



Research and
Development Center

多元布局，行将致远

—仙鹤股份(603733)公司深度报告

2022年07月30日

李宏鹏 轻工行业首席分析师
S1500522020003
lihongpeng@cindasc.com

证券研究报告

公司研究

公司深度报告

仙鹤股份 (603733)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	27.11
52 周内股价波动区间(元)	41.95-18.69
最近一月涨跌幅(%)	13.40
总股本(亿股)	7.06
流通 A 股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	200.71

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

多元布局，行将致远

2022 年 07 月 30 日

本期内容提要：

- ◆**特种纸行业领军公司，产能规划清晰、“林浆纸”一体化加速布局。**公司是国内最大的专业研发和生产高性能纸基功能材料的企业之一，截至 2021 年底，公司及其合营公司和控股子公司拥有特种纸及纸制品的年生产能力已超过 100 万吨，产品涉及六大系列 60 多个品种。公司现有特种纸机生产线 51 条，制浆生产线 1 条，涂布、超压线 20 多条，并拥有林地、化工、制浆、能源、物流、原纸及纸制品等全产业链生产产能，产业宽度和产业深度布局相对完善。2021 年，公司完成机制纸产量 77.69 万吨，同比增长 25.85%，销量 70.02 万吨，同比增长 16%；2021 年，实现营业收入 60.17 亿元，同比增长 24.24%，实现归母净利润 10.17 亿元，同比增长 16.9%。同时，公司在广西、湖北、山东推进“林浆纸”一体化项目建设，未来浆纸产能有序释放有望进一步夯实龙头地位。
- ◆**国内特种纸需求兴起，品类多样、客户分散特质形成一定行业门槛。**2021 年我国特种纸行业产量、消费量分别达 395 万吨、312 万吨（不包含高克重特种纸），2014-2021 年我国特种纸产量、消费量 CAGR 分别为 6.8%、6.2%，特种纸市场需求端快速放量，其中标签离型用纸、食品包装用纸等与零售、物流行业密切相关纸种保持较强增长势头，2015-2020 年格拉辛离型纸、食品包装用纸产量 CAGR 分别达 20%、14%。特种纸行业由于下游客户较为分散、品类多样，不同细分纸种生产指标不同，对产线的灵活度和柔性化生产能力要求更高，具有一定行业壁垒，细分龙头优势较为显著，2020 年行业 CR4 达到 43%。
- ◆**公司产品多元化布局、柔性化生产能力铸就核心壁垒。**品类持续扩张，丰富的产品矩阵增强平抑市场风险能力，公司产品涉及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、家居装饰材料系列、电器及工业用纸系列、日用消费系列及其他等六大系列；截至 2022 年 3 月末，公司拥有特种纸产能 85.1 万吨的产能，在浙江衢州、河南内乡以及浙江常山分别布局生产基地，具备高效的柔性化生产能力，拥有特种纸行业最多产线，平均单条产线产能约为 2.3 万吨，以小型产线为主，公司每条生产线至少能够稳定生产 2-3 种纸基功能材料，并能根据市场需求实现灵活转产。
- ◆**产能有序投放、“林浆纸”一体化布局推进有望提升盈利能力。**公司未来产能投放节奏清晰稳健，浙江常山生产基地在建项目年产 30 万吨高档纸基材料项目预计 2022 年下半年投产，投产后公司将新增 30 万吨食品卡纸产能。公司拟在广西、湖北以及山东建设生产基地，所有规划项目投产后，预计新增特种纸产能 310 万吨，浆产能 390 万吨，合计新增产能 700 万吨，公司产能规模将再上新台阶；目前公司在建项目湖北石首基地一期工程预计将在 2023 年年底达产，新增浆产能 30 万吨，广西来宾基地一期工程将于 2024 年初投产，新增纸浆产能 60 万吨，预计公司 2024 年新增浆产能合计达到 90 万吨，未来随着公司广西来宾、湖北石首、山东莱州项目全部达产，将新增纸浆产能 390 万吨，有望带动公司纸浆自给率进一步提升，强化吨纸盈利。
- ◆**盈利预测与投资评级：**公司作为特种纸优质赛道领跑者，产能规划清晰，多元一体化布局呈现规模、成本优势，未来龙头地位有望持续强化。下半年随着国内消费需求逐步回暖、成本压力环比减轻，我们认为公司有望逐步迎来盈利拐点，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 9.77 亿元、12.82 亿元、15.62 亿元，同比分别增长-3.9%、31.2%、21.9%。目前（2022/7/29）股价对应 2022 年 PE 为 19.6x，造纸行业周

期性较强，参考 PB 估值法，当前股价对应的 PB 估值为 1.9x，低于可比公司平均水平，考虑到公司在特种纸行业龙头地位显著，多元业务布局领先，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险因素：**下游消费不及预期，原材料价格上涨风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	4,843	6,017	7,726	9,574	11,674
增长率 YoY %	6.0%	24.2%	28.4%	23.9%	21.9%
归属母公司净利润 (百万元)	717	1,017	977	1,282	1,562
增长率 YoY%	63.0%	41.8%	-3.9%	31.2%	21.9%
毛利率%	20.5%	20.0%	15.8%	16.5%	16.4%
净资产收益率 ROE%	13.4%	15.8%	13.6%	15.6%	16.3%
EPS(摊薄)(元)	1.02	1.44	1.38	1.82	2.21
市盈率 P/E(倍)	26.69	18.83	19.59	14.93	12.25
市净率 P/B(倍)	3.57	2.98	2.67	2.32	2.00

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 07 月 29 日收盘价

目录

一、多元布局的特种纸行业龙头	7
1.1 发展历程：硅步至千里	8
1.2 财务概况：近年收入规模稳定增长	10
二、特种纸行业：快速增长的优质赛道	13
2.1 日常消费系列：零售、物流发展支撑快速扩容	14
2.2 食品及医疗材料包装系列：外卖、药械市场增长打开空间	16
2.3 商务交流及出版印刷材料系列：趋于稳定，龙头技术优势显著	18
2.4 烟草行业配套系列：需求稳健，新型烟草有望提供新动能	18
2.5 装饰原纸：龙头设计优势明显	19
三、柔性化生产能力铸就核心壁垒	20
3.1 柔性化生产能力造就多元产品矩阵	20
3.2 规模效应夯实成本优势	21
3.3 客户结构分散，对单一客户依赖度低	22
四、产能扩张促成长，结构优化提盈利	23
4.1 产能投放节奏清晰	23
4.2 产品盈利能力提升、结构优化	25
4.3 浆纸一体化、产业链延伸强化成本优势	25
五、盈利预测与投资建议	26
六、风险因素	29

表目录

表 1: 公司各产品分类	10
表 2: 截至 2022 年 3 月末公司产能分布	20
表 3: 特种纸行业各公司产能产线情况	21
表 4: 公司现有产能	24
表 5: 公司目前在建项目	24
表 6: 公司规划项目全部建成后预计将达到 700 万吨产能	24
表 7: 利润预测简表	26
表 8: 分季度利润表财务指标	27
表 9: 可比公司 2022 年平均 PE 约 13 倍、PB 为 4x	28

图目录

图 1: 公司主要产品示例	7
图 2: 现公司股权结构图	8
图 3: 公司发展历程	9
图 4: 2013-2021 年公司总收入及增速	10
图 5: 公司归母净利润及增速	10
图 6: 公司旧口径营业收入结构	11
图 7: 公司新口径营业收入结构	11
图 8: 近年毛利率趋势整体稳定	11
图 9: 公司分业务毛利率情况	11
图 10: 公司期间费用率情况	12
图 11: 公司净利率情况	12
图 12: 现金流情况逐年改善	12
图 13: 公司资产负债率情况	12
图 14: 2014-2021 年我国特种纸产量、消费量及增速	13
图 15: 2012-2021 年我国特种纸进出口数量	13
图 16: 2020 年特种纸行业竞争格局	13
图 17: 2020 年我国特种纸各细分品类产量占比	13
图 18: 2015-2020 年格拉辛纸产量及增速	14
图 19: 2015-2021 年我国快递业务量及增速	14
图 20: 2016 年我国与发达国家人均不干胶使用量对比情况	14

图 21: 2020 年我国格拉辛纸市场竞争格局.....	14
图 22: 2011-2019 年我国热转印纸产量及增速	15
图 23: 2011-2020 年我国服装市场成交额及增速	15
图 24: 2013-2018 年我国热敏纸产量、需求量及增速	15
图 25: 2019-2025 年我国热敏纸行业市场规模及预测情况	15
图 26: 2018 年我国热敏纸竞争格局	16
图 27: 2015-2020 年我国食品包装特种纸产量	16
图 28: 2017-2021 年外卖餐饮市场规模及占全国餐饮收入比	16
图 29: 2016-2021 年我国新式茶饮市场规模及增速	17
图 30: 2016-2021 年我国液态奶产量及增速	17
图 31: 我国医疗包装用纸产量及增速	17
图 32: 我国医疗器械市场规模及增速	18
图 33: 我国医用敷料市场规模及增速	18
图 34: 我国无碳纸市场规模	18
图 35: 2011-2019 年卷烟配套原纸产量及增速	19
图 36: 2011-2021 年我国卷烟产量及增速	19
图 37: 2015-2020 年我国装饰原纸销量及增长情况	19
图 38: 2020 年我国装饰原纸市场竞争情况	19
图 39: 公司研发费用及研发费用率	21
图 40: 公司人均创收及人均创利	21
图 41: 公司成本构成	21
图 42: 公司采购均价和当年浆价市场对比	21
图 43: 直接材料构成	22
图 44: 制造费用构成	22
图 45: 2015-2021 年公司前五大客户销售占比	22
图 46: 2017-2021 年公司经营性现金流量净额	22
图 47: 2015-2021 年公司产能及增速	23
图 48: 2018-2021 年主要纸种出厂价格 (元/吨)	25
图 49: 2018-2021 年主要纸种吨毛利 (元/吨)	25
图 50: 主要纸种毛利率	25
图 51: 主要纸种收入 (亿元)	25
图 52: 公司浆产能规划 (万吨)	26

投资聚焦

► 投资逻辑:

国内特种纸需求兴起，品类多样、客户分散化特质形成一定行业门槛。2021年我国特种纸行业产量、消费量分别达到395万吨、312万吨（不包含高克重特种纸），2014-2021年我国特种纸产量、消费量CAGR分别为6.8%、6.2%，国内特种纸市场需求端快速放量，其中标签离型用纸、食品包装用纸等与零售、物流行业密切相关纸种保持较强增长势头，2015-2020年格拉辛离型纸、食品包装用纸产量CAGR分别达到20%、14%。特种纸行业由于下游客户较为分散、品类多样，不同细分纸种生产指标不同，对产线的灵活度和柔性化生产能力要求更高，具有一定行业壁垒，细分龙头优势较为显著，2020年行业CR4达到43%。

公司产品多元化布局、柔性化生产能力铸就核心壁垒。品类持续扩张，丰富的产品矩阵增强平抑市场风险能力，公司产品涉及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、家居装饰材料系列、电器及工业用纸系列、日用消费系列及其他等六大系列；公司目前拥有85.1万吨的产能，在浙江衢州、河南内乡以及浙江常山分别布局生产基地，具备高效的柔性化生产能力，拥有特种纸行业最多产线，平均单条产线产能约为2.3万吨，以小型产线为主，公司每条生产线至少能够稳定生产2-3种纸基功能材料，并能根据市场需求实现灵活转产。

产能有序投放、“林浆纸”一体化布局提升盈利弹性。公司未来产能投放节奏清晰稳健，浙江常山生产基地在建项目年产30万吨高档纸基材料项目预计2022年下半年投产，投产后公司将新增30万吨食品卡纸产能。公司拟在广西、湖北以及山东建设生产基地，所有规划项目投产后，预计新增特种纸产能310万吨，浆产能390万吨，合计新增产能700万吨，公司产能规模将再上新台阶；目前公司在建项目湖北石首基地一期工程预计将在2023年年底达产，新增浆产能30万吨，广西来宾基地一期工程将于2024年初投产，新增纸浆产能60万吨，预计公司2024年新增浆产能合计达到90万吨，未来随着公司广西来宾、湖北石首、山东莱州项目全部达产，将新增纸浆产能390万吨，有望带动公司纸浆自给率进一步提升，强化吨纸盈利。

► 盈利预测与投资评级:

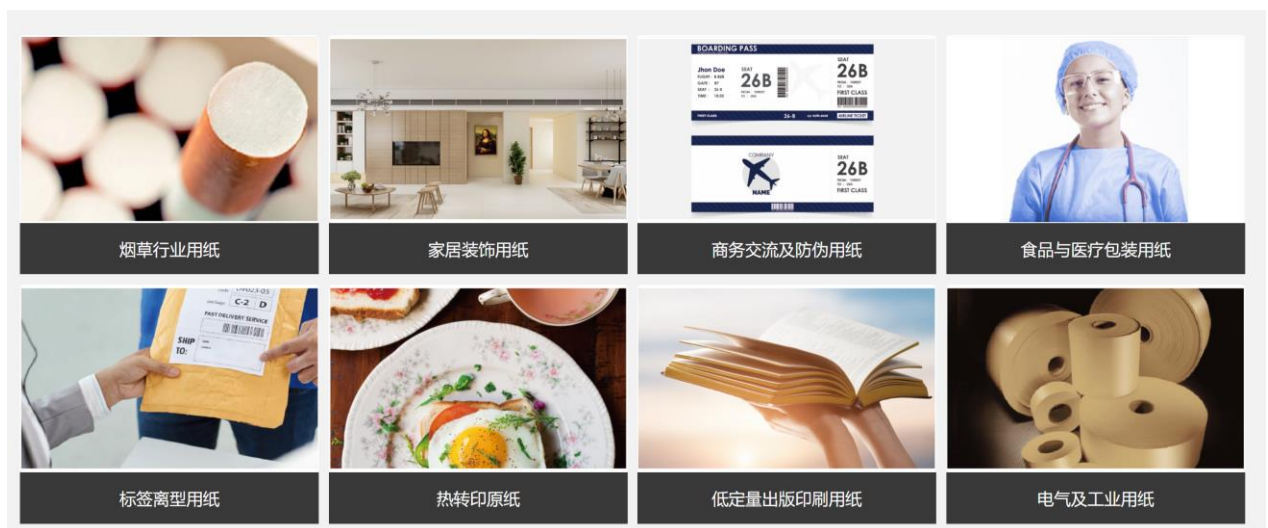
公司作为特种纸优质赛道领跑者，产能规划清晰，多元一体化布局呈现规模、成本优势，未来龙头地位有望持续强化。下半年随着国内消费需求逐步回暖、成本压力环比减轻，我们认为公司有望逐步迎来盈利拐点，预计公司2022-2024年归母净利润分别为9.77亿元、12.82亿元、15.62亿元，同比分别增长-3.9%、31.2%、21.9%。目前（2022/7/29）股价对应2022年PE为19.6x，造纸行业周期性较强，参考PB估值法，当前股价对应的PB估值为1.9x，低于可比公司平均水平，考虑到公司在特种纸行业龙头地位显著，多元业务布局领先，首次覆盖给予“买入”评级。

一、多元布局的特种纸行业龙头

仙鹤股份为国内大型高性能纸基功能材料研发和生产的**企业**。从规模上来看，公司是国内最大的专业研发和生产高性能纸基功能材料的企业之一。截至2021年底，公司及其合营公司和控股子公司拥有特种纸及纸制品的年生产能力已超过100万吨，产品涉及六大系列60多个品种。公司现有特种纸机生产线51条，制浆生产线1条，涂布、超压线20多条，并拥有林地、化工、制浆、能源、物流、原纸及纸制品等全产业链生产产能，产业宽度和产业深度布局相对完善。

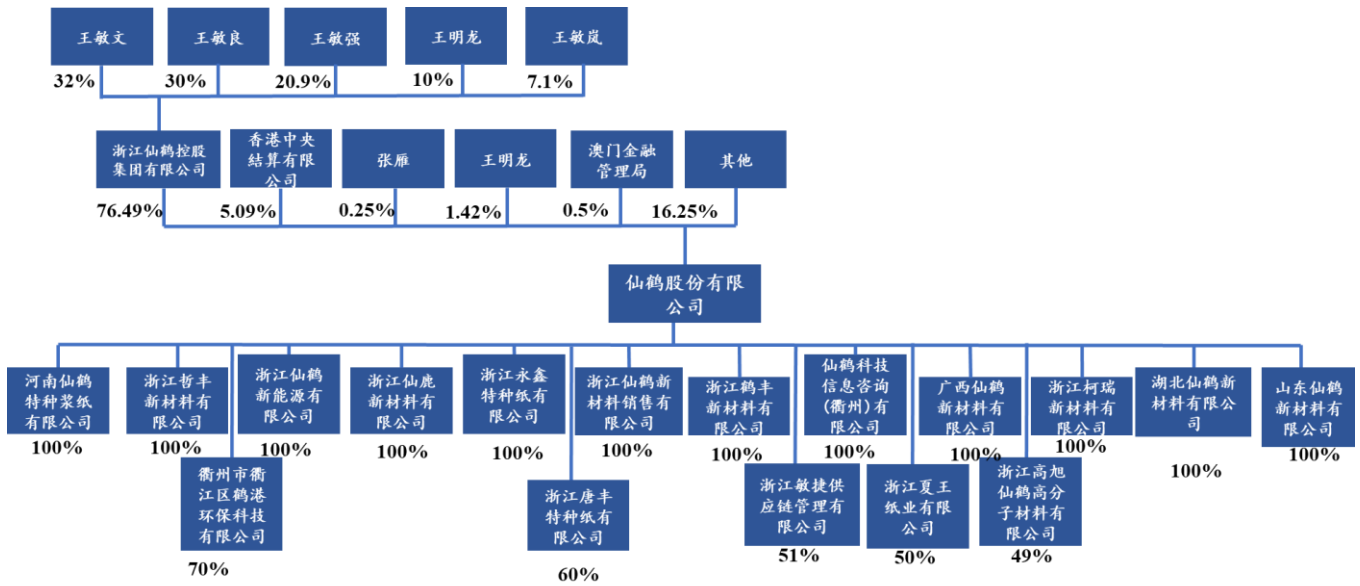
2021年，公司完成机制纸产量77.69万吨，同比增长25.85%，销售量70.02万吨，同比增长16%，2021年，公司实现营业收入60.17亿元，同比增长24.24%，实现归母净利润10.17亿元，同比增长16.9%。

图1：公司主要产品示例



资料来源：公司网站，信达证券研发中心

公司股权结构稳定，控股股东持股比例为**76.5%**。截止2022年一季度，浙江仙鹤控股集团有限公司为第一大股东，由王敏文、王敏良、王敏强、王明龙以及王敏岚共同持有，持有公司76.49%的股权，董事长王敏良历任造纸厂技术科科长、车间主任、厂长等职务，具有丰富的造纸行业经验。

图 2：现公司股权结构图


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.1 发展历程：硅步至千里

公司历史可追溯至 1997 年 6 月，衢州仙鹤纸业有限公司成立。

2001 年初，仙鹤开始二期工程建设，并于年底成立仙鹤特种纸有限公司；

2004 年 11 月与德国夏特集团合资成立浙江夏王纸业有限公司，引进国外先进设备，实施品牌战略，跻身世界一流企业；

2005 年在衢州东港征地 770 亩，建设仙鹤工业园区，开始第二次创业。以国内外最先进的设备，打造亚洲最大的特种纸生产基地；

2007 年投资河南内乡，利用当地优势资源，建设中原地区最大的现代化制浆造纸企业——河南仙鹤特种浆纸有限公司；

2012 年 8 月与新加坡希科资本公司合资成立浙江仙鹿纸制品有限公司，引进高端纸制品生产线 4 条，开发和生产高档系列化薄本，投放国内外市场；

2013 年 6 月与上海东升新材料有限公司合资成立浙江高旭仙鹤高分子材料有限公司，配套集团公司开发和利用优质创新型生产助剂原材料；

2016 年，公司在常山新征土地 960 亩新建 4 条高档特种纸生产线，进口全智能化哲丰 PM1-PM4 高端特种纸纸机配套设备；项目现已建成投产；

2018 年至今：做全球高性能纸基功能材料行业领跑者：仙鹤在全国拥有 5 大制造基地，总部衢州为仙鹤特纸的发源地，拥有东港、沈家两大园区以及专业生产高档装饰原纸的中德合资企业“夏王纸业”；中原基地河南仙鹤特种浆纸有限公司，致力于对木浆、特种浆和商务交流用纸的开发和生产；全新打造的仙鹤常山基地实施智能化生产，向“中国制造”2025 迈进。2020 年末和 2021 年初，仙鹤又分别与广西来宾市政府和湖北石首市政府签署了投资协议，“广西三江口高性能纸基新材料”和石首“仙鹤股份高性能纸基新材料循环经济”两大

项目，在珠江-西江经济带和长江流域中部的汉江平原同时展开，高速发展，未来可期。仙鹤始终坚持“以人为本，创新驱动”的发展理念，执守“知行合一，匠心智造”的工匠精神，尊崇“创造财富，服务社会”的宗旨，在“家文化”的引领下，通过可持续、高质量的发展，做全球高性能纸基功能材料行业领跑者。

图 3：公司发展历程



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司在多个细分纸种市场处于领先地位。公司主营业务为研发、生产和销售高性能纸基功能材料及其浆类原材料和化学原材料，是国内大型高性能纸基功能材料研发和生产企业。公司生产的纸基功能材料产品种类繁多，主要划分为六大系列 60 多个品种，包括：1) 食品与医疗包装材料系列；2) 烟草行业配套系列；3) 家居装饰材料系列（合营公司夏王纸业产品）；4) 商务交流及出版印刷材料系列；5) 电气及工业用纸系列；6) 日用消费系列等。

公司在烟草行业配套系列包括烟用接装纸原纸、烟用内衬原纸、滤嘴棒成型纸等产品，在同类产品市场占有率近 45%，处于行业重要地位；公司在国内热敏纸市场的占有率近 25%，并具有深加工技术和能力，使其可以直接面对终端市场销售，赢得了良好的市场口碑和品牌形象；公司的低定量出版印刷材料系列包括圣经纸和字典纸，国内市场占有率超过 90%，是国内几大辞书出版商的指定用纸，并被国内外众多印刷巨头指定为专用纸；公司合营企业夏王纸业为全球装饰原纸行业公认的高端领导品牌，产品包括素色底材和印刷底材，市场占有率超 20%，在中高端市场具有强大影响力；医疗包装材料系列被应用于一次性医疗低值耗材的包装行业中，为国内为数不多的同时具备食品与医疗包装材料产品的上市公司，具有较高的市场份额和较大的发展空间和潜力。

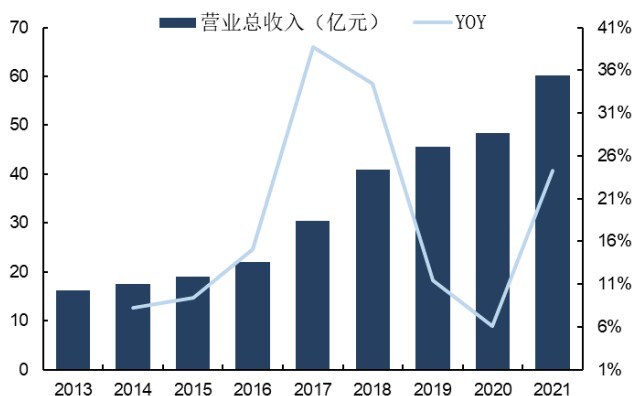
表 1: 公司各产品分类

产品分类	用纸种类	2021年市占率
烟草行业用纸	烟用内衬原纸、烟用接装纸原纸、滤嘴棒成型纸、烟用封签用纸等	接近45%
家居装饰用纸	装饰原纸（又称“宝丽板纸”，克重在40克以下）、壁纸原纸	超20%（包括夏王）
商务交流及防伪用纸	热敏纸、无碳复写纸、彩色双胶纸、水印防伪纸	热敏收银纸市占率近25%
食品与医疗包装用纸	包装原纸、防油原纸、液体包装原纸、透析纸、皱纹纸	-
标签离型用纸	有镀铝原纸、格拉辛纸、离型原纸	格拉辛纸超20%
电气及工业用纸	电解电容器用纸、不锈钢衬纸、玻璃间隔纸、CTP版衬纸	-
热转印用纸	转移印花纸、热转移原纸、数码喷绘热转印纸	超过30%
低定量出版印刷用纸	有圣经纸、字典纸	超过90%

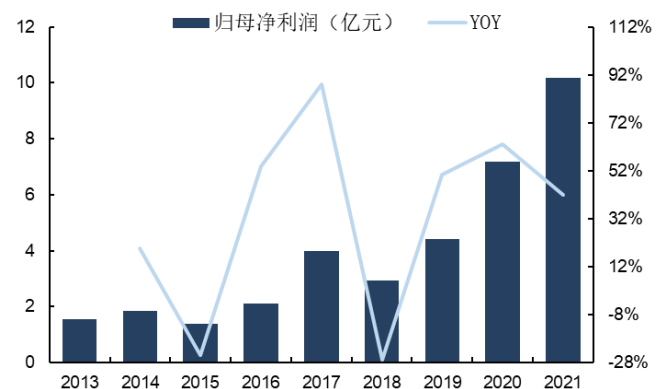
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.2 财务概况：近年收入规模稳定增长

公司新项目的投产推动收入增长，2021年公司实现营业收入60.2亿元，同比增长24.2%，2013-21年CAGR为17.9%，2021年归母净利润10.2亿元，同比增长41.8%，2013-2021年CAGR为26.6%。2018年公司IPO项目以及2019年可转债募投项目投产新增产能合计约37.5万吨，随着公司融资渠道更加多元化，公司资金实力提升进一步支撑产能投放，未来伴随广西来宾、湖北石首、山东莱州规划项目投产，收入有望跟随产能投放节奏较快增长。公司2022年Q1实现营业收入/归母净利润分别为16.8/1.5亿元，同比+10.0%/-47.8%，主要由于浆价维持高位，净利润水平有所调整，随着公司向下游逐步顺价，我们预计未来盈利能力有望逐步改善。

图 4: 2013-2021 年公司总收入及增速


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

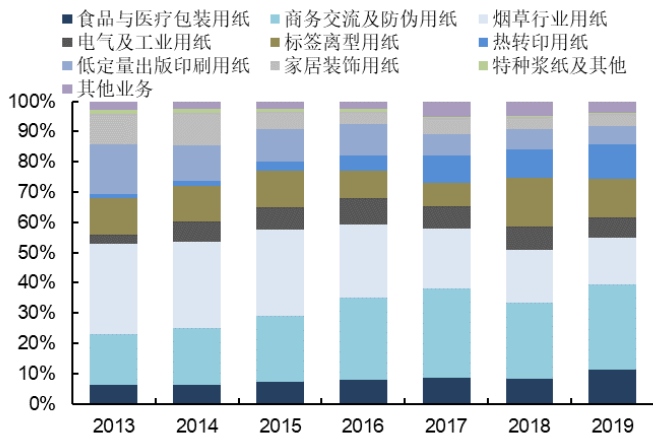
图 5: 公司归母净利润及增速


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

分产品来看，公司日用消费系列和食品医疗包装用纸系列占比增加，2021年，公司日用消费系列方面，实现营业收入25亿元，同比增长41.6%，营收占比41.5%，近年营收占比基本稳定，2021年产量为34.8万吨，销量为29.8万吨；食品与医疗包装用纸系列，2021年实现营业收入9.9亿元，同比增长16.8%，营收占比16.5%，且近年呈提升态势，2021年

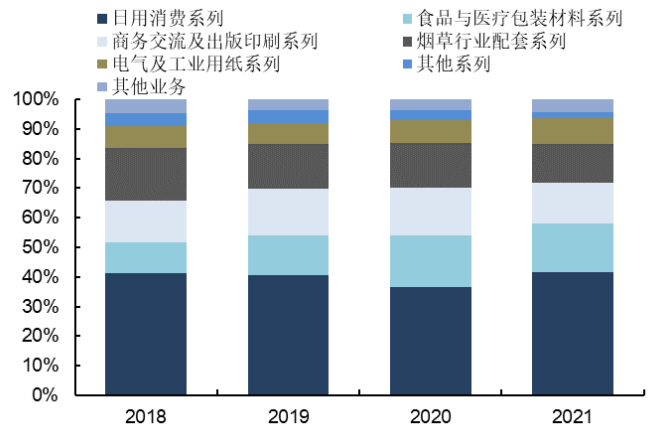
产量为 11.8 万吨，销量为 10.8 万吨。此外，2021 年商务交流及防伪用纸、烟草行业用纸、电气及工业用纸营收占比分别为 13.88%、13.06%、8.48%。

图 6: 公司旧口径营业收入结构



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

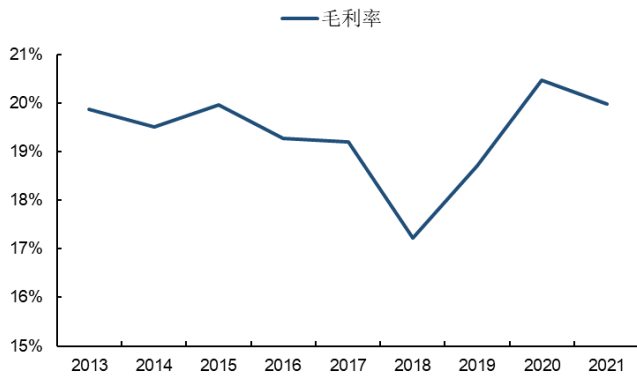
图 7: 公司新口径营业收入结构



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

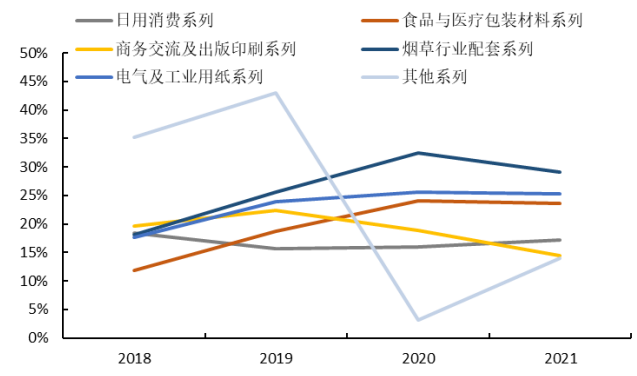
毛利率在过去几年中保持稳定。2021 年公司毛利率为 19.98%，同比-0.49pct，公司具备合理有效的原材料库存管理机制，可根据浆价情况控制库存以平抑原材料浆的价格波动影响。营业收入占比较高的日用消费系列毛利率保持稳定，2021 年毛利率水平小幅上升，食品与医疗包装用纸系列毛利率大幅提高，由 2018 年的 11.84% 提升至 2021 年的 23.59%。

图 8: 近年毛利率趋势整体稳定



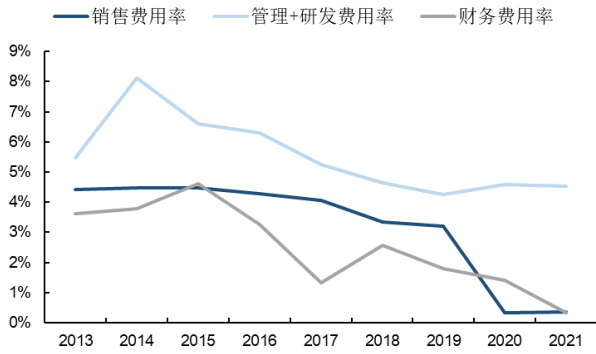
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 9: 公司分业务毛利率情况

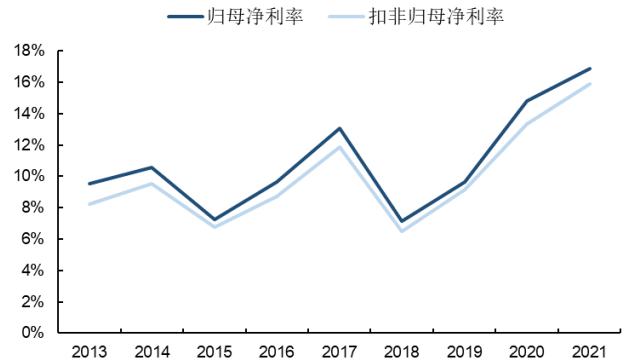


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

期间费用率维持较低水平，净利率提升。2021 年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.36%、1.89%、0.34%，分别同比变化+0.05pct、-0.16pct、-1.06pct，管理与销售费用上升主要由于 2020 年疫情下品牌宣传、行政费用开支有所缩减，而 2021 年恢复所致。2021 年公司扣非归母净利率 15.92%，同比+2.59pct。

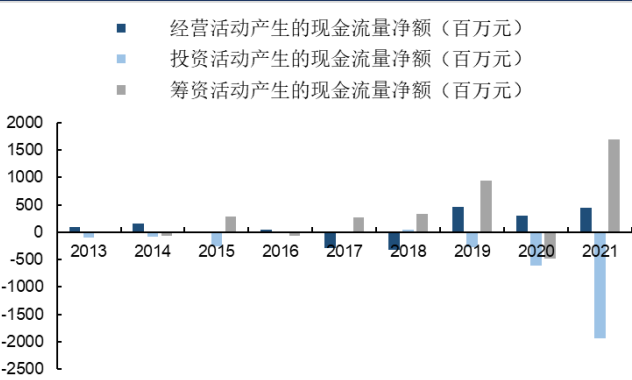
图 10：公司期间费用率情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

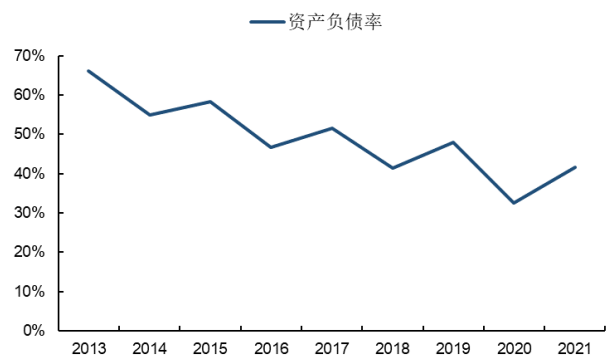
图 11：公司净利率情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

现金流情况逐年改善，资产负债率转降。2021 年公司经营活动现金流实现同比增长 48.05%；投资活动现金净流出显著增加，筹资活动现金流 2021 年增加主要由于收到定增款项，及偿还债务所致。2021 年公司资产负债率为 41.65%，同比增长 9.19pct，2013-2021 年公司资产负债率整体呈下降趋势。公司投资活动现金流出主要为资本性开支，2021 年有所下降，同时经营性现金流在 2019-2021 年间保持增长趋势。

图 12：现金流情况逐年改善


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

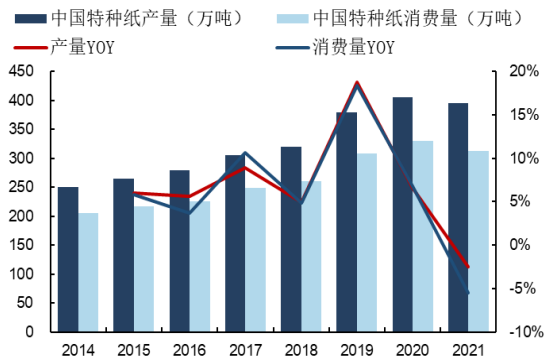
图 13：公司资产负债率情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二、特种纸行业：快速增长的优质赛道

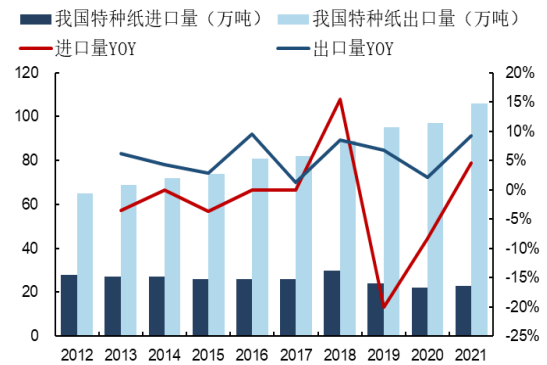
国内特种纸需求兴起，持续向海外输出，行业呈品类分散趋势提高行业壁垒。2021年我国特种纸行业产量、消费量分别达到 395 万吨、312 万吨（不包含高克重特种纸），2014-2021 年我国特种纸产量、消费量 CAGR 分别为 6.8%、6.2%，国内特种纸市场需求端快速放量，在出口方面，2021 年我国特种纸出口量达到 106 万吨，出口量 CAGR 为 5.6%。同时近年来特种纸在纸及纸板整体消费量所占比重提升，占比由 2015 年的 2.5% 提升至 2021 年的 3.3%。

图 14：2014-2021 年我国特种纸产量、消费量及增速



资料来源：中国造纸工业协会，华经产业研究院，信达证券研发中心

图 15：2012-2021 年我国特种纸进出口数量

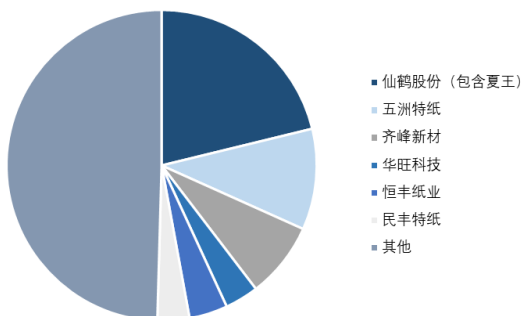


资料来源：中国造纸工业协会，华经产业研究院，信达证券研发中心

在品类方面，特种纸行业伴随下游需求日益多元化呈现分散趋势、应用领域多样，特种纸包括食品包装纸及医疗包装纸等特种包装用纸，装饰原纸及壁纸原纸等建筑用纸，无碳纸及热敏纸等商务交流用纸，格拉辛纸等标签用纸，热转印纸等印刷用纸，卷烟纸及卷烟配套用纸等烟草用纸。由于下游客户较为分散、品类多样，不同细分纸种生产指标不同，对产线的灵活度和柔性提出比大宗纸更高的要求，因此具有更高的行业壁垒。2020 年仙鹤股份市占率达到 21%，行业 CR4 为 43%。

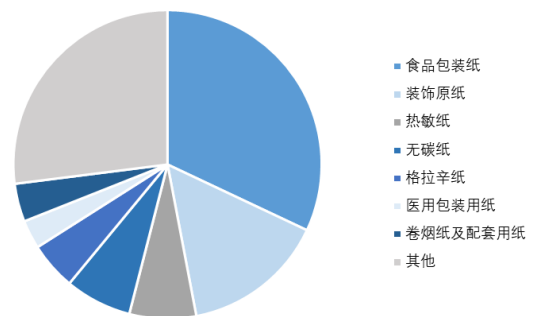
受益于国内居民人均可支配收入提升、下游消费不断升级，日用消费系列、食品与医疗包装材料系列市场规模快速增长，商务交流及出版印刷材料系列、烟草行业配套系列趋于稳定，装饰原纸行业格局稳定，龙头具备高端产品设计优势。

图 16：2020 年特种纸行业竞争格局



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 17：2020 年我国特种纸各细分品类产量占比



资料来源：恒达新材招股说明书，前瞻产业研究院，信达证券研发中心

2.1 日常消费系列：零售、物流发展支撑快速扩容

日常消费系列主要包括标签离型用纸、热转印用纸、热敏材料等特种纸品，与日常民生消费紧密相联，受零售、物流等行业驱动，近年来日常消费系列市场规模快速增长。

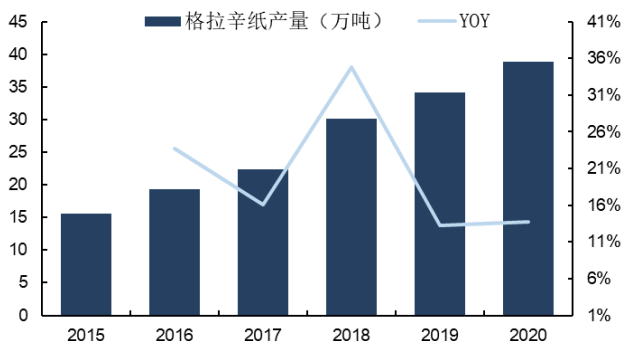
(1) 标签离型用纸快速增长，主要子产品格拉辛离型纸市场集中度高、赛道优质。

标签离型用纸系列主要包括格拉辛离型纸和高湿强标签纸，运用于日化不干胶、物流不干胶和啤酒标签等与日常生活密切相关的标签领域，其中格拉辛离型纸是以格拉辛纸涂布制作成的离型纸，主要用作不干胶标签的底纸，格拉辛纸具有耐高温，防潮，防油等特点，因此格拉辛离型纸较普通离型纸质量更好，柔韧度、透光性更强，同时价格也较普通离型纸更高。

需求方面：不干胶标签广泛用于物流、食品、饮料、医药、日化用品等行业，与传统的标签相比具有不用刷胶、不用浆糊、不用蘸水、无污染、节省贴标时间等优势，根据观研天下数据，2016年我国不干胶标签人均使用量为5.74平方米，与发达国家具有较大差距，作为不干胶标签底纸的格拉辛离型纸未来有巨大增长潜力。作为格拉辛离型纸下游，我国快递物流行业仍处于快速增长阶段，2015-2021年我国快递业务量CAGR达到32%，上游格拉辛离型纸产量2015-2020年CAGR达到20%，伴随高端零售、电商、快递物流行业高速发展，格拉辛离型纸市场规模有望持续增长。

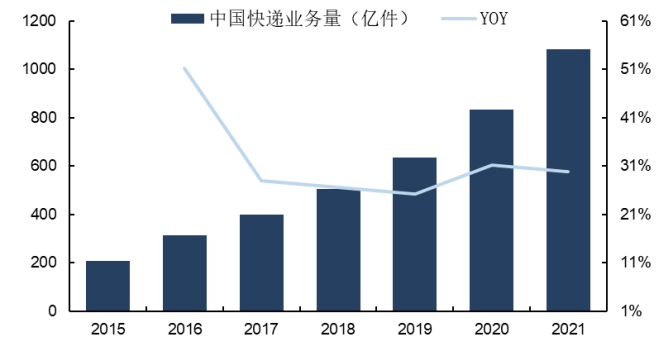
行业格局方面：截至2021年底，公司格拉辛离型纸产能达到15万吨，在全国格拉辛市场的市场占比超过20%。同时，头部企业UPM中国和五洲特纸的市场占有率也均较高，行业集中度较高。

图 18：2015-2020 年格拉辛纸产量及增速



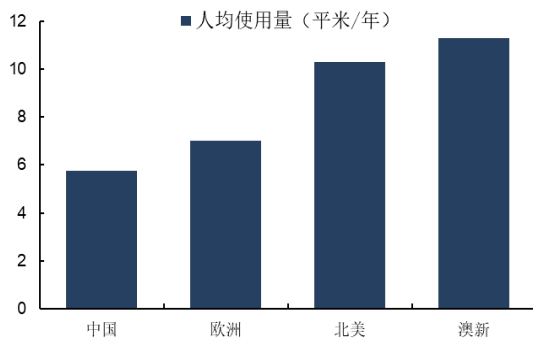
资料来源：观研天下，信达证券研发中心

图 19：2015-2021 年我国快递业务量及增速



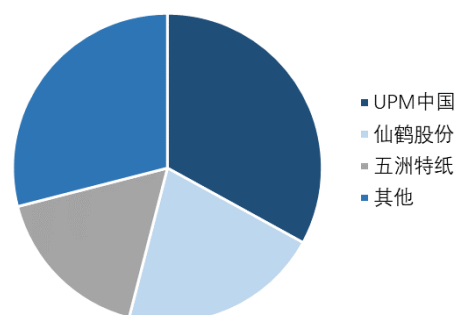
资料来源：Wind，国家统计局，信达证券研发中心

图 20：2016 年我国与发达国家人均不干胶使用量对比情况



资料来源：观研天下，信达证券研发中心

图 21：2020 年我国格拉辛纸市场竞争格局



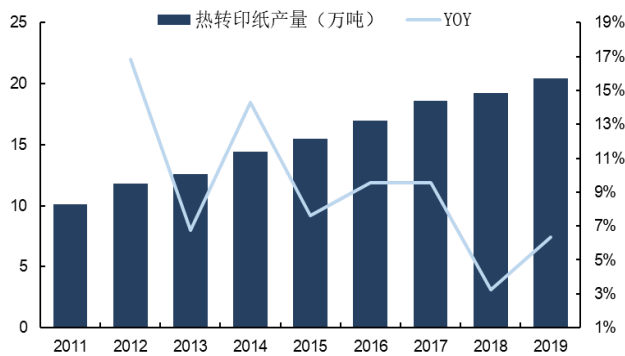
资料来源：观研天下，信达证券研发中心

（2） 热转印纸下游以服装为主，市场规模稳健增长。

热转印用纸是指具有转印性能的特种纸，转印指用特殊的热转印油墨把各种图文印刷在特殊的一种纸上，再将纸上图文采用相应的温度和压力转移到承印物上的一种印刷方法，热转印纸主要用于纺织品转印的转移印花材料、建材领域的热转移材料以及数码喷绘类转印材料和水转印材料。

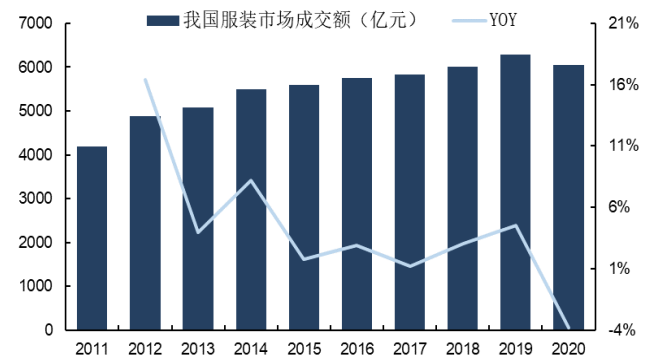
需求方面：随着我国居民收入提高，我国服装、建材以及数码喷绘等产品消费量稳健增长，2011-2020 年我国服装市场成交额 CAGR 为 4%，下游需求增长带动热转印纸市场稳步扩张，2011-2019 年我国热转印纸产量 CAGR 为 9%，未来热转印纸有望继续向建材领域延伸，在铝合金、瓷砖等产品应用更广，同时数码印染渗透率尚有较大提升空间，未来热转印纸市场规模将继续增长。行业格局方面，根据公司公告，2021 年底仙鹤股份热转印纸市场占有率超过 30%，行业集中程度较高，龙头公司具有较强的议价能力。

图 22：2011-2019 年我国热转印纸产量及增速



资料来源：恒达新材招股说明书，特种纸委员会，信达证券研发中心

图 23：2011-2020 年我国服装市场成交额及增速

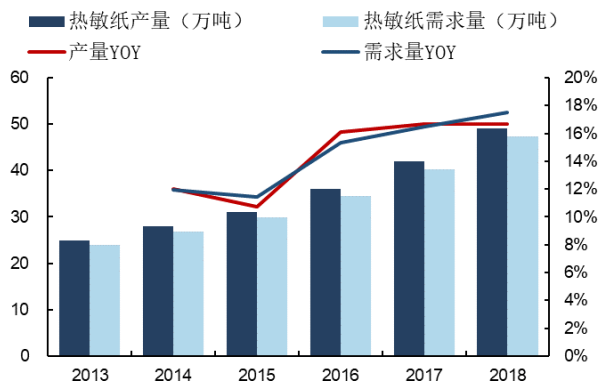


资料来源：Wind，国家统计局，信达证券研发中心

（3） 热敏纸增长稳健，龙头定制化优势较强。

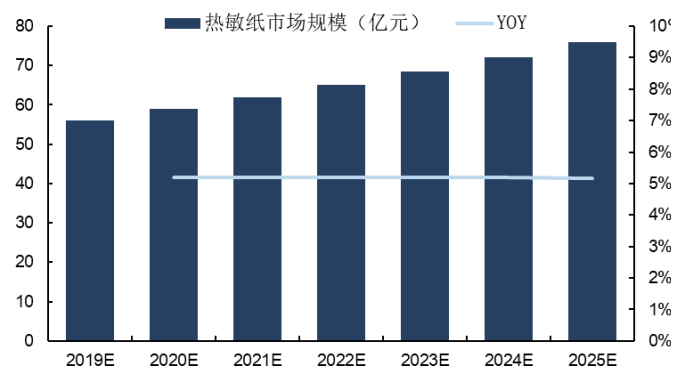
热敏材料广泛应用于银行、超市、酒店、餐饮、快递的票据和标签业务，标签热敏纸市场受线上消费、快递行业业务量带动，需求量不断持续增长，2013-2018 年热敏纸行业产量及需求量 CAGR 分别为 14% 和 15%。

图 24：2013-2018 年我国热敏纸产量、需求量及增速



资料来源：特种纸专业委员会，信达证券研发中心

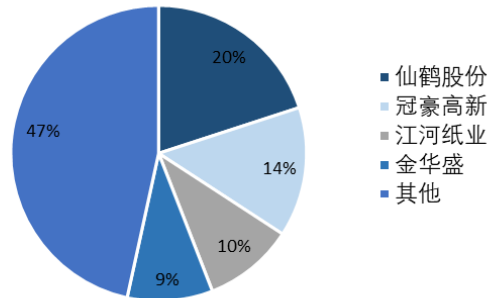
图 25：2019-2025 年我国热敏纸行业市场规模及预测情况



资料来源：观研天下预测，信达证券研发中心

同时，热敏纸行业格局较优，2018 年行业 CR4 达到 53%，仙鹤股份市场占有率为 20%，公司可根据客户需求进行个性化定制生产，具备直接制成不干胶产品对终端进行销售的特点，根据公司公告，2021 年底公司热敏收银纸在国内市场占有率接近 25%。

图 26: 2018 年我国热敏纸竞争格局



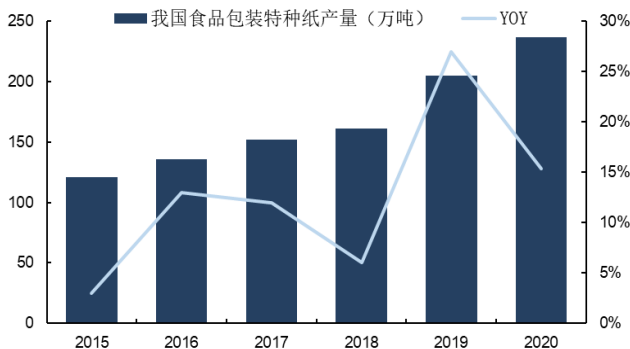
资料来源: 公司公告, 产业信息网, 信达证券研发中心

2.2 食品及医疗材料包装系列: 外卖、药械市场增长打开空间

消费升级推动食品包装用纸快速增长，限塑令进一步打开行业成长空间。食品包装用纸主要用于一次性食品包装，主要包括非涂布食品包装用纸（容器类）、涂布食品包装用纸（非容器类）和液体包装纸，食品消费升级、以纸代塑政策推动市场规模持续增长，2020 年我国食品包装特种纸产量为 236.5 万吨，2015-2020 年产量 CAGR 达到 14%，在特种纸行业中属于体量大并快速增长的细分纸种，我们认为未来外卖餐饮占比提升、新式茶饮市场增长以及液态奶产量的扩张持续为食品包装用纸需求增长提供动能，同时限塑令相关方案和计划进一步实施、落地将成为行业扩容的催化剂。

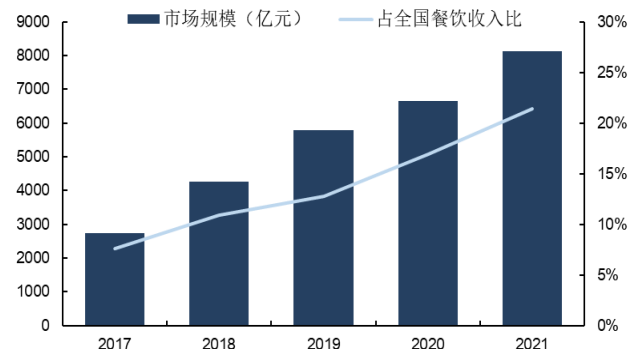
龙头公司加速布局食品包装用纸赛道。行业供给方面，由于食品包装用纸市场规模不断扩容，龙头公司加快产能布局步伐，根据公司公告，仙鹤股份 30 万吨食品卡纸产能将于 2022 年投放；五洲特纸 50 万吨食品卡纸于 2022 年进行投产；华旺科技近期公告拟投建年产 30 万吨高性能纸基新材料项目，主要生产高品质食品级用纸、医疗级用纸、工业用纸等各类新型纸基材料。由于食品卡纸不同于大宗纸种，对产品品质、安全性要求更高，同时食品卡纸下游客户对供应商转换成本较高，龙头公司有望凭借生产技术积累以及先发优势进一步增加市场份额。

图 27: 2015-2020 年我国食品包装特种纸产量

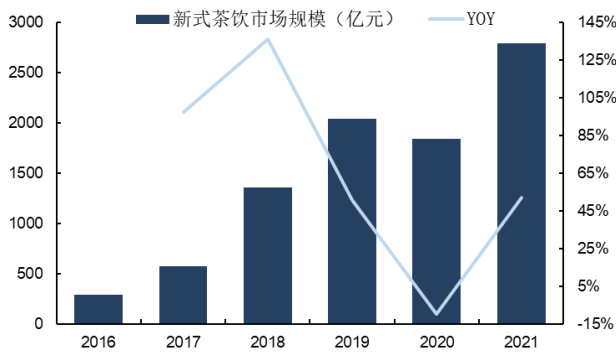


资料来源: 前瞻产业研究院, 恒达新材招股说明书, 信达证券研发中心

图 28: 2017-2021 年外卖餐饮市场规模及占全国餐饮收入比



资料来源: 中商产业研究院, 《2021 年中国连锁餐饮行业报告》, 国家信息中心, 信达证券研发中心

图 29：2016-2021 年我国新式茶饮市场规模及增速


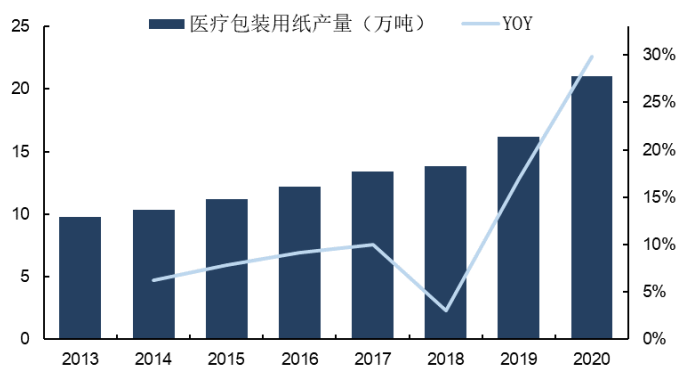
资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

图 30：2016-2021 年我国液态奶产量及增速

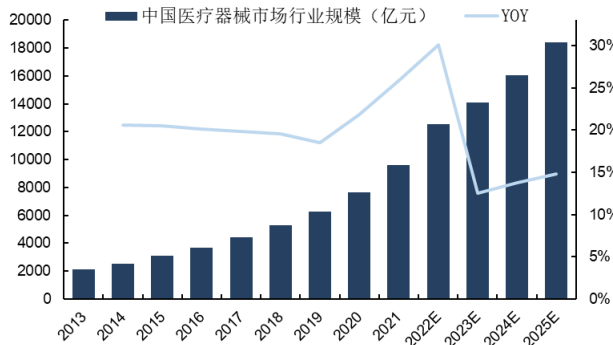

资料来源：Wind，信达证券研发中心

医疗包装用纸行业景气度高，未来供给偏紧。医疗包装用纸主要包含医疗透析纸和非透析性医疗包装原纸，医疗透析纸主要用于纱布、棉签等敷料、输液器、注射器、乳胶手套、医用口罩、防护服、检测拭子等医疗器械及医用敷料，非透析性医疗包装原纸主要包括医用淋膜纸、手套内衬用医用衬纸以及创可贴包装用医用冷封原纸。我国医疗条件不断改善，人口老龄化进一步推动国内医疗消费增长，以及公共卫生事件提升国民卫生防护意识，医疗器械及医用敷料需求增加，带动医疗包装用纸行业规模扩容。

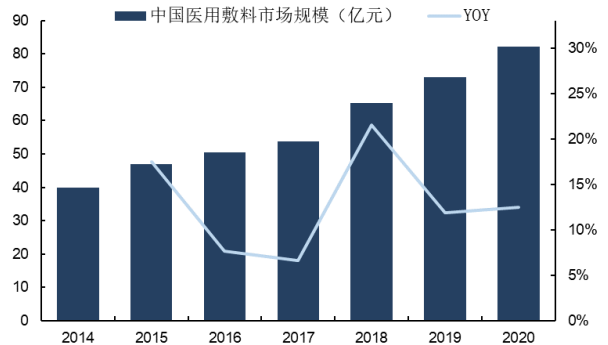
我国医疗包装用纸产量 2020 年达到 21 万吨，2013-2020 年产量 CAGR 达到 12%。行业供给方面，仙鹤股份未来规划林浆纸一体化项目预计将有部分医疗包装用纸产能投产，同时根据各公司公告，2022 以及 2023 年恒达新材以及民丰特纸将分别有 1.5 万吨和 2.5 万吨医疗包装用纸投放。

图 31：我国医疗包装用纸产量及增速


资料来源：恒达新材招股说明书，信达证券研发中心

图 32：我国医疗器械市场规模及增速


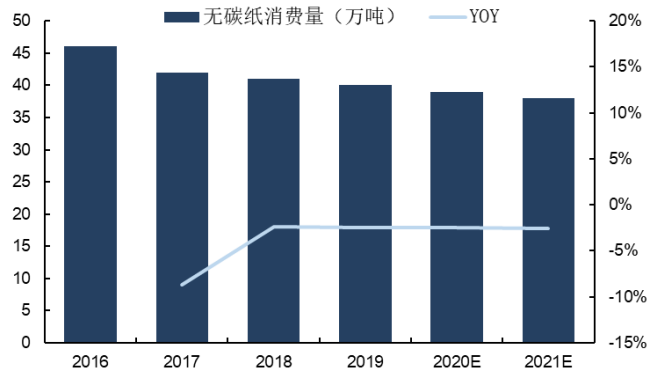
资料来源：艾媒数据中心，信达证券研发中心

图 33：我国医用敷料市场规模及增速


资料来源：前瞻产业研究院，BMI Research，信达证券研发中心

2.3 商务交流及出版印刷材料系列：趋于稳定，龙头技术优势显著

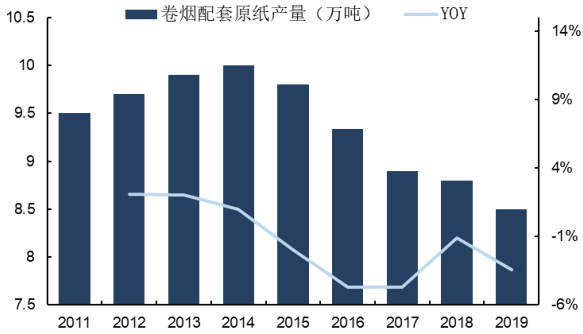
商务交流及出版印刷材料系列行业稳定，公司低定量出版印刷用纸市场份额占绝对优势。商务交流及出版印刷材料系列主要用于现代商务需求包括无碳打印类、防伪材料类、彩色和白色打印纸类以及低定量高档出版用纸等产品。其中公司低定量出版印刷用纸在国内市占率超过90%。由于无碳纸受热敏纸替代趋势明显，需求趋于稳定，2019年无碳纸消费量为40万吨，同比下降2.4%。仙鹤股份在商务交流及出版印刷材料系列具备较强技术优势，参与制定了无碳复写纸的国家标准，具有增加油墨的依附性、不透印性的优点。

图 34：我国无碳纸市场规模


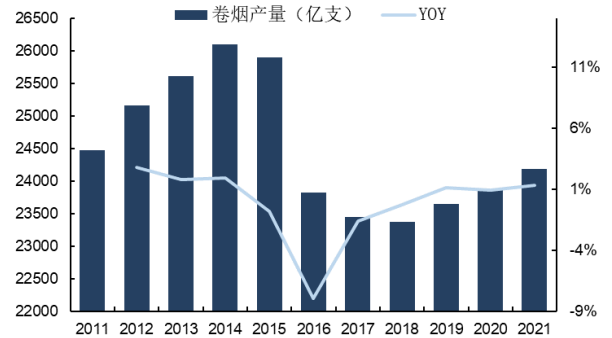
资料来源：中商产业研究院，信达证券研发中心

2.4 烟草行业配套系列：需求稳健，新型烟草有望提供新动能

烟草行业配套系列市场趋于稳定，龙头市占率高。烟草行业配套系列主要包括烟用接装原纸和成型原纸，其中烟用接装原纸主要用于制作烟用接装纸，烟用成型原纸主要用于制作成型纸，包裹在卷烟过滤嘴内层。近年来我国国民健康意识提升、公共场所禁烟管理条例实施，卷烟市场趋于稳定，2021年我国卷烟产量为2.4万亿支，同比增长1.3%，2011-2021年国内卷烟产量CAGR为-0.12%，由于卷烟配套原纸受下游影响，市场规模呈下降趋势，2011-2019年卷烟配套原纸产量CAGR为-1.38%。烟草配套原纸行业格局稳定，根据公司公告，2021年仙鹤股份市场占有率接近45%。未来龙头逐步切入新型烟草领域有望打开行业空间。

图 35：2011-2019 年卷烟配套原纸产量及增速


资料来源：恒达新材招股说明书，特种纸委员会，信达证券研发中心

图 36：2011-2021 年我国卷烟产量及增速


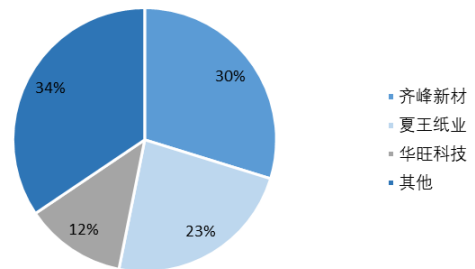
资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

2.5 装饰原纸：龙头设计优势明显

装饰原纸需求受地产景气波动影响较大，行业集中度高，龙头公司掌握高端产品。装饰原纸主要应用于高档定制家具和地板行业，是高档定制家具和地板贴面材料的印刷基材，装饰原纸受地产景气度波动因素较大，但龙头公司凭借技术优势，具备安全环保的优点，同时在研发创新方面，不断进行花色、款式更新，拥有稳定的市场份额。根据中国林产工业协会及各公司公告数据，2020 年齐峰新材、夏王、华旺科技装饰原纸市占率分别为 30%/23%/12%。

图 37：2015-2020 年我国装饰原纸销量及增长情况


资料来源：中国林产工业协会，恒达新材招股说明书，信达证券研发中心

图 38：2020 年我国装饰原纸市场竞争情况


资料来源：各公司公告，中国林产工业协会，信达证券研发中心

三、柔性化生产能力铸就核心壁垒

公司不断增加研发投入，打造过硬的柔性化生产能力，具备丰富的产品矩阵增强平抑市场风险能力，拥有 60 多个纸种的生产能力，融资渠道增加为产能投资提供资金支撑，2021 年产能达到 85.1 万吨，具备规模优势；公司由于造纸体量较大，拥有较强的原材料储备能力，较中小企业成本优势显著；公司凭借品牌优势、规模优势以及多元化、定制化解决方案，与大量优质客户建立了稳定、良好的长期合作关系，保持健康的现金流水平。

3.1 柔性化生产能力造就多元产品矩阵

品类持续扩张，丰富的产品矩阵增强平抑市场风险能力。公司产品涉及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、家居装饰材料系列、电器及工业用纸系列、日用消费系列及其他等六大系列，包含 60 多个品种，是我国产品种类最多、布局最广的高新能纸基功能材料生产企业之一。特种纸行业具有种类繁多的特点，全球有 2000 多种特种纸，同时每年新增上百个品种，单纸种体量小，各细分纸种结构性差异明显，不同纸种下游市场波动较大，公司不断拓展产品矩阵，有效平抑单一纸种价格波动的影响，具备较强的适应市场波动的能力。

完善的产能布局释放规模效应，柔性化生产能力带动效率提升。目前公司是国内最大的专业研发和生产高性能纸基功能材料的企业之一，截至 2021 年底，公司及夏王拥有特种纸机生产线 51 条，制浆生产线 1 条，涂布、超压线 20 多条，并拥有林地、化工、制浆、能源、物流、原纸及纸制品等全产业链生产产能，公司目前拥有 85.1 万吨特种纸产能，在浙江衢州、河南内乡以及浙江常山分别布局生产基地，在河南内乡基地拥有年产能 5.1 万吨的制浆装置，主要用于配套内乡基地纸品生产，2021 年底公司特种纸产量达到 77.7 万吨，公司未来继续深化“浆纸一体化”战略，分别在广西来宾、湖北石首、山东莱州规划建设新的生产基地。

表 2：截至 2022 年 3 月末公司产能分布

生产基地	合计产能 (万吨)	特种纸产能 (万吨)	浆产能 (万吨)	主要产品
浙江衢州	31.84	31.84		圣经纸、热转移原纸、棉纸、离型纸、电解电容器纸、水松原纸、装饰原纸
河南内乡	37.62	32.52	5.1	铝箔衬纸、格拉辛原纸、无纺布壁纸、彩胶纸
浙江常山	20.75	20.75		热敏原纸、字典纸、无碳原纸、双胶纸
合计	90.21	85.11	5.1	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司具备高效的柔性化生产能力，拥有特种纸行业最多产线，平均单条产线产能约为 2.3 万吨，以小型产线为主，公司每条生产线至少能够稳定生产 2-3 种纸基功能材料，并能根据市场需求实现灵活转产，同时公司不断提升研发能力，2015-2021 年公司研发费用 CAGR 为 21%，目前公司拥有 32 项发明专利、78 项实用新型专利，通过推进“数字化仙鹤”工业 4.0 管理创新战略提升智造水平，智慧车间建设趋于完善，在试点车间引入 3D 模

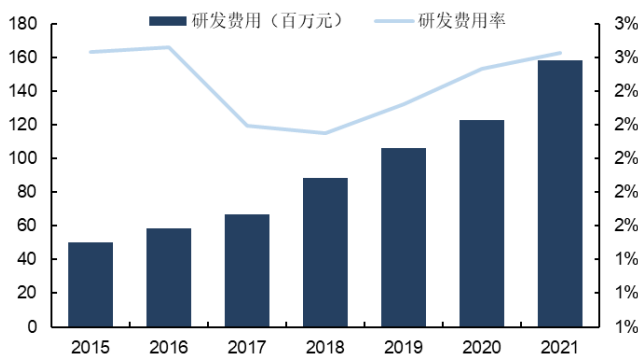
型、动态数据可视化系统，打造 5G“智慧车间”，完成了数字化升级，使车间拥有了生产数字孪生系统和防尘帽 AI 视觉监控系统，并与 ERP 系统形成实时互通。生产能力不断进步提升人效，2015-2021 年公司人均创收 CAGR 为 15.8%，人均创利 CAGR 为 33.4%。

表 3: 特种纸行业各公司产能产线情况

	产能 (万吨)	产线 (条)	单条产线产能 (万吨)
仙鹤股份 (含夏王)	117	51	2.29
冠豪高新	44	14	3.11
五洲特纸	135	8	16.88
齐峰新材	46	22	2.07
华旺科技	22	6	3.67
恒丰纸业	23	21	1.10

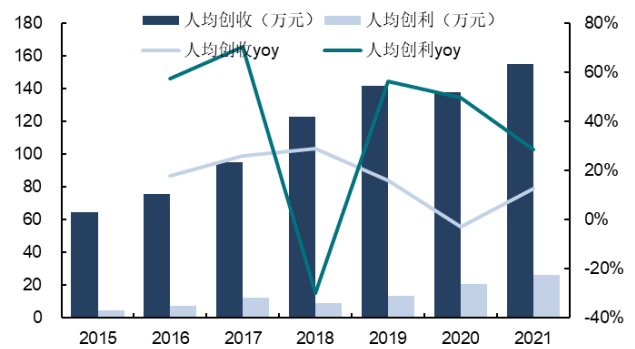
资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

图 39: 公司研发费用及研发费用率



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 40: 公司人均创收及人均创利

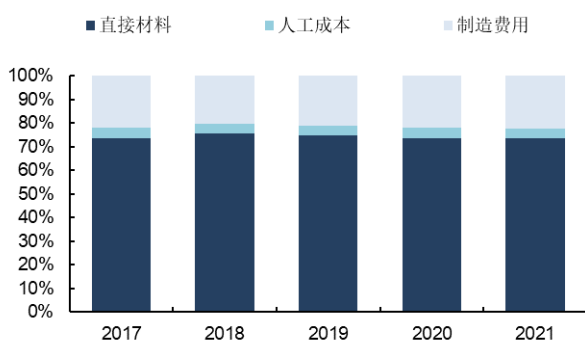


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

3.2 规模效应夯实成本优势

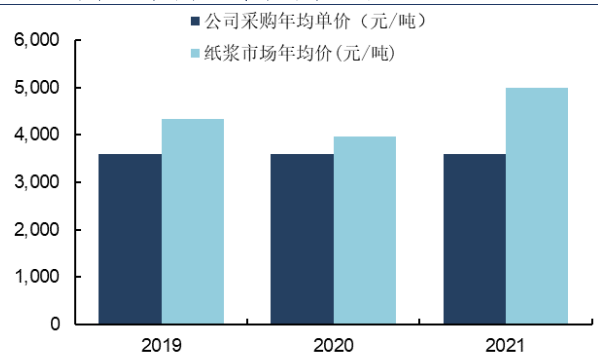
公司成本以纸浆原材料为主，规模效应下公司成本优势显著。公司直接材料成本占成本 70% 左右，原材料以纸浆为主，纸浆价格受上游供给、海运、宏观经济等多方面影响波动较大，相较于中小型纸企，公司由于造纸体量较大，拥有较强的原材料储备能力，同时具备合理完善的库存管理机制，可以结合生产订单情况、木浆价格情况适时调整纸浆库存应对纸浆市场的变化，有效地平衡了原材料的价格波动，公司结合特种纸对纤维强度要求较大宗纸品低的特点，进行木浆和非木浆混用，有效降低原材料价格，根据公司公告以及百川盈孚数据，公司纸浆采购价格较当年市场价格低 370-1400 元/吨。

图 41: 公司成本构成

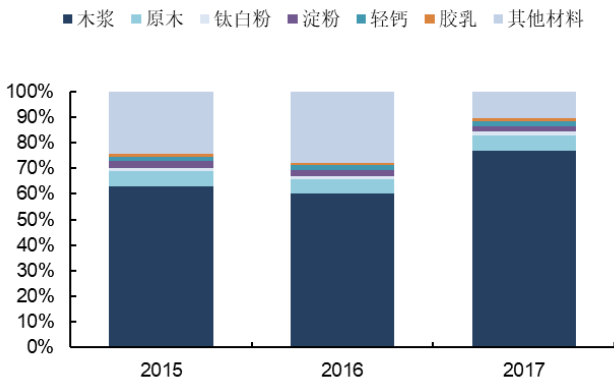


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

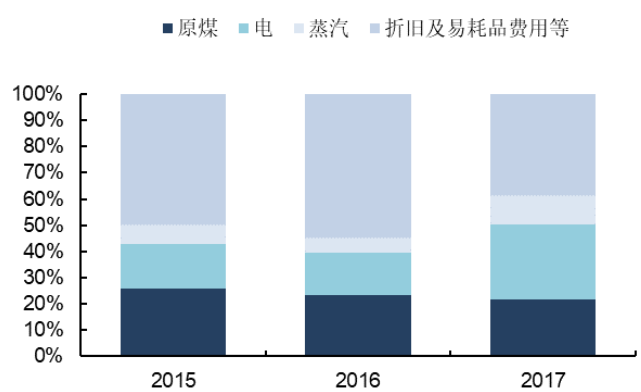
图 42: 公司采购均价和当年浆价市场对比



资料来源: 公司公告, 百川盈孚, 信达证券研发中心

图 43: 直接材料构成


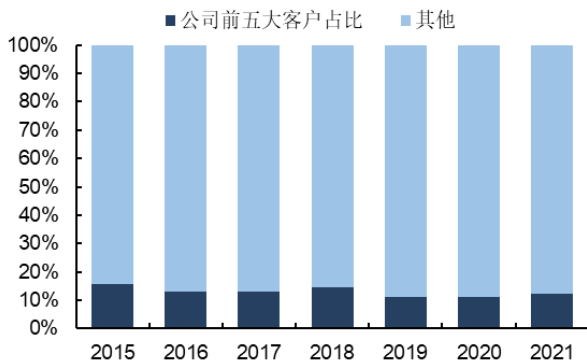
资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

图 44: 制造费用构成


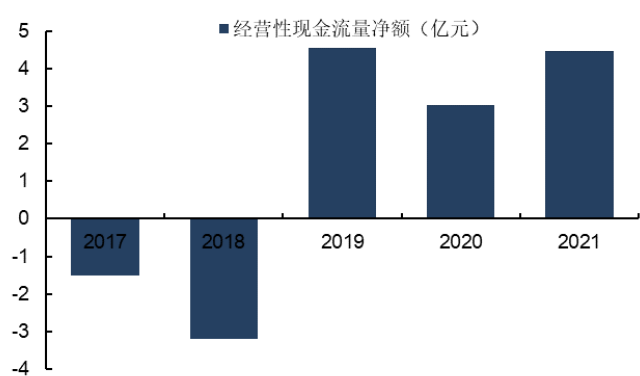
资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

3.3 客户结构分散, 对单一客户依赖度低

公司客户结构稳定, 客户分布广泛。公司凭借品牌优势、规模优势以及多元化、定制化解决方案, 与大量优质客户建立了稳定、良好的长期合作关系, 公司能够为下游的价值客户提供产品设计、定制生产、伴随开发等解决方案和服务。公司客户多为细分领域龙头公司, 以及全球化战略客户, 包括利乐、安姆科、艾利、当纳利等。公司前五大客户累计销售额占比较低, 对单一类别和客户的依赖程度低, 客户广泛分散于不同的地区和行业, 有效地避免了重大信用风险, 公司经营性现金流量水平保持健康。

图 45: 2015-2021 年公司前五大客户销售占比


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 46: 2017-2021 年公司经营性现金流量净额


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

四、产能扩张促成长，结构优化提盈利

公司未来产能投放节奏清晰稳健，浙江常山生产基地在建项目年产 30 万吨高档纸基材料项目预计 2022 年下半年投产，投产后公司将新增 30 万吨食品卡纸产能。规划项目广西来宾、湖北石首以及山东莱州项目，所有项目规划投产后，公司预计新增特种纸产能 310 万吨，浆产能 390 万吨，合计新增产能 700 万吨，公司产能规模将再上新台阶。

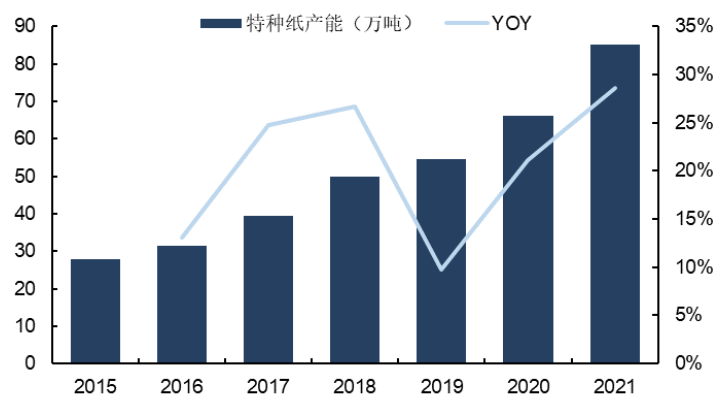
产品结构不断改善。日常消费系列、食品及医疗包装材料系列下游需求稳定，细分行业内拥有更稳定的价格调节机制，在原材料上涨周期下行业龙头公司具备向下游顺价能力，因此细分行业具备更高毛利空间，从而拉动公司整体盈利能力提升；产业链向上游延伸，未来随着公司广西来宾、湖北石首、山东莱州项目全部达产，将新增纸浆产能 390 万吨，进一步提升公司吨纸盈利水平。

4.1 产能投放节奏清晰

公司产能稳步投放，产能规模不断扩大。随着公司上市后融资渠道更加多元，叠加公司利润规模增长，资金实力进一步增强推进产能稳步扩张，公司特种纸产能规模由 2015 年的 27.9 万吨增长到 2021 年的 85.1 万吨，2021 年产能同比增加 28.6%，2021 年以来，河南基地的 PM7 和 PM8 两条生产线分别于当年 1 月和 3 月投产，产能合计 5 万吨；常山基地的 PM7、PM8 和 PM9 产线分别于当年 3 月、5 月和 11 月投产，释放产能合计为 11 万吨；此外，公司对常山基地 PM4 进行技术改进，重新恢复产能 4 万吨。

2015-2021 年产能规模 CAGR 为 20.4%，公司目前在产的三大生产基地浙江衢州、河南内乡和浙江常山 2021 年产能分别达到 31.84、32.52、20.75 万吨，产能利用率分别为 95.73%、84.13%、91.48%，公司下游客户稳定，采用以销定产的模式，在产能快速扩张的同时保持较高的产能利用率水平，根据销量进行稳步的产能规划。

图 47：2015-2021 年公司产能及增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 4: 公司现有产能

基地		衢州	内乡	常山	合计
2020	产能 (万吨)	29.11	16.21	20.88	66.2
	产能利用率	92.57%	100%	87.70%	93.25%
2021	产能 (万吨)	31.84	32.52	20.75	85.11
	产能利用率	95.73%	84.13%	91.48%	91.28%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

规划项目稳步推进, 未来项目达产后产能规模再上台阶, 未来行业龙头地位进一步巩固。根据公司公告, 公司浙江常山生产基地在建项目年产 30 万吨高档纸基材料项目预计 2022 年下半年投产, 投产后公司将新增 30 万吨食品卡纸产能。规划项目广西来宾、湖北石首以及山东莱州项目, 2020 年公司投资 118 亿元建设广西三江口新区高性能纸基新材料项目, 包含年产 150 万吨纸浆纤维制备项目 (其中化学纸浆 100 万吨, 化学机械浆 50 万吨), 年产 100 万吨高性能纸基新材料纸项目和主体项目的热电联产、物流供应链、能源管理等配套辅助设施, 以及产业链延伸的其他配套项目; 2021 年投资 100 亿元建设湖北石首 250 万吨高性能纸基新材料循环经济项目, 包含 90 万吨特种纸产能和 160 万吨纸浆产能; 2021 年投资 80 亿元建设莱州市高性能纸基新材料产业园项目, 项目包含包含年产 80 万吨纸浆纤维制备项目, 年产 120 万吨高性能纸基新材料项目 (其中 40 万吨/年为现有生产线技改, 新建 15 万吨/年装饰纸基材料、30 万吨/年特种纸基材料、35 万吨/年特种食品卡纸材料)。所有项目规划投产后, 公司预计新增特种纸产能 310 万吨, 浆产能 390 万吨, 合计新增产能 700 万吨, 公司产能规模将再上新台阶, 进一步奠定特种纸行业龙头地位。

表 5: 公司目前在建项目

生产基地	合计产能 (万吨)	特种纸产能 (万吨)	浆产能 (万吨)	项目名称	计划投产日期
浙江常山	30	30		年产 30 万吨高档纸基材料项目	2022.11
湖北石首	60	30	30	石首年产 60 万吨特种浆纸项目 (一期工程)	2023.12
广西来宾	60	60		广西三江口新区高性能纸基新材料项目 (一期工程)	2024.02
合计	150	120	90		

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 6: 公司规划项目全部建成后预计将达到 700 万吨产能

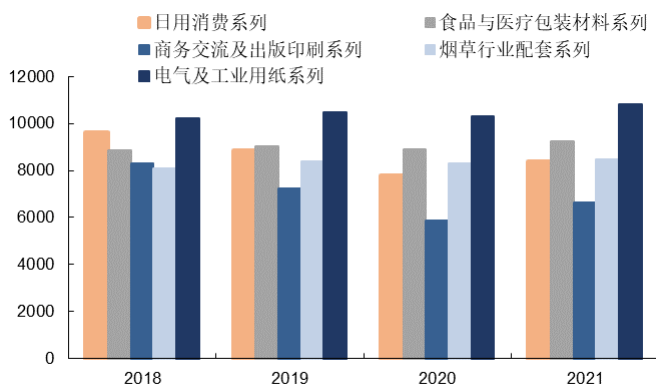
生产基地	合计产能 (万吨)	特种纸产能 (万吨)	浆产能 (万吨)	项目名称
湖北石首	250	90	160	湖北石首高性能纸基新材料循环经济项目
广西来宾	250	100	150	广西三江口新区高性能纸基新材料项目
山东莱州	200	120	80	莱州市高性能纸基新材料产业园项目
合计	700	310	390	

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

4.2 产品盈利能力提升、结构优化

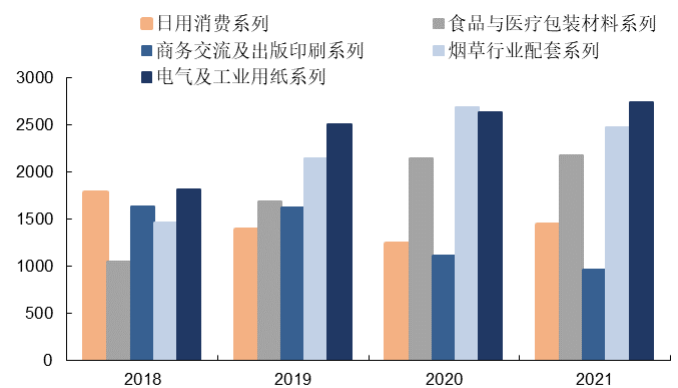
日用消费系列盈利优化，高毛利的食品及医疗包装材料系列占比提升。日常消费系列、食品及医疗包装材料系列下游需求稳定，细分行业内拥有更稳定的价格调节机制，原材料上涨周期下行业龙头公司具备向下游顺价能力，因此细分行业具备更高毛利空间，公司日常消费系列、食品及医疗包装材料系列收入占比提高驱动公司整体盈利能力增长。由于2019-2020年市场竞争加剧，公司持续扩大市场份额，主动压低格拉辛纸、热敏纸销售价格，导致日用消费系列吨毛利有所承压；伴随销售新产能投放，规模效应增强、公司对下游议价能力提升，日用消费系列相关纸种有望优化，吨盈利企稳回升，推动整体盈利能力提升。

图 48: 2018-2021 年主要纸种出厂价格 (元/吨)



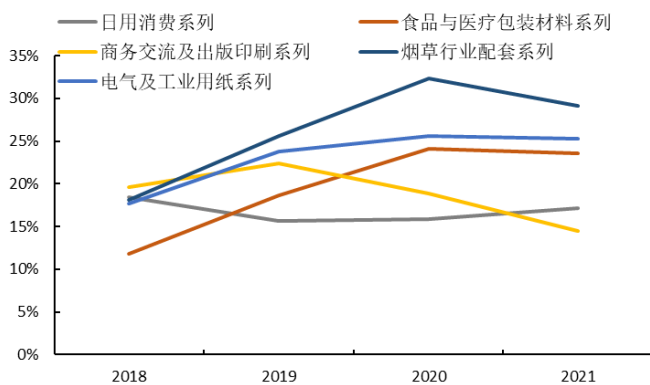
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 49: 2018-2021 年主要纸种吨毛利 (元/吨)



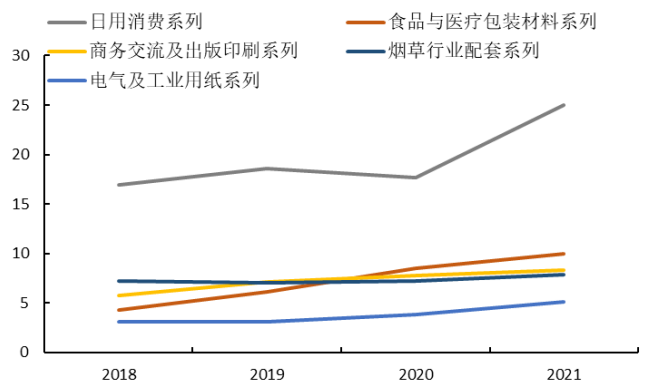
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 50: 主要纸种毛利率



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 51: 主要纸种收入 (亿元)



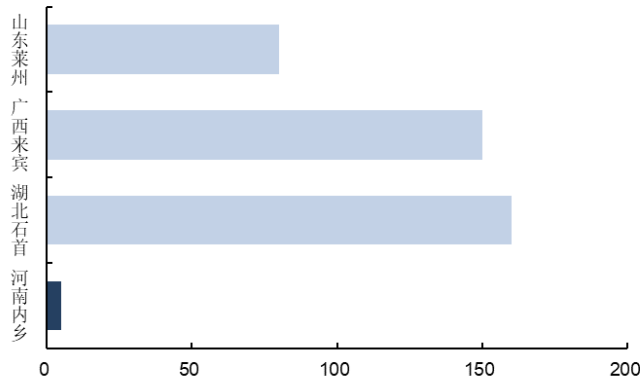
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

4.3 浆纸一体化、产业链延伸强化成本优势

产业链向上游延伸，浆纸一体化水平提升进一步增强成本优势。公司目前特种纸产能 85.1 万吨，纸浆产能仅有 5.1 万吨，用于满足河南内乡基地的特种纸生产，目前公司纸浆自给率约为 6%，木浆原材料的供给大部分依赖进口，而海外木浆价格易受市场多重因素影响，为平抑木浆价格周期波动风险，公司规划产能皆配备纸浆纤维项目。

根据公司公告，目前公司在建项目湖北石首基地一期工程预计将在 2023 年年底达产，新增浆产能 30 万吨，广西来宾基地一期工程将于 2024 年初投产，新增纸浆产能 60 万吨，预计公司 2024 年新增浆产能合计达到 90 万吨，未来随着公司广西来宾、湖北石首、山东莱州项目全部达产，将新增纸浆产能 390 万吨，浆纸一体化水平的提升为产销量的扩张提供保障，由于自制浆较外购浆成本低，纸浆自给率的提高预计将进一步提升公司吨纸盈利水平。

图 52: 公司浆产能规划 (万吨)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

五、盈利预测与投资建议

主要收入假设: 考虑到公司产能规划清晰, 产能扩张节奏有序, 我们假设公司 2022-2024 年日用消费系列收入分别增长 16.85%、12.52%、4.51%, 食品与医疗包装材料系列收入分别增长 87.27%、70.61%、35.99%, 商务交流及出版印刷系列收入分别增长 13.30%、3.00%、2.00%, 烟草行业配套系列收入分别增长 12.07%、4.94%、3.92%, 电气及工业用纸系列收入分别增长 26.50%、4.00%、3.00%, 其他系列收入分别增长 15.00%、4.00%、432.48%, 综合以上考虑, 我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 77.26 亿元、95.74 亿元、116.74 亿元, 同比分别增长 28.41%、23.92%、21.93%。

毛利率和费用率假设: 1) 考虑到 2021 年 Q4-2022 年 Q1 木浆价格上涨, 公司原材料成本压力增加, 特种纸行业中离型标签用纸、热转印纸、热敏纸、食品及医疗包装用纸下游需求增加、格局向好, 假设 2022-2024 年毛利率分别为 15.83%、16.52%、16.41%。2) 假设 2022-2024 年销售费用率、管理、研发费用率基本稳定。3) 假设 2022-2024 年无大额信用减值变动、所得税率基本稳定。综合以上考虑, 我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 9.77 亿元、12.82 亿元、15.62 亿元, 同比分别增长-3.9%、31.2%、21.9%。

表 7: 利润预测简表

百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,567	4,843	6,017	7,726	9,574	11,674
%增长率	11.45%	6.04%	24.24%	28.41%	23.92%	21.93%
营业成本	3,713	3,852	4,815	6,503	7,992	9,758
%销售收入	81.30%	79.53%	80.02%	84.17%	83.48%	83.59%
毛利	854	992	1,202	1,223	1,582	1,916
%销售收入	18.70%	20.47%	19.98%	15.83%	16.52%	16.41%
销售费用	147	15	22	31	43	58

%销售收入	3.21%	0.32%	0.36%	0.40%	0.45%	0.50%
管理费用	88	99	114	146	181	221
%销售收入	1.92%	2.05%	1.89%	1.89%	1.89%	1.89%
研发费用	106	123	158	203	252	307
%销售收入	2.32%	2.53%	2.63%	2.63%	2.63%	2.63%
财务费用	82	68	20	89	91	93
%销售收入	1.80%	1.40%	0.34%	1.15%	0.95%	0.80%
营业利润	504	834	1,157	1,103	1,447	1,764
%增长率	52.07%	65.28%	38.71%	-4.66%	31.20%	21.91%
归属于母公司的净利润	440	717	1,017	977	1,282	1,562
净利率	9.63%	14.81%	16.90%	12.64%	13.39%	13.38%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 8: 分季度利润表财务指标

(百万元)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
营业收入	1526	1360	1476	1655	1678
营业毛利	343	378	290	191	194
营业费用	4	5	5	8	5
管理费用	30	24	25	35	24
财务费用	8	8	4	0	14
投资收益	70	89	80	49	33
营业利润	322	380	324	130	172
归属母公司净利润	280	329	294	114	146
EPS (元)	0.4	0.47	0.42	0.16	0.21
主要比率					
毛利率	22.45%	27.78%	19.67%	11.55%	11.54%
营业费用率	0.29%	0.37%	0.33%	0.46%	0.31%
管理费用率	4.04%	5.39%	4.47%	4.28%	2.66%
营业利润率	21.13%	27.91%	21.96%	7.88%	10.28%
有效税率	27.27%	14.41%	22.09%	4.74%	20.07%
净利率	18.38%	24.26%	20.00%	6.84%	8.73%
YoY					
收入	69%	21%	13%	10%	10%
归属母公司净利润	167%	85%	39%	-49%	-48%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司作为特种纸优质赛道领跑者, 产能规划清晰, 多元一体化布局呈现规模、成本优势, 未来龙头地位有望持续强化。下半年随着国内消费需求逐步回暖、成本压力环比减轻, 我们认为公司有望逐步迎来盈利拐点, 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 9.77 亿元、12.82 亿元、15.62 亿元, 同比分别增长-3.9%、31.2%、21.9%。目前 (2022/7/29) 股价对应 2022 年 PE 为 19.6x, 造纸行业周期性较强, 参考 PB 估值法, 当前股价对应的 PB 估值为 1.9x, 低于可比公司平均水平, 考虑到公司在特种纸行业龙头地位显著, 多元业务布

局领先，首次覆盖给予“买入”评级。

表 9: 可比公司 2022 年平均 PE 约 13 倍、PB 为 4x

公司名称	股价	市值 (亿元)	— 归母净利 (亿元) —		— PE —		PB (MRQ)
	2022/7/29		2022E	2023E	22PE	23PE	
五洲特纸	18.36	73.4	5.7	7.2	13.0	10.2	4.1
华旺科技	18.88	62.7	5.0	5.8	12.6	10.7	3.2
平均					12.8	10.5	3.7
仙鹤股份*	27.11	191.4	9.8	12.8	19.6	14.9	1.9

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: *为信达证券研发中心预测, 其他为 Wind 一致预期

六、风险因素

行业竞争加剧风险：未来几年，国内特种纸行业中食品卡纸新增产能较多，价格竞争激烈等情形将保持常态化。如果公司不能在竞争中持续保持领先优势，将对公司经营产生不利影响。

原材料价格波动风险：公司在生产端的主要原材料为纸浆，公司直接材料占成本比重较高，成本受纸浆价格影响大。

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,971	6,451	7,286	8,049	9,775
货币资金	521	794	426	226	419
应收票据	6	4	9	7	13
应收账款	995	1,217	1,623	1,896	2,395
预付账款	96	63	85	105	128
存货	1,337	1,925	2,481	2,934	3,677
其他	1,017	2,448	2,662	2,882	3,144
非流动资产	3,993	4,598	5,194	5,760	6,294
长期股权投资	664	831	831	831	831
固定资产(合计)	2,334	2,532	2,773	3,118	3,513
无形资产	499	516	534	552	570
其他	495	718	1,056	1,258	1,380
资产总计	7,964	11,049	12,480	13,808	16,069
流动负债	2,250	2,462	3,133	3,396	4,309
短期借款	797	690	610	610	610
应付票据	673	644	1,135	1,051	1,617
应付账款	477	764	912	1,148	1,367
其他	303	364	476	586	714
非流动负债	334	2,140	2,140	2,140	2,140
长期借款	0	0	0	0	0
其他	334	2,140	2,140	2,140	2,140
负债合计	2,585	4,602	5,273	5,535	6,449
少数股东权益	25	28	30	33	36
归属母公司股东权益	5,354	6,419	7,177	8,240	9,584
负债和股东权益	7,964	11,049	12,480	13,808	16,069

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,843	6,017	7,726	9,574	11,674
同比(%)	6.0%	24.2%	28.4%	23.9%	21.9%
归属母公司净利润	717	1,017	977	1,282	1,562
同比(%)	63.0%	41.8%	-3.9%	31.2%	21.9%
毛利率(%)	20.5%	20.0%	15.8%	16.5%	16.4%
ROE%	13.4%	15.8%	13.6%	15.6%	16.3%
EPS(摊薄)(元)	1.02	1.44	1.38	1.82	2.21
P/E	26.69	18.83	19.59	14.93	12.25
P/B	3.57	2.98	2.67	2.32	2.00
EV/EBITDA	18.10	24.82	19.20	15.23	12.71

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,843	6,017	7,726	9,574	11,674
营业成本	3,852	4,815	6,503	7,992	9,758
营业税金及附加	47	37	48	59	72
销售费用	15	22	31	43	58
管理费用	99	114	146	181	221
研发费用	123	158	203	252	307
财务费用	68	20	89	91	93
减值损失合计	-21	-17	0	0	0
投资净收益	202	287	325	402	490
其他	13	36	72	89	109
营业利润	834	1,157	1,103	1,447	1,764
营业外收支	1	-9	0	0	0
利润总额	835	1,148	1,103	1,447	1,764
所得税	116	129	124	162	198
净利润	719	1,019	979	1,285	1,566
少数股东损益	2	2	2	3	3
归属母公司净利润	717	1,017	977	1,282	1,562
EBITDA	990	1,228	1,099	1,398	1,660
EPS(当年)(元)	1.13	1.44	1.38	1.82	2.21

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	302	447	531	539	845
净利润	719	1,019	979	1,285	1,566
折旧摊销	276	331	232	263	294
财务费用	54	19	97	95	95
投资损失	-202	-287	-325	-402	-490
营运资金变动	-585	-663	-453	-701	-620
其它	41	28	0	0	0
投资活动现金流	-605	-1,938	-503	-426	-337
资本支出	-562	-660	-828	-828	-828
长期投资	0	0	0	0	0
其他	-43	-1,279	325	402	490
筹资活动现金流	-476	1,699	-396	-314	-314
吸收投资	9	0	0	0	0
借款	1,419	3,359	-80	0	0
支付利息或股息	-270	-232	-316	-314	-314
现金流净增加额	-781	206	-368	-200	193

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第4、第2、第3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022年加入信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sunrong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。