



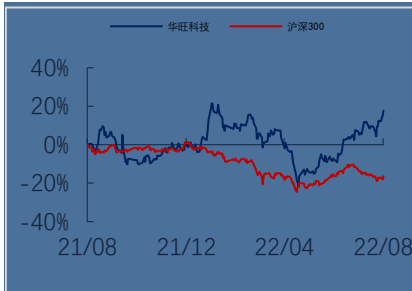
Research and  
Development Center

# 装饰原纸领军企业，产能扩张蓄势成长

—华旺科技(605377)首次覆盖报告

2022年08月12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**
**公司首次覆盖报告**
**华旺科技 (605377)**
**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)	20.30
52 周内股价波动区间 (元)	20.97-13.47
最近一月涨跌幅 (%)	4.30
总股本 (亿股)	3.32
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	64.47

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

# 装饰原纸领军企业，产能扩张蓄势成长

2022 年 08 月 12 日

**报告内容摘要：**

◆**高档装饰原纸领军企业。**华旺科技是国内高档装饰原纸研发、生产的领军企业，目前拥有杭州和马鞍山两大生产基地，各类装饰原纸品种 400 余个。截至 2021 年底，公司拥有装饰原纸产能 22 万吨，6 条装饰原纸生产线，2021 年公司共生产装饰原纸 20.71 万吨，销售量达到 20.25 万吨，公司已成功跻身全球高端装饰原纸行业前列。公司产能有序扩张、坚持自主创新研发、不断提升精细化管理水平，自成立以来收入、利润水平稳健增长，2021 年，公司实现营业收入 29.4 亿元，同比增长 82.40%；归母净利润 4.49 亿元，同比增长 72.53%。

◆**装饰原纸行业规模稳定增长，格局较好，食品包装赛道高景气。**1) **装饰原纸：**我国装饰原纸 2020 年市场规模 111.3 万吨，2015-2020 年 CAGR 约为 8.9%，行业逐步迈向中高端，在高端市场龙头公司技术壁垒更高，客户结构更加稳定。同时，近年装饰原纸应用领域也从传统家装领域扩展到室外装修、广告、飞机、高铁、医院、实验室等公共场所，逐步成为装饰材料行业中应用最广泛的材料之一。**行业格局方面，**装饰原纸行业竞争格局较好，龙头公司具有较强的议价能力，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%，CR3 约为 65%。2) **食品包装纸：**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 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计划进一步实施、落地将成为行业扩容的催化剂。

◆**持续创新构筑技术壁垒，规模效应塑造成本优势。**公司通过产能扩张和木浆贸易来提高原材料采购规模效应，与海外木浆生产商 Suzano 建立长期稳定合作关系平抑原材料价格波动的影响，公司原材料采购价格与市场均价差价明显，成本优势显著；公司具备品牌与客户优势，通过个性化定制的整体解决方案增强客户黏性，截至目前公司前五大客户较为稳定。一季度发布涨价函后，提价正在逐步落实当中。

◆**产能有序扩张助力发展，进一步丰富产品矩阵。**截至 2021 年底，公司产能规模达到 22 万吨，公司“马鞍山一期 12 万吨项目”中第二条生产线 5 万吨高档装饰原纸于 2022 年年初投产，预计 2022 年全年公司总产能将达到 27 万吨，公司“马鞍山二期 18 万吨项目”正在推进中，该项目第一条生产线 8 万吨高档装饰原纸预计将预计 2023 年 9 月达产，届时公司总产能将达到 35 万吨，预计马鞍山项目达产后有望实现产值 37 亿元。近期公司公告拟于马鞍山投资 25 亿元建设年产 30 万吨高性能纸基新材料项目，进一步扩充高品质食品级用纸、医疗级用纸、工业用纸等各类新型纸基材料，丰富产品矩阵。

◆**盈利预测与投资评级：**作为中高端装饰原纸领军企业，公司所处于细分行业格局向好、技术壁垒显著，产业链地位优。未来随着产能建设项目逐步投产，进一步丰富产品矩阵，有望带动收入规模再上台阶。海外市场加快开拓，内销多领域延展，仍有较大拓展空间。推出股份回购计划后续将用于股权激励或员工持股计划，彰显公司发展信心。我们预计 2022~2024 年归母净利润分别为 5.07 亿元、6.11 亿元、6.63 亿元，同比分别增长 13%、20.6%、8.5%。目前股价对应 2022 年 PE 为 13x，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险因素：**原材料价格剧烈波动风险，下游需求不及预期。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,612	2,940	3,561	4,076	4,459
增长率 YoY %	-2.5%	82.4%	21.1%	14.5%	9.4%
归属母公司净利润 (百万元)	260	449	507	611	663
增长率 YoY%	52.2%	72.5%	13.0%	20.6%	8.5%
毛利率%	22.8%	21.9%	20.5%	21.3%	21.1%
净资产收益率ROE%	11.7%	17.6%	13.7%	14.8%	14.3%
EPS(摊薄)(元)	0.78	1.35	1.53	1.84	2.00
市盈率 P/E(倍)	25.95	15.04	13.31	11.03	10.17
市净率 P/B(倍)	3.04	2.65	1.83	1.63	1.46

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 08 月 11 日收盘价

## 目录

一、中国高档装饰原纸领军者	5
1.1 公司近年业绩稳定发展	5
1.2 股权结构集中，管理层稳定	7
二、特种纸行业：市场持续扩容，行业格局向好	8
2.1 装饰原纸：竞争格局较优，高端产品集中度高	8
2.2 食品医疗包装用纸：以纸代塑、医疗条件升级打开行业成长空间	9
三、持续创新构筑技术壁垒	10
3.1 研发投入铸就生产工艺壁垒	10
3.2 规模效应塑造成本优势	11
3.3 定位中高端，品牌优势提升议价能力	12
四、盈利预测与投资建议	14
4.1 产能布局品类延伸，打开成长空间	14
4.2 盈利预测和估值	14
五、风险因素	17

## 表目录

表 1: 公司主要从事业务	5
表 2: 假设售价不变，原材料成本变动对公司毛利率影响	12
表 3: 公司产能投放有序	14
表 4: 利润预测简表	15
表 5: 分季度利润表财务指标	15
表 6: 可比公司 2022 年平均 PE 约 16 倍	16

## 图目录

图 1: 2013-2021 年收入及同比增长情况	6
图 2: 2013-2021 年归母净利及同比增长情况	6
图 3: 2013-2021 年营业收入构成	6
图 4: 2013-2021 年公司主要产品收入	6
图 5: 毛利率随原材料价格波动，总体呈向上趋势	6
图 6: 公司主要分业务毛利率情况	6
图 7: 公司期间费用率情况	7
图 8: 公司归母净利率情况	7
图 9: 公司股本结构图（截至 2022 年 7 月 18 日）	7
图 10: 2015-2020 年我国装饰原纸销量及增长情况	8
图 11: 我国装饰原纸市场高中低端产品分布	8
图 12: 我国装饰原纸市场竞争情况	9
图 13: 2015-2020 年我国食品包装特种纸产量	9
图 14: 我国医疗包装用纸产量及增速	9
图 15: 近年公司持续进行研发投入	10
图 16: 2021 年公司研发人员占比提升	10
图 17: 公司装饰原纸成本构成	11
图 18: 木浆、钛白粉占原材料采购额 80% 以上	11
图 19: 公司采购均价和当年浆价市场对比	12
图 20: 2017-2021 年公司原材料存货稳步增加	12
图 21: 原材料价格波动对公司毛利率影响有限	12
图 22: 公司装饰原纸、木浆贸易前 5 大客户占比稳定	13
图 23: 公司装饰原纸前四大客户保持稳定	13
图 24: 2017-2021 年公司装饰原纸单吨售价	13
图 25: 2017-2021 年公司装饰原纸单吨毛利	13
图 26: 公司对上下游具备较好议价能力	14
图 27: 公司净营业周期水平持续提升	14

## 一、中国高档装饰原纸领军者

华旺科技是国内高档装饰原纸研发、生产的领军企业。公司目前拥有杭州和马鞍山两大生产基地，各类装饰原纸品种 400 余个。截至 2021 年底公司拥有装饰原纸产能 22 万吨，6 条装饰原纸生产线，2021 年公司共生产装饰原纸 20.71 万吨，销售量达到 20.25 万吨，公司已成功跻身全球高端装饰原纸行业前列。公司产能有序扩张、坚持自主创新研发、不断提升精细化管理水平，自成立以来收入、利润水平稳健增长，2020 年 12 月，公司在上海证券交易所首次公开发行并上市。2021 年，公司实现营业收入 29.4 亿元，同比增长 82.40%；归母净利润 4.49 亿元，同比增长 72.53%。

### 1.1 公司近年业绩稳定发展

专注于装饰原纸业务，凭借研发、技术积累迈向高端。公司主要产品为装饰原纸，包括可印刷装饰原纸和素色装饰原纸，主要应用于人造板的饰面层，木浆贸易业务为公司第二大业务。公司坚持“智造+服务”，为下游客户提供定制化、高性能的装饰原纸整体解决方案，公司积极根据市场变化、通过自主研发不断进行产品升级，相继推出了“素色印刷专用原纸”、“珠光粉印刷专用原纸”、“同步对纹印刷专用纸”等多种新型产品，延展了装饰原纸的应用空间，进一步增强了公司产品的竞争优势与发展潜力。

表 1: 公司主要从事业务

产品分类	产品图片	产品说明	产品应用
可印刷装饰原纸		可印刷装饰原纸是一种用于各类板材饰面装饰的装饰原纸，经过印刷、三聚氰胺树脂浸渍后压贴于人造板表面	在印刷时，该产品可根据个性化的需求印制各种精美的木纹和图案
素色装饰原纸		素色装饰原纸是一种用于人造板饰面装饰的装饰原纸，呈现各类单一颜色	经三聚氰胺树脂浸渍后，可直接压贴于人造板表面，色彩鲜艳亮丽，层次感突出
贸易业务		木浆是以木材为原料，经过剥皮、切片、粉碎、蒸煮和漂白等工序制成的纸浆	主要用于造纸工业

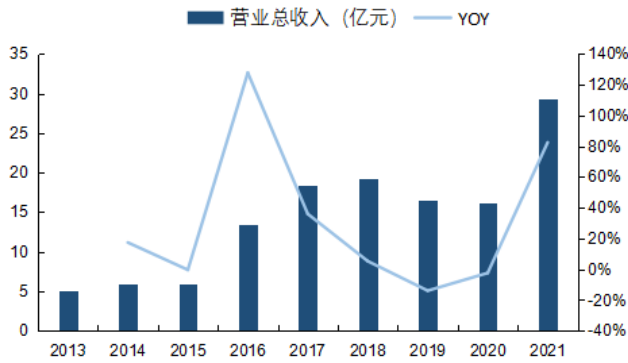
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

产能有序扩张驱动收入稳健增长，精细化管理水平不断改进下盈利能力持续提升。2021 年，公司实现营业收入 29.4 亿元，同比增长 82.40%，归母净利润为 4.49 亿元，同比增长 72.53%，2013-2021 年公司营收、归母净利润 CAGR 分别为 24.57%、47.11%，2021 年收入、利润实现高速增长，主要受益于马鞍山生产基地产能释放，公司精细化管理水平提高、产品结构升级、对下游议价能力提升驱动盈利水平提高。2020 年营收下降主要由于此前公司租赁的生产线租赁合同到期未续签，导致当年产能有所下降从而销量下滑，在价格方面，2020 年

木浆价格处于历史低位，因此产品售价低于 2019 年。

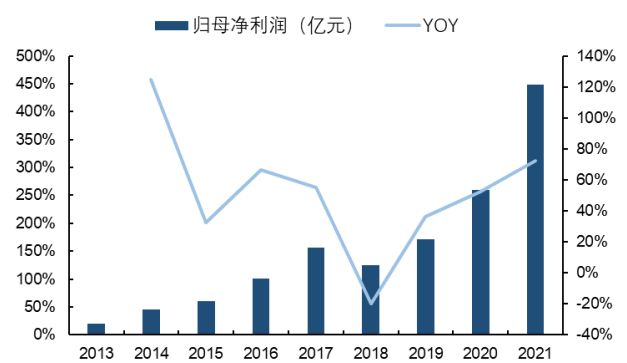
装饰原纸是公司主要收入来源，2021 年收入占公司总营收 73%。公司装饰原纸包括可印刷装饰原纸和素色装饰原纸，2021 年公司可印刷装饰原纸、素色装饰原纸、木浆贸易业务收入分别为 19.66 亿元、1.91 亿元、7.50 亿元，同比增长 71.57%、19.70%、153.55%。

图 1：2013-2021 年收入及同比增长情况



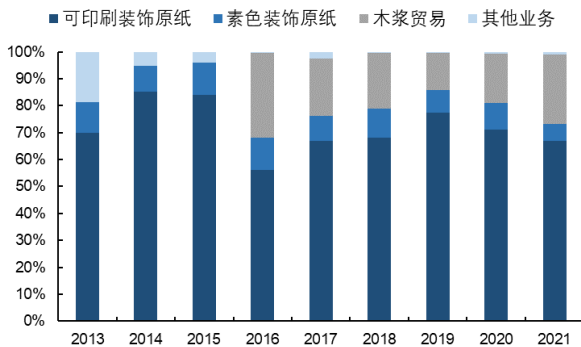
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 2：2013-2021 年归母净利润及同比增长情况



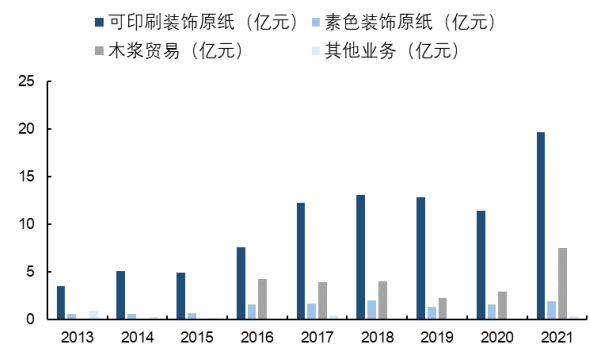
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3：2013-2021 年营业收入构成



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 4：2013-2021 年公司主要产品收入



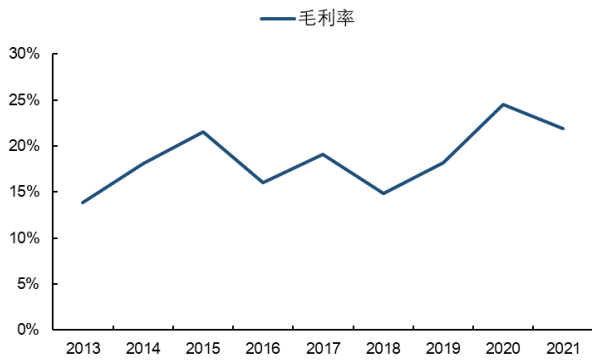
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

毛利率随原材料价格波动，总体呈向上趋势，期间费用率维持较低水平。近年来，公司装饰原纸毛利率水平整体有所提升，2021 年可印刷装饰原纸和素色装饰原纸毛利率水平达到 25.46% 和 26.29%，主要由于公司产品力提升、具备较强的议价能力，根据原材料价格状况适当提升产品价格。2021 年，公司毛利率受原材料成本上涨影响小幅回落，但整体仍维持较好水平。

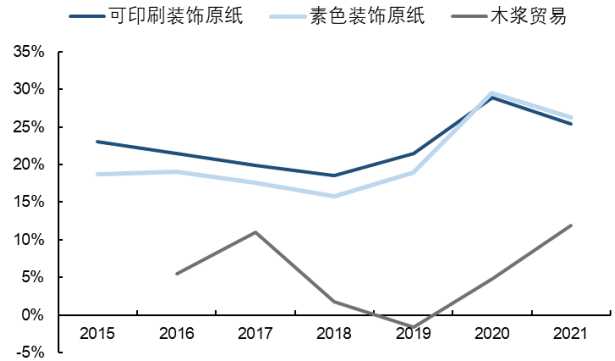
期间费用率维持较低水平，扣非归母净利率有所回落。2021 年销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 0.62%、1.38%、3.01%、0.02%，分别同比变化-1.97pct、+0.06pct、-0.35pct、-0.45pct，期间费用率稳定，管理费用增长主要由于马鞍山募投项目投产相应的管理费用增加所致。2021 年公司归母净利率 15.26%，同比-0.87pct，2013-2021 年公司归母净利率水平整体大幅提升。

图 5：毛利率随原材料价格波动，总体呈向上趋势

图 6：公司主要分业务毛利率情况



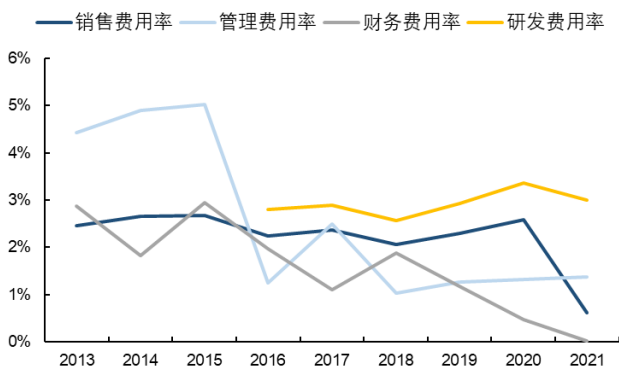
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图7: 公司期间费用率情况

图8: 公司归母净利率情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

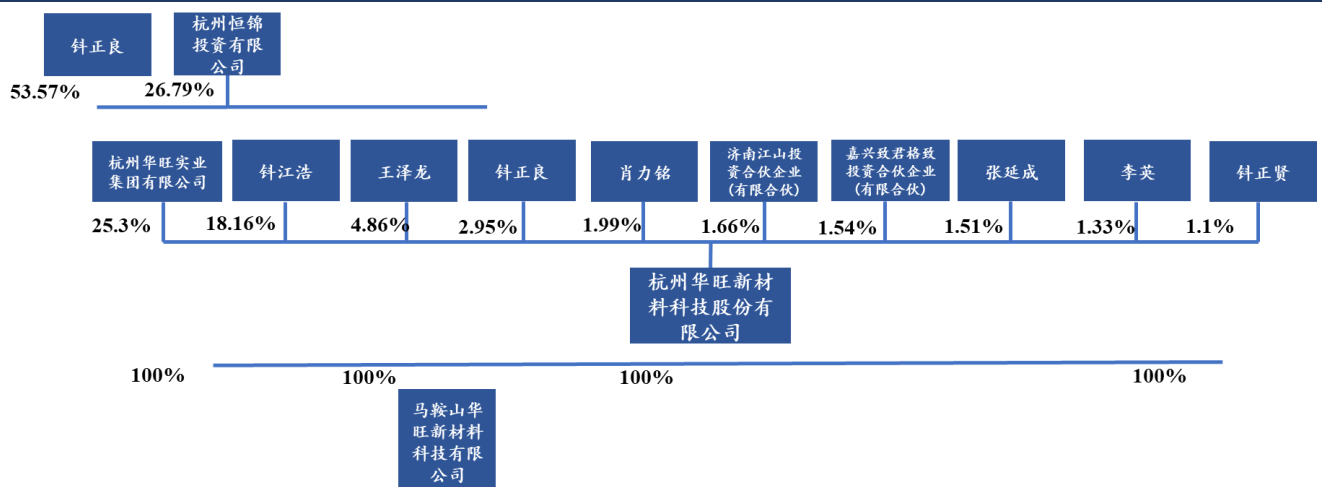


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 1.2 股权结构集中, 管理层稳定

截止 2022 年 Q1, 杭州华旺实业集团有限公司为第一大股东, 由钭燮如, 钭正良, 钭江浩, 杭州恒锦投资有限公司共同持有, 持有公司 25.31%的股权, 同时钭江浩还持有公司 18.17%得股权, 为第二大股东。

图 9: 公司股本结构图 (截至 2022 年 7 月 18 日)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 二、特种纸行业：市场持续扩容，行业格局向好

装饰原纸是特种纸行业中占比较高的细分领域，市场不断扩容，2015-2020年市场规模CAGR为8.9%，目前已成为百亿级市场，市场格局较好。食品包装用纸领域，随着居民消费升级以及限塑令的推广市场空间不断拓宽，2015-2020年产量CAGR达14%，且头部企业市占率仍有提升空间，行业龙头纷纷加速布局。医疗包装用纸领域，随着我国医疗条件持续改善，未来医疗包装用纸行业成长空间明确，由于医疗包装用纸技术壁垒更高，产能增量较少，行业供需较为平衡。

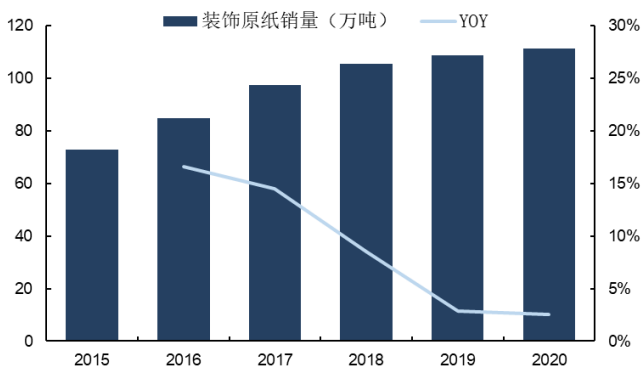
### 2.1 装饰原纸：竞争格局较优，高端产品集中度高

**2020年我国装饰原纸市场规模111.3万吨，2015-2020年CAGR约为8.9%，中高端占比较高。**目前，我国装饰原纸行业整体呈稳步发展状态，产品应用领域不断拓宽，下游产业需求持续增长。由于装饰原纸环保、节约资源，并且在美观度、耐磨度和耐晒度等方面具有卓越表现，满足了不同空间个性化装饰需求。国家产业政策也大力支持，相继推出多个文件支持行业发展，行业发展政策环境良好。2020年我国装饰原纸销量从2015年的72.8万吨上升至111.3万吨，2015-2020年销量CAGR为8.9%。我国装饰原纸市场规模不断扩容后，近几年持续保持个位数增长。分品类来看，面层装饰原纸是主要产品，占比约95%，面层装饰原纸又可分为高克重的三聚氰胺浸渍原纸（克重>70g）、以及低克重的宝丽板纸（克重<40g）。

从行业应用来看，三聚氰胺浸渍原纸主要应用于高端板材家具、木地等装饰材料制造，宝丽板主要应用于复合门、普通家具等装饰材料制造。随着消费升级、下游客户对品质要求提高以及环保政策趋严，我国装饰原纸行业逐步迈向中高端，高端装饰原纸市场占比持续提升，目前高端、中端、低端装饰原纸占比分别约20%、40%、40%。

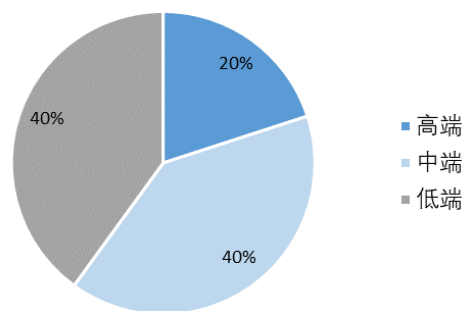
近年来，以聚乙烯、聚丙烯、玻璃纤维等材料制成的各类新型板材发展较快，同时，随着新型印刷技术的不断提升，装饰原纸在替代天然石材、皮革、布艺、PVC等一系列其他装饰材料方面，以其强大的表现力和性价比逐步赢得市场青睐。随着新型板材贴面技术的研发与应用，装饰原纸的市场容量将进一步扩大。

图 10：2015-2020 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 11：我国装饰原纸市场高中低端产品分布



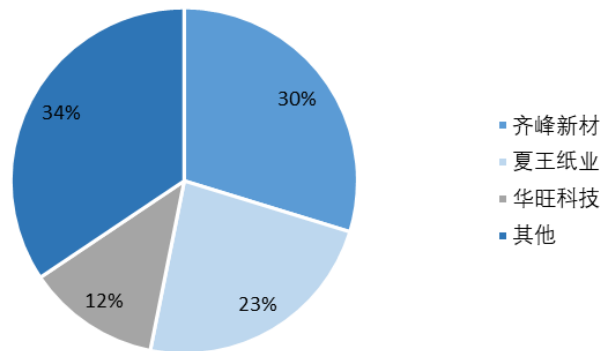
资料来源：Wind，信达证券研发中心

装饰原纸行业竞争格局较好，CR3约为65%。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、华旺科技在装饰原纸市场的市占率分别约为30%/23%/12%，市场格局较好。我们认为，未来随着行业规模发展，同时头部企业产能持续扩充，市场份额有

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 8

望进一步向头部集中。

图 12：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，恒达新材招股说明书，信达证券研发中心

## 2.2 食品医疗包装用纸：以纸代塑、医疗条件升级打开行业成长空间

**消费升级推动食品包装用纸快速增长，龙头公司加速布局。**我国食品包装用纸受益于食品消费升级、以纸代塑政策的推进市场规模持续增长，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。行业供给方面，龙头公司加快产能布局步伐，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。

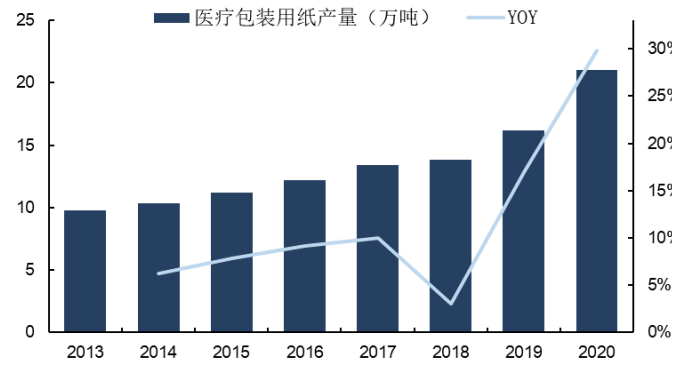
**医疗包装用纸行业景气度高，未来供给偏紧。**医疗包装用纸主要包含医疗透析纸和非透析性医疗包装原纸，医疗透析纸主要用于纱布、棉签等敷料、输液器、注射器、乳胶手套、医用口罩、防护服、检测拭子等医疗器械及医用敷料，非透析性医疗包装原纸主要包括医用淋膜纸、手套内衬用医用衬纸以及创可贴包装用医用冷封原纸。我国医疗条件不断改善，人口老龄化进一步推动国内医疗消费增长，以及公共卫生事件提升国民卫生防护意识，医疗器械及医用敷料需求增加，带动医疗包装用纸行业规模扩容，我国医疗包装用纸产量 2020 年达到 21 万吨，2013-2020 年产量 CAGR 达到 12%。行业供给方面，仙鹤股份未来规划林浆纸一体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，未来在行业景气度保持较高水平的情况下预计新增产能体量较小。

图 13：2015-2020 年我国食品包装特种纸产量

图 14：我国医疗包装用纸产量及增速



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



资料来源：恒达新材招股说明书，信达证券研发中心

### 三、持续创新构筑技术壁垒

公司专注装饰原纸业务，多年持续研发投入沉淀出领先于行业的生产工艺水平，为公司产品进一步走向高端、提升品牌影响力提供技术支撑；公司多条产线布局，同时拓展木浆贸易业务从海外进行木浆集采，增强了原材料采购的规模效应，有效地降低采购成本；公司定制化服务、中高端定位铸就品牌优势，一定程度上提高客户黏性，使公司具备较强的议价能力。

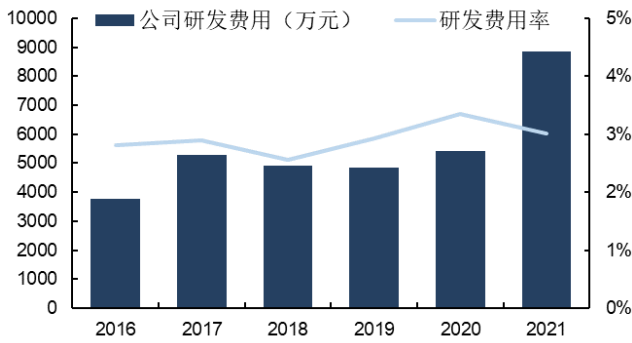
#### 3.1 研发投入铸就生产工艺壁垒

**坚持自主研发创新，保持在高端装饰原纸领域技术领先。**在新品种研发生产方面，截至 2021 年底，公司取得发明专利 1 项，实用新型专利 2 项，公司在研项目 17 个，包括有免漆板专用低透高抗张装饰原纸开发、粗粒多元合金磨片用于装饰原纸加填共磨新技术的开发等。2021 年公司研发费用率 3.01%，近年来整体呈稳定提升态势；研发人员数量方面，公司在 2021 年有 206 名研发人员，占公司在职工总数的 21%，研发人员数量占比领先于行业竞争对手。

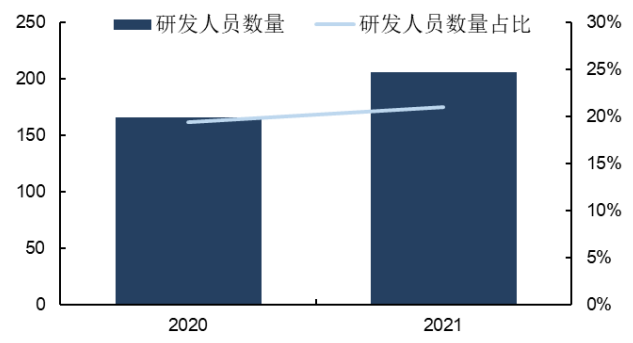
公司重视自主创新能力的提升，在拓展产品品类、提升产品性能以及优化生产工艺方面发力，公司于 1999 年成立装饰原纸研发中心，重点攻破装饰原纸的生产工艺瓶颈，持续打造成成熟的研发体系和培养研发团队，2009 年公司科研中心与欧洲工艺工程学院合作，同时从 PTI、TECHPAP France 以及 BTG 等公司进口了一系列造纸实验设备，促使公司生产工艺水平与欧洲技术先进的生产厂家同步，2016 年公司新增印刷应用研究室，同步对花应用研究室，引领公司产品继续向高端迈进。

图 15：近年公司持续进行研发投入

图 16：2021 年公司研发人员占比提升



资料来源：公司公告，信达证券研发中心



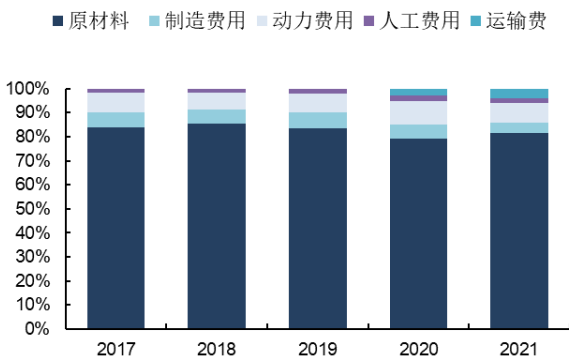
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 3.2 规模效应塑造成本优势

公司营业成本以木浆、钛白粉等原材料采购为主，上游原材料价格波动影响可控。公司营业成本构成以原材料为主，近年来木浆、钛白粉是主要原材料构成，采购额占原材料采购额持续在 80%以上。钛白粉作为装饰原纸生产的主要原材料，能够增强纸张对人造板基材的遮盖力以及装饰原纸的耐晒程度，生产装饰原纸时钛白粉留着率的提升能够降低生产成本。

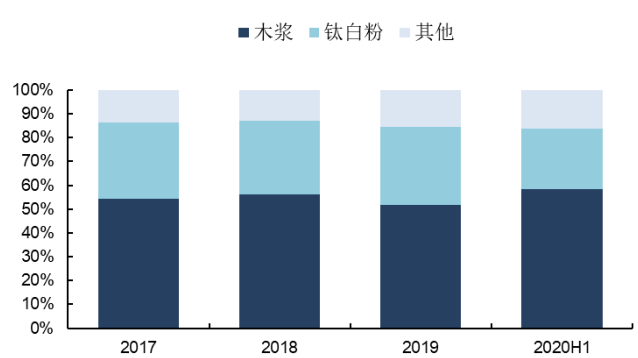
我国钛矿储备充足，钛白粉工业发展较为成熟，我国造纸用钛白粉以国产为主，2020 年我国钛白粉产能规模达近 385 万吨，产能充足，能够支撑装饰原纸的原材料需求。我国造纸行业原材料木浆主要以进口为主，木浆价格的波动对造纸业务盈利能力影响较大，公司通过与海外木浆生产商 Suzano 建立长期稳定合作关系平抑原材料价格波动的影响。

图 17：公司装饰原纸成本构成



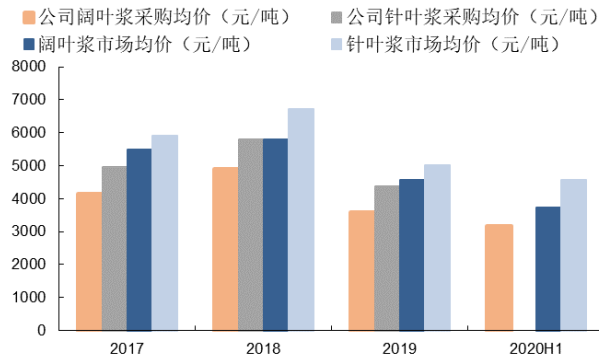
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 18：木浆、钛白粉占原材料采购额 80%以上



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**规模效应、木浆贸易助力公司巩固成本优势。**公司产能规模处于行业领先地位，截至 2021 年底公司拥有装饰原纸产能 22 万吨，6 条装饰原纸生产线，2021 年公司共生产装饰原纸 20.71 万吨，销售量达到 20.25 万吨，在行业内处于领先地位。公司与海外知名木浆供应商 Suzano 建立长期合作关系，通过木浆贸易维持较大的木浆采购规模，有效提升公司与木浆供应商合作的稳定性，稳定的木浆贸易业务逐步解除上游瓶颈，充分降低公司原材料成本。根据公司招股说明书数据，2017-2020H1 公司采购木浆均价与木浆市场均价价差在 580-1300 元/吨之间，成本优势显著。

**图 19：公司采购均价和当年浆价市场对比**


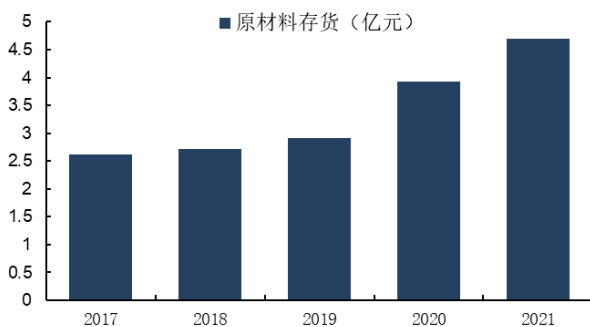
资料来源：招股说明书，Wind，信达证券研发中心（2020H1 公司未采购针叶浆）

**原材料价格波动对公司毛利率影响可控。**公司装饰原纸产品成本构成中，以原材料占比最高。报告期内，若公司产品售价不变，以营业成本中原材料变动做敏感性分析，原材料价格上涨 5%，对公司装饰原纸业务毛利率影响约-3%左右。但从实际运行情况来看，得益于公司持续优化供应商和库存管理、提高生产效率以及适当调整售价传导原材料价格波动影响，近年公司毛利率波动明显小于原材料价格波动幅度。同时，未来随着公司规模效应进一步释放，预计原材料价格波动对盈利的整体影响可控。

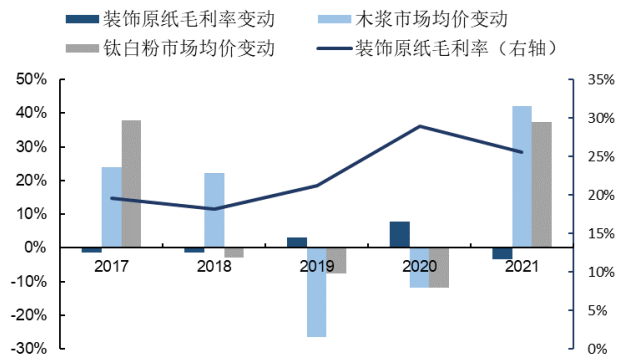
**表 2：假设售价不变，原材料成本变动对公司毛利率影响**

原材料成本变动幅度	-5%	-3%	-1%	0	+1%	+3%	+5%
1H20	2.88%	1.73%	0.58%	0	-0.58%	-1.73%	-2.88%
2019	3.29%	1.98%	0.66%	0	-0.66%	-1.98%	-3.29%
2018	3.49%	2.10%	0.70%	0	-0.70%	-2.10%	-3.49%
2017	3.37%	2.02%	0.67%	0	-0.67%	-2.02%	-3.37%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 20：2017-2021 年公司原材料存货稳步增加**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 21：原材料价格波动对公司毛利率影响有限**


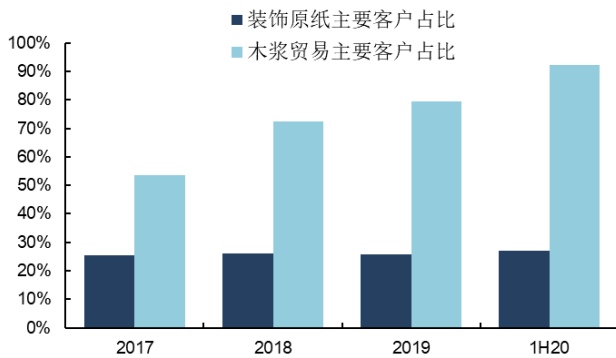
资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

### 3.3 定位中高端，品牌优势提升议价能力

产品差异化优势显著，客户黏性较高。公司装饰原纸前 5 大客户占比稳定在 25%-30%，公

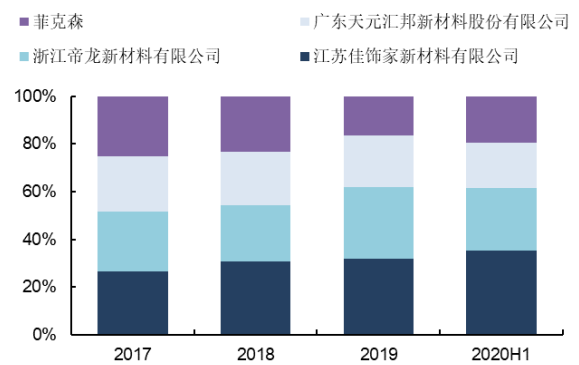
司通过为客户提供定制化整体解决方案，有效地提升客户满意度。2017-2019、1H20，公司装饰原纸业务前五大客户收入金额合计分别为 3.53 亿元、3.95 亿元、3.64 亿元和 1.46 亿元，占装饰原纸收入的比例分别为 25.36%、26.05%、25.64%和 27.06%，装饰原纸业务前五大客户收入金额占比保持稳定，公司高端装饰原纸制造工艺具备较高壁垒，截至 2021 年底公司定制化生产品种达 400 余种，个性化、定制化服务提升品牌影响力、增强客户黏性，前五大客户占比领先于行业。公司木浆贸易业务客户集中度较高，前五大客户占比 90%以上。

图 22：公司装饰原纸、木浆贸易前 5 大客户占比稳定



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

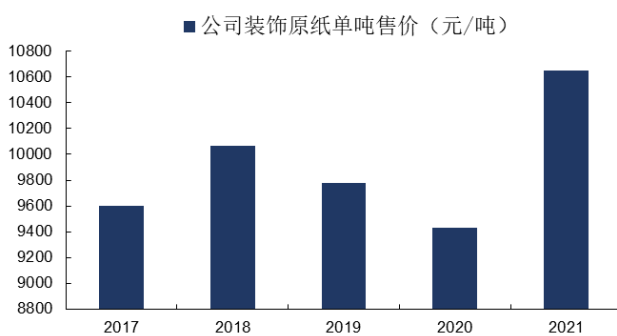
图 23：公司装饰原纸前四大客户保持稳定



资料来源：Wind，信达证券研发中心

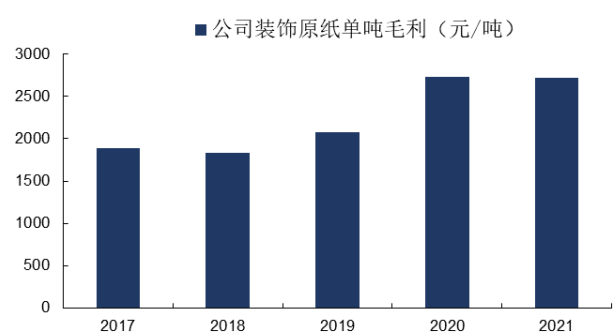
公司产品定位中高端，吨售价、吨利润均处于较好水平。2017 年-2021 年，华旺科技和齐峰新材造纸销售单价分别为 0.96/0.94 万元/吨、1.01/0.98 万元/吨、0.98/0.93 万元/吨、0.94/0.85 万元/吨、1.06/1 万元/吨，单吨毛利分别为 0.19/0.14 万元/吨、0.18/0.11 万元/吨、0.21/0.13 万元/吨、0.27/0.12 万元/吨、0.27/0.11 万元/吨。2017-2021 年公司装饰原纸单吨售价整体呈上升趋势，单吨毛利水平整体稳定提升。

图 24：2017-2021 年公司装饰原纸单吨售价



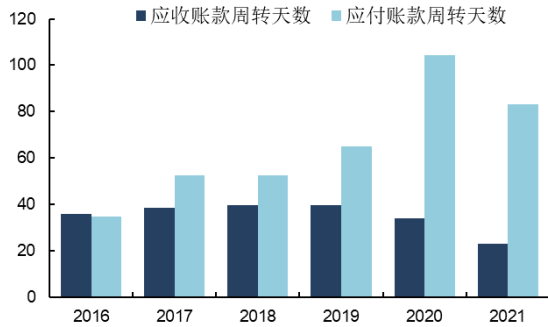
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 25：2017-2021 年公司装饰原纸单吨毛利

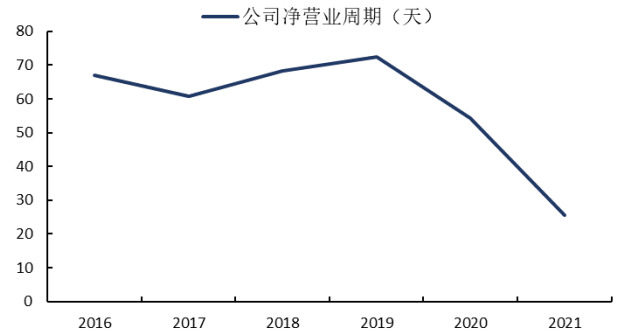


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

产品、品牌以及规模上的竞争力提升公司对上下游议价能力。由于高端装饰原纸领域的下游客户对纸品的稳定性、色差性、耐久性等更高，公司凭借多年的生产工艺积累以及持续创新带来的产品品质的提升赢得更强的品牌影响力，在产业链中拥有更高的议价能力。2021 年，公司应收、应付账款周转天数分别为 23 天、83 天，在特种纸行业中处于。净营业周期来看，公司净营业周期从 2016 年的 67 天降至 2021 年的 26 天，营运效率显著提升。

**图 26：公司对上下游具备较好议价能力**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 27：公司净营业周期水平持续提升**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 四、盈利预测与投资建议

作为中高端装饰原纸领军企业，公司所处于细分行业格局向好、技术壁垒显著，产业链地位优。未来随着产能建设项目逐步投产，有望带动收入规模再上台阶，进一步丰富产品矩阵，增强市场竞争力。海外市场加快开拓，内销多领域延展，仍有较大拓展空间。推出股份回购计划后续将用于股权激励或员工持股计划，彰显公司发展信心。

### 4.1 产能布局品类延伸，打开成长空间

截至 2021 年底公司拥有装饰原纸产能 22 万吨，6 条装饰原纸生产线，2021 年公司共生产装饰原纸 20.71 万吨，销售量达到 20.25 万吨，在行业内处于领先地位。根据公司公告，“马鞍山一期 12 万吨项目”中第二条生产线 5 万吨高档装饰原纸于 2022 年年初投产，预计 2022 年全年公司总产能将达到 27 万吨，公司“马鞍山二期 18 万吨项目”正在推进中，该项目第一条生产线 8 万吨高档装饰原纸预计将于 2023 年 9 月达产，届时公司总产能将达到 35 万吨，公司产能规模将再上新台阶。

近期公司公告拟于马鞍山投资 25 亿元建设年产 30 万吨高性能纸基新材料项目，进一步扩充高品质食品级用纸、医疗级用纸、工业用纸等各类新型纸基材料，丰富产品矩阵。

**表 3：公司产能投放有序**

生产基地	特种纸产能	纸种	项目名称	(拟) 投产时间
安徽马鞍山	7万吨	装饰原纸	12万吨/年装饰原纸生产线新建项目（一期）	2020Q3
安徽马鞍山	5万吨	装饰原纸	12万吨/年装饰原纸生产线新建项目（二期）	2022Q1
安徽马鞍山	8万吨	装饰原纸	年产18万吨特种纸生产线扩建项目（一期）	2023年9月
安徽马鞍山	-	-	年产18万吨特种纸生产线扩建项目（二期）	规划
安徽马鞍山	30万吨	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	年产30万吨高性能纸基新材料项目（一期、二期）	规划

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 4.2 盈利预测和估值

主要收入假设：考虑到公司产能有序投放，未来产能规划清晰，我们假设公司 2022-2024 年装饰原纸收入分别增长 23%、14%、8%，木浆贸易收入分别增长 15%、15%、15%，综合以上考虑，我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 35.61 亿元、40.76 亿元、44.59 亿元，同比分别增长 21.1%、14.5%、9.4%。

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，未来公司高端装饰原纸市场份额不断提升，假设 2022-2024 年毛利率分别为 20.55%、21.28%、21.11%。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 5.07 亿元、6.11 亿元、6.63 亿元，同比分别增长 13%、20.6%、8.5%。

**表 4: 利润预测简表**

百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,654	1,612	2,940	3,561	4,076	4,459
%增长率	-14.06%	-2.54%	82.40%	21.10%	14.47%	9.41%
营业成本	1,352	1,244	2,298	2,829	3,208	3,518
%销售收入	81.76%	77.20%	78.14%	79.45%	78.72%	78.89%
<b>毛利</b>	<b>302</b>	<b>368</b>	<b>643</b>	<b>732</b>	<b>867</b>	<b>942</b>
%销售收入	18.24%	22.80%	21.86%	20.55%	21.28%	21.11%
销售费用	38	13	18	22	25	27
%销售收入	2.29%	0.83%	0.62%	0.62%	0.62%	0.62%
管理费用	21	21	41	49	56	62
%销售收入	1.26%	1.32%	1.38%	1.38%	1.38%	1.38%
研发费用	48	54	88	107	123	134
%销售收入	2.93%	3.36%	3.01%	3.01%	3.01%	3.01%
财务费用	19	8	0	-10	-18	-21
%销售收入	1.18%	0.47%	0.02%	-0.28%	-0.44%	-0.46%
<b>营业利润</b>	<b>194</b>	<b>289</b>	<b>524</b>	<b>595</b>	<b>717</b>	<b>778</b>
%增长率	41.93%	48.84%	81.42%	13.39%	20.60%	8.49%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>171</b>	<b>260</b>	<b>449</b>	<b>507</b>	<b>611</b>	<b>663</b>
净利率	10.33%	16.13%	15.26%	14.24%	15.00%	14.88%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

**表 5: 分季度利润表财务指标**

(百万元)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
营业收入	6.33	6.96	6.74	9.37	7.56
营业毛利	1.60	1.85	1.59	1.39	1.62
营业费用	0.13	0.19	0.23	-0.36	0.04
管理费用	0.05	0.08	0.09	0.19	0.07
财务费用	0.01	0.01	0.01	-0.02	-0.02
投资收益	0.01	0.04	0.07	0.04	0.01
营业利润	1.15	1.43	1.18	1.48	1.23
归属母公司净利润	0.98	1.21	1.01	1.29	1.12
EPS (元)	0.48	0.42	0.35	0.45	0.34

主要比率						
毛利率	25.28%	26.60%	23.56%	14.79%	21.42%	
营业费用率	1.99%	2.69%	3.40%	-3.86%	0.51%	
管理费用率	3.71%	4.33%	4.82%	4.59%	3.78%	
营业利润率	18.17%	20.56%	17.56%	15.78%	16.28%	
有效税率	15.43%	15.06%	15.31%	13.34%	8.88%	
净利率	15.36%	17.24%	14.93%	13.67%	14.83%	
YoY						
收入	126.90%	78.01%	57.61%	82.19%	19.39%	
归属母公司净利润	174.15%	108.33%	27.87%	47.51%	14.62%	

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

作为中高端装饰原纸领军企业,公司所处于细分行业格局向好、技术壁垒显著,产业链地位优。未来随着产能建设项目逐步投产,有望带动收入规模再上台阶,进一步丰富产品矩阵,增强市场竞争力。海外市场加快开拓,内销多领域延展,仍有较大拓展空间。推出股份回购计划后续将用于股权激励或员工持股计划,彰显公司发展信心。我们预计 2022~2024 年归母净利润分别为 5.07 亿元、6.11 亿元、6.63 亿元,同比分别增长 13%、20.6%、8.5%。目前股价对应 2022 年 PE 为 13x,首次覆盖给予“买入”评级。

表 6: 可比公司 2022 年平均 PE 约 16 倍

公司名称	股价	市值	— 归母净利 (亿元) —		— PE —		PB
	2022/8/11	(亿元)	2022E	2023E	22PE	23PE	(MRQ)
五洲特纸	16.8	67.3	5.7	7.2	11.9	9.3	4.1
仙鹤股份*	26.5	186.9	9.8	12.8	19.1	14.6	3.2
平均					15.5	12.0	3.7
华旺科技*	20.3	67.5	5.1	6.1	13.3	11.0	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

## 五、风险因素

**行业竞争加剧风险：**未来几年，国内特种纸行业新增产能较多，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。

单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	2,543	2,889	3,925	4,427	3,993
货币资金	1,100	996	1,803	2,030	1,483
应收票据	622	839	930	1,095	1,121
应收账款	152	222	231	288	279
预付账款	4	5	6	6	7
存货	485	610	738	791	885
其他	181	218	218	218	218
<b>非流动资产</b>	865	1,131	1,343	1,574	2,535
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	752	1,002	1,051	1,165	1,595
无形资产	69	67	67	67	67
其他	44	62	226	342	874
<b>资产总计</b>	3,408	4,021	5,268	6,001	6,528
<b>流动负债</b>	1,130	1,444	1,546	1,840	1,876
短期借款	173	0	0	0	0
应付票据	426	677	682	859	830
应付账款	447	612	692	786	835
其他	83	156	172	194	211
<b>非流动负债</b>	51	20	20	20	20
长期借款	50	0	0	0	0
其他	1	20	20	20	20
<b>负债合计</b>	1,181	1,465	1,566	1,860	1,896
少数股东权益	8	8	8	8	8
归属母公司股东权益	2,219	2,548	3,694	4,133	4,623
<b>负债和股东权益</b>	3,408	4,021	5,268	6,001	6,528

单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,612	2,940	3,561	4,076	4,459
同比(%)	-2.5%	82.4%	21.1%	14.5%	9.4%
归属母公司净利润	260	449	507	611	663
同比(%)	52.2%	72.5%	13.0%	20.6%	8.5%
毛利率(%)	22.8%	21.9%	20.5%	21.3%	21.1%
ROE%	11.7%	17.6%	13.7%	14.8%	14.3%
EPS(摊薄)(元)	0.78	1.35	1.53	1.84	2.00
P/E	25.95	15.04	13.31	11.03	10.17
P/B	3.04	2.65	1.83	1.63	1.46
EV/EBITDA	9.22	7.20	7.71	6.16	6.10

单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	1,612	2,940	3,561	4,076	4,459
营业成本	1,244	2,298	2,829	3,208	3,518
营业税金及附加	8	13	15	18	19
销售费用	13	18	22	25	27
管理费用	21	41	49	56	62
研发费用	54	88	107	123	134
财务费用	8	0	-10	-18	-20
减值损失合计	-3	-3	0	0	0
投资净收益	7	17	11	13	14
其他	22	29	36	41	45
<b>营业利润</b>	289	524	595	717	778
营业外收支	0	-1	0	0	0
<b>利润总额</b>	289	523	594	717	777
所得税	30	77	87	105	114
<b>净利润</b>	259	446	507	611	663
少数股东损益	-1	-3	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	260	449	507	611	663
EBITDA	347	577	641	766	863
EPS(当年)(元)	1.21	1.57	1.53	1.84	2.00

单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金</b>	215	527	436	697	692
净利润	259	446	507	611	663
折旧摊销	54	71	68	79	119
财务费用	3	6	0	0	0
投资损失	-7	-17	-11	-13	-14
营运资金变动	-102	-1	-128	19	-76
其它	8	22	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-253	-295	-269	-298	-1,066
资本支出	-219	-245	-280	-310	-1,080
长期投资	0	0	0	0	0
其他	-34	-49	11	13	14
<b>筹资活动现金流</b>	916	-337	640	-173	-173
吸收投资	903	14	812	0	0
借款	389	0	0	0	0
支付利息或股息	-10	-124	-173	-173	-173
<b>现金流净增加额</b>	877	-111	807	227	-547

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

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。