

仙鹤股份（603733）：把握景气赛道持续扩张，林浆纸一体化增强竞争优势

2023年1月16日

推荐/首次

仙鹤股份 公司报告

特种纸行业龙头，产品多元化与产能规模领先行业。公司深耕特种纸行业25年，是国内门类最全、品种最多、规模最大的特种纸企业之一。公司产品包括六大系列60多个品种，布局多个细分市场并取得市占率领先，重点产品包括日用消费系列（格拉辛纸/热敏纸/热转印纸等）、食品与医疗包装材料系列、装饰原纸（主要由合营公司经营）等。上市以来，公司产能扩张迅速，带动收入和利润的快速增长，2017-2021年复合增速分别达到22%和37%。

细分纸种景气度高，公司扩产规划清晰。

- 食品与医疗包装材料：政策推动替塑，下游需求持续增长。（1）食品包装纸：2019-2021年食品包装纸产量复合增速+18%，未来增长受益于三大因素。①国家限塑政策持续推进，餐饮领域中纸基材料作为可降解材质成本较低，纸杯纸碗渗透率提升空间较大；②下游需求增加，例如现饮风行带动纸杯需求、外卖普及带动纸质餐盒需求；③液体包装纸国产替代进行中。（2）医疗包装纸：2019-2021年医疗包装纸产量复合增速+19%，居民医疗需求增加带动医疗器械与敷料市场增长，叠加疫情持续下防护与检测用品等物资需求，带动无菌医疗包材和一般医疗包材的使用。**
- 日用消费系列：标签、物流、数码转印用纸快速增长。（1）格拉辛纸&热敏纸：2018-2020年格拉辛纸、热敏纸产量复合增速分别为+20%、+7%。格拉辛纸是不干胶标签的主要底材，广泛用于商品标签与快递物流领域；热敏纸便于打印信息，常见于商超收银、快递面单、即时配送单据中。两者与居民消费紧密相关，受益于消费回归增长预期，以及线上零售的不断发展。（2）热转印纸：2019-2021年热转印纸产量复合增速+6%，随着数码转印成本下降、渗透率提升，转印用纸需求亦不断增长。**
- 公司瞄准景气品类坚定扩张，产销有望延续高增。**公司规划与在建项目规模高达370万吨/年，主要包括年产30万吨食品卡纸项目，以及湖北、广西两大新建基地，重点布局上述高景气度领域。公司现有造纸产能约90万吨/年，在建项目一期投产将贡献产能120万吨/年，预计2023-2025年产能复合增速达到+33%。

公司核心优势显著，布局林浆纸一体化增强竞争力。公司的竞争优势包括不同产品之间的柔性生产、多元化的产品布局、优质的客户资源，背后是公司多年以来的自主研发、持续创新、优质服务。这些竞争优势有助于公司分散单一产品盈利或需求波动的风险，保持较高的产能利用率和产销率，并为公司持续扩张打下了基础。未来公司将进一步探索林浆纸一体化，在湖北、广西的资源优势地区建设年产共240万吨的制浆产能（广西基地同时规划有200万亩林木保障地），预计2024年各项目一期落地后，公司木浆自给率将从目

公司简介：

公司是国内大型特种纸研发和生产企业，主营业务为研发、生产和销售高性能纸基功能材料及其浆类原材料和化学原材料。公司产品可划分为日用消费系列、食品与医疗包装材料系列、商务交流与出版印刷材料系列、烟草行业配套系列、电气及工业用纸系列、家居装饰材料系列（主要由合营公司夏王纸业生产）等六大系列60多个品种。

资料来源：公司公告、同花顺

未来3-6个月重大事项提示：

2023-03-30 披露2022年年报

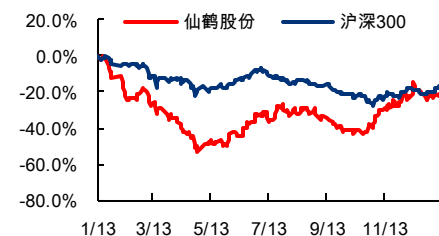
发债及交叉持股介绍：

2021-12-09 发行20.50亿元可转债

交易数据

52周股价区间（元）	39.56-18.69
总市值（亿元）	219.84
流通市值（亿元）	219.84
总股本/流通A股（万股）	70,598/70,598
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	1.78

52周股价走势图



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

前的不足 6% 增加至 40% 以上。考虑到木浆成本占公司主营成本的 50% 左右，以及木片供需趋紧、浆厂高度集中对浆价的支撑，公司自制木浆有利于抵御浆价上涨风险、博取超额收益。

盈利预测与投资评级：预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 7.67、11.78、15.69 亿元人民币，EPS 为 1.09、1.67、2.22 元，目前股价对应 PE 分别为 29、19、14 倍。公司作为特种纸龙头企业竞争优势突出，有望持续快速扩张，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：经济复苏不及预期，原材料价格大幅上涨，项目投产进度不及预期，限塑政策推进缓慢，行业产能扩张过快。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,843.10	6,016.97	7,746.46	9,150.46	11,909.56
增长率(%)	6.04%	24.24%	28.74%	18.12%	30.15%
归母净利润(百万元)	717.16	1,016.67	766.93	1,177.83	1,569.12
增长率(%)	63.61%	41.71%	-24.28%	53.37%	33.16%
净资产收益率(%)	13.40%	15.84%	10.96%	14.94%	17.31%
每股收益(元)	1.02	1.44	1.09	1.67	2.22
PE	30.65	21.62	28.66	18.66	14.01
PB	4.11	3.42	3.14	2.79	2.43

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

分析师：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080005

研究助理：沈逸伦

010-66554044

sheny1@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480121050014

目 录

1. 仙鹤股份：规模快速扩张的特种纸行业龙头	5
2. 食品医疗包装与日用消费用纸景气，公司扩产规划清晰	8
2.1 食品与医疗包装材料：限塑政策推动纸基材料应用，下游需求持续增长	8
2.1.1 食品包装纸：受益于限塑政策+下游市场增长+国产替代	8
2.1.2 医疗包装纸：医疗需求增加叠加疫情因素，产量增长可期	11
2.2 日用消费系列：标签与物流用纸快速增长，数码转印发展带动用纸需求	13
2.2.1 格拉辛纸&热敏纸：伴随消费增长与电商物流发展，产量持续增长	13
2.2.2 热转印纸：数码转印渗透率逐步提升，带动用纸需求	15
2.3 装饰原纸：国内需求趋于稳健，出口市场逐步打开	16
2.4 瞄准景气品类坚定扩张，公司产销有望延续高速增长	18
3. 公司核心优势显著，布局林浆纸一体化增强竞争力	19
3.1 多元布局+制造领先+优质客户，公司竞争优势明显	19
3.2 经营表现：盈利具备稳定能力，持续扩张下仍保持较高产能利用率	21
3.3 布局林浆纸一体化，有望抵御浆价上涨风险	23
4. 盈利预测	24
5. 风险提示	25
相关报告汇总	27

插图目录

图 1：仙鹤股份发展历程	5
图 2：公司分产品系列收入和毛利占比	6
图 3：公司从夏王纸业取得的投资收益（亿元）	6
图 4：公司营业收入情况	6
图 5：公司归母净利润情况	6
图 6：公司毛利率情况	7
图 7：公司利润率情况	7
图 8：公司股权结构情况	7
图 9：公司分产品系列销量复合增速情况（万吨）	8
图 10：公司分产品系列收入复合增速情况（亿元）	8
图 11：食品包装纸产量情况	8
图 12：聚乳酸 PLA 进口平均单价（美元/吨）	9
图 13：不同材质餐盒采购价格的对比	9
图 14：现制茶饮市场规模与增速	10
图 15：现磨咖啡市场规模	10
图 16：我国外卖用户规模	10
图 17：我国外卖市场规模预测	10
图 18：外卖餐盒材质分布	11

图 19: 不同菜系外卖餐盒材质的分布	11
图 20: 我国液态奶无菌包装销量份额	11
图 21: 2021 年新巨丰原纸供应商占比	11
图 22: 最终灭菌模式下医疗器械灭菌过程示例	12
图 23: 国内医疗包装原纸产量	12
图 24: 我国医疗器械行业市场规模	12
图 25: 我国医用敷料行业市场规模	12
图 26: 不干胶标签的结构示意图	13
图 27: 不干胶标签的应用领域	13
图 28: 热敏纸的部分应用	13
图 29: 国内不干胶标签与格拉辛纸产量情况	14
图 30: 我国热敏纸产量与消费量情况	14
图 31: 中国与发达地区人均不干胶使用量对比	14
图 32: 我国与发达地区热敏纸人均用量对比	14
图 33: 国内快递业务量	15
图 34: 国内即时配送业务量	15
图 35: 部分品类商品的商品零售类值累计同比情况	15
图 36: 热转印纸的主要应用领域	16
图 37: 热转印纸产量	16
图 38: 数码喷印在印花面料行业的渗透率	16
图 39: 数码喷印成本演变（元/米）	16
图 40: 装饰原纸产业链	16
图 41: 我国装饰原纸销量情况	17
图 42: 国内住宅销售、竣工、新开工面积增速	17
图 43: 家具类商品零售类值月度同比情况	17
图 44: 夏王纸业外销收入情况	18
图 45: 华旺科技外销收入情况	18
图 46: 公司各年度年内造纸产能情况（万吨）	18
图 47: 公司产品销量情况（万吨）	18
图 48: 公司在特种纸细分领域中的市场占有率	20
图 49: 公司研发费用及研发费用率	20
图 50: 公司专利数量情况	20
图 51: 公司前五大客户销售占比	21
图 52: 公司部分产品系列最大客户销售占比	21
图 53: 公司吨纸毛利情况（元/吨）	22
图 54: 公司各产品系列（旧口径）吨毛利情况（元/吨）	22
图 55: 公司各产品系列（新口径）吨毛利情况（元/吨）	22
图 56: 公司产能利用率与产销率情况	22
图 57: 夏王纸业产能利用率与产销率情况	22
图 58: 公司经营净现金流与资本开支（亿元）	23

图 59： 公司资产负债率	23
图 60： 公司主营业务成本构成（2019-2021 年平均）	23
图 61： 木浆采购金额占原材料成本比重	23
图 62： 阔叶木浆、针叶木浆现货价格	24
图 63： 阔叶木片进口价格	24

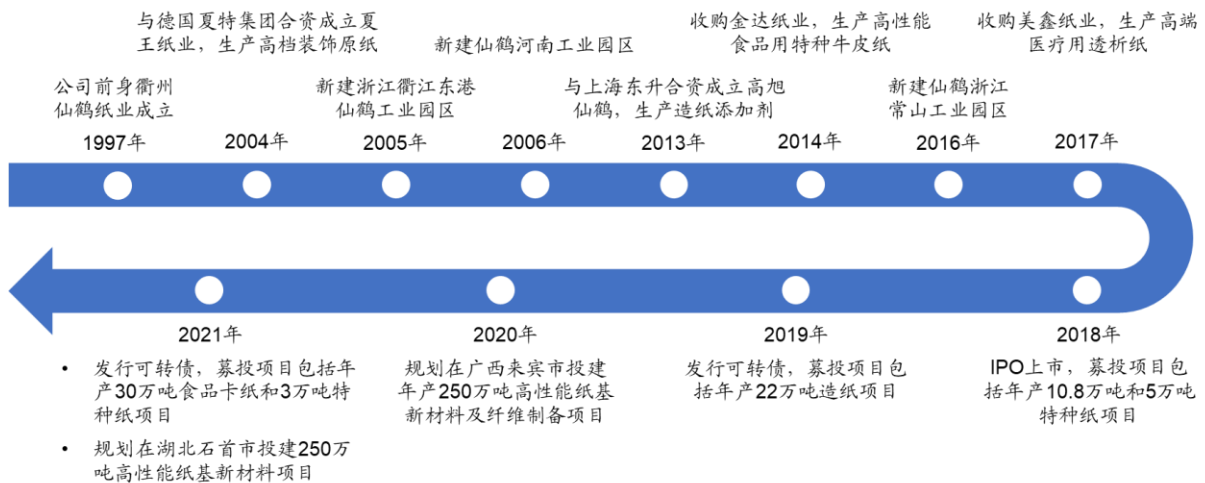
表格目录

表 1： 公司六大系列产品介绍	5
表 2： 公司核心管理层情况	7
表 3： 《进一步加强塑料污染治理的意见》与餐饮包装相关的内容	9
表 4： 2017 年公司主要投产的造纸项目	18
表 5： 公司主要在建与规划造纸产能	19
表 6： 公司分产品部分客户情况	21
表 7： 公司主要在建和规划制浆产能	24
表 8： 公司分产品系列收入预测	25

1. 仙鹤股份：规模快速扩张的特种纸行业龙头

特种纸行业龙头，产品多元化与产能规模领先行业。公司于1997年在浙江衢州成立，初期主要生产烟草行业用纸。2000年公司制定多元化产品发展路线，随后凭借持续的研发投入、与国际企业合资建厂、收购其他特种纸企业等方式，布局装饰原纸、离型用纸、食品包装原纸等多个特种纸品类，逐渐成长为国内特种纸行业中门类最全、品种最多、规模最大的企业之一。公司分别在浙江衢江、浙江常山、河南内乡建有生产基地，2018年上市以来公司产能规模持续扩张，2021年公司与合营公司总产能已突破110万吨。2020年、2021年，公司宣布在广西来宾、湖北石首投资建设新的纸浆与特种纸基地，规划产能达到340万吨，同时计划大规模增加配套制浆产能。

图1：仙鹤股份发展历程



资料来源：公司官网，仙鹤股份2021年度可持续发展报告，东兴证券研究所

公司特种纸产品涉及六大系列60多个品种（截至2022年6月），其中六大系列包括：①日用消费系列，②食品与医疗包装材料系列，③商务交流与出版印刷材料系列，④烟草行业配套系列，⑤电气及工业用纸系列，⑥家居装饰材料系列（主要由公司与德国夏特各持股50%的合营公司夏王纸业生产）等。

表1：公司六大系列产品介绍

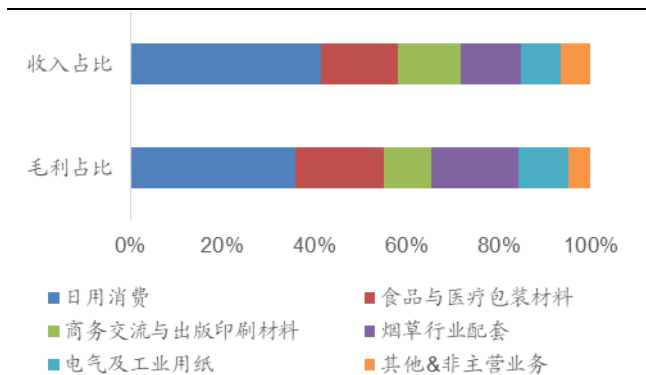
产品系列	系列介绍
日用消费系列	与日常民生消费紧密相联的材料系列，例如： <ul style="list-style-type: none"> 离型用纸：包括格拉辛原纸、离型原纸等，主要运用于不干胶等领域 热转印用纸：包括转移印花原纸（用于纺织品）、热转移原纸（用于建材）、数码喷绘类转印纸、水转印纸等 热敏纸：广泛运用于商超、餐饮、快递等领域的打印记录、票据和标签业务中
食品与医疗包装材料系列	应用于一次性食品包装和一次性医疗耗材包装领域： <ul style="list-style-type: none"> 食品包装纸：包括食品级防油纸、零食包装、液体包装材料等，镀铝原纸、湿强标签原纸等标签材料，以及纸吸管、咖啡滤纸袋、蒸笼纸、烧烤纸等产品；未来将新增食品卡纸产品（用于生产纸杯、纸碗等）。 医疗包装纸：主要包括医用透析纸、医用皱纹纸、手套内衬纸、医用离型纸等

产品系列	系列介绍
商务交流及出版印刷材料系列	应用于商务票据、商务办公、工具书印刷等领域, 包括无碳打印类、防伪材料类、复写纸类、彩色和白色打印纸类、低定量高档出版用纸 (如字典纸、圣经纸) 等
烟草行业配套系列	应用于卷烟类产品 (传统卷烟及加热不燃烧烟草等) 过滤嘴和烟盒内衬材料的包装, 包括烟用内衬原纸、烟用接装纸原纸、滤嘴棒成型纸、烟用封签用纸等
电气及工业用纸系列	应用于工业配套和高科技行业, 主要包括电解电容器纸等绝缘材料用纸, 以及不锈钢衬纸、CTP 版衬纸、玻璃间隔用纸等工业配套用纸
家居装饰材料系列	应用于人造板、家具和室内建筑表面装饰, 主要为装饰原纸 (主要由合营公司夏王纸业生产)

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

产品结构较为均衡, 夏王纸业贡献较高投资收益。从收入与毛利结构来看, 公司产品布局整体较为均衡。2021年规模最大的产品系列为日用消费系列、食品与医疗包装材料系列, 分别占收入的 42%、17%, 占毛利的 36%、19%。此外, 合营公司夏王纸业贡献较为丰厚的投资收益, 2021 年约占公司归母净利润的 26%。

图2: 公司分产品系列收入和毛利占比



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图3: 公司从夏王纸业取得的投资收益 (亿元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

近年来收入快速增长, 利润率受疫情与浆价影响短期承压。2021 年公司收入 60.17 亿元, 同比+24.24%, 五年收入复合增速+22.34%。公司产能规模持续扩张, 收入规模近年来以较快速度持续增长。2021 年公司归母净利润 10.17 亿元, 同比+41.76%, 五年利润复合增速+36.79%。利润增速高于收入增速主要源于毛利率和投资收益的波动, 影响因素包括行业供需和木浆价格波动。2020-2021 年公司受益于浆价回落, 毛利率处于较高水平, 2022 年疫情全面影响下游需求, 公司产品提价未能完全抵消浆价上涨冲击, 毛利率短期承压。

图4: 公司营业收入情况

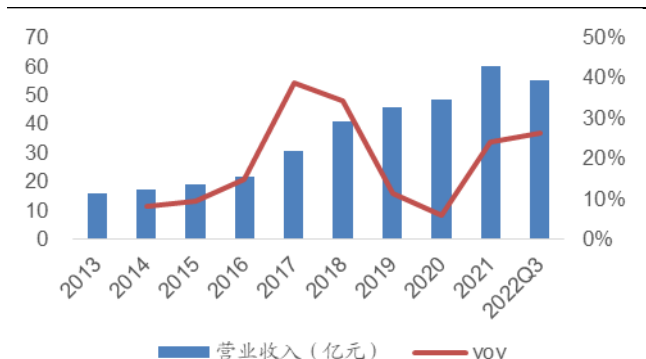
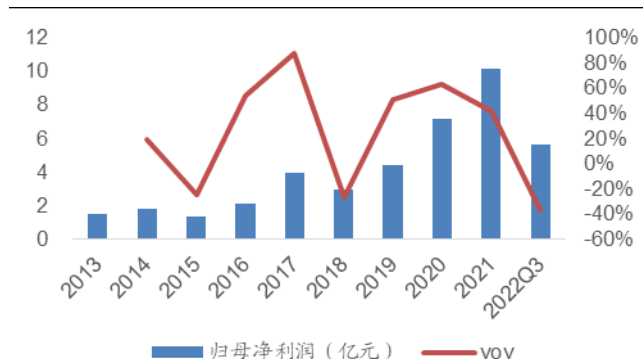


图5: 公司归母净利润情况

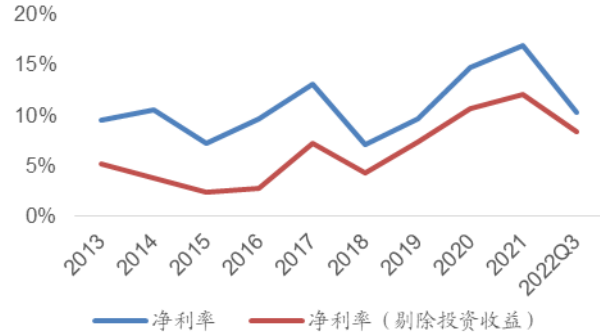


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图6: 公司毛利率情况

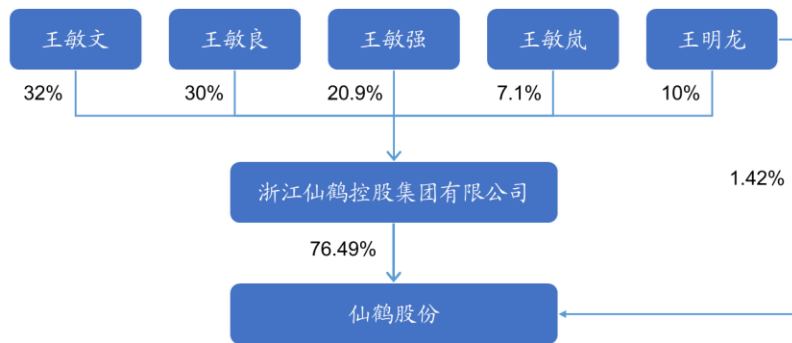

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图7: 公司利润率情况


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

王氏家族为公司实控人, 核心管理层行业经验丰富。公司由浙江仙鹤控股集团有限公司持股 76.49%, 实控人为包括公司董事长兼总经理王敏良在内的王氏家族。公司核心管理团队普遍具备深厚的造纸从业背景, 多年来历任公司各级管理职务, 行业经验丰富。

图8: 公司股权结构情况


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表2: 公司核心管理层情况

姓名	职务	任职年份	出生年份	个人简历
王敏良	董事长兼 总经理	2015	1965	历任安吉老石坎造纸厂、孝丰造纸厂技术科科长、车间主任, 义乌市复合原纸厂厂长, 衢州仙鹤董事长兼总经理, 现任仙鹤股份董事、董事长兼总经理, 夏王纸业董事、总经理, 浙江仙鹤控股集团有限公司董事。
王敏岚	董事兼财务 总监	2015	1972	历任广州市中外合资穗屏集团公司总经理助理, 衢州仙鹤副总经理, 仙鹤股份常务副总经理, 现任仙鹤股份董事、常务副总经理、财务总监、党委书记, 夏王纸业董事, 浙江仙鹤控股集团有限公司董事。
戴贤中	副总经理	2015	1965	历任安徽造纸厂生产技术部部长, 现任仙鹤股份副总经理、总工程师、技术中心主任。
李志敏	副总经理	2015	1958	历任天津海洋石油职员, 东阳市针机厂职员, 仙鹤股份销售部部长, 现任仙鹤股份副总经理, 仙鹤销售公司总经理等。
王昱哲	副总经理、	2022	1988	历任德国夏特集团装饰纸市场研究员, 仙鹤股份销售部业务经理, 现任仙

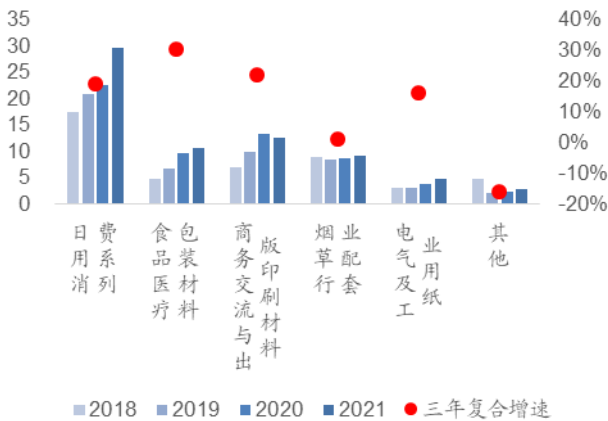
姓名	职务	任职年份	出生年份	个人简历
	董事会秘书			鹤股份董事会秘书、外贸部部长，唐丰特纸（仙鹤股份控股子公司）董事、经理等。
骆志荣	副总经理	2022	1968	历任安吉老石坎造纸厂班长、工段长，仙鹤股份车间主任、厂长技术科科长、工程办主任，现任夏王纸业副总经理。
张家明	副总经理	2022	1965	历任湖北宣城大雁工业公司总工程师，仙鹤股份投资发展部部长，现任河南仙鹤常务副总经理。
史君齐	副总经理	2022	1975	历任仙鹤股份分厂厂长、生产总监、总经理助理，哲丰新材（仙鹤股份子公司）副总经理，现任哲丰新材常务副总经理。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 食品医疗包装与日用消费用纸景气，公司扩产规划清晰

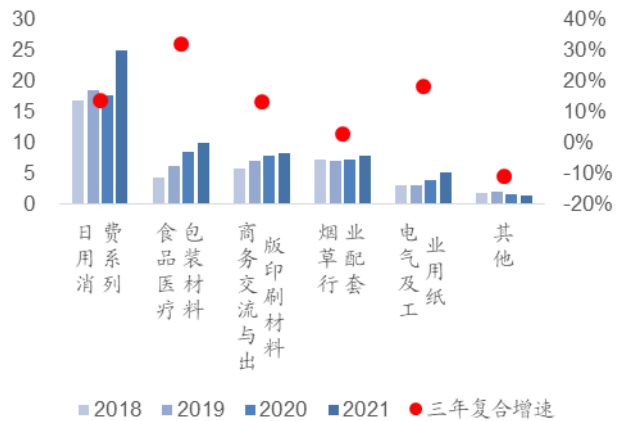
近年来食品与医疗包装、日用消费用纸等细分市场景气，公司相应迅速扩张产能，2019-2021年食品与医疗包装材料系列、日用消费系列销量复合增速分别达到19%、30%，收入复合增速分别达到14%、32%。公司未来扩产规划清晰，预计2023-2025年造纸产能复合增速可以到达+33%，产品布局上仍主要围绕高景气度细分市场，我们认为公司产销有望延续快速增长。

图9：公司分产品系列销量复合增速情况（万吨）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图10：公司分产品系列收入复合增速情况（亿元）



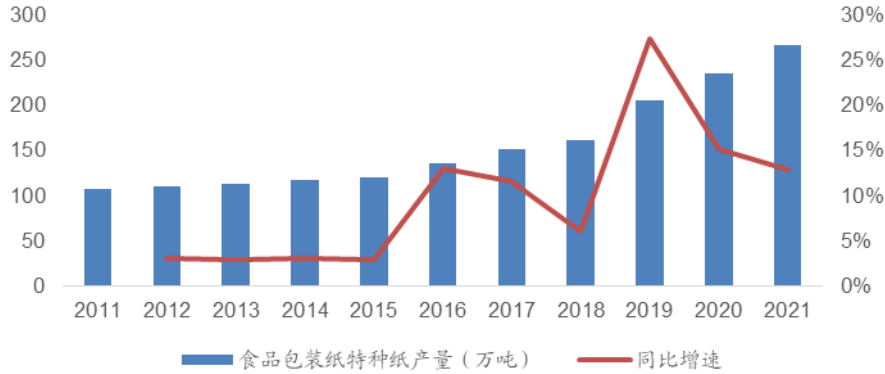
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.1 食品与医疗包装材料：限塑政策推动纸基材料应用，下游需求持续增长

2.1.1 食品包装纸：受益于限塑政策+下游市场增长+国产替代

食品包装纸种类繁多，按照用途可以分为：（1）容器类包装纸，例如纸杯纸碗原纸、液体包装原纸等，占食品包装纸产量的大部分；（2）非容器类包装纸，例如铝箔衬纸、防油原纸、食品级牛皮纸等。随着食品餐饮市场的发展创新，以及外卖送餐的逐渐普及，近年来国内食品包装纸产量增速较快，2019-2021年复合增速达到+18.32%。

图11：食品包装纸产量情况



资料来源: 恒达新材招股说明书, 东兴证券研究所

我们认为未来食品包装纸持续增长的驱动因素包括: (1) 限塑政策推动餐饮领域的不可降解塑料替代; (2) 现制茶饮咖啡流行、外卖送餐普及带来的包装需求增长; (3) 液体包装纸的国产替代。

餐饮包装成为限塑重点领域, 纸基材料是主要替塑选择之一。2020 年《关于进一步加强塑料污染治理的意见》发布, 对于不可降解塑料制定了阶段性的限制使用目标, 其中餐饮包装成为“限塑”重点领域。纸基材料制成的纸杯、纸碗等可用于西式餐饮、茶饮咖啡、部分中式菜品及主食的包装中, 同时成本相对于可降解塑料 (例如 PLA)、纸浆模塑制品较低, 因此成为餐饮包装替塑的主要选择之一。

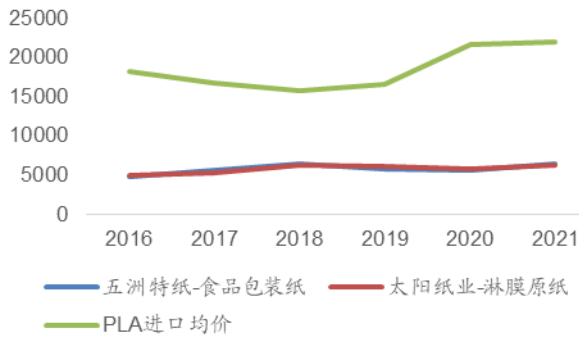
表3: 《进一步加强塑料污染治理的意见》与餐饮包装相关的内容

分类	品类	2020 年底目标	2022 年底目标	2025 年底目标
禁止生产、销售的塑料制品	一次性发泡塑料餐具	禁止生产和销售		
禁止、限制使用的塑料制品	不可降解塑料袋	①禁止使用范围: 直辖市、省会城市、计划单列市城市建成区的商场、超市、药店、书店等场所以及餐饮打包外卖服务和各类展会活动 ②规范和限制使用范围: 集贸市场	①禁止使用范围: 扩大至全部地级以上城市建成区和沿海地区县城建成区	①禁止使用范围: 扩大至全部地级以上城市建成区和沿海地区县城建成区的集贸市场
	不可降解一次性塑料吸管	禁止使用范围: 全国餐饮行业		
	不可降解一次性塑料餐具 (除吸管)	禁止使用范围: 地级以上城市建成区、景区景点的餐饮堂食服务	禁止使用范围: 扩大至县城建成区、景区景点餐饮堂食服务	地级以上城市外卖领域消耗强度下降 30%
	宾馆、酒店一次性塑料用品		全国范围星级宾馆、酒店等场所不再主动提供	实施范围扩大至所有宾馆、酒店、民宿

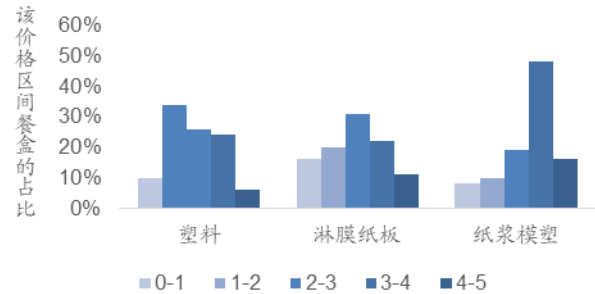
资料来源: 国家发改委, 东兴证券研究所

图12: 聚乳酸 PLA 进口平均单价 (美元/吨)

图13: 不同材质餐盒采购价格的对比



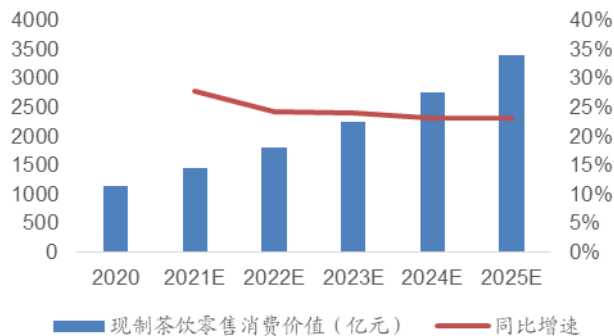
资料来源：同花顺，东兴证券研究所



资料来源：美团《青山计划三周年进展报告》，东兴证券研究所

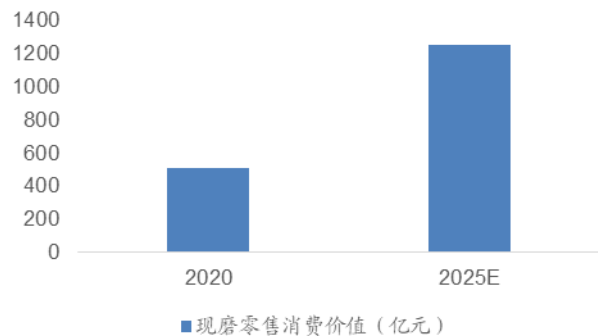
现饮市场规模增长迅速，带动纸杯用纸需求。现制茶饮（如蜜雪冰城、奈雪的茶等品牌）和现磨咖啡（如星巴克、瑞幸等品牌）风行国内，市场规模增长迅速，从而带动纸杯需求的增长。根据灼识咨询，2020年我国现制茶饮消费量约88亿杯，市场规模（按零售消费价值计算）达到1136亿元，2020-2025年市场规模复合增速预计达到24.5%；2020年现磨咖啡消费量约24亿杯，市场规模达到507亿元，2020-2025年市场规模复合增速预计达到19.8%。

图14: 现制茶饮市场规模与增速



资料来源：灼识咨询，奈雪的茶招股说明书，东兴证券研究所

图15: 现磨咖啡市场规模



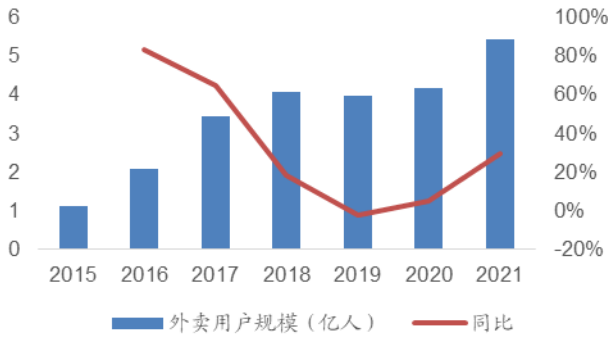
资料来源：灼识咨询，奈雪的茶招股说明书，东兴证券研究所

外卖市场持续增长，纸质餐盒渗透率提升空间较大。外卖送餐在国内逐渐普及，市场规模逐年增长，疫情进一步加速外卖用餐渗透率提升。2021年我国网上外卖用户数达到5.44亿人，同比增长近30%。根据弗若斯特沙利文的预测，我国外卖市场规模仍将持续增长，2021-2026年复合增速将达到+16.6%。

根据美团在2020年的抽样调查报告，外卖餐盒中塑料材质的占比为81.48%；纸基材质的占比为9.21%，主要用于西餐外卖（渗透率40-50%）。我们认为限塑政策推动下，纸质餐盒在其他菜系中的渗透率提升空间仍然较大。

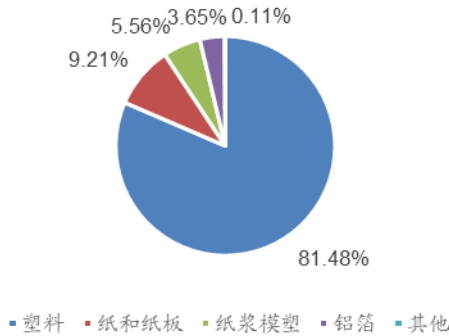
图16: 我国外卖用户规模

图17: 我国外卖市场规模预测



资料来源: 中国互联网络信息中心, 东兴证券研究所

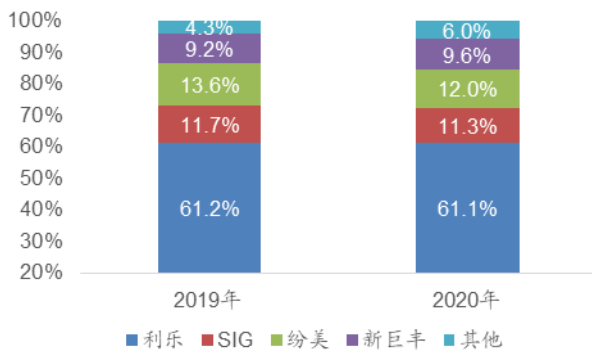
图18: 外卖餐盒材质分布



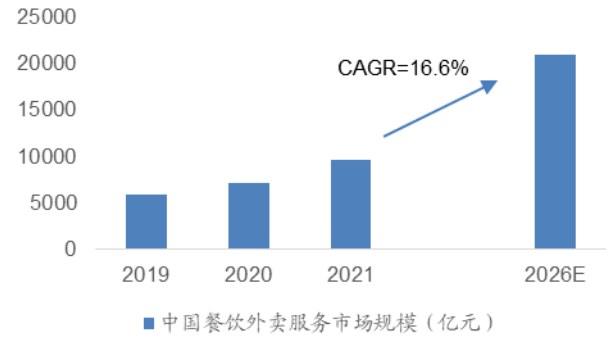
资料来源: 美国《青山计划三周年进展报告》, 东兴证券研究所

液体包装纸存在国产替代空间, 国内纸企进入龙头包企供应链。我国超过 60%的液态奶和部分非碳酸饮料采用无菌液体包装, 其包装材料由纸、聚乙烯、铝箔等材料复合而成。国内无菌液体包装行业竞争格局高度集中, 利乐、SIG 等外资厂商占据主导地位, 新巨丰等国内企业份额逐渐提升。国内厂商以新巨丰为例, 原纸主要由国内纸企供应; 外资厂商方面, 国内纸企已经陆续进入其供应体系 (例如仙鹤股份与利乐、纷美已有合作)。预计随着国产无菌包装企业市场份额提升, 外资包企为降低成本、应对竞争而增加国内原纸采购, 液体包装纸的国产替代仍有较大空间。

图20: 我国液态奶无菌包装销量份额

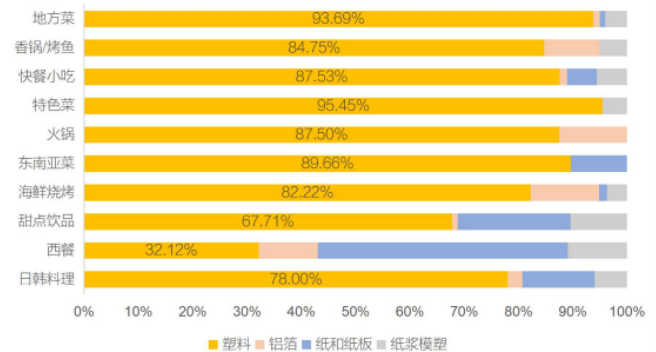


资料来源: 新巨丰招股说明书, 东兴证券研究所



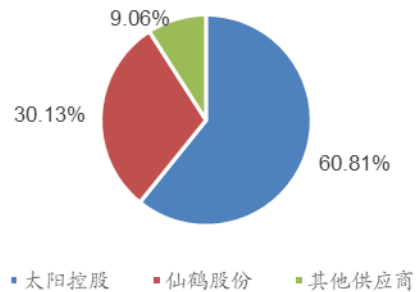
资料来源: 弗若斯特沙利文, 东兴证券研究所

图19: 不同菜系外卖餐盒材质的分布



资料来源: 美国《青山计划三周年进展报告》, 东兴证券研究所

图21: 2021年新巨丰原纸供应商占比

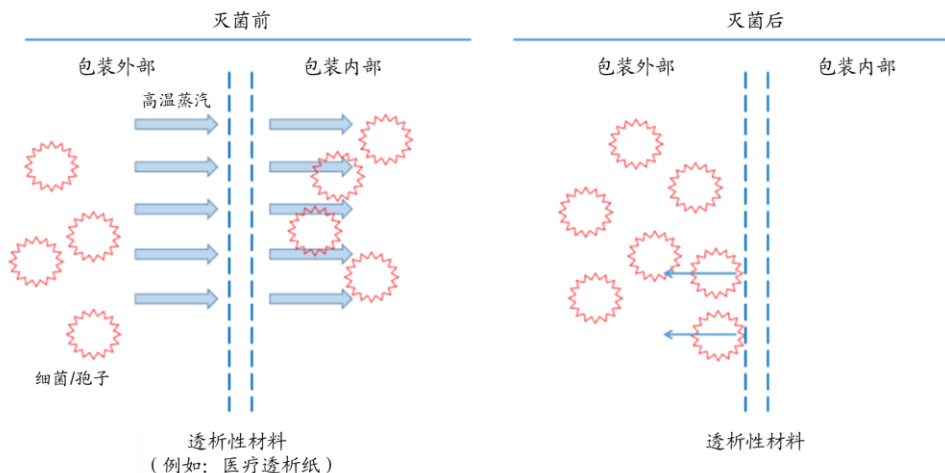


资料来源: 新巨丰招股说明书, 东兴证券研究所

2.1.2 医疗包装纸: 医疗需求增加叠加疫情因素, 产量增长可期

医疗包装纸用于医疗器械和耗材的包装。医疗包装纸分为医疗透析纸、医疗非透析包装原纸：（1）医疗透析纸主要用于无菌医疗器械和耗材（例如敷料、注射器、口罩、检测拭子等）的包装，其能够在包装封合后，允许高温蒸汽、化学药品进入包装袋完成灭菌，同时保持对外界微生物的阻隔。（2）医疗非透析包装原纸主要用于一般医疗器械和耗材的包装，例如医用淋膜原纸、医用皱纹原纸、医用衬纸等。

图22：最终灭菌模式下医疗器械灭菌过程示例



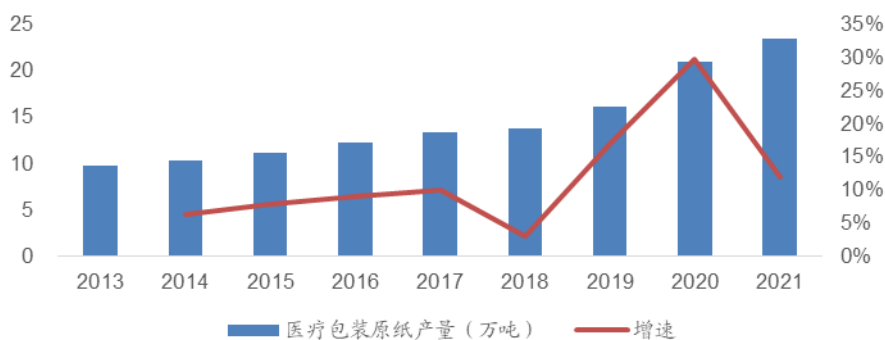
资料来源：恒达新材招股说明书，东兴证券研究所

注：“最终灭菌”指完成包装后再进行灭菌的灭菌模式，灭菌更为充分、安全。

医疗需求增加叠加疫情因素，医疗包装纸产量持续增长。2021年国内医疗包装原纸产量规模达到23.50万吨，同比+12%，三年复合增速+19%。我们认为驱动因素主要是医疗器械、医用敷料使用的增加（2019-2021年国内医疗器械、医用敷料市场规模复合增速分别为+23%、+34%），未来仍将带动医疗包装纸的需求增长：

（1）**医疗需求的增加**：随着我国人口老龄化程度加深、居民消费支出增长、医疗设施建设日趋完善、医疗保障力度加大，居民医疗需求不断增加，医疗器械、医用敷料市场规模也在不断扩大。（2）**疫情因素影响**：2020年以来，受到新冠疫情爆发的影响，口罩、防护服、检测拭子等医用物资的需求大幅增加；2022年底疫情管控政策优化之后，预计相关防护物资、医疗器械与耗材的需求仍将相对旺盛。

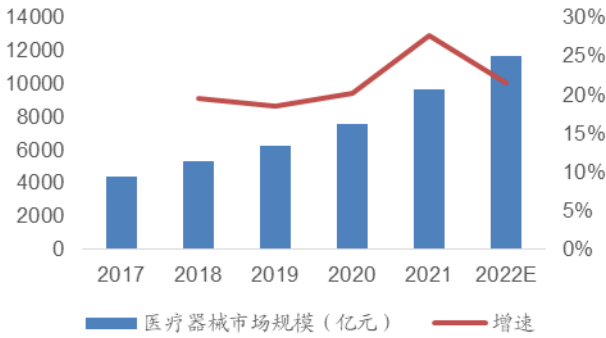
图23：国内医疗包装原纸产量



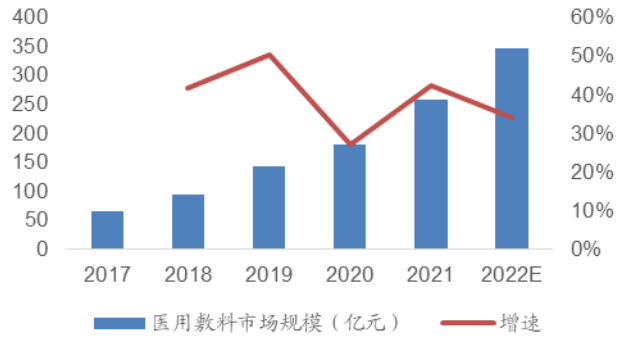
资料来源：恒达新材招股说明书，东兴证券研究所

图24：我国医疗器械行业市场规模

图25：我国医用敷料行业市场规模



资料来源: 中商产业研究院, 东兴证券研究所



资料来源: 中商产业研究院, 东兴证券研究所

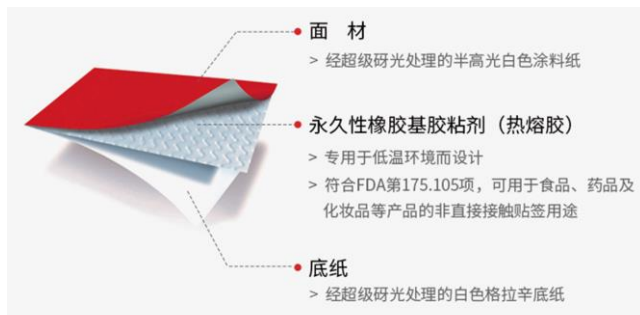
2.2 日用消费系列: 标签与物流用纸快速增长, 数码转印发展带动用纸需求

2.2.1 格拉辛纸&热敏纸: 伴随消费增长与电商物流发展, 产量持续增长

格拉辛纸、热敏纸广泛应用于商品流通领域, 与居民消费有着密切关系:

- **格拉辛纸是商品与物流不干胶标签的主要底纸材料。**不干胶标签应用于食品饮料、物流运输、日化用品、医疗用品等多个领域, 发挥着信息标示、宣传促销、产品防伪等作用, 在全球标签市场中占据 40% 以上的份额。不干胶标签主要由面材、粘胶、底纸构成, 格拉辛纸强度和透明度优秀, 适应高速贴标工艺, 是不干胶标签最主流的底纸材料。
- **热敏纸应用于物流与商品热敏标签、零售收银等方面。**热敏纸表面涂布有热敏发色层, 通过打印头受热可以产生图文。热敏纸打印具有速度快、噪音小、设备便携紧凑等优点, 常应用于收银小票、可变信息标签 (如物流运单、商超价签等)、票据票证 (如电影票、高铁票) 等。

图26: 不干胶标签的结构示意图



资料来源: 艾利丹尼森, 东兴证券研究所

图27: 不干胶标签的应用领域



资料来源: 艾利丹尼森, 东兴证券研究所

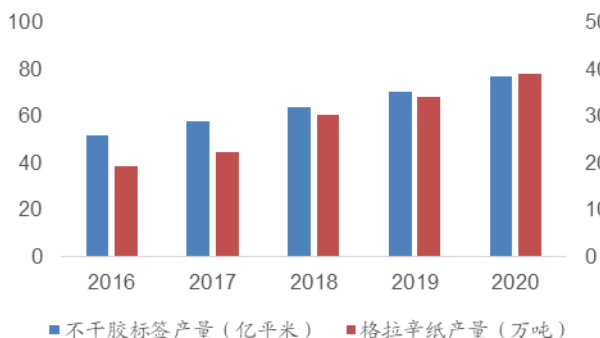
图28: 热敏纸的部分应用



资料来源: 冠豪高新公司网站, 东兴证券研究所

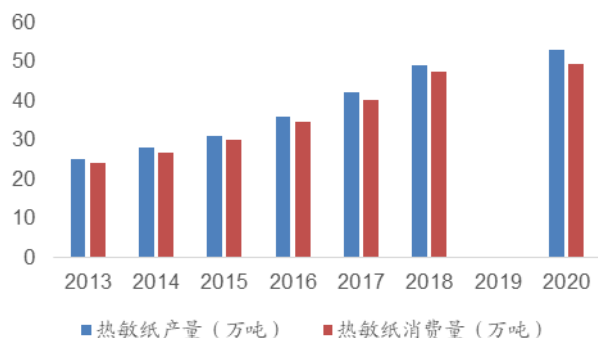
产量持续提升, 对标海外仍有增长空间。(1) 格拉辛纸: 2020 年国内不干胶标签产量 77.2 亿平米, 三年复合增速+10%; 2020 年我国格拉辛纸产量 38.9 万吨, 三年复合增速+20%。对标海外来看, 国内人均不干胶产量 5.47 平米仍显著低于欧洲 (7 平米)、北美 (10.3 平米)、澳新 (11.3 平米) 等地区, 意味着格拉辛纸亦有较大增长空间。(2) 热敏纸: 2020 年国内热敏纸消费量 49 万吨, 三年复合增速约 7%。对标海外来看, 国内热敏纸人均消费量 0.35 kg/年仍显著低于北美 (0.65 kg)、欧洲 (0.67 kg)、日本 (1.06 kg) 的人均消费量。

图29: 国内不干胶标签与格拉辛纸产量情况



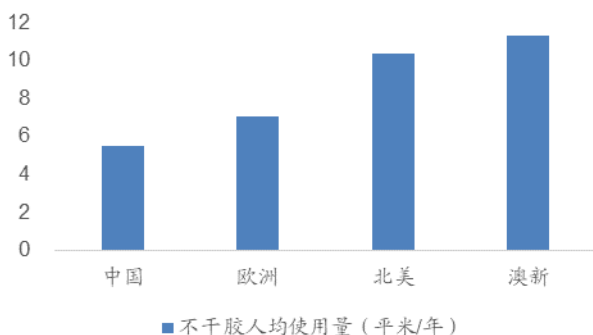
资料来源: 中商产业研究院, 智研咨询, 东兴证券研究所

图30: 我国热敏纸产量与消费量情况



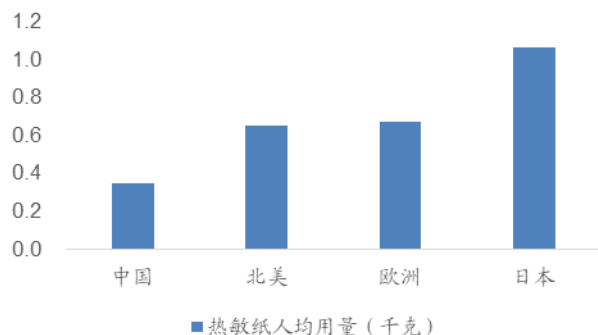
资料来源: 中国造纸学会专委会, 智研咨询, 中研普华, 东兴证券研究所

图31: 中国与发达地区人均不干胶使用量对比



资料来源: 智研咨询, 中国造纸学会专委会, 东兴证券研究所

图32: 我国与发达地区热敏纸人均用量对比



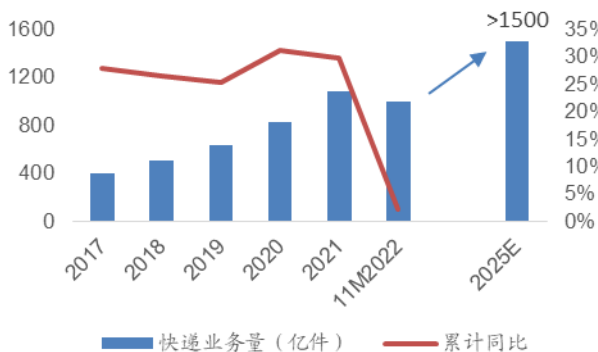
资料来源: 中研普华, 李臻《热敏纸市场发展概况》, 东兴证券研究所

我们认为格拉辛纸、热敏纸的增长将主要受益于快递与即时配送的快速发展, 以及居民消费的不断增长: 快递与即时配送业务量增长, 带动物流相关用纸需求。格拉辛纸和热敏纸在物流方面有较多应用。快递方面,

根据《快递电子运单》行业标准, 每联电子运单包括用于信息打印的热敏纸、用于粘贴的铜版纸或格拉辛纸, 以及用于隔离的格拉辛离型纸。即时配送方面, 热敏纸在餐饮外卖、即时零售等场景中常用于打印单据。

随着线上购物的蓬勃发展、物流体系的逐渐成熟, 国内快递与即时配送的业务量呈现快速增长趋势。快递方面, 2021 年国内快递业务量达到 1083 亿件, 同比+30%; 根据《“十四五”邮政业发展规划》, 2025 年国内快递业务量将超过 1500 亿件, 则年均复合增速不低于+8.5%。即时配送方面, 2020 年国内即时配送业务量达到 210 亿单, 随着外卖餐饮渗透率的提升, 以及同城零售、近场电商等业态的扩展, 2020-2025 年即时配送业务量复合增速有望达到+30.5%。

图33: 国内快递业务量



资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

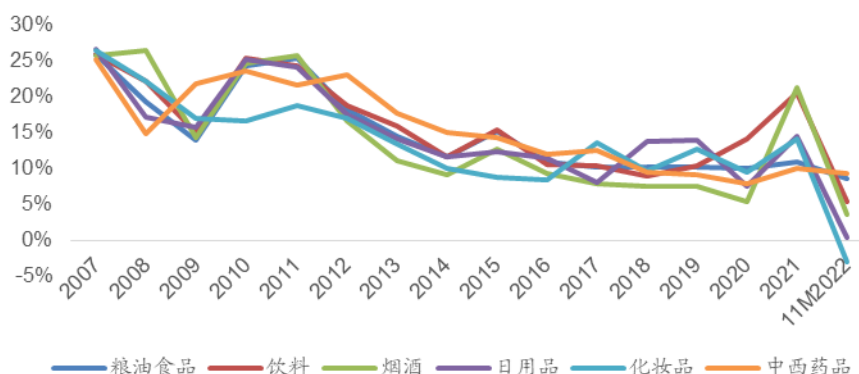
图34: 国内即时配送业务量



资料来源: 艾瑞咨询, 东兴证券研究所

疫情防控优化后, 居民消费有望回归稳健增长。食品、饮料、日用、药品等各类商品消费在 2021 年之前保持稳健增长, 从而带动了商品标签、物流配送、商超零售对于格拉辛纸和热敏纸的需求。2022 年国内消费受到疫情影响较大, 预计随着疫情防控的优化, 商品消费将回归稳健增长。

图35: 部分品类商品的商品零售类值累计同比情况



资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

2.2.2 热转印纸: 数码转印渗透率逐步提升, 带动用纸需求

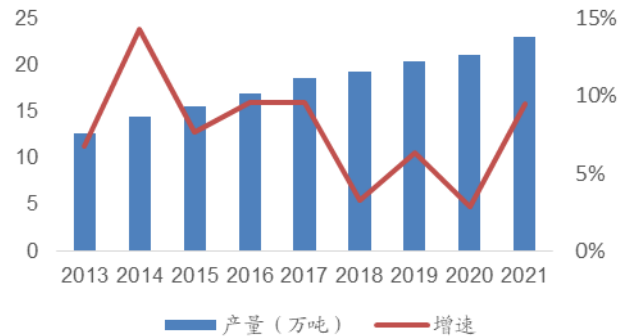
热转印纸主要应用于服装、建材、器皿等产品的图案印刷。热转印工艺在服装、建材、器皿等产品的图案印刷中占有一席之地, 其中图文首先以特殊油墨印刷在热转印纸上, 热转印纸与承印物结合后, 在一定温度和压力的作用下将图文转移至承印物上。2021 年国内热转印纸产量 23 万吨, 同比+9.52%, 三年复合增速+6.20%。

图36：热转印纸的主要应用领域



资料来源：仙鹤股份招股说明书，东兴证券研究所

图37：热转印纸产量

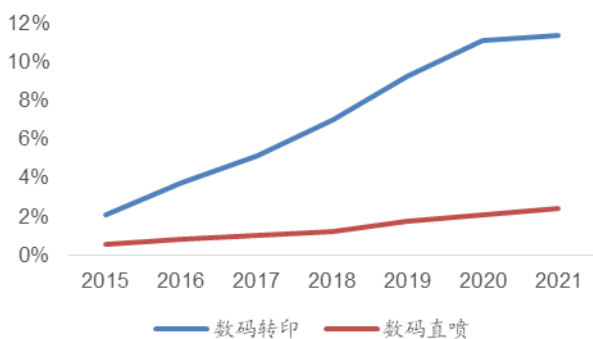


资料来源：华经情报网，东兴证券研究所

数码转印在印花面料领域渗透率提升，有望带动热转印纸需求。数码喷印是指将图案进行软件处理，在计算机控制下将微小墨滴精准喷射至承印物表面的工艺，包括数码转印（在转印纸上喷印后进行转印）、数码直喷（预处理承印物后直接喷印）。数码喷印在印花面料领域具有生产灵活、色彩丰富、绿色环保、满足消费者个性化需求的优势，近年来随着工艺成本不断下降，渗透率持续提升；其中数码转印占据主要地位（占数码喷印面料产量的78%），并带动了数码喷绘类转印纸的需求。

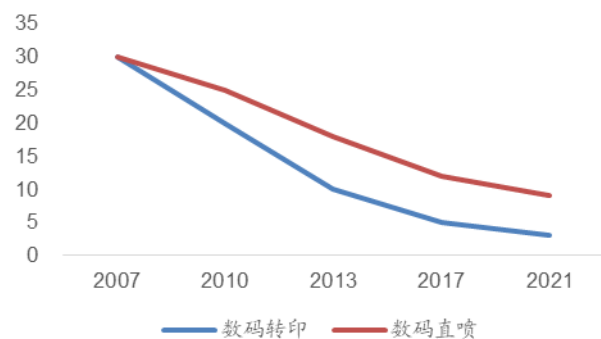
尽管近年来传统转印面料产量有所下滑（近三年减少约7亿米），但是根据中国印染行业协会的预测，2021-2025年数码喷墨印花行业有望保持+20%的复合增长率，2025年产量将超过50亿米；假设其中数码转印占比不变的情况下，2022-2025年数码转印面料产量将增加近20亿米。我们认为热转印纸需求将整体迎来提升。

图38：数码喷印在印花面料行业的渗透率



资料来源：中国印染行业协会，东兴证券研究所

图39：数码喷印成本演变（元/米）

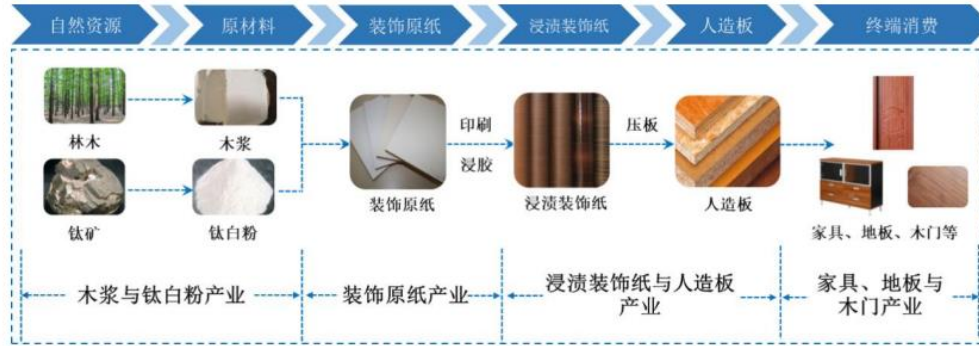


资料来源：中国印染行业协会，东兴证券研究所

2.3 装饰原纸：国内需求趋于稳健，出口市场逐步打开

装饰原纸位于家具产业链上游，主要用于生产人造板贴面材料。为了提升耐水耐磨性和美观度，人造板通常需要进行贴面。以装饰原纸为原材料的浸渍装饰纸贴面，兼顾了不易变形脱落、耐高温、环保性好、性价比高、图案丰富鲜艳等优点，成为人造板的主流贴面材料。

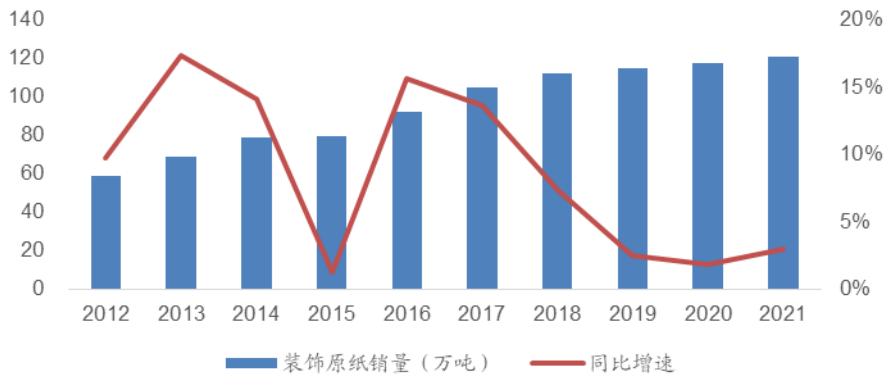
图40：装饰原纸产业链



资料来源: 华旺科技招股说明书, 东兴证券研究所

销量平缓增长, 产品向中高端化发展。2021 年我国装饰原纸销量 120.54 万吨, 同比+2.97%, 三年复合增速+2.42%, 呈现平缓增长趋势。近年来中高端装饰原纸发展相对更快, 其耐晒度、清晰度、印刷效果等更强, 适应消费者对装修品质要求不断提升的趋势, 也适应下游转速更快的先进印刷设备。

图41: 我国装饰原纸销量情况



资料来源: Wind, 中国林产工业协会, 东兴证券研究所

国内需求受地产周期影响, 政策支撑下有望稳健发展。国内家具消费与地产周期密切相关, 2018 年以来住宅销售增速放缓, 家具消费增速亦逐渐下行; 2022 年受到疫情冲击、房企信用危机、经济承压等因素影响, 住宅销售与竣工、家具消费均出现下滑。随着 2022 年下半年以来地产政策趋于宽松, 国内住宅销售、家具消费以及对于装饰原纸的需求, 有望回归稳健发展。

图42: 国内住宅销售、竣工、新开工面积增速

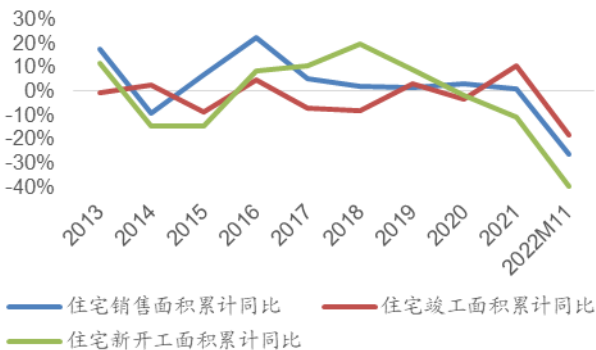


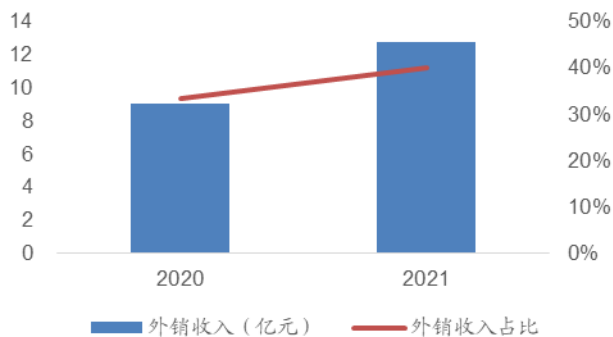
图43: 家具类商品零售类值月度同比情况



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

出口市场逐步打开，头部企业外销占比提升。国内装饰原纸企业多年以来持续研发创新、强化品质，其中的头部企业已具备参与国际市场竞争的实力。与此同时，欧洲装饰原纸企业由于制造成本居高不下，技术更新动力不足，产品竞争力有所下滑，国内企业获得开拓欧洲市场的机会；新兴国家生活水平逐步提高，装饰装修需求逐步增长，成为国内企业外销的重要市场。出口市场的发展，使得夏王纸业、华旺科技等企业的外销占比呈现提升的趋势。

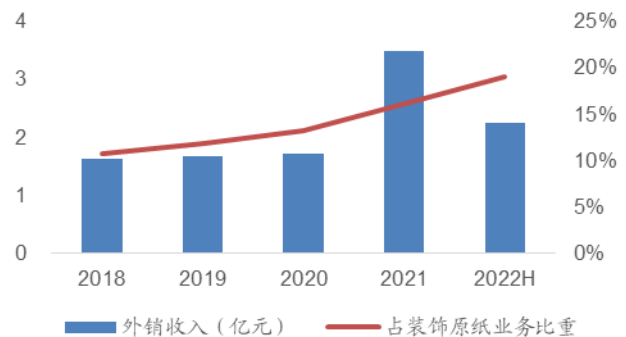
图44：夏王纸业外销收入情况



资料来源：仙鹤股份可转债评级报告，东兴证券研究所

资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图45：华旺科技外销收入情况

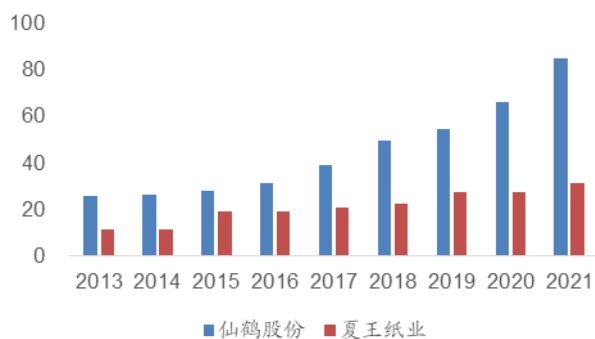


资料来源：华旺科技公司公告，东兴证券研究所

2.4 瞄准景气品类坚定扩张，公司产销有望延续高速增长

公司瞄准景气品类扩产，销量近年来实现高速增长。2017年以来公司产能进入快速扩张期，年内实际造纸产能从2016年的31.53万吨扩张至2021年的85.11万吨，五年复合增速达到22%，从而支撑了公司销售的快速增长。从品类上来看，公司产能扩张主要集中在日用消费系列、食品与医疗包装材料系列等品类上，重点布局高景气度细分领域的多种产品。

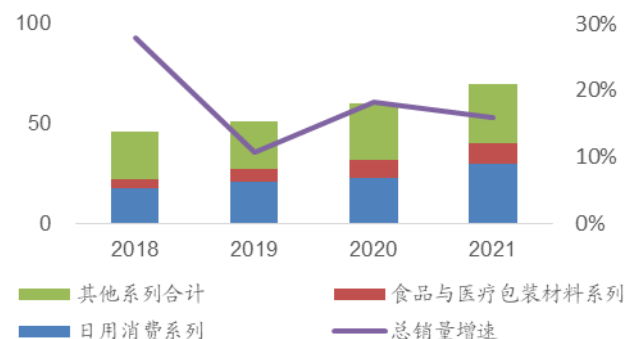
图46：公司各年度年内造纸产能情况（万吨）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

注：各纸机产能受到年内生产时长、投产时间影响

图47：公司产品销量情况（万吨）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表4：2017年公司主要投产的造纸项目

项目	生产基地	投产时间	已投产规模	主要产品
年产5万吨数码喷绘热转印纸、食品包装原纸、电解电容器纸技改项目	浙江衢江	2017年1月-2018年9月	5	数码喷绘热转印纸、食品包装原纸、电解电容器纸

项目	生产基地	投产时间	已投产规模	主要产品
年产 10.8 万吨特种纸项目	浙江常山	2017 年 6 月-2018 年 8 月	10.8	食品与医疗包装纸、标签离型纸、家居装饰用纸
年产 8 万吨特种纸项目	河南内乡	2019 年 4 月-2021 年 3 月	8	热敏原纸等
年产 1.2 万吨高档烟用接装原纸项目	浙江衢江	2019 年 10 月	1.2	烟用接装原纸
年产 3.5 万吨高档食品包装原纸、数码喷绘热转印纸项目	浙江衢江	2020 年初	3.5	食品包装原纸、数码喷绘热转印纸
年产 10 万吨高档纸基材料技改项目	浙江衢江	2020 年 3 月-8 月	约 6	热转印纸、工业用纸
年产 22 万吨高档纸基新材料项目	浙江常山	2020 年 3 月-2021 年 5 月	22	格拉辛纸、液体包装纸、烘焙纸、热升华转印原纸
年产 3 万吨热升华转印原纸、食品包装纸项目	浙江常山	2021 年 11 月	3	热升华转印原纸、食品包装纸

资料来源：公司公告，公司投资者互动，东兴证券研究所

长期产能规划清晰，公司有望延续高速扩张。我们测算公司 2022 年末造纸产能接近 90 万吨（叠加合营公司产能超过 120 万吨），目前在建与规划造纸产能超过 370 万吨，未来扩张计划规模可观。从品类上来看，公司未来扩张重点仍主要围绕景气度较高和替塑相关的特种纸产品。

根据当前建设情况，预计截至 2024 年末公司将增加 120 万吨造纸产能，则 2023-2025 年公司实际造纸产能复合增速达到+33%（考虑合营公司则达到+25%）。假设在建项目二期在 2026 年末投产，则 2023-2027 年公司实际造纸产能复合增速将达到+28%（考虑合营公司则接近+23%）。

表5：公司主要在建与规划造纸产能

项目	造纸产能	投产时间	主要产品	
年产 30 万吨高档纸基材料项目	30	预计 2023 年上半年	食品卡纸	
湖北石首高性能纸基新材料循环经济项目	一期	预计 2023 年下半年	主要产品集中在家居装饰、食品包材等系列	
	二期			30
	三期			80
广西三江口新区高性能纸基新材料项目	一期	预计 2024 年上半年	主要产品集中在食品、医疗、转印及日用消费等系列	
	二期			70
	三期			70

资料来源：公司公告，来宾市政府网站，石首市政府网站，东兴证券研究所

注：公司特种纸生产线通常可生产多种产品，本表造纸产能一列内容参考披露的环评文件，主要产品一列内容参考公司投资者交流公告内容

3. 公司核心优势显著，布局林浆纸一体化增强竞争力

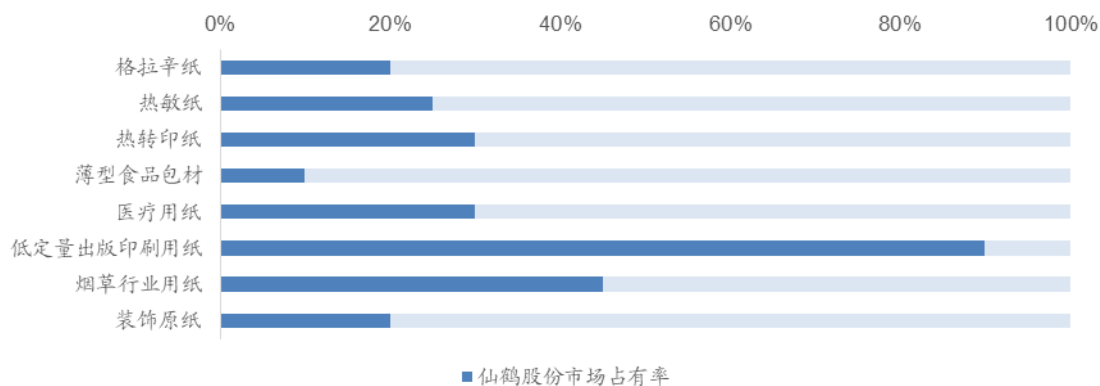
3.1 多元布局+制造领先+优质客户，公司竞争优势明显

我们认为公司的核心竞争优势主要体现在：（1）产品多元化布局，并且在多个细分领域取得领先；（2）基于工艺与设备研发，在多元产品布局下实现了不同产品之间的柔性生产；（3）通过提供高质量、定制化的产品解决方案和服务，积累了优质的客户资源。

这些竞争优势使得公司拥有更好的经营质量和更强的成长性：（1）多元化的产品和灵活的生产安排，可以分散单一产品盈利或需求波动的风险；（2）丰富的客户资源和柔性化的生产，有利于公司保持较高的产能利用率和产销率；（3）全面覆盖特种纸细分领域，加上优质的合作客户，也为公司选择景气细分领域扩张产能打下了基础。

- **多元化布局产品，并在多个细分市场占据领先地位。**公司特种纸产品系列广泛覆盖多个细分领域，应用于不同场景和不同客户，产品结构多元而均衡，一定程度分散了个别品种盈利能力变动的的影响。在此基础上，公司在多个品类上达成了市占率的领先，其中：日用消费系列（格拉辛纸、热敏纸、热转印纸）市占率达到 20-30%，薄型食品包装纸市占率超过 10%，医疗用纸市占率超过 30%，烟草行业配套用纸市占率约 45%，装饰原纸（含夏王纸业）市占率超过 20%，圣经纸和字典纸等低定量出版印刷纸方面市占率达到 90%。

图48：公司在特种纸细分领域中的市场占有率



资料来源：公司公告，仙鹤股份2021年度可持续发展报告，东兴证券研究所

- **自主开发工艺设备实现灵活生产，持续研发推动产品创新。**公司多年来持续进行研发投入，专利数量不断提升。工艺与设备方面，公司通过自身的技术积累，牵头设计开发新的工艺技术，与合作伙伴共同开发机器设备，从而实现单条生产线至少适应 3-4 种纸基功能材料的稳定生产、产线平均 2 小时内完成切换（部分产品可以不停机进行切换）的灵活生产能力，竞争对手模仿难度较大。产品方面，公司在各个特种纸细分领域不断培育新产品，例如低定量喷绘热转印原纸、高透明度标签离型纸、高洁净度枕包原纸、高强度医用皱纹纸等，贴合市场需求，对部分进口产品实现了国产替代。

图49：公司研发费用及研发费用率

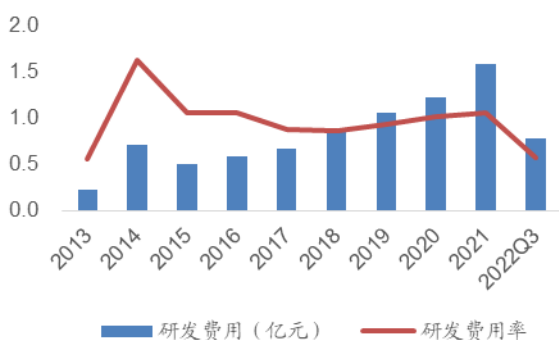
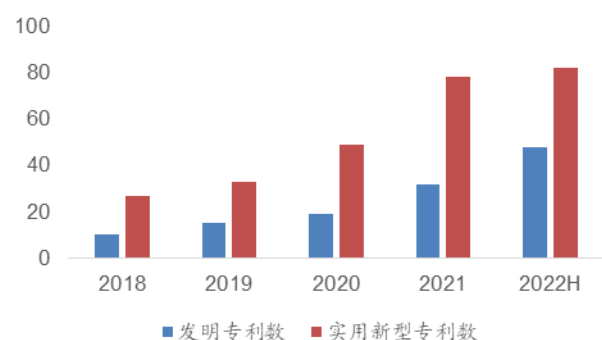


图50：公司专利数量情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **客户资源优质, 具备较强粘性。**对于各个品类特种纸对应的下游优质客户, 包括国际知名跨国公司 (例如利乐、安姆科、艾利丹尼森、当纳利等) 和国内龙头企业, 公司与之建立了良好的长期合作关系。公司一方面能够稳定、高质量地提供综合的产品解决方案, 一方面还能够提供全面的一站式服务, 包括根据客户对产品的市场定位、功能特点等, 利用丰富的生产线资源进行定制开发, 提供便捷的测试服务、专业的技术支持、牢靠的运输保障、丰富的售后服务等, 从而实现了较强的客户粘性。

公司对大客户的依赖程度相对较低, 2021 年对前五大客户销售占收入的 12.43%; 对于单个产品系列, 公司的客户集中度也相对较低。

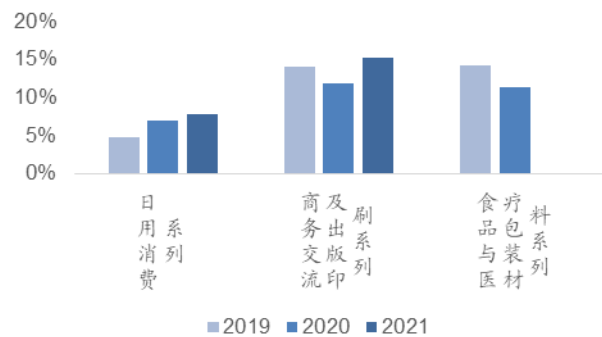
表6: 公司分产品部分客户情况

产品系列	客户类型	部分客户
日用消费系列	知名标签厂商	艾利丹尼森 (中国)、中山富洲、九恒条码
日用消费系列、商务交流及出版印刷材料系列	知名商务纸品厂商	上海安兴实业集团、海门海天纸业、温州新丰
食品与医疗包装材料系列	知名食品医用包装厂商	利乐、安姆科 (中国)、永新股份、紫江彩印包装、新巨丰
商务交流及出版印刷材料系列	知名印刷出版厂商	南京爱德印刷、当纳利 (中国)
烟草行业配套系列	知名烟草包装厂商	增和包装、玉溪丰达商贸、南京金陵金箔、浙江德铝包装
电气及工业用纸系列	知名工业品厂商	鞍钢联众、甬金股份、珠海格力新元电子
装饰原纸	知名家具配套、人造板材厂商	上海夏特、聚力文化、全友家私

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图51: 公司前五大客户销售占比


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图52: 公司部分产品系列最大客户销售占比


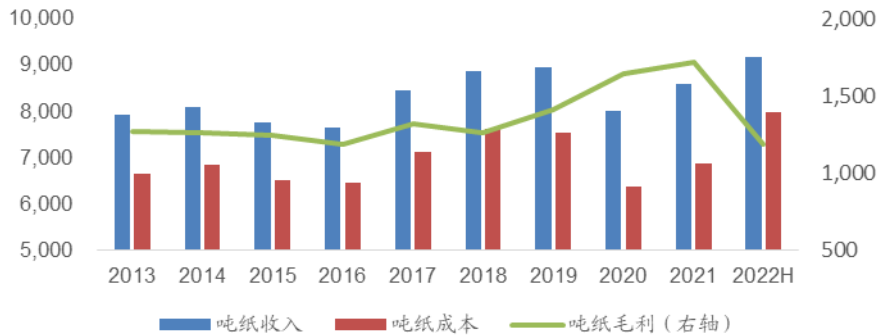
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3.2 经营表现: 盈利具备稳定能力, 持续扩张下仍保持较高产能利用率

2013年-2021年, 公司整体吨纸毛利保持坚挺。2013-2021年, 公司在浆价出现过大幅波动的情况下, 吨纸毛利始终较为坚挺, 从约 1260 元/吨上升至约 1710 元/吨 (成本端均考虑运费影响)。虽然个别品类的吨毛利可能出现明显波动, 但是单一品类的销量在公司占比通常有限, 其负面影响亦可能被其他品类盈利改善、产品结构优化等因素对冲。

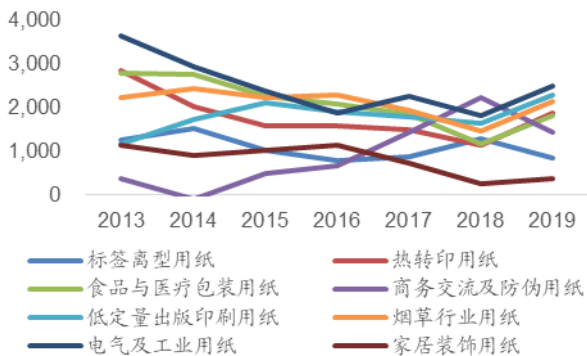
2022 年受系统性风险冲击, 公司吨纸毛利承压明显。2022 年上半年, 公司吨纸毛利仅约 1190 元/吨, 相比 2021 年降幅明显; 我们认为主要原因是宏观经济疲软, 各品类全面出现需求明显承压、涨价未能覆盖浆价上涨影响的情况。预计随着防疫政策优化, 该情况将得到明显改善。

图53: 公司吨纸毛利情况 (元/吨)



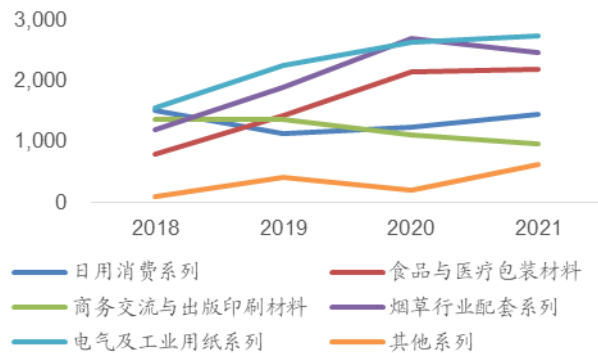
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图54: 公司各产品系列 (旧口径) 吨毛利情况 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图55: 公司各产品系列 (新口径) 吨毛利情况 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

产能快速扩张下, 产能利用率、产销率仍保持较高水平。公司产能规模从 2015 年的 28 万吨快速扩张至 2021 年的 85 万吨, 期间产能利用率保持在 90% 以上; 合营公司夏王纸业产能亦有所扩张, 产能利用率处于 85% 以上水平; 同时公司与夏王纸业均保持较高的产销率。我们认为公司凭借灵活转产的能力与优质的客户基础, 在开拓市场、消化产能方面表现出较强实力。

图56: 公司产能利用率与产销率情况

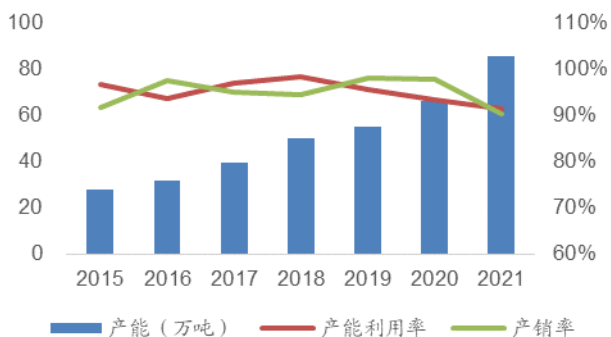
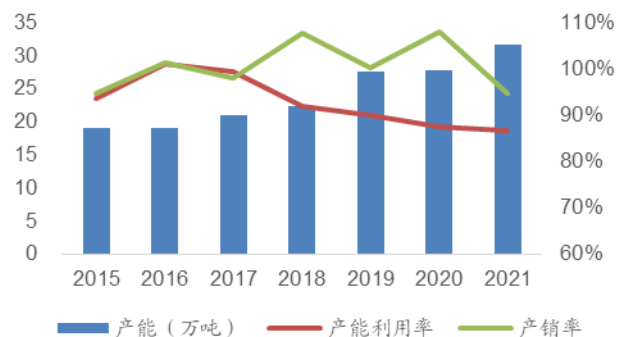


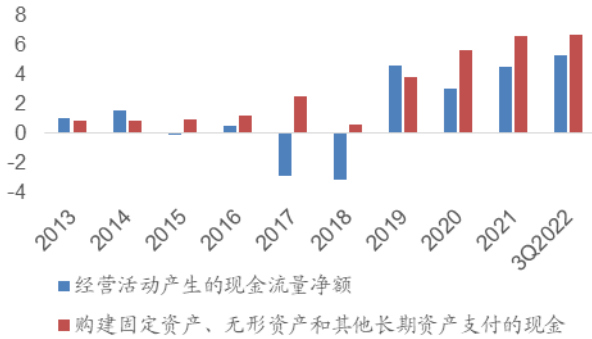
图57: 夏王纸业产能利用率与产销率情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

资产负债率处于相对合理水平。2017 年以来, 公司进入产能扩张期, 资本开支规模呈现增长趋势; 公司利用自身经营净现金流的同时, 通过 IPO 上市以及发行可转债等方式进行融资, 满足发展资金需求。2018 年以来公司资产负债率低于 50%, 对于扩张期内的纸企而言处于相对合理水平。

图58: 公司经营净现金流与资本开支 (亿元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图59: 公司资产负债率

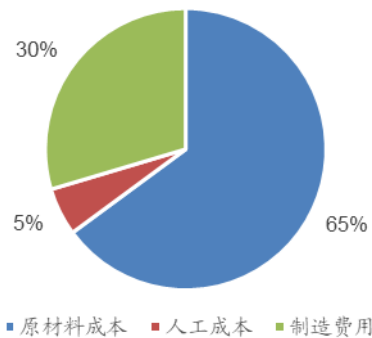


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3.3 布局林浆纸一体化, 有望抵御浆价上涨风险

木浆占据公司成本构成中的重要地位。公司特种纸的成本构成中, 原材料成本的占比达到约 65% (不同纸种略有差异), 人工成本、制造费用各占约 5%、30%。公司造纸最主要的原材料是木浆, 由于目前公司仅在河南内乡拥有 5.1 万吨制浆产线, 因此绝大部分木浆需要从外部采购; 木浆采购金额约占原材料成本的 70-85%, 从而在公司主营成本构成中的占比达到 45-55%。

图60: 公司主营业务成本构成 (2019-2021 年平均)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图61: 木浆采购金额占原材料成本比重



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

浆价上涨可能扰动个别产品乃至公司整体盈利。浆价波动通常会对纸品盈利造成一定扰动, 其中部分产品具备较强市场竞争力和议价能力, 浆价上涨时期可以随之涨价, 吨毛利相对稳定; 部分产品受到市场竞争变化、下游需求波动、公司竞争策略等因素影响, 浆价上涨时期涨价幅度较小, 吨毛利波动更为明显。公司多元化产品布局有利于分散风险, 但是 2022 年由于遭遇国内宏观经济整体承压, 公司各产品系列需求均相对疲软、涨价能力受限, 期间浆价大幅上涨, 使得公司整体盈利受到影响。

新基地设立于资源优质地区，打造林浆纸一体化布局。公司在建的项目中，湖北基地所在地具有丰富的杨树和芦苇资源，广西基地所在地具有丰富的桉树资源，两大基地均配备有制浆产线。其中湖北项目规划制浆年产能150万吨，一期、二期各释放60万吨；广西项目规划制浆年产能90万吨，其中一期、二期各释放10万吨。按照吨纸浆耗1吨估算，公司木浆自给率在两个项目一期投产后将超过40%，二期投产后将超过50%。

同时，公司广西基地规划采取市场购买、土地流转、林权转让、股权合作、木材长期专供协议等多种方式，获得200万亩的林木保障地，用于项目的原料木材供应。目前公司已经与当地政府签署了6份合作框架协议，涉及意向合作林地103万亩；同时已有3000多亩集体林地的签署了流转合同。

表7：公司主要在建和规划制浆产能

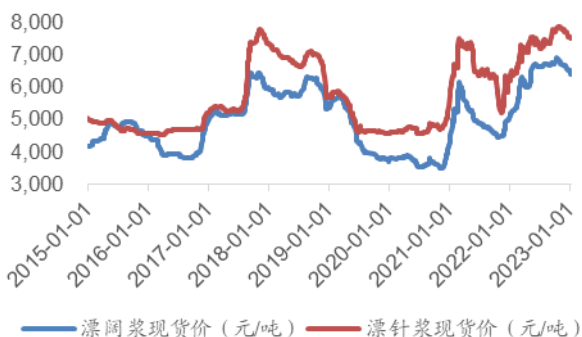
项目	年制浆产能（万吨）	投产时间	产品规划（年产能）
湖北石首高性能纸基新材料循环经济项目	一期	20	预计2023年12月投产
	二期	20	化机浆10万吨，化学浆10万吨
	三期	50	化机浆10万吨，化学浆10万吨
广西三江口新区高性能纸基新材料项目	一期	60	预计2024年上半年投产
	二期	60	化学浆40万吨，化机浆20万吨
	三期	30	化学浆40万吨，化机浆20万吨
			化机浆30万吨

资料来源：公司公告，来宾市政府网站，石首市政府网站，东兴证券研究所

林浆纸一体化有利于抵御浆价上涨风险、博取超额收益。在浆价上涨时期：（1）对于供需相对平衡、市场价格跟随浆价上涨的产品，公司将凭借更低成本获得超额收益；（2）对于行业竞争相对激烈、市场价格上涨幅度有限的产品，公司将以更稳定的成本平滑吨毛利波动；（3）对于产品需求全面疲软、纸价普遍承压的情况，公司相对于其他纸企将拥有更好的盈利保障。

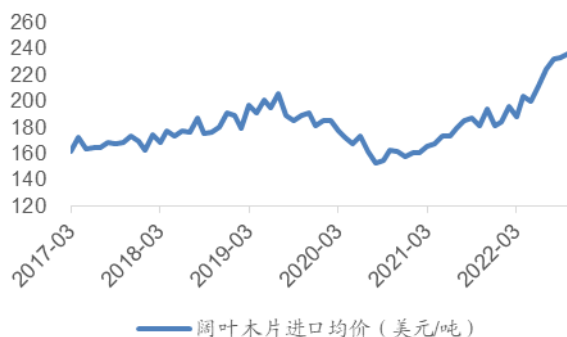
木片涨价构成浆价支撑，自制木浆亏损风险相对有限。由于国内制浆成本高于海外资源优势地区，当市场浆价跌至历史低位时，国内纸企自制木浆可能出现亏损（例如太阳纸业2019-2020年化学浆毛利率为负值）。但是近年来全球木片需求持续增加、林木资源相对紧张，木片价格呈现上涨趋势；同时海外浆厂格局高度集中，产能扩张有序。浆价由此受到一定支撑，下跌至历史低位的风险相对有限。

图62：阔叶木浆、针叶木浆现货价格



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图63：阔叶木片进口价格



资料来源：海关总署，同花顺，东兴证券研究所

4. 盈利预测

收入方面: 我们预计公司在建项目在 2023-2024 年逐步投产, 新增产能规模较大, 逐步释放带动收入增长, 主要集中于食品与医疗包装材料系列、日用消费系列。**盈利方面:** (1) 随着海外浆厂产能释放、欧美木浆需求回落改善全球供需平衡, 纸浆价格有望回落, 2023 年公司盈利弹性释放可期; (2) 大规模新增产能爬坡、产品结构变化可能对吨纸毛利有所影响, 但是自制木浆产能落地将有利于公司降低成本。综合来看, 公司 2023-2024 年利润增速或将高于收入增速。

盈利预测与投资评级: 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 7.67、11.78、15.69 亿元人民币, EPS 为 1.09、1.67、2.22 元, 目前股价对应 PE 分别为 29、19、14 倍。公司作为特种纸龙头企业竞争优势突出, 有望持续快速扩张, 首次覆盖给予“推荐”评级。

表8: 公司分产品系列收入预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	48.43	60.17	77.46	91.50	119.10
同比增长	6.04%	24.24%	28.74%	18.12%	30.15%
毛利率	20.47%	19.98%	13.37%	16.58%	18.72%
同比变动	1.78%	-0.50%	-6.61%	3.22%	2.14%
分产品系列收入 (亿元)					
日用消费系列	17.64	24.99	34.16	35.10	45.56
同比增长	-5.09%	41.63%	36.72%	2.73%	29.82%
食品与医疗包装材料系列	8.50	9.93	13.98	27.01	42.78
同比增长	38.97%	16.83%	40.76%	93.12%	58.40%
商务交流与出版印刷材料系列	7.80	8.35	9.43	8.90	8.90
同比增长	9.90%	7.13%	12.92%	-5.61%	0.00%
烟草行业配套系列	7.26	7.86	8.74	8.62	8.79
同比增长	3.12%	8.24%	11.20%	-1.41%	2.00%
电气及工业用纸系列	3.85	5.10	6.97	7.67	8.82
同比增长	23.28%	32.60%	36.54%	10.14%	15.00%
其他特种浆纸	1.59	1.28	1.53	1.56	1.59
同比增长	-21.78%	-19.46%	19.17%	2.00%	2.00%
非主营业务	1.79	2.65	2.65	2.65	2.65
同比增长	6.95%	48.31%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

5. 风险提示

经济复苏不及预期, 原材料价格大幅上涨, 项目投产进度不及预期, 限塑政策推进缓慢, 行业产能扩张过快。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	3971	6451	7251	8235	10297	营业收入	4843	6017	7746	9150	11910
货币资金	521	794	1162	1373	1786	营业成本	3852	4815	6711	7633	9680
应收账款	995	1217	1566	1850	2408	营业税金及附加	47	37	45	53	69
其他应收款	17	15	20	23	30	营业费用	15	22	23	23	24
预付款项	96	63	18	-34	-100	管理费用	99	114	130	149	188
存货	1337	1925	2683	3052	3870	财务费用	68	20	57	113	261
其他流动资产	112	151	151	151	151	研发费用	123	158	116	165	214
非流动资产合计	3993	4598	4899	7551	9046	资产减值损失	-34.58	-29.59	-20.00	-23.62	-30.75
长期股权投资	664	831	831	831	831	公允价值变动收益	-14.93	-7.45	0.00	0.00	0.00
固定资产	2334	2532	2488	4153	6158	投资净收益	202.42	287.25	149.07	280.39	280.39
无形资产	499	516	505	494	484	加: 其他收益	41.53	55.99	90.00	90.00	90.00
其他非流动资产	155	282	382	382	382	营业利润	834	1157	888	1362	1813
资产总计	7964	11049	12150	15786	19343	营业外收入	6.21	3.31	2.50	2.50	2.50
流动负债合计	2250	2462	2983	5726	8094	营业外支出	5.35	12.02	4.00	4.00	4.00
短期借款	797	690	670	3144	4915	利润总额	835	1148	887	1360	1811
应付账款	477	764	1051	1195	1515	所得税	116	129	115	177	235
预收款项	49	50	52	54	57	净利润	719	1019	772	1183	1576
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	2	2	5	6	7
非流动负债合计	334	2140	2140	2140	2140	归属母公司净利润	717	1017	767	1178	1569
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	1775	1775	1775	1775		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	2585	4602	5123	7866	10234	成长能力					
少数股东权益	25	28	32	38	45	营业收入增长	6.04%	24.24%	28.74%	18.12%	30.15%
实收资本(或股本)	706	706	706	706	706	营业利润增长	65.28%	38.71%	-23.19%	53.28%	33.12%
资本公积	3064	3064	3064	3064	3064	归属于母公司净利润增长	63.02%	41.76%	-24.56%	53.58%	33.22%
未分配利润	1425	2156	2686	3501	4585	获利能力					
归属母公司股东权益合计	5354	6419	6995	7882	9064	毛利率(%)	20.47%	19.98%	13.37%	16.58%	18.72%
负债和所有者权益	7964	11049	12150	15786	19343	净利率(%)	14.85%	16.93%	9.96%	12.93%	13.23%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	9.01%	9.20%	6.31%	7.46%	8.11%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	13.40%	15.84%	10.96%	14.94%	17.31%
经营活动现金流	302	447	286	997	1289	偿债能力					
净利润	719	1019	772	1183	1576	资产负债率(%)	32%	42%	42%	50%	53%
折旧摊销	276.12	330.87	359.21	507.57	815.14	流动比率	1.76	2.62	2.43	1.44	1.27
财务费用	68	20	57	113	261	速动比率	1.17	1.84	1.53	0.91	0.79
应收账款减少	-152	-222	-350	-284	-558	营运能力					
预收账款增加	-15	1	2	2	3	总资产周转率	0.63	0.63	0.67	0.66	0.68
投资活动现金流	-605	-1938	345	-2861	-2004	应收账款周转率	5	5	6	5	6
公允价值变动收益	-15	-7	0	0	0	应付账款周转率	10.04	9.69	8.54	8.15	8.79
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	202	287	149	280	280	每股收益(最新摊薄)	1.02	1.44	1.09	1.67	2.22
筹资活动现金流	-476	1699	-264	2075	1128	每股净现金流(最新摊薄)	-1.10	0.29	0.52	0.30	0.59
应付债券增加	-1024	1775	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.58	9.09	9.91	11.16	12.84
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	94	0	0	0	0	P/E	30.65	21.62	28.66	18.66	14.01
资本公积增加	1179	0	0	0	0	P/B	4.11	3.42	3.14	2.79	2.43
现金净增加额	-779	208	368	211	414	EV/EBITDA	18.94	15.73	18.03	12.95	9.34

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	轻工制造行业 2023 年策略报告：需求的回暖，盈利的修复	2022-12-02
行业普通报告	轻工纺服行业中期策略：品类崛起与品牌破圈	2022-05-31
行业深度报告	特种纸：细分产品需求高增，龙头企业积极扩张	2022-02-22

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，现任轻工制造行业分析师，研究方向为造纸、包装、电子烟。

研究助理简介

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年加入东兴证券研究所，轻工制造行业研究助理，主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526