



特种纸行业深度：“小而美” 赛道景气上行 细分龙头乘 势进击



行业结构性增长，细分赛道“小而美”

特种纸行业增长稳健,2007-2019 年我国特种纸产量自 120 万吨增长至 709 万吨, CAGR 为 16%, 近年来增速趋缓, 但 2019 年人均消费量仅为海外发达国家的 1/2, 增长潜力仍存; 细分品种“小而散”, 呈结构性增长, 部分细分赛道“小而美”, 如食品卡/装饰原纸/格拉辛纸, 2018 年在特种纸中的产量比重为 29%/16%/4%, 2011-2018 年产量 CAGR 为 12%/10%/75%, 属于特种纸中空间相对较大、增速较快、技术壁垒相对较高的细分品类, 其下游景气度较高, 格局较优、供需趋势良好。食品卡受益于消费升级&禁塑令, 需求高景气, 同时龙头加速提份额, 有望提升议价权; 装饰原纸赛道格局集中, 消费升级大背景下, 行业呈高端化趋势, 新增产能预计集中于头部企业, 未来供需趋势良好; 格拉辛纸作为快递电子面单底纸与护胶底纸的主要材料, 有望受益于快递行业快速增长的红利, 且未来新增产能有限, 行业高集中度有望维持。

技术&客户构筑核心壁垒，盈利水平相对稳定

特种纸有别于大宗纸, 具备种类繁多、定制化属性突出、采用直销模式等特点, 技术和客户构筑企业核心壁垒。不同企业在工艺和定制化设备的积累带来产品间的差异, 且特种纸在终端产品中占比较低(预计为低个位数), 客户价格敏感度较低, 优质产品可以获得更高议价; 进入新客户尤其是大型客户供应链难度较大, 但达成合作后客户粘性强(以特种纸头部企业华旺、五洲为例, 近年来其前几大客户较为稳定), 带来特种纸盈利水

平较大宗纸更为稳定。由于特种纸定制化和专业化要求较高，企业需通过长期、持续的研发投入，储备技术和经验，才能及时响应客户的个性化需求，仙鹤、华旺等近年来研发支出占营收比重维持在 2.5%~3.0%左右。

龙头卡位优质赛道，扩产推动业绩提升可期

仙鹤、华旺、五洲等龙头自 2020 年起逐步进入产能扩张期，同时其卡位优质赛道，格局较优且下游景气度较高，供需趋势良好，产能稳步扩张带来的业绩提升确定性较强。1) 仙鹤股份系多元化特纸龙头，产品矩阵业内较为齐全，积极布局上游木浆保障盈利水平，新增产能聚焦高景气赛道，成长路径清晰；2) 华旺科技深耕中高端装饰原纸，核心品类盈利水平较稳定，产能稳步扩张带动业绩增长可期；3) 五洲特纸为食品卡&格拉辛纸龙头，食品卡为核心产品，盈利水平有望维持，食品卡新产能稳步投放有望增厚公司业绩。

投资建议

特种纸行业“小而散”，呈结构性增长，部分细分赛道“小而美”，如食品卡、装饰原纸、格拉辛纸等，其下游景气度较高，行业格局较优且供需趋势良好；重点关注卡位优质赛道的仙鹤股份、华旺科技、五洲特纸等龙头，在盈利水平有望维持稳定的背景下，通过产能稳步扩张带来的业绩提升可期。

风险提示

1、下游需求大幅不及预期；

2、行业产能大幅扩张；

3、原材料价格大幅波动。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_36760

