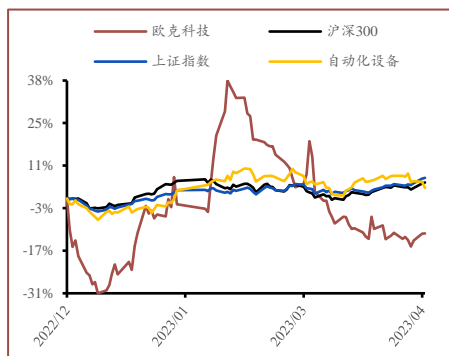


投资评级:增持(首次)

基本数据

收盘价(元)	70.74
流通股本(亿股)	0.17
每股净资产(元)	14.91
总股本(亿股)	0.67

最近12月市场表现



分析师 张一弛

SAC 证书编号: S0160522110002
zhangyc02@ctsec.com

分析师 张磊

SAC 证书编号: S0160522120001
zhanglei02@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ **隔膜设备供给稀缺，国产发展空间广阔：**锂电池隔膜供应紧缺，设备为限制隔膜产能扩张的主要瓶颈。由于海外设备产能有限且交付周期长，无法紧跟隔膜厂商扩产节奏，叠加降本因素影响，隔膜厂商不断推进隔膜设备国产化。近年来国内设备厂商不断进行设备研发与技术突破，中科华联等先后突破设备壁垒。
- ❖ **造纸设备龙头切入隔膜产线，技术同源奠定基础：**公司为生活用纸智能装备行业龙头企业，纸业与隔膜制备工艺相似，可进行技术嫁接。公司在设备参数、交付效率上均有所突破。当前国内使用的主流隔膜产线如布鲁克纳、东芝等，车速 100m/min 以下，公司设备设计速度理想化达到 200m/min。公司已获冠力首条产线订单，合同金额为 8800 万元，目前已在陆续交付中，预计第二季度完成验收工作。
- ❖ **造纸设备需求稳定，传统业务持续增长：**随着我国经济的持续增长，人民生活水平日益提高，消费升级趋势明显，加之新冠疫情推动人们卫生意识的提升，人们对生活用纸的需求将持续增长。2021 年，我国生活用纸消费量为 1046 万吨，同比增长 5.02%。公司生活用纸智能装备业务营业收入多年来保持增长趋势，2021 年营收达 5.24 亿元，同比增长 155.31%。
- ❖ **投资建议：**造纸设备行业龙头地位稳固，隔膜设备项目打开未来成长空间。我们预计公司 22-24 年实现营业收入 6.14/11.22/14.22 亿元，归母净利润 2.16/4.04/5.14 亿元，对应 EPS 分别为 3.24/6.05/7.71 元/股，对应 2023 年 4 月 18 日收盘价 PE 分别为 21.81/11.69/9.17 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**下游市场波动风险；客户过于集中风险；开拓客户不力风险。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	529	558	614	1122	1422
收入增长率(%)	133.77	5.61	10.00	82.68	26.74
归母净利润(百万元)	247	229	216	404	514
净利润增长率(%)	318.13	-7.32	-5.40	86.57	27.49
EPS(元/股)	4.93	4.57	3.24	6.05	7.71
PE	0.00	0.00	21.81	11.69	9.17
ROE(%)	70.98	39.65	11.99	18.28	18.90
PB	0.00	0.00	2.61	2.14	1.73

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

内容目录

1	公司简介.....	4
1.1	公司概况.....	4
1.2	管理层及股东情况.....	4
1.3	主营业务基本情况.....	5
2	隔膜设备供给稀缺，国产发展空间广阔.....	7
2.1	隔膜供应紧缺，设备为扩产瓶颈.....	7
2.2	隔膜产能持续扩张，市场空间广阔.....	9
2.3	海外设备有限叠加降本因素，国产化大势所趋.....	10
3	造纸设备龙头切入隔膜产线，技术同源奠定基础.....	12
3.1	造纸设备技术同源，技术基础较好.....	12
3.2	资金、客户支持到位，逐步开展新能源布局.....	13
4	造纸设备需求稳定，传统业务持续增长.....	13
4.1	市场需求稳定，营收持续增长.....	13
4.2	市场集中度提高，龙头企业加速布局.....	13
4.3	客户多元优质，订单充足.....	14
5	投资建议.....	14
5.1	盈利预测.....	14
5.2	投资评级.....	15
6	风险提示.....	16

图表目录

图 1.	公司发展历程.....	4
图 2.	公司股权结构图（截至 2023 年 4 月 18 日）.....	5
图 3.	营收长期维持增长（亿元）.....	6
图 4.	盈利有所波动（亿元）.....	6
图 5.	生活用纸智能装备为核心业务.....	7
图 6.	公司以华东为优势区域，产品内销为主.....	7
图 7.	利润率阶段性波动，总体呈增长趋势.....	7
图 8.	费用率水平合理，公司费控能力优异.....	7

图 9. 湿法隔膜主要设备.....	8
图 10. 生活用纸包装材料工艺流程.....	12
图 11. 湿法隔膜工艺流程.....	12
图 12. 我国生活用纸消费量.....	13
图 13. 公司生活用纸智能装备营收稳定增长.....	13
表 1. 管理层状况.....	5
表 2. 隔膜性能要求.....	8
表 3. 湿法隔膜设备简介.....	9
表 5. 星源材质生产设备投资额明细.....	10
表 6. 海外设备厂商产能及合作情况.....	11
表 7. 国产设备配置情况.....	11
表 8. 国内生活用纸行业年产 5 万吨及以上的企业数量分布情况.....	14
表 10. 可比公司估值.....	15

1 公司简介

1.1 基本概况

生活用纸设备龙头，布局隔膜产线。欧克科技股份有限公司主营业务是生活用纸智能装备的研发、生产、销售与服务。主要产品是全自动抽取式纸巾生产线、全自动卷纸生产线、全自动手帕纸生产线、平面口罩生产线、KN95 口罩生产线。公司在智能装备领域不断拓展，先后研发生产出流延膜机、吹膜机、制袋机等一系列制膜生产线，满足下游生活用纸客户对包装膜产品的需求。公司经过自主研发及经营积累，掌握了湿法锂电池隔膜生产涉及的配料挤出、铸片、拉伸、萃取、干燥、收卷等关键设备的核心技术，可以为客户提供整套湿法锂电池隔膜自动化生产线解决方案。

图1.公司发展历程

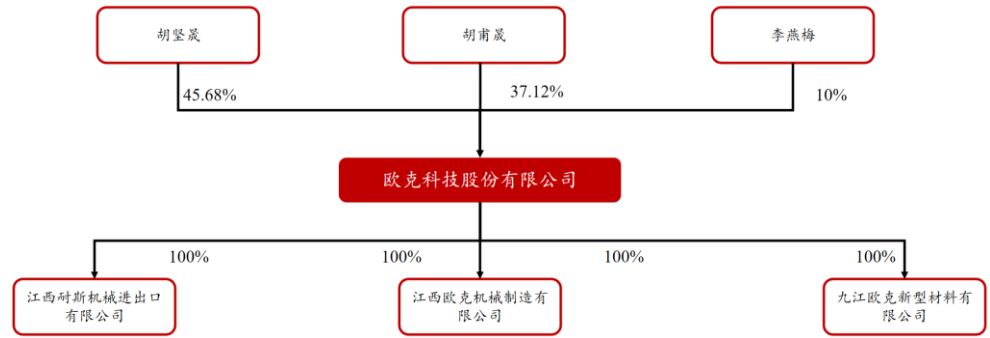


数据来源：公司公告、财通证券研究所

1.2 管理层及股东情况

管理层务实高效，股权结构稳定。公司董事长胡坚晟、总经理胡甫晟为公司控股股东及实控人，截至 2023 年 4 月 18 日，胡坚晟与胡甫晟持股比例总计为 82.80%。

图2.公司股权结构图（截至 2023 年 4 月 18 日）



数据来源：同花顺 iFinD、财通证券研究所

管理层在相关领域从业经验丰富，底蕴深厚。公司管理层以及核心研发人员在相关领域具有深厚的研究及产业经历，既具备设备领域的开发经验，也了解下游客户需求，能研制出性能更优且与厂商更适配的设备。

表1.管理层状况

胡坚晟	董事长	1976 年出生，大学学历。2003 年 9 月至 2005 年 3 月，经营广州市番禺区大石坚胜机械材料经营部；2005 年 7 月至 2011 年 7 月，担任广州欧克机械制造有限公司副总经理；2011 年 8 月至 2020 年 10 月，担任欧克有限副总经理；2020 年 10 月至今，担任欧克科技股份有限公司董事长。目前兼任中国造纸协会生活用纸专业委员会中国卫生用品行业专家库专家。
胡甫晟	总经理	1979 年出生，大专学历。2002 年 7 月至 2003 年 9 月，担任广州联通华建网络科技有限公司东莞分公司技术员；2003 年 10 月至 2004 年 12 月，担任东莞兴昂鞋业有限公司信息技术部工程师；2005 年 7 月至 2011 年 7 月，担任广州欧克机械制造有限公司监事；2011 年 8 月至 2020 年 10 月，担任欧克有限执行董事、总经理；2020 年 10 月至今，担任欧克科技股份有限公司董事、总经理。目前兼任欧克机械、江西耐斯、欧克材料执行董事兼总经理。
曹小兵	副总经理、生产运营中心总监	1988 年出生，大专学历。2013 年 7 月至 2013 年 12 月，任金华阜康机电有限公司装配车间储备干部；2014 年 1 月至 2016 年 2 月，历任浙江阜康机械有限公司装配车间、精加工车间班组长、主任。
袁汉宁	董事、副总经理、营销售后中心总监	1984 年 1 月出生，本科学历。2006 年 6 月至 2011 年 8 月，任广州欧克机械制造有限公司销售经理。
霍勇	董事、副总经理、技术研发中心总监	1989 年出生，本科学历。2013 年 6 月至 2018 年 5 月，历任安德里茨（上海）工程设备有限公司市场部销售工程师、项目经理。
李志辉	财务总监、董事会秘书	1982 年出生，本科学历。2008 年 1 月至 2013 年 5 月，任职于中瑞岳华会计师事务所；2013 年 6 月至 2016 年 7 月，任职于招商证券股份有限公司；2016 年 8 月至 2018 年 10 月，任职于天风证券股份有限公司；2018 年 11 月至 2020 年 3 月，担任西施生态科技股份有限公司财务副总监。

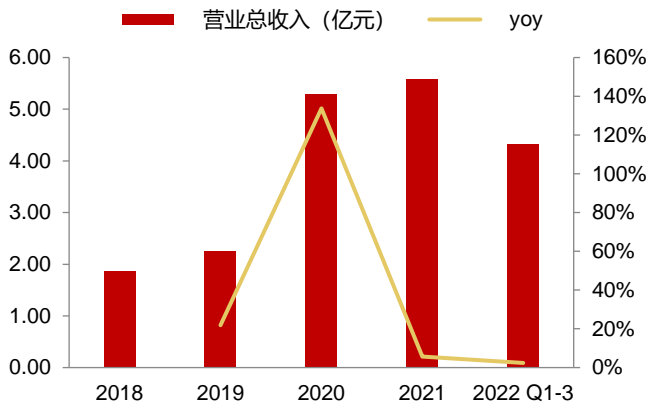
数据来源：同花顺 iFinD、财通证券研究所

1.3 主营业务基本情况

收入呈增长趋势，未来发展势能充足。公司业绩自 2018 年以来稳定增长，2021 年营收实现 5.58 亿元，同比+ 5.61%，2018-2021 年 CAGR 为 31.23%；归母

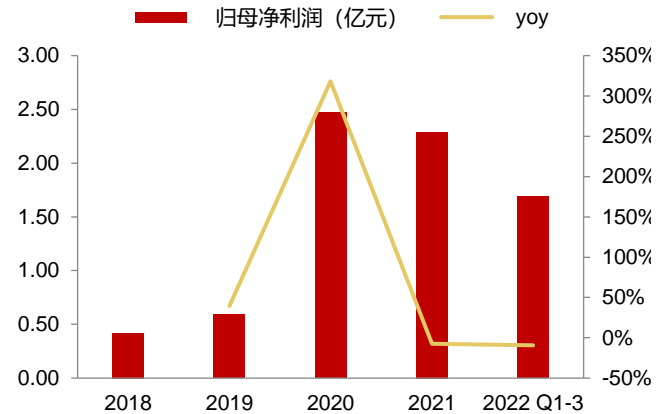
净利润实现 2.29 亿元，同比-7.32%。2022Q1~Q3 公司营收/归母净利润分别为 4.32 / 1.69 亿元，同比+ 2.39% / -9.32%。根据中国造纸协会生活用纸专业委员会和 Global Trade Atlas 贸易数据系统显示，中国生活用纸市场在 2021 年增长了 11%，目前在 Fast markets RISI 全球生活用纸业务担任综合研究报告主编的 Esko Uutela 预计，今年和未来几年，人们对于生活用纸的需求将增长 3.4%~3.5%。在下游生活用纸产业持续发展、公司持续研发投入下，公司未来增长势能较为充足。

图3.营收长期维持增长（亿元）



数据来源：同花顺 iFinD、财通证券研究所

图4.盈利有所波动（亿元）

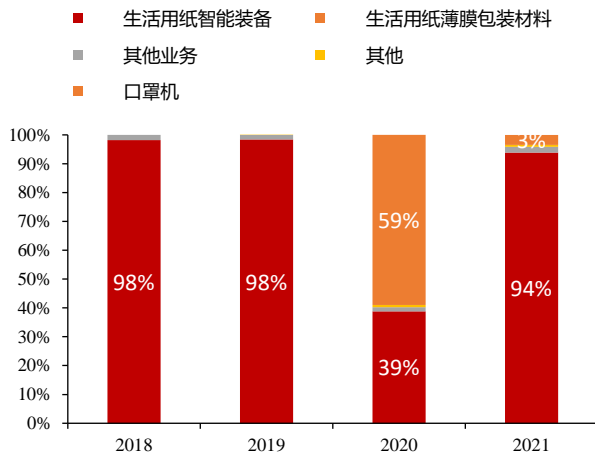


数据来源：同花顺 iFinD、财通证券研究所

生活用纸智能装备为核心业务。分业务看，2020 年在疫情影响下，口罩机业务占比达到 59%，其余时期营收以生活用纸智能装备为主，占比达到 90%以上。

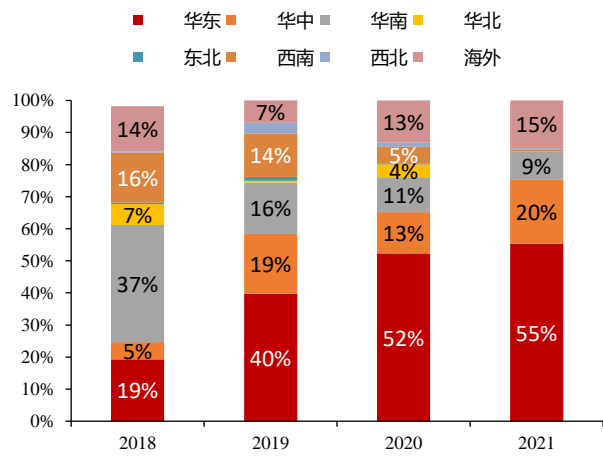
公司以华东为优势区域，产品内销为主。分地区看，公司不同地区营收占比较为稳定，2021 年华东/华中/海外/华南份额分别约为 55%/20%/15%/9%。当前公司优势区域以华东地区为主，营收占比在 50%以上。海外占比较稳定，公司产品以内销为主。

图5.生活用纸智能装备为核心业务



数据来源：同花顺 iFinD、财通证券研究所

图6.公司以华东为优势区域，产品内销为主

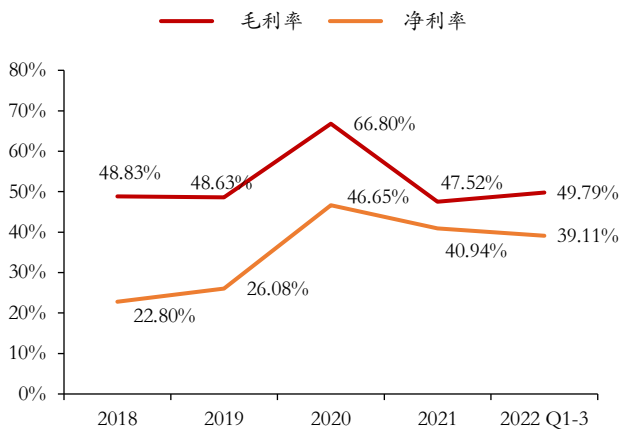


数据来源：同花顺 iFinD、财通证券研究所

利润率阶段性波动，总体呈增长趋势，盈利能力向好。公司综合毛利率2018年以来维持在45%以上，2020年受疫情影响，公司把握机遇发展口罩机业务，为公司带来利润率大幅提升，2021年公司利润率回归正常水平，得益于公司各项主营业务的增长及费用管理得当，公司总毛利率在2021年后呈提升趋势。

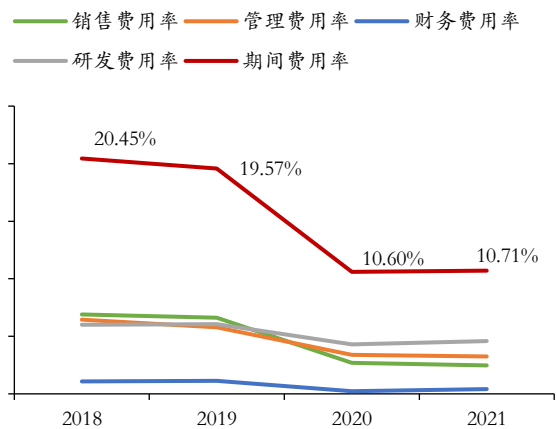
期间费用率较为稳定，公司费控能力优异。公司期间费用率2020-2021年稳定在10%左右水平，整体来看，公司各项费用水平较为合理，费控能力较为优异。

图7.利润率阶段性波动，总体呈增长趋势



数据来源：同花顺 iFinD、财通证券研究所

图8.费用率水平合理，公司费控能力优异



数据来源：同花顺 iFinD、财通证券研究所

2 隔膜设备供给稀缺，国产发展空间广阔

2.1 隔膜供应紧缺，设备为扩产瓶颈

隔膜供不应求，出货量持续提升。高工产业研究院（GGII）数据显示，2022年中国锂电隔膜出货量124亿平方米，同比增长59%，产品类型以湿法隔膜为主。

从供需关系看，2022年湿法隔膜供不应求，满产满销，预计2023年湿法隔膜供需趋向紧平衡，产能利用率维持高位。

设备技术壁垒高，制约隔膜扩产。隔膜一致性要求设备精密度、自动化水平高。隔膜是锂电池中极具技术壁垒的关键内层组件，其性能决定了电池的界面结构及内阻，直接影响电池的容量、循环及安全性能。隔膜的性能指标大致可以分为理化特性、力学性能、热性能三个方面，最大限度兼顾电池能量密度及安全性造就了隔膜较高的技术门槛。在锂电隔膜生产过程中，对设备精密度、自动化水平要求很高，任何一个过程参数和反应条件出现微小偏差，都会影响成品的一致性导致合格率无法达到量产的水平。

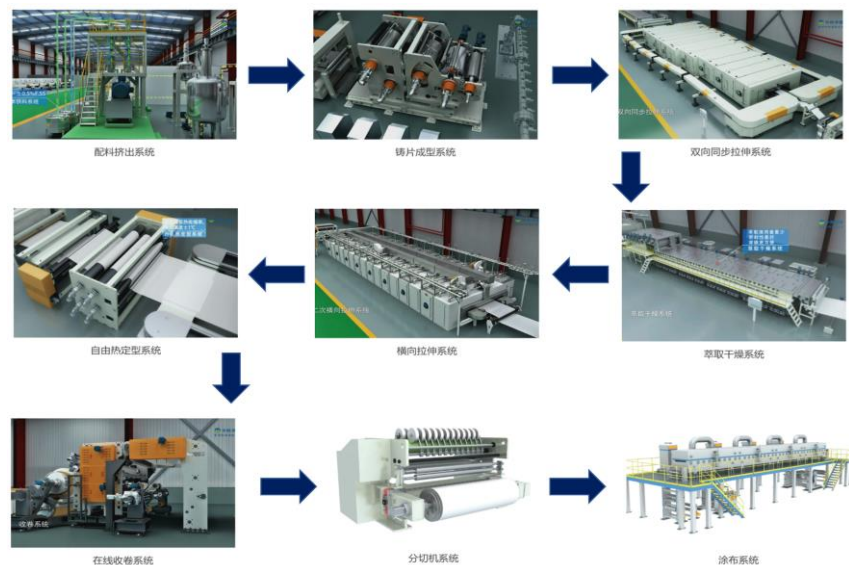
表2.隔膜性能要求

稳定性	电子绝缘性：绝缘性良好 化学稳定性电化学稳定性：足够的化学、电化学稳定性 拉伸强度：足够的拉伸强度 收缩率：较小的收缩率
一致性	孔径：保证在良好透过性的情况下满足不同电池性能的需求 孔隙率：保证在一定孔径的情况下孔隙率尽可能大 浸润性：对电解液的浸润能力 厚度：在一定机械强度下尽可能小，越厚穿刺强度越好
安全性	穿刺强度：足够的穿刺强度 融化温度：尽可能高的温度 闭孔温度：高于电池正常使用温度，低于融化温度

数据来源：星源材质招股说明书、财通证券研究所

根据隔膜生产流程，设备主要分为配料挤出系统、铸片成型系统、萃取干燥系统、双向同步拉伸系统、横向拉伸系统、自由热定型系统、在线收卷系统、涂布系统、分切机系统。

图9.湿法隔膜主要设备



数据来源：中科华联官网、财通证券研究所

表3.湿法隔膜设备简介

设备	简介
配料挤出系统	采用分步喂料方式，确保喂料精度；白油采用两级搅拌加热，控温精度高；模头机头压力闭环控制，隔膜厚度精度高；熔体挤出后通过高精度精密熔体过滤器，保证过滤精度，避免漏料现象，同时延长更换过滤网的时间。
铸片成型系统	铸片成型系统辊筒流道采用先进的双进双出交叉对流螺旋形式，保证辊面温度均匀；通过模拟实验并结合产量和铸片结晶趋势设计辊径大小；辊筒实现铸片正反面冷却速度可调，确保铸片厚度均匀，铸片正反面结晶度一致。
双向同步拉伸系统	在拉伸加工过程中，锂电薄膜不与辊筒接触，在机械原理上采用先进的链轨系统，对薄膜进行一次性成型的双向同步拉伸，大大提高了薄膜的分子取向匀质性。纵向、横向牵伸比可在线调整，确保不同规格隔膜的最优性能。
萃取干燥系统	采用特殊的密封结构保证萃取剂零泄漏，采用全主动辊方式，可有效防止隔膜在萃取槽内因牵引阻力断膜的情形；采用超声波、槽内循环、槽间溢流、过渡刮液、独立控温等方式提升萃取效果，提高萃取槽中溶液的浓度，有效减少萃取剂用量，降低配套液体分离系统的耗能；通过特有的刮液方式，降低配套废气回收系统耗能。
横向拉伸系统	横向拉伸系统将已除去萃取剂及溶剂的多孔隔膜预热到隔膜软化点温度，利用物理的方法将其扩幅扩孔，再横向收缩消除扩幅后隔膜产生的内应力，最后经冷却成型。经横向拉伸系统拉伸回缩后的隔膜，分子取向得到进一步有序排布，提高隔膜的纵横向拉伸强度及孔径的开孔度。
自由热定型系统	自由热定型为单独处理单元，隔膜在该系统内处于完全松弛收缩状态，能够最大化的消除扩幅拉伸后横向与纵向存在的内应力，减少隔膜热收缩率，增加尺寸稳定性。
在线收卷系统	隔膜材料经展平辊，张力检测辊，纠偏系统，并分切后分别收卷成符合标准的卷材。该系统可应用于锂电隔膜、包装材料、纸张及金、银、铜、铝箔等行业产品的裁切收卷。
分切机系统	数字控制高速分切机充分结合原材料特性、操作者人体习惯、采用三维设计技术，整机优化协调机、电、光、气的配置，采用最新驱动技术和控制技术，实现简便操作，高品质和高效率，广泛适用于各种薄膜分切行业。
涂布系统	涂布系统是由放卷、微凹辊涂布、干燥、纠偏、收卷等部分组成。各部分之间设置适当的张力隔断及控制系统，收放卷机均带有双臂双工位转塔臂及自动切断机构，可实现不停机换卷。

数据来源：中中华联官网、财通证券研究所

2.2 隔膜产能持续扩张，市场空间广阔

隔膜企业持续扩产，设备厂商充分受益。随着3C设备、新能源汽车、储能设备等的高速发展，尤其是新能源汽车的国家相关政策落地，锂离子电池的需求随之增长迅速，也必将推动电池隔膜需求量快速增长，为隔膜生产线及隔膜专用设备的厂家发展提供了机遇。

表4.国内隔膜厂商扩产规划

公司	扩产规划
恩捷股份	2023 年产能预计达到 100 亿平。
星源材质	年产 3.6 亿平方米湿法及涂覆隔膜项目，2023 年开始投产。
	瑞典项目湿法基膜年产能约为 7 亿平方米，涂覆年产能约为 4.2 亿平方米，2022 年开始投产。
中材科技	年产 20 亿平方米湿法及涂覆隔膜项目，2023 年开始投产。
	年产 3.2 亿平方米锂电池专用湿法隔膜生产线项目，预计 2023 年完工。
沧州明珠	年产 10.4 亿平方米锂离子电池隔膜生产线，预计 2023 年完工。
	预计 23 年新增 1-2 亿平产能，大部分是涂覆隔膜。

数据来源：各公司公告、财通证券研究所

隔膜扩产投资中设备投资占比大，设备价值量高。以星源材质高性能锂离子电池湿法隔膜及涂覆隔膜（一期、二期）项目为例，该项目年产能 20 亿平，公司总投资 75 亿元，硬件设备投资 50.61 亿元，硬件设备投资占比为 67%，其中生产设备投资总金额达 46.53 亿元，设备投入巨大。

表5.星源材质生产设备投资额明细

设备名称	数量 (台/套)	单价 (万元)	总金额 (万元)	单位投资额 (万元/亿平)
制膜主线 1	2	11,000.00	22,000.00	1100
制膜主线 2	10	14,000.00	140,000.00	7000
大收卷设备	12	1,100.00	13,200.00	660
大分切设备	12	1,100.00	13,200.00	660
涂布线	86	2,100.00	180,600.00	9030
分切机	100	360	36,000.00	1800
萃取设备	12	2,900.00	34,800.00	1740
电控系统	12	290	3,480.00	174
废液回收	4	590	2,360.00	118
锅炉 (导热油)	12	290	3,480.00	174
温控及管道	12	570	6,840.00	342
制浆设备	10	570	5,700.00	285
原料罐	17	15	255	12.75
上料系统	12	33	396	19.8
白油纯化系统	6	58	348	17.4
起重设备	24	110	2,640.00	132
合计			465299	23264.95

数据来源：星源材质公告、财通证券研究所

2.3 海外设备有限叠加降本因素，国产化大势所趋

隔膜厂商加速扩产，海外设备产能有限且交付周期长。多年来我国隔膜产线高度依赖进口，全球主要隔膜设备厂商目前仅有 4 家，分别是日本制钢所、日本东芝、德国布鲁克纳、法国伊索普。隔膜设备海外运输时间长，从订单下发至设备交付通常需要一年半，设备进厂后安装调试通常还需要 6 个月，再加上后续认证

环节，隔膜的扩产周期一般要两年以上。另一方面，全球设备产能有限，制钢所及布鲁克纳未来几年设备产能已被大厂锁定。

表6.海外设备厂商产能及合作情况

设备商	主要设备	产能（条/年）	扩产规划	合作客户	合作情况
制钢所	挤出机 拉伸机	20+	24年扩产	恩捷股份	恩捷已锁定其设备订单至24年
布鲁克纳	挤出机 拉伸机	8-10	无	星源材质	双方已经签订中华区独供协议，设备供给锁定到2026年
东芝	整线	12	有	中材科技 美联新材	-
伊索普	拉伸机	5	无	中材科技	-

数据来源：立鼎产业研究网、财通证券研究所

下游客户推进设备国产化，国内设备取得突破。海外设备价格较高，在降本压力之下隔膜厂商推进设备国产化。国内设备厂商如中科华联、无锡启成，不断进行设备研发与技术突破，在产品配置上取得一定成果。

表7.国产设备配置情况

设备厂商	生产设备	产品配置
中科华联	配料挤出系统	挤出货量~360kg/h，分体喂料(白油与粉料单独进料)
		固含量 10~30%，挤出机机头压力闭环控制
		模头宽度 780mm，模头 EDI、上料系统 布拉本达、计量泵 马格泵
		模口宽度 0.5~2mm，真空上料、失重补料、两套配合使用
	铸片成型系统	流延速度 3~15m/min，正反面冷却速率可调
		铸片宽度 ≤850mm（辊面宽度 1100mm），配有靠辊装置、铸片辊 3 围绕铸片辊 2 可旋转
		辊面温度 ±0.5℃，辊轴大小根据熔体结晶情况设计
		4 根冷却辊、1 根压辊，根据实际生产工艺可调整参数
	萃取干燥系统	萃取后膜含油率 ≤0.5%，独特的过渡方式，确保无褶皱、花斑
		3 槽 9 级、6 级速度控制，上下都是主动辊、避免无规则牵伸
		辊面宽度 3000mm，上排中高辊磁力驱动、端盖密封、确保无泄漏
		机械速度 60m/min，配有内循环系统、超声波，提高萃取效率，进液量小、节能
	双向同步拉伸系统	入口宽度 550~850mm、出口宽度 4000~4800mm，8 轴承滚动式链轮，运行阻力低，功耗少
		机械速度 75m/min，风速偏差小于 5%、风温 ±1℃
		横拉比、纵拉比均可调整
	横向拉伸系统	风箱每区长度 1500mm，轨道调幅间距采用数字位置显示器精确定位
入口宽度 3000~4000mm，出口宽度 4000~5000mm，中间最大拉伸宽度 5500mm，轴承滚动式链轮，运行阻力低，功耗少		
机械速度 75m/min、生产速度 40m/min，风速偏差小于 5%、风温 ±1℃		
最大拉伸比 1:1.6，纠偏系统，自动寻边，确保隔膜不脱链		
自由热定型系统	每小区长度 1500mm，控制系统采用西门子 S7-300PLC	
	热辊面长度 4500mm、直径 600mm，前后配有真空吸附辊、进行张力隔断来控制隔膜的收膜比率	
		机械速度 60m/min，热风+热辊加热方式、横向温度 ±1℃、确保定型效果

		冷却辊面长度 4500mm，直径 600mm，入口配有浮辊、调节与 TD02 的连接
无锡启成	纵向拉伸机	生产线速度 5m/min~100m/min
		拉伸倍数 1:10
	横向拉伸机	生产线速度 10m/min~300m/min
		生产线宽度 1.2m~8m
	薄膜萃取机	拉伸倍数 1:11
		生产线速度 10m/min~70m/min
	牵引收卷机	浸液长度 150m
		生产线速度 300m/min
		生产线宽度 1.2m~8m

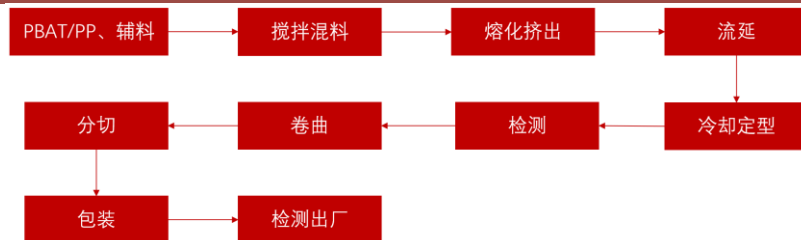
数据来源：各公司官网、财通证券研究所

3 造纸设备龙头切入隔膜产线，技术同源奠定基础

3.1 造纸设备技术同源，技术基础较好

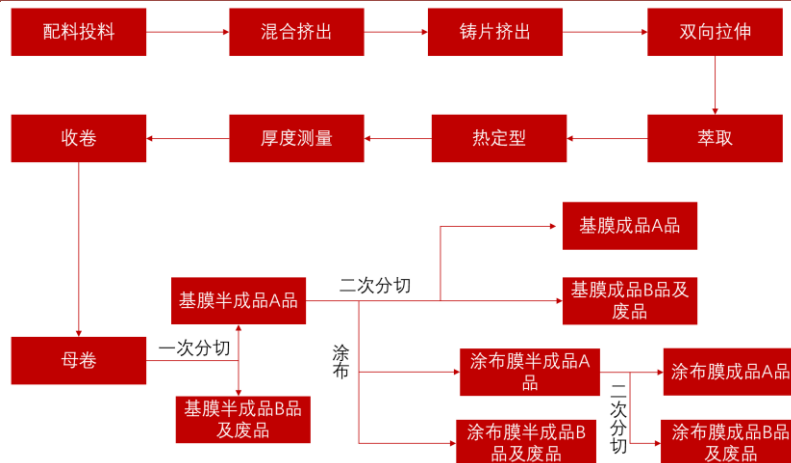
纸业与隔膜制备工艺相似，可进行技术嫁接。薄膜形成原理一共有三种，一是吹膜，二是流延，三是双拉。湿法隔膜用双拉的模式，干法隔膜用流延和吹膜的模式。锂电隔膜与薄膜包装材料工艺相比，干法隔膜加纵拉的工艺定型，湿法增加两个部分，横拉工艺和萃取工艺。锂电隔膜生产设备和造纸设备技术上同根同源。

图10.生活用纸包装材料工艺流程



数据来源：欧克科技公司公告、财通证券研究所

图11.湿法隔膜工艺流程



数据来源：创新股份（后改名思捷股份）公司公告、财通证券研究所

自主研发产线，设备参数有所突破。公司在设备设计上进行布局优化，当前国内使用的主流隔膜产线如布鲁克纳、东芝等，车速 100m/min 以下，公司设备设计速度最终理想化达到 200m/min。

3.2 资金、客户支持到位，逐步开展新能源布局

获取资本支持，推进新能源战略布局。公司于 2022 年 12 月 12 日正式登陆了 A 股的资本市场，在资本的助力下，公司未来的战略布局也在逐步地开展。锂电池隔膜生产线是公司进入新能源领域的一步。与国内其他竞争对手相比，欧克科技是唯一主板上市企业，资金更有保障。

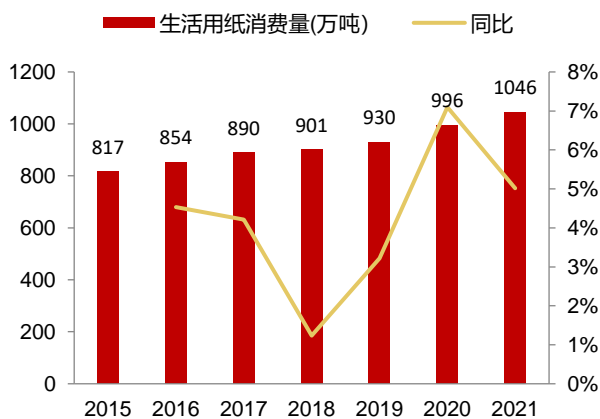
公司已获客户订单，双方配合推进产线优化。欧克已与冠力签订湿法隔膜首条产线订单，合同金额为 8800 万元，目前已开始陆续交付部分设备，并在客户现场进行安装测试调试及验收工作，预计第二季度完成验收工作。

4 造纸设备需求稳定，传统业务持续增长

4.1 市场需求稳定，营收持续增长

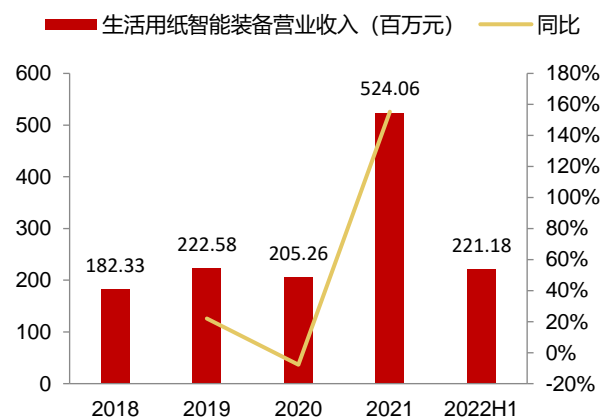
生活用纸消费量稳定增长，市场空间广阔。2021 年，我国生活用纸消费量为 1046 万吨，同比增长 5.02%。人均生活用纸消费量与 GDP 水平高度正相关，随着我国经济的持续增长，人民生活水平日益提高，消费升级趋势明显，加之新冠疫情推动人们卫生意识的提升，人们对生活用纸的需求将持续增长。公司生活用纸智能装备业务营业收入多年来保持增长趋势，2021 年营收达 5.24 亿元，同比增长 155.31%。

图12.我国生活用纸消费量



数据来源：中国造纸协会、财通证券研究所

图13.公司生活用纸智能装备营收稳定增长



数据来源：同花顺 iFinD、财通证券研究所

4.2 市场集中度提高，龙头企业加速布局

竞争格局趋向集中，龙头企业加速布局生产基地。原纸生产企业由 2010 年的约 500 家，迅速减少到 2020 年的 240 家。2020 年综合排名前 17 位的生产企业的合计产能占总产能的 54.50%，销售额合计约占总销售额的 58.90%。由于生活用纸

单位价值较低，运输费用占销售价格的比重较大，因此生活用纸行业的竞争以区域性市场竞争为主。为了缩短运输距离，降低运输成本，同时更及时地感知和应对区域市场的需求变化，进一步提高市场占有率，生活用纸龙头企业正在全国范围内加快布局区域生产基地并逐渐向内陆地区延伸。

表8.国内生活用纸行业年产5万吨及以上的企业数量分布情况

产能范围 (万吨)	>100	50 (不含) ~100 (含)	10 (不含) ~50 (含)	5 (含) ~10 (含)	5 (不含) 以下
企业数量 (家)	3	3	20	50	164

数据来源：中国造纸协会、欧克科技招股说明书、财通证券研究所

注：有多家生产基地的集团公司算作1家，全国的生产工厂约280家。

公司专注研发，技术工艺领先。截至招股说明书签署日，公司拥有专利权54项（其中发明专利6项）、计算机软件著作权30项。经江西省机械工程学会评价，公司自主研发的800型多通道全自动手帕纸生产线、5600型大宽幅全自动抽纸折叠机填补了国内同类产品的空白，技术居于国内领先水平。

4.3 客户多元优质，订单充足

公司客户多为知名企业，订单量充足稳定。公司与金红叶、恒安集团、中顺洁柔、维达集团等生活用纸领域的知名龙头企业保持友好稳定的合作关系。根据中国造纸协会生活用纸专业委员会统计，2021年，金红叶、恒安集团、中顺洁柔、维达集团的产能合计占行业总产能的30.71%，为生活用纸行业四大龙头企业。2019年至2022年1-6月，公司对上述四大龙头企业销售合计占营业收入的比例分别为91.69%、38.53%、81.52%和92.85%。

5 投资建议

5.1 盈利预测

(1) 生活用纸智能装备业务

生活用纸智能装备通过融合机械加工、电气控制、信息系统控制等专业领域内的多项技术，以满足下游生活用纸制造、加工、包装的各项工艺需求，实现生活用纸从原材料到可以进行终端销售的产成品的转变。假设公司传统业务增长率为10%，我们预计公司该项业务2022-2024年的营业收入分别为5.76、6.34、6.97亿元，毛利率分别为45%、45%、45%。

(2) 隔膜设备业务

受益于新能源汽车和储能领域市场的快速增长，锂电池电隔膜需求提升，隔膜设备市场空间广阔。公司预期23年交付5条产线，24年交付10条产线，我们预计公司该项业务2023-2024年的营业收入分别为4.47、6.79亿元，由于隔膜设备与生活用纸设备技术同源，预计毛利率水平相近，我们预计公司该项业务2023-2024年毛利率分别为45%、45%。

表9.公司盈利拆分

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
生活用纸智能装备					
营收(亿元)	2.05	5.24	5.76	6.34	6.97
yoy	-7.78%	155.31%	10%	10%	10%
毛利	1.06	2.44	2.59	2.85	3.14
毛利率	51.86%	46.65%	45%	45%	45%
隔膜设备					
营收(亿元)	-	-	-	4.47	6.79
yoy	-	-	-	-	51.90%
毛利	-	-	-	2.01	3.06
毛利率	-	-	-	45%	45%
其他业务					
营收(亿元)	3.24	0.34	0.37	0.41	0.45
yoy	8813.22%	-89.51%	10%	10%	10%
毛利	2.47	0.21	0.22	0.25	0.27
毛利率	76.28%	60.78%	60%	60%	60%
合计					
营业总收入	5.29	5.58	6.14	11.22	14.22
营业总成本	2.37	3.59	3.32	6.10	7.75
毛利	3.52	2.65	2.82	5.11	6.47
毛利率	66.62%	47.52%	45.91%	45.55%	45.48%

数据来源：wind、财通证券研究所

5.2 投资评级

我们预计公司 22-24 年实现营业收入 6.14/11.22/14.22 亿元，归母净利润 2.16/4.04/5.14 亿元，对应 EPS 分别为 3.24/6.05/7.71 元/股，对应 2023 年 4 月 18 日收盘价 PE 分别为 21.81/11.69/9.17 倍。选取长阳科技、美联新材、沧州明珠作为可比公司，对应 2022/2023/2024 年平均 PE 为 24.66/17.06/12.37 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表10.可比公司估值

证券代码	股票简称	当日股价(元) 2023/4/18	EPS				PE			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
688299.SH	长阳科技	16.23	0.66	0.71	0.97	1.25	32.74	24.44	17.91	13.85
300586.SZ	美联新材	15.13	0.13	0.64	0.91	1.24	33.27	29.63	20.77	15.22
002108.SZ	沧州明珠	4.35	0.26	0.23	0.37	0.58	27.77	19.92	12.51	8.04
	行业平均						31.26	24.66	17.06	12.37
001223.SZ	欧克科技	70.74	4.57	3.24	6.05	7.71	28.76	21.81	11.69	9.17

数据来源：同花顺 iFinD、财通证券研究所

6 风险提示

(1) 下游市场波动风险：公司下游主要是生活用纸产业与锂电池隔膜产业，若行业政策发生变化或者下游市场需求不及预期，则对公司业绩产生不利影响。

(2) 客户过于集中风险：2019-2022H1 公司对前四大客户销售合计占营业收入的比例分别为 91.69%、38.53%、81.52%和 92.85%，若客户经营状况不佳或合作关系发生不利变化，则对公司经营业绩具有不利影响。

(3) 客户开拓不力风险：公司湿法隔膜设备业务尚未覆盖主流隔膜厂商，若公司未来未能进一步开拓未覆盖的客户，或已合作客户经营状况不佳，则公司隔膜设备业务营业收入有下滑可能。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	528.81	558.46	614.31	1122.23	1422.33	成长性					
减:营业成本	175.56	293.08	332.19	610.98	775.41	营业收入增长率	133.8%	5.6%	10.0%	82.7%	26.7%
营业税费	5.37	6.29	6.75	12.27	15.65	营业利润增长率	327.2%	-9.4%	-5.0%	86.6%	27.4%
销售费用	14.25	13.80	19.88	32.44	41.75	净利润增长率	318.1%	-7.3%	-5.4%	86.6%	27.5%
管理费用	17.86	18.13	22.80	39.29	50.20	EBITDA 增长率	291.1%	-6.7%	-1.0%	81.3%	26.9%
研发费用	22.73	25.55	29.05	51.69	66.02	EBIT 增长率	313.8%	-8.1%	-6.8%	86.6%	27.4%
财务费用	1.21	2.35	0.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	307.4%	-6.8%	-7.2%	86.6%	27.5%
资产减值损失	-0.34	-2.62	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	108.7%	56.5%	197.7%	22.1%	22.9%
加:公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	130.2%	65.9%	212.8%	22.4%	23.3%
投资和汇兑收益	0.04	0.00	0.02	0.03	0.03	利润率					
营业利润	290.14	262.97	249.82	466.13	593.77	毛利率	66.8%	47.5%	45.9%	45.6%	45.5%
加:营业外净收支	-2.37	-0.10	0.00	0.00	0.00	营业利润率	54.9%	47.1%	40.7%	41.5%	41.7%
利润总额	287.76	262.87	249.82	466.13	593.77	净利润率	46.7%	40.9%	35.2%	36.0%	36.2%
减:所得税	41.07	34.25	33.54	62.62	79.35	EBITDA/营业收入	56.7%	50.0%	45.0%	44.7%	44.7%
净利润	246.70	228.63	216.28	403.51	514.43	EBIT/营业收入	55.2%	48.0%	40.7%	41.5%	41.7%
资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	93.82	163.54	1258.43	1397.06	1946.62	固定资产周转天数	72	152	180	119	110
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	90	110	135	139	85
应收账款	97.37	119.15	111.72	309.82	227.39	流动资产周转天数	390	363	1136	841	796
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	63	70	68	68	68
预付帐款	9.22	8.32	11.54	21.73	26.43	存货周转天数	441	267	324	324	315
存货	263.70	170.91	426.43	674.64	680.48	总资产周转天数	397	515	922	855	842
其他流动资产	2.75	17.72	17.72	17.72	17.72	投资资本周转天数	275	408	1104	738	715
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	71.0%	39.6%	12.0%	18.3%	18.9%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	33.3%	26.7%	9.4%	13.3%	14.2%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	62.7%	37.3%	11.6%	17.8%	18.5%
固定资产	103.94	232.08	302.61	366.71	429.55	费用率					
在建工程	46.67	30.26	36.30	40.32	41.61	销售费用率	2.7%	2.5%	3.2%	2.9%	2.9%
无形资产	15.87	16.55	20.60	23.93	27.05	管理费用率	3.4%	3.2%	3.7%	3.5%	3.5%
其他非流动资产	2.61	6.12	6.12	6.12	6.12	财务费用率	0.2%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	741.30	855.26	2292.46	3037.04	3619.91	三费/营业收入	6.3%	6.1%	6.9%	6.4%	6.5%
短期债务	50.50	47.50	54.13	60.51	65.41	偿债能力					
应付帐款	68.29	85.47	124.80	256.98	216.70	资产负债率	53.1%	32.6%	21.3%	27.3%	24.8%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负债权益比	113.3%	48.3%	27.1%	37.6%	33.0%
其他流动负债	14.54	7.55	7.55	7.55	7.55	流动比率	1.44	2.05	3.98	3.15	3.48
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.67	1.07	2.93	2.15	2.52
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	117.62	160.09	—	—	—
负债总额	393.72	278.63	488.49	829.56	898.00	分红指标					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	50.00	50.00	66.68	66.68	66.68	分红比率					
留存收益	110.30	338.93	555.21	958.72	1473.15	股息收益率			0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	347.58	576.63	1803.97	2207.48	2721.91	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	4.93	4.57	3.24	6.05	7.71
净利润	246.70	228.63	216.28	403.51	514.43	BVPS(元)	6.95	11.53	27.05	33.11	40.82
加:折旧和摊销	7.96	11.50	26.91	35.53	42.71	PE(X)	0.0	0.0	21.8	11.7	9.2
资产减值准备	16.08	0.95	0.00	0.00	0.00	PB(X)	0.0	0.0	2.6	2.1	1.7
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	2.80	3.04	0.00	0.00	0.00	P/S	0.0	0.0	7.7	4.2	3.3
投资收益	-0.04	0.00	-0.02	-0.03	-0.03	EV/EBITDA	-0.1	-0.4	12.7	6.7	4.5
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-122.55	-70.02	-58.46	-199.81	97.47	PEG	0.0	—	—	0.1	0.3
经营活动产生现金流量	147.21	166.94	184.72	239.20	654.58	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-75.69	-126.37	-107.52	-106.95	-109.92	REP					
融资活动产生现金流量	-30.92	-17.75	1017.69	6.38	4.90						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。