

持有**3Q 收入增速稳健，成本压力下盈利端承压****维达国际 (3331.HK)**

2022-10-24 星期一

投资要点

目标价: **18.2 港元**
 现价: 15.84 港元
 预计升幅: 14.9%

➤ **收入增速稳健，利润端仍承压：**

3Q22 公司营收 43.7 亿港元，同比+6.5%，按固定汇率计同比+12.9%，增速稳健；由于原材料价格上涨超出预期，公司虽已实施多轮提价，仍难以完全覆盖，毛利率同比缩窄 7.8ppts 至 27.2%；且人民币贬值导致三季度录得汇兑损失 5,410 万港元，最终实现净利润 0.49 亿港元，同比-81.5%，净利润率降至 1.1%，业绩不达预期。

重要数据

| 日期 | 2022/10/24 |
|-------------|-------------|
| 收盘价 (港元) | 15.84 |
| 总股本 (百万股) | 1203 |
| 总市值 (百万港元) | 19,056 |
| 净资产 (百万元) | 13,565 |
| 总资产 (百万元) | 26,000 |
| 52 周高低 (港元) | 24.80/15.32 |
| 每股净资产 (港元) | 11.28 |

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
 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
 维达国际(3331.HK)更新报告-20220725

研究部

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

➤ **个护业务增速放缓，传统渠道有所恢复：**

分业务来看，3Q 纸巾业务收入同比+7.6%至 35.99 亿港元，占公司总收入 82%；个护业务因疫情影响终端营销活动，以及受海外市场增速拖累，收入增长放缓，同比+1.7%至 7.75 亿港元。分渠道来看，公司前三季度所有渠道均实现同比正增长；其中，电子商务渠道同比实现 16.5% 的自然增长，占公司总收入 41%，仍是占比最高、增速最快的渠道；传统渠道已恢复增长势头，录得接近双位数增长。

➤ **利润率压力或将持续，多措并举积极应对：**

期内，由于纸浆、能源等成本大幅上涨，导致纸巾业务毛利率出现较大幅度下滑，这也是公司整体毛利率下滑的主要原因，而个护业务毛利率维持在较为稳定的水平。目前来看，纸浆价格仍处于高位，且受汇率扰动，4Q 利润率压力或将持续，公司将继续通过产品提价、产品组合优化、精益化管理等举措积极应对，缓解成本压力，维持较为稳定的利润率水平。

➤ **维持“持有”评级，目标价 18.2 港元：**

考虑到原材料成本上涨高于预期及汇兑损失，我们下调原盈利预测，预计 2022-2024 年公司 EPS 分别为 0.70/1.22/1.56 港元，相应下调目标价至 18.2 港元，对应 23 年 15 倍 PE。短期公司受成本抬升影响，经营业绩承压，建议持续关注多轮提价后产品动销及木浆价格走势。中长期看好公司高端化进程及格局优化下市场份额的持续提升。

| 百万港元 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业额 | 16,512 | 18,676 | 20,027 | 21,889 | 23,818 |
| 同比增长 | 2.7% | 13.1% | 7.2% | 9.3% | 8.8% |
| 毛利率 | 37.7% | 35.3% | 29.7% | 32.6% | 34.1% |
| 归母净利润 | 1,874 | 1,638 | 840 | 1,459 | 1,878 |
| 同比增长 | 64.7% | -12.6% | -48.7% | 73.6% | 28.7% |
| 净利润率 | 11.4% | 8.8% | 4.2% | 6.7% | 7.9% |
| 每股盈利 | 1.56 | 1.36 | 0.70 | 1.22 | 1.56 |
| PE@15.84HKD | 10.1 | 11.6 | 22.6 | 13.0 | 10.1 |

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

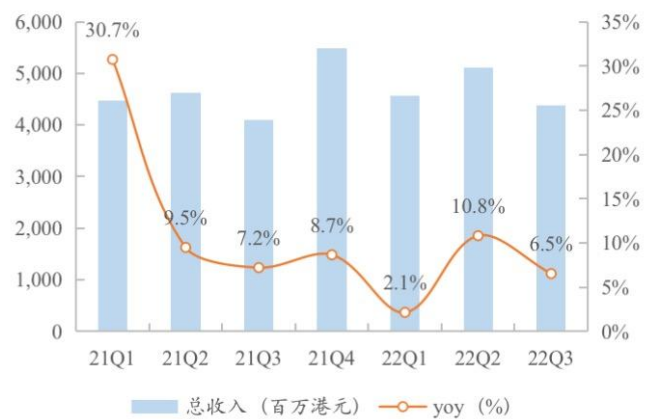
收入增速稳健，利润端仍承压

3Q22 在量价提升的推动下，公司整体营收为 43.7 亿港元，同比+6.5%，按固定汇率计同比+12.9%；7/8/9 月份分别实现收入 12.0/15.0/16.8 亿港元，同比分别 +10.1%/+9%/+2.1%。三季度成本端受木浆、能源及物流运输价格持续上涨的影响尤为明显，毛利同比下跌 17.1%至 11.91 亿港元，对毛利率的负面影响超过 10%，公司通过多轮产品提价、产品组合优化及生产效率的提升部分缓解成本压力，毛利率同比缩窄 7.8ppts 至 27.2%。此外，由于货币贬值，公司录得汇兑损失总额达 5410 万港元，其中 94%的损失来自经营活动。期内，经营利润及净利润同比分别 -78.2%/-81.5%至 0.77/0.49 亿港元，经营利润率及净利润率同比分别 -6.8ppts/-5.4ppts 至 1.8%/1.1%。由于成本压力及汇兑损失，公司第三季度整体业绩不达预期。

图 1：营业收入及增速（未剔除汇率因素）



图 2：季度营业收入及增速（未剔除汇率因素）



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司季度报、国元证券经纪（香港）整理

图 3：毛利率

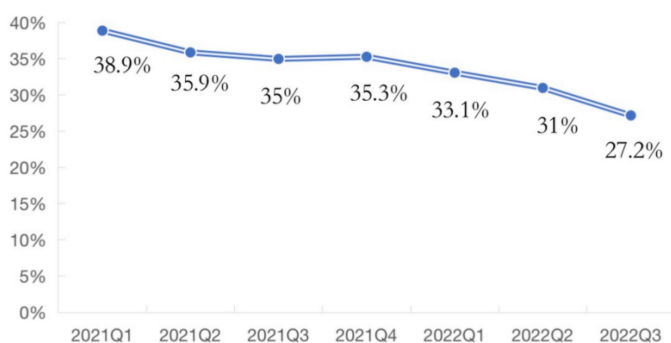
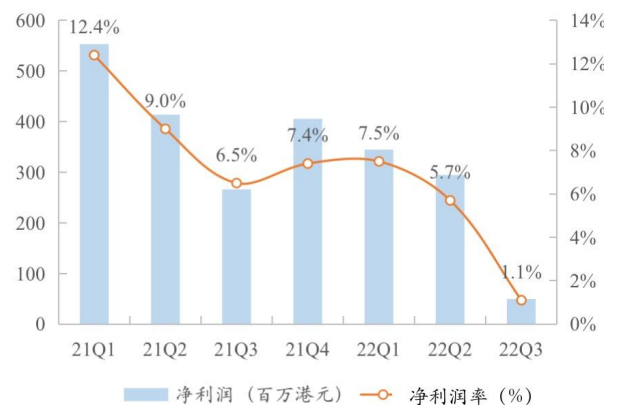


图 4：公司净利润及净利润率



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

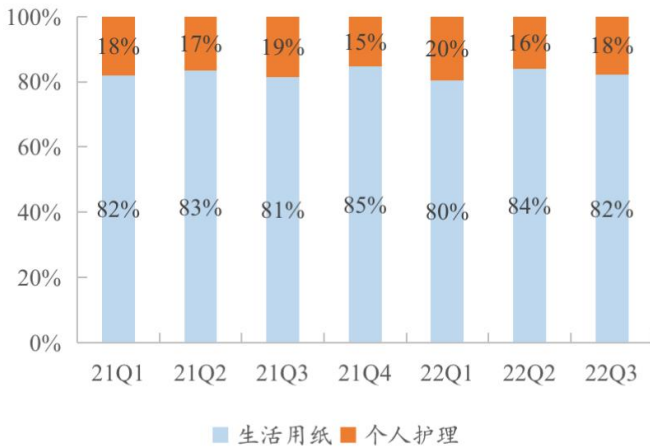
资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

个护业务增速放缓，传统渠道有所恢复

细分品类来看，3Q2022 纸巾业务实现收入 35.99 亿港元，占公司总收入 82%，期内，在较大的经营压力环境下，公司持续注重产品结构优化，坚定不移地推进高端化策略，高端产品贡献达 36% 左右。期内，个护业务收入实现 7.75 亿港元，占公司总收入 18%。个护业务因疫情影响终端营销活动，以及受海外市场增速拖累，收入增速放缓，同比+1.7%。如 4Q22 疫情可控，各类营销活动能够有序开展，业务有望得到更好恢复。

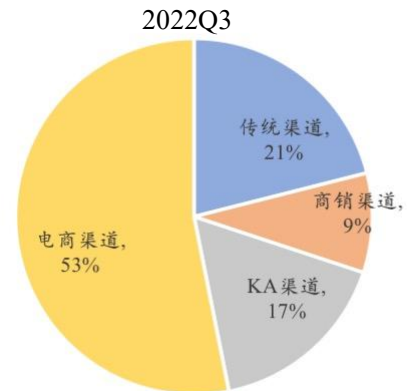
从渠道来看，2022Q3 电子商务渠道仍然为增长最快渠道，同比实现 21.5% 自然增长，其中，中国内地表现最为亮眼，电商渠道销售收入占比达 53%，预计接下来双十一等电商大促活动会带来更大增长动力。传统渠道已逐步恢复增长势头，前九个月已实现接近双位数增长。B2B 渠道因海外市场疫情管控放松，已有回暖趋势。KA 渠道虽部分地区受疫情管控限制，仍然实现同比正增长。

图 5：公司业务分部占比



资料来源：公司季度报、国元证券经纪（香港）整理

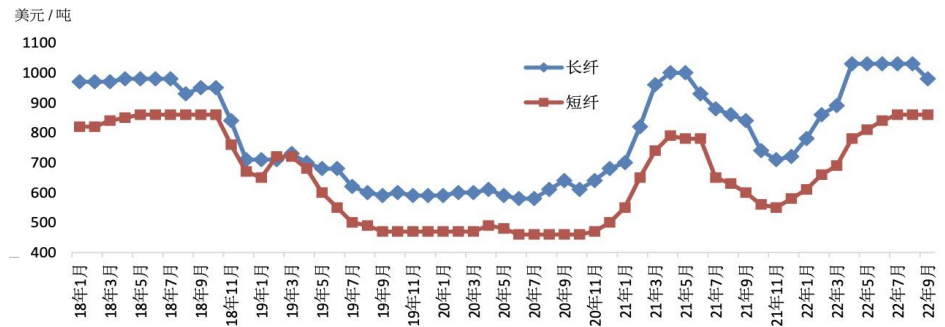
图 6：3Q22 中国销售渠道结构



资料来源：公司三季度报、国元证券经纪（香港）整理

利润率压力或将持续，多措并举积极应对

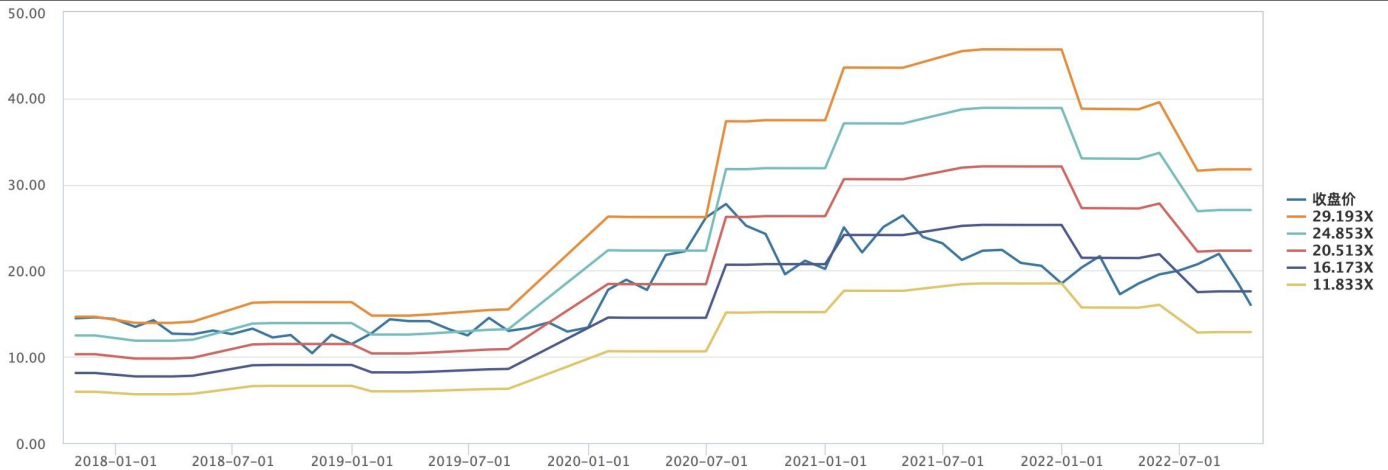
期内，由于纸浆、能源等成本大幅上涨，导致纸巾业务毛利率出现较大幅度下滑，这也是公司整体毛利率下滑的主要原因，而个护业务毛利率维持在较为稳定的水平。目前来看，纸浆价格仍处于高位，且受汇率扰动，4Q 利润率压力或将持续，公司将继续通过产品提价、产品组合优化、精益化管理等举措积极应对，缓解成本压力，维持较为稳定的利润率水平。

图 7：木浆价格变动情况


资料来源：公司季度报、国元证券经纪（香港）整理

维持“持有”评级，目标价 18.2 港元

考虑到原材料成本上涨高于预期及汇兑损失，我们下调原盈利预测，预计 2022-2024 公司 EPS 分别为 0.70/1.22/1.56 港元，相应下调目标价至 18.2 港元，对应 23 年 15 倍 PE。短期公司受成本抬升影响，经营业绩承压，建议持续关注多轮提价后产品动销及木浆价格走势。中长期看好公司高端化进程及格局优化下市场份额的持续提升。

图 8：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 | | | | | | 主要财务比率 | | | | | |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 单位: 百万港元 | | | | | | 单位: 百万港元 | | | | | |
| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 营业收入 | 16,512 | 18,676 | 20,027 | 21,889 | 23,818 | 成长性 (%) | | | | | |
| 营业成本 | -10,289 | -12,079 | -14,079 | -14,755 | -15,703 | 营业收入增长率 | 2.7% | 13.1% | 7.2% | 9.3% | 8.8% |
| 毛利 | 6,223 | 6,596 | 5,948 | 7,134 | 8,115 | 经营利润增长率 | 56.3% | -16.7% | -45.2% | 67.9% | 27.5% |
| 销售费用 | -2,961 | -3,672 | -3,925 | -4,268 | -4,645 | 净利润增长率 | 64.7% | -12.6% | -48.7% | 73.6% | 28.7% |
| 管理费用 | -952 | -958 | -1,021 | -1,116 | -1,215 | 盈利能力 (%) | | | | | |
| 财务费用 | -126 | -94 | -100 | -110 | -119 | 毛利率 | 37.7% | 35.3% | 29.7% | 32.6% | 34.1% |
| 其他 | 142 | 102 | 118 | 129 | 141 | 净利率 | 11.4% | 8.8% | 4.2% | 6.7% | 7.9% |
| 税前利润 | 2,326 | 1,950 | 1,019 | 1,769 | 2,276 | ROE | 16.1% | 12.6% | 6.2% | 10.1% | 11.9% |
| 所得税 | -452 | -311 | -178 | -310 | -398 | 偿债能力 (%) | | | | | |
| 净利润 | 1,874 | 1,638 | 840 | 1,459 | 1,878 | 资产负债率 | 49.5% | 46.2% | 47.8% | 48.9% | 50.1% |
| | | | | | | 流动比率 | 1.07 | 1.27 | 1.25 | 1.34 | 1.49 |
| | | | | | | 速动比率 | 0.46 | 0.60 | 0.56 | 0.66 | 0.81 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产周转率 | 0.78 | 0.79 | 0.80 | 0.80 | 0.80 |
| | | | | | | 应收帐款周转率 | 7.59 | 7.78 | 8.17 | 8.25 | 8.23 |
| | | | | | | 存货周转率 | 2.57 | 2.63 | 2.94 | 2.79 | 2.81 |
| | | | | | | 现金流量表 | | | | | |
| | | | | | | 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| | | | | | | 税前利润 | 2,326 | 1,950 | 1,019 | 1,769 | 2,276 |
| | | | | | | 折旧和摊销 | 935 | 1,027 | 1,101 | 1,204 | 1,310 |
| | | | | | | 财务费用 | -126 | -94 | -100 | -110 | -119 |
| | | | | | | 所得税 | -452 | -311 | -178 | -310 | -398 |
| | | | | | | 经营活动现金流 | 2,004 | 2,646 | 2,028 | 2,554 | 3,082 |
| | | | | | | 投资活动现金流 | -1,725 | -1,759 | -1,523 | -1,293 | -1,105 |
| | | | | | | 融资活动现金流 | -31 | -638 | -294 | -511 | -657 |
| | | | | | | 现金净变动 | 248 | 248 | 210 | 750 | 1,319 |
| | | | | | | 现金的期初余额 | 460 | 749 | 1,025 | 1,236 | 1,986 |
| | | | | | | 现金的期末余额 | 749 | 1,025 | 1,236 | 1,986 | 3,305 |

资产负债表

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 8,371 | 8,360 | 9,369 | 10,644 | 12,597 |
| 存货 | 4,774 | 4,427 | 5,159 | 5,407 | 5,755 |
| 应收账款及应收票 | 2,435 | 2,364 | 2,535 | 2,771 | 3,015 |
| 其他应收款及预付 | 303 | 409 | 439 | 479 | 522 |
| 货币资金 | 749 | 1,025 | 1,236 | 1,986 | 3,305 |
| 非流动资产 | 14,751 | 15,821 | 16,631 | 17,750 | 18,909 |
| 物业厂房与设备 | 10,117 | 11,226 | 12,038 | 13,157 | 14,317 |
| 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 | 26,000 | 28,394 | 31,507 |
| 流动负债 | 7,835 | 6,598 | 7,502 | 7,943 | 8,465 |
| 应付账款及票据 | 5,640 | 5,432 | 6,331 | 6,635 | 7,061 |
| 合同负债 | 147 | 92 | 107 | 112 | 119 |
| 短期借贷 | 1,445 | 867 | 867 | 867 | 867 |
| 其他流动负债 | 602 | 208 | 198 | 329 | 418 |
| 非流动负债 | 3,619 | 4,564 | 4,932 | 5,938 | 7,307 |
| 长期借款 | 2,890 | 2,936 | 3,083 | 3,237 | 3,399 |
| 其他 | 729 | 1,628 | 1,849 | 2,701 | 3,908 |
| 负债合计 | 11,454 | 11,162 | 12,435 | 13,881 | 15,772 |
| 股东权益合计 | 11,667 | 13,019 | 13,565 | 14,514 | 15,734 |

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>