

买入

业绩表现稳健，需求修复及成本下行可期

维达国际 (3331.HK)

2023-2-15 星期三

投资要点

目标价: **26.5 港元**
 现价: 21.9 港元
 预计升幅: 21.0%

➤ 收入增速稳健，利润端承压显著：

22 年公司实现销售收入 194.18 亿港元，同比+4.0%，按固定汇率计同比+7.0%，基本符合预期。期内，公司持续加大高端品类及女护业务投入，并加强成本管控，销管费用率同比-0.4%至 24.5%。由于原材料、能源等成本上涨超出预期，公司通过产品提价、产品组合优化、运营效率提升等方式仍不足以完全抵消，毛利率同比缩窄 7.1pcts 至 28.2%，叠加外汇损失，净利润同比-56.9%至 7.06 亿元，净利润率同比-5.2%至 3.6%，低于我们预期。

重要数据

日期	2023/2/14
收盘价 (港元)	21.9
总股本 (百万股)	1,203
总市值 (百万港元)	26,344
净资产 (百万元)	12,000
总资产 (百万元)	24,289
52 周高低 (港元)	25.80/14.54
每股净资产 (港元)	9.98

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 高端纸巾延续亮眼表现，成本压力有望逐步缓和：

得益于产品提价及高端产品的强劲增长，22 年纸巾业务实现收入 161.03 亿港元，自然增长+7.8%，龙头地位稳固；其中高端产品同比增长近 15% (中国内地 Tempo+20%yoY)，占纸品业务收入 36% 左右；但因木浆价格持续高位导致纸巾分部毛利率及经营利润率分别同比-7.9%/-7.2%至 27.5%/5.2%。目前浆价已有松动，海外浆厂新增产能投放在即，在供给缓和的背景下，浆价于 23 年步入下行通道具备较强确定性。

➤ 个护业务持续增长，电商渠道贡献稳步提升：

个护业务的市场营销活动在疫情带来的较大挑战下，仍然实现 9.6% 的自然增长至 33.1 亿元，其中女护业务在渠道扩张及品牌知名度提升下于中国内地及东南亚市场分别实现 30%/15% 的同比增长。分渠道看，在市场环境及原材成本挑战下，公司凭借多年在电商渠道积累的经验及优势，录得 16.7% 的自然增长，收入贡献提升 3% 至 44%，于中国内地的收入贡献提升至 53%。

➤ 给予“买入”评级，目标价 26.5 港元：

伴随内需恢复、产品提价及组合优化、叠加浆价下行预期，公司盈利有望获得修复。基于对汇率变动、浆价下行时点及幅度的预期，我们调整原预测，预计 23-25 年公司 EPS 分别为 1.21/1.52/1.82 港元，公司作为高端生活用纸龙头，强品牌力及执行力已被市场验证，参考行业可比公司估值，调整目标价至 26.5 港元，对应 23 年 22 倍 PE，给予买入评级。

主要股东

Essity Group Holdings (51.59%)
 富安国际有限公司 (21.72%)

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-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-20221025

研究部

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

百万港元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业额	18,676	19,418	21,207	22,908	24,638
同比增长	13.1%	4.0%	9.2%	8.0%	7.6%
毛利率	35.3%	28.2%	32.4%	33.8%	34.5%
归母净利润	1,638	706	1,458	1,825	2,190
同比增长	-12.6%	-56.9%	106.5%	25.1%	20.0%
净利润率	8.8%	3.6%	6.9%	8.0%	8.9%
每股盈利	1.36	0.59	1.21	1.52	1.82
PE@21.9HKD	16.0	37.3	18.1	14.4	12.0

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，利润端承压显著

在挑战重重的大环境下，公司于今年仍实现正向的自然增长，2022年公司实现销售收入194.18亿港元，同比+4.0%，按固定汇率计同比+7.0%。虽然面临成本上涨压力，以及因疫情导致经济活动受阻，维达仍坚持高端化策略，不断优化产品组合，提升品牌价值，同时通过改善价盘、提高运营效率，缓解原材料上涨压力，将利润率维持在相对健康水平，展现出公司作为生活用纸龙头的经营韧性。尽管公司积极调整经营策略，仍难以全部抵消成本上涨带来的负面影响，毛利率同比上年下降7.1个百分点至28.2%。期内，公司持续发展品牌建设、创新研发和推进渠道及平台建设，并继续向高端品类及中国女护投入资源，公司销售费用率同比微升0.1个百分点至19.8%；管理费用率得益于成本管理和落实效率提升规划，同比下降0.6pcts至4.7%。2022年公司净利润同比-56.9%至7.06亿港元，净利率同比下降5.2个百分点至3.6%。

图 1：营业收入及增速（未剔除汇率因素）



图 2：净利率及增速



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

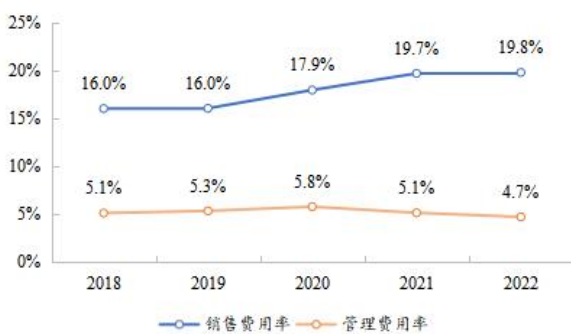
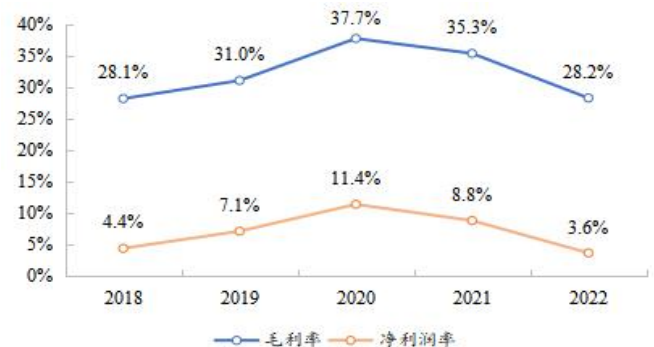


图 4：毛利率及净利率



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

高端纸巾延续亮眼表现，持续践行高端化策略

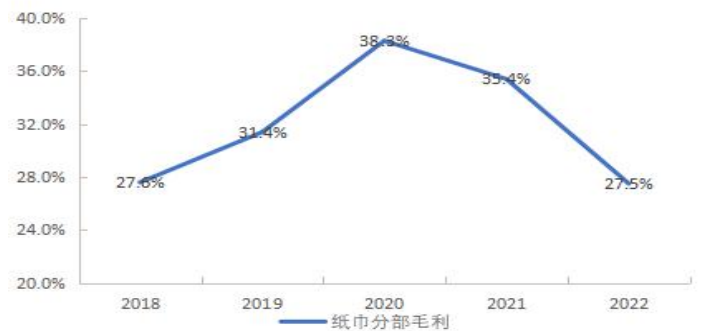
在价格和销量的共同推动下，2022年公司生活用纸销售收入实现稳健增长，录得收入161.03亿港元，同比+3.9%，剔除汇率影响增长+7.8%，占总收入的83%；尽管期内为应对成本上涨压力公司进行多轮提价，龙头地位仍然稳固，在中国内地和香港的市占率分别达18.8%/48.7%，体现出公司较强的品牌竞争力及市场执行力。分产品来看，高端产品目标客户对价格敏感度相对较低，延续亮眼表现，同比增长近15%，占纸品业务收入提升至36%左右。由于木浆价格持续高位，公司通过产品提价、产品组合优化等方式仍不足以完全抵消成本上涨，纸巾业务毛利率同比-7.9ptcs至27.5%；经营利润率同比-7.2ptcs至5.2%。在艰难的市场环境下，公司高端产品仍然实现强劲增长，助力稳定经营业绩，坚定公司以产品高端化为长远发展的决心。公司年内创新研发一系列新品，POWER-X可水洗厨房纸、棉韧奢柔纸巾、4D Deluxe湿厕纸在推出后均获得热烈反响，助推业绩增长。

图 5：纸巾收入及增速



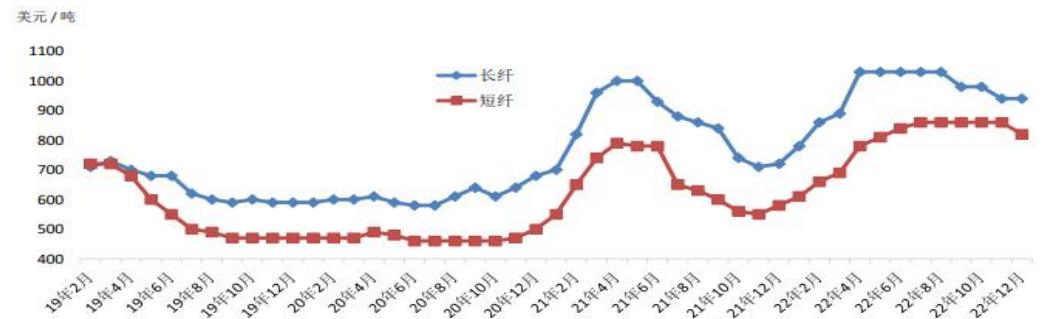
资料来源：公司业绩会、国元证券经纪（香港）整理

图 6：纸巾业务毛利率



资料来源：公司业绩会、国元证券经纪（香港）整理

图 7：木浆价格变动情况



资料来源：公司业绩会、国元证券经纪（香港）整理

个护业务持续增长，电商渠道贡献稳步提升

2022年公司个护业务收入33.1亿港元，同比+4.4%，剔除汇率影响增长+9.6%。相对于

生活用纸，个护的原材料成本波动相对平稳，毛利率及经营利润率分别为 31.7%/2.0%，同比-3.4ptcs/-3.8ptcs。从细分品类来看，女护业务在渠道扩张及品牌知名度提升下于中国内地及东南亚市场分别实现 30%/15%的同比增长，在中国高端女护市场排名上升至第四位；成人护理方面，为满足人口老龄化加快的需求，公司通过品牌原生的零售概念，在内地打造累计 300 多家创新性维达健康·添宁体验中心门店，有效拉动经营业绩。2022 年 12 月位于马来西亚新总部一期已投入运营，配备先进的生产设施、现代化的研发中心及一流的仓储和配送设备，个护业务望保持强劲增长势头。

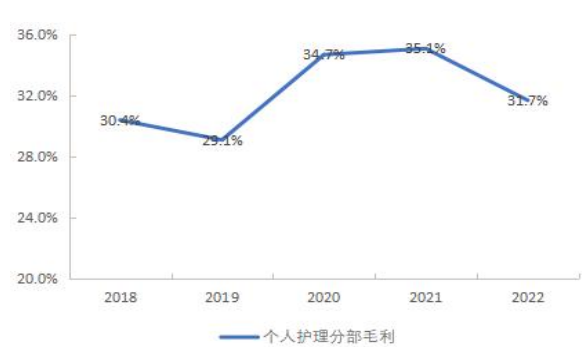
分渠道来看，在市场环境及原材成本挑战下，公司凭借多年在电商渠道积累的经验及优势，录得 16.7%的自然增长，收入贡献提升 3%至 44%，传统、商用及现代渠道分别占 24%/11%/21%；其中，在中国市场，电子商务渠道收入贡献已提升至 53%，传统经销商和商用渠道贡献较为稳定，分别占 20%/9%，而现代渠道受国内疫情影响下降 2 个百分点至 18%。

图 8：个护业务收入及增速



资料来源：公司季度报、国元证券经纪（香港）整理

图 9：个护业务毛利率变动情况



资料来源：公司季度报、国元证券经纪（香港）整理

总体来说，因原材料成本上涨超出预期，且销售及营销活动受到疫情影响，公司 2022 年整体业绩不及预期。展望 2023 年鉴于中国内地全面放宽防疫政策，经济活动逐步恢复，生活用纸使用场景复苏将提振消费需求；在原材料成本下行预期下，公司盈利能力望得到修复，叠加产品提价、产品组合优化、运营效率提升，盈利弹性释放可期。中长期来看，公司以产品高端化为发展重心，注重产品研发及创新，同时继续加强个护品类在渠道及品牌建设投入，通过产品创新及高端品类实现盈利能力的持续提升及业务的长远发展。

给予“买入”评级，目标价 26.5 港元

伴随内需恢复、产品提价及组合优化、叠加浆价下行预期，公司盈利有望获得修复。基于对汇率变动、浆价下行时点及幅度的预期，我们调整原预测，预计 23-25 年公司 EPS 分别为 1.21/1.52/1.82 港元，公司作为高端生活用纸龙头，强品牌力及执行力已被

市场验证，参考行业可比公司估值，调整目标价至 26.5 港元，对应 23 年 22 倍 PE，给予买入评级。

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

表 1：可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价	市值 (百万港元)	EPS			PE		
		2023/2/14		2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
3331.HK	维达国际	21.9	26,351.7	1.36	0.59	1.21	16.0	37.3	18.1
1044.HK	恒安国际	37.75	43,870.1	2.79	2.21	2.89	11.0	14.8	11.3
002511.SZ	中顺洁柔	13.11	19,854.5	0.55	0.35	0.54	29.7	43.4	27.9
003006.SZ	百亚股份	18.52	9,181.8	0.65	0.43	0.66	35.0	43.1	32.3
605009.SH	豪悦护理	49.82	8,909.6	2.79	2.79	3.43	21.3	20.6	16.7
300888.SZ	稳健医疗	71.89	35,323.6	3.56	4.45	5.16	24.7	18.6	16.0
平均							22.9	29.6	20.4

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

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	18,676	19,418	21,207	22,908	24,638
营业成本	-12,079	-13,934	-14,326	-15,172	-16,141
毛利	6,596	5,483	6,881	7,735	8,497
销售费用	-3,672	-3,837	-4,072	-4,398	-4,681
管理费用	-958	-912	-1,060	-1,145	-1,183
财务费用	-94	-60	-65	-70	-76
其他	102	77	84	91	97
税前利润	1,950	747	1,768	2,212	2,655
所得税	-311	-41	-309	-387	-465
净利润	1,638	706	1,458	1,825	2,190

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8,360	9,585	10,405	11,451	12,604
存货	4,427	6,015	6,184	6,549	6,967
应收账款及应收票据	2,364	2,340	2,555	2,760	2,969
其他应收款及预付款	409	483	528	570	613
货币资金	1,025	607	994	1,420	1,898
非流动资产	15,821	14,704	15,114	15,692	16,492
物业厂房与设备	11,226	10,354	11,307	12,215	13,137
无形资产	2,647	2,457	2,457	2,457	2,457
其他非流动资产	1,948	1,893	1,350	1,021	898
资产总计	24,181	24,289	25,519	27,143	29,096
流动负债	6,598	8,827	9,109	9,547	10,076
应付账款及票据	5,432	7,549	7,761	8,220	8,745
合同负债	92	118	122	129	137
短期借贷	867	299	299	299	299
其他流动负债	208	860	927	899	895
非流动负债	4,564	3,462	3,462	3,462	3,462
长期借款	2,936	2,801	2,801	2,801	2,801
其他	1,628	661	661	661	661
负债合计	11,162	12,288	12,571	13,009	13,538
股东权益合计	13,019	12,000	12,948	14,134	15,558

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性 (%)					
营业收入增长率	13.1%	4.0%	9.2%	8.0%	7.6%
经营利润增长率	-16.7%	-60.5%	127.2%	24.5%	19.6%
净利润增长率	-12.6%	-56.9%	106.5%	25.1%	20.0%
盈利能力 (%)					
毛利率	35.3%	28.2%	32.4%	33.8%	34.5%
净利率	8.8%	3.6%	6.9%	8.0%	8.9%
ROE	12.6%	5.9%	11.3%	12.9%	14.1%
偿债能力 (%)					
资产负债率	46.2%	50.6%	49.3%	47.9%	46.5%
流动比率	1.27	1.09	1.14	1.20	1.25
速动比率	0.60	0.40	0.46	0.51	0.56

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资产周转率	0.79	0.80	0.85	0.87	0.88
应收帐款周转率	7.78	8.26	8.66	8.62	8.60
存货周转率	2.63	2.67	2.35	2.38	2.39

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
税前利润	1,950	747	1,768	2,212	2,655
折旧和摊销	1,027	1,068	1,166	1,260	1,355
财务费用	-94	-60	-65	-70	-76
所得税	-311	-41	-309	-387	-465
经营活动现金流	2,646	2,081	1,994	2,163	2,336
投资活动现金流	-1,759	-1,102	-1,097	-1,098	-1,091
融资活动现金流	-638	-1,339	-510	-639	-767
现金净变动	248	-360	387	427	478
现金的期初余额	749	1,025	607	994	1,420
现金的期末余额	1,025	607	994	1,420	1,898

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>