

## 21H1 业绩点评: 电商渠道表现靓丽, 经营业绩受高基数及高浆价扰动

增持 (首次)

2021年07月19日

证券分析师 张潇

执业证号: S0600521050003

zhangxiao@dwzq.com.cn

证券分析师 邹文婕

执业证号: S0600521060001

zouwj@dwzq.com

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万港元)	16,511.7	18,732.5	21,039.6	23,431.1
同比 (%)	2.7%	13.5%	12.3%	11.4%
归母净利润 (百万港元)	1874.3	2467.7	2670.1	2974.3
同比 (%)	64.7%	31.7%	8.2%	11.4%
每股收益 (港元/股)	1.56	2.06	2.23	2.48
P/E (倍)	13	10	9	8

### 投资要点

- **21H1 收入端符合市场预期, 利润端略低于市场预期。** 21H1 实现营收 90.85 亿港元, 同比+19.0% (剔除汇率因素的自然增速为 11.0%); 经营利润 12.11 亿港元, 同比-3.7%。其中 Q2 实现营收 46.15 亿港元, 同比+9.5% (剔除汇率因素的自然增速为 1.0%); 实现经营利润 5.08 亿港元, 同比-30.5%。21H1 收入端基本符合市场预期, 利润端略低于市场预期。
- **21Q2 收入增速逐月回升。** 21Q2 收入增速回落主要由于 20Q2 基数较高及公司于 21 年 3 月发布涨价函, 渠道提前备货导致。分月度看, 21 年 4/5/6 月收入端剔除汇率因素的自然增速分别为 -17.1%/-1.2%/+19.0%, 收入增速逐月回升, 6 月已恢复较好增长态势。21Q2 利润端同比下滑较多的原因主要有: 1) 20Q2 受疫情影响促销活动减少, 产品价格高于 21Q2; 2) 木浆价格于 20Q4 起大幅上涨, 21Q2 平均成本高于 20Q2。
- **电商渠道保持强劲增长, 中国大陆地区电商收入占比已达 38%。** 分渠道看, 21H1 传统经销/商超/电商/大客户渠道分别实现收入 24.5/21.8/34.5/10 亿港元, 同比分别+11%/+10%/+37%/+9%, 占收入的比例分别为 27%/24%/38%/11%。其中 21Q2 传统经销/商超/电商/大客户渠道收入同比分别-3%/+8%/+21%/+8%。电商渠道维持高增, 剔除汇率因素的自然增速为 26%; 后疫情时代生活用纸消费持续向线上迁移, 公司电商渠道优势得到充分发挥。分地区看, 中国大陆仍然是公司最重要的市场, 21H1 实现收入 69.75 亿港元, 同比+25% (剔除汇率因素的自然增速为 14.7%)。其中, 传统经销/商超/电商/大客户收入占比分别为 27%/24%/38%/11%, 较 20H1 分别-2pp/-2pp/+5pp/-1pp, 电商渠道收入占比快速攀升。分产品看, 21H1 纸巾产品实现收入 75.09 亿港元, 同比+20.3%; 个护产品实现收入 15.76 亿港元, 同比+13.3%。
- **促销力度提升及成本压力导致 21Q2 经营利润率回落。** 毛利率方面, 21H1 毛利率为 37.4%, 同比降 1.1pp, 其中 21Q2 毛利率为 35.9%, 同比降 3.5pp。期间费用方面, 21H1 销售费用率同比+2.8pp 至 19.4%, 管理费用率同比-0.7pp 至 4.9%。销售费用增加主要受促销活动增加及中国大陆地区卫生巾等个人护理推广力度增加导致。毛利率下行及期间费用率上升拖累经营利润率下滑, 21H1 经营利润率同比-3.2pp 至 13.3%, 其中 21Q2 经营利润率同比-6.3pp 至 11%。
- **盈利预测与投资评级:** 21Q2 经营业绩受市场及原材料扰动, 我们预计随着浆价回落盈利能力将有所回升。我们预计公司 21-23 年净利润分别为 24.7、26.7、29.7 亿港元, 对应 PE10x、9x、8x, 估值具有一定安全边际, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格上涨; 产能释放不及预期; 行业产能扩张大于需求, 竞争加剧; 扩品类推广不及我们预期; 营销渠道建设不及我们预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(港元)	20.35
一年最低/最高价	19.80/31.80
市净率(倍)	1.99
港股流通市值(百万港元)	24436.59

### 基础数据

每股净资产(元)	10.21
资产负债率(%)	48.88
总股本(百万股)	1200.82
流通股本(百万股)	1200.82

### 相关研究

维达国际三大财务预测表

资产负债表 (百万港元)					利润表 (百万港元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>8371</b>	<b>9184</b>	<b>11268</b>	<b>12411</b>	<b>营业收入</b>	<b>16512</b>	<b>18732</b>	<b>21040</b>	<b>23431</b>
现金	749	1510	2885	3698	减:营业成本	10289	11421	12916	14309
应收账款	2848	2931	3559	3669	营业税金及附加	0	0	0	0
存货	4774	4743	4824	5045	营业费用	2961	3359	3815	4319
其他流动资产	0	0	0	0	管理费用	952	1043	1140	1246
<b>非流动资产</b>	<b>14751</b>	<b>16357</b>	<b>17988</b>	<b>19994</b>	研发费用	0	0	0	0
长期股权投资	2	2	2	2	财务费用	126	143	161	179
固定资产	10117	10865	11760	12794	资产减值损失	1	1	1	1
在建工程	540	583	629	680	加:投资净收益	0	0	0	0
无形资产	2942	3781	4497	5448	其他收益	142	13	14	15
其他非流动资产	1149	1126	1099	1069	资产处置收益	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>23122</b>	<b>25541</b>	<b>29256</b>	<b>32405</b>	<b>营业利润</b>	<b>2453</b>	<b>2922</b>	<b>3183</b>	<b>3571</b>
<b>流动负债</b>	<b>7835</b>	<b>7983</b>	<b>8699</b>	<b>9456</b>	加:营业外净收支	-127	141	131	121
短期借款	1745	1847	2149	2443	<b>利润总额</b>	<b>2325</b>	<b>3063</b>	<b>3314</b>	<b>3692</b>
应付账款	2972	4081	3299	4232	减:所得税费用	452	595	644	718
其他流动负债	2802	2055	3251	2780	少数股东损益	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	<b>3619</b>	<b>4609</b>	<b>5212</b>	<b>5774</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1874</b>	<b>2468</b>	<b>2670</b>	<b>2974</b>
长期借款	2986	4111	4650	5151	EBIT	2184	3050	3300	3677
其他非流动负债	633	497	562	623	EBITDA	3411	4430	4808	5323
<b>负债合计</b>	<b>11454</b>	<b>12591</b>	<b>13911</b>	<b>15230</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	1.56	2.06	2.23	2.48
归属母公司股东权益	11667	12950	15345	17175	每股净资产(元)	9.73	10.80	12.79	14.32
<b>负债和股东权益</b>	<b>23122</b>	<b>25541</b>	<b>29256</b>	<b>32405</b>	发行在外股份(百万股)	1,199	1,199	1,199	1,199
					ROIC(%)	2%	3%	2%	3%
					ROE(%)	18%	20%	19%	18%
<b>现金流量表 (百万港元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	毛利率(%)	38%	39%	39%	39%
经营活动现金流	2004	3854	4473	4489	销售净利率(%)	11%	13%	13%	13%
投资活动现金流	-1725	-2831	-2965	-3458	资产负债率(%)	50%	49%	48%	47%
筹资活动现金流	-31	-257	-151	-224	收入增长率(%)	3%	13%	12%	11%
现金净增加额	289	761	1375	813	净利润增长率(%)	65%	32%	8%	11%
折旧和摊销	1126	1237	1348	1467	P/E	13.02	9.89	9.14	8.21
资本开支	1787	2823	2959	3453	P/B	2.09	1.88	1.59	1.42
营运资本变动	-896	143	161	179	EV/EBITDA	2.09	1.61	1.49	1.34

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>