

## 持有

## 收入增长稳健，高端产品持续发力

维达国际 (3331.HK)

2022-01-27 星期四

## 投资要点

目标价: **24.0 港元**

现价: 21.0 港元

预计升幅: 14.3%

## ➤ 收入增速稳健，业绩符合预期：

2022 年公司实现销售收入 186.76 亿港元，自然增长 7.0%；毛利率同比-2.4% 至 35.3%，主要是木浆、能源及包材成本上升所致；期内，公司持续加大女性个护业务投入及新电商渠道建设，销售费用率同比+1.8%至 19.7%，管理费用率得益于成本管理和组织效率提升，同比-0.7%至 5.1%；有效税率因在不同区域获得税务优惠政策，同比-3.4%至 16.0%；实现净利润 16.38 亿港元，同比-12.6%，业绩符合预期。

## 重要数据

日期	2022/01/26
收盘价 (港元)	21.0
总股本 (百万股)	1,200
总市值 (百万港元)	25,200
净资产 (百万元)	13,019
总资产 (百万元)	24,181
52 周高低 (港元)	28.88/17.98
每股净资产 (港元)	10.85

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

## ➤ 稳步践行品牌高端化策略，纸巾业务高端产品占比持续提升：

2021 年纸巾业务收入 155.01 亿港元，自然增长 7.2%；因市场促销活动激烈，且成本压力较大，纸巾业务毛利率同比-2.9%至 35.4%。公司坚定不移地实施高端化品牌策略，2021 年中国内地高端产品占比达 35% (2019/2020 年占比分别为 21%/30%)，产品结构进一步优化，且高端的品牌定位及溢价能力支持公司提价策略的顺利实施 (12 月公司已进行新一轮提价)。展望 2022 年，预期木浆成本或略高于 2021 年，公司将继续通过价格调整、产品结构优化等措施实现价盘及利润率的稳定。

## ➤ 女护产品增长提速，电商渠道持续发力：

2021 年个护业务收入 31.75 亿港元，自然增长 6.2%；其中，中国内地女护业务收入增长提速，同比增长超过 100% (2020 年+70%yoy)，在中国高端女护产品市场份额提升至 7%，推动个护业务毛利率同比+0.4%至 35.1%。期内，电商渠道录得 19%的自然增长，占公司总收入的 41%，同比提升 5%；其中，中国市场销售收入中已有一半来自于电商渠道，2022 年公司将继续投入于新电商渠道，巩固市场领导地位。

## 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

## ➤ 维持“持有”评级，目标价 24.0 港元：

我们维持原 22/23 年盈利预测，预计 EPS 分别为 1.56/1.78 港元，维持目标价 24.0 港元，对应 22 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。短期建议关注提价后销量情况、成本价格走势及市场竞争环境等。

百万港元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	16,512	18,676	20,740	22,799	24,826
同比增长	2.7%	13.1%	11.1%	9.9%	8.9%
毛利率	37.7%	35.3%	35.0%	35.3%	35.6%
归母净利润	1,874	1,638	1,877	2,134	2,419
同比增长	64.7%	-12.6%	14.6%	13.7%	13.3%
净利润率	11.4%	8.8%	9.1%	9.4%	9.7%
每股盈利	1.56	1.36	1.56	1.78	2.01
PE@21.0HKD	13.4	15.4	13.4	11.8	10.4

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

### 收入增速稳健，业绩符合预期

2022 年公司实现销售收入 186.76 亿港元，同比+13.1%，按固定汇率计同比+7.0%；虽然面临成本压力，公司通过加价、改善高毛利产品组合、提高运营效率、指定有效灵活地采购策略等支持毛利率维持在健康水平，毛利率同比-2.4%至 35.3%；期内，公司持续加大女性个护业务投入及新电商渠道建设，销售费用率同比+1.8%至 19.7%，管理费用率得益于成本管理和组织效率提升，同比-0.7%至 5.1%；有效税率因在不同区域获得税务优惠政策，同比-3.4%至 16.0%；实现净利润 16.38 亿港元，同比-12.6%；公司宣派末期股息 40 港仙/股，派息率约 37%。

图 1：营业收入及增速（未剔除汇率因素）



图 2：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：销售及管理费用率

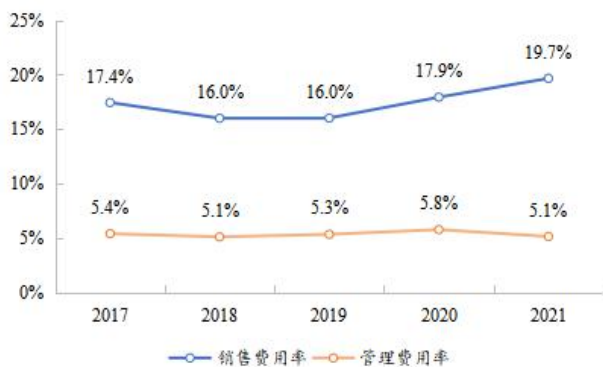


图 4：毛利率及净利润率



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

### 稳步践行品牌高端化策略，纸巾业务高端产品占比持续提升

2021 年纸巾业务收入 155.01 亿港元，自然增长 7.2%；因市场促销活动激烈，且成本压力较大，纸巾业务毛利率同比-2.9%至 35.4%。得益于公司坚定不移地实施高端化品牌策略，2021 年中国内地高端产品占比达 35%（2019/2020 年占比分别为 21%/30%），

产品结构进一步优化，且高端的品牌定位及溢价能力支持公司提价策略的顺利实施（12月公司已进行新一轮提价）。展望2022年，预期木浆成本或略高于2021年，公司将继续通过价格调整、产品结构优化等措施实现价盘及利润率的稳定。

**图5：纸中业务收入及增速**


资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

**图6：纸中业务毛利率**


资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

### 女护产品增长提速，电商渠道表现亮眼

2021年个护业务收入31.75亿港元，自然增长6.2%；其中，中国内地女护业务收入增长提速，同比增长超过100%（2020年+70%yoy），在中国高端女护产品市场份额提升至7%，推动个护业务毛利率同比+0.4%至35.1%。期内，电商渠道录得19%的自然增长，占公司总收入的41%，同比提升5%；其中，中国市场销售收入中有一半来自于电商渠道。而商用渠道在东南亚及北亚市场面临压力，主要受到疫情的负面影响，社交距离限制和疫情防控措施导致公用卫生产品使用量下降，商用渠道占比由20年13%下降至21年11%；传统和现代渠道仍在逐步恢复当中。2022年公司将继续投入于新电商渠道，巩固市场领导地位。

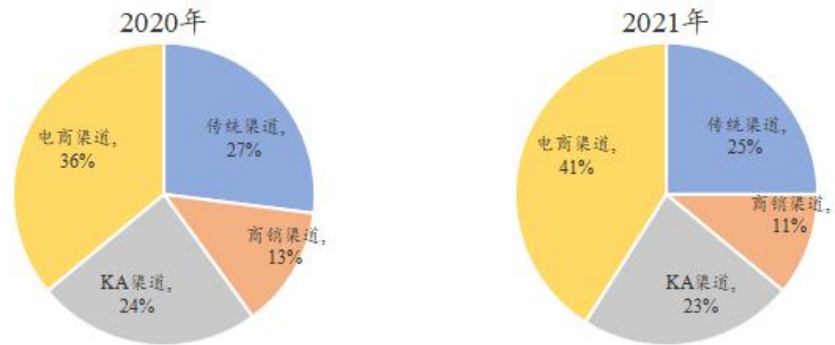
**图7：个护业务收入及增速**


资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

**图8：个护业务毛利率**


资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 9：渠道结构



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

**维持“持有”评级，目标价 24.0 港元**

我们维持原 22/23 年盈利预测，预计 EPS 分别为 1.56/1.78 港元，维持目标价 24.0 港元，对应 22 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 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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	16,512	18,676	20,740	22,799	24,826
营业成本	-10,289	-12,079	-13,485	-14,760	-15,983
<b>毛利</b>	<b>6,223</b>	<b>6,596</b>	<b>7,255</b>	<b>8,038</b>	<b>8,843</b>
销售费用	-2,961	-3,672	-3,982	-4,286	-4,667
管理费用	-952	-958	-1,078	-1,186	-1,266
财务费用	-126	-94	-104	-114	-125
其他	142	102	113	124	135
<b>税前利润</b>	<b>2,326</b>	<b>1,950</b>	<b>2,204</b>	<b>2,576</b>	<b>2,921</b>
所得税	-452	-311	-386	-451	-511
<b>净利润</b>	<b>1,874</b>	<b>1,638</b>	<b>1,818</b>	<b>2,125</b>	<b>2,409</b>

**资产负债表**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>8,371</b>	<b>8,360</b>	<b>9,434</b>	<b>10,806</b>	<b>12,343</b>
存货	4,774	4,427	4,942	5,409	5,857
应收账款及应收票据	2,435	2,364	2,626	2,886	3,143
其他应收款及预付类	303	409	454	499	544
货币资金	749	1,025	1,413	2,011	2,799
<b>非流动资产</b>	<b>14,751</b>	<b>15,821</b>	<b>17,059</b>	<b>18,297</b>	<b>19,516</b>
物业厂房及设备	10,117	11,226	12,467	13,704	14,923
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
<b>资产总计</b>	<b>23,122</b>	<b>24,181</b>	<b>26,494</b>	<b>29,103</b>	<b>31,859</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,835</b>	<b>6,598</b>	<b>7,438</b>	<b>8,086</b>	<b>8,706</b>
应付账款及票据	5,640	5,432	6,064	6,637	7,187
合同负债	147	92	102	112	121
短期借贷	1,445	867	867	867	867
其他流动负债	602	208	405	471	531
<b>非流动负债</b>	<b>3,619</b>	<b>4,564</b>	<b>4,856</b>	<b>5,434</b>	<b>6,005</b>
长期借款	2,890	2,936	3,083	3,237	3,399
其他	729	1,628	1,773	2,197	2,606
<b>负债合计</b>	<b>11,454</b>	<b>11,162</b>	<b>12,294</b>	<b>13,521</b>	<b>14,711</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>11,667</b>	<b>13,019</b>	<b>14,200</b>	<b>15,582</b>	<b>17,148</b>

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长性 (%)</b>					
营业收入增长率	2.7%	13.1%	11.1%	9.9%	8.9%
经营利润增长率	56.3%	-16.7%	12.9%	16.6%	13.2%
净利润增长率	64.7%	-12.6%	11.0%	16.9%	13.4%
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	37.7%	35.3%	35.0%	35.3%	35.6%
净利率	11.4%	8.8%	8.8%	9.3%	9.7%
ROE	16.1%	12.6%	12.8%	13.6%	14.1%
<b>偿债能力 (%)</b>					
资产负债率	49.5%	46.2%	46.4%	46.5%	46.2%
流动比率	1.07	1.27	1.27	1.34	1.42
速动比率	0.46	0.60	0.60	0.67	0.75
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.78	0.79	0.82	0.82	0.81
应收账款周转率	7.59	7.78	8.31	8.27	8.23
存货周转率	2.57	2.63	2.88	2.85	2.84
<b>现金流量表</b>					
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
税前利润	2,326	1,950	2,204	2,576	2,921
折旧和摊销	934	1,056	1,173	1,289	1,404
财务费用	-126	-94	-104	-114	-125
所得税	-452	-311	-386	-451	-511
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,004</b>	<b>2,646</b>	<b>2,898</b>	<b>3,302</b>	<b>3,690</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,725</b>	<b>-1,759</b>	<b>-1,874</b>	<b>-1,960</b>	<b>-2,059</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-31</b>	<b>-638</b>	<b>-636</b>	<b>-744</b>	<b>-843</b>
现金净变动	248	248	387	598	788
现金的期初余额	460	749	1,025	1,413	2,011
现金的期末余额	749	1,025	1,413	2,011	2,799

# 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>