

华旺科技 (605377.SH)

量价齐升，盈利筑底、预期逐季改善

公司发布 2023 年一季报：2023Q1 实现收入 9.14 亿元(+20.9%)，归母净利润 1.08 亿元(-4.4%)，扣非归母净利润 0.97 亿元(-6.5%)。根据我们测算，Q1 销量实现约 6.6-6.7 万吨（环比略增），均价约 10950 元/吨（环比+100 元/吨），吨净利实现 1600+元/吨（环比约-350 元/吨）。高价浆持续到库、钛白粉触底回弹（Q1 环比+2%），成本抬升影响原纸盈利能力，且纸浆下跌背景下纸浆贸易盈利能力下降；根据我们预测，当前节点实际购浆成本已跌至约 500 美金，且纸浆供需矛盾 Q2 加强，浆价有望进一步下跌，伴随低价浆 Q2 逐步到库，吨盈利有望稳步修复。

产品结构扩张，成长路径清晰。公司共有装饰原纸产线 7 条，可提供 400 余种定制化产品，产能达 27 万吨，伴随 2023Q2 末 8 万吨装饰原纸产线顺利投产，总产能可达 35 万吨。此外，公司布局 40 万吨特种纸产能，预计 2024-2025 年逐步投产，且产品切入食品、医疗、工业等特种用纸，逐步打开成长空间。

静待盈利回暖，费用管控持续优化。2023Q1 公司毛利率为 14.08%（同比-7.35pct），净利率为 11.76%（同比-3.11%）。钛白粉供过于求、全年价格预计维系低位，Q2 低价浆逐步到库，预计公司盈利能力有望逐步回升。从费用表现来看，Q1 期间费用率为 1.46%（同比-2.61pct），其中销售费用率为 0.41%（同比-0.09pct）、管理费用率为 1.16%（同比+0.25pct）、研发费用率为 1.89%（同比-0.98pct）、财务费用率为 -2.00%（同比-1.78pct），财务费用改善显著主要系利息收入增加。

现金流承压，营运能力稳定。2023Q1 净经营现金流为-2.14 亿元（同比-2.21 亿元），现金流承压主要系公司集中进行原材料付款。营运能力方面，截至 2022Q1 应收账款周转天数为 45.94 天（同比+3.68 天），应付账款周转天数为 77.53 天（同比-8.28 天），存货周转天数为 97.59 天（同比+5.61 天）。

盈利预测：公司布局中高端装饰原纸赛道，盈利具备较强稳定性，产能有序扩张，海外市场开拓顺利，顺利切入消费领域，成长路径清晰。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.6、6.7、7.8 亿元，对应 PE 为 11.2X、9.3X、8.0X，维持“买入”评级。

风险提示：原料价格超预期波动，竞争加剧，市场需求疲软。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,940	3,436	3,911	4,868	5,824
增长率 yoy (%)	82.4	16.9	13.8	24.5	19.6
归母净利润(百万元)	449	467	563	674	782
增长率 yoy (%)	72.5	4.2	20.6	19.5	16.0
EPS 最新摊薄(元/股)	1.35	1.41	1.70	2.03	2.35
净资产收益率(%)	17.5	12.9	14.0	14.8	15.1
P/E(倍)	14.0	13.5	11.2	9.3	8.0
P/B(倍)	2.5	1.7	1.6	1.4	1.2

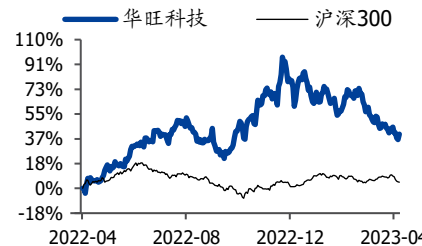
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2023 年 4 月 26 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	造纸
前次评级	买入
4月26日收盘价(元)	18.92
总市值(百万元)	6,286.01
总股本(百万股)	332.24
其中自由流通股(%)	50.72
30日日均成交量(百万股)	4.16

股价走势



作者

分析师 姜文轶

执业证书编号：S0680523040001

邮箱：jiangwenqiang1@gszq.com

相关研究

- 《华旺科技(605377.SH)：盈利率先复苏，成长逻辑清晰》2023-03-08
- 《华旺科技(605377.SH)：盈利韧性强，中期成长稳健》2022-10-28
- 《华旺科技(605377.SH)：盈利稳健，装饰原纸成长清晰，布局消费打开空间》2022-08-29



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2889	4268	4241	5129	5904
现金	996	1859	1016	1936	1878
应收票据及应收账款	1061	300	1249	679	1628
其他应收款	0	0	0	1	1
预付账款	5	6	6	9	9
存货	610	916	783	1318	1202
其他流动资产	217	1187	1187	1187	1187
非流动资产	1131	1252	1805	2071	2055
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1002	921	1129	1803	1827
无形资产	67	74	84	85	87
其他非流动资产	62	257	593	183	141
资产总计	4021	5520	6047	7200	7959
流动负债	1444	1860	1986	2602	2757
短期借款	0	235	235	235	235
应付票据及应付账款	1288	1484	1603	2215	2365
其他流动负债	156	142	148	152	158
非流动负债	20	46	57	61	56
长期借款	0	0	12	16	11
其他非流动负债	20	46	46	46	46
负债合计	1465	1906	2044	2663	2813
少数股东权益	8	6	4	2	-2
股本	287	332	332	332	332
资本公积	1163	1936	1936	1936	1936
留存收益	1109	1404	1801	2226	2739
归属母公司股东权益	2548	3608	3999	4536	5147
负债和股东权益	4021	5520	6047	7200	7959

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	527	539	-110	1380	183
净利润	446	465	562	671	778
折旧摊销	70	89	63	93	120
财务费用	0	-44	-37	-22	-31
投资损失	-17	-1	-7	-8	-8
营运资金变动	-4	-48	-691	645	-677
其他经营现金流	31	78	1	1	1
投资活动现金流	-295	-432	-610	-352	-97
资本支出	245	261	554	266	-16
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-49	-171	-57	-86	-112
筹资活动现金流	-337	682	-123	-108	-144
短期借款	-173	235	0	0	0
长期借款	-50	0	12	4	-5
普通股增加	83	45	0	0	0
资本公积增加	-68	773	0	0	0
其他筹资现金流	-129	-372	-135	-112	-139
现金净增加额	-111	793	-843	920	-58

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2940	3436	3911	4868	5824
营业成本	2298	2802	3120	3859	4629
营业税金及附加	13	12	16	21	24
营业费用	18	20	22	39	52
管理费用	41	48	53	71	87
研发费用	88	93	102	141	175
财务费用	0	-44	-37	-22	-31
资产减值损失	-3	-15	0	0	0
其他收益	29	49	0	0	0
公允价值变动收益	2	-4	-1	-1	-1
投资净收益	17	1	7	8	8
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	524	533	641	767	896
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	2	0	1	1	1
利润总额	523	532	641	767	895
所得税	77	67	79	96	117
净利润	446	465	562	671	778
少数股东损益	-3	-2	-2	-3	-3
归属母公司净利润	449	467	563	674	782
EBITDA	563	580	675	830	972
EPS (元)	1.35	1.41	1.70	2.03	2.35

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	82.4	16.9	13.8	24.5	19.6
营业利润(%)	81.4	1.6	20.4	19.6	16.7
归属于母公司净利润(%)	72.5	4.2	20.6	19.5	16.0
获利能力					
毛利率(%)	21.9	18.5	20.2	20.7	20.5
净利率(%)	15.3	13.6	14.4	13.8	13.4
ROE(%)	17.5	12.9	14.0	14.8	15.1
ROIC(%)	16.5	11.2	12.6	13.5	13.7
偿债能力					
资产负债率(%)	36.4	34.5	33.8	37.0	35.3
净负债比率(%)	-38.9	-44.8	-19.1	-37.0	-31.6
流动比率	2.0	2.3	2.1	2.0	2.1
速动比率	1.6	1.4	1.3	1.2	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	3.2	5.0	5.0	5.0	5.0
应付账款周转率	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.35	1.41	1.70	2.03	2.35
每股经营现金流(最新摊薄)	1.59	1.62	-0.33	4.15	0.55
每股净资产(最新摊薄)	7.67	10.86	12.03	13.65	15.49
估值比率					
P/E	14.0	13.5	11.2	9.3	8.0
P/B	2.5	1.7	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	9.1	7.4	7.6	5.1	4.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 26 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com