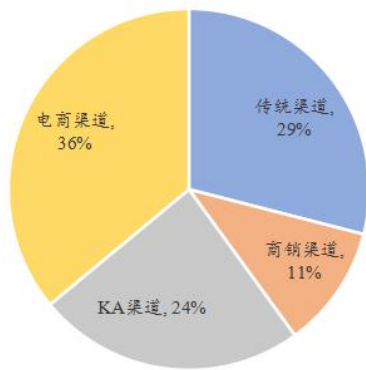
资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 4：个护业务收入及增速



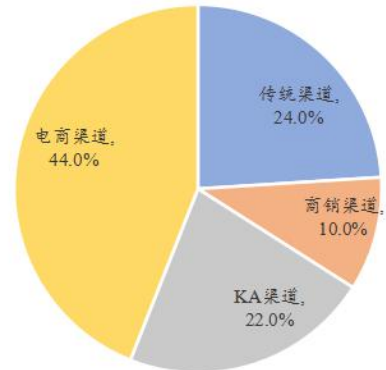
资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 5：公司渠道结构



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 6：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

21 年 4 月宣布提价，竞争缓和利于行业龙头收割份额：

面对原材料成本上涨压力，21 年 3 月公司在电商渠道已收窄促销力度，并于 4 月宣布对纸巾产品进行价格调整，预期提价幅度在 5-10% 的区间，公司会持续根据市场环境以及竞争对手价盘的变化做出实时调整，是否会进行第二轮提价视乎木浆价格的走势而定。公司目前木浆库存超 6 个月，叠加提价、控费、产品结构优化等手段有望维持较高盈利水平。另外，出于成本压力，行业竞争缓和，折扣促销力度收窄，部分中小企业面临经营压力出现停工停产情况，利于具备资金实力、品牌、渠道优势的行业龙头整合市场，继续收割份额。

维持买入评级，目标价 33.3 港元：

考虑到公司 21Q1 业绩好于预期、低价木浆库存较为充足、市场竞争缓和及提价行为，我们上调原盈利预测，预计 2021/2022 年 EPS 分别为 1.86/2.05 港元，上调目标价至 33.3 港元，对应 2022 年 16 倍 PE，维持买入评级。

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	-11,656	-12,952	-14,259
毛利	4,985	6,223	7,094	7,788	8,540
销售费用	-2,575	-2,961	-3,281	-3,629	-3,990
管理费用	-856	-952	-1,088	-1,141	-1,254
财务费用	-199	-126	-150	-166	-182
其他	17	142	169	187	205
税前利润	1,371	2,326	2,744	3,038	3,319
所得税	-232	-452	-521	-577	-631
净利润	1,138	1,874	2,223	2,461	2,688

资产负债表

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5,930	8,371	9,940	11,922	14,163
存货	3,223	4,774	5,408	6,009	6,616
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	1,423	2,474	3,767
非流动资产	13,352	14,751	16,120	17,339	18,600
物业厂房与设备	8,858	10,117	11,489	12,708	13,970
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	26,060	29,261	32,763
流动负债	5,610	7,835	8,537	9,322	10,111
应付账款及票据	4,604	5,640	6,389	7,100	7,816
合同负债	123	147	167	185	204
短期借贷	584	1,445	1,445	1,445	1,445
其他流动负债	299	602	536	592	645
非流动负债	4,208	3,619	4,300	5,116	6,083
长期借款	2,297	2,890	3,035	3,187	3,346
其他	1,911	729	1,265	1,930	2,737
负债合计	9,818	11,454	12,837	14,439	16,194
股东权益合计	9,463	11,667	13,223	14,822	16,570

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%	18.0%	10.7%	9.3%
净利润增长率	75.2%	64.7%	18.6%	10.7%	9.2%
盈利能力 (%)					
毛利率	31.0%	37.7%	37.8%	37.6%	37.5%
净利率	7.1%	11.4%	11.9%	11.9%	11.8%
ROE	12.0%	16.1%	16.8%	16.6%	16.2%
偿债能力 (%)					
资产负债率	50.9%	49.5%	49.3%	49.3%	49.4%
流动比率	1.06	1.07	1.16	1.28	1.40
速动比率	0.48	0.46	0.53	0.63	0.75
营运能力					
资产周转率	0.84	0.78	0.76	0.75	0.74
应收账款周转率	8.45	7.59	7.21	7.12	7.10
存货周转率	3.72	2.57	2.29	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	2,744	3,038	3,319
折旧和摊销	909	934	1,060	1,173	1,289
财务费用	-199	-126	-150	-166	-182
所得税	-232	-452	-521	-577	-631
经营活动现金流	2,514	2,004	3,078	3,448	3,765
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	-668	-861	-941
现金净变动	-106	248	674	1,051	1,293
现金的期初余额	574	460	749	1,423	2,474
现金的期末余额	460	749	1,423	2,474	3,767

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