

华旺科技 (605377.SH)

强烈推荐 (维持)

2022 全年预计稳健增长，静待成本需求双向利好

□2022 年业绩预计稳健增长，Q4 成本端持续承压。公司 22Q1-3 营业收入 24.89 亿元，同比增长 24.25%，归母净利润 3.31 亿元，同比增长 3.34%，扣非净利润 3.17 亿元，同比增长 4.18%，毛利率同比下降 6.33pcts 至 18.83%。从成本端趋势看，前期高价木浆预计 22Q4 继续体现，Q4 整体接单及出货情况环比或持续修复。预计公司 2022 年全年中高端装饰原纸主业经营稳健，利润端在内部成本管控、木浆贸易及产品提价相对顺利的情况下缓解部分压力，或维持正数增长。

□政策利好地产修复，预计 2023 年中高端装饰原纸需求提升，叠加浆价下行预期兑现，营收利润有望实现双增。2022 年保交楼政策持续落地，“金融 16 条”全面助力房地产“软着陆”、进一步放松房企融资限制、首套房贷款利率调整机制建立等预计均将推动板块情绪持续修复，房地产稳增长背景下，公司装饰原纸需求提升可期。成本端，2022 年 12 月中旬外盘阔叶浆报价已下调 40 美元/吨，随着 Arauco 及 UPM 阔叶浆项目投产，2023 年浆价下行趋势确定，23Q2 纸厂有望迎来改善拐点，公司有望享受浆价下行红利，盈利弹性较明显。

□产能扩张、多元布局，开拓成长空间。公司以装饰原纸为核心，2023 预计装饰原纸 8 万吨产线投产，届时 40 万吨原纸布局基本完成；同时积极布局新品类（医疗、食品、工业用纸等其他特种纸品类），10 万吨先行先试，目前市场反馈较好，30 万吨其他特种纸产能将陆续投入建设。新产能逐步扩张，丰富产品矩阵，开拓成长空间。此外，欧洲传统纸企制造成本较高致订单转移，东南亚市场发展空间广阔，公司海外业务拓展值得期待，有望驱动业绩高速增长。

□盈利预测与投资建议。我们预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 4.63/5.45/6.39 亿元，分别同比增长 3%/18%/17%，当前股价对应 22 年 PE 为 16.7X，维持“强烈推荐”投资评级。

□风险提示：原材料价格波动风险，下游需求增长不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1612	2940	3651	4350	4986
同比增长	-3%	82%	24%	19%	15%
营业利润(百万元)	289	524	541	637	748
同比增长	49%	81%	3%	18%	17%
归母净利润(百万元)	260	449	463	545	639
同比增长	52%	73%	3%	18%	17%
每股收益(元)	1.28	1.56	1.39	1.64	1.92
PE	18.3	14.9	16.7	14.2	12.1
PB	2.1	2.6	2.7	2.3	2.0

资料来源：公司数据、招商证券

消费品/轻工纺服

目标估值：NA

当前股价：23.31 元

基础数据

总股本(万股)	33224
已上市流通股(万股)	16851
总市值(亿元)	77
流通市值(亿元)	39
每股净资产(MRQ)	10.6
ROE(TTM)	13.1
资产负债率	36.8%
主要股东	杭州华旺实业集团有限公司
主要股东持股比例	25.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0	30	35
相对表现	-0	39	52



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《华旺科技(605377)—Q2 收入稳健增长，产能扩张助力长期发展》2022-08-29
- 《华旺科技(605377)—产能释放驱动业绩高速增长，看好海外市场业务成长》2022-04-27
- 《华旺科技(605377)—Q2 业绩如期高增，产能释放动能强劲》2021-08-27

赵中平 S1090521080001

✉ zhaozhongping@cmschina.com.cn

毕先磊 研究助理

✉ bixianlei@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2543	2889	3319	3768	4260
现金	1100	996	1017	1061	1190
交易性投资	121	187	187	187	187
应收票据	622	839	1042	1241	1423
应收款项	152	222	253	302	346
其它应收款	0	0	0	0	0
存货	485	610	776	925	1054
其他	63	35	44	52	60
非流动资产	865	1131	1441	1727	1991
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	752	1002	1318	1610	1880
无形资产商誉	69	67	60	54	49
其他	44	62	62	62	62
资产总计	3408	4021	4760	5495	6251
流动负债	1130	1444	1827	2160	2444
短期借款	173	0	0	0	0
应付账款	874	1288	1661	1980	2256
预收账款	8	9	12	14	16
其他	75	147	155	166	172
长期负债	51	20	20	20	20
长期借款	50	0	0	0	0
其他	1	20	20	20	20
负债合计	1181	1465	1848	2181	2464
股本	204	287	332	332	332
资本公积金	1231	1150	1150	1150	1150
留存收益	784	1110	1424	1830	2306
少数股东权益	8	8	5	2	(1)
归属于母公司所有者权益	2219	2548	2907	3313	3789
负债及权益合计	3408	4021	4760	5495	6251

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	215	527	469	527	636
净利润	260	449	463	545	639
折旧摊销	54	70	85	109	131
财务费用	3	6	(8)	(8)	(9)
投资收益	(7)	(17)	(48)	(48)	(48)
营运资金变动	(96)	4	(30)	(79)	(84)
其它	1	15	8	8	6
投资活动现金流	(253)	(295)	(352)	(352)	(352)
资本支出	(220)	(245)	(400)	(400)	(400)
其他投资	(34)	(49)	48	48	48
筹资活动现金流	916	(337)	(97)	(131)	(154)
借款变动	41	(238)	(1)	0	0
普通股增加	51	83	45	0	0
资本公积增加	832	(81)	0	0	0
股利分配	0	(102)	(149)	(139)	(163)
其他	(8)	0	8	8	9
现金净增加额	878	(105)	20	44	129

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1612	2940	3651	4350	4986
营业成本	1216	2298	2962	3532	4023
营业税金及附加	8	13	16	19	22
营业费用	42	18	22	27	31
管理费用	21	41	51	61	70
研发费用	54	88	110	126	145
财务费用	8	0	(8)	(8)	(9)
资产减值损失	(3)	(6)	(5)	(5)	(5)
公允价值变动收益	(2)	2	2	2	2
其他收益	25	29	29	29	29
投资收益	7	17	17	17	17
营业利润	289	524	541	637	748
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	0	2	2	2	2
利润总额	289	523	540	636	747
所得税	30	77	80	94	111
少数股东损益	(1)	(3)	(3)	(3)	(4)
归属于母公司净利润	260	449	463	545	639

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	-3%	82%	24%	19%	15%
营业利润	49%	81%	3%	18%	17%
归母净利润	52%	73%	3%	18%	17%
获利能力					
毛利率	24.6%	21.9%	18.9%	18.8%	19.3%
净利率	16.1%	15.3%	12.7%	12.5%	12.8%
ROE	11.7%	17.6%	15.9%	16.4%	16.9%
ROIC	10.8%	17.4%	15.5%	16.1%	16.5%
偿债能力					
资产负债率	34.7%	36.4%	38.8%	39.7%	39.4%
净负债比率	6.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.3	2.0	1.8	1.7	1.7
速动比率	1.8	1.6	1.4	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.7	0.8	0.8	0.8
存货周转率	2.9	4.2	4.3	4.2	4.1
应收账款周转率	2.2	3.2	3.1	3.1	3.0
应付账款周转率	1.6	2.1	2.0	1.9	1.9
每股资料(元)					
EPS	1.28	1.56	1.39	1.64	1.92
每股经营净现金	1.05	1.84	1.41	1.59	1.91
每股净资产	10.89	8.88	8.75	9.97	11.41
每股股利	0.50	0.52	0.42	0.49	0.58
估值比率					
PE	18.3	14.9	16.7	14.2	12.1
PB	2.1	2.6	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	25.2	14.9	14.3	12.0	10.1

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵中平：香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

刘丽：对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券，2021年起任美妆时尚联席首席。

宋盈盈：CFA，清华大学环境工程本硕，北京大学国发院经济学双学士。2018-2020年，任招商证券环保公用事业行业分析师。2020年起任美妆时尚分析师。

毕先磊：山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

王鹏：华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

王梓旭：中央财经大学硕士，2022年加入招商证券，任研究助理，研究方向为纺织服装。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。