

公司研究

二季度毛利率承压，期待下半年否极泰来

——维达国际（3331.HK）2022年中报点评

要点

事件：

7月21日公司发布2022年中报，2022年上半年公司实现营收/归母净利润分别为96.8/6.38亿港元，同比+6.6%/-34.1%，净利率6.6%，同比-4pcts；其中2Q实现营收/归母净利润为51.14/2.94亿港元，同比+10.8%/-29.0%，净利率5.7%，同比-3.2pcts。

点评：

专注高端化产品，电商增长驱动力较强：1H2022，分产品看，公司纸巾业务实现营收79.63亿港元，同比+6.1%，其中集团创新推出维达可水洗厨房纸、维达棉韧奢柔纸巾、得宝Lotion面纸、得宝Flash闪吸厨房纸等高端产品，广受市场好评；主打商用渠道的高端品牌多康，通过精准营销、聚焦高端商业场景，在全国各地新增超200个地标级使用场所。个人护理业务实现营收17.17亿港元，同比+9.0%，因国内部分占公司个护营收的比重仍较低，故而内销的快速增长尚未能拉动公司个护业务整体的增速。分渠道看，GT/商用/Ka/电商的营收分别同比+2.6%/-3.1%/+2.1%/+15%；占比分别为26%/10%/23%/41%，同比分别-1/-1/-1/+3pcts，电商对整体营收的驱动力进一步强化。2Q2022，纸巾业务实现营收42.92亿港元，同比+11.7%；个人护理业务实现营收8.22亿港元，同比+6.6%。

原材料、运输成本上涨，盈利能力持续承压：1H2022，公司的毛利率为32.0%，同比-8.7pcts，2022年上半年国内阔叶浆现货均价为6002元/吨，去年同期为5246元/吨，木浆成本上涨对盈利能力构成压制。分产品看，纸巾业务毛利率为31.6%，同比-6.2pcts；个人护理业务毛利率为34.1%，同比-1.2pcts。2Q2022，公司综合毛利率为31.1%，同比-4.8pcts，环比-2.1pcts，2Q2022国内阔叶浆现货均价为6394元/吨，1Q2022为5597元/吨，木浆成本环比上行令毛利率环比走低。1H2022，公司销售费用率为19.6%，同比+0.2pcts，我们认为销售费用的持续上涨源自市场竞争加剧以及新渠道、新平台和高端品类的拓展。

浆价见顶，产品高端化、个护从量变到质变：我们认为浆价已经行至高位，未来价格易跌难涨，经营层面风险已经得到较大程度的释放。从企业发展层面看，维达国际无论外部环境的如何变迁，公司始终坚持高端主义，不断研发新品，优化高端组合，从而提升高端品类对收入的贡献度，与此同时，随着国内个护营收的日积月累，我们预计2023年国内部分对公司整体个护业务的拉动作用将开始显现，这将有助于提升公司整体的业绩成长性。

下半年盈利有望见拐点，维持“买入”评级：考虑到公司面临销售费用持续上涨压力，我们将EPS分别下调至1.10/1.47/1.63港币，较前次预测分别下调5.2%/5.1%/7.4%，当前股价对应PE分别为19/14/13倍。鉴于浆价已见顶，下半年公司有望出现盈利拐点，目前估值较为便宜，我们中长期继续坚定看好维达国际，维持“买入”评级。

风险提示：木浆、煤炭价格涨幅超预期，疫情反复，国内渠道开拓不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万港元）	16,512	18,676	20,182	22,538	24,994
营业收入增长率	2.72%	13.11%	8.06%	11.67%	10.90%
归母净利润（百万港元）	1,874	1,638	1,326	1,775	1,965
归母净利润增长率	64.66%	-12.59%	-19.09%	33.89%	10.70%
EPS（港元）	1.56	1.36	1.10	1.47	1.63
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.06%	12.58%	9.24%	11.01%	10.86%
P/E	13	15	19	14	13

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-7-21

买入（维持）

当前价：20.30 港元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	12.03
总市值(亿港元)	244.26
一年最低/最高(港元)	16.14/24.19
近3月换手率	16.23%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	11.84	14.60	27.36
绝对	10.43	18.35	4.09

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

资产负债表 (百万港元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	8371	8360	18888	23424	24143
现金	749	1025	10300	14250	14200
应收账款	2848	2908	3203	3577	3967
存货	4774	4427	5385	5597	5976
其他		0	0	0	0
非流动资产	14751	15821	16197	16539	16851
固定资产	10117	11226	11528	11800	12045
无形资产	2495	2425	2498	2568	2635
租金按金	0	0	0	0	0
使用权资产	0	0	0	0	0
其他	2138	2170	2170	2170	2170
资产总计	23122	24181	35085	39963	40993
流动负债	7835	6598	16576	19880	19146
短期借款	1745	867	10326	13014	11532
应付账款	2972	2674	3182	3440	3814
其他	3118	3057	3068	3426	3799
非流动负债	3619	4564	4164	3964	3764
长期借款	2986	3929	3529	3329	3129
租赁负债	0	0	0	0	0
其他	633	635	635	635	635
负债合计	11454	11162	20741	23844	22910
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	120	120	120	120	120
留存收益和资本公积	11547	12899	14224	15999	17963
归属母公司股东权益	11667	13019	14344	16119	18083
负债和股东权益	23122	24181	35085	39963	40993
现金流量表 (百万港元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2004	2646	2278	3710	3911
净利润	1638	1638	1326	1775	1965
折旧摊销	1126	1222	1324	1358	1388
少数股东权益	0	0	0	0	0
营运资金变动及其他	-996	-215	-372	578	558
投资活动现金流	-1725	-1759	-1656	-1656	-1656
资本支出	-1787	-1800	-1700	-1700	-1700
其他投资	61	41	44	44	44
筹资活动现金流	-31	-638	8653	1896	-2305
借款增加	1161	-879	9460	2688	-1482
普通股增加	53	23	0	0	0
已付股利	-372	-564	-407	-592	-623
其他	-874	782	-400	-200	-200
现金净增加	289	276	9275	3950	-50

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

利润表 (百万港元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	16512	18676	20182	22538	24994
营业成本	10289	12079	13462	14551	16134
销售费用	2961	3672	3915	4462	4999
管理费用	952	958	1009	1149	1275
财务费用	145	113	407	592	623
营业利润	2340	1999	1803	2382	2593
利润总额	2326	1950	1578	2113	2339
所得税	452	311	252	338	374
净利润	1874	1638	1326	1775	1965
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1874	1638	1326	1775	1965
EBITDA	3465	3222	3127	3739	3982
EPS (港元)	1.56	1.36	1.10	1.47	1.63

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	2.7%	13.1%	8.1%	11.7%	10.9%
营业利润	47.7%	-14.5%	-9.8%	32.1%	8.9%
归属母公司净利润	64.7%	-12.6%	-19.1%	33.9%	10.7%
获利能力					
毛利率	37.7%	35.3%	33.3%	35.4%	35.4%
净利率	11.4%	8.8%	6.6%	7.9%	7.9%
ROE	16.1%	12.6%	9.2%	11.0%	10.9%
ROIC	13.2%	11.0%	9.7%	12.5%	13.4%
偿债能力					
资产负债率	49.5%	46.2%	59.1%	59.7%	55.9%
净负债比率	98.2%	85.7%	144.6%	147.9%	126.7%
流动比率	106.8%	126.7%	113.9%	117.8%	126.1%
速动比率	45.9%	59.6%	81.5%	89.7%	94.9%
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6
应收账款周转	5.8	6.4	6.3	6.3	6.3
应付账款周转率	3.5	4.5	4.2	4.2	4.2
每股指标 (港元)					
每股收益	1.56	1.36	1.10	1.47	1.63
每股经营现金	1.67	2.20	1.89	3.08	3.25
每股净资产	9.70	10.82	11.92	13.40	15.03
估值比率					
P/E	13	15	19	14	13
P/B	1.09	1.04	0.72	0.63	0.61
EV/EBITDA	7.24	7.79	8.02	6.71	6.30

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE