

## 华旺科技 (605377)

证券研究报告  
2024年08月16日

## 产能释放提升份额，中期分红强化价值

## 公司发布 2024 年半年度报告

24Q2 收入 9.9 亿，同比+5%；归母净利 1.6 亿，同比+21%；扣非归母净利 1.3 亿，同比+5%；

24H1 收入 19.5 亿，同比+4.6%；归母净利 3 亿，同比+28%；扣非归母净利 2.7 亿，同比+24.5%，非经常性损益主要系收到政府补助 0.3 亿元。

24 年中期拟分红 1.9 亿，分红比例 64.5%，假设 24 年分红比例延续，24 年对应股息率 7%，持续高分红强化价值成长。

Q2 公司订单、出货饱满，我们预计销量环比提升，单吨盈利略受原材料成本抬升及海运费影响；

展望下半年，我们预计中高端装饰原纸需求及价盘稳健，且仍有扩产计划；伴随钛白粉及木浆价格回落，高价原料逐步消耗，Q4 吨盈利有望改善。

## 坚持中高端路线，内外销市场有效扩容

公司始终坚持中高端装饰原纸生产路线，客户资源优势及产品品质领先，产品在耐晒、耐磨、稳定性和印刷性能方面具有良好表现，在中高端市场具有强大消费引导力和市场领导力，持续稳固提升在中高端市场的占有率。

此外，随着未来公司 18wt 特纸产线扩建二期释放，我们预计内外销市场有效扩容；此外，当前公司积极应诉欧盟装饰原纸反倾销调查，我们预计短期出货影响有限，中期出海空间广阔。

## 短期成本压力抬升，看好中期产品结构优化

24Q2 公司毛利率 17.2%，同比-1.6pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.8%/1.6%/3.2%/-0.5%，分别同比+0.14pct/+0.51pct/+0.12pct/+0.15pct；归母净利率为 15.6%，同比+2pct。我们认为毛利率下降或系成本影响，预计下半年成本压力有望缓释。

公司凭借丰富管理经验、优秀人才梯队和先进机器设备，密切跟踪行业发展趋势并调整产品结构、提升定制水平，我们预计中期盈利能力有望抬升。

## 下调盈利预测，维持“买入”评级

公司产品研发及成本管控优异，中高端装饰原纸市占率持续提升，高分红强化价值成长；根据中报业绩表现，考虑尽管当前浆价及钛白粉价格回落，然而部分成本压力在 Q3 预计仍有体现，我们预计 24-26 年归母净利润分别为 6.3/7.0/8.0 亿（前值为 6.5/7.7/8.6 亿），PE 为 9X/8X/7X。

**风险提示：**主要原材料价格波动风险；市场需求波动风险；反倾销政策风险；产能投放不及预期等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,436.40	3,975.79	4,435.77	4,969.02	5,526.69
增长率(%)	16.88	15.70	11.57	12.02	11.22
EBITDA(百万元)	655.91	794.45	810.17	875.65	983.81
归属母公司净利润(百万元)	467.34	566.09	626.81	699.93	798.61
增长率(%)	4.18	21.13	10.73	11.67	14.10
EPS(元/股)	1.01	1.22	1.35	1.51	1.72
市盈率(P/E)	11.87	9.80	8.85	7.93	6.95
市净率(P/B)	1.54	1.38	1.16	1.01	0.88
市销率(P/S)	1.61	1.40	1.25	1.12	1.00
EV/EBITDA	9.29	5.53	3.89	3.00	2.09

资料来源：wind，天风证券研究所

## 投资评级

行业	轻工制造/造纸
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11.94 元
目标价格	元

## 基本数据

A 股总股本(百万股)	464.74
流通 A 股股本(百万股)	464.70
A 股总市值(百万元)	5,548.99
流通 A 股市值(百万元)	5,548.58
每股净资产(元)	8.57
资产负债率(%)	29.86
一年内最高/最低(元)	24.41/11.63

## 作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
张彤	联系人
zhangtong@tfzq.com	

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

- 《华旺科技-公司点评:Q2 经营具韧性，市占率持续提升》2024-07-10
- 《华旺科技-公司点评:欧盟反倾销预计影响有限》2024-06-20
- 《华旺科技-年报点评报告:出海靓丽产销两旺，高分红价值显现》2024-05-05

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,859.28	2,294.45	2,575.80	3,047.44	3,615.29
应收票据及应收账款	299.91	338.57	523.94	525.07	672.38
预付账款	6.13	4.99	7.91	6.60	9.25
存货	915.54	978.78	1,000.06	1,186.70	1,217.22
其他	1,187.22	1,141.49	1,255.18	1,381.28	1,518.89
<b>流动资产合计</b>	<b>4,268.08</b>	<b>4,758.28</b>	<b>5,362.90</b>	<b>6,147.09</b>	<b>7,033.03</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	920.78	1,294.38	1,347.57	1,363.27	1,397.12
在建工程	203.03	22.24	109.24	162.24	183.24
无形资产	73.62	108.99	106.45	103.91	101.37
其他	54.15	34.84	44.09	41.17	38.13
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,251.58</b>	<b>1,460.45</b>	<b>1,607.35</b>	<b>1,670.60</b>	<b>1,719.86</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,519.65</b>	<b>6,218.72</b>	<b>6,970.25</b>	<b>7,817.69</b>	<b>8,752.89</b>
短期借款	235.00	370.01	215.00	167.59	158.93
应付票据及应付账款	1,483.63	1,628.79	1,769.23	1,979.51	2,109.64
其他	119.15	114.56	155.13	144.15	155.24
<b>流动负债合计</b>	<b>1,837.79</b>	<b>2,113.35</b>	<b>2,139.36</b>	<b>2,291.25</b>	<b>2,423.81</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	45.58	77.48	47.80	56.95	60.74
<b>非流动负债合计</b>	<b>45.58</b>	<b>77.48</b>	<b>47.80</b>	<b>56.95</b>	<b>60.74</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,905.72</b>	<b>2,203.90</b>	<b>2,187.16</b>	<b>2,348.20</b>	<b>2,484.55</b>
少数股东权益	6.14	5.10	2.67	0.38	(2.01)
股本	332.24	332.21	464.74	464.74	464.74
资本公积	1,936.40	1,938.82	1,935.59	1,935.59	1,935.59
留存收益	1,403.89	1,798.86	2,425.67	3,125.60	3,924.21
其他	(64.75)	(60.16)	(45.57)	(56.83)	(54.19)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,613.93</b>	<b>4,014.82</b>	<b>4,783.09</b>	<b>5,469.49</b>	<b>6,268.34</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,519.65</b>	<b>6,218.72</b>	<b>6,970.25</b>	<b>7,817.69</b>	<b>8,752.89</b>

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	465.44	565.04	626.81	699.93	798.61
折旧摊销	88.88	104.88	129.34	136.84	145.69
财务费用	2.40	18.18	(62.85)	(78.12)	(96.54)
投资损失	(6.06)	(4.24)	(60.54)	(15.00)	(13.00)
营运资金变动	(821.55)	(565.90)	(194.63)	(101.92)	(169.42)
其它	809.87	320.63	(1.20)	(1.88)	(3.08)
<b>经营活动现金流</b>	<b>538.97</b>	<b>438.60</b>	<b>436.93</b>	<b>639.86</b>	<b>662.26</b>
资本支出	180.38	299.20	296.69	193.84	194.21
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(612.14)	(250.13)	(503.15)	(381.84)	(379.21)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(431.77)</b>	<b>49.07</b>	<b>(206.46)</b>	<b>(188.00)</b>	<b>(185.00)</b>
债权融资	280.01	186.14	(93.01)	31.04	87.95
股权融资	594.18	(357.55)	143.90	(11.26)	2.64
其他	(192.50)	155.25	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>681.69</b>	<b>(16.16)</b>	<b>50.89</b>	<b>19.78</b>	<b>90.59</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>788.90</b>	<b>471.51</b>	<b>281.36</b>	<b>471.64</b>	<b>567.85</b>

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>3,436.40</b>	<b>3,975.79</b>	<b>4,435.77</b>	<b>4,969.02</b>	<b>5,526.69</b>
营业成本	2,801.58	3,218.42	3,597.91	4,016.51	4,460.89
营业税金及附加	12.33	14.23	15.97	17.89	19.90
销售费用	20.23	24.39	24.40	23.85	24.87
管理费用	47.84	52.06	55.45	60.62	66.32
研发费用	92.78	120.66	124.20	129.19	132.64
财务费用	(43.92)	(50.38)	(62.85)	(78.12)	(96.54)
资产/信用减值损失	(19.57)	(27.71)	(24.12)	(12.14)	(15.28)
公允价值变动收益	(3.62)	0.00	1.24	0.41	(0.68)
投资净收益	1.24	(0.82)	60.54	15.00	13.00
其他	(5.34)	(23.77)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>532.85</b>	<b>648.70</b>	<b>718.36</b>	<b>802.35</b>	<b>915.65</b>
营业外收入	0.00	0.08	0.24	0.11	0.14
营业外支出	0.44	0.31	0.92	0.56	0.60
<b>利润总额</b>	<b>532.41</b>	<b>648.47</b>	<b>717.67</b>	<b>801.90</b>	<b>915.19</b>
所得税	66.97	83.43	93.30	104.25	118.97
<b>净利润</b>	<b>465.44</b>	<b>565.04</b>	<b>624.37</b>	<b>697.65</b>	<b>796.22</b>
少数股东损益	(1.90)	(1.05)	(2.43)	(2.29)	(2.40)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>467.34</b>	<b>566.09</b>	<b>626.81</b>	<b>699.93</b>	<b>798.61</b>
每股收益(元)	1.01	1.22	1.35	1.51	1.72

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	16.88%	15.70%	11.57%	12.02%	11.22%
营业利润	1.62%	21.74%	10.74%	11.69%	14.12%
归属于母公司净利润	4.18%	21.13%	10.73%	11.67%	14.10%
<b>获利能力</b>					
毛利率	18.47%	19.05%	18.89%	19.17%	19.28%
净利率	13.60%	14.24%	14.13%	14.09%	14.45%
ROE	12.95%	14.12%	13.11%	12.80%	12.74%
ROIC	32.32%	33.70%	27.71%	26.48%	27.94%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	34.53%	35.44%	31.38%	30.04%	28.39%
净负债率	-44.90%	-47.87%	-49.33%	-52.62%	-55.11%
流动比率	2.29	2.24	2.51	2.68	2.90
速动比率	1.80	1.78	2.04	2.16	2.40
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.05	12.45	10.29	9.47	9.23
存货周转率	4.51	4.20	4.48	4.54	4.60
总资产周转率	0.72	0.68	0.67	0.67	0.67
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.01	1.22	1.35	1.51	1.72
每股经营现金流	1.16	0.94	0.94	1.38	1.43
每股净资产	7.76	8.63	10.29	11.77	13.49
<b>估值比率</b>					
市盈率	11.87	9.80	8.85	7.93	6.95
市净率	1.54	1.38	1.16	1.01	0.88
EV/EBITDA	9.29	5.53	3.89	3.00	2.09
EV/EBIT	10.74	6.35	4.62	3.56	2.45

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com