

华旺科技 (605377.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

2Q 业绩表现靓丽，逐季向上弹性可期

业绩简评

8月27日公司发布半年报，23H1 实现营收 18.61 亿元，同比+15.84%，归母净利 2.36 亿元，同比+3.91%。23Q2 实现营收 9.47 亿元，同比+11.38%，归母净利 1.28 亿元，同比/环比+12.10%/+19.5%，扣非归母净利 1.24 亿元，同比/环比+11.08%/+27.9%。

经营分析

国内接单饱满+开拓顺利，装饰原纸挺价表现优异。1) 分品类来看，23H1 装饰原纸/木浆贸易营收 14.5/3.9 亿元 (同比+23.1%/-1.7%)，装饰原纸挺价较优，3月起木浆价格大幅下滑导致短期 H1 贸易业务有所亏损。2) 从内外销角度，23H1 内销/外销营收 14.74/3.87 亿元 (同比+6.7%/+72%)。4月以来公司接单饱和、加快海外市场开拓，欧洲市场高端产品占比提升。23H1 毛利率 16.48% (-4.1pct)，23Q2 毛利率 18.80% (同比/环比-1/+4.7pct)。2Q 起低价浆逐渐计入报表成本，2Q 阔叶浆/钛白粉价格 4170 元/15765 吨 (环比-1570/+600 元/吨)。

23H1 净利率 12.64% (-1.44pct)，23Q2 净利率 13.53% (+0.10pct)，23H1 销售/管理/财务费用率同比-0.06/-0.64/-1.14pct，23Q2 销售/管理/财务费用率同比-0.02/-0.51/-0.51pct。

新产能投放贡献增量，3Q 起吨盈利弹性加速释放。销量：6月伴随 8 万吨新产能投放，国内地产需求修复、海外加快欧洲地区开拓，销量环比稳步提升。成本端：当前阔叶浆/钛白粉价格 4500/15460 元/吨 (较 2Q 末+330/-300 元/吨)。欧洲港口累库+全球弱需求预期，木浆价格企稳短期预计低位震荡；钛白粉方面，需求回暖价格略有提振，但考虑到新增产能投放较多预计价格上行空间有限，3Q 起用浆成本大幅下行，成本带动盈利弹性兑现可期。

中高端装饰原纸行业领军者，出海打开成长天花板，品类扩张打造长期成长曲线。装饰原纸 8 万吨新产线已于 23Q2 前投产，24 年底预计新增投产 8 万吨装饰原纸产线，2025 年末装饰原纸产能预计达到 43 万吨，布局 40 万吨其他特种纸产能，包括高品质食品、医疗用纸等细分特种纸差异化产品，预计 2025 年投产 15 万吨格拉辛纸。

盈利预测、估值与评级

考虑到公司作为装饰原纸龙头海内外成长路径清晰，成本管控能力优秀，新品开拓突破成长天花板，预计 23-25 年公司归母净利分别为 6.1、6.9、8.7 亿元，当前股价对应 PE 分别为 11、9、7 倍，维持“买入”评级。

风险提示

新品类市场开拓不及预期，产能拓张不及预期，下游需求弱复苏，成本大幅波动

轻工组

分析师：尹新悦 (执业 S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

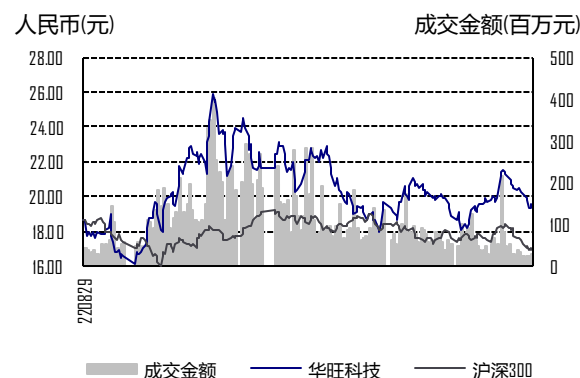
分析师：张杨桓 (执业 S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：19.50 元

相关报告：

1. 《华旺科技公司深度研究：中高端装饰原纸领军者，国际化&拓品类打...》，2023.5.3



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,940	3,436	3,853	4,452	5,807
营业收入增长率	82.40%	16.88%	12.13%	15.54%	30.43%
归母净利润(百万元)	449	467	608	693	867
归母净利润增长率	72.53%	4.18%	30.15%	13.99%	25.08%
摊薄每股收益(元)	1.563	1.407	1.831	2.087	2.610
每股经营性现金流净额	1.84	1.62	1.85	2.38	2.66
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.61%	12.95%	14.80%	15.06%	16.50%
P/E	11.48	17.45	10.67	9.36	7.49
P/B	2.02	2.26	1.58	1.41	1.24

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,612	2,940	3,436	3,853	4,452	5,807
增长率	82.4%	16.9%	12.1%	15.5%	30.4%	
主营业务成本	-1,216	-2,298	-2,802	-2,983	-3,439	-4,527
%销售收入	75.4%	78.1%	81.5%	77.4%	77.3%	78.0%
毛利	396	643	635	870	1,013	1,280
%销售收入	24.6%	21.9%	18.5%	22.6%	22.7%	22.0%
营业税金及附加	-8	-13	-12	-15	-18	-23
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-42	-18	-20	-23	-27	-35
%销售收入	2.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
管理费用	-21	-41	-48	-54	-62	-81
%销售收入	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
研发费用	-54	-88	-93	-104	-120	-157
%销售收入	3.4%	3.0%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
息税前利润 (EBIT)	271	483	462	674	786	984
%销售收入	16.8%	16.4%	13.4%	17.5%	17.6%	16.9%
财务费用	-8	0	44	28	10	12
%销售收入	0.5%	0.0%	-1.3%	-0.7%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-3	-6	-20	0	0	0
公允价值变动收益	-2	2	-4	0	0	0
投资收益	7	17	1	1	1	1
%税前利润	2.3%	3.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	289	524	533	703	797	997
%营业收入	17.9%	17.8%	15.5%	18.2%	17.9%	17.2%
营业外收支	0	-1	0	0	0	0
税前利润	289	523	532	703	797	997
利润率	17.9%	17.8%	15.5%	18.2%	17.9%	17.2%
所得税	-30	-77	-67	-95	-104	-130
所得税率	10.3%	14.7%	12.6%	13.5%	13.0%	13.0%
净利润	259	446	465	608	693	867
少数股东损益	-1	-3	-2	0	0	0
归属于母公司的净利润	260	449	467	608	693	867
净利率	16.1%	15.3%	13.6%	15.8%	15.6%	14.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	259	446	465	608	693	867
少数股东损益	-1	-3	-2	0	0	0
非现金支出	58	77	110	105	135	153
非经营收益	0	5	6	-14	17	22
营运资金变动	-102	-1	-43	-86	-55	-159
经营活动现金净流	215	527	539	613	790	883
资本开支	-219	-245	-234	-333	-265	-175
投资	0	0	0	0	0	0
其他	-34	-49	-197	1	1	1
投资活动现金净流	-253	-295	-432	-332	-264	-174
股权募资	903	14	821	66	0	0
债权募资	41	-225	231	44	-5	143
其他	-28	-127	-371	-190	-218	-239
筹资活动现金净流	916	-337	682	-79	-223	-96
现金净流量	877	-111	793	202	304	613

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,100	996	1,859	2,060	2,363	2,976
应收款项	774	1,061	1,055	1,362	1,574	2,053
存货	485	610	916	825	952	1,253
其他流动资产	184	222	438	426	427	429
流动资产	2,543	2,889	4,268	4,674	5,316	6,711
%总资产	74.6%	71.9%	77.3%	76.1%	76.9%	80.5%
长期投资	5	5	0	0	0	0
固定资产	768	1,013	1,124	1,371	1,488	1,498
%总资产	22.5%	25.2%	20.4%	22.3%	21.5%	18.0%
无形资产	69	67	79	92	105	118
非流动资产	865	1,131	1,252	1,468	1,598	1,621
%总资产	25.4%	28.1%	22.7%	23.9%	23.1%	19.5%
资产总计	3,408	4,021	5,520	6,142	6,914	8,331
短期借款	173	1	237	281	276	419
应付款项	875	1,303	1,496	1,581	1,851	2,436
其他流动负债	82	141	127	161	175	214
流动负债	1,130	1,444	1,860	2,023	2,303	3,069
长期贷款	50	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	20	46	3	2	1
负债	1,181	1,465	1,906	2,026	2,305	3,070
普通股股东权益	2,219	2,548	3,608	4,110	4,604	5,255
其中：股本	204	287	332	332	332	332
未分配利润	701	990	1,255	1,690	2,184	2,835
少数股东权益	8	8	6	6	6	6
负债股东权益合计	3,408	4,021	5,520	6,142	6,914	8,331

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.275	1.563	1.407	1.831	2.087	2.610
每股净资产	10.885	8.876	10.859	12.369	13.856	15.817
每股经营现金净流	1.054	1.836	1.622	1.845	2.379	2.658
每股股利	0.600	0.520	0.520	0.520	0.600	0.650
回报率						
净资产收益率	11.72%	17.61%	12.95%	14.80%	15.06%	16.50%
总资产收益率	7.63%	11.16%	8.47%	9.90%	10.03%	10.41%
投入资本收益率	9.90%	15.98%	10.37%	13.26%	13.99%	15.07%
增长率						
主营业务收入增长率	-2.54%	82.40%	16.88%	12.13%	15.54%	30.43%
EBIT增长率	43.45%	78.38%	-4.37%	45.96%	16.58%	25.26%
净利润增长率	52.23%	72.53%	4.18%	30.15%	13.99%	25.08%
总资产增长率	73.22%	17.96%	37.28%	11.27%	12.58%	20.49%
资产管理能力						
应收账款周转天数	34.4	23.2	27.7	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	126.5	86.9	99.4	101.0	101.0	101.0
应付账款周转天数	105.7	84.1	89.8	82.0	85.0	85.0
固定资产周转天数	170.4	124.4	97.8	120.1	109.5	87.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-44.79%	-46.26%	-55.69%	-52.70%	-53.74%	-56.01%
EBIT利息保障倍数	35.9	1,002.5	-10.5	-23.8	-75.6	-83.0
资产负债率	34.65%	36.43%	34.53%	32.99%	33.33%	36.85%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-05-03	买入	20.23	25.90~25.90

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806