

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅
港元 18.00 港元 19.20↓ +6.7%

2023年7月21日

维达国际 (3331 HK)

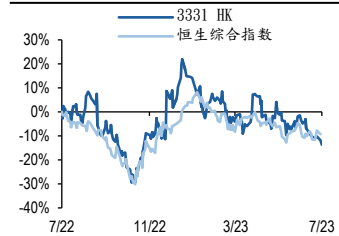
上半年高端产品组合增长强劲，但暂未反映在毛利端，下调目标价

- ⊕ **毛利率仍承压，业绩表现逊于市场预期：**维达2023年上半年净利润同比下降81.1%至1.2亿港元，销售额同比增长4%（按固定汇率计算同比增长10.1%）。维达上半年收入符合市场预期，但利润端逊于预期。尽管上半年木浆价格下降，但因高价原材料库存和成品的消耗久于预期，公司上半年毛利率仍未出现明显反弹（第2季度为24.9%，第1季度为25.2%），但已优于2022年第4季度的水平（22.2%）。2023年上半年净利润率环比改善至1.2%，但相比去年同期下降5.4个百分点。
- ⊕ **高端纸品保持高速增长：**2023年上半年，受平均售价、产品组合优化和销量增长三方面的正面影响（影响程度较为均衡），按固定汇率计算，公司纸巾业务收入同比增长11.5%，个人护理业务收入同比增长3.7%。高端产品组合（毛利率高出普通产品8-10个百分点）收入同比增长30.6%，目前已贡献维达纸品业务近45%的收入（1季度：43%，去年同期：37-38%）。对集团收入贡献超10%的得宝品牌也实现超30%的增长。湿巾品类（维达市场份额排名第一）是高端纸品组合中增长最快的品类，目前已贡献超5%集团收入。
- ⊕ **电商渠道加速增长：**分渠道看，上半年集团电商渠道收入同比自然增长23.6%，贡献集团46%的收入，相比去年同期提升5个百分点。传统渠道和现代渠道的收入贡献均下降2个百分点至24%/21%，商用渠道收入贡献下降1个百分点至9%。分地区看，中国市场收入同比增长12.6%（固定汇率计算），电商渠道的收入贡献更高（55%）。相比更关注当地市场或单一电商渠道的较小的竞争对手，公司在电商渠道的强竞争力有望支持公司长期业务发展。
- ⊕ **维持中性评级，下调盈利预测，下调目标价至19.20港元：**关于Essity可能出售其所持有维达的52%的股份，目前公司暂无更新，我们仍担心得宝等品牌的长期品牌许可/特许经营权条款（2025年到期）可能会变得不那么有利。此外，随着成本下降，市场竞争也在加剧，而2022年进行了4-5次提价的维达或会面临定价压力。维持中性评级。积极方面看，我们预计随着高成本库存逐渐消化和高端产品组合增长，维达的毛利率将在下半年恢复到29%（2022年：28.2%）。我们的目标价从23.70港元下调至19.20港元，对应18倍的目标市盈率（2024年），是每股收益复合年增长率（2023-25E）36%的0.5倍。

个股评级

中性

1年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

| | |
|--------------|-----------|
| 52周高位 (港元) | 25.40 |
| 52周低位 (港元) | 14.72 |
| 市值 (百万港元) | 21,659.22 |
| 日均成交量 (百万) | 1.61 |
| 年初至今变化 (%) | (21.74) |
| 200天平均价 (港元) | 20.87 |

资料来源: FactSet

吕浩江, CFA, CESGA

edward.lui@bocomgroup.com
(852) 3766 1809

谭星子, FRM

kay.tan@bocomgroup.com
(852) 3766 1856

财务数据一览

| 年结12月31日 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入 (百万港元) | 18,676 | 19,418 | 20,805 | 22,541 | 24,616 |
| 同比增长 (%) | 13.1 | 4.0 | 7.1 | 8.3 | 9.2 |
| 净利润 (百万港元) | 1,638 | 706 | 558 | 1,279 | 1,776 |
| 每股盈利 (港元) | 1.36 | 0.59 | 0.47 | 1.07 | 1.48 |
| 同比增长 (%) | -12.8 | -56.9 | -20.9 | 129.1 | 38.9 |
| 前EPS预测值 (港元) | | | 1.15 | 1.39 | 1.57 |
| 调整幅度 (%) | | | -59.7 | -23.4 | -5.9 |
| 市盈率 (倍) | 13.2 | 30.6 | 38.7 | 16.9 | 12.2 |
| 每股账面净值 (港元) | 10.84 | 10.00 | 10.31 | 11.01 | 12.00 |
| 市账率 (倍) | 1.66 | 1.80 | 1.75 | 1.63 | 1.50 |
| 股息率 (%) | 2.8 | 1.0 | 0.9 | 2.0 | 2.7 |

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

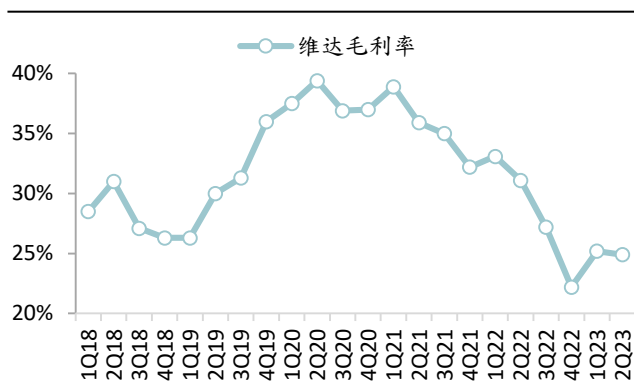
2023 年上半年业绩回顾

图表 1: 维达 2023 年上半年业绩回顾

| (百万港元) | 1H22 | 1H23 | YoY |
|---------|---------|---------|-----------|
| 收入 | 9,680 | 10,070 | 4.0% |
| 主营业务成本 | (6,580) | (7,543) | 14.6% |
| 毛利 | 3,100 | 2,527 | -18.5% |
| 销售和分销费用 | (1,895) | (1,941) | 2.4% |
| 一般及行政开支 | (478) | (478) | -0.2% |
| 其他营业收入 | 31 | 29 | -4.8% |
| 营业利润 | 757 | 137 | -81.8% |
| 财务费用及其他 | (25) | (68) | 9170.1% |
| 税前利润 | 732 | 69 | -90.5% |
| 税务费用 | (94) | 51 | -154.3% |
| 净利润 | 638 | 120 | -81.1% |
| 毛利率 | 32.0% | 25.1% | -6.9% pts |
| 经营利润率 | 7.8% | 1.4% | -6.5% pts |
| 净利润率 | 6.6% | 1.2% | -5.4% pts |

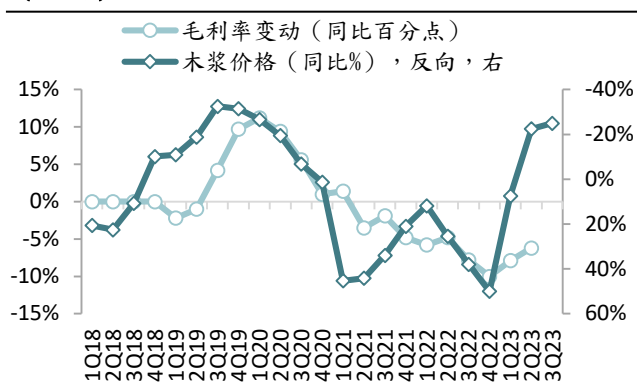
资料来源：公司资料，交银国际

图表 2: 维达毛利率



资料来源：公司，交银国际

图表 3: 木浆成本同比变动对比木浆价格同比变动 (反向)

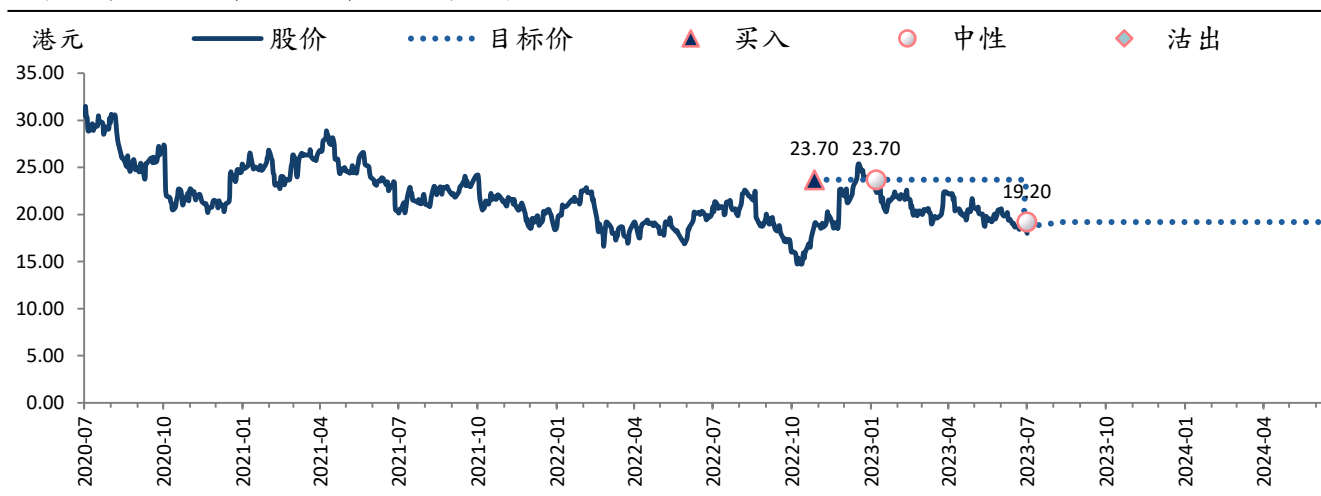


资料来源：彭博，交银国际

上行风险：（1）快于预期的高价原材料库存和成品的消耗导致毛利率高于预期；（2）高端产品组合的增长快于预期。

下行风险：（1）宏观经济不确定导致消费情绪走弱；（2）大宗商品价格通胀高于预期；（3）潜在的 Essity 对维达的股份出售导致公司不能继续代理某些品牌（如得宝）或代理商业条件恶化。

图表 4: 维达国际 (3331 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 5: 交银国际消费行业覆盖公司

| 股票代码 | 公司名称 | 评级 | 收盘价 (交易货币) | 目标价 (交易货币) | 潜在涨幅 | 最新目标价/ 评级发表日期 | 子行业 |
|---------|------|----|---------------|---------------|--------|------------------|---------|
| 291 HK | 华润啤酒 | 买入 | 48.50 | 76.00 | 56.7% | 2023 年 03 月 27 日 | 啤酒 |
| 1876 HK | 百威亚太 | 买入 | 18.28 | 30.00 | 64.1% | 2023 年 03 月 02 日 | 啤酒 |
| 9633 HK | 农夫山泉 | 中性 | 42.75 | 47.40 | 10.9% | 2023 年 03 月 29 日 | 食品饮料 |
| 2313 HK | 申洲国际 | 买入 | 77.95 | 91.90 | 17.9% | 2022 年 09 月 29 日 | 纺织服装 |
| 1044 HK | 恒安国际 | 买入 | 30.45 | 41.70 | 36.9% | 2023 年 03 月 23 日 | 个护家清 |
| 3331 HK | 维达国际 | 中性 | 18.00 | 19.20 | 6.7% | 2023 年 07 月 20 日 | 个护家清 |
| 9922 HK | 九毛九 | 买入 | 12.78 | 23.20 | 81.5% | 2023 年 02 月 21 日 | 餐厅 |
| 2020 HK | 安踏 | 买入 | 82.90 | 127.00 | 53.2% | 2023 年 03 月 22 日 | 运动品牌 |
| 2331 HK | 李宁 | 买入 | 40.50 | 56.90 | 40.5% | 2023 年 06 月 05 日 | 运动品牌 |
| 6110 HK | 滔搏国际 | 买入 | 6.78 | 8.20 | 20.9% | 2023 年 06 月 27 日 | 体育用品经销商 |
| 3813 HK | 宝胜国际 | 买入 | 0.62 | 1.52 | 145.2% | 2023 年 05 月 11 日 | 体育用品经销商 |

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2023 年 7 月 20 日

财务数据

| 损益表 (百万港元) | | | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 年结12月31日 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 收入 | 18,676 | 19,418 | 20,805 | 22,541 | 24,616 |
| 主营业务成本 | (12,079) | (13,934) | (15,156) | (15,671) | (16,664) |
| 毛利 | 6,596 | 5,483 | 5,649 | 6,870 | 7,952 |
| 销售及管理费用 | (4,630) | (4,749) | (4,984) | (5,355) | (5,799) |
| 其他经营净收入/费用 | 77 | 72 | 97 | 82 | 84 |
| 经营利润 | 2,043 | 807 | 762 | 1,597 | 2,238 |
| 财务成本净额 | (86) | (63) | (94) | (63) | (106) |
| 应占联营公司利润及亏损 | (0) | (0) | (0) | (0) | (0) |
| 其他非经营净收入/费用 | (7) | 3 | (3) | (3) | (1) |
| 税前利润 | 1,950 | 747 | 665 | 1,531 | 2,130 |
| 税费 | (311) | (41) | (106) | (252) | (354) |
| 非控股权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | 1,638 | 706 | 558 | 1,279 | 1,776 |
| 作每股收益计算的净利润 | 1,638 | 706 | 558 | 1,279 | 1,776 |
| Non-GAAP标准的净利润 | 1,638 | 706 | 558 | 1,279 | 1,776 |

| 资产负债表 (百万港元) | | | | | |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 截至12月31日 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 现金及现金等价物 | 1,025 | 607 | 1,583 | (1,101) | 2,135 |
| 应收账款及票据 | 2,364 | 2,340 | 2,701 | 2,709 | 3,199 |
| 存货 | 4,427 | 6,015 | 3,702 | 5,916 | 4,311 |
| 其他流动资产 | 544 | 624 | 678 | 701 | 746 |
| 总流动资产 | 8,360 | 9,585 | 8,663 | 8,225 | 10,390 |
| 物业、厂房及设备 | 11,226 | 10,354 | 10,360 | 10,248 | 10,048 |
| 无形资产 | 2,647 | 2,457 | 2,379 | 2,301 | 2,221 |
| 其他长期资产 | 1,948 | 1,893 | 1,893 | 1,893 | 1,893 |
| 总长期资产 | 15,821 | 14,704 | 14,633 | 14,442 | 14,162 |
| 总资产 | 24,181 | 24,289 | 23,296 | 22,667 | 24,552 |
| 短期贷款 | 867 | 999 | 894 | 684 | 473 |
| 应付账款 | 5,543 | 7,690 | 6,721 | 6,045 | 7,537 |
| 其他短期负债 | 188 | 137 | 139 | 141 | 143 |
| 总流动负债 | 6,598 | 8,827 | 7,754 | 6,869 | 8,153 |
| 长期贷款 | 2,936 | 2,801 | 2,506 | 1,916 | 1,327 |
| 其他长期负债 | 1,628 | 661 | 661 | 661 | 661 |
| 总长期负债 | 4,564 | 3,462 | 3,167 | 2,577 | 1,988 |
| 总负债 | 11,162 | 12,288 | 10,921 | 9,447 | 10,141 |
| 股本 | 120 | 120 | 120 | 120 | 120 |
| 储备及其他资本项目 | 12,899 | 11,880 | 12,254 | 13,100 | 14,291 |
| 股东权益 | 13,019 | 12,000 | 12,375 | 13,221 | 14,411 |
| 非控股权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 总权益 | 13,019 | 12,000 | 12,375 | 13,221 | 14,411 |

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

| 现金流量表 (百万港元) | | | | | |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 年结12月31日 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 税前利润 | 1,950 | 747 | 665 | 1,531 | 2,130 |
| 折旧及摊销 | 1,142 | 1,198 | 1,361 | 1,430 | 1,520 |
| 营运资本变动 | (12) | 490 | 930 | (2,920) | 2,565 |
| 利息调整 | (142) | (109) | 0 | 0 | 0 |
| 税费 | (460) | (209) | (106) | (252) | (354) |
| 其他经营活动现金流 | 168 | (35) | 0 | 0 | 0 |
| 经营活动现金流 | 2,646 | 2,081 | 2,849 | (211) | 5,861 |
| 资本开支 | (1,755) | (1,100) | (1,290) | (1,240) | (1,240) |
| 投资活动 | (37) | (31) | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资活动现金流 | 32 | 29 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (1,759) | (1,102) | (1,290) | (1,240) | (1,240) |
| 负债净变动 | (12) | (492) | (400) | (800) | (800) |
| 权益净变动 | 23 | 28 | 0 | 0 | 0 |
| 股息 | (564) | (602) | (184) | (433) | (585) |
| 其他融资活动现金流 | (85) | (274) | 0 | 0 | 0 |
| 融资活动现金流 | (638) | (1,339) | (584) | (1,233) | (1,385) |
| 汇率收益/损失 | 28 | (58) | 0 | 0 | 0 |
| 年初现金 | 749 | 1,025 | 607 | 1,583 | (1,101) |
| 年末现金 | 1,025 | 607 | 1,583 | (1,101) | 2,135 |

| 财务比率 | | | | | |
|------------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 年结12月31日 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 每股指标(港元) | | | | | |
| 核心每股收益 | 1.365 | 0.588 | 0.465 | 1.065 | 1.479 |
| 全面摊薄每股收益 | 1.363 | 0.588 | 0.465 | 1.064 | 1.478 |
| Non-GAAP标准下的每股收益 | 1.363 | 0.588 | 0.465 | 1.064 | 1.478 |
| 每股股息 | 0.500 | 0.188 | 0.153 | 0.361 | 0.487 |
| 每股账面值 | 10.844 | 9.996 | 10.308 | 11.012 | 12.004 |
| 利润率分析(%) | | | | | |
| 毛利率 | 35.3 | 28.2 | 27.2 | 30.5 | 32.3 |
| EBITDA利润率 | 16.4 | 10.3 | 10.2 | 13.4 | 9.1 |
| EBIT利润率 | 10.9 | 4.2 | 3.7 | 7.1 | 9.1 |
| 净利率 | 8.8 | 3.6 | 2.7 | 5.7 | 7.2 |
| 盈利能力(%) | | | | | |
| ROA | 6.9 | 2.9 | 2.3 | 5.6 | 7.5 |
| ROE | 13.3 | 5.6 | 4.6 | 10.0 | 12.9 |
| ROIC | 10.5 | 4.1 | 4.1 | 8.4 | 11.6 |
| 其他 | | | | | |
| 净负债权益比(%) | 21.3 | 26.6 | 14.7 | 28.0 | 净现金 |
| 流动比率 | 1.3 | 1.1 | 1.1 | 1.2 | 1.3 |
| 存货周转天数 | 139.0 | 136.8 | 117.0 | 112.0 | 112.0 |
| 应收账款周转天数 | 46.9 | 44.2 | 44.2 | 43.8 | 43.8 |
| 应付账款周转天数 | 167.3 | 170.0 | 170.0 | 145.0 | 145.0 |

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标竿指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、金川集团国际资源有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、GOGO Holdings Limited（前称：58 Freight Inc.）、苏新美好生活服务股份有限公司、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、清晰医疗集团控股有限公司、汇通达网络股份有限公司、东原仁知城市运营服务集团股份有限公司、武汉有机控股有限公司、读书郎教育控股有限公司、博维智慧科技有限公司、润迈德医疗有限公司、乐透互娱有限公司、双财庄有限公司、中国旅游集团中免股份有限公司、香港汇德收购公司、百奥赛图(北京)医药科技股份有限公司、宁波健世科技股份有限公司、润歌互动有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康津生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司及新传企划有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券，并可能不时进行买卖，或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不暗示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。