

华旺科技（605377）

成本优势壁垒高筑，装饰原纸龙头稳步扩张

西南证券研究发展中心
轻工研究团队
2023年6月

核心观点

- **中高端装饰原纸龙头，盈利能力稳步提升。**公司深耕中高端装饰原纸领域，致力于为客户提供高性能装饰原纸“一站式”整体解决方案，主要产品为可印刷装饰原纸、素色装饰原纸等，为行业两家高端装饰原纸生产商之一。2017-2022年公司收入复合增速为13.4%，2022年达到34.4亿元；归母净利润复合增速24.4%，2022年达到4.7亿元。2023年一季度公司收入/净利润增速分别为20.9%/-4.4%。近几年公司降本增效成效颇丰，产能利用率保持较高水平，盈利能力稳步提升，2022年净利率达到13.5%。
- **高端装饰原纸生产壁垒较高，下游品牌需求升级，行业格局向头部集中。**装饰原纸生产工艺复杂，技术指标较多，且对家具外观和使用体验有重要影响，生产壁垒较高。2022年装饰原纸行业产量约为121万吨，龙头集中度较高，CR3约76.6%，头部企业具备较强的议价能力。目前行业新增产能主要集中在头部厂商，公司2022年新投产5万吨产能、2023年预计新增投产8万吨产能，合计装饰原纸产能达到35-40万吨。此外公司规划新增医疗透析纸等特种纸产能，为公司营收贡献新增长点。
- **成本控制能力领先，吨盈利水平优于同业，有望充分受益于浆价回落。**公司吨盈利优势主要体现为：1) 定位高端，定价较高；2) 核心原材料采购成本有竞争优势。木浆通过向海外浆厂协议采购，木浆成本较低；钛白粉核心供应商为国内龙头企业，合作密切，且具备区位优势；3) 生产效率高，单吨生产成本优势突出。对比同业来看，公司单吨生产成本低于同行公司500元左右，主要由于公司精细管理、优化排产时间，减少因更换SKU和检修导致的能源损耗，且产线自动化水平较高，人工成本低。预计随着木浆价格下行，公司盈利优势有望持续放大。
- **盈利预测与投资建议。**预计2023-2025年EPS分别为1.66元、2.06元、2.29元，对应PE分别为12倍、10倍、9倍。考虑到公司产品力突出、市场占有率较高、新增产能有序释放，维持“买入”评级。
- **风险提示：**主要原材料价格大幅波动的风险；行业价格竞争加剧的风险；新产能投产进展不及预期的风险；国际贸易摩擦的风险。

目 录

- ◆ **公司概况：高端装饰原纸龙头，盈利能力稳步提升**
- ◆ **行业格局：装饰原纸格局集中，高端化趋势明显**
- ◆ **核心竞争力：成本控制能力领先，吨盈利水平优于同业**
- ◆ **盈利预测与估值**

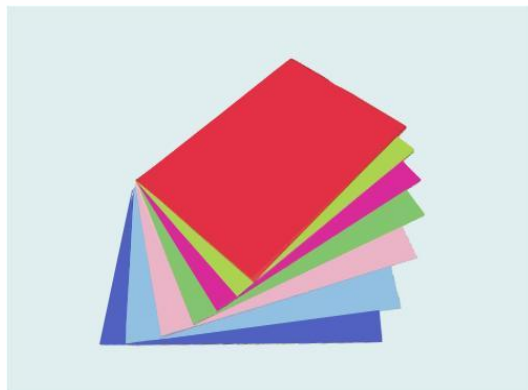
公司概况：装饰原纸龙头企业，产能快速释放

- 华旺科技主要从事可印刷装饰原纸和素色装饰原纸的研发、生产和销售业务，以及木浆的贸易业务。公司深耕于中高端装饰原纸领域多年，拥有杭州和马鞍山两大生产基地，旗下装饰原纸品种400余个，掌握同步对纹印刷专用纸、珠光粉印刷专用纸以及素色印刷专用纸等多项高端装饰原纸生产技术。公司产品采取直销模式，主要销往国内下游生产企业，包括为提供产业链中间产品的浸渍装饰纸与人造板制造企业，以及提供终端消费品的家具、地板与木门制造企业，内销占比85%以上。近年来，公司加速国际市场布局，海外销售比重稳步提升。

华旺科技产品示意图



可印刷装饰原纸



素色装饰原纸



木浆贸易

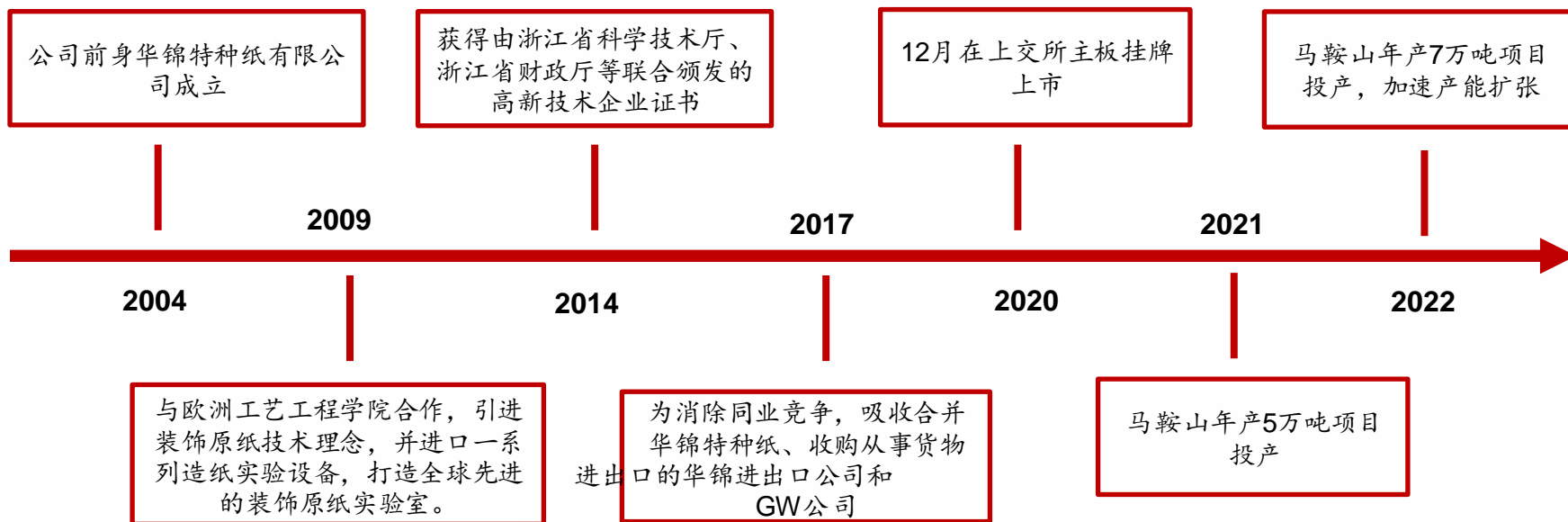
数据来源：公司公告，西南证券整理

www.swsc.com.cn

公司概况：装饰原纸龙头企业，产能快速释放

- 杭州华旺新材料科技股份有限公司成立于2009年12月，位于浙江杭州，其前身为华锦特种纸有限公司；2014年9月，华旺有限整体变更为股份有限公司；2020年12月于上交所主板上市。公司深耕于装饰原纸领域，专注新产品的研发与生产技术提升，产品专利数量及产能规模处于行业领先地位。

公司发展历程



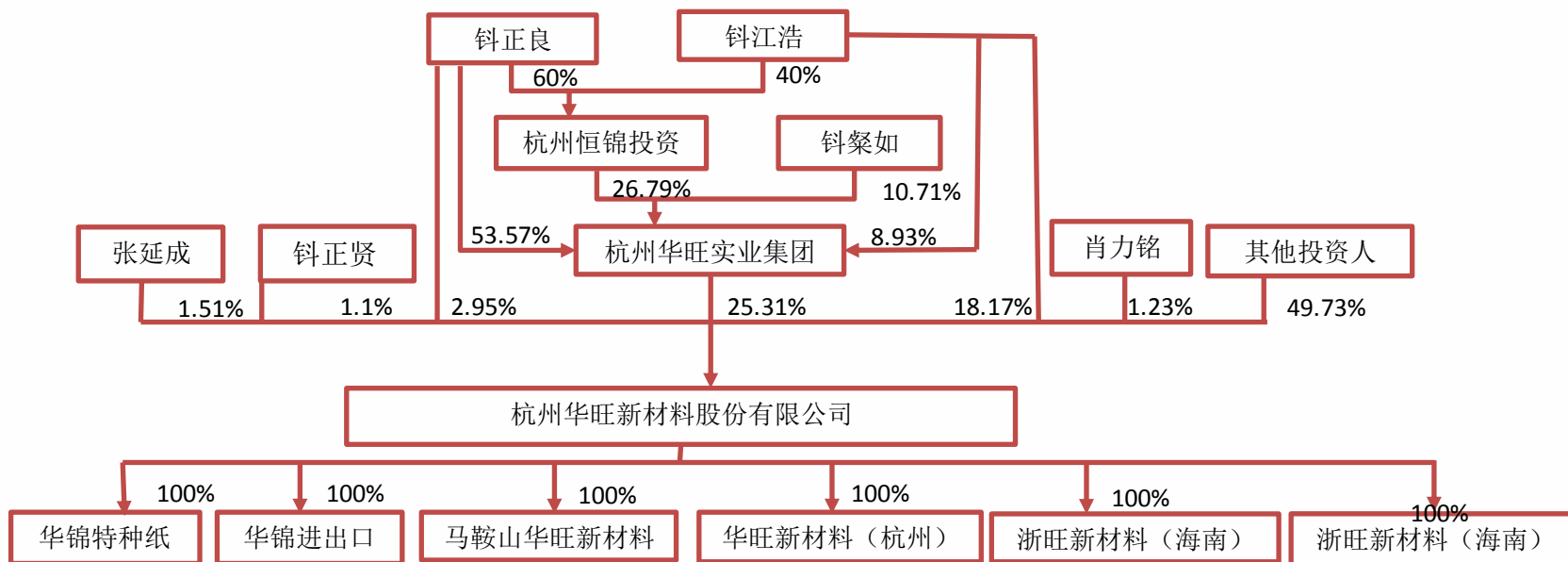
数据来源：公司公告，Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

公司概况：股权结构集中

- **实控人持股比例高，股权结构集中。**目前公司实际控制人为钭正良、钭江浩父子，两人合计直接或间接控制公司持有43.7%的股份，股权结构较稳定。

公司股权结构图

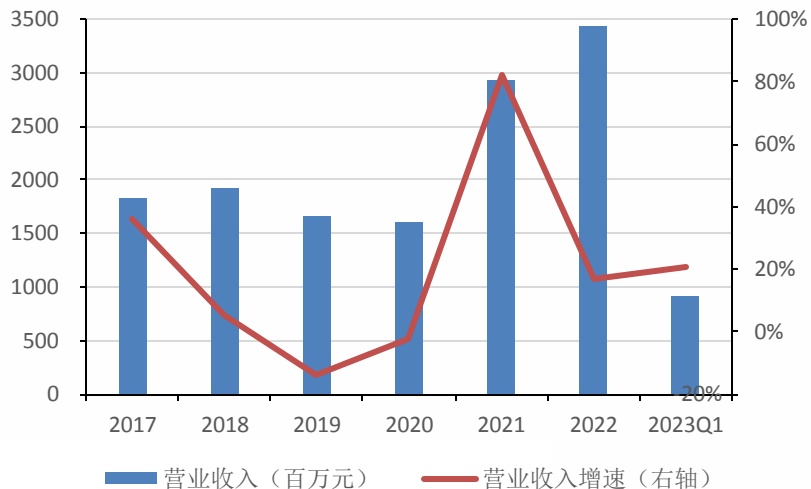


数据来源：公司公告，Wind，西南证券整理

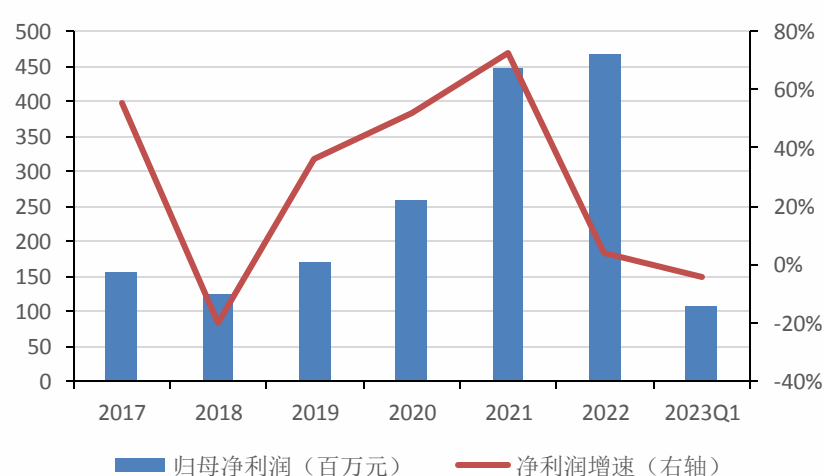
公司概况：产能释放带动销售增长，盈利能力稳健

- **产能释放拉动收入增长加速，盈利能力稳健提升。**收入端来看，2017-2022年公司营业收入从18.3亿元提升至34.4亿元，复合增速为13.4%。2022年在疫情反复及地产销售放缓等外部因素影响下，公司收入保持稳健增长。2023年一季度公司收入为9.1亿元，同比增长20.9%。从利润端来看，2017-2022年公司归母净利润从1.6亿元提升至4.7亿元，复合增速为24.4%，利润增速高于收入增速水平。2023年一季度公司实现归母净利润1.1亿元，同比下降4.4%，主要由于一季度仍使用高价浆库存，平均成本较高。

2017-2023年一季度公司收入及增速



2017-2023年一季度公司净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

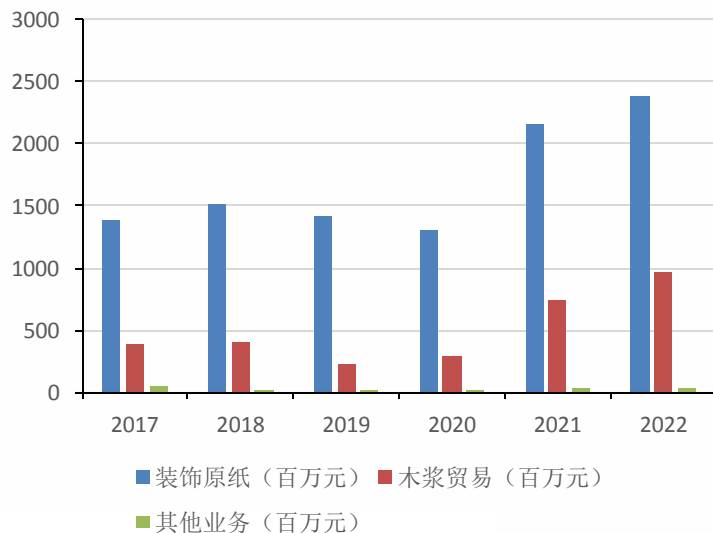
www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券整理

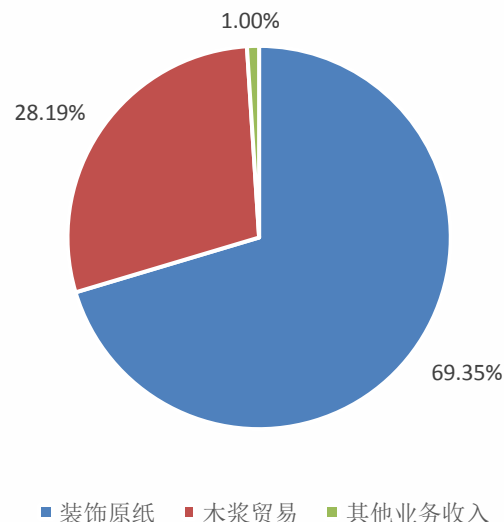
公司概况：业务以可印刷装饰原纸为主，积极拓展海外市场

- 分品类来看，公司收入以可印刷装饰原纸为主。2017-2022年公司装饰原纸/木浆贸易收入分别由13.9/3.9亿上升至23.8/9.7亿，复合增长率为11.4%/20.0%，2022年装饰原纸、木浆贸易收入占比分别为69.4%/28.2%。近年来随着募投项目及定增项目产能逐步落地，公司产能突破产能瓶颈，装饰原纸业务稳步扩张；木浆贸易近两年增长较快，主要得益于木浆价格快速增长。

2017-2022年公司各品类收入



2022年公司各品类收入占比



数据来源：Wind，西南证券整理

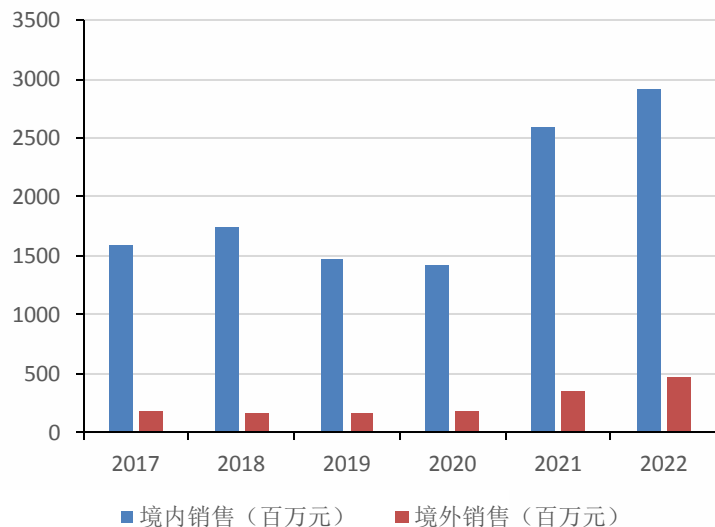
www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券整理

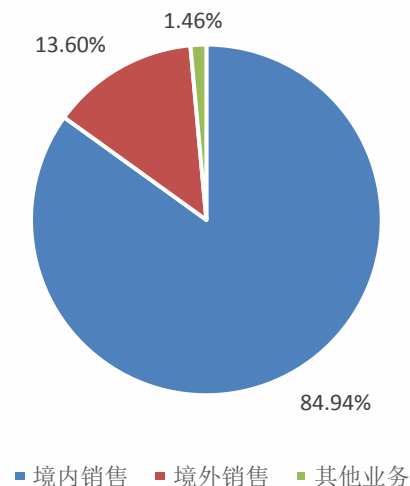
公司概况：产能释放带动销售增长，盈利能力稳健

- 国内销售贡献主要收入，外销快速增长。从内外销结构来看，国内销售渠道占营收主要部分，2022年内销占比为84.9%。2022年公司内外销分别实现收入29.2亿/4.7亿元，同比增长12.6%/34.2%。受益于海内外家居产品需求复苏、中高端装饰原纸份额提升，内外销均实现稳健增长。2017-2022年公司境内/境外营收从16/1.9亿增长至29.2/4.7亿元，复合增长率为12.8%/19.9%。2022年公司加速国际市场布局，包括印度、韩国、马来西亚等市场，境外市场开拓取得进一步进展。

2017-2022年公司内销/外销收入



2022年内销/外销收入占比



数据来源：Wind，西南证券整理

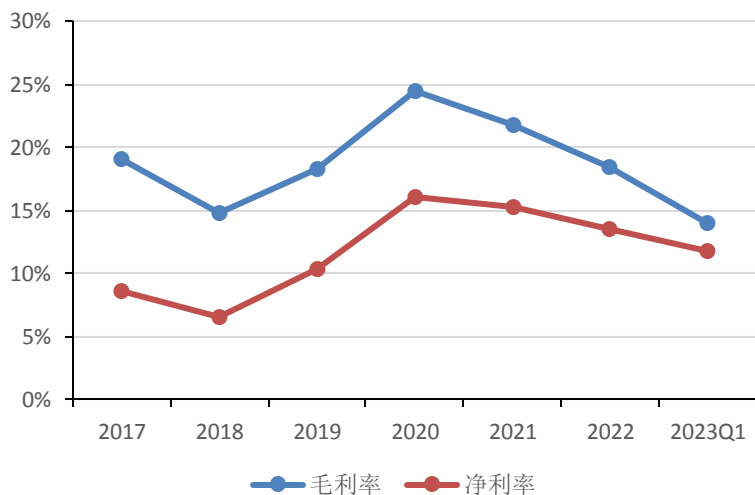
www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券整理

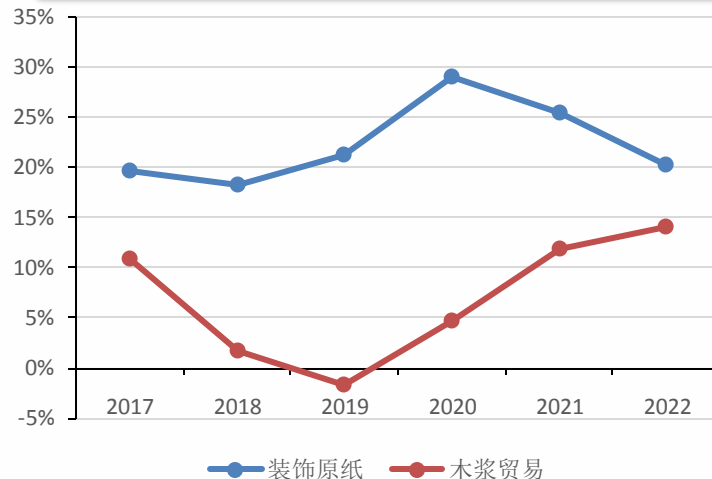
公司概况：盈利能力暂受原材料价格影响，23年有望改善

- 公司毛利率受原材料波动影响较大，产品力提升拉动盈利中枢上行。公司装饰原纸原材料主要为木浆和钛白粉，毛利率波动主要受原材料价格影响，2022年公司毛利率18.5%，同比-3.4pp，主要由于木浆及钛白粉价格大幅上涨。整体来看，公司产品定位中高端，下游客户主要为高端家具品牌，具备一定议价能力。分产品来看，2017-2022年装饰原纸业务毛利率提升0.7pp达到20.4%；木浆贸易业务毛利率上涨3.1pp至14.0%。2022年公司净利率为13.6%，相比2017年提升5.0pp，盈利能力稳定提升，净利率中枢上移。

2017-2023Q1公司毛利率/净利率



2017-2022年公司分产品毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

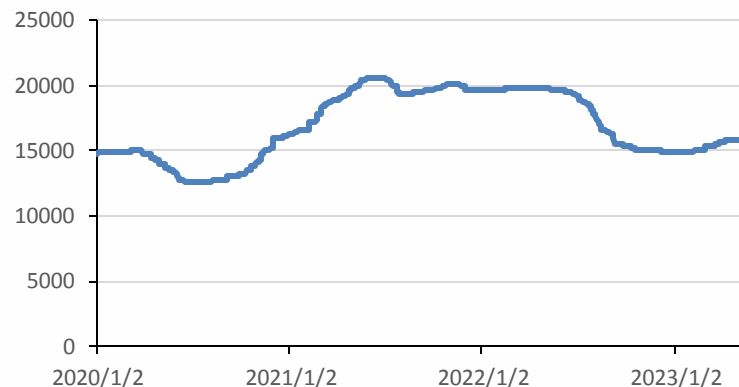
www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券整理

公司概况：盈利能力暂受原材料价格影响，23年有望改善

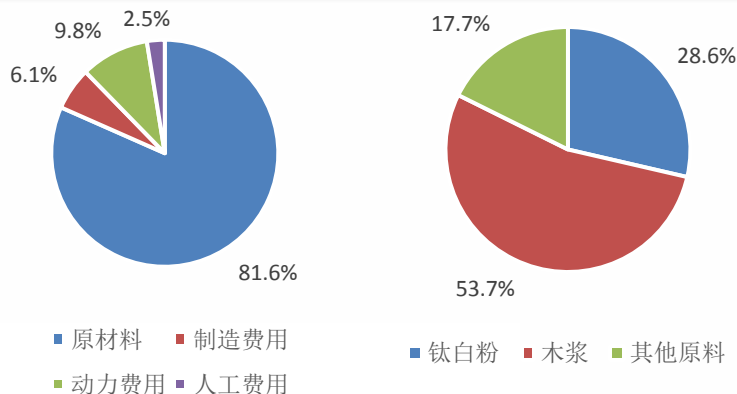
- 公司原材料采购成本占营业成本比例约80%，制造/动力/人工费合计占比约20%。根据公司公告2020年原料采购金额约13.5亿元，其中木浆/钛白粉采购金额为7.3/3.9亿元，占原料采购金额比例为53.7%/28.6%，原材料价格对公司盈利水平影响较大。
- 2023年初以来，随着海外浆厂产能释放，木浆价格快速回落，已经从近7000元/吨高位回落至今4000元/吨，考虑到木浆库存消化周期，预计成本回落对盈利能力的贡献将在2023Q3逐步体现，公司盈利空间有望进一步扩大。

钛白粉价格走势



数据来源：卓创资讯，西南证券整理

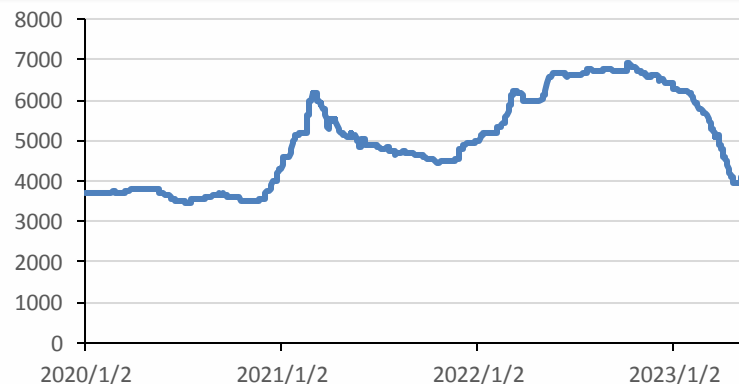
2020年公司装饰原纸生产、原料采购成本占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

www.swsc.com.cn

木浆价格走势（元/吨）

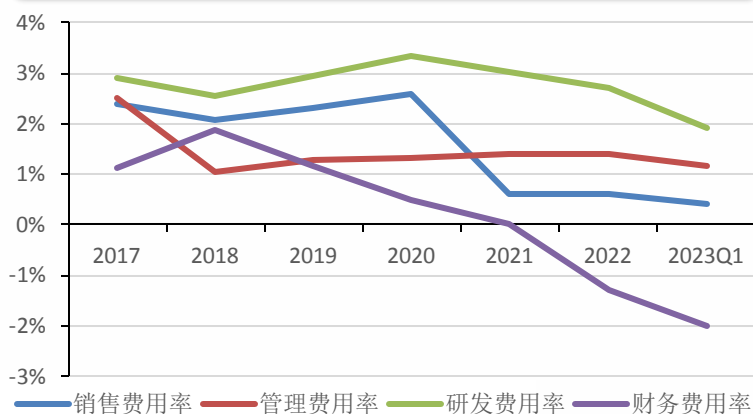


数据来源：隆众资讯，西南证券整理

公司概况：盈利能力暂受原材料价格影响，23年有望改善

- **费用率维持稳定，成本管控精细化。** 2017-2022年公司总费用率从8.9%下降5.5pp到3.4%，其中财务费用率下降幅度最高，从2017年的1.1%下降至2022年的-1.2%，主要由于22年汇兑收益增加；销售费用率从2017年的2.4%降至2022年的0.6%，主要由于收入准则变化，部分运输费用转计成本；研发费用率较为稳定，2022年研发费用率为2.7%，公司对新品开发持续投入，研发费用率维持在行业较高水平。剔除收入准则影响后，公司整体费用率维持在较低的稳定水平，彰显公司精细化成本管控能力。
- **ROE保持稳健，产能爬坡后ROE有望进一步提升。** 2022年公司ROE为15.2%，2018-2022年ROE总体较为稳定。拆分来看，2020-2022年公司权益乘数约1.6，资产负债结构健康且较为稳定；资产周转率于2021年有所回升，主要由于公司马鞍山募投项目产能投产，产能利用率逐渐提升。2022年公司马鞍山二期项目建设持续推进中，预计随着项目建成投产，公司资产周转率有望继续改善。

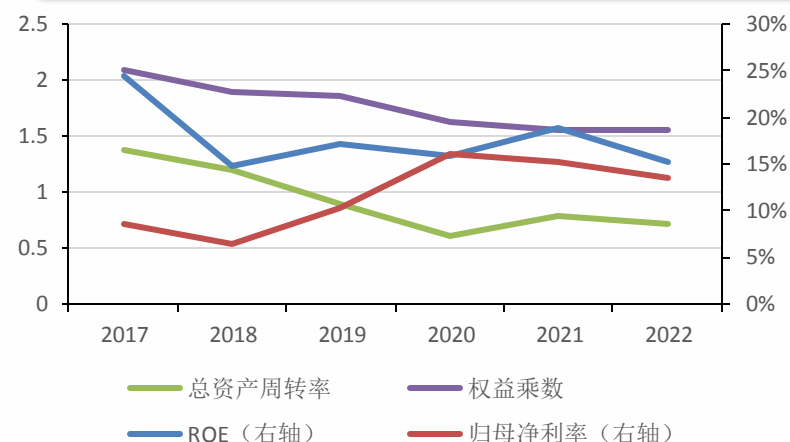
2017-2023Q1公司各项费用率



数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

2017-2022年公司ROE拆分



数据来源：Wind，西南证券整理

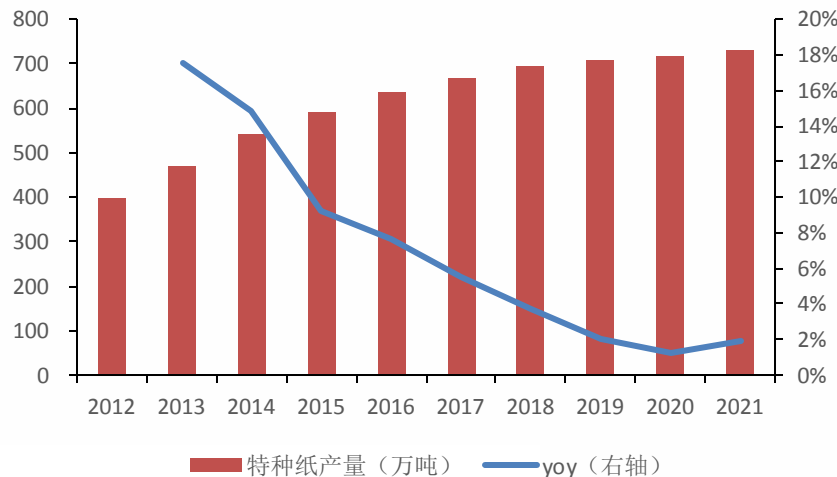
目 录

- ◆ **公司概况：高端装饰原纸龙头企业，盈利能力稳步提升**
- ◆ **行业格局：装饰原纸格局集中，高端化趋势明显**
- ◆ **核心竞争力：成本控制能力领先，吨盈利水平优于同业**
- ◆ **盈利预测与估值**

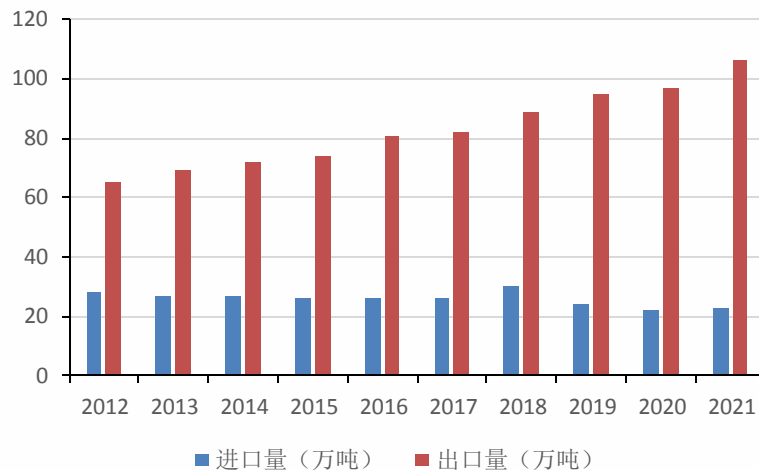
特种纸：下游消费属性强，需求稳步增长，周期性较弱

- 特种纸年产量在700万吨以上，体量较小，但需求增长较快。随着我国经济不断发展，城镇化水平持续提高，下游娱乐、物流、商务交流等各领域需求日益旺盛，拉动特种纸产量的持续增长。2012-2021年我国特种纸消费量总体呈增长趋势，从400万吨增长至2021年的约732万吨，复合增长率为15%。
- 特种纸生产技术水平提升，出口规模逐渐扩大。2012-2021年间我国特种纸出口数量不断增长，从2012年的65万吨增长至2021年的106万吨，复合增长率为5.6%；进口数量稳定中略有下降，从2012年28万吨降至2021年23万吨。

2008-2021我国特种纸产量及增速



2012-2021我国特种纸进出口量



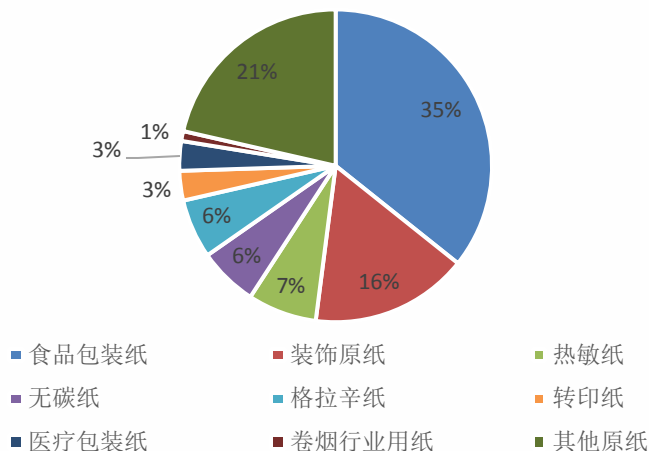
数据来源：恒达新材招股书，西南证券整理

数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

特种纸：下游消费属性强，需求稳步增长，周期性较弱

- 特种纸细分种类较多，下游与消费相关性强。从细分品类来看，食品包装纸和装饰原纸占比较大，2021年食品包装纸/装饰原纸分别占比35%/16%，合计占比超过50%，热敏纸/无碳纸/格拉辛纸/转印纸/医疗包装纸/卷烟行业用纸分别占比7%/6%/6%/3%/3%/1%。
- 在以纸替塑的环保政策驱动下，特种纸的应用领域逐渐打开，应用范围包括家居、餐饮、快递、医疗、烟草等等，下游需求具备长期成长空间，且周期性弱于大宗纸。

2021年我国特种纸细分种类及占比（按产量）



表：特种纸不同纸种用途

纸种	应用领域
食品包装纸	分为容器类和非容器类，前者多用于食品或液体外包装，后者多用于制作防油、防水、耐高温用纸
装饰原纸	分为素色与可印刷装饰原纸，前者用于人造板饰面，后者用于家具、地板的压贴饰面
热敏纸	传真纸、商标、收银小票等
无碳纸	高档办公用纸如增值税发票、快递面单
格拉辛纸	作为条形码标签、不干胶、胶带或有粘性工业品常用原料
转印纸	以烫印方式转印于陶瓷制品、衣物、金属表面等
医疗包装纸	用于医用口罩、敷料、手术衣、注射器等医用器械生产
卷烟行业用纸	用于卷烟纸、滤棒成形纸、接装纸以及内衬纸生产

数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

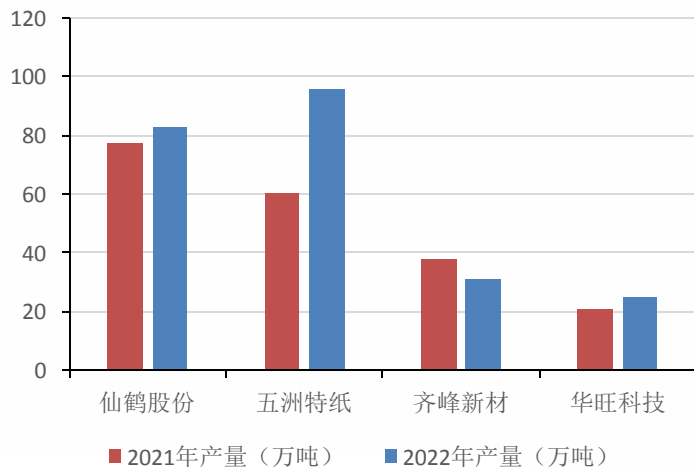
www.swsc.com.cn

数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

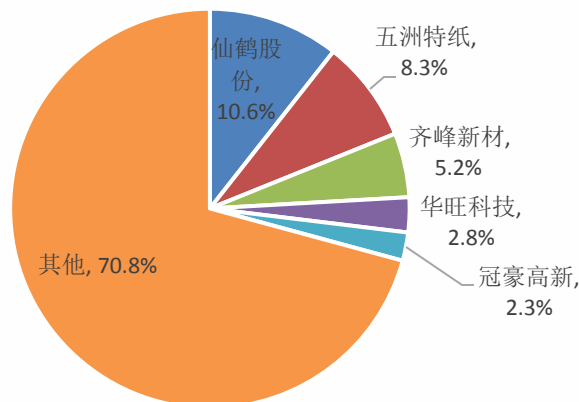
特种纸：细分纸种行业集中度高

- **行业集中度较高，竞争格局良好。**我国特种纸生产企业主要有仙鹤股份、五洲特纸、齐峰新材以及华旺科技。从竞争格局来看，特种纸行业整体格局较集中，仙鹤股份和五洲特纸占比较大，2021年按产量计算其市占率分别为10.6%和8.3%。
- **特种纸对生产精细度要求较高，有进入门槛，细分纸种市场集中度更高，**例如根据仙鹤股份年报，仙鹤股份低定量出版印刷用纸国内市占率超过90%、热敏收银纸国内市占率近25%、热转印市场占有率超过30%。

2021-2022年主要纸企特种纸产/销量



2021年我国特种纸企市占率（按产量）



数据来源：各公司公告，西南证券整理

www.swsc.com.cn

数据来源：各公司公告，西南证券整理

特种纸：细分纸种行业集中度高

表：特种纸上市公司梳理

公司	主要生产纸种及产能	在建产能规划	2022年收入规模 (亿元)	2022年毛利率	2022年净利率
仙鹤股份	食品与医疗包装纸、装饰原纸、卷烟行业用纸等。2022年产能超过130万吨。	广西250万吨、湖北250万吨高性能纸基新材料项目	77.4	11.5%	9.2%
华旺科技	装饰原纸，2022年装饰原纸产能为27万吨	马鞍山8万吨特种纸、慈湖30万吨高性能纸基新材料	34.4	18.5%	13.6%
五洲特纸	食品包装纸、格拉辛纸，2022年造纸产能135万吨	江西30万吨化机浆、汉川449万吨、武穴660万吨浆纸一体化	59.6	8.8%	3.4%
冠豪高新	无碳纸、热敏纸、白卡纸，2022年造纸产能约106万吨	湛江30万吨白卡纸、6万吨特种纸、4万吨涂布纸、5万吨乳胶、2万吨碳酸钙	80.9	14.2%	4.8%
青山纸业	纸袋纸、溶解浆，2022年浆纸产能70万吨	50万吨食品包装纸、25万吨超声波浆、沙县8000万条复合材料包装袋项目、20万吨化学竹木浆	29.2	21.4%	7.1%
安妮股份	复印纸、热敏纸等，22年商务用纸营收约1.5亿元		3.6	18.9%	-38.1%
齐峰新材	装饰原纸，2022年产能约49.5万吨	贵港市20万吨特种纸、1.8万吨非织造新材料	31.2	7.9%	0.3%
凯恩股份	电解电容器纸，22年纸产量约10.6万吨		13.9	21.5%	3.8%
宜宾纸业	食品包装纸、生活用纸，21年纸产量约32.7万吨		23.0	8.7%	1.3%
恒丰纸业	烟草工业用纸、机械光泽纸等，22年纸产能23万吨		24.6	17.4%	5.2%

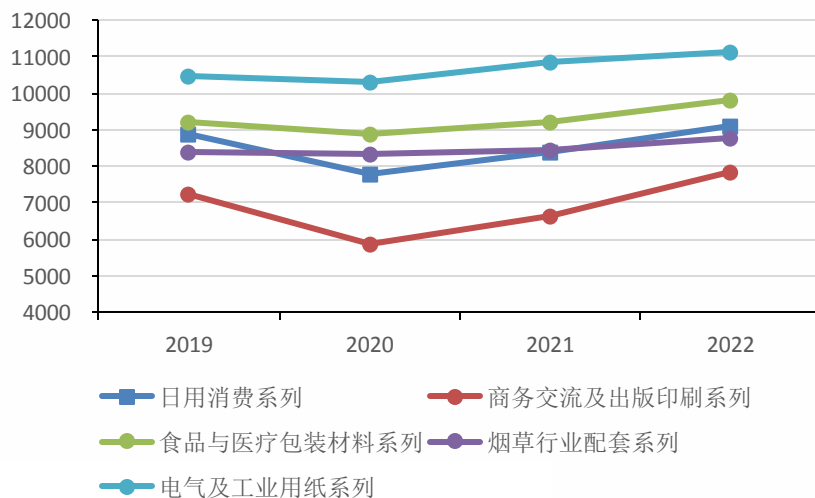
数据来源：各公司公告，Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

特种纸：纸厂议价能力强，纸价具备一定韧性

- **特种纸以直销为主，有别于大宗纸和客户的合作模式。**每个纸种实际市场规模较小，导致下游在采购时不具备规模优势，生产每个纸种的纸厂也较少，纸厂议价力较强，与下游客户绑定也更深。在需求好的情况下，特种纸提价落地程度较高。在浆价下行时，特种纸的价格波动也相对滞后。
- **特种纸细分纸种较多，不同纸种吨价差异大。**以仙鹤股份为例，电气及工业用纸行业规模较小，产量少，仙鹤的吨价在10000元以上；食品及医疗用纸、烟草用纸、日用消费类在8000-10000元/吨；商务交流及出版印刷系列在6000元/吨左右。

2019-2022年仙鹤股份各纸种吨价（元/吨）



表：2022年下半年以来各特种纸公司提价情况梳理

日期	公司	纸种及提价幅度
2023. 3. 5	五洲特纸	数码纸上调1000元/吨
	冠豪高新	转印纸上调1000元/吨
	仙鹤股份	喷绘纸、热转印纸上调1000元/吨
	江河纸业	数码纸上调1000元/吨
2022. 8. 1		装饰原纸上调1500元/吨
	冠豪高新	转印纸上调1000元/吨
	仙鹤股份	转印纸上调1000元/吨
2022. 7. 1	江河纸业	所有纸种上调1000元/吨
	冠豪高新	转印纸上调1500元/吨
	仙鹤股份	转印纸上调1500元/吨
	江河纸业	所有纸种上调1500元/吨

数据来源：公司公告，西南证券整理

数据来源：纸业观察网，西南证券整理

特种纸：纸厂议价能力强，纸价具备一定韧性

□ 特种纸原料以木浆为主、兼用甘蔗浆、草浆等其他纤维原料，不同纸种也会添加其他化工原料改善产品性能，如钛白粉等。从各特种纸企业的纸价波动与浆价波动的相关性来看，纸价与浆价在年内基本同向波动，纸价的降价幅度通常小于浆价下行幅度，在浆价刚开始下跌的时候，吨盈利改善最为明显。

表：各特种纸企业吨价（元/吨）VS 浆价（元/吨）VS 净利率

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
仙鹤日用消费类纸价			8,877.57	7,794.35	8,397.70	9,098.37
yoy				-12.2%	7.7%	8.3%
仙鹤净利率	13.1%	7.1%	9.6%	14.8%	16.9%	9.2%
五洲食品卡纸价	5,671.27	6,379.61	5,859.35	5,628.92	6,381.66	6,158.84
yoy		12.5%	-8.2%	-3.9%	13.4%	-3.5%
五洲净利率	9.2%	7.7%	8.4%	12.9%	10.6%	3.44%
华旺装饰原纸吨价	9601.4	10064.7	9779.7	9429.6	10654.3	10482.46
yoy		4.8%	-2.8%	-3.6%	13.0%	-1.6%
华旺净利率	8.7%	6.5%	10.3%	16.1%	15.3%	13.6%
浆价	5905.11	6684.58	4989.79	4547.83	6312.46	7083.45
yoy		13.2%	-25.4%	-8.9%	38.8%	12.2%

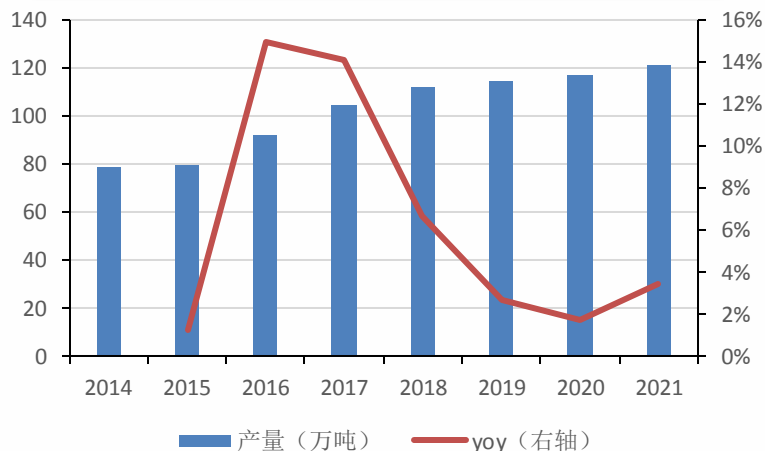
数据来源：各公司公告，隆众资讯，Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

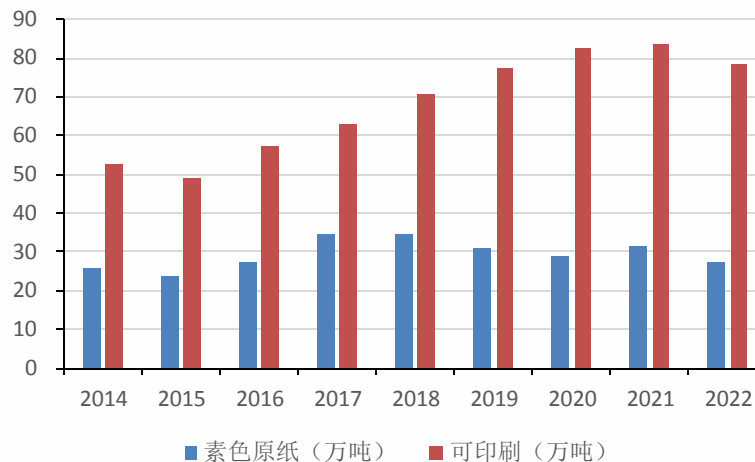
装饰原纸：产品应用领域广泛，行业需求稳步增长

- 我国装饰原纸产量逐年增长，可印刷装饰原纸是增长较快的细分品类。据华经产业研究院数据，2014-2021年我国装饰原纸产量呈不断增长态势，从2014年的79万吨增长至2021年的121万吨，复合增长率为6.3%。装饰原纸最主要的细分产品为面层装饰原纸，即可印刷装饰原纸和素色装饰原纸，其中可印刷装饰原纸市场规模从2014年的52.8万吨增长至2022年的78.4万吨，复合增长率为5.1%；素色装饰原纸市场规模变动较小，从2014年的25.8万吨增长至2022年的27.3万吨，复合增长率为0.7%。

2014-2021我国装饰原纸产量及增速



2014-2022年我国面层装饰原纸市场规模



数据来源：中国林产工业协会，华经产业研究院，西南证券整理

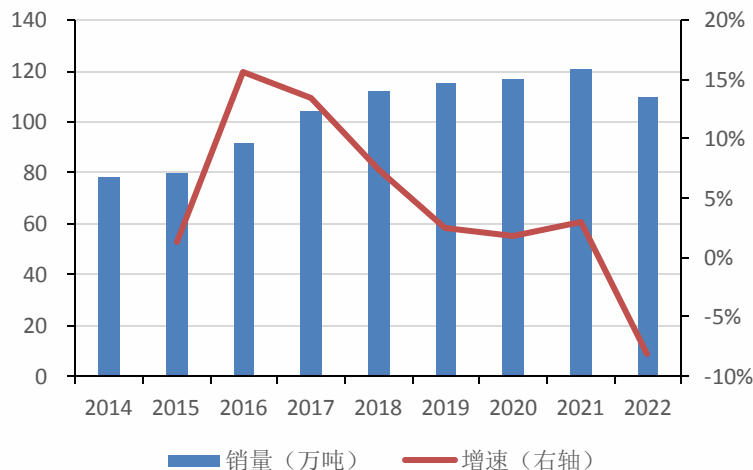
www.swsc.com.cn

数据来源：中国林产工业协会，华经产业研究院，西南证券整理

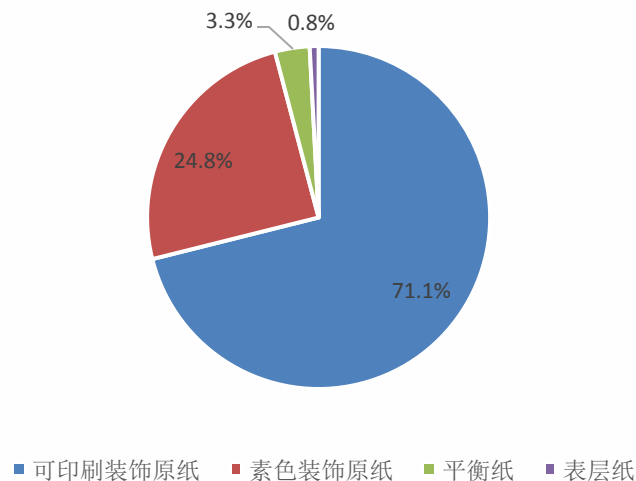
装饰原纸：产品应用领域广泛，行业需求稳步增长

- 我国装饰原纸消费量逐步增长，消费结构以可印刷装饰原纸和素色装饰原纸为主。根据中国林产工业协会数据，2014年-2022年我国装饰原纸消费量从78.6万吨增长至110.2万吨，复合增长率为4.3%。从消费结构来看，主要以可印刷装饰原纸和素色装饰原纸为主。2022年可印刷装饰原纸消费量占总消费量的71.1%，素色装饰原纸消费量占总消费量的24.8%，合计占比95.9%。

2014-2022我国装饰原纸销量及增速



2022年装饰原纸产品结构 (按销量)



数据来源：中国林产工业协会，华经产业研究院，西南证券整理

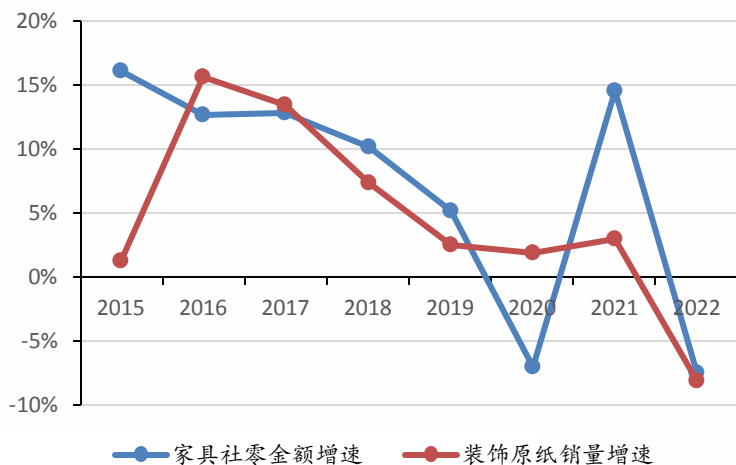
www.swsc.com.cn

数据来源：中国林产工业协会，华经产业研究院，西南证券整理

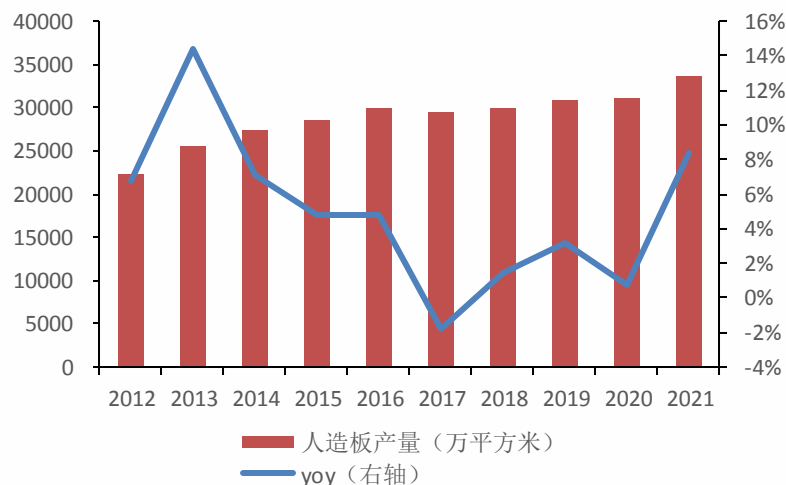
装饰原纸：产品应用领域广泛，行业需求稳步增长

- 装饰原纸主要用于人造板材贴面，之后用于家具、木门以及地板等生产，人造板规模和家装市场规模对装饰原纸需求有重要影响。2011-2021年我国人造板材产量从2.2亿立方米增长至3.4亿立方米，复合增长率为5%。随着人造板材产量以及家装市场总产值的增长，装饰原纸未来需求有望持续实现增长。
- 近年装饰原纸销量增速与家居社零增速相关，但稳定性更强，主要由于：1) 人造板性价比高，环保性能改善，在家具材料中的渗透率提升；2) 人造板使用范围也逐渐拓宽，从板式家具、地板、至桌面、木床板等，同时装饰原纸可仿的花纹也更加丰富，木纹、石材、水泥等质感均可以模仿。

装饰原纸销量增速VS家具社零增速



2011-2021年我国人造板材产量



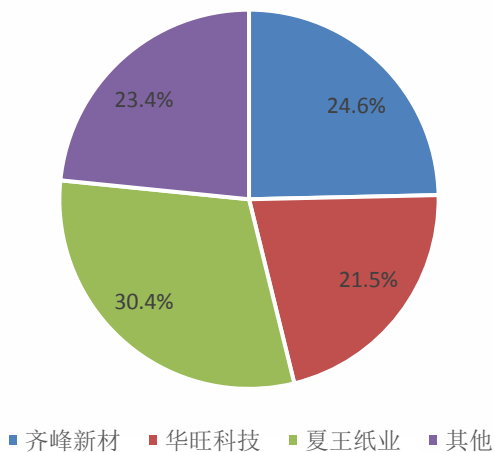
数据来源: Wind, 华经产业研究院, 西南证券整理
www.swsc.com.cn

数据来源: 《中国人造板产业报告》, 西南证券整理

装饰原纸：格局集中，新增产能集中于头部企业

- 装饰原纸市场竞争格局集中，CR3市占率超70%，其中高端装饰原纸厂商主要为华旺、夏王两家。我国装饰原纸生产企业数量约为30家，主要集中于山东、浙江等地。由于装饰原纸技术进入门槛较高，同时行业规模较小，主要生产企业均是在行业中有长期积淀的纸厂，行业集中度较高，2022年按销量计算CR3约为76.6%。其中齐峰新材、夏王纸业、华旺科技市占率分别为24.6%、21.5%、30.4%。目前行业新增产能主要集中在头部企业，后续我国装饰原纸市场集中度有望进一步提升，行业竞争格局趋向优良。

2022年我国装饰原纸企业市占率（销量）



表：2019-2022我国装饰原纸企业产能（万吨）

	2019	2020	2021	2022
齐峰新材	42	43.8	45.6	49.5
华旺科技	13	15	22	27
夏王纸业	28	28	32	39

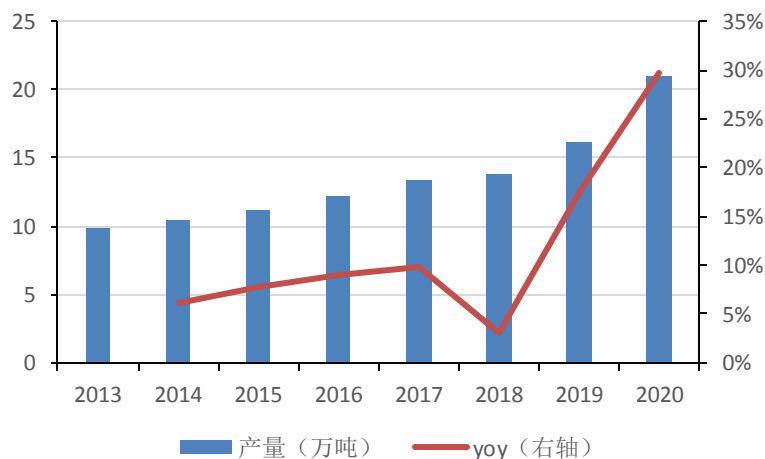
数据来源：各公司公告，西南证券整理

数据来源：华经产业研究院，各公司公告，西南证券整理

医疗透析纸：技术逐渐成熟，渗透率有望提升

- 医疗透析纸生产技术逐步成熟，以纸替塑的大背景下医疗透析纸渗透率有望稳定提升。医疗包装原纸分为医疗透析纸和医疗皱纹纸，其中医疗透析纸是用于灭菌医疗器械包装，能够阻隔细菌和尘埃进入，但是可以允许环氧乙烷、蒸汽透过，属于技术难度高的医疗包装原纸，产品曾主要依赖进口。随着国内企业突破技术提升工艺水平，逐渐实现进口替代。2013-2020年我国医疗包装原纸产量不断增长，从2013年的9.8万吨增长至2020年的21万吨，复合增长率为11.5%，远高于特种纸产量增长速度。尽管目前医疗透析纸行业产销量规模较小，但随着国内对医疗包装纸的监管趋于规范，以及口罩、纱布等低值医疗耗材的包装逐渐被纸包装取代，医疗透析纸市场规模预计稳健增长。

2013-2020医疗包装纸产量及增速



医疗透析纸包装产品



数据来源：恒达新材招股说明书，西南证券整理

数据来源：恒达新材招股说明书，西南证券整理

www.swsc.com.cn

医疗透析纸：竞争格局分散，随着监管逐渐趋严，格局有望优化

- **竞争格局分散，随着监管逐渐趋严格局有望优化。**目前国内尚未将医疗包装纸纳入医疗器械进行监管，国内医疗透析纸发展较晚，因此行业规模较小，且竞争格局较分散，预计伴随行业标准及监管政策逐渐出台，医疗透析纸行业有望稳步扩张并向头部有资质、生产标准较高的企业集中。国内仙鹤股份、恒达新材、凯恩股份以及华旺科技等企业均有部分医疗透析纸生产。根据恒达新材招股书，2020年恒达新材医疗包装纸产量为3.6万吨，占全国医疗包装纸产量的17%，医疗透析纸占全国产量的24.8%。华旺科技2022年7月公告建设年产30万吨高性能纸基新材料项目，主要生产高品质食品级用纸、医疗级用纸、工业用纸等各类新型纸基材料。其中医疗透析纸目前在客户开发和产品检验阶段，2022年产生部分收入，预计通过验证期后订单有望稳步释放。

表：国内医疗透析纸主要生产商

公司名称	医疗透析纸产能/收入
恒达新材	2022年医疗包装系列原纸收入5.8亿元（+61.1%），产量约6.2万吨（+57.4%）。
仙鹤股份	2022年食品与医疗包装用纸收入合计15.1亿元，合计产量约16.2万吨（+37.4%）。
凯恩股份	控股子公司凯丰新材料具有6000吨/年的医疗包装纸生产能力，其中透析纸3000吨/年
华旺科技	2022H1实现医疗透析纸收入92万元

数据来源：各公司公告，纸业网，西南证券整理

www.swsc.com.cn

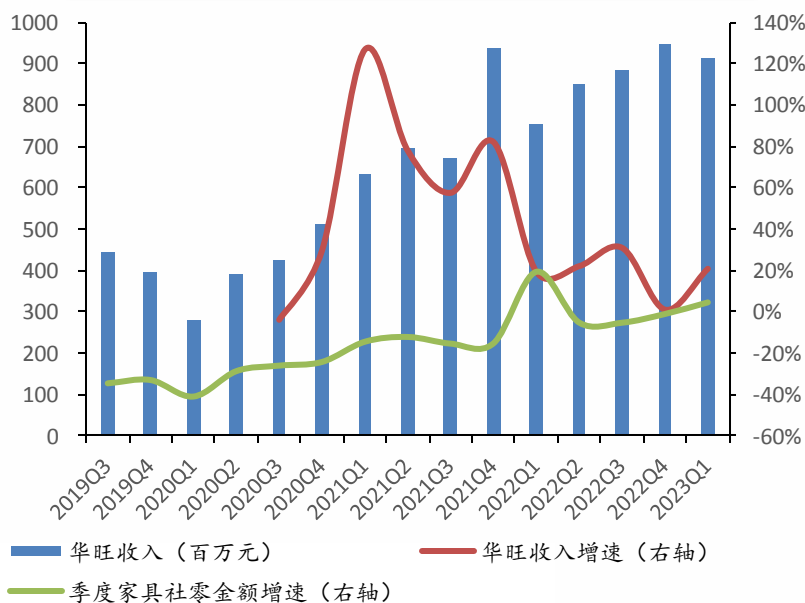
目 录

- ◆ **公司概况：高端装饰原纸龙头企业，盈利能力稳步提升**
- ◆ **行业格局：装饰原纸格局集中，高端化趋势明显**
- ◆ **核心竞争力：成本控制能力领先，吨盈利水平优于同业**
- ◆ **盈利预测与估值**

客户：下游主要为中高端板材客户，需求稳定

- 历史收入波动性小，受产能投放节奏影响大于受家居需求影响。历史上来看，公司的收入增速整体维持较快增长水平，高于家具社零增速，波动受产能投放影响大于家具社零影响。主要由于：1) 公司下游客户以高端家具品牌为主，近两年家居品牌向头部集中的趋势，中高端品牌相较于小厂经营更稳定；2) 装饰贴面纸应用领域更广泛，下游品类从传统人造板延伸至聚乙烯、聚丙烯、玻璃纤维等新型人造板，渗透率仍有提升。

华旺单季度收入VS家具社零增速



表：2019-2020H1华旺科技前五大直接客户

	2020H1	2019	客户合作品牌
江苏佳饰家新材料有限公司	6.67%	6.16%	
浙江帝龙新材料有限公司	5.00%	5.80%	菲林格尔、博洛尼、我乐等
菲克森	3.67%	3.21%	印度贸易商，唯一一家贸易客户
广东天元汇邦新材料股份有限公司	3.61%	4.14%	索菲亚战略合作伙伴
INTERPRINT GmbH	2.89%		
杭州南洋装饰纸有限公司		2.73%	
前五大客户收入占比合计	21.84%	22.03%	

数据来源：公司公告，Wind，西南证券整理
www.swsc.com.cn

数据来源：公司公告，客户公司官网，西南证券整理

客户：品控稳定，与下游客户粘性强

- 装饰原纸对产品性能和稳定性要求高，头部企业技术水平成熟，已经与下游建立稳固合作关系。装饰原纸作为家具表层，很大程度上影响家具的观感和使用体验，影响消费者决策和口碑；装饰原纸在压贴于人造板之前，需要经过印刷与三聚氰胺树脂浸胶等工艺，因此装饰原纸的品质很大程度体现在印刷与浸胶时的性能表现上。随着国内浸渍装饰纸生产商逐渐采用转速更快的先进印刷设备，对装饰原纸的匀度、纸张强度、渗透性等性能的要求更高。另外，消费者对家具防火性、耐晒性和环保性的重视程度与日俱增，这些都提升了对装饰原纸品质的要求。

表：装饰原纸检测指标（部分）

	对家具的使用体验影响	高端装饰原纸特性	低端装饰原纸特性
耐磨性	具有良好耐磨性的装饰原纸能够对家具起到保护作用	耐光色牢度在蓝色羊毛布标准BWS-7以上	耐光色牢度一般在蓝色羊毛布标准BWS-6
透气性	透气性好的装饰原纸可避免家具在使用期间出现气泡	环境兼容性强，观感呈现厚、柔、鲜特点	装饰性差，观感呈干、涩、糊特点
防晒性	使家具保持颜色亮丽，避免在紫外线照射下出现褪色、露白等情况	高端装饰纸色彩在不同批次间均表现稳定	同一产品不同批次间常出现色差等情况
防潮性	避免家具因受潮而出现膨胀变形、发霉腐朽		
均匀性	避免家具外观印刷颜色出现色度不均		
形稳性	形稳性越好家具表面印刷的图案越不易变形		
耐弯曲性	可使满足家具外观凹凸立体感设计，使家具更美观		

数据来源：公司招股说明书，韦伯咨询，西南证券整理

吨价：定位高端，产品议价能力强

- 拆分量价来看，公司产销率较高，产能利用率较饱和，2017-2020年受产能制约，销量增长不多，2021-2022年公司募投项目及定增项目产能逐步落地，打开销量天花板。
- 价格方面，公司装饰原纸单价波动趋势与浆价波动趋势一致，值得注意的是，公司产品价格在浆价下行时韧性较强，纸价降幅小于浆价降幅；在浆价上行时提价较顺畅，浆价上行时纸价提价幅度大于浆价下行时的跌价幅度。

表：华旺科技量价拆分

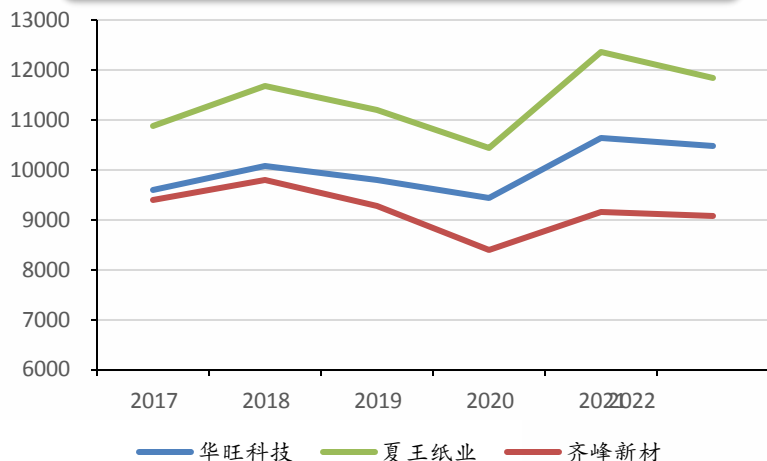
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
装饰原纸销量 (万吨)	14.51	15.07	14.53	13.85	20.25	22.7
yoy		3.9%	-3.6%	-4.7%	46.2%	12.3%
装饰原纸单价 (元/吨)	9601.4	10064.7	9779.7	9429.6	10654.3	10482.5
yoy		4.8%	-2.8%	-3.6%	13.0%	-1.6%
木浆价格 (元/吨)	5905.11	6684.58	4989.79	4547.83	6312.46	7083.45
yoy		13.2%	-25.4%	-8.9%	38.8%	12.2%

数据来源：公司公告，隆众资讯，Wind，西南证券整理

吨价：定位高端，产品议价能力强

- 对比均价来看，华旺作为高端装饰原纸头部供应商，生产技术已达到国内先进水平，产品均价较高，2022年高端装饰原纸企业夏王纸业、华旺科技装饰原纸均价分别约为11850元/吨、10480元/吨；中高端装饰原纸企业齐峰新材装饰原纸均价9090元/吨，客户给予头部企业的品质稳定性较高溢价。此外华旺科技的产品均价更平稳，受浆价波动影响小，价格韧性较强。
- 对比毛利率来看，华旺毛利率水平行业领先，整体呈现稳步提升趋势。2018-2022年华旺毛利率整体高于夏王和齐峰，2022年为20.4%。
- 整体而言，华旺作为高端装饰原纸唯二规模较大的头部供应商之一，具备强价格竞争力，且可以维持领先同业的毛利率水平，表现出其成本控制能力强且壁垒较高。

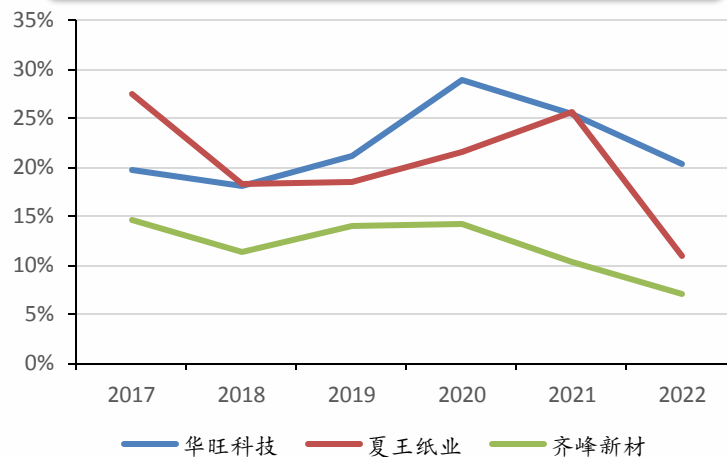
各公司装饰原纸均价（元/吨）



数据来源：各公司公告，Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

各公司装饰原纸业务毛利率

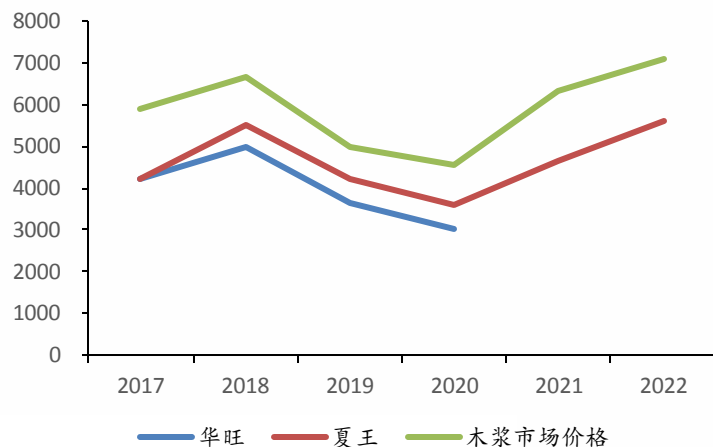


数据来源：各公司公告，Wind，西南证券整理

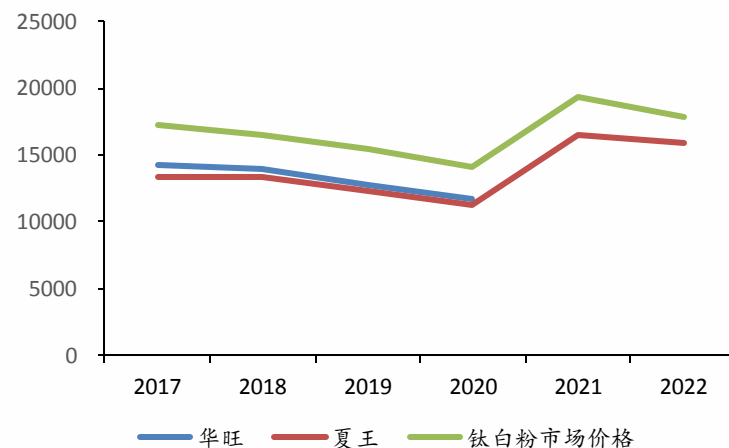
成本优势1：核心原材料采购价格具有规模优势

- **木浆：通过向海外浆厂协议采购，木浆成本较低。**公司主要的木浆供应商为巴西SUZANO，采购体量较大，可以获得优惠采购价格。2017-2020年公司木浆采购价格整体低于市场价格1500元/吨左右。此外，由于木浆从巴西游装船并运输至国内的周期较长，公司通过木浆贸易业务，提升采购的规模优势，同时方便装饰原纸业务临时性的生产计划调整，提高装饰原纸生产所需原材料供应的稳定性。
- **钛白粉核心供应商为国内龙头企业，合作密切。**公司钛白粉主要供应商为安徽金星钛白有限公司（中核钛白全资子公司），为国内钛白粉行业头部企业，与公司合作年限长，2017-2020年公司钛白粉采购价整体低于市场价2000-3000元/吨。此外，公司募投项目工厂地点位于安徽马鞍山，与安徽金星钛白工厂距离较近，显著节约运输和仓储成本，具有较强的区位优势。

华旺&夏王木浆采购价格（元/吨）



华旺&夏王钛白粉采购价格（元/吨）



数据来源：公司公告，隆众资讯，西南证券整理

www.swsc.com.cn

数据来源：公司公告，卓创资讯，西南证券整理

成本优势2：单吨生产成本优势突出

- **生产效率高，单吨生产成本优势突出。**对比同业来看，公司单吨生产成本低于同行公司500元左右，其中：
- 1) 原材料成本低约100-200元；
 - 2) 动力成本低200-300元。公司电力和蒸汽主要为外采，采购价格与市场价格接近，预计并无显著的采购价格优势。单吨成本较低主要由于公司精细化管理作用下，优化排产时间，减少因更换SKU和检修导致的能源损耗，单吨能源消耗量较同业显著减少；
 - 3) 人工成本低于同业约100元，主要由于公司产线自动化水平较高，产线工人数量较少；
 - 4) 单吨制造费用持续下降，主要由于募投项目产能爬坡后，制造费用进一步摊薄，2020-2022年公司单吨制造费用低于同业20-40元。

表：单吨生产成本对比（元/吨）

华旺	2017	2018	2019	2020	2021	2022	齐峰	2017	2018	2019	2020	2021	2022
原材料	6462.7	7028.8	6440.9	5465.6	6465.4	6260.2	原材料	6486.3	7083.8	6369.6	5575.8	6542.0	6632.5
动力费用	622.9	593.6	614.8	653.5	650.4	734.0	能源动力	772.6	752.6	749.1	763.5	909.3	1049.6
人工费用	141.9	125.3	145.0	170.0	163.0	157.1	人工	234.3	250.6	289.7	248.5	241.1	208.1
制造费用	488.8	488.1	504.1	407.3	353.7	361.7	制造费用	404.2	407.5	396.3	428.8	380.2	406.0
单吨生产成本 (不含运费)	7716.3	8235.9	7704.8	6696.4	7632.6	7513.1	单吨生产成本	8041.5	8672.2	7984.3	7182.5	8229.0	8457.6

数据来源：各公司公告，西南证券整理

研发：深耕研发降本，技术壁垒较高

- 公司在生产技术开发方面重视成本改善，目前公司已经掌握多项成本改善核心技术，如超细硅酸铝加填法装饰原纸生产工艺通过开发表面改性钛白粉，降低钛白粉的添加比例，由于钛白粉的吨价较高，在15000-20000元左右，该技术预计可有效节约装饰原纸生产成本。公司核心研发技术中有多项围绕成本节约而开发，成本优势壁垒较高。

表：公司成本节约相关核心技术

核心技术	所处阶段	主要内容
低油墨耗用型装饰原纸的生产工艺	批量生产	低油墨耗用型装饰原纸旨在解决深色花纹系列浸渍装饰纸在生产过程中耗用油墨较多的问题。经过工艺改进后，后续印刷环节中的油墨耗用量可以得到一定程度的降低，从而节约了下游浸渍装饰纸生产企业的加工成本
超细硅酸铝加填法装饰原纸的生产工艺	批量生产	装饰原纸的传统生产工艺一般要求在生产过程中添加较高比例的钛白粉，以保证装饰原纸的品质。本工艺采用三氧化二铝和硅烷偶联剂对钛白粉进行表面改性，提高了钛白粉的白度、耐候性和耐磨性，从而提升了装饰原纸的综合品质。本工艺开发的新型填料可以在一定程度上降低钛白粉的添加比例，具有节约装饰原纸生产成本的效果
废纸回收型印刷用装饰原纸的生产工艺	批量生产	废纸回收型装饰原纸旨在解决印刷废纸处理难的问题，实现废纸在装饰原纸生产过程中的有效掺用。
细胞腔加填技术在装饰原纸中的应用研究	验收阶段	提高装饰原纸质量，降低生产成本

数据来源：公司公告，西南证券整理

www.swsc.com.cn

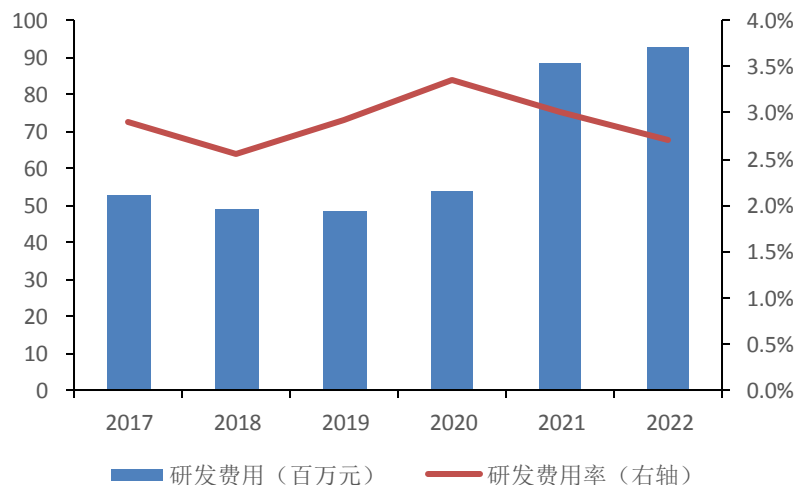
研发：深耕研发降本，技术壁垒较高

- **装饰原纸的研发由纸企主导，且对家具成品的外观、耐用性、营销效果可产生较大影响，是产业链环节中关键一环。**掌握强研发能力的企业与下游终端家具厂商绑定深，虽然公司不直接向品牌商供货，但品牌商往往指定上游印刷厂向特定原纸厂商采购，实际上客户粘性较强。
- **研发费用率保持较高水平。**2017-2022年公司研发费用从约5295万元增长至约9280万元，2022年研发费用同比增长约5%；2017-2022年研发费用率稳定在较高水平，2021年/2022年前三季度研发费用率分别为3%/2.7%。

表：主要专利技术梳理（均处批量生产阶段）

核心技术	主要内容
高强抗剖层分离装饰原纸生产工艺	通过对改性淀粉的选型和配比量进行控制，提高装饰原纸 Z 向强度，并有效地解决装饰原纸在高温高压下容易产生剖层分离的现象。
数码打印专用装饰原纸的生产工艺	数码打印技术与传统印刷技术相比，拥有个性化、色彩鲜艳、高精度、图像细腻等诸多优势。
高形稳性装饰原纸的生产工艺	通过优化浆料和辅料配比，采用游离状打浆技术同时对抄纸过程的伸缩性进行系统控制，提高装饰原纸形稳性，使后续印刷环节图案形状更稳定。

2017-2022年华旺科技研发费用



数据来源：公司公告，Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券整理

产能：产能稳步释放，医疗透析纸产能有望贡献新增量

- 公司产能稳步爬坡，新拓展医疗透析纸产能有望贡献新增量。公司有杭州、马鞍山两个生产基地，2022年公司装饰原纸产能达到27万吨，预计2023年上半年新增8万吨产线投产，整体产能达35万吨以上。历史来看，公司产能利用率较高，可达到100%以上，公司通过合理高效排产，充分发挥现有产线生产能力，提升产能上限。此外，公司规划拓展特种纸（医疗透析纸）产能，医疗透析纸目前处于前期拓展客户及产品测试阶段，新品类有望为公司打开新增长空间。

表：华旺科技产能梳理

年度	项目	新增产能（万吨/年）	总产能（万吨/年）	产能利用率
2023.6	装饰原纸	8	35	/
2022	装饰原纸	5	27	/
2021	装饰原纸	7	22	/
2020	装饰原纸		15	/
2019	装饰原纸		15	97.96%
2018	装饰原纸		15	104.25%
2017	装饰原纸		15	104.33%

数据来源：公司公告，西南证券整理

目 录

- ◆ **公司概况：高端装饰原纸龙头企业，盈利能力稳步提升**
- ◆ **行业格局：装饰原纸格局集中，高端化趋势明显**
- ◆ **核心竞争力：成本控制能力领先，吨盈利水平优于同业**
- ◆ **盈利预测与估值**

盈利预测与估值

- **盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年EPS分别为1.66元、2.06元、2.29元，对应PE分别为12倍、10倍、9倍。考虑到公司产品力突出、市场占有率较高、新增产能有序释放，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 主要原材料价格大幅波动的风险；行业价格竞争加剧的风险；新产能投产进展不及预期的风险；国际贸易摩擦的风险。

表：盈利预测与估值

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3436.40	4177.73	4792.60	5327.69
增长率	16.88%	21.57%	14.72%	11.16%
归属母公司净利润（百万元）	467.34	551.07	684.41	759.52
增长率	4.18%	17.92%	24.20%	10.97%
每股收益EPS（元）	1.41	1.66	2.06	2.29
净资产收益率ROE	12.88%	11.39%	12.88%	13.06%
PE	14	12	10	9
PB	1.87	1.40	1.28	1.16

数据来源：Wind，西南证券



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：蔡欣

执业证号：S1250517080002

电话：023-67511807

邮箱：cxin@swsc.com.cn

分析师：赵兰亭

执业证号：S1250522080002

电话：023-67511807

邮箱：zhlt@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn