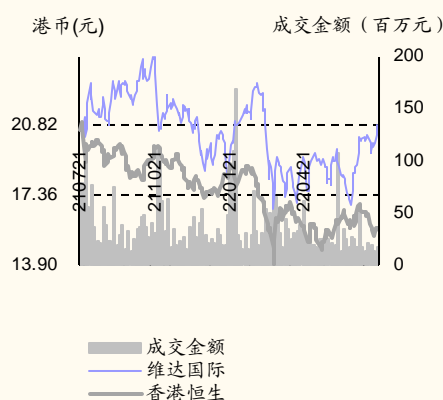


市价(港币): 20.850元

## 市场数据(港币)

收盘价(元)	20.850
流通港股(百万股)	1,203.28
总市值(百万元)	25,088.29
年内股价最高最低(元)	24.200/16.620
香港恒生指数	20890.22



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	9.85	5.41	1.46
相对香港恒生	8.85	21.73	24.73

## 相关报告

- 《短期盈利承压，静待改善拐点-维达国际一季报点评》，2022.4.22
- 《4Q业绩符合预期，看好22年业绩回暖-维达国际点评》，2022.1.26
- 《3Q业绩承压，高端化+电商成长仍是看点-维达国际三季报点评》，2021.10.22

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003  
xieliyuan@gjzq.com.cn

## 2Q需求显著复苏，提价&amp;高端化应对成本压力

## 主要财务指标

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	16,512	18,676	20,621	22,975	25,629
营业收入增长率	2.72%	13.11%	10.42%	11.41%	11.55%
归母净利润(百万元)	1,874	1,638	1,398	1,749	2,221
归母净利润增长率	64.66%	-12.59%	-14.66%	25.08%	26.97%
摊薄每股收益(元)	1.560	1.364	1.164	1.456	1.849
每股经营性现金流净额	1.67	2.20	2.47	2.72	3.20
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.06%	12.58%	9.70%	10.82%	12.08%
P/E	12.78	14.62	17.91	14.32	11.28
P/B	2.05	1.84	1.74	1.55	1.36

来源: 公司年报、国金证券研究所; 货币单位为港元

## 事件:

- 7月21日公司发布1H2022业绩报告，1H22实现营收96.8亿港元，同比+6.6%（按固定汇率+6.9%），净利润6.4亿港元，同比-34%；其中2Q营收51.1亿港元，同比+10.8%，净利润2.94亿港元，同比-29%。

## 点评:

- 2Q营收端疫后复苏节奏超预期，电商修复力度优于大盘。**1) 分区域角度，2Q大陆/其他国家和地区营收增速+15.2%/-3.7%，4/5/6月营收内生增速分别为+2.8%/+28.3%/+10.1%。2) 分品类角度，2Q纸巾/个护收入增速分别为+9.1%/+19.3%，预计中高端纸巾占比超35%，增速达到15%；Libresse已成为个护成长主要驱动力。3) 分渠道，2Q经销商/商销/KA/电商营收增速+7.1%/-8.2%/+2.1%/+23.7%，其中大陆各渠道增速+22.8%/-6.1%/-4.2%/+25.2%，商销仍受压制，电商渠道重回快速成长。
- 原材料成本高位盈利短期承压，提价&高端化部分对冲成本压力。**1) 毛利率：2Q达到31.1%（同比-4.9pct，环比-2.1pct），主要受木浆、包材成本高企影响，提价、品类优化等优化措施预计对毛利率产生2pct正向影响，分品类角度，1H纸巾/个护毛利率分别为+31.6%/+34.1%，同比-6.2/-1.2pct。展望下半年，能源&包材等成本压力预计边际趋缓，木浆价格短期高位震荡中期预计回落，伴随短期8月新一轮提价落地、中期成本压力减弱&行业格局优化，看好下半年盈利进入修复通道。2) 费用管控较优：公司聚焦高端纸巾&个护等品牌建设，1H22销售费用率/管理费用率分别为19.6%/5.0%，同比+0.2/-0.1pct。2Q净利率同比收窄3.2pct至5.7%。
- 国内产品升级优化&个护发力仍是中期主线，海外东南亚战略地位提升。**纸巾高端化逻辑持续兑现，上半年加快创新新品推广，先后推出水洗厨房纸、羊绒棉韧奢柔纸等；高端卫生巾品牌Libresse借助抖音等新渠道高速增长，3月获抖音卫生巾行业三八销售第一；马来西亚东南亚总部、先进制造&创新中心预计22年内完工，进一步强化东南亚供应链建设。

## 投资建议

- 结合公司2Q业绩表现及公司提价、高端化战略的推进，我们预计22-24年公司归母净利分别为14、17.5、22.2亿港元，当前股价对应22-24年PE分别为18、14、11倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 纸巾行业竞争加剧的风险；木浆价格波动的风险；公司营销费用投入超预期的风险；国内个护业务发展不达预期的风险。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>主营业务收入</b>	<b>16,074</b>	<b>16,512</b>	<b>18,676</b>	<b>20,621</b>	<b>22,975</b>	<b>25,629</b>	货币资金	460	749	1,025	998	1,211	1,706
增长率	8%	2.7%	13.1%	10.4%	11.4%	11.6%	应收款项	2,246	2,848	2,908	3,273	3,647	4,068
<b>主营业务成本</b>	<b>11,089</b>	<b>10,289</b>	<b>12,079</b>	<b>13,586</b>	<b>14,969</b>	<b>16,399</b>	存货	3,223	4,774	4,427	5,225	5,757	6,307
%销售收入	-69.0%	-62.3%	-64.7%	-65.9%	-65.2%	-64.0%	其他流动资产	0	0	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>4,985</b>	<b>6,223</b>	<b>6,596</b>	<b>7,035</b>	<b>8,006</b>	<b>9,230</b>	流动资产	5,930	8,371	8,360	9,497	10,615	12,082
%销售收入	31.0%	37.7%	35.3%	34.1%	34.8%	36.0%	%总资产	30.8%	36.2%	34.6%	36.9%	38.0%	39.3%
<b>营业税金及附加</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期投资	3	2	2	2	2	2
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	8,858	10,117	11,226	11,528	12,465	13,404
<b>销售费用</b>	<b>2,575</b>	<b>2,961</b>	<b>3,672</b>	<b>4,104</b>	<b>4,549</b>	<b>5,075</b>	%总资产	45.9%	43.8%	46.4%	44.8%	44.6%	43.6%
%销售收入	-16.0%	-17.9%	-19.7%	-19.9%	-19.8%	-19.8%	无形资产	2,441	2,495	4,022	4,114	4,298	4,668
<b>管理费用</b>	<b>856</b>	<b>952</b>	<b>958</b>	<b>1,072</b>	<b>1,172</b>	<b>1,307</b>	非流动资产	13,352	14,751	15,821	16,214	17,336	18,645
%销售收入	-5.3%	-5.8%	-5.1%	-5.2%	-5.1%	-5.1%	%总资产	69.2%	63.8%	65.4%	63.1%	62.0%	60.7%
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>资产总计</b>	<b>19,281</b>	<b>23,122</b>	<b>24,181</b>	<b>25,711</b>	<b>27,951</b>	<b>30,726</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	584	1,745	867	300	250	200
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,584</b>	<b>2,340</b>	<b>2,043</b>	<b>1,889</b>	<b>2,315</b>	<b>2,879</b>	应付款项	2,621	2,972	2,674	3,160	3,481	3,814
%销售收入	9.9%	14.2%	10.9%	9.2%	10.1%	11.2%	其他流动负债	2,405	3,118	3,057	3,671	4,089	4,562
<b>财务费用</b>	<b>201</b>	<b>128</b>	<b>93</b>	<b>205</b>	<b>182</b>	<b>170</b>	流动负债	5,610	7,835	6,598	7,130	7,821	8,576
%销售收入	-1.3%	-0.8%	-0.5%	-1.0%	-0.8%	-0.7%	长期贷款	3,572	2,986	3,929	3,529	3,329	3,129
	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	636	633	635	635	635	635
	0	0	0	0	0	0	负债	9,818	11,454	11,162	11,294	11,785	12,340
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>9,463</b>	<b>11,667</b>	<b>13,019</b>	<b>14,417</b>	<b>16,166</b>	<b>18,386</b>
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	120	120	120	120	120	120
<b>营业利润</b>	<b>1,785</b>	<b>2,467</b>	<b>2,137</b>	<b>2,094</b>	<b>2,498</b>	<b>3,049</b>	未分配利润	9,508	11,064	12,899	14,297	16,046	18,266
营业利润率	11.1%	14.9%	11.4%	10.2%	10.9%	11.9%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>-12</b>	<b>115</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>19,281</b>	<b>23,122</b>	<b>24,181</b>	<b>25,711</b>	<b>27,951</b>	<b>30,726</b>
<b>税前利润</b>	<b>1,371</b>	<b>2,326</b>	<b>1,950</b>	<b>1,685</b>	<b>2,133</b>	<b>2,708</b>							
利润率	8.5%	14.1%	10.4%	8.2%	9.3%	10.6%	<b>比率分析</b>						
<b>所得税</b>	<b>-232</b>	<b>-452</b>	<b>-311</b>	<b>-286</b>	<b>-384</b>	<b>-487</b>		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税率	17.0%	19.4%	16.0%	17.0%	18.0%	18.0%	<b>每股指标</b>						
<b>净利润</b>	<b>1,138</b>	<b>1,874</b>	<b>1,638</b>	<b>1,398</b>	<b>1,749</b>	<b>2,221</b>	每股收益	0.948	1.560	1.364	1.164	1.456	1.849
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	7.878	9.713	10.837	12.001	13.457	15.306
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,138</b>	<b>1,874</b>	<b>1,638</b>	<b>1,398</b>	<b>1,749</b>	<b>2,221</b>	每股经营现金净流	2.092	1.668	2.202	2.469	2.720	3.203
净利率	7.1%	11.4%	8.8%	6.8%	7.6%	8.7%	每股股利	0.210	0.370	0.400	0.410	0.420	0.440
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	12.03%	16.06%	12.58%	9.70%	10.82%	12.08%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	5.90%	8.11%	6.78%	5.44%	6.26%	7.23%
<b>净利润</b>	<b>1,138</b>	<b>1,874</b>	<b>1,638</b>	<b>1,398</b>	<b>1,749</b>	<b>2,221</b>	投入资本收益率	9.23%	11.07%	9.31%	8.30%	9.32%	10.56%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>1,090</b>	<b>1,126</b>	<b>0</b>	<b>1,406</b>	<b>1,478</b>	<b>1,591</b>	主营业务收入增长率	8.04%	2.72%	13.11%	10.42%	11.41%	11.55%
<b>非经营收益</b>	<b>132</b>	<b>-100</b>	<b>1,007</b>	<b>226</b>	<b>205</b>	<b>202</b>	EBIT增长率	48.30%	47.66%	-12.66%	-7.55%	22.55%	24.33%
<b>营运资金变动</b>	<b>153</b>	<b>-896</b>	<b>0</b>	<b>-65</b>	<b>-165</b>	<b>-166</b>	净利润增长率	75.31%	64.66%	-12.59%	-14.66%	25.08%	26.97%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>2,514</b>	<b>2,004</b>	<b>2,646</b>	<b>2,966</b>	<b>3,267</b>	<b>3,847</b>	总资产增长率	1.12%	19.92%	4.58%	6.33%	8.71%	9.93%
<b>资本开支</b>	<b>-1,381</b>	<b>-1,787</b>	<b>-1,800</b>	<b>-1,800</b>	<b>-2,600</b>	<b>-2,900</b>	<b>资产管理能力</b>						
投资	85	41	28	0	0	0	应收账款周转天数	53.5	56.3	56.2	54.7	55.0	54.9
其他	23	20	13	0	0	0	存货周转天数	98.2	141.9	139.0	129.7	133.9	134.3
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,273</b>	<b>-1,725</b>	<b>-1,759</b>	<b>-1,800</b>	<b>-2,600</b>	<b>-2,900</b>	应付账款周转天数	82.5	99.2	85.3	78.4	81.0	81.2
<b>股权募资</b>	<b>3</b>	<b>53</b>	<b>23</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	202.7	209.7	208.6	201.4	190.6	184.2
<b>债权募资</b>	<b>-1,100</b>	<b>287</b>	<b>-97</b>	<b>-400</b>	<b>-200</b>	<b>-200</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>-251</b>	<b>-372</b>	<b>-564</b>	<b>-1,419</b>	<b>-660</b>	<b>-653</b>	净负债/股东权益	39.05%	34.13%	28.96%	19.64%	14.65%	8.83%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-1,347</b>	<b>-31</b>	<b>-638</b>	<b>-1,819</b>	<b>-860</b>	<b>-853</b>	EBIT利息保障倍数	7.9	18.3	21.9	9.2	12.7	16.9
<b>现金净流量</b>	<b>-114</b>	<b>289</b>	<b>276</b>	<b>-27</b>	<b>212</b>	<b>496</b>	资产负债率	50.92%	49.54%	46.16%	43.93%	42.16%	40.16%

### 投资评级的说明:

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;  
增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;  
中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;  
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

### 特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整, 亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用, 在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险, 可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密, 只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》, 本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用; 本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要, 不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具, 本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告, 则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议, 国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有, 保留一切权利。

#### 上海

电话: 021-60753903  
传真: 021-61038200  
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn  
邮编: 201204  
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

#### 北京

电话: 010-66216979  
传真: 010-66216793  
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn  
邮编: 100053  
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

#### 深圳

电话: 0755-83831378  
传真: 0755-83830558  
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn  
邮编: 518000  
地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号  
嘉里建设广场 T3-2402