

## 五洲特纸 (605007.SH) 食品卡行业领先者，产能扩张助力业绩增长

2022年05月10日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2022/5/9
当前股价(元)	16.40
一年最高最低(元)	26.15/12.63
总市值(亿元)	65.60
流通市值(亿元)	13.51
总股本(亿股)	4.00
流通股本(亿股)	0.82
近3个月换手率(%)	151.69

### ● 食品卡业绩增长弹性最大标的，首次覆盖给予“买入”评级

我们预测禁塑令下，下游行业对食品卡的需求有望延续强劲增长势头；公司是食品卡行业龙头企业，凭借先发优势抢先布局食品卡新产能，卡位市场增量。基于公司当前订单储备情况，新增产能带来的产量增加有望被顺利消化，进而推动公司业绩大幅增长。我们预计2022-2024年公司营收为68.15、79.37、93.51亿元，归母净利润分别为6.13、8.12、9.97亿元，对应EPS分别为1.53、2.03、2.49元，当前股价对应PE分别为10.7、8.1、6.6倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 政策引契机，食品卡下游多点开花打开需求空间

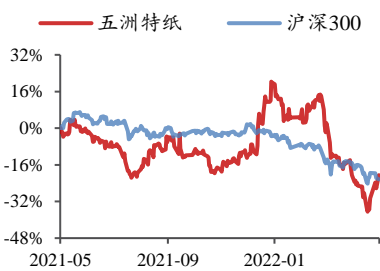
造纸行业里，特种纸的市场增速领先其他纸种，而特种纸领域里食品卡的表现尤为抢眼。现阶段禁塑已是大势所趋、全面铺开，禁塑令下餐饮外卖、茶饮咖啡、液体包装等消费强势领域对食品卡的需求也持续保持强劲势头；此外不同于大宗纸种，特种纸是多规格、小规模、定制化生产；同时以直销为主，与客户绑定较为紧密，具有较强的渠道壁垒；成本转嫁能力高于大宗纸种，体现较强的盈利能力。特种纸与大宗纸的区别为大宗纸企的进入带来了一定的门槛。行业现有竞争格局较好，未来产能投放适度，整体行业景气度较高。

### ● 布局食品包装纸新产能，抢占市场增量

公司竞争优势明显主要体现在：（1）行业深耕十余载，销售渠道优势：公司产品直接面向客户且深度绑定下游大型客户，与康师傅、Avery Dennison、统一等大型客户均具有至少5年的合作关系；（2）成本管控突出，资产回报率领先同行：不同于同行多品类布局模式，公司专注食品卡、格拉辛纸等高毛利产品，盈利能力高于可比公司，另外独特的生产管理方式带来较低的吨产能投资成本，进一步提高资产投资回报率。公司战略性布局汉川449万吨浆纸项目，向上延伸产业链，对内深挖控成本，若项目顺利投产，届时有望进一步提升自身盈利能力。

● **风险提示：**纸浆价格大幅上涨、食品卡产销不及预期、宏观经济下滑下游行业不景气

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,635	3,690	6,815	7,937	9,351
YOY(%)	10.9	40.0	84.7	16.5	17.8
归母净利润(百万元)	339	390	613	812	997
YOY(%)	69.9	15.2	57.2	32.4	22.8
毛利率(%)	23.1	17.3	18.3	19.2	19.7
净利率(%)	12.9	10.6	9.0	10.2	10.7
ROE(%)	20.1	18.4	23.5	24.2	23.3
EPS(摊薄/元)	0.93	0.98	1.53	2.03	2.49
P/E(倍)	19.4	16.8	10.7	8.1	6.6
P/B(倍)	3.9	3.4	2.7	2.0	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、特种纸领域深耕细作，食品卡持续发力	4
1.1、公司历史沿革	4
1.2、股权结构集中	4
1.3、产品多元布局，主力为食品卡	5
2、特种纸：细分产品需求高增，食品包装尤为亮眼	8
2.1、食品包装纸：政策引契机，多领域齐发力打开需求空间	9
2.1.1、禁塑政策全面铺开，纸包装性能优异为理想替代材料	9
2.1.2、下游应用多点开花，推动食品包装纸需求持续增长	13
2.1.3、行业集中度相对较高，差异化竞争明显	17
2.2、格拉辛纸：快递物流+日用消费推动行业持续扩容	19
3、公司的核心竞争优势及未来看点	21
3.1、行业深耕十余载，销售渠道优势明显	21
3.2、成本管控突出，资产回报率领先同行	21
3.3、布局食品包装纸新产能，抢占市场增量	24
3.4、加码浆纸布局，巩固竞争壁垒	24
4、盈利预测及投资建议	26
4.1、关键假设	26
4.2、盈利预测与估值	26
5、风险提示	26
附：财务预测摘要	27

## 图表目录

图 1：公司成立至今发展迅速	4
图 2：公司股权结构集中	5
图 3：2022Q1 收入延续高增同比+74.85%	7
图 4：2022Q1 归母净利润同比-8.74%	7
图 5：2021 年食品包装收入贡献 47%	7
图 6：2021 年食品包装毛利贡献 70%	7
图 7：2022Q1 期间费率 3.3% 环比 2021Q4+0.2pct	7
图 8：2022Q1 毛利率/净利率 16.5%/7.7%	7
图 9：造纸板块产销整体较为平稳	8
图 10：近 10 年特种纸产销复合增速领先其他纸种	8
图 11：食品包装纸价格变动幅度小于纸浆价格变动	9
图 12：食品包装纸毛利率相对大宗纸较为稳定	9
图 13：食品包装纸是特种纸第一大领域（2019 产量占比）	9
图 14：食品包装纸产量增速行业领先	9
图 15：全球禁塑已是大势所趋	10
图 16：禁塑在我国全面铺开	10
图 17：食品包装纸可以在餐用器具/饮用器具/纸袋等方面替代塑料包装	12
图 18：人均收入的提升推动餐饮业持续发展	13
图 19：餐饮外卖市场及用户不断提升	13
图 20：外卖餐盒近 82% 使用塑料	14

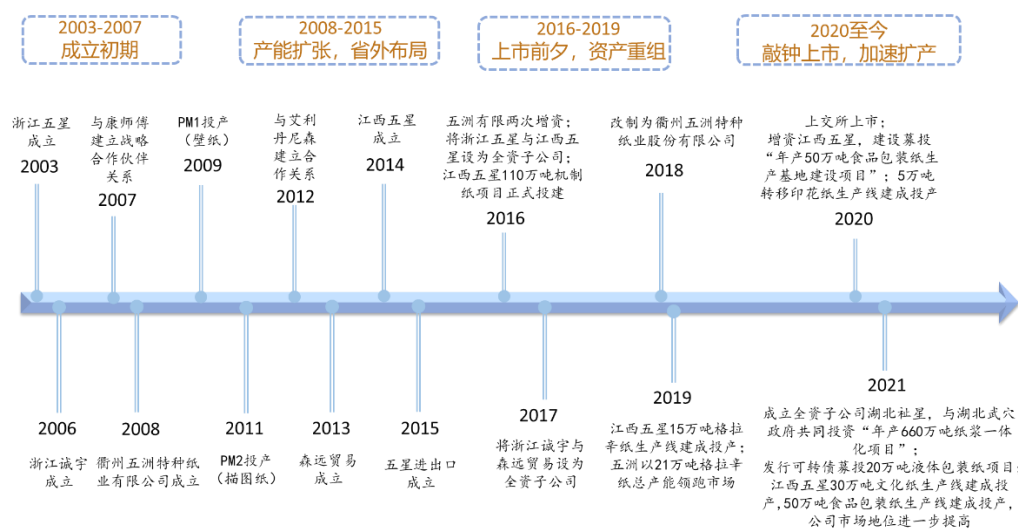
图 21: 外卖包装袋 81%使用塑料 .....	14
图 22: 纸吸管成本价低于生物可降解塑料.....	15
图 23: 2015-2020 茶饮市场规模复合增速 9.8% .....	15
图 24: 现制茶饮市占率将持续提升 .....	15
图 25: 2014-2018 中国咖啡消费复合增速 6.9% .....	16
图 26: 咖啡消费结构中现磨咖啡占比 36.5% .....	16
图 27: 国外现磨咖啡是市场主流 .....	16
图 28: 2020-2023 现磨咖啡市场规模复合增速 36% .....	16
图 29: 本土企业液态包装市场份额逐渐增加.....	17
图 30: 方便面市场份额稳步回升 .....	17
图 31: 格拉辛纸是不干胶标签底纸主流产品.....	19
图 32: 格拉辛纸下游应用广泛 .....	19
图 33: 国内标签印刷市场规模持续增长 .....	20
图 34: 快递业务量增速持续在 25% 以上 .....	20
图 35: 公司与核心客户合作稳定 .....	21
图 36: 公司 ROE 水平在行业中居前 .....	22
图 37: 公司毛利率整体较为稳定 .....	22
图 38: 公司期间费率低于同行 .....	22
图 39: 公司净利率行业居前 .....	22
图 40: 公司存货周转整体优于可比公司 .....	23
图 41: 公司生产效率高于仙鹤股份 .....	23
图 42: 固定资产周转率较高 .....	23
图 43: 剔除产能爬坡, 公司主要产品产线满负荷生产.....	23
图 44: 公司吨产量对应的设备投资成本低于同行可比公司 (2020) .....	23
图 45: 公司库存商品周转率高于同行可比公司.....	24
图 46: 纸浆价格波动幅度明显高于木片 .....	25
图 47: 自制浆成本低于外购浆且波动较平稳 (元/吨) .....	25
图 48: 太阳纸业季度毛利率相对浆价变动幅度较小.....	25
图 49: 高浆价区位毛利差更大 .....	25
表 1: 产品多元化布局 .....	5
表 2: 特种纸与大宗纸在原材料/生产模式/销售模式等多方面存在差异.....	8
表 3: 纸质包装具有优越环保性能且性价比较高.....	11
表 4: 越来越多企业陆续发布以纸替塑实施措施.....	12
表 5: 外卖领域纸包装在包装袋/餐具外包装等方面替代技术较为成熟.....	14
表 6: 公司与同行多数企业存在较为明显的错位竞争 .....	18
表 7: 食品包装纸是公司重点发力点 .....	24
表 8: 公司加码布局 449 万吨纸浆一体化项目 .....	25
表 9: 可比公司估值概览 .....	26

## 1、特种纸领域深耕细作，食品卡持续发力

### 1.1、公司历史沿革

公司特种纸业务高速发展，上市后加速新产能投放。公司发展历程主要分为三个阶段：(1) 2003-2007年发展初期：2003年浙江五星纸业有限公司成立，公司初次涉入特种纸领域。2007年开始与方便面龙头企业建立合作关系，双方合作关系一直发展至今；(2) 2008-2015年产能扩张，省外布局：2008年衢州五洲特种纸业有限公司成立，确立特种纸发展定位；2011年描图纸投产，2012年与国外标签龙头企业艾利丹尼森建立业务合作关系至今，2014年成立江西五星，布局江西生产基地；(3) 2016-2019年上市前夕，资产重组：2016年公司进行2次增资将浙江五星、江西五星重组为全资子公司，2017年继续收购浙江诚宇、森远贸易100%的股权，重组为公司全资子公司；2018年改制为衢州五洲特种纸业股份有限公司；2019年投产15万吨格辛纸，格拉辛纸产能领跑市场；(4) 2020至今敲钟上市，加速扩产：2020年11月，公司成功在上交所挂牌上市，同年12月，公司向江西五星增资4亿元以建设募投“年产50万吨食品包装纸生产基地建设项目”。2021年12月50万吨食品卡投产，同期公司发行6.7亿元可转债募投20万吨液体包装纸项目。

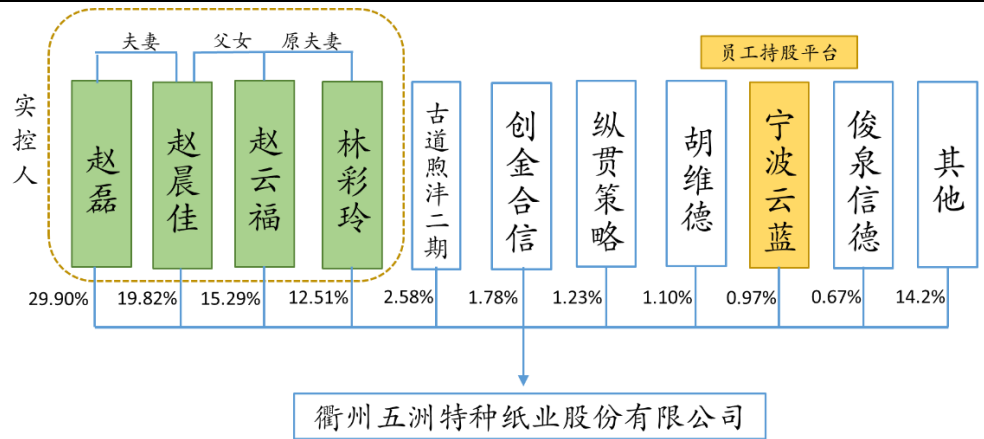
图1：公司成立至今发展迅速



资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.2、股权结构集中

股权集中，实控人在相关领域经验丰富。公司为家族控制企业，控股股东、实际控制人为赵云福、林彩玲、赵磊、赵晨佳。赵云福与林彩玲系原夫妻关系，赵晨佳系赵云福与林彩玲之女，赵磊与赵晨系夫妻关系。赵云福、林彩玲、赵磊、赵晨佳合计持股77.5%，对公司具有较强的控制能力。宁波云蓝为公司员工持股平台，其中赵磊系普通合伙人持股14.17%，赵晨佳为有限合伙人持股10%。考虑上述因素则实控人实际对公司控股比例为77.8%。赵磊及赵晨佳均在相关领域拥有超10年从业经验。

**图2：公司股权结构集中**



资料来源：公司公告、开源证券研究所 注：截至 2022Q1

### 1.3、产品多元布局，主力为食品卡

产能突破百万吨，特种纸行业产能最大生产企业。经过多年发展，公司已建立江西九江和浙江衢州两大生产基地，合计投产 8 条产线，拥有 135 万吨产能，为特种纸行业产能最大的生产企业（年报披露）。具体看食品包装纸产能 78 万吨（公司单品类产能最大，行业龙头，市占率 29%）、格拉辛纸产能 21 万吨（公司单品类产能第二，行业产能第一，市占率 37%）、描图纸产能 0.7 万吨、热转印纸产能 5 万吨及文化纸产能 30 万吨。公司收入及盈利主要来自食品包装纸，2021 年食品包装纸收入贡献 47%、毛利贡献 70%。

**表1：产品多元化布局**

产品类别	图示	生产基地	年产能 (万吨)	合计年产能 (万吨)	备注
食品包装纸		浙江衢州	28	78	九江新投产的 50 万吨产能预计 2022 年产能释放 70% 左右
		江西九江	50		
标签离型纸		浙江衢州	6	21	
		江西九江	15		
描图纸		浙江衢州	0.7	0.7	
转移印花纸		江西九江	5	5	

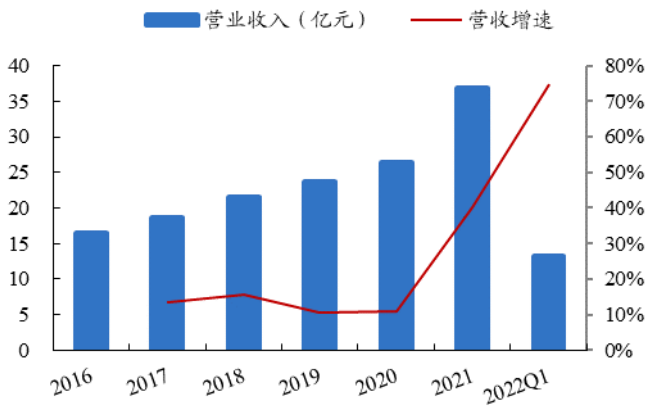
产品类别	图示	生产基地	年产能 (万吨)	合计年产能 (万吨)	备注
文化纸		江西九江	30	30	2021 年一季度末投产, 预计 2022 年产能可稳定释放
液体包装纸		浙江衢州	20	20	预计 2023 上半年投产

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

**伴随新产能逐步释放及提价落地, 公司收入增速迈上新的台阶。**2021 年公司实现收入 36.9 亿元, 同比+40.0%, 收入大幅增长主要系 (1) 江西基地产能逐渐释放, 30 万吨文化纸/50 万吨特种纸分别于 2021Q1/2021Q4 投产, 另外 2020 年投产的转移印花纸于 2021 年持续爬坡; 上述产线产能逐渐释放带动产销增长 (2021 年销量同比+35%); (2) 为对冲原材料价格上涨, 公司主要产品 2021 年售价同比也有所上涨, 就平均售价看: 食品包装纸均价同比+13.4%, 格拉辛纸同比+16.2%, 描图纸同比+5.2%, 转移印花纸同比+12.8%。从盈利端效果看, 产品提价起到了对冲部分成本上涨的作用, 以可比口径 (剔除运费前置影响) 毛利率看: 2021 年食品包装纸/格拉辛纸/描图纸/转移印花纸毛利率分别为 28.13%/19.12%/27.49%/5.64%, 分别同比+2.67pct/+1.51pct/-13.46pct/-9.89pct。整体毛利率 20%, 同比-3.1pct。运输成本前置及销售规模扩大影响, 期间费率稳中有降, 同比-3.7pct 至 2.9%, 综合作用下净利率同比-1.2pct 至 11.7%。

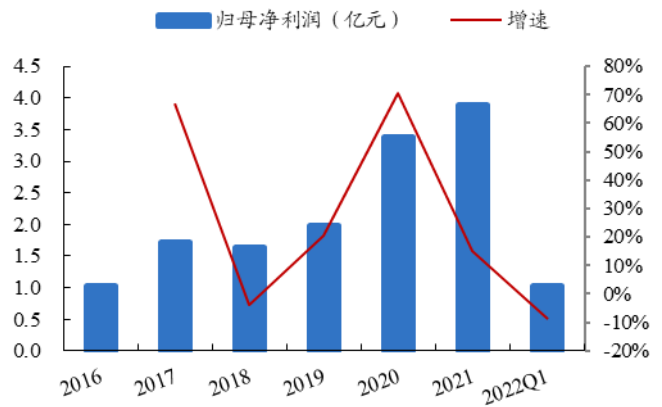
**2022Q1 公司收入延续高增同比+74.85%至 13.31 亿元。**我们判断收入增长原因系: (1) 2-3 月公司对格拉辛纸及食品包装纸分别提价超 1000 元/吨和超 500 元/吨, 该部分提价已覆盖到部分客户; (2) 产线持续爬坡, 带动产销持续增长同时也提升了规模效应降低相关制造费用。在上述因素影响下 2022Q1 毛利率环比 2021Q4+5.3pct 至 16.5%。但受制于 2021Q1 成本低基数(纸浆/能源成本/统计口径)影响, 2022Q1 毛利率同比-12.5pct。由此导致 2022Q1 净利率同比-7.1pct 至 7.7%, 归母净利润同比-8.74%至 1.03 亿元。

图3：2022Q1 收入延续高增同比+74.85%



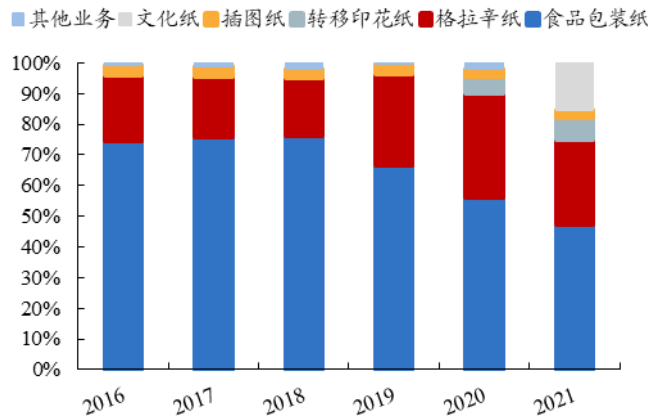
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2022Q1 归母净利润同比-8.74%



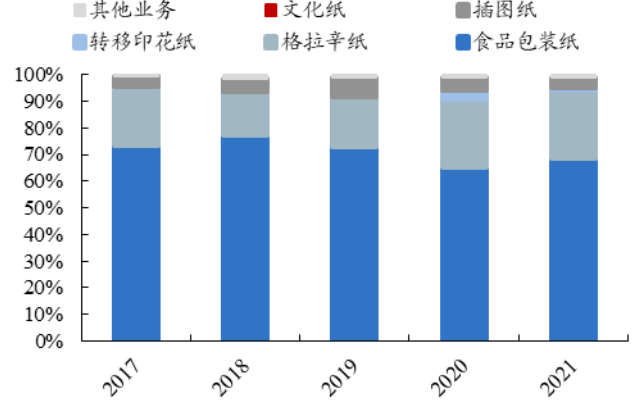
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：2021 年食品包装收入贡献 47%



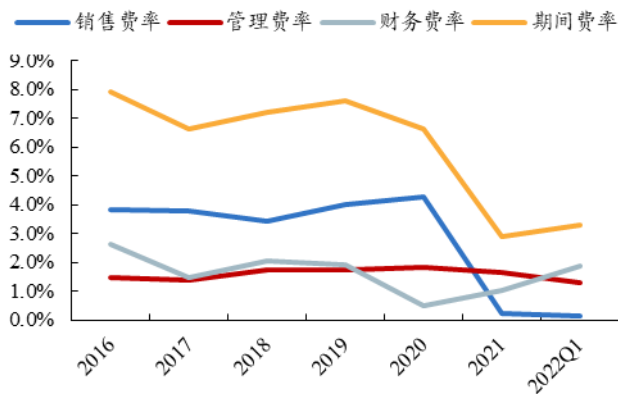
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2021 年食品包装毛利贡献 70%



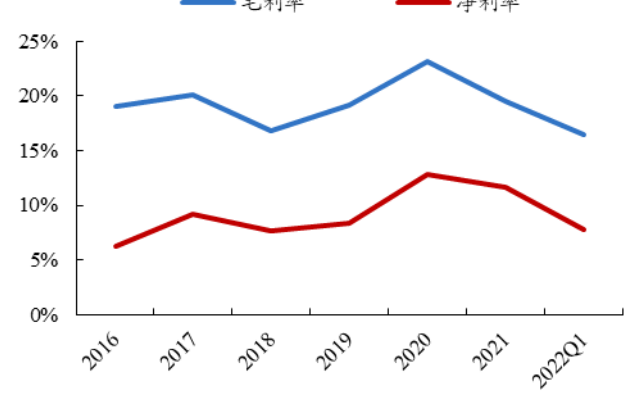
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：2022Q1 期间费率 3.3%环比 2021Q4+0.2pct



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2022Q1 毛利率/净利率 16.5%/7.7%

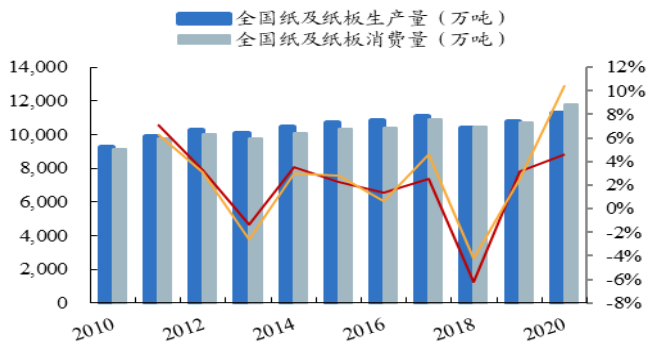


数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、特种纸：细分产品需求高增，食品包装尤为亮眼

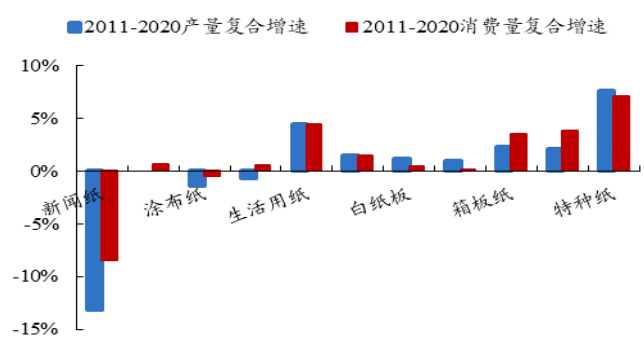
造纸行业趋于成熟，纸种结构分化明显，特种纸产销增速表现突出。国内造纸行业整体已进入成熟阶段，产销增速逐步放缓。2010-2020年造纸行业整体产销复合增速分别为1.4%/2.2%。与行业整体趋于成熟相对应的是不同纸种增长呈现明显结构性分化，分纸种看特种纸产销增速表现抢眼，明显领先于行业其他纸种。2011-2020年国内特种纸产量由210万吨增长至405万吨，复合增速达到7.6%，消费量由179万吨增长至330万吨，复合增速达到7.0%。

图9：造纸板块产销整体较为平稳



数据来源：中国造纸协会报告、开源证券研究所

图10：近10年特种纸产销复合增速领先其他纸种



数据来源：中国造纸协会报告、开源证券研究所

特种纸与大宗纸相比，在原材料、生产模式、经销模式等方面具有明显差异。特种纸是一类针对特定性能和用途而制造或改造的纸的总称，与文化纸、瓦楞纸、箱板纸等大宗纸种相比，特种纸具有以下特点：（1）原材料方面，一次性包装原纸通常要求使用原生木浆，大宗纸种有的以木浆为主要原材料，有的是废纸；（2）生产模式：大宗纸种通常是批量标准化生产，单条产线产能规模较大，特种纸是多规格定制化作业，单条产线产能规模较小；（3）销售模式：大宗纸往往经过中间经销商以批发形式销售，特种纸一般是点对点直接面向客户的直销模式。特种纸不同于大宗纸的销售模式决定了其价格相对成本端纸浆的波动幅度小于大宗纸，进而毛利率整体相对大宗纸种较为稳定。

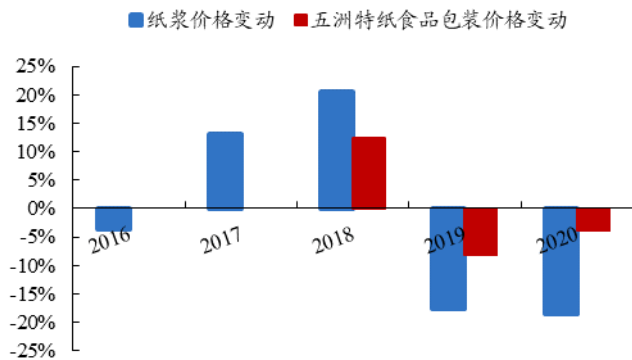
表2：特种纸与大宗纸在原材料/生产模式/销售模式等多方面存在差异

类别	大宗纸种（瓦楞纸、文化纸等）	特种纸
原材料	文化纸、生活用纸原材料主要是木浆，瓦楞纸、箱板纸原材料主要是废纸	一次性包装原纸通常要求使用原生木浆
产品应用	主要用于二次包装、书写和印刷制品等经济生活中大类用纸领域	按照不同类别，包括柔性包装、电气功能、建材装饰、离型标签、过滤、防伪、感光材料等各种的功能性应用
市场特点	应用领域较分散，市场规模较大	细分市场规模较小，但应用领域逐渐增加，产品功能性要求较高，专业化程度高
销售模式	大贸易经销商经销	点对点直销
生产模式	标准化批量作业	定制化生产
生产工艺	可以添加荧光粉等添加剂	食品包装纸对质量要求较高，不可添加荧光增白剂，欧美系大客户一般会要求原纸材料具有FSC认证

资料来源：恒达新材招股书、公司公告、开源证券研究所

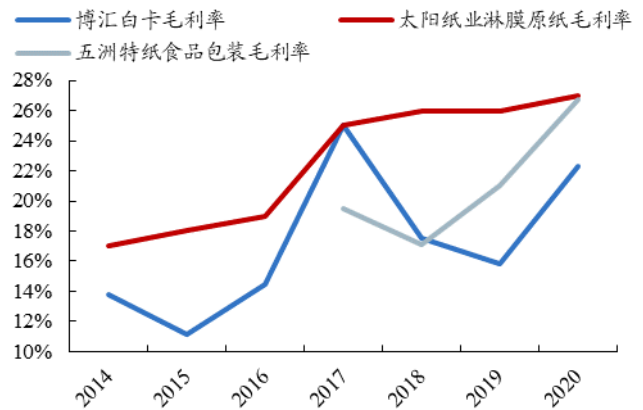


图11: 食品包装纸价格变动幅度小于纸浆价格变动



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

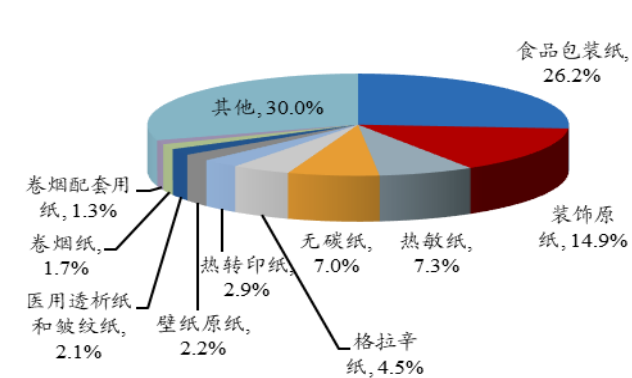
图12: 食品包装纸毛利率相对大宗纸较为稳定



数据来源: 公司公告、开源证券研究所 注: 太阳纸业淋膜原纸是食品包装纸

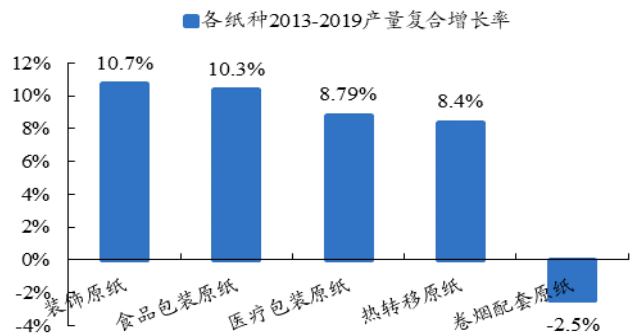
特种纸分类广泛, 食品包装纸是特种纸领域里增速较快且占比最大的子品种。特种纸良好的功能性特点使其广泛应用于包括医疗、食品、商业、建材家居、电气、信息、航空、军工等在内的国民生活诸多领域。以产量指标看, 根据恒大新材招股书披露的数据, 2019年国内食品包装纸产量205.4万吨, 占比特种纸总产量的26.2%, 是产量最大的特种纸, 其次为装饰原纸, 产量占比14.9%。历史数据看2013-2019年国内食品包装纸产量由113.8万吨增长至205.4万吨, 年均复合增速达到10.3%, 领先于其他特种纸。

图13: 食品包装纸是特种纸第一大领域(2019产量占比)



数据来源: 恒大新材招股书、开源证券研究所

图14: 食品包装纸产量增速行业领先



数据来源: 恒大新材招股书、开源证券研究所

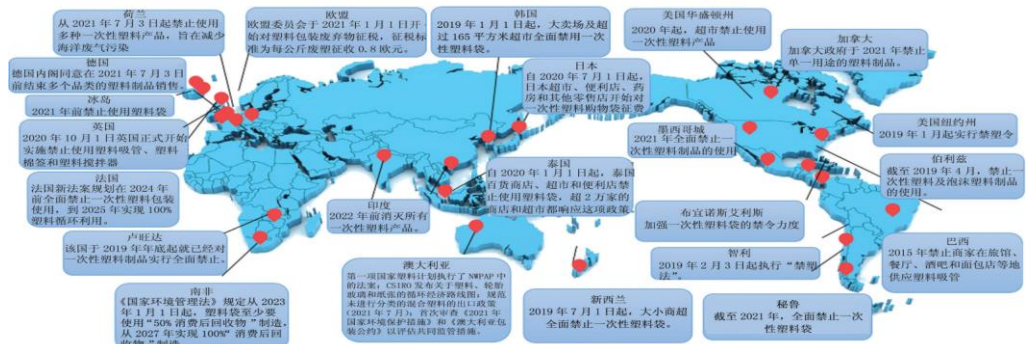
## 2.1、食品包装纸: 政策引契机, 多领域齐发力打开需求空间

### 2.1.1、禁塑政策全面铺开, 纸包装性能优异为理想替代材料

全球禁塑已是大势所趋, 国内禁塑全面推进。2015年在印度召开的世界环境日大会上, 联合国达成协议到2025年全球要禁止使用一次性塑料制品。在此号召下, 截至2021年11月全球已有欧盟、荷兰、印度、日本等100多个国家或地区在国家层面立法, 要逐步替代一次性塑料制品。具有代表性的如美国华盛顿州规定2020年起, 超市禁止使用一次性塑料制品; 日本规定自2020年7月1日起, 日本超市、便利店、药房和其他零售店开始对一次性塑料购物袋征费; 印度规定2022年前消灭所有一次性塑料产品; 法国规定2020年起禁止销售部分一次性塑料制品, 包括一次性

棉花棒、一次性杯子和盘子等塑料制品，2022年起禁止包括连锁快餐店在内的餐饮向堂食顾客提供一次性餐具，目标于2024年将一次性塑料制品的使用率降低到零。

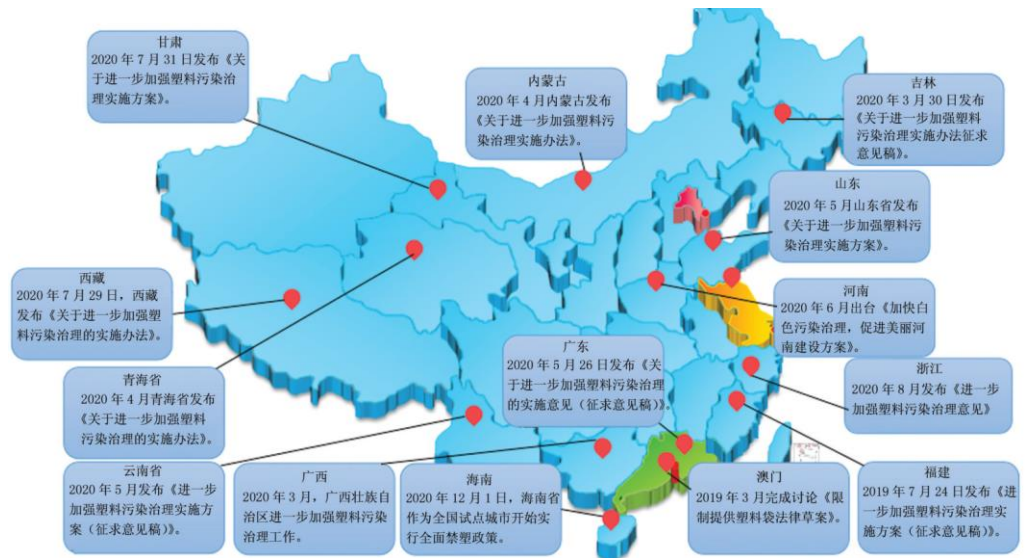
图15：全球禁塑已是大势所趋



资料来源：赵宝琳《新形势下以纸代塑拓展延伸的思路》

2020年1月，我国“禁塑令”出台后，海南省、河北省、广西省、青海省、内蒙古、云南省、广东省、河南省、浙江省等17个省份也陆续发布了当地的“禁塑令”省级禁塑令发布速度明显加快。可以预见，短期内将有更多省份出台当地禁塑令，以为当地垃圾污染治理提供政策依据。新版禁塑令分三步走，专项检查助力2020年阶段目标实现。

图16：禁塑在我国全面铺开



资料来源：赵宝琳《新形势下以纸代塑拓展延伸的思路》

纸包装凭借优异性能，成为塑料包装理想替代品之一。常见包装材料包括纸、塑料、玻璃、金属等，根据中国包装联合会统计的数据，所有包装材料中，纸包装和塑料包装各占35%~40%。纸质包装具有可回收、可降解、可循环、原料可持续等特点凸显优越的环保性能，同时产能充足、使用方便、价格低廉、重量轻、运输成本低、印刷性能好等特性可满足推广使用的基本要求。

造纸和涂层技术的发展助推纸质材料替代塑料包装。纸质包装替代塑料包装中会存在阻隔性、热封性差等问题导致在某些应用场景里纸质包装无法全面替代塑料包装，但随着造纸和涂层技术的持续发展，纸质包装阻隔性及热封性等问题有望得

到解决。根据中国制浆造纸研究院发布的《限塑令下，纸质包装替代塑料，原纸上的 PE 淋膜也不可降解、不可再浆、回收困难啊，怎么办》文章指出，将降解塑料、水性无塑涂层等环保材料应用到纸质包装中可提升纸质包装的水、油等阻隔性能，同时以 300g/m<sup>2</sup> 食品卡为例，使用可再浆、可回收的水性涂层比传统的 PE 涂层将节约一半以上用量且更为环保。

**表3：纸质包装具有优越环保性能且性价比较高**

包装材料	优势	劣势
纸包装	可回收、可降解、可循环、原料可持续等特点，具有优越环保性能；同时产能充足、使用方便、价格低廉、重量轻、运输成本低、印刷能好	不具备阻隔性、热封性
塑料包装	成本低、应用广、自重小运输成本低；加工容易、生产线灵活、投入少；塑料的阻隔性和热封性是其优于其他包装材料的重要性能	一次性塑料制品不可回收回用，是目前较为严重的海洋塑料污染的主要来源，塑料无法降解、原材料不可再生、老化后性能差
金属包装	回收率高，加工工艺成熟且可连续化生产，包装强度好，便于储存、携带、运输和装卸，遮光、防潮、阻隔等防护性能好，具有特殊金属光泽、表面装饰性好适宜印刷，外观更有质感、凸显高档	生产线投资成本高、不适合小规模生产，自重大、物流成本高，耐腐蚀性差，部分金属材料中含有有害物质容易污染食品
玻璃包装	透明可视、造型美观、消费体验好，阻隔性、密封性好，耐腐蚀、包装食品更安全，成本低、可回收、可循环利用	易碎、自重大、运输成本高、加工过程能耗高

资料来源：王岩/郭彩云/陈悦龙《把握限塑机遇助推纸包装产业发展—访中国包装联合会包装印刷委员会秘书长曹国荣》、开源证券研究所

在政策指引及行业技术发展推动下，食品包装纸替代塑料包装在航空业、餐饮业、酒店、便利店、商超、外卖等多领域正在稳步推进。星巴克、麦当劳、宜家、喜茶、金鼎轩等知名连锁企业自 2018 年开始已逐渐减少对塑料吸管的使用，采用纸吸管或直饮杯盖来替代；奈雪的茶也于 2020 年 9 月起，陆续上架纸吸管，逐步减少塑料吸管的供应，并 2021 年 1 月 1 日起全部更换为纸吸管；雀巢承诺到 2025 年确保其所有包装都可回收或重复使用，并将原生塑料的使用量减少三分之一，积极推动纸包装的使用；美团外卖联合中国制浆造纸研究院有限公司与中华环境保护基金会共同开展青山计划纸质外卖包装在外卖商家的推进工作。当前食品包装较为成熟的替代产品有纸袋（纸质袋、手提纸袋）、纸吸管（胶水型、可降解塑料淋膜型和水性涂层型）、可降解塑料（PLA、Bio-PBS）淋膜纸容器（纸杯、纸碗、纸餐盒等）、丙烯酸乳液涂层产品（纸杯、纸碗、纸餐盒等）、纸浆模塑餐具（模塑餐盒、碗、盘、杯、刀叉）等。

**图17：食品包装纸可以在餐用器具/饮用器具/纸袋等方面替代塑料包装**


资料来源：中国环保产业研究院

**表4：越来越多企业陆续发布以纸替塑实施措施**

领域	时间	企业	内容
航空业	2018年5月	阿拉斯加航空公司	在机舱或休息室将 <b>不再提供塑料吸管和搅拌棒，使用纸或竹制品代替</b>
	2021年12月	中国东方航空	从2022年1月1日起，东航武汉、云南公司将停止向旅客提供一次性不可分解的塑料制品。
连锁快餐店	2018年6月	麦当劳、肯德基	麦当劳宣布其英国和爱尔兰分店从2018年9月起， <b>把所有塑料吸管换成纸制吸管；肯德基宣布在新加坡所有84家分店中停用塑料杯盖与吸管</b>
	2018年7月	星巴克	星巴克宣布将于 <b>2020年前在旗下2.8万家门店内全面取缔塑料吸管的使用，并使用纸质吸管或可回收塑料吸管来代替原有吸管，以响应抵制一次性塑料产品的行动</b>
茶饮/咖啡	2020年1月	雀巢	承诺到2025年确保其所有包装都可回收或重复使用， <b>并将原生塑料的使用量减少三分之一，积极推动纸包装的使用</b> 。2019年开发出一种可以高速使用纸张包装的方法，包装的更换将从他们在欧盟境内销售的无麸质果蔬坚果棒Yes!系列开始。2020年1月，雀巢宣布将使用王子集团生产的 <b>包装纸来包装其在日本非常受欢迎的巧克力棒</b> ，雀巢公司预计，随着这一变化，每年将减少380t塑料垃圾
	2020年9月	奈雪的茶	<b>自2020年9月起，门店将陆续上架纸吸管，逐步减少塑料吸管的供应，并2021年1月1日起全部更换为纸吸管</b>
酒店	2020年1月	可口可乐	可口可乐公司同其战略瓶装伙伴可口可乐HBC公司以及可口可乐欧洲合作伙伴共同努力， <b>使用一种新的纸板技术替代其在欧洲使用的塑料包装</b>
	2018年7月	希尔顿、凯悦、万豪	(1) 希尔顿计划于2018年彻底禁止旗下650家酒店使用塑料吸管， <b>并按需求用纸质或可生物降解材料进行替换</b> ；(2) 凯悦酒店计划在2018年9月1日之前彻底禁止使用塑料吸管和酒水一次性产品；(3) 万豪国际集团承诺于2019年7月前，在全球超过6700个物业全面停用塑料吸管
游乐场	2018年7月	华特迪士尼	将于2019年中旬在全球所有迪士尼自有和运营的场所停止使用一次性塑料吸管和塑料搅拌棒，预计每年将减少1亿7500万支塑胶吸管及1300万支塑胶搅拌棒的用量。
便利店	2019年3月	全家	于2020年2月底，将约300种色拉、盒饭等塑料包装种类较2017财年减少4成
	2019年3月	罗森	从2019年2月下旬开始在东京都内5家“Natural Lawson”门店限期 <b>开展冰咖啡小号容</b>

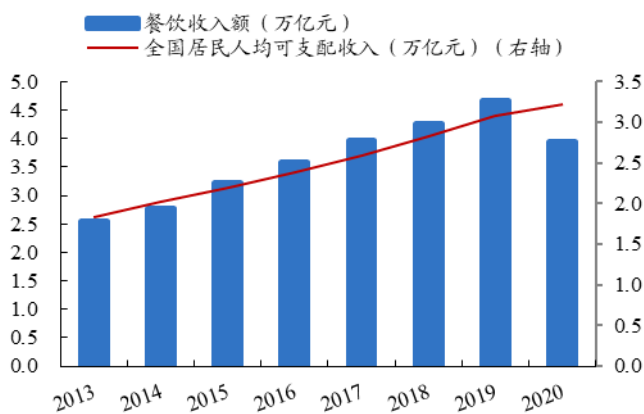
领域	时间	企业	内容
			器由塑料制改为纸制的试验，这使 1 个容器塑料量减少 8 成，若引进至所有门店，整年预计将能削减约 540 吨塑料垃圾
	2019 年 3 月	7-Eleven	在四国地区的部分门店对冰咖啡采用无吸管的带饮用品容器。对于希望用吸管的顾客提供纸制吸管
物流行业	2020 年 6 月	中国邮政	将于 2021 年底禁止在中国广州、深圳等地快递网点使用不可降解的塑料包装袋、一次性塑料编织袋等，2022 年底禁止范围将扩大至江苏、浙江、福建等省
商超	2021 年 12 月	沃尔玛	将于 2022 年 4 月 22 日前从 400 多个加拿大分店彻底淘汰一次性塑料袋
	2020 年 9 月	家乐福	计划于 2020 年底前，将家乐福中国范围内的塑料购物袋逐步替换为可降解材质
外卖		美团	美团外卖青山计划专项基金支持，中国制浆造纸研究院有限公司与中华环境保护基金会共同开展了青山计划纸质外卖包装推荐名录的征集工作，最终 30 家企业的 41 个产品脱颖而出，对外卖行业快速建立绿色包装供应链以及纸质包装在外卖商家的推广使用，起到了积极的推动作用

资料来源：公司招股书、广东印刷期刊、第一财经、开源证券研究所

### 2.1.2、下游应用多点开花，推动食品包装纸需求持续增长

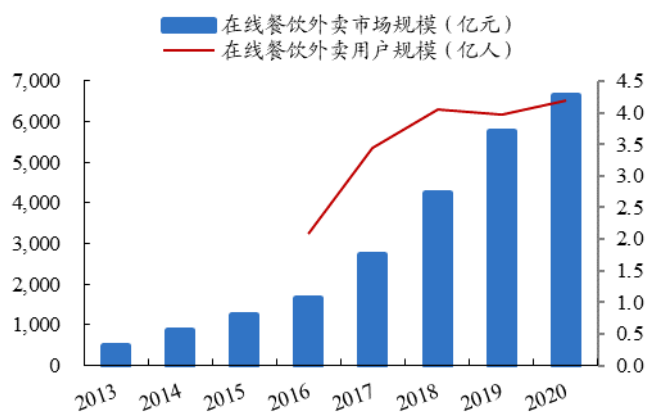
(1) 餐饮外卖的快速增长为食品包装纸提供发展机遇。餐饮消费与居民购买力高度正相关，居民购买力的持续提升奠定餐饮业持续增长的基础。根据国家统计局数据，2013-2020 年全国居民可支配收入由 18311 万元提升至 32189 万元，剔除价格因素实际购买力增长 2.1%。居民可支配收入的稳步提高、互联网技术发展叠加居民工作节奏加快带来的便利需求的提升，互联网餐饮外卖迅猛发展。根据 CNNIC 公布的数据，2013-2020 年我国在线餐饮外卖市场规模由 503 亿元快速增长至 6646 亿元，年均增速达到 44.6%。与此同时，在线餐饮外卖用户规模由 2016 年的 2.09 亿人增长至 2020 年的 4.19 亿人，年均增速达到 19.0%。未来随着外卖服务场景的拓展和用户需求进一步深化以及餐饮物流持续优化，居民购买力稳步提升，可以预计餐饮外卖仍将保持强劲增长。

图18：人均收入的提升推动餐饮业持续发展



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图19：餐饮外卖市场及用户不断提升



数据来源：中国饭店协会、华经产业研究院、开源证券研究所

结合外卖包装材料可替换路径及经济性等多方面判断，我们认为餐饮外卖领域食品包装纸未来增长空间较大。

根据美团研究院发布的外卖包装材料调查数据，塑料材质仍占据商户外卖包装

**市场的主导：**外卖餐盒方面，超过 80%的餐盒为塑料餐盒，其中超过 90%的塑料餐盒为聚丙烯（PP）材质，还有少量聚苯乙烯（PS）和聚对苯二甲酸乙二醇酯（PET）；餐具方面，约 78%的餐具及餐具包属于含塑料餐具，其余 22%不含塑料（多为竹木筷子等）；外卖包装袋方面，超过 80%的材质为塑料袋，其次为纸袋、无纺布袋及其他材质。

图20：外卖餐盒近 82%使用塑料

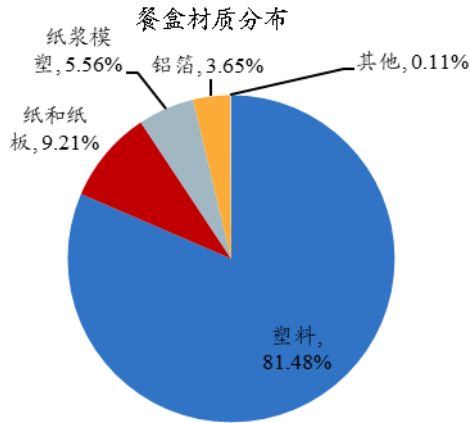
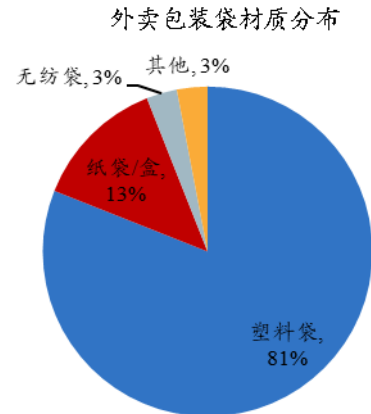


图21：外卖包装袋 81%使用塑料



数据来源：美团研究院《外卖行业环保洞察暨青山计划三周年进展报告》、开源证券研究所

数据来源：美团研究院《外卖行业环保洞察暨青山计划三周年进展报告》、开源证券研究所

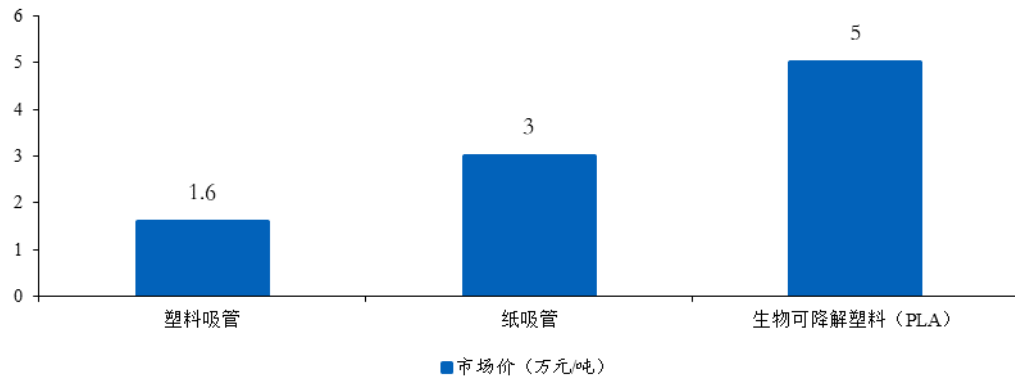
依据实际可行性，纸包装及生物降解塑料是外卖包装材料的主要替代品且在筷子/刀叉勺、吸管、包装袋等部分技术替代已较为成熟。餐盒方面替代材料不能适应大部分中餐品类，技术不成熟且成本较高。就替换材料而言，根据第一财经市场调查数据显示，生物可降解塑料市场成本明显高于食品包装纸成本，从经济性角度考虑，我们认为在替代技术较为成熟的外卖应用场景，食品包装纸相对生物可降解塑料将更有可为。

表5：外卖领域纸包装在包装袋/餐具外包装等方面替代技术较为成熟

外卖包装类别	材料替换路径	技术可行性分析
筷子、刀叉勺等餐具	刀叉勺：塑料→生物降解塑料、竹、木、纸质材质 餐具外包装：塑料→纸质	替代材料技术较为成熟
吸管	塑料→生物降解塑料、纸质、秸秆类	PLA 材质成本高；纸或秸秆类吸管体验相对塑料差些
包装袋	塑料→生物降解塑料袋、纸袋	替代材料成本高，技术较成熟
餐盒	塑料→生物降解塑料（PLA 为主）、纸浆模塑、淋生物降解材料膜/涂层纸	替代材料不能适应大部分中餐品类，技术不成熟、成本高

资料来源：美团研究院《外卖行业环保洞察暨青山计划三周年进展报告》、开源证券研究所

根据国家统计局公布的数据，2019 年我国塑料吸管年消费量近 3 万吨，约合 460 亿根，按照每根纸吸管消耗 2.5 克食品包装特种纸以及纸吸管替代率 20% 至 50% 计算（塑料吸管另一种替代品为可降解吸管），预计未来吸管食品包装纸增量市场规模将在 2.3 万吨~5.75 万吨左右。

**图22：纸吸管成本价低于生物可降解塑料**


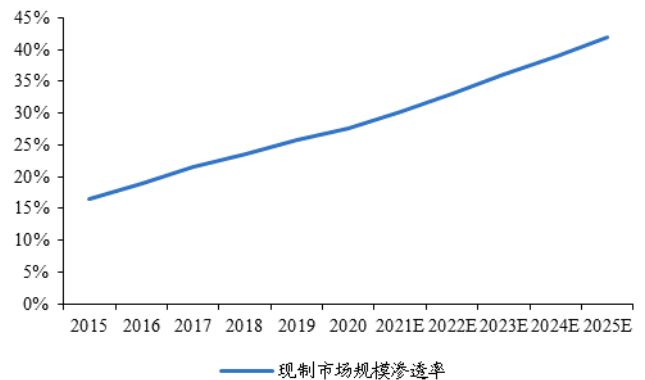
数据来源：第一财经、开源证券研究所

**(2) 新式茶饮及咖啡消费的崛起带来食品包装新的增长点。**随着消费升级，饮品特别是冲调类热饮如速溶咖啡、奶茶、果珍等作为休闲、社交的一种重要方式，近年来增长迅速。按零售价值计，2015-2020 年中国茶饮市场总规模由 2569 亿元增长至 4107 亿元，年均复合增速达到 9.8%。根据灼识咨询的预测，预计中国茶市场规模将以 14.6% 的年均增速进一步扩大至 2025 年的 8102 亿元。

现制茶饮是茶饮赛道里食品包装纸的主要消耗者，茶文化日益普及叠加社交需求的增长带动现制茶饮市场规模持续扩容。随着茶饮文化的日益普及，现制茶饮近几年持续涌现，现制茶饮使茶更具可及性同时能为消费者带来社交空间，根据灼识咨询调查数据，53.6% 的受访者在现制茶上的开支比上一年增加，95% 以上的受访者表示日后会维持或增加在现制茶饮店的消费。2020 年国内现制茶饮市场规模约 1136 亿元，预计到 2025 年市场规模将增长至 3400 亿元，复合增速 24.5%。同时现制茶在茶饮市场中的渗透率也将由 2020 年的 28% 提升至 2025 年的 42%。

**图23：2015-2020 茶饮市场规模复合增速 9.8%**


数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

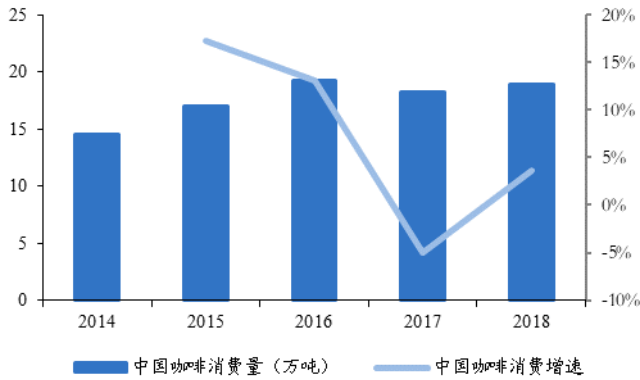
**图24：现制茶饮市占率将持续提升**


数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

现磨咖啡作为食品包装纸的主要消耗者，未来其市场容量的扩充会带动咖啡领域食品包装纸的需求增长。根据 USDA 统计的数据，从全球咖啡市场消费看，中国咖啡消费市场整体全球占比较小为 2.6% (2018 年)，但国内咖啡市场的消费增速明显高于全球，2014-2018 年国内咖啡消费年均增速 6.9%，高于全球同期 2.8% 的复合增速。从咖啡消费结构看：咖啡市场包括现磨咖啡、挂耳咖啡、速溶咖啡、罐装咖啡等，2018 年国内现磨咖啡消费占比 36.5%，低于海外现磨咖啡 81% 的消费比重。

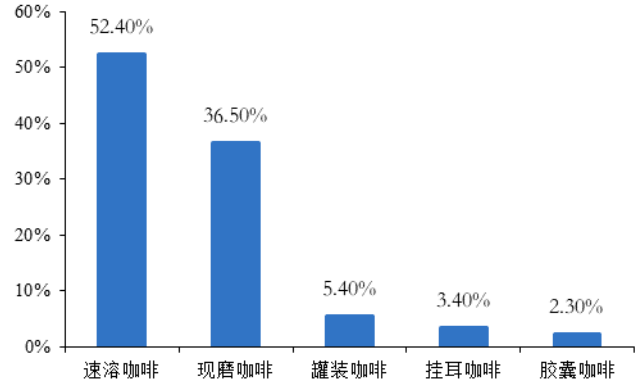
可以预计未来随着咖啡市场的持续扩容，国内现磨咖啡的市场渗透率也会逐步向海外靠拢。根据弗利沙文的预测，未来 2-3 年国内现磨咖啡市场将以 36% 的复合增速增长，预计到 2023 年市场规模达到 1579 亿元。

图25：2014-2018 中国咖啡消费复合增速 6.9%



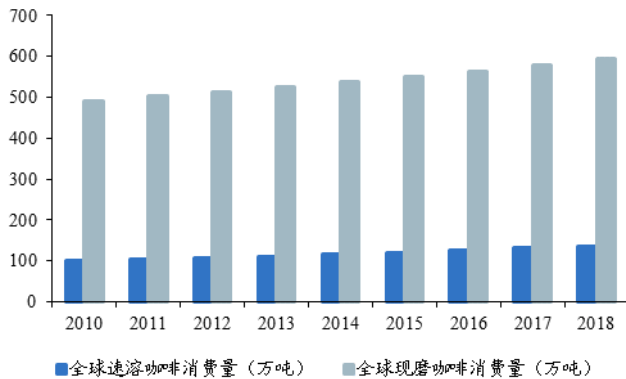
数据来源：USDA、开源证券研究所

图26：咖啡消费结构中现磨咖啡占比 36.5%



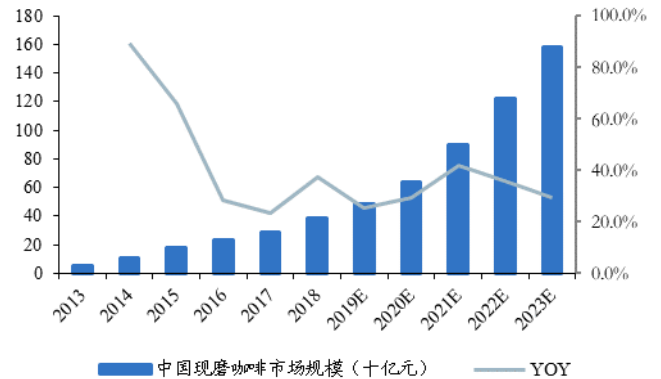
数据来源：the Frost & Sullivan Report、开源证券研究所

图27：国外现磨咖啡是市场主流



数据来源：USDA、开源证券研究所

图28：2020-2023 现磨咖啡市场规模复合增速 36%

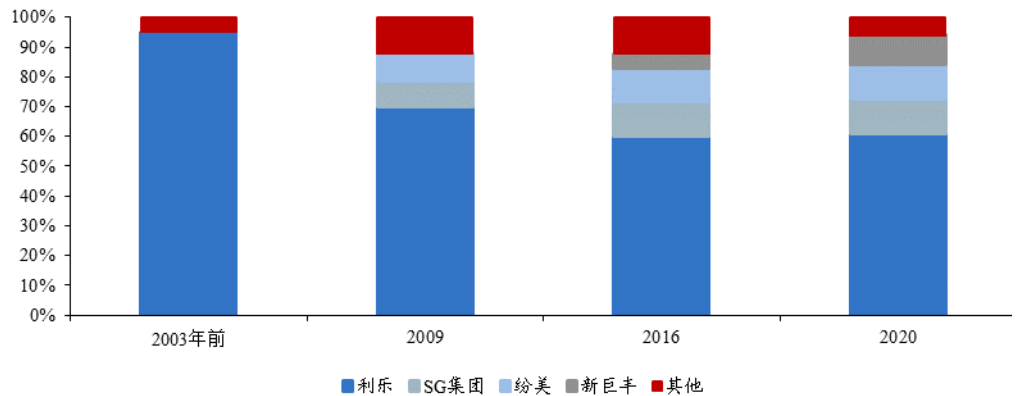


数据来源：the Frost & Sullivan Report、开源证券研究所

**(3) 液态包装进口替代进一步打开食品包装纸需求空间。**我国液态奶包装市场长期被国外企业垄断，国际液态包装企业通过灌装机与包装材料捆绑销售的策略，使得乳制品企业从灌装机到包装材料供应都产生高度依赖，一度占据中国无菌包装市场 90% 以上的市场份额。随着国内无菌包装逐步体现出性价比、本土化、优质服务等相对优势，同时下游客户为降低采购成本及分散供应商集中风险，国内无菌包装市场需求近几年逐步提升。随着近几年本土液态包装企业的崛起，有望打开国内原纸生产企业进入液态包装市场。



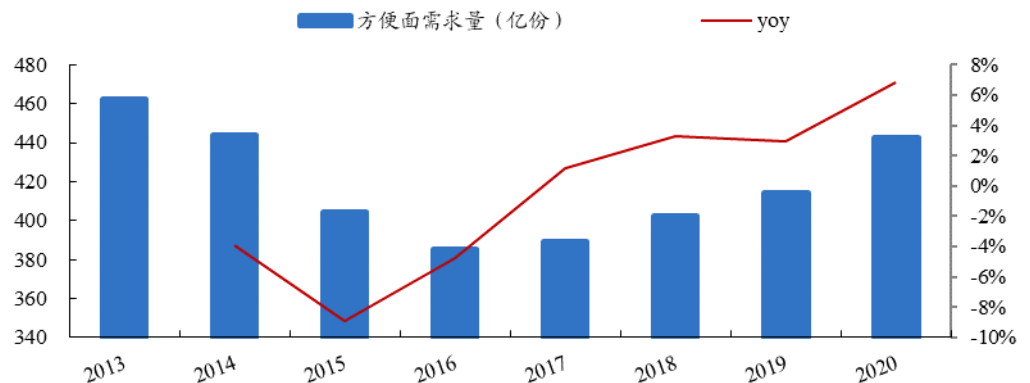
图29：本土企业液态包装市场份额逐渐增加



数据来源：新巨丰招股说明书、益普索、开源证券研究所

(4) 方便面市场回暖带来食品包装纸的稳定需求。根据世界方便面协会统计国内方便面需求自 2016 年起稳步提升，2016-2020 方便面需求复合增速 3.5%。其中容器面作为方便面中的中高端产品，市场份额持续增加，以康师傅为例，2013-2020 容器面销售占比持续在 45% 以上，2019 年占比接近 50%。容器面是方便面中的主要消耗食品纸包装的产品，随着容器面的稳步提升，食品包装纸的需求也稳步增长。

图30：方便面市场份额稳步回升



数据来源：世界方便面协会、开源证券研究所

### 2.1.3、行业集中度相对较高，差异化竞争明显

食品卡当前竞争格局较好，公司食品卡产能规模行业领先。根据卓创资讯统计的数据，2020 年白卡纸行业产能规模约 1122 万吨，根据中国产业研究报告网发布的数据，当前白卡纸下游需求中食品卡占比约 25%，据此估算当前食品卡行业规模约 280 万吨，单五洲+太阳+宜宾合计产能占比也达到了 45%，竞争格局相对较好。另外公司食品卡产能 78 万吨，产能占比 28% 暂居行业第一。

食品卡种类较多，公司与同行多数企业存在较为明显的错位竞争。我们梳理特种纸领域以上市企业食品卡布局情况及核心非上市食品卡企业，可以看到由于食品卡种类较多，企业布局存在明显的差异化，公司是统计样本中为数不多容器类包装及非容器类包装全面布局的食品卡企业。仙鹤股份的食品卡定位于高档食品包装，主要发力液体包装领域，核心客户主要是新巨丰、安姆科等软体包装企业；恒达新

材主要在食品防油纸、上蜡原纸、吸管纸等非容器类包装部分细分领域深耕细作；宜宾纸业定位于较为低端的食品卡，主要是一次性水杯等；凯恩股份和华邦特纸整体食品包装规模比较小且布局品类较为单一。APP 旗下的宁波中华和太阳纸业子公司万国太阳，食品包装纸布局与公司相似度较高。

**表6：公司与同行多数企业存在较为明显的错位竞争**

公司	产能 (万吨/年)	产品定位	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	2023H 拟投产 20 万吨液体包装纸
仙鹤股份	19	液体包装纸领域	新巨丰、软包装巨头安姆科	2022 年 6-7 月拟投产 30 万吨食品卡纸以新型高克重高档食品包装材料为主
恒达新材		非容器类食品包装原纸	肯德基、德克士、汉堡王、赛百味等快餐连锁餐饮巨头企业和星巴克、喜茶、蜜雪冰城等连锁饮品店等	
宜宾纸业	25	低端食品包装纸,主要是一次性水杯用纸		
凯恩股份		少量食品包装原纸		全年特种纸销量 9.13 万吨
恒丰纸业	7	生产卷烟纸为主		2019 年分别投放“2 万吨食品包装纸项目”与“5 万吨食品包装纸项目”
华邦特纸	7	主要是防油纸		整体产能规模较小,3 条产线合计产能 7 万吨,涵盖壁纸原纸、医用包装纸、防油纸、胶水原纸和格拉辛纸多个品类
宁波中华		纸杯、纸碗、餐盒、汤桶		白板纸+白卡纸+瓦楞原纸产能共 62 万吨
万国太阳	20	高档食品卡纸:液体包装原纸、纸杯原纸、餐饮包装纸		

资料来源：各公司公告、开源证券研究所 注：灰色底纹代表与公司食品包装布局相似度较高的企业

**大宗纸企进入食品卡具有一定的门槛，具体表现在：**（1）资产回报率较低：例如仙鹤股份，截至 2021 年 6 月末，公司拥有特种纸及纸制品年生产能力超过 100 万吨，产品涵盖日用消费系列、食品与医疗包装材料系列、商务交流及出版印刷材料系列、烟草行业配套系列、电气及工业用纸系列及其他等六大系列 60 多个品种，剔除制浆生产线，特种纸产线一共 69 条，平均单个品种产能不足 2 万吨，单条产线产能不足 2 万吨；（2）客户渠道网络建设：食品卡一般是直销模式，大宗纸企传统销售是批发销售且大宗纸客户同食品卡差异较大，切入食品卡赛道需要企业重新搭建对应的销售网络；（3）生产工艺：社会大宗白卡添加有荧光增白剂，这是食品白卡不允许的，食品卡的生产环境比大宗白卡较为严苛。

**行业未来产能投放适度。**从行业上市公司披露的公告及结合调研情况来看，目前可以确定的是仙鹤股份拟于 2022 年中期投放 30 万吨的食品卡，除此之外暂无其他大规模食品卡产能投放计划。

## 2.2、格拉辛纸：快递物流+日用消费推动行业持续扩容

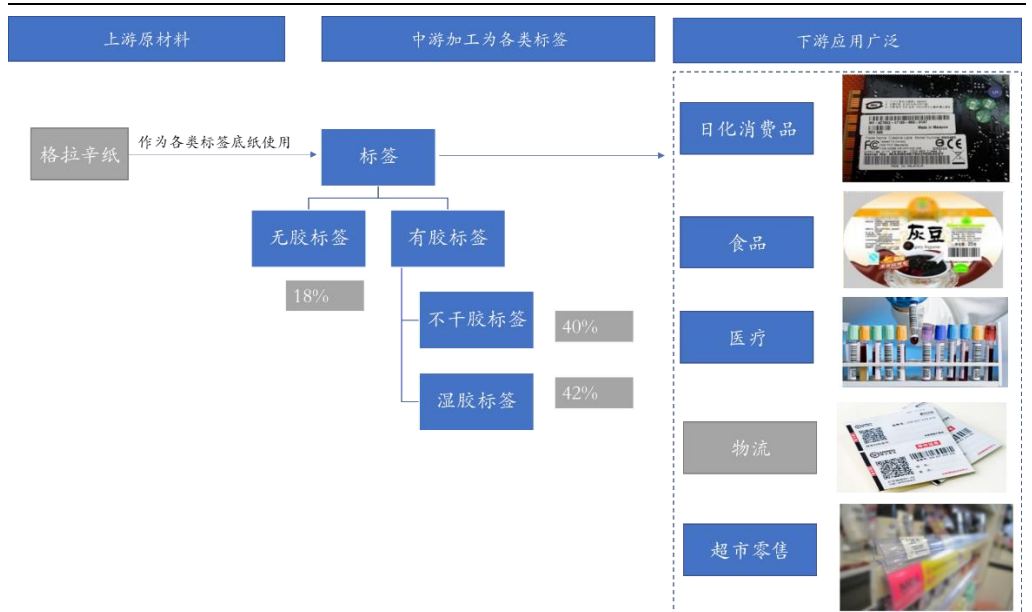
格拉辛纸是标签底纸部分的主流产品。格拉辛纸由格拉辛原纸经超级压光而成的具有极佳内部强度和透明度的特种纸，具有平滑度高、抗油脂性能好、离型剂耗用少等优点，是特殊胶带、双面胶带基材、商标、激光防伪等的常用材料。以不干胶标签为例，不干胶标签一般由底纸、胶合剂、面纸等三部分构成，底纸起离型作用，面纸一般用来印刷文字或图案。底纸部分最常用的就是格拉辛纸。

图31：格拉辛纸是不干胶标签底纸主流产品

不干胶结构层级	作用	常见类别
底纸	离型	1) 格拉辛纸，最常用 2) 超级压光纸 SCK 3) 高岭土涂布纸 CCK，又叫硅酮隔离纸
胶合剂	粘贴	溶剂型、乳胶型、热熔型
面纸	印刷	1) 纸基类，常用的有热敏纸、铜版纸、胶版纸等； 2) 薄膜类，常见的有聚乙烯、聚丙烯、聚酯

资料来源：仙鹤股份招股书

图32：格拉辛纸下游应用广泛

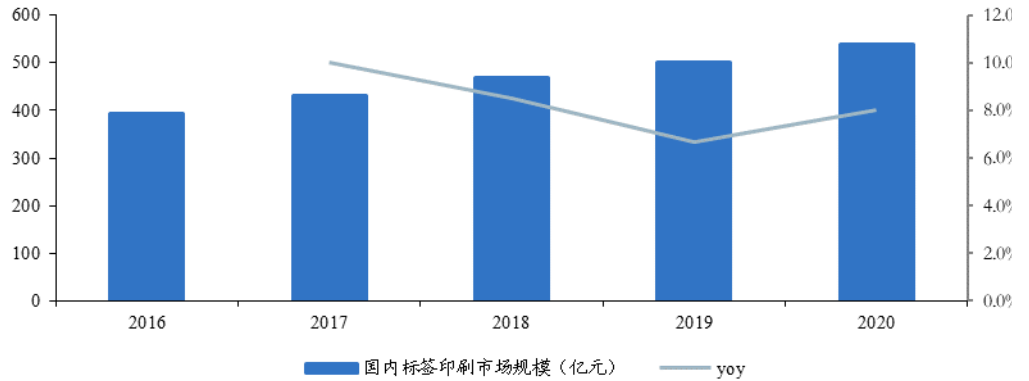


资料来源：仙鹤股份招股书、开源证券研究所，注：图中数据来自仙鹤股份招股书（全球标签市场结构）

标签下游应用广泛，涉及日化、化妆品、电子家电、医药、食品、超市零售和物流等多产品领域。近几年随着下游应用市场的发展，尤其是物流行业发布的新规增加了物流标签对格拉辛纸的需求（2016年2月邮政局颁布的《快递电子运单》邮政行业标准极大的增加了物流标签对格拉辛纸的用量需求。标准规定，电子运单每联均有三层组成，第一层为热敏打印纸，第二层为铜版纸或格拉辛等材料，第三层为格拉辛纸），国内标签印刷市场规模也呈现持续增长的态势。根据印刷工业杂志发布的文章《标签印刷产业的发展机遇与挑战》指出，十三五期间全球标签印刷市场总

产值复合增速约 5%，而同期 2016-2020 年国内标签印刷市场规模由 392.7 亿元增长至 540 亿元，复合增速达到 8.3%，高于全球复合增速。

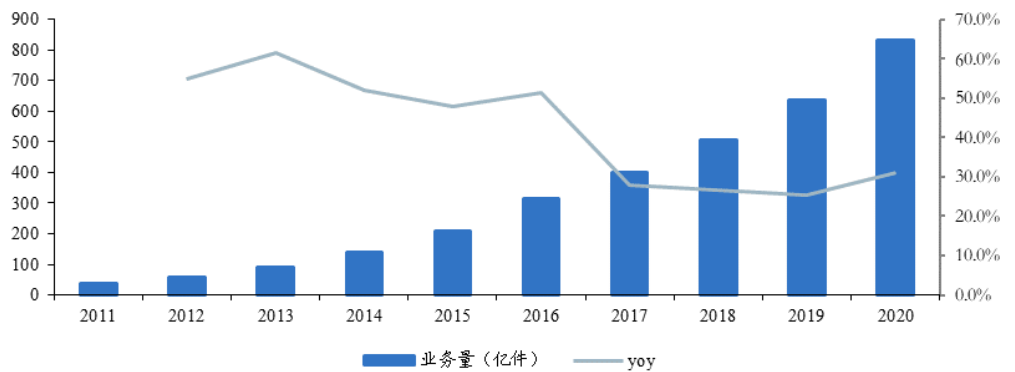
**图33：国内标签印刷市场规模持续增长**



数据来源：印刷工业杂志《标签印刷产业的发展机遇与挑战》、开源证券研究所

近年来国内物流快递包裹量呈现快速上升趋势，2016 年之前国内快递包裹量连续 7 年增速在 50% 以上，2017 年-2020 年增速虽有下滑，但不改快递业务的强劲增长势头。我们假设 2021-2025 快递业务增速保持 25% 的复合增速水平，则到 2025 年国内快递业务量将达到 2544 亿件。根据国家邮政局发展研究中心发布的数据，2020 年全国电子运单使用率已达 98%，有望到 2025 年实现运单全面电子化。另外根据仙鹤招股书披露的数据，一份运单用纸量约 3.4 克，假设格拉辛纸用量 1.7 克。据此我们测算到 2025 年单快递带来的格拉辛纸需求增量达到 29 万吨，平均每年需求增量约 6 万吨。

**图34：快递业务量增速持续在 25% 以上**



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

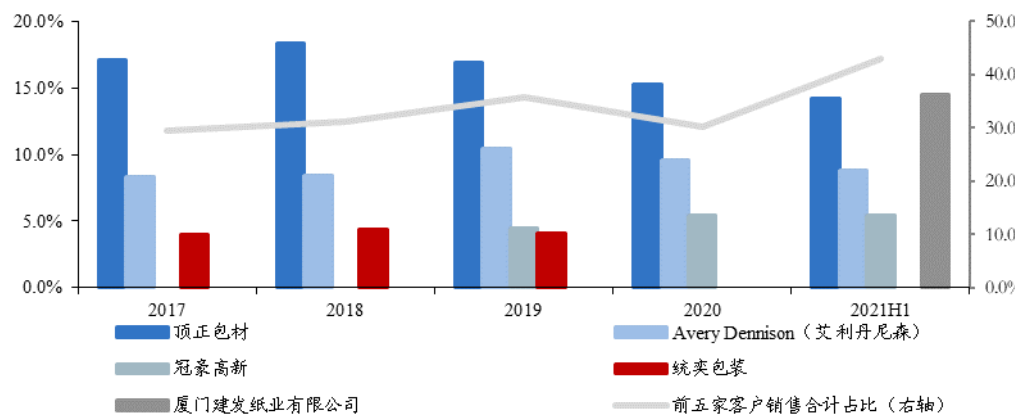
### 3、公司的核心竞争优势及未来看点

#### 3.1、行业深耕十余载，销售渠道优势明显

在特种纸行业尤其是食品包装纸领域，客户对产品质量要求较高，大型客户对新供应商的导入普遍较为谨慎。考虑到产品的卫生安全性、质量稳定性及供货及时性，大型企业在引入新的供应商时一般都要进行严格的审核程序，包括进厂现场考核、第三方机构或内部检测、小批量供货再至大批量供应等一系列流程，认证周期普遍较长。对供应商的生产能力、技术水平、生产环保、供货经验、品质管控、可追溯性等均提出了较高要求。这也促使一旦供应商通过考核往往能同下游客户建立较长的合作关系，同时双方合作时间越久，信任度增加带动合作关系的稳定性越牢固。

公司与下游核心客户合作稳定，客户优势明显。公司历经十余年发展，在食品包装纸、格拉辛纸、描图纸、转移印花纸和文化纸生产方面都具备了对应长期、稳定的大型客户，其中包含顶正包材、统奕包装、Avery Dennison（艾利丹尼森）、冠豪高新、厦门建发等多家国内外知名企业。同时公司不断加深销售渠道，与越来越多客户建立稳定良好合作关系，使得公司搭建了一定程度的销售渠道壁垒。2017-2021H1 公司核心客户销售额占比基本处于逐年递增的状态，2021H1 已突破 40%，且大多维持了 5 年以上的合作关系，核心客户优势明显。

图35：公司与核心客户合作稳定

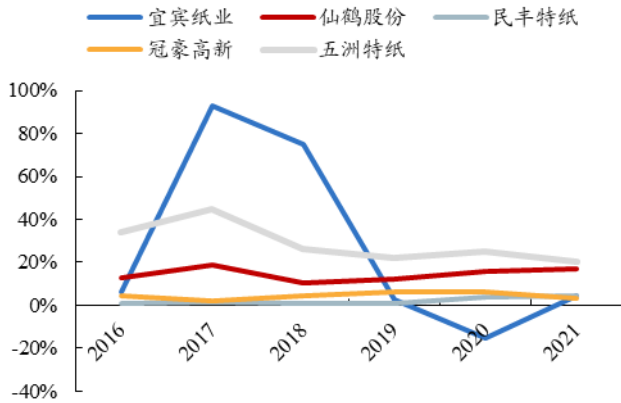


数据来源：公司公告、开源证券研究所

#### 3.2、成本管控突出，资产回报率领先同行

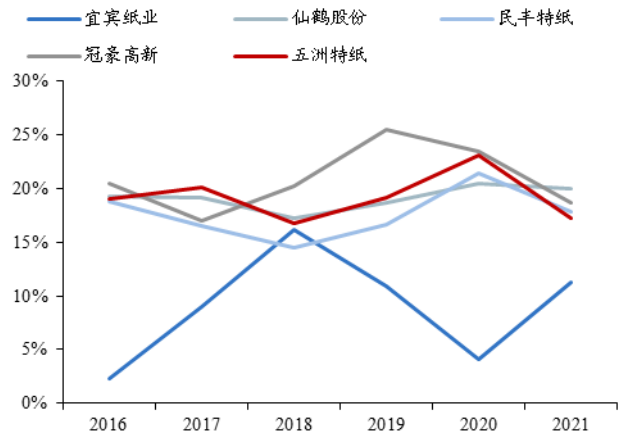
公司较高的 ROE 主要源于自身较高的资产回报率。较高的资产回报率得益于：（1）较高的盈利能力：这个主要体现在两方面，一方面公司卡位食品包装纸高毛利产品（截至目前公司食品包装纸产能 78 万吨，高于产能 21 万吨的格拉辛纸和产能 0.7 万吨的描图纸，是公司第一大业务）；另一方面公司成本管控高效，期间费用低于可比公司，综合上述两方面因素带来较高的净利率。

图36：公司 ROE 水平在行业中居前



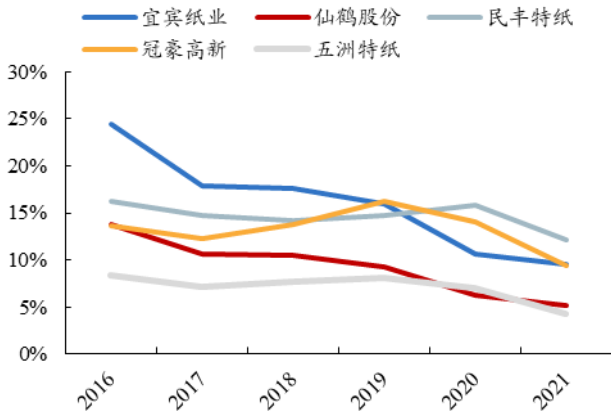
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图37：公司毛利率整体较为稳定



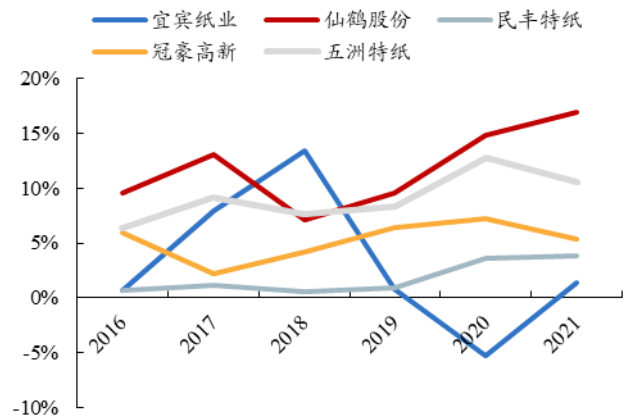
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图38：公司期间费率低于同行



数据来源：公司公告、开源证券研究所

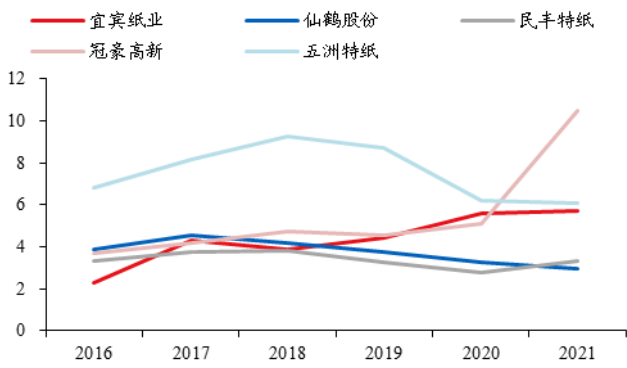
图39：公司净利率行业居前



数据来源：公司公告、开源证券研究所

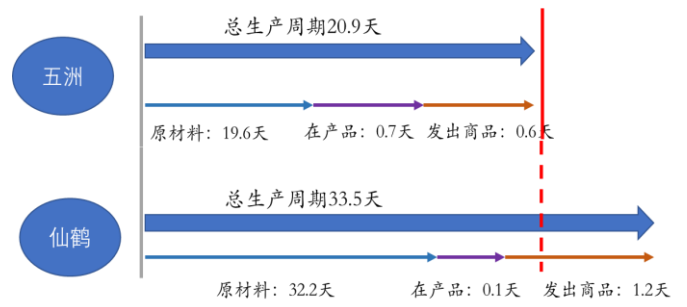
(2) **资产运营效率较高**：一方面体现在公司生产效率较高带来较高的存货周转率，同仙鹤对比看，从采购原材料→材料加工→发出商品，公司整个生产周期约 21 天，低于仙鹤的 34 天。另一方面同可比公司相比，公司的**固定资产周转率较高**。这个主要源于两方面因素：一方面专业化、规模化生产带来产线的最大化利用。公司专注于食品包装纸、格拉辛纸和描图纸的生产，已形成固定纸机进行特定产品生产的模式，这样不仅可以避免纸机频繁改动或切换造成产能浪费同时又保证了产品质量的稳定。数据端看剔除新产线投放带来产能爬坡因素影响，公司主要产品食品包装纸、格拉辛纸、描图纸产能利用率均处于满负荷生产状态；另一方面公司通过采购二手设备，利用技改达到生产目的，此种方式有效降低吨投资成本。而能做到这一点离不开公司核心人员的储备（公司拥有一支经验丰富的生产和研发团队，核心技术人员均有 15 年以上造纸工作经验，对产品研发和工艺创新具有深刻的认识和理解）、内部管理制度及高层管理风格等。

图40：公司存货周转整体优于可比公司



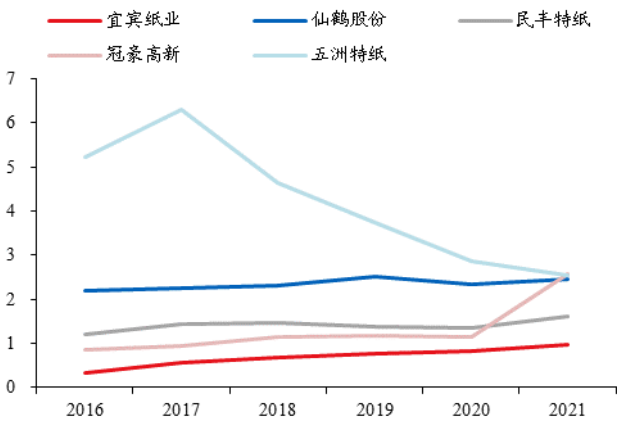
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图41：公司生产效率高于仙鹤股份



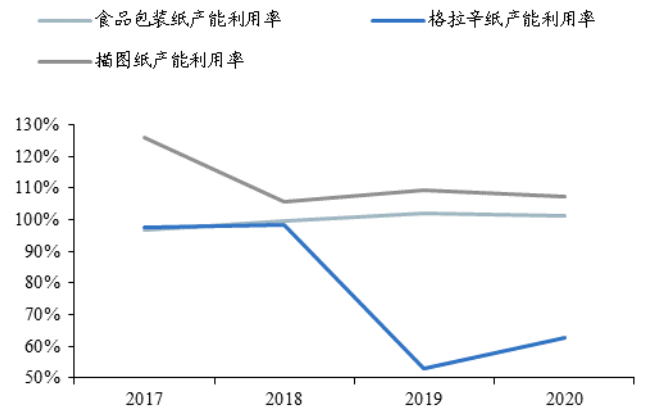
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图42：固定资产周转率较高



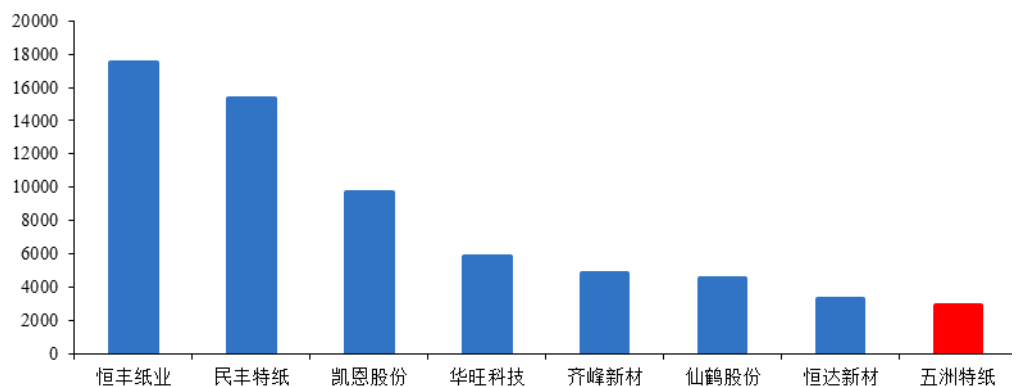
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图43：剔除产能爬坡，公司主要产品产线满负荷生产



数据来源：公司公告、开源证券研究所，注：格拉辛纸 2019 新产线投放，产能爬坡导致产能利用率低于正常水平

图44：公司吨产量对应的设备投资成本低于同行可比公司（2020）



数据来源：公司公告、开源证券研究所 注：设备包括固定资产项目中的机器设备、电子及其他设备、通用设备、专用设备和其他设备

### 3.3、布局食品包装纸新产能，抢占市场增量

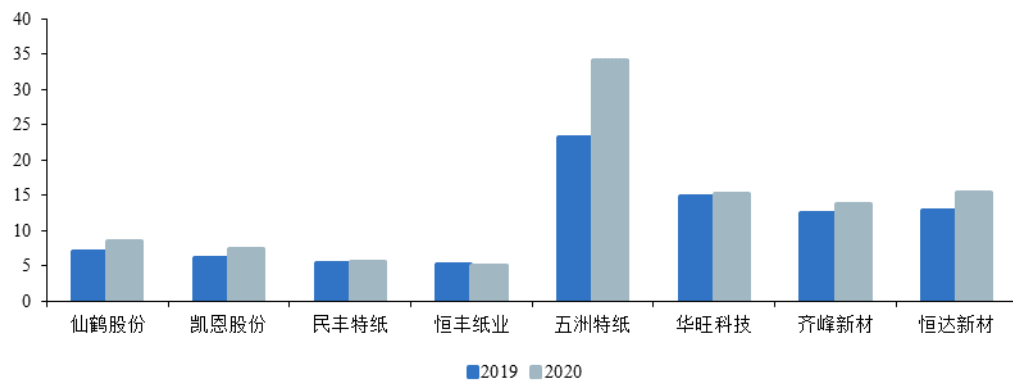
公司凭借先发优势，提前布局食品卡产能卡位未来市场增量。公司于 2021 年 12 月新投产 50 万吨食品卡产线，相对原有的 28 万吨产线处于翻番扩容状态。扩产因为食品包装纸产能不能满足当前市场需求，看历史产能利用率，一直满产状态。公司与下游客户签单周期一般为 1 年，目前已基本锁定 2022 年的大部分订单，新产线预估 2022 年产能释放 70%，带来食品卡增量 35 万吨，这 35 万吨的新增产量主要通过公司现有客户消化。从历史数据看，公司因为采取“以销定产”的生产模式，且与公司主要客户均为合作多年的老客户，合作关系稳固，产品报告期内整体较为畅销，从而库存商品周转水平整体较快。

表7：食品包装纸是公司重点发力点

纸种	产线基地	年产能(万吨)	合计年产能(万吨)	备注
食品包装纸	浙江衢州	10	78	九江新投产的50万吨产能 预计2022年产能释放70% 左右
	浙江衢州	18		
	江西九江	50		
格拉辛纸	浙江衢州	6	21	
	江西九江	15		
描图纸	浙江衢州	0.7	0.7	
转印纸	江西九江	5	5	
特种文化纸	江西九江	30	30	2021Q1 未投产, 预计 2022 年产能可稳定释放
液体包装纸	浙江衢州	20	20	预计 2023H 投产

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图45：公司库存商品周转率高于同行可比公司



数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3.4、加码浆纸布局，巩固竞争壁垒

公司于 1 月 28 日披露公告，与汉川市人民政府签订了《五洲特纸浆纸一体化项目投资合同书》，拟投资建设年产 449 万吨浆纸一体化项目，包含 294 万吨机制纸及 155 万吨浆产能，项目总投资约 173 亿元，预计 6-8 年全部投产，当前项目进度已取得相关政府机构审批通过的能评，环评程序预计 2022 年上半年可完成。



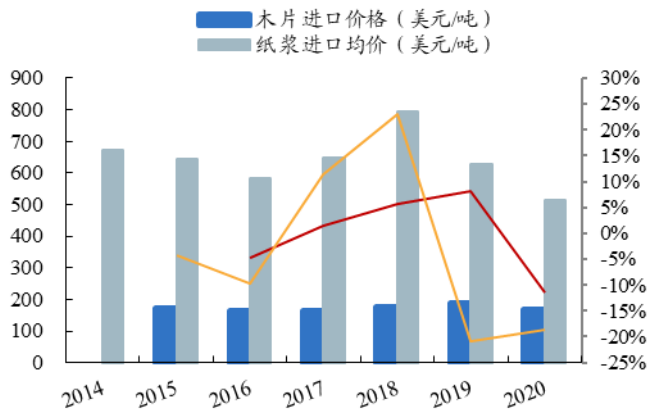
表8: 公司加码布局 449 万吨纸浆一体化项目

产线	产能 (万吨/年)	项目投资额 (亿元)	建设期
机制纸	294	173	预计十四五至十五
化学浆/化机浆	155		五期间 6-8 年全部投产
合计	449		

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

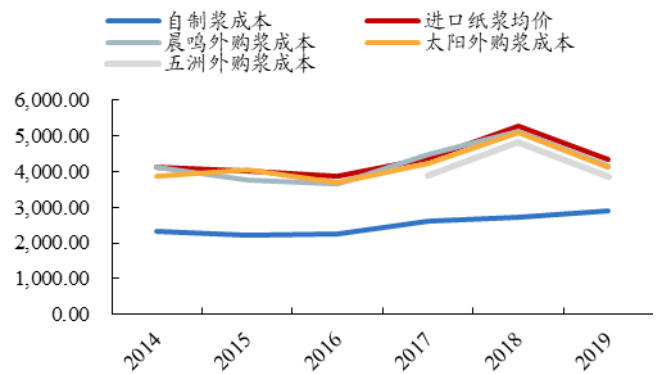
**自制浆成本波动较小, 增厚纸企盈利。**外购木浆受纸浆价格波动影响较大, 而自制木浆, 原材料主要是木片, 木片供给充足且格局分散, 木片价格波动远低于木浆, 这样自制浆成本整体平稳, 有助于平抑成品纸的周期波动。以太阳纸业为例, 太阳纸业因为有自制浆的优势, 整体毛利率波动低于行业盈利波动; 此外, 自制浆成本明显低于外购浆及进口浆成本, 由此可以增厚公司利润, 这一点在纸浆价格高位运行时体现得尤为明显。考虑纸浆成本占比公司主营业务成本的 80% 左右, 对利润端影响较大, 若项目顺利落地, 公司成本优势将进一步提升。

图46: 纸浆价格波动幅度明显高于木片



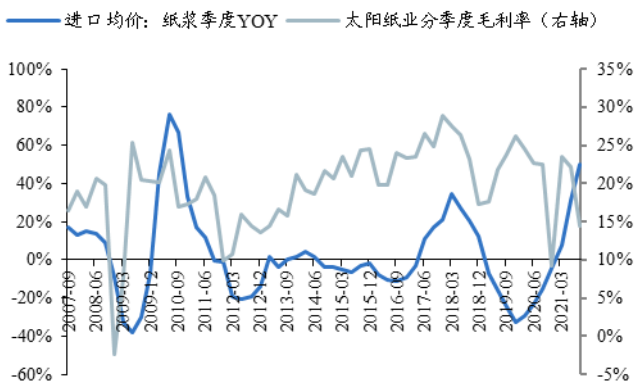
数据来源: 海关总署、开源证券研究所

图47: 自制浆成本低于外购浆且波动较平稳 (元/吨)



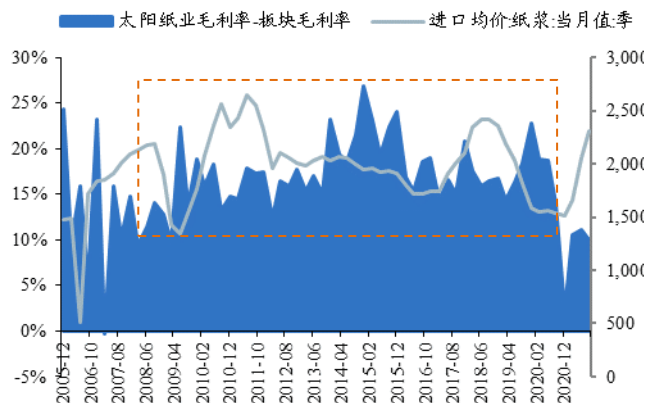
数据来源: 相关公司公告、海关总署、开源证券研究所

图48: 太阳纸业季度毛利率相对浆价变动幅度较小



数据来源: 海关总署、Wind、开源证券研究所

图49: 高浆价区位毛利差更大



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 4、盈利预测及投资建议

### 4.1、关键假设

- (1) 食品卡 50 万吨新产线 2022 年产能顺利释放 70%，2023 年产能完全释放；
- (2) 成本端纸浆价格 2022 年全年高点不会超过 2021 年 Q2，虽然现阶段纸浆受国外罢工、航运、俄乌战争等因素影响居高不下，但从供需基本面来看我们认为纸浆像 2021 年一样大幅上涨动力不足；
- (3) 公司食品卡生产使用机械浆较多，考虑公司正常采购物流运输时间及库存浆影响，同时结合目前纸浆价格，假设后续纸浆价格不会大幅上涨，延续当前水平甚至下半年有下降趋势。

### 4.2、盈利预测与估值

2022 是公司食品卡产能释放大年，基于当前订单储备情况，产能大幅增长带来的产量增加有望被顺利消化，进而推动公司业绩大幅增长。公司当前股价对应估值位于历史偏低分位数，业绩增长弹性较大兼具估值优势。

我们预计 2022-2024 年公司营收为 68.15、79.37、93.51 亿元，归母净利润分别为 6.13、8.12、9.97 亿元，对应 EPS 分别为 1.53、2.03、2.49 元，当前股价对应 PE 分别为 10.7、8.1、6.6 倍。相对于可比公司，五洲特纸在食品卡产能规模、客户覆盖、生产效率上具有相对优势，给予一定估值溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。

表9：可比公司估值概览

证券代码	股票简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元股)	EPS(元)			PE(X)		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603733.SH	仙鹤股份	148	20.97	1.54	1.96	2.24	13.60	10.71	9.36
605377.SH	华旺科技	50	15.07	1.50	1.79	2.03	10.03	8.42	7.31
	平均			1.52	1.88	2.14	11.82	9.57	8.34
605007.SH	五洲特纸	66	16.40	1.53	2.03	2.49	10.7	8.1	6.6

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预测，五洲特纸盈利预测来自开源证券研究所 收盘日期为 2022/5/9

## 5、风险提示

- (1) 纸浆价格大幅上涨：公司成本端纸浆占比 80% 以上，若纸浆价格涨幅超出预期，会拖累公司业绩不及预期；
- (2) 食品卡产销不及预期：公司短期业绩增长核心驱动力在于食品卡，食品卡对公司毛利贡献 60% 以上，若食品卡产能释放或产销不及预期，也会导致公司业绩不及预期；
- (3) 宏观经济下滑下游行业不景气：公司主要产品下游应用均与国民经济息息相关，若经济下滑下游需求不及预期会影响公司长期成长性。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1690	2198	3538	1520	4622
现金	244	757	409	476	561
应收票据及应收账款	592	664	1656	496	2040
其他应收款	2	9	12	13	17
预付账款	8	25	36	36	48
存货	429	572	1255	329	1786
其他流动资产	415	171	171	171	171
<b>非流动资产</b>	1705	2347	3713	3820	4127
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1222	1680	2856	3057	3384
无形资产	84	82	87	92	99
其他非流动资产	399	585	770	671	644
<b>资产总计</b>	3396	4546	7252	5340	8748
<b>流动负债</b>	1497	1794	4011	1481	4081
短期借款	761	1047	2231	915	2020
应付票据及应付账款	558	531	1456	230	1742
其他流动负债	178	217	324	336	319
<b>非流动负债</b>	211	636	632	498	384
长期借款	120	582	579	445	330
其他非流动负债	91	53	53	53	53
<b>负债合计</b>	1708	2430	4643	1980	4465
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	400	400	400	400	400
资本公积	461	461	461	461	461
留存收益	826	1096	1608	2252	2991
<b>归属母公司股东权益</b>	1688	2116	2609	3361	4283
负债和股东权益	3396	4546	7252	5340	8748

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	181	272	156	2026	-156
净利润	339	390	613	812	997
折旧摊销	92	127	195	270	313
财务费用	13	38	75	74	63
投资损失	7	12	0	0	0
营运资金变动	-251	-281	-728	870	-1529
其他经营现金流	-19	-14	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-428	-461	-1561	-376	-620
资本支出	315	604	1366	107	307
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-113	143	-195	-270	-313
<b>筹资活动现金流</b>	330	741	-874	-266	-244
短期借款	54	286	-747	0	0
长期借款	-40	462	-3	-134	-114
普通股增加	40	0	0	0	0
资本公积增加	300	0	0	0	0
其他筹资现金流	-24	-7	-124	-132	-130
<b>现金净增加额</b>	88	558	-2279	1384	-1020

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	2635	3690	6815	7937	9351
营业成本	2025	3052	5571	6414	7505
营业税金及附加	10	17	31	36	41
营业费用	113	8	203	228	290
管理费用	48	60	117	137	161
研发费用	11	54	99	48	65
财务费用	13	38	75	74	63
资产减值损失	-0	-2	0	0	0
其他收益	9	18	15	15	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-7	-12	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	418	455	732	1014	1236
营业外收入	25	29	29	27	27
营业外支出	0	0	1	1	0
<b>利润总额</b>	442	484	761	1041	1263
所得税	104	94	147	229	266
<b>净利润</b>	339	390	613	812	997
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	339	390	613	812	997
EBITDA	569	674	1031	1385	1640
EPS(元)	0.93	0.98	1.53	2.03	2.49

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	10.9	40.0	84.7	16.5	17.8
营业利润(%)	71.1	9.0	60.7	38.6	21.8
归属于母公司净利润(%)	69.9	15.2	57.2	32.4	22.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	23.1	17.3	18.3	19.2	19.7
净利率(%)	12.9	10.6	9.0	10.2	10.7
ROE(%)	20.1	18.4	23.5	24.2	23.3
ROIC(%)	13.5	11.4	12.0	17.7	15.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	50.3	53.5	64.0	37.1	51.0
净负债比率(%)	45.5	47.2	99.6	32.3	46.7
流动比率	1.1	1.2	0.9	1.0	1.1
速动比率	0.7	0.8	0.5	0.7	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.9	1.2	1.3	1.3
应收账款周转率	4.4	5.9	5.9	7.4	7.4
应付账款周转率	3.9	5.6	5.6	7.6	7.6
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.93	0.98	1.53	2.03	2.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.68	0.39	5.06	-0.39
每股净资产(最新摊薄)	4.22	4.89	6.13	8.01	10.31
<b>估值比率</b>					
P/E	19.4	16.8	10.7	8.1	6.6
P/B	3.9	3.4	2.7	2.0	1.6
EV/EBITDA	12.6	11.2	8.9	5.5	5.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

27 / 29

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn