

2023年05月26日
华旺科技(605377.SH)

ESSENCE

公司深度分析

证券研究报告

造纸 III

新产能新品类新成长， 装饰原纸龙头扬帆再起航

目 华旺科技：中高端装饰原纸龙头，盈利能力表现优异：华旺科技深耕装饰原纸 20 余年，22 年设计产能为 27 万吨、市占率达 21.5%，23 年新增 8 万吨产能后将继续夯实装饰原纸龙头地位。产能持续扩张驱动华旺业绩快速增长，2016-2022 年营收从 13.47 亿元增长至 34.36 亿元，CAGR 为 16.9%；归母净利润从 1.01 亿元增长至 4.67 亿元，CAGR 为 29.1%。2022 年华旺装饰原纸、木浆贸易收入占比分别为 69.4%、28.2%。华旺议价能力较强、费用管控良好，持续提升中高端产品占比，2022 年毛利率、净利率分别为 18.5%、13.5%，ROE 为 15.2%，盈利能力与韧性表现优异。

目 装饰原纸中高端升级趋势明显，龙头市占率或持续提升：装饰原纸为人造板的主流贴面材料，是终端家居应用的面子工程，质量优劣直接影响下游生产效率与终端产品质量，下游对质量敏感度较高；且装饰原纸成本在下游人造板价值中仅占比 5%，下游对价格敏感度较低。装饰原纸中高端产品渗透率较高，但相比渗透率 100% 的欧洲市场仍有增长空间。此外，国内先进产能已达到世界领先水平，受益主要出口地区东南亚高经济增速带来快速增长的需求，同时相对欧洲具备成本优势，出口中高端的欧洲市场增速较高。2022 年我国装饰原纸出口金额为 20 亿元，同比增长 7.4%。2022 年我国装饰原纸市场规模为 106 万吨，未来中高端装饰原纸、出口增长为主要驱动。装饰原纸格局不断优化、2022 年行业 CR3 份额达 80%，伴随龙头产能扩张，集中度有望进一步提升。其中华旺、夏王中高端产品制造能力领先，2022 年中高端产品 CR2 份额达 72%。同时 2020 年特种纸整体市场规模达 718 万吨，其他特种纸品类仍有 610 万吨空间；其中医疗与食品包装用纸等大消费品类景气度较高，2021 年我国食品、医疗包装用纸产量同比增速分别为 12.9%、11.9%。

目 产品品质+成本管控领先，产能、品类、市场持续拓展：1) 华旺具备领先技术优势，产品中高端占比较高，同时具备定制化、多品类生产能力，客户粘性较强，成本向下游传导较顺畅，产品价格易涨难跌。2) 华旺延伸上游木浆贸易业务增强低价备库能力，精细化管理能力优异，持续推进智能化转型，同时通过技术创新节约原材料、能源，在原材料、制造、人工、能源成本皆形成优势。华旺较可比公司具备 15%-25% 的吨成本优势，筑造盈利韧性。2022 年浆价达 100% 历史分位后于高位横盘，22 年华旺毛利率同比下降 3.4pct 至 18.5%，降幅显著小于多数其他特种纸、大宗纸龙头。截至 2023 年 5 月 10 日，全球纸浆供需失衡，部分浆厂阔叶浆报价下调至 475 美元/吨，较前期高点已下降超 50%，浆价短期无显著上涨动能，华旺盈利弹性释放可期。3) 华旺产能持续扩张，8 万吨装饰原纸产能将于 2023 年 9 月投放，届时产能将达 35 万吨，市占率将进一步提升。华旺于 2020 年加速开拓海外市场，2022 年外销收入占比达 14%，有望持续提升。同时，华旺计划开拓其他特种纸品类，计划建成 40 万吨其他品类特种纸产能，包括食品级用纸、医疗级用纸、工业用纸等，未来持续成长可期。

投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价 27.06 元
股价 (2023-05-25) 20.72 元

交易数据

| | |
|-----------|---------------|
| 总市值(百万元) | 6,884.04 |
| 流通市值(百万元) | 3,491.58 |
| 总股本(百万股) | 332.24 |
| 流通股本(百万股) | 168.51 |
| 12 个月价格区间 | 15.68/26.61 元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|------|------|------|
| 相对收益 | 15.6 | -3.5 | 31.6 |
| 绝对收益 | 12.7 | -8.6 | 28.3 |

罗乾生 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522010002

luoqs1@essence.com.cn

相关报告

| | | |
|--------------------------|----|------------|
| 23Q1 业绩韧性彰显，盈利有望逐步向上 | 盈利 | 2023-04-28 |
| 22Q4 业绩表现靓丽，释放盈利成长可期 | 产能 | 2023-03-14 |
| Q3 业绩彰显经营韧性，能有序扩张推动市占率提升 | 产 | 2022-10-31 |

投资建议：华旺科技为国内中高端装饰原纸龙头，维持买入-A 的投资评级。我们预计华旺科技 2023-2025 年营业收入为 38.65、47.95、58.03 亿元，同比增长 12.47%、24.05%、21.02%；归母净利润为 5.45、6.65、8.01 亿元，同比增长 16.54%、22.18%、20.38%，对应 PE 为 12.6x、10.3x、8.6x，给予 23 年 16.5xPE，目标价 27.06 元，维持买入-A 的投资评级。

风险提示：需求不及预期风险；原材料价格大幅波动风险；产能投放不及预期风险；海外贸易环境恶化风险；行业竞争加剧风险。

| (百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入 | 2,940.2 | 3,436.4 | 3,865.1 | 4,794.7 | 5,802.5 |
| 净利润 | 448.6 | 467.3 | 544.7 | 665.4 | 801.0 |
| 每股收益(元) | 1.35 | 1.41 | 1.64 | 2.00 | 2.41 |
| 每股净资产(元) | 7.67 | 10.86 | 12.04 | 13.24 | 14.69 |

| 盈利和估值 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 15.3 | 14.7 | 12.6 | 10.3 | 8.6 |
| 市净率(倍) | 2.7 | 1.9 | 1.7 | 1.6 | 1.4 |
| 净利润率 | 15.3% | 13.6% | 14.1% | 13.9% | 13.8% |
| 净资产收益率 | 17.6% | 13.0% | 13.6% | 15.1% | 16.4% |
| 股息收益率 | 2.5% | 2.5% | 3.2% | 3.9% | 4.7% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

目 录

| | |
|----------------------------------|----|
| 1. 华旺科技：中高端装饰原纸龙头，盈利能力表现优异..... | 6 |
| 1.1. 国内中高端装饰原纸龙头，深耕行业二十载..... | 6 |
| 1.2. 股权结构集中稳定，激励充分调动积极性..... | 6 |
| 1.3. 产能扩张推动营收增长，盈利能力居于行业高位..... | 7 |
| 2. 装饰原纸中高端升级趋势明显，龙头市占率或持续提升..... | 12 |
| 2.1. 终端家居应用的面子工程，高端化升级动能充足..... | 12 |
| 2.2. 食品与医疗包装用纸大有可为，市场迅速扩容..... | 20 |
| 2.3. 行业格局持续优化，中高端市场供需关系良好..... | 22 |
| 3. 产品品质+成本管控领先，产能、品类、市场持续拓展..... | 23 |
| 3.1. 领先技术筑造护城河，中高端品质形成强客户粘性..... | 23 |
| 3.2. 精细化管理能力优异，成本管控优势显著..... | 26 |
| 3.3. 扩产节奏清晰，切入大消费品类..... | 30 |
| 4. 盈利预测与估值..... | 32 |
| 5. 风险提示..... | 33 |

目 录

| | |
|-------------------------------|----|
| 图 1. 华旺科技发展历程..... | 6 |
| 图 2. 华旺科技股权架构..... | 7 |
| 图 3. 华旺科技营业收入及增速..... | 8 |
| 图 4. 华旺科技归母净利润及增速..... | 8 |
| 图 5. 华旺科技营收按产品拆分..... | 8 |
| 图 6. 华旺科技营收按地区拆分..... | 8 |
| 图 7. 华旺科技各业务与整体毛利率..... | 9 |
| 图 8. 华旺科技与可比公司毛利率..... | 9 |
| 图 9. 华旺科技与可比公司吨毛利（元/吨）..... | 9 |
| 图 10. 华旺科技与可比公司吨净利（元/吨）..... | 9 |
| 图 11. 华旺科技与可比公司期间费用率..... | 10 |
| 图 12. 华旺科技与可比公司销售费用率..... | 10 |
| 图 13. 华旺科技与可比公司管理费用率..... | 10 |
| 图 14. 华旺科技与可比公司研发费用率..... | 10 |
| 图 15. 华旺科技与可比公司财务费用率..... | 10 |
| 图 16. 华旺科技与可比公司净利率..... | 11 |
| 图 17. 华旺科技与可比公司 ROE..... | 11 |
| 图 18. 华旺科技与可比公司存货周转率..... | 12 |
| 图 19. 华旺科技与可比公司净现比..... | 12 |
| 图 20. 装饰原纸产业链..... | 13 |
| 图 21. 我国住宅销售面积及增速..... | 13 |
| 图 22. 中国人造板产量及增速..... | 13 |
| 图 23. 装饰原纸市场规模（销量）..... | 14 |
| 图 24. 房屋竣工面积与新开工面积累计同比增速..... | 14 |
| 图 25. 房屋住宅竣工面积当月值及当月同比增速..... | 14 |
| 图 26. 中国家装市场住宅供给精装占比..... | 15 |
| 图 27. 中国 15 城二手房交易量..... | 15 |

| | |
|---|----|
| 图 28. 家具家装消费人群分布 | 16 |
| 图 29. 中国用户挑选家具家装的关注点 | 16 |
| 图 30. 我国装饰原纸出口量及增速 | 17 |
| 图 31. 我国装饰原纸出口金额及增速 | 17 |
| 图 32. 2022 年我国装饰原纸出口地区占比 | 18 |
| 图 33. 印度 GDP 及增速 | 18 |
| 图 34. 印度人均可支配收入及增速 | 18 |
| 图 35. 装饰原纸出口东南亚均价 (万元/吨) | 18 |
| 图 36. 全球装饰原纸龙头奥斯龙明士克成本结构 (2022 年) | 19 |
| 图 37. 华旺科技成本结构 (2022 年) | 19 |
| 图 38. 我国装饰原纸出口欧洲销量及增速 | 19 |
| 图 39. 装饰原纸出口欧洲地区占比 | 19 |
| 图 40. 海内外装饰原纸龙头对比 | 19 |
| 图 41. 中国特种纸市场规模 | 20 |
| 图 42. 我国特种纸细分品类产量占比 (2020 年) | 20 |
| 图 43. 在线外卖市场规模及增速 | 21 |
| 图 44. 食品包装特种纸产量及增速 | 21 |
| 图 45. 医疗器械市场规模及增速 | 22 |
| 图 46. 医疗包装原纸市场规模及增速 | 22 |
| 图 47. 特种纸龙头食品包装用纸业务毛利率 | 22 |
| 图 48. 特种纸龙头医疗包装用纸业务毛利率 | 22 |
| 图 49. 装饰原纸行业集中度 (2022 年) | 23 |
| 图 50. 特种纸行业集中度 (2020 年) | 23 |
| 图 51. 装饰原纸龙头产能利用率 | 23 |
| 图 52. 中高端装饰原纸市场集中度 (2022 年) | 23 |
| 图 53. 华旺科技先进生产设备 | 24 |
| 图 54. 华旺科技于可比公司研发人员数量占比 | 24 |
| 图 55. 华旺科技主要客户销售额与占比 | 25 |
| 图 56. 华旺科技与可比公司装饰原纸均价 (元/吨) | 26 |
| 图 57. 华旺科技产品提价情况 | 26 |
| 图 58. 华旺科技装饰原纸成本构成 | 26 |
| 图 59. 华旺科技采购总额中木浆、钛白粉占比 | 26 |
| 图 60. 华旺科技木浆自用量与贸易量占比 | 27 |
| 图 61. 华旺科技与可比公司原材料库存 (亿元) | 27 |
| 图 62. 华旺科技和可比公司木浆采购价与市场均价比较 | 27 |
| 图 63. 华旺科技和可比公司钛白粉采购价与市场均价比较 | 27 |
| 图 64. 华旺科技数字化升级 | 28 |
| 图 65. 华旺科技与可比公司人效 (万元/人) | 28 |
| 图 66. 华旺科技及可比公司成本拆分 (2022 年) | 28 |
| 图 67. 华旺科技与可比公司吨成本 (元/吨) | 28 |
| 图 68. 木浆价格与华旺科技毛利率、净利率 | 29 |
| 图 69. 原材料价格与华旺科技原材料采购价、产品均价、毛利率同比增速对比 | 29 |
| 图 70. 木浆市场价格 | 29 |
| 图 71. 钛白粉市场价 | 29 |

| | |
|--|----|
| 图 72. 华旺科技装饰原纸产量及增速 | 30 |
| 图 73. 华旺科技装饰原纸产能及增速 | 30 |
| 图 74. 华旺科技海外营收按国家拆分 | 31 |
| 图 75. 华旺科技外销收入及增速 | 31 |
| 图 76. 华旺科技品类拓展时间线 | 32 |
| | |
| 表 1: 华旺科技产品梳理 | 6 |
| 表 2: 华旺科技股权激励考核目标 | 7 |
| 表 3: 华旺科技与可比公司杜邦分析 | 11 |
| 表 4: 各类装饰原纸梳理 | 12 |
| 表 5: 2022 年 11 月以来地产托底政策梳理 | 14 |
| 表 6: 装饰原纸技术指标及对制成品的影响 | 16 |
| 表 7: 装饰原纸行业中高端产能扩张 | 17 |
| 表 8: 新旧限塑令对比 | 20 |
| 表 9: 华旺科技核心生产工艺 | 24 |
| 表 10: 华旺科技部分产品 | 24 |
| 表 11: 华旺科技主要客户 | 25 |
| 表 12: 特种纸龙头覆盖品类 | 31 |
| 表 13: 华旺科技盈利预测 | 32 |
| 表 14: 华旺科技可比公司估值表 (截至 2023 年 5 月 25 日) | 33 |

1. 华旺科技：中高端装饰原纸龙头，盈利能力表现优异

1.1. 国内中高端装饰原纸龙头，深耕行业二十载

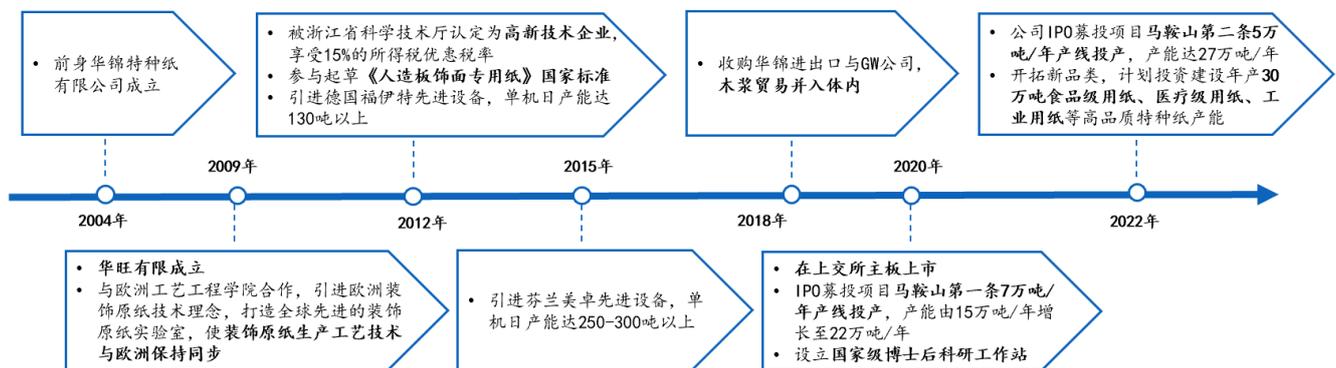
华旺科技深耕中高端装饰原纸领域，规模位于国内第三，跻身全球高端装饰原纸行业前列。公司前身杭州华锦特种纸有限公司成立于 2004 年，2009 年成立华旺科技，专注于特种纸细分品类装饰原纸的研发、生产及销售，同时延伸至上游的木浆贸易业务，2020 年 12 月在上交所主板成功上市。华旺专注于中高端装饰原纸领域，是少数既掌握核心技术，又有能力进行多品种、定制化生产的装饰原纸企业之一，已成为国内中高端装饰原纸领军龙头，并跻身全球高端装饰原纸行业前列。截至 2022 年末，华旺拥有杭州和马鞍山两大生产基地、7 条全球先进的装饰原纸生产线，装饰原纸设计产能达到 27 万吨，规模位于国内第三，2022 年市占率达 21.51%。华旺产品矩阵丰富，涵盖可印刷装饰原纸和素色装饰原纸两种类型共 400 余个品种。

表1：华旺科技产品梳理

| 业务类型 | 产品分类 | 产品图示 | 产品特点 | 产品应用 | 2022年收入(亿元) | 2022年收入占比(%) | 2022年毛利率(%) |
|------|-------------------|---|---------------------------------|-----------------------------------|-------------|--------------|-------------|
| 制造业务 | 可印刷装饰原纸 素色装饰原纸 |  | 在印刷时可根据个性化需求印制各种精美的木纹和图案 | 用于各类板材饰面装饰，经过印刷、三聚氰胺树脂浸渍后压贴于人造板表面 | 23.83 | 69.4% | 20.4% |
| | |  | 经三聚氰胺树脂浸渍后，色彩鲜艳亮丽，层次感突出 | 用于人造板饰面装饰，呈现各类单一颜色 | | | |
| 贸易业务 | 木浆贸易 |  | 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 | 用于造纸工业 | 9.69 | 28.2% | 14.0% |

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图1. 华旺科技发展历程



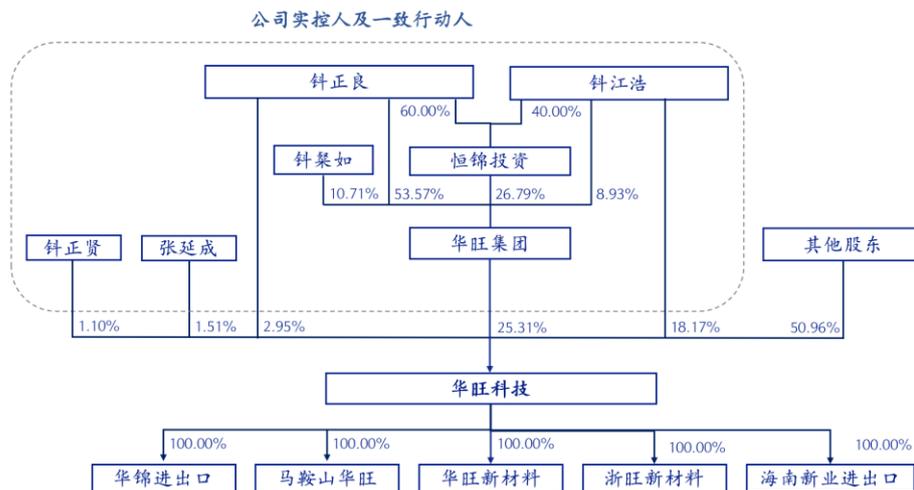
资料来源：公司公告，公司官网，安信证券研究中心

1.2. 股权结构集中稳定，激励充分调动积极性

华旺股权结构集中，管理层经验丰富，管理长期稳定。公司实控人为钟正良和钟江浩父子，共持有 43.70% 的股权，实控人及一致行动人共持股 49.04%。钟正良直接或间接持股 20.57%，自公司 2009 年成立至 2023 年 2 月担任董事长。其子钟江浩直接与间接持股 23.14%，2011 年

至今担任董事，2023年3月开始担任董事长。张延成持股1.51%，2009年至今担任总经理，2014年至今担任董事。公司管理长期稳定，管理层拥有丰富的造纸行业经验，多自2009年公司成立至今担任管理层，均持有公司股份，与公司利益高度绑定。

图2. 华旺科技股权架构



资料来源: choice, 安信证券研究中心

股权激励调动积极性，彰显业绩增长信心。公司于2021年6月实施股权激励方案，向124名董事、高管、核心管理、核心技术人员授予不超过206.31万股股份，占总股本的0.72%，首次授予165.05万股，授予价格为7.88元/股。股权激励进一步绑定公司管理层及核心人员利益，充分调动员工积极性，进一步激发生产、管理、销售的经营活力，彰显公司发展信心。考核目标分为公司与个人层面，公司层面三个解锁限售期的考核目标为以2020年为基数，公司2021-2023年营收或扣非归母净利润增速分别不低于30%、60%、90%，即2021-2023年营收不低于20.96、25.79、30.63亿元或2021-2023年公司扣非归母净利润不低于3.31、4.08、4.84亿元。公司2021、2022年业绩皆超额完成考核目标，21年公司营收增速达82.38%，扣非归母净利润增速为67.56%，皆大幅超过30%；22年公司实现营收34.36亿元，与2020年相比增长113.15%，实现扣非后归母净利润4.53亿元，与2020年相比增长77.65%，皆超过激励目标60%的增速。

表2: 华旺科技股权激励考核目标

| 解除限售期 | 业绩考核目标 (以2020年为基数) | 业绩考核目标测算 | 解除限售数量占比 |
|----------|---|-----------------------------------|----------|
| 第一个解除限售期 | 2021年营业收入增长率不低于30% 或扣非归母净利润增长率不低于30% | 营业收入不低于21.0亿元 或扣非归母净利润不低于3.3亿元 | 30% |
| 第二个解除限售期 | 2022年营业收入增长率不低于60% 或扣非归母净利润增长率不低于60% | 营业收入不低于25.8亿元 或扣非归母净利润不低于4.1亿元 | 30% |
| 第三个解除限售期 | 2023年营业收入增长率不低于90% 或扣非归母净利润增长率不低于90% | 营业收入不低于30.6亿元 或扣非归母净利润不低于4.8亿元 | 40% |

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

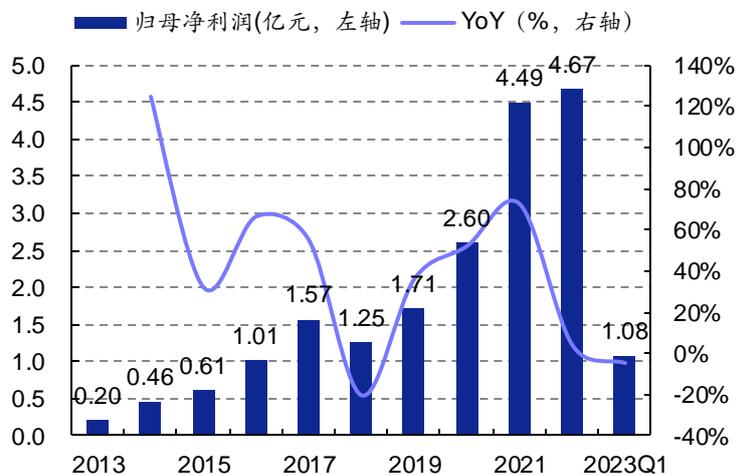
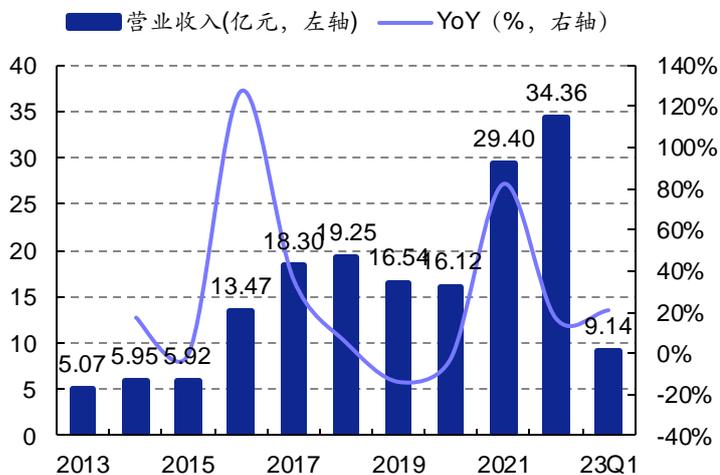
1.3. 产能扩张推动营收增长，盈利能力居于行业高位

华旺产能扩张驱动营收增长，盈利持续兑现。华旺产能扩张驱动业绩快速增长，2016-2022年营收自13.47亿元增长至34.36亿元，CAGR为16.89%；归母净利润自1.01亿元增长至4.67亿元，CAGR为29.05%。2020年华旺上市后开始加速扩张产能，业绩表现亮眼。2021年公司IPO募投项目马鞍山一期7万吨产能充分释放，产量同比增长45.86%，驱动营收同比增长82.40%至29.40亿元，归母净利润同比增长72.53%至4.49亿元。马鞍山二期5万吨产能于

2022Q1 投产后持续释放，23Q1 华旺营收实现 9.14 亿元，同比增长 20.87%，归母净利润为 1.08 亿元，同比下降 4.43%。

图3. 华旺科技营业收入及增速

图4. 华旺科技归母净利润及增速



资料来源: wind, 公司公告, 安信证券研究中心

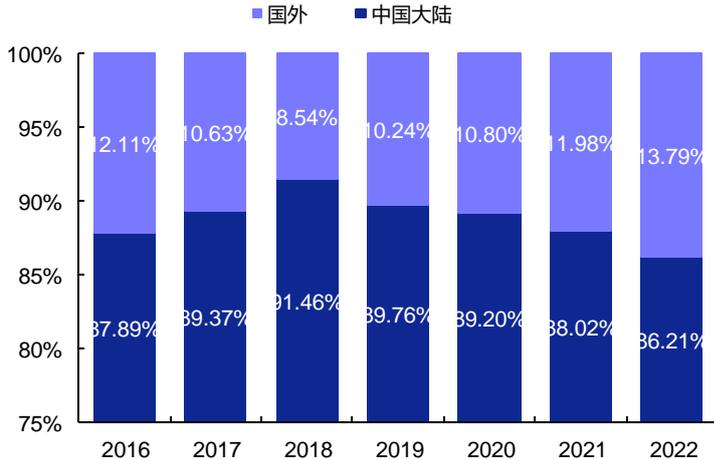
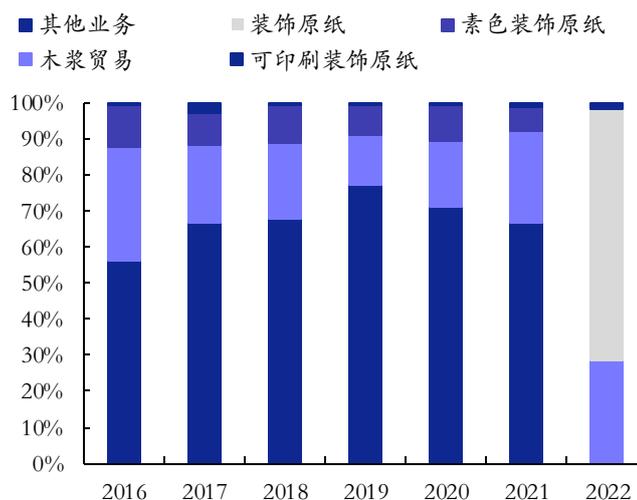
资料来源: wind, 公司公告, 安信证券研究中心

华旺以装饰原纸为主，木浆贸易为辅，其中装饰原纸产品以可印刷装饰原纸为主。2022 年华旺装饰原纸、木浆贸易占比分别为 69.35%、28.20%。华旺装饰原纸分为可印刷装饰原纸与素色装饰原纸，可印刷装饰原纸为主要种类，2022H1 在总营收占比达 68.68%，素色装饰原纸占比从 2016 年的 11.73% 下降至 2022H1 的 4.79%。

内销贡献主要营收，外销占比自 2021 年华旺产能扩张发力外销后逐步提升。华旺以内销为主，2022 年内销占比为 86.21%。2021 年华旺产能扩张开始发力外销，2021 年外销占比提升至 11.98%，2022 年进一步提升至 13.79%。

图5. 华旺科技营收按产品拆分

图6. 华旺科技营收按地区拆分



资料来源: wind, 公司公告, 安信证券研究中心

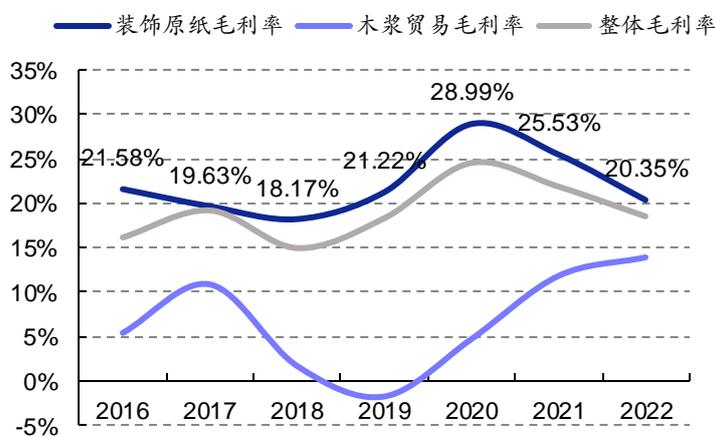
资料来源: wind, 公司公告, 安信证券研究中心

我们选择仙鹤股份、夏王纸业、齐峰新材、五洲特纸、冠豪高新、太阳纸业作为华旺科技可比公司。1) 夏王纸业（仙鹤持股 50% 的合营子公司）、齐峰新材主营业务都为装饰原纸，属于华旺的装饰原纸行业可比公司，与华旺业务相似性最高。但夏王纸业非上市公司，故缺少部分数据。2) 仙鹤股份、五洲特纸、冠豪高新为特种纸龙头，主营食品包装纸、医疗包装原

纸、格拉辛纸等其他特种纸品类，属于华旺的特种纸行业可比公司。3) 太阳纸业主营文化纸、白卡纸等，为大宗纸龙头，属于华旺的造纸行业可比公司。

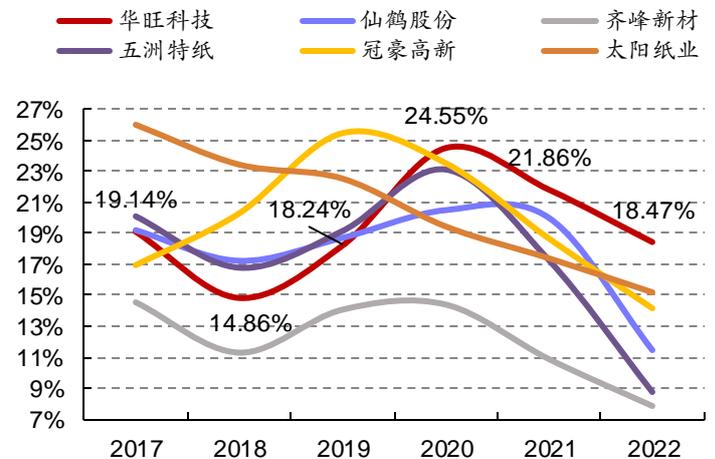
盈利能力处于行业高位，22年浆价高企盈利韧性彰显。分产品看，华旺盈利能力较强主要系装饰原纸毛利率较高（华旺装饰原纸年吨毛利稳定在1800-2800元/吨区间），主要得益于华旺的中高端定位使得成本向下游传导能力较强，价格抗周期性较强，叠加成本管控能力优异，年吨成本稳定在6500-8500元/吨之间。木浆贸易业务方面，木浆属于大宗商品，华旺木浆贸易业务整体盈利水平不高，毛利率基本处于5%-15%区间。同时，伴随华旺中高端产品占比提升、规模效应持续放大，华旺盈利中枢有所抬升，2021、2022年毛利率高于可比公司；22年浆价高位运行、能源成本上涨对盈利能力造成较大压力，22年华旺毛利率同比下降3.38pct至18.47%，相比多数可比公司下滑幅度有限。

图7. 华旺科技各业务与整体毛利率



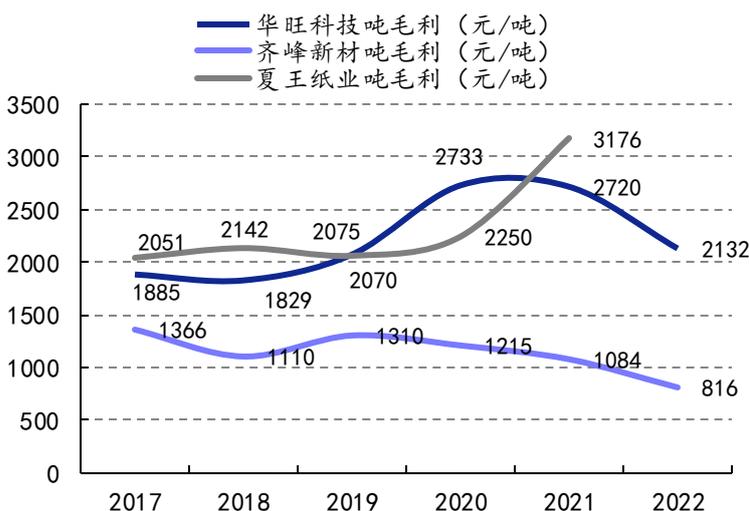
资料来源: wind, 各公司公告, 安信证券研究中心

图8. 华旺科技与可比公司毛利率



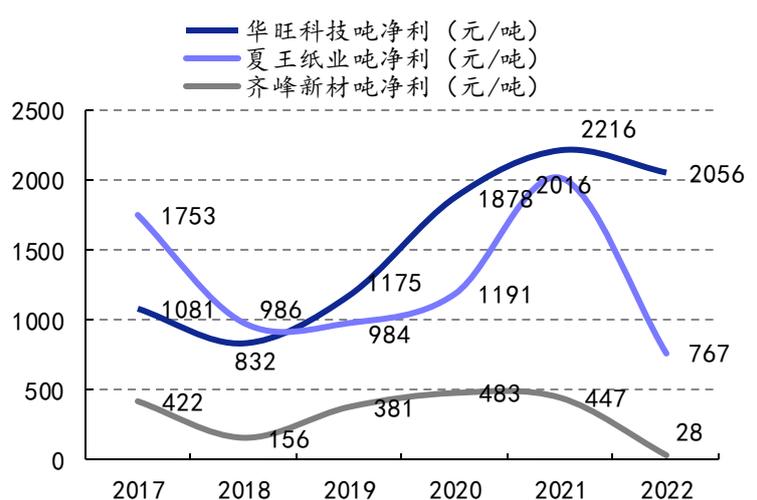
资料来源: wind, 各公司公告, 安信证券研究中心

图9. 华旺科技与可比公司吨毛利 (元/吨)



资料来源: 各公司公告, 安信证券研究中心 (注: 此处仅选择装饰原纸可比公司)

图10. 华旺科技与可比公司吨净利 (元/吨)

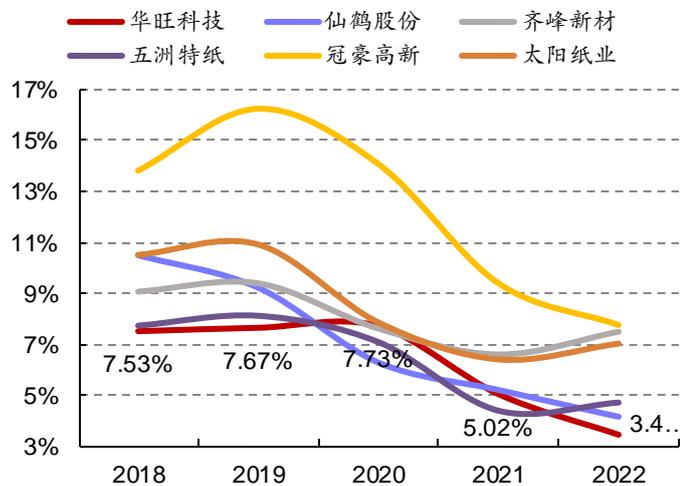


资料来源: 各公司公告, 安信证券研究中心 (注: 华旺科技吨净利含木浆贸易; 此处仅选择装饰原纸可比公司)

华旺期间费用管控良好，期间费用率处于行业低位。华旺期间费用率呈持续下降趋势，2017-2022年期间费用率自8.87%下降5.47pct至3.40%，主要系1) 公司20年上市、22年定向增发分别获9.50、8.20亿元募集资金，资产负债率下降，货币资金充裕，银行利息收入增加、利息支出减少，2017-2022年财务费用率下降2.39pct至-1.28%，处于行业低位。2) 公司持

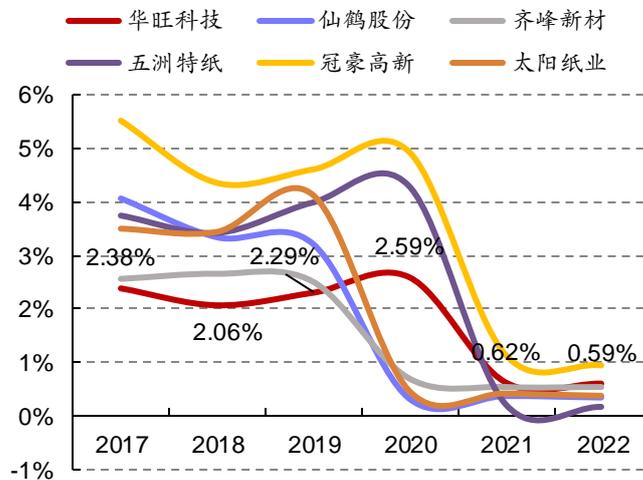
持续提升精细化管理能力、推进数智化升级，行政人员精简，2017-2022 年管理费用率下降 1.10pct 至 1.39%，处于行业低位。

图11. 华旺科技与可比公司期间费用率



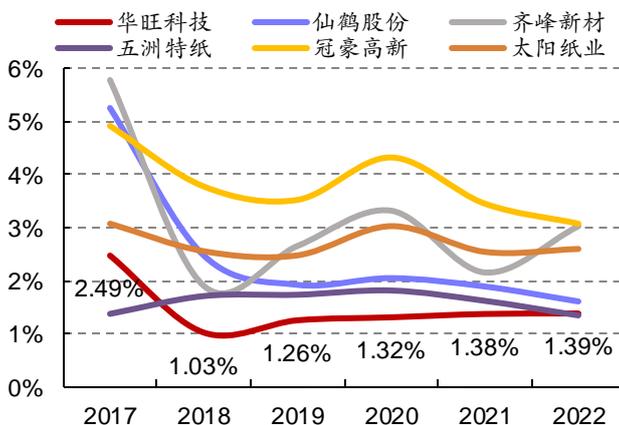
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图12. 华旺科技与可比公司销售费用率



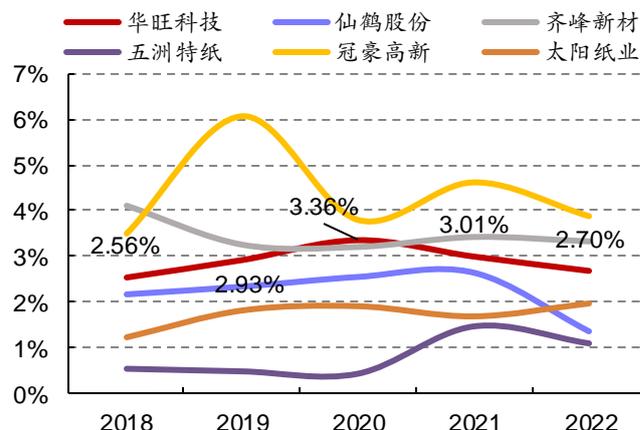
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图13. 华旺科技与可比公司管理费用率



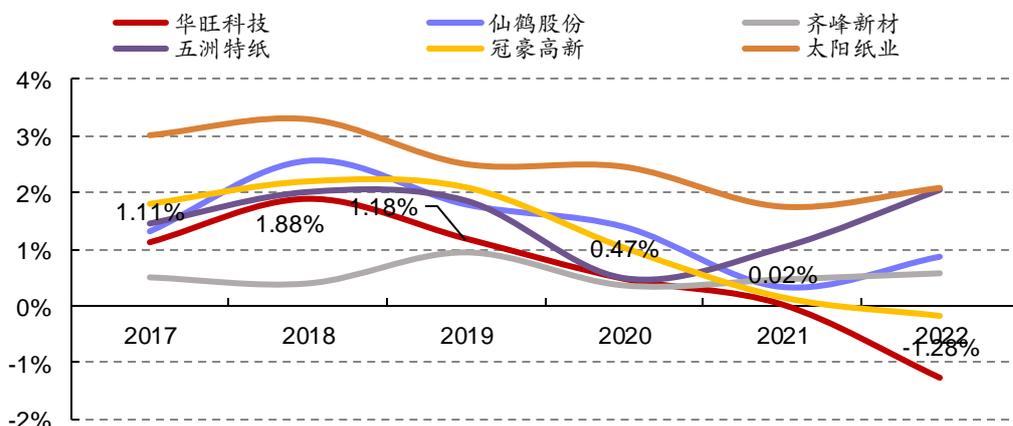
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图14. 华旺科技与可比公司研发费用率



资料来源: wind, 安信证券研究中心

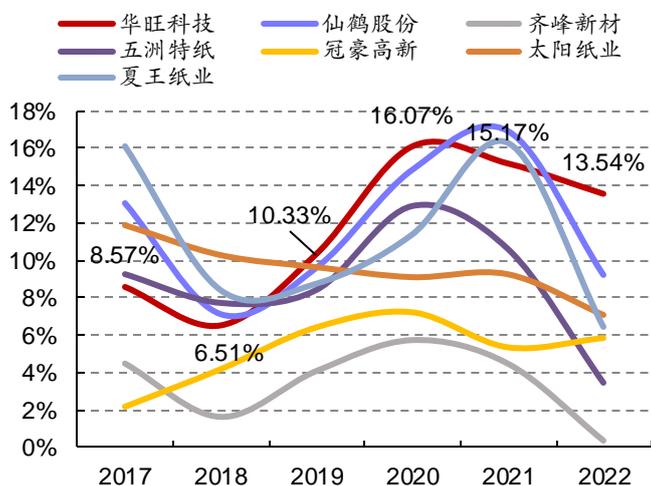
图15. 华旺科技与可比公司财务费用率



资料来源: wind, 安信证券研究中心

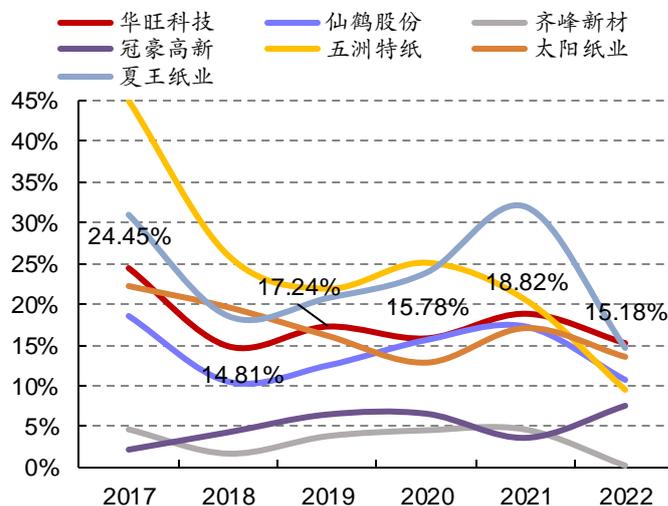
华旺 22 年 ROE 居于行业高位，源于较高的净利率。2018-2022 年华旺毛利率大幅提升、期间费用率显著下降，净利率自 6.51% 增长至 13.54%，华旺 ROE 主要驱动从资产周转率变为净利率。华旺净利率表现优异使得 ROE 高于可比公司平均水平，2018-2022 年稳定于 14%-19% 区间。

图16. 华旺科技与可比公司净利率



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图17. 华旺科技与可比公司 ROE



资料来源: wind, 安信证券研究中心

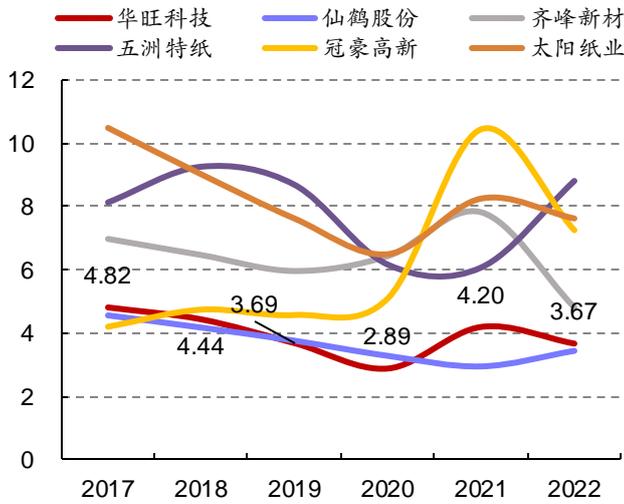
表3: 华旺科技与可比公司杜邦分析

| | 净利率 (%) | | | | | 总资产周转率 (次) | | | | | 权益乘数 | | | | |
|------|---------|-------|-------|-------|-------|------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
| 仙鹤股份 | 7.14 | 9.62 | 14.85 | 16.93 | 9.24 | 0.79 | 0.71 | 0.63 | 0.63 | 0.64 | 1.86 | 1.83 | 1.67 | 1.61 | 1.83 |
| 齐峰新材 | 1.59 | 4.08 | 5.76 | 4.49 | 0.30 | 0.83 | 0.75 | 0.62 | 0.76 | 0.64 | 1.30 | 1.27 | 1.31 | 1.39 | 1.37 |
| 五洲特纸 | 7.69 | 8.39 | 12.85 | 10.57 | 3.44 | 1.24 | 1.06 | 0.89 | 0.93 | 1.07 | 2.72 | 2.47 | 2.19 | 2.09 | 2.57 |
| 冠豪高新 | 4.20 | 6.43 | 7.23 | 5.36 | 5.86 | 0.65 | 0.66 | 0.63 | 1.13 | 0.84 | 1.51 | 1.49 | 1.42 | 1.68 | 1.86 |
| 太阳纸业 | 10.30 | 9.65 | 9.12 | 9.27 | 7.08 | 0.78 | 0.74 | 0.63 | 0.81 | 0.88 | 2.43 | 2.28 | 2.22 | 2.26 | 2.17 |
| 平均值 | 6.18 | 7.64 | 9.96 | 9.33 | 5.18 | 0.86 | 0.78 | 0.68 | 0.85 | 0.81 | 1.96 | 1.87 | 1.76 | 1.81 | 1.96 |
| 华旺科技 | 6.51 | 10.33 | 16.07 | 15.17 | 13.54 | 1.20 | 0.90 | 0.60 | 0.79 | 0.72 | 1.90 | 1.85 | 1.63 | 1.56 | 1.55 |

资料来源: wind, 安信证券研究中心

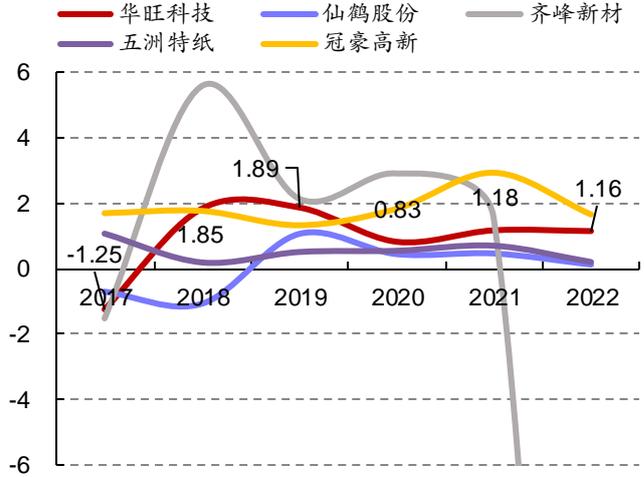
营运能力待改善，现金流情况良好。华旺存货周转率较低，我们分析主要系华旺有木浆贸易业务，且为降低原材料价格波动风险备有较多原材料。2020 年因马鞍山一期生产线于 Q4 投入生产，原材料备货增加导致 2020 年存货同比增长 35.39%，存货周转率到达低点 2.89 次，2022 年回升至 3.67 次。现金流方面，公司经营性现金流情况良好，2022 年经营性现金流同比增长 2.28% 至 5.39 亿元，净现比为 1.16。

图18. 华旺科技与可比公司存货周转率



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图19. 华旺科技与可比公司净现比



资料来源: wind, 公司公告, 安信证券研究中心

2. 装饰原纸中高端升级趋势明显，龙头市占率或持续提升

2.1. 终端家居应用的面子工程，高端化升级动能充足

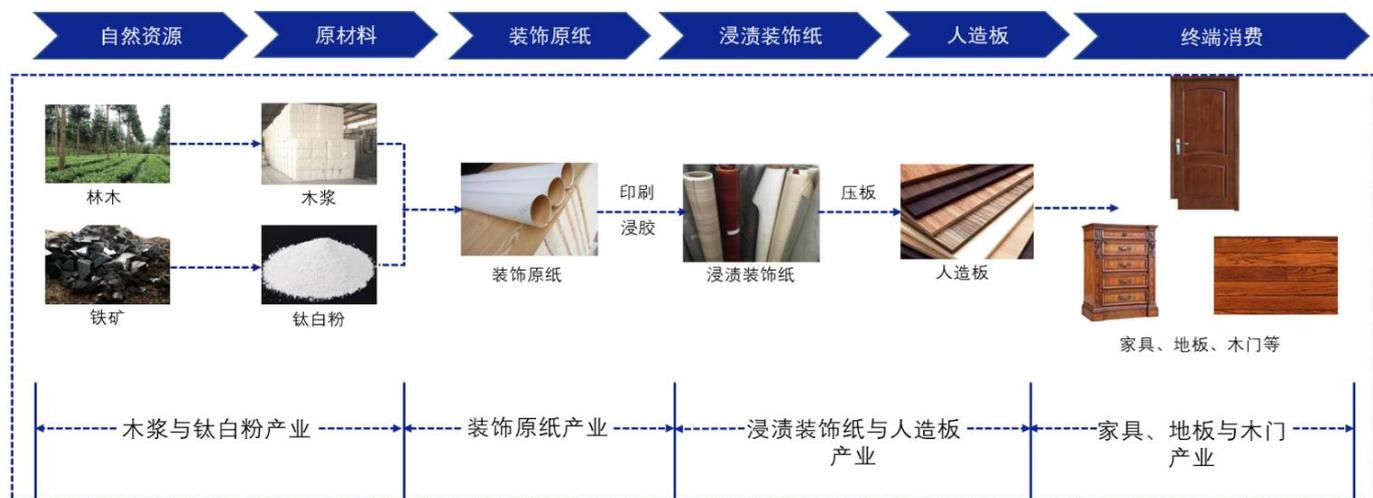
装饰原纸为人造板的主流贴面材料，是终端家居应用的面子工程，行业处于家居产业链上游。装饰原纸属于特种纸的细分品类，主要用于制造人造板贴面材料。装饰原纸经过印刷、浸胶等后续加工可以生产出浸渍装饰纸，浸渍装饰纸在高温高压环境下压贴于人造板表面，经过压贴后的人造板成品主要应用于家具、地板、木门等家居终端消费品的生产制造，因此装饰原纸为终端家居应用的面子工程。装饰原纸凭借环保、性能高、美观、可个性化定制等优点已取代宝格丽纸成为人造板主流贴面材料。装饰原纸按功能可分为护面表层原纸、面层装饰原纸、底层平衡原纸和其他四个类型，其中面层装饰纸为主要类型(根据中国林产工业协会，2019年占比为94.38%)，为华旺等装饰原纸龙头主营产品，分为可印刷和素色装饰原纸。

表4: 各类装饰原纸梳理

| 类型 | 主要品种 | 用途 | 特性 |
|--------|---------|----------------------------------|---|
| 护面表层原纸 | 表层耐磨原纸 | 用于制作胶合板、刨花板、纤维板等多种人造板的表层护面 | 具有良好的耐磨性，对人造板起到保护作用 |
| 面层装饰原纸 | 可印刷装饰原纸 | 用于胶合板、刨花板、纤维板等多种人造板的饰面装饰 | 可根据个性化的需求印刷各种精美的木纹和图案，并经三聚氰胺树脂浸渍后压贴于人造板表面 |
| | 素色印刷原纸 | | 色彩鲜艳亮丽、层次感突出，经三聚氰胺树脂浸渍后可直接压贴于人造板表面，其制作的板材不翘曲、不开裂、绿色环保 |
| 底层平衡原纸 | 平衡原纸 | 主要压贴于胶合板、刨花板、纤维板等多种人造板底层，起到防潮的效果 | 增强板材的平整性，防止起翘变形，避免水分从人造板底层渗入，提高产品的防潮属性 |
| 其他原纸 | 封边带装饰原纸 | 用于胶合板、刨花板、纤维板等多种人造板材横切面的封边制作 | 拥有较高的平滑度与稳定的膨胀系数，对人造板的边缘起到加固的作用 |

资料来源: 公司招股书, 安信证券研究中心

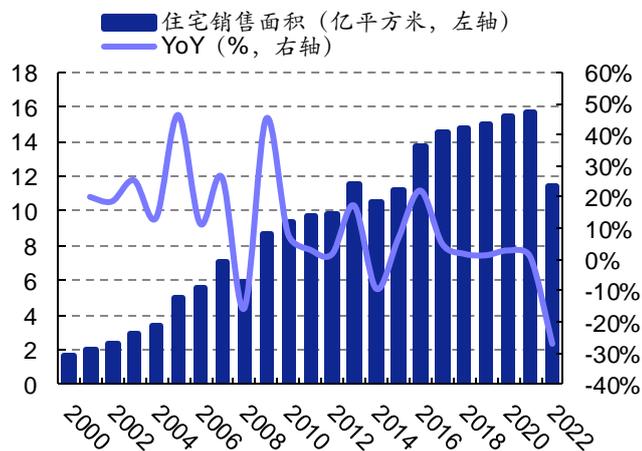
图20. 装饰原纸产业链



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

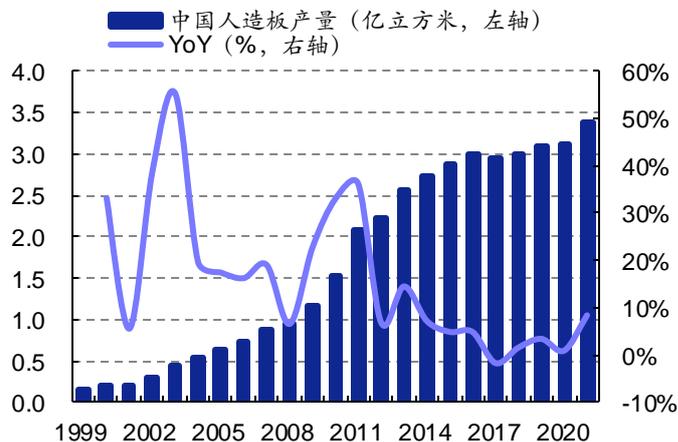
我国为人造板第一大生产地支撑稳定需求，装饰原纸市场规模达 106 万吨。装饰原纸处于家居产业链上游，行业需求受家居下游影响较大。20 世纪 90 年代以来，我国城镇化率不断提高、住宅销售面积高速增长使人造板产业迅速发展，1999-2021 年我国人造板产量 CAGR 达 12.71%，2021 年人造板产量达 3.37 亿平方米，我国成为人造板世界第一大生产国。人造板快速发展带动装饰原纸的强劲需求，2012-2022 年装饰原纸销量以 7.90% 的 CAGR 增长至 105.69 万吨。随着我国住宅销售面积增速放缓，人造板产量增速放缓，装饰原纸进入稳步发展阶段。2022 年受地产调控政策、疫情扰动影响，装饰原纸销量短期承压，同比下降 8.07%。

图21. 我国住宅销售面积及增速



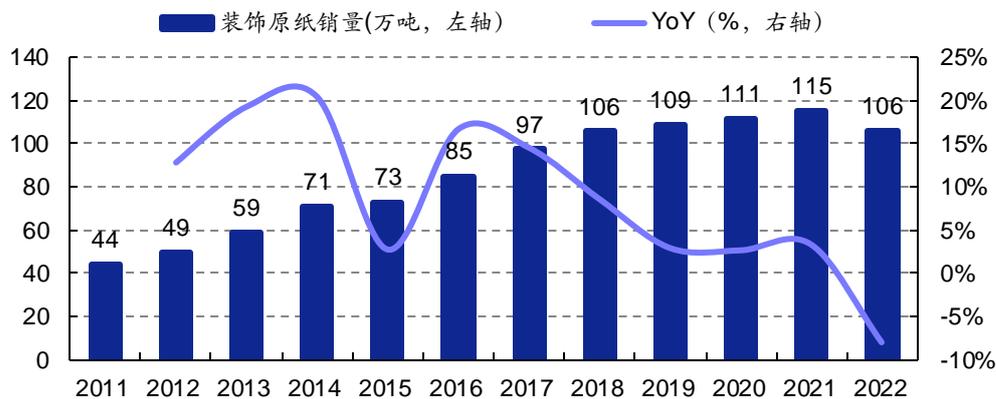
资料来源：国家统计局，wind，安信证券研究中心

图22. 中国人造板产量及增速



资料来源：中国林业年鉴，wind，安信证券研究中心

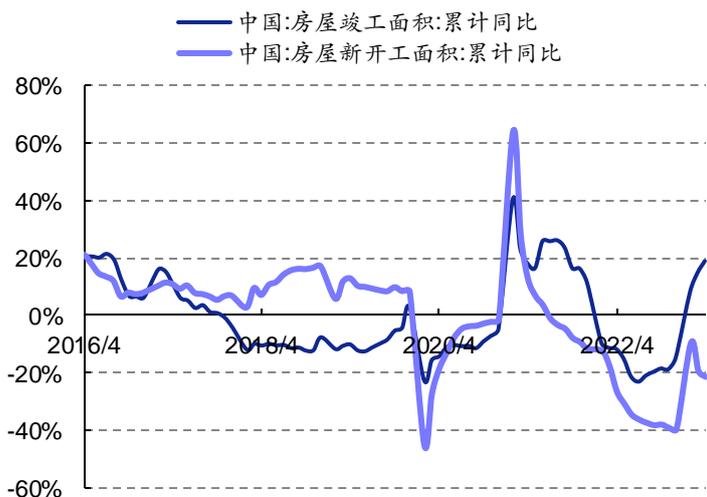
图23. 装饰原纸市场规模（销量）



资料来源：中国林产工业协会，wind，安信证券研究中心

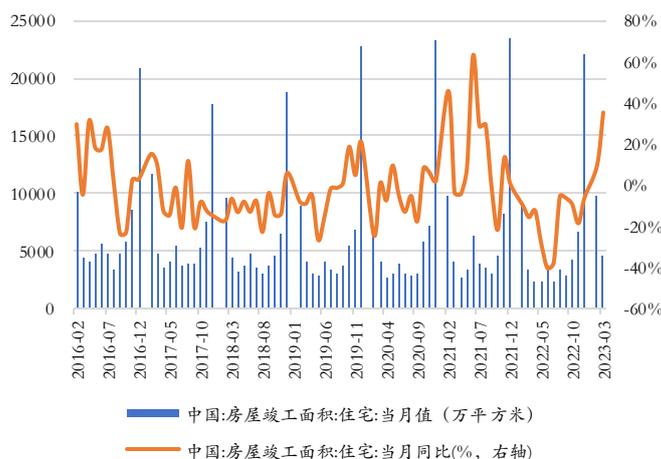
地产政策边际放松，竣工企稳回升带动家居需求回暖。2022年11月以来，地产宽信贷、保交付、保主体等托底政策陆续推出。地产维稳政策发力下，刚需住房需求有望获得支撑，当前竣工情况已开始回暖，有望带动下游家居需求回暖。2023年3月，我国房屋竣工面积累计值同比增长14.70%，呈现快速回升趋势。

图24. 房屋竣工面积与新开工面积累计同比增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

图25. 房屋住宅竣工面积当月值及当月同比增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

表5: 2022年11月以来地产托底政策梳理

| 发布时间 | 主题 | 主要内容 |
|--------------|---|--|
| 2022. 11. 1 | 交易商协会与房地产业协会联合召开民营房企座谈会 | 交易商协会、房地产业协会联合中债信用增进公司，召集 21 家民营房企召开座谈会，明确中债增将加大民营房企发债的支持力度。 |
| 2022. 11. 8 | “第二支箭”延期并扩容，支持民营企业债券融资再加力 | “第二支箭”由央行再贷款提供资金支持，委托专业机构按照市场化、法治化原则，通过担保增信、创设信用风险缓释凭证、直接购买债券等方式，支持民营企业发债融资。预计可支持约 2500 亿元民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容。 |
| 2022. 11. 12 | 中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展的通知》（金融 16 条） | 提及 16 条金融措施，从供需两端，到银行内部监管，贯彻党中央、国务院决策部署，坚持房住不炒的定位，落实房地产长效机制，因城施策；支持刚性和改善性住房需求，保持房地产融资合理适度，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展。 |
| 2022. 11. 21 | 人民银行、银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会 | 在推出的“保交楼”专项借款的基础上，央行将面向 6 家商业银行推出 2000 亿元“保交楼”贷款支持计划，为商业银行提供零成本资金，以鼓励其支持“保交楼”工作。 |

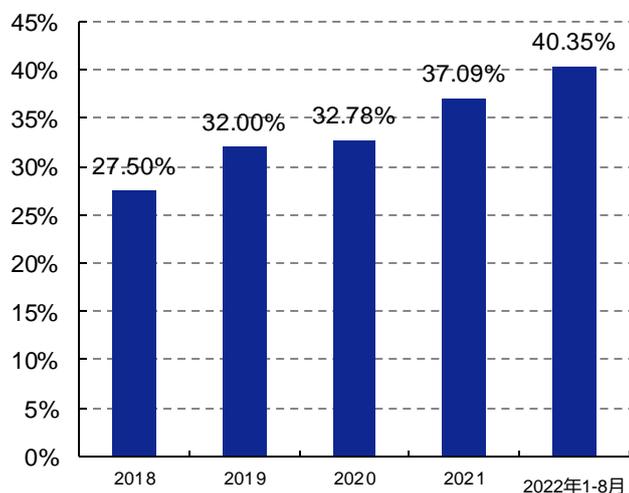
(“第一支箭”)

| | | |
|--------------|---|---|
| 2022. 11. 23 | “第二支箭”扩容首批民营房企落地 | 2022年11月23日，中债增进公司在民企债券融资支持工具（“第二支箭”）政策框架下，出具对龙湖集团、美的置业、金辉集团三家民营房企发债信用增函，拟首批分别支持三家企业发行20亿元、15亿元、12亿元中期票据，后续将根据企业需求提供持续增信发债服务。 |
| 2022. 11. 28 | 证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问（新五条“第三支箭”） | 1.恢复涉房上市公司并购重组及配套融资。2.恢复上市房企和涉房上市公司再融资。3.调整完善房地产企业境外市场上市政策。4.进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用。5.积极发挥私募股权投资基金作用。 |
| 2022. 12. 16 | 中央经济会议 | 有效防范化解重大经济金融风险：确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作；因城施策，支持刚性和改善性住房需求；坚持房住不炒定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。 |
| 2023. 1. 5 | 中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会 | 提出建立新发放首套住房个人住房贷款利率政策动态调整长效机制，允许地方政府按照因城施策原则，自主决定阶段性维持、下调或取消首套房商业性个人住房贷款利率下限。 |

资料来源：中国人民银行官网，证监会官网，中国银行间交易市场商协会官网，安信证券研究中心

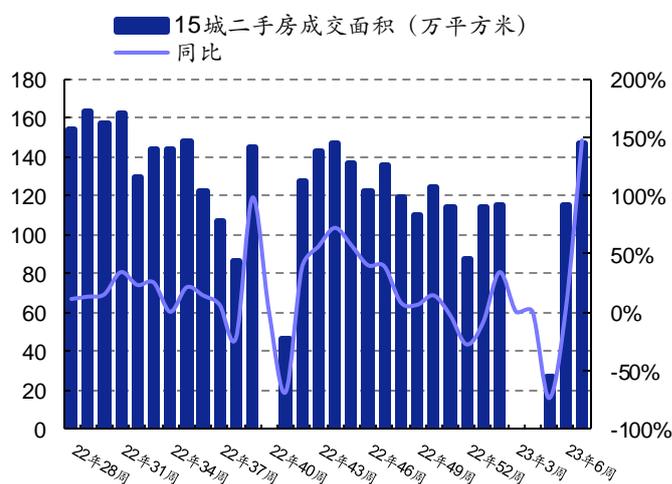
存量房重装、精装渗透率提升有望成为家居需求新驱动。我国新房住宅销售面积增幅趋缓，逐步靠近存量房时代。2005-2010年我国房地产处于高速发展时期，住宅销售套数CAGR为15.8%，以10-15年为翻新周期，2005-2010年所销售的住宅将产生翻新需求，有望带来庞大的存量翻新市场。根据中国装修协会和中装新网数据，2019年我国装修需求中，存量房占比为33.6%。在消费升级趋势下，国人对家居品质需求不断提高，驱动翻新周期缩短。同时，我国精装渗透率仍较低，根据奥维云网数据，2021年我国精装房渗透率达37%，与发达国家80%以上相比，仍有一倍以上提升空间。今年以来，多地出台政策，通过缩短二手房限售时间、取消或调整二手房指导价，促进二手住房流通，23年初二手房成交面积快速释放。

图26. 中国家装市场住宅供给精装占比



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

图27. 中国15城二手房交易量



资料来源：国家统计局，艾瑞咨询，安信证券研究中心

装饰原纸是终端产品的面子工程，下游对产品质量敏感度较高；成本占比较小，下游对价格敏感度较低。装饰原纸下游需进行浸胶、印刷、压板等后续工序，低端与中高端装饰原纸的质量差别较大，中高端装饰原纸能够有效降低下游厂家在印刷、浸胶等加工环节中的残次品率，节约生产成本。例如中高端装饰原纸耐磨性好，生产过程中不易断纸，成品率较高，浸渍速度较快。随着国内下游浸渍装饰纸生产商逐渐采用转速更快的先进印刷设备，对装饰原纸性能要求逐渐提高。同时，装饰原纸的作用类似于地基，制成的浸渍装饰纸贴附于家具表面，性能指标的高低会直接影响到最终的呈现效果，因此能够直接影响终端产品质量，是终端应用的面子工程，下游厂商与消费者对装饰原纸的质量敏感度较高。与低端产品相比，中高端装饰原纸在终端呈现的色彩表现力、耐晒度、清晰度、均匀度等性能更佳，印刷效果逼

真，最大程度避免印刷过程中出现的纹路模糊、露白、色度不均、褪色等缺陷。而且装饰原纸成本占比较小，下游对价格提升较不敏感。以华旺装饰原纸为例，华旺产品以中高端为主，根据华旺科技官网及公告，其装饰原纸定量为每平方米 50-120g，均价约 1 万元/吨。人造板双面铺贴装饰原纸，即每平方米人造板装饰原纸成本仅 1.0-2.4 元。根据百川盈孚，一张饰面人造板（2.98 平方米）价格为 53-140 元，测算装饰原纸成本在人造板价值中约占 5%。

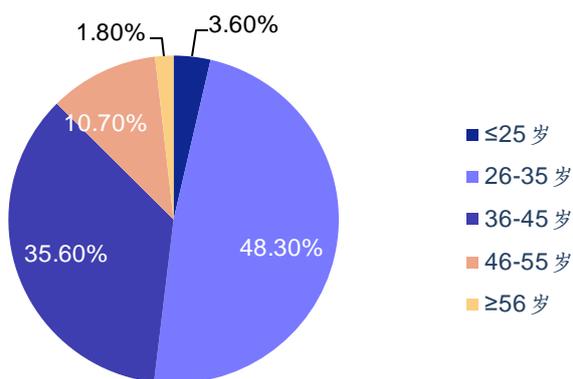
表6：装饰原纸技术指标及对制成品的影响

| 技术指标 | 低端产品 | 中高端产品 |
|---------|--|---------------------------------------|
| 平滑度和光泽度 | 平滑度和光泽度较差，生产出的装饰纸有色差 | 平滑度和光泽度较好，生产出的装饰纸纹理细腻、饱满，具有层次感，颜色覆盖率高 |
| 透气度、吸液性 | 吸水性低，吸胶量低，吸胶不均 | 吸水性好，吸胶均匀 |
| 均一性 | 均一性差，生产出的装饰纸色彩表现力差（有色点、瑕疵、色差，色彩匀度差、色彩对比度差），表面鼓泡分层、开裂 | 均一性较好，生产出的装饰纸色彩表现力好，质量稳定 |
| pH 值 | pH 值较低且不平衡，纸质脆、易返黄；浸渍纸贮存期较短，压贴产品质量较差 | 中性偏碱性，吸水性佳 |
| 干湿强度 | 干湿强度较小，耐磨性差，易断纸，浸渍速度慢 | 具备一定的干湿强度，抗张强度大，耐磨性好，浸渍速度快 |
| 水分和热稳定性 | 含水率偏低，会产生气孔；含水率偏高，会增加浸渍干燥的负荷和生产成本 | 含水率适当 |
| 加填钛白粉 | 不加填，耐候性（耐光性、光稳定性、耐晒性）差，遮盖力差 | 加填，耐候性（耐光性、光稳定性、耐晒性）较好，遮盖力较好 |

资料来源：《我国人造板饰面装饰纸的发展及质量影响因素》，安信证券研究中心

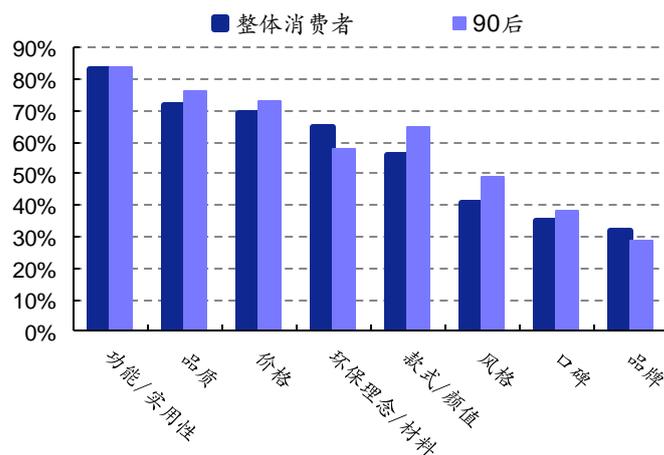
家居消费群体年轻化，对颜值、风格多样性要求提升，下游家居龙头提质升级，倒逼装饰原纸中高端化升级。终端需求方面，家居消费人群逐渐年轻化，新消费群体更加关注家具家装的颜值、风格，对设计风格多样的需求更高，倒逼家居企业提高产品颜值、丰富产品风格，提升对上游装饰原纸的质量、产品丰富度的要求。同时，下游家居行业增速的放缓加剧了市场竞争，家居行业集中度较低，龙头公司着力于提质以抢占中小企业的市占率，驱动装饰原纸向高端化升级。

图28. 家具家装消费人群分布



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

图29. 中国用户挑选家具家装的关注点



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

中高端升级动能充足，中高端渗透率存提升空间。装饰原纸重要应用领域定制家居对品质与定制化的要求较高，行业持续增长加速中高端装饰原纸需求。下游对产品质量敏感度高，对价格敏感度较低，使得升级更加顺畅。我国装饰原纸中高端渗透率较高，但相比 100% 为中高端装饰原纸的欧美市场，仍有增长空间。行业中高端龙头华旺、夏王产能持续扩张，中低端龙头齐峰新材新扩产项目也向中高端升级，预计中高端渗透率将持续提升。

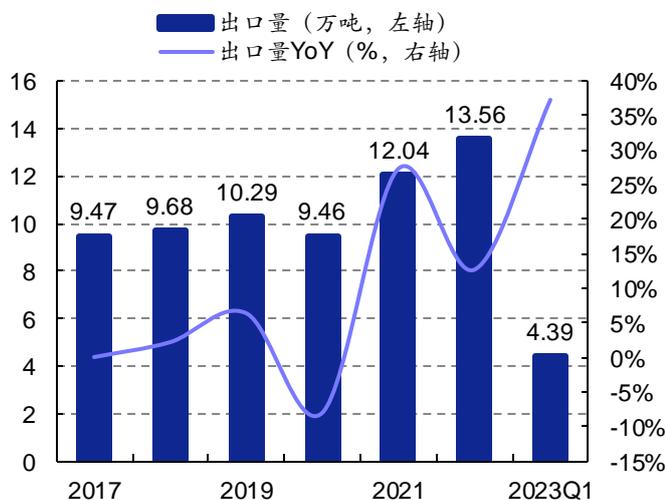
表7: 装饰原纸行业中高端产能扩张

| 公司 | 项目 | 总投资额 (亿元) | 投产时间 | 项目情况 |
|------|---------------------------------------|--------------------------|--------------------------------------|--|
| 华旺科技 | 年产 18 万吨特种纸生产线扩建项目 (一期 8 万吨装饰原纸项目) | 7 亿元 | 2023 年 9 月 | 截至 2022 年末, 建设进度为 26.63% |
| 夏王纸业 | 7 万吨装饰原纸扩建项目 | - | 2021 年底 | 将在 22-23 年集中释放 |
| 阳光王子 | 年产 24 万吨高端装饰原纸项目 | 20 亿元 | - | 2020-2021 年进行环评公示 |
| 齐峰新材 | 年产 20 万吨装饰原纸特种纸项目 | 15 亿元(其中一期 为 7.56 亿元) | 建设期为 2 年, 截至 23Q1 末资 金投入比例为 0.27% | 该项目计划进一步提升高端装饰原 纸产品竞争力, 巩固和提升广东、 广西等南方市场份额; 2023 年 3 月 6 日拟定增募资 4-6 亿元投入项目建设, 截至 2023 年 5 月 24 日增发已获准 |

资料来源: 各公司公告、官网, 安信证券研究中心

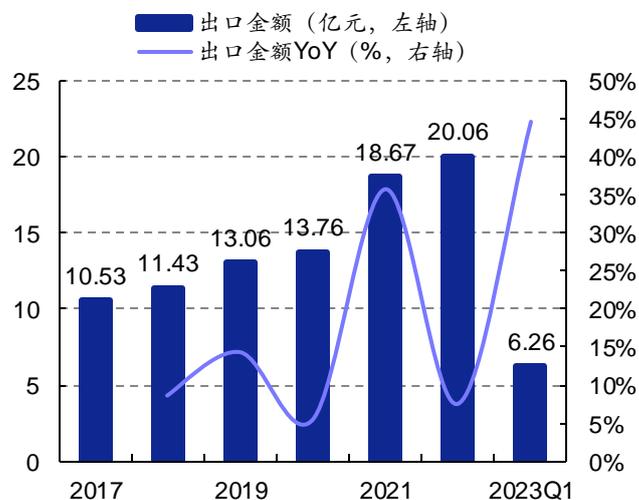
国内先进厂商达到世界领先水平, 实现从国产替代到向外出口。装饰原纸起源于欧美国家, 早期我国装饰原纸行业较落后, 主要由欧美国家进口。2000 年后, 随着装饰原纸产业迅速发展, 国内装饰原纸企业迅速崛起。21 世纪初, 国内一批掌握核心技术的企业借鉴国外先进经验, 迅速发展壮大, 逐步实现国产替代, 国产化率达较高水平。目前我国已成为全球装饰原纸的主要生产国之一, 华旺等国内先进龙头已跻身全球一流水平, 开始反向出口。2022 年我国装饰原纸出口量达 13.56 万吨, 同比增长 12.63%, 出口金额达 20.60 亿元, 同比增长 7.46%。装饰原纸国内市场相对有限, 海外市场能够贡献可观增量需求。且不同于大宗纸, 装饰原纸技术含量较高, 对定制化等服务要求高, 同质化程度低, 海外市场全球化程度高, 我们认为海外市场开拓有望打开国内装饰原纸龙头的成长空间。

图30. 我国装饰原纸出口量及增速



资料来源: 海关总署, 安信证券研究中心

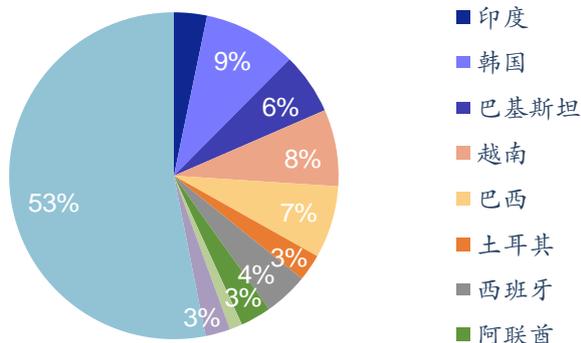
图31. 我国装饰原纸出口金额及增速



资料来源: 海关总署, 安信证券研究中心

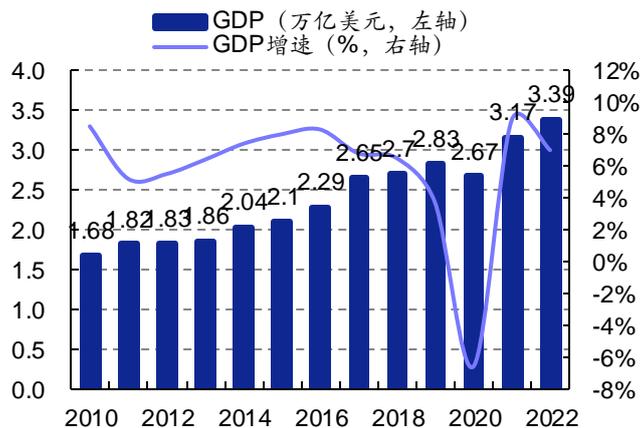
受益较高的经济增速, 装饰原纸主要出口地区东南亚量价齐升。我国装饰原纸对东南亚具备技术优势, 目前东南亚为主要出口地区。东南亚市场空间广阔, 印度等新兴东南亚国家经济高速增长, 国民生活水平不断提高, 东南亚国家城镇化水平不断提升, 住房改善需求的持续增长带动家居需求快速增长。以印度为例, 2022 年印度 GDP 增速达 7.00%, 家具市场总收入达 37.61 亿美元, 同比增长 11.93%。同时, 东南亚地区人均可支配收入快速增长, 消费升级趋势带动中高端装饰原纸需求持续增长, 出口东南亚均价持续上升。

图32. 2022年我国装饰原纸出口地区占比



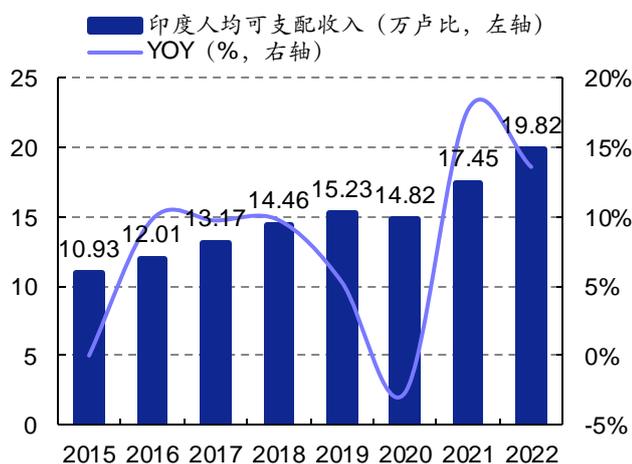
资料来源：海关总署，安信证券研究中心

图33. 印度 GDP 及增速



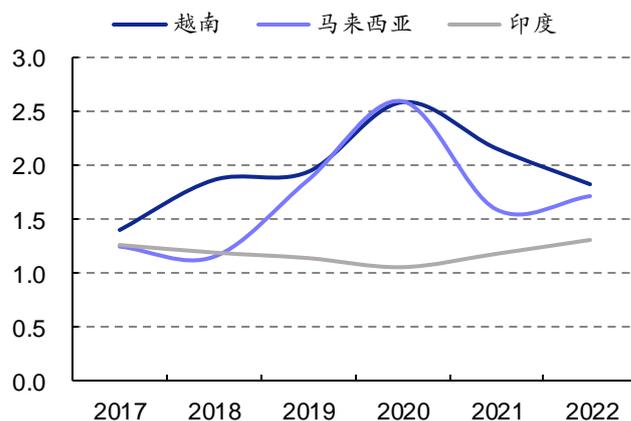
资料来源：世界银行，安信证券研究中心

图34. 印度人均可支配收入及增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

图35. 装饰原纸出口东南亚均价 (万元/吨)



资料来源：海关总署，安信证券研究中心

国内产能相对欧洲性价比优势逐步凸显，有望持续开拓欧洲市场。欧洲特种纸行业领先，目前我国装饰原纸出口中欧洲市场占比较小。2022年，欧洲市场受到俄乌冲突、能源危机扰动，面临能源及原材料短缺及价格大幅上涨的压力，同时受到罢工影响而减产，我国装饰原纸龙头凭借成本具备优势、供应稳定、质量优异，22年欧洲出口量增速提升至79.34%，2021-2022年装饰原纸出口欧洲市场占比提升5.98pct至16.00%。近年欧洲产能制造成本居高不下，技术更新动力不足，伴随我国产能技术进步，装饰原纸性价比优势持续凸显，欧洲出口有望持续增长。具体来看，装饰原纸成本主要包括原材料木浆、化工品钛白粉、能源以及人工。木浆销售为全球市场，国内外成本差异较小。我国为钛白粉生产大国，钛白粉成本相比海外具备优势。同时，国内能源、人工成本低于欧洲。因此国内产能在能源、化工品、人工具备成本优势，国内装饰原纸成本主要为原材料（占比约80%），而欧美产能其他成本较高，原材料占比约50%。

图36. 全球装饰原纸龙头奥斯龙明士克成本结构（2022年）

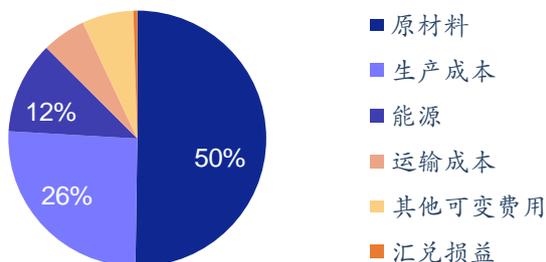
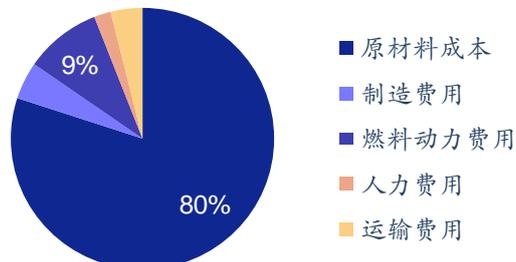


图37. 华旺科技成本结构（2022年）



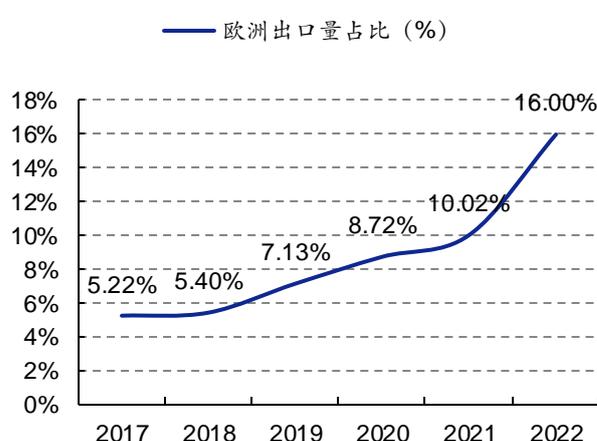
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图38. 我国装饰原纸出口欧洲销量及增速



图39. 装饰原纸出口欧洲地区占比



资料来源：海关总署，安信证券研究中心

资料来源：海关总署，安信证券研究中心

图40. 海内外装饰原纸龙头对比

| 公司名称 | 简介 | 主要产品 | 销售地区 |
|-----------------------------------|---|---|------------------------------------|
| 海外龙头 奥斯龙明士克 (Ahlstrom-Munksjö) | 于1851年成立，总部位于芬兰，2017年与瑞典特种纸公司Munksjö合并成为Ahlstrom-Munksjö，为全球特种纸龙头，各细分种类均排名世界前5；2021年装饰原纸营收为4.42亿欧元，在全球排2-4名 | 主营5大系列产品：滤纸及功能用纸、高级用纸、工业用纸、食品包装和技术用纸、装饰原纸 | 覆盖欧洲、北美、南美、亚洲的14个国家 |
| 科勒 (Koehler Paper) | 于1807年成立，总部位于德国，为全球特种纸龙头，总产能为50万吨，并开始布局可再生能源业务 | 装饰原纸、热敏纸、柔性包装纸、无碳复写纸、文化纸、热转印纸等 | 覆盖120多个国家 |
| 国内龙头 华旺科技 | 于2009年成立，位于杭州，为国内中高端装饰原纸龙头，拥有27万吨装饰原纸产能 | 主营中高端装饰原纸，包括可印刷装饰原纸、素色装饰原纸 | 主要为内销，外销占比约14%，主要出口印度、韩国、伊朗等国家 |
| 夏王纸业 | 于2004年成立，位于杭州，为德国夏特装饰纸股份公司和仙鹤股份的合资企业，为全球中高端装饰原纸龙头，拥有约32万吨装饰原纸产能 | 主营中高端装饰原纸，主要用于地板装饰、家居装饰、厨具装饰 | 内销占比较高，外销占比约40%，主要销往东南亚、澳洲、美洲及欧洲等地 |

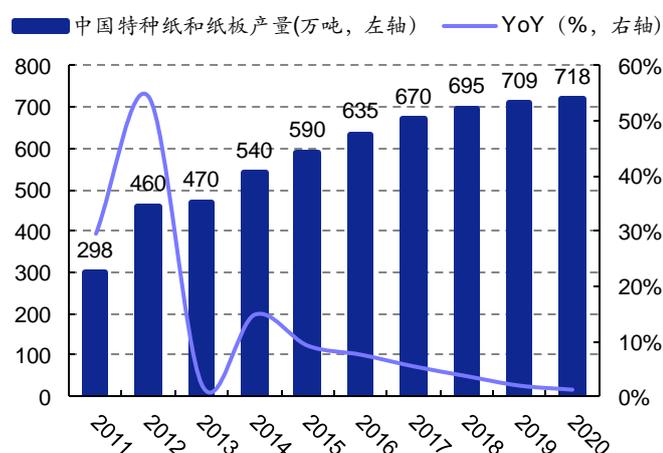


资料来源：各公司官网、公告，安信证券研究中心

2.2. 食品与医疗包装用纸大有可为，市场迅速扩容

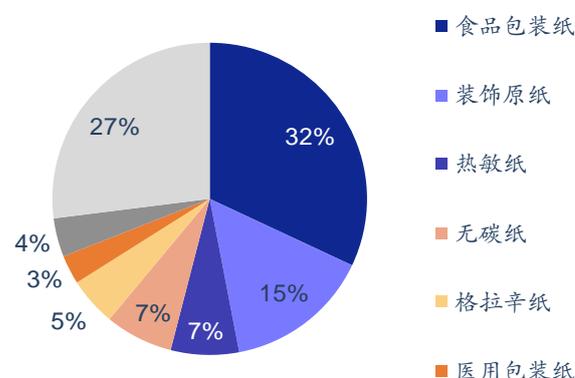
其他特种纸品类市场空间达600万吨以上，医疗、食品包装用纸等大消费品类需求增速较高。我国特种纸种类繁多，共十几种细分品类。各细分品类的应用领域、下游行业各异，主要覆盖特种包装、建筑、商务交流、标签、印刷、烟草、工业共7个应用领域，涵盖食品饮料、医药、烟草、印刷、物流、家居、通信等行业，不同品类市场规模、景气度各异。2020年我国特种纸产量达718万吨，装饰原纸市场规模仅占总特种纸市场的15%，其他特种纸品类仍有约610万吨的市场规模。其中，食品特种包装、装饰原纸市场规模较大，2020年占比分别为32%、15%，医疗、食品包装用纸等大消费品类受益下游高景气及利好政策，市场需求增速较高。

图41. 中国特种纸市场规模



资料来源：中国造纸协会，中国造纸年鉴，安信证券研究中心

图42. 我国特种纸细分品类产量占比 (2020年)



资料来源：恒达新材招股书，安信证券研究中心

限塑令趋严，以纸代塑为食品与医疗包装用纸领域大趋势，增长空间有望持续打开。全球限塑进程稳步推进，2018年以来限塑令在欧盟、美国、英国、日本、澳大利亚、印度等全球主要国家迅速开展。我国限塑令亦全面升级，国家发改委于2020年发布新版限塑令《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，在更多行业领域、更大城市范围限制塑料制品的使用，同时大力推广纸袋等替代品的使用。在食品包装方面，意见分为三步走，逐步扩大塑料吸管、塑料餐盒、塑料袋等不可降解塑料制品的限制区域，餐纸盒、面碗纸、纸杯纸、纸袋、纸吸管等替代品市场空间有望持续打开。医疗包装方面，2020年实施的《一次性使用无菌注射器》及2021年实施的《一次性使用输液器重力输液式》，均要求采用环氧乙烷灭菌时，初包装应至少采用一面具有透气功能的材料包装，透析纸的渗透率有望持续提升。随着限塑令趋严，食品及医疗包装用纸等纸替代品有望持续扩容。

表8: 新旧限塑令对比

| | 旧版限塑令 | 新版限塑令 |
|----------|--------------------------------|--|
| 发布时间 | 2008 | 2020 |
| 限制范围 | 仅禁止使用厚度小于0.025毫米的超薄塑料袋 | 涉及物流、餐饮、酒店、电商、外卖等多个行业，以及不可降解一次性塑料吸管与餐具、宾馆酒店一次性塑料用品、不可降解塑料袋、快递塑料包装等多种类塑料制品 |
| 限制手段 | 使用税收与收费模式调控塑料袋的生产、销售和使用，手段较为温和 | 明确禁止生产销售超薄塑料购物袋、超薄聚乙烯农用地膜、一次性发泡塑料餐具、一次性塑料棉签、含塑料微珠的日化产品等塑料制品；逐步限制并最终禁止不可降解塑料袋、塑料餐具、旅店塑料用品与快递塑料包装，监管力度更加严格坚决 |
| 相关替代产业政策 | 指导、支持废塑料回收企业；支持废塑料处置技术研发 | 明确鼓励推广环保纸袋、布袋等非塑料制品的生产与使用；加大对符合标准绿色产品的政府采购力度；开展绿色供应链建设、新产品新模式的推广；加大可降解材料技术攻关 |
| 监管实施进程 | 仅规定从2008年6月1日起实施，未规定具体实施阶段及目标 | 要求结合各地区各领域实际情况有序推进。明确由2020年底到2022年底，再到2025年底，由发达地区向地级、县级逐次推进限制政策的 |

方针

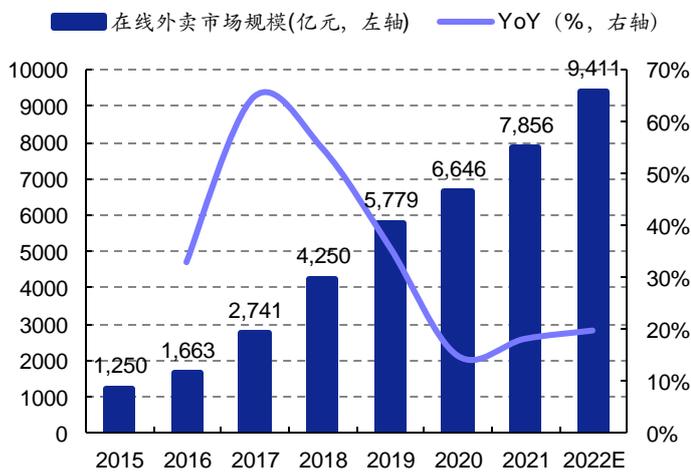
相关立法 仅依据《产品质量法》监管违规塑料袋产品

要求推进相关法律法规修订，适时更新发布塑料制品禁限目录；从限塑品种、质量规格、再生塑料用途、绿色管理评价体系等多方面健全法规制度与标准；探索建立失信惩戒方案

资料来源：国务院办公厅、发改委，安信证券研究中心

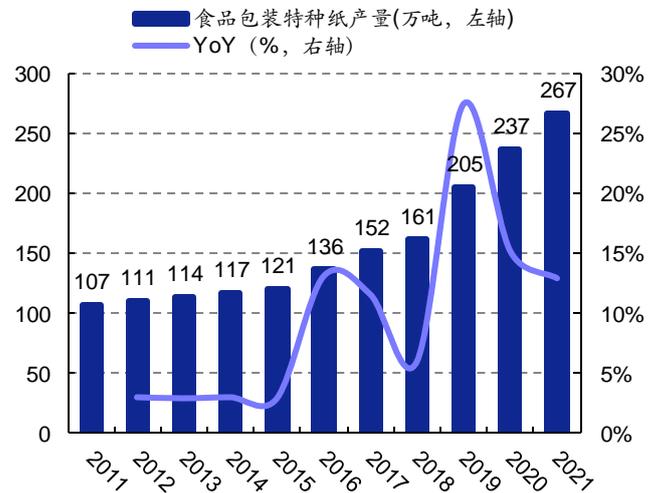
下游餐饮行业景气度较高，驱动食品包装原纸需求快速增长。食品包装纸按功能用途可分为容器类包装纸和非容器类包装纸，容器类包装纸包括纸杯纸、纸碗纸、牛奶盒等；非容器类包装纸主要包括牛皮纸、防油纸、铝箔衬纸、蒸笼纸、烘焙纸、吸水纸等。我国外卖、快餐、休闲食品、茶饮、方便面等下游食品行业蓬勃发展，驱动食品包装需求快速增长。以外卖行业为例，2011-2021年我国外卖行业市场规模以43.19%的CAGR从217亿元增长至7856亿元。2021年食品包装用纸产量达267万吨，同比增长12.90%。食品下游有望维持较快增速，驱动食品包装需求持续增长。以茶饮行业为例，根据沙利文数据，2019-2025年中国咖啡店市场规模预计将以27%的CAGR自500亿元增长至2107亿元。

图43. 在线外卖市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询，安信证券研究中心

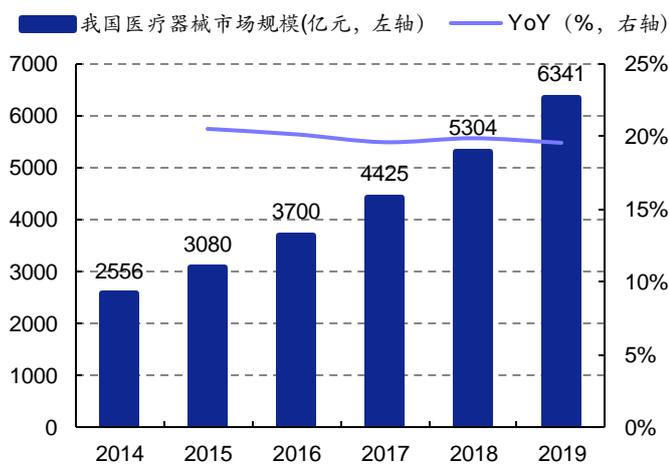
图44. 食品包装特种纸产量及增速



资料来源：恒达新材招股书，安信证券研究中心

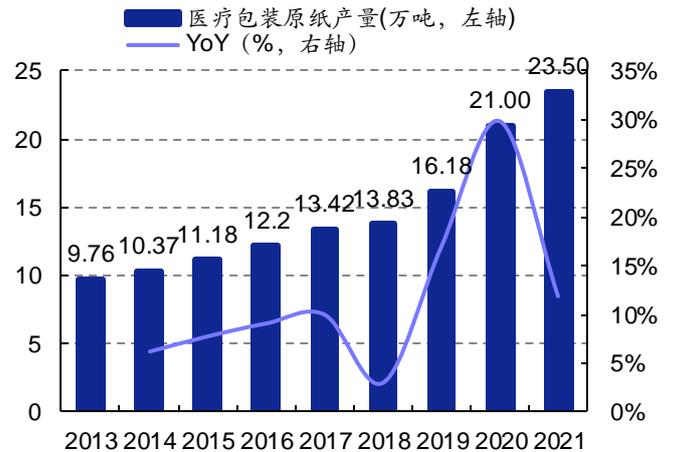
医疗器械持续扩容，包装模式变革推动渗透率提升，医疗包装用纸市场存较大增长潜力。医疗包装原纸包括透析纸和非透析性医疗包装原纸，分别应用于最终灭菌医疗耗材及器械的透析性包装面、非透析性包装面。下游需求方面，随着我国医疗水平日益提升、人口老龄化程度加深，居民医疗消费持续增长，医疗器械及医用敷料行业规模快速增长，持续驱动医疗包装需求增长。2014-2019年我国医疗器械市场规模由2556亿元增长至6341亿元，CAGR为19.93%。2021年我国医疗包装用纸产量达23.50万吨，同比增长11.90%。此外，最终灭菌的包装模式变革使医疗包装原纸渗透率持续提升。最终灭菌是一种更加充分、更加安全的灭菌模式，使用的包装材料必须包含医疗级透析纸等透气材料，替代传统灭菌方式使用的PE、PP等塑料包装。美国、欧洲等医疗体系较健全的地区已建立了成熟的最终灭菌包装管理体系，我国尚未将最终灭菌包装纳入医疗器械的范畴进行监管，但已逐步制定相关标准，如2020年11月实施的注射器以及2021年4月实施的输液器标准要求包装应至少一面使用如透析纸具有透气功能的材料。

图45. 医疗器械市场规模及增速



资料来源：中国医疗器械蓝皮书，安信证券研究中心

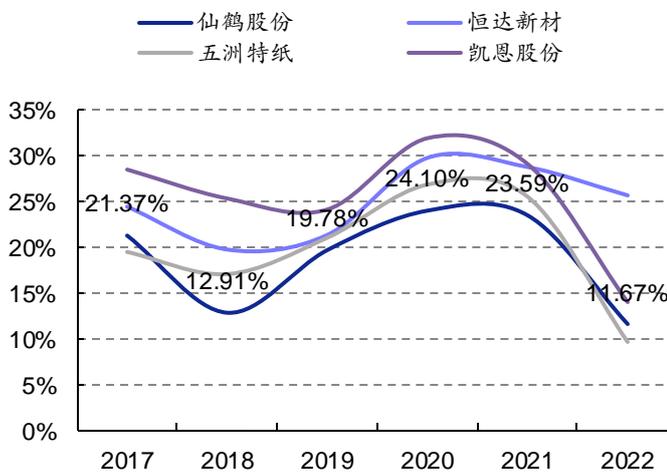
图46. 医疗包装原纸市场规模及增速



资料来源：恒达新材招股书，前瞻市场研究院，安信证券研究中心

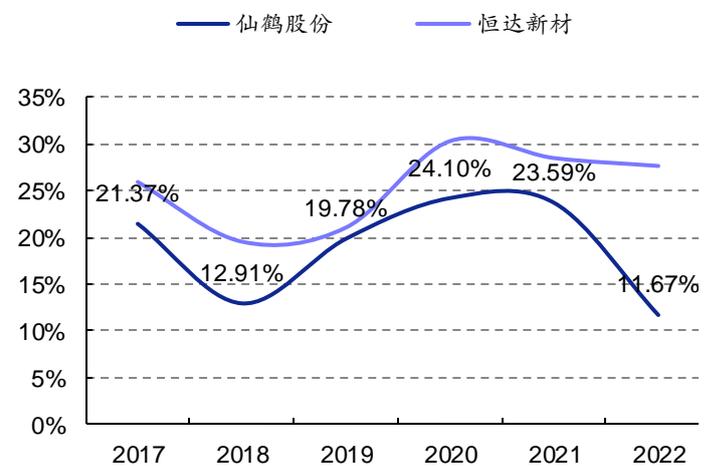
得益于需求旺盛、客户粘性较强，医疗与食品包装用纸品类盈利能力较强。医疗与食品包装用纸得益于大消费下游行业景气度较高，需求旺盛，以及客户粘性较强，盈利能力较强，特种纸龙头的医疗与食品包装业务盈利表现普遍较好，2021年各龙头医疗与食品包装业务毛利率处于23%-30%的区间。22年浆价高企、宏观经济景气不佳，行业盈利能力短期承压达历史低点，毛利率处于10%-15%区间。

图47. 特种纸龙头食品包装用纸业务毛利率



资料来源：wind，安信证券研究中心（注：仙鹤股份数据为食品与医疗包装用纸毛利率；恒达新材数据为22H1毛利率）

图48. 特种纸龙头医疗包装用纸业务毛利率

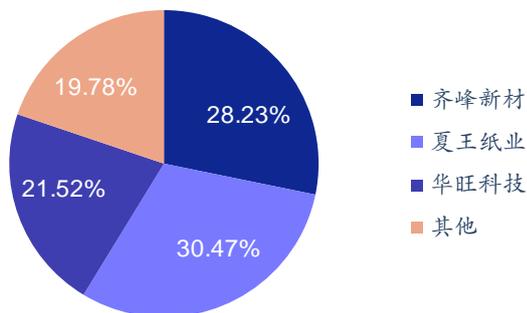


资料来源：wind，安信证券研究中心（注：仙鹤股份数据为食品与医疗包装用纸毛利率；恒达新材数据为22H1毛利率）

2.3. 行业格局持续优化，中高端市场供需关系良好

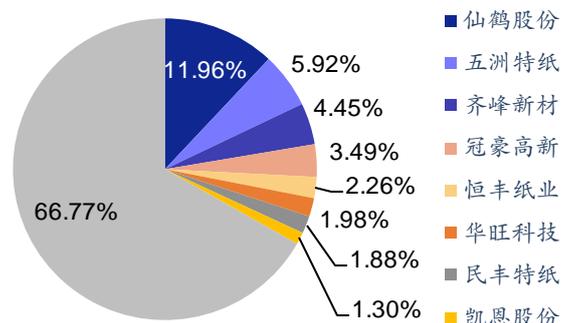
装饰原纸竞争格局优异，CR3为80%。相比于其他特种纸品类，装饰原纸行业拥有较高的技术壁垒，尤其是中高端领域对产品指标以及更新能力有较高要求。我国装饰原纸企业共20多家，多数生产规模较小。目前行业内专业人才较短缺，经验丰富的生产技术人员基本集中在大型企业，中小产能较难在技术、生产能力上实现超越。2020-2022年伴随华旺、夏王产能扩张，装饰原纸CR3自65.56%增长至80.22%，远高于特种纸总体集中度。目前装饰原纸行业高端化升级利好中高端龙头，华旺与夏王持续扩张产能。

图49. 装饰原纸行业集中度 (2022 年)



资料来源: 各公司公告, 中国林产工业协会, 安信证券研究中心测算

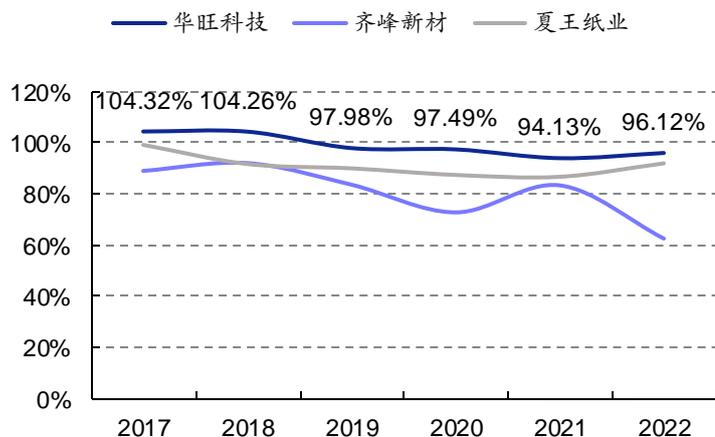
图50. 特种纸行业集中度 (2020 年)



资料来源: 中国造纸协会, 中国造纸年鉴, 各公司公告, 安信证券研究中心测算

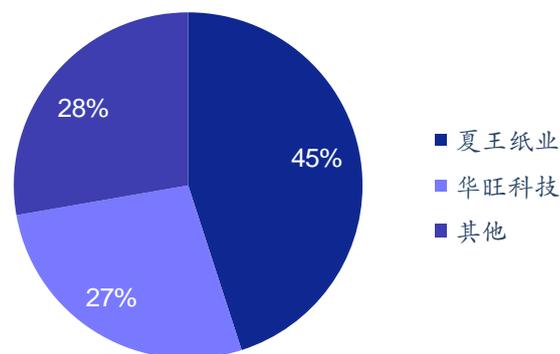
中高端市场 CR2 为 72%，供需格局较优，龙头议价能力较强。华旺、仙鹤的合营子公司夏王纸业中高端产品占比较高，均价在 1 万元/吨以上。中高端市场 CR2 达 72%，竞争格局较优。且中高端供给有限，华旺、夏王产能利用率维持高位。因此中高端龙头议价能力较强，协同性较强，对产品价格形成有力支撑。

图51. 装饰原纸龙头产能利用率



资料来源: 各公司公告, 安信证券研究中心 (注: 根据华旺、夏王实际扩产情况, 测算华旺 21、22 年产能分别为 25 万吨, 22 年夏王产能为 35 万吨)

图52. 中高端装饰原纸市场集中度 (2022 年)



资料来源: 各公司公告, 中国林产工业协会, 安信证券研究中心测算

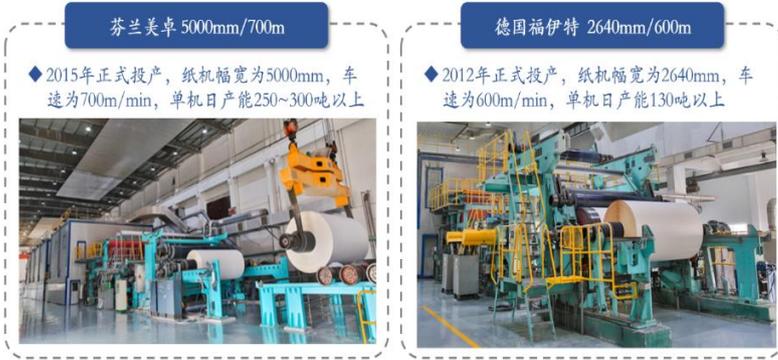
3. 产品品质+成本管控领先，产能、品类、市场持续拓展

3.1. 领先技术筑造护城河，中高端品质形成强客户粘性

先进设备与领先工艺共筑国际领先技术，中高端产品制造能力筑护城河。不同于大宗纸，中高端装饰原纸技术门槛较高，需要企业同时具备先进设备和成熟工艺。华旺积极引进海外先进技术，与国内外院校合作。华旺 2009 年与欧洲工程工艺建设院建立合作关系，引进欧洲装饰原纸技术理念，并打造全球先进的装饰原纸实验室，使装饰原纸生产工艺与技术与欧洲保持同步。经过二十余年的生产工艺与技术积累，华旺装饰原纸生产技术已达国际先进水平，成为国家级高新技术企业，拥有“省级高新技术企业研究开发中心”、“博士后工作站”，以及多项自主研发的领先技术专利。硬件方面，华旺拥有自全球领先造纸设备企业芬兰美卓和德国福伊特采购的先进设备以及多条全球先进装饰原纸生产线。华旺装饰原纸生产线技术控制节点达 5000 多个，对精细化管理能力要求高，且华旺生产模块的定制化技术指标具有不可

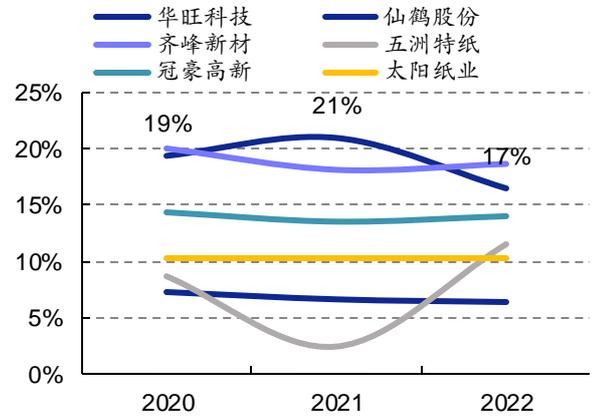
复制性。软件方面，华旺组建了专业研发和生产团队，拥有设备调试、工艺研发、工艺设计等多个环节的专家和技术人才。2022年华旺研发人员达193人，数量占比为16.51%，处于行业高位。

图53. 华旺科技先进生产设备



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图54. 华旺科技于可比公司研发人员数量占比



资料来源：wind，安信证券研究中心

表9：华旺科技核心生产工艺

| 核心技术（生产工艺） | 主要内容 |
|------------|---|
| 高速浸胶专用 | 增强装饰原纸的快速吸胶能力，以适应下游 转速更快 的浸胶设备 |
| 低油墨耗用型 | 使 油墨耗用量 一定程度降低，从而节约下游浸渍装饰纸生产企业的加工成本 |
| 数码打印专用 | 与传统印刷技术相比，拥有 个性化、色彩鲜艳、高精度、图像细腻 等诸多优势 |
| 高强抗剖层分离 | 有效 解决 普通装饰原纸高温高压下 易剖层分离 的问题 |
| 耐弯曲成型 | 提高装饰原纸浸胶后的柔软度， 解决 普通装饰原纸应用在凹凸门木板时 易开裂 的问题 |
| 高形稳性 | 通过优化浆料和辅料配比， 减少针叶浆用量 ，提高形稳性，使得在装饰原纸表面印刷的图案不易变形 |
| 超细硅酸铝加填法 | 能够在一定程度上 降低钛白粉 的添加比例 |
| 同步对纹印刷专用纸 | 使印刷后的装饰纸能够满足 同步对纹 的质量要求 |
| 素色印刷专用纸 | 应用于高压和低压行业，颜色选择范围广，质量稳定，其中彩色素色系列 填补了 国产 高档彩色素色纸 的空白 |

资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

中高端以及多品种、定制化生产能力打造核心竞争力。华旺中高端产品质量优异主要体现在于耐晒度、耐磨度、匀度、伸缩率、渗透性等指标表现优良，使得产品 1) 质地均匀、质量稳定，在高速印刷与浸胶时不易张裂；2) 渗透性较强，印刷时吸收油墨能力强，色彩鲜艳；3) 遮盖力较强，对人造板基材的遮盖效果良好。同时，华旺是少数既能提供高性能装饰原纸，又具备多品种、定制化生产的企业之一。华旺立足装饰原纸行业的创新前沿，研发项目紧跟装饰原纸行业最新的发展动态与市场需求，新品更迭速度优异，同时能够贴近客户需求开发定制化产品，产品矩阵丰富。针对下游需求，华旺研发出同步对纹印刷专用纸、珠光粉印刷专用纸以及素色印刷专用纸等多种高端品类。截至 2022 年 12 月末，华旺拥有可定制化生产品种达 400 余种，并针对市场需求开发耐燃素色纸开发项目、高耐晒高印刷性能装饰原纸项目、低定量高强度低透气度素色纸等在研项目。

表10：华旺科技部分产品

| 种类 | 特点 | 定量 | 颜色 |
|----------|---|------------------------|----------------------|
| 印刷原纸 | 拥有良好的表面性能，适用于凹版水性油墨印刷， 印品纹理清晰，立体感强 ；拥有很好的吸胶性和强度，能够满足浸胶稳定生产的要求；可根据客户的特殊要求进行 颜色开发 | 50~120g/m ² | 白色系列，黄色系列，棕色系列，黑灰色系列 |
| 同步对花印刷原纸 | 通过对原纸伸缩率的严格控制（目标值±0.1%；对角度≤1mm），使印刷后的装饰纸能够 满足同步对花 的质量要求 | 70~80g/m ² | 白色系列，黄色系列，棕色系列，黑灰色系列 |
| 喷涂印刷原纸 | 具备另外特殊的理化性能，使其能满足装饰原纸在浸胶过程中表面涂布 A1203 的要求 | 70~85g/m ² | 白色系列，黄色系列，棕色系列，黑灰色系列 |
| 素色纸 | 可应用于高压和低压行业； 吸胶速度快，强度高 ，浸胶时运行性能良 | 50~120g/m ² | 白色系列，黄色系列，棕色系 |

好；颜色选择范围广；质量稳定

列，黑灰色系列，彩色系列

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

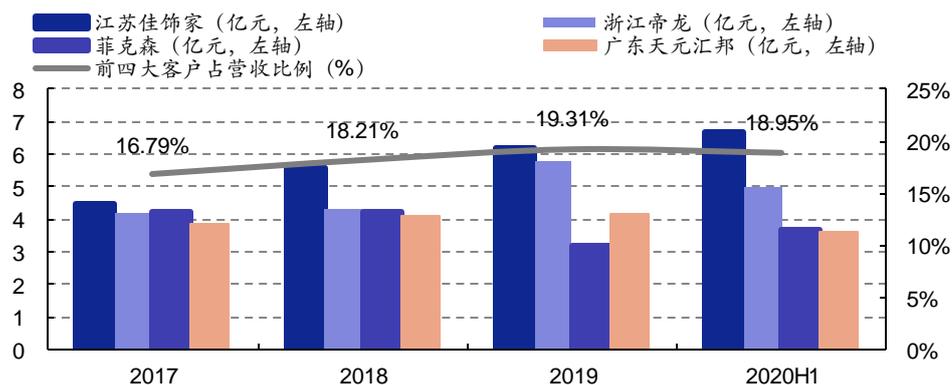
借助区位优势打造快速响应需求机制，加强客户粘性。华旺的主要客户为下游装饰纸龙头，为欧派家居、索菲亚、圣象等高端家居品牌客户供应装饰纸等产品。华旺终端客户及直接下游客户对装饰原纸质量及稳定性要求高，凭借中高端产品生产能力，华旺下游客户粘较强，大客户收入占比稳定。此外，华旺位于杭州市临安区，是国内最大的装饰纸生产地之一，被评为“中国装饰纸之都”。根据临安区政府，2020年临安区共有复合装饰材料相关产业链企业85家。借助地理优势，华旺通过“智造+服务”为客户提供量身定制的一站式服务，建立快速响应机制，提前锁定需求，加强客户粘性。

表11：华旺科技主要客户

| | 天元汇邦 | 帝龙新材 | 佳饰家 |
|----------|--|--|---|
| 产品 | 装饰纸、三聚氰胺浸渍纸、转印贴花纸、移画印花纸、PU纸、金属用转移印膜、家具封边条等 | 装饰纸(包括装饰纸和浸渍胶膜纸)、高性能装饰板、PVC装饰彩膜(PVC家具膜和PVC地板膜) | 印刷装饰纸、浸渍胶膜纸、塑胶地板彩印膜、HPL耐火片材、装饰浸渍纸复合科技木等 |
| 主要合作伙伴 | 索菲亚家居、圣象集团、欧派家居、尚品宅配、维意定制等知名家具品牌 | 欧派家居、全友家私等知名家具品牌，万科集团、富力集团、龙湖集团等知名房地产集团 | 志邦家居、兔宝宝、圣象、好莱客、尚品宅配等众多国内外知名品牌 |
| 产能 | 年产1.4万吨高档印刷装饰纸 | 年产3.5万吨装饰纸 | / |
| 装饰纸印刷线数量 | 24条 | 18条 | / |
| 发明授权专利 | 近30项 | 15项 | / |
| 海外布局 | 欧洲、中东、南美洲共30多个国家 | 美国、意大利、马来西亚、印度、中东地区等20多个国家 | / |

资料来源：各公司官网、公告，安信证券研究中心

图55. 华旺科技主要客户销售额与占比



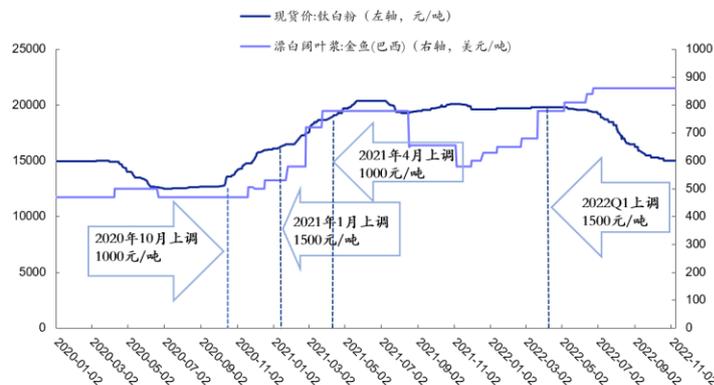
资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

华旺产品均价较高、成本向下游传导较顺畅，抗周期能力较强。华旺中高端产品占比较高，均价高于齐峰新材。同时，华旺受益于中高端市场优异的行业格局，华旺产品均价较高，并且对下游具有较强的产品议价能力，具备较强的抗周期能力，体现于在浆价上涨时提价落地效果较好，在浆价下跌或需求疲弱时降价幅度较小且相对滞后。2021Q3浆价下行时行业均价下降约1000-1500元/吨，以及2022Q2疫情致需求疲弱时行业均价普遍有所下降，华旺降价幅度较小或不降价，价格保持相对稳定。2020年末浆价上涨，华旺于2021年1月提价1500元/吨；2022年底浆价大幅上涨至100%历史高位，华旺于2022Q1提价1500元/吨，2022Q3浆价持续高位震荡，华旺在推出新品时有所提价。随着行业持续高端化升级，华旺持续优化

产品结构，积极拓展高端市场价值客户，提升定制化产品占比，同时通过扩张产能增加产品种类，增强定制化能力，中高端市场占有率稳步提升。

图56. 华旺科技与可比公司装饰原纸均价（元/吨）

图57. 华旺科技产品提价情况



资料来源：各公司公告，安信证券研究中心

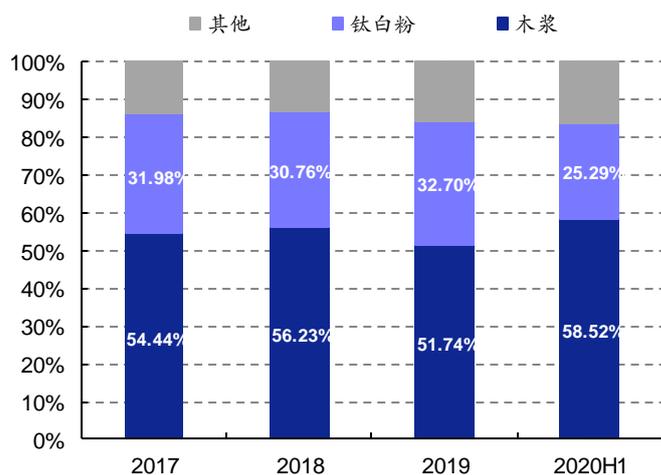
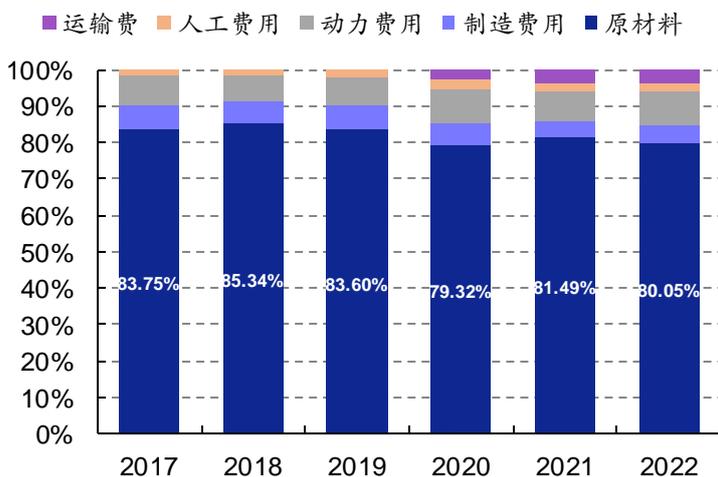
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2. 精细化管理能力优异，成本管控优势显著

华旺盈利能力受原材料木浆、钛白粉价格波动影响。装饰原纸的原材料成本占比高，华旺原材料占比约80%，主要为木浆和钛白粉，在原材料中的占比分别约50%、30%。因此原材料价格波动对装饰原纸企业盈利能力影响较大，华旺的盈利能力与浆价反向变动，但有一定的滞后性。

图58. 华旺科技装饰原纸成本构成

图59. 华旺科技采购总额中木浆、钛白粉占比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

一体化布局上游木浆贸易业务，放大规模效应，强化原材料低价备库能力，一定程度降低原材料波动风险。华旺与海外领先木浆供应商 SUZANO 和 FIBRIA 合作关系稳固，通过子公司华锦进出口和 GW 向上游延伸至木浆贸易业务，于 2017 年并入体内。华旺长期进行原材料库存管理，通过长期采购规划及低价补库策略降低原材料价格波动风险，一体化布局能够增强华旺木浆供应稳定性，放大规模效应，提高木浆采购灵活性，有利于增强华旺对木浆市场的分析和预测能力，强化原材料低价备库能力。2017-2019 年华旺钛白粉采购价低于市场均价，木浆采购价低于可比公司采购价。2021 年末木浆价格开始上行，2022 年浆价持续上涨后于

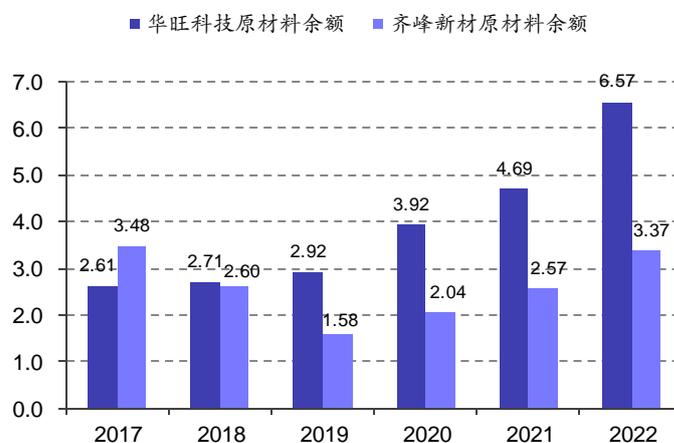
高位震荡，2021年末华旺拥有4.69亿元的原材料储备，高于可比公司，体现华旺低价备库能力。

图60. 华旺科技木浆自用量与贸易量占比



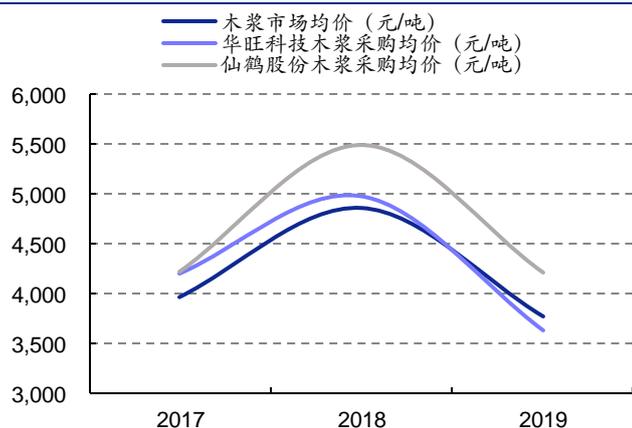
资料来源：公司公告，安信证券研究中心（注：自用量由木浆原材料成本除以采购价得到，木浆成本占比由采购占比估计）

图61. 华旺科技与可比公司原材料库存（亿元）



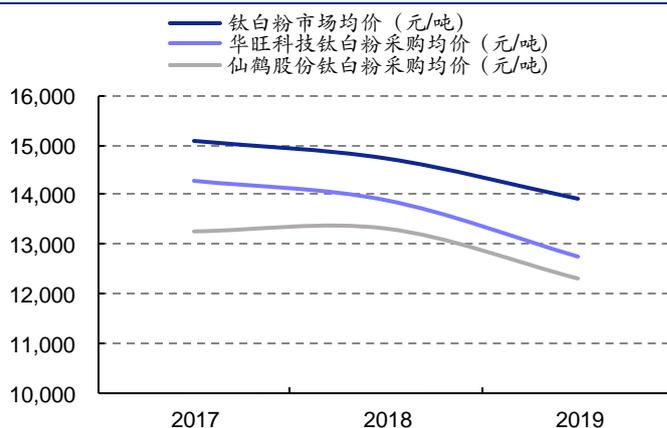
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图62. 华旺科技和可比公司木浆采购价与市场均价比较



资料来源：各公司公告，安信证券研究中心

图63. 华旺科技和可比公司钛白粉采购价与市场均价比较



资料来源：各公司公告，安信证券研究中心

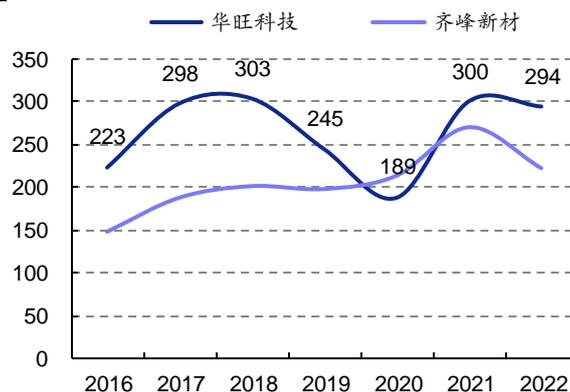
数字化升级与智能化转型实现降本增效，助力成本控制。华旺积极推进数字化工厂建设，通过迭代更新生产车间信息系统，优化产品生产过程的全面追溯和质量管控体系，加强对产品的全生命周期管理，提高产品质量。同时，华旺依托数字化管理平台进行数据分析，优化生产流程、改善生产工艺、提高设备利用率、完善动态交付模式，提升了产能和生产效率，实现精准交付、快速交付和产销平衡。2016-2022年华旺人均创收自223万元/人增长至294万元/人，效率显著提升。同时，华旺计划持续推进智能化转型，通过推进数智化管理平台建设项目改造，深化智能工厂建设，推广智能机器人、智能仓库、智能管控系统应用，全面整合企业信息系统，打造透明高效的新体系，有望进一步提升生产效率。

图64. 华旺科技数字化升级



资料来源：各公司公告，安信证券研究中心

图65. 华旺科技与可比公司人效（万元/人）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

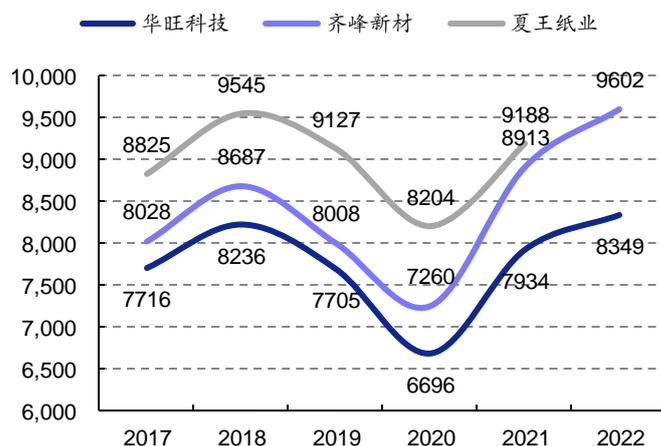
精细化管理能力优异，成本管控出众。华旺持续深化精细化管理，综合平衡生产线资源匹配度，推进流程升级，优化生产过程管控，严抓产量、运行效率、设备管理、质量管理、生产成本管控等方面工作，减少原材料与能源的损耗，实现降本增效。2022 年浆价达历史高位，华旺比均价和品质更低的齐峰新材的吨成本低 1252 元，相较 2021 年的 979 元进一步扩大，凸显优异成本管控能力。华旺成本管控能力具体体现在：1) 原材料成本：分析主要系华旺布局木浆贸易业务低价备库能力较强，同时精细化管理有效减少原材料损耗，并通过技术创新减少价格更高的针叶浆用量，吨原材料成本低于可比公司；2) 制造费用：分析主要系华旺精细化管理能力较强使得设备运行效率较高，吨制造费用低于可比公司；3) 人工费用：分析主要系公司智能化、数字化程度领先，人效较高，吨人工费用低于可比公司；4) 燃料能源费用：华旺通过技术设备改进降低了单位能耗，显著降低动力费用占比。

图66. 华旺科技及可比公司成本拆分（2022 年）

| 单位：（元/吨） | 华旺科技 | 齐峰新材 | 差值（华旺-齐峰） |
|----------|-------|-------|-----------|
| 均价 | 10482 | 10418 | 64 |
| 吨成本 | 8349 | 9602 | -1253 |
| 吨原材料成本 | 6686 | 7530 | -844 |
| 吨制造费用 | 387 | 461 | -74 |
| 吨燃料动力费用 | 783 | 549 | 234 |
| 吨人工费用 | 167 | 236 | -69 |
| 吨运输费用 | 325 | 183 | 142 |
| 吨毛利 | 2133 | 816 | 1318 |
| 吨净利 | 2056 | 28 | 2027 |

资料来源：各公司公告，安信证券研究中心（注：齐峰新材数据包括少量乳胶纸等其他产品，或存一定偏差）

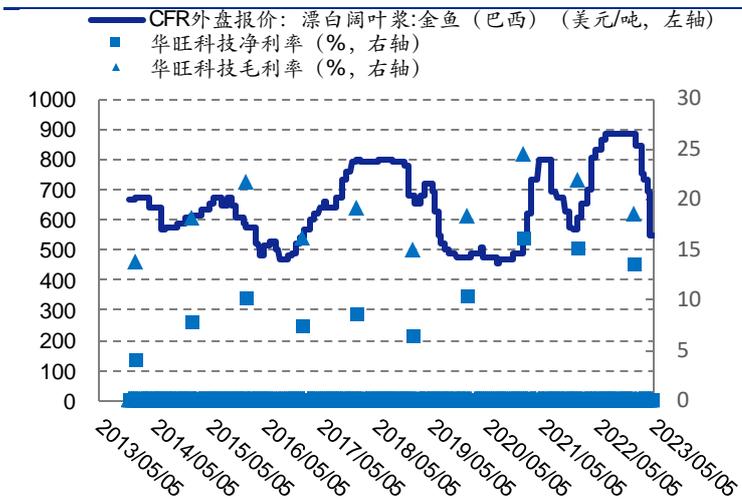
图67. 华旺科技与可比公司吨成本（元/吨）



资料来源：各公司公告，安信证券研究中心（注：齐峰新材数据包括少量乳胶纸等其他产品，或存一定偏差）

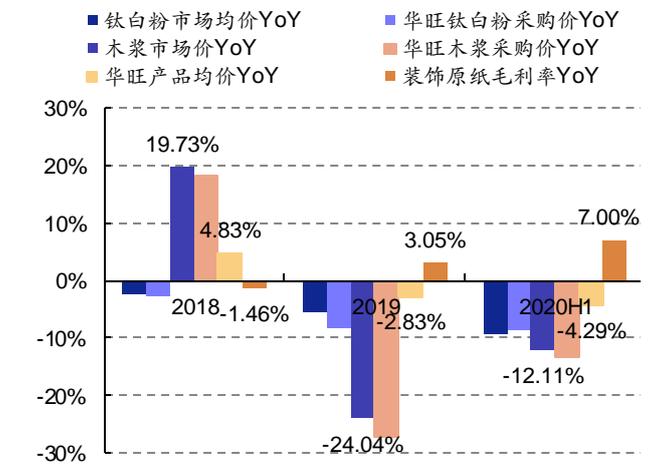
价格抗周期+成本管控优异筑造盈利韧性。凭借较强的价格抗周期与成本管控能力，华旺具备较强的盈利韧性，在浆价上涨时，盈利能力降幅相对可控。2018 年浆价达历史高位，华旺木浆采购价同比增长 18.46%，产品均价同比上涨 4.83%，装饰原纸毛利率仅同比下降 1.46pct，整体毛利率同比下降 4.28pct；2021 年木浆均价（巴西金鱼漂白阔叶浆外盘报价）同比增长 41.81%，华旺产品均价同比上涨 12.99%，装饰原纸毛利率仅同比下降 3.46pct，整体毛利率仅同比下降 2.69pct；2022 年浆价持续上扬后于高位横盘，最高价达 100%历史分位，2022 年华旺毛利率同比下降 3.38pct 至 18.47%，降幅显著小于多数其他特种纸、大宗纸龙头。

图68. 木浆价格与华旺科技毛利率、净利率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

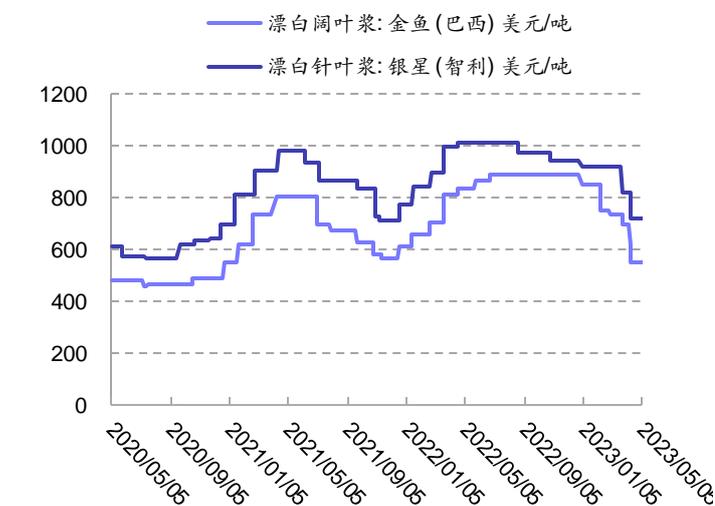
图69. 原材料价格与华旺科技原材料采购价、产品均价、毛利率同比增速对比



资料来源: 公司招股书, 安信证券研究中心

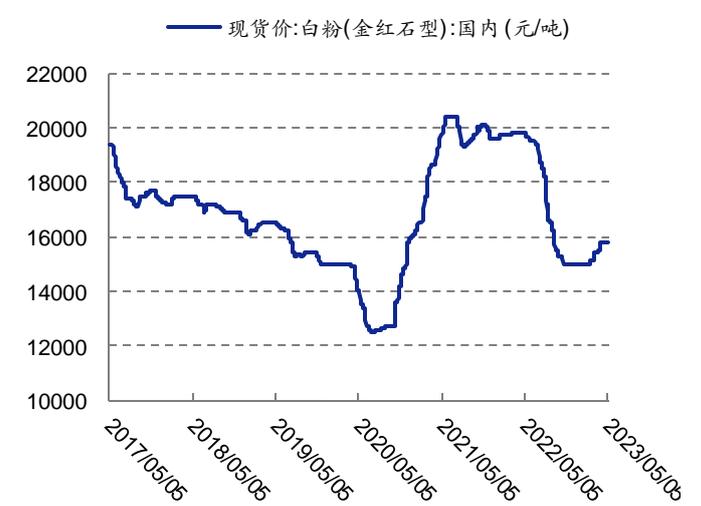
原材料价格大幅回落，盈利弹性释放可期。华旺木浆全部为外采，浆价下行将充分释放盈利弹性。2021年底以来，木浆供应干扰频繁发生，运输、天气、罢工、停产等因素造成浆厂延迟投产、减量生产，使供应大幅缩减，造成现货紧张、供需失衡，浆价持续上涨至100%历史分位后于高位横盘。截至2023年1月13日，伴随供应扰动逐步缓解、国外纸品需求下行、国内纸品需求持续疲弱，外盘阔叶浆、针叶浆价格逐步回落。伴随23Q1Arauco 156万吨、UPM210万吨阔叶浆产能先后投产，全球商品浆供需失衡，浆价短期无明显上涨动能。截至2023年5月10日，部分浆厂阔叶浆报价下调至475美元/吨，较前期高点已下降超50%。此外，第二大原材料钛白粉价格自2022Q3高位回落，23Q1持续低位运行。根据百川盈孚，23Q1钛白粉均价为15070元/吨，同比下降23.56%，环比增长0.26%。23年钛白粉产能大幅扩张、需求不振，供给矛盾凸显下有望延续弱势行情。根据百川盈孚，23年预计共121万吨钛白粉新增产能释放，占2022年总产能510万吨的24%，而23年1-3月钛白粉表观消费量同比下降。

图70. 木浆市场价格



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图71. 钛白粉市场价

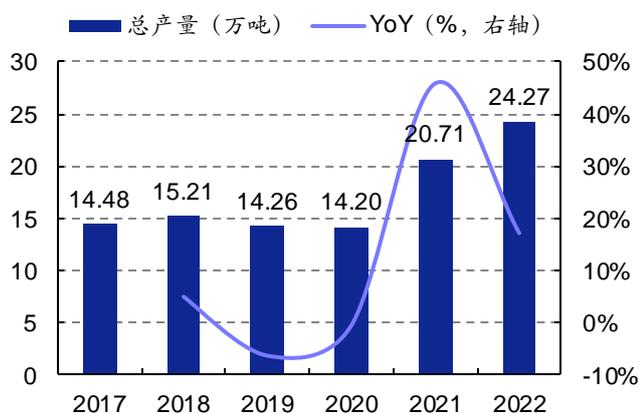


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

3.3. 扩产节奏清晰，切入大消费品类

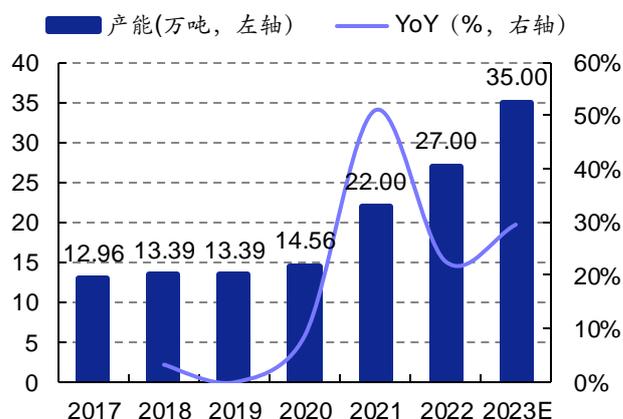
华旺成长性较强，扩产节奏清晰，装饰原纸产能已达 27 万吨，预计 2023 年底将达 35 万吨。2019 年末上市时，华旺产能为 13.39 万吨，受到产能瓶颈制约，2017-2019 年产能利用率维持在 97% 以上的高位，市场开拓受限。2020 年上市后华旺产能开始加速扩张，IPO 募投项目马鞍山 12 万吨产能建设，包括一期 7 万吨、二期 5 万吨两条产线，一期 7 万吨产能已于 2020Q4 投放，二期 5 万吨产能已于 2022Q1 投放，截至 2022 年 12 月末设计产能达 27 万吨。华旺新增产能迅速消化，产能利用率维持高位。2021 年 7 月，华旺定向增发募资，其中 7.00 亿元计划用于建设 18 万吨产能特种纸生产线扩建项目的一期 8 万吨产线，预计于 2023 年 9 月投产，设计产能将提升至 35 万吨。

图72. 华旺科技装饰原纸产量及增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

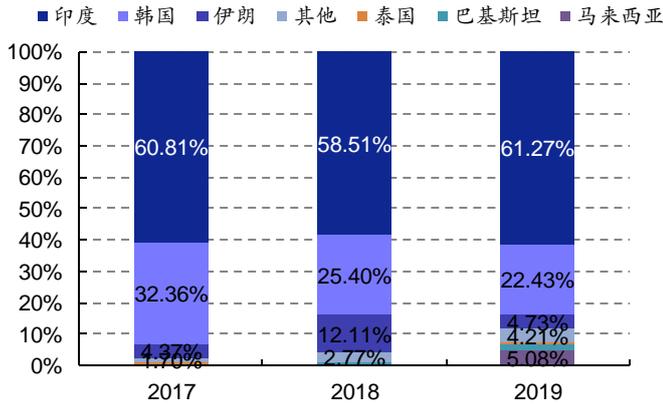
图73. 华旺科技装饰原纸产能及增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

加速开拓海外市场，外销占比有望进一步提升。目前华旺已跻身全球高端装饰原纸行业前列，是国内少数能够与全球高端装饰原纸企业直接竞争的公司之一。2020 年华旺面临产能瓶颈，优先满足国内需求，外销收入增速较缓，占比稳定在 10% 左右。随着 IPO 项目马鞍山一期 7 万吨产能落地，在运输紧张、海运费高企的压力之下，2021 年华旺外销收入实现逆势高增，同比增长 101.34% 至 3.48 亿元。参考海外特种纸龙头奥斯龙明士克的发展路径，其持续开拓海外市场打开增长空间一路成为全球特种纸龙头，目前覆盖 4 个大洲、14 个国家，形成分散的区域布局格局（占比最高的欧洲区域仅 43%），我们认为开拓海外市场对特种纸企业战略意义重大。2020 年上市前，华旺主要布局印度为主的东南亚地区，在新兴市场占据先发优势。2020 年华旺开始布局欧洲市场，产品质量受海外中高端市场客户认可。2022 年欧洲受到能源危机、罢工、俄乌冲突等因素扰动，当地厂商产品出现短缺、被迫提价，公司加快抢占中高端市场，外销占比进一步提升。同时中高端市场开拓带来盈利能力显著提升，22 年外销毛利率同比增长 4.86pct 至 24.05%。欧洲市场成本居高不下致使毛利下滑，当地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，公司海外占比有望稳步提升。

图74. 华旺科技海外营收按国家拆分



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

图75. 华旺科技外销收入及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

计划切入其他特种纸品类形成 40 万吨其他品类特种纸产能，打开成长空间。特种纸种类繁多，细分品类空间有限，参考国内龙头仙鹤股份、海外龙头奥斯龙明士克通过持续扩张品类打开成长空间的发展路径，我们认为品类扩张为特种纸龙头扩张的必经之路。华旺共计划建设 40 万吨其他品类产能，将形成装饰原纸与其他品类近一比一的产品格局。华旺于 2022 年 7 月计划于马鞍山投资 25 亿元于年产 30 万吨高性能纸基新材料项目，主要生产食品级用纸、医疗级用纸、工业用纸等各类特种纸，同时计划将 18 万吨定增项目二期 10 万吨扩产计划建设为其他品类特种纸产能。

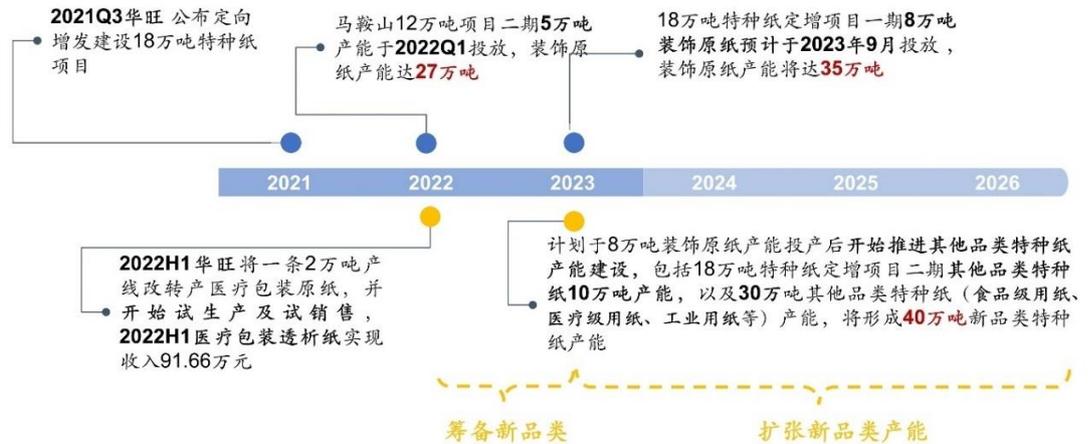
表12: 特种纸龙头覆盖品类

| 细分品类 | 主要纸种 | 仙鹤股份 | 华旺科技 | 齐峰新材 | 冠豪高新 | 五洲特纸 | 恒丰纸业 | 民丰特纸 | 凯恩股份 | 恒达新材 |
|-----------|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 食品与医疗包 | 食品包装 | ✓ | 计划拓展 | | ✓ | ✓ | | | ✓ | ✓ |
| 装用纸 | 医疗包装 | ✓ | 计划拓展 | | | | | | ✓ | ✓ |
| 烟草行业用纸 | 滤嘴棒成型纸 | ✓ | | | | | ✓ | ✓ | | |
| | 烟用接装纸原纸 | ✓ | | | | | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| | 烟用内衬原纸 | ✓ | | | | | ✓ | ✓ | | |
| 商务交流与防伪用纸 | 热敏纸 | ✓ | | | ✓ | | | | | |
| | 无碳纸 | ✓ | | | ✓ | | | | | |
| | 不干胶 | ✓ | | | ✓ | | | | | |
| 家居装饰用纸 | 装饰原纸 | ✓ | ✓ | ✓ | | | | | | ✓ |
| | 壁纸原纸 | ✓ | | ✓ | | | | | | |
| 标签离型用纸 | 格拉辛纸 | ✓ | | | | ✓ | | ✓ | | |
| | 镀铝原纸 | ✓ | | | | | ✓ | ✓ | | |
| 电气与工业用纸 | 电解电容器纸 | ✓ | | | | | | ✓ | ✓ | |
| | 不锈钢衬纸 | ✓ | 计划拓展 | | | | | | ✓ | |
| 热转印用纸 | 热转移印纸 | ✓ | | | ✓ | ✓ | | ✓ | | ✓ |
| 低定量出版印刷用纸 | 圣经纸 | ✓ | | | | | ✓ | | | |

资料来源：各公司公告，安信证券研究中心

已开始研发、试生产与销售新品类。产能建设节奏方面，华旺计划于定增 18 万吨特种纸生产线募投项目一期 8 万吨装饰原纸产能于 2023 年 9 月投产后推进新品类特种纸产能建设。目前华旺已开始准备医疗包装原纸的产品研发、客户审核流程，截至 2022 年 12 月末，华旺已开始研发可降解医用复合微生物屏障材料项目，储备中高端医疗装饰原纸的相关技术，已初步开发出医疗装饰原纸，将 1 条 2 万吨产线技改转产医疗包装原纸，开始试生产及试销售，华旺其他特种纸 22 年已实现收入 0.34 亿元。

图76. 华旺科技品类拓展时间线



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 盈利预测与估值

- 1) 装饰原纸：**华旺扩产节奏清晰，根据华旺扩产计划，我们预计 2023-2025 年华旺装饰原纸营收同比增速为 23.20%、20.37%、3.68%。伴随浆价回落，我们预计 2023-2025 年华旺装饰原纸毛利率分别为 24.57%、24.79%、25.17%。
- 2) 木浆贸易：**随着浆价回落，预计木浆贸易业务规模收缩、毛利率回落，我们预计 2023-2025 年木浆贸易营收同比增速分别为-25.31%、17.26%、1.00%，毛利率分别为 8.45%、8.45%、7.55%。
- 3) 新品类特种纸：**22 年华旺已经形成 0.34 亿元其他品类特种纸收入，并持续储备新品类特种纸技术、开拓客户，将于 2023 年 9 月 8 万吨装饰原纸产能落地后逐步新品类特种纸产能建设，我们预计 2023-2025 年华旺新品类特种纸营收同比增速为 280.00%、140.00%、280.00%；新品类开拓期毛利率较低，但伴随客户开拓、规模效应释放，毛利率有望稳步提升，我们预计 2023-2025 年新品类特种纸毛利率分别为 13.00%、18.00%、21.00%。

表13：华旺科技盈利预测

| 华旺科技 | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|--------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入 (亿元) | 18.30 | 19.25 | 16.54 | 16.12 | 29.40 | 34.36 | 38.65 | 47.95 | 58.03 |
| YoY (%) | | 5.19% | -14.08% | -2.54% | 82.39% | 16.86% | 12.47% | 24.05% | 21.02% |
| 毛利率 (%) | 19.14% | 14.86% | 18.24% | 24.55% | 21.86% | 18.47% | 20.88% | 21.14% | 21.43% |
| 装饰原纸 | | | | | | | | | |
| 营业收入 (亿元) | 13.93 | 15.17 | 14.21 | 13.06 | 21.57 | 23.83 | 29.36 | 35.34 | 36.64 |
| YoY (%) | | 8.90% | -6.33% | -8.12% | 65.22% | 10.49% | 23.20% | 20.37% | 3.68% |
| 毛利率 (%) | 19.63% | 18.17% | 21.22% | 28.99% | 25.53% | 20.35% | 24.57% | 24.79% | 25.17% |
| 木浆贸易 | | | | | | | | | |
| 营业收入 (亿元) | 3.91 | 3.99 | 2.24 | 2.96 | 7.50 | 9.69 | 7.24 | 8.49 | 8.57 |
| YoY (%) | | 2.05% | -43.90% | 32.11% | 153.38% | 29.20% | -25.31% | 17.26% | 1.00% |
| 毛利率 (%) | 10.96% | 1.77% | -1.68% | 4.78% | 11.91% | 14.01% | 8.45% | 8.45% | 7.55% |
| 其他特种纸 | | | | | | | | | |
| 营业收入 (亿元) | | | | | | 0.34 | 1.29 | 3.10 | 11.78 |

| | | | |
|---------|---------|---------|---------|
| YoY (%) | 280.00% | 140.00% | 280.00% |
| 毛利率 (%) | 6.50% | 13.00% | 21.00% |

资料来源: wind, 安信证券研究中心测算

华旺科技为国内中高端装饰原纸龙头, 维持买入-A 的投资评级。我们预计华旺科技 2023-2025 年营业收入为 38.65、47.95、58.03 亿元, 同比增长 12.47%、24.05%、21.02%; 归母净利润为 5.45、6.65、8.01 亿元, 同比增长 16.54%、22.18%、20.38%, 对应 PE 为 12.6x、10.3x、8.6x。参考可比公司, 考虑到华旺科技为国内中高端装饰原纸龙头、盈利能力与韧性业内领先, 我们给予公司 23 年 16.5xPE, 目标价 27.06 元, 维持买入-A 的投资评级。

表14: 华旺科技可比公司估值表 (截至 2023 年 5 月 25 日)

| 代码 | 公司 | 股价 (元) | 总市值 (亿元) | 归母净利润 (百万元) | | | | 市盈率 | | | | 22-25 年净利润 CAGR |
|-----------|------|-----------|-------------|-------------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-----------------------|
| | | | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 603733.SH | 仙鹤股份 | 24.06 | 169.86 | 710.3 | 1185.0 | 1572.0 | 1954.7 | 23.9 | 14.3 | 10.8 | 8.7 | 40.13% |
| 605007.SH | 五洲特纸 | 15.13 | 60.60 | 205.2 | 524.8 | 710.9 | 806.9 | 29.5 | 11.5 | 8.5 | 7.5 | 57.84% |
| 600433.SH | 冠豪高新 | 3.54 | 65.43 | 387.1 | 497.0 | 603.0 | 721.8 | 16.9 | 13.2 | 10.9 | 9.1 | 23.08% |
| 002078.SZ | 太阳纸业 | 10.61 | 296.52 | 2808.8 | 3051.8 | 3614.3 | 4189.0 | 10.6 | 9.7 | 8.2 | 7.1 | 14.25% |
| | 平均值 | | | | | | | 20.2 | 12.2 | 9.6 | 8.1 | |
| 605377.SH | 华旺科技 | 20.72 | 68.84 | 467.3 | 544.7 | 665.4 | 801.0 | 14.7 | 12.6 | 10.3 | 8.6 | 19.68% |

资料来源: wind, 安信证券研究中心 (注: 冠豪高新来自 wind 一致预测; 可比公司齐峰新材无 wind 一致预测故不纳入)

5. 风险提示

- 1) 下游需求不及预期风险:** 若下游景气度不及预期, 需求大幅下滑, 可能导致公司营收及盈利能力波动, 也可能影响停止或延后扩产计划, 以及若疫情反复则可能影响下游需求, 致营收及利润表现不及预期风险。
- 2) 原材料价格大幅波动:** 装饰原纸中浆价、钛白粉等原材料成本占比超 80%, 公司毛利率对浆价较敏感, 若浆价、钛白粉价格持续大幅上涨, 将对公司盈利能力造成压力。
- 3) 产能投放不及预期:** 产能扩张是公司增长的重要驱动力, 如产能扩张及落地不及预计, 将影响公司营收和利润表现。
- 4) 其他特种纸拓展不及预期风险:** 公司计划拓展较多其他品类特种纸, 若客户拓展、产能释放不及预期, 可能影响公司营收和利润表现。
- 5) 海外贸易环境恶化:** 公司海外占比逐步提升, 外销地区以欧洲、东南亚为主, 若海运、当地贸易政策等方面出现较大负面因素将影响海外营收。
- 6) 行业竞争加剧风险:** 若装饰原纸、其他特种纸品类行业后期产能持续扩张, 可能导致供给过剩, 将影响公司盈利能力。

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034