

华旺科技 (605377.SH)

中高端装饰原纸龙头，拓展消费、加速出海打开成长空间

行业领导者，产能扩张提速。华旺科技成立于1994年，主要从事装饰原纸以及木浆贸易业务，拥有装饰原纸品种400余个&掌握多项领先技术专利，2021年市占率约16.8%。2016-2021年公司收入由13.5亿元上升至29.4亿元(CAGR为16.9%)，归母净利润由1.0亿元上升至4.5亿元(CAGR为34.7%)。公司产能扩张有序，并积极布局食品、医疗及工业用纸等新品类，2022-2024年总产能将分别达27/35/45万吨，成长路径清晰。此外，华旺拟投资25亿元建设30万吨食品级用纸、医疗级用纸、工业用纸等各类新型纸基材料，打开成长空间。

工艺&成本领先，议价能力优异。公司营运能力显著高于同行，且纸浆价格出现显著波动时，价格波动相较同行明显较小；根据我们估算，奥斯龙/夏王/齐峰装饰原纸吨纸成本分别为15051.0/9188.4/8650.1元/吨，均高于华旺7934.4元/吨。从上游看：公司经营木浆贸易顺利平滑周期，且通过与供应商建立良好合作关系，钛白粉采购价长期低于均价1000元左右。从下游看，直接下游企业高度分散，且占下游成本比例不足10%，华旺凭借产品性能优异、稳定性强等特点，成功与下游客户建立强绑定关系(优质原纸可降低印刷断纸概率、提高合格率、提升浸渍印刷厂议价能力)，议价能力持续增强。

浆价下行预期增强，盈利弹性有望释放。需求方面，2020年全球商品浆需求量为5880万吨，预计2025年全球商品浆需求量达到6580万吨(5年CAGR为2.3%)，需求增长稳健。供给方面，预计伴随国际纸浆生产运输限制减弱，2023年全球纸浆产能增量较多，预计2022-2024年全球新增商品浆产能1626万吨，显著大于需求增长，预计2022Q4浆价向下概率较大。公司主要原材料为木浆，浆价下行有助公司盈利释放。根据我们测算，若未来木浆单价下降5%/10%/15%/20%/25%，预计公司净利润率将可上升2.18 pct/4.36 pct/6.55pct/8.73pct/10.91pct。

行业格局优异，空间扩容可期。1)国内：根据我们测算，2020-2026年量稳价增下市场规模有望提升至146.6亿元(CAGR为3.8%)；行业格局优异，2021年行业CR3高达67.4%，其中齐峰/夏王/华旺市占率分别为29.1%/21.4%/16.8%，夏王/华旺在中高端领域市场份额分别高达39%/22%。伴随下游家具厂商份额逐步集中，强强联合，成长性仍值得期待。2)出口：2017-2021年我国出口特种纸从9.5万吨增长至12.1万吨(CAGR为6.3%)，受益于龙头坚持研发创新，单吨出口金额从11114.5元/吨提升至15572.1元/吨。未来一方面东南亚系增量市场，另一方面相较于欧美龙头，成本优势&供应链稳定性突出，预计未来有望加速东南亚及欧美市场布局。

投资评级：预计公司2022-2024年营业收入分别为35.8亿元、42.3亿元、50.7亿元，同比增长21.9%、18.1%、19.7%，归母净利润5.0亿元、6.5亿元、7.6亿元，同比增长+12.4%、28.3%、18.1%，对应PE估值分别为13.0X、10.1X、8.6X。横向比较特种纸全领域布局的仙鹤股份以及食品包装纸龙头五洲特纸，2022年平均估值为16.0X。考虑到公司装饰原纸产能有序释放、盈利稳定性强，且积极布局消费赛道&开拓海外市场，打开成长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险、地产修复不及预期风险、募投产能释放不及预期风险。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,612	2,940	3,584	4,234	5,068
增长率 yoy (%)	-2.5	82.4	21.9	18.1	19.7
归母净利润(百万元)	260	449	504	647	764
增长率 yoy (%)	52.2	72.5	12.4	28.3	18.1
EPS 最新摊薄(元/股)	0.78	1.35	1.52	1.95	2.30
净资产收益率(%)	11.6	17.5	17.3	18.6	18.5
P/E(倍)	25.2	14.6	13.0	10.1	8.6
P/B(倍)	3.0	2.6	2.3	1.9	1.6

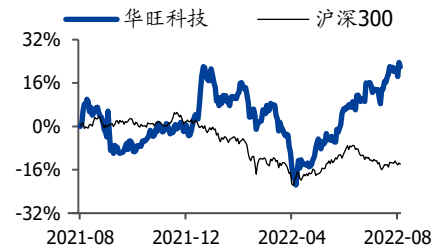
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2022年8月19日收盘价

买入(首次)

股票信息

行业	造纸
前次评级	
8月19日收盘价(元)	19.70
总市值(百万元)	6,547.01
总股本(百万股)	332.34
其中自由流通股(%)	40.44
30日日均成交量(百万股)	3.92

股价走势



作者

分析师 姜碧波

执业证书编号: S0680521070003

邮箱: jiangchunbo@gszq.com

研究助理 姜文钰

执业证书编号: S0680122040027

邮箱: jiangwenqiang1@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2543	2889	2822	3443	4371
现金	1100	996	689	939	1407
应收票据及应收账款	774	1061	1176	1466	1696
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	4	5	5	6	8
存货	485	610	735	814	1042
其他流动资产	181	217	217	217	217
非流动资产	865	1131	1680	1955	1941
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	752	1002	1143	1775	1773
无形资产	69	67	76	86	88
其他非流动资产	44	62	461	94	80
资产总计	3408	4021	4502	5398	6312
流动负债	1130	1444	1516	1856	2130
短期借款	173	0	0	0	0
应付票据及应付账款	874	1288	1367	1693	1975
其他流动负债	83	156	149	163	155
非流动负债	51	20	32	36	31
长期借款	50	0	12	16	11
其他非流动负债	1	20	20	20	20
负债合计	1181	1465	1548	1892	2161
少数股东权益	8	8	7	5	2
股本	204	287	332	332	332
资本公积	1231	1163	1163	1163	1163
留存收益	783	1109	1511	1994	2516
归属母公司股东权益	2219	2548	2948	3502	4149
负债和股东权益	3408	4021	4502	5398	6312

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	215	527	398	718	705
净利润	259	446	503	645	761
折旧摊销	54	70	65	92	117
财务费用	8	0	8	24	23
投资损失	-7	-17	-7	-9	-10
营运资金变动	-102	-4	-171	-33	-185
其他经营现金流	3	31	-1	0	0
投资活动现金流	-253	-295	-607	-358	-92
资本支出	220	245	549	275	-14
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-34	-49	-58	-83	-107
筹资活动现金流	916	-337	-98	-111	-144
短期借款	39	-173	0	0	0
长期借款	10	-50	12	4	-5
普通股增加	51	83	45	0	0
资本公积增加	832	-68	0	0	0
其他筹资现金流	-16	-129	-155	-115	-139
现金净增加额	877	-111	-307	249	469

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1612	2940	3584	4234	5068
营业成本	1216	2298	2822	3251	3898
营业税金及附加	8	13	16	18	23
营业费用	42	18	19	20	27
管理费用	21	41	45	55	67
研发费用	54	88	115	141	175
财务费用	8	0	8	24	23
资产减值损失	-3	-3	0	0	0
其他收益	25	29	0	0	0
公允价值变动收益	-2	2	1	0	0
投资净收益	7	17	7	9	10
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	289	524	568	734	866
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	0	2	1	1	1
利润总额	289	523	568	733	866
所得税	30	77	65	88	105
净利润	259	446	503	645	761
少数股东损益	-1	-3	-1	-2	-3
归属母公司净利润	260	449	504	647	764
EBITDA	324	563	608	802	948
EPS (元)	0.78	1.35	1.52	1.95	2.30

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-2.5	82.4	21.9	18.1	19.7
营业利润(%)	48.8	81.4	8.3	29.2	18.1
归属于母公司净利润(%)	52.2	72.5	12.4	28.3	18.1
获利能力					
毛利率(%)	24.6	21.9	21.3	23.2	23.1
净利率(%)	16.1	15.3	14.1	15.3	15.1
ROE(%)	11.6	17.5	17.3	18.6	18.5
ROIC(%)	9.9	16.5	16.5	17.9	17.7
偿债能力					
资产负债率(%)	34.7	36.4	34.4	35.0	34.2
净负债比率(%)	-39.4	-38.9	-23.2	-26.5	-33.9
流动比率	2.3	2.0	1.9	1.9	2.1
速动比率	1.8	1.6	1.4	1.4	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	2.2	3.2	3.2	3.2	3.2
应付账款周转率	1.6	2.1	2.1	2.1	2.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.78	1.35	1.52	1.95	2.30
每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	1.59	1.20	2.16	2.12
每股净资产(最新摊薄)	6.68	7.67	8.73	10.40	12.35
估值比率					
P/E	25.2	14.6	13.0	10.1	8.6
P/B	3.0	2.6	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	17.1	9.5	9.4	6.8	5.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 19 日收盘价

内容目录

1.装饰原纸龙头再起航，成长路径清晰	6
1.1 横纵扩张，突破成长瓶颈	6
1.2 股权结构集中，长期激励充分	10
1.3 产能释放有序，成长路径清晰	12
2.工艺&成本领先，拓展消费&加速出海保障中期成长	14
2.1 深耕技术研发，强议价能力	14
2.2 成本优势显著，份额有望提升	18
2.3 品类持续扩张，打开成长天花板	19
2.4 浆价下行预期增强，盈利弹性有望释放	24
3.行业格局优异，空间扩容可期	26
3.1 中国：中高端市场占比提高，竞争格局优异	27
3.2 海外：需求稳定增长，出海逻辑顺畅	34
4 盈利预测与估值	37
4.1 核心假设与盈利预测	37
4.2 投资评级	38
风险提示	39

图表目录

图表 1: 历史财务数据一览	6
图表 2: 华旺科技及我国装饰原纸行业发展历程	7
图表 3: 2016-2021 年公司细分业务营收规模 (单位: 亿元)	8
图表 4: 2016-2021 年公司细分业务营收占比	8
图表 5: 公司主营业务及产品	8
图表 6: 2016-2021 年公司境内外营收占比	9
图表 7: 2016-2020H1 公司出口格局	9
图表 8: 可比公司吨价对比 (单位: 元/吨)	9
图表 9: 可比公司吨成本对比 (单位: 元/吨)	9
图表 10: 公司三费率低于齐峰	10
图表 11: 可比公司吨毛利比较 (单位: 元/吨)	10
图表 12: 可比公司毛利率比较	10
图表 13: 可比公司净利率比较	10
图表 14: 公司股权结构 (截止 2022Q1)	11
图表 15: 公司从业人员履历	11
图表 16: 公司股权激励计划考核目标	12
图表 17: 公司与夏王/齐峰的产能差距快速收窄 (万吨)	13
图表 18: 公司产能利用率高于夏王和齐峰	13
图表 19: 可比公司产销率比较	13
图表 20: 公司未来产能产量梳理	13
图表 21: 公司募投产能梳理	14
图表 22: 公司核心工艺技术	14
图表 23: 2021 年可比公司研发人员数量及占比	15
图表 24: 2017-2021 年可比公司研发费用比较 (单位: 万元)	15
图表 25: 公司应收账款周转天数不到同行 1/2 (单位: 天)	15

图表 26: 公司应付账款周转天数高于同行 (单位: 天)	15
图表 27: 浆价变化和产品吨价变动趋势复盘	16
图表 28: 可比公司净营业周期 (单位: 天)	16
图表 29: 公司钛白粉采购情况 (元/吨)	17
图表 30: 装饰原纸下游企业数量	17
图表 31: 公司装饰原纸客户前 5 大客户销售额 (单位: 万元) 及占比	17
图表 32: 终端客户涵盖欧派、志邦、索菲亚等知名品牌	17
图表 33: 公司印刷装饰原纸产品和欧洲装饰原纸产品对比	18
图表 34: 5000mm/700m MESTO FINLAND	18
图表 35: 2640mm/600m VOITH GERMANY	18
图表 36: 公司生产流程中控制节点超过 5000 个	19
图表 37: 2021 年奥斯龙&华旺&齐峰&夏王吨纸售价/成本/盈利拆分	19
图表 38: 2020 年全球装饰原纸竞争格局(销售额口径)	20
图表 39: 奥斯龙分业务销售占比	20
图表 40: 奥斯龙分区域销售占比	20
图表 41: 2021 年我国特种纸产量占比	21
图表 42: 特种纸行业概览	21
图表 43: 2020 年食品包装纸 CR3 约 16.2%	22
图表 44: 食品包装产量及同比 (单位: 万吨)	22
图表 45: 外卖餐饮市场规模及同比 (单位: 亿元)	22
图表 46: 食品包装纸新增产能梳理	22
图表 47: 2020 年医疗包装纸 CR2 约 35.7%	23
图表 48: 国内医疗器械市场规模快速扩张 (单位: 亿元)	23
图表 49: 国内医疗包装原纸产量 (单位: 万吨)	23
图表 50: 医疗包装纸未来 3 年新增产能有限	23
图表 51: 进口针叶浆价格走势 (美元/吨)	24
图表 52: 进口阔叶浆价格走势 (美元/吨)	24
图表 53: 全球商品浆需求	25
图表 54: 全球商品浆产能投产计划表	25
图表 55: 华旺科技原材料拆分	25
图表 56: 浆价敏感性测算	25
图表 57: 2011-2021 年国内装饰原纸细分销量 (万吨) 及同比	26
图表 58: 装饰原纸产业链及产品拆分	26
图表 59: 装饰原纸细分品类明细	27
图表 60: 索菲亚成本构成 (单位: 百万元)	27
图表 61: 2011-2021 中国装饰原纸销售量 (万吨) 及同比	28
图表 62: 中国房地产销售面积纵比 (万平方米)	28
图表 63: 中国家具产量及家具业产值 (亿件&亿元)	28
图表 64: 中国木门行业总产值 (单位: 亿元) 及同比	28
图表 65: 中国装饰原纸市场规模预测	28
图表 66: 2022 年中央/部委就房地产行业相关政策和表态	29
图表 67: 二手房翻新产值占比逐年递增 (单位: 亿元)	30
图表 68: 2021 精装渗透率比较	30
图表 69: 2020 年中高端装饰原纸增速约 19%	30
图表 70: 中高端装饰原纸占比约 60%	30
图表 71: 装饰原纸理化性能主要指标	31
图表 72: 装饰原纸性能指标部分影响因素	32

图表 73: 人造板价格低于实木锯材 (单位: 元/立方米)	32
图表 74: 板式家具及实木家具综合对比	33
图表 75: 中高端装饰原纸竞争格局	33
图表 76: 装饰原纸竞争格局 (按销量统计)	33
图表 77: 头部装饰原纸企业产能数据 (单位: 万吨)	33
图表 78: 装饰原纸出口金额 (单位: 亿元) 及同比	34
图表 79: 装饰原纸出口销量 (单位: 万吨) 及同比	34
图表 80: 全球装饰原纸市场规模 (单位: 百万美元)	34
图表 81: 装饰原纸出口单价 (单位: 元)	34
图表 82: 2017 年国产装饰原纸出口格局 (销量口径)	35
图表 83: 2021 年国产装饰原纸出口格局 (销量口径)	35
图表 84: 2010-2021 印度建筑业 GDP (单位: 万亿印度卢比)	35
图表 85: 印度城镇化率提升空间巨大	35
图表 86: 布伦特原油价格 (单位: 美元/桶)	36
图表 87: WTI 原油价格 (单位: 美元/桶)	36
图表 88: 欧洲装饰原纸生产商	36
图表 89: 收入拆分	37
图表 90: 盈利预测	38
图表 91: 可比公司 Wind 一致 PE	38

1. 装饰原纸龙头再起航，成长路径清晰

1.1 横纵扩张，突破成长瓶颈

行业主要领导者，产能扩张提速。华旺科技成立于1994年，主要从事三聚氰胺装饰原纸（可印刷装饰原纸和素色装饰原纸）以及木浆贸易业务，拥有装饰原纸品种400余个&掌握多项领先技术专利，装饰原纸行业主要领导者之一，2021年市占率达约16.8%。2016-2021年公司收入由13.5亿元上升至29.4亿元（CAGR为16.9%），归母净利润由1.0亿元上升至4.5亿元（CAGR为34.7%），主要系产能有序释放，成本管控优异（毛利率从16.1%提升至21.9%，期间费用率从8.3%降低至5.0%）。其中，2019年营收波动较大主要系轻轨建设导致停机影响产量。

图表1: 历史财务数据一览

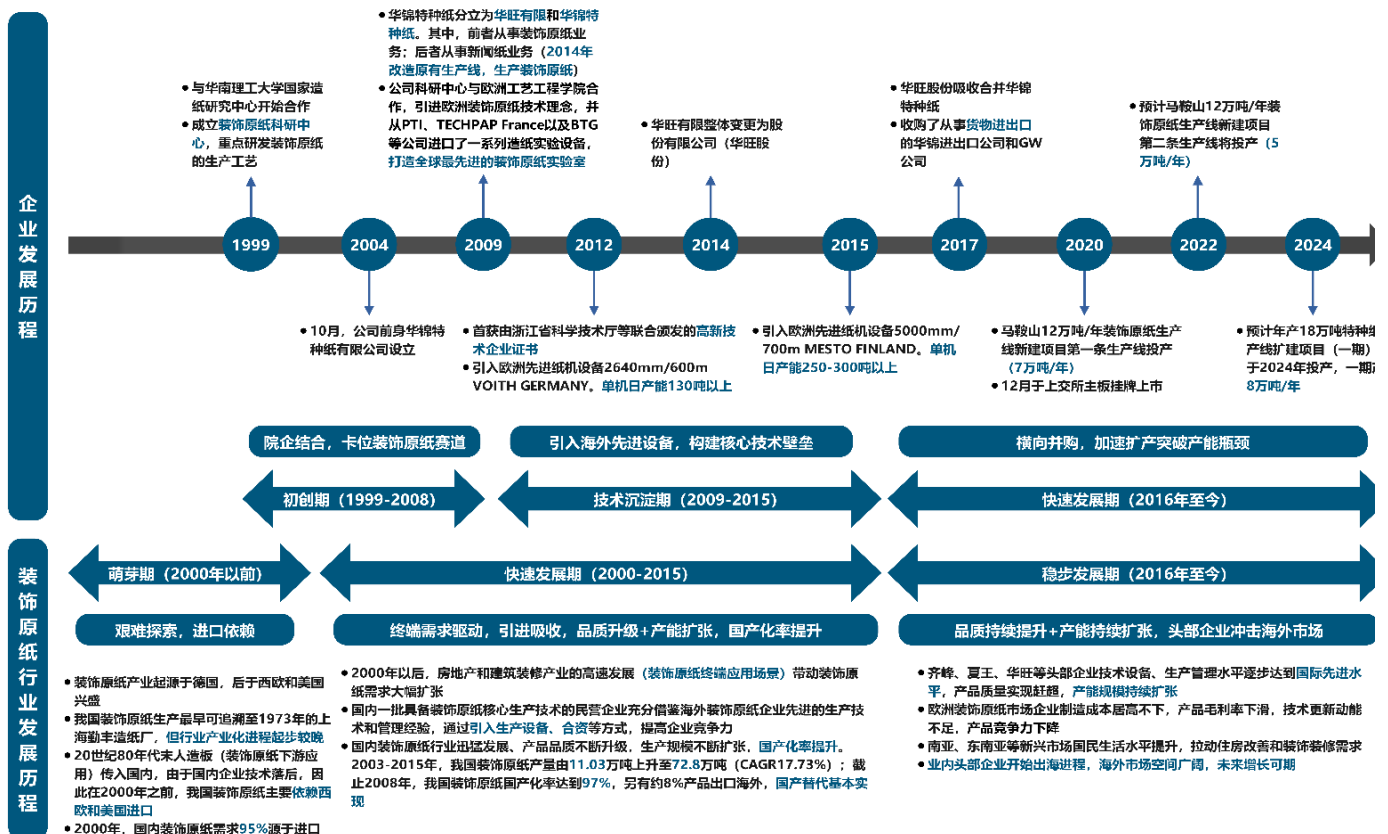
单位: 百万元	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022Q1
营业总收入	1347.28	1830.27	1924.54	1654.02	1611.98	2940.19	756.18
YOY	127.65%	35.85%	5.15%	-14.06%	-2.54%	82.40%	19.39%
归母净利润	101.11	156.82	125.35	170.79	260.00	448.58	112.48
YOY	66.55%	55.09%	-20.07%	36.25%	52.23%	72.53%	14.62%
扣非归母净利润	73.29	160.30	122.66	165.26	254.86	427.05	103.40
YOY	35.01%	118.73%	-23.48%	34.72%	54.22%	67.56%	6.82%
毛利率	16.07%	19.14%	14.86%	18.24%	24.55%	21.86%	21.42%
期间费用率	8.27%	8.87%	7.53%	7.67%	7.73%	5.02%	4.07%
销售费用率	2.24%	2.38%	2.06%	2.29%	2.59%	0.62%	0.51%
管理+研发费用率	4.06%	5.38%	3.59%	4.19%	4.67%	4.39%	3.78%
财务费用率	1.97%	1.11%	1.88%	1.18%	0.47%	0.02%	-0.22%
归母净利率	7.51%	8.57%	6.51%	10.33%	16.13%	15.26%	14.88%
存货	251.86	362.77	375.53	358.02	484.73	609.76	604.78
较上年同期增减	90.31	110.90	12.76	-17.51	126.71	125.03	160.16
存货周转天数	65.81	74.76	81.11	97.64	124.73	85.75	91.99
较上年同期增减	-30.67	8.95	6.35	16.53	27.09	-38.98	3.62
应收账款及应收票据	334.83	582.88	648.86	720.54	773.59	1061.16	1145.61
较上年同期增减	97.75	248.05	65.98	71.67	53.05	287.57	196.14
应收账款周转天数	35.88	38.53	39.70	39.62	33.90	22.89	42.26
较上年同期增减	-13.29	2.66	1.16	-0.07	-5.72	-11.01	3.47
应付账款及应付票据	227.76	250.04	432.65	605.30	873.57	1288.27	1184.49
较上年同期增减	171.49	22.28	182.60	172.65	268.27	414.70	254.68
应付账款周转天数	34.62	52.40	52.42	64.95	104.26	82.95	85.81
较上年同期增减	-6.35	17.78	0.03	12.53	39.31	-21.31	11.62
合同负债	17.03	21.39	419.54	968.08	8.09	9.21	13.04
较上年同期增减	13.12	4.36	-18.56	29.41	-24.15	1.12	4.53
经营性现金流净额	-54.72	-196.77	231.66	322.17	214.86	526.96	7.44
较上年同期增减	105.29	-142.05	428.43	90.51	-107.31	312.10	-28.11
筹资性现金流净额	-43.00	198.77	-53.88	-168.54	916.25	-337.00	813.32
较上年同期增减	-236.25	241.78	-252.65	-114.66	1084.79	-1253.25	1012.34
资本开支	13.41	31.66	44.33	109.04	219.60	245.49	103.86
较上年同期增减	4.91	18.25	12.67	64.71	110.55	25.90	66.87
ROE	20.40%	19.93%	13.84%	15.87%	11.72%	17.61%	3.74%
YOY (±)	-1.04%	-0.47%	-6.08%	2.02%	-4.15%	5.89%	-0.59%
资产负债率	57.82%	47.62%	46.89%	44.84%	34.65%	36.43%	27.72%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

纵观公司发展历程，可分为三个阶段：

- **初创期（1994-2008年）：院企结合，卡位装饰原纸赛道。**我国装饰原纸行业产业化进程起步较晚，2000年之前国内原纸主要依赖西欧和美国进口。2000年前后，受益于地产景气、建筑装饰产业蓬勃发展，国内装饰原纸需求大幅提升。公司成立于1994年，前期潜心研发，1999年与华南理工大学国家造纸研究中心开展合作，系国内院企合作典范，并于同年成立装饰原纸研发中心，聚焦装饰原纸生产工艺；2004年公司前身华锦特种纸正式成立。
- **技术沉淀期（2009-2015年）：引入海外先进设备，构建核心技术壁垒。**2005年前后，业内企业借鉴西欧、美国等先进纸企的生产技术和管理经验，通过合资、引入先进设备等方式，提升产品竞争力和生产稳定性。2009年华旺科研中心与欧洲工艺工程学院合作，引进欧洲装饰原纸技术理念，并从PTI、TECHPAP France以及BTG等公司进口一系列造纸实验设备，顺利打造全球先进的装饰原纸实验室，构建技术壁垒。此后在2014年成功获得由浙江省科学技术厅、浙江省财政厅等联合颁发的高新技术企业证书
- **快速发展期（2016年至今）：横向并购，加速扩产突破产能瓶颈。**公司通过收购、自建等方式，加快产能扩张和出海步伐。2017年公司先后收购从事装饰原纸业务的华锦特种纸以及从事货物进出口业务的华锦进出口和GW公司。随后，公司在2020年成功上市，并在2021年成功投产马鞍山一期项目（7万吨/年），2022年投产马鞍山二期项目（5万吨/年），预计目前总产能已达27万吨，产能扩张加速。

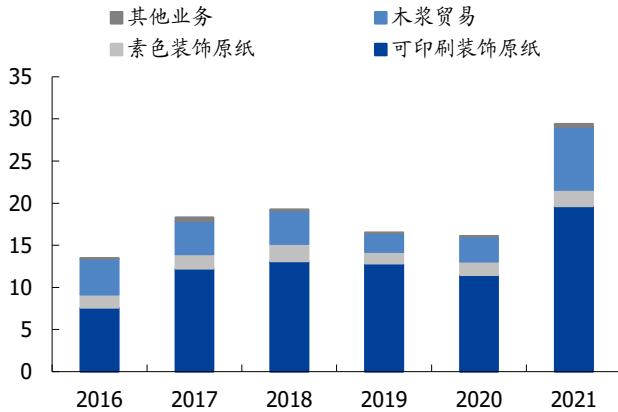
图表 2：华旺科技及我国装饰原纸行业发展历程



资料来源：公司招股书，公司年报，公司官网，齐峰新材招股书，仙鹤股份招股书，华经产业研究院，智研咨询，国盛证券研究所

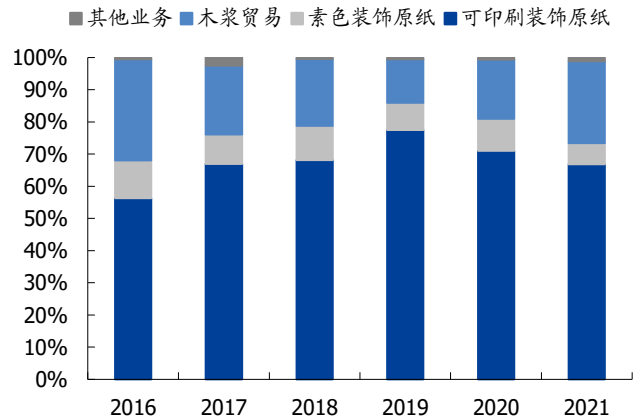
分品类来看：装饰原纸为核心业务。2016-2021 年华旺可印刷装饰原纸/素色装饰原纸/木浆贸易收入分别由 7.6/1.6/4.2 亿元上升至 19.7/1.9/7.5 亿元，CAGR 分别 21.0%/3.9%/12.1%，目前营收占比分别为 66.9%/6.5%/25.5%，可印刷装饰原纸占比提升主要系市场需求升级，可印刷装饰原纸可满足定制化需求(后期可添加木纹和图案)，但近年来高端素色装饰原纸升级、彩色素色系列填补国产高档彩色素色装饰原纸的空白。此外，公司经营木浆贸易主要系 1) 方便装饰原纸业务临时性的生产计划调整，2) 维持大规模木浆采购金额，增强与供应商合作稳定性。

图表 3: 2016-2021 年公司细分业务营收规模 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 2016-2021 年公司细分业务营收占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

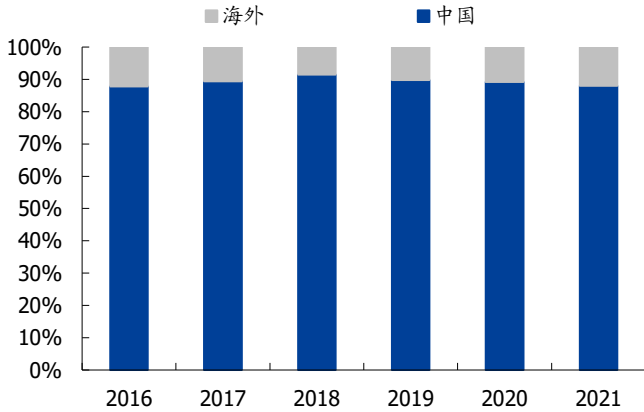
图表 5: 公司主营业务及产品

业务类型	细分产品	产品说明/产品特点	产品应用	图例
装饰原纸业务	可印刷装饰原纸	用于各类板材饰面装饰, 经印刷、三聚氰胺树脂浸渍后压贴于人造板表面, 印刷时可根据个性化需求印制各种精美的木纹和图案	胶合板、刨花板、纤维板等多种人造板的饰面装饰	
	素色装饰原纸	用于人造板面饰装饰, 呈现各类单一颜色, 经过印刷、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		
木浆贸易业务	木浆	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	造纸工业	

资料来源: 公司招股书, 公司年报, 国盛证券研究所

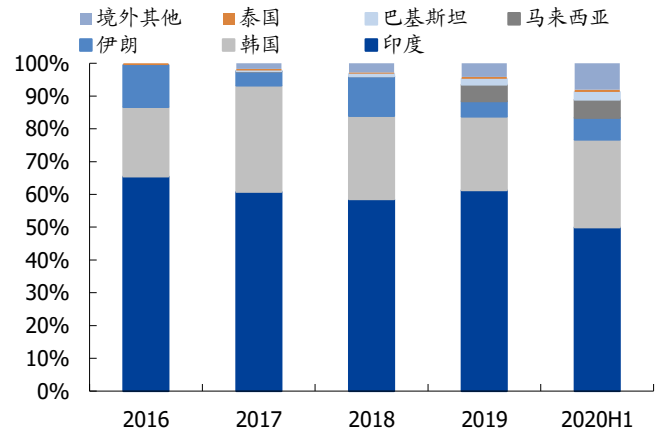
分地区来看，海外业务占比持续提升。公司产品品质提升和产能稳定扩张，且海外认证逐步推进，海外业务规模扩大，2016-2021 年出口营收由 1.62 亿元增长至 3.48 亿元 (CAGR 为 16.5%)，其中 2021 年受益于海外供给承压，公司加速国际市场布局、推出“市场开拓计划”，出口收入同比提升 101.3%。分国家看，公司产品主要出口至印度、韩国、马来西亚、伊朗、巴基斯坦等东南亚和中东地区国家，截止 2020H1，公司前三大出口国印度/韩国/伊朗占外销比重分别为 50.0%/26.8%/6.6%。

图表6: 2016-2021年公司境内外营收占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

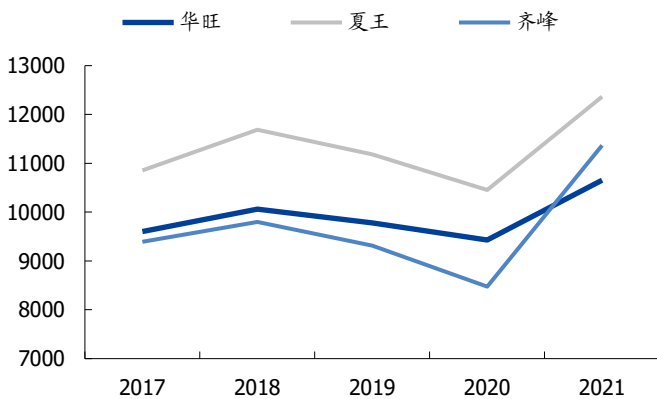
图表7: 2016-2020H1公司出口格局



资料来源: Wind, 公司招股书, 国盛证券研究所

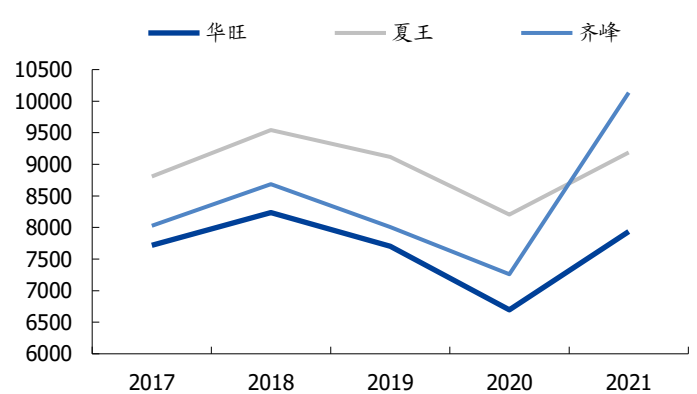
定位中高端, 成本管控业内领先。公司国内主要竞争对手包括齐峰新材和夏王纸业(仙鹤与德国夏特合资公司)。从产品吨价来看, 2017-2021年受益于中高端产品占比提高, 公司产品吨价由9601.4元/吨上升至10654.3元/吨(CAGR为2.64%); 公司平均吨价9905.9元/吨, 高于齐峰(平均吨价9670.0元/吨), 低于夏王(平均吨价11309.1元/吨)。从产品吨成本来看, 2017-2021年公司吨纸平均成本约7657.5元/吨, 低于夏王的8927.1元/吨和齐峰的8423.3元/吨, 体现较强成本控制能力。

图表8: 可比公司吨价对比(单位: 元/吨)



资料来源: 仙鹤跟踪评级报告, 各公司公告, 国盛证券研究所(齐峰2021年吨成本/吨价提升主要系新增乳胶纸等产能)

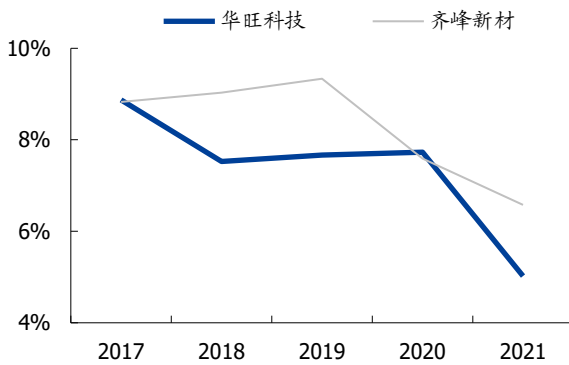
图表9: 可比公司吨成本对比(单位: 元/吨)



资料来源: 仙鹤跟踪评级报告, 各公司公告, 国盛证券研究所

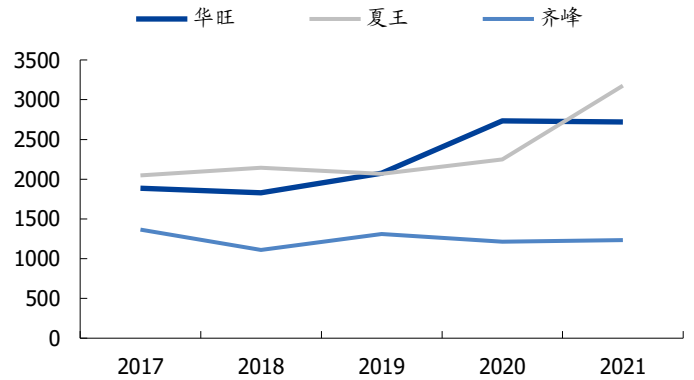
盈利中枢上行, 高于齐峰。公司严格控制费用投放, 2017-2021年公司期间费用率逐年递减, 分别为8.87%/7.53%/7.67%/7.73%/5.02%, 低于齐峰。从吨盈利来看, 2017-2021年公司中高端和定制化产品比例不断提升, 盈利能力不断改善, 吨纸毛利由1885.1元/吨上升至2720.1元/吨, 平均吨毛利为2248.5元/吨, 高于齐峰(1246.67元/吨), 略低于夏王(2337.0元/吨)。

图表 10: 公司三费比率低于齐峰



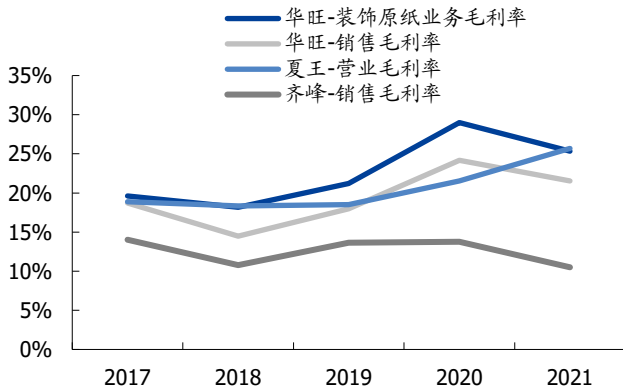
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 可比公司吨毛利比较 (单位: 元/吨)



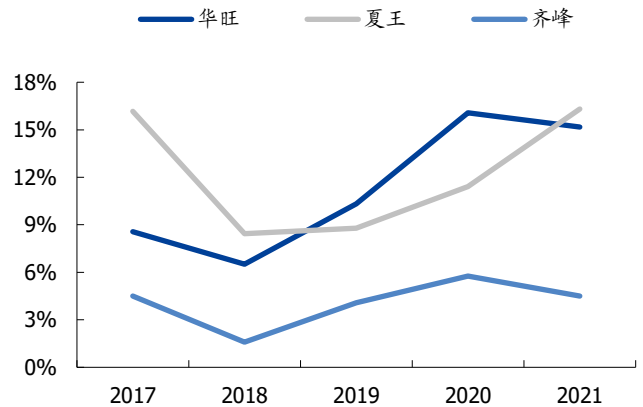
资料来源: 仙鹤跟踪评级报告, 各公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 可比公司毛利率比较



资料来源: Wind, 仙鹤跟踪评级报告, 国盛证券研究所

图表 13: 可比公司净利率比较



资料来源: Wind, 各公司公告, 国盛证券研究所

1.2 股权结构集中, 长期激励充分

股权结构集中, 管理团队经验丰富。截止 2022Q1, 公司董事长钭正良及公司董事钭江浩父子合计持股占比 43.7%, 其中, 钭正良直接/间接持股 20.6%, 钭江浩直接/间接持股 23.1%, 股权结构较为集中。此外, 管理团队中多位高管具备基层业务员/技术员等基层经验, 业务熟练, 为公司长期发展提供重要支撑。

	理		2009年12月起任杭州华旺新材料科技有限公司总经理。2014年12月至今担任公司董事、总经理职务
李小平	董事	2014/12	历任杭州锦江纸业集团有限公司生产技术副科长，杭州华旺新材料科技有限公司车间副主任等职；2014年12月至今担任公司车间主任，2018年9月至今担任公司董事职务
郑湘玲	监事会主席、监事	2014/12	历任湖南省岳阳纸业集团有限责任公司人事主管，杭州华天纸业集团有限公司办公室主任，杭州华凯纸业集团有限公司企管办主任，杭州华旺新材料科技有限公司总经理助理兼综合办主任等职；2014年12月至今担任公司监事会主席职务
吴观友	监事、核心技术人	2014/12	历任杭州华天纸业集团有限公司车间主任，杭州华旺科技有限公司车间主任等职；2014年12月至今担任公司监事等职务
王世民	监事	2014/12	历任杭州锦江纸业集团有限公司会计，杭州华旺新材料科技有限公司会计等职；2014年12月至今担任公司监事等职务

资料来源: Wind, 公司年报, 国盛证券研究所

股权激励保障发展, 员工共享成长红利。公司于2021年6月推出限制性股票激励计划, 向公司部分高管以及公司核心管理/技术/业务人员等合计124人授予权益总计不超过206.3万股。本次激励计划考核目标为: 以2020年为基准, 2021/2022/2023年收入或净利润增长率不低于30%/60%/90%。本次激励计划结合公司经营目标和员工个人利益, 充分调动员工积极性, 2021年公司收入/净利润实现+82.4%/+72.1%, 远超考核目标。

图表 16: 公司股权激励计划考核目标

限售期	年度业绩考核目标 (以2020年为基准)
第一个限售期	2021年营业收入增长率不低于30%或净利润增长率不低于30%
第二个限售期	2022年营业收入增长率不低于60%或净利润增长率不低于60%
第三个限售期	2023年营业收入增长率不低于90%或净利润增长率不低于90%

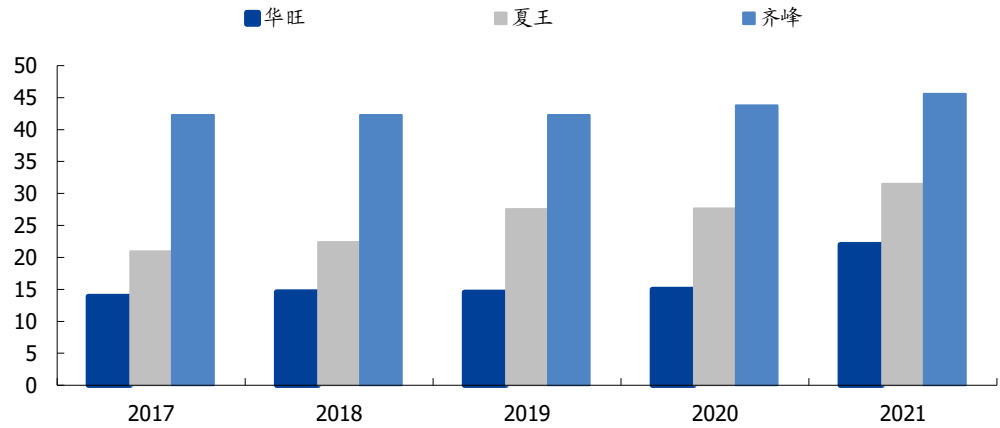
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.3 产能释放有序, 成长路径清晰

产能扩张有序, 助力业绩提升。公司近年来加速产能投放, 并积极布局食品、医疗及工业用纸等新品类, 与夏王/齐峰的产能差距快速缩小。截止2021年底, 公司产能合计已达22万吨, 伴随2022Q1马鞍山12万吨装饰原纸项目二期投产 (新增5万吨), 2022年产能将达27万吨。展望未来, 年产18万吨特种纸生产线扩建项目一期处于建设当中 (主要生产中高端装饰原纸), 我们预计2023Q3贡献8万吨产能, 另10万吨特种纸产能 (预计均为食品、医疗及工业用纸) 有望于2024年落地, 届时总产能将达45万吨, 成长路径清晰。伴随装饰原纸应用场景扩宽、高端化产品占比提升以及加大出海占比, 预计新增产能有望顺利消化。

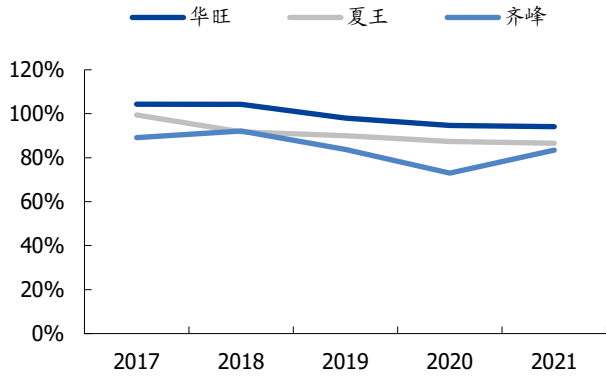
切入消费领域, 成长路径清晰。2022年7月公司决定投资25亿元, 分两期建设“年产30万吨高性能纸基新材料项目”, 此项目主要生产高品质食品级用纸、医疗级用纸、工业用纸等各类新型纸基材料, 公司从单一装饰原纸领域突破至全赛道布局, 打开成长空间。

图表 17: 公司与夏王/齐峰的产能差距快速收窄 (万吨)



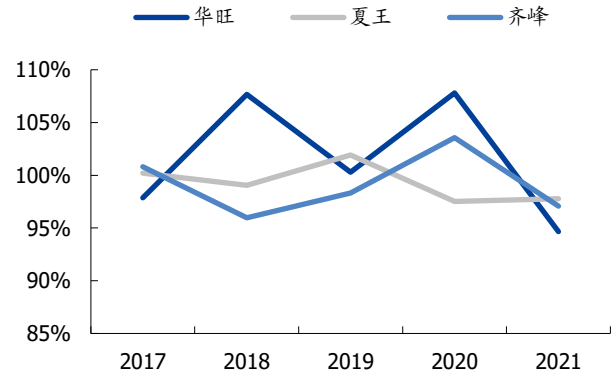
资料来源: 仙鹤跟踪评级报告, 各公司年报, 公司招股书, 国盛证券研究所, 国盛证券研究所

图表 18: 公司产能利用率高于夏王和齐峰



资料来源: 仙鹤跟踪评级报告, 公司报告, 国盛证券研究所

图表 19: 可比公司产销率比较



资料来源: 仙鹤跟踪评级报告, 公司报告, 国盛证券研究所

图表 20: 公司未来产能产量梳理

(单位: 万吨)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
产能 (装饰原纸)	15.00	22.00	27.00	35.00	35.00	35.00
产量 (装饰原纸)	14.20	20.71	24.00	29.00	34.00	35.00
产能 (其他)					10	10
产量 (其他)					6	10
产能 (合计)	15.00	22.00	27.00	35.00	45.00	45.00
yoy	3.04%	46.67%	22.73%	29.63%	28.57%	0.00%
产量 (合计)	14.20	20.71	25.00	30.00	40.00	45.00
yoy	-0.44%	45.85%	20.71%	20.00%	33.33%	12.50%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 公司 2022 年 7 月披露 30 万吨纸基项目, 暂未注明投产周期)

图表 21: 公司募投产能梳理

募投项目	募投日期	投资总额	设备投资占比	纸种	生产线	产能	预计经济效益	投产日期
马鞍山 12 万吨/年装饰原纸生产线新建项目（一期）	2020/12	9.77 亿元	59.46%	装饰原纸	3800mm 生产线（车速 800m/min）	7 万吨	年均营收 14.97 亿； 年均净利 1.74 亿； 内部收益率（税后）16.72%	2020Q4
马鞍山 12 万吨/年装饰原纸生产线新建项目（二期）	-	-	-	-	2800mm 生产线（车速 800m/min）	5 万吨	-	2022Q1
年产 18 万吨特种纸生产线扩建项目（一期）	2021/07	7.01 亿元	58.41%	装饰原纸	4950mm 生产线	8 万吨	年均营收 7.80 亿； 年均净利 1.60 亿； 内部收益率（税后）15.60%	预计 2023Q3 试生产
年产 18 万吨特种纸生产线扩建项目（二期）	-	-	-	特种纸（预计为食品、医疗及工业用纸）	-	10 万吨	-	预计 2024
年产 30 万吨高性能纸基新材料项目	2022/07	约 25 亿元	-	食品、医疗及工业用纸	-	30 万吨	-	-

资料来源：公司公告，环评报告，项目可行性分析报告，中建安装，国盛证券研究所

2. 工艺&成本领先，拓展消费&加速出海保障中期成长

2.1 深耕技术研发，强议价能力

行业具技术壁垒，工艺领先铸壁垒。相较传统造纸业，装饰原纸行业在原材料配比、生产设备参数控制、生产环节实时控制、产品色差调整、成品检测等多个方面都需要成熟的技术储备和经验积累。华旺早于 1999 年开启院企结合模式，深耕底层技术研发，拥有省级高新技术企业研究中心、省级企业研究院以及在建博士后工作站等多个研发平台，并参与《人造板饰面专用纸》国家标准的起草，实现“高速浸胶专用装饰原纸”、“超细硅酸铝加填法装饰原纸”等核心工艺技术的自主研发，因此在行业内稳坐第一梯队。

图表 22: 公司核心工艺技术

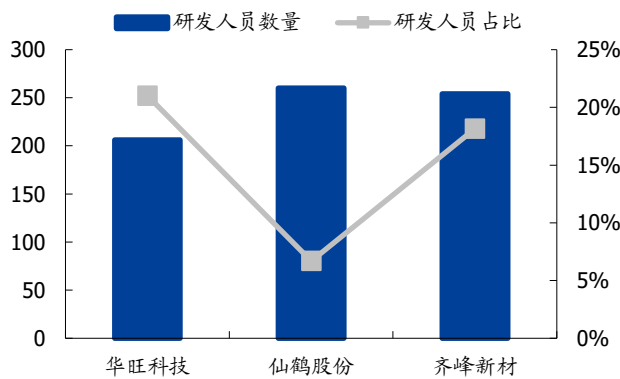
序号	核心技术	技术概览	技术来源	所处阶段
1	高速浸胶专用装饰原纸的生产工艺	满足装饰原纸平滑度和印刷效果的前提下，提升装饰原纸的透气性和渗透性，以增强装饰原纸的快速吸胶能力。	自主研发	批量生产
2	低油墨耗用型装饰原纸的生产工艺	解决深色花纹系列浸渍装饰纸在生产过程中耗用油墨较多的问题。	自主研发	批量生产
3	数码打印专用装饰原纸的生产工艺	目前国内装饰纸一般通过制作版辊印刷而成，由于版辊制作成本较高，因此难以在装饰原纸表面印制个性化的花纹图案。数码打印技术与传统印刷技术相比，拥有个性化、色彩鲜艳、高精度、图像细腻等诸多优势。	自主研发	批量生产
4	超细硅酸铝加填法装饰原纸的生产工艺	采用三氧化二铝和硅烷偶联剂对钛白粉进行表面改性，提高了钛白粉的白度、耐候性和耐磨性，从而提升了装饰原纸的综合品质。	自主研发	批量生产
5	高强抗剥离层分离装饰原纸生产工艺	通过对改性淀粉的选型和配比量进行控制，提高装饰原纸 Z 向强度，并有效地解决装饰原纸在高温高压下容易产生剥离层分离的现象	自主研发	批量生产

6	废纸回收型印刷用装饰原纸的生产工艺	废纸回收型装饰原纸旨在解决印刷废纸处理难的问题，实现废纸在装饰原纸生产过程中的有效掺用。	自主研发	批量生产
7	耐弯曲成型装饰原纸的生产工艺	耐弯曲成型装饰原纸主要用于生产压贴在木门表面的浸渍装饰纸。可解决普通装饰原纸在压贴过程中凹凸处易产生开裂的现象。	自主研发	批量生产
8	高形稳性装饰原纸的生产工艺	通过优化浆料和辅料配比，减少针叶浆用量；采用游离状打浆技术，减少纤维形变；对抄纸过程的伸缩性进行系统控制，提高装饰原纸的形稳性	自主研发	批量生产

资料来源：公司招股书，国盛证券研究所

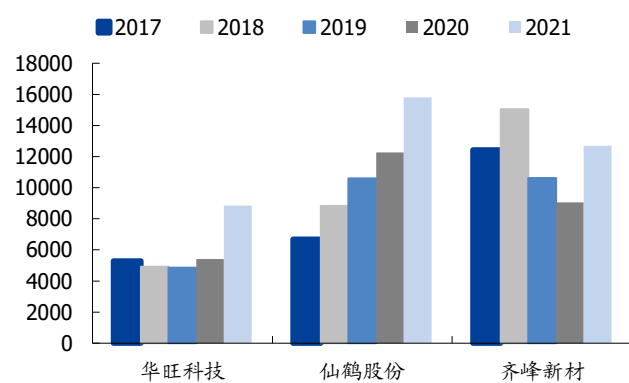
研发投入显著提升，技术工艺不断创新。近年来公司持续推进对生产工艺和产品品质的改进，2021年研发费用高达0.88亿元（+63.4%），目前研发人员已达到206人，占员工总数比例为21.0%，高于行业可比公司。此外，公司积极响应市场对装饰原纸性能拓展的需求，凭借深厚底层研发经验，成功推出素色印刷专用原纸、珠光粉印刷专用原纸、同步对纹印刷专用纸等多种新型产品，最新在研项目包括免漆板专用低透高抗张装饰原纸、粗粒多元合金磨片装饰原纸等17种。

图表 23: 2021年可比公司研发人员数量及占比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

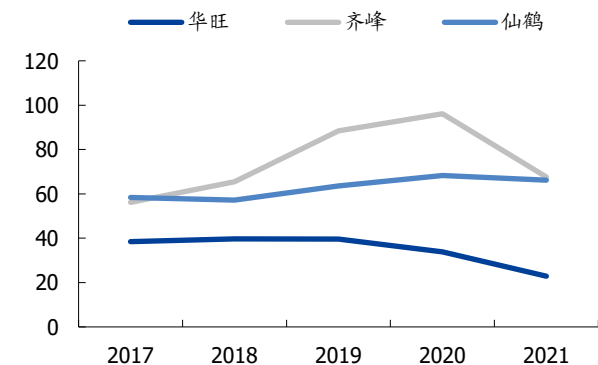
图表 24: 2017-2021年可比公司研发费用比较（单位：万元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

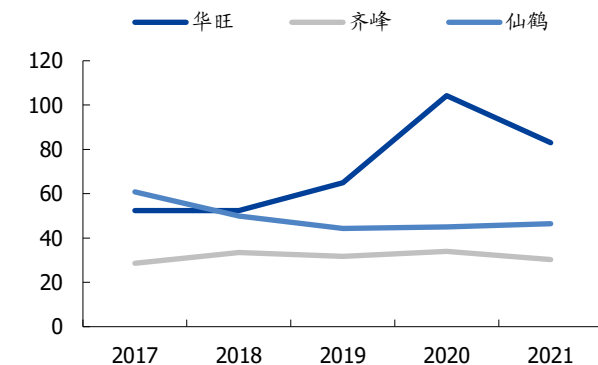
产业链内拥有较大话语权，议价能力极强。目前华旺/仙鹤/齐峰净营业周期平均为56.3/111.9/96.4天、显著高于同行，此外公司产品价格波动显著小于上游纸浆价格波动（2020年木浆均价下降14.1%，华旺吨价跌幅仅为-3.6%，夏王/齐峰分别下降6.5%/9.0%），公司在上下游产业链内拥有较强议价能力。我们认为，公司拥有较强话语权主要系与上游供应商合作关系良好以及技术创新带动定制化生产能力&产品性能提升。

图表 25: 公司应收账款周转天数不到同行1/2（单位：天）



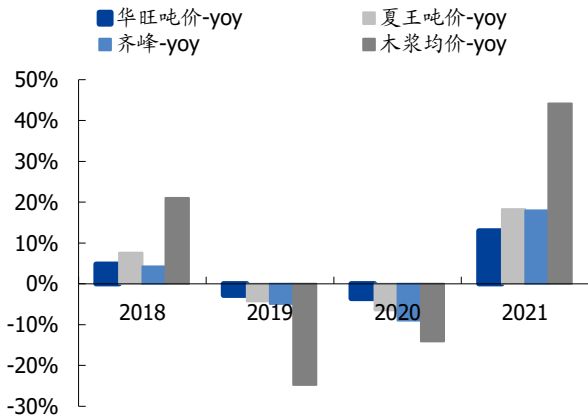
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 26: 公司应付账款周转天数高于同行（单位：天）



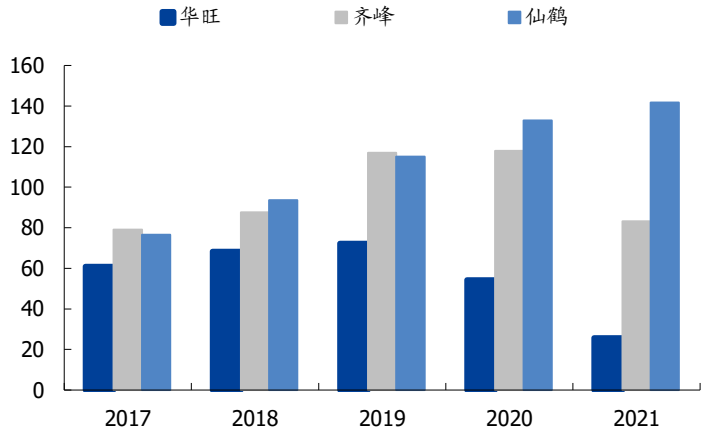
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 27: 浆价变化和吨价变动趋势复盘



资料来源: 仙鹤跟踪评级报告, 各公司年报, 公司招股书, Wind, 国盛证券研究所

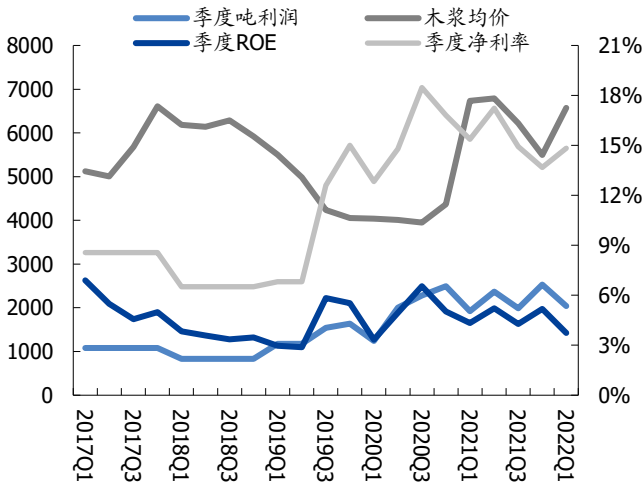
图表 28: 可比公司净营业周期 (单位: 天)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

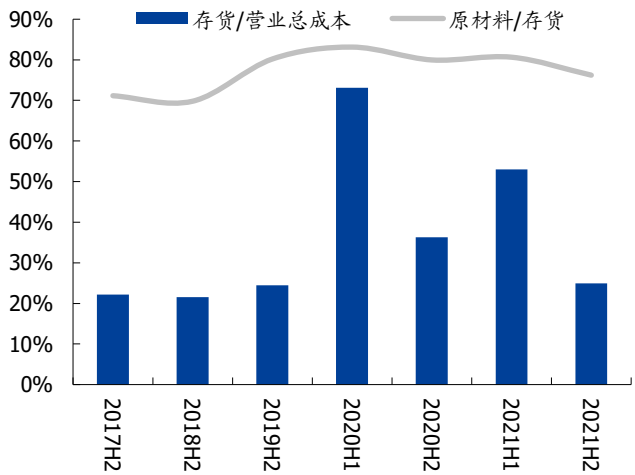
- **上游: 钛白粉采购价低于市场均价, 木浆贸易平滑周期。**公司钛白粉自国内采购, 主要供应商为安徽金星钛白公司, 常年位居华旺前五大供应商, 建立长期合作关系, 因此公司钛白粉采购均价略低于市场均价, 价差中枢约 1000 元/吨。木浆方面, 2020 年之前公司盈利端较浆价变化普遍滞后 2-3 个季度, 但伴随公司中高端产品占比提高, 且纸浆贸易平滑周期 (前瞻性木浆储备), 公司盈利和浆价变化迟滞效应降低, 通常 1 个季度即会体现, 但波动趋弱。

图表 17: 公司盈利能力与浆价复盘 (单位: 元/吨)



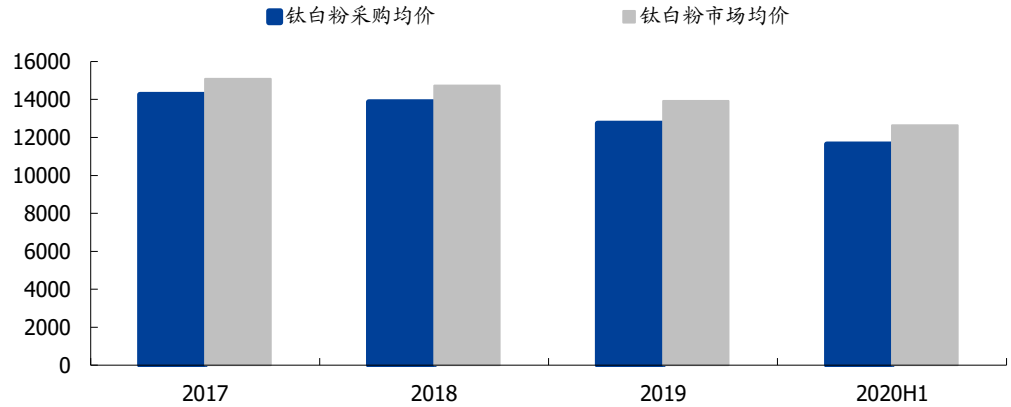
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: 公司原材料库存持续高位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

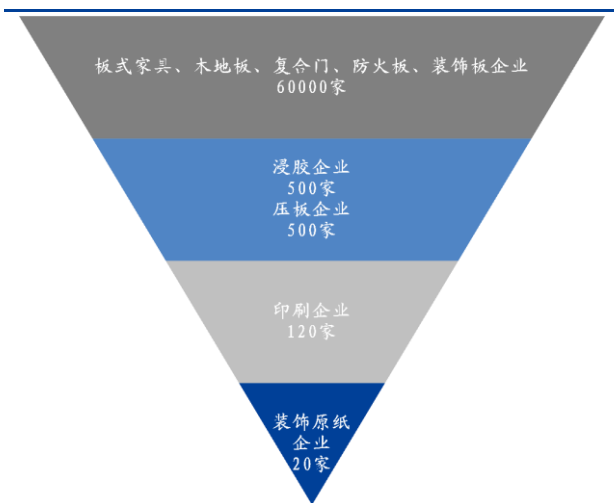
图表 29: 公司钛白粉采购情况 (元/吨)



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

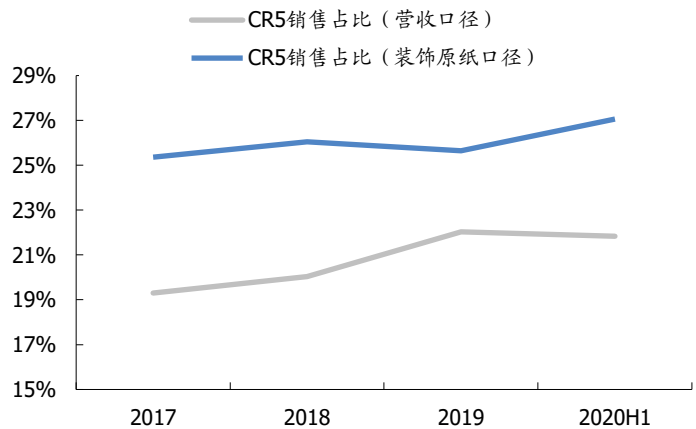
- **下游: 格局分散, 华旺产品性能优异/定制化能力突出打造品牌效应。**公司最终端客户为欧派、志邦等国内外知名家居品牌, 通常对供应商产品质量要求极高, 因此华旺凭借产品性能优异、稳定性强等特点, 成功与下游客户建立强绑定关系 (优质原纸可降低印刷断纸概率、提高合格率、提升浸渍印刷厂议价能力), 2017-2020H1 客户 CR5 中枢稳定在 25%。此外, 由于直接下游 (浸渍印刷、压板企业) 竞争格局较为分散, 呈现小、多、散等特征, 面对不同消费需求, 原纸定制化重要性凸显、议价能力突出。目前华旺可定制化生产品种已达 400+种, 伴随产能扩张及持续研发投入, 定制化能力提升, 议价能力持续增强。

图表 30: 装饰原纸下游企业数量



资料来源: 中为咨询, 国盛证券研究所

图表 31: 公司装饰原纸客户前 5 大客户销售额 (单位: 万元) 及占比



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表 32: 终端客户涵盖欧派、志邦、索菲亚等知名品牌

下游客户	主要产品和业务	终端客户
江苏佳饰家	装饰纸/浸渍胶膜纸、PVC 装饰彩膜、HPL 耐火板、数码印刷、水墨等	圣象、志邦、欧派、兔宝宝、万象、尚品宅配、雪宝、荣登地板等
浙江帝龙	装饰纸/浸渍胶膜纸、高性能装饰板、PVC 装饰彩膜等	科宝、欧派、顶固全屋定制、东易日盛、意德法家等
广州天元汇邦	装饰纸/浸渍胶膜纸、氨基树脂膜、转印贴花纸、移画印花纸、PU 纸、家具封边条、数码印刷等	索菲亚、圣象、好莱客、欧派、商品宅配、维意定制、巴洛克地板等

资料来源: 各公司官网, Boss 直聘, 国盛证券研究所

2.2 成本优势显著，份额有望提升

产品性能不逊于海外龙头。装饰原纸品质差异取决于生产环节&技术工艺，得益于公司多年深耕产品研发，目前产品性能已受到国内和海外客户广泛认可。预计未来伴随下游印刷厂定制化需求比例持续提升，公司在全球中高端市场份额有望持续提升。

- **工艺技术：**2009年公司研发中心便与欧洲工艺工程学院展开合作，引入欧洲先进的装饰原纸技术理念，并从PTI、TECHPAP France以及BTG等公司进口一系列造纸实验设备，打造全球先进的装饰原纸实验室，在装饰原纸工艺技术方面与欧洲保持同步。
- **生产环节：**2012年和2015年，公司先后与德国福伊特和芬兰MESTO等知名纸机生产商合作，进口先进纸机设备，并在设备参数控制、生产环节实时控制等方面实现跨部门协调，控制节点超过5000个，可有效保证生产品质稳定性。

图表 33: 公司印刷装饰原纸产品和欧洲装饰原纸产品对比

公司	产品	克重	颜色	性能
华旺科技	印刷装饰原纸	50-120	白色/奶油色/米色/棕色/灰色/黑色等，根据客户需求可提供定制化色彩开发	适用于凹版水性油墨印刷，印品纹理清晰，立体感强，原纸具有良好的吸胶性和强度
	(子品类) 同步对花印刷原纸	70-85		伸缩率控制严格(目标值±0.1%)，对角度<1mm。保证印刷后的装饰纸能够满足同步对花严苛的质量要求
	(子品类) 喷涂印刷原纸	50-120		具备特殊的理化性能，能满足装饰原纸在浸胶过程中表面涂布Al ₂ O ₃ 的要求
奥斯龙明士克	印刷装饰原纸	-	白色/黄色/棕色等，根据客户需求可提供定制化色彩开发	色彩饱满，产品具有出色的光滑度、尺寸稳定性，印刷效果良好，有效节约浸渍时树脂用量
特西诺采	印刷装饰原纸	50-120	白色/米色/棕色/灰色/黑色	尺寸稳定性强，产品的高质量表面保证了一流的印刷效果，同时具有出色的油墨吸收性，能够保证浸渍树脂的快速渗透，耐光色牢度达到蓝色羊毛标准6级以上
科勒	印刷装饰原纸	50-140	白色/奶油色/浅褐色/棕色/灰色/黑色	色彩饱满，具有良好的印刷特性，保证快速浸胶

资料来源：各公司官网，国盛证券研究所

图表 34: 5000mm/700m MESTO FINLAND



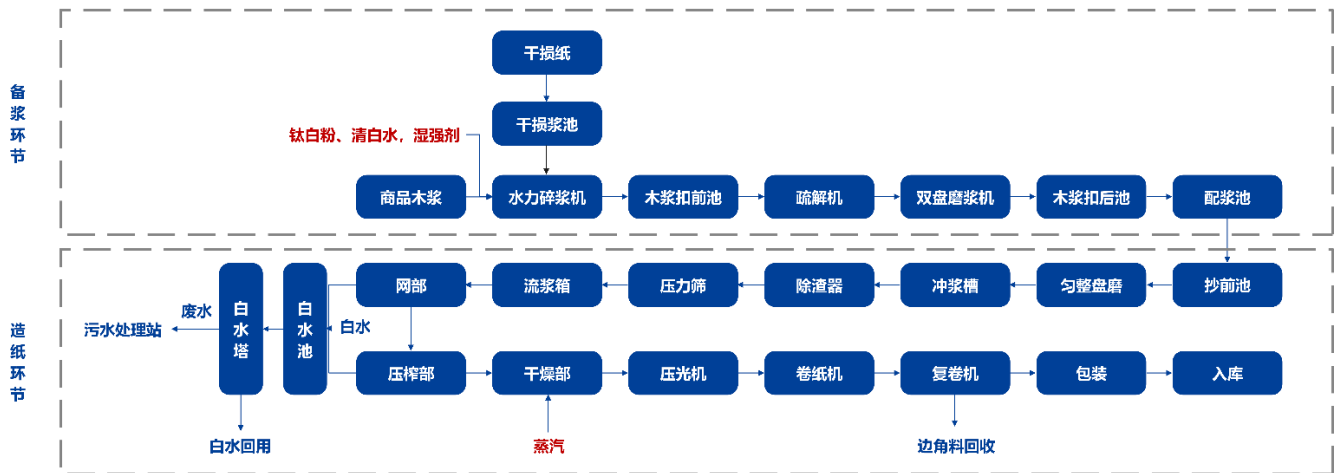
资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 35: 2640mm/600m VOITH GERMANY



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 36: 公司生产流程中控制节点超过 5000 个



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

公司产品性价比突出、成本优势显著。相较海外龙头与国内主要竞争对手, 公司具备成本优势且产品稳定性较强, 市占率提升&出海替代逐步兑现。根据我们估算, 1) 在性价比方面: 公司产品各项性能接近奥斯龙的同时, 装饰原纸单吨均价价差较多; 2) 在成本管控方面, 奥斯龙/夏王/齐峰装饰原纸吨纸成本分别为 15051.0/9188.4/8650.1 元/吨, 均高于华旺 7934.4 元/吨, 毛利率分别为 15.4%/25.7%/10.3%, 仅夏王高于华旺 0.16pct, 主要系公司人工/原材料成本等方面控制得当。

图表 37: 2021 年奥斯龙&华旺&齐峰&夏王吨纸售价/成本/盈利拆分

(单位: 百万元; 万吨; 元/吨)	奥斯龙明士克	华旺科技	齐峰新材	夏王纸业
装饰原纸业务营收	3371.80	2157.10	3389.57	3195.10
装饰原纸业务成本	2852.54	1606.40	3042.21	2374.28
毛利率	15.40%	25.53%	10.25%	25.69%
装饰原纸销量	189525.00	202460.50	351695.69	258400.00
单位售价	17790.79	10654.42	9637.79	12364.93
单位成本	15051.01	7934.39	8650.12	9188.38
单位毛利	2739.78	2720.04	987.67	3176.55
单位原材料成本	6881.41	6465.46	6876.85	-
单位人力成本	3311.22	162.98	253.45	-
单位制造成本	2709.18	353.74	399.64	-
单位能源成本	1354.59	650.39	955.84	-

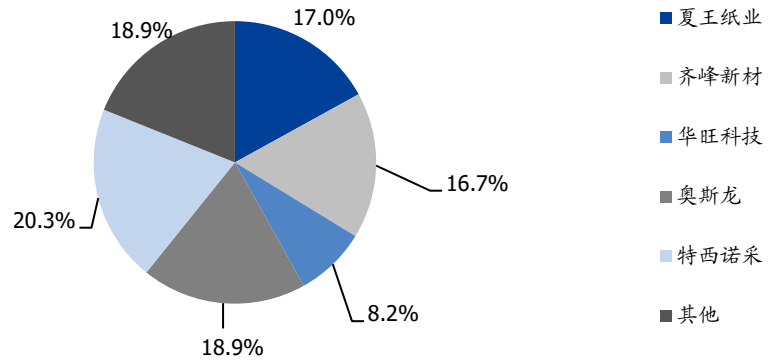
资料来源: 奥斯龙年报, 各公司公告, 国盛证券研究所; 注: 奥斯龙&齐峰新材销量为估算数据, 存在误差风险

2.3 品类持续扩张, 打开成长天花板

他山之石: 全球布局及品类扩张成就绝对龙头。欧洲系装饰原纸行业发源地, 当地原纸企业通常也为全球龙头, 主要参与者包括特西诺采(市占率为 20.3%)、奥斯龙-明士克(市占率为 18.9%)和科勒等, 在工艺技术、生产规模方面具有一定优势。截止 2021 年, 奥斯龙已在全球 14 个国家拥有 45 个工厂, 收入规模达 31 欧元, 为全球最大特种

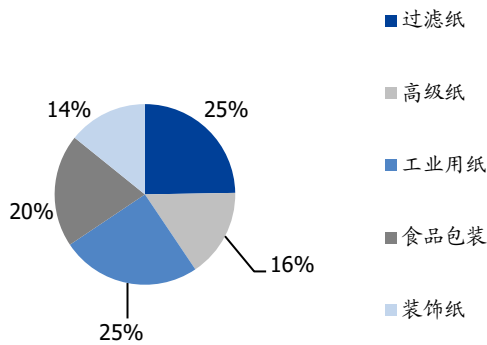
纸企业，拥有 5 大类 16 个品种。通过总结龙头成功经验，我们发现受制于特种纸单一行业、单一地区市场空间较小，扩张海外业务&产品矩阵为成长必经之路。目前华旺紧抓出海历史机遇，并积极投产食品、医疗及工业用纸，未来增长可期。

图表 38: 2020 年全球装饰原纸竞争格局(销售额口径)



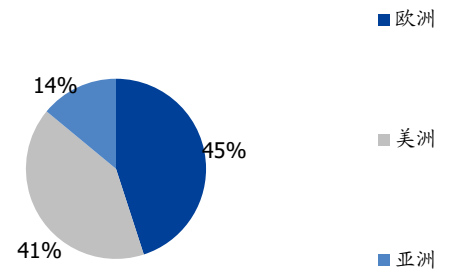
资料来源: ProfReaserach, 各公司公告, 国盛证券研究所

图表 39: 奥斯龙分业务销售占比



资料来源: 奥斯龙年报, 国盛证券研究所 (高级纸包括精密涂布纸、胶带背衬、特殊用途离型纸、实验用纸、医疗用纸、液体滤纸)

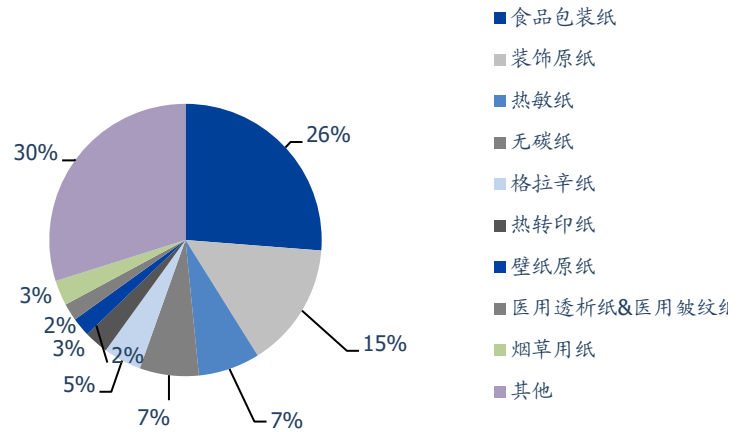
图表 40: 奥斯龙分区域销售占比



资料来源: 奥斯龙年报, 国盛证券研究所

品类拓展加速, 打开长期成长空间。装饰原纸市场规模仅占整体特种纸市场规模的 15%, 因此单品类发展成为华旺成长桎梏。针对此, 公司通过积极研发, 目前已规划食品、医疗及工业用纸等新产品, 产品矩阵不断完善, 长期成长空间打开。

图表 41: 2021 年我国特种纸产量占比



资料来源: 中国造纸协会, 华经产业研究院, 国盛证券研究所

图表 42: 特种纸行业概览

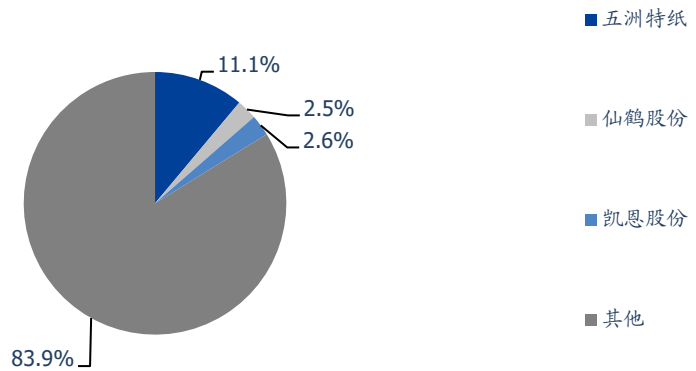
应用领域	典型纸种	业内上市公司
食品包装用纸	涂布类(防油纸、烘焙纸)、非涂布类(面碗纸、纸杯纸)、液体包装纸等	仙鹤股份、凯恩股份、冠豪高新、五洲特纸
医疗用纸	医疗包装用纸(口罩/防护服)、医用透析纸、医用皱纹纸、医用淋膜纸、医用衬纸、医用冷封原纸等	仙鹤股份、凯恩股份
家居装饰用纸	装饰原纸(印刷装饰原纸、素色原纸、平衡原纸等)、壁纸原纸等	仙鹤股份(夏王纸业)、齐峰新材、华旺科技
商务交流用纸	热敏纸、无碳纸、水印防伪纸、彩色双胶纸等	仙鹤股份、冠豪高新
电气及工业用纸	电解电容器纸、不锈钢衬纸、CTP 版衬纸、玻璃间隔纸、工业棉纸等	仙鹤股份、凯恩股份
烟草用纸	卷烟纸、烟用接装纸、铝棒成形纸、烟用内衬原纸等	仙鹤股份、凯恩股份、民丰特纸、恒丰纸业
标签离型用纸	格拉辛纸、镀铝原纸	仙鹤股份、凯恩股份、恒丰纸业、五洲特纸
出版印刷用纸	热转印纸(转移印花纸、热转移纸、数码喷绘纸等)、低定量印刷用纸(字典纸、圣经纸等)	仙鹤股份、民丰特纸、恒丰纸业、冠豪高新、五洲特纸

资料来源: 观研天下, 各公司公告, 各公司官网, 国盛证券研究所

食品包装纸: 限塑令打开成长空间, 龙头加速布局。

- **需求方面**, 食品纸包主要包含液体包装纸、容器类&非容器类三大类细分品种, 下游涉及休闲食品、快餐服务、饮料及冷饮服务等行业。2015-2020 年我国外卖行业产业规模 CAGR 高达 39.7%, 受益于下游规模高速增长, 食品纸包市场持续扩张, 2015-2020 年产量从 120.6 万吨增长至 236.5 万吨 (CAGR 为 14.4%), 未来伴随限塑令逐步落地, 食品包装需求有望持续高增。
- **供给方面**, 2020 年行业 CR3 为 16.2%, 竞争较为激烈, 五洲特纸、仙鹤股份、凯恩股份为主要参与者, 市占率分别为 11.1%/2.5%/2.6%。龙头企业加速布局, 预计未来 3 年超 300 万吨新增产能落地, 龙头公司依托产品差异化有望保持需求稳健。

图表 43: 2020 年食品包装纸 CR3 约 16.2%



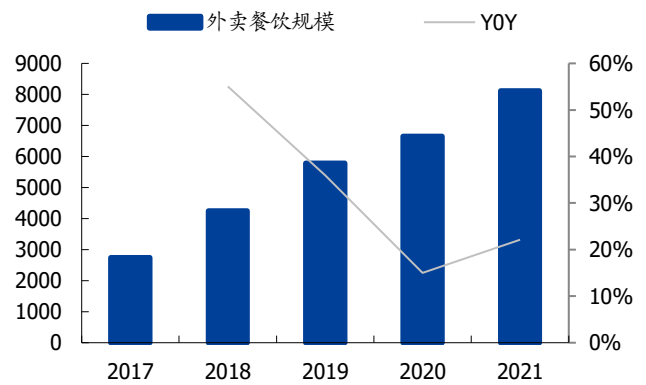
资料来源: 前瞻产业研究院, 各公司官网, 国盛证券研究所

图表 44: 食品包装产量及同比 (单位: 万吨)



资料来源: 观研天下, 国盛证券研究所

图表 45: 外卖餐饮市场规模及同比 (单位: 亿元)



资料来源: 观研天下, 国盛证券研究所

图表 46: 食品包装纸新增产能梳理

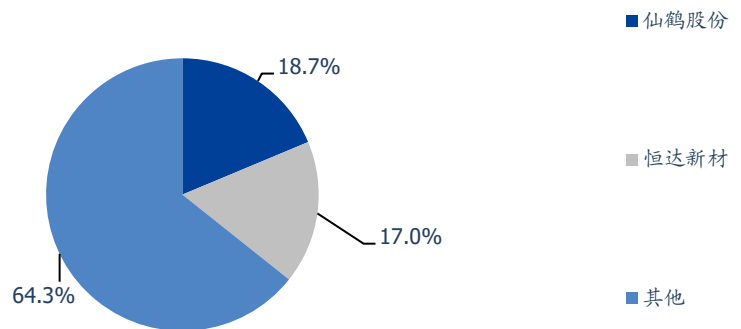
公司	品类	产能 (万吨)	投产时间
仙鹤股份	食品包装纸	1.5	2022
仙鹤股份	食品卡纸	30	2022
五洲特纸	食品包装纸	50	2022 (满产)
恒达新材	食品包装纸	1.5	2022
玖龙纸业	食品级白卡纸	120	2023
冠豪高新	涂布白卡纸	50	2023
冠豪高新	高级涂布白卡纸	30	2023
民丰特纸	防油原纸和食品包装纸, 离型原纸、热转印纸 (非原纸)、透析纸和果袋纸等	2.5	2023
仙鹤股份	广西林浆纸一体化项目 (包含食品卡纸)	250 (包含)	规划
五洲特纸	浆纸一体化项目 (包含食品包装纸)	660 (包含)	规划
仙鹤股份	浆纸一体化项目 (包含食品包装纸)	250 (包含)	规划

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

医疗包装：禁塑令&疫情催化，行业高景气

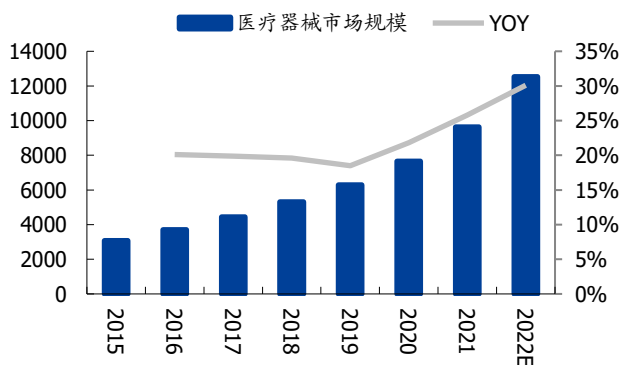
- **需求方面**，随人口老龄化、慢性病发病率提升和居民医疗健康意识增强，2015-2019年我国医疗器械市场规模从3080亿元增长至6341亿元（CAGR为19.8%），且禁塑令催化，纸质包装将100%替代BOPP膜，医疗包装用纸市场空间进一步增大。2015-2019年医疗包装用纸产量从11.18万吨增长至16.18万吨（CAGR为9.7%），2020年新冠疫情催化，产量同比增长30.0%。
- **供给方面**，2020年医疗包装用纸CR2高达35.7%，仙鹤股份和恒达新材市占率分别为18.7%/17.0%，格局优异。未来预计供给偏紧、景气延续。

图表 47: 2020 年医疗包装纸 CR2 约 35.7%



资料来源：恒达新材招股书，各公司公告，国盛证券研究所

图表 48: 国内医疗器械市场规模快速扩张 (单位: 亿元)



资料来源：观研天下，国盛证券研究所

图表 49: 国内医疗包装原纸产量 (单位: 万吨)



资料来源：恒达新材招股书，国盛证券研究所

图表 50: 医疗包装纸未来 3 年新增产能有限

公司	品类	产能 (万吨)	投产时间
恒达新材	医疗包装纸	1.5	2022
民丰特纸	高档铝箔衬纸和离型原纸、烟用接装原纸、 高档医用包装纸、仿瓷贴花纸等特种纸	2.5	2023

仙鹤股份	广西林浆纸一体化项目包含医疗包装纸)	250	规划
五洲特纸	浆纸一体化项目(包含医疗包装纸)	660	规划
仙鹤股份	湖北林浆纸一体化项目(包含医疗包装纸)	250	规划

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

2.4 浆价下行预期增强, 盈利弹性有望释放

纸浆: 短期价格高位盘整。目前进口针叶浆/阔叶浆均价 995/868 美元/吨, 均处于历史 100%分位。2021 年 11 月以来国际木浆供应收缩, 主要系全球供应链持续受短期事件扰动所致: 1) 俄乌冲突: 全球能源价格暴涨, 同时俄罗斯因缺乏漂白化学品而减产针叶浆, 对中国无量供应; 2) 罢工: 2022 年 1 月 1 日起芬兰 UPM 纸厂工人罢工历时超过 100 天; 3) 检修: 2022H1 南美主流浆厂集中检修, 预计月均减少对我国供给 10 万吨; 4) 物流: 加拿大 BC 省恶劣天气导致铁路运输紧张, 且至今仍未缓解。1-5 月世界 20 产浆国出货量同比-0.3%, 对中国发货量同比-7.8%, 7 月主流品牌供应仍弱, Illim 无量供应、Arauco 宣布由于生产原因供应减量、Mercer Celgar 宣布月亮仍在检修中, 预计三季度中国木浆进口增量有限, 短期纸浆价格高位盘整。

图表 51: 进口针叶浆价格走势 (美元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 中纸网, 国盛证券研究所

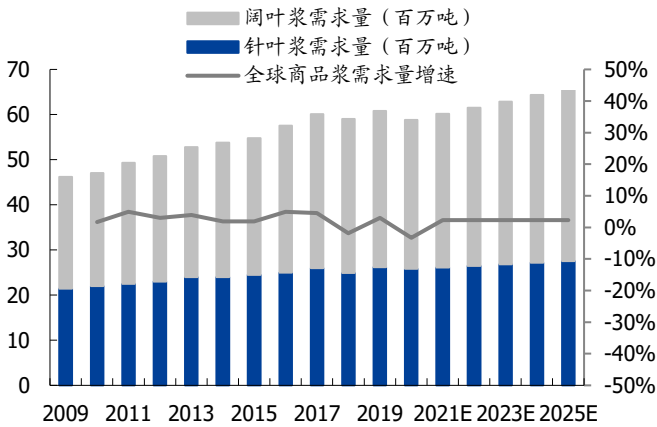
图表 52: 进口阔叶浆价格走势 (美元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 中纸网, 国盛证券研究所

中期供需失衡, 价格向下概率较大。需求方面, 2020 年全球商品浆需求量为 5880 万吨, 其中针叶浆/阔叶浆需求量分别为 2580/3300 万吨。根据芬林集团, 随着生活用纸和下游包装需求不断增长, 阔叶浆需求量年度增长率约 3%, 针叶浆需求量年度增长率约为 1.3%, 预计 2025 年全球商品浆需求量达到 6580 万吨 (5 年 CAGR 为 2.3%), 需求增长稳健。供给方面, 预计伴随国际纸浆生产运输限制减弱, 此外 Arauco156 万吨、UPM210 万吨浆厂将分别于 2022Q3 末、2023Q1 投产, 全球商品浆供应紧张局势有望边际缓解。2023 年全球纸浆产能增量较多, 预计 2022-2024 年全球新增商品浆产能 1626 万吨, 显著大于需求增长, 预计 2022Q4 浆价向下概率较大。

图表 53: 全球商品浆需求



资料来源: 芬林集团, 国盛证券研究所

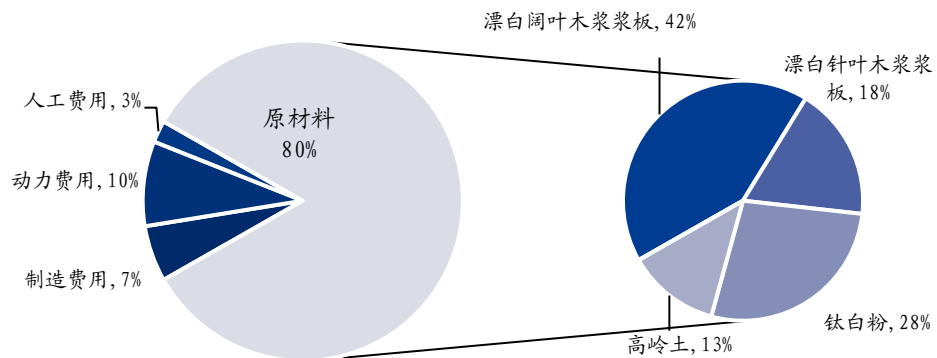
图表 54: 全球商品浆产能投产计划表

时间	国家	公司	产能 (万吨)	种类	预计投产时间	木浆年新增 (万吨)
2021年	巴西	Bracell	260-280万吨 或150万吨	漂白硫酸盐浆 或溶解浆	2021年9月	260
2022年	智利	Arauco	156	阔叶浆	2022年9月	306 (不含溶解浆)
	巴西	LD Celulose	50	溶解浆	2022Q1	
	巴拉圭	Paracel	150	阔叶浆	2022Q4	
2023年	乌拉圭	UPM	210	漂桉浆	2023Q1末	680
	巴西	Suzano	220	阔叶浆	2023Q1	
	巴西	Euca Energy	210	漂桉浆	2023Q4	
	瑞典	Stora Enso	40	针叶浆	2023Q4	
2024年	芬兰	Metsä Group	150	针叶浆&阔叶浆	2024	150
其他	巴西	Eldorado	230	漂桉浆	尚未披露	230
			合计			1626

资料来源: UPM 纸浆, 纸业商会, 纸视界, 国盛证券研究所

木浆为主要原材料, 浆价下行有助公司盈利释放。公司原材料占营业成本比例为 80%, 木浆占原材料成本比例为 60% (仅为装饰原纸业务)。浆价下行将释放公司盈利弹性, 根据我们测算, 若未来木浆单价下降 5%/10%/15%/20%/25%, 预计公司净利润将增厚 14.4%/28.8%/43.2%/57.6%/72.0%, 预计公司净利率将可上升 2.18 pct/4.36 pct/6.55pct/8.73pct/10.91pct。

图表 55: 华旺科技原材料拆分



资料来源: 公司评级报告, 公司年报, 国盛证券研究所

图表 56: 浆价敏感性测算

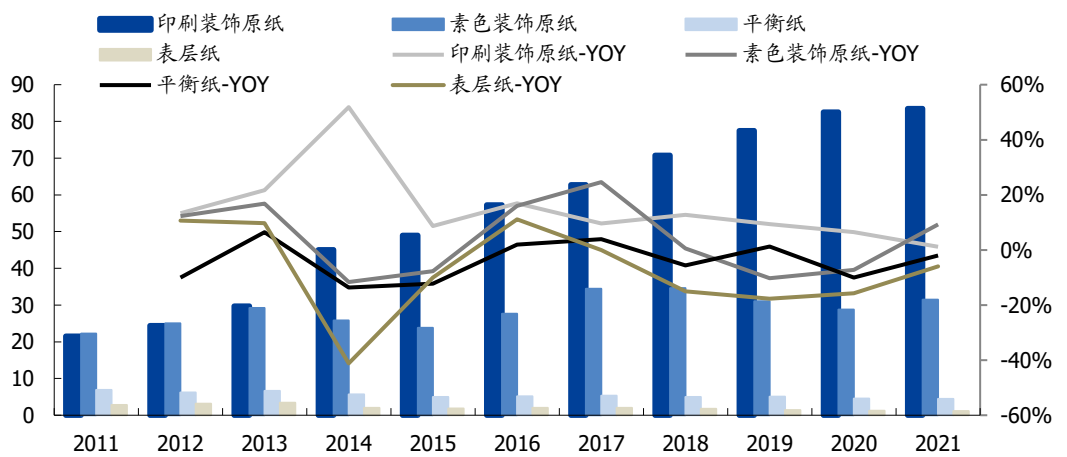
木浆单价变化幅度	-5%	-10%	-15%	-20%	-25%
原材料成本同比	-3.26%	-6.52%	-9.79%	-13.05%	-16.31%
营业成本同比	-2.80%	-5.59%	-8.39%	-11.18%	-13.98%
装饰原纸业务毛利率变化	2.98pct	5.95pct	8.93pct	11.91pct	14.88pct
毛利率变化	2.18pct	4.36pct	6.55pct	8.73pct	10.91pct
净利润增厚	14.40%	28.80%	43.19%	57.59%	71.99%
净利率变化	2.18pct	4.36pct	6.55pct	8.73pct	10.91pct

资料来源: 公司招股书, 公司年报, 国盛证券研究所

3. 行业格局优异，空间扩容可期

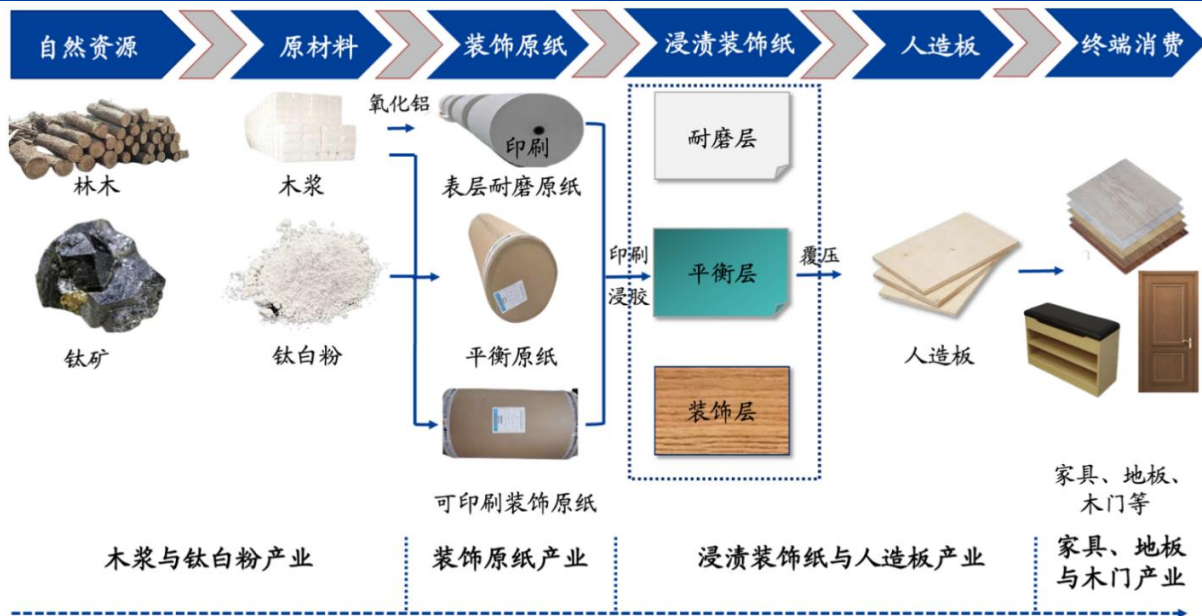
位处产业链中上游，为终端产品点睛之笔。装饰原纸可分为护面表层原纸、面层装饰原纸、底层平衡原纸和其他原纸，其中面层装饰原纸包括印刷装饰原纸和素色装饰原纸，对工艺水准要求较高、需求更大，2011-2021年国内面层装饰原纸销量从43.8万吨增长115万吨（CAGR为10.1%），占装饰原纸销量比重由81.9%上升至95.4%。从产业结构来看，装饰原纸上游主要为木浆&钛白粉等原材料产业，直接下游为制作浸渍装饰纸的生产印刷企业，最终应用于家具、地板与木门制造业。由于装饰原纸美观和耐用度影响消费者购买决策，因此终端厂商对装饰原纸品质要求较高；此外，由于装饰纸（浸渍后）占终端家居制造商原材料采购比例仅约10%（实际原纸比例占比更低，预计不足5%），因此终端客户对其价格变化敏感度较低，装饰原纸企业议价能力较强，且往往印刷厂依赖中高端产品向下游终端客户议价。

图表 57: 2011-2021 年国内装饰原纸细分销量（万吨）及同比



资料来源: Wind, 中国林产工业协会, 国盛证券研究所

图表 58: 装饰原纸产业链及产品拆分



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表 59: 装饰原纸细分品类明细

类型	主要品种	用途	特性
护面表层原纸(耐磨层)	表层耐磨原纸	用于制作胶合板、刨花板、纤维板等多种人造板的表层护面	具备良好的耐磨性, 对人造板起到保护作用
面层装饰原纸(装饰层)	可印刷装饰原纸 素色装饰原纸	用于胶合板、刨花板、纤维板等多种人造板的饰面装饰	可根据个性化的需求印刷各种精美的木纹和图案, 并经三聚氰胺树脂浸渍后压贴于人造板表面; 该产品对表面的光洁度和适印性能要求较高, 其市场前景较为广阔 色彩鲜艳亮丽、层次感突出, 经三聚氰胺树脂浸渍后可直接压贴于人造板表面, 其制作的板材不翘曲、不开裂、绿色环保; 该产品必须具备耐高温、耐高压的特性, 具有较高的技术含量
底层平衡原纸(平衡层)	平衡原纸	主要压贴于胶合板、刨花板、纤维板等多种人造板底层, 起到防潮的效果	增强板材的平整性, 防止起翘变形, 避免水分从人造板底层渗入, 提高产品的防潮性能
其他原纸	封边带装饰原纸	用于胶合板、刨花板、纤维板等多种人造板横切面的封边制作	拥有较高的平滑度与稳定的膨胀系数, 对人造板的边缘起到加固

资料来源: 公司招股书, 齐峰新材招股书, 国盛证券研究所

图表 60: 索菲亚成本构成(单位: 百万元)

采购项目	2010		2009		2008	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
中密度板	114.61	31.29%	69.46	29.73%	33.83	25.96%
装饰纸	39.50	10.78%	27.08	11.59%	15.45	11.85%
百叶线条	-	-	4.46	1.91%	8.76	6.72%
玻璃	7.90	2.16%	3.85	1.65%	3.20	2.45%
封边带、热熔胶	15.87	4.33%	9.83	4.21%	6.47	4.96%
PVC、皮纹铁皮	10.52	2.87%	4.20	1.80%	-	-
加工费	26.71	7.29%	17.05	7.30%	6.76	5.18%
五金配件	113.40	30.96%	65.71	28.12%	37.41	28.70%
包装	19.13	5.22%	6.45	2.76%	4.83	3.70%
其他	18.65	5.09%	25.56	10.94%	13.65	10.47%
合计	366.29	100%	233.64	100%	130.35	100%

资料来源: 索菲亚招股书, 国盛证券研究所(备注: 此处装饰纸已经过浸胶、印刷)

3.1 中国: 中高端市场占比提高, 竞争格局优异

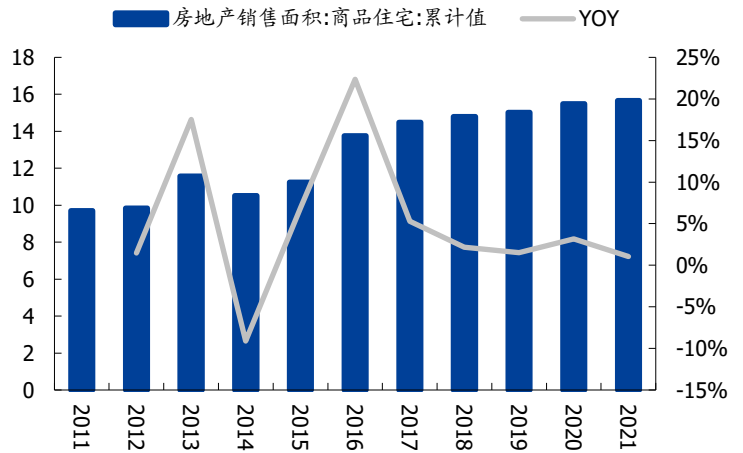
中国为装饰原纸产销大国, 行业步入成熟期。受益于终端建筑、家具、木门和地板等行业景气, 我国人造板行业迅速发展, 带动上游装饰原纸需求和市场规模持续扩张, 2011-2018 年我国装饰原纸销量从 53.5 万吨上升至 112.1 万吨 (CAGR 为 11.2%); 此后由于地产行业增速放缓&疫情影响需求, 2019-2021 年装饰原纸销量仅从 115 万吨增长至 120.5 万吨 (CAGR 为 2.4%), 增速出现显著下滑。展望未来, 短期来看地产有望环比改善, 中长期来看存量房改造&精装修渗透率提升, 以及消费升级下产品中高端化趋势显现均有望助力我国装饰原纸市场规模稳定提升, 根据我们测算, 预计 2020-2026 年量稳价增下, 市场规模有望提升至 146.6 亿元 (CAGR 为 3.8%)。

图表 61: 2011-2021 中国装饰原纸销售量 (万吨) 及同比



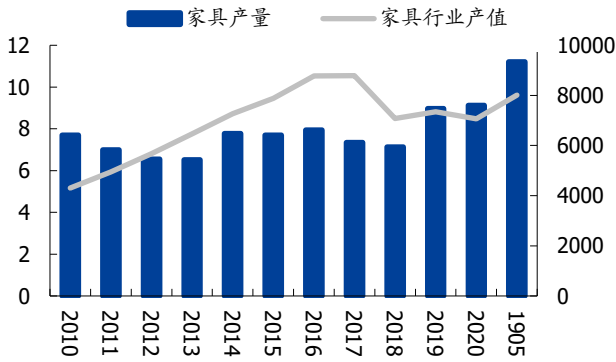
资料来源: Wind, 中国林产工业协会, 国盛证券研究所

图表 62: 中国房地产销售面积纵比 (万平方米)



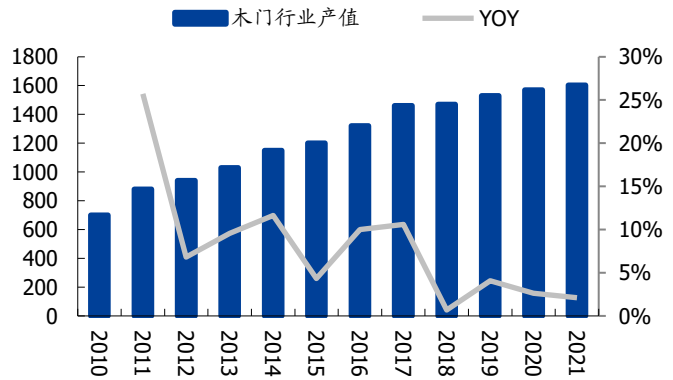
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 63: 中国家具产量及家具业产值 (亿件&亿元)



资料来源: Wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 64: 中国木门行业总产值 (单位: 亿元) 及同比



资料来源: 《2021 中国木门行业发展报告》, 国盛证券研究所

图表 65: 中国装饰原纸市场规模预测

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
销量 (万吨)	117.1	120.5	117.5	119.3	121.4	124.0	126.7
YOY	1.8%	3.0%	-2.5%	1.5%	1.8%	2.1%	2.2%
吨价 (元/吨)	9806.9	10120.8	9817.1	10062.6	10465.1	10988.3	11574.2
YOY	2.5%	3.20%	-3.00%	2.5%	4.0%	5.0%	5.3%
市场规模 (亿元)	114.8	122.0	115.4	120.0	127.1	136.2	146.6
YOY	4.4%	6.3%	-5.4%	4.0%	5.9%	7.2%	7.6%

资料来源: 中国林产工业协会, 国盛证券研究所

短期来看: 政策端合力推动行业修复, 下半年地产市场有望迎来改善。继 2022 年 3 月财政部明确“年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件”后, 4 月中央政治局会议表态“支持各地从当地实际出发完善房地产政策, 支持刚性和改善性住房需求”, 5 月央行降低普宅首套贷款下限至基准-20bp, 限购城市纷纷跟进调节。据中指研究院监测, 上半年超 180 城市优化调整房地产政策, 政策出台频次近 500 次, 近两个月因城施策加快, 政策内容向限购、限贷等方面延伸, 城市明显向二线城市扩围。预计随政策催化叠加疫

情影响减弱，房地产市场预期温和修复，需求改善。

图表 66: 2022 年中央/部委就房地产行业相关政策和表态

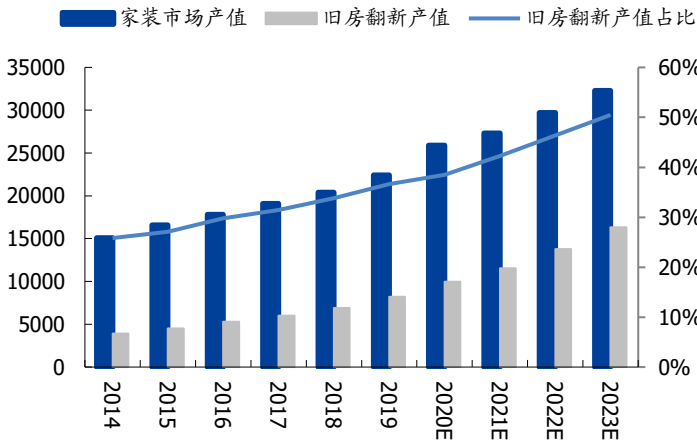
时间	部门/会议/文件	主要内容
2022/06	人民银行&外汇局 新闻发布会	坚持住房不炒定位， 因城施策实施好差别化住房信贷政策，更好满足购房者的合理住房需求 ，稳妥实施好房地产金融审慎管理制度，加快完善住房租赁金融政策体系，促进房地产市场平稳健康发展
2022/05	国务院 政府工作报告	坚持住房不炒定位， 因城施策 ，促进房地产市场平稳健康发展
2022/05	人民银行&银保监会 《关于调整差别化住房 信贷政策有关问题的通 知》	1) 首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减 20 个基点 ，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行； 2) 人民银行、银保监会各派出机构 按照“因城施策”的原则 ，指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势变化及城市政府调控要求， 自主确定辖区内各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款利率加点下限
2022/05	银保监会 传达中央政治局会议精 神	坚持住房不炒定位， 因城施策落实好差别化住房信贷政策，支持首套和改善性住房需求 ，灵活调整受疫情影响人群个人住房贷款还款计划。要区分项目风险与企业集团风险， 不盲目抽贷、断贷、压贷，保持房地产融资平稳有序
2022/05	财政部&住房和城乡建设部 《关于下达 2022 年中央 财政城镇保障性安居工 程补助资金预算的通知》	2022 年中央财政将补助 224.1 亿元用于租赁住房保障，307 亿元用于老旧小区改造，100 亿元用于棚户区改造
2022/04	中央政治局会议	坚持住房不炒定位， 支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求 ，优化商品房预售资金监管
2022/04	人民银行&银保监会 金融支持实体经济座谈 会	金融机构要坚持房子住不炒定位， 因城施策落实好差别化住房信贷政策 ，更好满足购房者合理住房需求。要执行好房地产金融宏观审慎管理制度，区分项目风险与企业集团风险， 不盲目抽贷、断贷、压贷，保持房地产融资平稳有序 。要按照市场化、法治化原则，做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融服务。要及时优化信贷政策， 灵活调整受疫情影响人群个人住房贷款还款计划
2022/03	国务院 两会政府工作报告	坚持住房不炒定位， 租购并举，加快发展长租房市场 ，推进保障性住房建设， 支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022/03	人民银行&银保监会 《关于加强新市民金融 服务工作的通知》	合理确定符合购房条件新市民首套住房按揭贷款的标准，对符合购房政策要求且具备购房能力、收入相对稳定的新市民， 合理满足其购房信贷需求
2022/03	国务院 金融委专题会议 (金融委&财政部&证监 会&银保监会&人民银 &外汇局)	金融委：关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。 财政部： 年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件 ； 证监会：积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险，促进平台经济规范健康发展、提高国际竞争力持续完善； 银保监会： 持续完善“稳地价、稳房价、稳预期”房地产长效机制 ，积极推动房地产行业转变发展方式，鼓励机构稳妥有序开展并购贷款， 重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目 ，促进房地产业良性循环和健康发展； 央行：防范化解房地产市场风险 外汇局：配合有关部门促进房地产市场、平台经济健康稳定发展。
2022/01	人民银行营业管理部 2022 年北京地区货币信 贷工作会议	准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度。坚持住房不炒定位， 加强预期引导，支持房地产企业合理融资需求，更好满足购房人合理住房需求，加大住房租赁金融支持 ，促进房地产业良性循环和健康发展

资料来源：中国政府网，新华网，人民网，人民银行，中国证券网，证券时报网，上海证券报，北京商报，国盛证券研究所

长期来看：1) 存量房改造、精装修渗透率提升拉动装饰原纸需求增长。伴随我国逐步

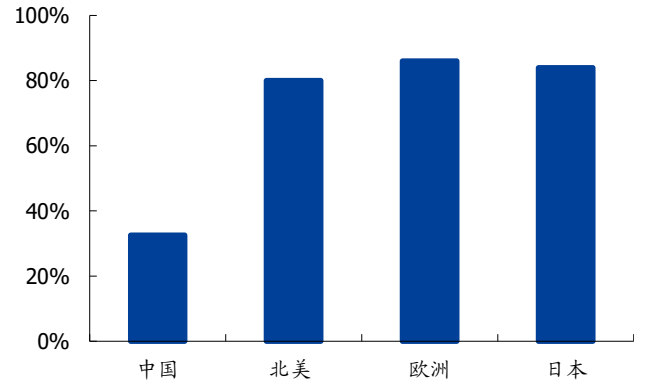
步入存量房时代，旧房改造需求逐年提升为装饰原纸需求提供增量。根据财讯网数据，2014-2023年我国旧房翻新产值有望从3900亿元增长至16308亿元(CAGR为17.2%)，旧房翻新产值占家装市场总产值比例有望达到50.5%。2)根据奥维云网数据，2021年我国精装房渗透率约34.6%，相较于发达国家和地区平均80%以上的渗透率，长期提升空间巨大，考虑到精装修对于定制家居需求提升，精装房渗透率提升有助于装饰原纸需求扩张。

图表 67: 二手房翻新产值占比逐年递增(单位: 亿元)



资料来源: 财讯网, 国盛证券研究所

图表 68: 2021 精装渗透率比较

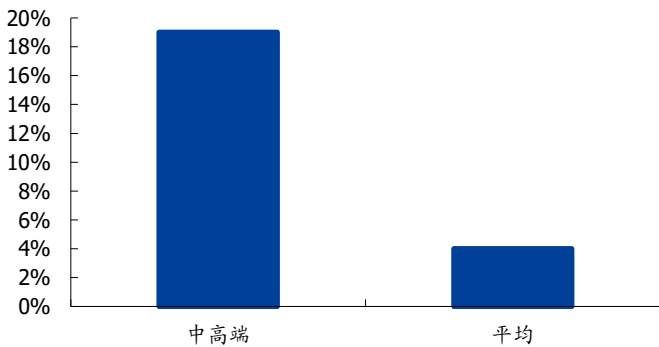


资料来源: 奥维云网, 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

2) 家居板材压贴面扩充, 带动装饰原纸消费量提升。装饰原纸主要仅用于定制家居外表面, 随国民消费水平提升, 现代消费者对家居装饰用品外观要求愈发提高, 或带来家居板材压贴面扩充, 未来装饰原纸或将用于定制家居内侧, 届时消费量有望直接翻倍增长。

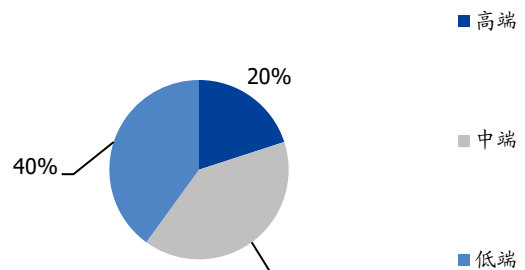
3) 中高端产品占比提高成为市场扩容核心。根据立鼎产业研究院, 截止 2020 年我国高端/中端/低端原纸产品占比分别为 20%/40%/40%, 中高端装饰占比合计为 60%, 且仍保持提升趋势, 2020 年中高端装饰原纸增速为 18-20%, 远高于行业平均增速 4%。中高端装饰原纸在印刷和浸胶时的性能表现更加出色, 且成品均一性好, 终端产品质量更稳定。新一代消费者对产品美观及质量要求较高&下游印刷厂对产品稳定性具备刚需属性(原纸稳定性高将减少印刷损耗), 预计中高端产品占比将持续提高。

图表 69: 2020 年中高端装饰原纸增速约 19%



资料来源: 纸视界, 国盛证券研究所

图表 70: 中高端装饰原纸占比约 60%



资料来源: 立鼎产业研究院, 国盛证券研究所

图表 71: 装饰原纸理化性能主要指标

序号	性能指标	指标描述	低端	高端	国家标准	
					印刷装饰原纸	素色原纸
1	匀度 (纸张纵横方向上定量、厚度、水分、纤维组织等的均匀程度)	影响浸渍效果, 并决定最终产品质量的稳定性	浸渍树脂后会有不饱和区存在, 出现鼓泡分层和透底现象	均一性好, 终端产品质量稳定	-	-
2	定量 (g/m ²)	对原纸最终属性起决定性影响。高定量原纸较厚, 颜色遮盖能力强, 生产成本偏高; 低定量原纸浸渍时耗短, 能提高原纸本身透明度, 相对增加树脂含量, 改善浸渍后的透明度	NA	NA	60-150 偏差不得超过标示值±2	60-150 偏差不得超过标示值±3
3	水分 (试样按规定方法烘干后减少质量与取样时质量之比)	水分太低会导致纸张再次吸收湿空气产生气孔; 水分太高会影响浸渍树脂的吸收量和浸渍速度, 增加浸渍干燥的生产成本	含水率偏高或偏低, 产生气孔, 增加浸渍干燥的负荷和生产成本	含水率适中	≤4.0%	
4	耐热性	装饰纸在浸渍树脂、热压贴面的过程中要经受高温(170°C)考验, 可能出现褪色、变黄的现象	高温加工后褪色、发黄	高温加工后色泽稳定	1级	
5	酸碱度/PH 值	影响浸渍纸的吸水性和浸渍树脂的速度。PH 值 6.8-7.5 时浆料形成的纸页吸水高度最大; 浸渍纸 PH 值 7.5-8.0 时, 浸渍纸与胶料产生良好的胶合作用, 浸渍效果最佳	PH 值较低, 不均匀, 导致纸质脆, 易泛黄, 吸水和浸渍效果不佳	PH 值中性偏碱, 吸水性强, 浸渍效果佳	6.5-7.5	
6	干湿强度 (N/15mm) (纸张成型方向上能承受的最大拉力)	纵向干抗张强度 纵向湿抗张强度	干湿强度均会影响到浸渍速度的快慢。较高的干强度能够保障原纸的耐磨性, 减少原纸抄造过程中的断纸; 较高的湿强度能够保障原纸在浸胶压板过程中不断纸	干湿强度低, 耐磨性差, 抄造和浸胶过程中易断纸	干湿强度高, 耐磨性好, 抄造和浸胶过程中不易断纸	≥25.0 ≥6.0
7	平滑度 (s) (特定状态下, 试件面和环形板面之间由大气泄入一定量空气所需的时间)	影响装饰纸产品的质量, 例如纹理细腻程度、饱满程度、层次感和颜色覆盖率等	平滑度低, 纹理粗糙, 层次感不去昂, 颜色覆盖率低	平滑度较高, 纹理细腻, 层次感强, 颜色覆盖率高	≥100	NA
8	耐光色牢度 (纸张经日光或人造光照射后保持原有颜色的能力)	决定批次产品是否存在明显色差	批次产品间存在色差	批次产品间无明显色差	标准级 ≥6 级 高保色级 ≥7 级	
9	透气度 (s/100ml)	决定纸张浸渍树脂后透明度高的是纸张的树脂吸收量。原纸透气度越高, 则纸张渗透性(吸液性)越强, 保证纸张在浸胶过程中吸胶均匀, 压板成纸后高度透明	透气度和渗透性差, 影响浸胶速度, 压板后出现干花、白点等质量问题	透气度和渗透性指标稳定, 短时间可达规定上胶量, 吸胶均匀	≤25	
10	渗透性 (s)				≤6	
11	纵横向伸缩率 (%) (纸张浸在一定温度水中或浸水风干后尺寸相对变化)	决定了纸张尺寸的稳定性。纸页加工过程需要经过烘干等过程, 如果装饰原纸伸缩率过大, 就会导致印刷原纸上面的图案会失真、套印不准、压板不同步等现象	纸尺寸稳定性差, 形变大	尺寸稳定性强, 形变小	纵向 0.3%-1.0% 横向 1.0%-3.5%	

资料来源: 《人造板饰面专用纸国家标准》(GB/T 28995—2012), 《我国人造板饰面装饰纸的发展及质量影响因素》, 晋江市化工机械网, 慧聪网, 《一种装饰原纸制造方法 (CN106368045B)》, 杭州飞墨装饰官网, 国盛证券研究所

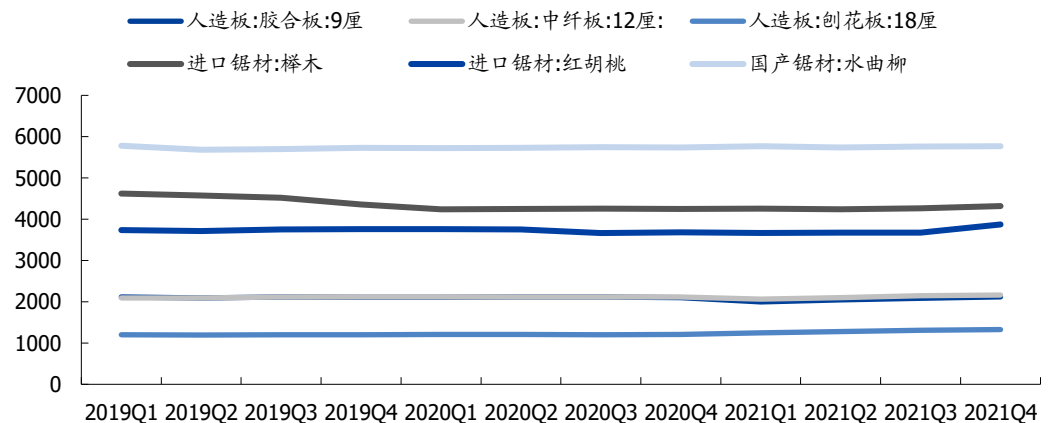
图表 72: 装饰原纸性能指标部分影响因素

影响因素	指标	明细
浆料配比	透气度及吸液高度	随针叶浆用量提升, 纸张纤维结合更紧密, 强度更大, 进而透气度和吸液高度下降。通常针叶浆/阔叶浆配比比在 4:6 至 6:4 之间较为合适
打浆度	干湿强度/透气度及吸液高度	随针叶浆及阔叶浆混合打浆度提升, 纸张干湿强度/透气度和吸液高度分别呈上升/下降趋势。基于后期浸渍加工考虑, 原纸既需要保持一定的强度, 也需良好的透气性和渗透性, 通常打浆度选择 33°SR 较为合适
钛白粉用量	干湿强度/紧度/透气度及吸液高度/白度及不透明度	随钛白粉用量提升, 纸张强度急剧下降, 紧度/透气度及吸液高度/白度及不透明度分别呈下降/上升/下降/上升趋势。通常钛白粉用量选择 30% 较为合适
PAE 用量	干湿紧度/紧度/透气度及吸液高度	随 PAE 用量提升, 纸张干湿强度/紧度/透气度及吸液高度分别呈先上升后下降/上升/下降趋势。通常 PAE 用量保持 2.0%-2.5% 较为合适
CPAM 用量	干湿强度/透气度及吸液高度	随 CAPM 用量提升, 纸张干湿强度/透气度及吸液高度均呈上升趋势, 通常 CAPM 适宜用量为 0.06%
钛白粉/高岭土复合物替代钛白粉用量	干湿强度/紧度/透气度及吸液高度/白度及不透明度	随钛白粉/高岭土复合物对钛白粉替代量上升, 纸张干湿强度/紧度/透气度及吸液高度分别呈上升/上升/下降/趋势, 且由于钛白粉/高岭土复合物的遮盖力低于钛白粉的白度与遮盖力, 会导致纸张白度及不透明度下降
不同干燥方式	干湿强度/透气度及吸液高度/白度及不透明度	干燥方式主要包括压榨+真空干燥/真空干燥/压榨+平板干燥/平板干燥四类。纸张强度: 压榨+真空干燥/平板干燥时纸张的强度分别达到最大/最小, 压榨+平板干燥时纸张强度提升明显, 表明压榨对纸张强度贡献较大; 吸液高度: 平板干燥时纸张紧度迅速变小, 透气度及吸液高度明显增大: 达到其它干燥方式的 4-6 倍; 白度及不透明度: 不同干燥方式对纸张光学性能影响较小。考虑到压榨增加生产成本, 综合来看, 真空干燥方式较为适宜

资料来源: 《影响装饰原纸性能的因素及复合钛白粉应用研究》, 国盛证券研究所

4) 下游人造板渗透率有望持续提升。人造板利用天然木材加工过程中产生的边角碎料(刨花/木屑/木片等)添加胶粘剂压制而成, 造 1 立方米纤维板约需 2.5~3 立方米的木材, 可代替 3 立方米锯材或 5 立方米原木, 因此在我国人均林木资源有限背景下, 人造板符合环保大趋势。此外, 人造板通过改变天然木材纤维排列的方向性, 不易干缩或湿胀变形, 物理性能稳定, 幅面宽、结构性好, 尤其适用于制作板式和定制家具, 对原木家居具备良好替代性。根据鱼珠国际木材市场数据, 2019-2021 年胶合板/中纤板/刨花板均价分别为 0.21/0.21/0.12 万元/立方米, 但进口榉木/进口红胡桃/国产水曲柳均价则达 0.43/0.37/0.57 万元/立方米, 人造板相较实木拥有显著价格优势, 预计未来在家居应用中渗透率持续提升, 带动装饰原纸需求增长。

图表 73: 人造板价格低于实木锯材(单位: 元/立方米)



资料来源: Wind, 鱼珠国际木材市场, 国盛证券研究所

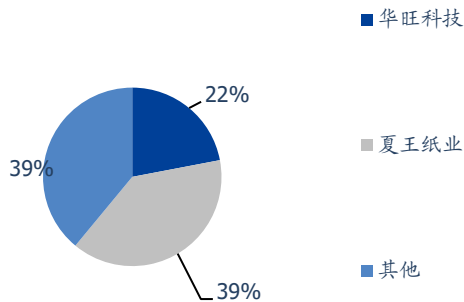
图表 74: 板式家具及实木家具综合对比

	材料成型方式	价格	优点	缺点
板式家具 (人造板)	利用加工后的木质单元材料添加胶粘剂压制而成	适中 (大众市场)	材质均匀、密度高、物理性能稳定; 木材综合利用率高, 节省林木资源耗用 不易变形, 抗弯性和韧性好(胶合板); 易加工, 可塑性大(纤维板); 横向承重力好, 耐潮、污染, 耐老化, 成本低 (刨花板)	胶层老化、长期承载能力较差, 通常使用期限较短; 易挥发甲醛等有害气体
实木家具 (实木锯材)	按一定规格切割原木直接而成的板材制成	较高 (高端市场)	美观度高, 触感好; 使用期限长; 不存在甲醛释放, 更加环保	稳定性差, 不易造型, 可能出现板材变形、开裂等问题

资料来源: 《2018 中国人造板产业情况与前景分析》, 华经产业研究院, 中木商网, 国盛证券研究所

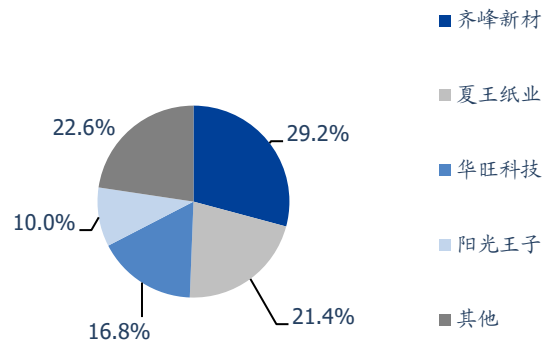
竞争格局优异, 有望加速整合。我国装饰原纸企业共有 20 余家, 受技术壁垒和产能限制, 市场份额较为集中, 根据我们按销量口径测算, 2021 年行业 CR3 高达 67.4%, 其中齐峰/夏王/华旺市占率分别为 29.2%/21.4%/16.8%。此外, 由于头部企业工艺技术领先, 中高端产品领域集中趋势更为显著, 夏王/华旺在中高端领域市场份额分别高达 39%/22%。展望未来, 行业合计新增产能仍有 32 万吨, 主要系龙头加速抢占市场份额。中期来看, 伴随下游家具厂商份额逐步集中, 强强联合, 成长性仍值得期待。

图表 75: 中高端装饰原纸竞争格局



资料来源: 华经情报网, 国盛证券研究所

图表 76: 装饰原纸竞争格局 (按销量统计)



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

图表 77: 头部装饰原纸企业产能数据 (单位: 万吨)

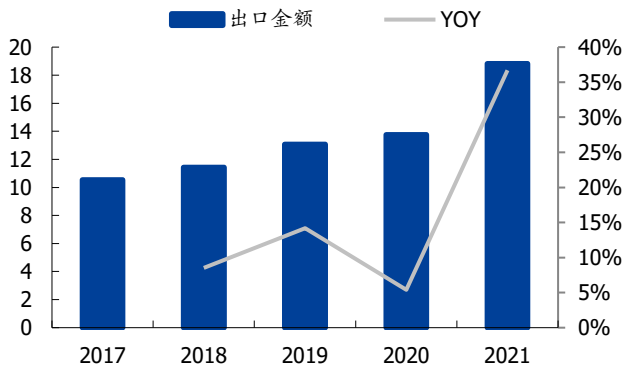
	2020	2021	2022E	2023E
华旺科技	15	22	27	35
夏王纸业	28	32	32	32
齐峰新材	44	46	46	46
阳光王子	12	12	12	36

资料来源: 各公司官网, 各公司年报, 仙鹤跟踪评级报告, 国盛证券研究所

3.2 海外：需求稳定增长，出海逻辑顺畅

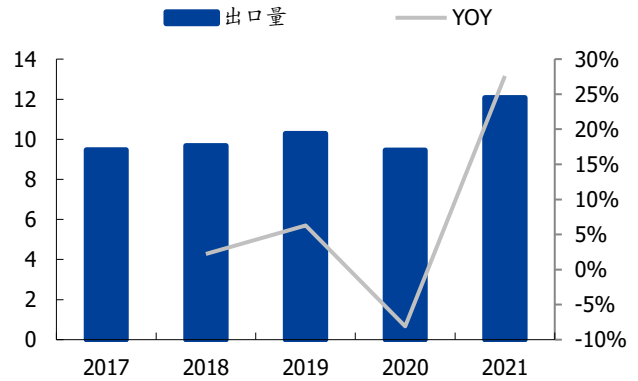
全球装饰原纸市场规模稳定提升，中国企业把握出口机遇。2016-2021 年全球装饰原纸市场规模从 168.1 亿元上升至 194.5 亿元（CAGR 为 3.0%），伴随新兴国家城镇化率提升及全球经济发展，根据 Prof Research 预测，2026 年全球规模有望达到 209.4 亿元，2021-2026 年 CAGR 为 1.4%。中国装饰原纸企业凭借成本优势稳抓历史机遇，积极扩展海外市场。根据海关总署数据，2017-2021 年我国出口装饰原纸数量从 9.5 万吨增长至 12.1 万吨（CAGR 为 6.3%），出口金额从 10.5 亿元增长至 18.8 亿元（CAGR 为 15.6%）。此外，受益于各龙头坚持研发创新，国内产品品质稳步提升，逐步走出“低价”陷阱，单吨出口金额从 11114.5 元/吨提升至 15572.1 元/吨。

图表 78：装饰原纸出口金额（单位：亿元）及同比



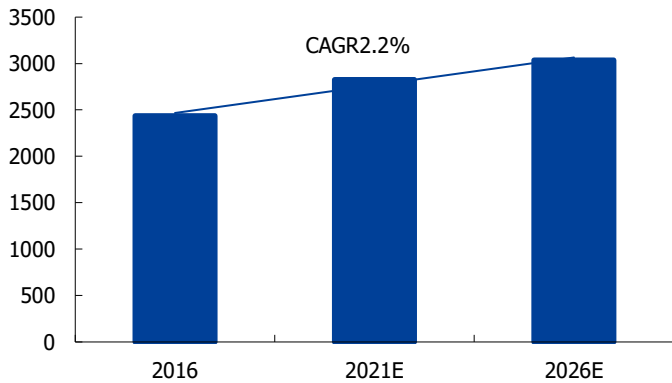
资料来源：海关总署，国盛证券研究所

图表 79：装饰原纸出口销量（单位：万吨）及同比



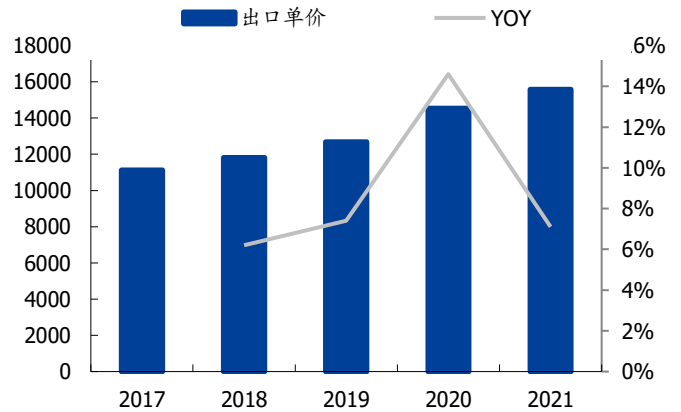
资料来源：海关总署，国盛证券研究所

图表 80：全球装饰原纸市场规模（单位：百万美元）



资料来源：Proresearch，国盛证券研究所

图表 81：装饰原纸出口单价（单位：元）



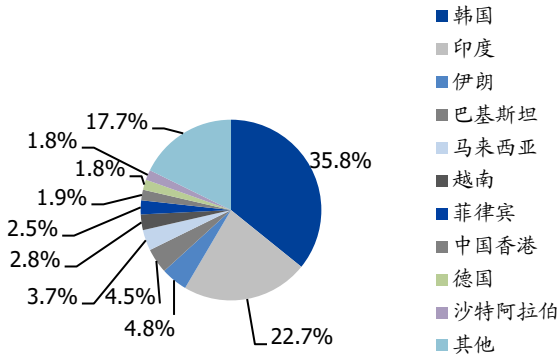
资料来源：海关总署，国盛证券研究所

东南亚为主要出口目的地，欧洲出口份额增加。

- ▶ **东南亚：**2017 年我国装饰原纸主要出口目的地为东南亚各国，主要系新兴市场经济高速发展，带动装饰原纸需求扩张。以印度为例，2010-2021 年印度人均 GDP 由 1415.1 美元上升至 2318.4 美元（CAGR 为 4.6%），其中建筑业 GDP 由 6208.2 亿卢比上升至 16375.1 亿卢比（CAGR 为 9.2%），国民收入提高带动住房改善和装饰装修需求扩张，为我国装饰原纸出口带来机会。此外，印度等国城镇化率仍有较大提升空间，预计未来可长期贡献增量。

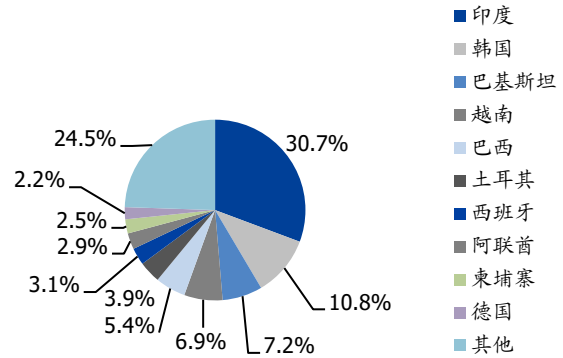
➤ **欧洲：**近年来受疫情&全球供应链影响，欧洲原材料&人工成本高企，我国装饰原纸企业受益于供应链优势，快速抢占欧洲市场份额。截止 2021 年，前十大装饰原纸出口目的地中已有 3 个欧洲国家，相较 2017 年新增西班牙与土耳其。我们认为，目前俄乌冲突导致全球资源品价格高企，欧洲多个纸厂宣布停产；我国龙头企业产品性能已接近国际水平且逐步与下游客户建立粘性，并且供应链稳定&成本优势有望长期延续，预计未来欧洲市场布局有望加速。

图表 82: 2017 年国产装饰原纸出口格局 (销量口径)



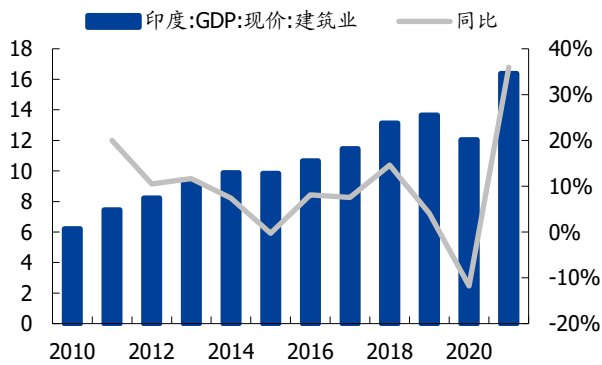
资料来源：海关总署，国盛证券研究所

图表 83: 2021 年国产装饰原纸出口格局 (销量口径)



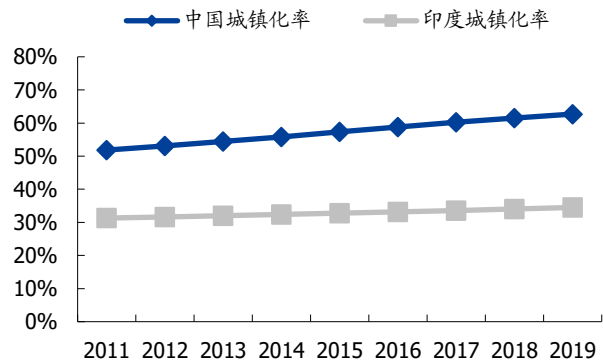
资料来源：海关总署，国盛证券研究所

图表 84: 2010-2021 印度建筑业 GDP (单位: 万亿印度卢比)



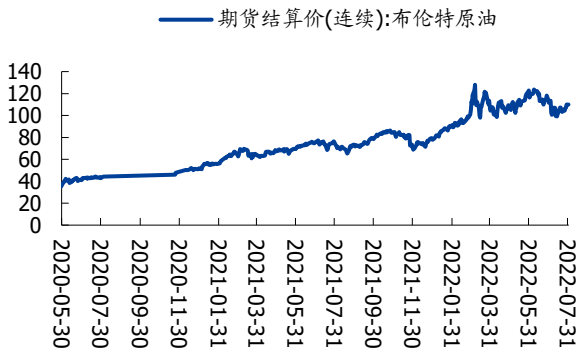
资料来源：印度统计局，Wind，国盛证券研究所

图表 85: 印度城镇化率提升空间巨大



资料来源：国家统计局，华经产业研究院，国盛证券研究所

图表 86: 布伦特原油价格 (单位: 美元/桶)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 87: WTI 原油价格 (单位: 美元/桶)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 88: 欧洲装饰原纸生产商

序号	公司名称 (所属国家)	公司简介	主要产品	营业收入
1	Ahlstrom-Munksjö (奥斯龙-明斯克, 芬兰)	Ahlstrom 成立于 1851 年, 2017 年与瑞典特种纸公司 MunksjöOyj 合并, 总部位于芬兰赫尔辛基, 主要提供基于纤维材料的产品解决方案。目前, 公司员工超过 8000 人, 在全球 14 国家/地区拥有 45 个工厂。其中装饰原纸业务部员工约 1200 人, 在德国、西班牙、法国、巴西和中国拥有 6 个生产基地, 装饰原纸年产能约 25 万吨	装饰原纸 (包括印刷原纸、预浸渍纸、LPL/HPL 纸种、平衡纸、封边纸、耐磨纸、Resin-Gard®饱和纸等)、食品包装纸、医疗用纸、工业用纸、离型纸、热转印纸、过滤纸等多种特种纸以及胶带、背衬材料、汽车内饰件等	35亿美元 (2021) 其中装饰原纸业务年销售净额约 5.7 亿美元
2	Schoeller Technocell GmbH (特西诺采, 德国)	公司成立于 1895 年, 总部位于德国奥斯纳布吕克, 主要从事各类特种纸的研发、生产和销售业务。目前, 公司员工超过 3700 人, 在全球 4 个大洲拥有 11 个生产基地, 年产能超过 45 万吨	装饰原纸 (包括 LPL/HPL 纸种, 印刷原纸、预浸渍纸、Resin-saving®饱和纸、封边纸数码印刷纸等)、食品包装纸、热转印纸、离型纸等	10.47 亿美元
3	Koehler Paper (科勒, 德国)	公司创立于 1807 年, 总部位于德国奥伯基希, 主要从事特种纸以及纸质产品的研发、生产和销售。目前, 公司员工约 2500 人, 在德国境内拥有 5 个生产基地, 年产能超过 50 万吨 (包括特种纸和纸板), 客户遍及全球 120 个国家/地区	装饰原纸 (包括印刷原纸、素色原纸、封边纸、耐磨原纸等)、文化纸、食品包装纸、数码印刷纸、再生纸、无碳复写纸等	9.4 亿美元 (2020)
4	malta décor (波兰)	公司于 1925 年生产出第一台造纸机, 总部位于波兰波兹南, 主要从事装饰原纸的研发、生产和销售。目前, 公司员工超过 300 人, 在波兰拥有 2 个生产基地和 5 台纸机, 年产能超过 10 万吨, 客户遍及欧洲、亚洲、北美等超过 17 个国家	装饰原纸 (包括可印刷装饰原纸和素色装饰原纸)	2.1 亿美元 (2020)

资料来源: 各公司官网, dnb, zoominfo, 英为财经, 国盛证券研究所; 注: 1) 最近一期可确认营收按对应年度最后一个交易日的汇率统一换算为美元;

4 盈利预测与估值

4.1 核心假设与盈利预测

1) 装饰原纸: 综合考虑公司产能投放, 原材料成本, 国内地产承压及出口比例提升等因素, 结合历年产能利用率/产销率相关指标, 预计 2022-2024 年公司装饰原纸业务收入增速分别为: 23.7%、18.9%、16.3%; 其中可印刷装饰原纸业务收入增速为: 25.2%、19.9%、17.0%; 素色装饰原纸业务收入增速为: 8.6%、6.6%、7.4%;

2) 木浆贸易业务: 考虑 2022 年至今木浆价格维持高位, 结合下半年浆价下行, 预计 22-24 年木浆贸易业务收入增速分别为: 17.0%、16.0%、10.0%。

图表 89: 收入拆分

单位: 百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1611.98	2,940.19	3,584.32	4,233.61	5,067.86
YOY(%)	-2.54%	82.40%	21.91%	18.11%	19.71%
营业成本	1,216.24	2,297.53	2,821.86	3,251.47	3,897.80
毛利率(%)	24.55%	21.86%	21.27%	23.20%	23.09%
装饰原纸					
营业收入	1,305.58	2,157.07	2,668.72	3,172.66	3,689.82
YOY(%)	-8.14%	65.22%	23.72%	18.88%	16.30%
营业成本	927.15	1,606.37	2,019.18	2,321.28	2,673.93
毛利率(%)	28.99%	25.53%	24.34%	26.83%	27.53%
业务收入比例(%)	80.99%	73.36%	74.46%	74.94%	72.81%
产量(万吨)	14.20	20.71	24.79	29.44	40.00
销量(万吨)	13.85	20.25	24.19	29.10	39.00
单价(元/吨)	9,429.66	10,654.26	11,032.32	10,903.75	9,461.07
吨毛利(元)	2,733.24	2,720.03	2,685.15	2,926.01	2,604.84
其中: 可印刷装饰原纸					
营业收入	1,145.66	1,965.65	2,460.86	2,951.09	3,451.85
YOY(%)	-10.65%	71.57%	25.2%	19.9%	17.0%
营业成本	814.50	1,465.19	1,862.87	2,160.20	2,502.59
毛利率(%)	28.91%	25.46%	24.30%	26.80%	27.50%
业务收入比例(%)	71.07%	66.85%	68.66%	69.71%	68.11%
产量(万吨)	12.75	19.25	23.21	27.72	33.13
销量(万吨)	12.45	18.81	22.63	27.42	32.56
单价(元/吨)	9,198.48	10,451.46	10874.32	10762.54	10601.52
吨毛利(元)	2658.88	2660.94	2,642.46	2,884.36	2,915.42
其中: 素色装饰原纸					
营业收入	159.92	191.42	207.86	221.57	237.96
YOY(%)	15.01%	19.70%	8.59%	6.60%	7.40%
营业成本	112.65	141.10	156.31	161.08	171.33
毛利率(%)	29.56%	26.29%	24.80%	27.30%	28.00%
业务收入比例(%)	9.92%	6.51%	5.80%	5.23%	4.70%
产量(万吨)	1.45	1.46	1.58	1.72	1.87
销量(万吨)	1.39	1.44	1.56	1.68	1.82
单价(元/吨)	11,500.34	13,305.44	13324.32	13212.54	13051.52
吨毛利(元)	3,399.33	3,498.00	3,304.43	3,607.02	3,654.43
木浆贸易					
营业收入	295.79	749.99	877.49	1,017.89	1,119.68
YOY(%)	32.02%	153.56%	17.00%	16.00%	10.00%

营业成本	281.65	660.67	772.19	895.74	1,030.10
毛利率(%)	4.78%	11.91%	12.00%	12.00%	8.00%
业务收入占比(%)	18.35%	25.51%	24.48%	24.04%	22.09%
其他					
营业收入	10.61	33.14	38.11	43.06	258.36
YOY(%)	22.66%	212.31%	15.00%	13.00%	500.00%
营业成本	7.44	30.49	30.49	34.45	193.77
毛利率(%)	29.89%	7.98%	20.00%	20.00%	25.00%
业务收入占比(%)	0.66%	1.13%	1.06%	1.02%	5.10%

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

4.2 投资评级

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 35.8 亿元、42.3 亿元、50.7 亿元, 同比增长 21.9%、18.1%、19.7%, 归母净利润 5.0 亿元、6.5 亿元、7.6 亿元, 同比增长+12.4%、28.3%、18.1%, 对应 PE 估值分别为 13.1X、10.0X、8.6X。横向比较特种纸全领域布局的仙鹤股份以及五洲特纸, 对标 2022 年平均估值 16.0X。考虑到公司装饰原纸募投产能持续释放, 积极布局消费赛道, 盈利稳定性强, 产能扩张有序且顺利开拓海外市场, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 90: 盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,612	2,940	3,584	4,234	5,068
YOY	-2.5	82.4	21.9	18.1	19.7
归母净利润(百万元)	260	449	504	647	764
YOY	52.2	72.5	12.4	28.3	18.1
EPS(元)	0.78	1.35	1.52	1.95	2.30
净资产收益率	11.6	17.5	17.3	18.6	18.5
PE	25.2	14.6	13.0	10.1	8.6
PB	3.0	2.6	2.3	1.9	1.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 91: 可比公司 Wind 一致 PE

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
仙鹤股份	26.21	19.29	20.62	14.84	12.06
五洲特纸	17.54	16.64	11.33	9.32	7.42
平均	21.87	17.97	15.98	12.08	9.74

资料来源: Wind, 国盛证券研究所(取自 2022 年 8 月 19 日 Wind 一致预期)

风险提示

原材料价格波动风险。主要原材料木浆采购自巴西，受国际大宗市场周期性波动影响较大，木浆价格 2022 年至今居高不下，若未来浆价持续高位，将对公司盈利能力产生负面影响。

地产修复不及预期。装饰原纸主要应用于家居装饰装修，受地产周期性波动影响较大，若国内房地产市场需求复苏不及预期，可能导致装饰原纸需求下滑，对公司经营产生不利影响。

产能释放不及预期。若产能释放不及预期，将制约公司业绩增长。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com