

投资评级 优于大市 首次覆盖

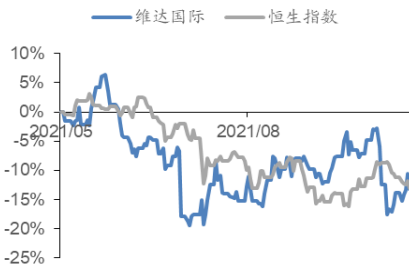
客观因素有望转好，高端化及电商渠道仍是重要发展推力

股票数据

11月19日收盘价	21.45 港元
52周股价波动	19.66~28.77 港元
总股本/流通港股	12.01/12.01 亿股
总市值/流通市值	259/259 亿港元

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-9.85	-3.42	0.60
相对涨幅 (%)	-12.53	0.19	4.65

资料来源：海通证券研究所

分析师:郭庆龙

Email:gql13820@htsec.com

证书:S0850521050003

联系人:吕科佳

Email:lkj14091@htsec.com

投资要点:

- **公司发布财务资料。**2021年前三季度，公司实现营业收入131.9亿港元，同比增长15.1%；经营溢利15.65亿港元，同比下滑13.1%。单三季度，公司实现营业收入41.06亿港元，同比增长7.2%；经营溢利3.54亿港元，同比下滑35%。
- **外部冲击导致Q3收入增速下滑，公司表现优于市场整体水平。**1) 公司2021Q3营业收入增速7.2%。第三季度，公司主要生产地中国和马来西亚地区受灾疫情影响供应链短暂中断，加之区域内整体消费景气度减弱和零售市场季节性波动，共同抑制了销售增长。对比第三季度行业整体下滑的销售情况，公司表现优于市场水平，业绩增速较稳健，仍处于领先地位。2) 2021Q3公司纸巾业务实现营收33.44亿港元，同比增长7.04%；个人护理业务实现营收7.62亿港元，同比增长7.93%，增速略胜纸巾业务。其中，女性护理品牌Libresse薇尔作为天猫个护品类成长最快速的品牌之一，为公司的整体营收提供新增长点。
- **成本上涨压缩公司利润，盈利水平仍有提升空间。**2021Q3公司毛利率为35.0%，同比-1.9pct；经营溢利率为8.6%，同比-5.6pct。我们判断，毛利率缩窄主要受三方面影响：原材料价格处于历史高位，2021Q3国内木浆价格同比+36%；能源价格飙升，据第一财经百度号援引世界银行预测，2021年全球能源价格同比+80%。第三季度汇兑亏损达8百万港元，对公司的经营溢利率产生一定负面影响。我们认为，公司的经营策略一定程度上缓解了来自外部的冲击，随着产品结构的不断优化和高端产品的持续推广，公司未来盈利能力将进一步提升。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2021-2023年净利润分别为18.88、30.38、35.65亿港元，分别同比增长0.7%、60.9%、17.3%，当前收盘价对应2021-2022年PE为14、11倍，公司作为个人护理领域龙头企业，参考可比公司给予公司2021年16-18倍PE估值，对应合理价值区间25.05-28.18港元，给予“优于大市”评级。
- **风险提示：**原材料价格上涨，渠道开拓不及预期，市场竞争持续加剧。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (百万港元)	16083	16519	19195	21805	24392
(+/-)YoY(%)	8.1%	2.7%	16.2%	13.6%	11.9%
净利润 (百万港元)	1138	1874	1880	2399	2718
(+/-)YoY(%)	75.3%	64.7%	0.3%	27.6%	13.3%
全面摊薄EPS (港元)	0.95	1.56	1.57	2.00	2.26
毛利率(%)	31.0%	37.7%	34.7%	36.2%	36.4%
净资产收益率(%)	12.0%	16.1%	13.9%	15.1%	14.7%

资料来源：公司年报(2019-2020)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

- **积极布局电商新渠道，投资回报率有望快速增长。**2021 年公司积极布局电商新渠道，根据卡思数据公众号，截至 8 月份快手平台的“维达国际旗舰店”直播总成交额达 1500 万元，月均成交额达 500 万元，截至 11 月 16 日账号粉丝数超 73 万人，进入快速增长阶段。通过采用达人分销合作和品牌自播等一系列策略，公司在电商新渠道上快速建立自身优势，有望实现相比其他渠道更高的粉丝复购率和消费粘性。

- **盈利预测假设：**

- 电商渠道：生活用纸及个护产品具有单位价值量相对较低、产品需求具有一定刚性，以及产品同质化程度相对较高的特征，因此线上业务占比持续提升，我们预计 2021-2023 年电商渠道收入分别同比增长 27.0%、24.0%、22.0%。
- 线下渠道：我们认为公司得益于线下渠道的长期布局及品牌优势，仍有望保持增长，1) 传统经销商渠道：我们预计 2021-2023 年收入同比增速分别达到 12.0%、8.0%、5.0%；2) 商用客户：我们预计 2021-2023 年收入同比增速分别达到 5.0%、4.0%、3.0%；3) 大卖场及超市：我们预计 2021-2023 年收入同比增速分别达到 11.0%、7.0%、4.0%。
- 毛利率方面：1) 生活用纸：该细分品类的主要原材料为木浆，目前木浆价格略有回调，我们认为随着木浆价格的进一步回落，公司盈利能力有望改善，2021-2023 年毛利率分别达到 34.8%、36.6%、36.9%；2) 个人护理用品：我们判断 2021-2023 年毛利率分别达到 34.5%、34.7%、34.9%。
- 费用率方面，我们预计 2021-2023 年销售费用率为 16.3%，管理费用率为 5.5%。

表 1 维达国际分业务盈利预测

单位：百万港元	2020	2021E	2022E	2023E
传统经销商				
销售收入	4458	4993	5393	5662
增长率 (YoY)	-10.5%	12.0%	8.0%	5.0%
商用客户				
销售收入	2147	2254	2344	2414
增长率 (YoY)	-11.0%	5.0%	4.0%	3.0%
大卖场及超市				
销售收入	3963	4399	4707	4895
增长率 (YoY)	-1.4%	11.0%	7.0%	4.0%
电商				
销售收入	5944	7549	9361	11421
增长率 (YoY)	27.5%	27.0%	24.0%	22.0%
合计				
销售收入	16512	19195	21805	24392
增长率 (YoY)	2.7%	16.3%	13.6%	11.9%
毛利率	37.7%	34.7%	36.2%	36.4%

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 2 同类公司对比估值表

上市公司	证券代码	主营业务	收盘价 (元)	PE (2021E, 倍)
恒安国际	1044.HK	生活用纸及个护领域龙头	38.3	11.3
中顺洁柔	002511.SZ	生活用纸及个护领域龙头	17.5	31.0
百亚股份	003006.SZ	个护领域龙头	16.9	30.8
可靠股份	301009.SZ	个护领域龙头	19.3	29.8
平均				25.7

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：PE 为 Wind 一致预期，收盘价为 2021 年 11 月 19 日收盘价，港股标的收盘价单位为“港元”

财务报表分析和预测

资产负债表 (百万港元)					利润表 (百万港元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	8371	10398	11553	12957	营业总收入	16519	19195	21805	24392
现金	749	700	700	837	营业成本	10289	12531	13908	15515
应收账款	2435	2953	3355	3753	销售费用	2961	3129	3554	3976
存货	4774	6266	6954	7758	管理费用	952	1056	1199	1342
其他	413	480	545	610	财务费用	128	143	163	183
非流动资产	14751	15058	16786	18381	营业利润	2340	2480	3143	3559
固定资产	10117	9581	10523	11370	利润总额	2326	2336	2980	3377
无形资产	2942	3770	4557	5304	所得税	452	455	581	658
租金按金					净利润	1874	1880	2399	2718
使用权资产					少数股东损益	0	0	0	0
其他	1691	1707	1707	1707	归属母公司净利润	1874	1880	2399	2718
资产总计	23122	25457	28340	31338	EBITDA	3443	3688	4415	4964
流动负债	7835	8334	8862	9187	EPS (港元)	1.56	1.57	2.00	2.26
短期借款	1745	1090	728	100	主要财务比率				
应付账款	2972	3619	4017	4481	成长能力	2020	2021E	2022E	2023E
其他	3118	3624	4117	4606	营业收入	2.7%	16.2%	13.6%	11.9%
非流动负债	3619	3619	3619	3619	营业利润	47.7%	6.0%	26.8%	13.2%
长期借款	2986	2986	2986	2986	归属母公司净利润	64.7%	0.3%	27.6%	13.3%
租赁负债					获利能力				
其他	633	633	633	633	毛利率	37.69%	34.72%	36.22%	36.39%
负债合计	11454	11953	12482	12806	净利率	11.35%	9.80%	11.00%	11.14%
少数股东权益	0	0	0	0	ROE	16.06%	13.92%	15.13%	14.67%
股本 (亿股)	12	12	12	12	ROIC	11.38%	11.35%	12.93%	13.25%
留存收益和资本公积	11655	13491	15846	18520	偿债能力				
归属母公司股东权益	11667	13503	15858	18532	资产负债率	49.5%	47.0%	44.0%	40.9%
负债和股东权益	23122	25457	28340	31338	净负债比率	34.1%	25.0%	19.0%	12.1%
现金流量表 (百万港元)					流动比率	1.07	1.25	1.30	1.41
经营活动现金流	2004	2332	3590	4014	速动比率	0.46	0.50	0.52	0.57
净利润	1874	1880	2399	2718	营运能力 (次)				
折旧摊销	1126	1209	1272	1405	总资产周转率	0.71	0.75	0.77	0.78
少数股东权益	0	0	0	0	应收账款周转率	6.78	6.50	6.50	6.50
营运资金变动及其他	-996	-757	-80	-109	应付账款周转率	3.46	3.46	3.46	3.46
投资活动现金流	-1725	-1517	-3000	-3000	每股指标 (港元)				
资本支出	-1787	-1500	-3000	-3000	每股收益	1.56	1.57	2.00	2.26
其他投资	61	-17	0	0	每股经营现金	1.67	1.94	2.99	3.34
筹资活动现金流	-31	-865	-590	-877	每股净资产	9.71	11.24	13.20	15.43
借款增加	576	-655	-362	-628	价值评估 (倍)				
普通股增加	53	0	0	0	P/E	13.7	13.7	10.7	9.5
已付股利	-372	-210	-229	-249	P/B	2.2	1.9	1.6	1.4
其他	-288	0	0	0	EV/EBITDA	8.5	7.9	6.5	5.6
现金净增加额	289	-49	0	137					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 19 日; (2) 以上各表均为简表
 资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郭庆龙 造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 喜临门,江山欧派,仙鹤股份,蓝月亮集团,劲嘉股份,太阳纸业,居然之家,好莱客,恒安国际,五洲特纸,奥瑞金,索菲亚,齐心集团,共创草坪,晨光文具,裕同科技,集友股份,欧派家居,山鹰国际,恒林股份,好太太,乐歌股份,海鸥住工,中顺洁柔,志邦家居,梦百合,百亚股份,依依股份,永艺股份,曲美家居

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。