

纸浆投产增厚毛利，特种新材料打开成长空间

——冠豪高新首次覆盖报告

公司深度

● **特种纸央企龙头，特种纸与特种材料双轮驱动。**冠豪高新是特种纸行业唯一一家央企控股子公司，实际控制人为国务院国资委。公司致力于打造世界一流特种新材料企业，以做强做优做大涂布新材料及相关产业为“一体”，以特种纸、特种新材为“两翼”。

● **产品差异化发展，单价高、下游客户定制为主。**公司特种纸差异化竞争优势显著，产品定制为主、纸种单价显著高于同业。涂布技术专利数量持续提升，研发收入占比持续位于行业第一。客户高端、稳定，产品定制化生产，覆盖中国银联、中国体彩、中国福彩、中国烟草等。

● **深耕造纸行业，技术积淀深厚，技术迁移能力强。**自成立以来，冠豪高新以技术创新为核心驱动力，率先实现了无碳复写纸、热敏纸、烟用包装白卡纸等多项产品的进口替代。公司在纸基材料生产中积累了丰富的涂布技术经验，可以在膜基材料延伸应用，有望将反渗透膜用于研发锂电池隔膜材料、氢燃料电池关键材料。

● **冠豪高新特种纸板块 2025 年新产能释放业绩，2026 年纸浆投产毛利增厚**公司特种纸板块 2024 年 30 万吨高档涂布白卡纸机与 6 万吨特种纸项目达产。行业下游具备高成长性，公司产销率历年高于 90%以上，新增产能有望消化。湛江中纸 40 万吨化机浆项目已启动招标工作，预计 2026 年投产。按照公司白卡纸使用化机浆的吨耗估算，自建化机浆有望增厚涂布白卡纸毛利增厚每吨 200-250 元。

● **2025 年特种新材料赛道有望商业化提速，打开第二增长曲线**

2024 年，公司特种纤维复合材料中试线已于 12 月启动工程建设，多功能湿法抄造中试机和涂布中试机预计 2025 年第二季度可实现设备试运行，未来有望加速投产。2025 年 1 月公司董事会引入在创投及新材料领域积淀深厚的董事与独立董事，包括现任佛山仙湖实验室绿氢绿氨制备技术研发中心副主任与前美国陶氏化学上海研发中心首席科学家、美国通用电气（GE）水处理及过程处理膜材料研发与应用首席工程师。新领导成员的加入可见集团与公司特种新材料板块的重视，未来新材料板块有望加速量产、带动公司估值提升。

● **央企改革释放活力，2024 年公司底部回购股份、2025 年加大分红力度**

公司已制定《未来三年（2024-2026 年）股东回报规划》，明确 2024-2026 年年均现金分红金额不少于当年实现的可分配利润的百分之五十。央企改革释放活力，未来公司及高管将视具体情况参与回购及增持计划，并且以高额分红积极回馈股东，提振市场信心。

● **盈利预测、估值**

基本面角度，公司主要品类无碳热敏转印纸、不干胶材料毛利率位于 2015 年以来最低值，公司底部位置明确，2025 年特种纸纸价有望受益于内需提振政策、价格企稳修复。2026 年公司化机浆投放后，毛利有望增厚 200-250 元每吨。估值角度，随着 2025 年年中公司反渗透膜、碳纸等新产品试产，公司有望切入盐湖提锂、半导体超纯水、海水淡化等工业和中高端家用反渗透膜领域新材料赛道，估值有望提升。

推荐（首次评级）

冯文锁（分析师）

fengwensuo@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280510120004

段雅超（联系人）

duanyachao@cctgsc.com.cn

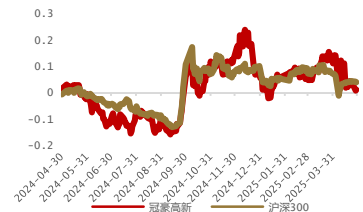
登记编号：S0280123070002

市场数据

时间 2025.4.28

收盘价(元):	3.03
一年最低/最高(元):	2.50/3.83
总股本(亿股):	17.6
总市值(亿元):	57.0
流通股本(亿股):	17.5
流通市值(亿元):	57.0
近 3 月换手率:	1.02 %

股价一年走势



预计 2025 年至 2027 年营业收入 80.4 亿/83.7 亿/87.3 亿，同比增 6.0%/4.1%/4.2%；归母净利润 2.1 亿/4.6 亿/5.5 亿，同比增速 15.1%/119.5%/18.0%。2025 年至 2027 年 EPS 分别为 0.12 元/0.26 元/0.31 元，ROE 为 2.8/5.8/6.6，对应 PE 为 28.5/13.0/11.0 倍。首次覆盖，给与“推荐”评级。

● **风险提示：**市场竞争加剧风险，产品价格大幅回落；不可抗力导致原材料价格风险；老旧产能清退，导致企业产能增速释放不及预期。

财务摘要和估值指标（2025 年 4 月 28 日）

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,403	7,588	8,044	8,374	8,725
YoY(%)	-8.4	2.5	6.0	4.1	4.2
归母净利润(百万元)	-46	184	212	464	548
YoY(%)	-111.9	-497.3	15.1	119.5	18.0
毛利率(%)	6.4	9.4	10.0	12.5	13.0
净利率(%)	-0.6	2.4	2.6	5.5	6.3
ROE(%)	-3.1	2.4	2.8	5.8	6.6
EPS(摊薄/元)	-0.03	0.10	0.12	0.26	0.31
P/E(倍)	16.5	0.0	28.5	13.0	11.0
P/B(倍)	1.4	1.2	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind、诚通证券研究所，股价时间为 2025 年 4 月 28 日

目 录

1、冠豪高新：老牌央企焕发新机，特种材料打开第二增长曲线	6
1.1、聚焦特种纸与特种新材料，“一体两翼”发展	10
1.2、深耕造纸产业，技术积淀深厚，技术迁移能力强	11
1.3、财务经营稳健，研发能力持续提升	11
1.4、高单价、低负债、高研发，差异化优势显著	14
1.5、重视企业价值，坚持回购与分红	16
2、行业：特种纸与特种新材料空间大、成长性高	16
2.1、特种纸：细分赛道多，具备高成长性	16
2.1.1、热敏纸：应用广泛，高速增长	17
2.1.2、热升华转印纸：结构推动，稳步成长	18
2.1.3、食品包装纸：限塑令叠加新兴需求，行业维持较高增速	19
2.2、特种材料：空间广阔，高速增长	20
2.2.1、不干胶标签：RFID 标签高速增长	20
2.2.2、热敏胶片涂料：国产替代打开空间	23
2.2.3、数码烫画膜：个性化需求叠加环保政策推动，市场快速发展	23
2.2.4、反渗透膜：市场扩容，国产化空间广阔	24
2.2.5、碳纤维原纸：成长空间广阔，国产替代可期	25
3、冠豪：纸浆投产增厚毛利，特种新材料打开成长空间	26
3.1、特种纸：2025 年产能扩张节奏转弱，提振内需纸价有望企稳	26
3.2、冠豪：基本面角度，2026 年纸浆投产增厚毛利	29
3.3、冠豪：估值角度，传统行业向新材料行业转型，特种新材料有望打开第二成长曲线	30
4、投资建议：纸浆投放补齐成本短板，新材料助力估值提升	32
5、风险提示	32
附：财务预测摘要	32

图表目录

图 1：冠豪高新股份股权结构	6
图 2：冠豪高新成长历程	7
图 3：冠豪高新各品类主要客户	9
图 4：冠豪高新特种纸产品	9
图 5：冠豪高新高端白卡纸系列	9
图 6：冠豪高新中长期研发规划	10
图 7：冠豪高新“一体、两翼、四轮驱动”战略规划	10
图 8：冠豪高新 2024 年产能分布	11
图 9：冠豪高新产销率稳定，历年各品种保持 90% 以上	11
图 10：冠豪高新营业收入增速稳健	12
图 11：2024 年冠豪高新归母净利润显著修复	12
图 12：冠豪高新 2024 年收入构成	12
图 13：冠豪高新 2024 年毛利构成	12
图 14：冠豪高新各产品毛利率	12
图 15：无碳热敏纸受浆价影响较大	12
图 16：冠豪高新历史销售毛利率与净利率	13

图 17: 冠豪高新期间费用率整体回落	13
图 18: 2017 年-2024 年公司研发投入占比持续提升	13
图 19: 冠豪高新研发人员数量与占比持续提升	13
图 20: 冠豪高新热敏纸、不干胶、高端白卡纸平均吨售价较高	14
图 21: 冠豪高新高端白卡纸吨单价高于同业	14
图 22: 2022 年、2023 年浆价高位, 冠豪销售毛利率回落显著, 销售毛利率低于同业	14
图 23: 2022 年、2023 年浆价高位, 冠豪销售净利率回落显著, 销售净利率弱于同业	14
图 24: 特种纸行业营业收入增速对比	15
图 25: 特种纸行业期间费用率对比	15
图 26: 特种纸行业资产负债率有所回升	15
图 27: 特种纸行业研发投入占比对比	15
图 28: 特种纸及纸板历年产量	17
图 29: 中国特种纸细分品类占比情况	17
图 30: 疫情后中国彩票销售额显著增长	18
图 31: 疫情后中国彩票消费频次显著回暖	18
图 32: 中国体育彩票行业销售规模维持较高增速	18
图 33: 中国即开型彩票市场规模增速迅猛	18
图 34: 数码转印产量高速增长	19
图 35: 中国热转印纸产量稳定增长	19
图 36: 食品包装纸下游需求结构	20
图 37: 新式茶饮市场规模	20
图 38: 中国咖啡产业规模	20
图 39: 中国人均年饮用咖啡杯数	20
图 40: 不干胶市场规模	21
图 41: 中国不干胶标签下游应用占比	21
图 42: 不干胶标签行业现状	21
图 43: 中国快递业务量及增速	21
图 44: RFID 标签产品	22
图 45: RFID 标签应用场景	22
图 46: 全球 UHF RFID 标签出货量 (单位: 亿个)	22
图 47: 全球 UHF RFID 标签主要细分市场分布 (单位: 亿个)	22
图 48: 医用胶片类型	23
图 49: 中国医用胶片产量及需求量	23
图 50: 反渗透行业国产替代空间广阔	24
图 51: 燃料电池碳纤维原纸的制备工艺流程	25
图 52: 2024 年特种纸上市公司资本开支增速转弱, 2025 年有望继续收缩	26
图 53: 2024 年特种纸上市公司在建工程同比增速已连续回落 2 年	26
图 54: 成品纸价格有望伴随提振内需、产成品存货回升而企稳	27
图 55: 2024 年中央经济工作会议加大对消费提振	27
图 56: 全球贸易摩擦影响, 2025 年一季度针叶浆、阔叶浆现货价格有所回落	28
图 57: 纸浆港口库存居于历史高位, 对浆价上行形成压制	28
图 58: 木浆占无碳热敏纸平均成本 58%	29
图 59: 木浆占高端白卡纸平均成本 73%	29
图 60: 特种材料收入及增速	30
图 61: 特种材料毛利及增速	30

图 62： 涂布技术应用要求.....31

图 63： 涂布工艺技术的主要应用领域.....31

图 64： 公司 PB 估值位于 2015 年以来 13%分位.....32

表 1： 冠豪高新管理成员稳定，新任董事、独立董事在纸浆、新材料领域资历深厚7

表 2： 冠豪高新主要产品市场格局.....10

表 3： 2024 年至 2025 年国内特种纸产能投放及规划26

表 4： 2025 年至 2027 年海外浆纸企业产能投放展望（万吨）29

表 5： 2025 年国内纸企化机浆、化学浆产能投放展望（万吨）29

表 6： 自建化机浆毛利测算.....30

表 7： 冠豪高新近年涂布技术相关专利.....31

1、冠豪高新：老牌央企焕发新机，特种材料打开第二增长曲线

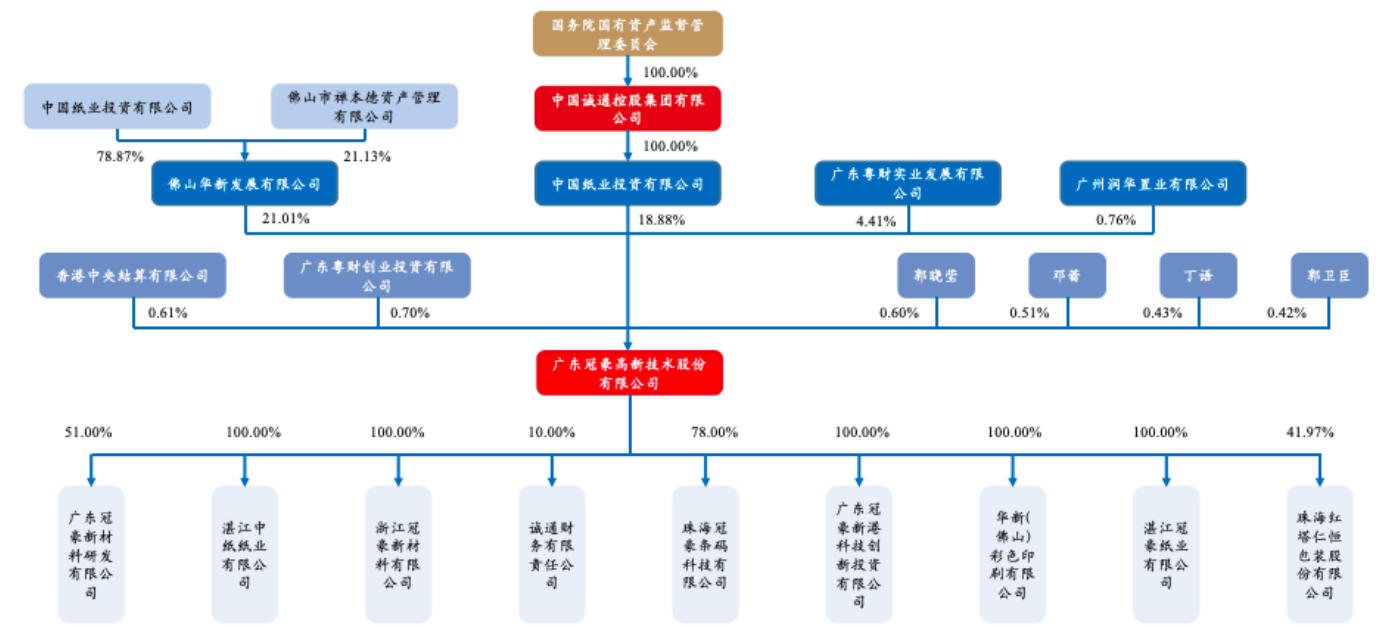
广东冠豪高新技术股份有限公司（以下简称“冠豪高新”）1993 年在湛江经济技术开发区成立，1995 年建成投产。1997 年 6 月，冠豪高新被认定为国家重点高新技术企业。2003 年 6 月，公司在上海证券交易所挂牌上市。2009 年 12 月，通过非公开发行引入中国纸业控股，转变为央企控股混合所有制企业。2020 年，公司入选国企改革“科改示范企业”。2023 年在“科改行动”2022 年度专项考核中获评“标杆”评级。公司主营业务有特种纸（热敏纸、热升华转印纸、特种纸板等）、特种新材料（不干胶标签、医疗胶片涂料、数码印刷膜、造纸化工品等）；服务网络覆盖全国，产品远销东南亚、日韩、欧洲、美洲、澳洲和非洲等国际地区。公司坚持做强做优做大特种新材料及相关产业的战略定位，围绕“一体两翼、四轮驱动”战略规划，做强做优做大特种新材料及相关产业，致力于打造世界一流特种新材料企业。

公司是特种纸行业唯一一家央企控股子公司。冠豪高新的控股股东为中国纸业投资有限公司，实际控制人为中国诚通控股集团有限公司，最终控制人为国务院国有资产监督管理委员会。冠豪高新构建了多元化且富有竞争力的业务体系。湛江冠豪纸业有限公司专注于基础纸品的生产；珠海红塔仁恒包装股份有限公司主要致力于包装用纸的研发与制造；浙江冠豪新材料有限公司专注于新材料的研发与生产。通过各子公司的协同发展，冠豪高新在纸业、包装、印刷及新材料等领域形成了强大的产业集群效应，具备了较强的市场竞争力与可持续发展能力。

公司一体两翼发展，国企平台规划清晰。2023 年开始，冠豪高新全面推行“一体两翼、四轮驱动”的战略规划，推动存量与增量业务同步提升。公司以做强做优做大涂布新材料及相关产业为“一体”，以特种纸、特种新材为“两翼”，以“建设高端绿色特种纸产业，培育孵化相关多元战略性新材料产业”为战略定位，以“建设世界一流特种新材料企业”为愿景。通过聚焦主业、强链补链，公司巩固特种纸领域原有优势地位，并进军高附加值的战略性新材料产业打开成长空间。未来公司注重相关多元化，以湿法抄造、涂布等核心技术横向开发特种新材料。同时发挥核心优势，横向开发差异化特种纸新品。

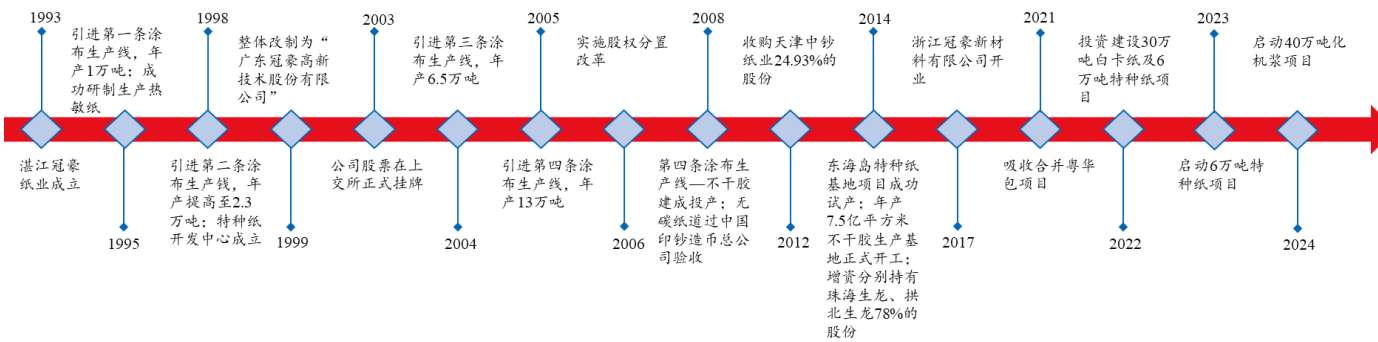
董事会适时引入资深董事与独董，特种材料商业化有望加速推进。时任董事长李飞年龄 44 岁，在央企子公司一把手中较为年轻。2021 年上任以来冠豪高新焕发生机，多次扩充产能、布局浆纸、加大新材料领域研发投入。2025 年 1 月围绕公司一体两翼发展思路，公司董事会引入在浆纸、创投及特种新材料领域积淀深厚的董事与独立董事四名。董事金晖现任中国纸业投资有限公司战略发展部总经理兼任产业培育部总经理，多年深耕纸浆投资及造纸行业相关多元化布局。董事王孟荣现任广东粤财创业投资有限公司风险管理部总经理。独立董事李鹏现任佛山仙湖实验室绿氢绿氨制备技术研发中心副主任，独立董事牛青山曾任美国陶氏化学上海研发中心首席科学家、美国通用电气（GE）水处理及过程处理膜材料研发与应用首席工程师，现任深圳大学高等研究院教授。公司在 2025 年 1 月成立董事会科技创新委员会，两位独董均为委员会委员。两位独董发挥董事会科技创新委员会在技术创新方向、实施路径以及生态伙伴构建等方面的统筹引领作用。管理层新成员的加入可见集团与公司对布局特种新材料的重视，未来技术成果商业化有望加速推进。

图1：冠豪高新股份股权结构



资料来源：冠豪高新 2024 年报，诚通证券研究所

图2：冠豪高新成长历程



资料来源：冠豪高新 2017-2024 年年报、公司官网，诚通证券研究所

表1：冠豪高新管理成员稳定，新任董事、独立董事在纸浆、新材料领域资历深厚

姓名	职务	履历	出生年份	年龄	学历
李飞	董事、总经理、党委书记	曾任中国纸业投资有限公司战略发展部项目经理、金鹰业务部业务主管、综合管理部副经理、经理兼人力资源部副经理、经理，职工董事；岳阳林纸股份有限公司副总经理、董事会秘书现任广东冠豪高新技术股份有限公司党委副书记、董事、总经理；广东冠豪新材料研发有限公司董事；珠海金鸡化工有限公司董事。	1982	44	本科
李海滨	党委副书记、纪委书记、董事	曾任岳阳林纸股份有限公司岳阳分公司人力资源部副经理、经理，总经理助理；岳阳林纸股份有限公司人力资源中心副经理。现任广东冠豪高新技术股份有限公司党委副书记、纪委书记、董事。	1978	47	本科
任林	董事	曾任中冶美利云产业投资股份有限公司党委副书记、党委书记，董事、总经理；泰格林纸集团股份有限公司副总经理。现任中国纸业投资有限公司专职派出董事；广东冠豪高新技术股份有限公司董事。	1971	54	硕士
王昕	董事	曾任湖南森海碳汇开发有限责任公司董事；湖南骏泰新材料科技有限责任公司董事；中国纸业投资有限公司人力资源部（党委组织部）副总经理（副部长）主持工作。现任中国纸业投资有限公司人力资源部（党委组织部）总经理（部长）；湖南双阳高科	1983	42	硕士

		化工有限公司副总经理；广东冠豪高新技术股份有限公司董事。			
金晖	董事	曾任中国纸业投资有限公司资产经营部副经理，圭亚那项目组组长，战略发展部副总经理，战略发展部（生态管理中心）副总经理（主持工作）、总经理；广西贺州华桂浆纸业有限公司副总经理；嘉成林业控股有限公司副总经理；中国木材（香港）有限公司总经理。现任中国纸业投资有限公司战略发展部总经理兼任产业培育部总经理；佛山华新发展有限公司董事、董事长、总经理；中冶美利云产业投资股份有限公司董事；宁夏誉成云创数据投资有限公司董事。	1970	55	本科
王孟荣	独立董事	曾任海口市税法宣传办公室、广州市仲裁委员会职员；广东粤财投资控股有限公司法律事务部副经理、经理。现任广东粤财创业投资有限公司风险管理部总经理。	1976	49	硕士
黄娟	独立董事	曾任山东天元会计师事务所副所长、合伙人等。现任信永中和会计师事务所高级合伙人；上海奥普生物医药股份有限公司独立董事；上海瀚智股权投资基金管理有限公司独立董事；广东冠豪高新技术股份有限公司独立董事。	1970	55	硕士
李鹏	独立董事	曾任武汉理工大学机电工程学院讲师，副教授。现任武汉理工大学机电工程学院教授、博导；佛山仙湖实验室绿氨绿氮制备技术研发中心副主任。	1968	57	博士
牛青山	独立董事	曾任美国陶氏米德兰研发中心先进材料研发教授级高级工程师，美国陶氏子公司膜材料研发与生产教授级高级工程师，美国陶氏化学上海研发中心，核心研发，首席科学家；美国通用电气（GE）水处理及过程处理膜材料研发与应用首席工程师；中国石油大学（华东），化学工程学院教授。现任深圳大学高等研究院教授。	1962	64	博士

资料来源：冠豪高新 2024 年年报、诚通证券研究所

产品围绕特种纸和特种材料稳步扩张。特种纸覆盖热敏纸、热升华转印纸、高档涂布白卡纸（烟草包装用纸、食品包装用纸等）。2003-2004 年公司引进两条生产线，2006-2008 年不干胶生产线投产，2009 年引入中国纸业控股，2021 年吸收合并粤华包项目，2021-2022 年启动并推进特种纸及白卡项目，2023 年开启 40 万吨化机浆项目。为了进一步聚焦主业，公司 2024 年出售彩印业务，另有 6 万吨特种纸与 30 万吨高端白卡纸项目投产。截至 2024 年年底，冠豪产品特种纸业务方面，有原纸产能 23 万吨，涂布产能 19.3 万吨，白卡纸产能 90 万吨。特种新材料方面不干胶产能 9.5 万吨，膜基材料 0.5 万吨，胶乳 15 万吨，碳酸钙产能 2 万吨。

下游客户稳定、高端。热敏纸领域，公司自主研发的特种防护型热敏纸广泛应用于中国体育彩票、中国福利彩票、民航登机牌等高端领域。经济防护型热敏纸广泛应用于物流、商超、医疗标签等领域，是中通、圆通、顺丰、极兔等知名快递物流企业的主要供应商。热升华转印纸在数码印花等国内市场占有率位居行业前列。高端白卡领域，产能覆盖食品卡、烟卡及高端社会卡，定位均为中高端客户。烟卡终端对接中国烟草等，为高端、高单价品类产品提供包装，占烟包专用涂布白卡纸市场近四分之一份额。食品卡囊括液包，主要客户包括利乐、麦当劳、肯德基等大客户。公司液体包装白卡纸率先打破国外技术垄断，自主研发出用于液态奶、果汁、凉茶等饮料的液体无菌包装原纸，有效替代进口产品，已获得产品生命周期碳足迹核查认证。公司涂布防油食品卡、高档纸杯原纸等食品包装产品技术领先，质量稳定，是世界知名餐饮集团指定的亚太区唯一供应商，同时与多家国内外知名餐饮品牌建立稳定合作关系。公司特种材料包括不干胶标签材料、热敏医疗胶片涂料、数码烫画膜、造纸化工品等，服务于物流、医药、日化、食品、酒类、服装、医疗等领域。不干胶标签产品是国内知名终端品牌指定的供应商，同时与海天、国药、联

合利华、海康威视等其他知名品牌建立了合作关系。

图3：冠豪高新各品类主要客户

冠豪合作伙伴和终端应用代表（部份）	
无碳复写纸	 中国印钞造币总公司  方大集团
热敏纸	 中国体育彩票  中国福利彩票  中国银联  顺丰快递  京东物流
热升华转印纸	 LI-NING  SEM/R  SHEIN  迪卡侬
不干胶纸	 中国东方航空  蒙牛  得力文具  农夫山泉  香水瓶
冠豪合作伙伴和终端应用代表（部份）	
烟包专用白卡纸	 中国烟草  劲嘉集团  虎彩
液体食品包装白卡纸	 luckin coffee  STARBUCKS®  蜜雪冰城  McCafe
涂布（防油）白卡纸	 M  KFC  华莱士  BURGER KING  dicos  康师傅
高档与个性化社会白卡纸	 百盛  都美净  P&G  UNI QLO  Voolga 数尔佳

资料来源：冠豪高新 2024 年年报，公司官网，诚通证券研究所

图4：冠豪高新特种纸产品

主营业务	产品	用途	主营业务	产品	用途
热升华转印纸	SP 系列	在短时间内将图像逼真地转印到涤纶、含涤材质上	热敏材料	高档票证热敏纸	应用于商业、超市、银行、医院、机场、物流等各个领域
	WT 系列			票价热敏纸	
	DP 系列			收银热敏纸	
	IT 系列			普通热敏纸	
不干胶标签材料	膜类不干胶	应用于物流、医药、日化、食品、酒类等行业的可变信息标签、防伪标签及基础标签	无碳复写纸	标签热敏纸	应用于税务、财政、邮政、银行等各行各业
	热敏纸类不干胶			豪正牌无碳复写纸	
	铜板纸类不干胶			冠豪牌无碳复写纸	

资料来源：冠豪高新官网，诚通证券研究所

图5：冠豪高新高端白卡纸系列

主营业务	产品	用途	主营业务	产品	用途
食品级涂布白卡纸	红塔牌高松厚度涂布白卡纸（食品级）	适用于各类食品的包装、纸罐等	烟包专用白卡纸	红塔牌高松厚度涂布白卡纸（低白烟干）	面向具有高性价比比需求的香烟包装市场
	红塔牌涂布（防油）白卡纸	适用于油性快餐食品包装		银冠牌涂布玻璃卡纸	为高端、特级的香烟、化妆品等市场包装领域而开发
	红塔牌液体食品包装白卡纸	适用于液体食品包装		红塔牌彩色纤维防伪涂布白卡纸	为高端并且需要防伪的香烟包装市场而开发
	红塔牌本色食品包装白卡纸			红塔牌涂布黄芯白卡纸	面向高端香烟包装市场
淋膜食品卡纸	红松牌淋膜涂布纸杯纸	适用于各种纸杯的制作	高档与个性化社会白卡纸	红塔牌涂布白芯白卡纸	
	红松牌碗碗淋膜纸	适用于各种高档碗的制作		红塔牌高松厚度涂布白卡纸	面向高端层面的市场包装领域
				红塔牌高松厚度涂布白卡纸（白底）	为彩盒包装市场开发的一种高性价比产品
	红松牌高松厚度淋膜纸	适用于各种高档的冷热水杯的制作		红塔牌涂布（标识防伪）白卡纸	为高端层面的、有防伪需求的市场领域而开发
				红塔牌双面涂布白卡纸	面向高端层面的市场包装领域

资料来源：冠豪高新官网，诚通证券研究所

表2：冠豪高新主要产品市场格局

产品类别	2023 年竞争对手与市场格局
热敏、热升华转印纸	仙鹤股份（41%）、五洲特纸（22%）、冠豪高新（17%）及其他
高端白卡（食品卡）	冠豪高新、五洲特纸、太阳纸业
高端白卡（烟卡）	冠豪高新、太阳纸业
不干胶	Avery Dennison

资料来源：各公司 2023 年年报，诚通证券研究所

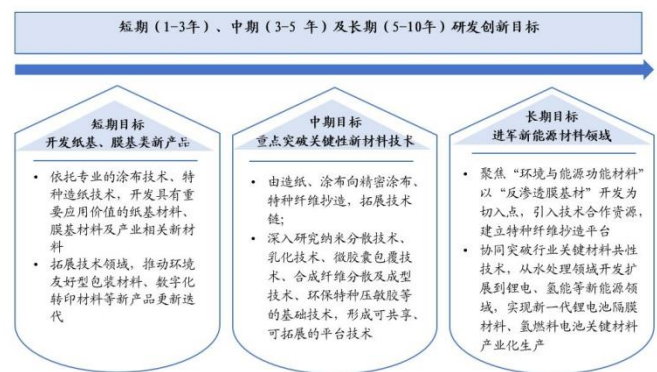
注：热敏纸与热升华转印纸生产中可调整参数后互相转产，冠豪高新与仙鹤股份均将两个纸种合并分类。

1.1、聚焦特种纸与特种新材料，“一体两翼”发展

巩固特种纸基本盘，补齐纸浆短板。公司立足特种纸核心业务，逐步剥离特种纸及特种材料以外的产业布局，2024 年已出售华新印刷业务。主业方面积极扩产，大力投资建设湛江东海岛涂布一体化产业基地。30 万吨高档涂布白卡纸机与 6 万吨特种纸项目已经达产。产业链向上游延伸，补齐成本短板。湛江中纸 40 万吨化机浆项目已启动招标工作，预计 2026 年投产。木浆占特种纸成本 50%以上，该项目的实施将有效降低公司原材料成本，增厚毛利。

开拓特种新材料赛道，拓宽第二增长曲线。公司前瞻性地布局特种新材料领域，深度挖掘精密涂布、特种化工新材料和特种纤维复合材料等战略性新兴产业的潜力。公司攻克医疗胶片涂料产业化核心技术，达到国际先进水平，打破了国外技术垄断；自主研发纸基阻隔材料和阻隔胶乳，契合“纸代塑”的绿色发展潮流，有望在环保包装领域占据领先地位；此外，还成功突破高性能纤维复合材料核心关键技术瓶颈和工程化难题，反渗透膜支撑材料和碳纤维原纸开发取得重要进展，为公司在高端材料市场赢得竞争优势。2023 年自主研发的数码烫画膜、医疗胶片涂料产品已实现收入 7,700 万元。2024 年，公司特种纤维复合材料中试线已于 12 月启动工程建设，多功能湿法抄造中试机和涂布中试机预计 2025 年第二季度可实现设备试运行，未来有望加速投产。

图6：冠豪高新高中长期研发规划



资料来源：冠豪高新 2023 年度可持续发展报告，诚通证券研究所

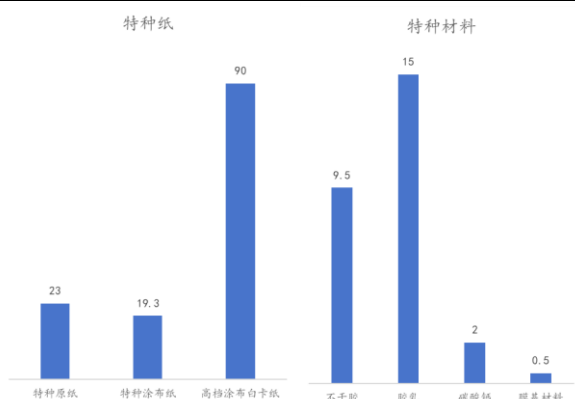
图7：冠豪高新“一体、两翼、四轮驱动”战略规划



资料来源：冠豪高新官网，诚通证券研究所

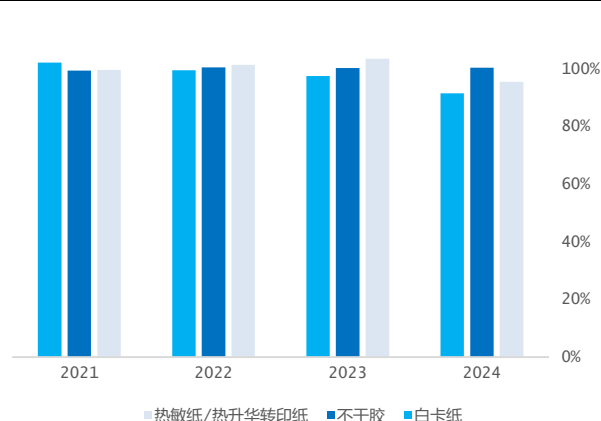
产能有序扩张，特种纸、白卡纸、不干胶历年产销率稳定。冠豪高新旗下主要产品历年产销率稳健。2018 年至 2024 年，冠豪热敏纸/热升华转印产品、不干胶产品及白卡纸产销率均维持 90%以上。新增产能方面，冠豪湛江东海岛产业基地浆纸一体化发展格局有望显现。目前 30 万吨高档涂布白卡纸与 6 万吨特种纸项目已达产，40 万吨化机浆项目已完成主设备合同签订以及前期准备工作，按计划推进招标工作，有望于 2026 年达产。

图8：冠豪高新 2024 年产能分布



资料来源：冠豪高新 2024 年年报、诚通证券研究所

图9：冠豪高新产销率稳定，历年各品种保持 90% 以上



资料来源：冠豪高新 2021-2024 年年报、诚通证券研究所

1.2、深耕造纸产业，技术积淀深厚，技术迁移能力强

坚守央企定位，服务国家战略。2008 年国内颁布限塑令以来，冠豪高新陆续研发出无塑涂布食品卡纸、无氟涂布防油白卡纸、涂布牛卡（食品级）及 PBS 淋膜食品卡纸等“以纸代塑”产品，以实际行动助力国家禁塑。特种纤维复合材料在水处理、新能源电池和航天军工等重要领域具有广阔应用空间。而特种纤维复合材料的制备技术高度保密，价格昂贵，海外企业占据主导地位。冠豪聚焦特种新材料领域，深耕特种纤维复合材料、精密涂布和特种化工新材料等战略性新兴产业。自主研发的热敏医疗胶片涂料和数码烫画膜销量持续增长；特种纤维复合材料中试线 2025 年第二季度可实现设备试运行。

深耕造纸行业，技术积淀深厚。自成立以来，冠豪高新以技术创新为核心驱动力，率先实现了无碳复写纸、热敏纸、烟用包装白卡纸等多项产品的进口替代，在造纸和涂布技术方面积累了深厚的经验和优势。1995 年，冠豪高新打破国外垄断，自主研发、生产出国内第一张烟用涂布白卡纸，开启了国内烟卡纸逐渐替代进口烟卡纸的时代。1996 年，冠豪高新成功开发热敏传真纸，填补国内空白，并列入国家级火炬计划项目。后续公司又自主研发出用于液态奶、果汁、凉茶等饮料的液体无菌包装原纸，率先打破国外技术垄断，有效替代进口产品。2005 年，冠豪高新研发出三防特种热敏纸，被国家科技部列为“国家火炬计划项目”，并成功应用于中国福利彩票和体育彩票专用三防热敏纸，打破外国长期垄断国内彩票用纸的局面。

从纸基材料向膜基材料延伸，技术迁移能力强。冠豪高新在纸基材料生产中积累了丰富的涂布技术经验，能够精确控制涂层的厚度和均匀性。随着产品品类向膜基材料延伸，涂布技术可以广泛应用。如在锂电池隔膜的涂覆工艺中，公司通过对涂布技术的优化和改进，提升隔膜的耐高温性、电解液浸润性等性能，以适配高镍三元、固态电池等高端应用。未来随着特种纤维抄造平台的建设完成，公司有望将反渗透膜用于研发锂电池隔膜材料、氢燃料电池关键材料，满足膜基材料在性能上的特殊要求。

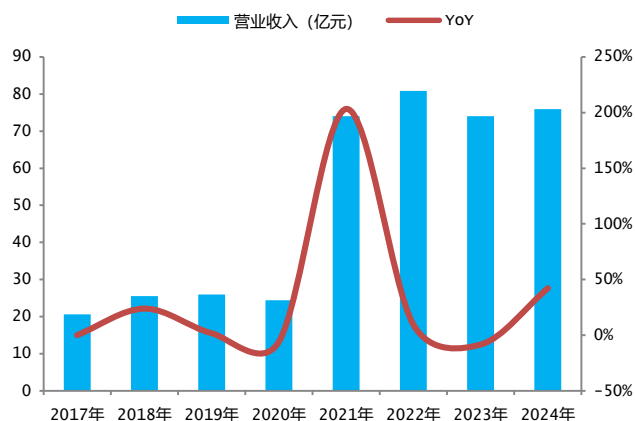
1.3、财务经营稳健，研发能力持续提升

受造纸行业周期性影响，2024 年，冠豪高新营业收入 75.9 亿，同比上升 2.5%，

扣非归母净利润0.51亿,同比扭亏。整体2017年到2024年,营业收入CAGR20.5%。受成本端浆价波动的影响,净利润波动大于收入端。

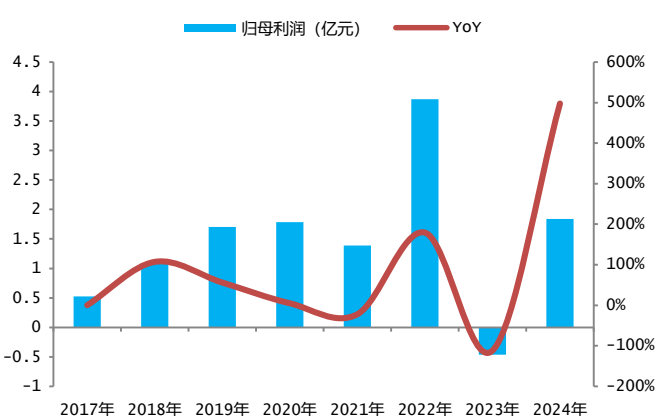
特种纸、白卡纸、不干胶贡献主要营收与利润。特种纸下无碳热敏热升华纸与高端白卡纸属于造纸业务。特种材料依托于造纸产业链延伸,包括不干胶标签、化工及特种新材料。不干胶标签有纸基、膜基材料多种,化工为造纸产业链必备产品胶乳、碳酸钙,特种新材料为数码烫画膜与医用胶片涂料。2024年报告数据,白卡纸38.4亿元营收,占据总收入的52%,热敏纸、热升华转印纸业务实现收入19.0亿元,占总收入的26%,不干胶收入10.7亿,收入占比14%,三项业务合计占比92%。毛利方面,2024年无碳热敏纸毛利3.4亿,占总毛利比重50%,白卡纸毛利1.2亿,占比18%,不干胶毛利1.0亿,占比14%,三项业务毛利合计占比82%。

图10: 冠豪高新营业收入增速稳健



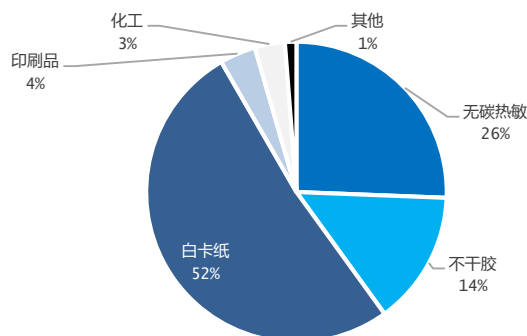
资料来源: Ifind, 诚通证券研究所

图11: 2024年冠豪高新归母净利润显著修复



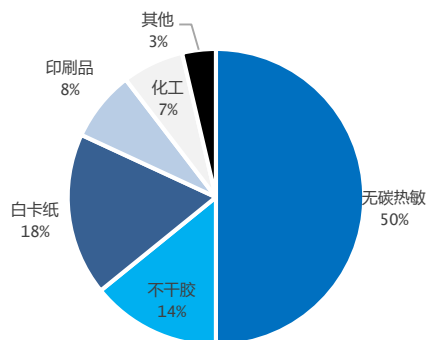
资料来源: Ifind, 诚通证券研究所

图12: 冠豪高新2024年收入构成



资料来源: Ifind, 诚通证券研究所

图13: 冠豪高新2024年毛利构成

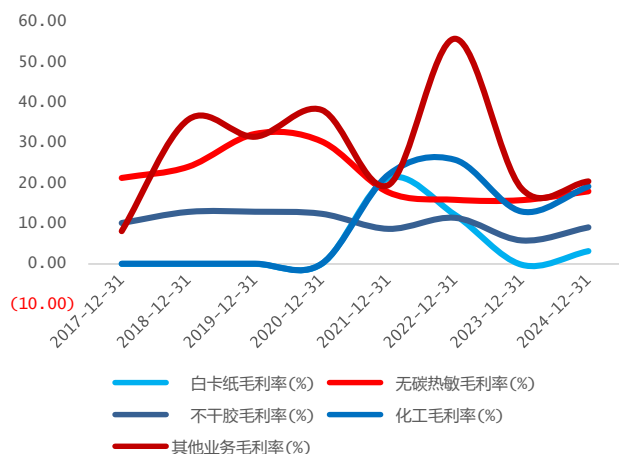


资料来源: Ifind, 诚通证券研究所

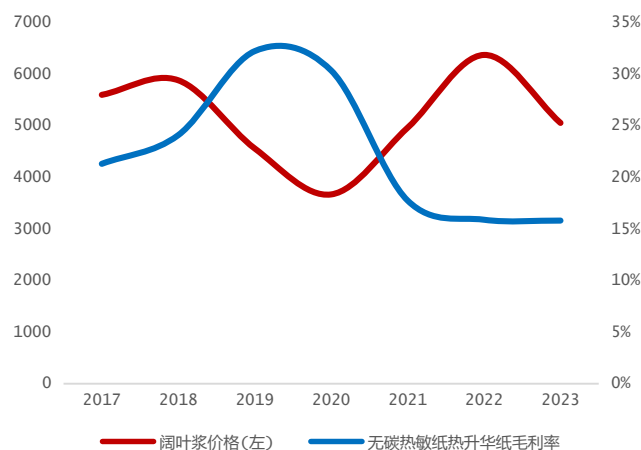
旗下各类产品中,新材料毛利高于其他品种。特种纸中,无碳热敏纸热升华纸2017年以来平均毛利率22.5%,白卡纸平均毛利率11%,特种材料中纸基新材料平均毛利率29.6%,不干胶平均毛利率10.6%,化工产品平均毛利率20%。公司主要纸种毛利率受成本端针叶浆、阔叶浆价格影响较大,上游浆价上涨阶段公司毛利率走弱。

图14: 冠豪高新各产品毛利率

图15: 无碳热敏纸受浆价影响较大



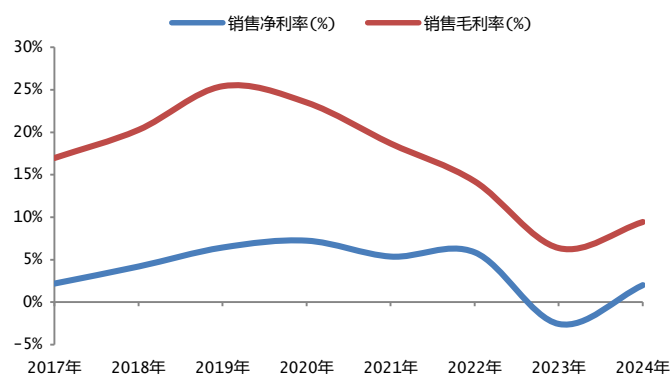
资料来源: Wind, 诚通证券研究所



资料来源: Ifind, 诚通证券研究所

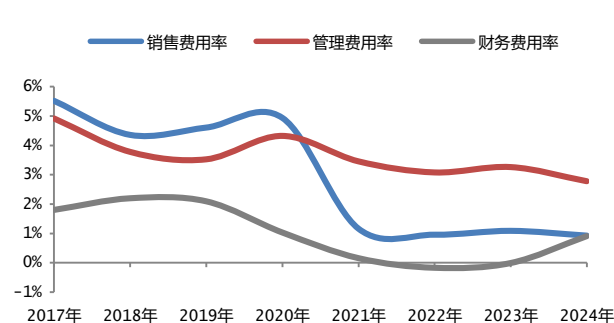
管控效率提升, 费用率显著回落。近年公司调整营销中心、优化资源配置, 建立供应链中心, 并将精益管理贯通生产、仓储、物流和管理的各个环节, 提升生产效率, 强化成本管控, 期间费用显著回落。2018 年至 2024 年, 公司销售费用率从 4.7 回落至 0.9%, 管理费用率从 3.8% 落至 2.8%, 财务费用率从 2.19% 回落至 0.9%

图16: 冠豪高新历史销售毛利率与净利率



资料来源: 冠豪高新 2017-2024 年年报、诚通证券研究所

图17: 冠豪高新期间费用率整体回落

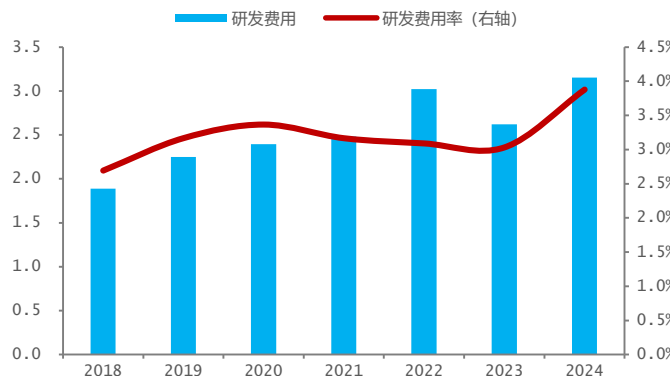


资料来源: 冠豪高新 2017-2024 年年报、诚通证券研究所

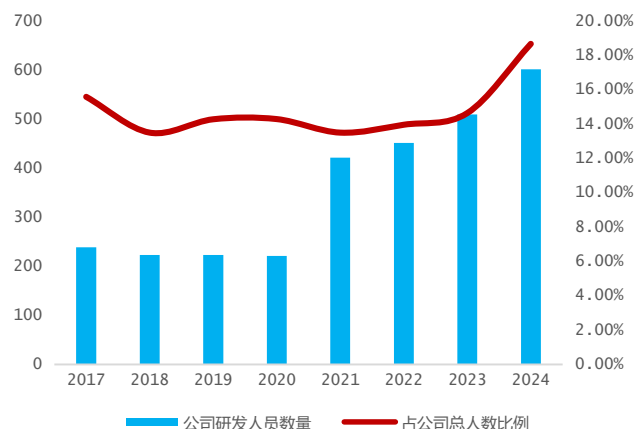
重视研发投入, 研发投入占比持续提升。研发方面, 公司重点布局新材料领域, 董事长同时兼任新材料子公司的董事, 以示对新材料板块的重视。冠豪高新拥有特种纸工程技术研发中心, 功能性白卡纸及材料工程技术研发中心及省级企业技术中心、博士工作站等多个省级创新平台实验室, 还拥有国家认定的 CNAS 重点实验室, 共有省级工程技术研究中心 4 个、省级企业技术中心 4 个和博士工作站, 公司及子公司共 7 家获得“高新技术企业”认证。公司组建了由副总工程师、高级工程师和博士领衔, 本科学历及以上技术人员参与的专业化研发团队, 荣获省级以上科技奖励 12 次, 荣获国家科技进步一等奖, 2019 年被全国工业造纸标准化技术委员会评为“造纸标准化先进企业”。2018 到 2024 年, 公司研发投入金额 GR 达 26.5%。投入占收入的比重从 2018 年的 2% 提升至 2024 年的 4.8%, 研发人员数量从 2018 年的 223 人提升至 2024 年的 602 人, 人数占公司总人数的比重从 13.5% 提升至 18.7%。

图18: 2018 年-2024 年公司研发投入占比持续提升

图19: 冠豪高新研发人员数量与占比持续提升



资料来源：Wind，诚通证券研究所



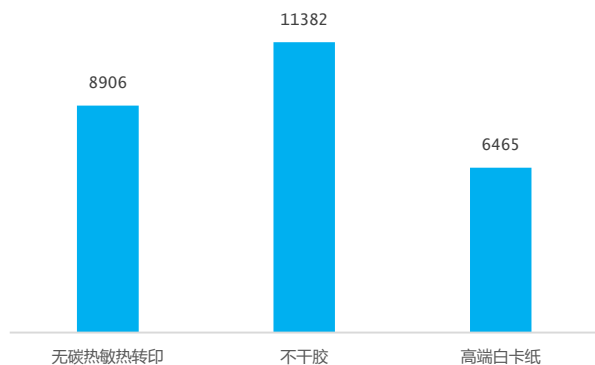
资料来源：Wind，诚通证券研究所

1.4、高单价、低负债、高研发，差异化优势显著

冠豪高新作为老牌央企，受制于扩产速度偏慢，收入增速略显逊色。但差异化竞争优势显著，公司纸种单价高、整体资产负债率低，期间费用率控制出色。

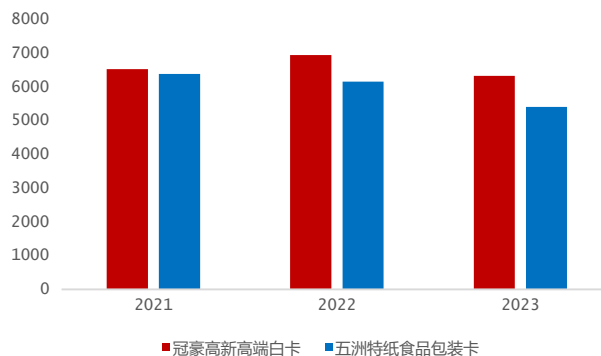
冠豪高新旗下细分品种均以差异化竞争为主，产品吨售价较高。公司以服务高端客户为主，公司无碳热敏纸历史吨单价均在 8924 元以上，不干胶标签吨单价 11371 元，远高于普通白卡纸的 5600 元与文化纸的 6000 元（2020 年以来均价）。高端白卡纸 2021 年投产以来吨均价 6598 元，高于五洲特纸食品包装纸的 5983 元。

图20：冠豪高新热敏纸、不干胶、高端白卡纸平均吨售价较高



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图21：冠豪高新高端白卡纸吨单价高于同业

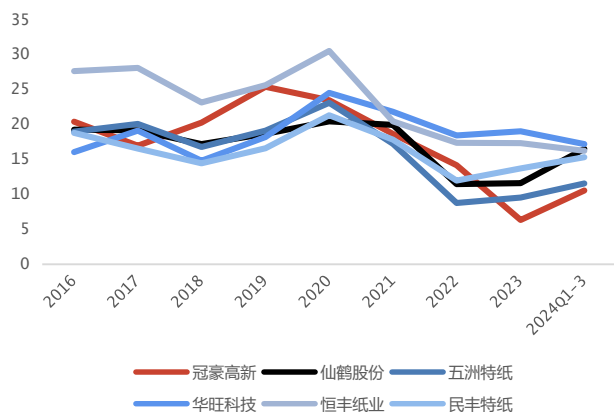


资料来源：Wind，诚通证券研究所

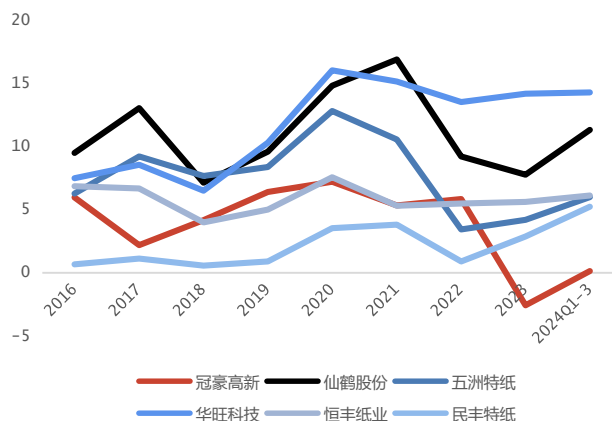
冠豪高新虽然冠豪以高端产品为主，但受制于没有自建浆厂，成本端受木浆价格影响较大，木浆价格居于显著高位的 2017 年、2022 年、2023 年，冠豪利润表现受到压制，销售毛利率、销售净利率低于同业水平。

图22：2022 年、2023 年浆价高位，冠豪销售毛利率回落显著，销售毛利率低于同业

图23：2022 年、2023 年浆价高位，冠豪销售净利率回落显著，销售净利率弱于同业



资料来源：Wind，诚通证券研究所



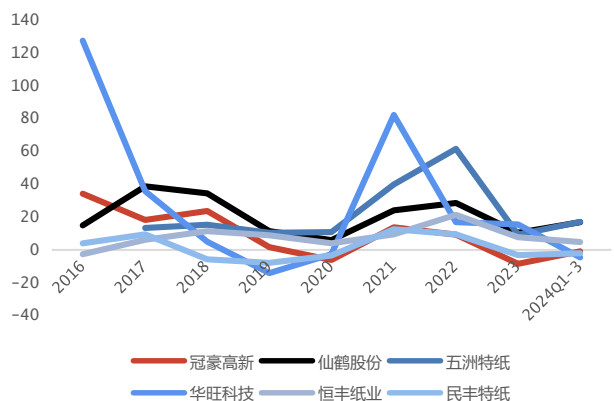
资料来源：Wind，诚通证券研究所

从资产负债率来看，冠豪持续低于行业平均水平。2016-2023 年间冠豪资产负债率整体下降，2021 至 2023 年期间负债率最低降至 25% 左右，维持在行业最低水平。2023 年随着公司新项目投产、资本开支加大，负债率有所提升，2024 年资产负债率提升至 44.2%。整体相对于部分特种纸企业 60% 以上的负债率水平，公司财务政策依然稳健。低负债率为公司未来保持高分红、纸浆扩产并购、新材料领域加大投资创造条件。

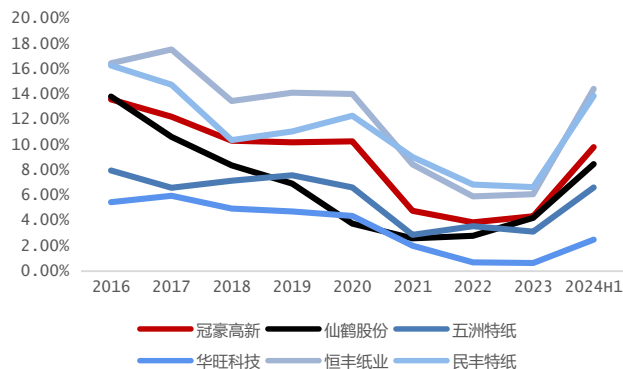
研发力度居于特种纸行业首位。伴随特种材料研发投入加大，冠豪高新的研发投入总额占营业收入比例在 2018-2024 年持续上升，从 2018 年的 3.5% 上升到 2024 年的 4.8%。而行业平均投入比例仅在 3%。公司新品特种纸、特种材料持续推进。

图24： 特种纸行业营业收入增速对比

图25： 特种纸行业期间费用率对比



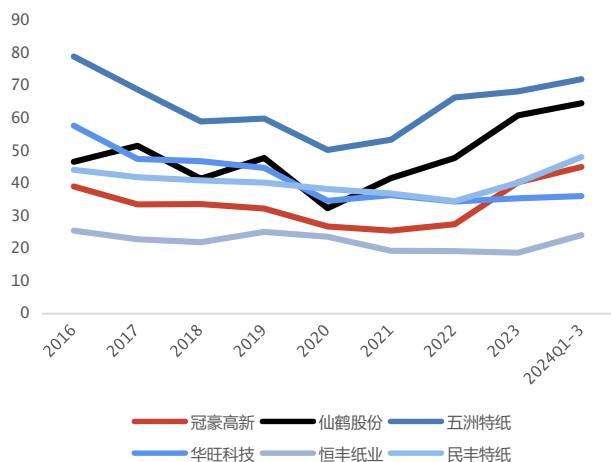
资料来源：Ifind，诚通证券研究所



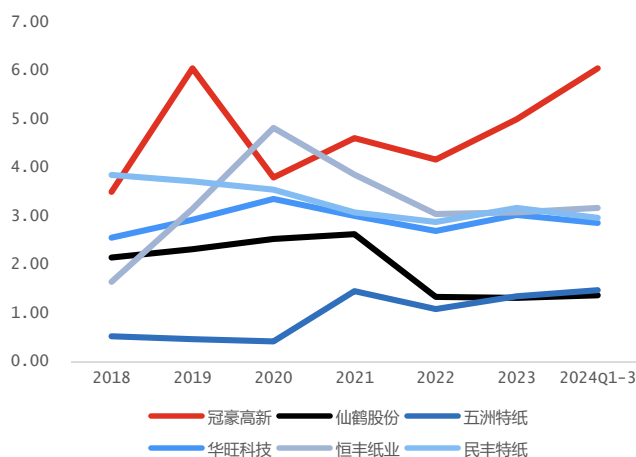
资料来源：Ifind，诚通证券研究所

图26： 特种纸行业资产负债率有所回升

图27： 特种纸行业研发投入占比对比



资料来源：Ifind，诚通证券研究所



资料来源：Ifind，诚通证券研究所

1.5、重视企业价值，坚持回购与分红

公司长期以来重视企业价值，坚持分红、积极回购。公司 2023-2024 年间实施了三次增持。2019 年 6 月-2020 年 2 月，公司累计回购股份 2,875 万股，占总股本的比例为 2.26%，回购总金额为 9,969 万元。2023 年 9 月-2024 年 8 月，公司累计回购股份 7,003 万股，占公司总股本的 3.83%，回购总金额为 23,561 万元。

公司自 2003 年上市以来，共实施分红共 18 次，累计现金分红 11.44 亿，分红率 55.8%。参照公司《未来三年（2024-2026 年）股东回报规划》，2024-2026 年年均现金分红金额不少于当年实现的可分配利润的百分之五十。

随着央企市值管理的持续推进，公司有望维持高分红并择机回购股票，以稳定中小投资者信心。

2、行业：特种纸与特种新材料空间大、成长性强

2.1、特种纸：细分赛道多，具备高成长性

特种纸通常由不同的纤维(如木浆、竹浆、特殊植物纤维等)经过特殊加工和处理制成，具有独特的性能和用途，如用于生活、建材、电气制品、工业过滤器、机械工业、农业、信息、光学、文化艺术、生化尖端技术等多个领域。特种纸的生产经过特殊的抄造工艺、添加特殊原料或采用特殊工序（涂布或复合或加工）。特种纸通常工序复杂，技术难度较大；具备独特性能，满足特定用途；品种多、价格高。

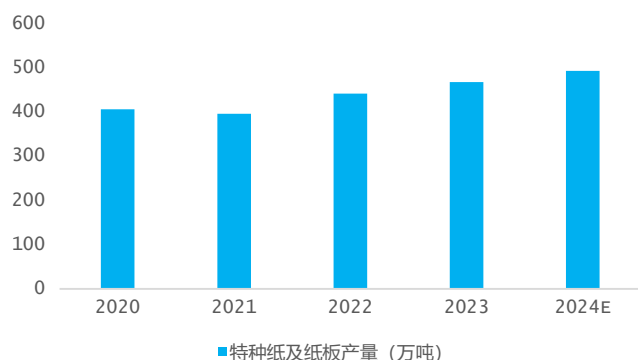
特种纸产业的上游为各类原料，包括木浆以及防油剂、松香胶、淀粉、滑石粉等化学用品；中游是特种纸的加工制造；下游主要为特种纸的应用，为如医疗包装用纸、食品包装用纸、工业特种纸、卷烟配套特种纸等。

特种纸发展前景广阔，增速高。消费升级、环保要求、产业升级以及消费者个性化、定制化需求的增长为行业提供了新的增长点。国家近年来也出台多项产业政策，用于鼓励和支持特种纸产品的研发与生产。我国特种纸及纸板产量从 2016 年的 280 万吨增长到 2020 年 405 万吨，年均复合增长率达 9.67%，产量增速维持高水平。近年来我国特种纸产量增速有所回落，2021 年产量为 395 万吨，同比下降

2.47%，与全球特种纸产量增速趋于一致，2022 年我国特种纸产量达到 441 万吨，同比增长 11.5%。2023 年中国特种纸产量 467 万吨，2024 年 492 万吨。

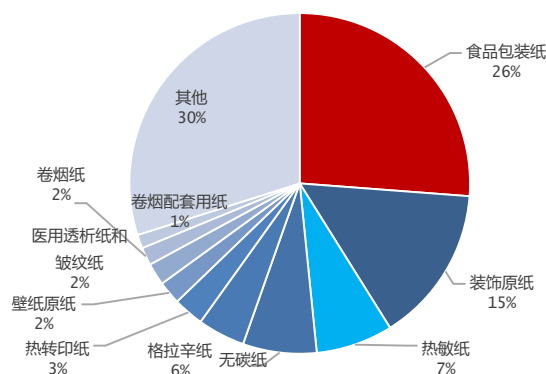
从特种纸市场结构来看，食品包装纸和装饰原纸是中国特种纸市场最重要的两大细分品种，2020 年合计产量占比达到 41%。

图28： 特种纸及纸板历年产量



资料来源：中研网，诚通证券研究所

图29： 中国特种纸细分品类占比情况



资料来源：华经情报网，诚通证券研究所

2.1.1、热敏纸：应用广泛，高速增长

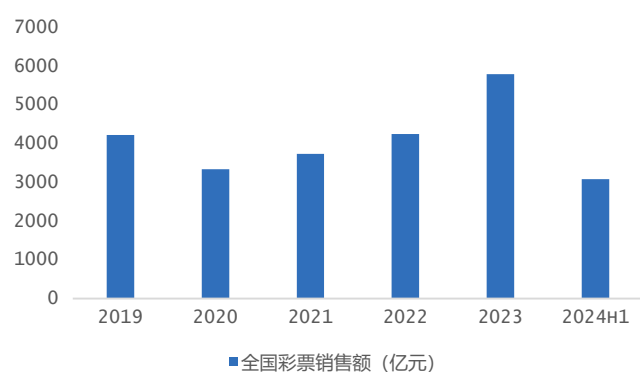
热敏纸是一种特殊类型的纸张，当对涂层施加热量时，涂层在加热时通常会变黑，从而将图像转移到纸张上。热敏纸是热敏纸打印的关键组成部分。由于能耗低、维护成本低，它被认为是最经济的打印技术之一。热敏纸打印清晰、持久、清晰、高效、准确、容量大、美观。这些纸张比传统印刷纸具有更长的生命周期。

热敏纸行业增速较高，应用领域广泛。热敏纸下游包括餐饮、服装、快递、票据、博彩、金融、医疗、交通等多个领域。在传真机上，热敏纸可以作为文字和图形的通讯载体；在医疗、测计系统中，可以作为记录材料，如心电图纸、热工仪器记录纸等；在商业活动中，可以用来制作商标、签码等。近年来，随着物流、医疗等下游市场的快速发展，以及电子发票的逐步推广，热敏纸的市场需求持续提升。2013 年至 2020 年，我国热敏纸产量从 25 万吨增长至 53 万吨，CAGR11.3%。中研网数据预计我国热敏纸市场规模在 2025 年将达到 100 亿元。Market Monitor 数据显示 2024 年，全球热敏纸市场规模为 49.5 亿美元，预计在 2024-2029 年预测期内该市场复合年增长率为 5.3%。

高端热敏纸差异化优势保持高单价。高端热敏纸注重打印质量、保存期限与安全性，一方面能够实现非常清晰、细腻的打印效果，在打印精细的图案或者小字号文字时优势明显。另一方面利用优质的热敏涂层与纸张材料增强抗氧化和抗老化能力，保证打印内容长时间保存。部分高端热敏纸在合适的环境下保存期可以达到数年，这对于需要长期保存记录的场合（如医疗病历等）至关重要。部分高端热敏纸达到食品安全级别或医疗级别，使用安全环保的材料，如采用水胶、热熔胶等安全胶水，不含有害物质，如双酚 A 等，对人体和环境无害。高端热敏纸单价显著高于普通纸。土巴兔数据显示普通超市小票用热敏纸 57mm*50mm 规格单价 1 元每卷。体育彩票单价显著跃升，2024 年河北省体彩专用热敏纸 101mm*80mm 招标价格为 6.95 元每卷，2025 年北京体育彩票热敏纸 80mm*72mm 中标价格为 8.8 元每卷。

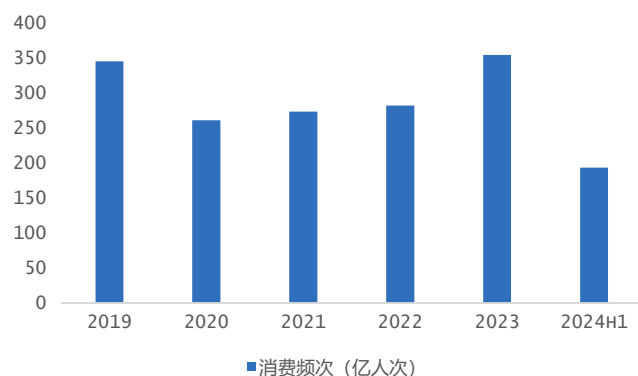
彩票热敏纸定位高端，保持较高增速。彩票信息包括号码、日期、销售站点等，需要清晰、准确且长期保存。且彩票涉及金钱交易和中奖凭证等重要事项，也通常会采用多种防伪技术。属于高端热敏纸。我国彩票市场规模保持较高增速。销售额从 2019 年的 4220 亿，增长至 2023 年的 5786 亿，年化 CAGR 增速高达 8.5%。从销售额来看，2023 年中国彩票累计销售额 5796.96 亿元，同比增长 36.51%。从销售人次来看，2022 年，我国彩票行业消费频次大约在 282.16 亿人次，2023 年上涨到 354.25 亿人次。体育彩票受体育赛事影响，赛事密集时增速较高。2018 年到 2023 年，中国体育彩票行业销售规模从 2800 亿元提升至 3800 亿，CAGR 增速 6.3%。2023 年中国体育彩票销售规模达到 3852.55 亿元，同比上涨 39.32%。即开型彩票门槛低、易上手、即时反馈，年轻彩民追求新鲜、刺激和即时满足感的需求得到满足。即开型彩票近年增长速度远超其他类型彩票，2019 年到 2023 年，中国即开型彩票市场规模从 285 亿元增长到 1190.2 亿元，CAGR 高达 42.93%。

图30： 疫情后中国彩票销售额显著增长



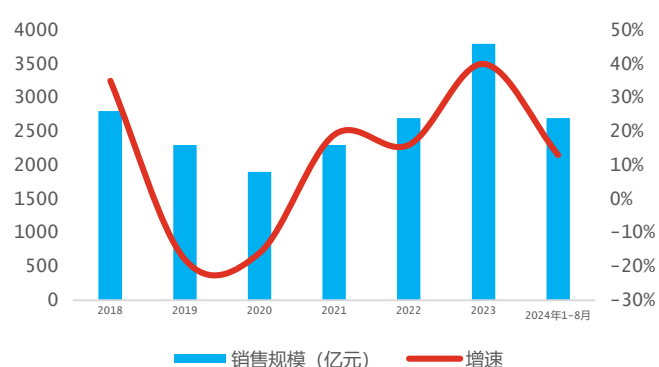
资料来源：观研报告网，诚通证券研究所

图31： 疫情后中国彩票消费频次显著回暖



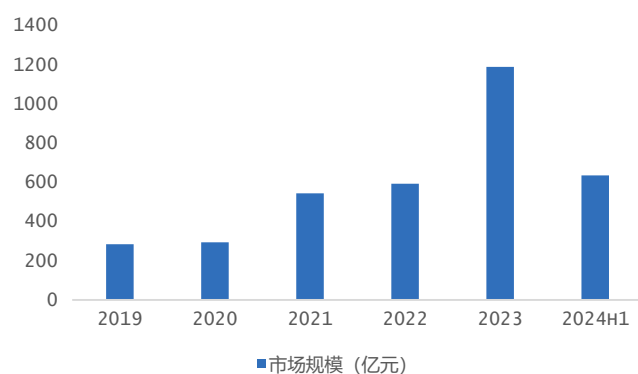
资料来源：观研报告网，诚通证券研究所

图32： 中国体育彩票行业销售规模维持较高增速



资料来源：智研咨询，诚通证券研究所

图33： 中国即开型彩票市场规模增速迅猛



资料来源：观研报告网，诚通证券研究所

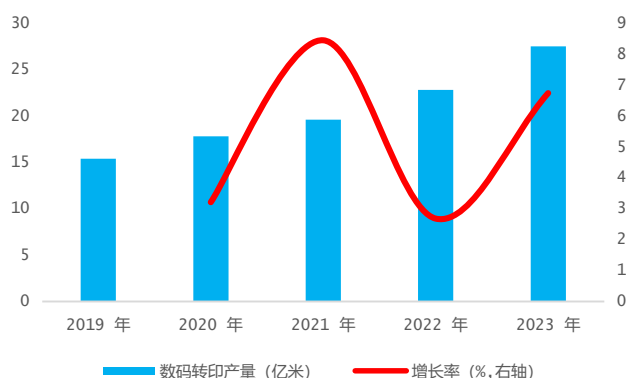
2.1.2、热升华转印纸：结构推动，稳步成长

热转印纸原理是将具有热升华特性的墨水按设计好的图案预先印刷在转印纸上，再将印有图案的纸面与承印物接触，在一定的温度、压力下进行热转印，油墨在高温作用下升华，渗透到承印物上，冷却后固着，形成色彩鲜艳的图案，因其具有印刷清晰、图案清晰、转移效果高等特点，在服装、家纺域应用广泛。热转印纸下游以聚酯纤维、氨纶等的夏季衣物为主。聚酯纤维分子结构紧密，在高温下能够很好地吸收升华后的分散染料，是热转印最适合的衣物材料之一。运动服装中常见

的聚酯纤维面料，像运动 T 恤、运动裤等，使用热转印纸进行图案转印时，图案色彩鲜艳、牢固度高。我国服装行业增速稳健。我国服装产业的庞大规模垫定了对热转印纸的稳定需求。2022 年以来，我国服装产量维持在 1428 亿件水平，热升华转印纸应用较广的运动服装产量维持在 1.1 亿件。消费者追求在服装、日用器皿、建材家具上的潮流化、个性化展示提高了图案印制的频率，增加了对热转印纸的需求。

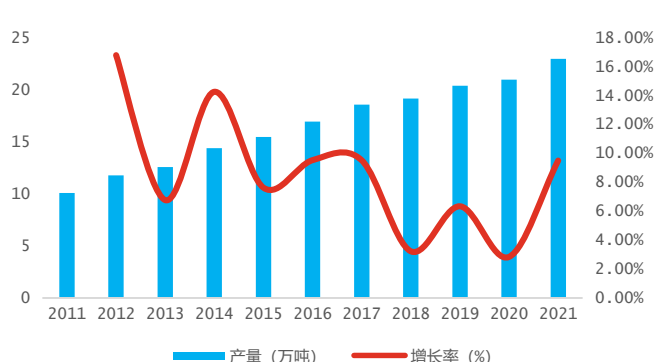
数码转印渗透率提升有助于热升华转印纸高速增长。服装的图案印制方法一般包括数码转印、图案转印或丝网印刷等，前两者均涉及热转印纸的使用。数码转印方面，相比传统染缸染色方式，数码喷染能通过数码微喷涂喷头将染液雾化，再利用气流风刀精确传输至织物，实现定量低给液染色，相比传统浸染环节节能、节水、降低染料用量，有望持续替代传统染色方式。同时数码喷墨印花生产周期短、批量灵活，契合当下纺织服装行业小单快返的柔性生产模式，对构建“小批量、多品种、高质量、快交货”的快速反应机制与柔性供应链发挥了重要作用。我国数码转印产量从 2019 年的 15.4 亿米增长至 2023 年的 27.5 亿米，CAGR 增速高达 15.6%。热转印纸市场规模也维持较高增速。华经产业研究院数据显示，我国热转印纸产量从 2015 年的 15.5 万吨增长至 2021 年的 23 万吨，CAGR 增速 6.8%。

图34： 数码转印产量高速增长



资料来源：《2024 中国纺织品数码喷墨印花发展报告》，诚通证券研究所

图35： 中国热转印纸产量稳定增长



资料来源：华经产业研究院，诚通证券研究所

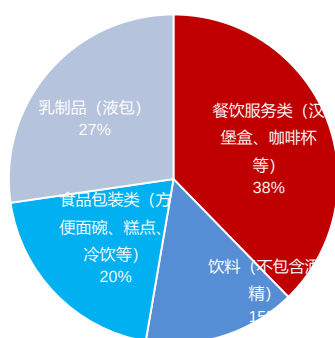
2.1.3、食品包装纸：限塑令叠加新兴需求，行业维持较高增速

食品包装纸泛指食品行业包装使用的特种纸及纸板，具有防油、防水、耐高温等特性，主要应用于茶饮、咖啡杯、乳制品（液包）、食品包装类（方便面碗、糕点、冷饮等饮料）等。食品包装纸行业产销量不断增长，2015 年至 2022 年食品包装纸市场销量从 120.6 万吨增长至 307.3 万吨，2015-2022 年 CAGR 为 14.30%，行业成长属性明显。

限塑令下，食品包装纸维持较高增速。我国 2020 年 1 月发布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》提出，到 2020 年，率先在部分地区、部分领域禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用。2021 年《关于加快推动制造业高质量发展的意见》提出推动提高造纸行业绿色化水平。食品包装纸下游应用结构来看，纸基材料制成的纸杯、纸碗可以用于西式餐饮、茶饮咖啡、中式菜品等的包装，成本相对可降解塑料（如 PLA）、纸塑模塑制品较低，因此成为餐饮包装替塑的主要选择之一。随着限塑令、禁塑令的实施，纸包装对塑料包装的替代需求将进一步提高，为食品包装纸行业提供了政策支持和市场空间。

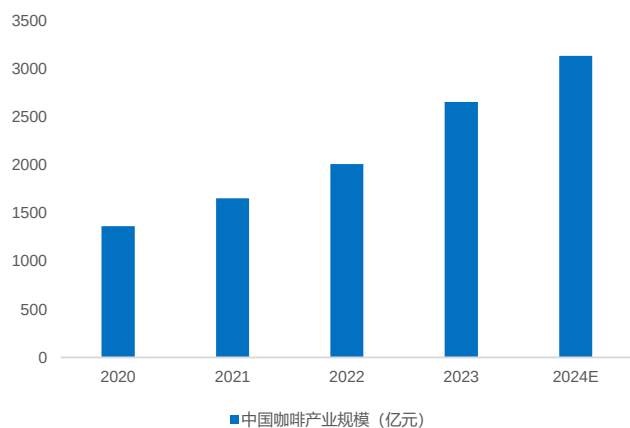
新式茶饮等新兴需求为食品包装纸增量需求来源。新式茶饮、现制咖啡的规模扩张有助于食品包装纸保持高速增长。现制茶饮（蜜雪冰城、奈雪的茶等）和现磨咖啡（瑞幸、星巴克）近年高速扩展，带动纸杯需求的增长。艾媒咨询数据显示，新式茶饮市场规模从 2016 年的 291 亿跃升至 2023 年的 3333 亿，CAGR 增速高达 41.7%。飞瓜数据显示，国内消费者已养成每周饮咖啡的习惯，约有 25% 的消费者每天都会享用一杯咖啡。中国咖啡产业规模持续壮大，人均年饮咖啡杯数从 2016 年的 9 杯上升至 2023 年的 16.7 杯。2023 年咖啡产业市场规模达到 2654 亿元，2020 年到 2024 年，咖啡产业规模 CAGR 增速高达 23.11%。

图36：食品包装纸下游需求结构



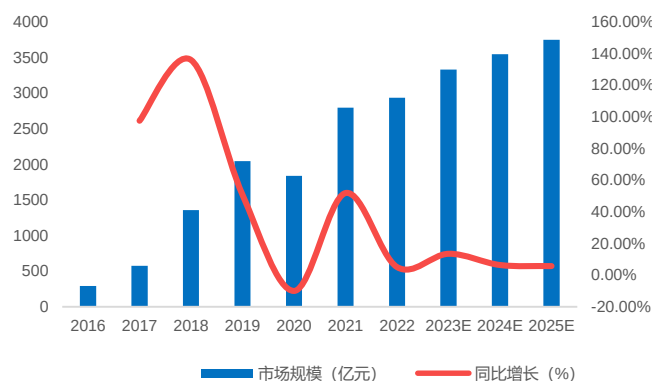
资料来源：华经产业研究院，诚通证券研究所

图38：中国咖啡产业规模



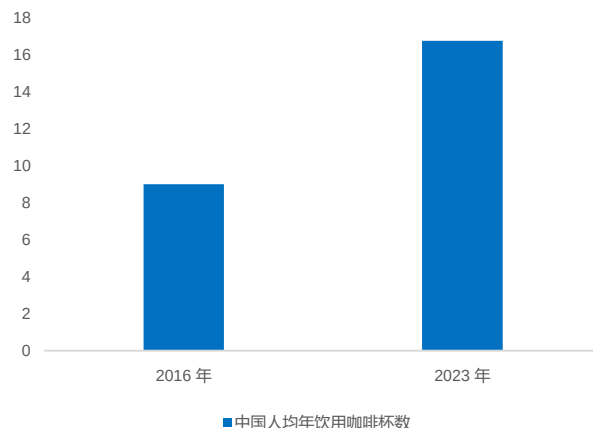
资料来源：飞瓜数据，诚通证券研究所

图37：新式茶饮市场规模



资料来源：艾媒智库，诚通证券研究所

图39：中国人均年饮用咖啡杯数



资料来源：飞瓜数据，诚通证券研究所

2.2、特种材料：空间广阔，高速增长

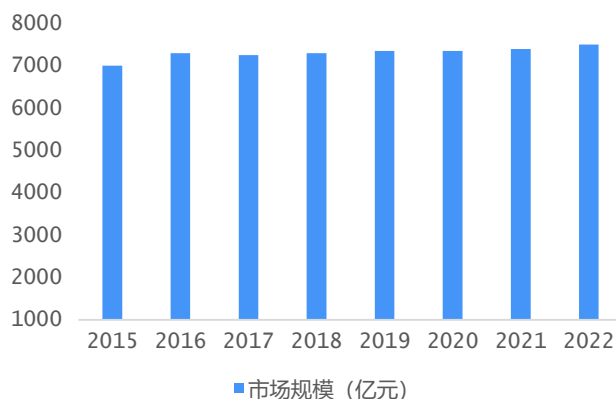
2.2.1、不干胶标签：RFID 标签高速增长

不干胶材料的表面基材具有揭撕方便、粘性强、使用灵活、耐热、耐潮、不易老化、不污染产品、适应性广、便于连续多次粘贴等优点，广泛应用于食品饮料、医药/个护/日化、运输物流、耐用消费品、零售等领域。食品饮料在 2023 年不干胶标签行业应用领域占比中达到 31%；运输物流占比 22%。我国不干胶标签行业市场规模已从 2017 年的 168.22 亿元增长至 2023 年的 318.81 亿元，CAGR 约为 8.32%，产量从 2017 年的 58 亿平方米增长至 97 亿平方米，CAGR 约为 9.47%。

食品饮料行业、快递行业需求带动不干胶标签需求增长。食品饮料领域不干胶标签主要用在包装和标识方面，为消费者提供了关键信息和品牌识别的重要功能。2015 年至 2022 年食品包装纸市场规模从 120.6 万吨增长至 307.3 万吨，2015-2022 年 CAGR 为 14.30%，行业成长属性明显。电子商务及快递物流业发展，对不干胶标签的需求也有较大需求。2014-2023 年中国快递业务量呈现上升趋势，从 2014 年的 139.6 亿件增长至 2023 年 1320.7 亿件，2024 年我国快递业务量超 1700 亿件。根据智研咨询数据，2014 年到 2023 年，我国快递业务量 CAGR 达 27.12%。

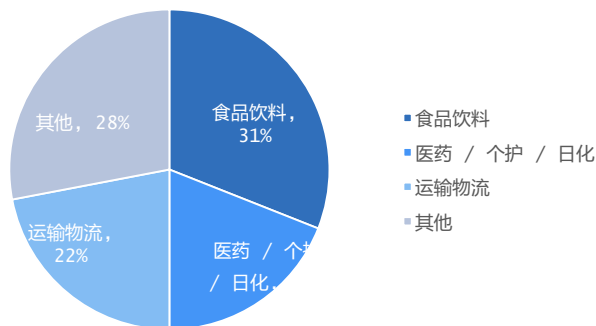
对标发达国家，我国不干胶人均需求中长期仍有增长空间。2020 年，我国不干胶标签产量 77.2 亿平米，对标发达地区来看，2020 年我国人均不干胶产量 5.47 平米，并且相比于欧洲、北美、澳新等地区，我国人均不干胶标签使用量（2016 年数据）有约 30%-110%的增长空间。

图40： 不干胶市场规模



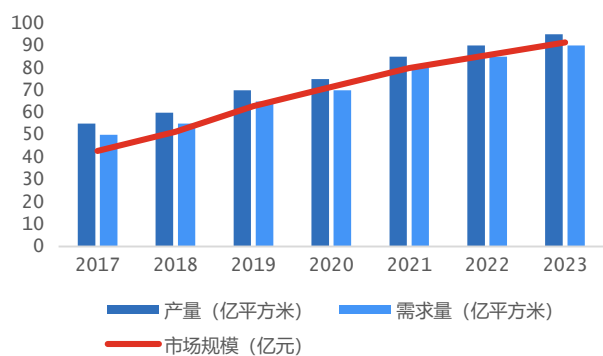
资料来源：华经情报网，诚通证券研究所

图41： 中国不干胶标签下游应用占比



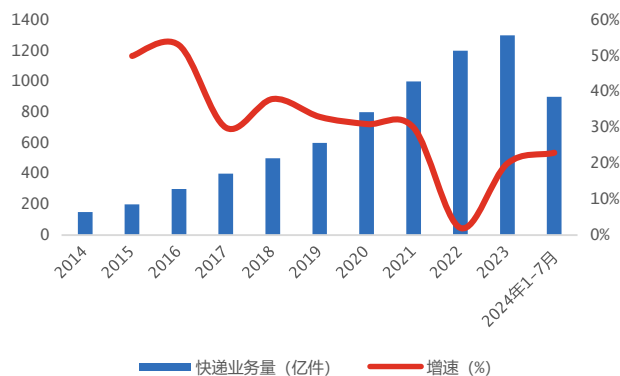
资料来源：智研咨询，诚通证券研究所

图42： 不干胶标签行业现状



资料来源：智研咨询，诚通证券研究所

图43： 中国快递业务量及增速



资料来源：华经情报网，诚通证券研究所

电子标签空间广阔。电子标签又被称为射频识别（RFID）标签，是一种通过无线电通信技术实现物品标识、信息存储、传输和读取的设备。电子标签由芯片、天线和封装材料组成，通常采用贴在物品表面或嵌入物品中的形式存在。通过射频信号的传输，读写器可以对电子标签进行数据的读取和写入。电子标签作为一种不

需要电池的物联网设备,具有体积小、使用寿命长、可重复使用、不易丢失等特点,可以实现对物品或人员的快速识别、定位、追踪和监控,提高信息的可靠性和实时性,降低信息的成本和风险,在零售、物流、医疗、金融等领域广泛应用。AIoT 星图研究院数据显示,鞋服与商超零售市场是目前 UHF RFID 标签最大的应用市场,目前沃尔玛每年使用的 UHF RFID 标签达到了百亿级别,ZARA、优衣库、迪卡侬、耐克等品牌每年使用的 UHF RFID 标签数十亿级别。在中国市场,最近一两年时间里,我们看到了国产品牌上 RFID 的趋势非常明显,目前安踏、海澜之家这些头部玩家已经上了 RFID 项目。RFID 标签另外一个值得关注的市场就是快递物流,RFID 标签已经在快递行业的中转袋实现了批量化的应用,主要用来分拣使用,而每一个快递包裹都装上 RFID 标签才是终极目标,目前菜鸟、三通一达、顺丰、京东物流等物流企业都在积极布局。相比其他 WiFi、蓝牙、UWB 等无源物联网技术,芯片成本高达几块到几十块,很难与 RFID 芯片竞争。

市场规模来看,据 Fortune Business Insights 报告数据,2023 年,全球 RFID 市场规模为 141.1 亿美元,未来预计将从 2024 年的 154.9 亿美元增长到 2032 年的 377.1 亿美元,复合年增长率达到 11.8%。使用量来看,RFID 标签使用量每年已有数百亿,在国产芯片与设备兴起,以及生产工艺的进步之后,标签成本还会进一步的优化。

图44: RFID 标签产品



资料来源: AIoT 星图研究院, 诚通证券研究所

图45: RFID 标签应用场景



资料来源: AIoT 星图研究院, 诚通证券研究所

图46: 全球 UHF RFID 标签出货量 (单位: 亿个)

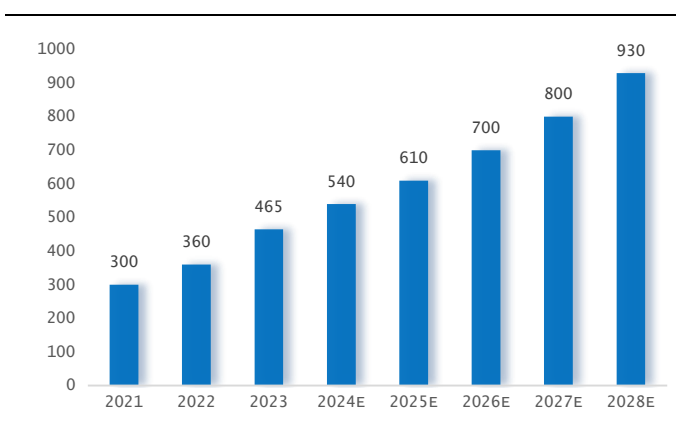
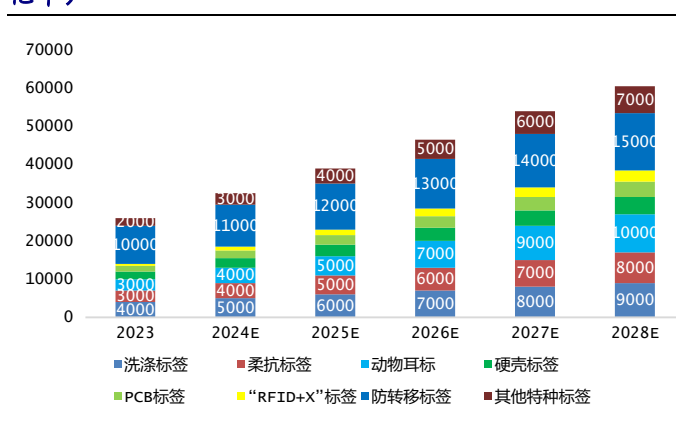


图47: 全球 UHF RFID 标签主要细分市场分布 (单位: 亿个)



资料来源：AIoT 星图研究院，诚通证券研究所

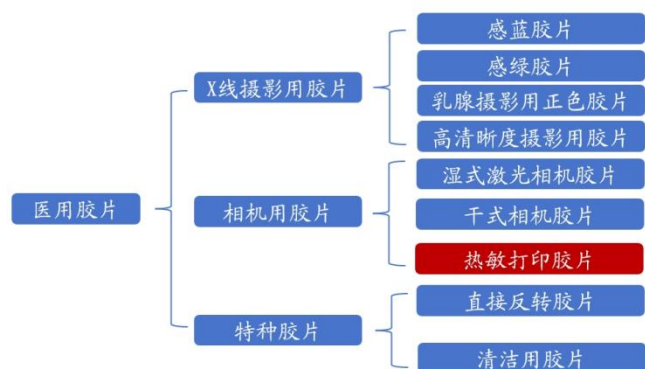
资料来源：AIoT 星图研究院，诚通证券研究所

2.2.2、热敏胶片涂料：国产替代打开空间

医用胶片是指用于承载着医疗影像图文信息的介质，用来作为医护人员进行病情诊断的辅助工具。医用胶片可分为 X 线摄影用胶片、相机用胶片以及特种胶片三大类。2023 年我国医用胶片产量约为 6.47 亿张，同比上升 4.35%，医用胶片需求量约为 7.84 亿张，同比上升 8.59%。2023 年中国医用胶片市场规模约为 66.76 亿元，同比增长 1.72%。

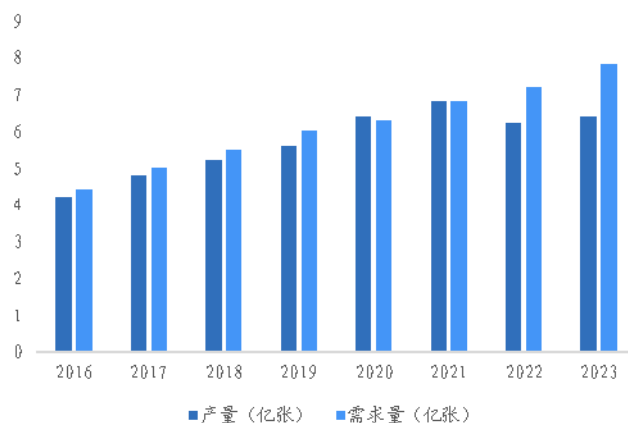
热敏打印胶片为相机用胶片的一种，在受到热能刺激时会产生可见的图像。热敏胶片的工作原理是基于热敏材料的特性。热敏胶片在临床医学中可以用于乳腺癌筛查、神经病学、皮肤病学、麻醉监测、牙科医学等多个领域热敏胶片。热敏胶片不需要复杂的化学处理或显影过程，简便易用：不需要等待显影过程，即时成像；具有较好的耐久性和稳定性，可以长时间保存图像。

图48： 医用胶片类型



资料来源：华经产业研究院，诚通证券研究所

图49： 中国医用胶片产量及需求量



资料来源：华经产业研究院，诚通证券研究所

2.2.3、数码烫画膜：个性化需求叠加环保政策推动，市场快速发展

数码烫画膜是一种用于热转印的特殊功能印刷膜，可将带有胶黏剂的图文在热与压力的共同作用下，连同离型层一起脱离载体薄膜，牢固转印在承印物表面。烫画膜色彩鲜艳、不易脱色、不起层、不易开裂；不限制布料，一张起印、无需制版、出货快捷。烫画膜方式图案表现力强，借助数码喷印技术，能够实现高分辨率的图案输出，可精确打印复杂艺术图案、精细文字或逼真照片等，还能灵活控制色彩，实现色彩渐变效果，色彩还原度高。数码烫画膜适用范围广，可转印到纺织品、皮革、陶瓷、金属等多种材料上，满足不同行业的应用需求。2023 年中国烫画膜在服装领域的应用占比达到 60%，鞋帽和箱包领域占比 20%与 15%。

个性化需求叠加环保政策推动，烫画膜市场快速发展。博研咨询数据显示，2023 年国内烫画膜市场规模达到 120 亿人民币，同比增速 15%，出口规模 30 亿人民币，同比增速 25%，预计 2023-2025 年维持 10%以上的年化增速。下游需求来看，消费者特别是年轻消费群体，对个性化定制产品需求的增加，烫画机在服装、礼品等行业中的应用日益广泛。政府对环保政策与创新政策的支持也推动了烫画膜行业发展。2023 年国家推出一系列鼓励环保材料和技术创新的政策，如对环保型烫画膜生产企业给与税收减免、资金支持等。

2.2.4、反渗透膜：市场扩容，国产化空间广阔

膜是具有脱盐或选择性分离功能的高分子材料，可实现不同液体或气体组分的分离、分级、浓缩与提纯。反渗透膜（RO 膜）为孔径最小、过滤精度最高的膜，主要应用于工业和家用领域。其原理是用高于渗透压的压力，使溶液透过反渗透膜，经过产水流道流入中芯管，后在一端流出汇入产水管路，阻止包括离子、有机物、细菌、病毒等在内的大部分溶质通过，使其被截留在膜的进水侧，从而达到分离净化目的。反渗透膜的孔径小至纳米级，过滤精度最高，广泛用于饮用水、电力、海水淡化、盐湖提锂、超纯水制备等领域。

反渗透膜下游需求高速增长。随着国家对水资源保护及环保标准的提升，反渗透膜在海水淡化、工业废水处理、饮用水净化等领域的应用日益广泛。反渗透膜在盐湖提锂、制备超纯水方面也有广阔成长空间。

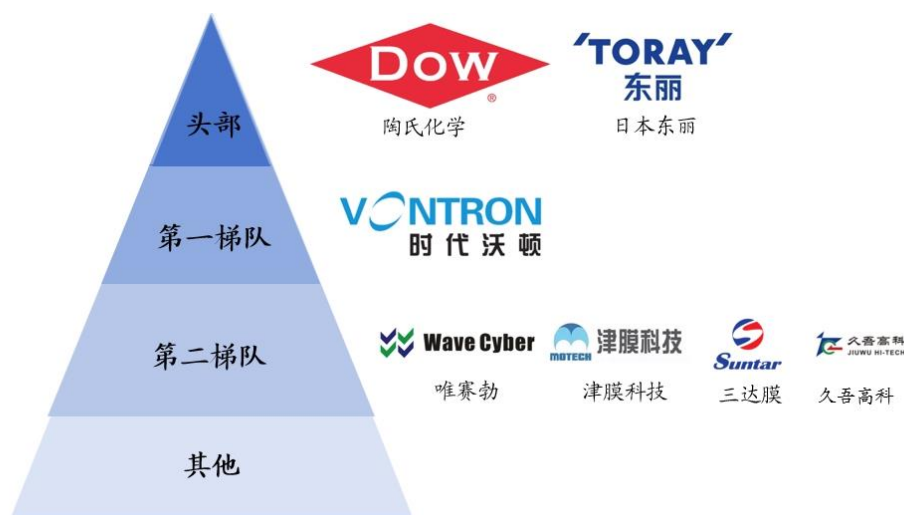
海水净化领域：澳大利亚的《环境资源效率计划》、《水管理行动计划》、美国的《清洁水法》、中国的《海水利用特别规划》等。此外，世界卫生组织对各国饮用洁净水制定了不同的步骤，提升了对水处理的要求，推动全球反渗透膜的需求增长。2019-2023 年，反渗透膜法在中国海水淡化工程中技术占比逐年提高，每年增加 1 个百分点以上。2023 年占比达 67.24%。由于海水淡化反渗透膜在使用一段时间后就会被杂质堵塞和污染，造成产水量小、产水质量无法满足要求，为确保反渗透系统的稳定性，需要定期对反渗透膜进行更换，海水淡化领域对反渗透膜具有大量可持续的需求。

饮用水净化领域：净水设备核心处理技术主要分为反渗透、纳滤、超滤和活性炭四种，其中又以反渗透核心技术为主。据奥维云网统计数据，反渗透净水器在我国净水器市场占据主要地位，线上线下销售额占比均超过 85%。

根据 Frost&Sullivan 数据显示，自 2014 年起，中国反渗透膜市场规模呈现逐年增长态势，且年复合增长率超过 20%，2023 年我国反渗透膜市场规模约为 116 亿元。

反渗透膜国产化空间广阔。国外企业中，陶氏化学、日东电工、东丽、GE、世韩、LG 等企业占据了大量的市场份额，形成寡头竞争的局面。陶氏化学和日本东丽两家企业占据了全球一半以上的市场份额。国内品牌力量相对薄弱，参照中国膜工业协会文件，沃顿科技股份有限公司“中国膜行业反渗透膜领域龙头企业”。第二梯队则是唯赛勃、三达膜等业内上市企业。

图50： 反渗透行业国产替代空间广阔



资料来源：前瞻产业研究院，诚通证券研究所

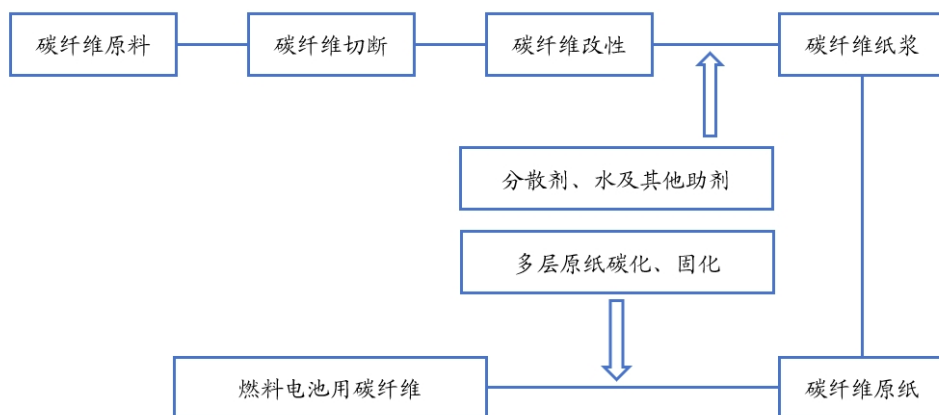
2.2.5、碳纤维原纸:成长空间广阔，国产替代可期

碳纤维原纸碳纤维纸是使用碳纤维或活性碳纤维与其它植物或非植物纤维混合生产的具有特殊性能的功能纸，是航空航天、汽车和能源存储等行业的重要组成部分，主要用作燃料电池、电池和各种过滤应用的支撑层。

碳纤维原纸成长空间广阔。碳纤维原纸可用于制造燃料电池和制氢装置电极材料中的气体扩散层基材，位于燃料电池产业链的上游，属于核心卡脖子材料。随着《氢能产业发展中长期规划（2021-2035 年）》的实施，燃料电池汽车产业快速发展有望带动碳纤维原纸市场空间打开。碳纤维原纸可用于制作航空航天领域的一些高性能复合材料部件，如飞机的机翼、机身结构件等。碳纤维原纸也可用于制造高性能的绝缘材料、电磁屏蔽材料等。电子产品不断向小型化、高性能化发展，对这些高性能材料的需求也在提升。除了燃料电池领域外，碳纸还可应用于电解水制氢、储能电池等新兴领域。

国产替代空间广阔。目前全球碳纤维原纸主要来自东丽、巴拉德、SGL 等少数公司。国际知名的碳纸制造商包括 Toray、SGL、Freudenberg、AvCarb 等，这些企业凭借强大的基础碳材料研发能力和规模化生产能力，在国际气体扩散层市场中占据领先地位。

图51： 燃料电池碳纤维原纸的制备工艺流程



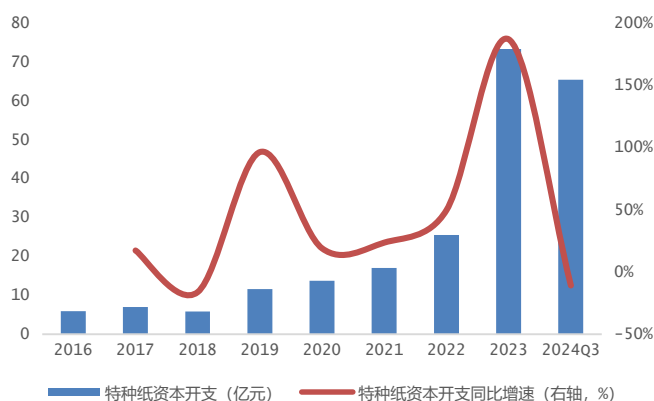
资料来源：碳纤维平台，诚通证券研究所

3、冠豪：纸浆投产增厚毛利，特种新材料打开成长空间

3.1、特种纸：2025 年产能扩张节奏转弱，提振内需纸价有望企稳

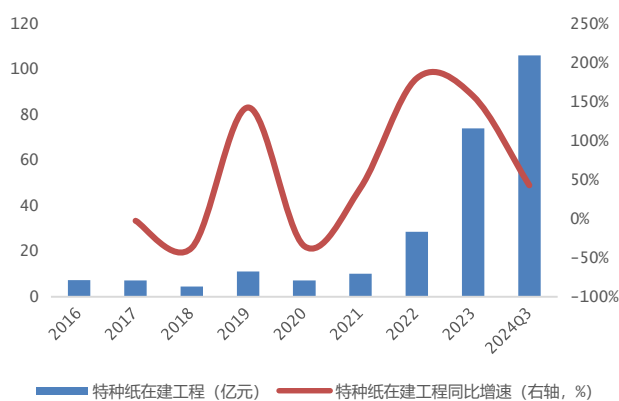
供给端，2025 年特种纸产能扩张转弱，资本开支增速继续回落。2021 年、2022 年特种纸行业产能扩张，2023 年至 2024 年增速已回落 2 年。特种纸上市公司资本开支增速从 2024 年的+187%转向 2025 年前三季度的-11%，在建工程同比增速已连续回落 2 年，从 2022 年的+181%回落至 2024 年前三季度的+43%。2024 年新增产能投放下，上市公司负债率提升、毛利率下滑、特种纸各品类不同程度回落，上市公司资本开支收窄，2025 年产能有望继续收缩。从目前披露的近年特种纸产能规划来看，2024 年至 2025 年产能投产后新增供给有限。

图52： 2024 年特种纸上市公司资本开支增速转弱，2025 年有望继续收缩



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图53： 2024 年特种纸上市公司在建工程同比增速已连续回落 2 年



资料来源：Wind，诚通证券研究所

表3： 2024 年至 2025 年国内特种纸产能投放及规划

企业	项目	产能	投产时间
仙鹤股份	湖北石首年产 250 万吨高性能纸基新材料项目	250	2024 年投产
	广西来宾年产 250 万吨林浆纸一体化项目	250	2024 年投产
	湖北、广西项目的纸基功能材料	60	2024 年投产

华旺科技	18 万吨特种纸项目(一期为 8 万吨装饰原纸)	18	二期 2024 年投产
	年产 30 万吨高性能纸基新材料(食品、医疗及工业用纸)	30	
五洲特纸	武穴年产 660 万吨浆纸一体化项目(410 万吨特种纸)	660	
	汉川年产 449 万吨浆纸一体化项目(294 万吨机制纸)	449	2024 年投产
冠豪高新	年产 6 万吨特种纸项目(热升华转印纸、特种包装纸)	6	2024 年投产
	高档涂布白卡纸(食品包装纸)	30	2024 年投产
齐峰新材	年产 20 万吨装饰原纸项目(一期 8 万吨)	20	2024 年投产
恒丰纸业	年产 4 万吨绿色低定量特种涂布纸(透明印刷纸和食品包装纸)	4	预计 2025 年 3 月投产
民丰特纸	特种纸(烟用纸、标签纸)	7	预计 2025 年投产
凤生纸业	年产 15 万吨特种纸技改项目	15	预计 2025 年投产

资料来源：纸业联讯、卓创资讯等，诚通证券研究所

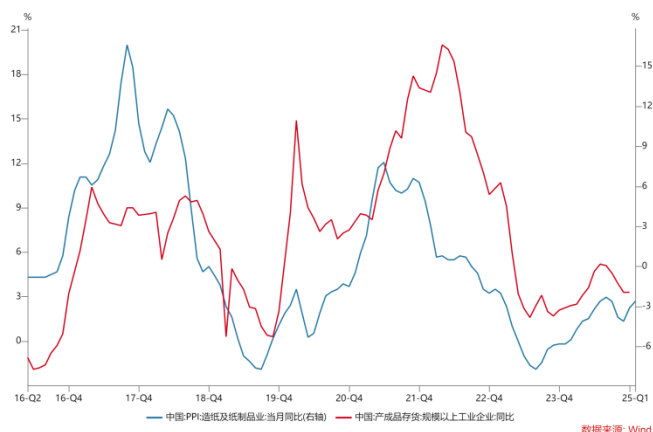
需求端，2025 年提振内需政策刺激下复苏可期。造纸行业作为对消费需求较为敏感的顺周期品种，需求端受益国内经济企稳修复确定性高。造纸行业 PPI 价格指数 2025 年 1 月同比增速-2.6%，自 2022 年 10 月价格同比转负以来已持续 28 个月。自 2001 年以来，造纸行业共经历四轮下行周期，从造纸行业 PPI 同比为负持续时间来看，历次下行周期分别经历 31、56、27 个月以及本轮周期的 28 个月。整个板块下行周期持续时间已超过历史最低水平，底部位置较为明确。2025 年 2 月开始，多家特种纸企上调价格，热转印纸上调 1000 元/吨、格拉辛纸上调 300 元/吨。若年内内需数据进一步企稳，则特种纸价格有望持续修复。参考文化纸、白卡纸目前价格位于 2020 年以来 4.5%及 18%分位左右，特种纸纸价提涨空间依然存在。

特种纸需求端分布于食品、地产、快递、电子等行业，有望受益内需提振政策。特种纸以食品包装纸、装饰原纸、热敏纸等纸种为主，下游分布于食品、地产、快递、电子等多个行业，有望受益于 2025 年财政政策扩张、内需提振政策，伴随工业企业新一轮补库纸价有望企稳修复。2024 年中央经济工作会议加大对消费的提振，2025 年两会政府工作报告再次表示大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。

行业格局角度，底部继续价格竞争的空间并不大。主要品种热敏热升华纸行业结构稳定，CR3 合计占比 80%。

图54： 成品纸价格有望伴随提振内需、产成品存货回升而企稳

图55： 2024 年中央经济工作会议加大对消费提振



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

2023年中央经济工作会议

总基调

着力扩大国内需求

表述

培育壮大新型消费，大力发展数字消费、绿色消费、健康消费，积极培育智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货“潮品”等新的消费增长点。稳定和扩大传统消费，提振新能源汽车、电子产品等大宗消费

2024年中央经济工作会议

大力提振消费，全方位扩大国内需求

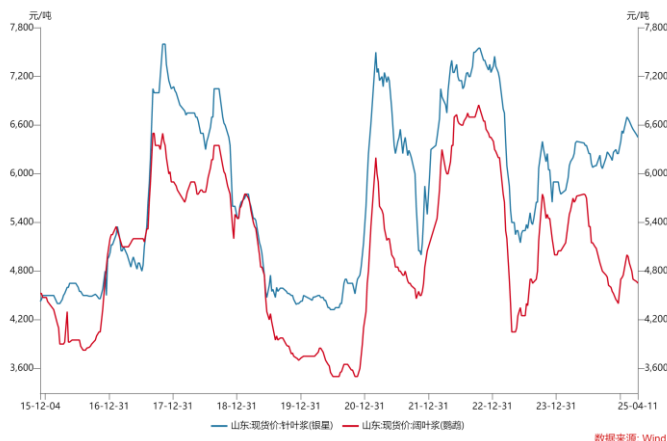
大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。实施提振消费专项行动，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级。适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准。加力扩围实施“两新”政策，创新多元化消费场景，扩大服务消费，促进文化旅游业发展。积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济。加强自上而下组织协调，更大力度支持“两重”项目。适度增加中央预算内投资。加强财政与金融的配合，以政府投资有效带动社会投资。及早谋划“十五五”重大项目。大力实施城市更新。

资料来源: Wind, 诚通证券研究所

成本端，木浆成本在特种纸成本中占比较高。木浆成本在特种纸生产成本中的占比因具体纸种、生产工艺及原材料结构不同而有所差异，通常在50%以上。食品包装纸、格拉辛纸等特种纸对纸张的强度、耐温性纸张性能要求高，优质针叶浆或进口木浆占比高，且生产工艺复杂，如需多层涂布工艺等，导致浆价波动对成本影响显著。普通特种纸可以混合使用阔叶浆、化机浆或再生纤维，成本相对较低，纸浆成本占比约45%-60%。参照五洲特纸披露的成本来看，营业成本中直接材料占比81%，原材料成本中木浆占比77%。我们推算冠豪高新无碳热敏纸成本中，木浆占比在50%-60%之间，高端白卡纸成本中，木浆占比70%-75%。

2025年木浆端，贸易战扰动持续，供需或双弱。供给端，海外浆企2027年产能无新增投放、企业主动挺价等因素都对浆价形成支撑，但国内港口库存居于历史高位均对浆价形成压制。贸易战或引发木浆贸易流的改变，增加国内阔叶浆供给。3月以来美国对加拿大、巴西进口木制品加征关税，或带动贸易流向非美国国家，中国阔叶浆供给有望增加。需求端，特朗普关税政策博弈下，全球2025年经济增速预期有所下调。国内纸浆系企业资本开支继续下行，后续新增产能增速收窄；国内自建化机浆、化学浆产能继续投放，对木浆需求有所减弱。2025年4月，阔叶浆现货价格4660元，居于2015年以来32.3%分位数；针叶浆现货价格6465元，居于2015年以来71.2%分位。预计年内贸易战对需求、供给端仍有扰动，等待宏观扰动结束后，木浆价格转为基本面交易。

图56: 全球贸易摩擦影响，2025年一季度针叶浆、阔叶浆现货价格有所回落



敬请参阅最后一页免责声明

图57: 纸浆港口库存居于历史高位，对浆价上行形成压制



资料来源：Wind，诚通证券研究所

资料来源：国泰君安期货，诚通证券研究所

表4： 2025 年至 2027 年海外浆纸企业产能投放展望（万吨）

海外浆纸企业	地点	预计产能	预计投产时间
Paracel	巴拉圭	180	2027
Arauco	巴西	350	2027
CMPC	巴西	250	2029
Eldorado	巴西	260	未知

资料来源：纸业联讯，诚通证券研究所

表5： 2025 年国内纸企化机浆、化学浆产能投放展望（万吨）

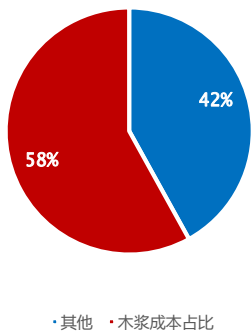
国内企业	地点	预计产能	预计投产时间
玖龙纸业	化学浆 湖北荆州	65	2025Q2
玖龙纸业	化机浆 湖北荆州	70	2025Q2
广西金桂	化机浆 广西钦州	40	2025
广西金桂	化学浆 广西钦州	160	2025
太阳纸业	化学浆 广西南宁	35	2025

资料来源：纸业联讯，诚通证券研究所

3.2、冠豪：基本面角度，2026 年纸浆投产增厚毛利

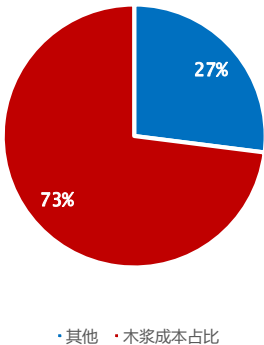
成本端，2026 年纸浆投产公司补齐短板、毛利增厚。公司特种纸受木浆成本影响较大，纸浆自给率低导致公司销售毛利率、净利率历史表现弱于同业。公司历史数据推算，木浆占无碳热敏纸吨成本 58%，木浆占高端白卡纸成本 73%。

图58： 木浆占无碳热敏纸平均成本 58%



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图59： 木浆占高端白卡纸平均成本 73%



资料来源：Wind，诚通证券研究所

40 万吨化机浆产能将于 2026 年投放。2024 年 2 月，冠豪高新公告增资投建 40 万吨化机浆项目用于白卡纸项目，建设期 24 个月。化机浆相较于针叶浆和阔叶浆，流程更短、化学药剂使用更少，能耗和设备成本更低。并且化机浆多使用速生林如国产桉树、杨木等，原料成本显著低于进口为主的针叶浆和阔叶浆。2025 年 2 月底，国内化机浆平均价格 3500 元/吨，进口针叶浆、阔叶浆价格分别为 4900 元/

吨与 6650 元/吨，价差 1500 元左右。自建化机浆通过采购本地低价原料、优化原料配比、稳定生产流程及设备维护等，成本较外采化机浆更低。按照公司白卡纸使用化机浆的吨耗估算，自建化机浆有望增厚涂布白卡纸毛利增厚每吨 200-250 元。

表6： 自建化机浆毛利测算

测算内容	
机木浆吨耗	0.43
自建化机浆成本节约	500-1000
白卡纸 2021 年以来平均吨毛利	601
自建化机浆后白卡纸吨毛利	818-1035

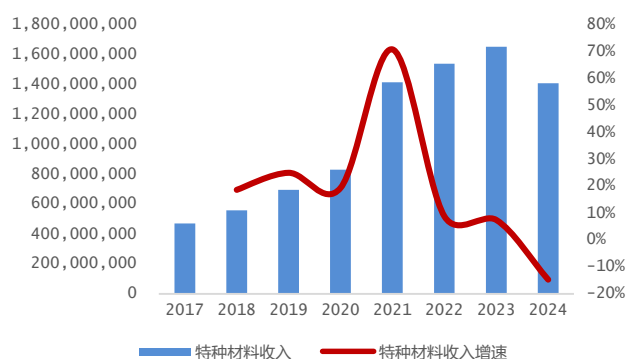
资料来源：Wind，诚通证券研究所

展望未来，背靠央企、低负债率下公司继续补齐纸浆短板、围绕特种新材料布局仍有空间。2024 年四季度投资者交流信息显示公司考虑规划两台特种纸纸机项目，计划新增产能 16 万吨，纸基涂布机技改新增产能 6 万吨。后续继续补齐纸浆短板，并且围绕纸基材料相关多元化继续布局特种材料产能。

3.3、冠豪：估值角度，传统行业向新材料行业转型，特种新材料有望打开第二成长曲线

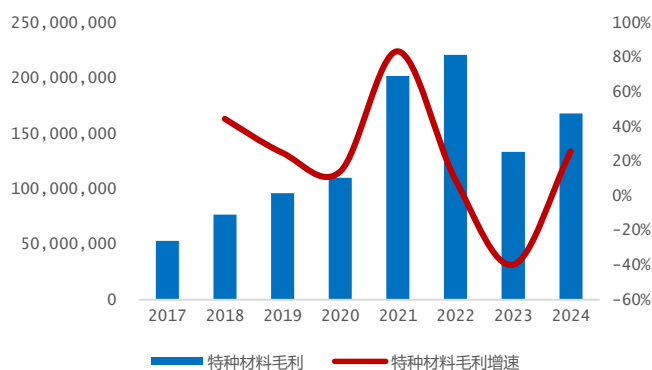
高研发投入下，公司特种新材料有望打开第二成长曲线。公司特种材料有不干胶标签、化工产品 & 新材料构成，不干胶标签行业相比传统造纸行业具有一定成长性，新材料中数码烫化膜、医疗胶片均存在渗透率持续提升及国产替代可能，整体特种材料成长性较强。2024 年公司特种材料收入 14.0 亿，收入占比 20%，毛利 1.7 亿，毛利占比 27%。特种材料毛利占比持续提升，从 2017 年度 15% 最高提升至 2023 年的 34%。持续搞研发投入下，公司特种材料已经开始贡献业绩。2023 年披露的信息来看，公司纸基新材料营收规模 8872 万，毛利 5825 万，毛利率 24%。其中数码烫画膜与医疗胶片涂料贡献收入 7700 万，占比 86.8%。

图60： 特种材料收入及增速



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图61： 特种材料毛利及增速



资料来源：Wind，诚通证券研究所

技术厚积薄发，特种新材料产业链有望继续延伸。公司涂布、特种纤维抄造技术积累深厚，未来技术应用有望持续打开。如涂布技术的核心在于精准控制涂布厚度、精度及相关工艺参数，需高精度设备与环境把控。目前该技术可应用于电子、新能源领域，如光学膜及电池电极涂布。如特种纤维抄造技术贯穿特种纸生产全程，决定纸张匀度、强度等性能，难点在于掌握纤维特性与抄造工艺，确保产品质量稳定。此技术在过滤、航空航天等领域亦用于制造高性能材料。公司 2022 年以来围

绕涂布技术申请的专利技术已达 15 项。

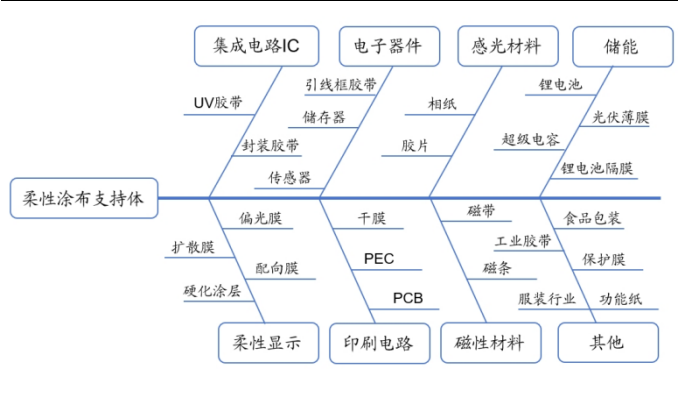
反渗透膜、碳纸等新产品有望试产。公司攻克高性能纤维复合材料核心关键技术瓶颈和工程化难题，反渗透膜支撑材料和碳纤维原纸开发取得突破。公司特种纤维复合材料中试线可以中试生产反渗透膜支撑材，主要应用在盐湖提锂、半导体超纯水、海水淡化等工业和中高端家用反渗透膜领域。该中试线预计 2025 年底进入调试运行阶段。多功能湿法抄造中试机主要用于燃料电池、PEM 和 AEM 电解槽制氢用碳纸原纸的研究开发。高品质碳纸原纸方面公司已经与部分下游客户建立密切联系，计划 2025 年调机运行后开展应用测试。

图62： 涂布技术应用要求

分类	详情
技术名称	涂布加工技术
技术作用	完善材料物化特性、开发以涂层为特征的新产品
应用领域	轻工造纸、塑料薄膜深加工、信息材料、图像显示器件生产等
在造纸中的应用	对原纸涂料处理，提高纸张白度、致密性、机械强度、印刷适应性
在 高分子薄膜中的应用	施特殊涂层改善抗静电、亲水特性；施专门涂层开发无碳复写纸、各类胶带等产品
涂层厚度	一般几微米 - 几十微米，平面显示器件部分涂层不到 1 μm
涂层结构	单层、2 - 3 层复层结构、彩色胶片多达十几层
工艺要求	不同产品性能和结构对应不同要求
造纸工业中的涂布设备	机内涂布机（与主机参数匹配）、独立涂布机（可专门设计以调节工艺条件）

资料来源：《涂布复合技术》，诚通证券研究所

图63： 涂布工艺技术的主要应用领域



资料来源：《涂布复合技术》，诚通证券研究所

表7： 冠豪高新近年涂布技术相关专利

专利名称	申请日期
一种水性压敏胶用涂布辊	2024.12.17
基于光电定位的涂布机接纸控制系统	2024.04.12
可网纹辊涂布的水性压敏标签	2023.05.22
一种用于涂布机烘缸的热水控制系统	2022.12.30
一种高粘性热熔压敏胶涂布装置及涂布方法	2022.10.28
一种用于涂布机复卷施展压辊的自动控制系统	2022.09.19
一种涂布机的断纸控制系统	2022.09.19
一种帘式涂布中边料料液的抽真空处理装置	2022.09.19
一种用于涂布中收卷或放卷的压辊装置	2022.08.30
一种用于纸幅表面补充涂布的二次涂布装置	2022.08.26
一种用于涂布机回风干燥的导流连接结构	2022.08.24
一种用于涂布生产的动力传动结构	2022.08.24
一种热敏成像涂布液及在热敏记录材料中的应用	2022.07.08
可高速涂布的热熔压敏胶混料装置	2022.06.15
一种涂布用热熔压敏胶的存储装置	2022.05.13

资料来源：国家知识产权局，诚通证券研究所

公司未来聚焦特种新材料赛道，深耕精密涂布、特种化工新材料和特种纤维复合材料等战略性新兴产业，若后续特种新材料储备品种能够顺利达产、投放市场，则有望实现传统行业向战略新兴产业的转型，跻身新材料行业，公司估值水位参照新材料行业则有望提升。

4、投资建议：纸浆投放补齐成本短板，新材料助力估值提升

目前公司主要品类无碳热敏转印纸、不干胶材料毛利率位于 2015 年以来最低值，公司底部位置明确。2025 年一季度公司业绩有所承压，应收账款占销售收入比重有所抬升。但下游客户相对稳定，且 2025 年特种纸纸价有望受益于内需提振政策，价格有望企稳修复、销量有望回升。2026 年化机浆投放后，毛利有望进一步增厚。估值角度，目前公司 PB 估值位于 2015 年以来 13%分位，处于底部区域，安全边际较高。随着 2025 年年中公司反渗透膜、碳纸等新产品试产，公司有望切入盐湖提锂、半导体超纯水、海水淡化等工业和中高端家用反渗透膜领域新材料赛道，估值有望提升。

预计 2025 年至 2027 年营业收入 80.4 亿/83.7 亿/87.3 亿，同比增 6.0%/4.1%/4.2%；归母净利润 2.1 亿/4.6 亿/5.5 亿，同比增速 15.1%/119.5%/18.0%。2025 年至 2027 年 EPS 分别为 0.12 元/0.26 元/0.31 元，ROE 为 2.8/5.8/6.6，对应 PE 为 28.5/13.0/11.0 倍。首次覆盖，给与“推荐”评级。

图64： 公司 PB 估值位于 2015 年以来 13%分位



资料来源：Ifind，诚通证券研究所

5、风险提示

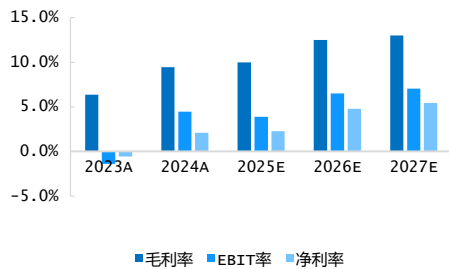
市场竞争加剧风险。行业需求下滑超预期、行业新进入者增多，产能投放超预期，纸价回落时间与幅度超预期。若行业低迷阶段继续维持，行业更多参与者采取价格竞争等方式抢占中高端市场份额，压缩公司盈利空间。

原材料价格波动风险。若自然灾害等不可抗力导致木浆价格超预期提升，压制公司盈利空间。若全球贸易摩擦导致阔叶浆价格滑落、低于自产化机浆价格，则纸浆投放带来的成本优势将低于预期。

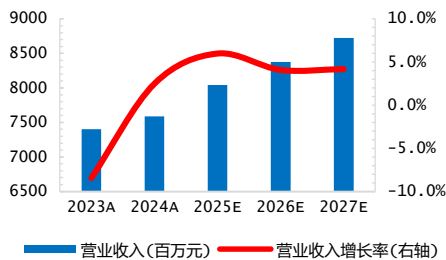
附：财务预测摘要

1、毛利率、EBIT 率、净利率

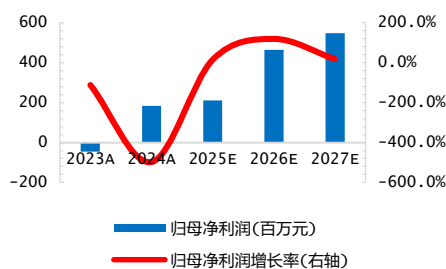
利润表（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7403	7588	8044	8374	8725
营业成本	6932	6872	7239	7327	7591
折旧和摊销	292	318	277	303	324



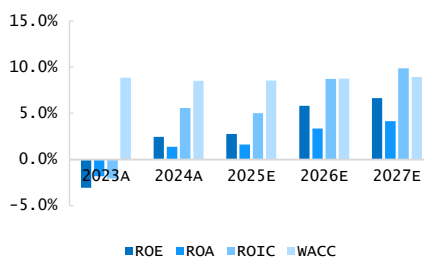
2、净利润及其年度增长率



3、营业收入及其年度增长率



4、资本回报率



营业税金及附加	38	33	35	36	38
销售费用	81	70	75	78	81
管理费用	241	211	223	232	242
财务费用	-0	69	3	-7	-23
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-14	157	33	47	56
营业利润	-225	190	201	451	527
利润总额	-206	176	203	446	526
少数股东损益	-143	-31	-36	-79	-94
归属母公司净利润	-46	184	212	464	548

资产负债表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总资产	10343	11227	10931	11493	11001
流动资产	4315	4624	4223	4796	4354
货币资金	926	1205	1133	1125	1112
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	937	974	1052	1057	1140
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	35	30	39	33	42
存货	1034	1469	937	1610	970
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	668	680	705	733	759
固定资产	3389	3848	4029	4073	4087
无形资产	454	423	433	450	453
总负债	4178	4958	4593	4876	4162
无息负债	1958	1748	1408	2007	1619
有息负债	2220	3210	3185	2869	2543
股东权益	6166	6268	6338	6617	6839
股本	1845	1760	1760	1760	1760
资本公积	825	633	633	633	633
未分配利润	1699	1846	1825	1804	1809
少数股东权益	1694	1627	1591	1512	1418

现金流量表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-263	294	411	653	739
净利润	-190	152	175	385	454
折旧摊销	292	318	277	303	324
净营运资金增加	270	237	11	-18	-41
其他	-636	-414	-53	-17	2
投资活动产生现金流	-621	-77	-350	-245	-217
净资本支出	720	741	81	-39	-76
长期投资变化	0	0	-25	-27	-26
其他资产变化	99	664	-294	-311	-320
融资活动现金流	539	477	-133	-416	-535
股本变化	1	-85	0	0	0
债务净变化	1455	781	-365	283	-714
无息负债变化	147	-210	-340	599	-388
净现金流	-345	674	-72	-8	-13

资料来源：Wind，诚通证券研究所

关键指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%YOY)					
收入增长率	-8.4	2.5	6.0	4.1	4.2
净利润增长率	-140.0	180.3	15.1	119.5	18.0
EBITDA 增长率	-76.0	244.8	-10.3	44.1	10.7
EBIT 增长率	-120.0	430.7	-7.9	75.2	12.8

关键指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
估值指标					
PE	16.5	0.0	28.5	13.0	11.0
PB	1.4	1.2	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	47.3	14.7	16.4	10.9	9.4
EV/EBIT	-88.1	28.6	31.0	17.0	14.4
EV/NOPLAT	-95.7	33.1	35.9	19.7	16.7
EV/Sales	1.2	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/IC	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1
盈利能力 (%)					
毛利率	6.4	9.4	10.0	12.5	13.0
EBITDA 率	2.6	8.6	7.3	10.1	10.8
EBIT 率	-1.4	4.5	3.9	6.5	7.0
税前净利率	-3.0	2.5	2.5	5.4	6.0
税后净利率(归属母公司)	-0.6	2.1	2.3	4.8	5.4
ROA	-1.8	1.4	1.6	3.4	4.1
ROE(归属母公司)(摊薄)	-3.1	2.4	2.8	5.8	6.6
经营性 ROIC	-2.1	5.6	5.0	8.7	9.9
偿债能力					
流动比率	1.2	1.4	1.3	1.2	1.2
速动比率	0.5	0.6	0.7	0.6	0.6
归属母公司权益/有息债务	2.0	1.4	1.5	1.8	2.1
有形资产/有息债务	3.5	2.6	2.6	3.1	3.3
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	-0.03	0.10	0.12	0.26	0.31
每股红利	0.00	0.06	0.06	0.13	0.16
每股经营现金流	-0.10	0.08	0.23	0.37	0.42
每股自由现金流	-0.36	-0.02	0.26	0.47	0.55
每股净资产	2.42	2.64	2.70	2.90	3.08
每股销售收入	4.01	4.31	4.57	4.76	4.96

资料来源: Wind, 诚通证券研究所

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于 -5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环路 27 号楼 12 层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>