


2024年05月08日
华旺科技(605377.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

造纸 III

投资评级

买入-B
维持评级

6个月目标价

28.06元

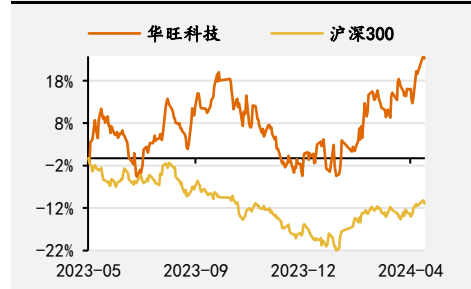
股价(2024-05-08)

23.31元

交易数据

总市值(百万元)	7,743.32
流通市值(百万元)	7,727.85
总股本(百万股)	332.19
流通股本(百万股)	331.52
12个月价格区间	18.05/23.41元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.0	10.6	31.0
绝对收益	8.6	18.4	20.3

罗乾生

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522010002

luoqs1@essence.com.cn

相关报告

23Q2 盈利能力显著回升, 持续看好装饰原纸龙头	2023-08-31
新产能新品类新成长, 装饰原纸龙头扬帆再起航	2023-05-26
23Q1 业绩韧性彰显, 有望逐步向上	2023-04-28
22Q4 业绩表现靓丽, 释放盈利成长可期	2023-03-14
Q3 业绩彰显经营韧性, 产能有序扩张推动市占率提升	2022-10-31

出口高增+盈利改善, 分红率提升彰显价值

■ 事件: 华旺科技发布 2023 年年报及 2024 年一季报。23 年公司实现营业收入 39.76 亿元, 同比增长 15.70%; 归母净利润 5.66 亿元, 同比增长 21.13%; 扣非后归母净利润 5.28 亿元, 同比增长 16.43%。其中, 23Q4 公司实现营业收入 9.92 亿元, 同比增长 4.74%; 归母净利润 1.69 亿元, 同比增长 23.82%; 扣非后归母净利润 1.49 亿元, 同比增长 8.80%。24Q1 公司实现营业收入 9.52 亿元, 同比增长 4.15%; 归母净利润 1.47 亿元, 同比增长 36.59%; 扣非后归母净利润 1.45 亿元, 同比增长 49.95%。

此外, 2023 年公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 11.00 元(含税), 同时向全体股东每 10 股以资本公积金转增 4 股, 合计拟派发现金红利 3.6 亿元(含税), 分红比例达到 63.94%, 同比增长 15.09pct。

■ 新产能释放营收稳增, 外销快速放量

分地区看, 国内/国外营收分别为 31.61/7.80 亿元, 同比分别增长 8.28%/66.9%。公司凭借产品质量、价格优势在欧洲、亚洲等海外市场拓展客户顺利, 快速打开海外中高端市场, 23 年外销收入增速持续靓丽。2024Q1 公司市场销售继续呈现向好态势。

分业务看, 2023 年公司装饰原纸/木浆贸易分别实现营收 31.07/8.24 亿元, 同比增长 30.35%/-14.89%。1) 装饰原纸: 2023 年公司装饰原纸产能持续增长, 年产 18 万吨特种纸生产线扩建项目(一期)顺利投产, 截至 2023 年末, 产能达 35 万吨。23 年公司持续产销两旺, 产能利用率保持较高水位, 装饰原纸产量 31.03 万吨, 同比增长 27.83%; 实现销量 30.51 万吨, 同比增长 34.18%。24Q1 浆价环比增长, 公司向下游转移成本能力优异, 且海外占比持续提升, 我们预计价格保持韧性。2) 木浆贸易: 23Q3 以来浆价自历史底部迅速回升至历史中位, 我们预计木浆贸易收入逐季环比修复。

■ 产品结构优化, 盈利中枢上移

盈利能力方面, 2023 年公司毛利率为 19.05%, 同比增长 0.58pct。23Q4 公司毛利率为 22.11%, 同比增长 4.56pct。24Q1 销售毛利率为 20.16%, 同比增长 6.08pct。23 年公司国内/国外毛利率分别为 16.8%/28.5%, 分别同比增长-0.7pct/4.5pct。公司国外毛利率改善, 且海外占比提升优化渠道结构, 以及于低价时囤浆调控库存, 一定程度上对冲 23Q3 以来浆价快速上涨压力。

期间费用方面, 2024 年第一季度公司的销售期间费用率为 3.96%, 较 2023 年同期的 3.69%略有上升, 同比增长了 0.27 个百分点。销售/管

理/研发/财务费用率分别为 0.45%/0.95%/-0.34%/2.90%。2023 年华旺科技的销售期间费用率为 3.69%，同比增长 0.85pct。销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.61%/1.31%/3.04%/-1.27%，同比分别 +0.06/+0.19/+0.54/+0.05pct。

综合影响下，2023 年公司销售净利率为 14.21%，同比增长 1.57pct；2023Q4 公司净利率为 17.06%，同比增长 2.69pct。2024Q1 销售净利率为 15.42%，同比增长 3.7pct。

投资建议：公司为装饰原纸细分领域龙头，技术研发能力出众，成本管控到位，盈利韧性十足。伴随中高端装饰原纸行业格局优化，公司产能稳步扩张、不断拓展多元品类，未来业绩有望持续成长。我们预计华旺科技 2024-2026 年营业收入为 45.80、54.98、62.96 亿元，同比增长 15.20%、20.03%、14.52%；归母净利润为 6.75、8.14、9.34 亿元，同比增长 19.27%、20.52%、14.78%，对应 PE 为 11.5X、9.5X、8.3X，给予 24 年 13.81xPE，目标价 28.06 元，维持买入-A 的投资评级。

风险提示：疫情反复、原材料价格大幅波动、产能投放不及预期、品类拓展不及预期、海外贸易环境恶化、行业竞争加剧风险。

(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	3,436.4	3,975.8	4,580.1	5,497.3	6,295.3
净利润	467.3	566.1	675.2	813.7	934.0
每股收益(元)	1.41	1.70	2.03	2.45	2.81
每股净资产(元)	10.86	12.07	13.47	14.94	16.63

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	16.6	13.7	11.5	9.5	8.3
市净率(倍)	2.1	1.9	1.7	1.6	1.4
净利润率	13.6%	14.2%	14.7%	14.8%	14.8%
净资产收益率	13.0%	14.1%	15.1%	16.4%	16.9%
股息收益率	2.2%	0.0%	3.5%	4.2%	4.8%
ROIC					

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,436.4	3,975.8	4,580.1	5,497.3	6,295.3	成长性					
减: 营业成本	2,801.6	3,218.4	3,654.3	4,293.2	4,845.5	营业收入增长率	16.9%	15.7%	15.2%	20.0%	14.5%
营业税费	12.3	14.2	16.4	19.7	22.5	营业利润增长率	1.6%	21.7%	19.0%	20.7%	17.5%
销售费用	20.2	24.4	27.0	36.3	44.1	净利润增长率	4.2%	21.1%	19.3%	20.5%	14.8%
管理费用	47.8	52.1	60.0	72.0	82.4	EBITDA 增长率	-2.1%	19.7%	22.9%	36.3%	19.6%
研发费用	92.8	120.7	139.0	166.8	220.3	EBIT 增长率	-6.0%	20.2%	21.6%	36.3%	18.0%
财务费用	-43.9	-50.4	-55.0	-22.0	-25.2	NOPLAT 增长率	-4.5%	22.0%	19.9%	26.9%	15.1%
资产减值损失	-15.5	-25.7	-8.0	-35.0	-35.0	投资资本增长率	17.0%	33.0%	-9.4%	27.6%	11.3%
加: 公允价值变动收益	-3.6	-	0.7	-0.5	0.1	净资产增长率	41.4%	11.1%	11.5%	10.8%	11.2%
投资和汇兑收益	1.2	-0.8	2.0	2.0	1.0						
营业利润	532.8	648.7	772.1	931.8	1,094.6	利润率					
加: 营业外净收支	-0.4	-0.2	-0.2	-1.0	-3.0	毛利率	18.5%	19.0%	20.2%	21.9%	23.0%
利润总额	532.4	648.5	771.9	930.8	1,091.6	营业利润率	15.5%	16.3%	16.9%	17.0%	17.4%
减: 所得税	67.0	83.4	99.3	119.8	160.5	净利润率	13.6%	14.2%	14.7%	14.8%	14.8%
净利润	467.3	566.1	675.2	813.7	934.0	EBITDA/营业收入	16.4%	16.9%	18.1%	20.5%	21.4%
						EBIT/营业收入	13.8%	14.4%	15.2%	17.2%	17.7%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	101	100	117	122	126
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	34	50	29	5	5
货币资金	1,859.3	2,294.4	2,568.8	2,542.5	2,835.4	流动资产周转天数	375	409	378	334	326
交易性金融资产	390.1	-	-	-	-	应收帐款周转天数	27	29	31	32	33
应收帐款	300.4	339.3	441.1	529.3	635.1	存货周转天数	80	86	85	85	89
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	500	531	511	474	471
预付帐款	6.1	5.0	13.3	5.8	13.0	投资资本周转天数	150	163	154	139	144
存货	915.5	978.8	1,174.5	1,409.4	1,691.3						
其他流动资产	796.7	1,140.8	656.1	864.5	887.1	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	13.0%	14.1%	15.1%	16.4%	16.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.4%	9.1%	9.9%	10.5%	10.6%
长期股权投资	-	-	-	-	-						
投资性房地产	-	-	-0.8	-1.5	-2.3	费用率					
固定资产	920.8	1,294.4	1,687.3	2,046.2	2,367.0	销售费用率	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%
在建工程	202.9	21.4	97.1	157.7	206.1	管理费用率	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
无形资产	73.6	109.0	106.4	103.9	101.4	研发费用率	2.7%	3.0%	3.0%	3.0%	3.5%
其他非流动资产	54.3	35.7	44.8	41.7	38.6	财务费用率	-1.3%	-1.3%	-1.2%	-0.4%	-0.4%
资产总额	5,519.7	6,218.7	6,788.6	7,699.6	8,772.8	四费/营业收入	3.4%	3.7%	3.7%	4.6%	5.1%
短期债务	235.0	370.0	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	779.0	711.6	930.5	1,110.8	1,333.8	资产负债率	34.5%	35.4%	34.0%	35.5%	37.1%
应付票据	717.3	927.6	1,205.9	1,447.1	1,736.5	负债权益比	52.7%	54.9%	51.6%	55.1%	58.9%
其他流动负债	128.9	117.2	127.0	121.8	121.2	流动比率	2.29	2.24	2.14	2.00	1.90
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.80	1.78	1.63	1.47	1.37
其他非流动负债	45.6	77.5	47.8	57.0	60.7	利息保障倍数	-10.81	-11.33	-12.63	-43.01	-44.34
负债总额	1,905.7	2,203.9	2,311.2	2,736.5	3,252.2	分红指标					
少数股东权益	6.1	5.1	2.5	-0.2	-3.0	DPS(元)	0.52	-	0.81	0.98	1.12
股本	332.2	332.2	332.2	332.2	332.2	分红比率	36.6%	0.0%	40.0%	40.0%	40.0%
留存收益	3,340.3	3,737.7	4,142.8	4,631.0	5,191.4	股息收益率	2.2%	0.0%	3.5%	4.2%	4.8%
股东权益	3,613.9	4,014.8	4,477.4	4,963.0	5,520.6						
						现金流量表					
						(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	465.4	565.0	675.2	813.7	934.0
						加: 折旧和摊销	88.9	104.9	134.1	183.2	233.4
						资产减值准备	15.5	25.7	-	-	-
						公允价值变动损失	3.6	-	0.7	-0.5	0.1
						财务费用	2.4	18.2	-55.0	-22.0	-25.2
						投资收益	-6.1	-4.2	-2.0	-2.0	-1.0
						少数股东损益	-1.9	-1.0	-2.6	-2.7	-2.8
						营运资金的变动	-808.4	-575.2	648.6	-95.4	101.0
						经营活动产生现金流量	539.0	438.6	1,399.0	874.4	1,239.5
						投资活动产生现金流量	-431.8	49.1	-597.2	-597.2	-598.2
						融资活动产生现金流量	681.7	-16.2	-527.4	-303.5	-348.4
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	1.41	1.70	2.03	2.45	2.81
						BVPS(元)	10.86	12.07	13.47	14.94	16.63
						PE(X)	16.6	13.7	11.5	9.5	8.3
						PB(X)	2.1	1.9	1.7	1.6	1.4
						P/FCF	16.2	40.5	15.6	26.0	11.6
						P/S	2.3	1.9	1.7	1.4	1.2
						EV/EBITDA	10.8	6.5	6.2	4.6	3.6
						CAGR(%)	20.3%	18.1%	14.7%	20.3%	18.1%
						PEG	0.8	0.8	0.8	0.5	0.5
						ROIC/WACC	3.1	3.2	2.9	4.0	3.6
						REP	1.3	0.7	1.0	0.5	0.5

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034