

华旺科技（605377）深度研究报告

装饰原纸领军者，产能扩张进行时

- ❖ **国内中高端装饰原纸领军企业。**华旺科技成立于2009年，主要从事可印刷和素色装饰原纸的研产销以及木浆贸易业务，22年造纸业务/木浆贸易分别贡献营收70.35%/28.19%。装饰原纸方面，公司目前拥有杭州和马鞍山两大生产基地，7条产线，各类装饰原纸品种400余个，2022年设计产能达27万吨。公司产品在耐晒、稳定性和印刷性能方面表现突出，品质跻身全球前列。
- ❖ **装饰原纸：国内市场中高端产品增速更优，出海成为企业新选择。**装饰原纸隶属家居产业链，主要由木浆和钛白粉制成，下游应用至家居行业（地板、木门等），因在终端家具成本中占比较低且直接影响产品外观及品质，故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。1）中国：随着我国地产家居行业步入成熟阶段，据FMI数据，我国装饰原纸行业2023-2033年市场规模将以CAGR 6.2%稳步增长，中高端产品受益于经济水平提升&审美升级增速将更优。从企业来看，装饰原纸行业因技术/资金/管理壁垒高，导致市场高集中度，2020年CR3接近70%。2）海外：欧洲及东南亚为装饰原纸除中国外的两大市场。欧洲：厂商设备陈旧且在低行业增速下缺乏技术革新动力，国内厂商学习相关技术并超越，以优质产品&成本优势取胜。东南亚：以印度为例，装饰原纸市场在经济水平提升&建筑业蓬勃发展下快速增长，国内厂商积极出海把握机遇，我国装饰原纸出口量增长迅速。
- ❖ **品质卓越，多环节控制铸就强议价&盈利能力。**装饰原纸技术壁垒高，公司较早引入海外先进设备，重视技术水平提升，目前公司拥有中高级职业技术职称200多人，拥有多项专利和国家科技奖项；研发投入整体呈上升趋势，2022年研发技术人员占比达16.5%。**多环节把控铸就强议价&盈利能力。**1）**议价能力**：公司净营业周期显著低于同行，且产品价格波动显著弱于浆价波动；2）**成本控制能力**：公司原材料主要为木浆及钛白粉，采购金额分别占比55%/32%。公司切入木浆贸易业务稳定木浆供给并以规模优势降低采购成本，同时多年来与木浆/钛白粉核心生产商Suzano/安徽金星钛白建立稳定合作关系；3）**费用控制能力**：公司管理人员精简，管理费用率显著低于同行；同时公司位于临安装饰纸产业集群，主要客户亦集中在此，运输费占营收比例低。强议价能力、成本及费用控制能力下公司盈利能力突出。吨毛利逐步提升，与夏王纸业差距逐渐缩小，同时在浆价上行时降幅更小，浆价下行时涨幅更优。
- ❖ **中高端装饰原纸领军企业，产能释放&多元布局促业绩增长。**公司深植装饰原纸，产品质量&技术水平行业领先，成本管理能力出众，并多元化布局食品包装纸等品类打造新增长点。短期看，随公司产能释放、木浆&钛白粉价格下降，23年利润弹性值得期待。我们预计公司2023-2025年分别实现归母净利润5.54/6.55/8.28亿元，对应当前股价PE分别为12/10/8X；使用相对估值法，可比公司选择仙鹤股份及五洲特纸，并参考历史估值中枢，我们给予公司23年15倍PE；对应目标价25元，首次覆盖给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**下游需求不及预期，木浆价格下降节奏或幅度低于预期，多元化布局效果不及预期等。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	3,436	4,002	4,710	5,914
同比增速(%)	16.9%	16.5%	17.7%	25.6%
归母净利润(百万)	467	554	655	828
同比增速(%)	4.2%	18.6%	18.2%	26.4%
每股盈利(元)	1.41	1.67	1.97	2.49
市盈率(倍)	14	12	10	8
市净率(倍)	1.8	1.5	1.3	1.1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2023年5月8日收盘价

强推（首次）

目标价：25元

当前价：19.37元

华创证券研究所

证券分析师：刘佳昆

邮箱：liujiakun@hcyjs.com

执业编号：S0360521050002

公司基本数据

总股本(万股)	33,224.14
已上市流通股(万股)	16,851.27
总市值(亿元)	64.36
流通市值(亿元)	32.64
资产负债率(%)	32.77
每股净资产(元)	11.18
12个月内最高/最低价	26.61/14.63

市场表现对比图(近12个月)



投资主题

报告亮点

公司为中高端装饰原纸领军企业，上市以来产能快速扩张，议价/成本控制能力突出，在报表端表现出靓丽业绩稳定性及持续性。本文意图厘清公司所处行业蕴含的 β 机遇及公司独有的 α 能力，并对公司未来业绩弹性进行测算。

投资逻辑

本文首先对公司概况以及近年来业绩波动情况进行梳理；其次对应分析公司所属行业当前的发展阶段、规模提升驱动因素以及竞争格局，以期明晰公司发展的 β 机遇；然后通过拆分公司吨盈利情况以及与原材料波动间的关系深入分析公司优势；最后对公司短期、长期业绩驱动因素进行总结并进行盈利预测&估值。

关键假设、估值与盈利预测

中高端装饰原纸领军企业，产能释放&多元布局促业绩增长。公司深植装饰原纸，产品质量&技术水平行业领先，成本管理能力出众，并多元化布局食品包装纸等品类打造新增长点。短期看，随公司产能释放、木浆&钛白粉价格下降，23年利润弹性值得期待。我们预计公司2023-2025年分别实现归母净利5.54/6.55/8.28亿元，对应当前股价PE分别为12/10/8X；使用相对估值法，可比公司选择仙鹤股份及五洲特纸，并参考历史估值中枢，我们给予公司23年15倍PE；对应目标价25元，首次覆盖给予“强推”评级。

目 录

一、中国高档装饰原纸领军者	6
（一）装饰原纸为核心主业，海外业务高速增长	6
（二）股权结构稳定，激励充分且超额达成	7
二、特种纸行业：规模稳步提升，竞争格局优异	9
（一）装饰原纸：国内市场中高端产品增速更优，出海成为企业新选择	9
1、初识：隶属家居产业链，中高端产品成为趋势	9
2、国内市场：步入成熟期，行业集中度高	10
3、海外市场：需求分化，出海成为国内企业新选择	11
（二）食品包装纸&医疗包装用纸：需求景气度佳	12
三、品质卓越铸就强盈利能力，短期原材料成本下行弹性可期	14
（一）品质卓越，多环节控制铸就强议价&盈利能力	14
（二）募投产能释放突破成长瓶颈，多元化布局&出海打造新增长点	16
1、募投产能释放突破成长瓶颈，选址马鞍山优势显著	16
2、出海空间广阔，对标海外龙头优势突出	17
（三）木浆&钛白粉价格有望下滑，利润弹性值得期待	17
四、盈利预测与估值	19
五、风险提示	21

图表目录

图表 1 公司主营业务	6
图表 2 公司业绩表现及分业务/区域贡献	7
图表 3 公司股权结构（2023 年一季报数据）	8
图表 4 公司股权激励计划考核目标	8
图表 5 授予股票期权分配情况	8
图表 6 装饰原纸在人造板中示意	9
图表 7 2021 年中国装饰原纸细分品类销量占比	9
图表 8 装饰原纸产业链	9
图表 9 中国装饰原纸销量	10
图表 10 中国装饰原纸预计以 CAGR 6.2% 稳步增长	10
图表 11 装饰原纸细分品类占比	10
图表 12 2021 年我国装饰原纸竞争格局（按销量算）	11
图表 13 国内装饰原纸生产企业产能（万吨）	11
图表 14 装饰原纸出口金额	11
图表 15 装饰原纸出口销量	11
图表 16 国内厂商出海迎利好	12
图表 17 2010-2021 年印度人均 GDP 复合增速 5%	12
图表 18 印度建筑业 GDP 近两年保持较快增长	12
图表 19 食品包装特种纸产量	13
图表 20 食品包装特种纸竞争格局（2020 年，产销量口径）	13
图表 21 医疗包装原纸产量	13
图表 22 2020 年中国医疗包装原纸竞争格局	13
图表 23 研发投入整体呈上升趋势	14
图表 24 芬兰美卓装饰原纸生产线	14
图表 25 公司议价&盈利能力强	15
图表 26 公司产能利用率高于夏王和齐峰	16
图表 27 公司产销率均在 95% 以上	16
图表 28 募投产能梳理	16
图表 29 马鞍山地理位置优越	17
图表 30 马鞍山电价较低	17
图表 31 华旺 EBITDA margin 高于 Munksjö	17
图表 32 22 年阔叶浆价格大幅上涨	18
图表 33 钛白粉价格已回落	18

图表 34 我国及全球钛白粉产能（万吨）	18
图表 35 华旺装饰原纸毛利率敏感性分析	18
图表 36 华旺科技营收拆分及预测（百万元）	19
图表 37 可比公司估值表	20

一、中国高档装饰原纸领军者

国内中高端装饰原纸领军企业。华旺科技成立于 2009 年，主要从事可印刷和素色装饰原纸的研产销以及木浆贸易业务，22 年造纸业务/木浆贸易分别贡献营收 70.35%/28.19%。装饰原纸方面，公司目前拥有杭州和马鞍山两大生产基地，7 条产线，各类装饰原纸品种 400 余个，2022 年设计产能达 27 万吨。公司产品在耐晒、稳定性和印刷性能方面表现突出，品质跻身全球前列。

图表 1 公司主营业务

业务类型	产品分类	产品应用图片	产品特点
生产业务	可印刷装饰原纸		<p>产品说明：可印刷装饰原纸是一种用于各类基材饰面装饰的原纸，经过印刷、三聚氰胺树脂浸渍后压贴于各类基材表面。</p> <p>产品应用：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。</p>
	素色装饰原纸		<p>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</p> <p>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</p>
贸易业务	木浆		<p>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</p> <p>产品应用：主要用于造纸工业</p>

资料来源：公司公告，华创证券

（一）装饰原纸为核心主业，海外业务高速增长

装饰原纸为核心主业，海外业务高速增长。随产能释放及品质升级，公司业绩表现靓丽。

1) 营收：2013-2022 年营收从 5.07 亿元增长至 34.4 亿元，CAGR 为 23.7%。具体年度看，2019 年营收下滑主要系当地轻轨建设施工（机器停机）及纸机检修下装饰原纸产销量下滑；2020 年营收下滑主要系原纸产量减少，以及木浆价格处于历史低位，售价同比下降所致；2021 年营收大幅增长主要系马鞍山基地产能释放，以及产品升级带动售价提升；2022 年营收增长主要系募投项目第二条产线投产，以及浆价高位下木浆售价提升所致。分品类及区域看，装饰原纸/大陆主要贡献营收，但木浆业务近年占比不断提升，海外业务自 21 年起开始放量，高速增长，21/22 年分别同增 101.3%/34.2%。**2) 利润：**2013-2022 年归母净利润从 0.2 亿元增长至 4.67 亿元，CAGR 为 41.6%。年度毛利率变化主要系浆价大幅波动所致；细分品类看，原纸/木浆贸易毛利率分别与浆价反向/同向变动。**3) 费用率：**研发、管理费用率近年较为稳定，21 年销售费用率降低主要系营收大幅提升及精细化管理所致。

图表 2 公司业绩表现及分业务/区域贡献



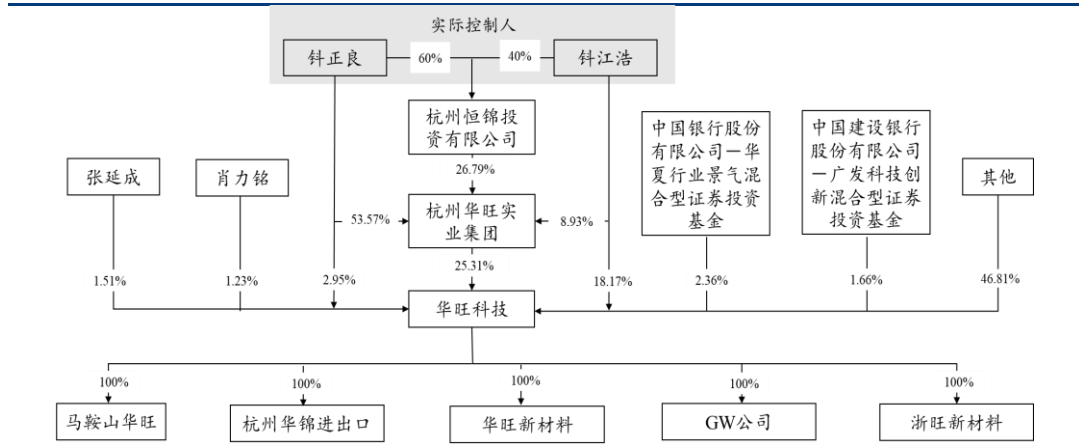
资料来源：公司公告，华创证券

注：2019 和 2020 年营收增量为负贡献，2018 和 2022 年毛利润增量为负贡献；公司从 2022 年开始不再详细拆分装饰原纸营收，2019 年木浆贸易毛利润贡献为负

（二）股权结构稳定，激励充分且超额达成

股权结构稳定，激励充分且超额达成。截至 23 年 3 月底，公司董事长钭江浩及公司董事钭正良（父子）合计持股占比 43.72%，股权结构较为集中，同时公司于 2021 年 6 月推出限制性股票激励计划，提高企业凝聚力，本次计划向高管、核心管理/技术/业务人员等合计 124 人授予不超过 206.3 万股，激励计划考核目标为 21/22/23 年营收同增 30%/23.1%/18.8%或净利润同增 30%/23.1%/18.8%；从实际表现看，公司业绩达成远超激励考核目标。

图表3 公司股权结构（2023年一季报数据）



资料来源：企查查，公司公告，华创证券

图表4 公司股权激励计划考核目标

考核年度	2021	2022	2023
营收考核目标值（亿元）	20.96	25.79	30.63
目标值 yoy	30%	23.1%	18.8%
净利润考核目标值（亿元）	3.38	4.14	4.94
目标值 yoy	30%	23.1%	18.8%

资料来源：公司公告，华创证券

图表5 授予股票期权分配情况

姓名	职务	获授数量（万股）	占授予总量比例	占公司总股本的比例
张延成	董事、总经理	26.35	12.77%	0.09%
吴海标	董事、副总经理	2.5	1.21%	0.01%
葛丽芳	董事、副总经理	2.5	1.21%	0.01%
李小平	董事	2.5	1.21%	0.01%
陈蕾	董事会秘书	3.75	1.82%	0.01%
核心管理、技术人员（119人）		127.45	61.78%	0.45%
预留		41.26	20.00%	0.14%
合计（124人）		206.31	100%	0.72%

资料来源：公司公告，华创证券

二、特种纸行业：规模稳步提升，竞争格局优异

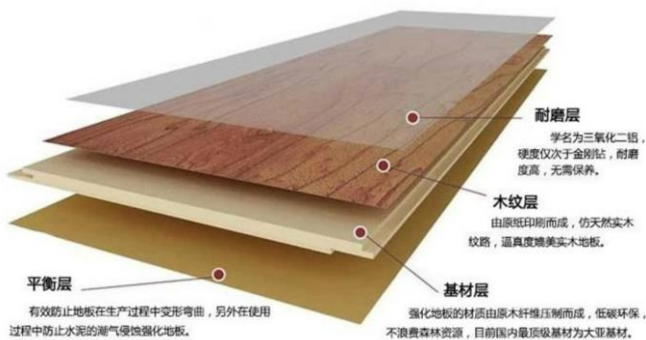
华旺科技除布局装饰原纸外，2022 年发布公告拟投资建设 30 万吨高性能纸基新材料项目，将公司产品品类从装饰原纸扩充到高品质食品级用纸、医疗级用纸、工业用纸等各类新型纸基材料，进一步扩宽产品领域。因此本节我们主要分析装饰原纸、医疗级用纸及工业用纸行业，厘清当前所处阶段、规模提升驱动因素以及竞争格局，以期明晰公司发展的β机遇。

（一）装饰原纸：国内市场中高端产品增速更优，出海成为企业新选择

1、初识：隶属家居产业链，中高端产品成为趋势

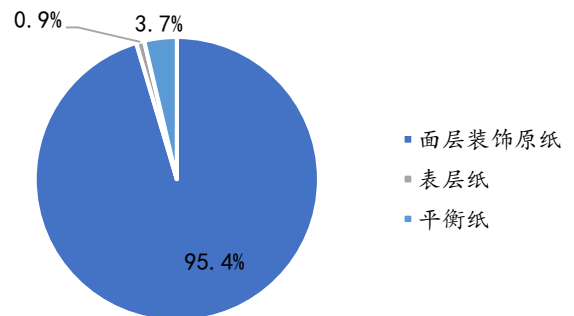
以面层装饰原纸为主，隶属家居产业链。装饰原纸属工业特种纸，主要用于人造板贴面材料的制造，按照功能的不同可分为护面表层原纸、面层装饰原纸、底层平衡原纸和其他原纸四类。其中，面层装饰原纸系装饰原纸中最为主要的产品种类（21 年销量占比 95.4%），又可细分为可印刷装饰原纸和素色装饰原纸。从产业链看，装饰原纸主要由木浆和钛白粉制成，下游应用至家居行业（地板、木门等）。装饰原纸虽在终端家居制造商成本中占比低，但其压贴在产品最外层，直接影响消费者对产品品质评估以及溢价接受度，因此终端客户对其价格变化敏感度较低，装饰原纸企业议价能力较强。

图表 6 装饰原纸在人造板中示意



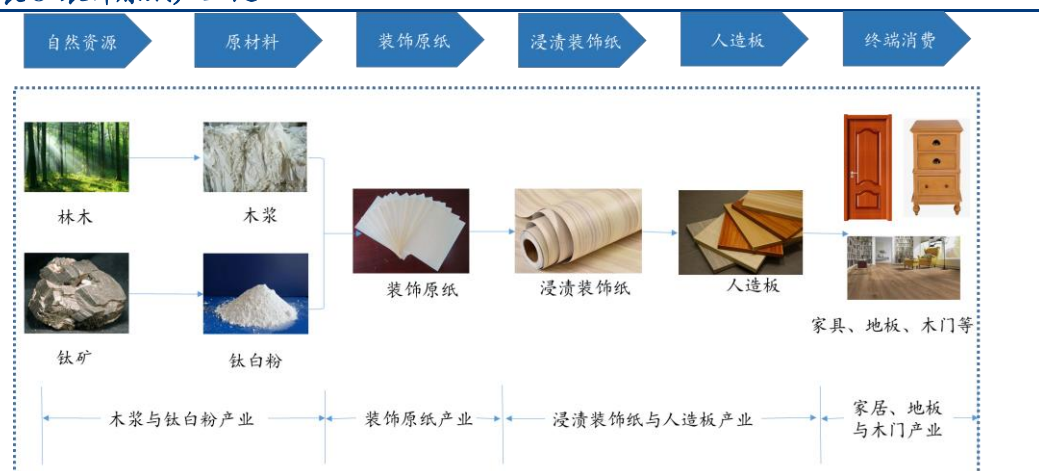
资料来源：新浪家居，华创证券

图表 7 2021 年中国装饰原纸细分品类销量占比



资料来源：Wind，华创证券

图表 8 装饰原纸产业链

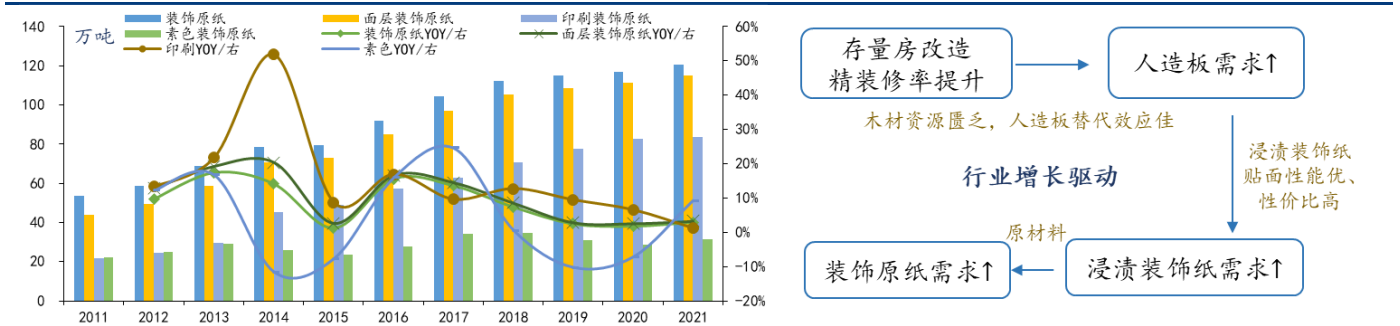


资料来源：招股说明书，华创证券

2、国内市场：步入成熟期，行业集中度高

装饰原纸需求与地产家居景气度高度相关。具体看，随地产家居行业蓬勃发展，2011-2018年我国装饰原纸销量从53.5万吨增长至112.2万吨（CAGR为11.2%），面层装饰原纸销量从43.8万吨增长至105.5万吨（CAGR为13.4%）；但随房地产行业步入平稳发展期，装饰原纸销量增速逐步放缓，2019-2021年装饰原纸/面层装饰原纸复合增速仅为2.4%/2.9%，行业渐入成熟期。展望未来，存量房改造&下游应用场景多元化&人造板持续替代木材或致装饰原纸需求增加，据FMI数据，我国装饰原纸行业2023-2033年市场规模将以CAGR 6.2%稳步增长。

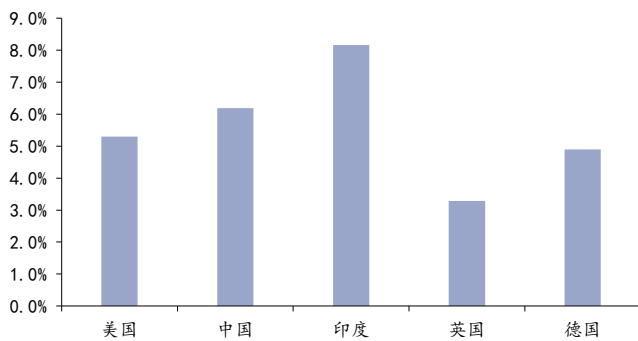
图表9 中国装饰原纸销量



资料来源：Wind，华创证券

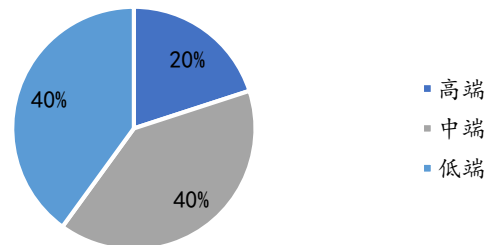
中高端化成为主流趋势。如上文所述，装饰原纸对家具成品重要性高但成本占比低，且中高端产品与中低端产品差距较大，中高端产品耐晒度、耐磨度、匀度、伸缩率、渗透性等指标表现更优，不会出现纹路模糊、露白、色度不均、褪色等缺陷。因此家居企业倾向于使用中高端装饰原纸提升产品颜值、质量及附加值。当前我国装饰原纸中高端占比持续提升，根据立鼎产业研究院，截止2020年我国高端/中端/低端原纸产品占比分别为20%/40%/40%（中高端合计60%），且中高端产品增速远高于行业平均（2020年中高端增速约19%VS行业平均10%），未来在消费者对家具防火性、环保型重视程度增加下预计中高端占比将持续提高。

图表10 中国装饰原纸预计以CAGR 6.2%稳步增长



资料来源：FMI，华创证券

图表11 装饰原纸细分品类占比

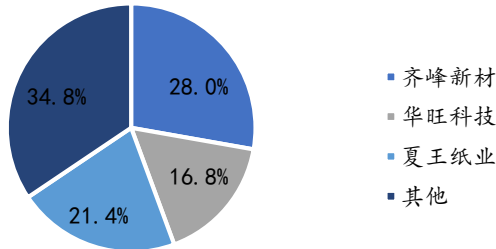


资料来源：立鼎产业研究网，华创证券

高行业壁垒造就高市场集中度。2021年我国装饰原纸CR3接近70%（销量口径），高集中度主要系1）**高技术壁垒**：为了配合浸胶、印刷、压板等后续工序，装饰原纸必须具备平滑度高、渗透性与遮盖力好、耐高温高压等性能。大型厂商拥有成熟稳定的生产工艺体系及产品配方，可在较短时间内完成产品开发、试验、生产、交付，且拥有经验丰

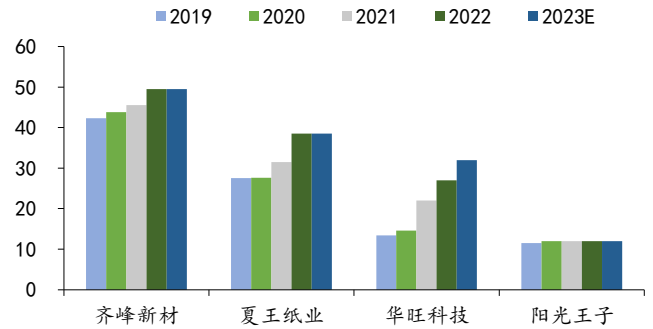
富的专业人才；2) **高资金壁垒**：装饰原纸行业属资金密集型行业，生产线需大量初始投资；3) **高管理壁垒**：一方面，装饰原纸原材料钛白粉和木浆价格变化幅度大，需要良好管理平抑波动；另一方面，装饰原纸规格多样、需依赖专业生产管理人员合理排产，提高生产效率。

图表 12 2021 年我国装饰原纸竞争格局（按销量算）



资料来源：华经产业研究院，华创证券

图表 13 国内装饰原纸生产企业产能（万吨）

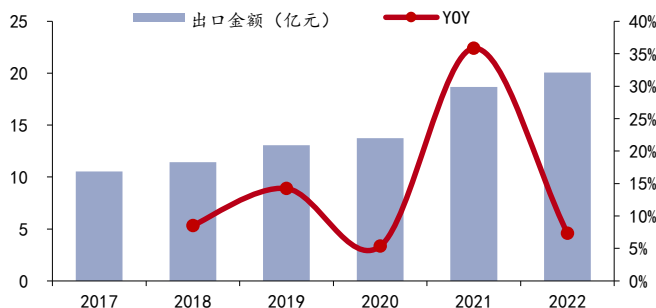


资料来源：各公司公告，华创证券

3、海外市场：需求分化，出海成为国内企业新选择

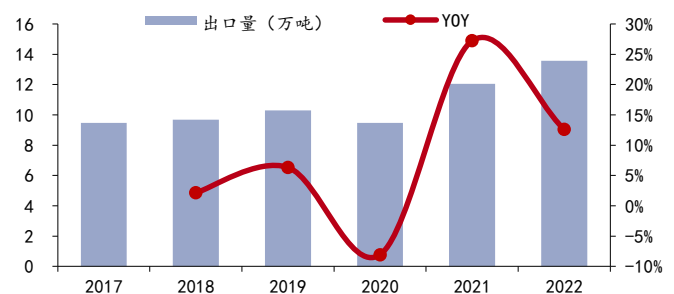
从全球视角看，中国、欧洲及东南亚市场是全球装饰原纸三大市场，其中欧洲是全球装饰原纸发源地，中高端产品渗透率高；中国后来居上，逐渐成为全球装饰原纸最主要市场（据 Ahlstrom-Munksjö2020 年投资者演示）；东南亚随家居行业蓬勃向上快速发展，据 FMI，印度装饰原纸 2023-2033 年市场规模复合增长率达 8.2%。从国内视角看，近年来随国内企业升级迭代生产线、改进技术提升质量以及把握新兴市场机遇，我国装饰原纸出口量持续增长，据海关总署，我国装饰原纸出口量由 2017 年的 9.47 万吨增长至 2022 年的 13.56 万吨，CAGR 为 7%。

图表 14 装饰原纸出口金额



资料来源：海关总署，华创证券

图表 15 装饰原纸出口销量



资料来源：海关总署，华创证券

欧洲：产线陈旧成本高企，国内企业高质取胜。欧洲装饰原纸行业发展较早，设备陈旧，人工、环保等成本较高（毛利下滑），加之市场需求增速放缓，厂商缺乏技术革新和投放新产能动力，产品竞争力持续下降。与此同时，国内厂商积极引进国外先进技术和管理经验，并升级优化，在产品核心指标上达到更佳。凭借高质产品，国内企业出海加速，

销售额持续提升。展望 23 年，当前燃气费及海运费已同比大幅下滑，厂商出海更迎利好。

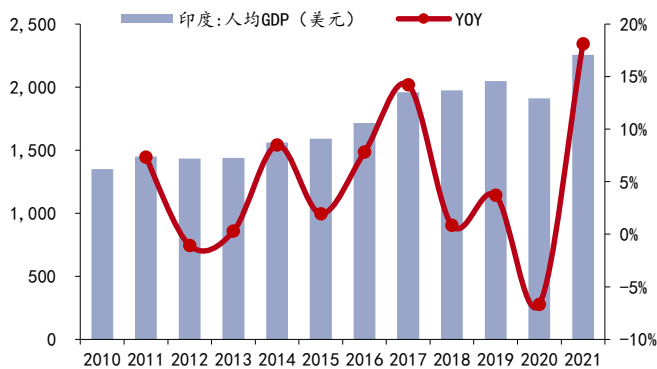
图表 16 国内厂商出海迎利好



资料来源: Wind, 华创证券

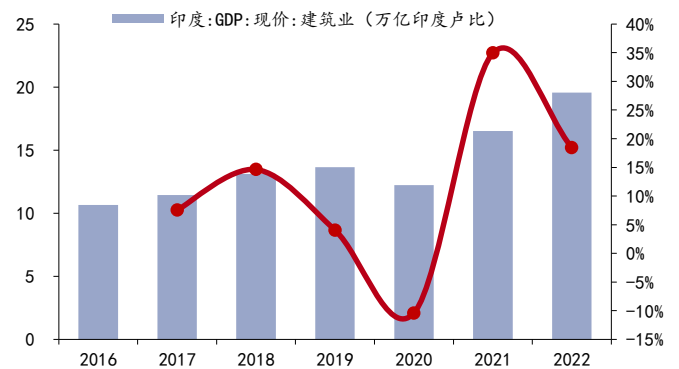
东南亚: 经济水平提升&家具产业蓬勃发展推动需求增加。以印度为例，近年来国民收入与消费水平快速提升，2010-2021 年人均 GDP 由 1351 美元增长至 2257 美元 (CAGR 为 4.8%)；在经济高速增长的背景下，居民住房改善需求与装饰装修需求大幅上升，2016-2022 年建筑业 GDP 由 10.65 万亿卢比增长至 19.55 万亿卢比 (CAGR 为 10.7%)。印度家具产业的繁荣与印度国民消费升级的趋势叠加，产生了对装饰原纸持续增长的市场需求，我国装饰原纸企业也加大了印度地区销售网点的建设，预计未来印度装饰原纸市场仍将快速增长。

图表 17 2010-2021 年印度人均 GDP 复合增速 5%



资料来源: Wind, 华创证券

图表 18 印度建筑业 GDP 近两年保持较快增长

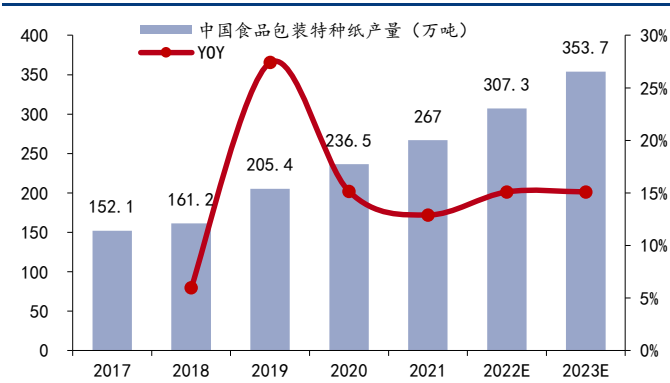


资料来源: Wind, 华创证券

(二) 食品包装纸&医疗包装用纸: 需求景气度佳

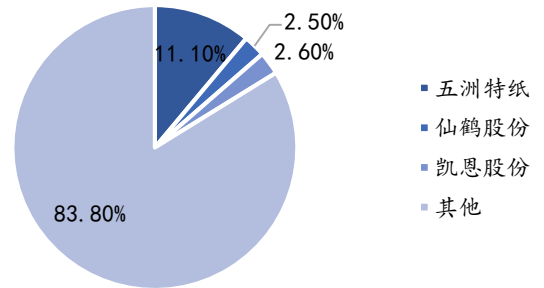
食品包装特种纸: 需求景气度高, 行业集中度低。目前特种纸市场中最大的细分品类, 食品包装特种纸泛指食品行业包装使用的特种纸及纸板, 具有安全、防油、防水等特性, 广泛应用于方便食品、休闲食品、餐饮外卖、冲调类热饮等包装。**从规模看,**近年来, 我国食品包装特种纸产量持续增长, 2021 年我国食品包装特种纸产量达 267.0 万吨, 预计 2023 年产量将增至 353.7 万吨 (中商情报网数据), 同时预计随限塑令进程加快, 需求景气度有望延续。**从竞争格局看,**食品包装特种纸市场集中度较低, 2020 年五洲特纸/凯恩股份/仙鹤股份分别占据 11.1%/2.6%/2.5%, 且龙头间差异化竞争, 五洲特纸以容器包装纸为主, 仙鹤股份主要发力液体包装领域, 凯恩股份主要生产食品包装原纸。

图表 19 食品包装特种纸产量



资料来源：中商产业研究院，华创证券

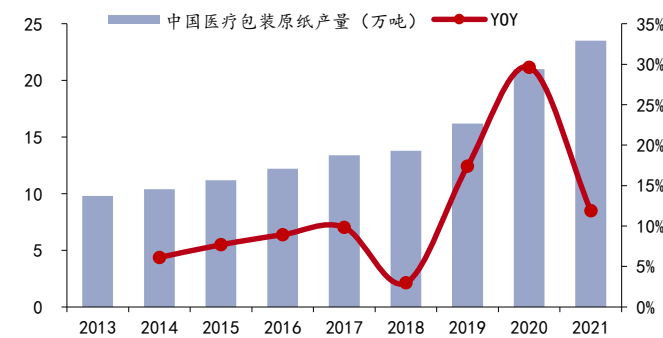
图表 20 食品包装特种纸竞争格局（2020 年，产销量口径）



资料来源：华经产业研究院，华创证券

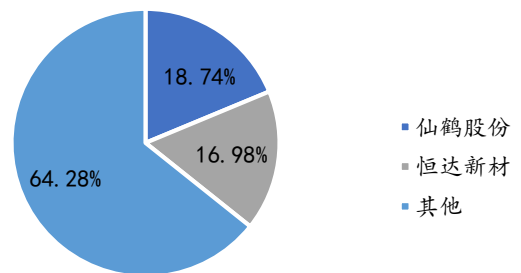
医疗包装用纸：最终灭菌方式促进需求，国产替代进行时。 医疗包装用纸主要包含医疗透析纸和非透析性医疗包装原纸，主要用于医疗器械、医疗敷料、医用手套等；21 年产量占特种纸总产量 2-3%左右，占比较低。**行业规模增长主要来源于二：** 1) 最终灭菌模式的应用使得具有良好透气性、阻菌性、生物相容性和表面强度的医疗包装特种纸获得广泛应用。主要发达国家已将最终灭菌包装纳入医疗器械范畴进行监管，我国尚未，但伴随我国最终灭菌医疗器械包装材料标准的制定及完善，医疗包装用纸有望迎来大量需求。2) 老龄化+医疗卫生产业运行改善致医疗器械行业市场规模快速增长，有望带动医疗包装用纸持续增长。**从竞争格局看**，我国医疗用纸市场集中度较高，龙头仙鹤股份和恒达新材 2020 年市占率分别为 18.74%/16.98%，且技术壁垒较高下预计新增产能较少。

图表 21 医疗包装原纸产量



资料来源：恒达新材招股书，华创证券

图表 22 2020 年中国医疗包装原纸竞争格局



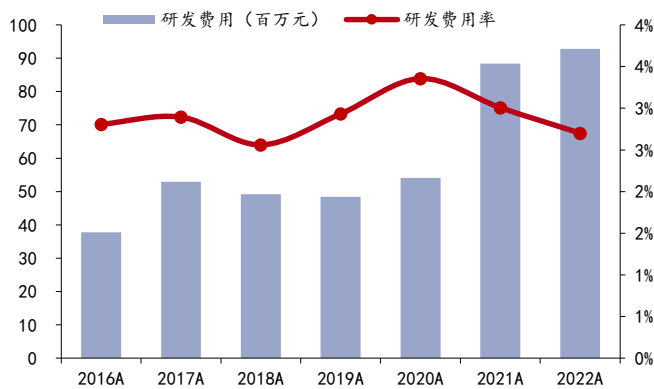
资料来源：华经产业研究院，华创证券

三、品质卓越铸就强盈利能力，短期原材料成本下行弹性可期

（一）品质卓越，多环节控制铸就强议价&盈利能力

加强研发投入&引进先进设备提升产品质量。装饰原纸技术壁垒高，公司较早引入海外先进设备，目前拥有芬兰美卓/德国福伊特等先进装饰原纸生产线，每条产线设置 5000 多个技术节点保证产品质量稳定；公司在加大设备投入的同时，亦重视技术水平提升。自 1999 年起，公司与华南理工大学国家造纸研究中心开始合作，并定期与欧洲装饰原纸生产专家进行技术交流。公司目前拥有中高级专业技术职称 200 多人，拥有多项专利和国家科技奖项；研发投入整体呈上升趋势，2022 年研发技术人员占比达 16.5%。

图表 23 研发投入整体呈上升趋势



资料来源：公司公告，华创证券

图表 24 芬兰美卓装饰原纸生产线

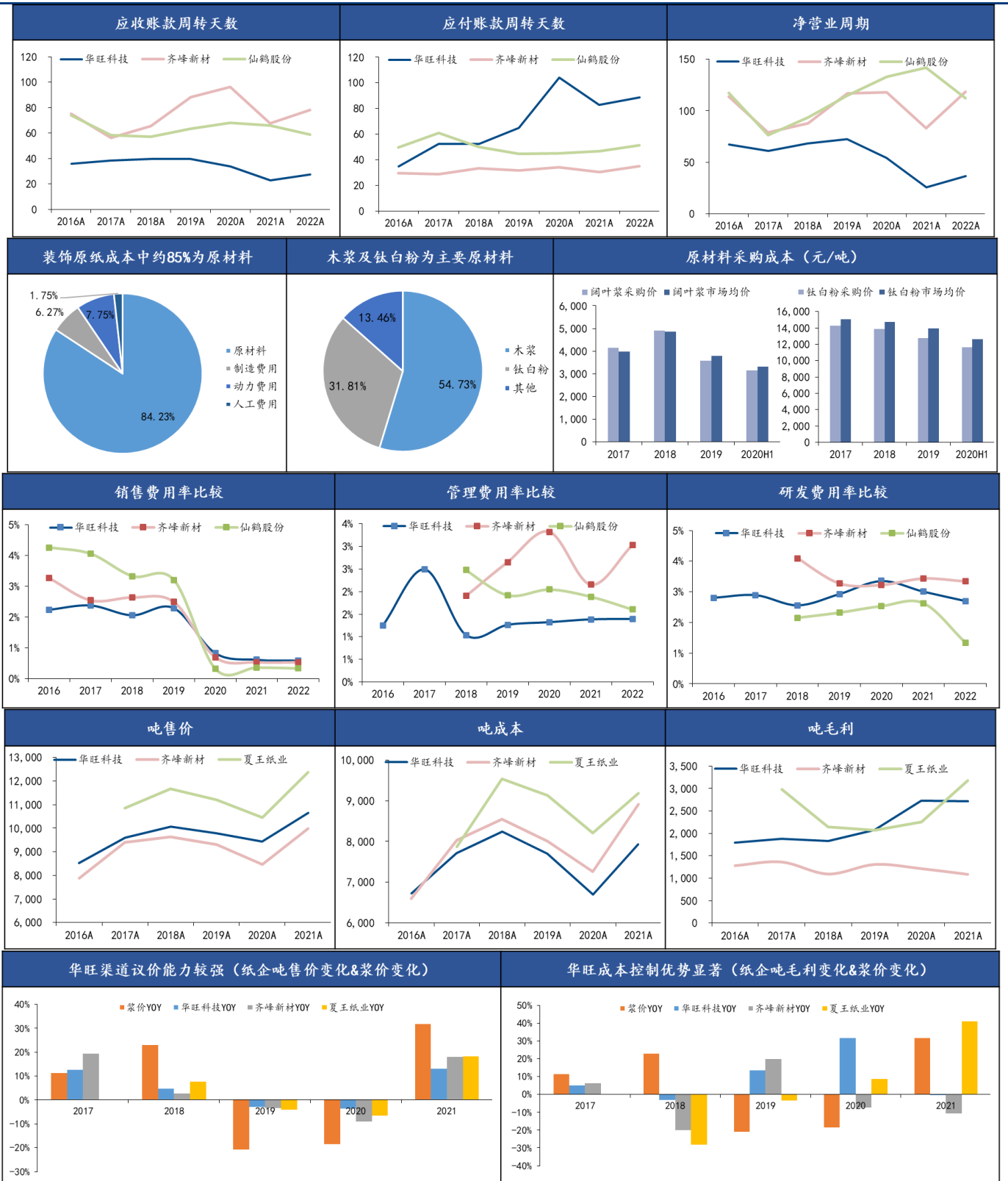


资料来源：公司官网

多环节把控铸就强议价&盈利能力：

- **议价能力：**高研发投入下公司产品质量卓越，并自主完成“高速浸胶专用装饰原纸”、“低油墨耗用型装饰原纸”多项核心技术开发，降低成本并提升产品质量稳定性；亦根据市场需求推出“数码打印专用装饰原纸”等多种新型产品。优质产品铸就公司强议价能力，净营业周期显著低于同行，且产品价格波动显著弱于浆价波动。
- **成本控制能力：**公司装饰原纸成本主要为原材料，约占 85%；原材料中主要为木浆及钛白粉，采购金额分别占比 55%/32%（使用 2017-2019 年数据均值，下同）。公司开展木浆贸易业务可稳定木浆供给，同时亦可以规模化采购降低成本，且公司多年来已和海外主要木浆生产商 Suzano、安徽金星钛白（公司钛白粉第一大供应商）建立长期稳定合作关系，二者分别占木浆/钛白粉采购约 67%/88%。
- **费用控制能力：**整体看，公司费用管控能力较强。1）管理费用率显著低于同行，主要系木浆贸易管理费用率较低、公司管理人员精简以及无形资产等折旧摊销较少所致；2）销售费用率 2020 以前整体略低于同行，主要系公司位于临安装饰纸产业集群，主要客户亦集中于此，因此运费占营收比例较低所致；2020 年销售费用率大幅提升主要系职工薪酬大幅提升所致。3）研发费用率处于行业平均水平。
- **强议价能力、成本及费用控制能力下公司盈利能力突出。**吨毛利逐步提升，与夏王纸业差距逐渐缩小，同时在浆价上行时盈利维稳，浆价下行时弹性明显增强。

图表 25 公司议价&盈利能力强



资料来源：各公司公告，仙鹤股份评级报告，Wind，华创证券

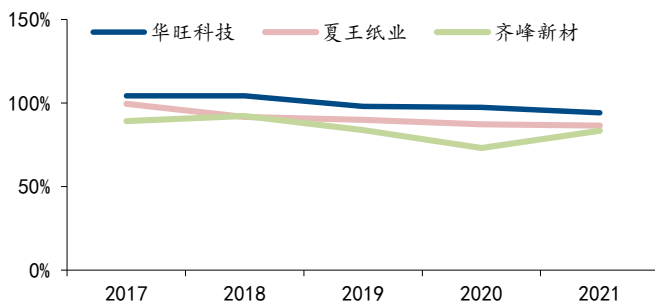
注：各公司销售费用率已统一成2020年起开始实行新会计准则

（二）募投产能释放突破成长瓶颈，多元化布局&出海打造新增长点

1、募投产能释放突破成长瓶颈，选址马鞍山优势显著

募投产能释放突破成长瓶颈，选址马鞍山优势显著。公司产品优质，备受下游青睐，产品供不应求，近年来产能利用率/产销率均在 94%/97% 以上。为有效满足市场需求，公司上市以来投建多个项目，突破产能瓶颈。截至 22 年年底，公司拥有 27 万吨装饰原纸设计产能（15 万吨杭州，12 万吨马鞍山），并预计 23 年 9 月 8 万吨装饰原纸定增产能将投产，届时设计产能将达 35 万吨。募投产能选址马鞍山，优势显著。马鞍山是我国主要的钛白粉产地之一，且毗邻港口、电价更低，公司项目落地马鞍山能有效缩短原材料采购距离，降低运输成本同时更好地保证原材料的质量，提升产品品质，增强公司竞争力。同时公司多元化布局打造第二成长曲线。特种纸单纸种行业空间有限，公司多元化布局医疗、食品用纸打开成长空间，募投拟建设 40 万吨其他特种纸产线。

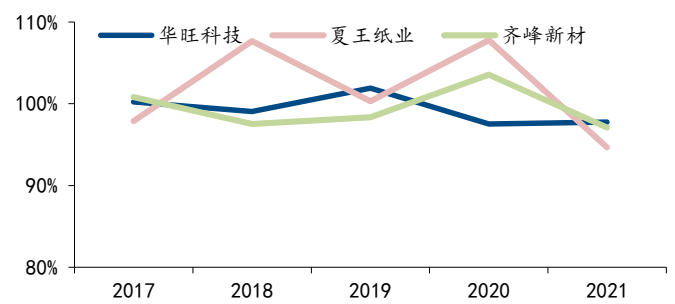
图表 26 公司产能利用率高于夏王和齐峰



资料来源：Wind，华创证券

注：华旺因自产规模提升，自 20 年 1 月起不再委托华川实业代加工，20-21 年产能利用率=生产量/产能

图表 27 公司产销率均在 95% 以上



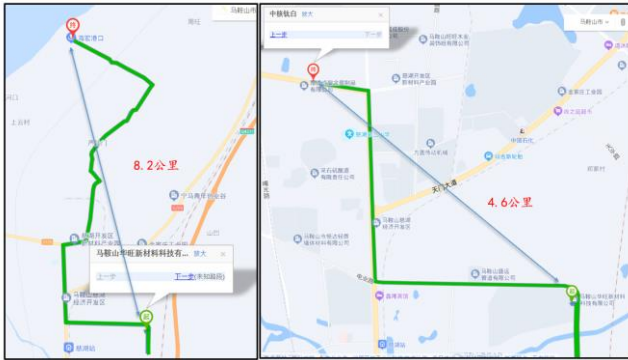
资料来源：Wind，华创证券

图表 28 募投产能梳理

募投项目	募投日期	投资总额	纸种	产能	达到可使用状态日期
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	装饰原纸	7 万吨	2020 年 10 月
马鞍山 12 万吨/年装饰原纸生产线新建项目（二期）				5 万吨	2021 年 12 月
年产 18 万吨特种纸生产线扩建项目（一期）	2021/07	7.01 亿元	装饰原纸	8 万吨	预计 2023 年 9 月
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	
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，华创证券

图表 29 马鞍山地理位置优越



资料来源：百度地图，华创证券

图表 30 马鞍山电价较低

地区	电压等级	分时电度用电价格（元/千瓦时）		
		平时时段	高峰时段 9-11点&17-22点	低谷时段 23-次日8点
浙江省	1-10千伏	0.72	1.28	0.34
	35千伏	0.69	1.24	0.31
	110千伏	0.67	1.21	0.29
	220千伏及以上	0.66	1.19	0.28
安徽省	1-10千伏	0.65	1.10	0.28
	35千伏	0.63	1.06	0.27
	110千伏	0.60	1.02	0.26
	220千伏及以上	0.58	0.98	0.25

资料来源：国家电网，华创证券

2、出海空间广阔，对标海外龙头优势突出

对比 Munksjö，华旺品质突出，兼备成本优势。Munksjö 从事装饰原纸生产销售多年，近年来依靠战略收购扩大其产能，当前在德国 Unterkochen 和 Dettingen、西班牙 Tolosa、法国 Arches、巴西 Caieiras、中国邢台（2022 年 1 月收购名联）均设置生产基地，年净销售额约 5 亿欧元，年产能约 25 万吨。从盈利能力看，欧洲地区钛白粉、木浆成本更高，Munksjö EBITDA margin 低于华旺；从管理层看，近年来 Munksjö 股权不断变更，17 年与 Ahlstrom 合并成为 Ahlstrom-Munksjö，22 年又被分拆为独立公司 Munksjö Paper。

图表 31 华旺 EBITDA margin 高于 Munksjö

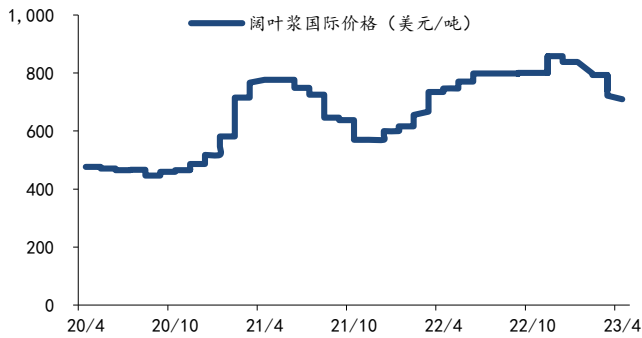


资料来源：公司官网，各公司公告，华创证券

（三）木浆&钛白粉价格有望下滑，利润弹性值得期待

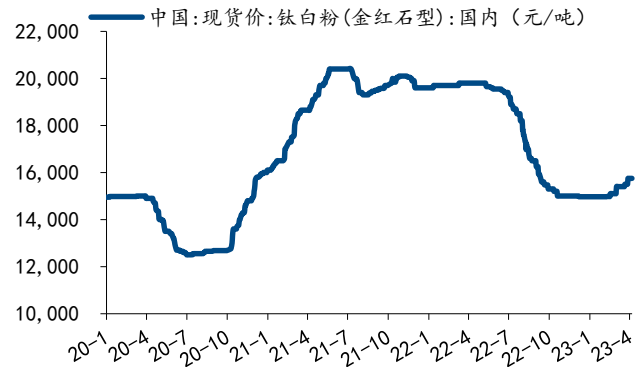
木浆&钛白粉价格有望下滑，利润弹性值得期待：1）木浆：公司主要使用阔叶浆，2022 年在芬兰罢工、加拿大等地极端气候影响下，国际木浆供应收紧，浆价持续高位，阔叶浆外盘价从年初的 600 美元/吨上涨至年末的 839 美元/吨，涨幅超 39%；但在海外浆厂产能投放下，23 年浆价下行，纸企盈利改善指日可待。产能方面：AraucoMAPA 项目及 UPM 乌拉圭项目投产增加阔叶浆供给，世界阔叶浆供需格局将逐步优化。价格方面：自 22 年 12 月以来，海外浆厂在供给增加预期及纸端需求不旺下调报价，当前价格已从 12 月高点 859 美元/吨下降至 710 美元/吨（23/5/5 数据）。2）钛白粉：22 年上半年价格延续高位，但下半年已明显下滑；且据中国化工报，23 我国年钛白粉产能将至少达 570 万吨，产能持续增长下预计钛白粉价格大幅上涨概率低。

图表 32 22 年阔叶浆价格大幅上涨



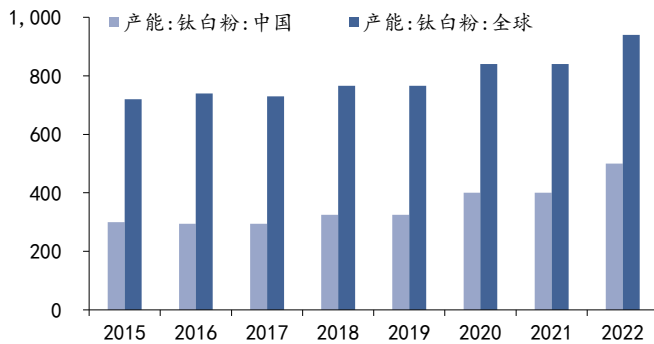
资料来源：卓创资讯，华创证券

图表 33 钛白粉价格已回落



资料来源：Wind，华创证券

图表 34 我国及全球钛白粉产能 (万吨)



资料来源：Wind，华创证券

图表 35 华旺装饰原纸毛利率敏感性分析

毛利率变化值	针叶浆及阔叶浆价格变动幅度					
	0%	-5%	-10%	-17%	-20%	-25%
6.73	-1.42%	0.49%	2.40%	5.08%	6.22%	8.14%
6.80	-1.82%	0.11%	2.04%	4.75%	5.91%	7.84%
6.90	-2.39%	-0.43%	1.53%	4.28%	5.45%	7.41%
7.00	-2.96%	-0.97%	1.02%	3.80%	5.00%	6.98%
7.10	-3.52%	-1.51%	0.51%	3.33%	4.54%	6.56%

资料来源：公司公告，华创证券测算

注：使用 2022 年装饰原纸营收及毛利率，同时假设库存 5 个月

四、盈利预测与估值

中高端装饰原纸领军企业，产能释放&多元布局促业绩增长。公司深植装饰原纸，产品质量&技术水平行业领先，成本管理能力出众，并多元化布局食品包装纸等品类打造新增长点。未来随消费者对终端家居环保性、美观度要求提高，装饰原纸行业中高端产品渗透率将进一步提升，公司凭借优质产品&成本优势业绩有望持续增长。

- **短期营收分业务看：**1) 装饰原纸：随募投项目年产 18 万吨特种纸生产线扩建项目（一期）8 万吨装饰原纸产能投放，公司装饰原纸销量有望保持较高增速，带动业务营收增长；2) 其他纸：根据公司 30 万吨高性能纸基新材料项目建设安排，预计 25 年才可兑现至报表端，因此预计 23-24 年该业务占比仍较小，25 年开始贡献业绩；2) 木浆贸易：23 年以来浆价逐步下降，预计将导致公司木浆贸易营收增速小幅下滑，24-25 年预计保持平稳增长。
- **毛利分业务看：**1) 装饰原纸：22 年下半年钛白粉价格已回落，木浆价格 23 年 4 月起加速下滑，但考虑到 23 年前期仍消耗高价库存浆，故预计公司装饰原纸业务毛利率有所提升，但未能恢复到往常水平；2) 其他纸：预计随产能释放，毛利率将提升至装饰原纸毛利率附近；3) 木浆贸易：如上文所述，浆价下行时公司赚取差价较少，木浆贸易业务毛利率较低。

综上，我们预计公司 2023-2025 年分别实现 5.54/6.55/8.28 亿元，对应当前股价 PE 分别为 12/10/8X；使用相对估值法，可比公司选择仙鹤股份及五洲特纸，并参考历史估值中枢，我们给予公司 23 年 15 倍 PE；对应目标价 25 元，首次覆盖给予“强推”评级。

图表 36 华旺科技营收拆分及预测（百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1611.98	2940.19	3436.40	4001.98	4709.74	5913.86
营业收入 YoY	-2.54%	82.40%	16.88%	16.46%	17.69%	25.57%
毛利率	24.55%	21.86%	18.47%	19.16%	20.22%	20.37%
分产品						
造纸行业	1305.58	2157.07	2417.61	2764.42	3247.93	4200.84
YoY	-8.14%	65.22%	12.08%	14.35%	17.49%	29.34%
毛利润	378.43	550.71	487.27	622.90	795.92	1020.92
毛利率（%）	28.99	25.53	20.15	22.53	24.51	24.30
装饰原纸	1305.58	2157.07	2383.25	2674.87	3153.00	3601.98
YoY	-8.14%	65.22%	10.49%	12.24%	17.88%	14.24%
销售量（吨）	138455	202460	227356	268606	308897	345964
YOY	-4.73%	46.23%	12.30%	18.14%	15.00%	12.00%
销售均价（元/吨）	9430	10654	10482	9958	10207	10411
YOY	-3.58%	12.99%	-1.61%	-5.00%	2.50%	2.00%
毛利率（%）	28.99	25.53	20.35	22.85	24.85	24.85
其他纸			34.36	89.56	94.93	598.85
YoY				160.64%	6.00%	530.83%
销售量（吨）			3847	9736	10320	65100

YOY				153.05%	6.00%	530.83%
销售均价（元/吨）			8931	9199	9199	9199
YOY				3.00%	0.00%	0.00%
毛利率（%）			6.50	13.00	13.00	21.00
木浆贸易	295.79	749.99	968.75	1162.50	1371.75	1604.95
YoY	32.02%	153.56%	29.17%	20.00%	18.00%	17.00%
毛利率（%）	4.78	11.91	14.01	10.91	9.91	9.91
其他	10.61	33.14	50.04	75.05	90.06	108.08
YoY	22.78%	212.26%	51.00%	50.00%	20.00%	20.00%
毛利率（%）	30.30	7.98	23.70	22.70	22.70	22.70

资料来源：公司公告，华创证券预测

图表 37 可比公司估值表

可比公司	EPS（元）				PE（倍）			
	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
仙鹤股份	1.0	1.7	2.3	2.8	24.1x	19.7x	15.0x	12.4x
五洲特纸	0.5	1.3	1.9	2.3	33.4x	14.4x	10.3x	8.3x
平均					28.8x	17.1x	12.7x	10.4x
给予						15x		

资料来源：Wind，华创证券预测

注：仙鹤股份及五洲特纸的EPS及PE为团队最新预测（截至23/5/7）

五、风险提示

下游需求不及预期。装饰原纸属家居产业链，虽自 23 年以来，房地产及家居产业链逐步回暖，但未来恢复程度及节奏仍存在不确定性，装饰原纸行业或需求不及预期。

木浆价格下降节奏或幅度低于预期。23 年随海外浆厂产能投放，供需格局将迎改善，但木浆价格影响因素多元，宏观经济政策、地缘政治等均会对其产生影响，木浆价格下降节奏或幅度低于预期。

多元化布局效果不及预期。公司主营装饰原纸，其他特种纸生产基地亦在陆续建设中，但食品包装纸及医疗包装用纸行业亦有众多实力突出的厂商，公司多元化布局效果有可能不及预期。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,859	2,297	2,934	3,013
应收票据	0	0	0	0
应收账款	300	345	405	495
预付账款	6	7	9	10
存货	916	1,067	1,241	1,475
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,187	1,352	1,518	1,783
流动资产合计	4,268	5,068	6,107	6,776
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	921	1,138	1,145	1,642
在建工程	203	103	103	203
无形资产	74	79	75	73
其他非流动资产	54	54	55	55
非流动资产合计	1,252	1,374	1,378	1,973
资产合计	5,520	6,442	7,485	8,749
短期借款	235	245	221	197
应付票据	717	937	1,119	1,340
应付账款	766	888	1,110	1,306
预收款项	0	0	0	0
合同负债	22	26	31	38
其他应付款	13	13	13	13
一年内到期的非流动负债	2	2	2	2
其他流动负债	105	117	141	179
流动负债合计	1,860	2,228	2,637	3,075
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	46	46	25	25
非流动负债合计	46	46	25	25
负债合计	1,906	2,274	2,662	3,100
归属母公司所有者权益	3,608	4,162	4,817	5,645
少数股东权益	6	6	6	4
所有者权益合计	3,614	4,168	4,823	5,649
负债和股东权益	5,520	6,442	7,485	8,749

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	539	621	768	797
现金收益	510	622	756	924
存货影响	-306	-152	-174	-234
经营性应收影响	775	-30	-46	-76
经营性应付影响	193	341	404	417
其他影响	-634	-160	-173	-234
投资活动现金流	-432	-212	-113	-705
资本支出	-208	-214	-115	-706
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-224	2	2	1
融资活动现金流	682	29	-18	-13
借款增加	236	10	-24	-24
股利及利息支付	-173	-4	-8	-6
股东融资	821	821	821	821
其他影响	-202	-798	-807	-804

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,436	4,002	4,710	5,914
营业成本	2,802	3,235	3,757	4,709
税金及附加	12	16	20	24
销售费用	20	24	28	35
管理费用	48	48	66	82
研发费用	93	96	127	160
财务费用	-44	-22	-8	-13
信用减值损失	-4	-4	-4	-4
资产减值损失	-15	-15	-15	-15
公允价值变动收益	-4	-4	-4	-4
投资收益	1	1	1	1
其他收益	49	49	49	49
营业利润	533	632	747	944
营业外收入	0	0	-1	-1
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	532	632	746	943
所得税	67	80	94	118
净利润	465	552	652	825
少数股东损益	-2	-2	-3	-3
归属母公司净利润	467	554	655	828
NOPLAT	427	533	646	813
EPS(摊薄) (元)	1.41	1.67	1.97	2.49

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	16.9%	16.5%	17.7%	25.6%
EBIT 增长率	-6.7%	24.8%	21.1%	26.0%
归母净利润增长率	4.2%	18.6%	18.2%	26.4%
获利能力				
毛利率	18.5%	19.2%	20.2%	20.4%
净利率	13.5%	13.8%	13.8%	14.0%
ROE	13.0%	13.3%	13.6%	14.7%
ROIC	14.1%	15.2%	15.9%	17.1%
偿债能力				
资产负债率	34.5%	35.3%	35.6%	35.4%
债务权益比	7.8%	7.0%	5.1%	4.0%
流动比率	2.3	2.3	2.3	2.2
速动比率	1.8	1.8	1.8	1.7
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转天数	27	29	29	27
应付账款周转天数	89	92	96	92
存货周转天数	98	110	111	104
每股指标(元)				
每股收益	1.41	1.67	1.97	2.49
每股经营现金流	1.62	1.87	2.31	2.40
每股净资产	10.86	12.53	14.50	16.99
估值比率				
P/E	14	12	10	8
P/B	2	2	1	1
EV/EBITDA	12	10	8	6

轻工纺服组团队介绍

组长、首席分析师：刘佳昆

英国约克大学硕士，曾任职于兴业证券、天风证券。水晶球入围核心成员。2021年加入华创证券研究所。

助理研究员：刘一怡

浙江大学硕士。2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：毛宇翔

英国伦敦政治经济学院硕士。2022年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522