

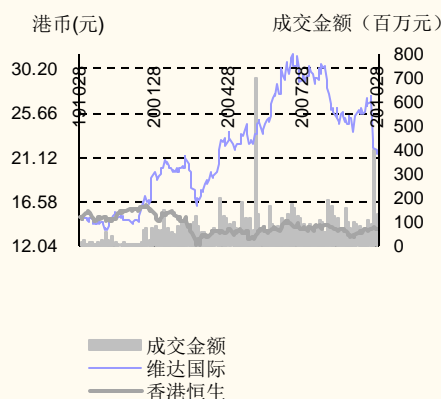
维达国际(03331.HK) 买入 (维持评级)

港股公司点评

市价(港币): 21.350元
目标(港币): 34.00-34.00元

市场数据(港币)

收盘价(元)	21.350
流通港股(百万股)	1,199.18
总市值(百万元)	25,602.59
年内股价最高最低(元)	31.800/13.620
香港恒生指数	24708.80



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	-27.26	-9.73	43.10
相对香港恒生	-27.00	-10.27	51.21

相关报告

- 1.《成本红利结束，但升级和个护红利仍将释放-维达国际-公司点评》，2020.9.8
- 2.《二季度营收恢复增长，净利润大超预期-维达国际半年报预告点评》，2020.7.13
- 3.《纸巾升级，个护发力，价值洼地，买入评级-纸巾升级，个护发力，...》，2020.6.17

姜浩 分析师 SAC 执业编号: S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

3Q 收入承压，看好 4Q 发力及中长期成长战略

主要财务指标

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14,879	16,074	16,404	18,098	20,151
营业收入增长率	10.33%	8.04%	2.05%	10.32%	11.35%
归母净利润(百万元)	649	1,138	1,813	1,977	2,315
归母净利润增长率	4.57%	75.31%	59.30%	9.02%	17.09%
摊薄每股收益(元)	0.541	0.949	1.512	1.648	1.930
每股经营性现金流净额	1.11	2.10	2.55	2.55	2.70
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.44%	12.03%	16.08%	14.92%	14.87%
P/E	40.26	22.97	14.42	13.22	11.29
P/B	2.99	2.76	2.32	1.97	1.68

来源: 公司年报、国金证券研究所; 货币单位为港元

事件:

- 维达国际发布 2020 年三季度报告, 2020 年前三季度公司实现营收 114.6 亿港元, 同比-2.3%; 经营溢利 18 亿港元, 同比+80.5%; 其中, 3Q 实现营收 38.30 亿港元, 同比-0.2%; 实现经营溢利 5.45 亿港元, 同比+48.1%。

点评:

- **3Q 竞争加剧导致收入略下滑, 电商稳健成长。**1Q/2Q/3Q 营收增速分别为-16.2%/+10.6%/-0.2%。分品类看, 1Q/2Q/3Q 纸巾收入增速分别为-20.0%/+13.4%/-0.2%, 其中得宝(Tempo) 3Q 预计同比+30%, 3Q 高端品类预计双位数增长, 增幅高于整体, 产品结构继续优化。1Q/2Q/3Q 个护营收同比+2.3%/-1.9%/-0.1%, 其中中国区女性卫生巾品牌 Libresse 3Q 营收预计同比+80%。分渠道看, 3Q 经销商/商销/KA/电商营收增速-6.5%/-20.2%/-8.2%/+23.6%, 电商仍是支撑营收增速的关键。我们认为 3Q 公司的营收增速主要受两个因素影响, 其一、国内同行业公司 3Q 均加大了促销力度, 虽然维达亦提升了促销力度, 但幅度较同行更小; 其二、疫情对公司海外的业务带来一定的负面影响。我们认为 3Q 维达之所以并没有跟进同行促销的力度, 主要因 3Q 为传统的销售淡季, 即便与同行促销增加的力度相同, 也难以以为维达的营收带来足够的回报, 与此同时, 公司追求可持续发展, 并不愿意过度牺牲盈利换取营收的增长。
- **固定成本分摊导致毛利率环比下滑。**前三季度公司毛利率达到 38.0%, 较去年同期上升 8.8pct, Q1/Q2/Q3 毛利率分别为 37.5%/39.4%/36.9%, 3Q 毛利率环比下滑 2.5pcts, 主要原因两个方面, 一方面由于公司在三季度加大促销力度, 促销成本进入收入抵扣项; 另一方面 2Q 公司销量较高, 3Q 营收环比降低后, 产品分摊的固定制造成本上升, 3Q 和 2Q 的材料成本基本相同。
- **4Q 将发力, 推荐逻辑仍然成立。**4Q 是中国传统的消费旺季, 尤其有“双 11”年度最重要的电商活动, 维达在电商方面的优势在 4Q 能够得到更为有效的发挥, 我们认为维达将把 3Q 经营上的收力, 在 4Q 充分展现出来, 4Q 营收同比增速有望达到 10%; 盈利能力方面, 我们预计 4Q 毛利率有望与 3Q 持平, 促销力度的加大与营收环比的上升所带来的固定成本摊薄、高端品占比上升之间能够大致抵消。目前我们认为维达纸巾业务的结构升级虽进度略有慢于预期, 但高端品类占比上升的趋势仍在延续; 个护方面, 国内卫生巾的体量虽不大, 但持续高速增长, 我们认为产品结构升级的红利和国内个护从 0-1 的红利仍处于释放期。

投资建议

- 鉴于公司 3Q 业绩表现, 我们下调公司 2020-2022 年 EPS 至 1.51、1.65 和 1.93 元, 下调幅度为 2.2%、7.8%、10.1%, 当前股价对应 PE 分别为 14、13、11 倍, 鉴于公司估值较同类公司仍显著便宜, 维持“买入”评级。

风险提示

- 纸巾行业竞争加剧的风险; 木浆价格大幅上涨的风险; 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)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	13,486	14,879	16,074	16,404	18,098	20,151	货币资金	535	574	460	819	1,225	1,525
增长率	12%	10.3%	8.0%	2.1%	10.3%	11.3%	应收账款	2,339	2,465	2,246	2,360	2,623	2,963
主营业务成本	9,486	10,692	11,089	10,188	11,422	12,654	存货	3,048	2,746	3,223	2,997	3,569	4,363
%销售收入	-70.3%	-71.9%	-69.0%	-62.1%	-63.1%	-62.8%	其他流动资产	0	0	0	0	0	0
毛利	4,000	4,187	4,985	6,216	6,676	7,498	流动资产	5,922	5,785	5,930	6,176	7,417	8,852
%销售收入	29.7%	28.1%	31.0%	37.9%	36.9%	37.2%	%总资产	31.2%	30.3%	30.8%	30.5%	33.0%	35.2%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	0	0	3	3	3	3
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	8,740	8,997	8,858	9,397	10,168	11,051
销售费用	2,352	2,380	2,575	2,904	3,113	3,426	%总资产	46.1%	47.2%	45.9%	46.4%	45.2%	43.9%
%销售收入	-17.4%	-16.0%	-16.0%	-17.7%	-17.2%	-17.0%	无形资产	2,335	2,283	2,441	2,611	2,871	3,214
管理费用	727	759	856	935	1,013	1,128	非流动资产	13,052	13,282	13,352	14,062	15,091	16,319
%销售收入	-5.4%	-5.1%	-5.3%	-5.7%	-5.6%	-5.6%	%总资产	68.8%	69.7%	69.2%	69.5%	67.0%	64.8%
研发费用	0	0	0	0	0	0	资产总计	18,974	19,068	19,281	20,237	22,508	25,170
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	640	973	584	300	250	200
息税前利润 (EBIT)	930	1,068	1,584	2,386	2,558	2,952	应付款项	2,682	2,394	2,621	2,409	2,700	2,991
%销售收入	6.9%	7.2%	9.9%	14.5%	14.1%	14.6%	其他流动负债	1,964	2,283	2,405	2,444	2,697	3,003
财务费用	187	216	201	189	164	151	流动负债	5,286	5,649	5,610	5,153	5,647	6,194
%销售收入	-1.4%	-1.5%	-1.3%	-1.2%	-0.9%	-0.7%	长期贷款	4,547	4,223	3,572	3,172	2,972	2,772
—	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	405	465	636	636	636	636
—	0	0	0	0	0	0	负债	10,237	10,338	9,818	8,961	9,255	9,602
投资收益	0	0	0	0	0	0	普通股股东权益	8,736	8,730	9,463	11,277	13,253	15,568
%税前利润	0.0%	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	119	119	120	120	120	120
营业利润	1,118	1,284	1,785	2,575	2,722	3,103	未分配利润	8,202	8,617	9,508	11,321	13,298	15,613
营业利润率	8.3%	8.6%	11.1%	15.7%	15.0%	15.4%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	26	-55	-12	-12	-12	-12	负债股东权益合计	18,974	19,068	19,281	20,237	22,508	25,170
税前利润	769	798	1,371	2,185	2,382	2,789							
利润率	5.7%	5.4%	8.5%	13.3%	13.2%	13.8%	比率分析						
所得税	-149	-148	-232	-371	-405	-474		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税率	19.3%	18.6%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	每股指标						
净利润	621	649	1,138	1,813	1,977	2,315	每股收益	0.518	0.541	0.949	1.512	1.648	1.930
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	7.285	7.280	7.891	9.403	11.052	12.982
归属于母公司的净利润	621	649	1,138	1,813	1,977	2,315	每股经营现金净流	0.823	1.111	2.096	2.549	2.545	2.704
净利率	4.6%	4.4%	7.1%	11.1%	10.9%	11.5%	每股股利	0.140	0.140	0.210	0.210	0.210	0.210
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	7.11%	7.44%	12.03%	16.08%	14.92%	14.87%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	3.27%	3.41%	5.90%	8.96%	8.78%	9.20%
净利润	621	649	1,138	1,813	1,977	2,315	投入资本收益率	5.24%	6.04%	9.23%	12.87%	12.41%	12.78%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	811	930	1,090	1,090	1,170	1,273	主营业务收入增长率	11.86%	10.33%	8.04%	2.05%	10.32%	11.35%
非经营收益	-83	35	132	214	197	192	EBIT增长率	-9.19%	14.84%	48.30%	50.60%	7.20%	15.41%
营运资金变动	-363	-282	153	-61	-291	-537	净利润增长率	-4.98%	4.57%	75.31%	59.30%	9.02%	17.09%
经营活动现金净流	986	1,332	2,514	3,056	3,052	3,243	总资产增长率	21.41%	0.49%	1.12%	4.96%	11.22%	11.83%
资本开支	-1,289	-1,317	-1,381	-1,800	-2,200	-2,500	资产管理能力						
投资	-19	106	85	0	0	0	应收账款周转天数	59.3	58.9	53.5	51.2	50.3	50.6
其他	32	27	23	-12	-12	-12	存货周转天数	93.0	98.9	98.2	111.4	104.9	114.4
投资活动现金净流	-1,277	-1,184	-1,273	-1,812	-2,212	-2,512	应付账款周转天数	84.6	86.6	82.5	90.1	81.6	82.1
股权募资	24	5	3	0	0	0	固定资产周转天数	216.8	217.6	202.7	203.1	197.3	192.2
债权募资	-122	178	-1,100	-400	-200	-200	偿债能力						
其他	-203	-239	-251	-1,087	-619	-610	净负债/股东权益	53.24%	52.93%	39.05%	23.53%	15.07%	9.30%
筹资活动现金净流	-300	-57	-1,347	-1,487	-819	-810	EBIT利息保障倍数	5.0	5.0	7.9	12.6	15.6	19.6
现金净流量	-481	40	-114	359	406	300	资产负债率	53.96%	54.22%	50.92%	44.28%	41.12%	38.15%

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, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考, 不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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; 非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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: 中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH