

华旺科技 (605377.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

海外市场有望贡献业绩新增量，高分红凸显长期投资价值

事件

7 月 17 日，中国林产工业协会发布通报称，欧委会下调涉及装饰原纸反倾销企业终裁的税率，华旺科技的反倾销税率由 34.9% 下调至 26.4%。

经营分析

欧盟反倾销关税影响较小，海外市场空间广阔。2024 年，公司在欧盟地区装饰原纸销量占比不到 5%，且公司积极与客户沟通达成协议，通过置换销售区域和开发新客户来转移大部分订单，反倾销税实际影响较小。公司着力开拓海外市场，海外营收占比由 2021 年的 12% 提升至 2024 年的 21%。且公司海外毛利率较国内高 10.0pct 左右，预计主因海外市场竞争格局更优，公司产品报价更高。公司海外客户以欧洲和东南亚等地中高端知名厂商为主，凭借优异的产品性能和交付及时等优势培育良好的客户粘性。预计随着公司海外营收占比的进一步提升，有望显著抬升公司的利润率。保持高产量增速与产销率，浆价企稳助力吨纸盈利改善。2024 年公司装饰原纸产量为 33.19 万吨，2020-2024 年 CAGR 为 27.03%，平均产销率为 96.84%。24 年以来浆价持续下行，拖累公司装饰原纸吨毛利下滑明显。目前国内外浆厂供给过剩对浆价的冲击已逐步显现，浆价有望企稳回升，25H2 在需求回暖的刺激下有望迎来温和修复，公司吨纸盈利有望持续改善。

稳健经营穿越周期，高分红凸显长期投资价值。公司深耕装饰原纸领域，生产经营兼具规模化与精细化优势，实现较强的产业链议价能力和客户粘性。凭借优异的成本管控与运营能力，公司多年来实现业绩的平稳增长。2019-2024 年，公司营收和归母净利润 CAGR 分别为 17.90% 和 22.36%。且公司经历 23 年之前的产能快速扩张期后，目前在建产能已较少，24 年资本开支较 23 年同比-36.51% 至 2.33 亿元，为公司实现高分红奠定良好业绩基础。2023 与 2024 年，公司的股利支付率分别为 64.39% 和 86.08%，对应的股息率分别为 5.76% 和 6.52%，分红水平显著提升。

盈利预测、估值与评级

预计 25-27 年公司营业收入 40.34/43.62/47.82 亿元，同比+7.06%/+8.13%/+9.62%，归母净利润 4.26/4.81/5.44 亿元，同比-9.12%/+12.96%/+13.07%。我们预计公司 25-27 年 EPS 为 0.77/0.87/0.98 元，当前股价对应 PE 分别为 16/14/12 倍，维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧；海外市场拓展不及预期；新投放产能利用率不足。

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

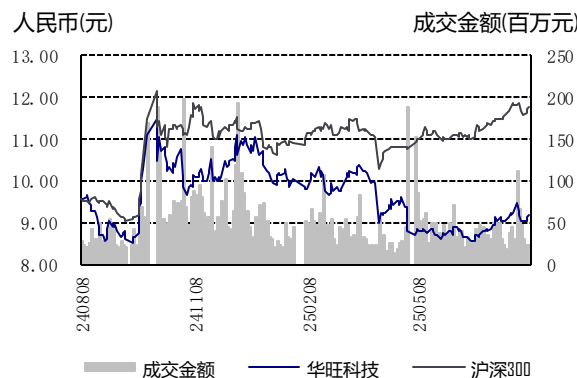
分析师：尹新悦 (执业 S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：9.17 元

相关报告：

1. 《华旺科技公司点评：Q2 经营彰显韧性，中期分红回馈股东》，2024.8.15



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3,976	3,768	4,034	4,362	4,782
营业收入增长率	15.70%	-5.21%	7.06%	8.13%	9.62%
归母净利润 (百万元)	566	469	426	481	544
归母净利润增长率	21.13%	-17.18%	-9.12%	12.96%	13.07%
摊薄每股收益 (元)	1.704	1.009	0.765	0.865	0.978
每股经营性现金流净额	1.32	1.11	2.34	1.22	1.36
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.12%	11.83%	11.46%	13.82%	16.74%
P/E	11.20	13.23	15.83	14.02	12.40
P/B	1.58	1.56	1.81	1.94	2.08

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)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	3,436	3,976	3,768	4,034	4,362	4,782
增长率		15.7%	-5.2%	7.1%	8.1%	9.6%
主营业务成本	-2,802	-3,218	-3,175	-3,338	-3,600	-3,900
%销售收入	81.5%	81.0%	84.2%	82.7%	82.5%	81.6%
毛利	635	757	594	696	763	882
%销售收入	18.5%	19.0%	15.8%	17.3%	17.5%	18.4%
营业税金及附加	-12	-14	-16	-16	-17	-19
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-20	-24	-28	-24	-26	-29
%销售收入	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
管理费用	-48	-52	-56	-52	-57	-62
%销售收入	1.4%	1.3%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%
研发费用	-93	-121	-107	-113	-122	-129
%销售收入	2.7%	3.0%	2.8%	2.8%	2.8%	2.7%
息税前利润 (EBIT)	462	546	388	490	540	642
%销售收入	13.4%	13.7%	10.3%	12.2%	12.4%	13.4%
财务费用	44	50	19	-2	-24	-52
%销售收入	-1.3%	-1.3%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.1%
资产减值损失	-20	-28	-19	-27	-9	-14
公允价值变动收益	-4	0	0	0	0	0
投资收益	1	-1	3	8	8	8
%税前利润	0.2%	n.a	0.6%	1.6%	1.4%	1.3%
营业利润	533	649	490	490	550	619
营业利润率	15.5%	16.3%	13.0%	12.1%	12.6%	12.9%
营业外收支	0	0	-1	0	3	3
税前利润	532	648	489	490	553	622
利润率	15.5%	16.3%	13.0%	12.1%	12.7%	13.0%
所得税	-67	-83	-20	-64	-72	-78
所得税率	12.6%	12.9%	4.2%	13.0%	13.0%	12.5%
净利润	465	565	469	426	481	544
少数股东损益	-2	-1	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	467	566	469	426	481	544
净利率	13.6%	14.2%	12.4%	10.6%	11.0%	11.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	465	565	469	426	481	544
少数股东损益	-2	-1	0	0	0	0
非现金支出	110	135	140	164	176	206
非经营收益	6	8	21	30	41	71
营运资金变动	-43	-269	-113	777	30	-11
经营活动现金净流	539	439	516	1,396	728	811
资本开支	-234	-342	-233	-429	-292	-322
投资	0	0	19	0	0	0
其他	-197	391	-320	8	8	8
投资活动现金净流	-432	49	-534	-421	-284	-314
股权募资	821	0	0	15	0	0
债权募资	231	129	193	-92	492	435
其他	-371	-145	-734	-725	-769	-859
筹资活动现金净流	682	-16	-541	-802	-277	-424
现金净流量	793	465	-563	173	167	73

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,859	2,294	2,083	2,256	2,423	2,496
应收款项	1,055	1,439	1,342	925	1,003	1,099
存货	916	979	841	915	976	1,047
其他流动资产	438	46	353	357	357	358
流动资产	4,268	4,758	4,619	4,452	4,759	5,000
%总资产	77.3%	76.5%	75.8%	71.5%	71.4%	71.1%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	1,124	1,317	1,361	1,625	1,741	1,862
%总资产	20.4%	21.2%	22.3%	26.1%	26.1%	26.5%
无形资产	79	112	108	121	134	147
非流动资产	1,252	1,460	1,476	1,774	1,903	2,036
%总资产	22.7%	23.5%	24.2%	28.5%	28.6%	28.9%
资产总计	5,520	6,219	6,095	6,226	6,662	7,036
短期借款	237	372	618	548	1,039	1,474
应付款项	1,496	1,639	1,345	1,769	1,937	2,099
其他流动负债	127	115	92	131	142	152
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	46	77	76	60	60	60
负债	1,906	2,204	2,131	2,508	3,179	3,785
普通股股东权益	3,608	4,010	3,964	3,718	3,483	3,251
其中：股本	332	332	465	597	597	597
未分配利润	1,255	1,633	1,517	1,256	1,021	789
少数股东权益	6	5	0	0	0	0
负债股东权益合计	5,520	6,219	6,095	6,226	6,662	7,036

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.407	1.704	1.009	0.765	0.865	0.978
每股净资产	10.859	12.070	8.531	6.680	6.257	5.840
每股经营现金净流	1.622	1.320	1.111	2.338	1.219	1.357
每股股利	0.600	0.520	1.100	1.150	1.200	1.300
回报率						
净资产收益率	12.95%	14.12%	11.83%	11.46%	13.82%	16.74%
总资产收益率	8.47%	9.10%	7.69%	6.84%	7.23%	7.74%
投入资本收益率	10.37%	10.69%	8.01%	9.86%	10.26%	11.75%
增长率						
主营业务收入增长率	16.88%	15.70%	-5.21%	7.06%	8.13%	9.62%
EBIT 增长率	-4.37%	18.28%	-29.01%	26.52%	10.16%	18.92%
净利润增长率	4.18%	21.13%	-17.18%	-9.12%	12.96%	13.07%
总资产增长率	37.28%	12.67%	-1.98%	2.15%	6.99%	5.62%
资产管理能力						
应收账款周转天数	27.7	29.3	37.0	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	99.4	107.4	104.6	101.0	101.0	101.0
应付账款周转天数	89.8	83.2	80.8	82.0	85.0	85.0
固定资产周转天数	97.8	118.8	128.6	139.5	140.4	132.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-55.69%	-47.87%	-45.02%	-54.55%	-48.92%	-41.27%
EBIT 利息保障倍数	-10.5	-10.8	-20.8	246.5	22.9	12.2
资产负债率	34.53%	35.44%	34.96%	40.28%	47.72%	53.80%

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	0	0	2	9
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	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	2023-08-27	买入	19.50	N/A
2	2023-10-29	买入	21.66	N/A
3	2024-04-28	买入	21.57	N/A
4	2024-08-15	买入	12.20	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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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：北京市东城区建国内大街 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