

评级：增持（维持）

市场价格：12.12元

分析师：张潇

执业证书编号：S0740523030001

Email: zhangxiao06@zts.com.cn

分析师：郭美鑫

执业证书编号：S0740520090002

Email: guomx@zts.com.cn

分析师：邹文婕

执业证书编号：S0740523070001

Email: zouwj@zts.com.cn

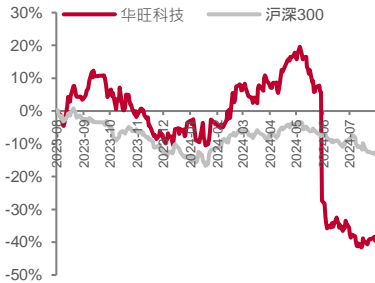
分析师：吴思涵

执业证书编号：S0740523090002

基本状况

总股本(百万股)	465
流通股本(百万股)	465
市价(元)	12.12
市值(百万元)	5,633
流通市值(百万元)	5,632

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,436	3,976	4,184	4,795	5,325
增长率 yoy%	17%	16%	5%	15%	11%
净利润(百万元)	467	566	609	696	756
增长率 yoy%	4%	21%	8%	14%	9%
每股收益(元)	1.01	1.22	1.31	1.50	1.63
每股现金流量	1.16	0.94	2.23	1.44	1.96
净资产收益率	13%	14%	13%	13%	13%
P/E	12.1	10.0	9.3	8.1	7.5
P/B	1.6	1.4	1.2	1.1	1.0

备注：股价信息为2024年08月15日收盘价

投资要点

- **事件：披露24年中报，接近此前预告中枢。**公司24H1实现营业收入19.47亿元，同比+4.59%；实现归母净利润3.02亿元，同比+28.06%；扣非后归母净利润2.74亿元，同比+24.47%。分季度看，Q1/Q2分别实现营业收入9.52/9.95亿元，同比分别+4.15%/+5.02%；实现归母净利润1.47/1.55亿元，同比+36.59%/+20.92%；扣非后归母净利润1.45/1.29亿元，同比+49.95%/+4.53%。24H1其他收益增长较多，同比增加0.45亿元至0.76亿元，主要受益于政府补助增加。
- **装饰原纸保持增长，外销占比继续提升。**分产品看，24H1装饰原纸实现营业收入15.4亿元，同比+6.1%；木浆贸易实现营业收入3.82亿元，同比-0.8%。分区域看，24H1中国大陆/海外分别实现营业收入15.3/4.2亿元，同比分别+3.5%/+8.6%，外销占比同比+0.8pp至21.6%。
- **Q2毛利率小幅下行，判断主要受原材料价格及产品结构影响。**盈利能力方面，24H1公司毛利率同比+2.17pp至18.65%；销售净利率同比+2.88pp至15.52%。期间费用率同比+1.7pp至4.54%。其中，销售费用率+0.09pp至0.64%；管理费用率同比+0.71pp至4.33%；研发费用率同比+0.56pp至3.06%；财务费用率同比+0.89pp至-0.43%。单Q2来看，毛利率同比-1.61pp至17.19%，环比-2.97pp；销售净利率同比+2.08pp至15.61%，环比+0.19pp。
- **现金流表现靓丽。**24H1实现经营现金流1.77亿元，同比+103.68%；经营现金流/经营活动净收益比值为73.55%；销售现金流/营业收入同比+10.92pp至121.59%。营运效率方面，24H1净营业周期77.18天，同比上升22.61天；其中，存货周转天数111.21天；同比上升19.13天；应收账款周转天数50.91天；同比上升4.34天；应付账款周转天数84.93天；同比上升0.85天。
- **首次进行中期分红，年化股息率超6%。**公司首次进行中期分红，每股派发现金红利0.42元（含税），股利支付率为64.49%，年化股息率超6%。
- **投资建议：**公司外销成长迅速，逐步与海外头部客户建立稳定合作关系，有望逐步成长为国际装饰原纸龙头。根据中报业绩下调盈利预测，我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为6.1、7、7.6亿元（原预测分别为6.67、7.78、8.89亿元），对应PE9、8、7.5X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅度波动风险、市场竞争加剧风险、渠道拓展不及预期风险

**图表 1：华旺科技三大财务报表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,294	2,566	2,793	3,415	营业收入	3,976	4,184	4,795	5,325
应收票据	0	0	0	0	营业成本	3,218	3,392	3,872	4,293
应收账款	339	324	335	357	税金及附加	14	15	17	19
预付账款	5	51	58	64	销售费用	24	34	29	32
存货	979	1,003	1,199	1,271	管理费用	52	59	63	70
合同资产	0	0	0	0	研发费用	121	127	146	162
其他流动资产	1,141	1,199	1,374	1,526	财务费用	-50	-46	-55	-44
流动资产合计	4,758	5,143	5,760	6,634	信用减值损失	-2	-3	-3	-3
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-26	-26	-22	-25
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	-1	-1	-1
固定资产	1,294	1,587	1,912	2,268	投资收益	-1	6	2	2
在建工程	21	121	121	21	其他收益	50	120	100	100
无形资产	109	113	122	135	营业利润	649	699	799	868
其他非流动资产	36	36	37	39	营业外收入	-1	0	0	0
非流动资产合计	1,460	1,858	2,193	2,463	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产合计</b>	<b>6,219</b>	<b>7,001</b>	<b>7,953</b>	<b>9,097</b>	<b>利润总额</b>	<b>648</b>	<b>699</b>	<b>799</b>	<b>868</b>
短期借款	370	97	226	335	所得税	83	90	103	112
应付票据	928	1,008	1,100	1,208	<b>净利润</b>	<b>565</b>	<b>609</b>	<b>696</b>	<b>756</b>
应付账款	701	1,017	1,173	1,314	少数股东损益	-1	1	1	1
预收款项	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>566</b>	<b>609</b>	<b>696</b>	<b>756</b>
合同负债	13	75	86	96	NOPLAT	521	570	648	718
其他应付款	10	10	10	10	<b>EPS (按最新股本摊薄)</b>	<b>1.22</b>	<b>1.31</b>	<b>1.50</b>	<b>1.63</b>
一年内到期的非流动负债	2	2	2	2					
其他流动负债	102	106	112	118	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	2,126	2,317	2,710	3,083	<b>会计年度</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	0	50	-20	60	<b>成长能力</b>				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	15.7%	5.2%	14.6%	11.1%
其他非流动负债	77	77	77	77	EBIT增长率	22.4%	9.3%	13.8%	10.8%
非流动负债合计	77	127	57	137	归属母公司净利润增长率	21.1%	7.5%	14.3%	8.6%
<b>负债合计</b>	<b>2,204</b>	<b>2,445</b>	<b>2,767</b>	<b>3,221</b>	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	4,010	4,550	5,179	5,869	毛利率	19.0%	18.9%	19.2%	19.4%
少数股东权益	5	6	6	7	净利率	14.2%	14.6%	14.5%	14.2%
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,015</b>	<b>4,556</b>	<b>5,186</b>	<b>5,876</b>	ROE	14.1%	13.4%	13.4%	12.9%
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,219</b>	<b>7,001</b>	<b>7,953</b>	<b>9,097</b>	ROIC	13.5%	13.8%	13.7%	13.0%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>					资产负债率	35.4%	34.9%	34.8%	35.4%
					债务权益比	11.2%	5.0%	5.5%	8.1%
					流动比率	2.2	2.2	2.1	2.2
					速动比率	1.8	1.8	1.7	1.7
					<b>营运能力</b>				
<b>会计年度</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
<b>经营活动现金流</b>	439	1,037	671	911	应收账款周转天数	29	29	25	23
现金收益	620	693	797	900	应付账款周转天数	82	91	102	104
存货影响	-63	-24	-196	-72	存货周转天数	106	105	102	104
经营性应收影响	-12	-6	4	-4	<b>每股指标 (元)</b>				
经营性应付影响	143	397	247	249	每股收益	1.22	1.31	1.50	1.63
其他影响	-248	-23	-182	-162	每股经营现金流	0.94	2.23	1.44	1.96
<b>投资活动现金流</b>	49	-522	-492	-455	每股净资产	8.63	9.79	11.14	12.63
资本支出	-332	-526	-491	-455	<b>估值比率</b>				
股权投资	0	0	0	0	P/E	10.0	9.3	8.1	7.5
其他长期资产变化	381	4	-1	0	P/B	1	1	1	1
<b>融资活动现金流</b>	-16	-244	48	166	EV/EBITDA	95	85	74	66
借款增加	136	-223	59	189					
股利及利息支付	-173	-101	-100	-118					
股东融资	0	0	0	0					
其他影响	21	80	89	95					

来源: Wind、中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。