

买入

聚焦“高端+个护”，产品结构持续优化

维达国际 (3331.HK)

2021-01-28 星期四

投资要点

目标价: **31.0 港元**
 现价: 25.9 港元
 预计升幅: 20.0%

➤ **利润率创历史新高，全年业绩基本符合预期：**

2020 年公司录得营业收入 165.12 亿港元，同比+2.7%，如按固定汇率换算同比+3.7%，纸巾及个护业务收入占比分别为 82%/18%，与去年同期相若；受益于木浆价格低位运行及产品组合的持续优化，毛利率同比提升 6.7 个百分点至 37.7%；实现归属于上市公司股东净利润 18.74 亿港元，同比大幅提升 64.7%，净利润率同比增长 4.3 个百分点至 11.4%，创历史新高；实现每股盈利 1.57 港元，公司业绩基本符合我们预期。全年派息达 0.47 港元/股，同比+67.9%，派息率 30%。

重要数据

日期	2021/1/27
收盘价 (港元)	25.9
总股本 (百万股)	1,199
总市值 (百万港元)	31,054
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

➤ **2020Q4 营收强劲复苏，2021 年有望维持：**

尽管 2020H2 市场竞争激烈，打折促销力度加大，维达始终执行严格的定价管理和促销策略，有选择性的参与部分市场竞争，2020Q4 在高端产品 (同比+超 30%) 和电商渠道 (同比+36.9%) 强劲的销售表现及线下渠道的稳健恢复下，收入同比录得 12.7% 的自然增长。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。

➤ **纸巾结构持续优化，个护业务表现亮眼：**

2020 年，纸巾业务收入同比+2.7% 至 136.08 亿港元，其中高端产品增长 +30%，占比从 2019 年的 21% 提升至 30%，产品结构持续优化。个护业务同比+3% 至 29.04 亿港元，其中女护业务在中国取得 70% 的增长，主要得益于公司加大对女护产品的资源投放。2021 年公司会继续将资源重点投放于高端产品及女护品类，产品结构的持续优化将继续提振公司盈利能力。

➤ **维持买入评级，目标价 31.0 港元：**

2021 年如原材料成本继续上行将有助市场竞争环境的缓和，公司目前木浆库存维持高位，短期内成本压力较小，且可通过产品结构的持续优化及较高的品牌溢价能力抵御成本上行风险。预计 2021/2022 年 EPS 分别为 1.7/1.9 港元，上调目标价至 31 港元，较现价有 20.0% 的涨幅空间，维持买入评级。

主要股东

Essity Group Holdings (51.76%)
 富安国际有限公司 (22.67%)

相关报告

维达国际(3331.HK)更新报告-20201125

研究部

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

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	16,074	16,512	18,187	19,704	21,323
同比增长	8.0%	2.7%	10.1%	8.3%	8.2%
毛利率	31.0%	37.7%	36.4%	36.5%	37.0%
归母净利润	1,138	1,874	2,039	2,293	2,617
同比增长	75.2%	64.7%	8.8%	12.4%	14.1%
净利润率	7.1%	11.4%	11.2%	11.6%	12.3%
每股盈利	0.95	1.56	1.70	1.91	2.18
PE@25.9HKD	27.3	16.6	15.2	13.5	11.9

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

利润率创历史性新高，全年业绩基本符合预期：

2020 年公司录得营业收入 165.12 亿港元，同比+2.7%，如按固定汇率换算同比+3.7%，纸巾及个护业务占比分别为 82%/18%，与去年同期相若；受益于木浆价格低位运行及产品组合的持续优化，毛利率同比提升 6.7 个百分点至 37.7%；实现归属于上市公司股东净利润 18.74 亿港元，同比大幅提升 64.7%，净利润率同比增长 4.3 个百分点至 11.4%，创历史新高；实现每股盈利 1.57 港元，全年派息 0.47 港仙，同比+67.9%，派息率 30%。

图 1：公司营业收入及增速



图 2：公司归母净利润及增速



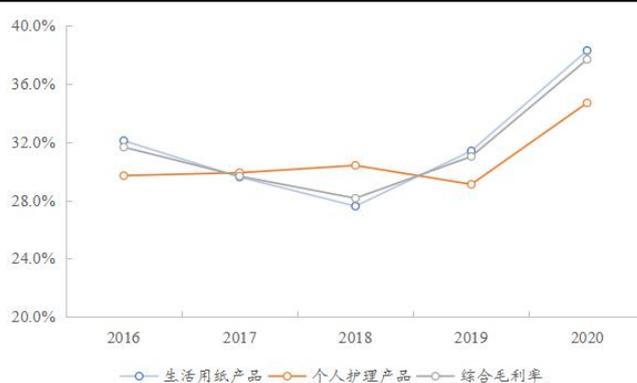
资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 3：公司收入结构



图 4：公司毛利率同比+6.7%至 37.7%



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

2020Q4 营收强劲复苏，2021 年有望维持：

尽管 2020H2 市场竞争激烈，打折促销力度加大，维达始终执行严格的定价管理和促销策略，有选择性的参与部分市场竞争，2020Q4 在高端产品（同比+超 30%）和电商渠道（同比+36.9%）强劲的销售表现及线下渠道的稳健恢复下，收入同比录得 12.7% 的自然增长。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 5：公司季度收入表现（自然增长）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

纸巾结构持续优化，个护业务表现亮眼：

2020 年，纸巾业务收入同比+2.7%至 136.08 亿港元，其中高端产品增长+30%，占比从 2019 年的 21%提升至 30%，产品结构持续优化，叠加原材料成本降低，纸巾业务毛利率同比提升 6.9 个百分点至 38.3%。个护业务同比+3%至 29.04 亿港元，其中女护业务在中国取得 70%的增长，主要得益于公司加大对女护产品的资源投放；期内，个护业务的毛利率也提升至 34.7%，同比+5.6%。2021 年公司会继续将资源重点投放于高端产品及女护品类，产品结构的持续优化将继续提振盈利能力。

图 6：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 7：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

维持买入评级，目标价 31 港元：

2021 年如原材料成本继续上行将有助市场竞争环境的缓和，公司目前木浆库存维持高位，短期内成本压力较小，且可通过产品结构的持续优化及较高的品牌溢价能力抵御成本上行风险。预计 2021/2022 年 EPS 分别为 1.7/1.9 港元，上调目标价至 31 港元，较现价有 20.0% 的涨幅空间，维持买入评级。

表 1：可比公司估值

公司	收盘价 2021/1/27	市值(亿) 当地货币	EPS (记账本位币)				PE			
			2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
港股上市										
维达国际	25.9	311	0.95	1.56	1.70	1.91	27.2	16.6	15.2	13.5
恒安国际	55.7	660	3.28	3.94	4.26	4.50	14.4	12.0	11.1	10.5
中顺洁柔	24.0	315	0.46	0.69	0.84	1.00	52.2	34.8	28.6	24.0

资料来源：公司年报、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	18,187	19,704	21,323
营业成本	-11,089	-10,289	-11,560	-12,519	-13,423
毛利	4,985	6,223	6,628	7,185	7,900
销售费用	-2,575	-2,961	-3,092	-3,251	-3,518
管理费用	-856	-952	-1,000	-1,084	-1,130
财务费用	-199	-126	-182	-197	-213
其他	17	142	164	177	192
税前利润	1,371	2,326	2,517	2,830	3,230
所得税	-232	-452	-478	-538	-614
净利润	1,138	1,874	2,039	2,293	2,617

资产负债表

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5,930	8,371	9,695	11,293	13,152
存货	3,223	4,774	5,363	5,809	6,228
应收账款及应收票据	1,916	2,435	2,682	2,906	3,144
其他应收款及预付款	238	303	333	361	391
货币资金	460	749	1,316	2,218	3,389
非流动资产	13,352	14,751	15,775	16,704	17,696
物业厂房及设备	8,858	10,117	11,144	12,073	13,065
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	25,470	27,997	30,848
流动负债	5,610	7,835	8,440	9,039	9,624
应付账款及票据	4,604	5,640	6,336	6,862	7,358
合同负债	123	147	165	179	192
短期借贷	584	1,445	1,445	1,445	1,445
其他流动负债	299	602	493	552	628
非流动负债	4,208	3,619	3,936	4,374	4,940
长期借款	2,297	2,890	3,035	3,187	3,346
其他	1,911	729	901	1,187	1,594
负债合计	9,818	11,454	12,376	13,413	14,563
股东权益合计	9,463	11,667	13,094	14,584	16,285

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%	10.1%	8.3%	8.2%
经营利润增长率	53.9%	56.3%	10.0%	12.2%	13.7%
净利润增长率	75.2%	64.7%	8.8%	12.4%	14.1%
盈利能力 (%)					
毛利率	31.0%	37.7%	36.4%	36.5%	37.0%
净利率	7.1%	11.4%	11.2%	11.6%	12.3%
ROE	12.0%	16.1%	15.6%	15.7%	16.1%
偿债能力 (%)					
资产负债率	50.9%	49.5%	48.6%	47.9%	47.2%
流动比率	1.06	1.07	1.15	1.25	1.37
速动比率	0.48	0.46	0.51	0.61	0.72
营运能力					
资产周转率	0.84	0.78	0.75	0.74	0.72
应收帐款周转率	8.45	7.59	7.11	7.05	7.05
存货周转率	3.72	2.57	2.28	2.24	2.23
现金流量表					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
税前利润	1,371	2,327	2,517	2,830	3,230
折旧和摊销	909	934	1,028	1,114	1,206
财务费用	-199	-126	-182	-197	-213
所得税	-232	-452	-478	-538	-614
经营活动现金流	2,514	2,004	2,916	3,240	3,618
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	-612	-802	-916
现金净变动	-106	248	567	901	1,171
现金的期初余额	574	460	749	1,316	2,218
现金的期末余额	460	749	1,316	2,218	3,389

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