

冠豪高新(600433)

报告日期: 2023年06月10日

# 差异化特纸领军者，合并粤华包启新篇

## ——冠豪高新深度报告

### 投资要点

- **公司主要产品为白卡纸、特种纸等，23年浆价下行有望带来盈利改善，公司规划30万吨白卡纸/6万吨特种纸有望于24年投产，产能扩张支撑长期成长。**
- **差异化特纸领军者，合并粤华包启新篇**  
正文公司主营无碳纸、热敏纸、热升华转印纸、不干胶标签材料等多项特种纸品类，2021Q3换股合并粤华包，新增高档涂布白卡纸（烟草包装用纸、食品包装用纸、高端社会白卡纸）化工品等业务。2017-2022年公司营收从20.60亿元增长至80.86亿元，CAGR为35.97%，归母净利润从0.55亿元增长至3.87亿元，CAGR为28.96%。当前公司拥有白卡产能60万吨、涂布特种纸产能27万吨等，预计2024年新增30万吨食品卡、6万吨特种纸产能，产能扩张赋能成长。
- **食品卡行业：“以纸代塑”有望持续催化行业需求增长**  
中国特种食品包装纸产量从2011年2017万吨增长至2020年的237万吨，16-20年CAGR为15%。我们预测“禁塑令”下23-25年食品白卡纸替代塑料制品新增需求量为95/109/145万吨。预计23-25年食品包装纸下游内生需求增量为60/66/73万吨。综合23/24/25年预计食品卡新增需求量为155/175/197万吨，预计23-25年行业内将新增165/30/91万吨产能，但总体需求增速大于供给投放速度，预计食品卡行业存在一定景气度。
- **特种纸行业：下游需求分散，应用场景多元化**  
1) **热转印纸：**2011-2021年热转印纸产量从10万吨增长至23万吨，11-21年CAGR为8.5%。下游服装纺织行业为夏季旺季积极备货带动转印纸需求回暖。同时下游数码印花成长空间巨大，有望带动上游热转印纸稳步增长。热转印纸行业竞争格局优异，CR3为80%且未来新增产能有限，预计行业供需格局保持优异；2) **热敏纸&无碳纸：**2013-2020年中国热敏纸产量从25万吨增长至53万吨，13-20年CAGR为11%，快递物流、零售、博彩等需求逐步恢复，且电商直播消费习惯持续深化，有望带动上游热敏纸增长；无碳纸市场受到无纸化冲击逐年下降。3) **不干胶：**2021年中国标签印刷市场产值570.8亿元，16-21年CAGR为7.92%。标签印刷下游需求主要分布在食品饮料、运输物流领域，分别占比44%、47%，2023年终端消费复苏带动上游不干胶标签市场规模持续成长。
- **公司：差异化产品定位，研发注入新动能**  
2) 差异化高端定位，品牌效应突出。公司生产的液包产品是利乐的国内主要供应商及麦当劳亚太区唯一供应商；烟卡在国内高端烟草包装领域中占据主导地位；热敏纸在体彩、福彩领域广泛应用。2) 公司研发投入领先行业，涂膜实现产研突破。在碳纤维纸、反渗透膜基材等新材料的研发上持续加大力度，率先推出改良型数码白墨烫画膜，并在水溶性膜、数码装饰面膜等新产品的研发中试领导创新方向。
- **浆价超预期下跌，盈利弹性有望释放**  
23Q1浆价超预期下行，预计H2弱整理为主。终端需求复苏较为平淡，近期纸厂补库较为积极、现货价格略反弹，但Arauco与UPM合计超360万吨阔叶浆带来较大供给冲击，判断H2浆价震荡走弱为主。2023E假设浆价下降5%-30%，产品均价下降1%，在其他条件不变的情况下，对应23E毛利率可达15.37%至21.52%（提升1.16pct至7.30pct）；对应23E净利率可达5.85%至11.49%（提升1.06pct至6.70pct）。
- **盈利预测与估值**  
我们预计公司23-25年营业收入为80.09/98.11/110.54亿元，同比分别

### 投资评级：增持(首次)

分析师: 史凡可  
 执业证书号: S1230520080008  
 shifanke@stocke.com.cn

分析师: 马莉  
 执业证书号: S1230520070002  
 mali@stocke.com.cn

分析师: 傅嘉成  
 执业证书号: S1230521090001  
 fujiacheng@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥ 3.38
总市值(百万元)	6,247.01
总股本(百万股)	1,848.23

### 股票走势图



### 相关报告

-0.96%/+22.50%/+12.66%，归母净利润为 4.81 /6.09/7.31 亿元，同比分别  
+24.20%/+26.57%/+20.11%，对应 EPS 为 0.26/0.33/0.40 元，PE 为 13/10/9X，首  
次覆盖给予“增持”评级。

#### □ 风险提示

产品售价大幅波动风险；需求修复不及预期风险；浆价大幅波动风险

### 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8,086	8,009	9,811	11,054
(+/-) (%)	9.30%	-0.96%	22.50%	12.66%
归母净利润	387	481	609	731
(+/-) (%)	179.07%	24.20%	26.57%	20.11%
每股收益(元)	0.21	0.26	0.33	0.40
P/E	16.14	12.99	10.27	8.55

资料来源：浙商证券研究所

## 正文目录

<b>1 老牌特纸领军者，产业链合并启新篇</b>	<b>6</b>
1.1 老牌特纸领军企业，合并粤华包启新篇	6
1.2 国资背景央企控股，股权激励绑定人才	8
1.3 财务概况：白卡赋能公司成长，盈利能力有望改善	10
1.4 项目有序投放，产能持续扩张	14
<b>2 行业：特种纸需求分散、下游应用广泛</b>	<b>15</b>
2.1 白卡纸：食品卡需求成长预期较强，供给投放较积极	16
2.2 热转印纸：纺织服装需求修复，数码打印成长可期	19
2.3 热敏纸&无碳纸：热敏纸稳健向上，无碳纸有所下滑	21
2.4 不干胶：消费复苏需求向上，应用场景更加多元化	23
<b>3 公司：差异化、高端化产品定位，研发注入新动能</b>	<b>24</b>
3.1 打造差异化、高端化定位，品牌效应突出	24
3.2 强研发构筑壁垒，新产品引领风向	25
<b>4 浆价超预期下跌，盈利弹性有望释放</b>	<b>26</b>
<b>5 盈利预测与估值</b>	<b>27</b>
5.1 盈利预测	27
5.2 投资建议	28
<b>6 风险提示</b>	<b>29</b>

## 图表目录

图 1: 公司历史沿革.....	8
图 2: 公司股权结构 (截至 2023 年 3 月 31 日) .....	9
图 3: 2020 年粤华包产品结构 (%) .....	10
图 4: 2018-2022 公司营业收入及同比增速 (百万元, %) .....	11
图 5: 2018-2022 公司归母净利润及同比增速 (百万元, %) .....	11
图 6: 2018-2022 年分产品收入 (亿元) .....	11
图 7: 2022 年分产品收入占比 (%) .....	11
图 8: 2018-2022 年分产品毛利 (百万元) .....	11
图 9: 2018-2022 年分产品毛利率 (%) .....	11
图 10: 公司分产品成本结构.....	12
图 11: 公司吨毛利与浆价 (美元/吨, 元/吨) .....	12
图 12: 公司与同行吨售价、吨毛利对比 (元) .....	12
图 13: 2018-2022 年分地区收入 (百万元) .....	13
图 14: 2018-2022 年分地区毛利率水平 (%) .....	13
图 15: 2017-2022 年公司期间费用率 (%) .....	13
图 16: 2018-2022 年可比公司毛利率 (%) .....	13
图 17: 2018-2022 年可比公司净利率 (%) .....	13
图 18: 2018-2022 年可比公司 ROE (%) .....	14
图 19: 2018-2022 年公司杜邦分析.....	14
图 20: 全球及中国特种纸产量 (万吨) .....	15
图 21: 2021 年特种纸细分纸种市场产量分布 (%) .....	15
图 22: 2021 年食品包装纸下游需求分布 (%) .....	16
图 23: 食品包装纸特种纸产量及增速 (万吨, %) .....	17
图 24: 食品卡产能分布情况 (%) .....	18
图 25: 2011-2021 年中国热转印纸产量 (万元, %) .....	19
图 26: 2021 年中国热转印纸产品结构 (%) .....	19
图 27: 中国纺织服装零售额 (亿元) .....	20
图 28: 中国服装类零售额累计同比 (%) .....	20
图 29: 全球数码印花产量 (亿米, %) .....	20
图 30: 中国数码印花产量 (亿米, %) .....	20
图 31: 2020 年中国热转印纸产能分布 (%) .....	21
图 32: 2013-2020 年中国热敏纸产量 (万吨, %) .....	21
图 33: 热敏纸下游应用领域.....	21
图 34: 2013-2019 年中国热敏纸需求量 (万吨) .....	22
图 35: 中国规模以上快递业务量 (亿件, %) .....	22
图 36: 中国彩票零售额当月同比增速 (%) .....	22
图 37: 中国无碳纸消费量 (万吨, %) .....	22
图 38: 全球无碳纸消费量 (万吨, %) .....	22
图 39: 中国标签印刷市场产值 (亿元, %) .....	23
图 40: 2018 年中国标签印刷细分结构 (%) .....	23
图 41: 2018 年全球标签销售量分布情况 (%) .....	23
图 42: 2018 年全球标签印刷需求量分布 (%) .....	23

图 43: 2018-2022 年中国快递量及粮油食品零售额 (亿件, 亿元, %)	24
图 44: 红塔液体食品包装白卡纸	24
图 45: 红塔涂布 (防油) 白卡纸	24
图 46: 红梅高档涂布白卡纸	25
图 47: 红塔彩色纤维防伪涂布白卡纸	25
图 48: 2018-2022 年各公司研发费用率 (%)	25
图 49: 公司无碳纸、热敏纸涂布生产线	26
图 50: 公司不干胶涂布生产线	26
图 51: 进口针叶浆、阔叶浆价格走势 (美元/吨)	26
表 1: 公司历史财务数据一览 (百万元, %)	6
表 2: 公司产品结构	7
表 3: 公司核心管理团队	9
表 4: 公司股权激励解锁条件	10
表 5: 2016-2020 年粤华包收入结构 (百万元, %)	10
表 6: 公司产能布局 (万吨)	14
表 7: 公司募投项目规划	14
表 8: 特种纸种类及其基本情况	15
表 9: 社会卡与食品卡的区别	16
表 10: 限塑令以及塑料污染治理政策	17
表 11: 以纸代塑新增需求测算	17
表 12: 食品卡茶饮、咖啡、液态奶、方便面等主要下游需求增量测算	18
表 13: 食品卡产能分布 (万吨)	18
表 14: 食品卡新增产能梳理 (万吨)	18
表 15: 热转印纸细分产品及基本情况	19
表 16: 数码印花与传统印花特性对比	20
表 17: 数码印花传统印花成本对比 (元/米)	20
表 18: 热转印纸新增产能 (万吨)	21
表 19: 浆价下行公司盈利弹性测算	27
表 20: 公司量价拆分	28
表 21: 可比公司盈利预测	28
表附录: 三大报表预测值	30

## 1 老牌特纸领军者，产业链合并启新篇

### 1.1 老牌特纸领军企业，合并粤华包启新篇

**老牌特纸领军企业，合并粤华包迎新春。**公司于1993年成立，主营无碳纸、热敏纸、热升华转印纸、不干胶标签材料等多项特种纸品类，2021Q3 换股合并粤华包，新增高档涂布白卡纸（烟草包装用纸、食品包装用纸、高端社会白卡纸）、化工品等业务。2017-2022 年公司营收从 20.60 亿元增长至 80.86 亿元，CAGR 为 31.45%，归母净利润从 0.53 亿元增长至 3.87 亿元，CAGR 为 48.96%，其中 2021 年归母净利润 1.39 亿元，利润下滑主要系子公司珠海冠豪破产清算计提信用&资产减值合计 1.62 亿元。2022 年公司分别实现营收/归母净利润 80.86/3.87 亿元，同比增速分别达 9.30%/179.07%，主要系吸收合并“粤华包”贡献较大利润。

表1：公司历史财务数据一览（百万元，%）

单位：百万元	2017	2018	2019	2020	2021	2022
营业收入	2,059.91	2,550.16	2,594.77	2,439.75	7,397.82	8,085.97
YOY	18.39%	23.80%	1.75%	-5.97%	203.22%	9.30%
归母净利润	52.79	109.22	170.33	178.55	138.71	387.11
YOY	-51.36%	106.89%	55.95%	4.83%	-22.31%	179.07%
扣非归母净利润	54.78	90.77	148.25	156.50	0.69	375.53
YOY	-32.96%	65.68%	63.34%	5.57%	-99.56%	54453.55%
毛利率	16.98%	20.29%	25.43%	23.51%	18.68%	14.22%
期间费用率	12.24%	13.83%	16.27%	14.09%	9.39%	7.75%
销售费用率	5.51%	4.36%	4.60%	4.93%	1.16%	0.96%
管理+研发费用率	4.92%	7.28%	9.58%	8.13%	8.07%	6.96%
财务费用率	1.80%	2.19%	2.09%	1.03%	0.16%	-0.16%
归母净利率	2.56%	4.28%	6.56%	7.32%	1.88%	4.79%
存货	416.98	440.19	406.21	325.54	823.52	1,085.89
较上年同期增减	4.85%	5.57%	-7.72%	-19.86%	152.97%	31.86%
应收账款及票据	533.50	604.02	656.09	424.06	768.80	890.85
较上年同期增减	-8.98%	13.22%	8.62%	-35.37%	81.30%	15.88%
应付账款及应付票据	344.88	471.78	379.91	415.85	1,064.09	1,121.45
较上年同期增减	-27.32%	36.80%	-19.47%	9.46%	155.88%	5.39%
预收账款（合同负债）	27.77	25.73	19.80	11.30	80.46	219.34
较上年同期增减	1.36%	-7.33%	-23.04%	-42.92%	611.84%	172.59%
经营性现金流净额	76.85	189.41	221.22	323.80	1,172.99	786.59
较上年同期增减	-81.29	112.57	31.80	102.58	849.19	-386.40
资本开支	44.06	51.25	16.21	24.59	41.29	260.36
较上年同期增减	-115.22	7.18	-35.04	8.38	16.70	219.07
ROE	2.08%	4.16%	6.39%	6.36%	2.77%	7.32%
YOY（±）	-2.21%	2.07%	2.23%	-0.02%	-3.60%	4.55%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表2: 公司产品结构

产品类别	产品系列	产品特点	产品图片	应用领域
	热升华转印纸	热升华数码印花转印是将图像、文字等以镜象方式喷墨打印在热升华转印纸上, 纸张油墨干燥后打印面与承印物贴合, 再经过热转印设备加热到 200°C 左右, 纸上的热转印墨升华气化渗入到承印物, 从而在短时间内将图像逼真地转印到涤纶、含涤材质上。		纺织业
特种纸	不干胶标签材料	不干胶是以纸张、薄膜或其它特种材料为面, 背面涂有胶粘剂, 以涂硅保护纸为底纸的一种复合材料。		物流、医药、日化、食品、酒类
	热敏材料	热敏纸以原纸、薄膜作为基材, 在上面涂布热敏发色层, 遇到高温条件下, 或使用发热元件对热敏纸直接加热, 使显色剂与无色染料接触发生化学反应而显色。		商业、超市、银行、医院、机场、物流
	无碳复写纸	无碳复写纸是一种隐色复写纸, 具有直接复写, 直接显色的功能。		财政、邮政、税务、银行
	烟草包装白卡纸	在包装材料源头上防伪, 达到“易于识别, 难于仿制”的显著防伪效果		烟草包装
	高档涂布白卡纸	不含荧光增白剂, 完全满足食品行业卫生安全需求, 符合 FSC 资质认证; 可以有效替代 PE 淋膜纸, 减少不可降解塑料制品的使用		食品
	高档社会白卡纸	可满足客户群体个性化、定制化包装需求, 具有优异的后加工适性、印刷效果精美等特点		高端医药、化妆品、日用品

资料来源: 公司年报, 公司官网, 红塔仁恒官网, 浙商证券研究所

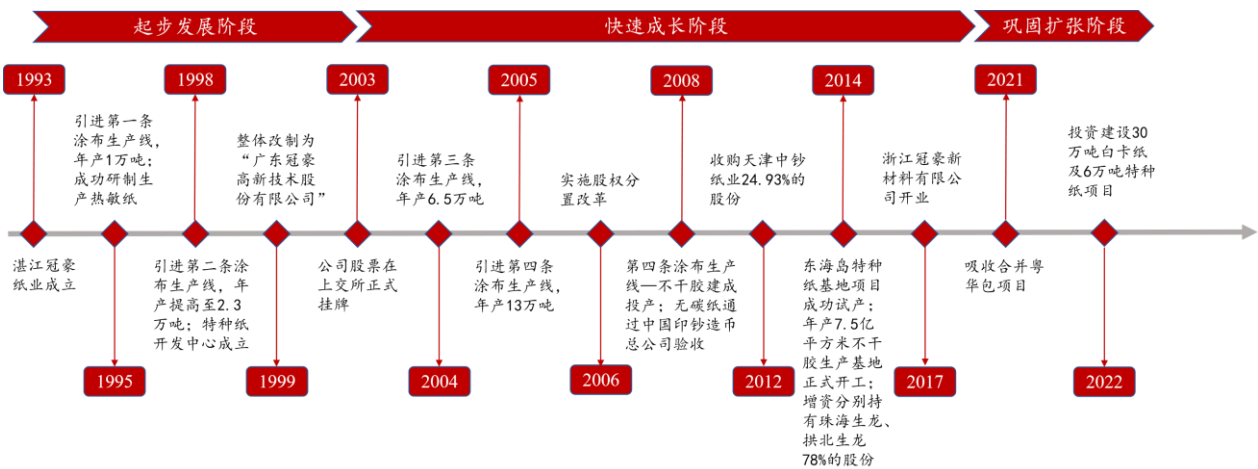
公司发展历程可大致分为以下三个阶段:

- 起步发展阶段 (1993-2002 年):** 公司发展初期从欧洲引入涂布生产线, 组建广东省特种纸工程技术研发开发中心, 打造明星产品无碳复写纸。公司前身湛江冠豪纸业有限公司于 1993 年 7 月成立; 1995 年公司从欧洲引入第一条涂布生产线建成投产, 年产能 10000 万吨; 1998 年引进第二条涂布生产线, 产能提升至 2.3 万吨, 同年公司成立特种纸工程技术研究开发中心; 1999 年 7 月整体改制为广东冠豪高新技术股份有限公司。
- 快速成长阶段 (2003-2020 年):** 2003 年公司在上海证券交易所上市, 2004-2005 年公司持续引进涂布生产线, 产能迅速扩张至 13 万吨, 2008 年公司不干

胶生产线建成投产，研发的防涂改无碳纸通过中国印钞造币总公司验收。2010年投建东海岛特种纸以及涂布纸产业基地项目，并于2014年正式开工。公司积极扩张，2012年收购天津中钞纸业24.93%的股权，2014年增资分别持有珠海生龙条码科技有限公司和珠海市拱北生龙纸业78%的股权。

- (3) **多元化扩张阶段(2021年-至今)**: 2021年冠豪高新成功吸收合并“粤华包”(佛山华新包装有限公司)重组项目。粤华包原有产业以特种纸和不干胶为主，拥有彩色印刷包装工厂、造纸化工厂。公司完成合并后，产业链向上下游延伸，业务在原有特种纸的基础上新增白卡、化工、印刷包装业务，打开成长空间。

图1: 公司历史沿革



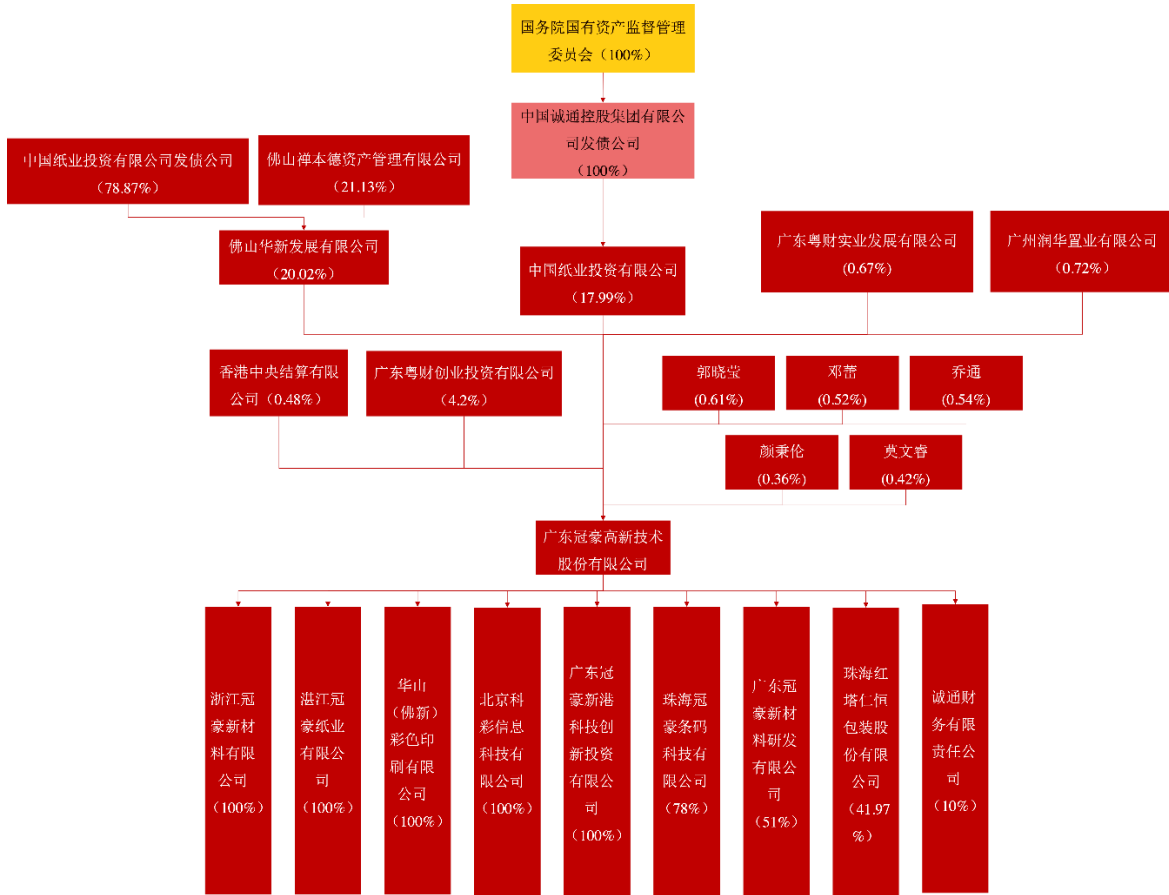
资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

## 1.2 国资背景央企控股，股权激励绑定人才

公司国资背景央企控股，实控人为中国诚通。公司归属于中国诚通控股集团有限公司，实际控制人是国务院国有资产监督管理委员会。中国诚通控股集团有限公司以中国纸业投资有限公司为板块运营平台，对国有资本进行流动重组。中国纸业控制三家上市公司：冠豪高新、岳阳林纸、美利云。作为中国诚通战略性新兴产业孵化平台，中国纸业向冠豪高新提供了丰富的内部资源及资金支持。



图2: 公司股权结构 (截至 2023 年 3 月 31 日)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**高管团队经验深厚，管理能力卓越。**公司管理层多数均有在岳阳林纸、湖南骏泰、珠海红塔仁恒等纸业公司任职经历，专业背景深厚，管理能力出众的团队为公司发展提供丰富的发展经验。

表3: 公司核心管理团队

姓名	职务	履历
谢先龙	董事长、党委书记	曾任岳阳林纸股份有限公司热电事业部经理、生物能源事业部总经理、总经理助理；湖南骏泰新材料科技有限责任公司党委书记、执行董事、总经理；湖南骏泰生物质发电有限责任公司执行董事；泰格林纸集团股份有限公司副总经理；广东冠豪高新技术股份有限公司总经理。现任广东冠豪高新技术股份有限公司党委书记、董事长；广东冠豪新材料研发有限公司董事长、总经理；珠海红塔仁恒包装股份有限公司董事长。
李飞	董事、总经理、党委副书记	曾任中国纸业投资有限公司战略发展部项目经理、金属业务部业务主管、综合管理部副经理、经理兼人力资源部副经理、经理，职工董事；岳阳林纸股份有限公司副总经理、董事会秘书；佛山华新包装股份有限公司董事、副总经理；珠海红塔仁恒包装股份有限公司董事、副总经理、党委副书记。现任广东冠豪高新技术股份有限公司党委副书记、董事、总经理；广东冠豪新材料研发有限公司董事；珠海金鸡化工有限公司董事。
刘立新	副总经理	曾任岳阳林纸股份有限公司造纸事业六部党支部书记兼设备副主任、总经理助理兼经理。现任广东冠豪高新技术股份有限公司副总经理；湛江冠豪纸业公司副总经理。
嵇昊	副总经理	曾任中国纸业投资有限公司资产管理部副经理；佛山诚通纸业公司、珠海华丰纸业公司副总经理；广西华桂林浆纸有限公司；广西华桂林业有限公司总经理；中国纸业投资有限公司纤维原料部经理；泰格林纸集团股份有限公司木材采购中心主任；岳阳林纸股份有限公司岳阳分公司党委书记、总经理；岳阳林纸股份有限公司总法律顾问、副总经理。现任广东冠豪高新技术股份有限公司副总经理。
梁珉	财务负责人	曾任岳阳林纸股份有限公司财务管理中心总经理；中国诚通生态有限公司监事；泰格林纸集团股份有限公司董事、财务负责人；中冶美利云产业投资股份有限公司监事会主席；中国纸业投资有限公司财务管理中心副总经理、总经理。现任广东冠豪高新技术股份有限公司财务负责人。
丁国强	董事会秘书	曾任中国纸业投资有限公司财务管理部主管、副经理；中冶美利云产业投资股份有限公司副总经理、总会计师、董事会秘书；佛山华新包装股份有限公司党委委员、副总经理、财务总监、董事会秘书；珠海红塔仁恒包装股份有限公司党委委员、副总经理、财务总监、董事会秘书。现任广东冠豪高新技术股份有限公司董事会秘书；诚通财务有限责任公司董事；广东诚通物流有限公司董事；广东冠豪新港科技投资有限公司执

行董事、总经理。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**完善全面薪酬体系，激励绑定核心人才。**公司在2022年1月20日审议通过《关于向激励对象首次授予限制性股票的议案》，拟向激励对象授予的限制性股票不超过4,171.00万股，约占公司总股本183,885.72万股的2.27%。根据股权激励，2022-2024年，扣非净利润复合增速不得低于以2020年为基数（2.79亿元）的15%，即2022-2024年公司扣非归母净利润分别不得低于3.69/4.24/4.88亿元。

表4：公司股权激励解锁条件

业绩指标	第一批解除限售期	第二批解除限售期	第三批解除限售期
净资产收益率	解除限售前一年度（即2022年）净资产收益率不低于7.1%，且不净资产收益率不低于7.8%，且不低于对标企业75分位值	解除限售前一年度（即2022年）净资产收益率不低于7.8%，且不净资产收益率不低于7.8%，且不低于对标企业75分位值	解除限售前一年度（即2022年）净资产收益率不低于8.5%，且不净资产收益率不低于8.5%，且不低于对标企业75分位值
净利润增长率	解除限售前一年度（即2022年）净利润较以2020年净利润为基数净利润较以2020年净利润为基数的复合增长率不低于15%（扣非的复合增长率不低于15%（扣非的复合增长率不低于15%（扣非净利润不低于3.69亿元），且不净利润不低于4.24亿元），且不低于对标企业75分位值	解除限售前一年度（即2023年）净利润较以2020年净利润为基数净利润较以2020年净利润为基数的复合增长率不低于15%（扣非的复合增长率不低于15%（扣非的复合增长率不低于15%（扣非净利润不低于3.69亿元），且不净利润不低于4.24亿元），且不低于对标企业75分位值	解除限售前一年度（即2024年）净利润较以2020年净利润为基数净利润较以2020年净利润为基数的复合增长率不低于15%（扣非的复合增长率不低于15%（扣非的复合增长率不低于15%（扣非净利润不低于3.69亿元），且不净利润不低于4.24亿元），且不低于对标企业75分位值
经济增加值改善值（ $\Delta EVA$ ）	解除限售前一年度（即2022年）经济增加值改善值为正，且达到经济增加值改善值为正，且达到集团下达指标分解至公司的考核要求	解除限售前一年度（即2023年）经济增加值改善值为正，且达到经济增加值改善值为正，且达到集团下达指标分解至公司的考核要求	解除限售前一年度（即2024年）经济增加值改善值为正，且达到经济增加值改善值为正，且达到集团下达指标分解至公司的考核要求

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 1.3 财务概况：白卡赋能公司成长，盈利能力有望改善

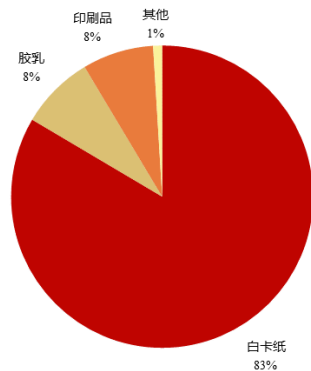
**吸并“粤华包”，盈利有望持续改善。**2018-2022年公司营业收入从25.50亿元提升至80.86亿元，CAGR为40.76%；归母净利润由1.09亿元上升至3.87亿元，CAGR为64.56%，2020归母净利率为7.32%，2021年归母净利率为1.88%，2021年净利率下跌5.44pct的主因是由于公司对子公司珠海冠豪条码科技进行破产清算，同时叠加固定资产计提减值，合计影响利润总额为1.62亿元。2021年完成对“粤华包”的吸收合并，2020年粤华包的主营业务白卡纸、胶乳、印刷品收入占比分别83%/8%/8%。公司吸收合并粤华包后，在原有业务的基础上，新增了高档涂布白卡纸、造纸化工品、彩色印刷等业务，产业链纵向延伸，产品结构更加丰富，盈利有望持续改善。

表5：2016-2020年粤华包收入结构（百万元，%）

	2016	2017	2018	2019	2020
营业收入	3607.76	3583.16	3683	3930.63	4064.07
白卡纸	2622.13	2788.62	2948.23	3265.69	3393.7
同比	-7.05%	6.35%	5.72%	10.77%	3.92%
占比	72.68%	77.83%	80.05%	83.08%	83.50%
毛利率	16.58%	12.50%	5.07%	7.22%	15.09%
胶乳	178.97	343.52	340.51	316.63	321.81
同比	30.82%	91.94%	-0.88%	-7.01%	1.64%
占比	4.96%	9.59%	9.25%	8.06%	7.92%
毛利率	10.82%	15.63%	24.11%	23.39%	30.64%
印刷品	262.69	255.57	300.25	302.42	309.5
同比	7.07%	-2.71%	17.48%	0.72%	2.34%
占比	7.28%	7.13%	8.15%	7.69%	7.62%
毛利率	16.87%	14.46%	22.21%	24.88%	22.06%

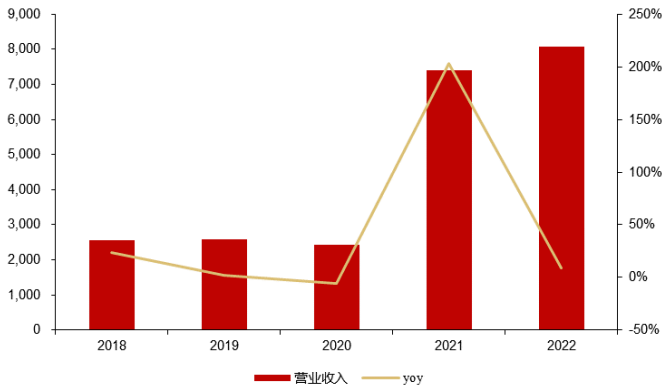
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：2020年粤华包产品结构（%）



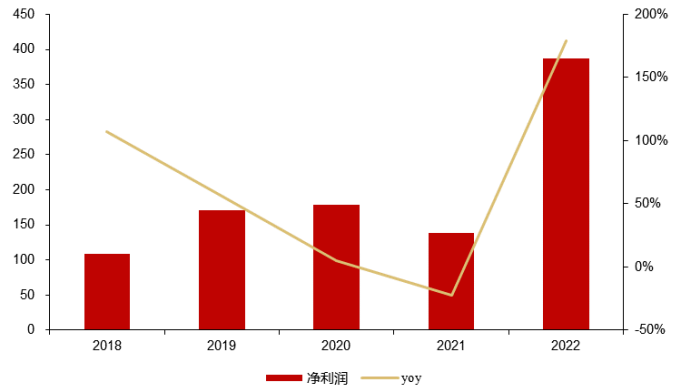
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4: 2018-2022 公司营业收入及同比增速 (百万元, %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

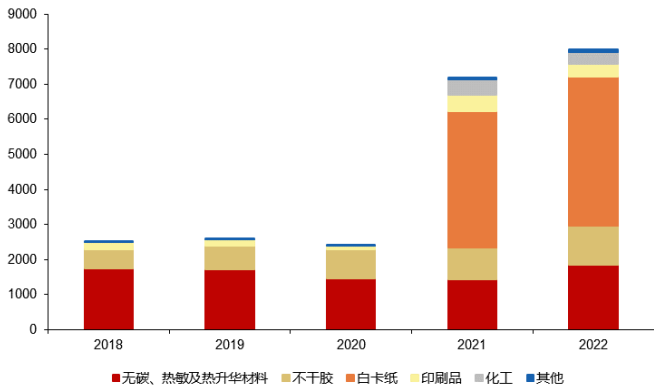
图5: 2018-2022 公司归母净利润及同比增速 (百万元, %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

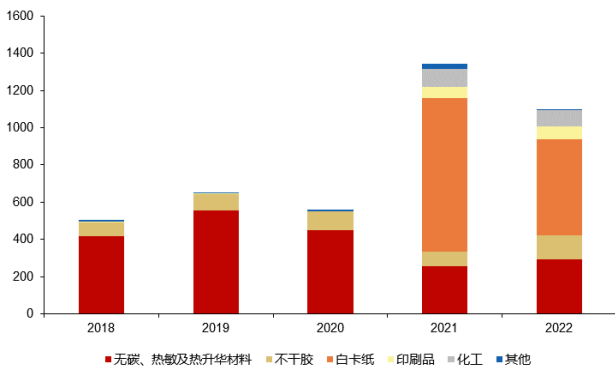
合并粤华包后, 白卡纸产品是公司主要产品。分产品看, 合并后公司形成白卡纸、特种纸为主, 造纸化工、彩色印刷辅助产业链拓展延伸为辅的产品结构。2022 年公司无碳、热敏及热升华材料/白卡纸在主营业务收入中分别占比 23.02%/53.17%, 合计 76.19%, 是公司营收的主要来源。分产品盈利能力看, 2022 年无碳热敏及热升华材料、白卡纸、化工品毛利率分别为 15.88%/12.13%/25.75%。

图6: 2018-2022 年分产品收入 (亿元)



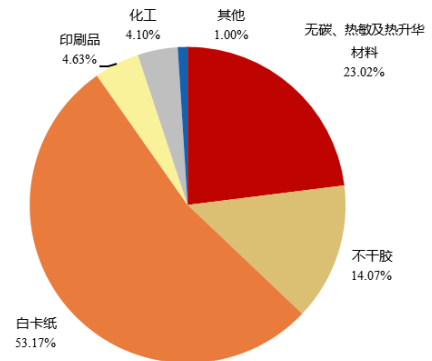
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图8: 2018-2022 年分产品毛利 (百万元)



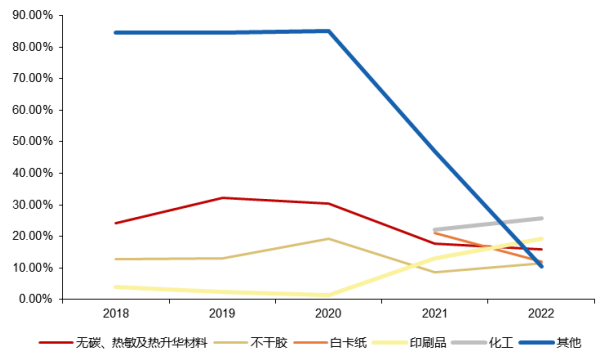
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图7: 2022 年分产品收入占比 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

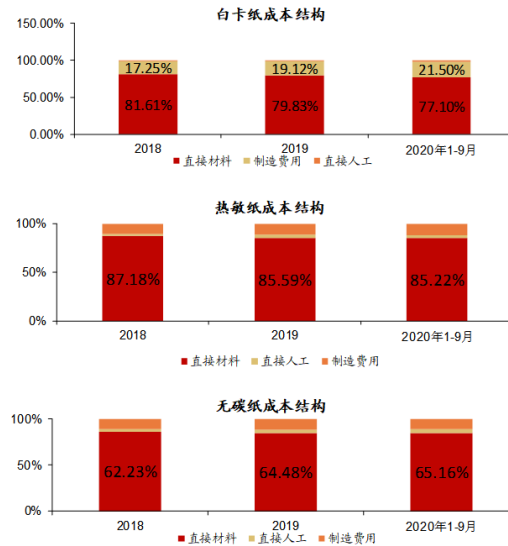
图9: 2018-2022 年分产品毛利率 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

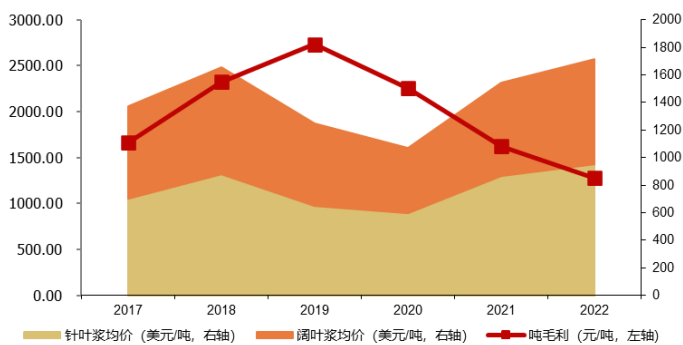
木浆是成本中主要原材料，23年浆价下行盈利迎来明确修复。成本结构方面，公司白卡纸直接材料占比分别约80%，其中木浆占比约75%，而热敏纸、无碳纸直接材料占比85%、65%，其中木浆占比约为50-60%。木浆价格是影响盈利的重要因素，2018-2019年浆价下行，公司吨毛利分别2324/2732元，2022年浆价高位吨毛利下滑至1276元，2023年以来浆价快速下行，公司盈利弹性有望释放。

图10: 公司分产品成本结构



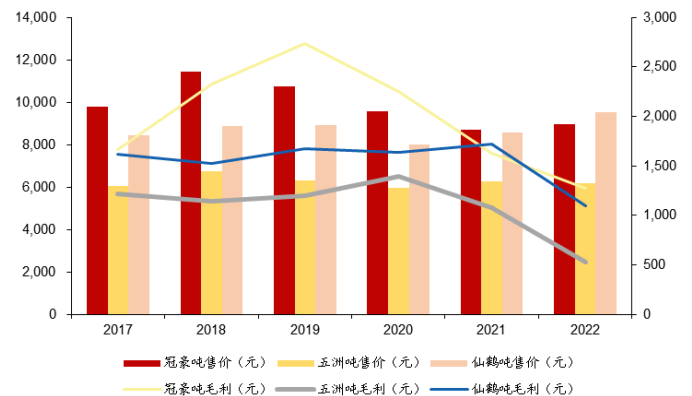
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图11: 公司吨毛利与浆价 (美元/吨, 元/吨)



资料来源: 公司公告, 卓创资讯, 浙商证券研究所

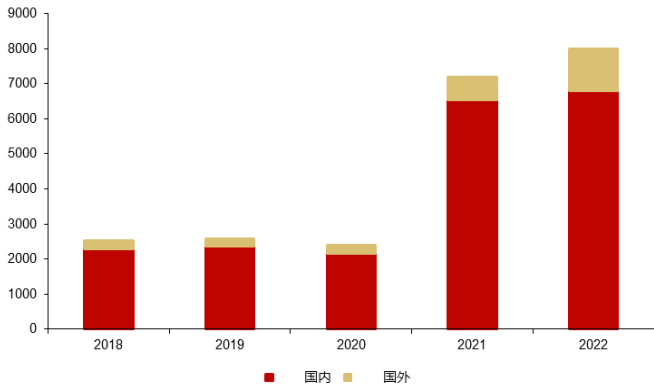
图12: 公司与同行吨售价、吨毛利对比 (元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

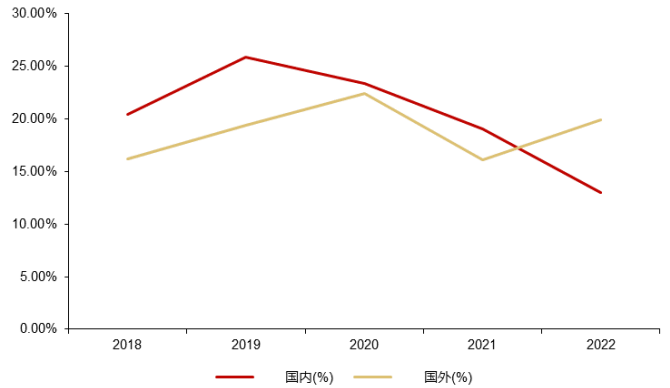
分区域来看，国内收入为主，海外占比持续提升。2022年公司海内外销售收入分别为68.05/11.95亿元，占比约85.07%/14.93%；海内外毛利率水平分别为12.68%/19.93%。2022年特种纸出口占比提升主要系国外受俄乌战争影响供应成本上升，部分订单向中国转移。

图13: 2018-2022年分地区收入(百万元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

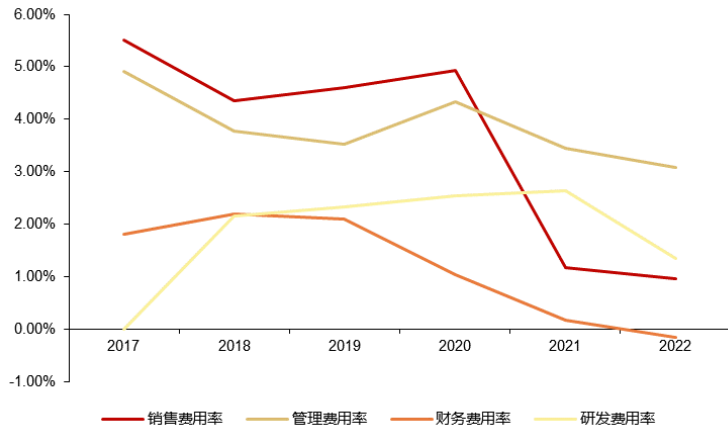
图14: 2018-2022年分地区毛利率水平(%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

近五年公司费用率呈总体下降趋势。2022年销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为0.96%、3.08%、1.34%、-0.16%;分别同比-0.21pct、-0.38pct、-1.28pct、-0.33pct,公司各项费用在18-22年总体呈下降趋势。总体来看,公司成本费用管控良好。

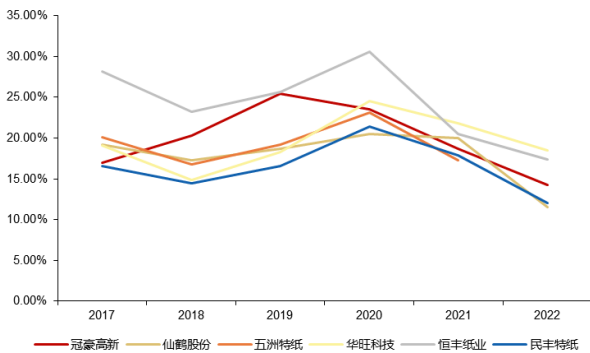
图15: 2017-2022年公司期间费用率(%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

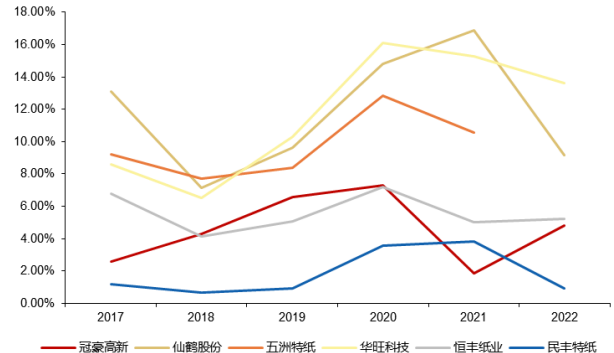
成本明确改善,23年公司盈利能力有望修复。2018-2022年公司平均毛利率为19.85%,平均净利率为4.57%,平均ROE为4.85%。2021-2022年市场浆价处于高位成本压力较大,同时疫情影响需求,净利率有所下滑。23年浆价、能源等主要成本下行,业绩将迎来改善。

图16: 2018-2022年可比公司毛利率(%)



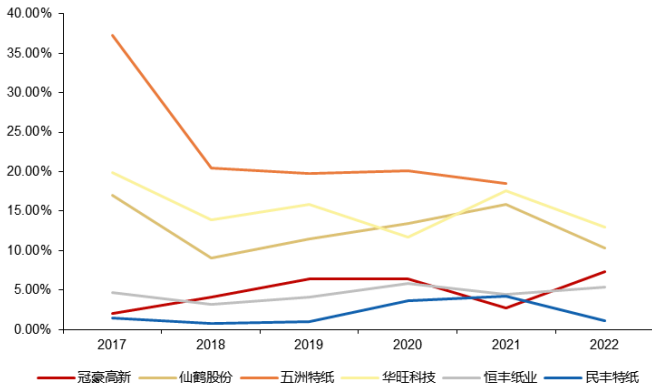
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图17: 2018-2022年可比公司净利率(%)



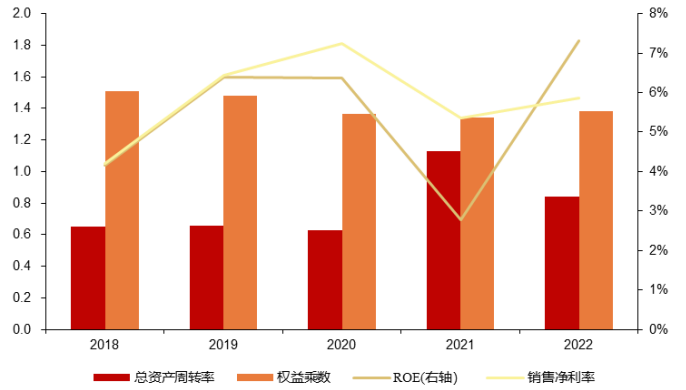
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图18: 2018-2022年可比公司 ROE (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图19: 2018-2022年公司杜邦分析



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 1.4 项目有序投放, 产能持续扩张

**产能持续扩张, 规模优势扩大。**2022年公司涂布特种纸产能27万吨、白卡纸产能60万吨, 不干胶产能6.33万吨, 化工产品合计17万吨, 彩印产品中胶印产能2.6亿印, 柔凹印产能1亿米。2023年2月, 公司化工板块5万吨胶乳项目首次投料试车, 为全面投产奠定了基础。公司湛江“年产6万吨特种纸项目”也在加速推进, 新增产能主要生产低克重热升华转印纸, 预计于2024年投产。公司高效推进湛江“年产30万吨涂布高档白卡纸项目”建设实施, 已顺利完成纸机采购、土建工程打桩等工作, 预计于2024上半年投产, 新增产能主要定位生产食品卡。预计2024年公司涂布特种纸/白卡产能达到33/90万吨, 同比增长22%/50%, 届时公司规模生产能力将再上新台阶。未来公司大股东中国纸业规划61.2万吨化机浆项目, 若化机浆项目顺利投产, 将有效改善生产成本、平抑周期波动。

表6: 公司产能布局 (万吨)

	2020	2021	2022	2023E	2024E
涂布特种纸 (万吨)	25	25	27	27	33
白卡 (万吨)	-	60	60	60	90
不干胶 (万吨)	-	6.33	6.33	6.33	6.33
胶乳 (万吨)	-	-	15	20	20
碳酸钙 (万吨)	-	-	2	5	5
胶印 (亿印)	-	-	2.6	2.6	2.6
柔凹印 (亿米)	-	-	1	1	1

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表7: 公司募投项目规划

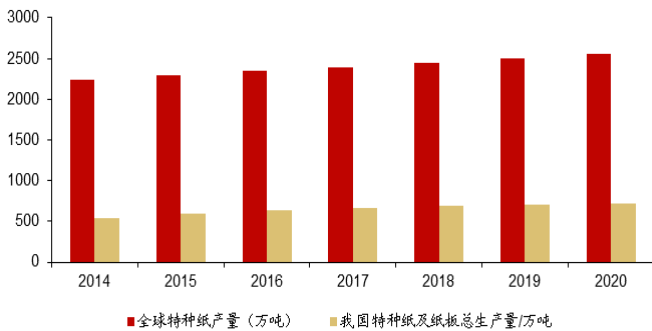
项目名称	产品种类	位置	产能 (万吨)	投资金额 (亿元)	投产时间
年产6万吨特种纸项目	热升华转印纸	湛江	6	4.5	2024
年产30万吨高档涂布白卡纸项目	白卡纸	湛江	30	9	2024H1
增产5万吨胶乳、3万吨超细重质碳酸钙技术改造项目	胶乳	珠海	5	0.12	2023
	碳酸钙	珠海	3		暂未披露
湛江中纸纸业有限公司中国纸业南方基地高端包装新材项目	化机浆	湛江	61.2	112 (包含白卡, 不到20亿)	暂未披露

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 2 行业：特种纸需求分散、下游应用广泛

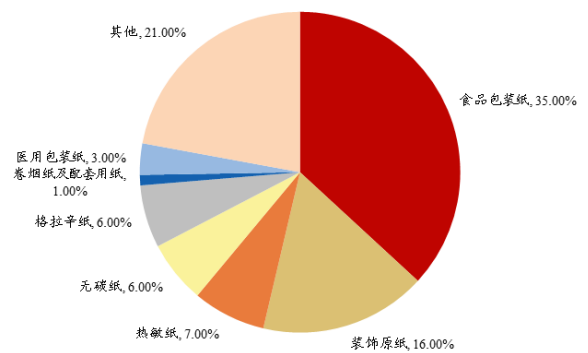
特种纸是指用于特定用途的、经过特殊处理或具有特殊性质的纸张。这些纸张通常采用特殊的工艺或添加特殊原料，例如涂布、复合或加工等，以便满足特定的使用要求。据 Smithers Pira, 2014-2020 年，中国特种纸及纸板总生产量从 470 万吨迅速增长至 718 万吨，CAGR 为 4.9%，发展潜力大。特种纸的种类繁多，食品包装纸、装饰原纸、热敏纸、无碳纸等，2021 年分别占中国特种纸细分市场产量的 35%/16%/7%/6%。这些特种纸广泛应用于各种领域，如食品包装、医药包装、印刷品、文化艺术品、高档书籍等。

图20：全球及中国特种纸产量（万吨）



资料来源：Smithers Pira, 造纸协会, 浙商证券研究所

图21：2021年特种纸细分纸种市场产量分布（%）



资料来源：华经产业研究院, 浙商证券研究所

表8：特种纸种类及其基本情况

品类名称	品类简介
卷烟纸	卷烟纸用于卷制烟支，由麻浆或掺用木浆等天然纤维以及碳酸钙等填充料制成，具有透明度低、均匀无砂眼、无异味、燃烧性好、抗张强度高和燃烧后灰白色并有粘结力等性质。
格拉辛纸	格拉辛纸是高档离型材料，可直接进行涂硅加工，用作商标的基纸，具有平滑度高的特点和良好的抗油性能。
离型原纸	离型原纸是普通离型材料的基材，一般需要超压、淋膜后加工，用作物流标签和卫生材料的离型基纸，具有定量轻、强度高、匀度好等特点。
食品包装原纸	食品包装原纸包括普通包装原纸、防油原纸、烘焙原纸和吸管包装纸等，具有较高的平滑度以及良好的防水、防油、耐高温性能。
医疗用纸	医疗用纸包括医疗器械包装纸和透析纸，具有较高的表面强度，良好的印刷效果，均匀而稳定的透气性能，与 PP、PE 或淋膜纸复合后制袋用于包装医疗器具，开袋使用时有适宜的剥离力且不易起毛掉纸屑。
热升华转印纸	热升华转印纸用于纺织、瓷器、建筑等工业印刷转印领域，具有匀度好、强度高、油墨转移率高、横向变形小等性质。
无碳复写纸	无碳复写纸是高档办公用纸，广泛应用于税务、财政、邮政、银行等各领域，具有可控压敏显色等特点。
装饰原纸	装饰原纸是新兴的装饰材料用纸，广泛应用于装饰板声复合地板、电脑工作台、办公及家庭用具等方面，具有耐黄变、遮蔽效果好的性质。

资料来源：华经产业研究所, 浙商证券研究所

## 2.1 白卡纸：食品卡需求成长预期较强，供给投放较积极

白卡纸用于各领域的精美包装，2022年白卡纸产能约1427万吨，产量约1034万吨，消费量约715万吨。根据用途不同可划分为社会卡、食品卡、烟卡，社会卡占比60%、食品卡占25%、烟卡占15%。社会卡使用大纸机规模生产，产品相对标准化，用于药品、电子产品、化妆品等大众消费品包装。食品包装用纸定制化生产，对原材料要求高、产品种类较多，包括细分品类包括液体包装白卡纸、涂布防油食品卡、高档纸杯原纸等，下游包装需求包括乳制品（液包）、饮料（不含酒精）、食品包装类（方便面碗、糕点、冷饮等）、餐饮服务类（汉堡盒、咖啡杯等）等，分别占比35.96%/10.43%/15.94%/37.67%。

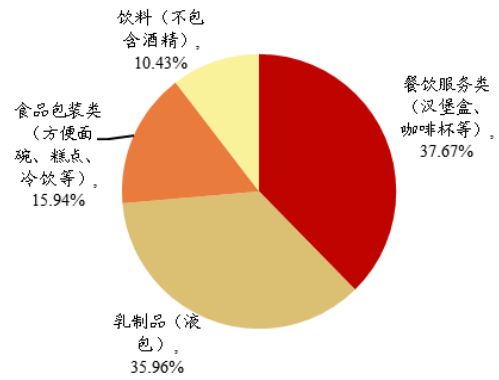
社会卡存在较大供给投放压力，下游需求稳健成长，随大众消费复苏有望旺季提涨，待中小产能逐步出清后，行业有望达到供求较为平衡状态；烟卡下游卷烟包装需求较为稳定，中长期以刚需采购为主；食品卡在“以纸代塑”下成长预期较强，因此重点分析食品卡行业。

表9：社会卡与食品卡的区别

	食品卡	社会卡
规格型号	规格较多 国内主流生产机台为30-50万吨产线 需要科学排抄降低产线切换成本	规格简单 生产机台大多是百万吨级产线 大规模生产
生产模式	定制化，以销定产	标准化
安全要求	非常高 需要原材料溯源（FSC认证）	相对较低 可以含荧光增白剂等添加剂
销售模式	直接对接容器包装工厂	通过贸易经销商
应用场景	涂布类：电子、化妆品、药品等 非涂布类：面碗、咖啡杯、打包餐盒、牛奶液包等	普通外包装
客户对价格敏感度	敏感度较低 客户对安全性和质量考虑比重	敏感度较高 竞争以成本和价格为主

资料来源：五洲特纸公司公告，浙商证券研究所

图22：2021年食品包装纸下游需求分布（%）



资料来源：RISI，浙商证券研究所

### 1、食品卡：受益于“以纸代塑”，需求成长预期较快

食品卡受益于“以纸代塑”：国家要求在餐饮外卖领域推广使用符合性能和食品安全要求的秸秆覆膜餐盒等生物基产品，食品卡是可选择的替代路线之一，中国特种食品包装纸产量从2011年2017万吨增长至2020年的237万吨，16-20年CAGR为15%。我们预计“禁塑令”下食品卡替代餐饮外卖中一次性塑料餐具以及商超零售领域塑料袋需求持续增长，假设2025年餐饮外卖订单量为339亿单，每单使用2.3个塑料餐具，纸餐具替代率26%，则可新增53万吨白卡纸需求；假设2025年商超领域使用塑料袋11826亿个，纸袋渗透率达8.2%，食品卡占比25%，则可新增需求71万吨。综合预计23-25年食品白卡纸替代塑料制品新增需求量为95/109/145万吨。

食品卡内生需求稳定增长：食品卡下游需求主要包括茶饮、咖啡杯、乳制品（液包）、食品包装类（方便面碗、糕点、冷饮等饮料）等。（1）茶饮：根据红餐品牌研究院《中国茶饮品类发展报告2023》，假设中低端茶饮市场占比95%，平均每单均价12.2元，高端茶饮市场占比5%，平均每单均价23.5元。根据奈雪的茶招股书，一杯茶饮的包装，价格应该在1~1.5元。另外假设每笔订单平均购买杯数为2杯，测算到2025年茶饮纸包装规模约284亿元，若按食品包装纸均价6000元/吨计算（五洲特纸过去4年均价），2025年茶饮市场食品包装纸需求量达到473万吨。（2）咖啡：根据艾瑞咨询，假设2025年人均咖啡消费量可以达到12.8杯，渗透率到2025年提升至60%，单杯咖啡纸包装成本采用瑞幸咖啡的单杯低值易耗品，测算出现磨咖啡2025年咖啡市场带来的食品包装纸需求量约109万吨。（3）液态奶：根据IMARC数据，2022-2027年全球无菌包装CAGR达到10.15%，再根据



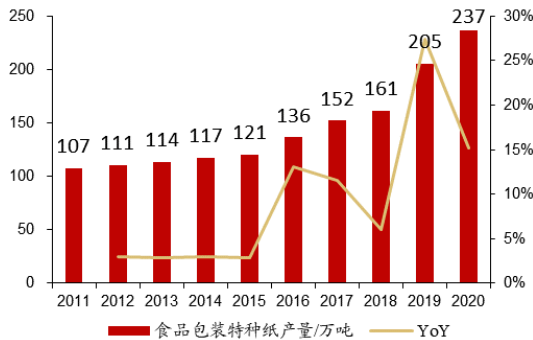
新巨丰招股书，我国 2017-2021 年无菌包装市场需求量 CAGR 约为 8.2%，未来市场需求将进一步增长，预计 2025 年无菌包装需求可达 1610.51 亿包。根据新巨丰招股书，利乐、纷美包装年报，我国无菌包装中液态奶占比约 70%，原材料中纸板比重约为 75%。按照液包克重 20g 计算，2025 年液态奶食品包装需求可达约 170 万吨；(4) 方便面碗：根据智研咨询，2020-2025 年国内方便面需求有望由 443 亿份增长至 524.9 亿份，若 2025 年面碗市占率提升至 50%，用“康师傅香辣牛肉面”的桶装克重 35g 作为行业单个面碗桶装克重；推算 2025 年方便面碗需求可达 88 万吨。预计 23-25 年食品包装纸下游内生需求增量为 60/66/73 万吨。综合 23/24/25 年预计食品卡新增消需求量为 155/175/197 万吨。

表10: 限塑令以及塑料污染治理政策

发布时间	发布主体	政策标准	要点
2021年7月	发改委	《“十四五”循环经济发展规划的通知》	科学合理推进塑料源头减量，严格禁止生产超薄农用地膜、含塑料微珠日化产品等危害环境和人体健康的产品。鼓励公众减少使用一次性塑料制品
2020年9月	国家邮政局	《邮政业塑料污染治理工作推进会》	北京、上海、江苏、浙江、福建、广东六省市邮政快递网点要在2022年底前禁止使用不可降解的塑料包装袋、一次性塑料编织袋等，降低不可降解的塑料胶带使用量，2025年底前在全行业实施
2020年8月	商务部	《关于进一步加强商务领域塑料污染治理工作的通知》	加快建立集贸市场购物袋集中购销制度 在餐饮外卖领域推广使用符合性能和食品安全要求的秸秆覆膜餐盒等生物基、可降解塑料袋等替代产品等
2020年7月	发改委	《关于扎实推进塑料治理工作的通知》	对禁限超薄塑料购物袋、超薄农用地膜、一次性发泡塑料餐具、一次性塑料棉签等，规范集贸市场塑料购物袋使用、加大塑料废弃物分类回收和处置等重点工作
2019年10月	发改委	《产业结构调整指导目录（2019）》	鼓励类生物可降解塑料及其系列产品开发、生产和应用； 淘汰一次性发泡塑料餐具、一次性塑料棉签等
2018年4月	国家标准化管理委员会	《聚乙烯吹塑农用地面覆盖薄膜》	将地膜最低厚度0.008mm提高到0.010mm，并根据不同地膜厚度修改力学性能指标，提升产品质量与可回收性
2018年3月	环境保护部办公厅	《环境标志产品技术要求塑料包装》	对塑料包装制品的原材料和生产过程，产品降解性能、生物碳含量，印刷、标识等提出环境保护要求

资料来源：发改委，环保办公厅，浙商证券研究所

图23: 食品包装纸特种纸产量及增速（万吨，%）



资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

表11: 以纸代塑新增需求测算

替代种类	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>中国不可降解塑料整体情况</b>				
中国塑料制品产量（万吨）	7772	7422	7073	6726
中国可降解塑料制品产量（万吨）	180	188	197	204
不可降解塑料占比（%）	97.68%	97.47%	97.21%	96.97%
<b>替代餐饮外卖领域一次性塑料餐具</b>				
餐饮外卖订单量（亿）	243	279	307	339
单个订单一次性塑料餐具量（个）	2.3	2.3	2.3	2.3
一次性塑料餐具总量（亿个）	559	642	706	780
一次性不可降解塑料餐具总量（亿个）	546	625	686	756
纸餐具替代率（%）	17%	20%	23%	26%
白卡纸占比（%）	90%	90%	90%	90%
单个餐具重量（g）	30	30	30	30
<b>新增白卡纸需求（万吨）</b>	<b>25.06</b>	<b>33.77</b>	<b>42.63</b>	<b>53.07</b>
<b>替代商超药店等零售领域不可降解塑料袋</b>				
全国每年塑料袋总需求量（亿个）	11169	11388	11680	11826
全国不可降解塑料袋使用总数（亿个）	10910	11100	11355	11467
纸袋替代率（%）	7.20%	7.40%	7.80%	8.20%
白卡纸占比（%）	25%	25%	25%	25%
单个白卡纸袋重量（g）	30	30	30	30
<b>新增白卡纸需求（万吨）</b>	<b>58.92</b>	<b>61.60</b>	<b>66.42</b>	<b>70.52</b>
<b>合计</b>	<b>83.98</b>	<b>95.38</b>	<b>109.05</b>	<b>123.60</b>

资料来源：统计局，发改委，中国塑协塑料再生利用专业委员会，浙商证券研究所

表12: 食品卡茶饮、咖啡、液态奶、方便面等主要下游需求增量测算

下游茶饮行业食品卡需求测算					下游咖啡行业食品卡需求测算					
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E	
茶饮市场总规模	1423.00	1529.73	1644.45	1767.79	咖啡消费量(十亿杯)	13.98	15.24	16.61	18.10	
YOY	0.3%	7.50%	7.50%	7.50%	人均消费量(杯/人)	9.9	10.8	11.8	12.8	
高端茶饮规模(亿元)	64.04	68.84	74.00	79.55	现磨咖啡渗透率(%)	44%	49%	54%	60.00%	
中低端茶饮规模(亿元)	1358.97	1460.89	1570.45	1688.24	现磨咖啡销量(十亿杯)	6.19	7.46	9.00	10.86	
高端茶饮平均每单售价(元/单)	23.5	23.5	23.5	23.5	单杯咖啡包装成本(元)	0.6	0.6	0.6	0.6	
中低端茶饮平均每单售价(元/单)	12.2	12.2	12.2	12.2	咖啡纸包装需求(亿元)	37.13	44.79	54.03	65.17	
茶饮总需求(亿单)	114.12	122.67	131.87	141.77	食品卡均价(元/吨)	6000	6000	6000	6000	
平均每单消费茶饮杯数(杯)	2.00	2.00	2.00	2.00	咖啡食品卡需求(万吨)	61.88	74.65	90.04	108.62	
单杯包装成本(元/杯)	1.00	1.00	1.00	1.00	下游液态奶行业食品卡需求测算					
茶饮纸包装需求规模(亿元)	228.23	245.35	263.75	283.53		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
食品卡均价(元/吨)	6000	6000	6000	6000	无菌包装需求(亿包)	1100	1210.00	1331.00	1464.10	1610.51
茶饮食品卡需求(万吨)	380.38	408.91	439.58	472.55	液态奶占比(%)	70%	70%	70%	70%	70%
					液态奶无菌包装需求(亿包)	770.00	847.00	931.70	1024.87	1127.36
					无菌包装每包克重(g)	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00
					无菌包材中纸版占比(%)	75%	75%	75%	75%	75%
					液态奶食品卡需求(万吨)	115.50	127.05	139.76	153.73	169.10
					食品卡内生需求增量					
						2023E	2024E	2025E		
					茶饮行业新增需求(万吨)	29	31	33		
					咖啡行业新增需求(万吨)	13	15	19		
					方便面行业新增需求(万吨)	6	6	6		
					液态奶行业新增需求(万吨)	13	14	15		
					合计新增需求(万吨)	60	66	73		

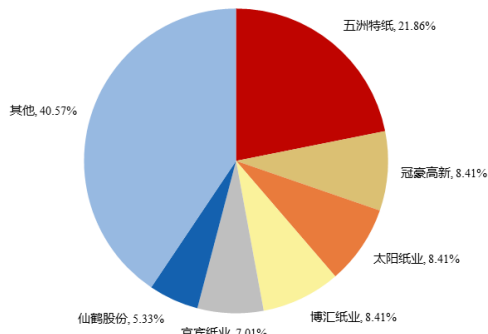
下游方便面行业食品卡需求测算

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
方便面需求(亿份)	439.9	455.30	471.23	487.72	504.80
面碗占比(%)	42%	44%	46%	48%	50%
面碗需求(亿份)	184.76	200.33	216.77	234.11	252.40
单个面碗桶装克重(g)	35.00	35.00	35.00	35.00	35.00
方便面食品卡需求(万吨)	64.67	70.12	75.87	81.94	88.34

资料来源: 智研咨询, 浙商证券研究所

食品卡市场规模持续扩大, 行业产能投放较为积极。2022年白卡纸行业的总产能约为1427万吨。其中, 食品卡在白卡纸下游需求中占比约为25%, 据此估算, 食品卡的规模约为360万吨, 主要的生产企业包括五洲特纸、占比22%(产能78万吨), 冠豪高新占比8%(产能30万吨)。预计到2023/2024/2025年, 食品卡新增产能为165/30/91万吨, 行业产能投放较为积极, 但总体新增需求量大于新增供给量, 行业景气度成长可期。

图24: 食品卡产能分布情况(%)



资料来源: 各公司公告, 浙商证券研究所注: 食品卡产能按照2022年卓创公布白卡纸行业总产能1427\*25%=356

表14: 食品卡新增产能梳理(万吨)

年份	企业名称	产品	年产能(万吨)	时间	地点
2023年	五洲特纸	食品卡	15	2023年1月	浙江衢州
	仙鹤股份	食品卡	30	2023年3月	浙江衢州
	玖龙纸业	食品卡	120	2023年Q4	广西北海
			23年合计	165	
2024年	冠豪高新	食品卡	30	2024年	
				24年合计	30
2025年	广西建辉	食品卡	61	预计2025年Q3投产	广西北海
	山东金天和纸业	食品卡	30	预计2025年投产	山东泰安
				25年合计	91

资料来源: 隆众资讯, 中纸联, 浙商证券研究所

表13: 食品卡产能分布(万吨)

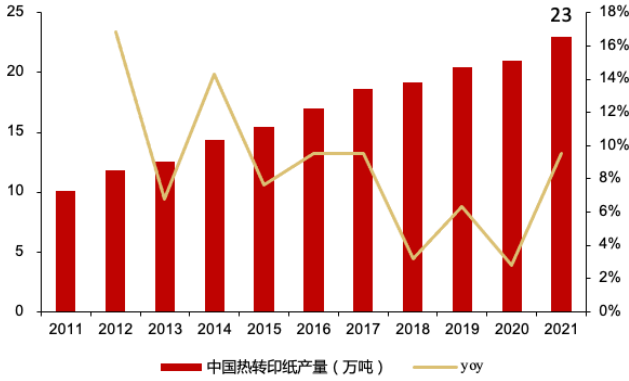
企业	产能(万吨)	产品类型	终端客户	备注
五洲特纸	78	面碗纸、纸杯纸、餐盒纸等容器类用纸, 同时在逐步发力餐饮等非容器类用纸	康师傅、统一、艾利丹尼森	22年3月投产50万吨食品卡, 22年释放30万吨销量, 预计23年1月可增15万吨
冠豪高新	30	液体包装纸领域、涂布防油食品卡、高档纸杯原纸	液包是利乐的国内主要供应商; 涂布防油食品卡、高档纸杯原纸等是世界知名餐饮集团麦当劳指定的亚太区唯一供应商	预计2024年新增30万吨食品卡产能
太阳纸业	20-30	包括液体包装原纸、纸杯原纸、餐饮包装纸		
博汇纸业	20-30	非容器类食品包装原纸		
宜宾纸业	25	低端食品包装纸, 口杯原纸、面碗原纸和餐盒原纸、吸		
仙鹤股份	19	防油纸系列、涂布纸系列、液体包装系列等	新巨丰、软包装巨头安姆科食品卡纸	2023年年初拟投产30万吨食品卡纸

资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

## 2.2 热转印纸：纺织服装需求修复，数码打印成长可期

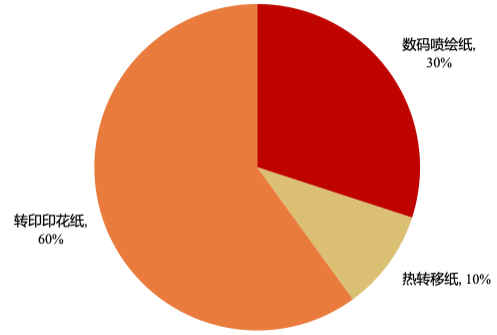
热转印纸主要用于纺织品转移印花、建材领域热转移以及数码喷绘类转印等下游应用领域。细分产品结构来看，转印印花、热转移纸、数码喷绘纸分别占比 60%、30%、10%。转印印花纸主要应用于衣物上，热转移纸一般应用在陶瓷、铝合金门窗等日常用品领域，数码喷绘纸一般用于户外广告领域。

图25：2011-2021年中国热转印纸产量（万吨，%）



资料来源：中国特纸委，华经产业研究院，浙商证券研究所

图26：2021年中国热转印纸产品结构（%）



资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

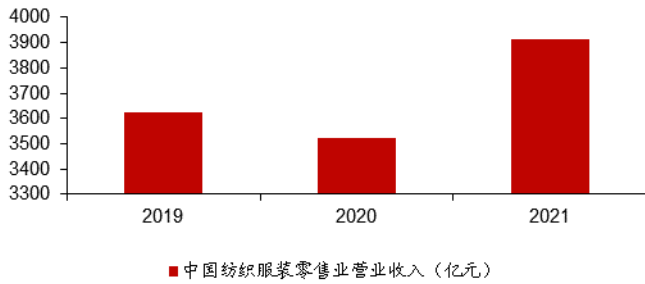
表15：热转印纸细分产品及基本情况

品类名称	品类情况
转印印花纸	转印印花纸主要通过将热升华墨水加热到一定温度使之变成气体，使之与含涤纺织品结合，将图案转移到衣物上，其主要用作纺织品印花的基纸，具有印刷清晰、转移效果好等特点。
数码喷绘纸	数码喷绘纸是一种用于数码喷墨打印的纸张，通过在表面涂覆特殊涂层、数码喷墨打印机打印、打印后加工处理（如防水处理）来实现图案转印，具有高精度、环保、操作简便等特点。
热转移纸	热转移纸主要通过热升华方式将图案、文字等印刷内容转移到各种基材上，适用场景广泛，可用于铝合金门窗、陶瓷、金属、玻璃等日用品图案制作上。

资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

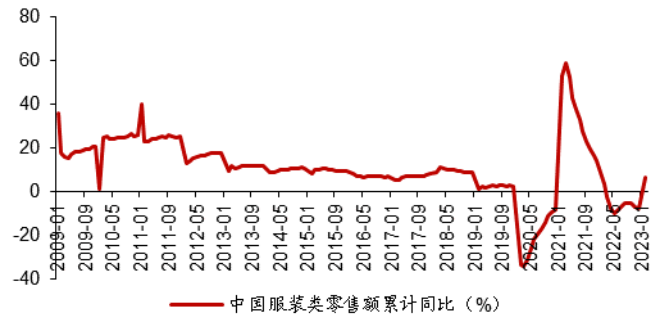
**纺织服装业需求提升驱动热转印纸需求回暖。**2021年中国纺织服装业营业收入为3915.98亿元，同比增长11%。2011-2021年热转印纸产量从10万吨增长至23万吨，11-21年CAGR为8.5%。2022年受疫情影响，服装类零售额增速回落行业承压，2022年底防疫放开经济修复，2023年2月服装零售额增速同比提升6.4%，恢复快速成长，预计下游服装纺织行业为夏季旺季积极备货带动转印纸需求回暖。

图27: 中国纺织服装零售额 (亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

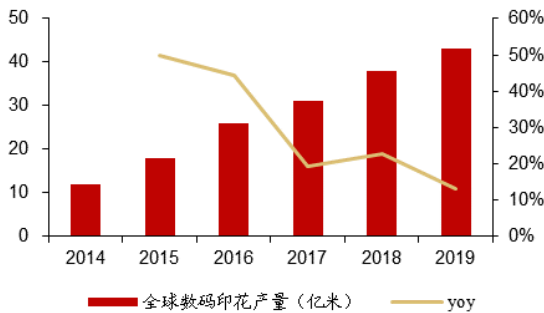
图28: 中国服装类零售额累计同比 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**数码印花纸优势凸显加速渗透, 打开长期成长空间。**与传统印花技术相比, 数码印花成本不断降低, 生产效率更高, 竞争优势突出。全球纺织数码印花布产量从2014年12亿米增至2019年43亿米, CAGR为29.08%。中国纺织数码印花布产量从2014年3亿米增至2019年19亿米, CAGR为44.65%, 数码喷墨印花占比从1.8%增至11.2%, 中国数码印花产量增速高于全球增速, 数码印花下游需求高景气度, 有望打开热转印纸成长空间。

图29: 全球数码印花产量 (亿米, %)



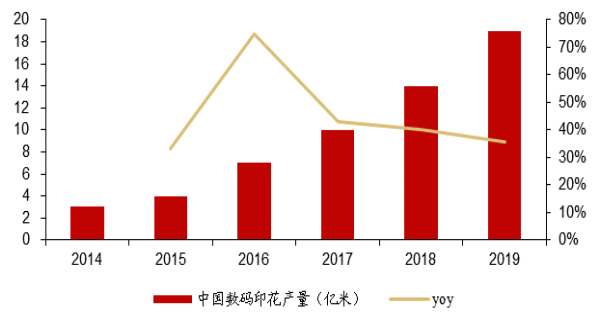
资料来源: 中国印染协会, 浙商证券研究所

表16: 数码印花与传统印花特性对比

	传统印花	数码印花
对花精度	容易出现对花不准	对花精准
套色数量	花筒和筛网的数量有限	无限制
花型最大尺寸	常见圆网花回640mm, 1180mm较少用	无限制
花型和颜色效果	筛网目有限	很容易实现精细的匀纹过渡
布边问题	很难清除	不存在问题
环保问题	产生大量污水	几乎为0
小订单成本	成本较高	几乎为0
换花型、色位时间	取决于筛网数量和洗网效率	0
工人数量	6人	1人
放样时间	一般3-4周	即时
备生产速度 (m/min)	50-100	最快到75

资料来源: 华经产业研究院, 浙商证券研究所

图30: 中国数码印花产量 (亿米, %)



资料来源: 中国印染协会, 浙商证券研究所

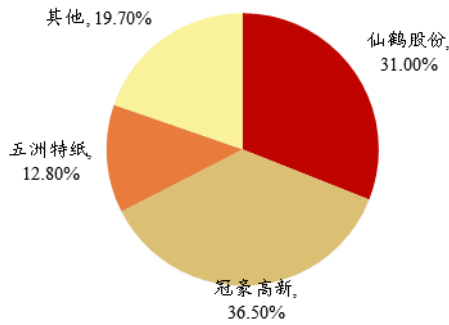
表17: 数码印花传统印花成本对比 (元/米)

	2017年	2018年	2019年	2020年
直喷数码印花成本 (元/米)	8-10	7-9	6-8	5-7
其中: 墨水平均成本 (元/米)	2.8	2.4	2	1.5
直喷数码印花综合成本 (元/米)	5	4	2.5-3	2
其中: 墨水平均成本 (元/米)	1	0.8	0.6	0.5
传统凹版印花平均成本	1.2-1.5	1.2-1.5	1.2-1.5	1.2-1.5

资料来源: 华经产业研究院, 浙商证券研究所

**热转印纸行业供给格局集中, CR3为80.3%, 未来新增产能有限。**仙鹤、冠豪、五洲分别占比31.00%、36.50%、12.80%, 冠豪在热转移纸行业中市占率领先, 总体行业供给格局较为优秀, 并且行业未来新增产能有限, 且未来投产时间存在一定不确定性, 有望延续较优竞争格局。

图31: 2020年中国热转印纸产能分布(%)



资料来源: 华经产业研究院, 浙商证券研究所

表18: 热转印纸新增产能(万吨)

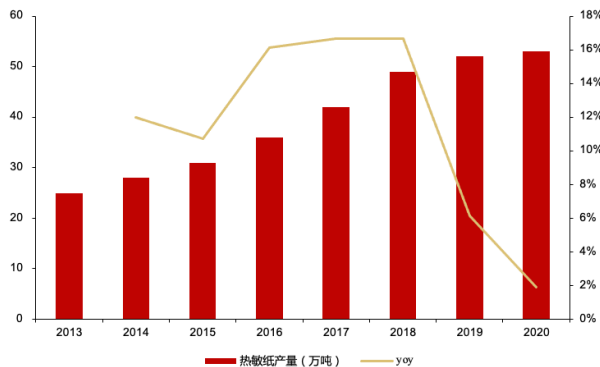
公司	品类	产能(万吨)	投产时间
仙鹤股份	热转印纸	3	2022
民丰特纸	防油原纸、食品包装纸、标签离型原纸、热转印纸等	2.5	2023
仙鹤股份	广西林浆纸一体化项目、湖北林浆纸一体化项目(包含热转印纸)	-	-
五洲特纸	汉川449万吨浆纸一体化项目(包含热转印纸)	-	-

资料来源: 华经产业研究院, 浙商证券研究所

### 2.3 热敏纸&无碳纸: 热敏纸稳健向上, 无碳纸有所下滑

热敏纸以原纸、薄膜为基材, 表面涂布热敏发色层, 主要成分包括胶粘剂、显色剂等, 当表面遇热时, 显色剂与无色染料反应显色。热敏纸广泛应用于热敏终端打印设备, 具有印刷清晰度高、防护性能好等特点。热敏纸可用来制作商标、POS机发票等, 也可在医疗领域作为心电图纸、热工仪器记录纸等。热敏纸可以与不干胶标签结合使用形成热敏标签, 标签通过热敏打印机打印, 然后粘贴到物品上, 具有标签印刷速度快、成本低廉等特点, 在物流、零售等领域广泛使用。

图32: 2013-2020年中国热敏纸产量(万吨, %)



资料来源: 华经产业研究院, 浙商证券研究所

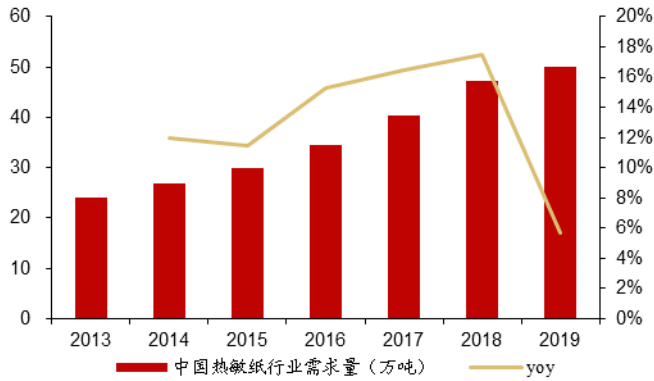
图33: 热敏纸下游应用领域



资料来源: 观研天下, 浙商证券研究所

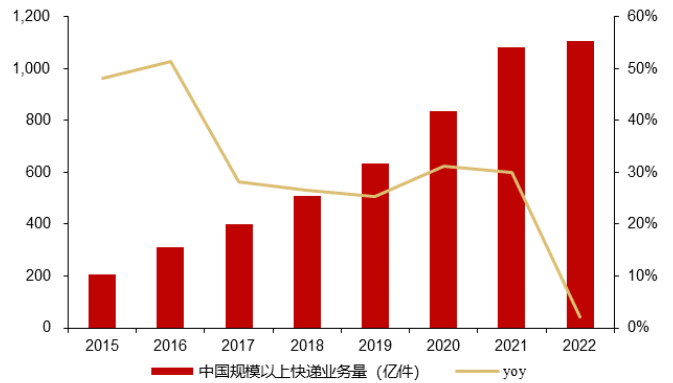
物流、博彩等应用场景回暖, 热敏纸需求稳步向上。2013-2020年中国热敏纸产量从25万吨增长至53万吨, 13-20年CAGR为11%, 市场需求量从2013年的24万吨增长至2019年约50万吨, 13-19年CAGR为13%。快递物流、零售、博彩等是热敏纸及标签材料的主要应用领域。2015-2022年我国规模以上快递业务量从206.70亿件增长至1105.80亿件, 年平均增速为34.35%, 2022年受疫情冲击增速放缓, 但2023年消费端需求逐步恢复, 且持续培育电商直播消费习惯, 物流需求逐步回暖有望带动上游热敏纸及标签材料增长。随着体育赛事逐步回归, 2022年底至今彩票零售业务保持高速增长, 2023年2-4月彩票零售额同比增速均在50%以上, 大型体育竞猜活动恢复正常彩票消费预计在年内保持较快成长, 带动热敏纸需求成长

图34: 2013-2019年中国热敏纸需求量(万吨)



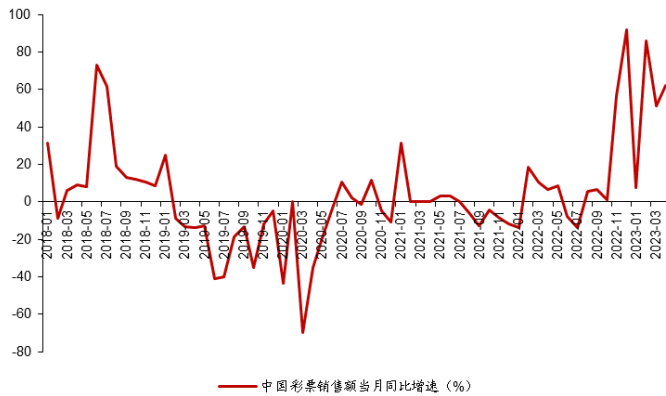
资料来源: 观研天下, 浙商证券研究所

图35: 中国规模以上快递业务量(亿件, %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

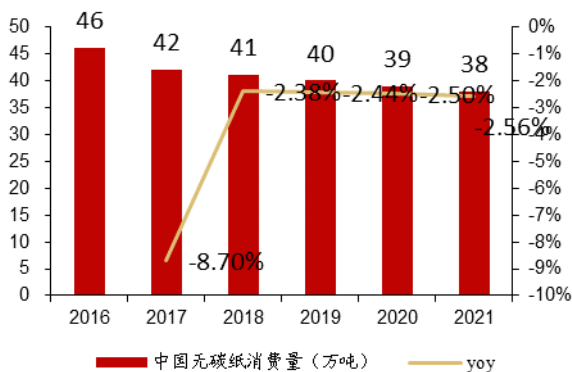
图36: 中国彩票零售额当月同比增速(%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

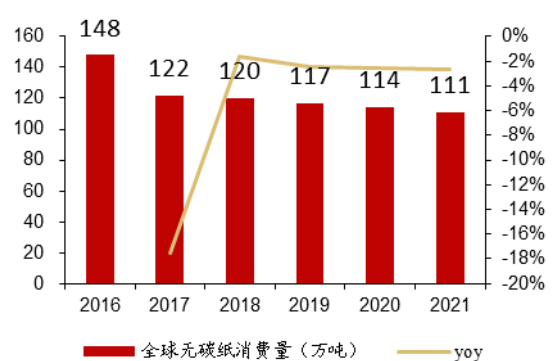
无碳复写纸是一种隐色复写纸, 具有直接复写, 直接显色的功能。在外力作用下, 微胶囊中的力敏色素和油溶液溢出与显色剂接触后发生染色反应, 从而起到复写的作用。无碳复写纸主要应用于快递面单种多联的表格、票据、计算机终端用纸等印刷需求。随着电子化、无纸化的发展, 无碳纸市场需求近年来有所萎缩, 2016年至2018年, 国内无碳复写纸的消费量从46万吨下滑至38万吨, 预计未来市场需求萎缩。

图37: 中国无碳纸消费量(万吨, %)



资料来源: 华经产业研究院, 浙商证券研究所

图38: 全球无碳纸消费量(万吨, %)



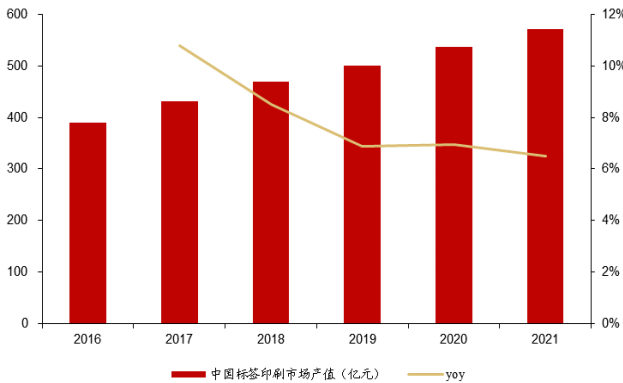
资料来源: 观研天下, 浙商证券研究所

## 2.4 不干胶：消费复苏需求向上，应用场景更加多元化

不干胶是以纸张、薄膜或特种材料为面料，背面涂有胶粘剂，以涂硅保护纸为底纸，并经过印刷、模切等工序后成为成品标签的一种复合材料。纸张类材料主要用于液体洗涤类产品以及大众化的个人护理产品上，薄膜类材料主要用于中高档日化产品上，因此纸基类材料占据较大份额。按背面是否用胶，分为无胶标签和有胶标签。无胶标签通常是悬挂在物品上，有胶标签又可分为不干胶标签和湿胶标签。

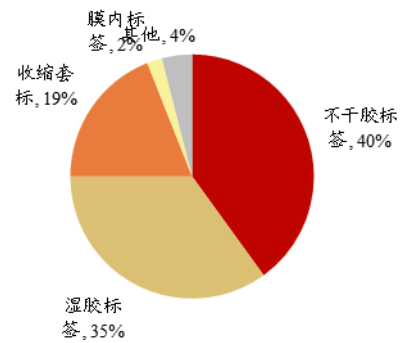
**物流、食品饮料需求稳定成长，带动中国不干胶标签消费向上。**从全球标签市场整体结构来看，2018年，亚洲地区标签销售量占全球标签销售规模的44%，是全球标签需求量最大的市场，中国是标签市场增速较快的国家之一，2021年中国标签印刷市场产值570.8亿元，16-21年CAGR为7.92%，其中不干胶标签为主要应用领域占比40%。2016年至2021年中国不干胶标签市场从52亿平方米增长至85亿平方米，16-21年CAGR为10.28%。标签印刷下游需求主要分布在食品饮料、运输物流领域，分别占比44%、47%，2018-2021年中国快递业务量CAGR为28.78%，粮油食品零售额CAGR为6.46%，2022年受疫情影响增速下降，但随终端消费复苏，预计2023年恢复增长，带动上游不干胶标签市场规模持续成长。

图39：中国标签印刷市场产值（亿元，%）



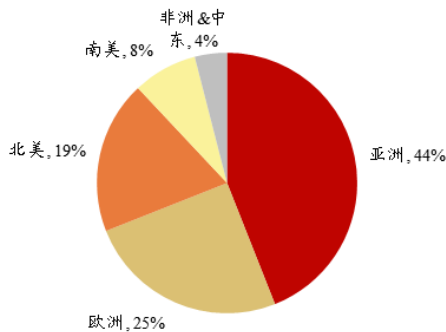
资料来源：中国印刷及设备器材工业协会标签印刷分会，浙商证券研究所

图40：2018年中国标签印刷细分结构（%）



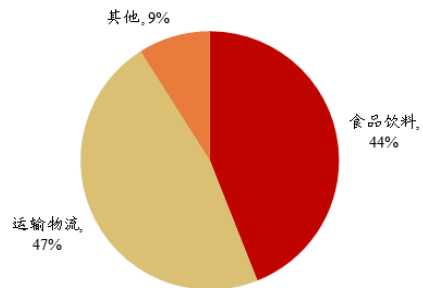
资料来源：Alexander Watson Associate，中商情报网，浙商证券研究所

图41：2018年全球标签销售量分布情况（%）



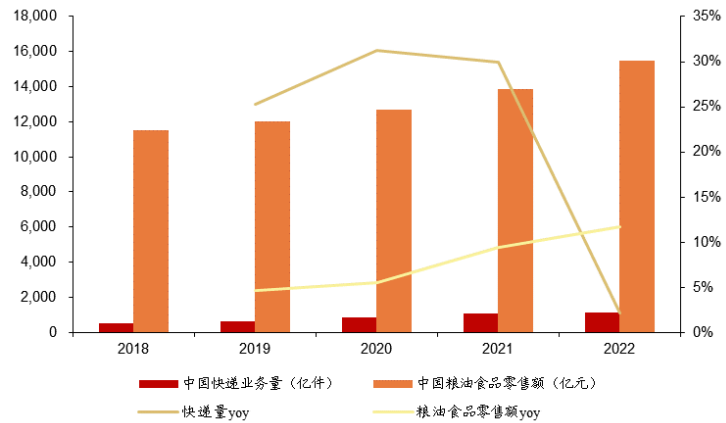
资料来源：Alexander Watson Associate，中商情报网，浙商证券研究所

图42：2018年全球标签印刷需求量分布（%）



资料来源：Alexander Watson Associate，浙商证券研究所

图43: 2018-2022年中国快递量及粮油食品零售额(亿件, 亿元, %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 3 公司: 差异化、高端化产品定位, 研发注入新动能

#### 3.1 打造差异化、高端化定位, 品牌效应突出

1、食品卡: 液包是利乐的国内主要供应商及麦当劳亚太区唯一供应商。冠豪控股子公司红塔仁恒主要负责白卡纸的生产研发, 液体包装白卡纸市占率领先; 涂布防油食品卡、高档纸杯原纸等食品包装系列产品技术先进, 产品质量稳定。另外积极响应国家“减塑”“禁塑”政策号召, 成功研发并推出“无塑涂布食品纸”“可降解 PBS 淋膜纸”, 有效替代 PE 淋膜纸, 逐步实现无塑、可降解塑料对不可降解塑料制品的替代。

图44: 红塔液体食品包装白卡纸



资料来源: 珠海红塔仁恒官网, 浙商证券研究所

图45: 红塔涂布(防油)白卡纸



资料来源: 珠海红塔仁恒官网, 浙商证券研究所

2、烟卡: 红塔仁恒领军烟卡市场, 研发助推产品高端化。红塔仁恒以烟草包装白卡纸为发展根基, 年销量约 21 万吨, 占国内烟卡市场约 24%。公司通过自主研发, 在国内高端烟草包装领域中占据主导地位, 其烟草包装白卡纸代表了国内涂布白卡纸的顶级品质水平。



图46: 红梅高档涂布白卡纸



资料来源: 珠海红塔仁恒官网, 浙商证券研究所

图47: 红塔彩色纤维防伪涂布白卡纸



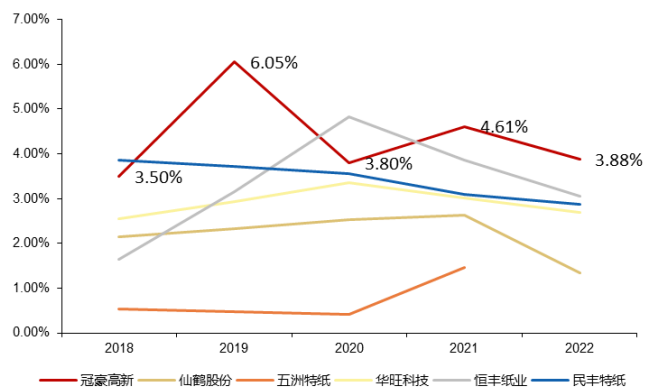
资料来源: 珠海红塔仁恒官网, 浙商证券研究所

**3、无碳&热敏纸:** 公司自主研发的特种三防热敏纸在中国体育彩票、中国福利彩票、民航登机牌等领域占据主要市场份额, 并且广受好评。经济三防热敏纸在物流、商超、医疗标签等领域也处于主要销售地位。此外, 公司推出的新型膜基热敏材料在医疗行业也取得了良好的市场反响。同时, 公司的无碳复写纸主要应用于税务、邮政、银行以及商业等行业领域, 自 1996 年起, 公司持续被国家税务总局、中国印钞造币总公司选定为增值税专用发票无碳复写纸的主要供应商, 在国内财税票据高端市场中占据着重要地位。

### 3.2 强研发构筑壁垒, 新产品引领风向

**研发投入领先行业, 不断开发新品。**2022 年公司研发投入为 3.37 亿元, 研发费用率为 3.88%, 在同行业中较为领先。公司与华南理工大学等高等院校、研发机构共签订 9 项合作研发协议, 积极发挥“产学研”一体化优势。研发新品方面, 涂膜技术实现产研突破。公司不仅在传统液包、无塑纸杯纸、替代铝膜相关材料进行研发, 公司还在碳纤维纸、反渗透膜基材等新材料的研发上持续加大力度。2022 年, 率先推出改良型数码白墨烫画膜, 并在水溶性膜、数码装饰面膜等新产品的研发中试领导创新方向。

图48: 2018-2022 年各公司研发费用率 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**生产设备领先, 自动化检测系统精细化管理。**公司引进了来自瑞士 BMB 公司、芬兰 VALMET 公司、德国 VOITH 公司等国际知名企业的造纸涂布设备及技术。这些设备具有高度自动化、技术精密的特点, 整体运行高效、稳定且能耗低, 产品质量在

行业内处于领先地位，核心技术已达到国际先进水平。无碳纸、热敏纸涂布生产线搭配的德国 PARSYTEC 纸病在线检测系统可精确检测漏涂、刮痕、孔洞等缺陷，有效保证产品质量。不干胶涂布生产线通过高精度在线制料系统、NDC 在线监测系统实现产品高速自动控制生产，高分切精度。

图49: 公司无碳纸、热敏纸涂布生产线



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图50: 公司不干胶涂布生产线



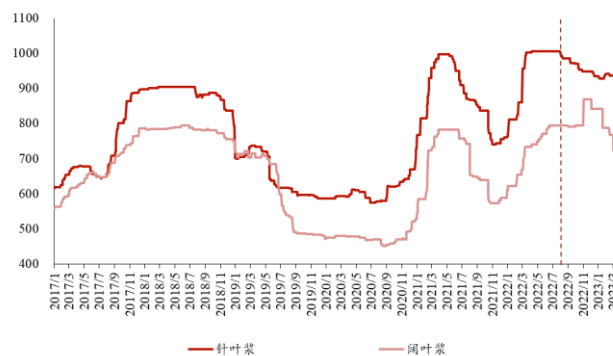
资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

## 4 浆价超预期下跌，盈利弹性有望释放

22Q3 起纸浆价格高位回调，23Q1 浆价超预期下行，预计 H2 弱整理为主。终端需求复苏较为平淡，但 Arauco 与 UPM 合计超 360 万吨的阔叶浆带来较大供给冲击，判断外盘浆价阶段性跌至底部位置，同时近期阔叶浆、针叶浆现货价格略有反弹，纸厂下单采浆较为积极，补库需求转旺或对冲浆价下行速度，对应纸厂采购量提升现货价格略有反弹，我们判断浆价目前基本触底，预计 H2 震荡走弱为主。

浆价下行带来盈利弹性测算：2023E 假设浆价下降 5%-30%，浆价每下降 5%，吨售价下降 1%，净利率有望提升 1.06pct 至 6.70pct。具体测算如下：假设总销量与 2022 年基本持平约 90 万吨，假设白卡纸/特种纸销售占比分别 2/3、1/3，其中白卡纸/特种纸单吨阔叶浆耗为 0.3/0.8 吨，则单吨成本中木浆浆耗 0.47 吨。在其他条件不变的情况下，假设阔叶浆价下降 5%-30%，浆价每下降 5%，产品均价下降 1%，对应 23E 毛利率可达 15.37%至 21.52%（提升 1.16pct 至 7.30pct）；对应 23E 净利率可达 5.85%至 11.49%（提升 1.06pct 至 6.70pct）。

图51: 进口针叶浆、阔叶浆价格走势（美元/吨）



资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

表19: 浆价下行公司盈利弹性测算

2023E阔叶浆价变动幅度	单吨用浆成本变动幅度	2023E吨成本	2023E价格变动幅度	2023E吨售价	2023E毛利率	较22年变动幅度	2023E净利率	较22年变动幅度
-5%	-2.33%	7518	-1%	8883	15.37%	+1.16pct	5.85%	+1.06pct
-10%	-4.67%	7338	-2%	8794	16.55%	+2.33pct	6.93%	+2.14pct
-15%	-7.00%	7159	-3%	8704	17.75%	+3.54pct	8.03%	+3.25pct
-20%	-9.33%	6979	-4%	8614	18.98%	+4.77pct	9.16%	+4.37pct
-25%	-11.67%	6799	-5%	8524	20.24%	+6.02pct	10.31%	+5.52pct
-30%	-14.00%	6620	-6%	8435	21.52%	+7.30pct	11.49%	+6.70pct

资料来源: 卓创资讯, 公司公告, 浙商证券研究所

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

白卡纸: 价格方面, 随 23 年浆价快速下行, 白卡纸价格或有所下降, 预计 23-25 年均价 6802/7075/7145 元/吨。销量方面, 公司新增 30 万吨白卡纸产能有望于 2024 年投产, 考虑产能爬坡, 预计 23-25 年销量 62/79/88 万吨, 预计 23-25 年收入增速分别-1%/+33%/+12%。

无碳、热敏及热升华纸: 浆价快速下行特种纸价格或有下调, 但整体价格韧性较强, 调整幅度远小于浆价下降幅度, 预计 23-25 年均价 9246/9449/9591 元/吨。销量方面, 新增 6 万吨特种纸产能有望 2024 年底投产贡献增量, 预计 23-25 年销量 20/21/26 万吨, 预计 23-25 年收入增速分别+0.4%/+7%/+26%。

看好 23 年浆价压力下行, 公司造纸业务盈利弹性释放; 随着白卡纸、特种纸逐步扩产, 公司成长潜力有望进一步提升。

表20: 公司量价拆分

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2059.91	2550.16	2594.77	2439.75	7397.82	8085.97	8008.72	9811.05	11053.56
YOY	18.39%	23.80%	1.75%	-5.97%	203.22%	9.30%	-0.96%	22.50%	12.66%
营业成本(百万元)	1710.17	2032.77	1934.90	1866.11	6016.02	6936.42	6385.40	7745.00	8820.16
YOY	23.57%	18.86%	-4.81%	-3.56%	222.38%	15.30%			
白卡纸收入					3890.00	4253.49	4217.55	5608.58	6307.75
同比						9.34%	-1%	33%	12%
占比					52.58%	52.60%	52.66%	57.17%	57.07%
白卡纸成本					3065.01	3737.67	3446.92	4490.73	5119.72
同比						21.95%	-7.78%	30.28%	14.01%
占比					50.95%	53.88%	53.98%	57.98%	58.05%
销售量(万吨)					59.63	61.28	62	79	88
吨售价(元)		6246.18	6224.85	5801.24	6524.00	6941.32	6802	7075	7145
毛利率					21.21%	12.13%	18.27%	19.93%	18.83%
无碳、热敏及热升华纸收入	1452.67	1735.65	1716.34	1474.01	1430.22	1841.28	1849.15	1984.33	2493.64
同比	36.94%	19.48%	-1.11%	-14.12%	-2.97%	28.74%	0.4%	7.3%	25.7%
占比	70.52%	68.06%	66.15%	60.42%	19.33%	22.77%	23.09%	20.23%	22.56%
无碳、热敏及热升华纸成本	1143.24	1317.74	1163.33	1026.68	1176.44	1548.85	1283.18	1406.14	1834.54
同比	36.94%	15.26%	-11.72%	-11.75%	14.59%	31.66%	-17.2%	9.6%	30.5%
占比	66.85%	64.82%	60.12%	55.02%	19.56%	22.33%	20.10%	18.16%	20.80%
销售量(万吨)	16.76	16.98	18.09	17.62	17.12	19.72	20	21	26
吨售价(元)	8667.48	10221.73	9487.78	8365.55	8352.63	9339.16	9246	9449	9591
毛利率	21.30%	24.08%	32.22%	30.35%	17.75%	15.88%	30.61%	29.14%	26.43%
不干胶收入	459.82	547.95	684.27	816.79	919.89	1125.27	1432.62	1673.06	1681.42
同比	19.17%	24.88%	19.37%	12.62%	22.33%	27.31%	16.78%	0.50%	
占比	22.32%	21.49%	26.37%	33.48%	12.43%	13.92%	17.89%	17.05%	15.21%
不干胶成本	413.26	477.31	595.76	715.36	840.04	996.81	1239.59	1431.73	1417.41
同比	15.50%	24.82%	20.07%	17.43%	18.66%	24.36%	15.50%	-1.00%	
占比	24.16%	23.48%	30.79%	38.33%	13.96%	14.37%	19.41%	18.49%	16.07%
销售量(万吨)	4.27	5.28	6.06	7.80	8.29	9.12	12.00	14.00	14.00
吨售价(元)	10768.62	10377.84	11291.58	10471.67	11096.38	12338.49	11938.49	11950.43	12010.18
毛利率	10.13%	12.89%	12.93%	12.42%	8.68%	11.42%	13.47%	14.42%	15.70%

资料来源: 卓创资讯, 公司公告, 浙商证券研究所

## 5.2 投资建议

选取同属特种纸赛道的仙鹤股份/五洲特纸/华旺科技为可比公司, 23-25年PE均值分别为12X/9X/8X, 公司在行业内属于高端化特种纸龙头, 产能扩张赋能成长, 我们预计公司23-25年营业收入为80.09/98.11/110.54亿元, 同比-0.96%/+22.50%/+12.66%, 归母净利润为4.81/6.09/7.31亿元, 同比分别+24.20%/+26.57%/+20.11%, 对应EPS为0.26/0.33/0.40元, PE为13/10/9X, 首次覆盖给予“增持”评级。

表21: 可比公司盈利预测

	收盘价(元)	归母净利润(亿元)	EPS				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
仙鹤股份	21.72	7.10	1.01	1.67	2.18	2.64	30	13	10	8
五洲特纸	14.21	2.05	0.51	1.39	1.85	2.16	37	11	8	7
华旺科技	19.79	4.67	1.41	1.71	2.01	2.39	17	12	10	8
均值			0.98	1.59	2.01	2.40	28	12	9	8
冠豪高新	3.38	3.87	0.21	0.26	0.33	0.40	19	13	10	9

资料来源: Wind, 浙商证券研究所除冠豪高新外均采用Wind一致预期截至2023年6月9日

## 6 风险提示

产品售价大幅下降风险。浆价超速下跌，终端需求复苏尚在途中，特种纸行业价格预期或有所下调，若产品售价产生大幅波动则会对盈利能力产生负面影响。

需求修复不及预期风险。若消费复苏较弱，则终端需求难以支撑产品保持较高景气度，有可能影响公司业绩表现。

浆价大幅波动风险。若纸厂投机需求旺盛，导致浆价反弹幅度较大，或对成本控制产生较不利影响。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	4,695	4,104	4,735	4,839
现金	1,720	1,256	1,345	780
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	891	800	944	1,205
其它应收款	23	45	45	48
预付账款	161	157	208	220
存货	1,086	1,007	1,230	1,514
其他	814	839	961	1,073
<b>非流动资产</b>	5,204	6,518	7,709	8,586
金额资产类	4	4	4	4
长期投资	686	802	863	934
固定资产	3,507	4,484	5,383	5,991
无形资产	353	388	424	455
在建工程	232	321	421	527
其他	422	519	613	675
<b>资产总计</b>	9,899	10,621	12,443	13,425
<b>流动负债</b>	2,612	2,562	3,362	3,266
短期借款	792	903	1,014	1,124
应付款项	1,121	1,094	1,658	1,333
预收账款	0	0	0	0
其他	699	565	690	808
<b>非流动负债</b>	110	110	110	110
长期借款	50	50	50	50
其他	60	60	60	60
<b>负债合计</b>	2,723	2,672	3,472	3,376
少数股东权益	1,889	2,182	2,595	2,942
归属母公司股东权益	5,288	5,767	6,376	7,107
<b>负债和股东权益</b>	9,899	10,621	12,443	13,425

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	787	1,236	1,722	807
净利润	474	774	1,021	1,078
折旧摊销	292	426	508	579
财务费用	14	44	26	12
投资损失	(29)	(5)	(11)	(8)
营运资金变动	30	(34)	148	(877)
其它	6	30	30	23
<b>投资活动现金流</b>	(606)	(1,764)	(1,719)	(1,471)
资本支出	(257)	(1,555)	(1,568)	(1,339)
长期投资	(8)	(215)	(161)	(140)
其他	(342)	5	11	8
<b>筹资活动现金流</b>	(17)	65	85	99
短期借款	111	111	111	111
长期借款	(40)	0	0	0
其他	(87)	(46)	(26)	(12)
<b>现金净增加额</b>	168	(463)	89	(565)

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	8,086	8,009	9,811	11,054
营业成本	6,936	6,385	7,745	8,820
营业税金及附加	48	58	68	76
营业费用	77	100	110	128
管理费用	249	252	311	351
研发费用	314	331	430	495
财务费用	(13)	7	(8)	(9)
资产减值损失	4	(37)	(36)	(29)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	16	5	11	8
其他经营收益	16	17	15	18
<b>营业利润</b>	511	863	1,147	1,193
营业外收支	0	5	3	3
<b>利润总额</b>	512	868	1,150	1,195
所得税	38	94	128	117
<b>净利润</b>	474	774	1,021	1,078
少数股东损益	87	293	413	347
<b>归属母公司净利润</b>	387	481	609	731
EBITDA	772	1,326	1,669	1,780
EPS (最新摊薄)	0.21	0.26	0.33	0.40

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	9.30%	-0.96%	22.50%	12.66%
营业利润	8.34%	68.78%	32.85%	4.00%
归属母公司净利润	179.07%	24.20%	26.57%	20.11%
<b>获利能力</b>				
毛利率	14.22%	20.27%	21.06%	20.21%
净利率	4.79%	6.00%	6.20%	6.61%
ROE	7.32%	8.34%	9.54%	10.28%
ROIC	5.52%	8.97%	10.23%	9.61%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	27.50%	25.15%	27.91%	25.15%
净负债比率	37.94%	33.61%	38.71%	33.60%
流动比率	1.80	1.60	1.41	1.48
速动比率	1.29	1.12	0.96	0.93
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.84	0.78	0.85	0.85
应收账款周转率	9.74	9.47	11.25	10.29
应付账款周转率	10.05	10.57	10.25	10.29
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.21	0.26	0.33	0.40
每股经营现金	0.43	0.67	0.93	0.44
每股净资产	2.86	3.12	3.45	3.85
<b>估值比率</b>				
P/E	16.14	12.99	10.27	8.55
P/B	1.18	1.08	0.98	0.88
EV/EBITDA	8.65	4.52	3.60	3.76

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>