

华生科技 (605180)

主业承压，新能源电容薄膜业务拓新增长点

中性 (下调)

2023年06月18日

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	277	253	303	346
同比	-57%	-9%	20%	14%
归属母公司净利润 (百万元)	59	47	57	67
同比	-67%	-21%	22%	17%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.35	0.28	0.34	0.40
P/E (现价&最新股本摊薄)	36.14	45.70	37.36	31.84

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

研究助理 郝越

执业证书: S0600122080022

xiy@dwzq.com.cn

关键词: #业绩不及预期

投资要点

■ **海外划水板等终端需求回落，22年&23Q1业绩承压。**华生科技是国内最早研发并量产拉丝气垫材料的企业，主要产品包括气密材料和柔性材料，22年收入占比分别为64%/32%，前者包含拉丝气垫材料和充气游艇材料，主要面向国内划水板、充气艇、体操垫等休闲运动产品厂家，间接出口欧美国家；后者包含篷盖材料和灯箱广告材料，主要销往欧美东南亚等地，应用于卡车、帐篷篷布等领域。从业绩上看，16-20年收入CAGR24.09%、呈稳定增长趋势；21年受益于海外放开需求高涨+供给端产能扩张，业绩高增；22年以来因海外需求回落+国内疫情影响生产，导致整体业绩下滑，22年营收2.77亿元/yoy-56.93%、归母净利润0.59亿元/yoy-67.31%，23Q1营收0.57亿元/yoy-28.98%、归母净利润0.09亿元/yoy-56.00%，海外需求未明显回暖、叠加下游品牌处去库周期，公司业绩仍较为承压。

■ **气密材料、境内地区收入下滑较为严重，终端产品为帐篷篷布的柔性材料相对韧性较强。**从22年收入拆分看，1)分产品，气密材料/柔性材料/其他收入分别同比-67.58%/-3.17%/419.85%、占比63.8%/31.6%/3.7%，气密材料主要面向国内划水板、充气艇、体操垫等休闲运动产品厂家，因终端需求回落+疫情影响国内工厂生产，高基数下收入下滑较大，柔性材料由于帐篷等露营产品受外需回落影响较小表现优于整体。2)分地区，22年境内/境外收入分别同比-64.03%/-8.79%、占比72.1%/26.8%，境内下滑幅度较大主因疫情致部分客户停工停产对公司销售产生影响。

■ **毛利率回落较大，盈利能力承压。**从盈利能力看，1)毛利率：16-21年稳定于40%左右，22年同比-11.03pct至28.36%，主因气密材料毛利率下跌-10.39pct所致。23Q1毛利率同比-7.53pct至25.84%、环比-0.06pct、仍未出现向上拐点。2)期间费用率：16-21年位于6%-13%区间，22年同比-1.42pct至4.12%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.56/+2.47/+1.29/-5.75pct，财务费用率下降较多主要系人民币贬值带来汇兑收益。23Q1年同比+2.53pct至6.61%。3)归母净利率：16-21年稳定于27%左右，22年同比-6.77pct至21.31%，主要系毛利率降低所致，费用率下降及政府补助同增328万元冲减部分影响。23Q1净利率同比-10.04pct至16.35%，主因毛利率下降叠加费用率上升所致。

■ **主业募投项目持续推进，布局电容薄膜业务切入新能源。**公司深耕拉丝气垫材料行业数十年，积累较为深厚，持续进行主业新产品研发及技术创新，同时寻求新能源等应用领域突破。1)主业方面，公司IPO募投的年产450万平米拉丝基布建设项目及高性能产业用复合新材料技改项目已完成部分设备安装调试，并有序投入生产。2)超薄特种电容薄膜建设项目，22年11月公司公告拟投资建设年产5,700吨超薄特种电容薄膜建设项目、生产3微米及以下超薄特种电容薄膜产品，总投资金额约4.7亿元，投资建设期3年，截至22年底公司已签订设备定制合同。公司具备在塑胶复合材料行业多年生产和管理经验，切入科技含量较高、进口替代前景广阔的新能源电容薄膜领域，有望推动公司开拓业绩新增量。

■ **盈利预测与投资评级：**公司为国内气密材料生产龙头，21年海外下游产品需求景气度较高，拉丝气垫材料需求高涨、业绩高增，22年受海外划水板、充气艇等需求回落及国内疫情影响，业绩承压较为严重。疫情放开后国内生产恢复，海外有望于下半年需求回暖，公司气密材料订单有望逐步修复。长期看，公司切入新能源电容薄膜高景气赛道，有望成为第二增长曲线。考虑22年业绩低于预期，我们将23-24年净利润预测2.3/2.7亿下调至0.5/0.6亿、增加25年预测值0.7亿，对应23-25年PE为46/37/32X，估值较高，下调至“中性”评级。

■ **风险提示：**疫情反复、原材料价格上涨、产能扩张不及预期、电容薄膜项目拓展不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.61
一年最低/最高价	12.48/20.56
市净率(倍)	1.47
流通 A 股市值(百万元)	612.69
总市值(百万元)	2,131.09

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.56
资产负债率(% ,LF)	1.98
总股本(百万股)	169.00
流通 A 股(百万股)	48.59

相关研究

《华生科技：气密材料生产龙头，产能扩张稳步推进》

2022-05-26

华生科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	902	795	651	496	营业总收入	277	253	303	346
货币资金及交易性金融资产	577	627	458	277	营业成本(含金融类)	198	187	220	248
经营性应收款项	163	105	120	137	税金及附加	2	1	1	1
存货	140	60	71	80	销售费用	4	2	2	2
合同资产	0	0	0	0	管理费用	14	13	11	12
其他流动资产	23	3	3	3	研发费用	13	10	12	14
非流动资产	225	301	409	538	财务费用	-19	-11	-6	-5
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	3	3	3	3
固定资产及使用权资产	185	228	293	377	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	0	30	72	115	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	34	37	39	40	减值损失	-2	-3	-3	-3
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	66	52	63	74
其他非流动资产	6	6	6	6	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	1,127	1,096	1,061	1,035	利润总额	66	52	63	74
流动负债	23	45	53	60	减:所得税	7	5	6	7
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	59	47	57	67
经营性应付款项	9	33	39	44	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1	1	1	1	归属母公司净利润	59	47	57	67
其他流动负债	13	11	13	15	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.35	0.28	0.34	0.40
非流动负债	1	1	1	1	EBIT	47	41	56	69
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	66	68	90	111
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	28.36	26.25	27.15	28.33
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	21.31	18.42	18.85	19.33
其他非流动负债	1	1	1	1	收入增长率(%)	-56.93	-8.53	19.54	14.40
负债合计	24	46	54	61	归母净利润增长率(%)	-67.31	-20.91	22.32	17.32
归属母公司股东权益	1,103	1,050	1,007	974					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,103	1,050	1,007	974					
负债和股东权益	1,127	1,096	1,061	1,035					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	135	253	73	89	每股净资产(元)	8.48	8.07	7.74	7.49
投资活动现金流	-30	-103	-142	-171	最新发行在外股份(百万股)	169	169	169	169
筹资活动现金流	-100	-100	-100	-100	ROIC(%)	3.70	3.42	4.94	6.24
现金净增加额	14	50	-169	-181	ROE-摊薄(%)	5.35	4.44	5.67	6.87
折旧和摊销	19	27	34	42	资产负债率(%)	2.16	4.21	5.12	5.90
资本开支	-9	-103	-142	-171	P/E (现价&最新股本摊薄)	36.14	45.70	37.36	31.84
营运资本变动	63	158	-22	-24	P/B (现价)	1.49	1.56	1.63	1.68

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>