

2026 年 08 月 15 日

华大海天（920288.BJ）：高克重数码纸基新材料市占率达 34%，归母净利润 CAGR10.69%

## ——北交所新股申购报告

北交所研究团队

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

余中天（分析师）

yuzhongtian@kysec.cn

证书编号：S0790525050003

### ● 水性功能材料“小巨人”，2022-2025 归母净利润 CAGR10.69%盈利能力稳定

华大海天专注于水性功能材料的研究、开发和应用，是国家级专精特新小巨人和高新技术企业，形成了目前以数码纸基新材料、水性墨材料和食品包装材料及其他共三类主营产品。2023-2026Q1 年华大海天营业收入分别为 5.05 亿元、5.37 亿元、5.99 亿元、1.28 亿元，整体呈稳步增长态势，2022-2025 年 CAGR 为 10.34%。归母净利润分别为 8,511.50 万元、6,179.43 万元、6,988.11 万元、1,363.40 万元，2022-2025 年 CAGR 为 10.69%。盈利能力保持稳定，2023 年为华大海天盈利能力高点，毛利率、净利率分别为 26.55%、16.87%。2025 全年对应毛利率、净利率分别为 22.56%、11.67%。

### ● 2025 数码纸基新材料销量+66.01%，水性墨材料毛利贡献率超 55%

数码纸基新材料和水性墨材料为主要营收来源产品。2023-2025 年数码纸基新材料收入分别为 21,371.11 万元、25,408.93 万元和 30,096.96 万元，对应占总营收比分别为 42.35%、47.32%、50.27%，持续增长。2025 年数码纸基新材料销量同比增长 66.01%。2023-2025 年水性墨材料收入分别为 19,020.96 万元、17,448.10 万元和 17,094.61 万元，占总营收比分别为 37.70%、32.49%、28.55%。水性墨材料为主要的毛利贡献产品，2023-2025 年毛利贡献率分别为 59.91%、59.76%、55.68%。水性墨材料始终保持较高的毛利率水平，2023-2025 年分别为 42.20%、42.58%和 44.00%，整体保持稳定。

### ● 高校背景创始人研发能力强，高克重数码纸基新材料市占率达 34%

华大海天创始人林贤福先生、吕德水先生此前在浙江大学化学系任职。林贤福先生是水性功能材料领域的国内知名专家，此前在浙江大学化学系担任教授和博士生导师，科技成果获得了国家发明奖、中国科技成就奖、浙江省科技进步奖等奖项，华大海天已获 20 项省级科技厅认证的创新产品及科技成果；主持起草或参与国家、行业或团体标准 12 项，于 2025 年 1 月获得中国轻工业联合会科学技术进步奖二等奖。2024 年华大海天高克重数码纸基新材料销量约为 2.35 万吨，估算国内高克重热转印纸市场占有率约为 34%。华大海天 2024 年在装饰纸水性印刷墨领域排名第一。华大海天 2024 年装饰纸水性印刷墨产量为 1.09 万吨，占国内装饰纸水性印刷墨产量的比例约为 10%。

### ● 特种纸产量及需求持续提升，行业企业安排多个扩产项目

我国特种纸行业发展迅速，根据中国制浆造纸研究院的数据，2015-2024 年，国内特种纸生产量由 590 万吨增长至 762 万吨，CAGR 为 2.88%。根据中国造纸学会特纸委数据，2015-2025 年，我国热转印纸产量由 15.5 万吨增长至 40.0 万吨。根据中国油墨协会的相关数据，我国油墨年产量从 2014 年的 68.00 万吨发展到 2023 年的 91.20 万吨，CAGR 约为 3.32%。特种纸行业公司近年来销量稳步增长，行业内如冠豪高新、五洲特纸等均有扩产安排。

● **风险提示：**原材料价格波动风险、新增产能消化风险、市场竞争加剧风险。

### 相关研究报告

《募投项目建成投产蓄力成长，总成件+金属粉末注射件打开新增长空间——北交所信息更新》-2026.8.14

《海内外业务协同发力，聚氨酯行业景气上行，2026H1 营收同比+29.56%——北交所信息更新》-2026.8.13

《2026H1 归母净利润+36%、原丝营收+16.84%，年产 15 万吨项目陆续投产——北交所信息更新》-2026.8.13

## 目 录

|                                                |    |
|------------------------------------------------|----|
| 1、水性功能材料“小巨人”，高克重数码纸基材料市占率 34%.....            | 4  |
| 1.1、2025 数码纸基新材料销量+66.01%，水性墨材料毛利贡献率超 55%..... | 5  |
| 1.2、2022-2025 归母净利润 CAGR10.69%，盈利能力保持稳定.....   | 11 |
| 1.3、募投完全达产对应新增收入 6 亿元，2025 末在手订单保持增长.....      | 13 |
| 1.4、高校背景创始人研发能力强，高克重数码纸基新材料市占率 34%.....        | 15 |
| 2、特种纸产量及需求持续提升，行业企业安排多个扩产项目.....               | 19 |
| 2.1、下游行业持续增长推动特种纸产量及需求提升.....                  | 19 |
| 2.2、数码纸基新材料市场集中度较高，行业内企业持续扩产.....              | 24 |
| 3、可比公司 PE TTM 均值为 29.97X.....                  | 27 |
| 4、风险提示.....                                    | 28 |

## 图表目录

|                                                            |    |
|------------------------------------------------------------|----|
| 图 1：林贤福、吕德水为共同控股股东、实际控制人.....                              | 4  |
| 图 2：华大海天共有数码纸基新材料、水性墨材料和食品包装材料及其他三类主营产品.....               | 6  |
| 图 3：数码纸基新材料占总营收比持续增长.....                                  | 9  |
| 图 4：水性墨材料为主要的毛利贡献产品.....                                   | 9  |
| 图 5：水性墨材料始终保持较高的毛利率水平/%.....                               | 9  |
| 图 6：2022-2025 年营业收入 CAGR 为 10.34%.....                     | 11 |
| 图 7：2025 全年归母净利润 6,988.11 万元.....                          | 11 |
| 图 8：2025 全年对应毛利率、净利率分别为 22.56%、11.67%，盈利能力保持稳定.....        | 12 |
| 图 9：2025 期间费用率 9.21%.....                                  | 12 |
| 图 10：研发费用规模稳定提升.....                                       | 12 |
| 图 11：经营性现金流净额 2022-2024 均为净流入.....                         | 12 |
| 图 12：资产负债率持续下降，2026Q1 降至 26.88%.....                       | 13 |
| 图 13：2014-2024 年国内纸及纸板生产量和消费量.....                         | 19 |
| 图 14：2015-2024 年国内特种纸生产量及增速.....                           | 20 |
| 图 15：2015-2023 年国内纺织服装领域数码印花和传统印花产量.....                   | 21 |
| 图 16：2015-2025 年，我国热转印纸产量由 15.5 万吨增长至 40.0 万吨.....         | 21 |
| 图 17：2019-2023 年我国食品包装特种纸产量从 203.65 万吨增长至 335.97 万吨.....   | 22 |
| 图 18：2017-2024 年我国外卖行业市场规模从 3,013 亿元上升至 16,357 亿元.....     | 22 |
| 图 19：我国油墨年产量从 2014 年的 68.00 万吨发展到 2023 年的 91.20 万吨.....    | 23 |
| 图 20：2015-2024 年国内印刷用装饰原纸销量由 49.00 万吨增长至 99.19 万吨.....     | 23 |
| 图 21：我国人造板产量中刨花板和纤维板的合计产量及占比增长较快/万立方米.....                 | 24 |
| 表 1：目前华大海天共有 5 名高级管理人员.....                                | 5  |
| 表 2：数码纸基新材料包括数码热升华转印纸和数码热转印纸基烫画膜.....                      | 7  |
| 表 3：水性墨材料主要为装饰纸水性印刷墨.....                                  | 7  |
| 表 4：食品包装材料主要为食品包装原纸，包括防油纸、牛皮纸等.....                        | 8  |
| 表 5：华大海天数码纸基新材料保持较高的产能利用率.....                             | 10 |
| 表 6：华大海天保持较高的产销率.....                                      | 10 |
| 表 7：2023-2025 前五大客户销售占营业收入比例分别为 19.68%、20.58%和 20.87%..... | 11 |

|                                                                                   |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------|----|
| 表 8: “年产 2.5 万吨高档食品包装原纸、0.5 万吨新型转移印花原纸及 3 万吨新型热转印功能型数码纸技改扩建项目”<br>为主要产能扩建项目 ..... | 13 |
| 表 9: 参考华大海天测算, 项目完全达产对应新增收入可达到 59,950.00 万元 .....                                 | 14 |
| 表 10: 衢州东大 2 号线 SPS 产品产能占比大/吨 .....                                               | 14 |
| 表 11: 2025 年末华大海天在手订单保持增长 .....                                                   | 14 |
| 表 12: 数码纸基新材料主要应用于数码印花领域, 华大海天具备系列更全、指标更优等优势 .....                                | 15 |
| 表 13: 华大海天水性墨材料相较竞品具有系列全、客户认可度高等优势 .....                                          | 16 |
| 表 14: 华大海天各类型数码热升华转印材料的关键技术指标整体优于竞品 .....                                         | 16 |
| 表 15: 华大海天装饰纸水性印刷墨优于竞品 .....                                                      | 17 |
| 表 16: 行业内主要公司 .....                                                               | 24 |
| 表 17: 特种纸行业、水性墨行业可比公司均有扩产安排/万吨 .....                                              | 25 |
| 表 18: 我们选择冠豪高新、五洲特纸、蓝宇股份、方大新材为同行业可比公司 .....                                       | 27 |
| 表 19: 可比公司 PE TTM 均值为 29.97X .....                                                | 27 |

## 1、水性功能材料“小巨人”，高克重数码纸基材料市占率 34%

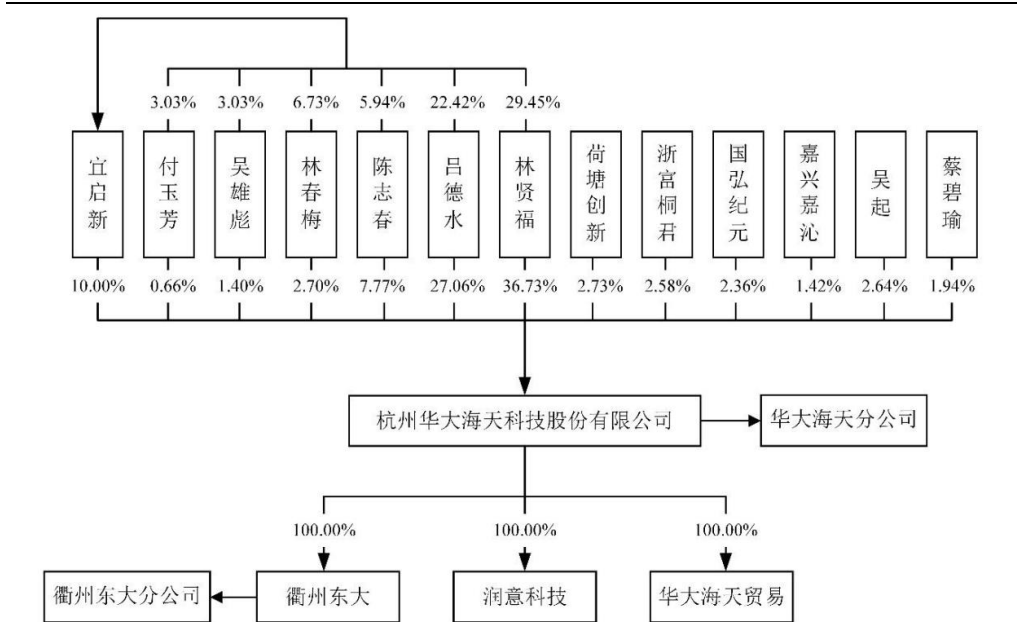
华大海天专注于水性功能材料的研究、开发和应用，是国家级专精特新小巨人和高新技术企业，形成了目前以数码纸基新材料、水性墨材料和食品包装材料及其他共三类主营产品。

在技术方面，针对数码纸基新材料上的水性功能材料涂层，华大海天创新性设计了多层膜结构和对应的材料配方；水性墨材料方面，华大海天自主设计制备关键原材料并开发出高效的颜料组合分散技术。通过持续的研发创新，华大海天主要产品的性能指标达到业内领先水平。根据相关科学技术成果鉴定证书，华大海天的即干型热升华转印数码纸基功能膜、装饰纸用高性能水性印刷墨的制备关键技术及产业化被认定为国际先进；热粘性快干型热升华转印纸基数码膜、高耐晒水性印刷油墨、珠光亮彩水性印刷油墨被认定为国内领先。

华大海天已获 20 项浙江省科技厅认证的创新产品及科技成果；主持或参与起草了 12 项国家标准、行业标准或团体标准，于 2025 年 1 月获得中国轻工业联合会科学技术进步奖二等奖。截至 2026 年 5 月 29 日拥有境内专利 38 项，其中发明专利 24 项，以及 1 项境外专利。华大海天拥有省级高新技术企业研究开发中心，被认定为浙江省第一批制造业单项冠军企业、2023 年度杭州市级绿色低碳工厂和未来工厂。

截至 2026 年 5 月 29 日，林贤福直接持有的股份为 2,020.30 万股，占总股本的 36.73%，并通过担任员工持股平台宜启新的执行事务合伙人间接控制 550.00 万股股份，合计实际控制 2,570.30 万股股份，占总股本的 46.73%；吕德水直接持有的股份为 1,488.38 万股，占总股本的 27.06%。林贤福、吕德水已于 2020 年 8 月签署一致行动协议并于 2025 年 6 月签署补充协议，为一致行动人。林贤福、吕德水合计直接和间接控制的股份数为 4,058.68 万股，占总股本的 73.79%，为共同控股股东、实际控制人。

图1：林贤福、吕德水为共同控股股东、实际控制人



资料来源：华大海天招股说明书（注：股权数据截至 2026 年 5 月 29 日）

目前华大海天共有 5 名高级管理人员。

**表1：目前华大海天共有 5 名高级管理人员**

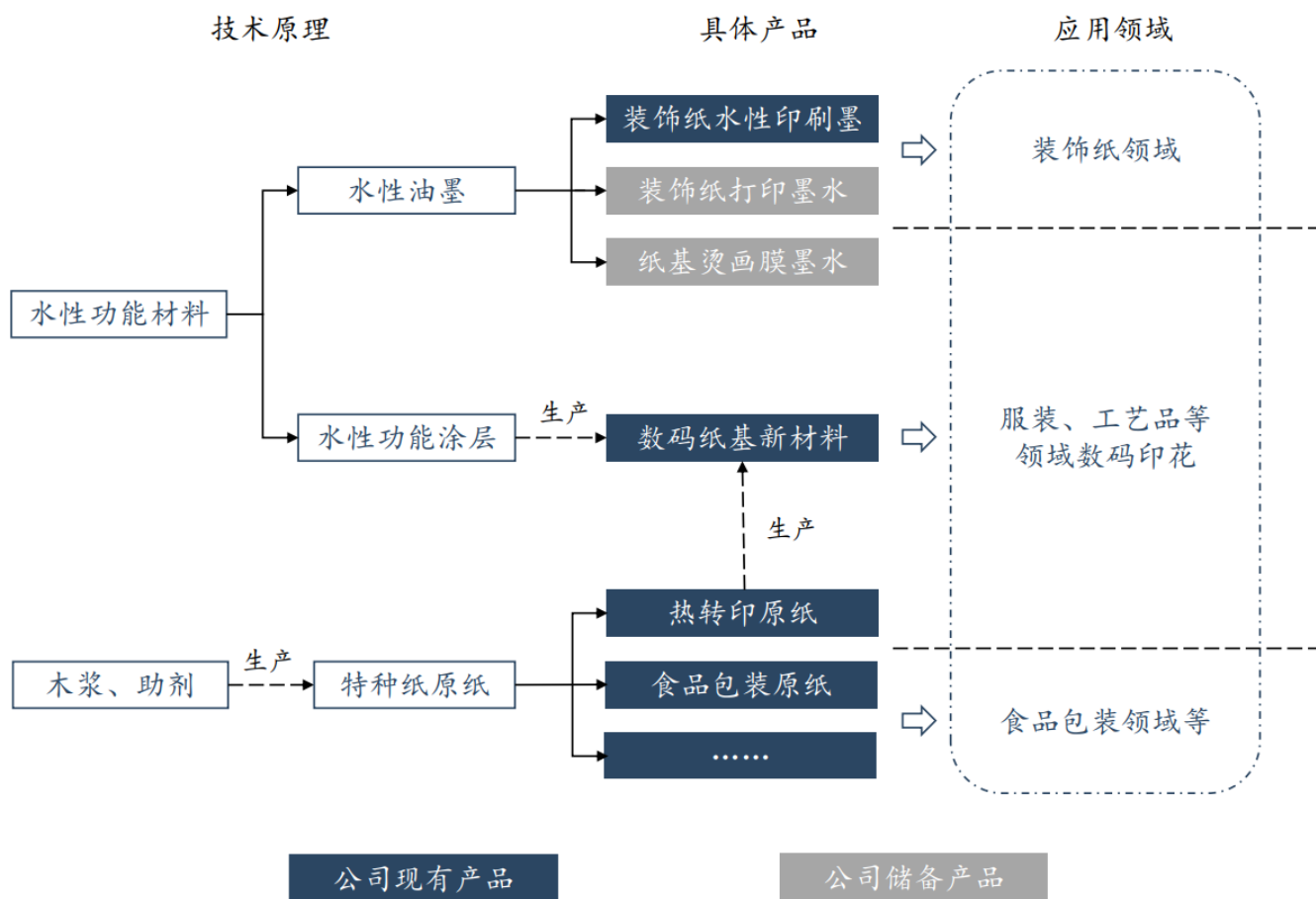
| 姓名  | 职务               | 简介                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|-----|------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 林贤福 | 总经理              | 男，1963 年 2 月，中国，博士，1984 年 7 月至 1986 年 9 月，任华侨大学化学系助教；1989 年 9 月至 2023 年 2 月，历任浙江大学化学系讲师、副教授、教授、博士生导师；2001 年 6 月至 2020 年 5 月，任华大海天董事长；2020 年 5 月至今，任华大海天董事长、总经理。                                                                                                                                                                                                            |
| 吕德水 | 副总经理             | 男，1968 年 5 月，中国，硕士，1991 年 8 月至 2023 年 12 月，任浙江大学教师；2001 年 6 月至 2020 年 5 月，任华大海天董事、总经理；2020 年 5 月至今，任华大海天董事、副总经理。                                                                                                                                                                                                                                                           |
| 张大同 | 副总经理             | 男，1975 年 5 月，中国，博士，1998 年 7 月至 1999 年 8 月，任浙江省临安市大地化工厂实验室主任；2000 年 3 月至 2000 年 8 月，任浙江捷马化工有限公司出口资料注册员；2005 年 7 月至 2015 年 9 月，历任浙江工业大学生物与环境工程学院讲师、副教授；2015 年 9 月至 2020 年 4 月，任浙江工业大学环境学院副教授；2020 年 4 月至 2021 年 6 月，历任浙江工业大学膜分离与水科学技术研究院院士秘书、合作交流办主任；2013 年 1 月至今，任杭州技驰科技有限公司经理；2017 年 11 月至 2019 年 2 月，任杭州思棒奇文化艺术有限公司执行董事兼总经理；2021 年 7 月至今，任华大海天副总经理；2021 年 11 月至今，任华大海天董事。 |
| 彭彩霞 | 财务总监             | 女，1978 年 9 月，中国，本科，2001 年 6 月至 2005 年 12 月期间，曾在安徽古井贡酒股份有限公司、杭州亚伦科技有限公司等多家企业从事财务工作；2006 年 1 月至 2009 年 4 月，任杭萧钢构股份有限公司内审专员；2009 年 5 月至 2012 年 4 月，任杭州杭萧钢构有限公司财务经理；2013 年 1 月至 2021 年 6 月，任浙江奥鑫控股集团有限公司内审部经理；2021 年 6 月至 2021 年 10 月，担任华大海天财务经理；2021 年 11 月至今，任华大海天财务负责人/财务总监。                                                                                                |
| 夏桂玲 | 常务副总经理，<br>董事会秘书 | 女，1986 年 7 月，中国，本科，2009 年 4 月至 2022 年 12 月，历任华大海天检验员、研发部经理助理、研发部副经理、总经理助理等职务；2015 年 3 月至今，任华大海天董事会秘书；2022 年 12 月至今，任华大海天副总经理。                                                                                                                                                                                                                                              |

资料来源：Wind、开源证券研究所

## 1.1、2025 数码纸基新材料销量+66.01%，水性墨材料毛利贡献率超 55%

华大海天目前主要包括数码纸基新材料、水性墨材料和食品包装材料及其他共三类主营产品。

图2：华大海天共有数码纸基新材料、水性墨材料和食品包装材料及其他三类主营产品



资料来源：华大海天招股说明书

数码纸基新材料是数码印花领域的关键材料。数码印花是新型印花工艺技术，应用了计算机集成技术、自动控制技术，通过数码印花机将墨水喷射到数码纸基新材料上形成图案，再通过加热加压的方式将图案转印至承印物表面。相较于传统印花，数码印花是一种无需制版、非接触式印花方式，精度高、色彩表现丰富、可个性化定制、生产周期短、节能环保。近年来数码印花市场呈现快速发展的态势，广泛应用于纺织服装、工艺品以及户外广告等领域。华大海天数码纸基新材料包括数码热升华转印纸和数码热转印纸基烫画膜。

数码纸基新材料按涂布方式可分为机外涂布模式和机内涂布模式，在机外涂布模式下，先由造纸机生产出热转印原纸，再使用涂布机继续于热转印原纸上涂上涂液，完成涂布工序；在机内涂布模式下，使用造纸机在生产热转印原纸时，可在造纸机内直接涂上涂液，完成涂布工序。2024 年以前，华大海天以机外涂布模式为主，在机外涂布模式下，可生产全系列数码纸基新材料产品。2024 年衢州东大投产的特种纸新产线，可实现机内涂布模式。目前华大海天机内涂布模式下生产的数码纸基新材料主要为经济型数码热升华转印纸（SPS）。

热升华转印技术主要应用于涤纶、化纤等面料，不能用于纯棉面料印花，而数码热转印纸基烫画膜可以解决该问题。目前市场上烫画膜材料主要为 PET 塑料基材和纸塑复合基材，使用溶剂型涂层，通过多次涂布工艺进行生产，过程较复杂。华

大海天的数码热转印纸基烫画膜产品以纸作为基材，使用水性涂层，两层涂布，生产工艺简单，环保优势突出，有望逐步替代现有市场上的塑基烫画膜。

**表2：数码纸基新材料包括数码热升华转印纸和数码热转印纸基烫画膜**

| 产品大类       | 类别  | 产品特性                                                                         | 产品图示                                                                                  | 应用领域                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|------------|-----|------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 数码热升华转印纸   | 即干型 | 满足 1,000 米/小时以上的打印速度，出墨即干、吸墨容量大、转移率高、打印性能好                                   |    |  服装衣物<br> 工艺品印花<br> 户外广告 |
|            | 快干型 | 满足 1,000 米/小时以下的打印速度，吸墨容量大、转移率高、干燥快、打印性能好                                    |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|            | 经济型 | 产品性价比高、转移率高、打印性能好，一般应用于墨量较低的数码印花                                             |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|            | 自粘型 | 主要用于弹性面料转印使用，粘性温度敏感、转移率高、打印性能好                                               |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| 数码热转印纸基烫画膜 | 秒撕型 | 转印后图案色彩有光泽，耐湿擦性能优异，衣物耐水洗；打印过程不返水不返油，且吸墨能力强；转印后轻松热撕，使用后的纸张完全可回收，适合生产流水线快速加工使用 |  | 主要应用于纯棉面料数码印花，也可以用于其他面料数码印花，下游终端应用场景为纺织服装、工艺品印花等                                                                                                                                                                                                                                  |
|            | 通用型 | 真实还原图案色彩，衣物耐水洗；打印过程不返水不返油，无静电现象且吸墨能力强；转印后室温撕用，使用后的纸张完全可回收，适合高端面料、服饰和艺术品使用    |                                                                                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|            |     |                                                                              |                                                                                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                   |

资料来源：华大海天招股说明书、开源证券研究所

华大海天水性墨材料主要为装饰纸水性印刷墨，主要应用于家居装饰行业装饰纸的印刷，具有清晰度高、质感强、印刷适应性强、耐光耐热性好等特点。装饰原纸经过装饰纸水性印刷墨印刷后得到装饰纸，再通过浸胶、压板等工艺后制成人造板，广泛用于家居、地板、建材等产业。

**表3：水性墨材料主要为装饰纸水性印刷墨**

| 类别    | 产品特性                                                             | 产品图示                                                                                  |
|-------|------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 有色墨系列 | 有色墨包括红、黄、蓝、黑、白等主要颜色，色彩饱和度高，印刷适性好，印刷网点清晰，木纹印刷色彩还原性好，耐光色牢度等级大于 6 级 |  |
| 其他系列  | 具有金属效果等个性化功能的水墨产品以及后加工过程所需要的功能性产品；根据客户的不同需求，应用于不同场景              |  |

资料来源：华大海天招股说明书、开源证券研究所

华大海天的食品包装材料主要为食品包装原纸，包括防油纸、牛皮纸等。食品包装原纸经下游客户淋膜、分切、印刷等工序处理后加工成食品包装纸。华大海天的其他原纸产品主要为热转印原纸，以自用为主，少量对外销售。

表4：食品包装材料主要为食品包装原纸，包括防油纸、牛皮纸等

| 系列     | 产品特性                                                                                                           | 产品图示                                                                                | 应用领域                                      |
|--------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|
| 食品包装原纸 | 主要包括普通防油纸、无氟防油纸及牛皮纸。普通防油纸具有良好的稳定性和刚度；优异的防油防水性能。无氟防油纸是新型防油纸产品，相对于普通防油纸具有环保优势。牛皮纸具有良好的稳定性和刚度适合淋膜，良好的印刷能力，可定制阻隔特性 |  | 主要应用于食品包装纸的生产加工，下游终端应用场景包括连锁餐饮、外卖茶饮、方便速食等 |
| 热转印原纸  | 具备较高的抗张强度、耐热性能以及较快的干燥速度                                                                                        |  | 主要应用于数码纸基新材料的生产                           |

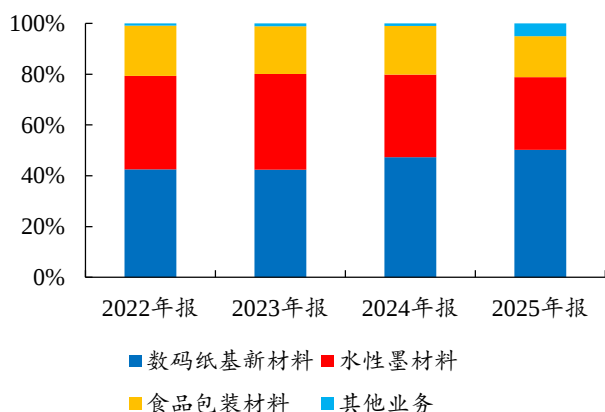
资料来源：华大海天招股说明书、开源证券研究所

数码纸基新材料和水性墨材料为主要营收来源产品。2023-2025 年数码纸基新材料收入分别为 21,371.11 万元、25,408.93 万元和 30,096.96 万元，对应占总营收比分别为 42.35%、47.32%、50.27%，持续增长。2024 年，数码纸基新材料收入同比增长 4,037.82 万元，增幅为 18.89%，主要原因为华大海天与原有客户合作加深及新开拓客户取得进展，同时华大海天新的产品系列上市销售，2024 年数码纸基新材料销量同比增长 42.94%。2025 年，数码纸基新材料收入同比增长 4,688.03 万元，增幅为 18.45%，主要原因为华大海天新的产品系列上市销售，2025 年数码纸基新材料销量同比增长 66.01%。

2023-2025 年水性墨材料收入分别为 19,020.96 万元、17,448.10 万元和 17,094.61 万元，占总营收比分别为 37.70%、32.49%、28.55%。2024 年，水性墨材料收入较 2023 年下降 1,572.86 万元，降幅为 8.27%，主要受原材料采购价格下降，以及对部分系列产品进行降价所致。2024 年水性墨材料销售均价同比下降 6.75%。2025 年，水性墨材料收入同比下降 353.49 万元，降幅为 2.03%，2025 年水性墨材料销售均价同比下降 10.23%。

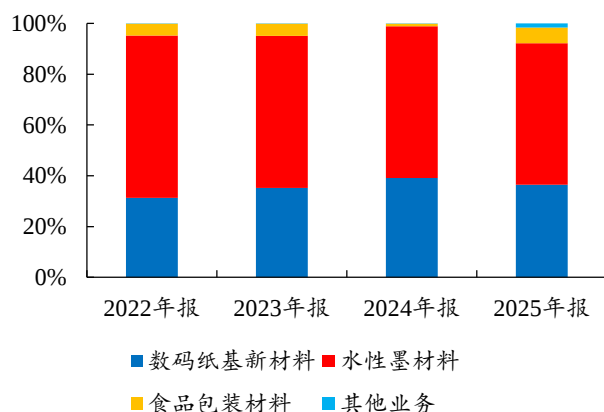
水性墨材料为主要的毛利贡献产品，2023-2025 年毛利贡献率分别为 59.91%、59.76%、55.68%。

图3：数码纸基新材料占总营收比持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

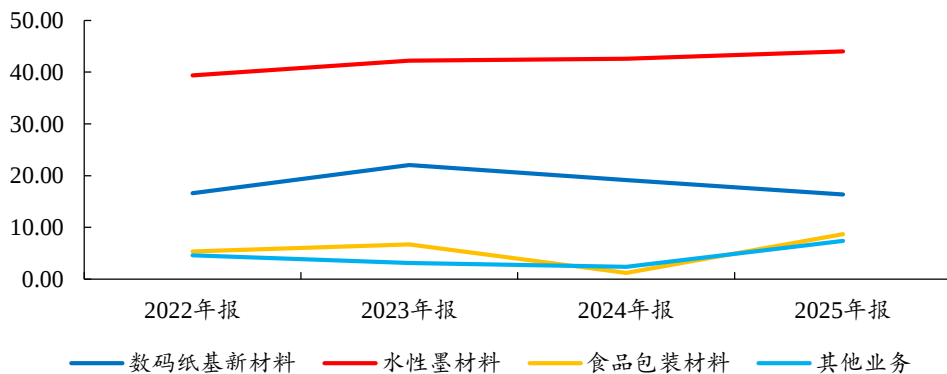
图4：水性墨材料为主要的毛利贡献产品



数据来源：Wind、开源证券研究所

从毛利率来看，水性墨材料始终保持较高的毛利率水平，2023-2025 年分别为 42.20%、42.58%和 44.00%，整体保持稳定。数码纸基新材料的毛利率分别为 22.06%、19.15%和 16.36%。2024 年，衢州东大 2024 年投产的新产线生产的经济型数码热升华转印纸（SPS）当年未实现盈利，毛利率为负，进而使得数码纸基新材料整体毛利率下降。2025 年，数码纸基新材料毛利率较 2024 年度下降 2.79 个百分点，经济型数码热升华转印纸（SPS）收入占比提升，而该产品毛利率仍为负所致。

图5：水性墨材料始终保持较高的毛利率水平/%



数据来源：Wind、开源证券研究所

华大海天承担生产职能的公司主要包括母公司华大海天和子公司衢州东大，华大海天建有数码纸基新材料的涂布产线和水性墨产线，衢州东大建有特种纸的造纸产线。参考产能利用率情况，华大海天数码纸基新材料保持较高的产能利用率。

表5：华大海天数码纸基新材料保持较高的产能利用率

| 主体   | 产品                           | 项目                     | 2025 年度   | 2024 年度        | 2023 年度   |
|------|------------------------------|------------------------|-----------|----------------|-----------|
| 华大海天 | 数码纸基新材料（机外涂布）                | 产能（万平方米）（1）            | 34,618.32 | 35,037.09      | 28,409.24 |
|      |                              | 产量（万平方米）（2）            | 28,850.67 | 30,190.89      | 28,598.25 |
|      |                              | 产能利用率（3）=（2）/（1）       | 83.34%    | 86.17%         | 100.67%   |
| 华大海天 | 水性墨材料                        | 产能（吨）（1）               | 20,000.00 | 20,000.00      | 20,000.00 |
|      |                              | 产量（吨）（2）               | 12,656.92 | 10,866.60      | 11,195.72 |
|      |                              | 产能利用率（3）=（2）/（1）       | 63.28%    | 54.33%         | 55.98%    |
| 衢州东大 | 食品包装材料及其他+数码纸基新材料（机内涂布）[注 1] | 产能（吨）（1）               | 70,000.00 | 70,000.00[注 2] | 40,000.00 |
|      | 食品包装材料及其他                    | 产量（吨）（2）               | 35,451.20 | 36,952.76      | 35,621.17 |
|      | 数码纸基新材料（机内涂布）                | 产量（吨）（3）               | 13,132.52 | 4,364.36       | -         |
|      | 食品包装材料及其他+数码纸基新材料（机内涂布）      | 产能利用率（4）=（（2）+（3））/（1） | 69.41%    | 59.02%         | 89.05%    |

数据来源：华大海天招股说明书、开源证券研究所（注 1：食品包装材料及其他主要为食品包装原纸和热转印原纸，食品包装原纸均对外销售，热转印原纸主要由衢州东大销售至华大海天进行进一步涂布加工，极少量对外销售。注 2：衢州东大原有 4 万吨/年的造纸产能，一条新产线 2024 年投产后新增产能 3 万吨/年。注 3：2024 年、2025 年机内涂布的数码纸基新材料（SPS）产量分别为 4,364.36 吨和 13,132.52 吨，折算为 13,496.57 万平方米和 40,446.46 万平方米（数码纸基新材料产品均按照平方米计价对外销售）。）

从产销情况看，华大海天保持较高的产销率。

表6：华大海天保持较高的产销率

| 产品        | 项目                   | 2025 年度   | 2024 年度   | 2023 年度   |
|-----------|----------------------|-----------|-----------|-----------|
| 数码纸基新材料   | 产量（万平方米）（1）          | 69,297.13 | 43,687.46 | 28,598.25 |
|           | 销量（万平方米）（2）          | 66,956.33 | 40,331.94 | 28,216.30 |
|           | 产销率（3）=（2）/（1）       | 96.62%    | 92.32%    | 98.66%    |
| 水性墨材料     | 产量（吨）（1）             | 12,656.92 | 10,866.60 | 11,195.72 |
|           | 销量（吨）（2）             | 12,099.60 | 11,086.85 | 11,269.72 |
|           | 产销率（3）=（2）/（1）       | 95.60%    | 102.03%   | 100.66%   |
| 食品包装材料及其他 | 产量（吨）（1）             | 35,451.20 | 36,952.76 | 35,621.17 |
|           | 对外销量（吨）（2）           | 12,911.66 | 14,194.39 | 11,834.35 |
|           | 内部销量（吨）（3）           | 22,749.20 | 23,194.27 | 21,957.77 |
|           | 产销率（4）=（（2）+（3））/（1） | 100.59%   | 101.18%   | 94.87%    |

数据来源：华大海天招股说明书、开源证券研究所

2023-2025 对前五名客户的销售收入合计分别为 9,931.04 万元、11,049.38 万元和 12,495.64 万元，占营业收入的比例分别为 19.68%、20.58%和 20.87%，占比较为稳定。

表7：2023-2025 前五大客户销售占营业收入比例分别为 19.68%、20.58%和 20.87%

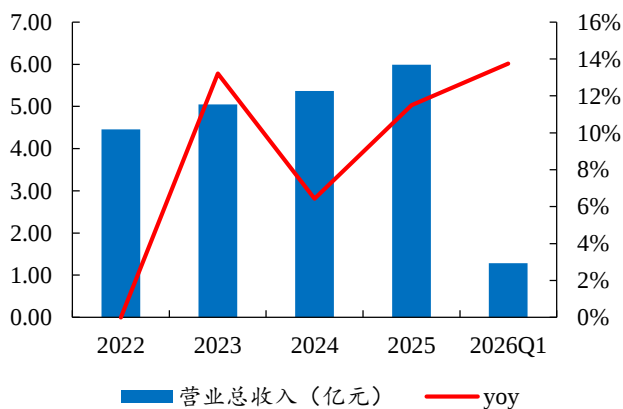
| 报告期     | 单位名称                  | 销售金额/万元   | 占营收比重/% |
|---------|-----------------------|-----------|---------|
| 2025 年报 | 苏州印美达纸业科技有限公司         | 4,074.94  | 6.81    |
|         | 晋江市英伦迪峰印花有限公司         | 2,876.28  | 4.80    |
|         | XARION INDUSTRIES INC | 2,239.70  | 3.74    |
|         | 杭州斑斓谷新材料科技有限公司        | 1,676.95  | 2.80    |
|         | 龙游县星蓝贸易有限公司           | 1,627.77  | 2.72    |
|         | 合计                    | 12,495.64 | 20.87   |
| 2024 年报 | 苏州印美达纸业科技有限公司         | 3,866.06  | 7.20    |
|         | XARION INDUSTRIES INC | 2,319.66  | 4.32    |
|         | 晋江市英伦迪峰印花有限公司         | 1,939.51  | 3.61    |
|         | 南京瀚润纸业业有限公司           | 1,469.56  | 2.74    |
|         | 杭州小斑马装饰材料有限公司         | 1,454.59  | 2.71    |
|         | 合计                    | 11,049.38 | 20.58   |
| 2023 年报 | 苏州印美达纸业科技有限公司         | 3,293.89  | 6.53    |
|         | XARION INDUSTRIES INC | 1,886.63  | 3.74    |
|         | 南京瀚润纸业业有限公司           | 1,621.65  | 3.21    |
|         | 天津华彩顺成装饰材料有限公司        | 1,610.65  | 3.19    |
|         | 广西中林装饰材料集团有限公司        | 1,518.22  | 3.01    |
|         | 合计                    | 9,931.04  | 19.68   |

数据来源：华大海天招股说明书、开源证券研究所

## 1.2、2022-2025 归母净利润 CAGR10.69%，盈利能力保持稳定

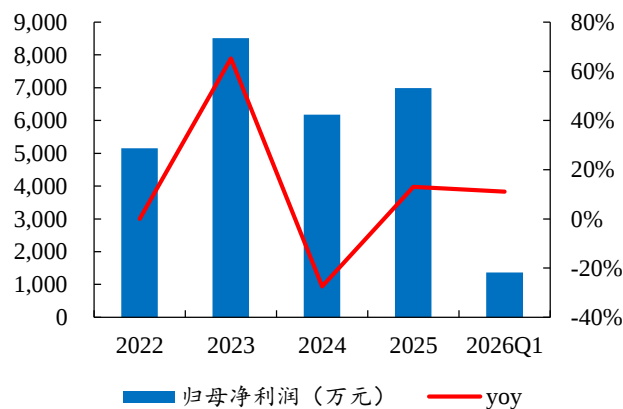
2023-2026Q1 年华大海天营业收入分别为 5.05 亿元、5.37 亿元、5.99 亿元、1.28 亿元，整体呈稳步增长态势，2022-2025 年 CAGR 为 10.34%。归母净利润分别为 8,511.50 万元、6,179.43 万元、6,988.11 万元、1,363.40 万元，2022-2025 年 CAGR 为 10.69%。

图6：2022-2025 年营业收入 CAGR 为 10.34%



数据来源：Wind、开源证券研究所

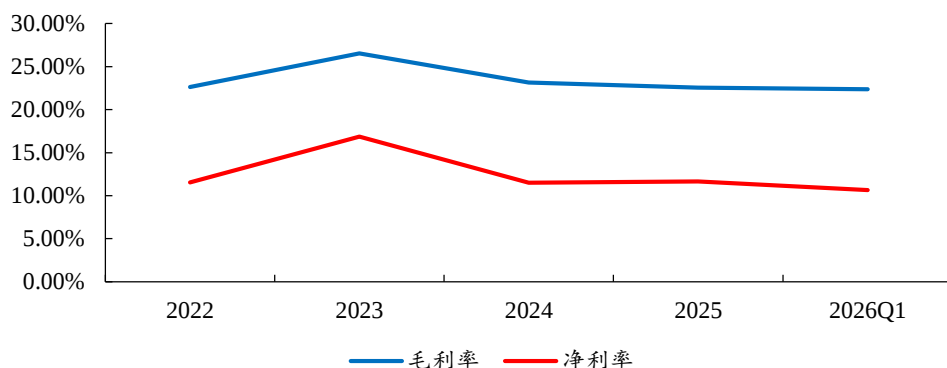
图7：2025 全年归母净利润 6,988.11 万元



数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力保持稳定，2023 年为华大海天盈利能力高点，对应毛利率、净利率分别为 26.55%、16.87%。2025 全年对应毛利率、净利率分别为 22.56%、11.67%。

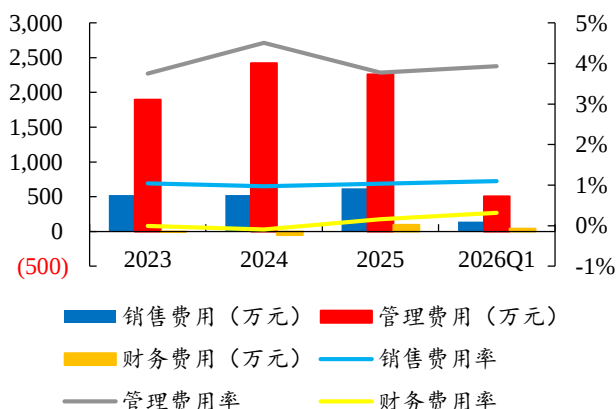
**图8：2025 全年对应毛利率、净利率分别为 22.56%、11.67%，盈利能力保持稳定**



数据来源：Wind、开源证券研究所

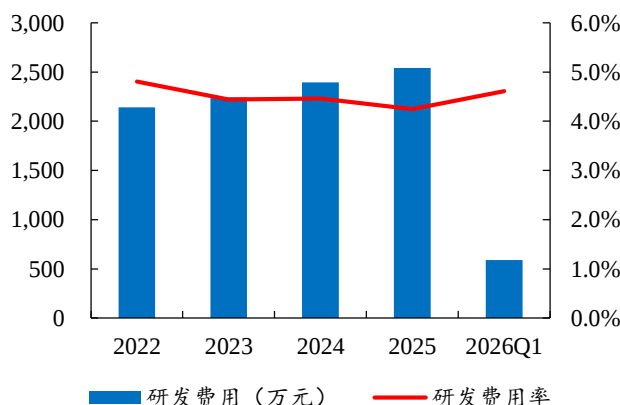
期间费用率 2023-2026Q1 分别为 9.23%、9.85%、9.21%、9.95%。研发费用规模稳定提升，2025 全年达 2,542.95 万元，对应研发费用率达到 4.25%。

**图9：2025 期间费用率 9.21%**



数据来源：Wind、开源证券研究所

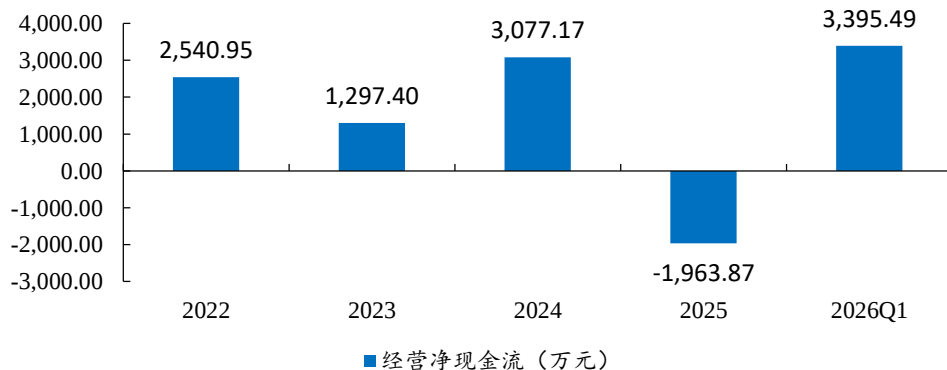
**图10：研发费用规模稳定提升**



数据来源：Wind、开源证券研究所

经营性现金流净额 2022-2024 均为净流入。

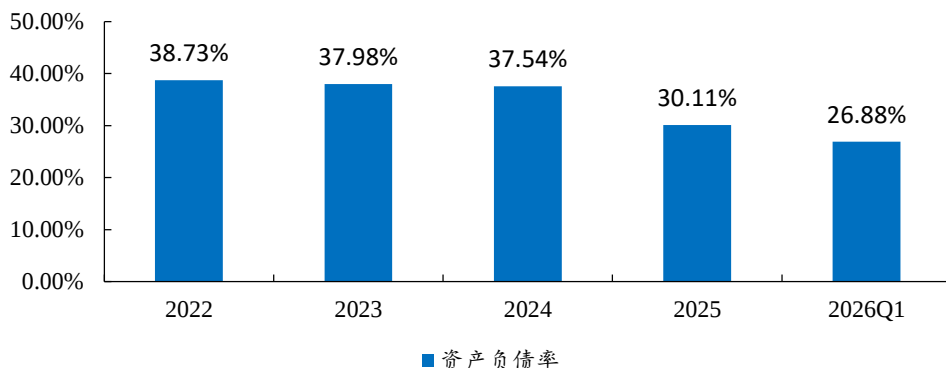
**图11：经营性现金流净额 2022-2024 均为净流入**



数据来源：Wind、开源证券研究所

资产负债率持续下降，2026Q1 降至 26.88%。

**图12：资产负债率持续下降，2026Q1 降至 26.88%**



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.3、募投完全达产对应新增收入 6 亿元，2025 末在手订单保持增长

本次华大海天募投项目主要包括“年产 2.5 万吨高档食品包装原纸、0.5 万吨新型转移印花原纸及 3 万吨新型热转印功能型数码纸技改扩建项目”、“技术创新中心及总部大楼建设项目（一期）”、“生产平台的数字化提升与智能化建设项目”等项目。

**表8：“年产 2.5 万吨高档食品包装原纸、0.5 万吨新型转移印花原纸及 3 万吨新型热转印功能型数码纸技改扩建项目”为主要产能扩建项目**

| 序号                                                      | 项目名称                        | 项目投资总额/万元 | 拟投入募集资金金额/万元 |
|---------------------------------------------------------|-----------------------------|-----------|--------------|
| 年产 2.5 万吨高档食品包装原纸、0.5 万吨新型转移印花原纸及 3 万吨新型热转印功能型数码纸技改扩建项目 |                             |           |              |
| 1                                                       | 印花原纸及 3 万吨新型热转印功能型数码纸技改扩建项目 | 30,212.64 | 12,500.00    |
| 2                                                       | 技术创新中心及总部大楼建设项目（一期）         | 13,349.53 | 6,500.00     |
| 3                                                       | 生产平台的数字化提升与智能化建设项目          | 5,055.34  | 3,000.00     |
| 4                                                       | 补充流动资金及偿还银行贷款               | 3,000.00  | 3,000.00     |
| 合计                                                      |                             | 17.51     | 25,000.00    |

数据来源：华大海天招股说明书、开源证券研究所

“年产 2.5 万吨高档食品包装原纸、0.5 万吨新型转移印花原纸及 3 万吨新型热转印功能型数码纸技改扩建项目”实施主体为衢州东大，计划总投资 30,212.64 万元，拟使用募集资金投入 12,500.00 万元，建筑面积为 12,721.44m<sup>2</sup>，项目建设期为 2 年。项目拟利用现有空地新建经济型数码纸基新材料（SPS）、食品包装原纸和热转印原纸生产基地。本项目包括 2 条特种纸生产线，1 条生产线（衢州东大造纸 2 号线）已于 2024 年建成投入使用，本次募集资金将用于第 2 条生产线的建设。新建产线将主要用于生产食品防油纸以及无氟防油纸等中高端系列食品包装材料，并且视未来数

码纸基新材料产品市场需求和订单情况，适时生产 SPS 等产品。

参考华大海天测算，项目完全达产对应新增收入可达到 59,950.00 万元。

**表9：参考华大海天测算，项目完全达产对应新增收入可达到 59,950.00 万元**

| 序号 | 产品名称      | 产量(万吨) | 达产年单价(元/吨) | 销售收入(万元)  |
|----|-----------|--------|------------|-----------|
| 1  | 高档食品包装原纸  | 2.5    | 9,420.00   | 23,550.00 |
| 2  | 新型转移印花原纸  | 0.5    | 6,800.00   | 3,400.00  |
| 3  | 新型转印功能数码纸 | 3      | 11,000.00  | 33,000.00 |

数据来源：华大海天问询函回复、开源证券研究所

衢州东大 2 号线于 2024 年初起试运行，于 2024 年 4 月起正式投产，其产能根据订单需求在 SPS 产品、食品包装材料和热转印原纸间灵活分配。

**表10：衢州东大 2 号线 SPS 产品产能占比大/吨**

| 项目      | 2026 年 1-3 月 |         | 2025 年度   |         | 2024 年度  |         |
|---------|--------------|---------|-----------|---------|----------|---------|
|         | 产量           | 占比      | 产量        | 占比      | 产量       | 占比      |
| SPS 产品  | 3,183.06     | 98.52%  | 12,932.23 | 91.19%  | 4,271.63 | 54.02%  |
| 食品包装原纸  | -            | -       | 163.17    | 1.15%   | 1,164.86 | 14.73%  |
| 热升华转印原纸 | -            | -       | 874.18    | 6.16%   | 2,117.64 | 26.78%  |
| 其他产品    | 47.67        | 1.48%   | 212.32    | 1.50%   | 353.64   | 4.47%   |
| 合计      | 3,230.74     | 100.00% | 14,181.91 | 100.00% | 7,907.78 | 100.00% |

数据来源：华大海天问询函回复、开源证券研究所

截至 2026 年 4 月，华大海天已基本解决了 SPS 生产效率提升中的主要难题，2026 年 4 月单月衢州东大 2 号线产能利用率为 66.16%。华大海天预计衢州东大 2 号线 2026 年可实现产量 22,000 吨，产能利用率可达到 73.33%。

2024 年末华大海天数码纸基新材料在手订单数量为 5,307.28 万平方米，较 2023 年的 2,820.57 万平方米增长 88.16%；2024 年末华大海天食品包装材料及其他在手订单数量为 1,629.85 吨，较 2023 年的 1,250.00 吨增长 30.39%，2025 年末华大海天数码纸基新材料和食品包装材料及其他在手订单较 2024 年末均有所增长，数码纸基新材料在手订单 5,754.69 万平方米、食品包装材料及其他在手订单 3,016.00 吨。

**表11：2025 年末华大海天在手订单保持增长**

| 项目                | 2025 年 12 月 31 日<br>/2025 年度 | 2024 年 12 月 31 日<br>/2024 年度 | 2023 年 12 月 31 日<br>/2023 年度 |
|-------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|
| 数码纸基新材料在手订单（万平方米） | 5,754.69                     | 5,307.28                     | 2,820.57                     |
| 食品包装材料及其他在手订单（吨）  | 3,016.00                     | 1,629.85                     | 1,250.00                     |

数据来源：华大海天问询函回复、开源证券研究所

1.4、高校背景创始人研发能力强，高克重数码纸基新材料市占率 34%

**研发团队优势：**华大海天拥有一支创新型研发团队，技术队伍具有教授、高级工程师和工程师等职称，技术人员结构合理，并与浙江大学、厦门大学等高校长期合作，共同承担国家科技部、浙江省科技厅的重大技术攻关项目。截至目前，华大海天多个自主研发项目已被列入浙江省科技厅和杭州市科技局的计划项目。

华大海天创始人林贤福先生、吕德水先生此前在浙江大学化学系任职。林贤福先生是水性功能材料领域的国内知名专家，此前在浙江大学化学系担任教授和博士生导师，科技成果获得了国家发明奖、中国科技成就奖、浙江省科技进步奖等奖项，发表 SCI 学术论文 220 余篇，系爱思唯尔 2020 年中国高被引学者，并获得国务院特殊津贴、国家万人创业领军人才、浙江省卓越工程师、浙江省有突出贡献中青年专家、浙江省 151 人才、杭州市 B 类人才等荣誉，在行业内具有较大影响力。吕德水先生此前于浙江大学担任教师，浙江大学硕士研究生，具有高级工程师职称，从事水性功能材料领域研究与产业化应用，主持和参与多项浙江省科技厅项目和自然科学基金项目，发表 SCI 论文 50 余篇，2025 年 1 月获得中国轻工业联合会科学技术进步奖二等奖。

**产品技术优势：**近年来，华大海天已获 20 项省级科技厅认证的创新产品及科技成果；主持起草国家、行业或团体标准 12 项，于 2025 年 1 月获得中国轻工业联合会科学技术进步奖二等奖。

数码纸基新材料方面，华大海天创新设计的数码热升华转印纸具有四层功能结构，在提高转移率的情况下，尽量加快干燥速度和吸墨容量。华大海天产品性能在国内处于领先水平，能达到国际同类产品水平。

表12：数码纸基新材料主要应用于数码印花领域，华大海天具备系列更全、指标更优等优势

| 类型   | 传统印花                                | 数码印花                                                                                 |                                                                                                                                          |
|------|-------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|      |                                     | 数码印花相对于传统印花                                                                          | 华大海天产品相对于主要竞品                                                                                                                            |
| 功能用途 | 受制版限制，生产周期长，灵活性有限，主要应用于大规模和单一化的生产场景 | 无制版限制，由计算机控制，生产周期短，柔性生产，主要应用于小批量生产或定制化生产                                             | 与主要竞品相比，华大海天产品系列更全，包括即干、快干、经济、粘性等不同功能，能够满足下游客户的各类需求。除常见服饰、工艺品及户外广告外，华大海天数码纸基新材料还可应用在深色服饰、高档服饰、骑行服等功能性服装、地毯、滑板等对转印效果要求较高的领域。              |
| 性能质量 | 需要人工调色，印花精度一般，存在复杂图案印花效果不良等问题       | 印花精度高，色域宽广、色彩鲜艳，复杂图案能实现较好的印花效果                                                       | 与主要竞品相比转移率、吸墨容量、干燥速度等指标更优                                                                                                                |
| 绿色环保 | 在生产过程中会产生大量污水，有机污染物含量高，处理困难         | 绿色清洁喷印技术，其中数码直喷会产生少量污水，数码转印则基本不产生污水；同时，比传统印花节约用水 20%-30%，节约蒸汽 10%-15%，节约染料用量 20%-30% | 主要竞品主要为热升华转印技术，无法解决纯棉面料的数码印花。华大海天开发的数码热转印纸基烫画膜可以解决纯棉面料的数码印花。目前市场上烫画膜材料主要为 PET 塑料基材和纸塑复合基材，使用溶剂型涂层。华大海天的数码热转印纸基烫画膜产品以纸作为基材，使用水性涂层，环保优势突出。 |

| 类型 | 传统印花             | 数码印花     |
|----|------------------|----------|
| 生产 | 由于需要制版，更适合大批量生产， |          |
| 成本 | 小批量生产成本较高        | 小批量生产成本低 |

资料来源：华大海天问询函回复、开源证券研究所

华大海天水性墨材料相较竞品具有系列全、客户认可度高等优势。

**表13：华大海天水性墨材料相较竞品具有系列全、客户认可度高等优势**

| 类型   | 华大海天产品相对于主要竞品                                                                                   |
|------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 功能用途 | 与主要竞品相比，华大海天产品系列更全，包括高端定制 7000 系列产品、高性能 5000 系列产品、经济型 3000 系列产品、金属或防伪效果等功能性产品，可以满足下游客户不同场景下的需求。 |
| 性能质量 | 与主要竞品相比印刷适应性、稳定性方面更好，客户认可度高，更适应下游装饰纸的高速印刷。                                                      |
| 绿色环保 | 华大海天产品与主要竞品均以水作为溶剂，基本无挥发性有机气体产生，相对于溶剂型油墨具备低毒、低污染特点。与主要竞争对手相比，华大海天已实现清洁生产，多余废料经生物处理，大量降低污染物排放。   |
| 生产成本 | 华大海天产品与主要竞品均以水作为溶剂，环保处理费用较溶剂型油墨低                                                                |

资料来源：华大海天问询函回复、开源证券研究所

华大海天数码纸基新材料主要为数码热升华转印材料，其主要特征性能体现在吸墨容量、干燥速度和转移率三个方面，具体为：（1）吸墨容量指标是数码纸基新材料吸收并容纳墨水的能力。更高的吸墨容量可防止墨水扩散导致图像模糊、边缘不清（洇墨），或渗透到纸张背面（透印），直接影响图案清晰与效果。（2）干燥速度指标是墨水打印到数码纸基新材料后的吸收快慢程度的重要参数，主要影响到打印速度及生产制作效率，随着打印机速度从 100 米/小时到 1,000-2,000 米/小时的提高，对于数码纸基新材料的干燥速度要求也越来越高。干燥时间通常越短越好。（3）转移率指标是指数码纸基新材料上的墨水向承印物上转移的比例，通常用数码纸基新材料转印后颜色浓度差值与转印前颜色浓度值的比例来衡量，转移率指标通常越大越好。

华大海天各类型数码热升华转印材料的吸墨容量、干燥时间、转移率及粘性情况等关键技术指标，整体优于竞品。

**表14：华大海天各类型数码热升华转印材料的关键技术指标整体优于竞品**

| 产品类型        | 关键性能指标                   | 华大海天产品 | 竞品 1  | 竞品 2  | 竞品 3  | 比较结果                      | 浙江制造标准 |
|-------------|--------------------------|--------|-------|-------|-------|---------------------------|--------|
| 即干型数码热升华转印纸 | 吸墨容量 (g/m <sup>2</sup> ) | 70.42  | 60.4  | -     | -     | 吸墨容量优于竞品                  | /      |
|             | 干燥时间 (分钟)                | 0.33   | 2.33  | -     | -     | 干燥时间优于竞品                  | ≤1 分钟  |
|             | 转移率 (%)                  | 97.33  | 95.91 | -     | -     | 转移率优于竞品                   | ≥95%   |
| 快干型数码热升华转印纸 | 吸墨容量 (g/m <sup>2</sup> ) | 29.52  | 17.01 | 16.5  | 20.51 | 吸墨容量优于竞品                  | ≥25    |
|             | 干燥时间 (分钟)                | 2.58   | 4     | 2.33  | 4.86  | 干燥时间与竞品 2 相当，优于竞品 1 和竞品 3 | ≤3 分钟  |
|             | 转移率 (%)                  | 96.24  | 93.61 | 95.96 | 95.53 | 转移率优于竞品                   | ≥95%   |

| 产品类型            | 关键性能指标                   | 华大海天产品 | 竞品 1  | 竞品 2  | 竞品 3 | 比较结果      | 浙江制造标准      |
|-----------------|--------------------------|--------|-------|-------|------|-----------|-------------|
| 自粘型数码热<br>升华转印纸 | 吸墨容量 (g/m <sup>2</sup> ) | 44.78  | 28.54 | -     | -    | 吸墨容量优于竞品  | ≥20         |
|                 | 干燥时间 (分钟)                | 4.66   | 4.45  | -     | -    | 干燥时间与竞品相当 | ≤6 分钟       |
|                 | 转移率 (%)                  | 95.42  | 85.17 | -     | -    | 转移率优于竞品   | ≥95%        |
|                 | 粘性情况-剥离力 (N/cm)          | 0.163  | 0.132 | -     | -    | 粘性情况优于竞品  | 0.100~0.330 |
| 经济型数码热<br>升华转印纸 | 吸墨容量 (g/m <sup>2</sup> ) | 12.64  | 11.4  | 7.88  | -    | 吸墨容量优于竞品  | -           |
|                 | 干燥时间 (分钟)                | 3      | 2.88  | 2.88  | -    | 干燥时间与竞品相当 | -           |
|                 | 转移率 (%)                  | 94.23  | 92.19 | 91.77 | -    | 转移率优于竞品   | -           |

数据来源：华大海天问询函回复、开源证券研究所

华大海天装饰纸水性印刷墨产品的色强度约为 100%，整体优于竞品；不同颜色装饰纸水性印刷墨粒径分布 D50 在 0.2-1.6 μm，粒径分布 D97 在 4 μm-12 μm，粒径分布较竞品更为接近，范围更加均匀；耐晒等级达到七级，与竞品一致。综合来看，华大海天装饰纸水性印刷墨优于竞品。

**表15：华大海天装饰纸水性印刷墨优于竞品**

| 厂 家  |     | 华大海天 |     |     | 竞品  |     | 行业标准     |
|------|-----|------|-----|-----|-----|-----|----------|
| 品种   | 红墨  | 黄墨   | 黑墨  | 红墨  | 黄墨  | 黑墨  |          |
| 色强度% | 100 | 99   | 101 | 69  | 108 | 86  | 95%-105% |
| 粒径分布 |     |      |     |     |     |     |          |
| D50  | 1.6 | 1.4  | 0.2 | 0.4 | 6.4 | 0.3 | D50≤3μm  |
| 粒径分布 |     |      |     |     |     |     |          |
| D97  | 12  | 10   | 4   | 2   | 16  | 2   | D97≤15μm |
| 耐晒等级 | >7  |      |     |     | >7  |     | 6-7 级    |

数据来源：华大海天问询函回复、开源证券研究所

**高市占率优势：**数码纸基新材料、水性墨材料和食品包装材料及其他由于产品功能化强、下游应用定制化程度高，对产品要求较高，尤其是对于中高端客户而言，更关注产品性能和质量表现。经过多年的发展，华大海天在主营产品领域内已拥有广泛的知名度并建立了良好的品牌形象和行业口碑，品牌优势逐渐凸显，为华大海天持续积累优质客户资源与实现业绩长期稳定增长打下了坚实的基础。

根据中国造纸学会特纸委出具的说明，2024 年国内热升华转印纸产品的产量为 35.00 万吨，其中高定量（大于 60g/m<sup>2</sup>）的产品占比约 20%，以此推算国内高克重热升华转印纸的产量约为 7.00 万吨。数码纸基新材料单价通常在 1 万元/吨左右，估算热升华转印纸和高克重数码纸基新材料的市场空间约为 35 亿元和 7 亿元。华大海天产品以高克重产品（60g/m<sup>2</sup> 以上）为主，**2024 年华大海天高克重数码纸基新材料销量约为 2.35 万吨，估算国内高克重热转印纸市场占有率约为 34%。2024 年华大海天新增销售机内涂布热升华转印纸，合计销量约 2.79 万吨，估算热升华转印纸的市场占有率为 8%。**华大海天与五洲特纸、冠豪高新和仙鹤股份为国内转印纸的主要生产厂商，占据大部分国内市场份额。根据中国造纸学会 2025 年 11 月出具的说明，“数

码纸基新材料市场集中度较高，行业内主要企业为仙鹤股份、冠豪高新、五洲特纸、华大海天，华大海天市占率位于行业前列。”

根据中国日用化工协会出具的证明，依据中国油墨行业统计信息研究中心数据显示，2024 年国内装饰纸水性印刷墨产量为 10.16 万吨，华大海天 2024 年在装饰纸水性印刷墨领域排名第一。华大海天 2024 年装饰纸水性印刷墨产量为 1.09 万吨，占国内装饰纸水性印刷墨产量的比例约为 10%。根据中国日用化工协会证明，2024 年华大海天在国内装饰纸水性印刷墨领域市场占有率排名第一，为细分领域龙头企业。

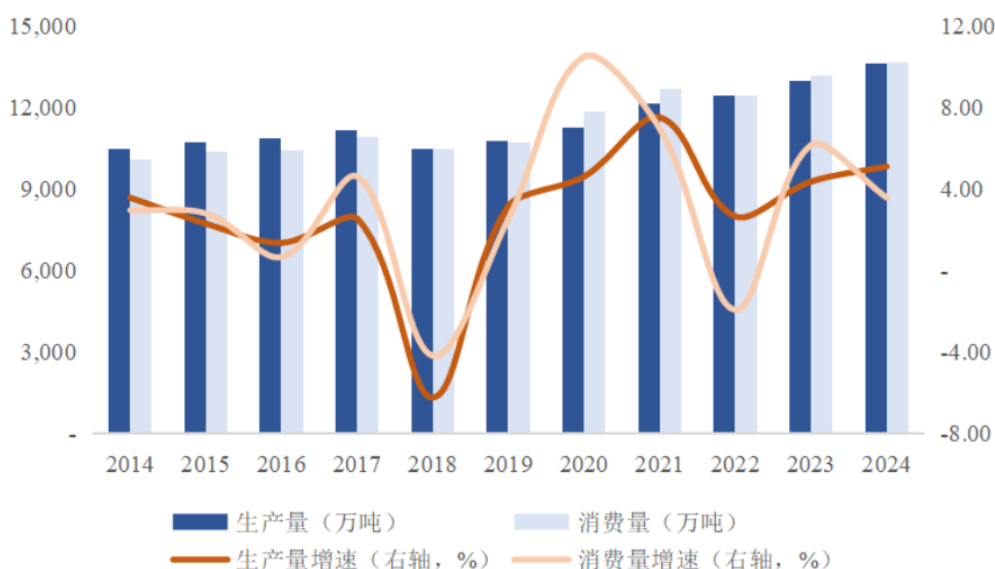
## 2、特种纸产量及需求持续提升，行业企业安排多个扩产项目

### 2.1、下游行业持续增长推动特种纸产量及需求提升

造纸行业具有较明显的与经济运行共振的特点，随着世界经济体的整体增长，全球造纸行业稳步发展，根据中国制浆造纸研究院的数据，2014-2022 年，全球纸及纸板生产量由 4.06 亿吨增长至 4.20 亿吨，CAGR 为 0.41%；全球纸及纸板消费量由 4.08 亿吨增长至 4.24 亿吨，CAGR 为 0.49%。

伴随着我国经济的快速发展，我国纸张产销水平持续增长，已成为世界造纸行业的重要组成部分。根据《2022 年世界造纸工业概况》，2022 年全球纸和纸板生产量前三大国家分别为中国、美国和日本，占比分别为 29.59%、15.94%和 5.64%；消费量前三大国家同样为中国、美国和日本，占比分别为 29.26%、15.69%和 5.64%。根据中国造纸协会的数据，2014-2024 年，国内纸及纸板生产量由 10,470 万吨增长至 13,625 万吨，CAGR 为 2.67%，其中 2024 年同比增长 5.09%；国内纸及纸板消费量由 10,071 万吨增长至 13,634 万吨，CAGR 为 3.08%，其中 2024 年同比增长 3.56%。2014-2024 年，我国纸及纸板人均消费量从 73.17 千克/年增长至 96.83 千克/年，但仍低于发达国家的消费水平。根据《2022 年世界造纸工业概况》，2022 年美国人均消费量为 198.2 千克/年，日本人均消费量为 183.6 千克/年，我国造纸产业发展前景依然广阔。

图13：2014-2024 年国内纸及纸板生产量和消费量

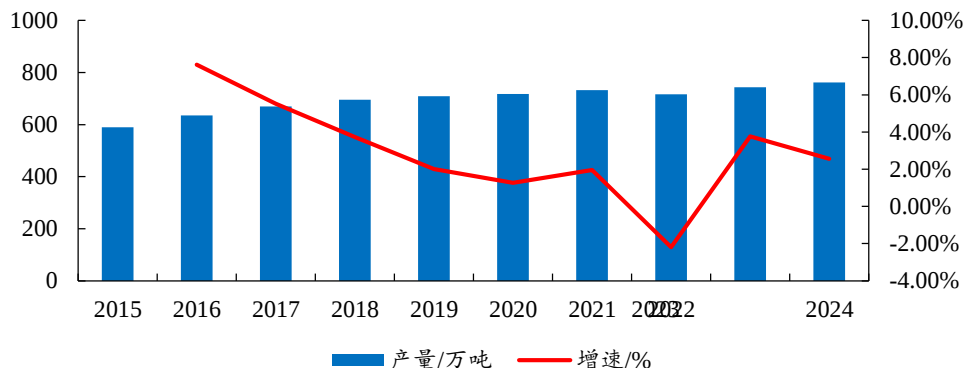


数据来源：中国造纸协会、华大海天招股说明书

特种纸是一种高性能纸基功能材料，具有技术含量高、附加值高等特点，适用于多种领域的具有特殊机能的易耗材料，更加广泛地应用在纺织服装、食品包装、医疗、建筑等领域。特种纸与新闻纸、生活用纸、白纸板等大类用纸相比，具有如下特点：（1）产品针对性强，具有特定用途；（2）技术难度大、工序复杂，附加值相对较高；（3）产品种类繁多，应用于不同领域。我国特种纸行业发展迅速，根据中国制浆造纸研究院的数据，2015-2024 年，国内特种纸生产量由 590 万吨增长至 762

万吨，CAGR 为 2.88%。

图14：2015-2024 年国内特种纸生产量及增速

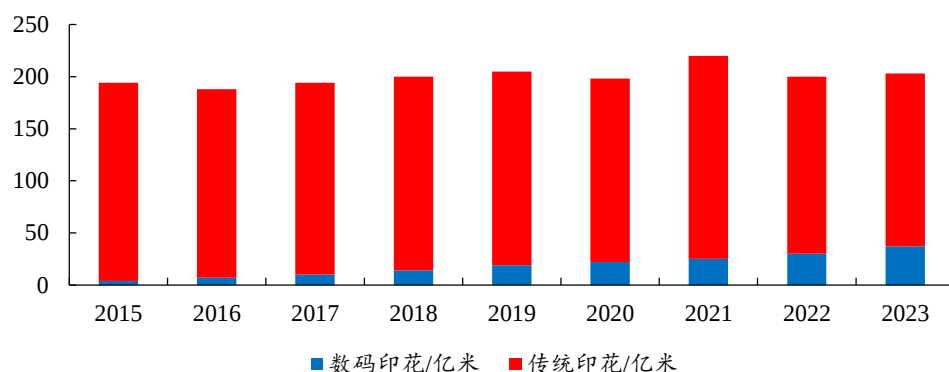


数据来源：中国制浆造纸研究院、华大海天招股说明书、开源证券研究所

华大海天生产的数码纸基新材料属于工业用特种纸，主要应用于纺织服装、工艺品以及户外广告的印花，其中纺织服装印花是数码纸基新材料目前的主要应用领域。

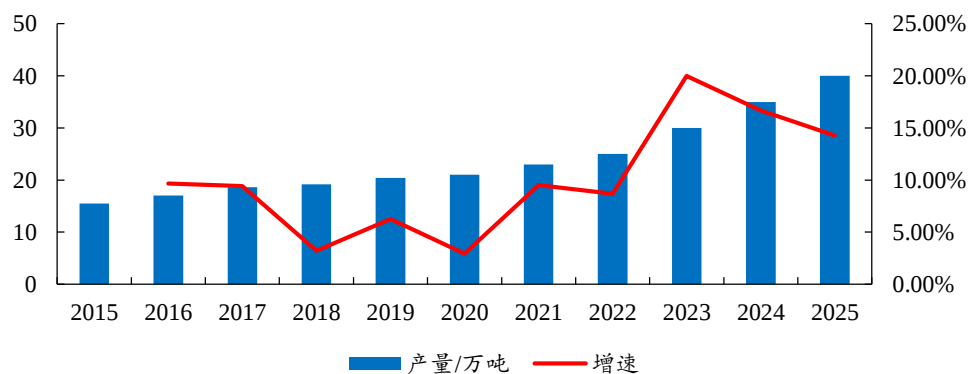
印花属于印染的中间工序。印染是纺织品深加工和提高附加值的关键环节，其工艺流程主要包括染色、印花、溢流等，通过印花和染色技术，将染料或颜料印花或染色于各种纺织品及相关材料上。印花技术可以分为数码印花、传统印花。数码印花是通过计算机技术预先处理好印花图案，通过打印设备将图案打印到数码纸基新材料上再转移至织物上的印花方式或者直接打印到织物上，是一种无需制版、非接触式印花方式。数码印花技术集智能制造、柔性制造和绿色制造为一体，契合科技化、个性化和绿色化的行业发展方向，具有广阔的发展前景。

纺织服装印花市场是数码印花应用的重要领域，目前我国纺织服装印花市场仍以传统印花为主，但是近年来，随着我国对产业环保重视度的提升，以及下游市场对于终端消费品质量款式的要求提升，数码印花技术在产业内的应用不断扩大。数码印花技术不仅可以满足下游客户个性化、及时交货的需求，也为提升能源利用效率与降低环境污染提供了有效的解决方案。根据中国印染行业协会的数据，我国纺织服装领域数码印花产量占比由 2015 年的 2.1% 大幅提高至 2023 年的 18.2%，数码印花产量规模由 2015 年的 4 亿米增长到 2023 年的 37 亿米，CAGR 高达 32.06%。

**图15：2015-2023 年国内纺织服装领域数码印花和传统印花产量**


数据来源：中国印染行业协会、华大海天招股说明书、开源证券研究所

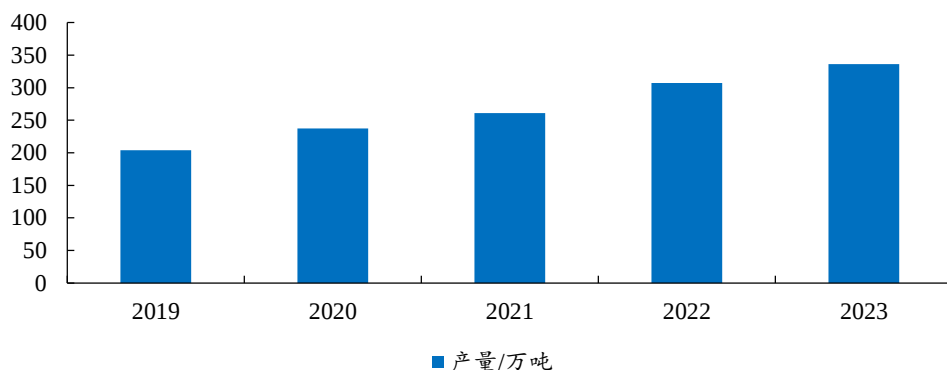
数码印花技术可以进一步分为数码转移印花和数码直喷印花，数码转印是将墨水打印在转印纸上形成特定的花型图案，再通过高温和压力转移到织物上。公司生产的数码纸基新材料属于数码转印的关键材料。根据中国印染行业协会的数据，数码印花中数码直喷产量占比在 25%左右，数码转印的产量占比在 75%左右，数码转印是数码喷墨印花市场中的主要技术。2023 年我国纺织品数码印花总产量 37 亿米，其中数码直印产量 9.5 亿米，数码转印产量 27.5 亿米，占比在 74.3%。伴随数码印花的蓬勃发展和广泛应用，数码印花技术的核心承印材料转印纸市场需求呈增长的态势。根据中国造纸学会特纸委数据，2015-2025 年，我国热转印纸产量由 15.5 万吨增长至 40.0 万吨。

**图16：2015-2025 年，我国热转印纸产量由 15.5 万吨增长至 40.0 万吨**


数据来源：中国造纸学会特纸委、华大海天招股说明书、开源证券研究所

现代食品工业加工技术丰富，产品种类繁多，对食品包装材料的要求也非常多样化，如防霉保鲜、防油防水、透气防潮、阻菌抗菌、烹饪适应性等。近年来，随着技术的进步和市场需求的多元化，食品包装纸的应用范围正不断扩大。近年来，我国食品包装原纸市场规模呈稳步增长趋势，根据智研瞻产业研究院统计数据，2015-2023 年我国食品包装特种纸产量从 203.65 万吨增长至 335.97 万吨，CAGR 为 13.33%。

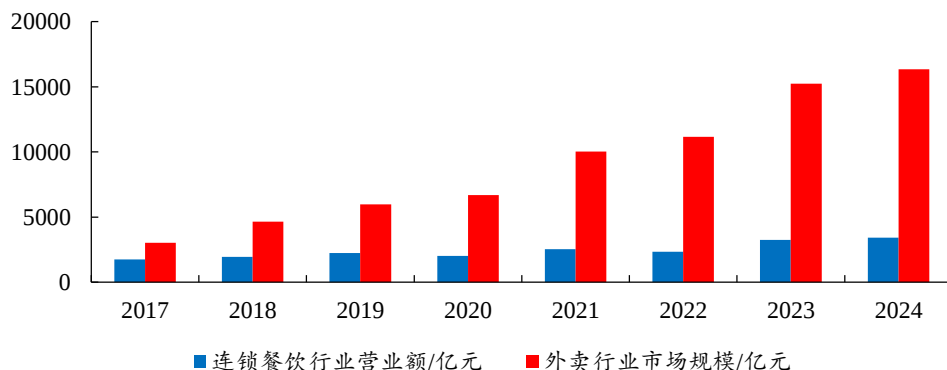
图17：2019-2023 年我国食品包装特种纸产量从 203.65 万吨增长至 335.97 万吨



数据来源：智研瞻产业研究院、华大海天招股说明书、开源证券研究所

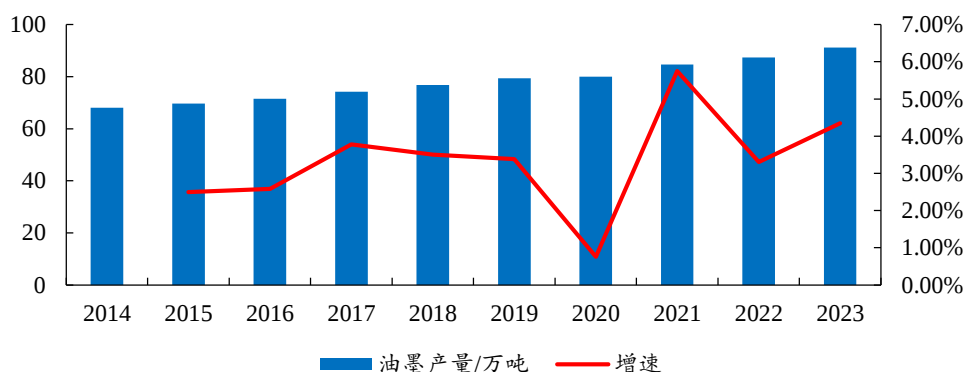
根据国家统计局数据，2011-2024 年，我国连锁餐饮企业收入从 1,120.39 亿元增长至 3,408.30 亿元，年复合增长率为 8.93%。同时由于外卖方便、快捷的特点以及餐饮信息化水平的提高，我国外卖餐饮规模持续增长。根据艾媒咨询的统计数据，2017-2024 年，我国外卖行业市场规模从 3,013 亿元上升至 16,357 亿元，CAGR 为 27.34%。

图18：2017-2024 年我国外卖行业市场规模从 3,013 亿元上升至 16,357 亿元



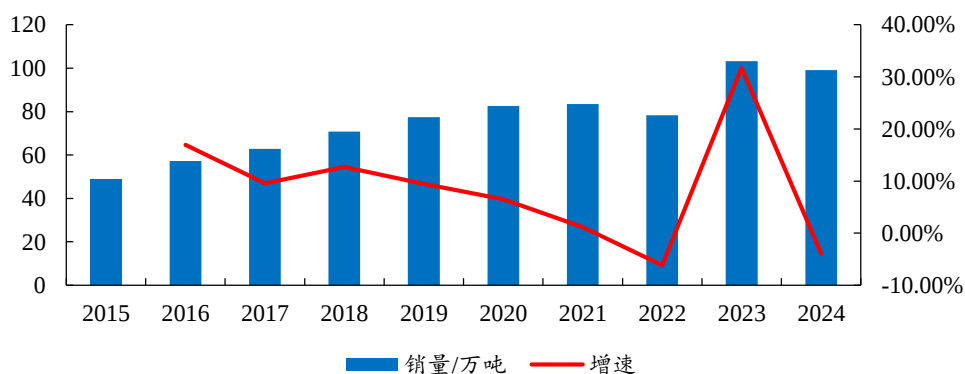
数据来源：国家统计局、艾媒咨询、华大海天招股说明书、开源证券研究所

随着我国经济的持续发展，油墨作为印刷的基本原材料之一，其产量也呈稳定上涨趋势。根据中国油墨协会的相关数据，我国油墨年产量从 2014 年的 68.00 万吨发展到 2023 年的 91.20 万吨，CAGR 约为 3.32%。

**图19：我国油墨年产量从 2014 年的 68.00 万吨发展到 2023 年的 91.20 万吨**


资料来源：中国日用化工协会油墨分会、智研咨询、Frost&Sullivan、华大海天招股说明书、开源证券研究所

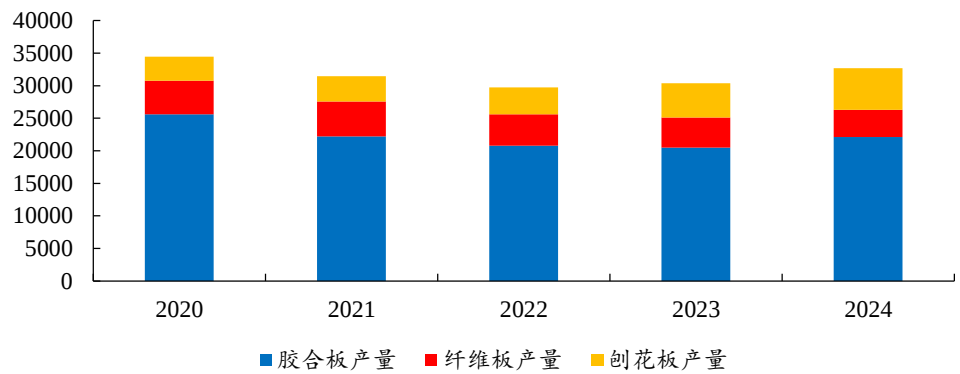
目前华大海天的水性墨材料主要为装饰纸水性印刷墨，主要应用于家居装饰行业装饰纸的印刷。装饰纸水性印刷墨是装饰纸生产过程中印刷在装饰原纸上的水性墨，与装饰原纸同为装饰纸产业链的重要原材料。装饰原纸的使用量与装饰纸水性印刷墨的使用量密切相关。装饰原纸经过装饰纸水性印刷墨印刷后得到装饰纸，再通过浸胶、压板等工艺后制成人造板，广泛使用于家居、地板、建材等产业。装饰纸主要用途是在高温高压的环境下压贴在刨花板、纤维板等人造板表面，起到提供花纹图案的装饰作用和防止基材透色的覆盖作用，具有良好的装修效果。近年来，我国装饰原纸销量整体呈增长态势，根据中国林产工业协会数据，2015-2024 年国内印刷用装饰原纸销量由 49.00 万吨增长至 99.19 万吨，CAGR 为 8.15%。

**图20：2015-2024 年国内印刷用装饰原纸销量由 49.00 万吨增长至 99.19 万吨**


数据来源：中国林产工业协会、华大海天招股说明书、开源证券研究所

人造板根据原材料和生产工艺的不同，可分为刨花板、纤维板和胶合板等。其中刨花板和纤维板主要使用装饰纸作为装饰材料，以增强其使用性能，对装饰纸的需求量相对更大。刨花板、纤维板经浸胶的装饰纸贴面后可制成三聚氰胺板，是建筑装饰装修、制造强化木地板和板式家具的主要原料。近年来我国人造板产量中刨花板和纤维板的合计产量及占比增长较快，从 2020 年的 8,867 万立方米增长至 2024 年的 10,598 万立方米，占比由 25.73% 增长至 32.41%。

图21：我国人造板产量中刨花板和纤维板的合计产量及占比增长较快/万立方米



数据来源：《中国人造板》、华大海天招股说明书、开源证券研究所

## 2.2、数码纸基新材料市场集中度较高，行业内企业持续扩产

数码纸基新材料市场集中度相对较高，国内从事数码纸基新材料的公司包括华大海天、冠豪高新、仙鹤股份和五洲特纸等。在高克重领域，主要厂家为华大海天及冠豪高新。国际上从事数码纸基新材料的公司主要为 Felix Schoeller、Coldenhove 和 Hansol Paper 等。

我国装饰纸水性印刷墨整体呈增长态势，目前国内主要供应商有华大海天和杭州海维特化工科技有限公司等。国际市场上主要供应商包括 Sun Chemical 和 ARCOLOR 等。目前国内装饰纸水性印刷墨市场集中度相对较低。

表16：行业内主要公司

| 所属行业 | 公司名称 | 经营情况及市场地位                                                                                                               | 技术实力                                  |
|------|------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------|
| 特种纸  | 冠豪高新 | 冠豪高新是国内大型涂布新材料研发和生产企业，主要产品包括特种纸、特种材料、彩色印刷品，其中特种纸业务的热升华转印纸占据国内以及东南亚出口市场主要份额。                                             | 截至 2025 年末，其累计拥有 343 项专利，包括 175 项发明专利 |
|      | 仙鹤股份 | 仙鹤股份是国内大型高性能纸基功能材料研发和生产企业，主要特种纸产品包括日用消费、商务交流及出版印刷材料、食品与医疗包装材料、烟草行业配套、电气及工业用纸等多个系列。                                      | 截至 2025 年末，其累计拥有 54 项发明专利             |
|      | 五洲特纸 | 五洲特纸是国内大型特种纸研发和生产企业，主要产品包括食品包装纸、格拉辛纸、转移印花纸和描图纸，除食品包装纸市场份额处于领先地位外，格拉辛纸、数码转印纸、描图纸、工业衬纸皆在细分板块中占有重要地位。                      | 截至 2025 年末，其累计拥有 21 项发明专利             |
|      | 恒达新材 | 恒达新材是国内规模较大的特种纸原纸生产企业，主要特种纸产品包括医疗包装、食品包装、工业配套原纸（包括木纹原纸和热转印原纸）和卷烟配套原纸四大系列，其中以医疗包装原纸和食品包装原纸为主，在中高端医疗和食品一次包装原纸领域取得了市场领先地位。 | 截至 2025 年末，其累计拥有 40 项发明专利             |
|      | 蓝宇股份 | 蓝宇股份是目前主流的数码喷印设备的纺织墨水供应商，主要油墨产品包括分散墨水、活性墨水、酸性墨水和涂料墨水等多种类型的数码喷印墨水，产品主要用于服装喷墨印花领域，2021 年市场占有率在国内同类产品位列前三。                 | 截至 2024 年末，其拥有 19 项专利，包括 10 项发明专利     |
| 水性油墨 | 杭华股份 | 杭华股份是国内领先的综合性油墨产品及印刷解决方案服务商，主要油墨产品包括 UV 油墨、胶印油墨、液体油墨等，其液体油墨主要为溶剂型油墨，拥有的“杭华”品牌是全                                         | 截至 2025 年末，其累计拥有 32 项发明专利             |

| 所属行业 | 公司名称 | 经营情况及市场地位                                                                                                                                                             | 技术实力                                                      |
|------|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|
|      |      | 国油墨行业颇具影响力的品牌，产品市场占有率保持在同行业前列。                                                                                                                                        | 专利                                                        |
|      | 长联科技 | 长联科技是印花胶浆专业生产商，主要油墨产品包括水性印花胶浆、水性树脂、丝印硅胶等，产品主要应用于纺织印花领域，其中水性印花胶浆产销量居于国内同行前列，2022年国内市场占有率排名第一。                                                                          | 截至 2025 年末，其拥有 48 项专利，包括 41 项发明专利                         |
|      | 天威新材 | 天威新材是数码喷印功能性材料及配套产品生产商，主要油墨产品包括分散墨水、UV 墨水、水性墨水和活性墨，应用领域包括纺织品数码印花、广告图像数码喷印、包装及出版物数码印刷、建筑装潢数码喷印、电子电路数码喷印、工艺装饰品数码喷印以及桌面办公打印领域等，属于中国油墨行业“产量万吨级”企业，收入和利润均位于数码喷印墨水细分行业前列。   | 截至 2025 年末，其拥有 69 项专利，包括 41 项发明专利                         |
|      | 华大海天 | 华大海天主营产品包括数码纸基新材料、水性墨材料和食品包装材料及其他。华大海天是数码纸基新材料领域的主要生产厂商，高克重产品市场占有率达到 30% 以上，在高克重领域行业地位突出。华大海天的水性墨材料主要为装饰纸水性印刷墨，2024 年华大海天在国内装饰纸水性印刷墨领域市场占有率排名第一，为细分领域龙头企业，具有广泛的行业影响力。 | 截至 2026 年 5 月 29 日，华大海天拥有 38 项境内专利，包括 24 项发明专利，以及 1 项境外专利 |

资料来源：华大海天招股说明书、开源证券研究所

参考行业内产能情况：特种纸行业公司近年来销量稳步增长，行业内公司有扩产安排。水性墨行业可比公司杭州海维特化工科技有限公司主营装饰纸水性印刷墨、PVC 膜印刷水性油墨、烟包印刷水性油墨等系列产品，同样有扩产安排。

表17：特种纸行业、水性墨行业可比公司均有扩产安排/万吨

| 业务  | 可比公司 | 销量          |        |        |        | 产能                                                         |                              |                      |          |
|-----|------|-------------|--------|--------|--------|------------------------------------------------------------|------------------------------|----------------------|----------|
|     |      | 产品系列        | 2025 年 | 2024 年 | 2023 年 | 2025 年                                                     | 2024 年                       | 2023 年               |          |
| 特种纸 | 冠豪高新 | 热敏纸/热升华转印纸  | /      | 21.71  | 21.13  | /                                                          | 湛江东海岛基地年产 6 万吨特种纸项目（含热升华转印纸） | /                    |          |
|     | 仙鹤股份 | 日用消费系列      | /      | 56.47  | 46.64  | 广西来宾“年产 250 万吨高性能纸基新材料”和湖北石首“年产 250 万吨高性能纸基新材料循环经济”项目已逐步投产 | 广西三江口新区                      | /                    |          |
|     |      | 食品与医疗包装材料系列 | /      | 24.98  | 22.98  |                                                            |                              | /                    |          |
|     | 五洲特纸 | 转移印花纸       | /      | 未披露    | 5.45   | 江西基地新增 4 万吨数码转印纸产线                                         | 浙江基地新增 2.2 万吨数码转印纸产线         |                      |          |
|     |      | 食品包装材料系列    | /      | 60.54  | 61.32  | /                                                          | /                            |                      |          |
|     | 恒达新材 | 特种纸合计       | /      | 9.93   | 8.57   | 年产 5 万吨新型包装用纸生产线及 1 万吨食品医疗纸制品深加工项目                         | /                            | 年产 3 万吨新型包装用纸生产线项目结项 |          |
|     | 水性墨  | 海维特         | 装饰纸水性印 | /      | 未披露    | 未披露                                                        | 广西贵港工厂建设                     | 丽水年产 5.5 万吨水         | 贵港年产 5 万 |

|           |    |         |          |
|-----------|----|---------|----------|
| 刷墨、PVC 膜印 | 结顶 | 性油墨项目投产 | 吨高档水性油   |
| 刷水性油墨、烟   |    |         | 墨项目开工建   |
| 包印刷水性油    |    |         | 设；临沂年产 1 |
| 墨         |    |         | 万吨水性油墨   |
|           |    |         | 制造项目竣工   |
|           |    |         | 调试公示     |

数据来源：华大海天问询函回复、开源证券研究所

### 3、可比公司 PE TTM 均值为 29.97X

考虑到华大海天主要产品为数码纸基新材料、水性墨材料和食品包装材料等，我们选择冠豪高新、五洲特纸、蓝宇股份、方大新材为同行业可比公司。

表18：我们选择冠豪高新、五洲特纸、蓝宇股份、方大新材为同行业可比公司

| 公司名称 | 股票代码      | 公司简介                                                                                                                                                                                     |
|------|-----------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 冠豪高新 | 600433.SH | 生产基地分布于广东湛江、珠海及浙江嘉兴等交通便利核心地带，产品涵盖特种纸、特种新材料等。公司以建设适度有效规模的高端绿色特种纸产业，培育孵化相关多元战略性新兴产业为战略定位，以科技创新塑造新质生产力，稳步提高生产数字化智能化水平，坚定不移地走绿色可持续发展道路，积极履行社会责任，致力打造成世界一流特种新材料公司。                            |
| 五洲特纸 | 605007.SH | 主营业务为特种纸的研发、生产和销售。公司生产的产品按下游应用可划分为食品包装材料系列、日用消费材料系列、出版印刷材料系列、工业配套材料系列和工业包装材料系列五大系列，以及纸浆系列的化机浆。2025年2月，公司开始投建一条年产60万吨化学浆生产线，项目建成投产后，可解决公司日益增长的化学浆需求和摆脱主要依靠外部采购的局限，以及达到成本节约，进一步提高公司的盈利能力。  |
| 蓝宇股份 | 301585.SZ | 公司主要从事符合国家节能环保战略方向的数码喷印墨水的研发、生产和销售，为国家专精特新“小巨人”企业和国家高新技术企业。公司所处行业为新材料行业，公司生产的数码喷印墨水作为数码喷印技术中的关键耗材，与数码喷头、系统板卡等核心部件以及其他配件产品配套于数码喷印设备，主要应用于纺织领域。                                            |
| 方大新材 | 920163.BJ | 公司主营业务为物流快递包装的生产、销售以及胶黏材料研发，是一家集研发、生产与销售为一体的高新技术企业，产品包括背胶袋、防水袋、气泡袋和可变信息物流标。公司拥有专业的研发团队、核心设备及自主研发的技术配方，主要环节的原材料均由公司内部自行生产，实现了垂直整合。公司是亚太地区主要的背胶袋产品供应商之一，且是中国早期自主研发制物流快递行业配套塑料包装、胶黏制品的公司之一。 |

资料来源：Wind、开源证券研究所

可比公司 PE TTM 均值为 29.97X。

表19：可比公司 PE TTM 均值为 29.97X

| 公司名称 | 股票代码      | PE TTM  | 市值/亿元 | 2025 年归母净利润/百万元 | 2025 营业收入/亿元 | 2025PE | 2025 毛利率/% | 2025 净利率/% |
|------|-----------|---------|-------|-----------------|--------------|--------|------------|------------|
| 冠豪高新 | 600433.SH | -175.52 | 57.93 | -303.66         | 71.52        | -19.08 | 4.91       | -7.43      |
| 五洲特纸 | 605007.SH | 20.73   | 73.17 | 244.75          | 88.84        | 29.89  | 7.89       | 2.79       |
| 蓝宇股份 | 301585.SZ | 40.52   | 28.81 | 70.78           | 4.85         | 40.70  | 31.97      | 14.52      |
| 方大新材 | 920163.BJ | 28.67   | 14.05 | 44.38           | 8.13         | 31.65  | 15.06      | 5.56       |
| 均值   |           | 29.97   |       |                 |              | 34.08  | 14.96      | 7.62       |
| 中值   |           | 28.67   |       |                 |              | 31.65  | 11.48      | 5.56       |
| 华大海天 | 920288.BJ | -       | -     | 69.88           | 5.99         | -      | 22.56      | 11.67      |

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至 2026 年 8 月 13 日，均值中值计算剔除负值）

#### 4、风险提示

原材料价格波动风险、新增产能消化风险、市场竞争加剧风险。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

|      | 评级               | 说明                    |
|------|------------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy）          | 预计相对强于市场表现 20%以上；     |
|      | 增持（outperform）   | 预计相对强于市场表现 5%~20%；    |
|      | 中性（Neutral）      | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
|      | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。      |
| 行业评级 | 看好（overweight）   | 预计行业超越整体市场表现；         |
|      | 中性（Neutral）      | 预计行业与整体市场表现基本持平；      |
|      | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。         |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn