

华旺科技 (605377.SH)

买入 (首次评级)

出海扬帆空间广阔，多元布局行稳致远

当前价格: 12.00元

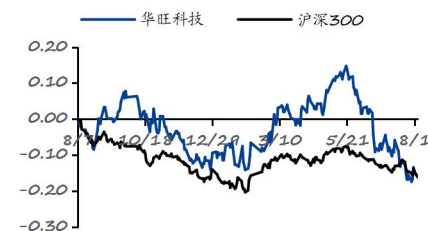
投资要点:

基本数据

► **中高端装饰原纸龙头格局稳定，多元布局行稳致远。**伴随近年装饰原纸行业的快速蓬勃发展，高端化装饰原纸需求持续增长。根据 QY Research，2022 年全球高端装饰原纸销售额约 35.15 亿美元。目前我国中高端装饰原纸行业形成了以齐峰新材、夏王纸业、华旺科技三家领先的格局，2022 年 CR3 (销量计) 超 70%。公司生产兼具规模化与精细化优势，产业链议价能力强，营运效率较高，远期具备食品、医疗包装特种纸产能储备，多元化布局发展。

总股本/流通股(百万股)	464.74/464.70
流通 A 股市值(百万元)	5,576.46
每股净资产(元)	12.51
资产负债率(%)	28.04
一年内最高/最低价(元)	24.41/11.63

一年内股价相对走势



► **出海定位中高端，短期贸易政策扰动影响有限，长期空间广阔。**公司近年积极拓展海外市场，持续提升外销占比。2017-2023 年外销收入 CAGR 达 26.6%，外销占比由 2017 年的 13.6% 升至 2023 年的 25.1%。近期欧盟对我国装饰原纸进行反倾销调查，我们认为对公司整体影响有限，远期或利好头部优质公司出海：1) 2023 年欧盟销量占公司总体装饰原纸销量低于 5%，且调查期较长，对短期业绩影响较小；2) 公司坚持中高端定位，外销产品不存在低价倾销的现象；3) 借鉴印度反倾销调查结果，公司通过申诉等积极应对措施，可进一步降低影响。公司出海以东南亚和欧洲为主，一方面受益东南亚基建、人均消费能力高速增长所拉动的需求扩张，另一方面欧洲成熟市场拥有较好的盈利能力，且伴随本土厂商份额下滑，潜在市场份额提升空间较大。

团队成员

分析师: **李宏鹏**(S0210524050017)
lhp30568@hfzq.com.cn
分析师: **汪浚哲**(S0210524050024)
wjz30579@hfzq.com.cn

相关报告

► **稳健经营穿越周期，分红提升凸显长期投资价值。**重视投资者回报，2020 年-2022 年，公司累计向投资者分配现金红利 4.7 亿元，以现金方式回购股份金额 5,717.49 万元。2023 年公司分红比例达 64.4%，领先于可比公司。2024 年 3 月，公司发布《关于收到董事长 2023 年度及 2024 年内现金分红提议暨公司“提质增效重回报”行动方案的公告》，提议公司实行稳定现金分红、适时股份回购、适度增加分红频次。

► **盈利预测与投资建议。**预计公司 2024-2026 年收入 CAGR 为 12.5%，归母净利润 CAGR 为 14.9%，EPS 分别为 1.37/1.55/1.82 元。采用可比公司估值法，2024 年可比公司平均 PE 倍数为 14 倍。公司作为中高端装饰原纸龙头经营稳健、长期品类和区域扩张成长空间广阔，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

国际贸易环境变化的风险、市场需求波动风险、原材料价格大幅波动风险、市场竞争加剧风险。

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3,436	3,976	4,634	5,374	5,863
增长率	17%	16%	17%	16%	9%
净利润 (百万元)	467	566	638	722	844
增长率	4%	21%	13%	13%	17%
EPS (元/股)	1.01	1.22	1.37	1.55	1.82
市盈率 (P/E)	11.9	9.9	8.7	7.7	6.6
市净率 (P/B)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



正文目录

1 装饰原纸领军企业，出海扬帆成长可期.....	4
2 出海定位中高端，长期成长空间广阔.....	5
3 格局持续优化，多元布局行稳致远.....	8
3.1 装饰原纸行业需求稳定增长，中高端格局更优.....	8
3.2 头部企业扩张有望加速集中，公司多元产能布局推进.....	10
3.3 规模化与精细化生产，运营效率领先.....	12
4 稳健经营穿越周期，分红提升凸显长期投资价值.....	14
5 盈利预测与投资建议.....	14
5.1 盈利预测.....	14
5.2 投资建议.....	15
6 风险提示.....	16

图表目录

图表 1: 公司主要业务介绍.....	4
图表 2: 公司分业务营收及增速.....	4
图表 3: 公司分业务毛利率.....	4
图表 4: 公司装饰原纸内外销营收占比.....	5
图表 5: 公司外销营收及增速.....	5
图表 6: 2021 年主要国家及地区人均森林面积.....	5
图表 7: 印度人均 GDP (美元).....	6
图表 8: 印度建筑业季度 GDP (千万印度卢比).....	6
图表 9: 奥斯龙明士克装饰原纸收入及增速.....	6
图表 10: 奥斯龙明士克装饰原纸 EBITDA 利润率.....	6
图表 11: 公司 2020 年之前外销地区分布.....	7
图表 12: 公司装饰原纸内外销毛利率对比.....	7
图表 13: 我国人造板产量及增速.....	9
图表 14: 我国装饰原纸销量及增速.....	9
图表 15: 全球高端装饰原纸市场销售额及增速.....	9
图表 16: 不同类型高端装饰原纸市场份额 (2022).....	10
图表 17: 不同应用高端装饰原纸市场份额 (2022).....	10
图表 18: 2022 年我国装饰原纸市场份额 (销量计).....	10
图表 19: 2023 年主要装饰原纸公司产能.....	10
图表 20: 主要装饰原纸企业产能.....	11
图表 21: 公司历年产能、产量、产能利用率.....	11
图表 22: 公司历年装饰原纸吨纸价、吨毛利.....	11
图表 23: 我国医疗包装原纸产量及增速.....	12
图表 24: 我国食品包装特种纸产量及增速.....	12
图表 25: 可比公司医疗和食品包装原纸吨纸价 (元/吨).....	12
图表 26: 可比公司医疗和食品包装原纸毛利率.....	12
图表 27: 公司研发费用率处于行业上游.....	12
图表 28: 公司技术人员占比 (%) 较高.....	12
图表 29: 可比公司应收账款周转率.....	13
图表 30: 可比公司应付账款周转率.....	13

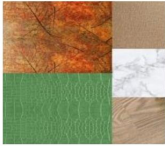




图表 31: 公司上市以来分红比例	14
图表 32: 可比公司 2020-2023 年分红比例	14
图表 33: 公司业绩拆分预测表	15
图表 34: 公司上市以来 PE Band	16
图表 35: 公司上市以来市值走势	16
图表 36: 可比公司估值表	16
图表 37: 财务预测摘要	18

1 装饰原纸领军企业，出海扬帆成长可期

公司专注于中高端装饰原纸领域，提供卓越性能的装饰原纸“一站式”综合解决方案，依靠进口欧洲先进装饰原纸产线，研发能力及生产技术处于全球领先水平，持续稳固提升在中高端市场的占有率。公司旗下各类装饰原纸品种多达 500 余个，当前拥有两大生产基地，分别位于杭州和马鞍山，截至 2023 年，公司合计产能约为 35 万吨，在装饰原纸领域内规模位于全国第三。

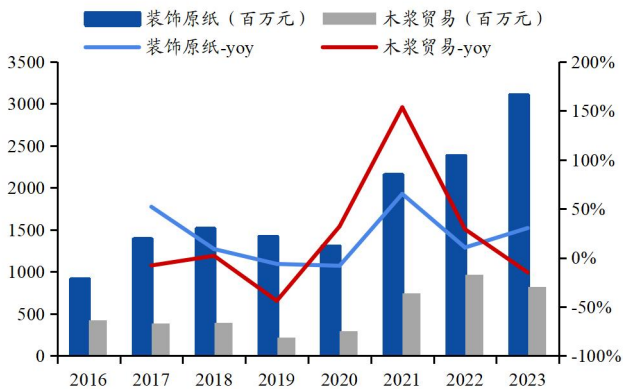
图表 1: 公司主要业务介绍

业务类型	产品分类	产品应用图片	产品特点
装饰原纸业务	可印刷装饰原纸		产品说明: 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 产品应用: 在印刷时，可根据个性化的需求印制各类图纹，如：皮纹、布纹、烤漆、石纹、木纹等，色彩图纹丰富，仿真性高
	素色装饰原纸		产品说明: 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 产品应用: 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	木浆贸易		产品说明: 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 产品应用: 主要用于造纸工业

数据来源：公司年报，华福证券研究所

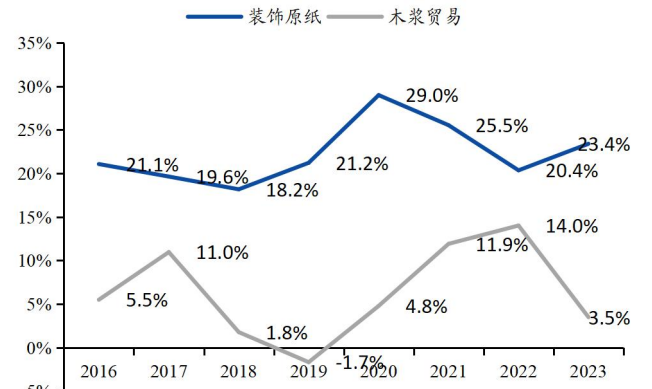
装饰原纸营收稳健增长，2023 年营收占比 78.1%。公司装饰原纸与木浆贸易营收占比基本为 8:2，近年来随产能逐渐释放，公司装饰原纸营收持续增长，2023 年公司装饰原纸收入 31.07 亿元，同比+30%。盈利能力方面，公司装饰原纸毛利率近年来维持 20%及以上，毛利率波动受原材料木浆价格波动影响较大，如 2022 年浆价高位，公司木浆贸易毛利率达到 14%，而装饰原纸毛利率仅为 20.4%。

图表 2: 公司分业务营收及增速



数据来源：wind，公司年报，华福证券研究所

图表 3: 公司分业务毛利率

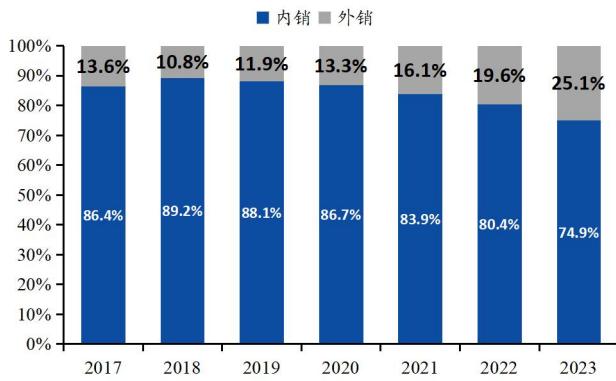


数据来源：wind，公司年报，华福证券研究所

装饰原纸外销增长亮眼，占比持续提升。公司近年来积极拓展海外市场，持续提升装饰原纸外销占比。公司装饰原纸外销主要市场为欧洲及东南亚等地区。2017-2023 年公司外销收入 CAGR 达 26.6%，装饰原纸外销占比由 2017 年的 13.6%

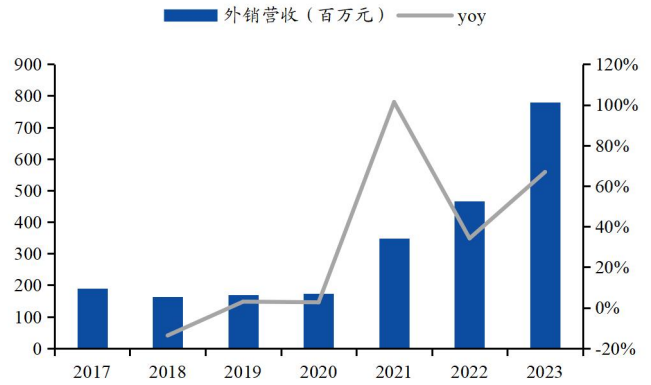
提升至 2023 年的 25.1%。

图表 4: 公司装饰原纸内外销营收占比



数据来源: wind, 公司年报, 华福证券研究所

图表 5: 公司外销营收及增速



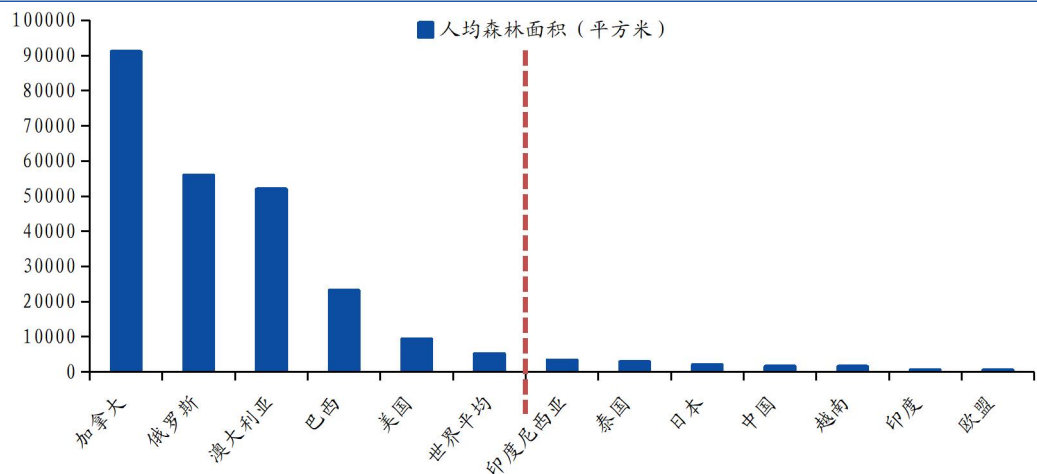
数据来源: wind, 公司年报, 华福证券研究所

2 出海定位中高端，长期成长空间广阔

公司产品定位中高端，产品在耐晒、耐磨、稳定性和印刷性能等方面具有良好的表现性，更有效地满足下游客户对匀度、遮盖力、纸张强度等高性能要求。同时，公司拥有多品种多型号中高端装饰原纸生产能力，可为客户提供高性能装饰原纸“一站式”整体解决方案，快速协同客户需求，满足市场对产品的多元化和定制化需求。

无论是高速发展的东南亚市场，或成熟稳定的欧洲市场，人均森林面积均低于世界平均水平，人造板应用更为广泛，继而推动装饰原纸的需求增长。未来公司的竞争优势持续凸显。具体来看：

图表 6: 2021 年主要国家及地区人均森林面积



数据来源: 世界银行, 欧盟统计局, CEIC, 联合国, 华福证券研究所

(1) 东南亚市场: 以印度为例，近年来印度经济增速较快。根据 wind，印度人均 GDP 由 2000 年的 442.04 美元提升至 2023 年的 2484.85 美元，CAGR 为 7.8%，反



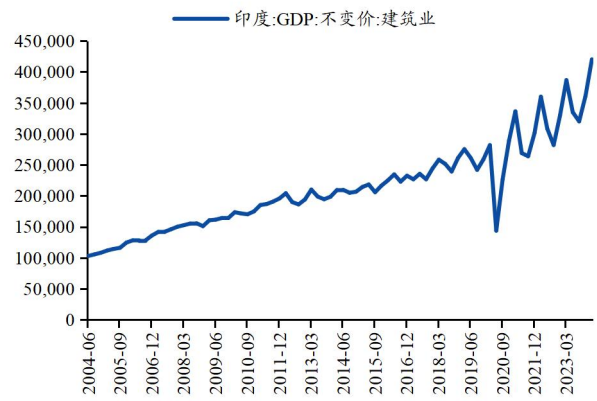
映出国民收入水平与消费能力的不断提升；在建筑产业，根据 wind，印度建筑业 GDP 增速迅猛，截至 24Q1，印度建筑业 GDP 达 42009 亿印度卢比，同比+8.7%。作为人口大国，印度国民经济与建筑产业的快速发展拉动了家具产业、建材装饰等相关产业发展。

图表 7: 印度人均 GDP (美元)



数据来源: 世界银行, wind, 华福证券研究所

图表 8: 印度建筑业季度 GDP (千万印度卢比)



数据来源: 印度统计局, wind, 华福证券研究所

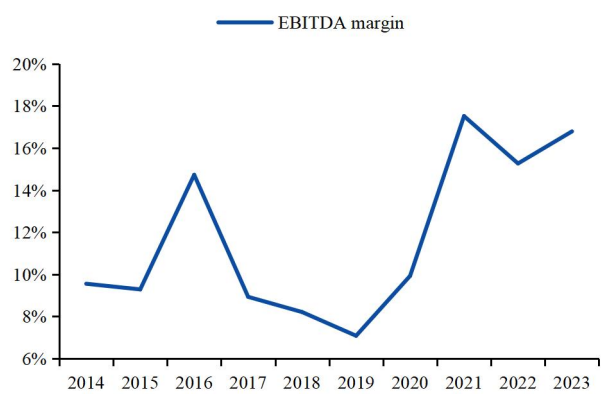
2) 欧洲地区: 欧洲森林资源较少, 故建筑、家具板材偏好于人造板。欧洲装饰原纸起步较早, 工艺及产量均处于世界前列, 也诞生了一批诸如德国夏特、瑞典明士克等国际知名的装饰纸企业。近年来传统欧洲市场企业受地缘冲突、原料及能源成本波动影响, 竞争力有所下滑, 营收规模有所收窄。以奥斯龙明士克为例, 公司装饰纸业务 (Decor) 营收近年来增速乏力, 2023 年公司装饰原纸板块收入约 2.94 亿欧元, 同比-14.6%。2018-2023 年营收 CAGR 为-8.23%; 但另一方面仍能保持较高的盈利能力, 2023 年奥斯龙明士克装饰原纸的 EBITDA 利润率为 16.79%。

图表 9: 奥斯龙明士克装饰原纸收入及增速



数据来源: 奥斯龙明士克公司年报, 华福证券研究所; 注:2022 年开始公司营收划分装饰原纸变更为建筑装饰材料

图表 10: 奥斯龙明士克装饰原纸 EBITDA 利润率



数据来源: 奥斯龙明士克公司年报, 华福证券研究所; 注:2022 年开始公司营收划分装饰原纸变更为建筑装饰材料

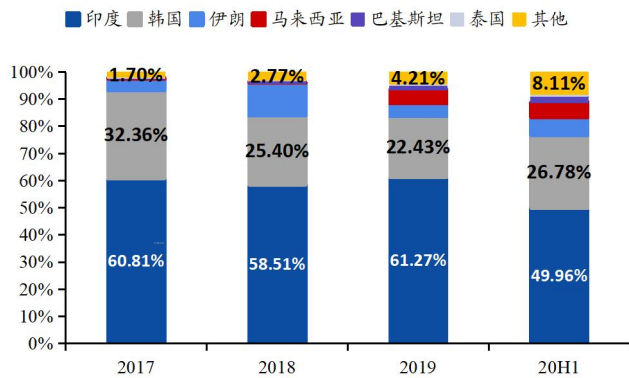
综合来看, 公司出海市场定位东南亚和欧洲, 一方面可以受益东南亚基建、人均消费能力高速增长所拉动的需求扩张, 另一方面欧洲成熟市场拥有较好的盈利能力, 且伴随本土厂商份额 (营收) 下滑, 公司潜在市场份额提升空间较大。



3) 贸易政策扰动：坚持中高端定位，反倾销影响有限。公司坚持中高端产品定位，根据公司招股说明书，2020年之前，公司主要出口为东南亚、韩国、中东等亚洲区域，印度、韩国占比较高，2019年对两国的出口比例合计超80%，其中印度超60%。从盈利表现来看，以上述国家及地区为主的出口毛利率与国内相比基本一致或略高于国内，从侧面印证公司在新兴发展中国家采取的依旧是中高端路线。

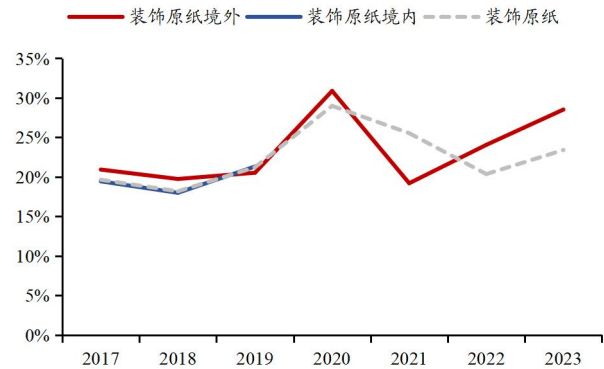
随公司产能逐渐释放，公司也逐渐开拓欧洲等发达、成熟的海外市场。根据奥斯龙明士克利润率走势可知（图表10），2020年起欧洲等成熟市场盈利能力较好。公司持续开拓欧洲等发达市场，产品定位中高端，一定程度上提升了公司的外销盈利能力，2022-2023年，公司境外装饰原纸毛利率分别为24.1%/28.5%，较公司装饰原纸综合（包括国内、国外）毛利率高出3.7pct/5.1pct。

图表 11：公司 2020 年之前外销地区分布



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

图表 12：公司装饰原纸内外销毛利率对比



数据来源：公司招股说明书，公司年报，wind，华福证券研究所

欧盟对我国装饰原纸进行反倾销调查，预计对公司整体影响有限，远期或利好头部优质公司出海。2024年6月14日，欧盟委员会发布公告称，应欧洲四家装饰纸生产商于2024年5月2日提出的申请，欧盟委员会对原产于中国的装饰纸（DecorPaper）发起反倾销调查。反倾销调查必须在12-14个月内完成。这意味着最迟必须在2025年8月中旬做出最终决定。初步措施可在7-8个月内推出。

我们认为该反倾销调查对公司影响有限，具体来看：

1) 公司在欧盟区域外销量占比较小，且调查期较长，对短期业绩影响有限。公司2023年装饰原纸外销营收占总收入比例为25.1%。根据投资者互动平台公开信息，2023年欧盟地区销量占公司总体装饰原纸销量低于5%，占比较低。故对于公司短期的整体业绩表现影响较小；

2) 公司坚持中高端定位，外销产品价格优势不明显。反倾销调查一般针对进口商品以较低价格进行销售继而侵害所在国相关产业发展。根据投资者互动平台公开



信息，公司在欧洲区域销售均采用高品质、同价竞争策略，不存在低价竞争；远期来看，若该反倾销调查落地，中小产能或将加速出清，利好头部优质公司出海。

3) 借鉴印度反倾销调查结果，公司通过申诉等积极应对措施，可进一步降低影响。2020年9月30日，印度对原产于或进口自中国的装饰纸启动反倾销调查。2021年12月27日，印度财政部税收局发布通报，决定对中国涉案产品征收110美元/公吨~542美元/公吨的反倾销税。公司联合印度本土客户多次申诉：2022年5月24日，印度财政部税收局发布通报，决定将中国出口商杭州华旺新材料科技股份有限公司的税率由542美元/公吨调整为297美元/公吨。2024年3月28日，印度商工部发布公告称，应中国生产商/出口商杭州华旺新材料科技股份有限公司、印度进口商FakirsonsPapchemPvt.Ltd.、印度层压板制造商协会(ILMA)及其成员（进口商/用户）提交的申请，对原产于或进口自中国的装饰纸（DecorPaper）启动反倾销期间复审调查，审查涉案产品的范围以及重新确定倾销幅度。

公司共进行两轮申诉，第一轮成功降低反倾销税至297美元/公吨，第二轮则联合印度本土客户及行业协会进行再次申诉。税率调低及与下游客户的联合申诉也从侧面印证公司价格优势不明显，且与下游客户关系良好稳定。借鉴印度反倾销调查后公司的应对，看好公司在本轮欧盟反倾销落地后依然能积极应对，将影响降至最低。

3 格局持续优化，多元布局行稳致远

3.1 装饰原纸行业需求稳定增长，中高端格局更优

我国装饰原纸行业的发展整体晚于欧美国家。2000年之前，我国国内装饰原纸主要依靠欧美国家进口，2000年之后，随着我国建筑业的蓬勃发展，家具、地板与木门制造业开始崛起，对人造板基材及其贴面材料的需求不断提升，从而打开了装饰原纸的市场空间。通过引进国外装饰原纸先进的生产技术和管理经验，国内的装饰原纸企业生产规模逐渐扩大，产品品质日益优化。装饰原纸行业出现了较为明显的进口替代效应，进口产品逐渐退出国内市场，国产化率逐步提升。

根据wind，2022年我国人造板产量达3.01亿立方米，2000-2022年人造板产量CAGR达13.1%。根据wind，2023年我国装饰原纸销量达141.07万吨，同比+33.5%，2011-2023年装饰原纸销量CAGR达10.2%。

图表 13: 我国人造板产量及增速



数据来源: 中国林业年鉴, wind, 华福证券研究所

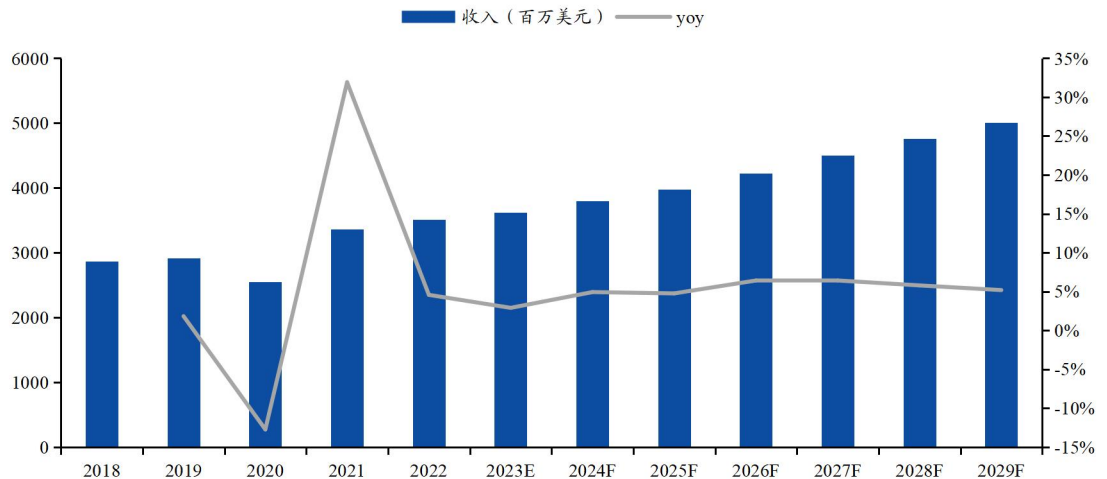
图表 14: 我国装饰原纸销量及增速



数据来源: 中国林产工业协会, wind, 华福证券研究所

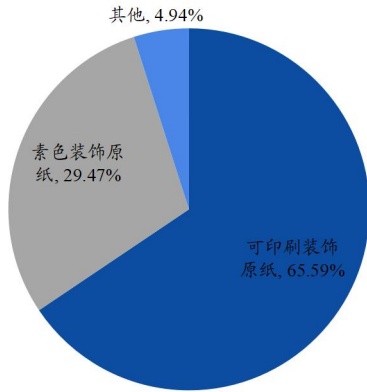
中高端装饰原纸格局更优，份额稳定。伴随着装饰原纸行业的快速蓬勃发展，市场对产品质量指标的要求越来越高，高端化装饰原纸需求持续增长。根据 QY Research, 2022 年全球高端装饰原纸销售额约 35.15 亿美元，预计到 2029 年，全球高端装饰原纸销售额将达到 50 亿美元。目前，按类型来看，可印刷装饰原纸占高端装饰原纸比例最高，约 66%，素色装饰原纸占比约 29%；按应用来看，主要应用于家具（68%）、木门（15%）及地板（11%）。

图表 15: 全球高端装饰原纸市场销售额及增速



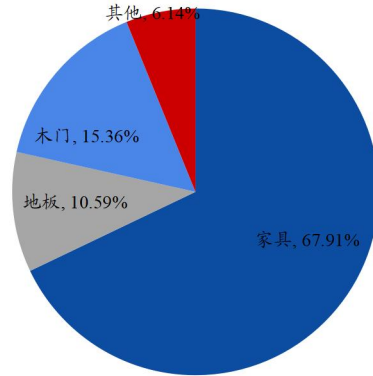
数据来源: QY Research, 华福证券研究所

图表 16: 不同类型高端装饰原纸市场份额 (2022)



数据来源: QY Research, 华福证券研究所

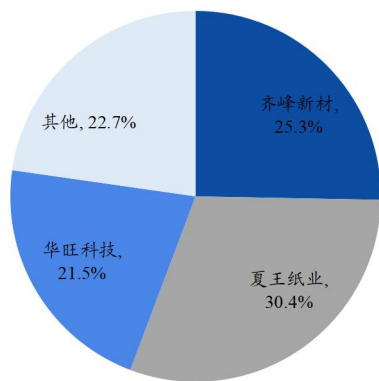
图表 17: 不同应用高端装饰原纸市场份额 (2022)



数据来源: QY Research, 华福证券研究所

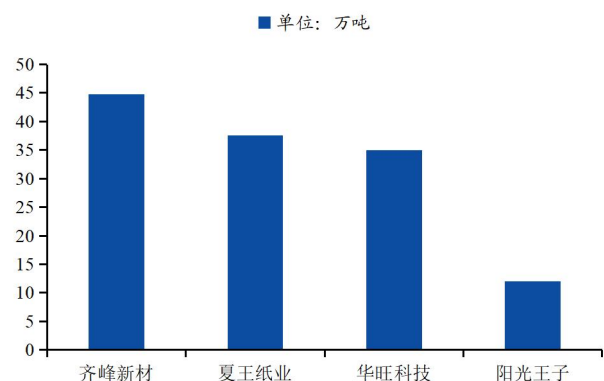
我国大部分装饰原纸生产厂家普遍规模较小, 产品大多为低档装饰原纸且产品同质化、附加值低、质量不稳定, 因此低端市场上形成简单的价格竞争格局; 而高档装饰原纸在国内只有少数具有规模的厂家进行生产, 中高档市场的竞争, 主要体现在产品色牢度、遮盖性、适印性和批量稳定性等方面。经过近几年激烈的市场竞争和产业的快速升级, 逐渐形成了以齐峰新材、华旺科技、夏王纸业为代表的少数具有一定规模的装饰原纸生产企业, 产业集中度逐渐提高。根据各公司公告, 2022 年上述三家合计份额 (销量计) 77.3%, 2023 年齐峰/夏王/华旺产能分别为 45/38/35 万吨。

图表 18: 2022 年我国装饰原纸市场份额 (销量计)



数据来源: 各公司年报, 仙鹤股份可转债评级报告, 齐峰新材定增说明书, 中国林产工业协会, wind, 华福证券研究所

图表 19: 2023 年主要装饰原纸公司产能



数据来源: 各公司年报, 仙鹤股份可转债评级报告, 齐峰新材定增说明书, 投资者互动平台公开信息, 寿光市人民政府, 华福证券研究所

3.2 头部企业扩张有望加速集中, 公司多元产能布局推进

行业新增产能集中于大厂, 未来集中度有望持续提升。近年来头部装饰原纸企业华旺科技、齐峰新材、夏王纸业相继有新产能建设投产, 其中华旺科技 2022 年投产 IPO 募投项目二期 5 万吨, 2023 年投产年产 18 万吨特种纸生产线扩建项目 (一期) 8 万吨, 预计 2024 年二期项目有望建成投产, 届时公司产能将达到 43 万吨。齐峰新材 2022 年在广西启动年产 20 万吨特种纸项目 (一期) 8 万吨建设, 预计 2024 年落



地，达产后装饰原纸产能将达到 53.9 万吨。夏王纸业预计 2024 年也将在湖北基地投产新产线。

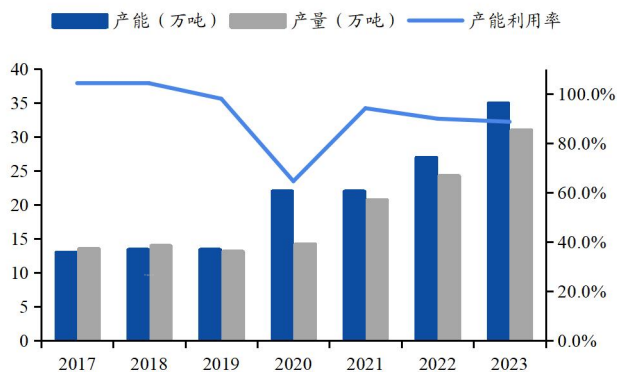
图表 20: 主要装饰原纸企业产能

产能 (万吨)	2020	2021	2022	2023	2024E
华旺科技	22	22	27	35	43
齐峰新材	41.3	41.3	40.9	44.7	53.9
夏王纸业	27.7	31.5	39.0	37.6	产能提升

数据来源: 各公司年报, 投资者互动平台公开信息, 齐峰新材定增说明书, 仙鹤股份历年可转债评级报告, 中安在线, wind, 华福证券研究所

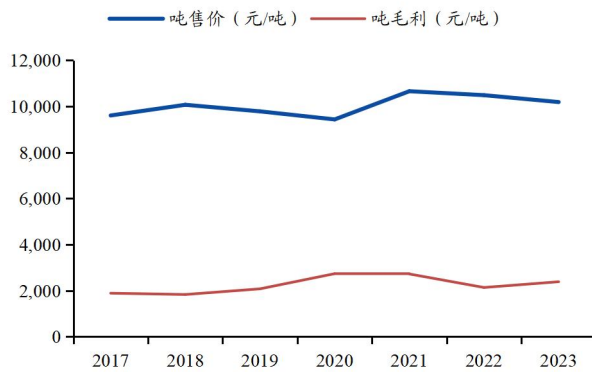
公司产能持续扩张, 吨价基本保持稳定。公司产能由 2017 年的 12.96 万吨提升至 2023 年的 35 万吨, 6 年间产能实现近 2 倍增长, 同时近两年来产能利用率仍维持 80% 以上水平。公司细分产品类别丰富, 提供多样化定制化产品, 不同产品件定价存在一定差异, 随下游采购需求波动, 年均售价也小幅波动但基本保持稳定。

图表 21: 公司历年产能、产量、产能利用率



数据来源: 华旺科技招股说明书, 公司年报, 华福证券研究所

图表 22: 公司历年装饰原纸吨纸价、吨毛利



数据来源: 华旺科技招股说明书, 公司年报, wind, 公司投资者关系活动记录表, 华福证券研究所

远期产能储备丰富, 多元化布局行稳致远。2022 年 7 月, 公司全资子公司马鞍山华旺新材料科技有限公司与马鞍山慈湖高新技术产业开发区管委会区签署《入区协议》, 投资项目名称为“年产 30 万吨高性能纸基新材料项目”。项目总投资 25 亿元, 计划分两期建设, 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 2023 年底拥有 35 万吨装饰原纸产能, 预计马鞍山装饰原纸二期项目投产后到 2024 年底将拥有 43 万吨装饰原纸产能。远期仍有 30 万吨其他高潜品类特种纸产品产能储备, 多元化布局行稳致远。

食品用纸、医疗用纸均为未来增长空间大、盈利能力较好的特种纸。根据恒达新材招股书, 2021 年我国医疗包装原纸产量 23.5 万吨, 同比+11.9%, 2013-2021 年医疗包装原纸产量 CAGR 为 11.6%; 2021 年我国食品包装特种纸产量 267 万吨, 同比+12.9%, 2011-2021 年食品包装特种纸产量 CAGR 为 9.5%。盈利能力方面, 根据恒达新材招股说明书, 恒达新材及仙鹤股份医疗及食品包装原纸均价近年来保持 9000 元/吨左右, 平均毛利率在 15%-25% 区间。

图表 23: 我国医疗包装原纸产量及增速



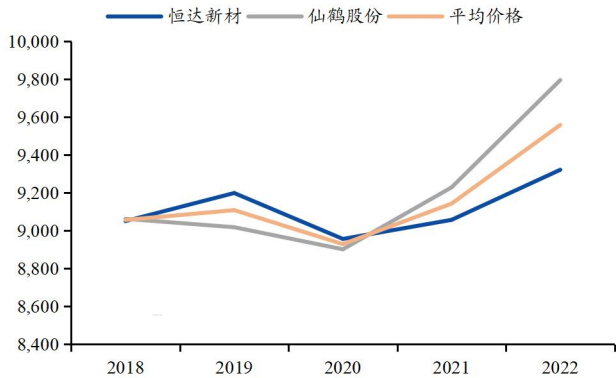
数据来源: 2013 年至 2020 年数据来自于前瞻产业研究院,《2022-2027 年中国特种纸行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》; 2021 年数据来自于造纸学会特纸委, 恒达新材招股说明书, 华福证券研究所

图表 24: 我国食品包装特种纸产量及增速



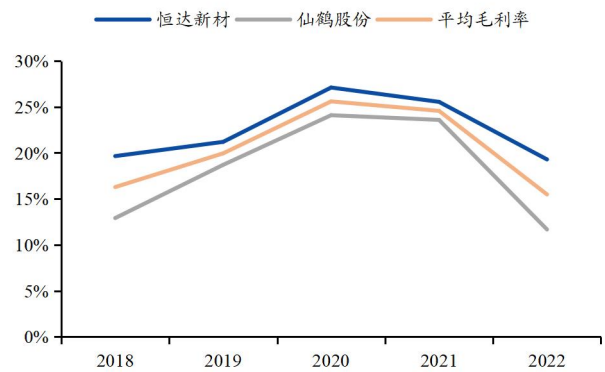
数据来源: 《2022-2027 年中国特种纸行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》前瞻产业研究院, 恒达新材招股说明书, 华福证券研究所

图表 25: 可比公司医疗和食品包装原纸吨纸价 (元/吨)



数据来源: 恒达新材招股说明书, 华福证券研究所

图表 26: 可比公司医疗和食品包装原纸毛利率



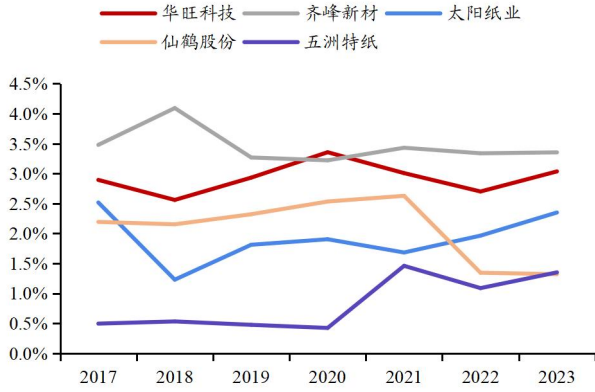
数据来源: 恒达新材招股说明书, 华福证券研究所

3.3 规模化与精细化生产, 运营效率领先

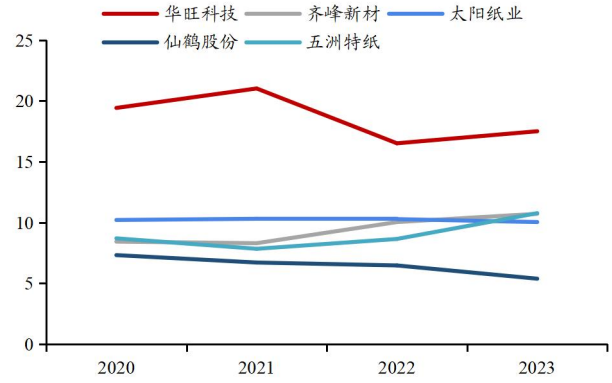
公司生产兼具规模化与精细化优势。随着印刷与浸胶技术的升级, 产业链对装饰原纸的匀度、纸张强度、渗透性、遮盖力等关键指标的要求不断提升, 对生产工艺、设备都有比较高的要求。为保证产品品质的稳定性, 公司装饰原纸产线技术控制节点达 5000 余个, 通过精准系统参数设定、多环节品控跟踪, 确保原纸各项指标性能的稳定。公司产线生产模块多为根据技术指标要求定制, 具有不可复制性, 技术壁垒较高。公司注重研发投入, 研发费用率近年来处于行业较高水平, 技术人员占比也领先于可比公司。此外, 公司还具备优秀的科学排产能力, 各类装饰原纸品种 500 余个, 不同花色不同客户的要求均有所不同。公司生产管理兼具规模化与精细化, 实现生产效率最大化。

图表 27: 公司研发费用率处于行业上游

图表 28: 公司技术人员占比 (%) 较高



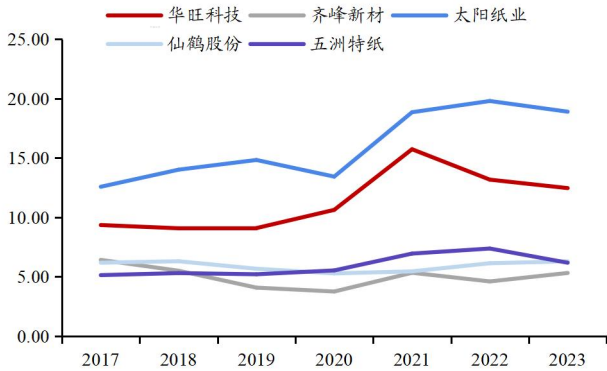
数据来源: wind, 华福证券研究所



数据来源: wind, 华福证券研究所

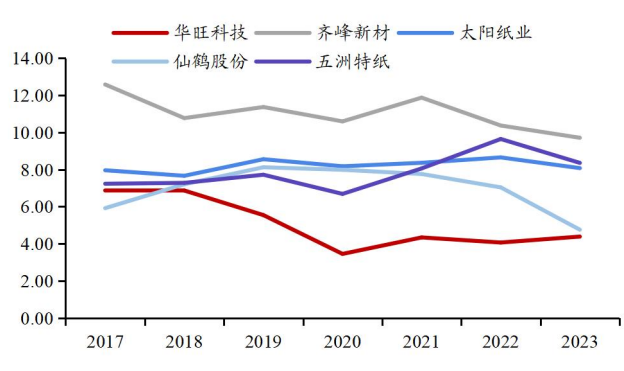
公司产业链议价能力强，营运效率较高。销售端：在装饰原纸行业竞争格局稳定以及下游市场需求持续增长的背景下，公司通过在行业内深耕细作，不断巩固和增强自身的竞争优势，形成了稳定、优质的客户群体，客户粘性强，生产的装饰原纸产品始终处于供不应求的状态，使得公司向下游客户的议价能力不断增强。公司应收账款周转率在行业内处于前列。采购端，公司主要原材料为木浆及钛白粉，公司与主要木浆、钛白粉供应商均建立了长期、稳定的关系，应付账款周转率在行业内处于较低水平。

图表 29: 可比公司应收账款周转率



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 30: 可比公司应付账款周转率



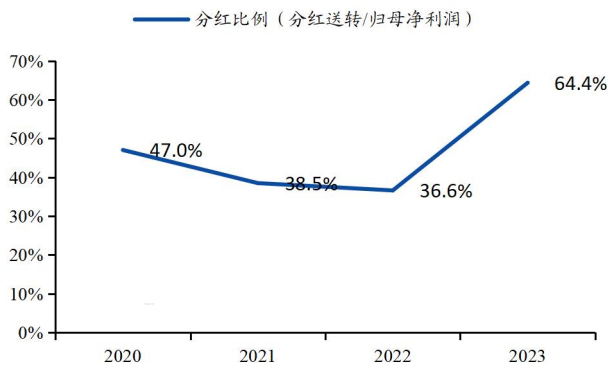
数据来源: wind, 华福证券研究所

4 稳健经营穿越周期，分红提升凸显长期投资价值

公司深耕于中高端装饰原纸领域，自公司上市以来业务规模稳步提升，在中高端市场占有率进一步提升，客户结构持续优化，内生增长潜力逐步释放。同时，公司重视投资者回报，2020年-2022年，公司累计向投资者分配现金红利4.7亿元，以现金方式回购股份金额5,717.49万元。

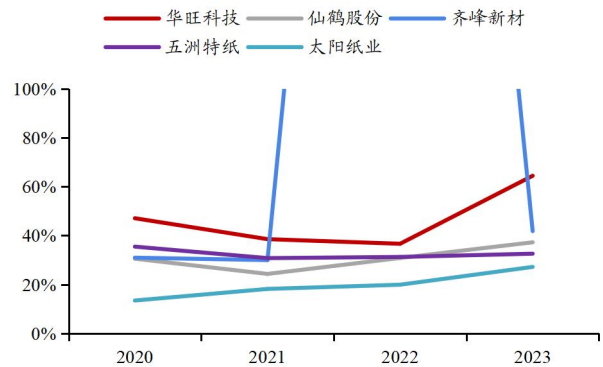
2024年3月，公司发布《关于收到董事长2023年度及2024年内现金分红提议暨公司“提质增效重回报”行动方案的公告》，提议公司未来在制定发展规划时，同步匹配股东回报三年规划，落实打造“长期、稳定、可持续”的股东价值回报机制，如稳定的现金分红、适时股份回购等，持续增强广大投资者的获得感。同时提议在统筹好经营发展与股东回报动态平衡的基础上，适度增加分红频次。

图表 31: 公司上市以来分红比例



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 32: 可比公司 2020-2023 年分红比例



数据来源: wind, 华福证券研究所;

注: 由于齐峰新材 2022 年归母净利润下滑较多, 导致分红比例计算结果与可比公司差异较大

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设:

(1) 基于前文对中高端装饰原纸未来供需格局的分析, 我们认为未来中高端装饰原纸格局将持续优化。同时公司凭借产品生产技术及客户壁垒, 在产业链中议价能力较好, 随公司产品结构持续优化, 我们判断装饰原纸产品均价未来三年将保持稳健上涨的态势, 我们假设 2024-2026 年均价涨幅分别为 1%、1.5%、3%。

(2) 2024 年预计公司产能将达 43 万吨, 公司以销定产产销率基本饱和, 近几年随产能增长销量也在增长。预计随公司 2024 年新产能逐渐投产, 未来两年销量仍将持续向上增长, 假设公司 2024-2026 年销量增速分别为 18%、15%、5%。



(3) 原材料方面，2024年上半年木浆价格上涨，考虑库存周期预计全年装饰原纸成本增速略高于价格端；公司成本控制能力较好，假设2025-2026年装饰原纸生产成本跟随大宗及能源成本温和小幅上涨，但整体小于价格端增速。

(4) 木浆贸易方面，公司木浆贸易业务营收占比基本稳定，历年业绩表现与木浆价格波动成正比，且公司从事木浆贸易业务初衷为辅助公司自身生产为主，在木浆价格不发生较大波动时，假设营收增速及毛利率基本维持稳定。

综上，我们预计公司2024-2026年收入增速分别为16.56%、15.98%、9.1%，归母净利润增速分别为12.8%、13.1%、16.8%，对应EPS分别为1.4元、1.6元、1.8元。

图表 33: 公司业绩拆分预测表

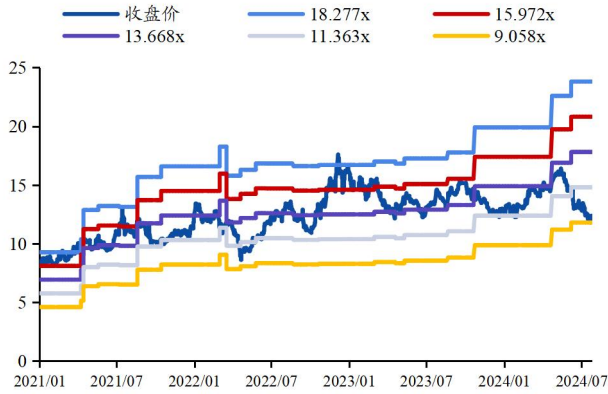
	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收 (百万元)	1611.98	2940.19	3436.4	3975.79	4634.05	5374.39	5863.46
yoy	-2.54%	82.40%	16.88%	15.70%	16.56%	15.98%	9.10%
营业成本 (百万元)	1216.19	2297.52	2801.58	3218.42	3698.85	4272.48	4601.75
yoy	-10.06%	88.91%	21.94%	14.88%	14.93%	15.51%	7.71%
毛利润 (百万元)	395.79	642.67	634.82	757.37	935.20	1101.91	1261.71
毛利率	24.55%	21.86%	18.47%	19.05%	20.18%	20.50%	21.52%
装饰原纸							
收入 (百万元)	1305.58	2157.06	2383.25	3106.55	3702.39	4321.61	4673.82
yoy	-8.14%	65.22%	10.49%	30.35%	19.18%	16.72%	8.15%
销量 (万吨)	13.85	20.25	22.74	30.51	36.00	41.40	43.47
yoy	-4.73%	46.23%	12.30%	34.18%	18.00%	15.00%	5.00%
吨售价 (元/吨)	9429.66	10654.23	10482.44	10183.50	10285.34	10439.62	10752.81
yoy	-3.58%	12.99%	-1.61%	-2.85%	1.00%	1.50%	3.00%
产能 (万吨)	14.56	22.00	27.00	35.00	43.00	43.00	43.00
毛利率	28.99%	25.53%	20.35%	23.40%	23.25%	23.55%	24.96%
吨成本 (元/吨)	6696.42	7934.14	8349.09	7800.77	7894.38	7981.22	8069.01
yoy	-13.09%	18.48%	5.23%	-6.57%	1.20%	1.10%	1.10%
木浆贸易							
收入 (百万元)	295.79	749.99	968.75	824.48	931.66	1052.78	1189.64
yoy	32.02%	153.55%	29.17%	-14.89%	13.00%	13.00%	13.00%
毛利润 (百万元)	14.14	89.32	135.69	28.77	74.53	84.22	95.17
毛利率	4.78%	11.91%	14.01%	3.49%	8.00%	8.00%	8.00%

数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

5.2 投资建议

从公司自身角度，公司技术壁垒深厚，产品矩阵持续优化扩容，远期多元化高潜力增长纸种奠定长期发展动能，近年来处于产能释放周期，驱动业绩持续增长，盈利表现稳健优异；从行业角度，中高端装饰原纸格局持续优化，头部出海空间广阔。目前股价对应24年PE约9X，估值安全边际显现。

图表 34: 公司上市以来 PE Band



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 35: 公司上市以来市值走势



数据来源: wind, 华福证券研究所

我们选取与公司主营业务均为装饰原纸的特种纸公司齐峰新材、以及同处于特种纸行业、在细分领域具备领先优势的公司仙鹤股份作为可比公司，采用相对估值法，2024 年可比公司平均 PE 为 14X，公司作为中高端装饰原纸龙头经营稳健、长期品类和区域扩张成长空间广阔，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 36: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)		EPS (元)				PE (倍)			
		2024/8/5	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
002521.SZ	齐峰新材	9.84	0.48	0.56	0.64	0.72	17.28	17.65	15.41	13.61	
603733.SH	仙鹤股份	16.47	0.94	1.50	1.94	2.34	17.17	11.00	8.51	7.03	
	平均值						17.23	14.32	11.96	10.32	
605377.SH	华旺科技	12	1.72	1.37	1.55	1.82	11.20	8.73	7.72	6.61	

数据来源: 可比公司 EPS 来源于 wind 一致预期, 华旺科技 EPS 为华福轻工预测值, 华福证券研究所

6 风险提示

(1) **国际贸易环境变化的风险。**如果我国与公司装饰原纸出口国之间的贸易关系发生重大不利变化，如欧盟针对我国装饰原纸进行反倾销调查等，可能对公司装饰原纸销售造成不利影响。

(2) **市场需求波动风险。**装饰原纸的市场需求受装饰装修需求的影响较大，而装饰装修需求又与房地产业的发展状况有着较为密切的联系。如果未来我国房地产行业出现较大幅度的周期波动，装饰装修需求可能下滑，进而导致市场对装饰原纸的需求下降。

(3) **原材料价格大幅波动风险。**公司主要原材料木浆、钛白粉均为大宗商品，其中木浆市场全球一体化程度较高。世界上主要的木浆出口国有巴西、智利、芬兰、瑞典、俄罗斯、印度尼西亚等，各地的生产环境、气候条件、政策变动等因素都可



能会对全球木浆价格造成影响。国内钛白粉价格主要受行业政策、下游产业需求等因素的影响。如果未来主要原材料的价格发生较大波动，将对公司经营业绩造成不利影响。

(4) **市场竞争加剧风险**。下游产业在印刷与浸胶技术不断更新的趋势下，对装饰原纸产品性能的要求进一步提高。因此，装饰原纸行业内部可能面临竞争加剧的风险，影响公司的产品价格与市场份额，从而对公司经营业绩构成不利影响。



图表 37: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,294	2,317	2,687	2,932	营业收入	3,976	4,634	5,374	5,863
应收票据及账款	339	359	376	393	营业成本	3,218	3,699	4,272	4,602
预付账款	5	55	64	69	税金及附加	14	19	21	22
存货	979	1,191	1,440	1,483	销售费用	24	37	43	35
合同资产	0	0	0	0	管理费用	52	60	70	76
其他流动资产	1,141	1,205	1,397	1,524	研发费用	121	153	177	176
流动资产合计	4,758	5,127	5,965	6,402	财务费用	-50	-38	-29	-10
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-2	-3	-3	-3
固定资产	1,294	1,577	2,033	1,948	资产减值损失	-26	-15	-19	-20
在建工程	21	221	221	221	公允价值变动收益	0	-1	-1	-1
无形资产	109	113	122	135	投资收益	-1	6	2	2
商誉	0	0	0	0	其他收益	50	50	50	50
其他非流动资产	36	36	37	39	营业利润	649	741	848	991
非流动资产合计	1,460	1,948	2,414	2,343	营业外收入	0	0	0	0
资产合计	6,219	7,075	8,379	8,745	营业外支出	0	0	0	0
短期借款	370	294	949	678	利润总额	648	741	848	991
应付票据及账款	1,629	2,209	2,508	2,703	所得税	83	104	127	149
预收款项	0	0	0	0	净利润	565	637	721	842
合同负债	13	37	27	29	少数股东损益	-1	-1	-1	-2
其他应付款	10	10	10	10	归属母公司净利润	566	638	722	844
其他流动负债	104	112	120	126	EPS (按最新股本摊薄)	1.22	1.37	1.55	1.82
流动负债合计	2,126	2,663	3,615	3,547					
长期借款	0	50	100	180					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	77	77	77	77					
非流动负债合计	77	127	177	257					
负债合计	2,204	2,790	3,792	3,804					
归属母公司所有者权益	4,010	4,281	4,584	4,940					
少数股东权益	5	4	3	1					
所有者权益合计	4,015	4,285	4,587	4,941					
负债和股东权益	6,219	7,075	8,379	8,745					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	439	987	677	1,039
现金收益	620	728	848	1,031
存货影响	-63	-212	-249	-43
经营性应收影响	-12	-56	-7	-3
经营性应付影响	143	581	299	195
其他影响	-249	-54	-213	-141
投资活动现金流	49	-612	-622	-125
资本支出	-332	-616	-621	-125
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	381	4	0	0
融资活动现金流	-16	-353	315	-670
借款增加	136	-26	705	-191
股利及利息支付	-173	-433	-517	-580
股东融资	0	0	0	0
其他影响	21	106	127	101

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	15.7%	16.6%	16.0%	9.1%
EBIT 增长率	22.4%	17.5%	16.6%	19.8%
归母公司净利润增长率	21.1%	12.8%	13.1%	16.8%
获利能力				
毛利率	19.0%	20.2%	20.5%	21.5%
净利率	14.2%	13.8%	13.4%	14.4%
ROE	14.1%	14.9%	15.7%	17.1%
ROIC	13.5%	15.0%	14.4%	16.8%
偿债能力				
资产负债率	35.4%	39.4%	45.3%	43.5%
流动比率	2.2	1.9	1.7	1.8
速动比率	1.8	1.5	1.3	1.4
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.7
应收账款周转天数	29	27	25	24
存货周转天数	106	106	111	114
每股指标 (元)				
每股收益	1.22	1.37	1.55	1.82
每股经营现金流	0.94	2.12	1.46	2.24
每股净资产	8.63	9.21	9.86	10.63
估值比率				
P/E	10	9	8	7
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	97	82	70	58

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn