

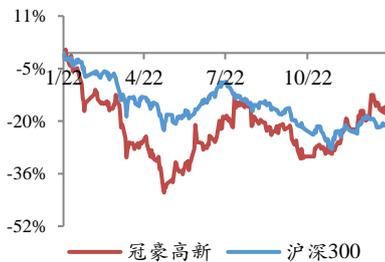
# 老牌特种纸领军，纵横延伸进入成长新纪元

**投资评级：买入（首次）**

报告日期：2023-01-17

收盘价(元)	4.07
近12个月最高/最低(元)	4.89/2.76
总股本(百万股)	1,844
流通股本(百万股)	1,439
流通股比例(%)	78.04
总市值(亿元)	78
流通市值(亿元)	61

## 公司价格与沪深300走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

## 相关报告

## 主要观点：

- **冠豪高新：国企背景老牌特种纸领军企业聚势立新。**成立于1993年，背靠央企中国诚通，21Q3吸收合并粤华包引入高级涂布白卡纸业务（60wt），产能实现跨越式提升及优质产业协同。公司以高端涂布白卡与特种纸为主，造纸化工与彩色印刷为辅，持续多年高于行业的研发投入，以涂布技术为核心竞争力，全力打造涂布新材料科技创新平台。
- **行业：短期有利润弹性，中长期格局及成长性优异。**短期：浆价步入下行周期，特纸企业盈利弹性释放。合并粤华包60万吨高端白卡纸后，更大盈利弹性将显现。浆价自22年12月确认拐点，进入下行通道，Suzano率先降价40美金至820美金通道，木浆进入新增产能密集投产阶段。Arauco的156wt已投产，UPM的210wt预计23Q1投产，浆价有望进一步回落。中长期：食品卡、热敏纸及热转印纸具备较大发展潜力，除受疫后服装（热转印纸）、快递物流（热敏纸）等行业回暖推动，还受益以纸代塑（食品卡）、消费升级等趋势。
- **公司：高端产品、头部客户，产业链布局纵横拓张。**公司产品矩阵高端，高度重视研发转化，占比最大的高档涂布白卡，立足烟草及食品等高端包装市场，其烟卡代表着中国涂布白卡顶端水平，并拥有烟草、国际无菌包装龙头、国际连锁餐饮巨头等顶级客户资源。当前公司进入产业链纵横延伸：1) **强链：依托优质客户资源，扩产能打破瓶颈**，24年公司30wt白卡纸+6wt特种纸投产，届时产能将达116wt。2) **补链：上下游全产业链布局，夯实基础抢占先机。**上游延伸化工与制浆，规划61.2wt化机浆最早24年达产。下游延伸至彩色印刷板块。
- **投资建议。**公司拥有高端产品矩阵、头部客户群资源，渠道壁垒高、需求旺盛，短期合并粤华包后，木浆下行其盈利弹性加大。中长期，2024年白卡、特种纸以及化机浆产能投产，增强科创研发企业能力，由“涂布”向“涂膜”打造新材料平台。预计22-24E净利润3.85/5.39/6.44亿元，同比+177.6%/40.1%/19.4%。对应PE分别19.5X/13.9X/11.7X。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**产能投放不及预期，原材料价格大幅波动，市场竞争加剧等。

## 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7398	8522	8864	10649
收入同比(%)	13.9%	15.2%	4.0%	20.1%
归属母公司净利润	139	385	539	644
净利润同比(%)	-56.4%	177.6%	40.1%	19.4%
毛利率(%)	18.7%	16.3%	20.0%	19.6%
ROE(%)	2.8%	7.3%	9.3%	10.0%
每股收益(元)	0.08	0.21	0.29	0.35
P/E	61.25	19.49	13.92	11.66
P/B	1.80	1.42	1.29	1.16
EV/EBITDA	10.27	1.80	1.22	1.44

资料来源：wind，华安证券研究所

# 正文目录

1 老牌特纸领军，进入成长新周期.....	5
1.1 合并粤华包，吸纳优质产能及头部客户资源.....	6
1.2 央企控股实力雄厚，股权激励凝聚意志.....	9
2 行业：短期成本拐点明确，长期成长及格局优异.....	10
2.1 热敏纸&不干胶标签：受益经济增长与消费复苏.....	11
2.2 食品包装纸：以纸代塑持续打开行业天花板.....	13
2.3 热转印纸：环保印染渗透率提升带来需求增长.....	15
3 公司：坐拥高端产品、客户矩阵，进入横纵扩张阶段.....	16
3.1 强链：以研发为矛，聚焦差异化、高端化.....	16
3.2 补链：上下游全产业链布局，夯实基础抢占先机.....	19
3.3 浆价下行，盈利弹性兑现.....	20
4 盈利预测与估值.....	22
风险提示：.....	23
财务报表与盈利预测.....	24

## 图表目录

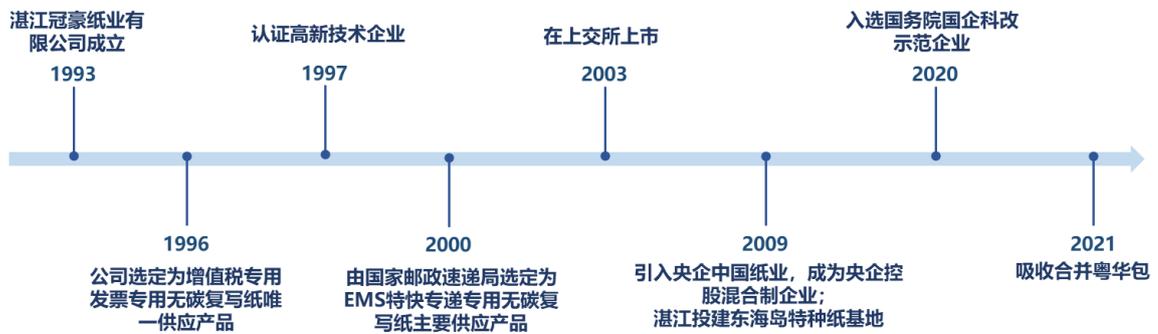
图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司产品矩阵	5
图表 3 2013 年至今公司营收及增速	6
图表 4 2013 年至今公司净利润及增速	6
图表 5 冠豪高新 2021 年营收构成	6
图表 6 粤华包 2020 年营收构成	6
图表 7 公司营收按地区 (百万元, %)	7
图表 8 冠豪高新杜邦分析	7
图表 9 可比公司杜邦分析	7
图表 10 公司历年毛利率、净利率	8
图表 11 冠豪与粤华包 2019 年主营成本构成	8
图表 12 公司毛利率 (%) 与季度浆价 (元/吨)	8
图表 13 公司期间费用率	8
图表 14 可比公司期间费用率	8
图表 15 公司股权结构	9
图表 16 公司核心管理团队介绍	9
图表 17 公司股权激励解锁条件	10
图表 18 2010-2020 年我国特种纸产量及增速	10
图表 19 特种纸与机制纸及纸板产量增速对比	10
图表 20 2019 年我国特种纸各细分品类产量占比	11
图表 21 热敏纸结构及发色原理	11
图表 22 收银热敏纸图例	11
图表 23 我国热敏纸历年产量 (万吨)	12
图表 24 2018 年全球各地区标签销售量占比	12
图表 25 国内标签印刷市场产值与增速	12
图表 26 2015-2020 年国内快递业务量及增速	13
图表 27 2011-2019 年我国食品包装特种纸产量	13
图表 28 食品卡行业竞争格局	14
图表 29 当前各企业食品卡产能	14
图表 30 网上外卖用户 21 年突破 5.4 亿人次	14
图表 31 新式茶饮市场规模 2023E 有望突破 1771 亿元	14
图表 32 国内无菌包装企业市场份额	14
图表 33 2021 年我国液态奶产量实现 2843 万吨	14
图表 34 热转印纸的生产及应用	15
图表 35 2011-2021 年我国热转印纸产量及增速	15
图表 36 2020 年我国热转印纸竞争格局	15
图表 37 我国服装历年产量及增速	16
图表 38 各公司研发费用 (万元)	16
图表 39 各公司研发费用率	16

图表 40 公司部分产线介绍.....	17
图表 41 公司历年产能、产量、产能利用率.....	18
图表 42 公司各产线产能（万吨）.....	18
图表 43 公司研发的用于登机牌的热敏纸.....	18
图表 44 公司研发的高档无碳纸.....	18
图表 45 “红塔牌”涂布白芯白卡纸.....	19
图表 46 红塔液体食品包装白卡纸.....	19
图表 47 公司规划产能情况.....	20
图表 48 公司未来产能及木浆自给率计算.....	20
图表 49 浆价当前已达近五年峰值.....	21
图表 50 22-25 年全球针、阔叶浆拟新增产能及时点.....	21
图表 51 公司 22 年前三季度吨毛利、吨净利测算.....	21
图表 52 浆价下跌对应盈利能力弹性测算.....	22
图表 53 公司分产品营收预测.....	22
图表 54 公司 2019 年至今 PE-TTM.....	23
图表 55 公司 2017 年至今市值（亿元）.....	23
图表 56 可比公司一致预期对应 PE.....	23

## 1 老牌特纸领军，进入成长新周期

冠豪高新是国内老牌特种纸领军企业，吸收合并粤华包形成优质产业协同，当前步入横纵扩张新阶段。公司成立于1993年，主营业务包括特种纸、高档涂布白卡纸、造纸用化工品、彩色印刷品的研发、生产及销售。公司以无碳纸起家，制造了中国第一张无碳复写纸，并于1996年被选定为增值税专用发票无碳复写纸唯一供应产品。2003年公司于上交所上市，2009年引入央企中国纸业，成为央企控股的混合制企业，同年投建东海岛特纸基地。2020年入选国务院国企改革示范单位，2021年吸收合并粤华包，引入高级涂布白卡纸业务，实现优势互补。2022年是公司正式吸收合并粤华包、实现跨越式发展的“元年”，公司将进一步启动产业链横纵扩张，伴随以纸代塑等产业趋势持续演绎，公司已启动湛江东海岛30万吨白卡纸、6万吨特种纸、4万吨涂布卡纸项目，以及61.2万吨化机浆项目。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

矩阵清晰，品类定位中高端。公司以无碳纸起家，数十载深耕特种纸领域，当前拥有热转印、热敏、不干胶及无碳纸四类特种纸。吸收合并粤华包后引入高级涂布白卡纸业务，其中约50%为食品卡，用于液包、口杯纸等领域；烟卡约占1/3，剩下为特种社会卡，广泛用于药品、高档日化包装。

图表 2 公司产品矩阵



资料来源：公司官网，华安证券研究所

## 1.1 合并粤华包，吸纳优质产能及头部客户资源

吸收合并粤华包，规模效应显现：2021 年营收 73.98 亿元，同比+13.9%。22Q1-3 实现营收 58.89 亿元，同比+8.1%。业绩端，追溯调整后的 2020 年净利润为 3.18 亿元，同比+86.7%。2021 年净利润 1.39 亿元，同比-56.4%，主因对旗下珠海冠豪进行破产清算，以及针对部分固定资产计提减值，两部分计提合计影响盈利约 1.62 亿元。22Q1-3，公司净利润实现 2.52 亿元，同比+30.6%，合并粤华包后优势互补，盈利能力有望持续改善。

图表 3 2013 年至今公司营收及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

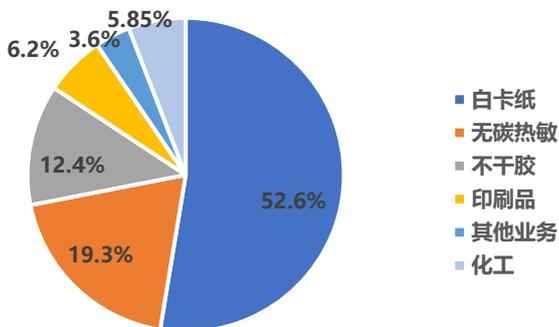
图表 4 2013 年至今公司净利润及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

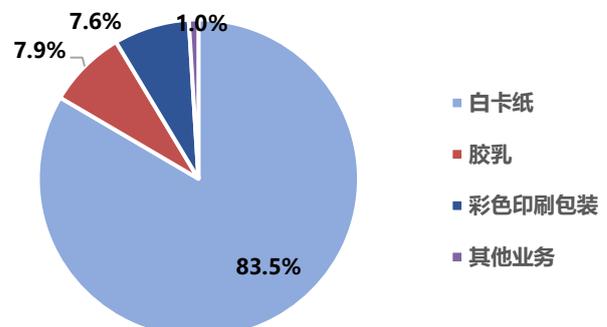
合并后，高档涂布白卡纸为核心产品，2021 年占比达 52.6%。根据公告，粤华包主营业务为白卡纸，2020 年占比 83.5%。吸收合并后，高档涂布白卡纸成为冠豪高新主要营收来源，21 年占比达 52.6%。无碳热敏、不干胶占比分别为 19.3%/12.4%。合并后公司还吸收了粤华包的化工业务，21 年占比 5.85%。

图表 5 冠豪高新 2021 年营收构成



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 6 粤华包 2020 年营收构成

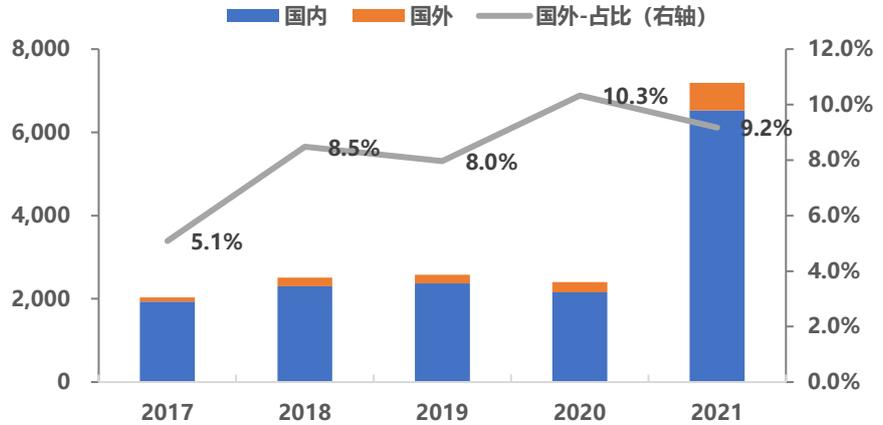


资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司外销占比持续提升。按地区来看，公司主要销售市场为国内，销售占比接近 9 成。但近年来公司外销占比持续提升，由 2017 年的 5.1% 提升至 2021 年的 9.2%。公司主要出口地区包括东南亚、欧洲等地，外销占比提升与侧面印证公司产品在国

际上认可度提升。

图表 7 公司营收按地区 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

**杜邦分析: 利润率驱动, ROE 拐点将至。**2022 年是公司吸收合并粤华包的“元年”, 我们认为本次合并形成产业优质协同, 净利率有望持续改善。公司以往 ROE 与可比公司相比较低, 主因盈利能力存在差异, 期间费用高于同行。收购粤华包前, 公司主要产品为无碳复写纸及热敏、热升华纸。其中无碳复写纸受无纸化办公影响, 需求及盈利能力收缩, 从而影响公司整体盈利水平。

图表 8 冠豪高新杜邦分析

冠豪高新	ROE	净利率	总资产周转率	权益乘数
2017	2.08%	2.19%	0.51	1.58
2018	4.23%	4.20%	0.65	1.51
2019	6.44%	6.43%	0.66	1.49
2020	6.53%	7.23%	0.63	1.42
2021	3.55%	5.36%	1.13	1.68
22Q1-3	4.96%	5.71%	0.62	1.87

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 9 可比公司杜邦分析

2021	ROE	净利率	总资产周转率	权益乘数
冠豪高新	3.55%	5.36%	1.13	1.68
仙鹤股份	17.27%	16.93%	0.63	1.61
五洲特纸	20.52%	10.57%	0.93	2.09
华旺科技	18.82%	15.17%	0.79	1.56

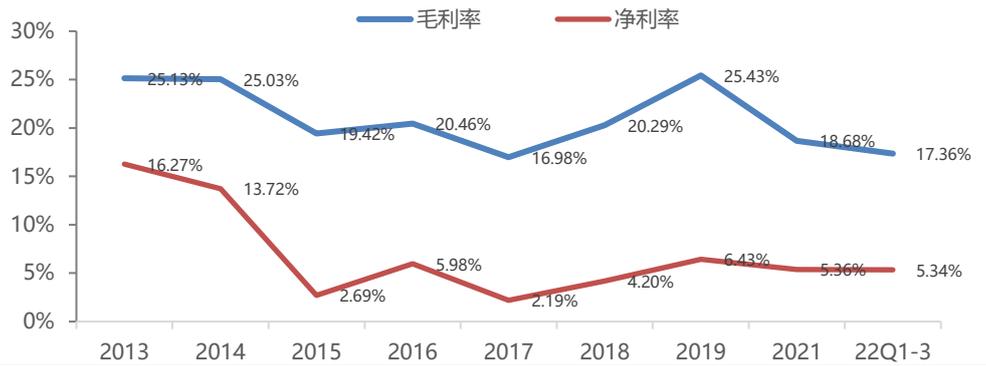
  

22Q1-3	ROE	净利率	总资产周转率	权益乘数
冠豪高新	4.96%	5.71%	0.62	1.87
仙鹤股份	8.62%	10.36%	0.45	1.85
五洲特纸	10.33%	4.92%	0.84	2.51
华旺科技	10.92%	13.23%	0.52	1.58

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

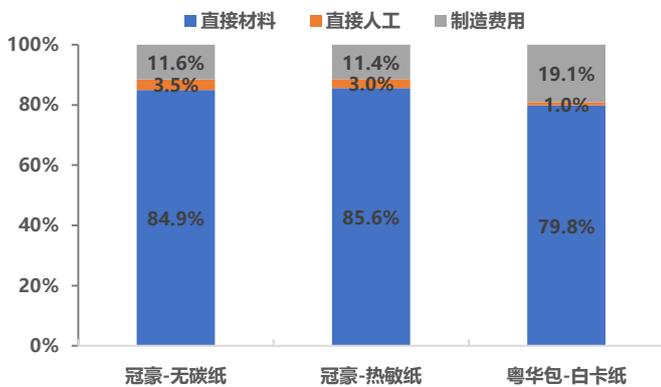
**盈利能力自 18 年起有所改善, 22 年成本高位毛利率承压。**木浆为最主要原材料: 冠豪及粤华包, 直接材料成本占比最高, 根据公告, 2019 年冠豪无碳纸/热敏纸/粤华包白卡纸直接材料占比分别为 84.9%/85.6%/79.8%。白卡纸直接材料主要为木浆, 占比约 75%, 而热敏纸、无碳纸直接材料中木浆占比较低, 约为 50-60%, 其余材料为涂布所需化工原料。18-19 年, 浆价下行, 公司盈利能力修复。22 年木浆成本压力显著, 公司毛利率下滑至 17.36%。吸收合并粤华包后, 公司主要产品变为高端涂布白卡, 区位上看, 粤华包工厂位于珠江, 而冠豪在湛江、佛山等地均有工厂布局, 工厂临近增强区域协同性。同时在浆价下行期, 公司盈利弹性进一步放大。

图表 10 公司历年毛利率、净利率



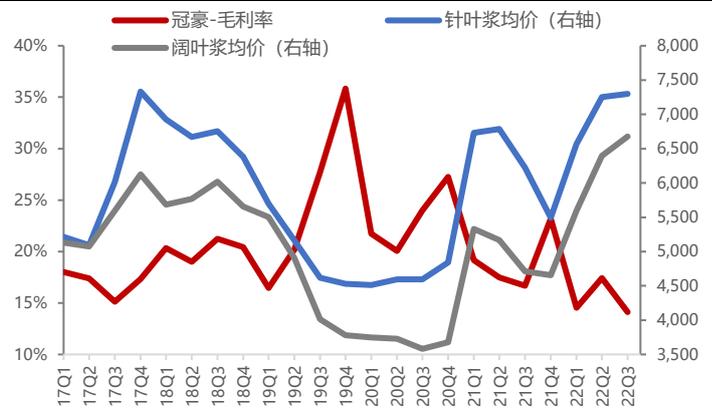
资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 11 冠豪与粤华包 2019 年主营成本构成



资料来源：公司公告，华安证券研究所

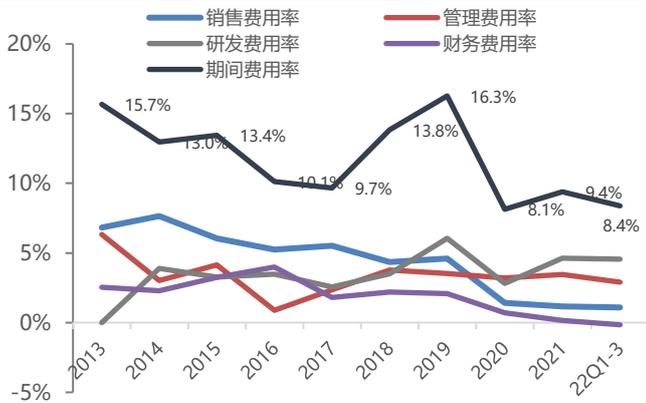
图表 12 公司毛利率 (%) 与季度浆价 (元/吨)



资料来源：公司公告、卓创资讯，华安证券研究所

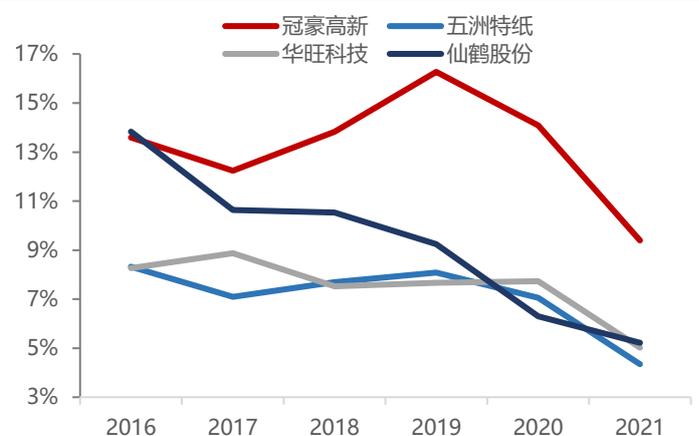
费用方面，公司费用率自 19 年起显著回落。公司费用构成中研发费用占比最高，2021 年研发费用率高达 4.6%。直销模式为主导下公司销售费用较低。管理费用和财务费用基本保持稳定。公司 19 年起费用控制较好，期间费用率自 19 年的 16.3% 降至 22Q1-3 的 8.4%。

图表 13 公司期间费用率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 14 可比公司期间费用率

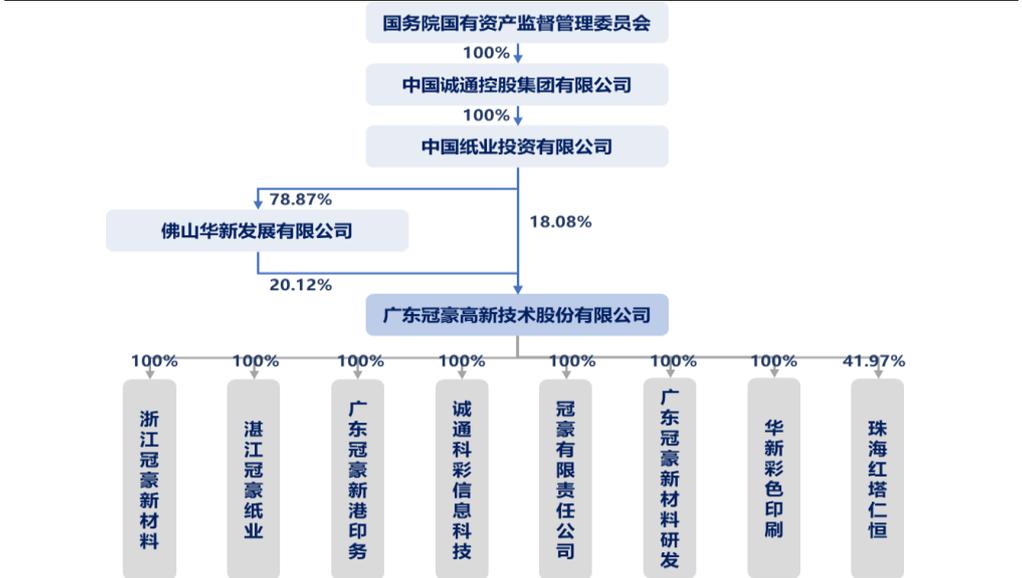


资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 1.2 央企控股实力雄厚，股权激励凝聚意志

公司为央企控股，实控人为中国诚通。公司控股股东为中国纸业，实际控制人为中国诚通，持股比例约 33.8%。中国诚通为国务院国有资产监督管理委员会全资控股，中国纸业旗下三家纸业公司分别为冠豪高新、岳阳林纸和美利云。公司背靠央企，资金与集团内部资源丰富。

图表 15 公司股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

核心管理团队稳健，具备多年行业经验。公司核心管理团队经验丰富，多为来自集团内部资历丰富的行业专家、领军人物。例如董事长谢先龙先生曾担任岳阳林纸总经理助理、泰格林纸副总等要职。

图表 16 公司核心管理团队介绍

姓名	职位	履历
谢先龙	董事长、董事	1969年8月出生,曾任岳阳林纸股份有限公司热电事业部经理,生物能源事业部总经理,湖南骏泰新材料科技有限责任公司党委书记,执行董事,总经理,湖南骏泰生物质发电有限责任公司执行董事,泰格林纸集团股份有限公司副总经理,现任广东冠豪高新技术股份有限公司党委书记,总经理。
林绮	董事	1970年6月出生,曾任广州会计师事务所项目经理,广东粤财信托投资公司稽核部业务经理,广东粤财投资控股有限公司计划财务部经理,副总经理,总经理,兼任资金结算中心总经理,现任广东粤财创业投资有限公司董事长,广东粤财基金管理有限公司董事长,广东粤财股权投资有限公司董事长。
李飞	董事、总经理	1982年1月出生,曾任中国纸业投资有限公司战略发展部项目经理,金属业务部业务主管,综合管理部副总经理,综合管理部副总经理兼人力资源部副总经理,综合管理部总经理兼人力资源部总经理,岳阳林纸股份有限公司副总经理,董事会秘书,中国纸业投资有限公司职工董事,中冶纸业集团有限公司监事,诚通凯胜生态建设有限公司董事,现任佛山华新包装股份有限公司董事,副总经理,珠海红塔仁恒包装股份有限公司董事,总经理,党委副书记。
刘岩	董事	1980年2月出生,曾任中国纸业投资有限公司战略发展部项目经理,高级项目经理,财务管理部副总经理,战略发展部总经理,华新包装股份有限公司董事,副总经理兼珠海红塔仁恒包装股份有限公司董事,副总经理,中冶美利云产业投资股份有限公司董事,现任中国纸业投资有限公司总经理助理,战略发展部总经理,广东冠豪高新技术股份有限公司监事,珠海红塔仁恒包装股份有限公司董事,泰格林纸集团股份有限公司董事。
王义福	董事	1976年3月出生,曾任辽宁华英律师事务所专职律师,北京市浩天律师事务所律师,北京新中实经济发展有限责任公司法律顾问,中国医药对外贸易有限公司法律事务部总经理,中煤建工集团有限公司总法律顾问,中国轻工业进出口集团有限公司总法律顾问,现任中国纸业投资有限公司总法律顾问。
张虹	董事	1970年12月出生,曾任江西省宜春地区技术工人学校教师兼党办秘书,劳动输出培训部业务副主任,珠海红塔仁恒包装股份有限公司办公室行政秘书,办公室副主任,办公室主任,人力资源部经理,佛山华新包装股份有限公司人力资源部经理,珠海红塔仁恒包装股份有限公司总经理助理兼人力资源行政中心总监,现任佛山华新包装股份有限公司党委副书记,纪委书记,工会主席,监事,珠海红塔仁恒包装股份有限公司党委副书记,纪委书记,工会主席。
刘立新	副总经理	曾任岳阳林纸股份有限公司造纸事业部党支部书记兼设备副主任,总经理助理兼经理,现任广东冠豪高新技术股份有限公司副总经理。
嵇昊	副总经理	1978年10月出生,曾任中国物资开发投资公司资产管理部副经理,佛山诚通纸业,珠海华丰纸业,广西华桂林浆纸,广西华桂林业,有限公司总经理,中国纸业投资有限公司纤维原料部经理,泰格林纸集团股份有限公司木材采购中心主任,岳阳林纸股份有限公司岳阳分公司党委书记,总经理,岳阳林纸股份有限公司总法律顾问,副总经理,现任广东冠豪高新技术股份有限公司副总经理。
梁琨	财务负责人	1977年2月出生,曾任岳阳林纸股份有限公司财务管理中心总经理,中国诚通生态有限公司监事,泰格林纸集团股份有限公司董事,财务负责人,中冶美利云产业投资股份有限公司监事会主席,中国纸业投资有限公司财务管理中心副总经理,总经理。
丁国强	董事会秘书	1984年3月出生,历任中国纸业投资有限公司财务管理部主管,副经理,中冶美利云产业投资股份有限公司副总经理,总会计师,董事会秘书,佛山华新包装股份有限公司党委委员,副总经理,财务总监,董事会秘书,现任诚通财务有限责任公司董事,广东诚通物流有限公司董事,珠海红塔仁恒包装股份有限公司党委委员,副总经理,财务总监,董事会秘书。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

股权激励彰显发展信心。公司 22 年年初颁布股权激励计划，多元化考核机制全

方位激发核心骨干活力，彰显未来发展信心。根据股权激励，2022-2024 年，净利润(扣非归母)复合增速不得低于以 2020 年为基数(2.79 亿元)的 15%，即 2022-2024 年公司扣非归母净利润分别不得低于 3.69/4.24/4.88 亿元。按 2023 年 1 月 16 日股价，对应 PE 分别为 20.3X/17.7X/15.4X。

图表 17 公司股权激励解锁条件

业绩指标	第一批解除限售期	第二批解除限售期	第三批解除限售期
净资产收益率	2022年净资产收益率 <b>不低于7.1%</b> ，且不低于对标企业75分位值	2023年净资产收益率 <b>不低于7.8%</b> ，且不低于对标企业75分位值	2024年净资产收益率 <b>不低于8.5%</b> ，且不低于对标企业75分位值
净利润增长率	2022年净利润较以2020年净利润为基数的复合增长率 <b>不低于15%</b> ，(即 <b>2022年扣非归母净利润不低于3.69亿元</b> )且不低于对标企业75分位值	2023年净利润较以2020年净利润为基数的复合增长率 <b>不低于15%</b> ，(即 <b>2023年扣非归母净利润不低于4.24亿元</b> )且不低于对标企业75分位值	2024年净利润较以2020年净利润为基数的复合增长率 <b>不低于15%</b> ，(即 <b>2024年扣非归母净利润不低于4.88亿元</b> )且不低于对标企业75分位值
经济增加值改善值(ΔEVA)	2022年经济增加值改善值为 <b>正</b> ，且达到集团下达指标分解至公司的考核要求	2023年经济增加值改善值为 <b>正</b> ，且达到集团下达指标分解至公司的考核要求	2024年经济增加值改善值为 <b>正</b> ，且达到集团下达指标分解至公司的考核要求

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 2 行业：短期成本拐点明确，长期成长及格局优异

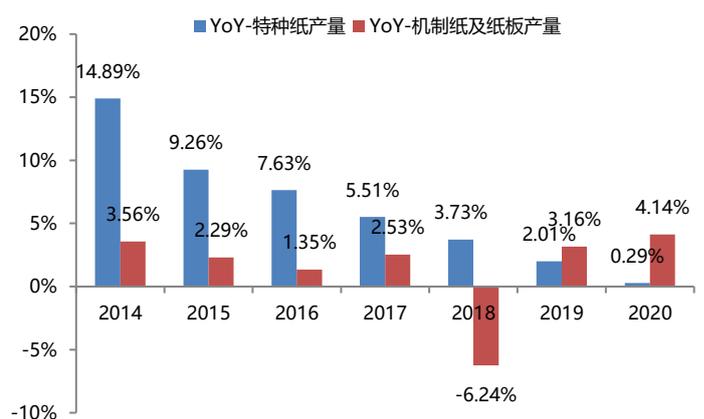
特种纸具备周期成长属性，是造纸行业成长性优异的细分赛道。特种纸行业规模增速大于造纸行业整体，10 年 CAGR 达 12.1%。我国特种纸行业起步较晚，但较依托高潜力市场前景、制造能力升级以及成本优势，行业规模持续扩张。根据中国制浆造纸研究院，2020 年我国特种纸及纸板生产量 718 万吨，同比增长 0.29%；2010-2020 年产量 CAGR 为 12.1%，同期整体机制纸及纸板产量 CAGR 为 1.02%（19 年后机制纸产量增长主因包装纸类产能释放过快），特种纸的产量增速快于纸及纸板，行业的成长潜力较大。

图表 18 2010-2020 年我国特种纸产量及增速



资料来源：中国制浆造纸研究院，华安证券研究所

图表 19 特种纸与机制纸及纸板产量增速对比

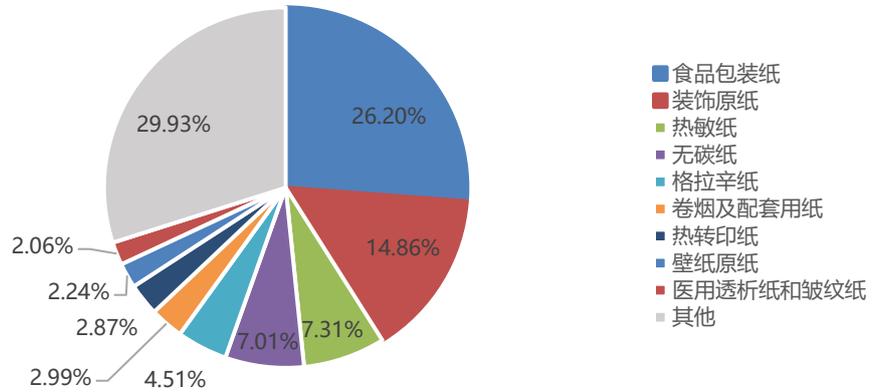


资料来源：中国制浆造纸研究院，国家统计局，华安证券研究所

特种纸细分赛道较多，食品包装纸、装饰原纸、热敏纸是前三大品类。特种纸可根据应用领域细分为：食品包装纸及医疗包装纸等特种包装用纸，装饰原纸及壁纸原纸等建筑用纸，无碳纸及热敏纸等商务交流用纸，格拉辛纸等标签用纸，热转印纸等印刷用纸，卷烟纸及卷烟配套用纸等烟草用纸。2019 年我国食品包装纸、装

饰原纸、热敏纸及无碳纸产量合计特种纸产量的比为 55.38%，为我国特种纸的主要品类。

图表 20 2019 年我国特种纸各细分品类产量占比

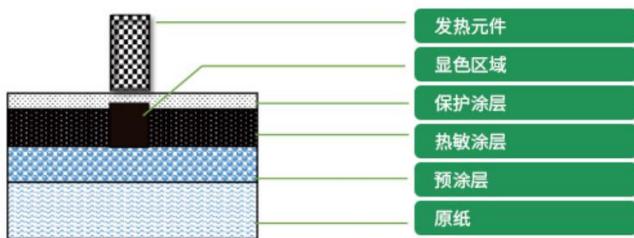


资料来源：恒达新材招股说明书，华安证券研究所

## 2.1 热敏纸&不干胶标签：受益经济增长与消费复苏

热敏纸又被称为热敏传真纸、热敏记录纸、热敏复印纸，是以原纸、薄膜作为基材，在上面涂布热敏发色层，发色层主要是由胶粘剂、显色剂、无色染料(或称隐色染料)、增感剂等组成。当热敏纸遇到高温条件下，或使用发热元件对热敏纸直接加热，使显色剂与无色染料熔融接触发生化学反应而显色。通过热敏终端打印设备，热敏纸可以打印设定的图文。

图表 21 热敏纸结构及发色原理



热敏纸结构及发色示意图

图表 22 收银热敏纸图例

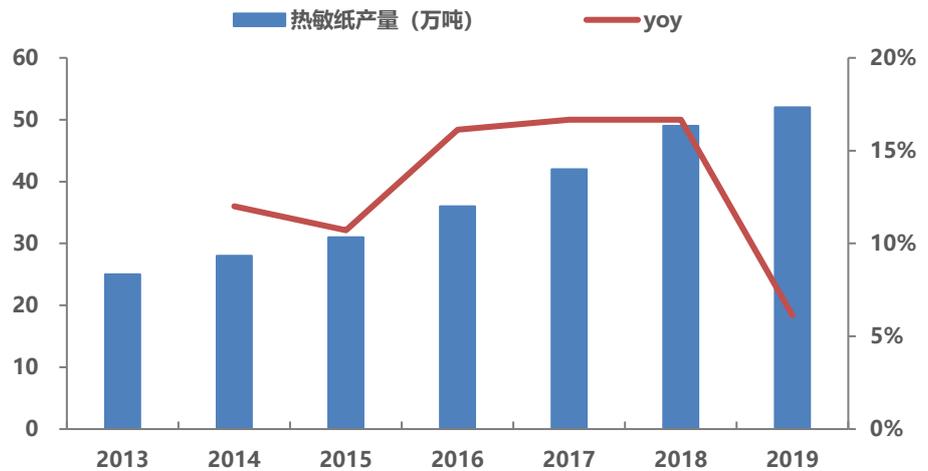


资料来源：冠豪高新公司官网，华安证券研究所

资料来源：冠豪高新公司官网，华安证券研究所

2019 年我国热敏纸产量达到 52 万吨。热敏纸是一种加工纸，制造原理是在优质原纸上涂布一层热敏材料，置于 70℃ 以上环境时热敏涂层开始变色。热敏纸应用领域广泛，如 POS 收银机、传真机、体彩福彩彩票、登机牌等。根据观研天下数据，截至 2019 年，我国热敏纸产量达到 52 万吨，2013-2019 年热敏纸产量 CAGR 高达 12.98%。热敏纸常与不干胶标签组合使用，常见有超市标签、快递电子面单等，故随着经济发展与消费复苏，以及快递物流行业的发展，热敏纸需求有望持续提升。

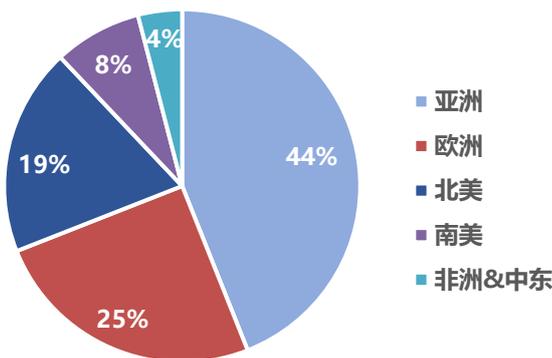
图表 23 我国热敏纸历年产量 (万吨)



资料来源: 观研天下, 华安证券研究所

我国标签产业起步晚但增速较高。根据 Smithers Pira, 2017 年全球标签市场规模 344.6 亿美元, 预计 17-22 年 CAGR 为 2.8%, 到 2022 年标签市场规模将达到 395 亿美元。此外, 根据 Alexander Watson Associates 的数据, 2018 年亚洲地区标签销售量占全球标签销售量的 44%, 是全球标签需求量最大的市场。我国标签产业虽然起步较晚, 但行业产值增长率一直保持较高水平, 是全球标签增速最快的市场之一。根据中国印刷及设备器材工业协会标签印刷分会的数据, 2013 年至 2018 年, 我国标签印刷工业总产值由 300 亿元增长至 468.7 亿元, CAGR 为 9.33%, 预计 2021 年行业总产值有望达到 570.8 亿元。

图表 24 2018 年全球各地区标签销售量占比



资料来源: Alexander Watson Associates, 华安证券研究所

图表 25 国内标签印刷市场产值与增速



资料来源: 中国印刷及设备器材工业协会, 华安证券研究所

物流业的迅速发展, 带动热敏打印的不干胶表现需求增长。根据邮政部数据, 2021 年我国快递业务量突破千亿元, 达到 1083 亿件, 较 2020 年增加了 249 亿件, 同比增长 29.92%。且相比过去的无碳纸运单, 新款格拉辛离型纸标签具备出单效率高、方便物流监控等特点, 在物流运输领域的占比不断提升, 根据久恒条码的招股说明书, 2014 年至 2019 年 10 月, 电子面单 (新款离型纸标签) 使用量占快递面单比例从 5% 左右提升至 97% 左右, 目前基本实现全覆盖。

图表 26 2015-2020 年国内快递业务量及增速

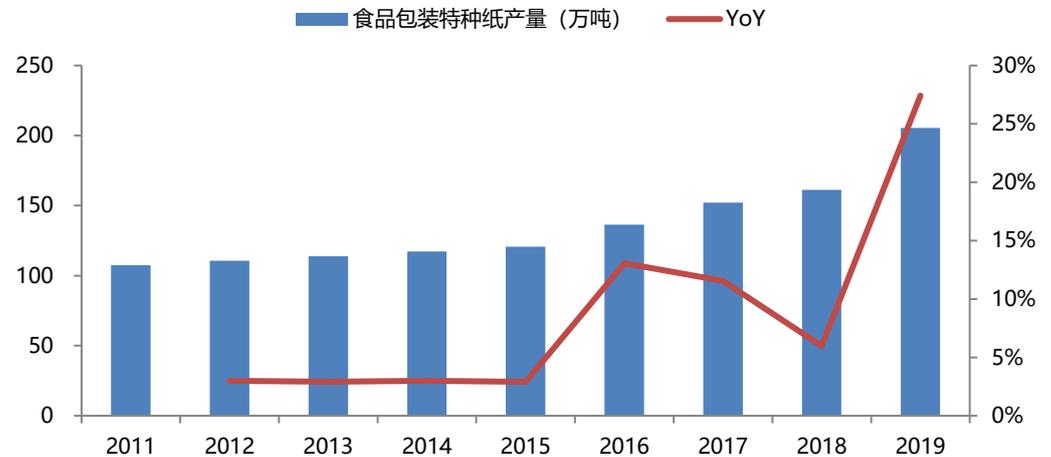


资料来源：邮政部，华安证券研究所

## 2.2 食品包装纸：以纸代塑持续打开行业天花板

我国食品包装特种纸行业空间大、增速高。食品包装是特种纸中的第一大细分领域，2019 年占比接近 26.2%。近年来，我国食品包装原纸市场规模呈加速增长趋势，2011 年至 2019 年我国食品包装特种纸市场规模从 107.38 万吨增长至 205.40 万吨，CAGR 为 8.45%。

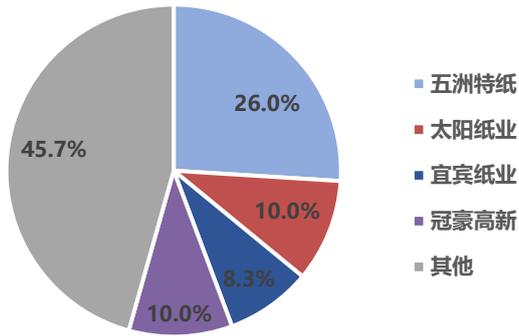
图表 27 2011-2019 年我国食品包装特种纸产量



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

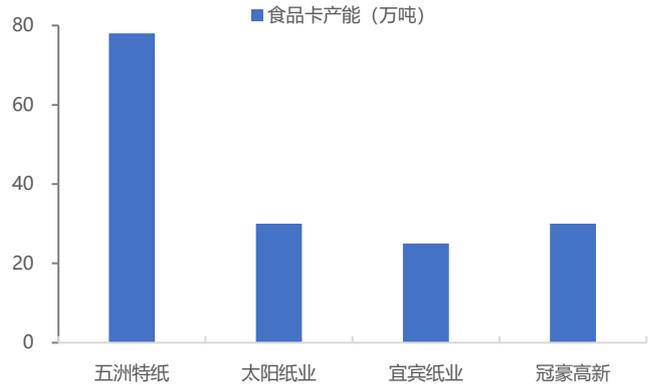
我国食品卡行业竞争格局较为稳定，CR4 占比超 50%。根据各公司公告，当前我国食品卡行业产能约为 300 万吨。行业内竞争格局较为稳定，其中五洲特纸以 78 万吨的食品卡产能位居首位，占比达到 26%；太阳纸业、冠豪高新食品卡产能各 30 万吨，占比均为 10%。宜宾纸业市占率约 8.3%。

图表 28 食品卡行业竞争格局



资料来源: 各公司公告, 华安证券研究所

图表 29 当前各企业食品卡产能



资料来源: 各公司公告, 华安证券研究所

食品卡在以纸代塑及消费升级趋势下景气度较高。未来发展的主要推动因素有: (1) 纸代塑下对塑料餐具的替代需求; (2) 咖啡及新式茶饮的爆发式增长促进纸杯纸等特种食品包装需求放量; (3) 以液包为代表的食品包装国产替代进程加速。(具体可见报告《五洲特纸: 以纸代塑大时代下的高成长纸基材料领军企业》)

图表 30 网上外卖用户 21 年突破 5.4 亿人次



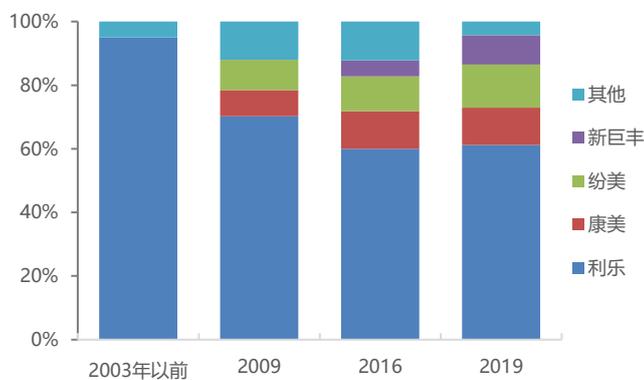
资料来源: 中国互联网络信息中心, 华安证券研究所

图表 31 新式茶饮市场规模 2023E 有望突破 1771 亿元



资料来源: 艾瑞咨询, 华安证券研究所

图表 32 国内无菌包装企业市场份额



资料来源: 新巨丰, 华安证券研究所

图表 33 2021 年我国液态奶产量实现 2843 万吨



资料来源: 中国奶牛产业技术网, 华安证券研究所

### 2.3 热转印纸：环保印染渗透率提升带来需求增长

**热转印纸：**替代高能耗高污染的传统印染工艺的需求正在快速增长。热升华转印纸主要用于纺服、陶瓷、户外广告的印刷，色彩牢固且适印性强。热升华转印纸在我国起步较晚，近年来产量增长稳健，2018 年我国热转印纸产量为 19.2 万吨，其中转印印花纸约占 60%，数码喷绘纸约占 25%，热转移纸约占 15%。

图表 34 热转印纸的生产及应用



资料来源：仙鹤股份公告，华安证券研究所

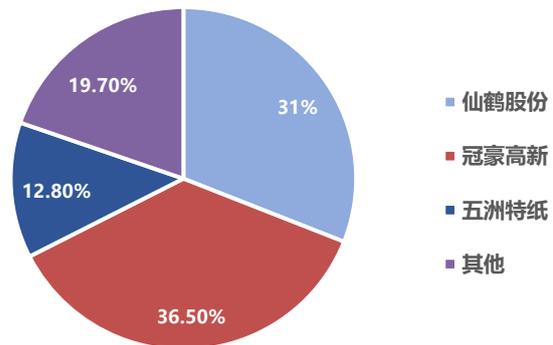
**2021 年我国热转印纸产量达 23 万吨，市场格局集中。**公司是热转印细分龙头，根据华经产业研究院，2021 年我国热转印纸产量 23 万吨，同比+9.5%。2011-2021 年热转印纸产量 CAGR 为 8.58%。热转印纸整体市场格局较为稳定，行业集中度较高，2020 年前三大公司分别为冠豪高新、仙鹤股份和五洲特纸，市占率分别为 36.5%/31%和 12.8%。

图表 35 2011-2021 年我国热转印纸产量及增速



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

图表 36 2020 年我国热转印纸竞争格局



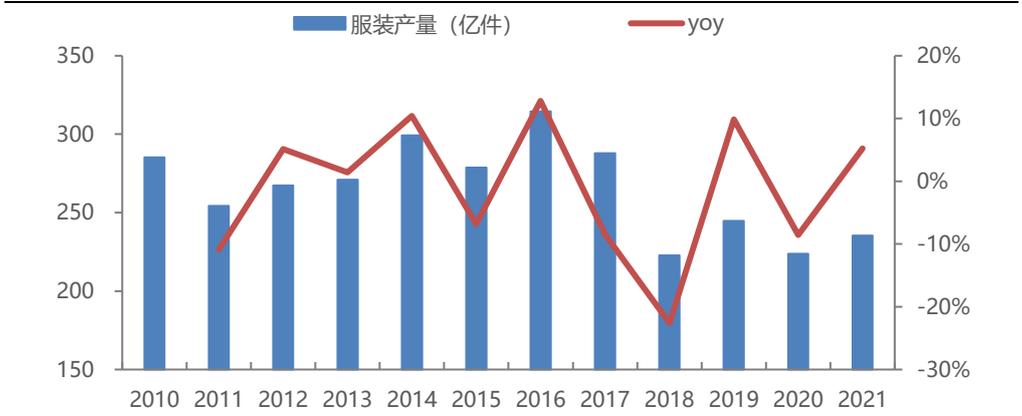
资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

**热升华转印原纸有着良好的市场前景，需求量正迅速扩大，得益于：**

1) 我国服装行业规模巨大，在消费升级与个性化审美潮流推动下，多样化印花及追求设计感的需求不断扩大。根据国家统计局，2021 年我国规模以上服装企业产量合计达到 235.41 亿件，服装行业产量近年来虽出现回落，但整体仍保持较大的行

业规模。消费者在消费水平、审美意识不断提升的趋势下，对服装品质、设计感有了更高的要求，热升华转印纸在高温、高压作用下渗透至承印物上，冷却后形成色彩鲜艳的图案，附着力强印刷效果突出。

图表 37 我国服装历年产量及增速



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

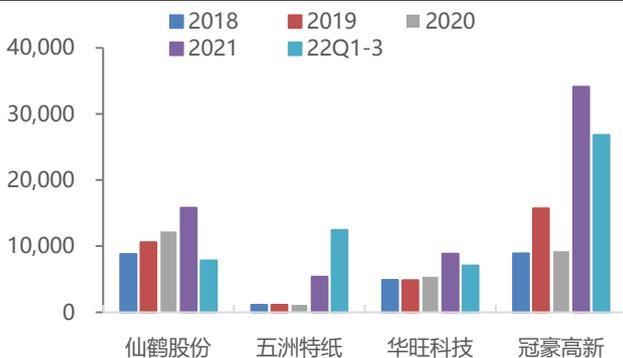
2) 环保政策对传统印染的限制严格，叠加高速打印机的普及和成本下降，数码印刷工艺得到不断推广应用，热升华转印纸具有设备投资少、无印染废水污染、节约能源的特点。

### 3 公司：坐拥高端产品、客户矩阵，进入横纵扩张阶段

#### 3.1 强链：以研发为矛，聚焦差异化、高端化

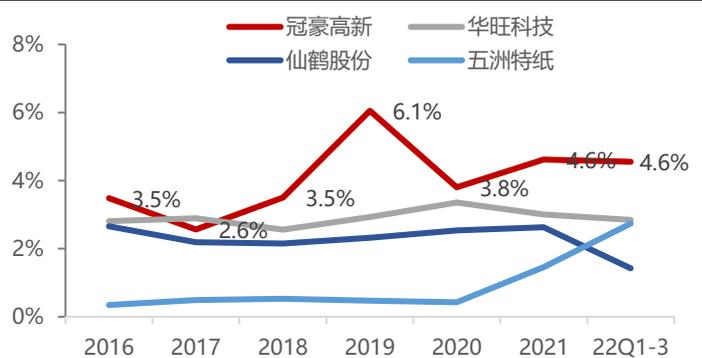
公司为国家科改示范企业，研发投入行业领先。高于行业的研发投入：作为国家级科改示范企业，公司持续加大研发投入，历年来公司研发费用率行业领先，2021年公司研发费用率 4.6%，同比提升 0.8pct。公司拥有省级工程技术研发中心和省级企业技术中心，成立广东省博士工作站，公司科技创新转化平台以“卡脖子”前沿技术为方向，陆续向市场推出吸塑纸、无塑涂布食品卡、医疗胶片等新品，并储备多项新技术产品。

图表 38 各公司研发费用 (万元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 39 各公司研发费用率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

**设备方面**，公司拥有从瑞士 BMB 公司、芬兰 VALMET 公司、德国 VOITH 公司等国际知名企业引进的造纸涂布设备及技术，设备自动化程度高、技术精密，整体运行高效、稳定、能耗低，产品质量居行业前列，核心技术达到国际先进水平。

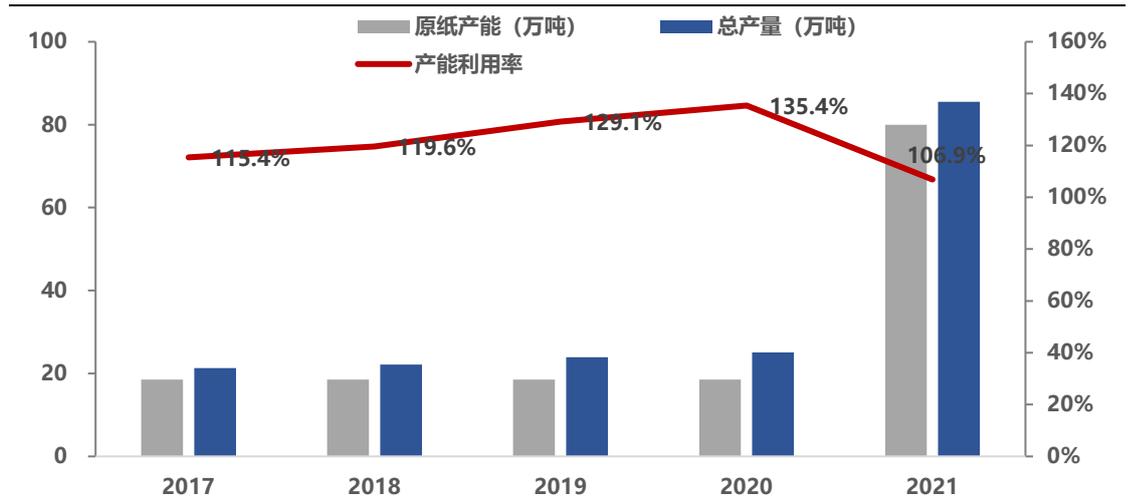
图表 40 公司部分产线介绍



资料来源：公司官网，华安证券研究所

**产品方面**，公司聚焦差异化、高端化。公司产品定位中高端，产品研发坚持差异化路线，致力于为客户提供优质且定制化产品。公司历年产销结构良好，产能利用率饱和，近五年平均产能利用率为 121.3%。

图表 41 公司历年产能、产量、产能利用率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 42 公司各产线产能 (万吨)

纸种	产品	产能
白卡纸	烟卡	25
	液包/食品卡	30
	特种社会卡	5
特种纸	热敏纸	10
	转印纸	2
	无碳纸	8

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**(1) 特种纸领域：**公司当前拥有 20wt 特种纸原纸产能。27wt 涂布产能。根据公告，公司自主研发的三防热敏纸是热敏纸中的中高端产品，在中国体彩、福彩、民航登机牌等高端领域市场份额较大。无碳纸则主要应用于税务、金融、物流及通讯领域，原为增值税专用发票指定唯一无碳发票产品，当前仍为国内五大印钞造币公司及各省市税务局税票类无碳纸的主要供应商。

图表 43 公司研发的用于登机牌的热敏纸



高档票证热敏纸

图表 44 公司研发的高档无碳纸



冠豪牌无碳复写纸

资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**(2) 高档涂布白卡纸领域：**1) 烟卡：公司自主研发出国内第一张烟用涂布白

卡纸，开启国内烟卡纸替代进口的时代，其中，“彩色纤维防伪白卡纸”荣获中国科技最高奖项——“国家科技进步一等奖”，这是迄今为止唯一获得过此奖项的纸张产品。产品稳定供应云南中烟、湖南中烟、浙江中烟等各大中烟公司，国内烟卡市场占有率超过 22%。

2) **食品包装白卡**：主要包括无菌液体包装纸、涂布防油食品白卡纸、无塑涂布食品白卡纸等。公司率先打破国外技术垄断，自主研发出用于液态奶、果汁等饮料包装的无菌液体包装纸，有效替代进口产品，创新的技术和稳定的产品质量使公司成为全球最大液体包装企业利乐在亚太地区的核心供应商。同时，公司是国内首家研发生产无氟涂布防油白卡纸的企业，涂布防油食品白卡纸、高档纸杯原纸等食品包装系列产品得到多家世界知名餐饮集团的认可并建立持续良好的战略合作关系，目前公司已成为麦当劳在亚太地区纸包材战略供应商。此外，公司还成功研发推出“无塑涂布食品卡”、“PBS 淋膜食品卡纸”等，可以有效替代 PE 淋膜纸，减少不可降解塑料制品的使用。

图表 45 “红塔牌”涂布白芯白卡纸



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 46 红塔液体食品包装白卡纸



资料来源：公司公告，华安证券研究所

**新产能规划有序投建，优势纸种景气周期扩产打破瓶颈。**由于产能利用率饱和，公司拟在东海岛基地规划 30wt 高档涂布白卡纸产能，预计最早将于 24 年 4 月投产，该项目主要包含液包、防油纸等食品卡、烟卡以及特种社会卡，具体产能将根据客户结构及供需情况调整。此外，公司还规划 18wt 特种纸产能，其中首期 6wt 将于 23 年开工建设，预计 24 年达产，故 24 年公司原纸产能合计有望达到 116 万吨。公司优势纸种在景气周期扩产，打破产能与发展瓶颈。

### 3.2 补链：上下游全产业链布局，夯实基础抢占先机

**(1) 上游：造纸化工品与浆线规划。**造纸化工为造纸产业链上游业务，公司造纸化工产品主要包括羧基丁苯胶乳、苯丙胶乳、超细碳酸钙及化工助剂等产品，应用于国内各大涂布造纸企业的涂布胶黏剂和涂布颜料，与其他造纸原料的适应性表现优异，获得国内头部纸企的广泛认可。公司积极响应客户要求，供应各种级别的造纸化工原料，质量达到国内一流水平，是国内造纸用胶乳知名品牌。公司当前在手乳胶产能 10wt，三期乳胶扩建项目投产后产能将增至 15wt，碳酸钙 2wt。

**浆线规划：**根据中国纸业南方基地高端包材项目的环评公告，公司拟在东海岛

基地规划 61.2wt 化机浆线，预计最早将于 24 年达产。若按吨纸耗用 1 吨木浆计算，最终公司木浆自给率将达到 45.3%。

图表 47 公司规划产能情况

	项目	产品	产能 (万吨)	预计投产时间
纸	年产30万吨高档涂布白卡纸项目	白卡纸	30	24Q2
	东海岛基地二期项目	特种纸	18	首批产能预计24年中期投产
化工	三期乳胶扩建项目	乳胶	5	23年
		碳酸钙	2	
浆	中国纸业南方基地高端包装新材项目	化机浆	61.2	24年

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 48 公司未来产能及木浆自给率计算

产能 (万吨)	2021	2022E	2023E	2024E	最终
白卡纸	60	60	60	90	90
特种纸	27	27	27	33	45
纸合计产能	87	87	87	123	135
化机浆	0	0	0	61.2	61.2
木浆自给率					45.3%

资料来源：公司公告，华安证券研究所测算

**(2) 下游：彩色印刷品——提供一站式包装解决方案。**彩色印刷业务是公司向造纸产业链下游延伸的配套业务，主要为客户提供包括方案设计、材料生产等一站式包装解决方案。由公司全资子公司华新彩印承担。华新彩印拥有胶印、柔印、凹印印刷车间，专注于全自动包装的折叠纸盒、纸箱、湿胶标签、不干胶标签、收缩标签、薄膜标签、宣传画册及书刊等生产与技术创新，能满足可变数据印刷；面向终端消费行业，如医药品、调味品、各类饮品等。彩色印刷业务从材料端即可为客户提供定制化方案，满足个性化需求。

### 3.3 浆价下行，盈利弹性兑现

**随海外浆厂新增产能释放，2023E 浆价下行。**根据各浆厂公告，Arauco 的 MAPA 项目 156 万吨阔叶浆产能预计将于 2022 年 12 月中旬投产，UPM 的 210 万吨阔叶浆产能有望于 23Q1 投产。随海外浆厂新增产能投放，阔叶浆供应紧张局面有望缓解，2023E 浆价下行，公司盈利弹性兑现在即。

图表 49 浆价当前已达近五年峰值



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 50 22-25 年全球针、阔叶浆拟新增产能及时点

阔叶浆新增产能规划				
时间	浆厂	产能 (万吨)	浆种	预计/投产时间
2021年	Bracell	260-280 或150	漂阔浆 或溶解浆	2021年9月
2022年	Arauco	156	漂桉浆	22Q4
2023年	UPM	210	漂桉浆	23Q1
	CMPC	40	阔叶浆	23Q4
	Vietra-climex	40	阔叶浆	23Q2
2024年	SUZANO	260	阔叶浆	24Q3
2025年	Pacacel	180	阔叶浆	25Q2
针叶浆新增产能规划				
时间	浆厂	产能 (万吨)	浆种	预计投产时间
2022年	Sodra	10	针叶浆	22年末
2023年	Metsa Group	约80	针叶浆	23H2
	Paper Excellence	30	针叶浆	23H2

资料来源：BMA，华安证券研究所

**测算：22 年前三季度公司吨毛利为 1382.25 元/吨，吨净利为 444.56 元/吨。**具体假设：1) 考虑库存储备，假设原材料反映至成本滞后一个季度，即当前季度采用前一季度采购木浆，公司与木浆供应商保持长期稳定关系，考虑集采价格优惠，假设木浆采购价较市场均价低 1500 元/吨。2) 假设当前公司吨纸价 (含税) 为 8700 元/吨；3) 吨纸化学品假设 600 元，单位制造费用、人工费用假设分别 850/620 元；单位期间费用及损益为 22 年前三季度期间费用 (损益)/销量。4) 增值税率 13%，所得税 15%。

图表 51 公司 22 年前三季度吨毛利、吨净利测算

主要原材料	吨纸耗用量 (吨)	价格 (元)	元/吨	针叶浆	阔叶浆	化机浆
漂阔浆	0.6	2833.6	前三季度均价	7039.07	6222.72	5281.58
漂针浆	0.15	830.9				
化机浆	0.3	1134.5				
<b>综合用浆成本</b>		<b>4798.96</b>				
<b>22年前三季度冠豪吨净利计算</b>						
单位：元/吨	含税价	不含税价				
吨纸价	8700	7699.1				
主要原材料	4798.96	4246.9				
漂阔浆	2833.6	2507.6				
漂针浆	830.9	735.3				
化机浆	1134.5	1004.0				
			税金及附加	64.0		
			销售费用	105.3		
			管理费用	280.3		
			研发费用	439.6		
			财务费用	-14.9		
纸价-木浆		3452.25	加：其他损益类科目	15.03		
吨纸化学品		600	吨税前利润	523.02		
单位制造费用		850.00	吨税后利润	444.56		
单位人工费用		620.00	净利率	5.8%		
吨毛利		1382.25				
毛利率		18.0%				

资料来源：公司公告，卓创资讯，华安证券研究所测算

**弹性测算：2023E 假设阔叶浆价下降 5%-30%，销量按 86 万吨计算，对应净利润为 4.47-7.69 亿元。**在其他条件不变的情况下，假设阔叶浆价每下降 5%，公司均价下降 1%，对应吨毛利与吨净利如下表所示。假设 2023E 公司销量 86 万吨，则对应净利润为 4.47-7.69 亿元。

图表 52 浆价下跌对应盈利能力弹性测算

阔叶浆价格变动	假设售价变动幅度	对应售价 (元/吨)	吨毛利 (元/吨)	毛利率	毛利率变动	吨净利 (元/吨)	净利率	净利率变动
-5%	-1.0%	8613.00	1470.46	19.29%	1.34%	519.55	6.82%	1.04%
-10%	-2.0%	8526.00	1558.67	20.66%	2.70%	594.53	7.88%	2.11%
-15%	-3.0%	8439.00	1646.89	22.05%	4.10%	669.51	8.96%	3.19%
-20%	-4.0%	8352.00	1735.1	23.48%	5.52%	744.49	10.07%	4.30%
-25%	-5.0%	8265.00	1823.31	24.93%	6.98%	819.47	11.20%	5.43%
-30%	-6.0%	8178.00	1911.53	26.41%	8.46%	894.45	12.36%	6.58%

资料来源：公司公告，华安证券研究所测算

## 4 盈利预测与估值

**盈利预测：**公司 21 年计提大额减值损失，故基数较低，22 年营收预计同比增幅较大，同时，公司特种纸调价及时性较高，可根据浆价变动向下游传导部分成本，但白卡纸受客户结构、成本构成等影响，传导成本能力弱于特种纸，故白卡纸 22 年毛利率预期下滑。23 年浆价下行公司白卡纸业务盈利有望释放弹性。24 年公司 30wt 白卡纸与 6wt 特种纸产能有望投产，产能释放推动业绩增长。

图表 53 公司分产品营收预测

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>总营收</b>	<b>2550.16</b>	<b>2594.77</b>	<b>2439.75</b>	<b>7397.82</b>	<b>8522.34</b>	<b>8864.21</b>	<b>10649.06</b>
yoy	23.8%	1.7%	-6.0%	203.2%	15.2%	4.0%	20.1%
<b>总成本</b>	<b>2032.77</b>	<b>1934.9</b>	<b>1866.11</b>	<b>6016.02</b>	<b>7130.78</b>	<b>7091.68</b>	<b>8559.60</b>
yoy	18.9%	-4.8%	-3.6%	222.4%	18.5%	-0.5%	20.7%
<b>毛利率</b>	<b>20.29%</b>	<b>25.43%</b>	<b>23.51%</b>	<b>18.68%</b>	<b>16.33%</b>	<b>20.00%</b>	<b>19.62%</b>
<b>营收-按产品</b>							
<b>白卡纸</b>				<b>3890</b>	<b>4756.00</b>	<b>4874.90</b>	<b>6369.86</b>
yoy					22.3%	2.5%	30.7%
<b>无碳热敏</b>	<b>1735.65</b>	<b>1716.34</b>	<b>1474.01</b>	<b>1430.22</b>	<b>1770.48</b>	<b>1743.93</b>	<b>1989.47</b>
yoy	19.5%	-1.1%	-14.1%	-3.0%	23.8%	-1.5%	14.1%
<b>不干胶</b>	<b>547.95</b>	<b>684.27</b>	<b>816.79</b>	<b>919.89</b>	<b>930.31</b>	<b>1132.06</b>	<b>1126.40</b>
yoy	19.2%	24.9%	19.4%	12.6%	1.1%	21.7%	-0.5%
<b>印刷品</b>	<b>221.72</b>	<b>164.86</b>	<b>100.27</b>	<b>457.61</b>	<b>366.09</b>	<b>384.39</b>	<b>403.61</b>
yoy	94.8%	-25.6%	-39.2%	356.4%	-20%	5%	5%
<b>化工</b>				<b>433.08</b>	<b>424.42</b>	<b>445.64</b>	<b>467.92</b>
yoy					-2%	5%	5%
<b>其他</b>	<b>44.84</b>	<b>29.3</b>	<b>48.68</b>	<b>267.03</b>	<b>275.04</b>	<b>283.29</b>	<b>291.79</b>
yoy	33.5%	-34.7%	66.1%	448.5%	3%	3%	3%

资料来源：公司公告，华安证券研究所测算

公司作为老牌特种纸企业，吸收合并粤华包后积极发挥协同效应，强链补链持续深化，短期内看好成本压力下行，公司白卡纸业务盈利弹性释放；中长期则看好公司优势纸种（白卡纸、特种纸）扩产，以及化工、浆线、新材料等产业链延伸所带来的成本优势与潜在增长机会。

我们预计 22-24E 净利润 3.85/5.39/6.44 亿元，同比+177.6%/40.1%/19.4%。对应 PE 分别 19.5X/13.9X/11.7X。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 54 公司 2019 年至今 PE-TTM



资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

图表 55 公司 2017 年至今市值 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 56 可比公司一致预期对应 PE

公司	股价	EPS				PE			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
冠豪高新	4.07	0.08	0.21	0.29	0.35	64.96	19.38	14.03	11.63
仙鹤股份	31.23	1.44	1.13	1.70	2.14	28.34	27.56	18.35	14.61
五洲特纸	18.33	0.98	0.93	1.55	2.01	23.59	19.63	11.83	9.13
华旺科技	22.01	1.56	1.40	1.72	2.00	11.48	15.74	12.82	11.00
太阳纸业	11.67	1.10	1.04	1.16	1.30	10.44	11.24	10.03	9.01
博汇纸业	8.76	1.28	0.67	0.96	1.15	8.10	13.08	9.13	7.61

资料来源: wind, 华安证券研究所; 注: 股价为 01/16 收盘价

## 风险提示:

**产能投放不及预期。**公司规划投产项目或受机器设备采购与安装调试、原料价格、资金、环评能评审批流程等多因素影响导致产能投放不及预期, 故而影响公司业绩释放。

**原材料价格大幅波动。**公司成本构成中原材料木浆占比较高, 若木浆供需格局变动引发浆价大幅波动, 会在一定程度上影响公司盈利能力。

**市场竞争加剧。**当前特纸行业中高端市场普遍集中度较高, 中低端市场则竞争者较多格局分散, 若行业内参与者或新进入参与者采取价格竞争等方式抢占市场份额, 将压缩公司盈利空间。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	4121	5141	5985	6755	<b>营业收入</b>	7398	8522	8864	10649
现金	1308	2209	3434	3979	营业成本	6016	7131	7092	8560
应收账款	769	958	812	838	营业税金及附加	57	51	59	72
其他应收款	38	80	62	56	销售费用	86	85	97	115
预付账款	199	178	191	223	管理费用	256	239	266	319
存货	824	1157	813	852	财务费用	12	8	19	19
其他流动资产	984	559	673	808	资产减值损失	-71	-86	-100	-96
<b>非流动资产</b>	5158	5146	4962	5667	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	679	689	698	707	投资净收益	7	11	2	10
固定资产	3673	3621	3368	4013	<b>营业利润</b>	472	588	854	1035
无形资产	347	348	382	404	营业外收入	8	5	5	5
其他非流动资产	460	489	515	542	营业外支出	12	1	0	0
<b>资产总计</b>	9280	10287	10947	12422	<b>利润总额</b>	468	592	859	1040
<b>流动负债</b>	2211	2829	2748	3340	所得税	71	79	120	158
短期借款	681	881	1181	1481	<b>净利润</b>	397	513	739	882
应付账款	560	886	533	656	少数股东损益	258	128	200	238
其他流动负债	970	1062	1035	1203	<b>归属母公司净利润</b>	139	385	539	644
<b>非流动负债</b>	159	160	161	162	EBITDA	830	3507	4434	3568
长期借款	90	90	90	90	EPS (元)	0.08	0.21	0.29	0.35
其他非流动负债	69	70	71	72					
<b>负债合计</b>	2371	2989	2910	3502					
少数股东权益	1898	2027	2226	2464					
股本	1839	1844	1844	1844					
资本公积	878	878	878	878					
留存收益	2294	2550	3089	3733					
归属母公司股东权益	5011	5272	5811	6455					
<b>负债和股东权益</b>	9280	10287	10947	12422					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	1173	3739	4332	3501	<b>成长能力</b>				
净利润	397	513	739	882	营业收入	13.9%	15.2%	4.0%	20.1%
折旧摊销	300	2832	3458	2418	营业利润	-3.3%	24.6%	45.2%	21.2%
财务费用	11	23	41	53	归属于母公司净利	-56.4%	177.6%	40.1%	19.4%
投资损失	-31	-11	-2	-10	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	322	297	-1	62	毛利率 (%)	18.7%	16.3%	20.0%	19.6%
其他经营现金流	251	301	837	916	净利率 (%)	1.9%	4.5%	6.1%	6.0%
<b>投资活动现金流</b>	-214	-2891	-3367	-3203	ROE (%)	2.8%	7.3%	9.3%	10.0%
资本支出	-38	-2876	-3339	-3184	ROIC (%)	5.8%	7.0%	9.0%	9.2%
长期投资	0	-20	-24	-22	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	-176	5	-4	4	资产负债率 (%)	25.5%	29.1%	26.6%	28.2%
<b>筹资活动现金流</b>	-682	53	260	248	净负债比率 (%)	34.3%	41.0%	36.2%	39.3%
短期借款	-224	200	300	300	流动比率	1.86	1.82	2.18	2.02
长期借款	-55	0	0	0	速动比率	1.38	1.33	1.79	1.68
普通股增加	568	5	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	-568	0	0	0	总资产周转率	0.79	0.87	0.83	0.91
其他筹资现金流	-404	-152	-40	-52	应收账款周转率	8.65	9.86	10.00	12.86
<b>现金净增加额</b>	269	901	1225	545	应付账款周转率	10.08	9.86	10.00	14.40
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.08	0.21	0.29	0.35
					每股经营现金流薄)	0.64	2.03	2.35	1.90
					每股净资产	2.72	2.86	3.15	3.50
					<b>估值比率</b>				
					P/E	61.25	19.49	13.92	11.66
					P/B	1.80	1.42	1.29	1.16
					EV/EBITDA	10.27	1.80	1.22	1.44

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**马远方，新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020年新财富轻工纺服第4名团队。2021年加入华安证券研究所，以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业。

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。