

3331.HK 维达国际

未评级

爱生雅亚洲并表, 业绩表现企稳

2016年7月20日

市场数据

报告日期	2016.7.20
收盘价(港元)	13.38
总股本(亿股)	11.37
总市值(亿港元)	152
净资产(亿港元)	68
总资产(亿港元)	155
每股净资产(港元)	6.01

数据来源: Wind

相关报告

海外消费研究

高级分析师: 王佳卉

wangjihui@xyzq.com.cn

SFC: BAD529

SAC: S0190516030002

主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(百万港元)	6,024	6,798	7,985	9,696
同比增长(%)	26.4%	12.8%	17.5%	21.4%
净利润(百万港元)	537	543	593	314
同比增长(%)	32.3%	1.2%	9.3%	-47.0%
毛利率(%)	30.8%	29.0%	30.2%	30.5%
净利润率(%)	8.9%	8.0%	7.4%	3.2%
净资产收益率(%)	14.8%	12.4%	12.2%	6.3%
每股收益(港元)	0.5460	0.5430	0.940	0.3150
营业收入(百万港元)	6,024	6,798	7,985	9,696

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

投资要点

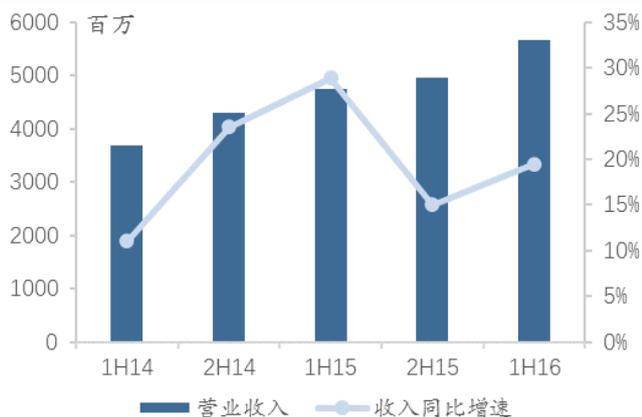
- **高毛利产品增长强劲, 电商渠道贡献加大。**公司上半年实现营业收入 56.67 亿港元, 同比上升 19.5%。其中, 纸巾业务营业收入为 49.23 亿港元, 同比增长 7.4%, 毛利率较高的软抽、盒纸以及湿巾增长强劲。爱生雅亚洲与 2016 年 4 月 1 日并表, 贡献公司业务收益 5.6 亿港元, 净利润 1,639 亿港元, 由此公司个人护理业务上半年贡献公司总收入比重提升至 13%, 实现收入 7.43 亿港元, 同比增长 22%。同时公司电商渠道增长强劲, 上半年贡献收入占比提升至 17%。
- **毛利率稳定, 净利润微降 2.86%。**上半年整体毛利率 31.3%, 同比微降 0.3 个百分点, 部分原因为新收购爱生雅亚洲业务轻微稀释, 纸中和个人护理业务毛利率分别为 31.5% 和 29.7%。得益于公司产品组合优化、生产效率提高以及木浆价格下降, 二季度毛利率 31.9%, 环比上升 1.3 个百分点。2016 年上半年销售及推广费用占公司收入比重同比提升 0.72ppts, 且财务成本受利息支出增长和可换股票公允价值变动影响同比增长 88.6%。因此, 公司上半年实现净利润同比下降 2.86%, 净利润率同比下降 1.3ppts。
- **我们的观点:** 公司顺应市场需求变化, 着力培育个人护理业务, 减少对单一业务的依赖。我们预计如果维达个人护理业务发展达预期且与爱生雅亚洲能够顺利整合, 公司业务与地域布局将更加平衡, 长期盈利能力将得到保障。根据 Bloomberg 市场一致预期, 2016 公司全年收入同比上升 23.9%, 净利润或实现 10.3% 的增长。当前公司股价对应 2016 年 P/E 为 26.6 倍, 建议投资者审慎关注。
- **风险提示:** 市场竞争加剧; 人民币持续贬值; 原材料价格上升

报告正文

公司上半年业绩基本符合市场预期：公司披露 2016 年中期业绩，上半年实现营业收入 56.67 亿港元，同比上升 19.5%；毛利率 31.3%，同比下降 0.3 个百分点；净利润 3.21 亿港元，同比下降 2.86%；基本每股溢利 0.306 港元，同比下降 0.025 港元。

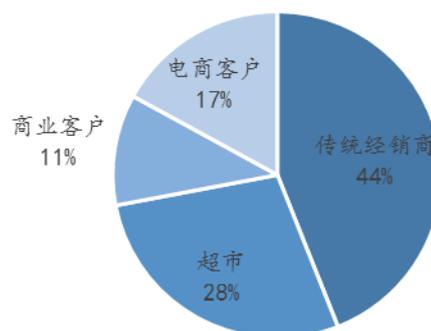
高毛利产品增长强劲，电商渠道贡献加大。公司上半年营业收入 56.67 亿港元，同比上升 19.5%。分渠道来看，来自传统经销商、超市、商业客户及电商客户的营业收入占比分别为 44%、28%、11%和 17%。分业务来看，纸巾业务营业收入为 49.23 亿港元，占集团上半年总营业收入的 87%，同比增长 7.4%，主要原因为：1) 毛利率较高的软抽、盒纸以及湿巾增长强劲；2) 公司电商渠道所贡献的营业收入不断增长，目前占营业收入的 17%。个人护理业务营业收入为 7.43 亿港元，占集团上半年总营业收入的 13%，若考虑收购爱生雅亚洲所产生的全部影响，个人护理业务 2016 年第二季度营收占总营收的 21%。

图表 1、公司 1H2016 总营收同比上升



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

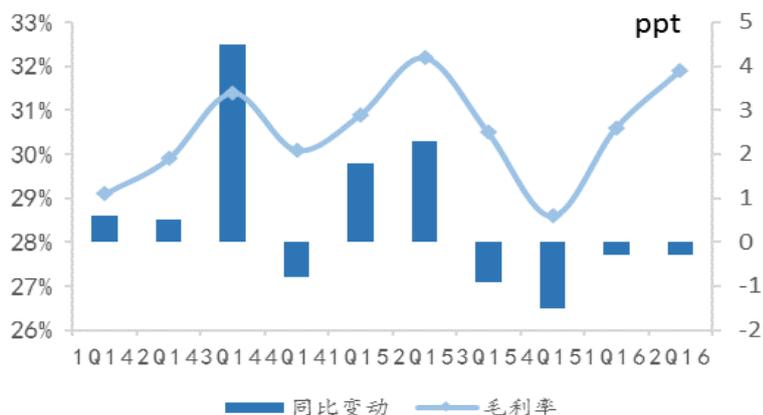
图表 2、电商渠道贡献营业收入增加



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

毛利率基本稳定，净利润微降 3%。公司上半年整体毛利率为 31.3%，较 2015 年上半年微降 0.3 个百分点，部分原因为新收购的爱生雅亚洲业务轻微稀释集团毛利率。2016 年第二季度整体毛利率 31.9%，较第一季度上升 1.3 个百分点，主要是公司产品组合优化、生产效率提高以及木浆价格下降所致。2016 上半年公司纸巾和个人护理业务毛利率分别为 31.5%和 29.7%。

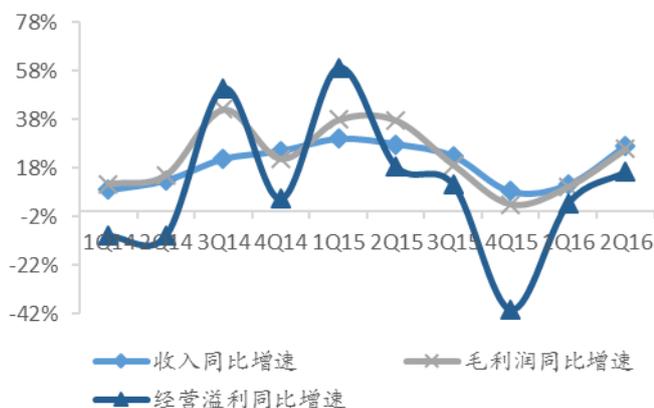
图表 3、公司 2Q16 整体毛利率同比微降，环比改善



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

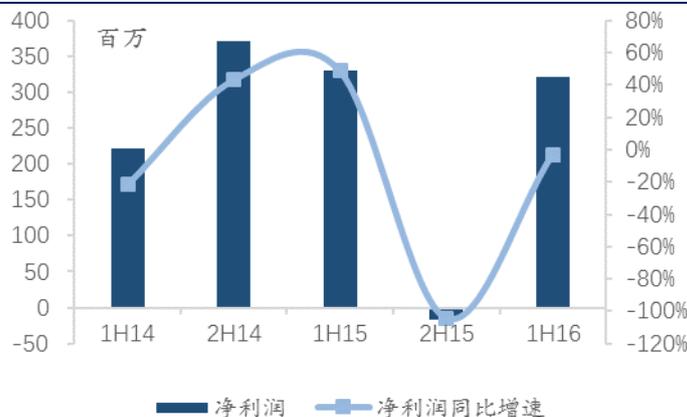
2016 年上半年销售及推广费用占营业收入比重为 16.07%，同比增长 25.05%，未来公司将致力于打造新品牌并扩大个人护理业务版图，短期内会推高销售及推广费用。公司上半年行政开支占收入比重 6.15%，同比增速 21.96%。销售及推广费用、行政开支皆高于营业收入同比增速 19.46%。公司上半年经营溢利 5.15 亿港元，同比上升 9.9%。由于报告期内财务成本同比大幅上升 88.65%，公司净利润同比下降 2.86% 至 3.21 亿港元。

图表 4、销售及推广费用波动导致经营溢利波动增大



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图表 5、公司 2H16 净利润同比微降



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

我们的观点

目前公司在推动原有纸巾业务增长的同时，着力培育个人护理业务，顺应市场需求变化，减少对单一业务的依赖。第二季度开始，公司完成收购爱生雅亚洲业务，进一步扩大业务版图，业务范围拓展至马来西亚、新加坡、印尼、泰国等国家。公司可以凭借爱生雅亚洲对当地市场的认知与分销能力引入更多亚洲机遇，推动销售增长。我们预计如果维达个人护理业务发展达预期且与爱生雅亚洲能够顺利整合，公司业务与地域布局将更加平衡，长期盈利能力将得到保障。根据

Bloomberg 市场一致预期, 2016 公司全年收入同比上升 23.9%, 净利润或实现 10.3% 的增长。当前公司股价对应 2016 年 P/E 为 26.6 倍, 建议投资者审慎关注。

风险提示

市场竞争加剧; 人民币持续贬值; 原材料价格上升

投资评级说明

行业评级报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推荐: 相对表现优于市场;
- 中性: 相对表现与市场持平
- 回避: 相对表现弱于市场

公司评级报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买入: 相对大盘涨幅大于 15%;
- 增持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
- 中性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
- 减持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元斌	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址:香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。