

五洲特纸(605007)

报告日期: 2023年08月28日

食品包装纸领军者, 浆纸扩张成长可期

——五洲特纸深度报告

投资要点

❑ **公司为食品包装、格拉辛纸龙头, 随 23H2 低价浆红利体现&纸价触底反弹, 盈利弹性逐季释放可期, 23Q4 自有化机浆线投产有望平滑周期波动, 浆纸一体化布局+多元化产品扩张赋能成长。**

❑ **食品包装纸龙头, 浆纸扩张赋能成长**

公司是国内食品包装纸龙头、多元化纸种版图拓张。公司主要从事食品包装纸、格拉辛纸、描图纸、转移印花纸及文化纸五大产品系列的研发、生产和销售业务。截至 2023H1, 公司已建成 9 条原纸生产线, 产能近 137 万吨, 其中食品卡纸 78 万吨, 格拉辛纸 21 万吨, 江西年产 30 万吨化机浆有望于 23Q4 前投产, 达产后将有效平滑周期波动。公司下游客户包括康师傅、统一、顶正包材、禾康包装、统奕包装、岸宝集团、Avery Dennison(艾利丹尼森)、冠豪高新等。2023H1 营业收入 28.41 亿元, 同比-4.44%, 归母净利润-0.12 亿元, 同比-105.68%, 主要系 23H1 消耗部分高价浆库存&产品价格下滑抵减成本红利, 盈利改善有所滞后。

❑ **行业: 特种纸品类丰富, 应用场景分散**

(1) **食品包装纸:** 2015 年至 2022 年食品包装纸市场规模从 120.6 万吨增长至 307.3 万吨, 15-22 年 CAGR 为 14.30%, 受益于“以纸代塑”需求成长预期较强, 行业产能投放积极; (2) **格拉辛纸:** 2015 年-2022 年我国格拉辛纸市场产量从约 16 万吨增长至 71 万吨, 15-22 年 CAGR 为 24.17%, 物流标签印刷需求上升将带动格拉辛纸用量需求, 行业供需格局较好, 新增产能有限; (3) **热转印纸:** 2011-2021 年中国热转印纸产量从 10.1 万吨增长到 23 万吨, CAGR 为 8.56%, 市场规模稳定增长。纺服行业需求回暖, 数码转印应用场景拓展, 热转印纸渗透率有望上升。

特种纸陆续挺价&低价浆到库, H2 利润有望修复。23Q2 主流浆厂报价跌幅较大, 6 月以来浆价触底后反弹, 预计 H2 新增产能压制浆价持续上涨, 浆价或进入窄幅整理阶段。7 月以来特种纸涨价函陆续发布, 食品卡、转印纸、格拉辛等主要产品有望温和修复, 考虑 2-3 个月采购及库存周期, 预计 23Q3 开始集中使用低价浆, 盈利弹性可期。

❑ **公司: 规模优势再提升, 客户资源&研发投入领先**

(1) **资本开支领先行业, 规模优势提升。**2017-2022 年公司资本开支由 1.65 亿元增长至 9.89 亿元, CAGR 高达 43.15%, 2021 年起资本开支领先行业, 2022 年实现产量/销量 96.13/96.21 万吨, 同比增长 58.67%/64.26%, 公司 2017-2022 年产销率较高, 预计 2023 年产能扩张支撑产销增长, 规模优势有望进一步扩张。(2) **客户资源丰富, 品牌优势较强。**公司深耕特种纸行业多年, 已与多家知名企业, 如康师傅、统一、Avery Dennison、冠豪高新等, 建立了合作关系。公司 2017 年-2022 年前五大客户销售额从 7.06 亿增长至 17.40 亿, CAGR 为 19.77%。(3) **公司研发投入领先, 产品工艺优势凸显。**2022 年公司研发投入 6484.43 万元, 立项/完成研发项目 39 个, 10 项产品已立项/备案省级工业新产品(新技术), 研发能力适配客户定制化需求。

❑ **盈利预测与估值**

我们预计公司 23-25 年营收分别为 61.90/81.77/99.72 亿元, 同比分别 +3.83%/+32.10%/+21.95%; 归母净利润 2.55/5.63/7.01 亿元, 同比分别 +24.07%/+121.26%/+24.45%, 对应 PE 21X/10X/8X, 首次覆盖给予“增持”评级。

❑ **风险提示**

下游景气度波动。纸价涨幅不及预期。行业竞争格局恶化。

投资评级: 增持(首次)

分析师: 史凡可

执业证书号: S1230520080008

shifanke@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥13.38
总市值(百万元)	5,359.46
总股本(百万股)	400.56

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,962	6,190	8,177	9,972
(+/-) (%)	61.59%	3.83%	32.10%	21.95%
归母净利润	205	255	563	701
(+/-) (%)	-47.41%	24.07%	121.26%	24.45%
每股收益(元)	0.51	0.64	1.41	1.75
P/E	26.12	21.05	9.51	7.64

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 食品包装纸龙头，浆纸扩张赋能成长	6
1.1 公司介绍：食品包装纸龙头，多元化产品拓张	6
1.2 股权结构：股权结构集中稳定，股权激励彰显信心	8
1.3 财务分析：Q2 环比扭亏为盈，23H2 盈利弹性可期	9
1.4 产能规划：产能投放积极，浆纸多元化布局	13
2 特种纸品类丰富，下游应用广泛	14
2.1 食品包装纸：以纸代塑需求成长预期强，供给投放较积极	15
2.2 格拉辛纸：快递业物流标签需求成长，带动格拉辛纸市场发展	19
2.3 转印纸：纺织服装需求回暖，数码转印渗透率有望提升	22
2.4 描图纸：工程制图需求较稳定，龙头壁垒较强	25
2.5 浆价触底后窄幅反弹，特种纸龙头陆续挺价	26
3 规模优势再提升，客户资源&研发投入领先	26
3.1 产能扩张份额提升，规模效应更加凸显	26
3.2 客户资源丰富，品牌优势凸显	27
3.3 产品工艺先进，研发投入领先	28
4 盈利预测与估值	29
4.1 盈利预测	29
4.2 投资建议	30
5 风险提示	30

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	8
图 2: 公司股权结构 (截至 2023 年 6 月 30 日)	8
图 3: 17-23H1 公司营业收入及同比增速 (百万元, %)	10
图 4: 17-23H1 公司归母净利润及同比增速 (百万元, %)	10
图 5: 2017 年-2023H1 分产品收入 (百万元)	10
图 6: 2023H1 分产品收入占比 (%)	10
图 7: 2017-2022 年分产品毛利 (百万元)	11
图 8: 2017-2022 年分产品毛利率 (%)	11
图 9: 2017-2023H1 年分地区收入 (百万元)	11
图 10: 2017-2022 年分地区毛利率 (%)	11
图 11: 2017-2022 年公司销售模式 (%)	11
图 12: 2022 年公司营业成本占比 (%)	12
图 13: 2020H1 原材料采购成本占比 (%)	12
图 14: 公司吨毛利与浆价 (美元/吨, 元/吨)	12
图 15: 公司与同行业公司吨毛利对比 (元/吨)	12
图 16: 2017-2022 年可比公司毛利率 (%)	13
图 17: 2017-2022 年可比公司净利率 (%)	13
图 18: 2017-2022 年可比公司 ROE (%)	13
图 19: 2017-2022 年可比公司总资产周转率.....	13
图 20: 2017-2023H1 公司费用率 (%)	13
图 21: 2018-2022 年公司杜邦分析.....	13
图 22: 2013-2021 年中国特种纸及产量 (万吨)	15
图 23: 2021 年我国特种纸细分纸种市场产量分布 (%)	15
图 24: 2021 年食品包装纸细分产品结构 (%)	16
图 25: 2015-2022 年我国食品包装纸产量 (万吨)	16
图 26: 新式茶饮市场规模统计及增速 (亿元, %)	18
图 27: 现磨咖啡市场规模统计及增速 (亿元, %)	18
图 28: 2022 年食品包装纸行业竞争格局 (%)	19
图 29: 2015-2022 年我国格拉辛纸产量 (万吨)	20
图 30: 2021 年全球标签市场销量占比分布情况 (%)	20
图 31: 2016-2021 年标签印刷市场产值统计及增速 (亿元, %)	20
图 32: 2021 年全球标签市场需求结构 (%)	21
图 33: 2016-2022 年不干胶标签市场规模统计 (亿平方米, %)	21
图 34: 2015-2022 年中国规模以上快递业务量 (亿件)	22
图 35: 2022 年中国格拉辛纸行业竞争格局 (%)	22
图 36: 2011-2021 年中国热转印纸产量 (万吨, %)	23
图 37: 2021 年中国热转印纸产品结构 (%)	23
图 38: 2018 年至今中国服装类商品零售额当月同比增速 (%)	23
图 39: 2014-2019 年全球数码印花产量 (亿米, %)	24
图 40: 2014-2019 年中国数码印花产量 (亿米, %)	24
图 41: 2020 年中国热转印纸产能分布 (%)	25
图 42: 2017-2020 年中国描图纸市场规模 (亿元, %)	25

图 43: 2016-2020 年中国描图纸产量 (万吨, %)	25
图 44: 2021 年中国描图纸竞争格局 (%)	26
图 45: 2017-2022 年公司与民丰特纸描图纸业务毛利率 (%)	26
图 46: 针叶浆、阔叶浆价格 (美元/吨)	26
图 47: 特种纸企业 2017 年-2023Q1 资本开支 (百万元)	27
图 48: 2017-2022 年公司销量 (万吨, %)	27
图 49: 2017-2022 年公司产销率 (%)	27
图 50: 2020H1 公司销售情况 (%)	28
图 51: 2017-2021 年公司前五大客户销售额及占比 (亿元, %)	28
图 52: 公司研发投入情况 (百万元, %)	29
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: 公司核心管理人员概况 (截至 2022 年 12 月 31 日)	8
表 4: 2023 年公司向特定对象发行预案	9
表 5: 公司层面业绩考核要求	9
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: 食品包装纸主要品种	16
表 10: 限塑令到禁塑令的政策历程	16
表 11: 以纸代塑新增食品包装纸需求测算	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: 2023-2025 年中国食品白卡纸新增产能	19
表 14: 格拉辛纸与普通离型纸对比	20
表 15: 新旧款物流标签对比	21
表 16: 数码印花与传统印花特性对比	24
表 17: 数码印花传统印花成本对比 (元/米)	24
表 18: 2020 年全球主要产地数码喷墨印花渗透率 (%)	24
表 19: 2022-2023 年热转印纸新增产能 (万吨)	25
表 20: 近期特种纸提价函	26
表 21: 公司部分重要专利	28
表 22: 公司业务量价拆分表	30
表 23: 可比公司盈利预测表	30
表附录: 三大报表预测值	32

1 食品包装纸龙头，浆纸扩张赋能成长

1.1 公司介绍：食品包装纸龙头，多元化产品拓张

公司是国内食品包装纸龙头、多元化纸种版图拓张。公司成立于2008年，主要从事食品包装纸、格拉辛纸、描图纸、转移印花纸及文化纸五大产品系列的研发、生产和销售业务。截至2023H1，公司已建成9条原纸生产线，产能近137万吨，其中食品卡纸78万吨，格拉辛纸21万吨。公司下游客户包括康师傅、统一、顶正包材、禾康包装、统奕包装、岸宝集团、Avery Dennison(艾利丹尼森)、冠豪高新等。2017-2022年公司营收/归母净利润CAGR分别为26.22%/3.64%。2023H1营业收入28.41亿元，同比-4.44%，归母净利润-0.12亿元，同比-105.68%，主要系23H1消耗部分高价浆库存&产品价格下滑抵减成本红利，盈利改善有所滞后。

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	2023H1
营业收入	1,860.90	2,149.00	2,375.93	2,634.66	3,689.52	5,962.08	2,841.29
YOY	13.47%	15.48%	10.56%	10.89%	40.04%	61.59%	-4.44%
归母净利润	171.64	165.35	199.25	338.56	390.16	205.20	-12.15
YOY	66.17%	-3.66%	20.50%	69.91%	15.24%	-47.41%	-105.68%
扣非归母净利润	165.06	135.59	175.69	313.11	353.26	163.04	-1.48
YOY	205.14%	-17.85%	29.57%	78.22%	12.82%	-53.85%	-100.77%
毛利率	20.11%	16.80%	19.16%	23.13%	17.28%	8.78%	5.27%
期间费用率	7.10%	7.69%	8.08%	7.05%	4.35%	4.67%	4.32%
销售费用率	3.75%	3.42%	4.00%	4.30%	0.22%	0.16%	0.22%
研发+管理费用率	1.88%	2.24%	2.21%	2.24%	3.08%	2.44%	2.44%
财务费用率	1.47%	2.03%	1.87%	0.51%	1.04%	2.06%	1.66%
归母净利率	9.22%	7.69%	8.39%	12.85%	10.57%	3.44%	-0.43%
存货	169.64	215.48	225.36	429.03	571.93	658.97	965.21
较上年同期增减	-25.21	45.84	9.88	203.67	142.90	87.04	317.59
应收账款及票据	488.04	523.55	617.63	592.17	663.72	1,100.74	1,075.43
较上年同期增减	-73.29	35.51	94.08	-25.46	71.55	437.02	82.69
应付账款及应付票据	393.74	433.17	494.36	557.62	530.60	898.51	1,066.46
较上年同期增减	-57.80	39.43	61.19	63.26	-27.02	367.90	160.13
预收账款（合同负债）	3.27	5.54	6.12	14.55	21.01	28.44	31.81
较上年同期增减	0.24	2.28	0.58	8.42	6.47	7.43	-11.87
经营性现金流净额	186.68	26.70	99.02	181.25	272.21	36.19	-223.76
较上年同期增减	-9.71	-159.98	72.32	82.23	173.19	-236.02	-434.73
资本开支	164.57	209.87	292.48	314.91	604.43	989.11	513.77
较上年同期增减	87.22	45.30	82.61	22.43	311.95	384.67	-475.34
ROE	37.23%	20.43%	19.75%	20.06%	18.44%	9.31%	-0.57%
YOY（±）	2.95%	-16.80%	-0.68%	0.31%	-1.62%	-9.13%	-9.88%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表2: 公司产品结构

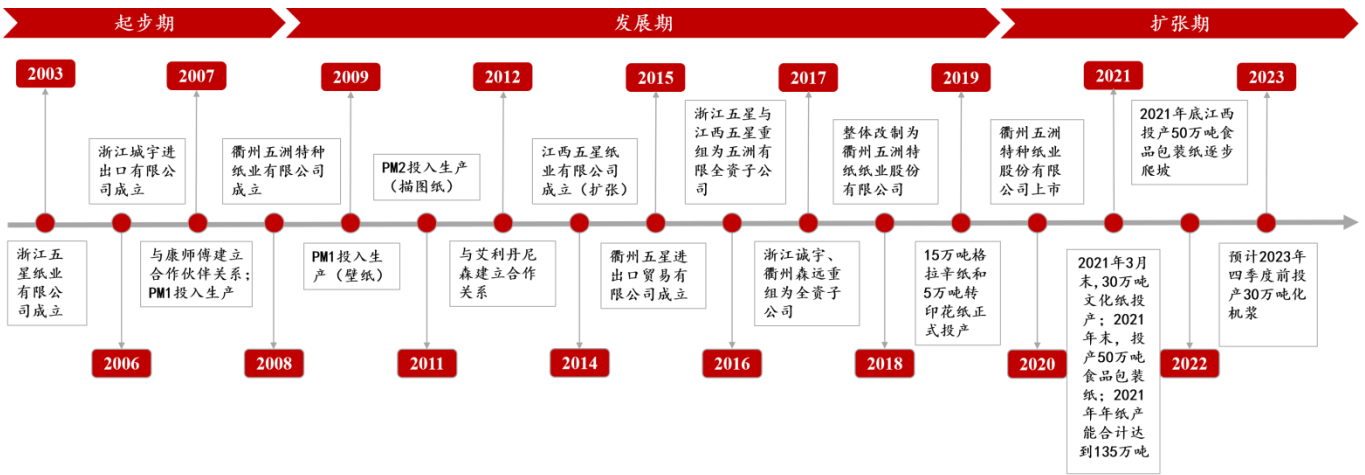
产品品类	产品简介
食品包装纸	食品包装纸泛指食品行业包装使用的特种纸及纸板, 具有防油、防水等特性, 广泛应用于方便食品、休闲食品、餐饮、外卖食品、冲调类热饮等的包装卡。
格拉辛纸	格拉辛纸又名半透明玻璃纸, 是由格拉辛原纸经超级压光而成的具有良好内部强度和透明度的特种纸, 结构紧密, 具有平滑度高、抗油脂性能好、离型剂耗用少、透明度高、适合模切等优点, 一般用于食品、饮料、医药、日化品、电子等行业包装产品的高速自动贴标, 是特殊胶带、双面胶带基材商标、激光防伪标等的常用材料。
描图纸	描图纸一般是在经高度粘状打浆的特制漂白化学木浆中加入硬脂酸及淀粉等胶料, 低温慢速抄造而成, 突出特点为纸面平滑、强韧、透明度高、耐磨耐水、纸质均匀, 最初在工程制图、晒图中使用, 后因良好的适应性广泛应用于印刷、包装、制作广告和图册插页等领域。
转印纸	转移印花纸作为一种纸基用来实现图案的转移, 此工艺利用分散性染料或油墨的升华原理, 以纸张为载体, 通过温度的升华使印制在纸张上的花型转移复制到织物上。
特种文化纸	文化纸主要应用于教辅教材、党政期刊、儿童图书、商品说明书以及办公复印纸等领域, 下游需求刚性较强, 对外部经济环境变化敏感度较低

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

公司发展历史可大致分为以下三个阶段:

- (1) **2003-2007 年起步阶段:** 2003 年浙江五星纸业有限公司成立, 公司进入特种纸领域。2006 年公司成立了浙江城宇进出口有限公司。2007 年公司与康师傅建立合作关系。
- (2) **2009-2020 年快速发展阶段:** 2009 年和 2011 年壁纸与描图纸先后投产; 2012 年, 公司与全球标签及相关材料制造龙头公司艾利丹尼森建立合作伙伴关系, 打开海外市场。2014 年与 2015 年先后成立了江西五星纸业有限公司和衢州五星进出口贸易有限公司, 并在 2016-2018 年间完成了公司改制。2017 年全资子公司江西五星 110 万吨机制纸项目开始正式投建, 加快扩大产能, 增强主业实力。
- (3) **2020 年至今扩张期:** 2020 年公司在上交所挂牌上市, 2021 年 3 月末 30 万吨文化纸项目投产, 2021 年末投产 50 万吨食品包装纸, 全年纸产能合计达到 135 万吨。截止 2023H1, 公司共有 137 万吨产能, 其中食品白卡 78 万吨、格拉辛纸 21 万吨、描图纸 7000 吨, 特种文化纸/工业包装纸 30 万吨、转印纸 7.2 万吨。其中, 2023 年初已投产 2.2 万吨转印纸, 预计在 2023 年底于江西投产 30 万吨化机浆生产线, 1.8 万吨描图纸有望 23 年底投产, 湖北一期 60 万吨工业包装纸项目有望 24 年 6 月达产。

图1: 公司发展历程

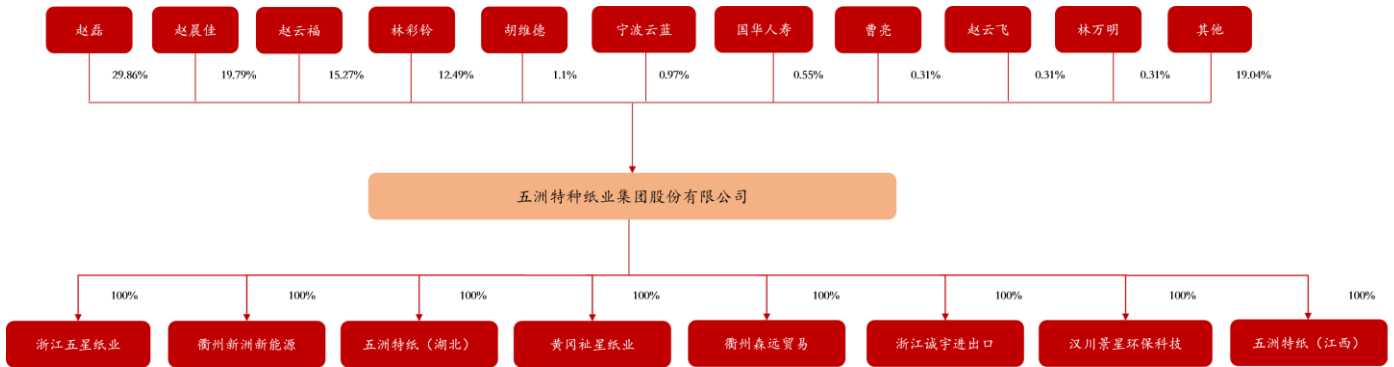


资料来源: 公司公告, 公司官网, 浙商证券研究所

1.2 股权结构: 股权结构集中稳定, 股权激励彰显信心

股权结构集中稳定, 实控人为赵氏家族。董事长赵磊与其亲属(赵晨佳、赵云福和林彩玲)为公司大股东、实控人, 赵氏家族合计持股 77.64%。宁波云蓝为公司员工持股平台, 持股占比 0.97%。核心高管伴随公司共同成长, 深耕特种纸领域, 在管理、技术、市场等方面具备丰富经验。

图2: 公司股权结构(截至 2023 年 6 月 30 日)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表3: 公司核心管理人员概况(截至 2022 年 12 月 31 日)

姓名	职务	履历	2022 年薪酬 (万元)	持股数量 (万股)
赵磊	董事长、总经理	历任浙江五星副经理, 浙江诚宇进出口执行董事、经理, 优安乐控股集团董事, 江西五星监事, 九江诚宇物流经理; 现任衢州五星进出口执行董事、经理, 江西五星总经理, 湖北社星纸业执行董事、经理; 2018 年 6 月至今担任公司董事、总经理, 2021 年 1 月至今担任公司董事长。	223.50	11958.66
赵云福	董事	历任温岭县冠城精工电机厂经理, 温岭市沪光电缆执行董事、经理, 温岭市华南电缆厂副经理, 温岭市华南电缆执行董事、经理, 江西五星执行董事、总	71.40	6115.06

林彩玲	董事	理；2018年6月至2020年12月任公司董事长，2021年1月至今任公司董事 历任温岭县冠城精工电机厂副经理，温岭市沪光电缆监事，温岭市华南电缆厂经理，江西五星监事，浙江五星经理；现任温岭市华南电缆监事，江西五星副董事长，浙江五星监事，九江诚宇物流监事；2018年6月至今任公司董事。	26.30	5003.23
曹亮	副总经理	历任浙江五星销售经理，公司销售总监；2021年1月起任公司副总经理	84.66	124.08
张宴臣	副总经理	历任金城造纸技术员、工程师、主任，玖龙控股厂长、副总经理，辽宁兴东纸业常务副总，江西五星副总经理；2021年1月起任公司副总经理	137.90	0
张海峡	董事会秘书	历任海通证券交易员，摩根士丹利部门职员，烟台齐达渔业副总经理，山东安源水产副总经理、董秘，蓬莱嘉信染料化工副总经理、董秘，公司总经理助理；2018年6月至今任公司财务总监兼董秘	89.47	0
徐喜中	副总经理	历任浙江亚伦集团科员、车间主任、分厂厂长、副总经理、总经理兼副董事长，安徽华邦特种纸业总经理，浙江五星副总经理，浙江佳维康特种纸经理，浙江五星总经理助理；2018年6月至今任公司副总经理	72.48	0

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

实控人大额增持+股权激励计划，彰显发展信心。2023年6月22日，公司公告拟向实控人赵磊先生、赵晨佳女士、赵云福先生、林彩玲女士以11.64元/股价格发行不超过7302万股股票，不超过发行前公司总股本的30%，发行对象以现金方式认购，募集资金总额不超过8.5亿元，扣除相关费用后全部用于补充流动资金；同时发布2023年限制性股票激励计划草案，拟授予高管及核心骨干人员112人（约占员工总数6.9%），共计333.9万股（约占公司股本总额0.83%），授予价格为7.28元/股，激励业绩考核要求为23/24/25年净利润2.5/5.5/7.0亿元，同比+22%/+120%/+27%，23-25年净利润CAGR为67.3%。

表4：2023年公司向特定对象发行预案

发行对象	认购股份数量（股）	认购金额（万元）
赵磊	34,364,261	40,000.00
赵晨佳	17,182,130	20,000.00
赵云福	6,443,298	7,500.00
林彩玲	15,034,364	17,500.00
合计	73,024,054	85,000.00

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表5：公司层面业绩考核要求

解除限售安排	考核年度	目标净利润（亿元）
第一个解除限售期	2023年度	2.50
第二个解除限售期	2024年度	5.50
第三个解除限售期	2025年度	7.00

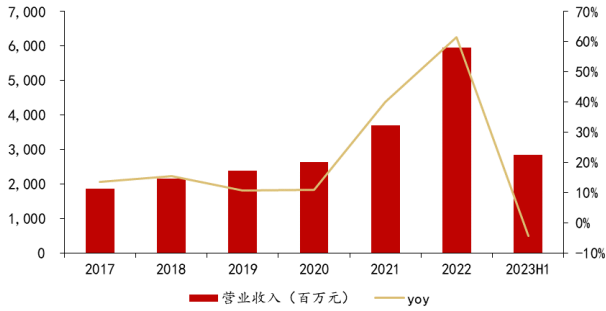
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.3 财务分析：Q2 环比扭亏为盈，23H2 盈利弹性可期

Q2 盈利拐点已至，23H2 业绩逐季改善。2017-2022年公司营业收入从18.6亿元提升至59.62亿元，CAGR为26.22%，受益于2021年底江西五星基地50万吨食品包装纸产线试产成功，食品包装纸产能爬坡，2021-2022年营收快速增长。2017-2022年归母净利润由1.7亿元上升至2.05亿元，CAGR为3.64%，2022年业绩下滑系高价浆成本压力较大。23H1收入28.41亿元（同比-4.44%）、归母净利-0.12万元（同比-105.68%）；单23Q2收入15.83亿元（同比-3.63%），归母净利0.18亿元（同比-84.02%），Q2业绩环比扭亏为盈。上半年需求

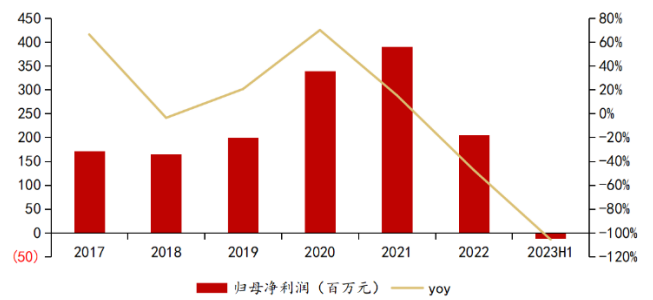
弱修复，公司部分产成品价格下滑抵减成本红利，预计 Q3 后集中使用超跌低价浆，主要产品价格有望止跌回暖，预计 H2 吨盈利剪刀差逐渐扩张。

图3: 17-23H1 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

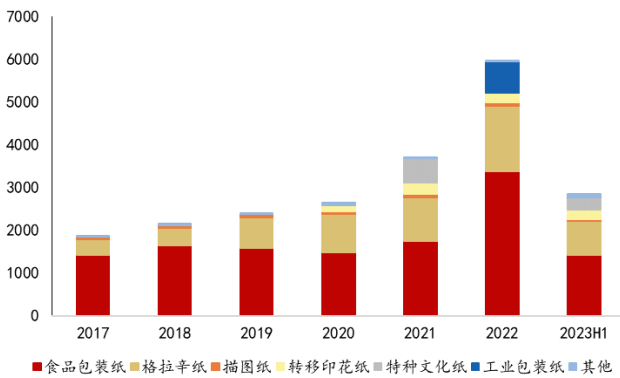
图4: 17-23H1 公司归母净利润及同比增速 (百万元, %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

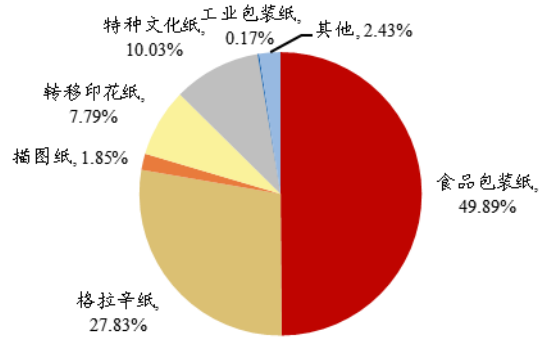
分产品看，食品包装纸、格拉辛纸是公司收入的主要来源。2023H1 食品包装纸营收 14.17 亿元、占比 49.89%，格拉辛纸营收 7.91 亿元、占比 27.83%，食品卡、格拉辛纸是主要收入来源，描图纸、转移印花纸、特种文化纸、工业包装纸营收占比分别 1.85%、7.79%、10.03%、0.17%。公司食品包装纸产品根据下游应用可细分为方便面碗、打包餐盒、咖啡茶饮杯等，终端用户为康师傅、统一等大型食品饮料公司。格拉辛纸是制作标签的主要材料，主要客户有艾利丹尼森、冠豪高新等国内外知名标签纸企业。

图5: 2017 年-2023H1 分产品收入 (百万元)



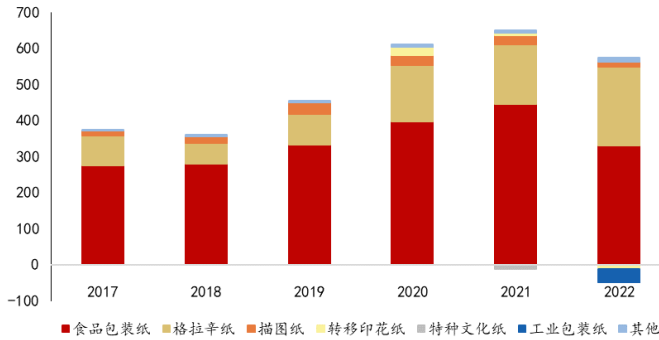
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图6: 2023H1 分产品收入占比 (%)



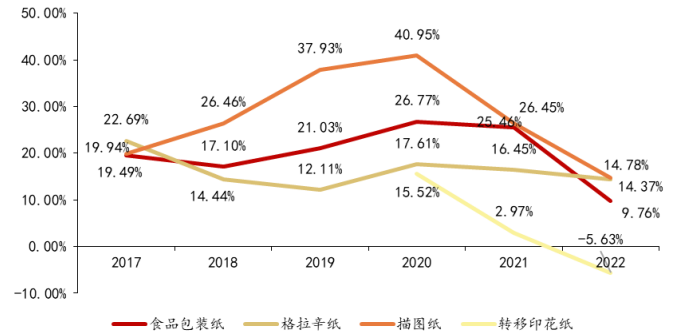
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图7: 2017-2022年分产品毛利(百万元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

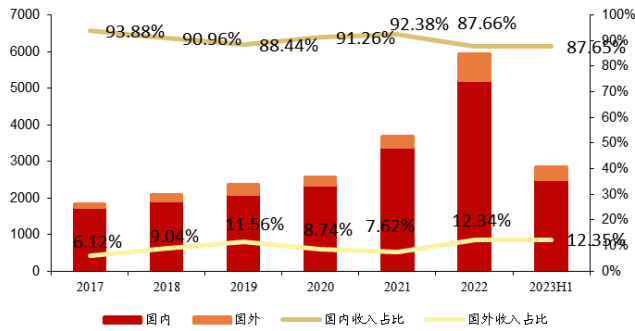
图8: 2017-2022年分产品毛利率(%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

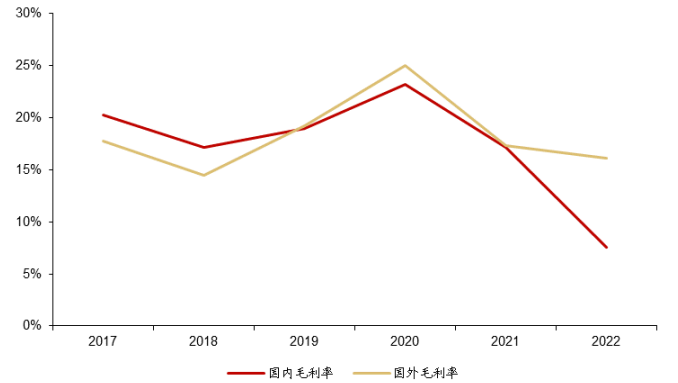
分地区看,公司以国内为主,海外市场不断发力。2022年国内/国外收入占比分别为87.66%/12.34%;2022年国内、国外毛利率水平分别为7.57%/16.10%。2022年国外受俄乌战争影响本土能源成本上升,部分订单向中国转移,公司出口占比有所提升。

图9: 2017-2023H1年分地区收入(百万元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

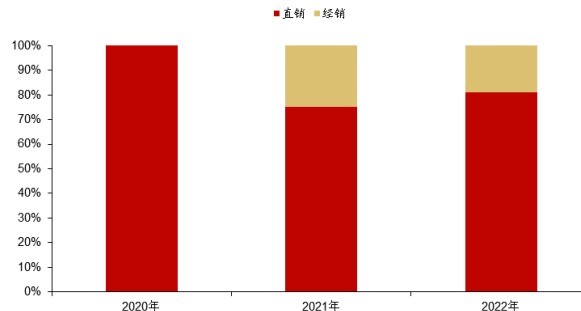
图10: 2017-2022年分地区毛利率(%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

公司特种纸以直销为主,直销收入占比较高。公司特种纸采用直销模式以销定产,与主要客户建立了长期合作关系,按照订单要求定制化生产发货,提高客户粘性。2022年直销/经销收入占比分别为81.02%/18.98%。

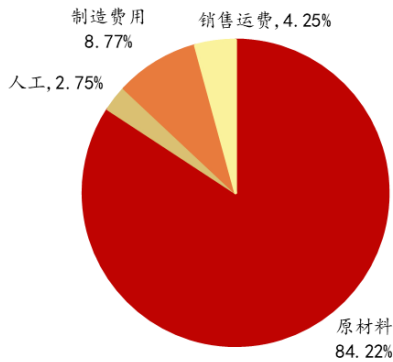
图11: 2017-2022年公司销售模式(%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

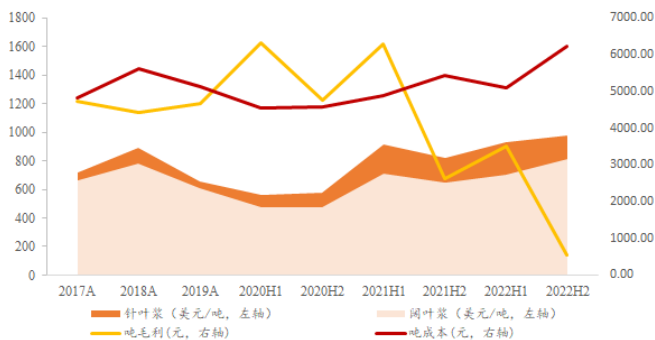
直接材料在成本中占比较高，木浆为主要原材料，吨毛利随浆价波动。2022 年原材料占营业成本比重为 84.22%，公司盈利能力受木浆等主要原材料价格影响。22H2-23H1 浆价高位压力传导，公司吨毛利大幅压缩，但 23H2 随着低价浆到库回暖，纸价止跌企稳回暖，吨毛利或逐季修复。

图12: 2022 年公司营业成本占比 (%)



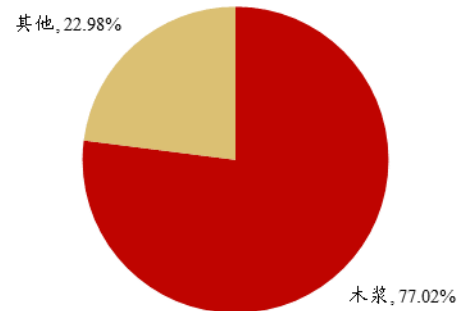
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图14: 公司吨毛利与浆价 (美元/吨, 元/吨)



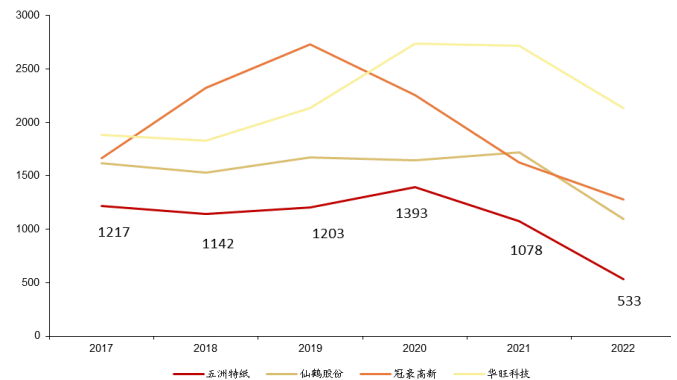
资料来源: 公司公告, 卓创资讯, 浙商证券研究所

图13: 2020H1 原材料采购成本占比 (%)



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所注: 2020 年及以后公司未公开披露木浆成本占比

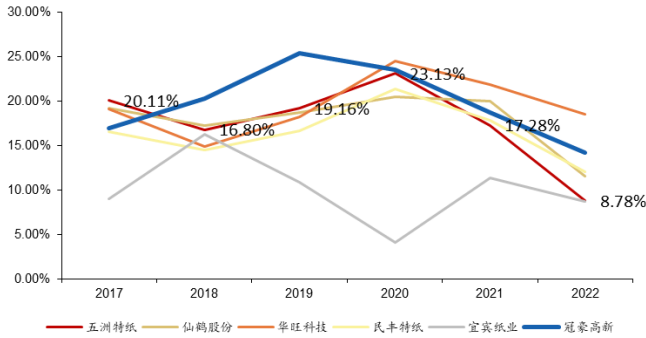
图15: 公司与同行业公司吨毛利对比 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究

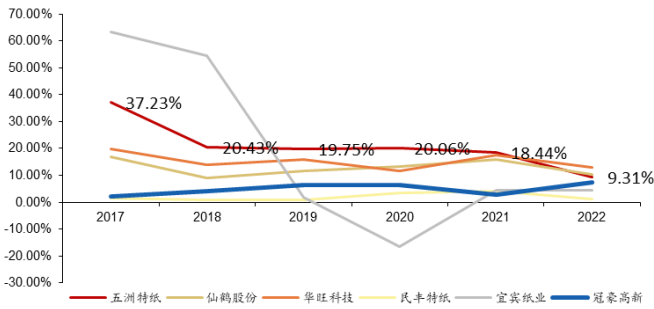
ROE 处于行业中游水平，2023 年盈利能力有望持续改善，费用率有所波动。2017-2022 年公司毛利率均值为 17.54%、净利率平均为 8.70%，平均 ROE 为 20.87%，表现处于同行业中上游水平，2017 年-2022 年期间费用率有所波动，其中销售费用率波动主要系产销量、销售区域变动，财务费用波动系汇兑损益波动所致。2022 年成本高位挤压盈利，23H1 高价库存浆消耗完成，23H2 低价浆到库，产品挺价有望传导落地，盈利水平有望回升。

图16: 2017-2022年可比公司毛利率(%)



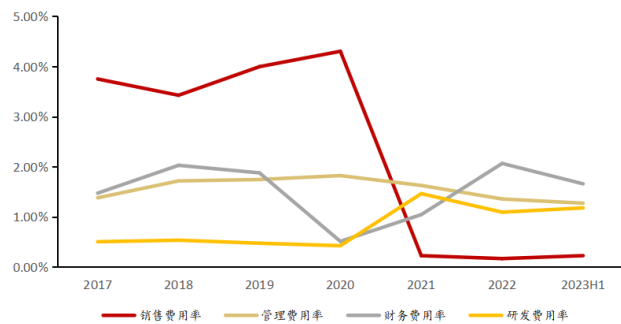
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图18: 2017-2022年可比公司ROE(%)



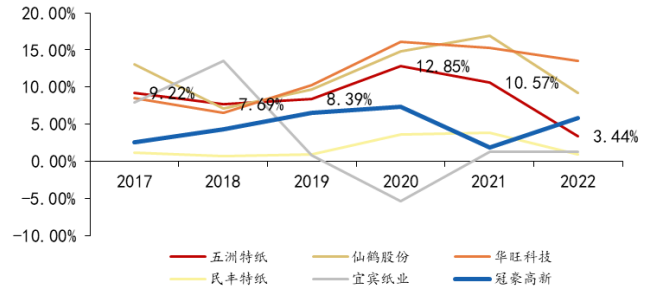
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图20: 2017-2023H1公司费用率(%)



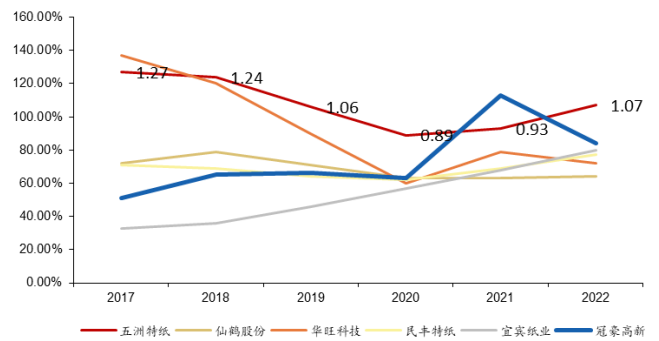
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图17: 2017-2022年可比公司净利率(%)



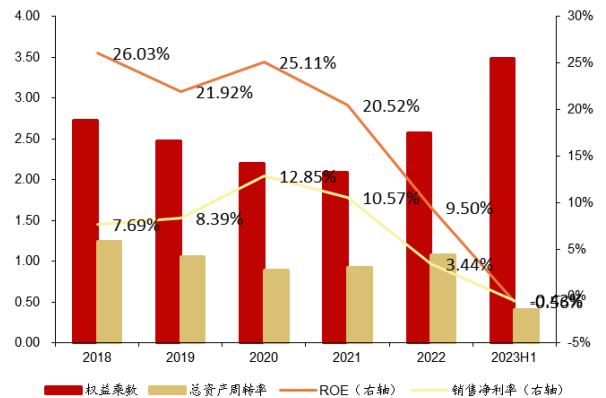
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图19: 2017-2022年可比公司总资产周转率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图21: 2018-2022年公司杜邦分析



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.4 产能规划: 产能投放积极, 浆纸多元化布局

产能持续扩张, 规模优势扩大。2023H1 公司造纸产能约 137 万吨, 其中食品包装纸产能 78 万吨、格拉辛纸产能 21 万吨, 描图纸产能 7000 吨, 转移印花纸产能 7.2 万吨, 工业包装纸/特种文化纸 30 万吨 (此产线 23H1 生产特种文化纸)。新增产能方面, 2023 年初

投产 2.2 万吨转印纸，1.8 万吨描图纸有望 23 年底投产，20 万吨格拉辛改造项目持续推进中，江西年产 30 万吨化机浆有望于 23Q4 前投产，湖北汉川年产 449 万吨浆纸一体化项目一期已开工建设，预计一期 60 万吨工业包装纸项目有望 24 年 6 月投产。此外，公司于 2023 年收购凯恩股份子公司凯丰特纸，预计增加 2-3 万吨玻璃衬纸、不锈钢衬纸产能，产品种类更丰富，综合预计 2023 年/2024 年造纸产能约 142/192 万吨，规模优势进一步扩大。

表6：公司产能布局（万吨）

	2020	2021	2022	2023E	2024E
食品包装纸	28	78	78	78	78
格拉辛纸	21	21	21	21	41
描图纸	0.54	0.7	0.7	2.5	2.5
转移印花纸	5	5	5	7.2	7.2
特种文化纸	-	30	-	30	-
工业包装纸			30	-	60
玻璃衬纸、不锈钢衬纸等				3	3
造纸总产能	55	135	135	142	192
化机浆	-	-	-	30	30
浆总产能	-	-	-	30	30

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

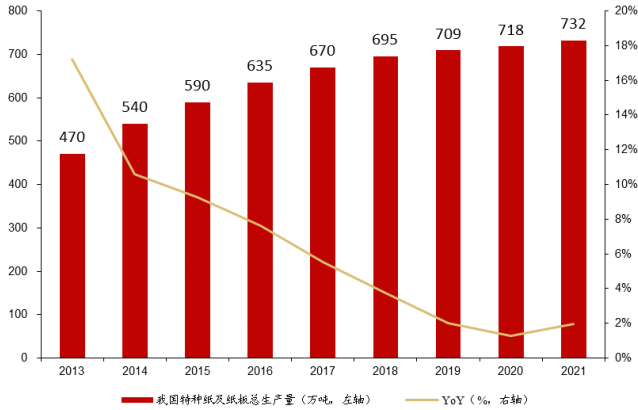
项目名称	产品种类	位置	产能（万吨）	投资金额（亿元）	预计投产时间
年产 30 万吨化机浆产线及配套项目	化机浆	九江	30	14.35	2023Q3
年产 660 万吨浆纸一体化项目	化学浆	武穴	150	230	建设周期 8 年
	特种纸		410		
年产 449 万吨浆纸一体化项目	化机浆	汉川	100	173	汉川一期 60 万吨工业包装纸预计于 24 年 6 月投产
	机制纸		249		
	化学浆/化机浆		155		
PM5 纸机项目	转印纸	衢州	2.2	1.05	2023Q1
PM17 纸机项目	描图纸	江西	1.8	-	2023 年年末

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2 特种纸品类丰富，下游应用广泛

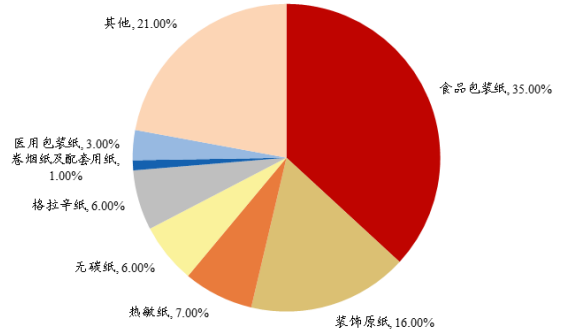
特种纸是将不同纤维制成的有特殊功能的纸张，因此特种纸的用途针对性强，特种纸行业也呈现下游分散、品种繁多等特点。根据 Smithers Pira，2013-2021 年全国特种纸产量从 470 万吨增长至 732 万吨，CAGR 为 5.69%。特种纸细分品类占比有所差异，食品包装纸、装饰原纸、热敏纸、无碳纸等，2021 年分别占中国特种纸细分市场产量的 35%/16%/7%/6%，其他纸种规模较小。

图22: 2013-2021年中国特种纸及产量(万吨)



资料来源: Smithers Pira, 浙商证券研究所

图23: 2021年我国特种纸细分纸种市场产量分布(%)



资料来源: 前瞻产业研究院, 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接力等性质。
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 食品包装纸: 以纸代塑需求成长预期强, 供给投放较积极

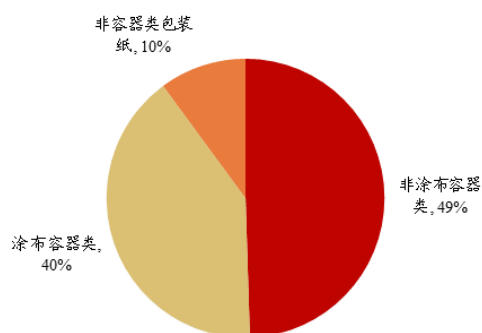
食品包装纸下游需求旺盛, 市场扩张较快。食品包装纸泛指食品行业包装使用的特种纸及纸板, 具有防油、防水、耐高温等特性, 广泛应用于方便食品、休闲食品、餐饮、外卖食品、冲调类热饮等的包装。2015年至2022年食品包装纸市场规模从120.6万吨增长至307.3万吨, 15-22年CAGR为14.30%, 行业成长属性明显。食品包装纸按功能可分为容器包装纸(纸杯、纸碗、牛奶盒等)和非容器包装纸(牛皮纸、防油纸、铝箔底纸、吸水纸等)。

表9: 食品包装纸主要品种

产品类别	产品用途	图例
纸杯纸	主要用于制作休闲食品包装及纸杯, 如饮料杯、冰激凌纸杯、企业定制纸杯等	
面碗纸	主要用于生产方便食品纸桶、外卖纸碗等	
餐盒纸	主要用于餐饮包装盒的制作, 如外卖餐盒、打包盒等	

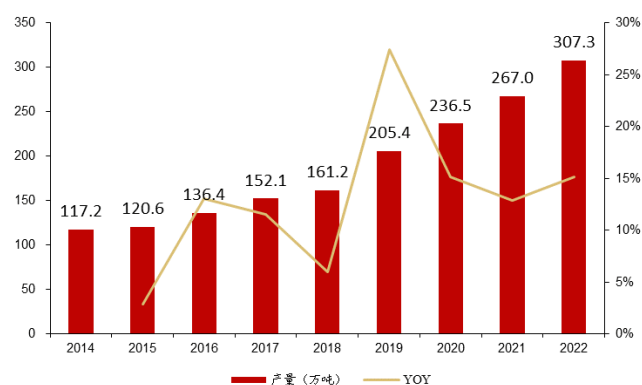
资料来源: 公司招股说明书、浙商证券研究所

图24: 2021年食品包装纸细分产品结构(%)



资料来源: 华经产业研究院, 浙商证券研究所

图25: 2015-2022年我国食品包装纸产量(万吨)



资料来源: 观研报告网, 浙商证券研究所

受益于“以纸代塑”，食品包装纸替塑需求增量可观。随着禁塑令在我国的逐步推广施行，纸质材料制品有望逐步替代部分塑料制品，食品包装纸市场空间有望拓展。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%，其中食品用包装纸占比25%，则可新增白卡纸需求71万吨，预计23-25年食品白卡纸替代塑料制品新增需求量为95/109/124万吨。

表10: 限塑令到禁塑令的政策历程

发布部门	时间	文件名称	主要内容
全国	2007.12	《关于限制生产销售使用塑料购物袋的通知》	从2008年6月1日起, 在全国范围内禁止生产、销售、使用厚度小于0.025毫米的塑料购物袋; 在所有超市、商场、集贸市场等商品零售场所实行塑料购物袋有偿使用制度。
吉林	2015.01	《解读“禁塑令”》	2015年1月1号开始, 吉林省正式施行“禁塑令”, 规定全国范围内禁止生产、销售不可降解塑料购物袋、塑料餐具。
全国	2017.11	《关于协同推进快递业绿色包装工作的指导意见》	提出到2020年, 可降解的绿色包装材料应用比例将提高到50%。

全国	2020.01	《关于进一步加强塑料污染治理的意见》	分三个阶段推进塑料污染治理：2020年率先在部分地区禁止、限制生产、销售和使用部分塑料制品；2022年一次性塑料制品消费量明显减少，替代产品得到推广；2025年塑料制品全环节管理制度建立，塑料污染得到有效控制。
上海	2020.09	《上海市关于进一步加强塑料污染治理实施方案》	到2022年，全面实现塑料废弃物零填埋；到2023年，上海将基本建立塑料制品生产、流通、消费和回收处置等环节的管理制度，基本形成政府主导、企业主体、全民参与的多元共治体系，塑料污染得到有效控制
北京	2020.12	《北京市塑料污染治理行动计划(2020-2025年)》	提出三阶段目标：到2022年，北京塑料污染治理政策标准体系初步建立；到2023年，全市重点场所、重点沿线塑料污染基本消除，重点用塑单位报告等基础性制度基本建立；到2025年，塑料污染治理制度全面建立，低塑生活的良好社会风尚基本形成
海南	2020.12	《海南省禁止生产销售使用一次性不可降解塑料制品名录（第一批）》	2020年12月1日起，海南将全面“禁塑”，被列入《海南省禁止生产销售使用一次性不可降解塑料制品名录（第一批）》的塑料制品将禁止生产和销售
山西	2021.08	《山西省禁止不可降解一次性塑料制品的规定》	通过立法对不可降解一次性塑料制品进行名录管理，明确政府部门及相关市场主体责任义务，加速拓宽替代品应用，突出重点区域治理，《规定》预计于2022年7月开始实施
天津	2022.02	《天津市“十四五”塑料污染治理行动方案》	源头减量：积极推动塑料制品绿色设计，严厉查处生产厚度小于0.025毫米的超薄塑料购物袋、厚度小于0.01毫米的聚乙烯农用地膜和含塑料微珠日化产品行为；持续推进一次性塑料制品使用减量；开展可循环快递包装规模化应用试点等。回收处置：加强塑料废弃物规范回收和清运，推动与垃圾收集、运输相衔接的再生资源回收网点全覆盖；加快推广应用废塑料再生利用先进适用技术装备等

资料来源：发改委，浙商证券研究所

表11：以纸代塑新增食品包装纸需求测算

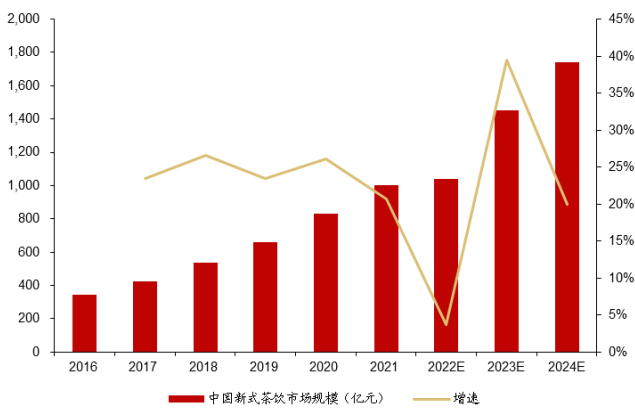
替代种类	2022E	2023E	2024E	2025E
中国不可降解塑料整体情况				
中国塑料制品产量（万吨）	7772	7422	7073	6726
中国可降解塑料制品产量（万吨）	180	188	197	204
不可降解塑料占比（%）	97.68%	97.47%	97.21%	96.97%
替代餐饮外卖领域一次性塑料餐具				
餐饮外卖订单量（亿）	243	279	307	339
单个订单一次性塑料餐具量（个）	2.3	2.3	2.3	2.3
一次性塑料餐具总量（亿个）	559	642	706	780
一次性不可降解塑料餐具总量（亿个）	546	625	686	756
纸餐具替代率（%）	17%	20%	23%	26%
食品包装纸占比（%）	90%	90%	90%	90%
单个餐具重量（g）	30	30	30	30
新增食品包装纸需求（万吨）	25.06	33.77	42.63	53.07
替代商超药店等零售领域不可降解塑料袋				
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%
食品包装占比（%）	25%	25%	25%	25%
单个包装纸袋重量（g）	30	30	30	30
新增食品包装纸需求（万吨）	58.92	61.60	66.42	70.52
合计	83.98	95.38	109.05	123.60

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

食品卡下游需求稳定增长：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

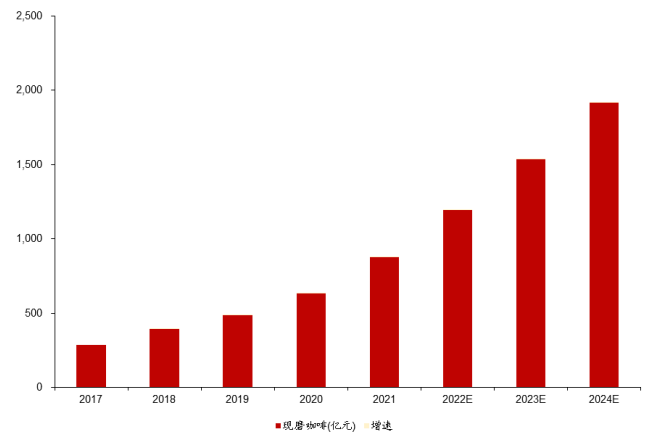
10.15%，再根据新巨丰招股书，我国 2017-2021 年无菌包装市场需求量 CAGR 约为 8.2%，未来市场需求将进一步增长，预计 2025 年无菌包装需求可达 1610.51 亿包。根据新巨丰招股书，利乐、纷美包装年报，我国无菌包装中液态奶占比约 70%，原材料中纸板比重约为 75%。按照液包克重 20g 计算，2025 年液态奶食品包装需求可达约 170 万吨；（4）方便面碗：根据智研咨询，2020-2025 年国内方便面需求有望由 443 亿份增长至 524.9 亿份，若 2025 年面碗市占率提升至 50%，用“康师傅香辣牛肉面”的桶装克重 35g 作为行业单个面碗桶装克重；推算 2025 年方便面碗需求量可达 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。

图26: 新式茶饮市场规模统计及增速 (亿元, %)



资料来源: 中国连锁经营协会, 浙商证券研究所

图27: 现磨咖啡市场规模统计及增速 (亿元, %)



资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

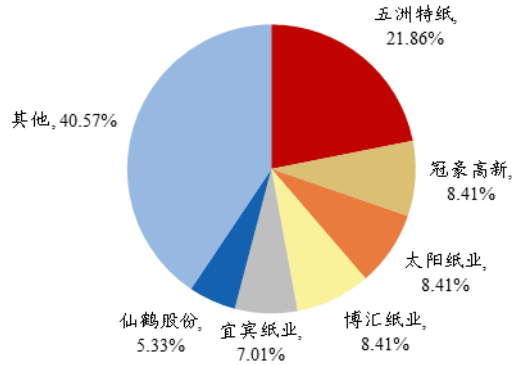
表12: 食品卡茶饮、咖啡、液态奶、方便面等主要下游需求增量测算

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
					无菌包装材料纸板占比 (%)	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		
					合计新增需求量 (万吨)	60	66	73		

资料来源: 智研咨询, 浙商证券研究所

龙头企业产能扩张路径清晰，行业市场集中度有望上升。2022 年食品卡行业 CR3 为 38.7%，公司为食品卡细分赛道龙一、产能 78 万吨、市占率达到 22%。2023 年新增产能主要来自仙鹤股份 23 年 3 月份投产 30 万吨食品卡；总体食品卡行业供给投放较为积极、但产能投放集中在龙头，龙头格局或进一步优化，“以纸代塑”下需求成长预期较强，新增需求量有望消化新增供给量。

图28: 2022年食品包装纸行业竞争格局(%)



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 万吨, 产能统计截至 2023H1

表13: 2023-2025年中国食品白卡纸新增产能

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: 各公司公告, 浙商证券研究所注: 我们预计玖龙北海存推迟投产可能性

2.2 格拉辛纸: 快递业物流标签需求成长, 带动格拉辛纸市场发展

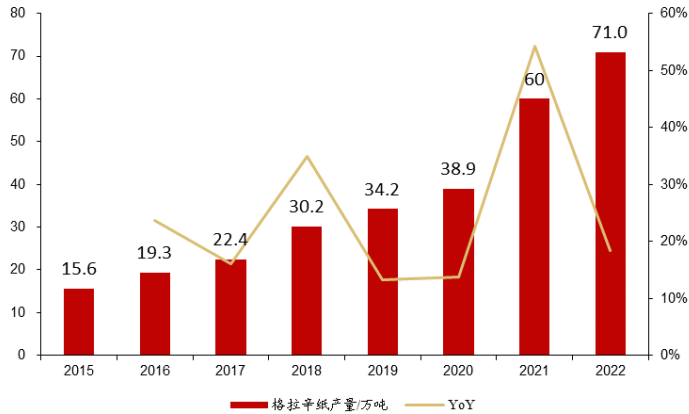
格拉辛纸以格拉辛专用原纸为底纸, 通过涂布、压光等一系列工序制成, 质地均匀, 具有强度高、透光性强、耐高温、离型剂耗用量少等优点, 较普通离型纸在耐用性和耐潮性方面表现更佳, 广泛应用于物流、餐饮、日化等领域, 是制作包括条形码在内的各类标签、各类不干胶制品和胶带或有黏性工业用品等的常用离型材料。2015年-2022年我国格拉辛纸市场产量从约 16 万吨增长至 71 万吨, 15-22 年 CAGR 为 24.17%。

表14: 格拉辛纸与普通离型纸对比

方面	格拉辛纸	普通离型纸
原纸	格拉辛纸是采用品质好的格拉辛纸作为底纸, 然后再经过一系列的加工, 包括涂布等步骤而造成的格拉辛纸离型纸。	普通离型纸底纸就没有那么高级, 主要是采取普通的牛皮纸、双胶纸、铜版纸等, 作为离型纸的底纸, 再经过淋膜硅油处理之后, 做成的普通离型纸。
颜色	格拉辛纸一般固定只有白色、蓝色、黄色三种颜色, 而且看上去色泽纯度比较高, 没有那么杂。	普通离型纸的颜色有很多种, 主要是根据底纸的颜色来确定, 而且不同材料底纸的颜色基底都不一样。
特点和用途	格拉辛纸作底纸的离型纸质量最佳, 很容易可以观察到, 纸质非常的细密均匀、平整性很好、耐用不容易破、有张力韧度高、透光性强等, 这都显示了格拉辛纸离型纸的优势和优点。因此用途广泛, 比如可以用于食品包装、标签底纸、高档不干胶底纸、医用膏底纸等, 并且在不同的行业中有着相当程度的运用。	普通离型纸有类似的防潮防水防油的特点, 但没有格拉辛离型纸耐用, 价格也相对低一些。

资料来源: 观研天下、浙商证券研究所

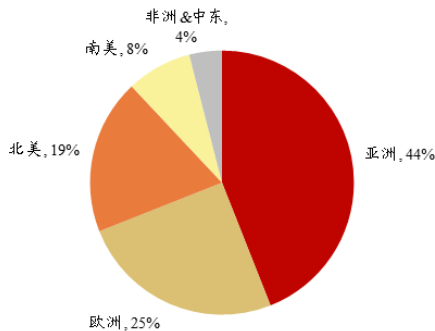
图29: 2015-2022年我国年格拉辛纸产量(万吨)



资料来源: 共研产业咨询, 浙商证券研究所

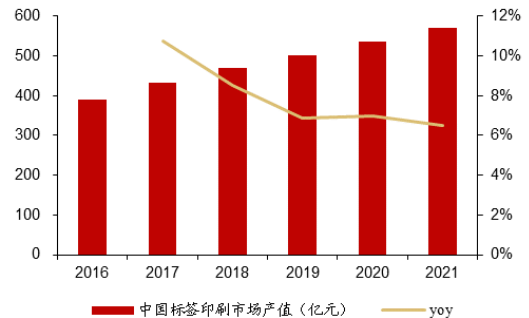
标签下游需求扩张贡献格拉辛纸市场增量。2016-2021年, 我国标签印刷市场产值已从390亿元增长至570.8亿元, CAGR为7.92%。标签下游需求包含不干胶、湿胶标签等, 其中不干胶标签凭借其承印材料多样化、通用性强、印刷表现效果好、贴标效率高等优势占据重要地位, 占比约40%, 16-22年不干胶市场规模CAGR为10.27%, 不干胶标签市场规模扩大有望贡献格拉辛纸需求增量。

图30: 2021年全球标签市场销量占比分布情况(%)



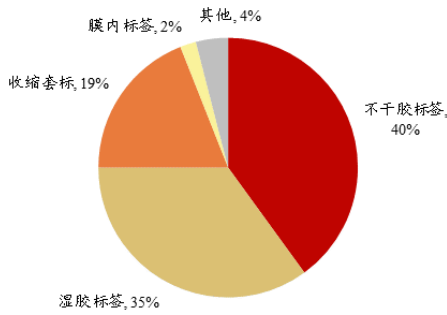
资料来源: AWA, 中商产业研究院, 浙商证券研究所

图31: 2016-2021年标签印刷市场产值统计及增速(亿元, %)



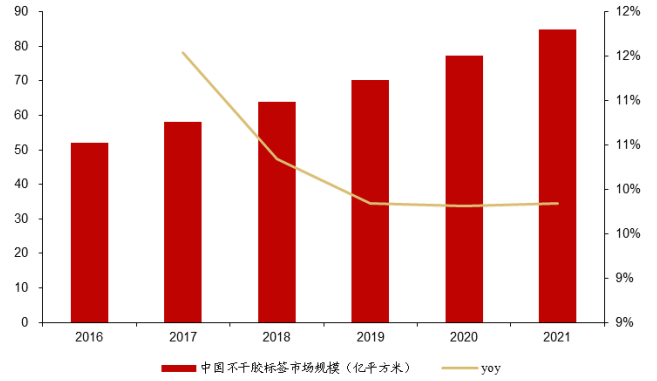
资料来源: 中国印刷及设备器材工业协会标签印刷分会, 中商产业研究院, 浙商证券研究所

图32: 2021年全球标签市场需求结构(%)



资料来源: AWA, 中商产业研究院, 浙商证券研究所

图33: 2016-2022年不干胶标签市场规模统计(亿平方米, %)



资料来源: 中国印刷及设备器材工业协会标签印刷分会, 共研产业咨询, 浙商证券研究所

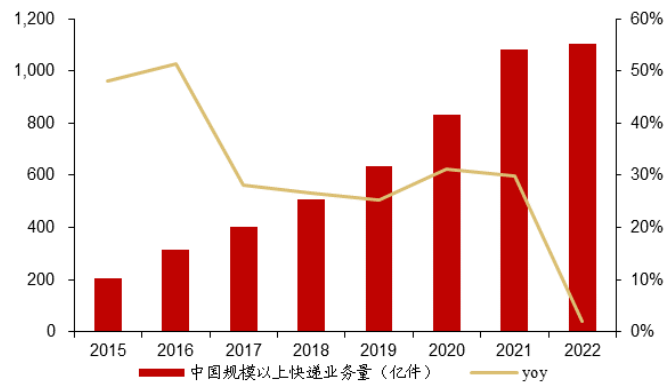
快递物流标签市场带动对格拉辛纸需求。2016年2月国家邮政局发布了《快递电子运单》邮政行业标准(YZ/T 0148-2015), 规范快递电子运单的生产和使用, 标准中规定电子运单每联均要由三层组成, 其中第二层和第三层的制作都需要格拉辛纸, 这项标准的出台, 使得新款离型纸标签逐渐取代旧款无碳纸标签, 目前已成为物流业的主流产品。2015年至2022年中国规模以上快递业务量从206.7亿件增长至1105.8亿件, 15-22年CAGR为27.07%, 快递行业物流标签需求的上升将带动格拉辛纸市场扩张。

表15: 新旧款物流标签对比

标签名	旧款无碳纸标签	新款离型纸标签
尺寸	23*12.5cm	18*10cm
联数	四层四联	单层三联
面纸	四联均为无碳纸	热敏纸
底纸	无	格拉辛纸
护胶底纸	无	格拉辛纸(或淋膜纸)
优点	方便人工填写, 适合个人发件使用	电脑打印, 出单快, 方便监控
缺点	出单不方便, 物流监控不方便	单价略高
用纸量	约6.7g/份	约3.4g/份

资料来源: 国家邮政局, 华经产业研究院, 浙商证券研究所

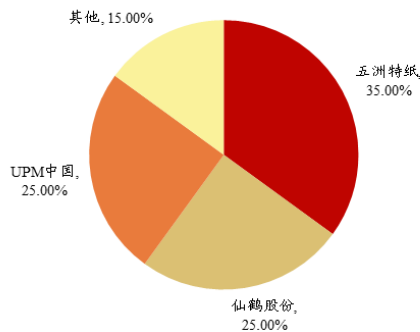
图34: 2015-2022年中国规模以上快递业务量(亿件)



资料来源: 国家邮政局, 浙商证券研究所

格拉辛纸行业集中度高, 竞争格局较好。五洲、仙鹤、UPM 中国的市场占有率分别为 35%、25%、25%, CR3 合计为 85%。未来行业内新增产能主要为公司考虑将江西 9 号机 (9 号机可生产 30 万吨工业包装纸/特种文化纸, 2023H1 此产线生产特种文化纸) 技改转产格拉辛纸, 若技改完成, 公司将进一步巩固格拉辛细分行业龙头地位, 议价能力有望强化。

图35: 2022年中国格拉辛纸行业竞争格局(%)

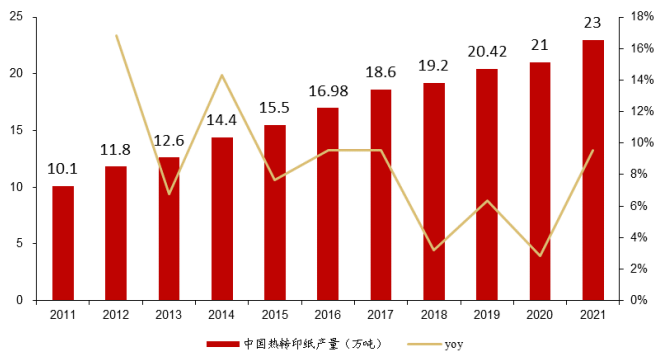


资料来源: 五洲特纸公司公告, 仙鹤股份公司公告, 浙商证券研究所

2.3 转印纸: 纺织服装需求回暖, 数码转印渗透率有望提升

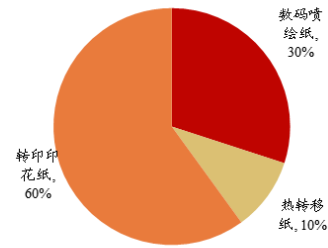
热转印纸是一种用于实现图案转移的纸基材料, 下游应用领域主要为纺织、瓷器和建筑等工业印刷转印领域。2011-2021年中国热转印纸产量从10.1万吨增长到23万吨, CAGR为8.56%, 市场规模稳定增长。热转印纸按用途和特性可分为转印印花纸、热转移纸、数码喷绘纸, 2021年分别占比60%、30%、10%。转印印花纸主要用于衣物上, 热转移纸一般应用在陶瓷、铝合金门窗上, 数码喷绘纸主要用于户外广告。

图36: 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

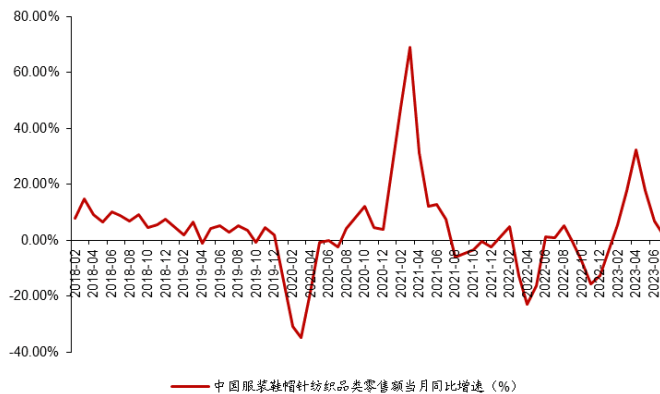
图37: 2021年中国热转印纸产品结构(%)



资料来源: 华经产业研究院, 浙商证券研究所

纺织服装业需求持续修复, 热转印纸需求稳健。2023年7月中国服装纺织类商品零售额为961亿元, 同比增长2.3%, 2023年1-7月累计零售额7776亿元, 累计同比增长11.4%。随终端消费持续修复, 以及服装产业对外观多样化的需求持续提升, 服品整体需求修复有望带动热转印纸行业稳健增长。

图38: 2018年至今中国服装类商品零售额当月同比增速(%)



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, 叠加环保政策对印染行业的限制, 数码印花纸竞争优势突出, 应用得到进一步推广。2014-2019年, 全球纺织数码印花布产量从12亿米增至43亿米, CAGR为29.08%; 中国纺织数码印花布产量从3亿米增至19亿米, CAGR为44.65%; 此外, 2014-2019年我国数码喷墨印花占比从1.8%增至11.2%, 但相比欧美发达国家有较大差距, 国内数码印花纸渗透率提升, 有望打开热转印纸第二成长曲线。

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

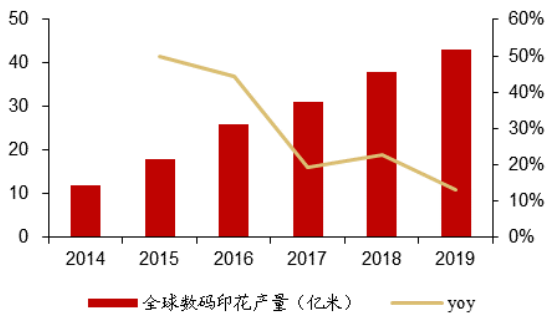
资料来源: 华经产业研究院, 浙商证券研究所

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

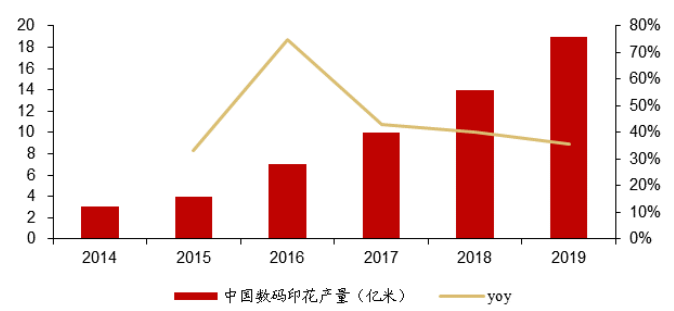
资料来源: 华经产业研究院, 浙商证券研究所

图39: 2014-2019年 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

图40: 2014-2019年 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

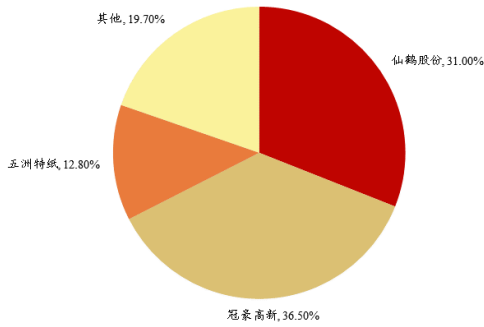
表18: 2020年 全球主要产地数码喷墨印花渗透率 (%)

2021年全球主要印花产地的数码喷墨印花渗透率 (%)										
欧洲	南亚			东南亚			南美	东亚		
	印度	巴基斯坦	孟加拉	印尼	越南	马来西亚		中国	韩国	日本
25-26	2.5-3	10-12	1-1.5	1.5-2	7-8	2-2.5	3.5-4	10-11	8-9	10-11
	10-12							8-10		

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 80.30%, 23H1 市场竞争较为激烈, H2 供求格局有望修复。2020 年仙鹤、冠豪、五洲热转印纸产能占比分别为 31.00%、36.50%、12.80%。2023 年新增产能主要为五洲特纸年初投产 2.2 万吨转印纸, 市场供给增加竞争较为激烈&成本超速下跌导致价格跌幅较大, 随着成本支撑转强、新增产能逐步消化, 终端需求逐步修复, 8 月以来转印纸厂家陆续发布涨价函, 23H2 热转印纸价格触底反弹可期。

图41: 2020年中国热转印纸产能分布(%)



资料来源: 华经产业研究院, 公司公告, 浙商证券研究所

表19: 2022-2023年热转印纸新增产能(万吨)

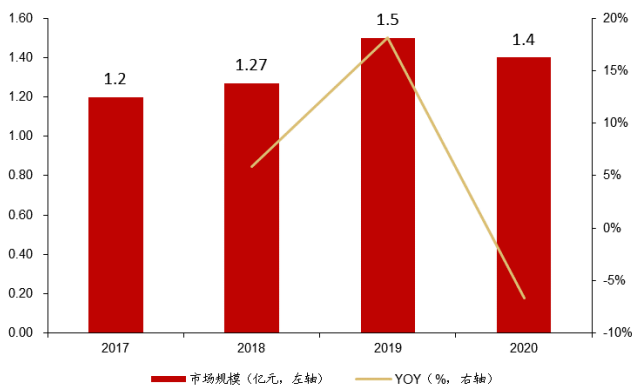
公司	品类	产能(万吨)	投产时间
仙鹤股份	热转印纸	3	2022
五洲特纸	转印纸	2.2	2023年初

资料来源: 公司公告, 华经产业研究院, 浙商证券研究所

2.4 描图纸: 工程制图需求较稳定, 龙头壁垒较强

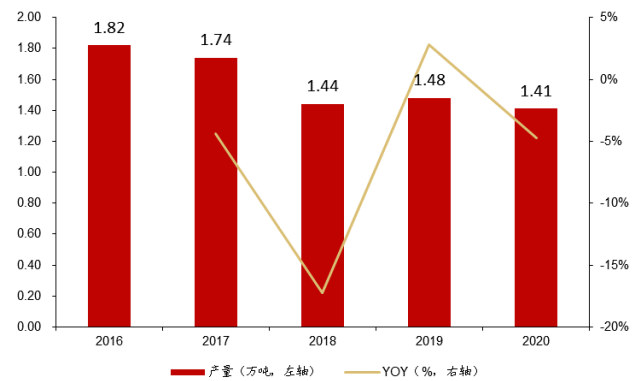
描图纸是机械制图中常用的一类图纸, 具有平滑、韧性高、透光性好、耐磨耐水等特性, 广泛应用于工程制图与晒图、印刷、包装、广告制作等领域。2016-2020年中国描图纸产量出现下滑, 2020年总产量为1.41万吨, 同比下降4.37%。2017-2020年描图纸市场规模从1.2亿元增长至1.4亿元, CAGR为5.27%。

图42: 2017-2020年中国描图纸市场规模(亿元, %)



资料来源: 观研天下, 浙商证券研究所

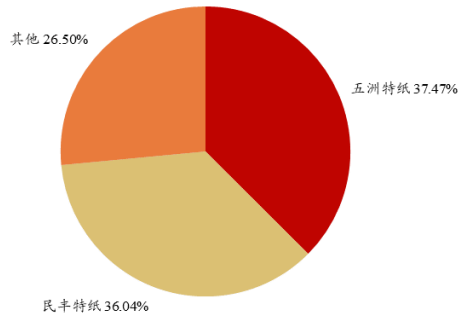
图43: 2016-2020年中国描图纸产量(万吨, %)



资料来源: 观研天下, 浙商证券研究所

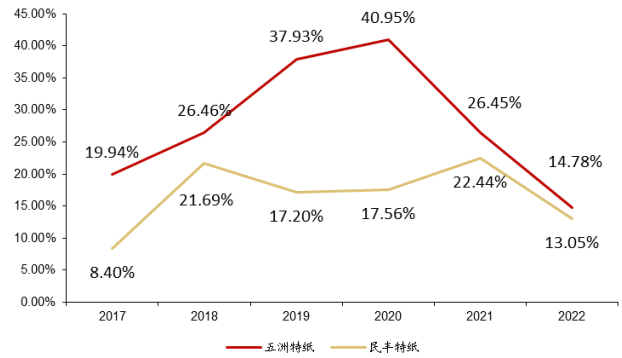
描图纸龙头格局稳固, CR2为73.51%。描图纸行业呈双寡头竞争格局, 2021年公司、民丰特纸市占率约37.47%、36.04%。2017-2022年公司平均毛利率为27.75%, 高于同业可比公司水平。随着技术进步及消费需求的多样化, 未来描图纸应用范围有望拓展到服装、餐饮等日常生活领域, 龙头企业凭借高壁垒未来营收增长可观。

图44: 2021年中国描图纸竞争格局(%)



资料来源: 五洲特纸公告, 民丰特纸公告, 浙商证券研究所

图45: 2017-2022年公司与民丰特纸描图纸业务毛利率(%)

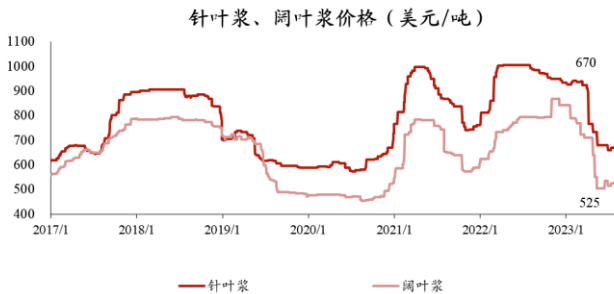


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.5 浆价触底后窄幅反弹, 特种纸龙头陆续挺价

细分纸种价格触底回升&低价浆到库, H2 利润有望修复。23Q2 主流浆厂报价跌幅较大, 6月以来浆价触底略反弹, 维持在 500 美金以上小幅震荡, 预计 H2 新增产能压制浆价持续上涨, 浆价或进入窄幅整理阶段。7月以来特种纸涨价函陆续发布, 食品卡、转印纸、格拉辛等主要产品有望温和修复, 考虑 2-3 个月采购及库存周期, 公司 23H1 主要仍在消化高价浆库存, 23Q3 开始集中使用低价浆, 成本下行幅度较大, 综合预计公司盈利将随成本红利逐季释放。

图46: 针叶浆、阔叶浆价格(美元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

表20: 近期特种纸提价函

企业	纸种	公布日期	执行日期	调价幅度
冠豪高新	热升华转印纸	2023.08.17	2023.08.18	+500元/吨
仙鹤新材	喷绘热转印原纸	2023.08.17	2023.08.18	+500元/吨
山东江河纸业	数码纸	2023.08.17	2023.08.18	+500元/吨
五洲特纸	数码纸	2023.08.17	2023.08.18	+500元/吨
江河纸业	格拉辛纸	2023.08.10	2023.08.15	+500元/吨
仙鹤股份	格拉辛纸	2023.08.10	2023.08.15	+500元/吨
五洲特纸	数码纸	2023.08.02	2023.08.03	+200元/吨
五洲特纸	食品类卡纸	2023.07.25	2023.08.01	+200元/吨

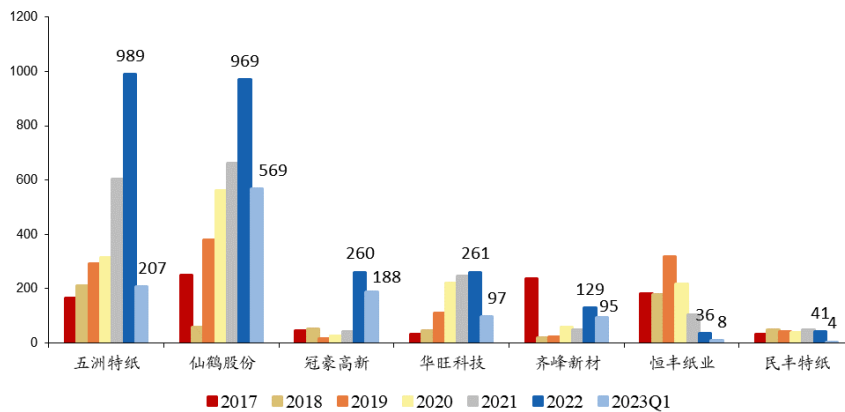
资料来源: 纸业联讯, 浙商证券研究所

3 规模优势再提升, 客户资源&研发投入领先

3.1 产能扩张份额提升, 规模效应更加凸显

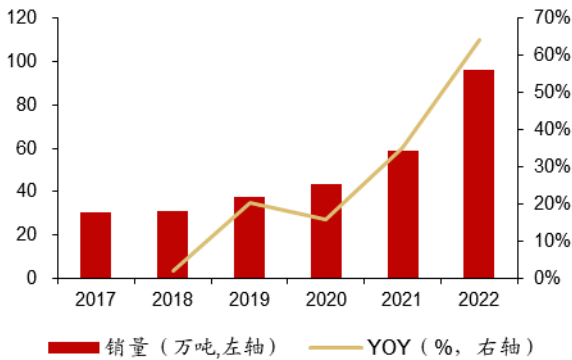
资本开支领先行业, 产能扩张规模优势提升。2017-2022 年公司资本开支由 1.65 亿元增长至 9.89 亿元, CAGR 高达 43.15%, 2021 年以来公司资本开支处于同行业领先水平, 主要系 2021 年底 50 万吨食品卡等产线投产, 产能持续爬坡, 2022 全年实现特种纸产量/销量 96.13/96.21 万吨, 同比增长 58.67%/64.26%, 公司特种纸主要采用以销定产的销售模式, 2017-2022 年产销率较高, 预计 2023 年新增产能投产后产销量保持增长, 规模优势有望进一步扩张。

图47: 特种纸企业 2017 年-2023Q1 资本开支 (百万元)



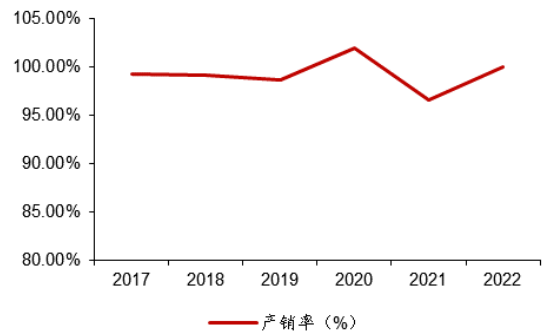
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图48: 2017-2022 年公司销量 (万吨, %)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图49: 2017-2022 年公司产销率 (%)

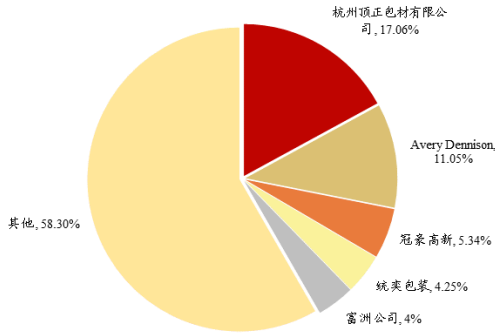


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3.2 客户资源丰富, 品牌优势凸显

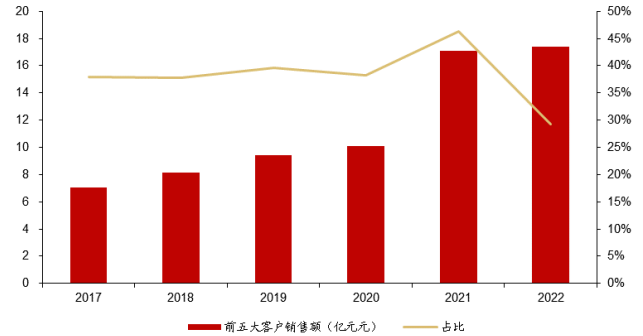
客户资源丰富, 品牌优势较强。特种纸具有功能性强、定制化程度高等特点, 因此下游客户对产品质量要求高, 在选择供应商时会进行多重审查, 下游客户对自身品牌及食品包装安全性的高度关注, 与之合作具备高度定制、合作粘性及磨合成本高等特点, 尤其是欧美系客户会要求 FSC 认证等。公司深耕特种纸行业多年, 已与多家知名企业, 如康师傅、统一、Avery Dennison、冠豪高新等, 建立了合作关系。公司借助已有客户资源, 不断开拓新客户的同时, 巩固老客户资源, 2017 年-2022 年前五大客户销售额从 7.06 亿增长至 17.40 亿, CAGR 为 19.77%。

图50: 2020H1 公司销售情况 (%)



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

图51: 2017-2021 年公司前五大客户销售额及占比 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3.3 产品工艺先进, 研发投入领先

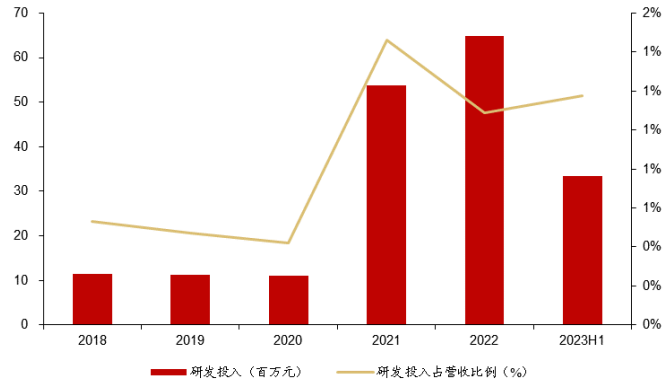
公司研发投入领先, 产品工艺优势凸显。公司研发团队经验丰富, 核心技术人员均有 15 年以上造纸工作经验, 团队持续改进生产工艺、丰富产品类型、提升产品质量, 到目前已推出“高松厚度食品包装原纸”、“本色食品包装原纸”、“低定量格拉辛纸”、“高透明度格拉辛纸”等具有核心竞争优势的产品。研发投入较领先, 2022 年公司研发共投入 6484.43 万元, 立项/完成研发项目 39 个, 10 项产品已立项/备案省级工业新产品 (新技术), 公司全资子公司江西五星纸业有限公司首次被认定为高新技术企业。2023H1 研发投入 3339.56 万元, 同比下滑-55.7%, 主要系研发项目上年同期增长较多, 同时 2022 年会计准则调整, 23H1 将研发过程中产出的产品或副产品对外销售结转至成本。

表21: 公司部分重要专利

序号	专利权人	专利类型	专利号	专利名称	有效期限
1	五洲特纸	发明专利	ZL201210315862.4	一种纸杯原纸的生产工艺	2012.8.31-2032.8.31
2	五洲特纸	发明专利	ZL201510578469.8	一种蓝图纸及其制备方法	2015.9.14-2035.9.14
3	五洲特纸	新型专利	ZL201520705074.5	一种涂布食品卡	2015.9.14-2025.9.14
4	五洲特纸	新型专利	ZL201520704711.7	一种蓝色格拉辛纸	2015.9.14-2025.9.14
5	五洲特纸	新型专利	ZL201620964968.0	一种用于 PVA 胶液的过滤回流装置	2016.8.29-2026.8.29
6	五洲特纸	新型专利	ZL201620964969.5	一种长网造纸机的网部装置	2016.8.29-2026.8.29

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图52: 公司研发投入情况(百万元, %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

(1) 食品包装纸: 价格方面, 7月以来白卡纸陆续挺价、部分传导落地, 预计23H2有望缓步上行, 但24-25年新增产能投放较多价格有下行压力, 销量方面, 公司2021年底投产50万吨食品白卡纸产能持续爬坡中, 23-25年产销率有望提升, 预计23-25年收入增速分别+9%/+9%/+15%, 毛利率分别为10%/14%/14%。

(2) 格拉辛纸: 公司20万吨格拉辛产线改造项目逐步推进中, 有望于23-24年逐步释放, 销量有望逐步拓展, 同时行业新增供给或对价格提涨形成一定压力, 但考虑需求修复以及成本支撑转强, 整体价格窄幅整理为主, 预计格拉辛纸23-25年收入增速+2%/+82%/+17%, 毛利率分别为20%/20%/18%。

(3) 转印纸: 价格方面, 23H1转印纸市场竞争较激烈, 价格有所下滑, 随成本企稳需求修复, 纸厂陆续发布涨价函, 23H2价格有望触底反弹, 24-25年市场价格有望保持温和修复; 销量方面, 公司23年初投产2.2万吨转印纸产能持续爬坡中, 综合预计23-25年收入增速为+69%/+21%/+18%, 毛利率为13%/11%/12%。

看好23H2低价浆红利, 造纸业务盈利弹性释放; 随着公司造纸产能、自产浆线投产, 成长潜力有望进一步提升。

表22: 公司业务量价拆分表

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,149.00	2,375.93	2,634.66	3,689.52	5,962.08	6,190.47	8,177.38	9,972.01
YOY	15.48%	10.56%	10.89%	40.04%	61.59%	3.83%	32.10%	21.95%
食品包装纸	1,636.37	1,579.68	1,483.22	1,746.66	3,373.90	3,674.05	3,996.23	4,607.12
YOY	16.11%	-3.46%	-6.11%	17.76%	93.16%	8.90%	8.77%	15.29%
占比	76.15%	66.49%	56.30%	47.34%	56.59%	59.35%	48.87%	46.20%
毛利率	17.10%	21.03%	26.77%	25.46%	9.76%	10.16%	13.68%	14.20%
格拉辛纸	403.45	704.06	884.51	1,006.29	1,519.23	1,545.23	2,818.02	3,285.00
YOY	8.94%	74.51%	25.63%	13.77%	50.97%	1.71%	82.37%	16.57%
占比	18.77%	29.63%	33.57%	27.27%	25.48%	24.96%	34.46%	32.94%
毛利率	14.44%	12.11%	17.61%	16.45%	14.37%	19.69%	20.12%	18.44%
描图纸	64.82	86.48	69.98	96.55	97.77	95.59	283.90	284.18
YOY	1.97%	33.42%	-19.08%	37.97%	1.26%	-2.23%	197.00%	0.10%
占比	3.02%	3.64%	2.66%	2.62%	1.64%	1.54%	3.47%	2.85%
毛利率	26.47%	37.93%	40.95%	26.45%	12.09%	15.49%	15.46%	12.99%
特种文化纸	--	--	--	564.11		488.06		
YOY				52.66%				
占比				15.29%		7.88%		
毛利率				-2.16%				
转移印花纸	--	--	145.10	262.03	218.32	369.01	447.25	527.00
YOY				80.59%	-16.68%	69.02%	21.20%	17.83%
占比			5.51%	7.10%	3.66%	5.96%	5.47%	5.28%
毛利率			15.52%	2.97%	-5.63%	12.75%	10.93%	11.81%
工业包装纸					734.51		613.09	1,247.91
占比					12.32%		7.50%	12.51%
毛利率					-5.05%		-25.08%	-7.54%

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所注: 18-22年数据为公司公告披露, 23-25年数据均为推测值

4.2 投资建议

选取同处于特种纸行业的龙头仙鹤股份、华旺科技、冠豪高新为可比公司, 可比公司23-25年PE均值分别为13X/10X/8X。我们预计公司23-25年营收分别为61.90/81.77/99.72亿元, 同比分别+3.83%/+32.10%/+21.95%; 归母净利润2.55/5.63/7.01亿元, 同比分别+24.07%/+121.26%/+24.45%, 对应PE 21X/10X/8X。短期看伴随23H2成本红利释放, 吨盈利有望进入上行通道, 中长期考虑公司浆纸一体化逐步深化, 多元化产品扩张、新品类拓展顺利, 成长天花板较高, 首次覆盖给予“增持”评级。

表23: 可比公司盈利预测表

	收盘价(元)	2022A归母净利(亿元)	EPS				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
仙鹤股份	18.26	7.10	1.01	1.66	2.17	2.64	18	11	8	7
华旺科技	20.45	4.67	1.41	1.39	1.85	2.16	15	12	10	8
冠豪高新	3.46	3.87	0.21	1.71	2.01	2.39	17	16	12	9
均值			0.87	1.59	2.01	2.40	16	13	10	8
五洲特纸	13.38	2.05	0.51	0.64	1.41	1.75	26	21	10	8

资料来源: Wind, 浙商证券研究所注: 除五洲特纸外, 其余采用Wind一致预期, 截至2023年8月28日

5 风险提示

下游景气度波动。若下游消费回补力度较弱, 难以支撑销量成长及价格回暖。

纸价涨幅不及预期。若成本下行幅度较大，产品价格有可能做出大幅调整，不利于盈利空间改善。

行业竞争格局恶化。若龙头企业扩产较多，竞争格局恶化，可能对产品价格造成较大压力。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,228	3,807	4,405	5,680
现金	777	919	996	1,859
交易性金融资产	527	527	527	527
应收账款	1,101	1,350	1,737	1,948
其它应收款	17	5	9	13
预付账款	28	32	46	50
存货	659	930	1,046	1,237
其他	119	45	45	45
非流动资产	3,339	3,950	4,583	5,212
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1,407	1,478	1,479	1,445
无形资产	309	426	561	705
在建工程	1,281	1,688	2,172	2,678
其他	342	357	372	384
资产总计	6,567	7,757	8,988	10,891
流动负债	3,259	4,259	4,927	6,129
短期借款	2,020	2,650	3,280	4,024
应付款项	899	1,169	1,182	1,615
预收账款	0	0	0	0
其他	341	440	465	491
非流动负债	1,104	1,104	1,104	1,104
长期借款	350	350	350	350
其他	754	754	754	754
负债合计	4,364	5,364	6,031	7,233
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	2,203	2,394	2,957	3,658
负债和股东权益	6,567	7,757	8,988	10,891

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	36	410	305	984
净利润	205	255	563	701
折旧摊销	204	162	162	167
财务费用	121	61	58	60
投资损失	(19)	18	23	24
营运资金变动	(461)	(79)	(493)	37
其它	(14)	(6)	(8)	(5)
投资活动现金流	(1,508)	(773)	(800)	(805)
资本支出	(989)	(741)	(762)	(764)
长期投资	0	(13)	(15)	(16)
其他	(519)	(18)	(23)	(24)
筹资活动现金流	982	504	572	684
短期借款	973	630	630	744
长期借款	270	0	0	0
其他	(261)	(125)	(58)	(60)
现金净增加额	(497)	142	77	863

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,962	6,190	8,177	9,972
营业成本	5,439	5,576	7,124	8,706
营业税金及附加	22	16	23	30
营业费用	10	12	18	23
管理费用	81	93	120	143
研发费用	65	123	154	169
财务费用	123	58	54	54
资产减值损失	(4)	(12)	(10)	(10)
公允价值变动损益	3	0	0	0
投资净收益	9	(18)	(23)	(24)
其他经营收益	16	15	18	22
营业利润	227	298	669	836
营业外收支	16	18	18	15
利润总额	242	316	687	851
所得税	37	61	124	149
净利润	205	255	563	701
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	205	255	563	701
EBITDA	541	547	918	1,091
EPS (最新摊薄)	0.51	0.64	1.41	1.75

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	61.59%	3.83%	32.10%	21.95%
营业利润	-50.25%	31.48%	124.71%	24.83%
归属母公司净利润	-47.41%	24.07%	121.26%	24.45%
获利能力				
毛利率	8.78%	9.92%	12.88%	12.70%
净利率	3.44%	4.11%	6.89%	7.03%
ROE	9.31%	10.64%	19.05%	19.16%
ROIC	5.37%	5.07%	8.46%	8.68%
偿债能力				
资产负债率	66.45%	69.14%	67.10%	66.41%
净负债比率	198.04%	224.05%	203.94%	197.73%
流动比率	0.99	0.89	0.89	0.93
速动比率	0.77	0.66	0.66	0.71
营运能力				
总资产周转率	1.07	0.86	0.98	1.00
应收账款周转率	7.37	6.51	6.92	6.91
应付账款周转率	9.64	8.11	8.54	8.72
每股指标(元)				
每股收益	0.51	0.64	1.41	1.75
每股经营现金	0.09	1.02	0.76	2.46
每股净资产	5.50	5.98	7.38	9.13
估值比率				
P/E	26.12	21.05	9.51	7.64
P/B	2.43	2.24	1.81	1.47
EV/EBITDA	18.27	14.95	9.51	7.90

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>