

华旺科技 (605377.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q2 经营彰显韧性，中期分红回馈股东

业绩简评

8月15日公司发布24H1半年报，24H1营收19.47亿元，同比+4.6%；实现归母净利润3.02亿元，同比+28.1%；其中24Q2营收9.95亿元，同比+5.0%；归母净利润1.55亿元，同比+20.9%，扣非归母净利润1.29亿元，同比+4.5%。24H1派发每股股利（税前）0.42元，股份支付率64.49%。

经营分析

Q2 收入稳健增长，海外表现优于国内。 Q2 营收同比+5%，预计主要受量增驱动。1) 分业务角度：24H1 装饰纸/其他业务(包含纸浆贸易等)收入15.4/3.8亿元，同比+6.1%/-0.8%。公司产品在耐晒、耐磨、稳定性和印刷性能方面具有良好的表现性能，在中高端市场具有强大的消费引导力和市场领导力。2) 分区域：24H1 内销/外销营收15.3/4.2亿元，同比+3.5%/+8.6%，占比78.4%/21.6%。装饰原纸凭借其品质的高稳定性，在国际市场上加速扩张，公司产品性能较优，优先争抢高毛利产品的国际市场份额。

受纸浆成本/海运费/订单结构影响，盈利能力环比略降但仍处较高水平。 24Q2 毛利率17.2% (同/环比-1.6/-3pct)，预计主要影响因素：1) Q2 外盘浆价震荡走强，公司拥有的低价纸浆库存部分平滑用浆成本；2) 产品结构影响，预计低价位产品占比有所提升，各分类价格体系受益于优异的供给格局保持稳定；3) 外销海运费上涨，H1 内销/外销毛利率20.1%/21.9%，内外销毛利率差距收窄。

成本压力稳步下降，看好H2 盈利回暖。 24H1 销售/管理&研发/财务费用率0.64%/4.33%/-0.43%，同比+0.09/+0.72/+0.89pct，净利率15.5% (同比+2.9pct)。Q2 销售/管理&研发/财务费用率同比+0.14/+0.63/+0.15pct，扣非净利率13% (同/环比+0.2/-2.2pct)。当前纸浆/钛白粉价格均呈回落趋势，伴随库存浆成本消化，预计装饰纸业务H2 盈利能力逐步回暖。

中高端装饰原纸行业领军者，产品升级&出海打开成长天花板，品类扩张打造长期成长曲线。 马鞍山18万吨特种纸项目(二期)投放后，公司有望巩固装饰原纸行业龙头地位，中期公司积极布局特种纸新赛道，包括高品质食品纸、医疗级用纸、工业用纸等细分差异化产品，欧洲反倾销调查尚处于初期，预计整体影响有限。

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，预计24-26年公司归母净利分别为6.2、7.4、8.2亿元，当前股价对应PE分别为9、8、7倍，维持“买入”评级。

风险提示

新品类市场开拓不及预期，行业竞争加剧，产能拓张不及预期，成本大幅波动

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓 (执业 S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师：尹新悦 (执业 S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：12.12 元

相关报告：

- 《华旺科技公司点评：1Q 业绩符合预期，外销增长提速消化产能》，2024.4.28
- 《华旺科技公司点评：3Q 业绩表现靓丽，产能扩张成长可期》，2023.10.29
- 《华旺科技公司点评：2Q 业绩表现靓丽，逐季向上弹性可期》，2023.8.27



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,436	3,976	4,311	5,017	5,724
营业收入增长率	16.88%	15.70%	8.44%	16.36%	14.10%
归母净利润(百万元)	467	566	618	736	819
归母净利润增长率	4.18%	21.13%	9.18%	19.14%	11.24%
摊薄每股收益(元)	1.407	1.704	1.330	1.584	1.762
每股经营性现金流净额	1.62	1.32	3.15	2.03	2.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.95%	14.12%	15.10%	17.24%	18.25%
P/E	17.45	11.20	9.11	7.65	6.88
P/B	2.26	1.58	1.38	1.32	1.26

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)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	2,940	3,436	3,976	4,311	5,017	5,724	货币资金	996	1,859	2,294	2,427	2,714	2,948	
增长率	16.9%	15.7%	15.7%	8.4%	16.4%	14.1%	应收款项	1,061	1,055	1,439	988	1,153	1,316	
主营业务成本	-2,298	-2,802	-3,218	-3,399	-3,963	-4,535	存货	610	916	979	931	1,075	1,217	
%销售收入	78.1%	81.5%	81.0%	78.8%	79.0%	79.2%	其他流动资产	222	438	46	37	38	39	
毛利	643	635	757	912	1,054	1,189	流动资产	2,889	4,268	4,758	4,383	4,979	5,520	
%销售收入	21.9%	18.5%	19.0%	21.2%	21.0%	20.8%	%总资产	71.9%	77.3%	76.5%	71.6%	72.7%	73.3%	
营业税金及附加	-13	-12	-14	-17	-20	-23	长期投资	5	0	0	0	0	0	
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	1,013	1,124	1,317	1,584	1,703	1,827	
销售费用	-18	-20	-24	-26	-30	-34	%总资产	25.2%	20.4%	21.2%	25.9%	24.9%	24.3%	
%销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	无形资产	67	79	112	125	138	151	
管理费用	-41	-48	-52	-56	-65	-74	非流动资产	1,131	1,252	1,460	1,739	1,871	2,007	
%销售收入	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	%总资产	28.1%	22.7%	23.5%	28.4%	27.3%	26.7%	
研发费用	-88	-93	-121	-129	-150	-160	资产总计	4,021	5,520	6,219	6,123	6,850	7,527	
%销售收入	3.0%	2.7%	3.0%	3.0%	3.0%	2.8%	短期借款	1	237	372	2	195	336	
息税前利润 (EBIT)	483	462	546	684	788	897	应付款项	1,303	1,496	1,639	1,801	2,133	2,441	
%销售收入	16.4%	13.4%	13.7%	15.9%	15.7%	15.7%	其他流动负债	141	127	115	160	184	198	
财务费用	0	44	50	26	25	17	流动负债	1,444	1,860	2,126	1,963	2,512	2,974	
%销售收入	0.0%	-1.3%	-1.3%	-0.6%	-0.5%	-0.3%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	-6	-20	-28	-28	-12	-18	其他长期负债	20	46	77	61	61	61	
公允价值变动收益	2	-4	0	0	0	0	负债	1,465	1,906	2,204	2,024	2,573	3,035	
投资收益	17	1	-1	8	8	2	普通股股东权益	2,548	3,608	4,010	4,093	4,272	4,487	
%税前利润	3.2%	0.2%	n.a	1.1%	0.9%	0.2%	其中：股本	287	332	332	465	465	465	
营业利润	524	533	649	710	843	933	未分配利润	990	1,255	1,633	1,716	1,895	2,110	
营业利润率	17.8%	15.5%	16.3%	16.5%	16.8%	16.3%	少数股东权益	8	6	5	5	5	5	
营业外收支	-1	0	0	0	3	3	负债股东权益合计	4,021	5,520	6,219	6,123	6,850	7,527	
税前利润	523	532	648	710	846	936	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	17.8%	15.5%	16.3%	16.5%	16.9%	16.4%	每股指标							
所得税	-77	-67	-83	-92	-110	-117	每股收益	1.563	1.407	1.704	1.330	1.584	1.762	
所得税率	14.7%	12.6%	12.9%	13.0%	13.0%	12.5%	每股净资产	8.876	10.859	12.070	8.808	9.192	9.655	
净利润	446	465	565	618	736	819	每股经营现金净流	1.836	1.622	1.320	3.154	2.026	2.228	
少数股东损益	-3	-2	-1	0	0	0	每股股利	0.600	0.520	1.100	1.150	1.200	1.300	
归属于母公司的净利润	449	467	566	618	736	819	回报率							
净利率	15.3%	13.6%	14.2%	14.3%	14.7%	14.3%	净资产收益率	17.61%	12.95%	14.12%	15.10%	17.24%	18.25%	
							总资产收益率	11.16%	8.47%	9.10%	10.09%	10.75%	10.88%	
							投入资本收益率	15.98%	10.37%	10.69%	14.30%	15.12%	16.06%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	82.40%	16.88%	15.70%	8.44%	16.36%	14.10%	
							EBIT增长率	78.38%	-4.37%	18.28%	25.26%	15.19%	13.85%	
							净利润增长率	72.53%	4.18%	21.13%	9.18%	19.14%	11.24%	
							总资产增长率	17.96%	37.28%	12.67%	-1.54%	11.87%	9.88%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	23.2	27.7	29.3	45.0	45.0	45.0	
							存货周转天数	86.9	99.4	107.4	101.0	101.0	101.0	
							应付账款周转天数	84.1	89.8	83.2	82.0	85.0	85.0	
							固定资产周转天数	124.4	97.8	118.8	128.0	120.1	109.3	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-46.26%	-55.69%	-47.87%	-59.18%	-58.89%	-58.15%	
							EBIT利息保障倍数	1,002.5	-10.5	-10.8	-25.9	-31.5	-51.5	
							资产负债率	36.43%	34.53%	35.44%	33.06%	37.56%	40.32%	

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
买入	0	4	14	18	51
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.07	1.05	1.00

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
2	2023-08-27	买入	19.50	N/A
3	2023-10-29	买入	21.66	N/A
4	2024-04-28	买入	21.57	N/A

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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 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 18 楼 1806