

荣晟环保 (603165.SH)

强烈推荐 (首次)

芳纶纸国产替代化进程开启，打造二次成长曲线

消费品/轻工纺服  
目标估值: NA  
当前股价: 14.59 元

基础数据

总股本 (万股)	27843
已上市流通股 (万)	27843
总市值 (亿元)	41
流通市值 (亿元)	41
每股净资产 (MRQ)	7.4
ROE (TTM)	8.2
资产负债率	27.7%
主要股东	冯荣华
主要股东持股比例	37.51%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	28	12
相对表现	9	28	18



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

赵中平 S1090521080001  
zhaozhongping@cmschina.com.cn  
王月 研究助理  
wangyue20@cmschina.com.cn

- **主业箱板瓦楞，领先布局芳纶纸赛道。**公司主业为箱板瓦楞纸，核心产品为瓦楞原纸、牛皮箱板纸两大类包装纸及其纸制品瓦楞纸板。2022年8月，公司与陕西科技大学建立战略合作关系，保证公司芳纶纸技术处于市场领先地位。2022年公司原纸营收21.56亿元，纸箱2.88亿元，蒸汽1.09亿元，占总营收比例为84.12%，11.24%，4.25%，毛利率分别为5.45%，11.96%，40.24%，近5年，纸制品为核心业绩来源。
- **芳纶纸应用场景拓展，国产替代化进程开启。**芳纶纸具备高强度、低变形、耐高温、耐化学腐蚀、阻燃、优良的电绝缘性、化学性质极其稳定。芳纶纸强度大概是钢丝的5-6倍，韧性是钢丝的2倍，而质量只是钢丝的五分之一左右。目前世界很多国家都将其广泛用于国防军工、航空航天、民用等领域。**市场规模来看**，2017年中国芳纶纸消费量2742吨，2021年消费量提升至4215吨，2017-2021年CAGR 13.42%。2022年中国芳纶纸市场规模2.26亿美元，预计2022-2028年CAGR 17.18%。**竞争格局来看**，具体来看，目前全球市场芳纶纸名义产能达到20000吨，其中美国杜邦拥有名义产能1.2万吨，占全球总产能的60%，随着国产芳纶纸技术逐渐进步，芳纶纸国产化替代进程开启。
- **箱板瓦楞盈利处于底部区间，预计逐季向上兑现利润。**2022年国内宏观经济波动及局部地区物流受限，原材料、能源等价格抬升，成本上升致短期盈利承压。23Q1公司实现营业收入5.41亿元，同比下滑11.16%，归母净利润0.82亿元，同比增加1.90%，公司盈利能力逐渐恢复。截止2022Q3，公司造纸产能60万吨，预计未来有130万吨新增产能及5亿平智能包装项目，公司主业有望逐季向上，芳纶纸带来二次成长曲线。
- **盈利预测与投资建议。**公司主业箱板瓦楞，领先布局芳纶纸，应用场景有望拓展，打开公司成长空间。我们预计2023-2025年公司收入29.08、39.15和54.53亿元，分别同比+13%、+35%和+39%；预计2023-2025年归母净利润3.63、5.10和6.7亿元，分别同比+116%、+40%和+31%。公司23Q1毛利率13.2%，净利率15.07%，由于具备成本优势、精细化管理，同期的盈利能力远高于行业。给予2023年PE 14.8x，相应市值53.7亿元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

□ **风险提示:** 原材料价格波动的风险；市场竞争风险；芳纶纸拓展不及预期，瓦楞纸产能仍在扩张的风险。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2415	2563	2908	3915	5453
同比增长	42%	6%	13%	35%	39%
营业利润(百万元)	277	186	401	563	739
同比增长	11%	-33%	115%	40%	31%
归母净利润(百万元)	284	168	363	510	670
同比增长	23%	-41%	116%	40%	31%
每股收益(元)	1.02	0.60	1.30	1.83	2.41
PE	14.3	24.2	11.2	8.0	6.1
PB	2.2	2.0	1.8	1.5	1.3

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、公司深扎包装原纸产品体系，把握芳纶纸材料机遇，进军国产芳纶市场	5
1、发展历程：稳中求进，阶段性战略布局明确	5
2、股权结构：股权结构集中，公司实际控制人为冯荣华、张云芳夫妇	6
3、公司产品结构：传统主业箱板瓦楞，进军国产芳纶市场	6
4、公司财务数据：盈利结构稳定，区位优势凸显	8
二、行业：芳纶纸应用场景拓展，国产替代化进程开启	10
1、芳纶纤维：芳纶纤维结构差异导致性能不同	10
(1) 芳纶纤维为芳纶纸重要原材料	10
(2) 芳纶纤维分类：对位芳酰胺纤维（PPTA）和间位芳酰胺纤维（PMIA）	10
2、芳纶纸：性能优异，广泛应用于国防军工、航空航天、民用等领域	10
(1) 芳纶纸：具备高强度、耐高温、阻燃等性能	10
(2) 芳纶纸用途：广泛应用于国防军工、航空航天、民用等领域	11
(3) 絮聚现象为制备芳纶纸中重要问题	11
3、下游芳纶纸需求强劲，国产芳纶纸不断研发突破	12
(1) 芳纶纸产业链：对位芳纶纸性能更优，下游应用于电气绝缘+蜂窝材料领域	12
(2) 我国芳纶纸下游需求以电气绝缘为主，与国外显著不同	12
(3) 2022 年中国芳纶纸市场规模 2.26 亿美元，预计 2022-2028 年 CAGR 17.18%	13
(4) 芳纶纸竞争格局：美国杜邦名义产能 1.2 万吨，全球份额占比 60%	13
(5) 新能源有望成为需求增长点，国产替代进程加快	14
三、箱板瓦楞盈利能力处于历史底部，有望逐季改善	15
1、盈利能力筑底，消费复苏供需有望改善	15
2、23-24 年箱板瓦楞纸维持弱平衡，零关税政策影响有限	16
3、荣晟环保：差异化产品开发、产业链协同构建核心优势	17
四、盈利预测	19
五、风险提示	20

## 图表目录

图 1 公司发展历程	5
图 2 公司股权结构	6

表 1: 公司主要产品.....	6
图 3 公司 2018-2022 年产销量.....	7
表 2: 修订后可转债募集资金使用计划 (单位: 百万元) .....	7
图 4: 2018-2023Q1 年营业收入及同比增速.....	8
图 5: 2018-2023Q1 年归母净利润及同比增速 .....	8
图 6: 公司 2018-2022 年营收按业务分拆 (亿元) .....	8
图 7: 公司 2018-2022 年各类业务毛利率 (%) .....	8
图 8: 公司 2018-2022 年营收按地区分拆 (亿元) .....	9
图 9: 公司 2018-2022 年各地区毛利率 (%) .....	9
表 3: 对位芳酰胺纤维和间位芳酰胺纤维对比.....	10
表 4: 不同型号的 Nomex 纸性能 (纸厚 0.025mm) .....	11
表 5: 国产芳纶纸与 Nomex 纸技术指标的对比 .....	11
图 10: 芳纶纸各用途占比 .....	11
图 11: 芳纶纤维纸的湿法抄造工艺流程 .....	11
图 12: 芳纶纸产业链.....	12
图 13: 2020 年中国芳纶纸行业下游需求领域占比情况.....	13
图 14: 2013-2020 年中国干式变压器行业产量及增速.....	13
图 15: 2017-2022 年中国芳纶纸行业市场规模 .....	13
图 16: 2023-2029 年中国芳纶纸行业市场规模预测 .....	13
图 17: 全球芳纶纸行业市场竞争格局 (按产能) .....	14
图 18: 2013-202 年民士达营业收入及净利润 .....	14
图 19: 2020-2023 年箱板纸、瓦楞纸、废纸价格 (元/吨) .....	15
图 20: 2015-2023 年箱板纸、瓦楞纸毛利率 (%) .....	15
图 21: 2021-2023 年箱板纸、瓦楞纸社会库存、企业库存 (万吨) .....	15
图 22: 2021-2023 年箱板纸、瓦楞纸产能利用率 (%) .....	15
图 23: 2016-2022 年公司原纸、纸箱毛利率 (%) .....	16
图 24: 2016-2024E 箱板瓦楞纸供需对比 (测算) .....	16
表 6: 2023-2024 年核心假设表 (测算) .....	16
图 25: 2017-2023 年箱板瓦楞纸需求&宏观经济增速对比 .....	17
图 26: 2016-2023 年箱板纸、瓦楞纸产量、实际消费量 (万吨) .....	17
图 27: 2000-2022 年箱板瓦楞 CAPEX 支出及 yoy (亿元) .....	17
图 28: 2023-2024 年箱板纸、瓦楞纸行业新增产能 .....	17

---

图 29: 公司平湖-全椒基地.....	18
表 7: 公司盈利预测.....	19
表 8: 可比公司估值.....	19
附: 财务预测表.....	21

## 一、公司深扎包装原纸产品体系，把握芳纶纸材料机遇，进军国产芳纶市场

公司创建于 1980 年，经过 40 多年，已形成生态造纸、环保热电、绿色包装、实业投资、新能源新材料五大板块。2017 年 1 月，在上海证券交易所成功上市（股票代码：603165）。公司在国内包装市场处于领先地位，具备产业链优势、产品结构优势、精细化管理优势、成本优势、市场优势和服务优势，并与浙江大学、浙江科技学院、陕西科技大学等高等院校开展技术合作，建立产学研体系。

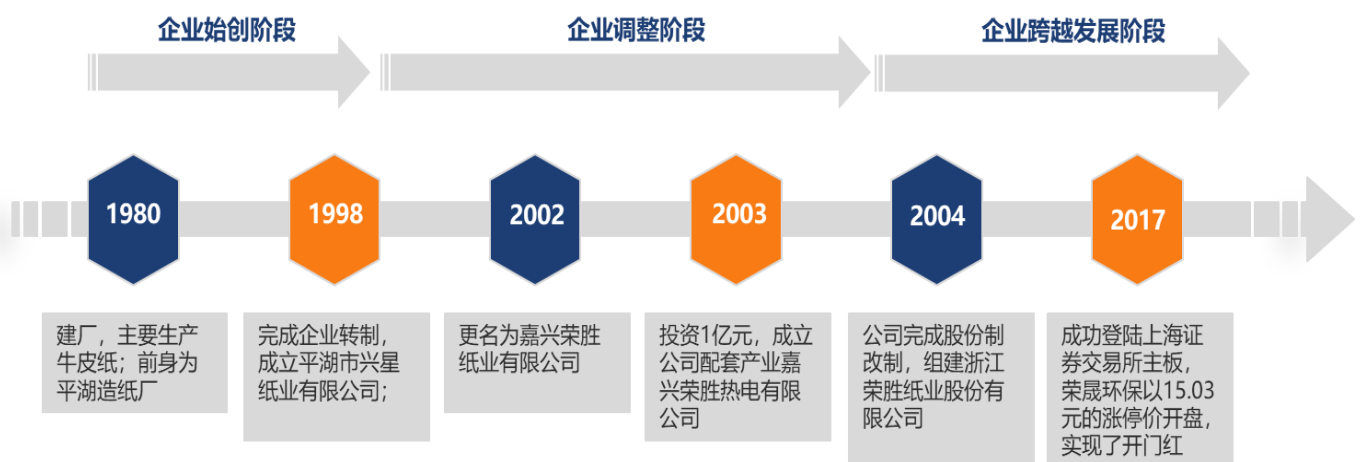
### 1、发展历程：稳中求进，阶段性战略布局明确

**（1）企业始创阶段。**公司前身是平湖造纸厂，从 1980 年建厂至 1998 年，是企业的始创战略阶段，主要生产牛皮纸。该阶段战略主题是“企业生存”。

**（2）企业调整阶段。**1998 年至 2003 年企业形成了明晰的产品结构特色和市场结构特色。该阶段战略主题是“结构调整”。1998 年 11 月，企业新领导班子上任，提出“开拓新视野，树立新观念，迈进企业发展新阶段”战略调整，完成企业转制，成立平湖市兴星纸业有限公司；1999 年 12 月，公司对原 1#机进行技改，扩建 1760 纸机，生产牛皮箱板纸；2000 年 2 月，投资 2000 万元，新建 2200 造纸流水线，同年 10 月份正式投产；2001 年 4 月，新建 2#机 2800 高强瓦楞纸机，报废原有 1092 纸机；2001 年 12 月，延伸产业链，投资 2500 万元成立荣胜包装材料有限公司；2002 年 2 月，更名为嘉兴荣胜纸业有限公司；2002 年 3 月，被市政府批准为 14 家工业企业园之一；2002 年 10 月，通过设备和技术改造，对 3#机进行提速技改；2003 年 5 月，投资 1.2 亿元，新建 6#机 4600/400 叠网纸机，于 2004 年 6 月竣工投产；2003 年 7 月，投资 1 亿元，成立公司配套产业嘉兴荣胜热电有限公司。

**（3）跨越发展阶段。**2004 年 11 月，公司完成股份制改制，组建浙江荣胜纸业股份有限公司，进入新一轮跨越式发展战略阶段；2006 年 4 月，公司投资 1.2 亿元，新建 8#机 4600/500 高强瓦楞纸项目，该项目生产 AA 级瓦楞原纸，并于 2007 年 4 月竣工投产；2007 年 9 月，公司引进国际最先进的厌氧处理系统，已正在实施安装阶段，计划 12 月份进行调试，2008 年 1 月份正常运行。届时，我公司在目前排量 24 小时 6000 吨的情况下，可以下降到 4000 吨的排量，控制吨纸排水在 6 吨以下；2007 年 10 月，公司投入 6000 多万元，组织筹建热电联产技改项目，建设期一年，采用 75 吨/时高温高压循环硫化床锅炉，9 兆瓦背压式汽轮发电机组，具有极大的经济效益和社会效益；新产品开发战略和新市场开发战略相结合，确保了企业在市场中的重要地位，保持持续稳健发展态势；2014 年 4 月份，公司建设脱硫脱硝项目，投入嘉兴市首套热电减排管理系统；2015 年 3 月 28 日，造纸 20 万吨项目破土动工，项目将建设成浙江唯一、全国独有的花园式造纸生产基地；2017 年 1 月 17 日，公司成功登陆上海证券交易所主板，冯荣华董事长代表荣晟环保与上交所签订《上市协议书》，并与平湖市委书记祁海龙先生在万众瞩目、激动人心的时刻鸣锣开市，荣晟环保以 15.03 元的涨停价开盘，实现了开门红。

图 1 公司发展历程



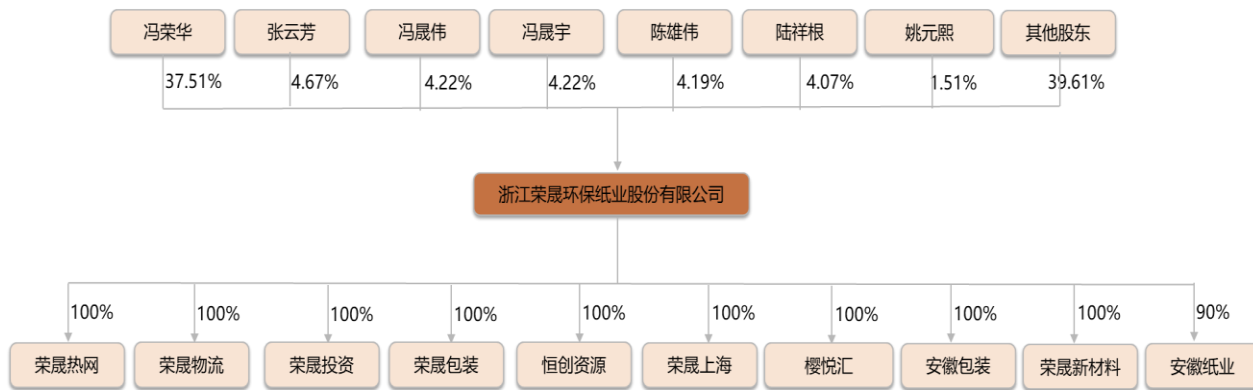
资料来源：公司官网，招商证券



## 2、股权结构：股权结构集中，公司实际控制人为冯荣华、张云芳夫妇

公司董事长兼总经理冯荣华先生持有公司 37.51%股份，系公司控股股东。冯荣华、张云芳夫妇合计持有公司 42.18%的股份，系公司实际控制人。冯晟宇、冯晟伟分别为冯荣华夫妇的长子和次子。公司全资子公司有荣晟热网、荣晟物流、荣晟投资、荣晟包装、恒创资源、荣晟上海、樱悦汇、安徽包装、荣晟新材料，重要控股子公司有安徽纸业。

图 2 公司股权结构



资料来源：同花顺、招商证券，注：数据截至 2023 年 4 月 26 日

## 3、公司产品结构：传统主业箱板瓦楞，进军国产芳纶市场



公司以再生包装纸生产为主业，集废纸回收、热电联产、再生环保纸生产、纸板制造于一体，主要产品包括瓦楞原纸、牛皮箱板纸、高密度纸板、瓦楞纸板和蒸汽等，核心产品为瓦楞原纸、牛皮箱板纸两大类包装纸及其纸制品瓦楞纸板。

**原纸业务**包括瓦楞原纸、牛皮箱板纸、高密度纸板。瓦楞原纸是生产瓦楞纸板及纸箱的重要组成材料之一，要求纤维结合强度好，纸面平整，有较好的环压强度，有一定的弹性，以保证制成的纸箱具有防震和耐压能力；牛皮箱板纸主要以废纸原料制成，比一般箱板纸更为坚韧、挺实，有极高的抗压强度、耐破度和耐折度，用于包装纸箱外层，主要是用于轻工、食品、家电等产品运输包装，尤其是外贸包装及国内高档商品包装，是木材、金属等系列包装的优质替代产品；高密度纸板是一种薄型钢纸，采用污泥回用技术将造纸污泥改性改良全部回用生产而来，纸质坚韧耐磨、层间接合强度高、纸面平滑均整、具有良好的耐水性，主要用于工业纸管、纺织纸管、花炮纸管等内核和管道的制作。

**纸制品业务**为瓦楞纸板，由牛皮箱板纸和瓦楞原纸制作而成，牛皮箱板纸主要用作纸板的面和底，瓦楞原纸可用作纸板的瓦楞芯纸和里纸，起到增强纸板抗压能力和减震缓冲的作用。

**热电联产业务**为蒸汽，用于造纸、食品加工等生产过程中的加热和烘干。

表 1：公司主要产品

系列产品	产品分类	产品图片	产品介绍
原纸	瓦楞原纸		瓦楞原纸是生产瓦楞纸板及纸箱的重要组成材料之一。瓦楞原纸要求纤维结合强度好，纸面平整，有较好的环压强度，有一定的弹性，以保证制成的纸箱具有防震和耐压能力。
	牛皮箱板纸		主要以废纸原料制成，比一般箱板纸更为坚韧、挺实，有极高的抗压强度、耐破度和耐折度，用于包装纸箱外层，主要是用于轻工、食品、家电等产品运输包装，尤其是外贸包装及国内高档商品包装，是木材、金属等系列包装的优质替代产品。

高密度纸板



一种薄型钢纸，采用污泥回用技术将造纸污泥改性改良全部回用生产而来，纸质坚韧耐磨、层间接合强度高、纸面平滑均整、具有良好的耐水性，主要用于工业纸管、纺织纸管、花炮纸管等内核和管道的制作。

纸制品

瓦楞纸板



由牛皮箱板纸和瓦楞原纸制作而成，牛皮箱板纸主要用作纸板的面和底，瓦楞原纸主要用作纸板的瓦楞芯层。

热电联产

蒸汽

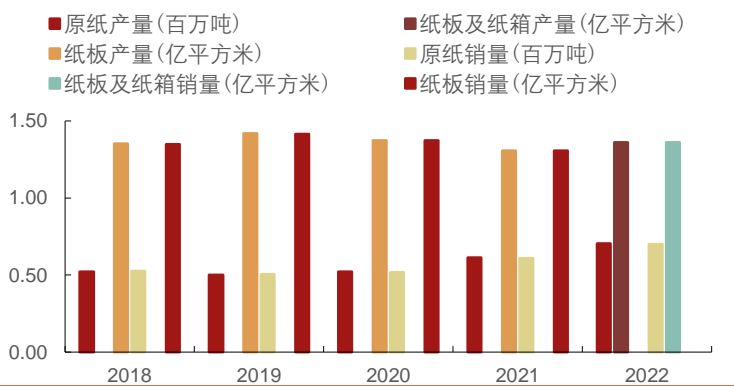


用于造纸、食品加工等生产过程中的加热和烘干。

资料来源：公司官网、募集说明书、招商证券

**公司产能扩张，及时释放。**2022年公司原纸产量0.70万吨，销量0.70万吨，纸板及纸箱产量1.36亿平方米，销量1.36亿平方米。公司近5年纸板及纸箱产量基本稳定，原纸产量由0.52万吨逐年增长至0.70万吨。原纸、纸板及纸箱产销率基本100%。

图3 公司 2018-2022 年产销情况



资料来源：同花顺、招商证券

**把握芳纶材料发展机遇，自有资金加速建设芳纶材料生产车间。**芳纶纸基复合材料（又称“芳纶纸”）作为典型的高科技纤维新材料，具有阻燃、绝缘、高强度、抗腐蚀、耐辐射等诸多特性，属于重要的战略储备物资和产业基础材料。根据原料纤维的不同，芳纶纸可分为间位芳纶纸和对位芳纶纸。间位芳纶纸具有高强度、低变形、耐高温、耐化学腐蚀、阻燃和优良的电绝缘性能，被广泛应用于国防、航空航天、高速列车、电工绝缘等领域，是一种关系国家安全的高科技新材料；对位芳纶纸在强度、模量、耐湿热、抗撕裂等方面强度更高，主要应用于光缆防护、汽车等领域。目前，全球芳纶纸的产能及市场份额主要集中于美国杜邦公司、日本帝人公司等海外企业，由于技术上的障碍，国内仅有少数几家公司实现了芳纶纸的量产。为在国内芳纶材料行业实现大规模量产前及时抢占市场先机，获取更大市场份额，2023年4月19日公司召开第七届董事会第二十次会议、第七届监事会第十四次会议，会议通过了“年产2,000吨芳纶新材料项目”不再使用2023年公司拟发行的可转债募集资金投资的决议，该项目调整为自有或自筹资金投资，其余募投项目不变，募集资金总额调减为5.76亿元。公司使用自有资金2.5亿元投入年产2000吨芳纶新材料项目，由浙江荣晟新材料有限公司实施，在浙江平湖经济开发区建设年产2000吨芳纶符合材料的生生产车间及供电、排水、环保等配套设施，预计2年完成。此外，公司与陕西科技大学建立战略合作关系，保证公司芳纶纸技术处于市场领先地位。

表2: 修订后可转债募集资金使用计划 (单位: 百万元)

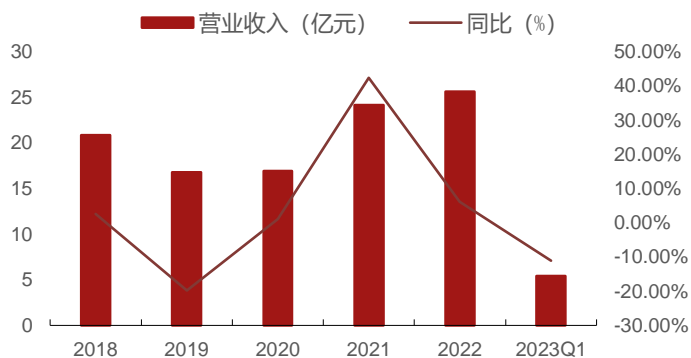
序号	项目名称	拟投资总额	拟用募集资金投资金额	资本性投入金额
1	年产5亿平方绿色智能包装产业园项目（一期）	27,894.00	16,300.00	16,300.00
2	绿色智能化零土地技改项目	16,850.00	15,000.00	15,000.00
3	生物质锅炉项目	15,000.00	10,000.00	10,000.00
4	补充流动资金	16,300.00	16,300.00	-
<b>合计</b>		<b>76,044.00</b>	<b>57,600.00</b>	<b>41,300.00</b>

资料来源：募集说明书、公司公告、招商证券

#### 4、公司财务数据：盈利结构稳定，区位优势凸显

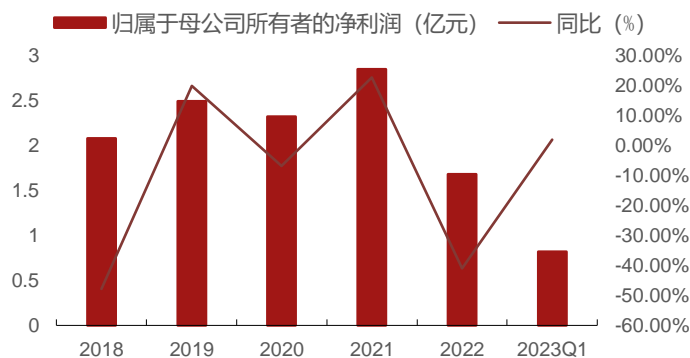
公司业绩稳中有进，主业利润有望回升。2018-2022 年公司营收总体稳中有进，由 20.89 亿元上升至 25.63 亿元。22 年公司实现营业收入 25.63 亿元，同比增加 6.14%，归母净利润 1.68 亿元，同比下滑 40.89%，因国内宏观经济波动及局部地区物流受限，原材料、能源等价格抬升，成本上升致短期盈利承压。23Q1 公司实现营业收入 5.41 亿元，同比下滑 11.16%，归母净利润 0.82 亿元，同比增加 1.90%，公司盈利能力逐渐恢复。

图 4：2018-2023Q1 年营业收入及同比增速



资料来源：同花顺、招商证券

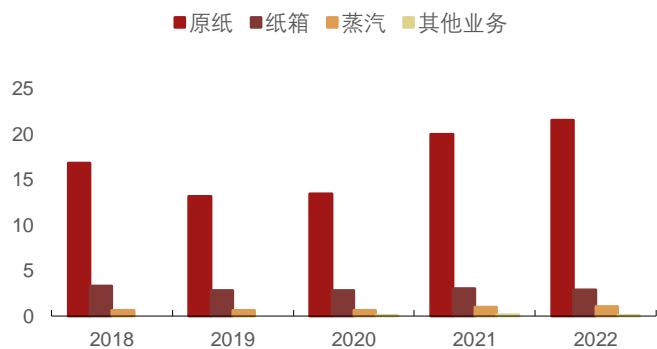
图 5：2018-2023Q1 年归母净利润及同比增速



资料来源：同花顺、招商证券

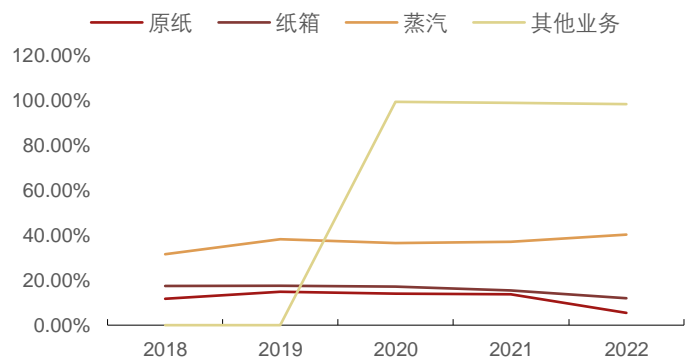
公司主营业务突出，盈利结构稳定。公司主营业务中，按产品种类拆分，22 年原纸营收 21.56 亿元，纸箱 2.88 亿元，蒸汽 1.09 亿元，占总营收比例为 84.12%，11.24%，4.25%，毛利率分别为 5.45%，11.96%，40.24%。近 5 年，公司纸制品始终为核心业绩来源。

图 6：公司 2018-2022 年营收按业务分拆（亿元）



资料来源：同花顺、招商证券

图 7：公司 2018-2022 年各类业务毛利率（%）

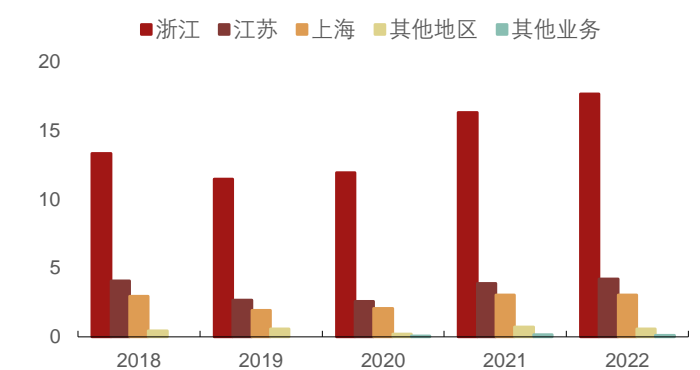


资料来源：同花顺、招商证券

公司地处长三角核心地区，区位优势明显。公司位于国家级平湖经济技术开发区。平湖紧邻上海，位居长三角核心地区，东方大港——乍浦港和杭州湾跨海大桥北堍均位于平湖境内，沪杭甬高速公路和沪杭高铁比邻而过，与上海、杭州、宁波、苏州等长三角重要城市形成一小时交通圈，公司区域位置极其优越，水陆交通便捷，具备运输成本优势，利于拓展产品辐射面。且华东地区包装纸板需求景气，大量废纸为公司提供充足原材料。2018-2022 年按地区拆分营收，江浙沪地区贡献主要营收，其中，浙江表现尤为靓丽，由 13.35 亿元增长至 17.68 亿元，贡献营收从 63.91% 增长至 68.98%。江、浙、沪、其他地区毛利率相对均衡，浙江地区近五年毛利率表现略有优势。

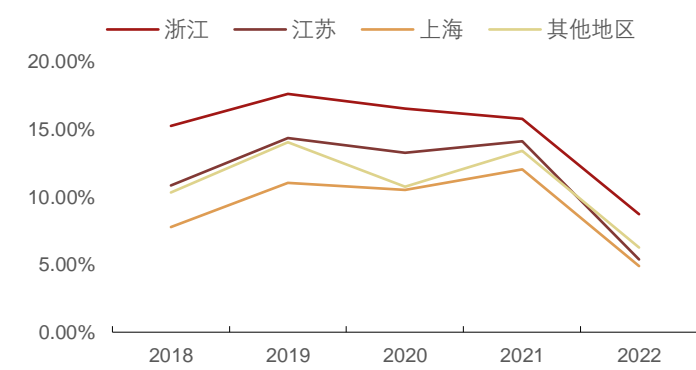


图 8: 公司 2018-2022 年营收按地区分拆 (亿元)



资料来源: 同花顺、招商证券

图 9: 公司 2018-2022 年各地区毛利率 (%)



资料来源: 同花顺、招商证券

## 二、行业：芳纶纸应用场景拓展，国产替代化进程开启

### 1、芳纶纤维：芳纶纤维结构差异导致性能不同

#### (1) 芳纶纤维为芳纶纸重要原材料

芳纶纤维是一种纤维的总称，它最早是二十世纪六七十年代由美国的杜邦（Dupont）公司研究开发的一种合成纤维。芳纶纤维的产能最早主要集中在美国、日本和欧洲的国家，如美国的杜邦公司、日本的帝人公司等。中国对于芳纶纤维的研发起步较晚，相较于美国、日本和欧洲国家仍任重道远。芳纶纤维具有超高强度、高模量和耐高温、耐酸耐碱、重量轻、良好的绝缘性和抗老化等优良性能，具有很长的生命周期。芳纶纤维主要可应用于航空航天领域、交通运输领域、特种服装等，用途广泛，潜在市场大，前景广阔。

#### (2) 芳纶纤维分类：对位芳酰胺纤维（PPTA）和间位芳酰胺纤维（PMIA）

芳纶纤维结构不同导致性能不同。芳纶纤维是一种新型的合成纤维。根据化学结构的不同，主要分为两种：对位芳酰胺纤维（PPTA）和间位芳酰胺纤维（PMIA）。两者的主要差异在于功能基在苯环上的位置。结构的差异导致了两者的性能不同。对位芳酰胺纤维具有强度高、模量高、密度低、韧性好、热稳定性、耐化学药品等性能。间位芳酰胺纤维具有耐高温、热稳定性、电绝缘性、阻燃性、可纺性、耐辐射性以及化学稳定性。

表 3：对位芳酰胺纤维和间位芳酰胺纤维对比

	对位芳酰胺纤维	间位芳酰胺纤维
制作工艺	由苯二甲酰氯和苯二胺通过缩聚而得，再采用干喷湿纺丝方法制备	由间苯二胺和间苯二甲酰氯缩聚后采用湿法纺丝而成
主要产品	美国杜邦公司的 Kevlar 纤维，日本帝人公司的 Technora 纤维，俄罗斯的 Terlon 纤维	美国杜邦公司的 Nomex 纤维、日本帝人公司的 Conex 纤维、俄罗斯的 Fenelon 纤维
主要用途	航空材料、建筑材料、体育器材、防弹设备	耐高温防护服、消防服以及军服，耐高温绝缘材料
结构式		

资料来源：《特种芳纶纤维在造纸中的应用》，杨兵 惠岚峰、招商证券

### 2、芳纶纸：性能优异，广泛应用于国防军工、航空航天、民用等领域

#### (1) 芳纶纸：具备高强度、耐高温、阻燃等性能

芳纶纸又名“聚芳酰胺纤维纸”，是以芳纶短纤维和芳纶沉析纤维为造纸原料，斜网抄造湿法成型，再经热压成型制得。芳纶纸具有良好的绝缘性和抗老化性能，是一种非常特殊的新型的高科技合成材料。芳纶纸的特点是具有高强度、低变形、耐高温、耐化学腐蚀、阻燃、优良的电绝缘性、化学性质极其稳定、使用寿命很长。它的强度大概是钢丝的 5-6 倍，韧性是钢丝的 2 倍，而质量只是钢丝的五分之一左右。最早出现的芳纶纸是上世纪六十年代由美国杜邦公司研发成功的 Nomex 纸，它用 Nomex 短纤维和芳纶浆粕作为原料，采用斜网抄造湿法成形制得。美国杜邦公司先后开发了不同的 Nome 纸，常用型号有：T410(热轧的绝缘用纸)、T411(T410 未经热轧的原纸)、T412(蜂窝用纸)、T414(与 T410 不同热轧工艺的绝缘用纸)。日本帝人公司推出了具有高度阻燃性的 ConexFR 以及耐气候性很好的 ConexL 等改良品种，间位芳纶 Teijinconex、对位芳纶 Technora 和 Twaron、耐火纤维 Pyronmex 等纤维材料。我国直到 1972 年才开始对芳纶进行研究，在 1981 年通过对芳纶 1313 的鉴定，在 1985 年通过对芳纶 1414 的鉴定。近些年来，我们国家也一直致力于对芳纶纤维材料、芳纶纸的研发。随着高铁、飞机、航空母舰的发展，芳纶纸的市场越来越广阔。

表 4: 不同型号的 Nomex 纸性能 (纸厚 0.025mm)

型号	抗张强度/(N/cm)		抗撕裂度/N		伸长率/%		介电强度/(kV/mm)
	纵向	横向	纵向	横向	纵向	横向	
T410	285	152	42	71	19	15	32
T411	35	20	8	13	5.2	3.4	9
T412	310	141	45	65	18	12	28
T414	229	119	38	73	16	13	29

资料来源:《特种芳纶纤维在造纸中的应用》, 杨兵 惠岚峰、招商证券

表 5: 国产芳纶纸与 Nomex 纸技术指标的对比

型号	抗张强度/(N/cm)		抗撕裂度/N		伸长率/%		介电强度/(kV/mm)
	纵向	横向	纵向	横向	纵向	横向	
YT516	35.9	18.9	0.65	1.02	6.6	8.3	13.9
YT564	33.6	16.9	0.58	0.87	6.0	7.3	13.6
X-316	30.9	17.8	-	-	6.3	5.3	10.2
Nomex T410	43.0	19.4	0.92	1.6	9.0	7.5	18
Nomex T464	41.8	16.6	0.68	0.93	10.1	5.3	19

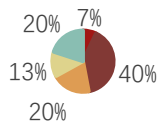
资料来源:《特种芳纶纤维在造纸中的应用》, 杨兵 惠岚峰、招商证券

## (2) 芳纶纸用途: 广泛应用于国防军工、航空航天、民用等领域

芳纶纸材料的优异性能, 使得它的用途非常广泛。目前世界很多国家都将其广泛用于国防军工、航空航天、民用等领域。对于芳纶纸的运用主要按照其特性展开。利用芳纶纸质量轻、强度高、耐高温的特点, 芳纶纸可以用作防弹衣、防热服、火箭、航空飞机等。利用芳纶纸隔热、防火、吸声好的特点, 其可用作大型飞机、磁悬浮、高铁、地铁等交通工具以及屋顶保温隔热、室内保温吸声防火等。利用芳纶纸宽频透波性好、质量轻、强度高的特点, 可采用以芳纶纸为芯材的蜂窝结构复合材料制作隐身材料, 可以有效躲避敌方雷达的探测, 提高飞行器的生存力和战斗力。此外, 轮胎业也开始大量使用芳纶帘线来减轻重量、减少滚动阻力。

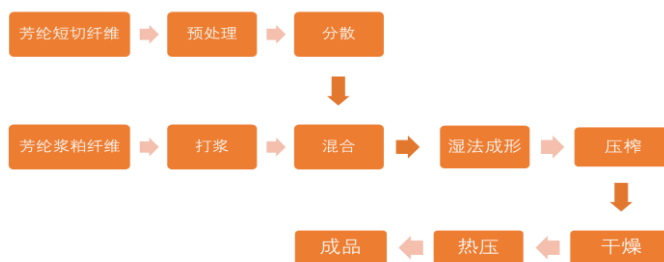
图 10: 芳纶纸各用途占比

■ 防弹衣、头盔  
■ 轮胎骨架材料、传送带材料等  
■ 其它  
■ 航空航天材料、体育用品材料  
■ 高强绳索



资料来源:《高科技材料——芳纶纸》, 沈美云、招商证券

图 11: 芳纶纤维纸的湿法抄造工艺流程



资料来源:《特种芳纶纤维在造纸中的应用》, 杨兵 惠岚峰、招商证券

## (3) 絮聚现象为制备芳纶纸中重要问题

芳纶纸基材料是以芳香酰胺纤维为原料, 利用湿法成形的技术进行纸页抄造, 再经热压成形制得的片状复合材料。目前, 芳纶纸基材料多由芳纶短切纤维和芳纶浆粕组成, 芳纶短切纤维作为骨架材料, 而芳纶浆粕则起到填充和黏结的作用, 将纤维与纤维之间连结在一起。制作芳纶纸的一大问题在于絮聚现象的产生, 其主要原因在于芳纶纤维

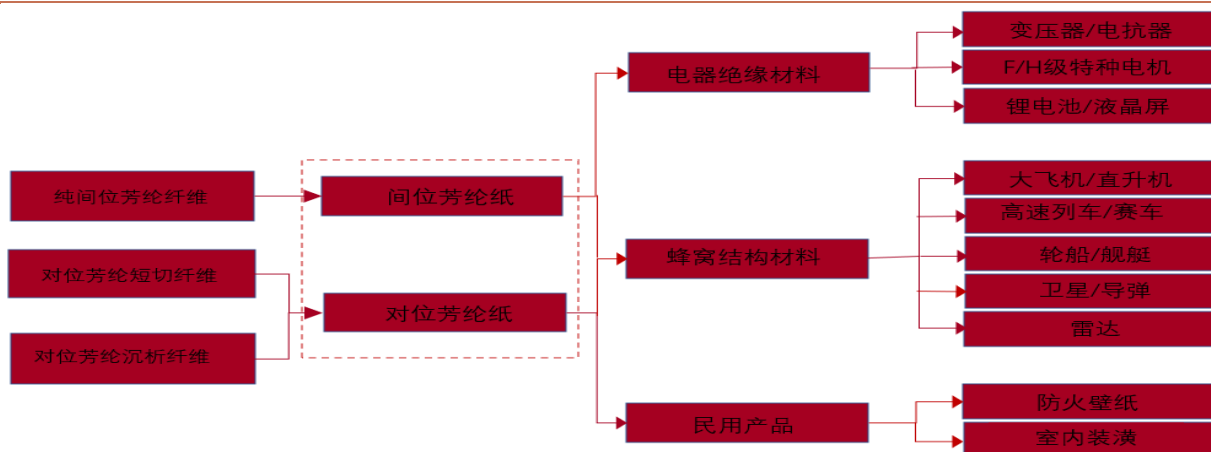
中含有的酰胺基团（-CONH<sub>2</sub>）的极性要比-OH 的极性小很多，疏水性强以及芳纶纤维的密度比水的密度大。絮聚现象的产生会影响芳纶纸的抄造及其物理性能。除此之外，芳纶纤维自身的形态参数以及与液体相关的纤维表面的 Z-电位也会影响芳纶成纸的性能。要减少纤维间的絮聚，可以进行适当的湍流以有效破坏纤维形成网状结构。此外。还可以通过在浆料体系中加入阴离子表面活性剂、增加纤维比表面积，使表面更加粗糙、进行超声波处理等方式减少絮聚现象的产生，从而提升芳纶纸的性能。

### 3、下游芳纶纸需求强劲，国产芳纶纸不断研发突破

#### (1) 芳纶纸产业链：对位芳纶纸性能更优，下游应用于电气绝缘+蜂窝材料领域

芳纶纸分为间位芳纶纸和对位芳纶纸，下游应用于电气绝缘+蜂窝材料领域。从产业链的角度出发，在产业链上游，芳纶纸根据其的基材不同，可以分为间位芳纶纸和对位芳纶纸。与间位芳纶纸相比，对位芳纶纸在比强度、比模量、耐湿热和抗撕裂强度等性能方面具有明显的优势；在产业链下游，芳纶纸主要应用于电气绝缘和蜂窝材料等两个领域。

图 12：芳纶纸产业链



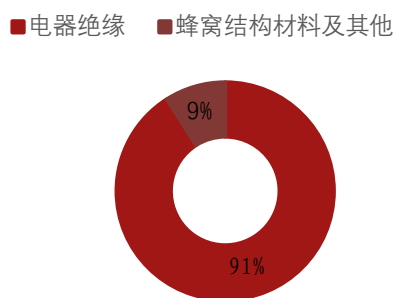
资料来源：华经产业研究院

#### (2) 我国芳纶纸下游需求以电气绝缘为主，与国外显著不同

我国芳纶纸下游需求以电气绝缘为主，与国外显著不同。从芳纶纸行业的下游需求结构来看，据统计，2018 年全球芳纶纸需求中，蜂窝芯材占比为 34%，而电气绝缘领域的需求占比为 64%。与全球的消费结构相比，2020 年我国芳纶纸需求中，电气绝缘占比高达 90.76%，而蜂窝结构材料及其他复合材料的消费仅占 9.24%。

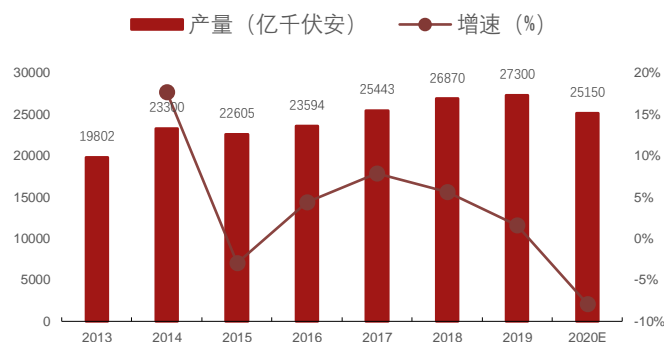
目前，我国芳纶纸在电气绝缘领域应用的具体产品主要包括干式变压器、机车牵引电机、矿山井下电机、微波炉变压器等。从干式变压器行业产量来看，近年来我国干式变压器产量基本保持稳定态势。据统计，2019 年我国的干式变压器产量约为 2.73 亿千伏安。然而，由于受到新冠疫情的影响，预计 2020 年中国的干式变压器产量将下降至 2.52 亿千伏安。

图 13: 2020 年中国芳纶纸行业下游需求领域占比情况



资料来源: 华经产业研究院, 招商证券

图 14: 2013-2020 年中国干式变压器行业产量及增速



资料来源: 华经产业研究院, 招商证券

### (3) 2022 年中国芳纶纸市场规模 2.26 亿美元, 预计 2022-2028 年 CAGR 17.18%

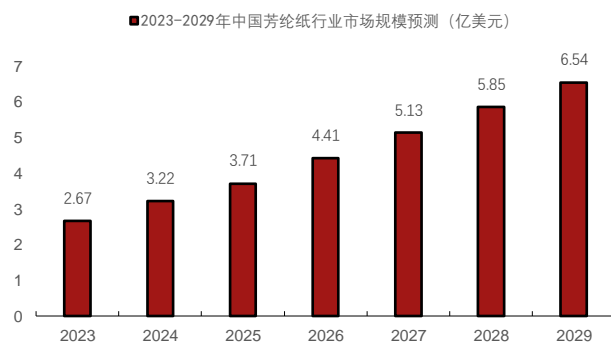
由于下游行业的强劲需求, 中国的芳纶纸消费量从 2017 年的 2,742 吨增加到 2021 年的 4,215 吨。2017 年至 2021 年平均增长率为 13.43%, 预计到 2028 年中国将消耗 12,357 吨芳纶纸, 2022 年至 2028 年的复合年增长率 (CAGR) 为 17.14%; 统计数据显示, 2017 年中国芳纶纸行业市场规模 1.24 亿美元, 2022 年中国芳纶纸行业市场规模 2.26 亿美元。预测 2028 年中国芳纶纸市场规模将达到 5.85 亿美元, 2022 年至 2028 年复合年增长率为 17.18%。

图 15: 2017-2022 年中国芳纶纸行业市场规模



资料来源: 华经产业研究院

图 16: 2023-2029 年中国芳纶纸行业市场规模预测



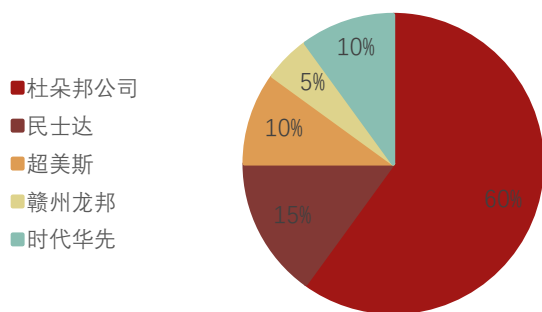
资料来源: 华经产业研究院

### (4) 芳纶纸竞争格局: 美国杜邦名义产能 1.2 万吨, 全球份额占比 60%

美国杜邦占据大半市场。从全球市场竞争格局来看, 芳纶纸行业以美国杜邦外资企业占据主要市场, 国内企业持续进行国产化布局。具体来看, 目前全球市场芳纶纸名义产能达到 20000 吨, 其中美国杜邦拥有名义产能 1.2 万吨, 占全球总产能的 60%。

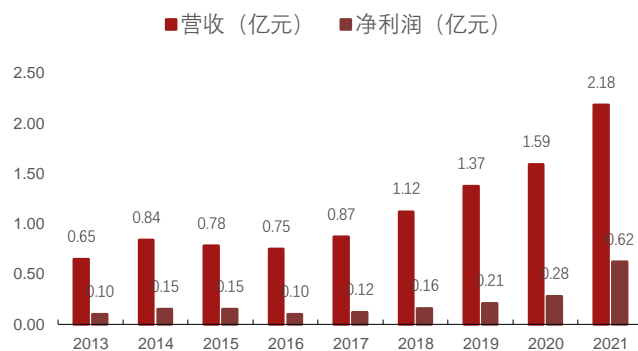


图 17: 全球芳纶纸行业市场竞争格局 (按产能)



资料来源: 华经产业研究院

图 18: 2013-2021 年民士达营业收入及净利润



资料来源: 华经产业研究院

### (5) 新能源有望成为需求增长点, 国产替代进程加快

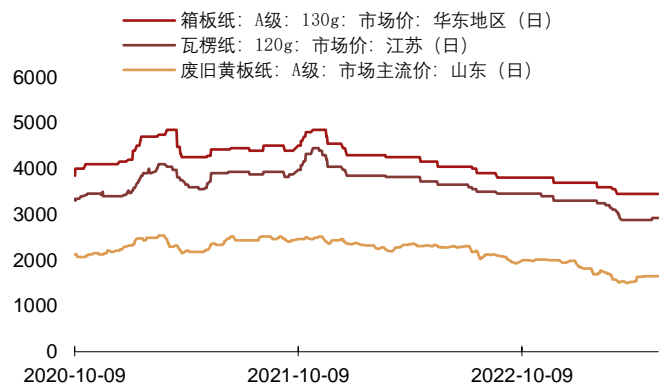
**新能源有望成为需求增长点, 国产替代进程加快。**目前我国芳纶纸在电气绝缘领域应用的具体产品主要为干式变压器、机车牵引电机、矿山井下电机、微波炉变压器等。由于新能源车动力电池向高能量密度、高续航、高安全性方向升级, 而芳纶纸又具备高强度、化学相容性好、绝缘及耐高低温等特性, 芳纶纸制备的多种复合材料, 如高性能绝缘材料、超级电容纸、反渗透膜衬、电容隔膜材料、电池隔膜纸等, 在电机绝缘、动力电池绝缘、充电桩及隔膜等领域的应用具备广阔前景, 所以未来新能源汽车有望成为芳纶纸需求的重要增长点。目前我国芳纶纸产能相对较高, 但在高端的蜂窝、绝缘应用领域, 我国仍然需要依赖海外企业供给, 形成了高端进口依赖, 低端产能过剩的局面。但随着民士达等民企不断进行产品创新, 我国企业的芳纶纸与海外竞争对手的差距在逐步缩小。

### 三：箱板瓦楞盈利能力处于历史底部，有望逐季改善

#### 1、盈利能力筑底，消费复苏供需有望改善

废纸价格是利润最大影响因素。22 年废纸价格降低，箱板纸、瓦楞纸价格随之下降，造纸企业卖出部分成本较高的原纸和纸箱，导致毛利率较大幅度下降。23 年随着废纸价格趋于稳定，高成本库存逐渐出清，箱板瓦楞纸毛利有所改善。

图 19：2020-2023 年箱板纸、瓦楞纸、废纸价格（元/吨）



资料来源：公司公告、招商证券

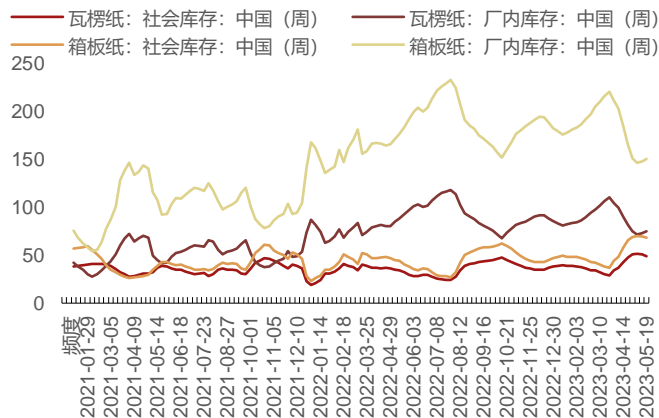
图 20：2015-2023 年箱板纸、瓦楞纸毛利率（%）



资料来源：公司公告、招商证券

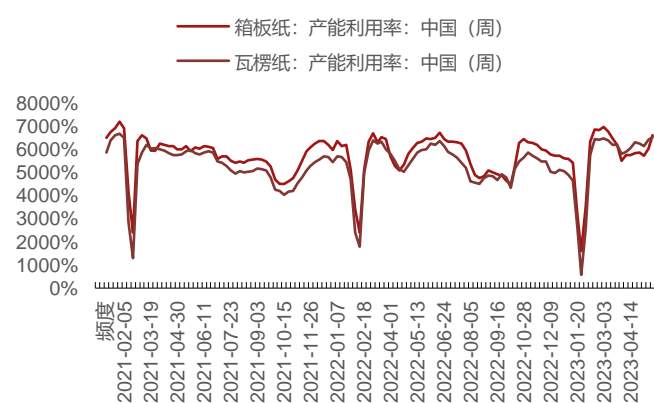
盈利能力筑底，消费复苏供需有望改善。目前行业供给恢复速度于需求，截至 2023 年 5 月 19 日，箱板纸产能利用率为 66.33%，瓦楞纸产能利用率为 65.24%，而内需增长速度不及预期，企业厂内库存有所增加。随着 23 年消费逐渐恢复，箱板瓦楞纸内需有望逐渐改善，实现行业供需平衡。

图 21：2021-2023 年箱板纸、瓦楞纸社会库存、企业库存（万吨）



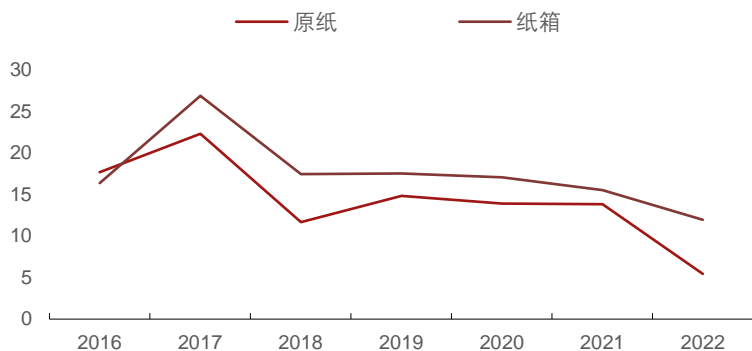
资料来源：公司公告、招商证券

图 22：2021-2023 年箱板纸、瓦楞纸产能利用率（%）



资料来源：公司公告、招商证券

图 23: 2016-2022 年公司原纸、纸箱毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 招商证券

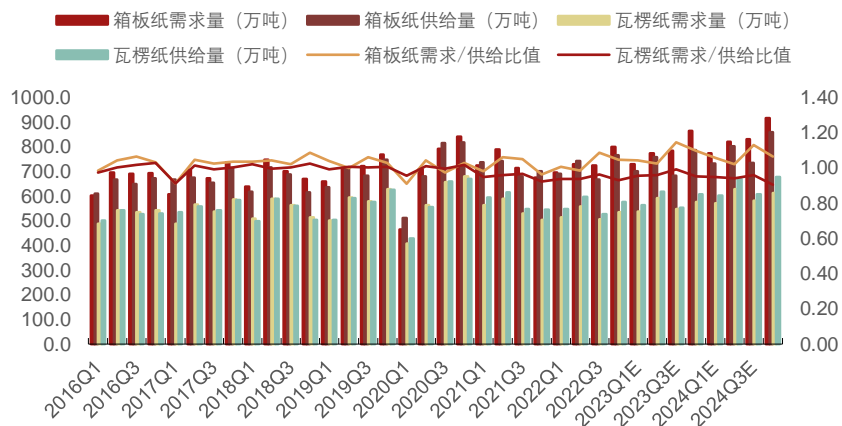
## 2、23-24 年箱板瓦楞纸维持弱平衡, 零关税政策影响有限

通过测算, 预计 23Q1、23Q2、23Q3、23Q4 箱板纸需求量/供给侧比值分别为 1.04、1.02、1.14 和 1.10; 瓦楞纸需求量/供给侧比值分别为 0.95、0.96、0.99 和 0.95。

**供给侧:** (1) 由于零关税政策影响, 我们预计 23Q1-Q4 箱板瓦楞纸进口增速同比均为 15%。(2) 箱板瓦楞纸产量增速根据新增产能-历史关停产能测算。

**需求侧: 下游终端景气度向中游传导。**随着疫情政策放开, 终端客流量有所回暖, 下游品牌消费景气度或在 3 月开始逐步向中游行业传导, 造纸行业在疫情 3 年供给侧有所下降且龙头份额显著提升, 通过产能利用率提升&提价函共同抬升全年盈利预期。我们认为 23Q2 弱复苏, 23Q3-Q4 复苏力度持续加强, 24 年或为消费复苏大年, 箱板瓦楞在所有纸种中经济相关性最大, 因此预计 23 年盈利能力逐季改善。

图 24: 2016-2024E 箱板瓦楞纸供需对比 (测算)



资料来源: 隆众资讯, 招商证券

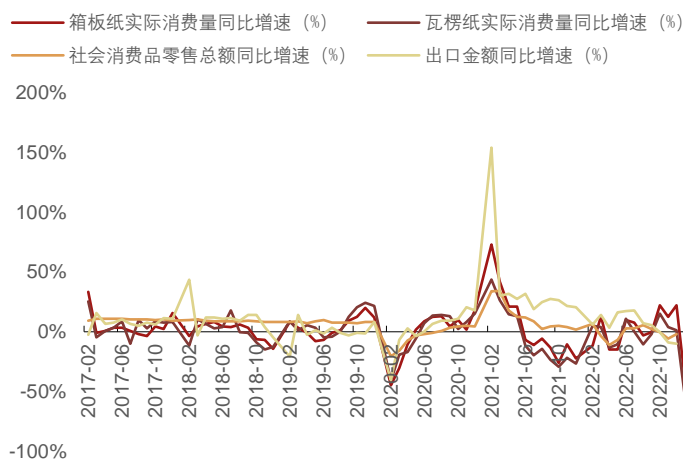
表 6: 2023-2024 年核心假设表 (测算)

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
箱板纸需求端增速 (%)	5.0%	6.0%	8.0%	8.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
瓦楞纸需求端增速 (%)	5.0%	6.0%	8.0%	8.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
箱板纸产量/产量增速 (%)	0.4%	0.8%	1.2%	1.6%	3.4%	5.1%	6.8%	8.5%
瓦楞纸产量/产量增速 (%)	0.8%	1.7%	2.5%	3.3%	5.1%	6.9%	8.7%	10.4%
箱板纸进口增速 (%)	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%

瓦楞纸进口增速 (%)	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
箱板纸供给增速 (%)	1.6%	2.0%	2.4%	2.8%	4.4%	6.0%	7.6%	9.2%
瓦楞纸供给增速 (%)	2.9%	3.5%	4.6%	5.5%	6.8%	8.2%	9.9%	11.4%

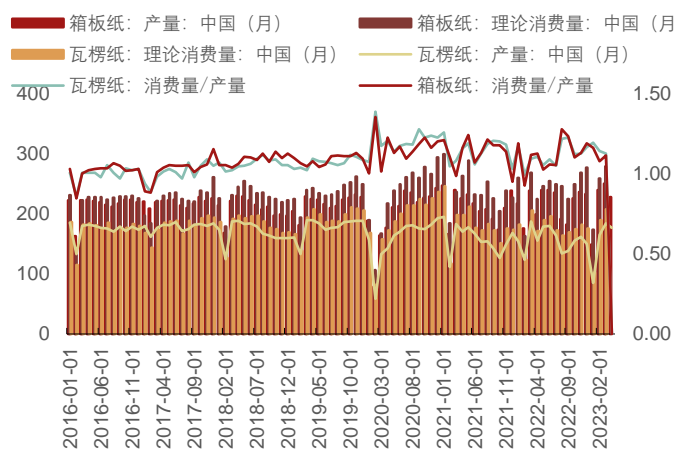
资料来源：公司公告、招商证券；注：22年瓦楞纸产能3222万吨，箱板纸产能4328万吨，箱板纸新增产能为不完全统计

图 25：2017-2023 年箱板瓦楞纸需求&宏观经济增速对比



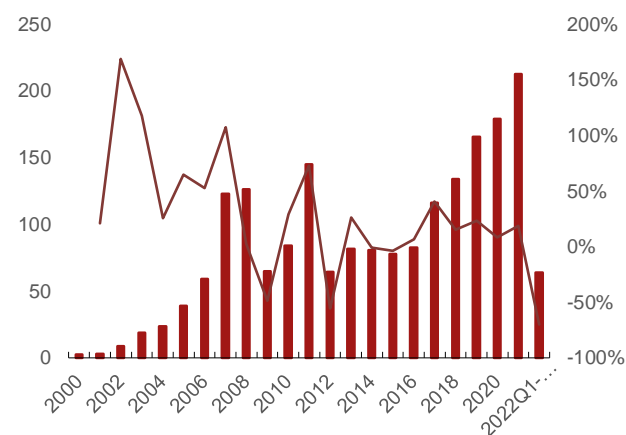
资料来源：公司公告、招商证券

图 26：2016-2023 年箱板纸、瓦楞纸产量、实际消费量 (万吨)



资料来源：公司公告、招商证券

图 27：2000-2022 年箱板瓦楞 CAPEX 支出及 yoy (亿元)



资料来源：公司公告、招商证券

图 28：2023-2024 年箱板纸、瓦楞纸行业新增产能

2023 年瓦楞纸		2023 年箱板纸	
公司	年产能	公司	年产能
山鹰纸业 (吉林)	30	山鹰纸业浙江	35
四川华侨凤凰纸业	40	东晟纸业	20
湖北金凤凰纸业	15	江苏金盈	80
山西强伟纸业	20	玖龙纸业辽宁沈阳	65
合计	105	玖龙纸业广西北海	80
2024 年箱板纸		华侨凤凰	55
公司	年产能	龙源纸业	40
玖龙纸业广西北海	75	盛世荣创	30
玖龙纸业湖北	60	浙江金励	20
鹏昇纸业	35	山鹰纸业吉林	40
宜良红星	20	合计	465
合计	190		

资料来源：公司公告、招商证券

### 3、荣晟环保：差异化产品开发、产业链协同构建核心优势

**热电联产，构建产业链协同优势。**公司以再生利用的废纸作为原材料，利用先进的技术生产环保绿色纸品，然后再变废为宝，成为废纸资源进行多次循环利用。同时，公司通过热电联产方式，利用蒸汽发电后的余热，用于造纸烘干，降低生产成本的同时减少了公司对外部电力和蒸汽的依赖，还能对外销售部分蒸汽取得一定收入。

**差异化市场开发，产品覆盖面广。**公司产品覆盖 A 级牛皮箱板纸 (80-150 克)、AA 级高强瓦楞原纸 (65-160 克)、高密度纸板 (360 克和 420 克)，其中 AA 级低克重高强瓦楞纸打破行业空白，有效提升公司的影响力。

**坐拥区位优势，走出“平湖基地成型-全椒基地放大-多点复制推广”的发展路径。**公司平湖基地，地处上海、杭州、宁波、苏州等核心城市的 1 小时交通圈内，全椒基地位于南京合肥两大省会城市的交汇处，区位优势能够降低原材

料及产品销售成本。

图 29: 公司平湖-全椒基地



资料来源: 公司官网, 招商证券



## 四、盈利预测

### 核心假设:

2022 年公司瓦楞原纸产能 41 万吨、牛皮箱板纸产能 15 万吨、高密度纸板产能 4 万吨、瓦楞纸板产能 2.4 亿平；此外，公司 2019 年 7 月通过转债募集 2.2 亿元建设 3 亿平智能包装项目，目前已经达产；21 年 10 月建设 5 亿平方绿色智能包装产业园项目；22 年 1 月与全椒县政府签订战略合作协议，投资 105 亿元建设 130 万吨环保纸、生物质热电、分布式光伏电站。公司使用自有资金 2.5 亿元投入年产 2000 吨芳纶新材料项目，由浙江荣晟新材料有限公司实施，在浙江平湖经济开发区建设年产 2000 吨芳纶符合材料的生厂车间及供电、排水、环保等配套设施，预计 2 年完成。因此我们预计 2023-2025 年原纸营业收入同比增速分别为 1%、15%和 34%；毛利率分别为 14%、14%和 14%；预计 2023-2025 年纸箱营业收入同比增速分别为 95%、50%和 40%；毛利率分别为 15%、16%和 16%；预计 2023-2025 年芳纶纸营业收入分别为 0.5、4.5 和 8 亿元；毛利率分别为 20%、32%和 33%；

表 7: 公司盈利预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2414.6	2562.87	2908.19	3915.23	5453.17
yoy	42.42%	6.14%	13.47%	34.63%	39.28%
毛利率	15.44%	8.04%	15.37%	17.29%	17.79%
营业成本	2041.79	2356.82	2461.30	3238.14	4483.04
一、原纸					
营业收入	2003.88	2156.11	2177.67	2504.32	3355.79
yoy	49.11%	7.60%	1.00%	15.00%	34.00%
毛利率	13.84%	5.45%	14.00%	14.00%	14.00%
营业成本	1726.54	2038.60	1872.80	2153.72	2885.98
二、纸箱					
营业收入	301.43	287.58	560.78	841.17	1177.64
yoy	7.41%	-4.59%	95.00%	50.00%	40.00%
毛利率	15.52%	11.96%	15.00%	16.00%	16.00%
营业成本	254.65	253.19	476.66	706.58	989.22
三、芳纶纸					
营业收入			50	450	800
yoy				800.00%	77.78%
毛利率			20.00%	32.00%	33.00%
营业成本			40.00	306.00	536.00
四、蒸汽					
营业收入	95.64	108.85	119.74	119.74	119.74
yoy	54.38%	13.81%	10.00%	0.00%	0.00%
毛利率	36.92%	40.24%	40.00%	40.00%	40.00%
营业成本	60.33	65.05	71.84	71.84	71.84

资料来源: Wind, 招商证券

公司主业箱板瓦楞，领先布局芳纶纸，应用场景有望拓展，打开公司成长空间。我们预计 2023-2025 年公司收入 29.08、39.15 和 54.53 亿元，分别同比+13%、+35%和+39%；预计 2023-2025 年归母净利润 3.63、5.10 和 6.7 亿元，分别同比+116%、+40%和+31%。公司 23Q1 毛利率 13.2%，净利率 15.07%，由于具备成本优势、精细化管理，同期的盈利能力远高于行业。给予 2023 年 PE 14.8x，相应市值 53.7 亿元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

表 8: 可比公司估值

	PE		
	2023	2024	2025
泰和新材	24.93	17.17	14.55

	PE		
同益中	17.24	13.07	10.71
山鹰国际	10.45	7.07	5.63
太阳纸业	9.32	8	7.03
平均值	15.49	11.33	9.48

资料来源：Wind，招商证券

## 五、风险提示

- 1、原材料价格波动的风险：**在公司产品的生产成本中，主要原材料废纸、原煤等，废纸占主营业务成本的比重 70% 左右，原煤占比则在 10% 左右，废纸和原煤的价格波动将对公司的主营业务成本及经营业绩产生较大影响。
- 2、市场竞争风险：**随着国民经济快速增长、经济全球化，我国造纸行业竞争日趋激烈。国内企业在经过多年发展后具备了一定的规模实力和资金实力，进一步扩大企业规模、提高技术水平、提升产品档次；国外知名造纸企业也通过独资、合资的方式将生产基地直接设立在中国，凭借其规模、技术等方面的优势直接参与国内市场竞争。加上包装用纸具有单品价值低、质量轻、体积大的特点，受运输成本限制，存在一定的销售半径，区域性特征明显。公司所处长三角区域是包装用纸的主要消费区域，集中了不少同行业造纸企业或其生产基地，区域市场竞争激烈。
- 3、芳纶纸拓展不及预期：**预计芳纶纸于 2024 年贡献业绩，如果未正常开工，将会对公司未来业绩预期造成影响。
- 4、瓦楞纸产能仍在扩张的风险：**瓦楞纸行业仍进行扩产，若产能扩张速度超过需求增长，有造成行业供需失衡的风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1528	1512	1460	1956	2625
现金	295	819	709	948	1222
交易性投资	647	0	0	0	0
应收票据	0	288	327	440	613
应收款项	266	259	273	367	511
其它应收款	1	0	0	0	0
存货	104	81	77	101	140
其他	215	66	74	99	138
<b>非流动资产</b>	1054	1146	1146	1146	1146
长期股权投资	108	113	113	113	113
固定资产	725	737	748	758	767
无形资产商誉	75	110	99	89	80
其他	146	186	186	186	186
<b>资产总计</b>	<b>2582</b>	<b>2659</b>	<b>2606</b>	<b>3101</b>	<b>3770</b>
<b>流动负债</b>	539	640	352	447	599
短期借款	284	300	0	0	0
应付账款	178	224	233	307	425
预收账款	6	6	7	9	12
其他	71	109	112	131	161
<b>长期负债</b>	172	29	29	29	29
长期借款	0	0	0	0	0
其他	172	29	29	29	29
<b>负债合计</b>	<b>712</b>	<b>668</b>	<b>381</b>	<b>475</b>	<b>628</b>
股本	263	278	278	278	278
资本公积金	434	463	463	463	463
留存收益	1174	1249	1484	1885	2402
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者	1870	1990	2225	2626	3143
<b>负债及权益合计</b>	<b>2582</b>	<b>2659</b>	<b>2606</b>	<b>3101</b>	<b>3770</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	102	257	236	255	332
净利润	284	168	363	510	670
折旧摊销	74	86	95	95	95
财务费用	18	12	3	(7)	(9)
投资收益	(19)	(10)	(181)	(181)	(181)
营运资金变动	(240)	(13)	(45)	(172)	(258)
其它	(16)	14	1	10	15
<b>投资活动现金流</b>	(486)	526	86	86	86
资本支出	(94)	(138)	(95)	(95)	(95)
其他投资	(392)	665	181	181	181
<b>筹资活动现金流</b>	98	(264)	(431)	(102)	(144)
借款变动	269	(77)	(300)	0	0
普通股增加	10	15	0	0	0
资本公积增加	88	29	0	0	0
股利分配	(177)	(92)	(128)	(109)	(153)
其他	(92)	(139)	(3)	7	9
<b>现金净增加额</b>	<b>(287)</b>	<b>519</b>	<b>(110)</b>	<b>239</b>	<b>274</b>

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	2415	2563	2908	3915	5453
营业成本	2042	2357	2461	3238	4483
营业税金及附加	15	28	32	43	60
营业费用	5	5	5	7	10
管理费用	33	36	41	55	77
研发费用	109	129	146	197	274
财务费用	9	(0)	3	(7)	(9)
资产减值损失	(5)	(3)	0	0	0
公允价值变动收	20	18	18	18	18
其他收益	41	153	153	153	153
投资收益	19	10	10	10	10
<b>营业利润</b>	277	186	401	563	739
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	277	184	399	561	737
所得税	(8)	16	36	51	67
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利</b>	<b>284</b>	<b>168</b>	<b>363</b>	<b>510</b>	<b>670</b>

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	42%	6%	13%	35%	39%
营业利润	11%	-33%	115%	40%	31%
归母净利润	23%	-41%	116%	40%	31%
<b>获利能力</b>					
毛利率	15.4%	8.0%	15.4%	17.3%	17.8%
净利率	11.8%	6.6%	12.5%	13.0%	12.3%
ROE	16.1%	8.7%	17.2%	21.0%	23.2%
ROIC	15.4%	7.6%	16.2%	20.8%	23.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	27.6%	25.1%	14.6%	15.3%	16.6%
净负债比率	11.0%	11.3%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.8	2.4	4.1	4.4	4.4
速动比率	2.6	2.2	3.9	4.2	4.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.4	1.6
存货周转率	24.8	25.5	31.1	36.3	37.1
应收账款周转率	11.0	6.3	5.1	5.6	5.6
应付账款周转率	12.1	11.7	10.8	12.0	12.2
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.02	0.60	1.30	1.83	2.41
每股经营净现	0.36	0.92	0.85	0.91	1.19
每股净资产	6.72	7.15	7.99	9.43	11.29
每股股利	0.33	0.46	0.39	0.55	0.72
<b>估值比率</b>					
PE	14.3	24.2	11.2	8.0	6.1
PB	2.2	2.0	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	9.7	12.9	7.0	5.3	4.2

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**赵中平：**香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016 年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021 年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020 年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021 年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

**刘丽：**对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015 年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7 太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017 年 8 月加入招商证券，2021 年起任美妆时尚联席首席。

**毕先磊：**山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021 年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

**王鹏：**华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021 年就职于万联证券，2021 年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

**王月：**香港理工大学运筹学及风险分析硕士，华北电力大学电气工程及其自动化学士，曾就职于基金公司，2021-2023 年就职于天风证券研究所轻工组，2023 年加入招商证券，研究方向为轻工新消费。

**王梓旭：**中央财经大学硕士，2022 年加入招商证券，任研究助理，研究方向为纺织服装。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。