

仙鹤股份(603733)

深度报告

行业公司研究—轻工行业—

证券研究报告

卡位大消费，稀缺的优质成长标的

——仙鹤股份深度报告

✍️ 分析师: 史凡可 执业证书编号: S1230520080008
☎️ 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
📧 联系人: 傅嘉成
✉️ : shifanke@stocke.com.cn

报告导读

纸基功能材料龙头，盈利能力中枢上行，成长路径清晰!

投资要点

□ 纸基功能材料龙头，卡位大消费

公司历经 20 余年发展成为全国纸基功能材料绝对龙头，旗下七大产品系列覆盖消费、工业、烟草等优质赛道，除电气及工业用纸外细分纸种市占率均处业内第一。2013-2020 年公司营收从 16.12 亿元增长至 48.43 亿元，CAGR 为 17.01%；归母净利润从 1.53 亿元增长至 7.17 亿元，CAGR 为 24.63%；21Q1 公司营收 15.26 亿元（+68.89%），归母净利润 2.80 亿元（+167.49%），盈利表现尤为亮眼。

□ 稀缺的成长标的，周期性趋弱

产销量稳步增长，历史吨盈利中枢抬升。特种纸多以销定产，公司产能利用率、产销率均维持 90% 以上高位，15-20 年公司本部销量从 24.63 万吨增长至 60.36 万吨，CAGR 19.62%。历史吨毛利、吨净利均中枢抬升，优质产品力带来的溢价权、产品结构持续优化、极致费用把控系盈利抬升之核心。

迈入产能扩张周期，成长路径清晰。截至目前公司+合营公司夏王产能合计 110 万吨，浆产能 10 万吨。22 年开始公司将进入产能密集投放阶段，可转债募投项目 30 万吨食品白卡等将陆续于 22 年投产；23 年末广西 250 万吨林浆纸项目一期预期落地；湖北 250 万吨林浆纸项目规划中。预计 22、23 年造纸产能将达 148、168 万吨。

灵活产线+原料配套奠基，吨盈利有望持续中枢上行。(1) **产线灵活，产品结构持续优化：**公司转产实力突出，可根据下游需求随时切换高毛利产品，有效平滑需求景气波动，产品结构有望持续优化，带动毛利上行。(2) **切入上游，盈利确定性增强：**自建浆线平抑成本波动（广西规划 150 万吨、湖北规划 90 万吨、河南现有 10 万吨），远期纸浆自给率可近 80%。

□ 专注大消费，受益需求高景气

细分赛道景气分化，行业格局加速集中。特种纸赛道景气分化，食品、标签离型等受益于应用场景增加、政策优势等高速增长，传统烟草用纸等增长放缓。行业格局来看，特种纸 CR7 仅为 25%，伴随消费升级、客户需求个性化、浆价高位，部分小厂因产品同质化、附加值低、成本压力有望加速出清，市场向具备生产和技术实力的龙头靠拢。

限塑令+国产替代需求爆发，食品、医疗高景气。20 年升级版限塑令发布，公司有望充分受益(1) **纸吸管：**测算 20 年行业规模约 12 亿，目前公司拥有 15 亿根产能，年末预计可达 100 亿根；(2) **食品牛卡国产替代：**国际液包公司寻求本土替代，公司业已切入利乐等供应体系，22 年 30 万吨食品白卡放量后有望打开市场空间。(3) **医疗：**限塑令下需求高增，公司医疗用纸产品力突出，有望稳步放量。

切入 HNB 市场，烟草用纸未来可期。(1) **HNB 监管有望放开，薄片市场需求高增：**公司切入中烟合作体系，香精薄片技术壁垒较高。若监管放开，香精薄

评级

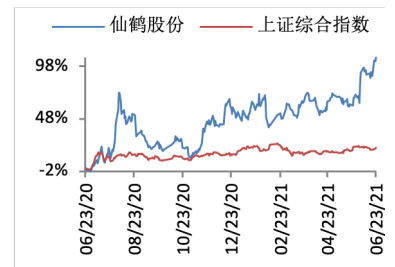
买入

上次评级 首次评级
当前价格 ¥ 37.08

单季度业绩

元/股

1Q/2021	0.40
4Q/2020	0.32
3Q/2020	0.30
2Q/2020	0.29



公司简介

公司系纸基功能材料龙头，旗下拥有七大产品系列，细分赛道均处业内领先地位。

相关报告

报告撰写人: 史凡可、马莉
联系人: 傅嘉成、杨舒妍

片市场规模预计可达 50 亿元，公司先发优势显著。(2) **传统烟草用纸**：中烟合作稳定，切入海外烟草帝国供应体系，预期未来贡献稳定增量。

□ **观海外：技术、产品、渠道为基，全球化布局开启第二成长曲线**

全球龙头奥斯龙：业务多元、细分领先；深耕研发、全球布局。公司系全球第一大特种纸龙头，旗下 16 个产品系列，细分市占率均为全球前五。公司产品品质优越，多项材料/技术全球领先，且已开启品牌化阶段。此外，公司持续进行全球收并购，国际化布局领先，龙头地位确立。20 年公司营收 26.83 亿欧元，CAGR 13-20 为 17.59%；EBITDA 3.38 亿欧元，CAGR 13-20 为 30.55%。

□ **盈利预测及估值**

预计 21-23 年公司营业收入 69.98/ 87.39/ 107.36 亿元，同比 44.49%/ 24.88%/ 22.86%；归母净利润 12.51/ 15.17/ 18.44 亿元，同比 74.40%/ 21.26%/21.57%，对应 PE 21.34X/ 17.60X/14.47X。公司龙头地位稳固，产能有序扩张、原料配套奠基，吨盈利有望持续中枢上行，首次覆盖予以“买入”评级！

□ **风险提示**

原材料价格波动、产能投放不及预期、下游需求不及预期、竞争格局改善不及预期

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	4843.10	6997.72	8738.75	10736.16
(+/-)	6.04%	44.49%	24.88%	22.86%
净利润	717.16	1250.71	1516.56	1843.68
(+/-)	63.02%	74.40%	21.26%	21.57%
每股收益(元)	1.02	1.77	2.15	2.61
P/E	37.21	21.34	17.60	14.47

正文目录

1. 纸基功能材料龙头，卡位大消费	5
1.1. 纸基功能材料龙头，业绩增长亮眼	5
1.2. 股权结构集中，子公司分工明确	7
1.3. 细分赛道市占率第一，卡位大消费	8
2. 周期性趋弱的成长型标的	10
2.1. 产销量稳步提升，历史吨盈利中枢抬升	10
2.2. 迈入产能扩张周期，成长路径清晰	13
2.3. 柔性产线、原料配套奠基，吨盈利有望持续中枢上行	14
2.3.1. 柔性产线平滑周期，灵活转产高景气品种	14
2.3.2. 切入上游原材料，平抑成本波动	16
2.4. 精益生产成效显著，个性化产品提高附加值	16
3. 专注大消费，受益高景气	17
3.1. 细分赛道景气分化，行业格局有望优化	17
3.2. 限塑令+国产替代需求爆发，食品与医疗赛道高景气	18
3.3. 切入 HNB 市场，烟草用纸未来可期	19
4. 观海外：技术、产品、渠道为基，全球化开启第二成长曲线	19
4.1. 全球龙头奥斯龙：业务多元、细分领先；深耕研发、全球布局	19
5. 盈利预测与估值	23
5.1. 盈利预测	23
5.2. 估值分析	24
5.3. 投资评级	25
6. 风险提示	25

图表目录

图 1: 公司主要产品	6
图 2: 公司发展历程	7
图 3: 仙鹤股份股权结构	7
图 4: 细分赛道市占率	9
图 5: 2020 年收入结构	9
图 6: 固定资产/资本开支/在建工程	11
图 7: 原料降价传导存在滞后性	12
图 8: 吨盈利中枢抬升	12
图 9: 吨运费、吨折旧	12
图 10: 季度营收波动较小	15
图 11: 多元业务结构有效平滑毛利率	15

图 12: 仙鹤毛利率波动低于同行.....	15
图 13: 产能利用率/产销率高位.....	16
图 15: 人均创收/创利.....	16
图 16: 特种纸行业规模及增速.....	17
图 17: 特种纸行业竞争格局.....	18
图 18: 烟草用纸收入及增速.....	19
图 19: 5 大类、16 个产品系列.....	20
图 20: 细分赛道全球领先.....	20
图 21: 滤纸应用场景.....	22
图 22: Acti-V®、Acti-V®XB 优势.....	22
图 23: 奥斯龙全球工厂分布.....	23
图 24: 分地区收入结构.....	23
图 25: 历史 PE.....	23
图 26: 历史 PB.....	23
表 1: 仙鹤股份财务数据一览.....	5
表 2: 仙鹤股份管理团队.....	8
表 3: 仙鹤股份主要子公司及其主营业务.....	8
表 4: 业务拆分.....	10
表 5: 公司产销量一览.....	11
表 6: 历史吨盈利拆分.....	12
表 7: 期间费用率比对.....	13
表 8: 公司产能及投放计划.....	14
表 9: 公司产能地图.....	14
表 10: 公司产品矩阵最为齐全.....	15
表 11: 仙鹤部分设备专利.....	16
表 12: 自给浆比例测算.....	16
表 13: 限塑令逐步升级.....	18
表 14: 灭菌方式对比.....	18
表 16: 奥斯龙财务一图看.....	20
表 17: 奥斯龙主营业务结构.....	21
表 18: 奥斯龙部分品牌.....	21
表 19: 奥斯龙全球化布局历程一览.....	23
表 20: 盈利预测拆分.....	24
表 21: 可比公司估值.....	24
表附录: 三大报表预测值.....	26

1. 纸基功能材料龙头，卡位大消费

1.1. 纸基功能材料龙头，业绩增长亮眼

纸基功能材料龙头，业绩增长亮眼。仙鹤股份成立于1997年，历经20余年发展成为业内产品矩阵最为齐全、生产规模最大的纸基功能材料绝对龙头，20年末公司共有110万吨纸产能（含合营公司夏王）、10万吨浆产能。公司产品分为七大系列，涵盖日用消费系列、食品与医疗包装材料系列、商务交流及出版印刷材料系列、烟草行业配套系列、家居装饰材料系列、电气及工业用纸系列，七大系列除电气及工业用纸外市占率均处业内第一。2013-2020年公司营收从16.12亿元增长至48.43亿元，CAGR为17.01%；归母净利润从1.53亿元增长至7.17亿元，CAGR为24.63%；21Q1公司营收15.26亿元(+68.89%)，归母净利润2.80亿元(+167.49%)，盈利表现尤为亮眼。

表 1：仙鹤股份财务数据一览

单位：百万元	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	21Q1
营业收入	1,612.46	1,744.89	1,909.14	2,195.91	3,047.08	4,097.77	4,567.04	4,843.10	1,525.96
YOY	-	8.21%	9.41%	15.02%	38.76%	34.48%	11.45%	6.04%	68.89%
归母净利润	153.53	183.75	137.95	212.30	398.82	292.41	439.93	717.16	279.76
YOY	-	19.68%	-24.92%	53.90%	87.85%	-26.68%	50.45%	63.02%	167.49%
扣非归母净利润	133.39	166.41	128.69	190.73	361.92	267.41	418.86	645.74	272.90
YOY	-	24.76%	-22.67%	48.22%	89.75%	-26.11%	56.64%	54.17%	198.90%
毛利率	19.86%	19.50%	19.96%	19.27%	19.19%	17.23%	18.70%	20.47%	22.45%
期间费用率	13.52%	16.38%	15.68%	13.83%	10.64%	10.53%	9.25%	6.30%	4.88%
销售费用率	4.43%	4.47%	4.47%	4.27%	4.06%	3.34%	3.21%	0.32%	0.29%
管理+研发费用率	5.47%	8.12%	6.61%	6.30%	5.26%	4.63%	4.24%	4.58%	4.04%
财务费用率	3.62%	3.79%	4.60%	3.27%	1.32%	2.57%	1.80%	1.40%	0.54%
归母净利率	9.06%	9.16%	6.94%	9.52%	13.07%	7.14%	9.62%	14.85%	18.38%
存货	496.56	503.17	493.26	421.88	659.13	966.72	1,008.47	1,337.21	1,209.59
较上年同期增减	-	1.33%	-1.97%	-14.47%	56.24%	46.67%	4.32%	32.60%	5.96%
存货周转天数	138.33	128.12	117.37	92.92	79.02	86.29	95.75	109.62	96.85
较上年同期增减	-	-7.38%	-8.39%	-20.83%	-14.96%	9.19%	10.97%	14.49%	-30.84%
应收账款及票据	378.89	467.88	564.58	643.46	951.69	1,122.80	845.24	1,001.04	1,112.11
较上年同期增减	-	23.49%	20.67%	13.97%	47.90%	17.98%	-24.72%	18.43%	31.03%
应收款周转天数	71.47	73.26	79.11	74.13	58.32	57.20	63.57	68.29	62.04
较上年同期增减	-	2.50%	7.99%	-6.30%	-21.32%	-1.92%	11.13%	7.43%	-26.10%
经营性现金流净额	100.64	158.28	-9.69	49.61	-289.55	-320.65	455.64	301.93	108.74
较上年同期增减	-	57.27%	-106.12%	-611.93%	-683.69%	10.74%	-242.10%	-33.74%	-304.29%
筹资性现金流净额	-8.82	-66.81	289.22	-65.79	278.65	331.97	939.53	-476.40	-59.29
较上年同期增减	-	657.07%	-532.90%	-122.75%	-523.52%	19.14%	183.01%	-150.71%	-78.10%
资本开支	84.50	82.19	94.00	122.26	248.70	57.73	380.74	561.90	154.28
较上年同期增减	-	-2.31	11.81	28.26	126.44	-190.97	323.01	181.16	41.42
固定资产	808.39	868.89	1,009.76	979.86	1,740.27	1,808.55	1,807.85	2,334.20	2,359.10
较上年同期增减	-	60.50	140.87	-29.90	760.41	68.28	-0.70	526.35	363.36
在建工程	124.68	123.24	138.67	429.97	176.16	84.71	342.33	275.47	337.38
较上年同期增减	-	-1.44	15.43	291.30	-253.81	-91.45	257.62	-66.86	68.57
ROE	19.37%	14.30%	9.96%	10.90%	17.00%	9.04%	11.48%	13.40%	5.17%
YOY (±)	-	-5.06%	-4.34%	0.94%	6.10%	-7.96%	2.44%	1.91%	2.51%
ROIC	9.37%	10.94%	7.46%	9.52%	13.41%	8.43%	9.58%	12.93%	4.66%
YOY (±)	-	1.58%	-3.48%	2.06%	3.89%	-4.99%	1.15%	3.35%	2.51%
资产负债率	66.17%	54.89%	58.32%	46.69%	51.64%	41.51%	47.89%	32.46%	34.55%
YOY (±)	-	-11.28%	3.43%	-11.63%	4.95%	-10.13%	6.38%	-15.44%	-11.02%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 1: 公司主要产品

产品品类	产品简介	示意图
日用消费系列	包括热转印用纸、标签离型用纸等与日常民生消费紧密关联的材料系列。其中热转印用纸系列主要包括用于纺织品转印的转移印花原纸、用于建材领域的热转移原纸，以及越来越被年轻消费群体喜爱的数码喷绘类转印纸和水转印纸；标签离型用纸系列主要包括格拉辛离型纸和高湿强标签纸，运用于日化不干胶、物流不干胶和啤酒标签等与日常生活密切相关的标签领域。	
食品与医疗包装材料系列	食品包装纸系列主要包括食品级防油纸、涂布纸、零食包装、液体包装等材料产品，以及纸吸管、薄型包装纸袋、咖啡滤纸袋、蒸笼纸、烧烤纸、火锅纸、砧板纸等面向终端的产品；医疗包装纸主要包括医用透析纸、医用皱纹纸、手套内衬纸、医用离型纸等。	
商务交流及出版印刷材料系列	包括热敏应用类、无碳打印类、防伪材料类、彩色和白色打印纸类以及低定量高档出版用纸等产品。其中热敏材料、水印防伪材料等在银行、超市、酒店、餐饮、快递的票据和标签业务中被广泛应用；低定量出版印刷用纸主要应用于印刷字典、词典、圣经、经典书籍等工具书籍。	
烟草行业配套系列	烟用内衬纸基材料适用于卷烟类产品（传统可燃烟及加热不燃烧新型烟草等）过滤嘴和烟盒内衬材料的包装。公司可生产具有高光洋型、高透气型、高不透明度型等多种功能型号的产品。	
家居装饰材料系列 (合营公司夏王纸业产品)	主要被用于高档定制家具和地板行业，是高档定制家具和地板贴面材料的印刷基材，主要包括素色型、印刷型、数码打印型及预浸渍型等产品，在耐晒、耐磨和印刷性能方面具有极高的表现性能。	
电气及工业用纸系列	主要为电解电容器纸等绝缘材料用纸，以及不锈钢衬纸、CTP 版衬纸、玻璃间隔用纸等工业配套用纸，用于工业配套和高科技行业，具有不可替代性。电解电容器纸被用于隔绝电容器内部正负极及吸收电解液，保证电容器处于正常工作状态；不锈钢衬纸被用于保护成卷的不锈钢表面不会因为上下层摩擦而导致表面擦伤；CTP版衬纸被用于保护版材的感光层不受损伤。	
其他系列	其他类型的特种浆纸。其中特种浆包括龙须草浆、杨木浆、麦草浆、稻草浆等。根据原料类别和制浆方法的不同，可用于抄制高级书写纸、印刷用纸、工业技术用纸等。	

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

复盘公司发展历程，可分为以下三个阶段：

1) 1997-2007 快速技术积累阶段：烟包用纸起家，确立多元化和柔性化发展理念

公司由王氏家族于衢州成立于 1997 年，以烟用接装原纸起家；由于当时国产特种纸产品急缺（基本由国外进口），2000 年开始，仙鹤快速丰富其产品品类，进行国产替代，通过和客户的密切合作，积累了大量的设备和工艺创新技术，并形成了强大的柔性化生产能力；2004 年与德国夏特合资成立浙江夏王纸业，主营家居装饰用纸，开始引入欧洲先进管理理念；2005 年于衢州建设仙鹤东港工业园区，业务初具规模。

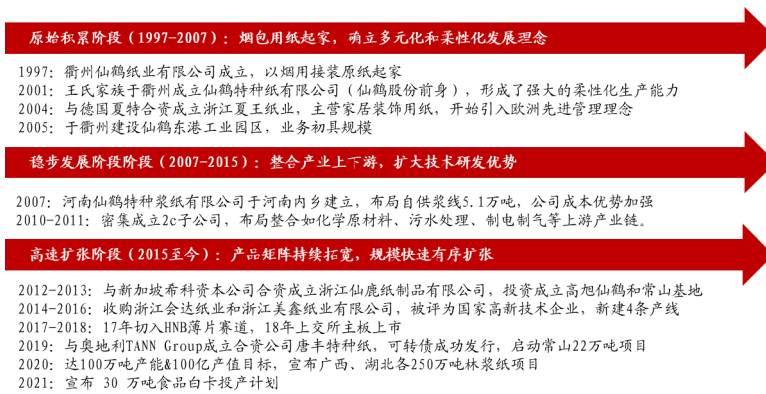
2) 2007-2015 稳步发展阶段：整合产业上下游，扩大技术研发优势

2007 年公司于河南内乡建立河南仙鹤特种浆纸有限公司，布局自供浆线 5.1 万吨，加强公司成本优势，2010-2011 年公司密集成立子公司，布局整合如化学原材料、污水处理、制电制气等上游产业链。快速加大产业链整合，积累行业领先技术，拉开行业技术差距，成为成熟的多元化解决方案供应商。

3) 2015 至今 高速发展期：与行业领军者为伍，产品矩阵持续拓宽，规模快速有序扩张

期内公司持续延伸产品矩阵，成为有技术价值的供应商，17年切入HNB薄片赛道、21年宣布30万吨食品白卡投产计划；同时，公司产能规模有序扩张，16年新建4条产线、19年启动常山22万吨项目、20年宣布广西250万吨林浆纸项目、湖北250万吨林浆纸项目，成长路径清晰。

图 2：公司发展历程



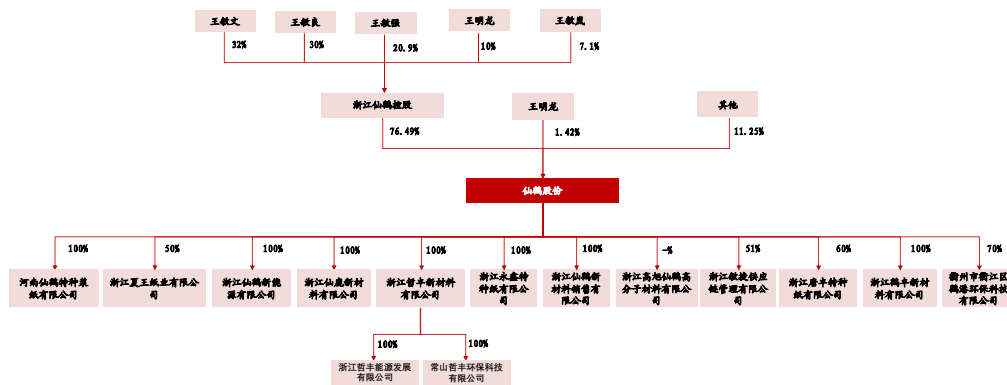
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

1.2. 股权结构集中，子公司分工明确

股权结构集中，实控人为王氏家族。公司实际控制人为王氏家族，其中王敏文实际控股 24.48%，王敏良实际控股 22.95%，王敏强实际控股 15.99%，王明龙实际控股 9.07%，王敏岚实际控股 5.43%，王氏家族合计控股 77.91%，股权结构集中。

王氏家族掌握管理实权，造纸从业经验丰富；实控人之一王敏文另为立昂微实控人，家族资金背景雄厚。王敏良为董事长，王敏强为副董事长，王明龙担任董事、王敏岚担任董事兼常务副总经理，王氏家族掌握仙鹤管理实权。王氏家族深耕造纸行业多年，从业经验丰富，家族企业版图广阔、资金实力雄厚，公司实控人之一王敏文另为上市半导体公司立昂微实控人，曾任申能股份董秘、东方证券副董事长、上海电气高管。

图 3：仙鹤股份股权结构



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表 2: 仙鹤股份管理团队

公司高管	主要工作经历
王敦良	历任安吉老石坎造纸厂、孝丰造纸厂技术科科长、车间主任，义乌市复合原纸厂厂长，衢州仙鹤纸业集团有限公司董事长兼总经理，浙江仙鹤特种纸有限公司董事长兼总经理，浙江夏王纸业集团有限公司总经理，浙江仙鹤控股有限公司董事。
王敏强	历任浙江省地质调查院团委书记、总务科副科长，义乌市复合原纸厂副厂长，衢州仙鹤纸业集团有限公司副总经理，浙江仙鹤特种纸有限公司常务副总经理。现任仙鹤股份有限公司副董事长，河南仙鹤特种浆纸有限公司董事长、总经理，浙江仙鹤控股有限公司董事。
王明龙	历任衢州仙鹤纸业集团有限公司副总经理，浙江仙鹤特种纸有限公司副总经理。现任仙鹤股份有限公司董事，浙江仙鹤控股有限公司董事、副总经理。
王敏岚	历任广州市中外合资德屏集团公司总经理助理，衢州仙鹤纸业集团有限公司副总经理，浙江仙鹤特种纸有限公司常务副总经理，浙江金瑞泓科技股份有限公司监事。现任仙鹤股份有限公司党委书记、常务副总经理、财务总监、董事，浙江仙鹤控股有限公司董事。
胡开堂	历任天津科技大学制浆造纸学科讲师、教授、博士生导师，化工学院院长、图书馆馆长、支部书记，浙江科技学院教授、特聘教授、中德学院院长、轻工学院院长、浙江省制浆造纸重点学科负责人。现任仙鹤股份有限公司独立董事，山西运城职业技术学院教授、特聘教授。
简德三	历任上海财经大学教师。现任上海财经大学公共经济与管理学院硕士生导师副教授，上海财经大学 PPP 研究中心执行副主任，仙鹤股份有限公司独立董事，大连展鑫网络科技股份有限公司独立董事。
吴仲时	历任浙江康恩贝集团养颜堂制药有限公司董事长，浙江龙盛集团股份有限公司独立董事，浙江康恩贝制药股份有限公司董事。现任仙鹤股份有限公司独立董事，浙江康恩贝制药股份有限公司监事长，康恩贝集团有限公司董事、总裁、财务总监，江西龙虎山丹霞国际养生谷有限公司董事长，兰溪市兰信小额贷款有限责任公司董事。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

子公司合力推进产业链一体化，保障多元业务发展。公司共有 16 家子公司，7 家孙公司，业务涵盖林地、特种浆、能源、化工、新能源、物流、环保科技、纸基功能材料等，是全球行业产业链布局最清晰和丰富的企业之一，各司分工明确，合力推进产业链一体化，保障多元业务发展。其中，河南仙鹤深耕特种浆材料，永鑫特种纸主营医用包装材料，仙鹿新材料主营食品包装材料，唐丰特种纸主营全球烟草消费材料，鹤丰新材料主营高端功能性卡纸业务、高旭仙鹤主营造纸添加剂的生产和销售、仙鹤新能源主要负责光伏发电、敏捷供应链主要负责运输服务。

表 3: 仙鹤股份主要子公司及其主营业务

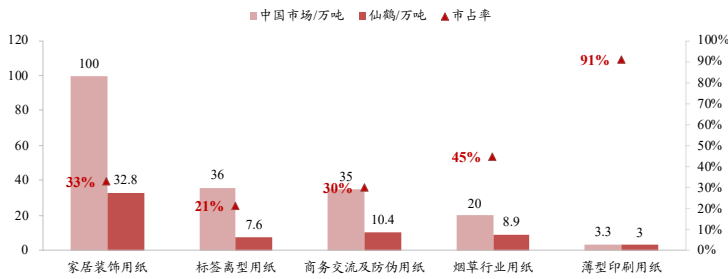
序号	公司名称	主营业务
1	河南仙鹤特种浆纸有限公司	特种浆纸
2	浙江夏王纸业集团有限公司	装饰原纸
3	浙江永鑫特种纸有限公司	特种浆纸
4	浙江仙鹿新材料有限公司	食品包装为主
5	浙江唐丰特种纸有限公司	烟草用纸，特供菲莫国际
6	浙江鹤丰新材料有限公司	30万吨食品卡
7	浙江高旭仙鹤高分子材料有限公司	造纸添加剂的生产、销售
8	浙江仙鹤新能源有限公司	分布式光伏发电
9	浙江哲丰新材料有限公司	特种纸
10	浙江仙鹤新材料销售有限公司	机制纸、纸制品、造纸原料（不含危险化学品及易制毒物品）及造纸机械及配件的稍售
11	浙江敏捷供应链管理有限公司	运输服务
12	衢州市衢江区鹤港环保科技有限公司	环保技术研发、环保设施运营管理
13	仙鹤科技信息咨询(衢州)有限公司	信息咨询服务
14	广西仙鹤新材料有限公司	广西项目子公司
15	浙江柯瑞新材料有限公司	100亿根纸吸管项目主体，面对新型消费市场的环保类纸基产品
16	国都证券股份有限公司	证券经纪、投资、承销等相关业务

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.3. 细分赛道市占率第一，卡位大消费

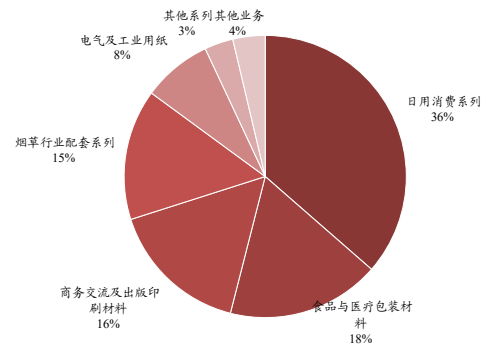
产品矩阵多元，细分赛道市占率第一。公司共有七大产品系列约 60 余种产品，依托优质产品力和稳定供应实力，下游客户合作稳定，除电气及工业用纸外市占率均处业内第一。其中，家居装饰用纸市占率 33%、标签离型用纸市占率 21%、商务交流及防伪用纸市占率 30%、烟草行业用纸市占率 45%、薄型印刷用纸市占率高达 91%。

图 4: 细分赛道市占率



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 5: 2020 年收入结构



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

聚焦成长赛道, 增长稳健。 细分业务来看, 公司聚焦成长赛道, 主攻消费、关注食品及医疗包装, 其他业务增长稳健 (20 年收入口径重述):

- 1) **日用消费系列:** 涵盖转印材料、标签离型材料、热敏可变信息材料等产品。2020 年收入 17.64 亿元 (-5.08%), 占比 36.42% (-4.27pct), 销量 22.63 万吨 (+8.10%), 吨毛利 1240.86 元 (-10.45%)。
- 2) **食品与医疗包装材料:** 2020 年收入 8.50 亿元 (+38.97%), 占比 17.55% (+4.16pct), 销量 9.55 万吨 (+40.79%), 吨毛利 2145.09 元 (+27.26%)。
- 3) **商务交流及出版印刷材料:** 2020 年收入口径剔除防伪用纸。2020 年收入 7.80 亿元 (+9.90%), 占比 16.11% (+0.57pct), 销量 13.26 万吨 (+35.04%), 吨毛利 1107.03 元 (-31.75%)。
- 4) **烟草行业配套系列:** 2020 年收入 7.26 亿元 (+3.12%), 占比 14.99% (-0.42pct), 销量 8.74 万吨 (+4.05%), 吨毛利 2691.38 元 (+25.47%)。
- 5) **电气及工业用纸:** 2020 年收入 3.85 亿元 (+23.28%), 占比 7.95% (+1.12pct), 销量 3.74 万吨 (+25.93%), 吨毛利 2632.86 元 (+5.27%)。
- 6) **其他系列:** 涵盖家庭装饰用纸、特种浆纸等产品。2020 年收入 1.59 亿元 (-21.78%), 占比 3.28% (-1.17pct), 销量 2.44 万吨 (13.45%), 吨毛利 209.65 元 (-68.79%)。
- 7) **其他业务:** 2020 年收入 1.79 亿元 (+7.19%), 占比 3.70% (+0.04pct)。

表 4: 业务拆分

2016					2017					2018					2019					2020																			
营业收入(百万元)					2,195.91					3,047.08					4,097.77					4,567.04					4,567.04					4,843.10									
YOY					15.02%					38.76%					34.48%					11.45%					11.45%					6.04%									
热转印用纸					108.12					282.82					392.25					521.26					日用消费系列					1,858.60					1,764.25				
同比					83.15%					161.58%					32.89%					32.89%					同比					-5.08%									
占比					4.92%					9.28%					11.41%					11.41%					占比					36.43%									
销售量(万吨)					1.46					3.61					4.49					5.83					销售量(万吨)					20.94					22.634973				
销售均价(元/吨)					7397.96					7827.3					8742.75					8941.35					销售均价(元/吨)					8877.55					7794.34				
吨毛利(元)					1589.82					1489.53					1131.31					1862.48					吨毛利(元)					1385.59					1240.86				
毛利率					21.49%					19.03%					12.94%					20.83%					毛利率					15.61%					15.92%				
标签离型用纸					200.54					236.12					657.34					580.53					*日用消费系列=热转印用纸+标签离型用纸+防伪用纸(商务交流及防伪用纸+低定量出版印刷用纸-新口径商务交流及出版印刷材料)-食品医疗材料前后口径差值														
同比					-13.00%					17.74%					-11.68%																								
占比					9.13%					7.75%					12.71%																								
销售量(万吨)					2.67					3.00					7.51																								
销售均价(元/吨)					7517.22					7867.04					7729.47																								
吨毛利(元)					791.56					874.82					1286.04					848.70																			
毛利率					10.53%					11.12%					14.99%					10.98%																			
食品与医疗包装用纸					173.17					258.59					334.43					513.20					食品与医疗包装材料					611.64					850.34				
同比					23.71%					49.32%					29.33%					53.45%					同比					38.97%									
占比					7.89%					8.49%					11.24%					11.24%					占比					17.56%									
销售量(万吨)					2.03					3.02					3.69					5.58					销售量(万吨)					6.79					9.55351				
销售均价(元/吨)					8513.41					8575.54					9061.85					9200.76					销售均价(元/吨)					9017.37					8900.80				
吨毛利(元)					2085.79					1832.59					1169.88					1819.91					吨毛利(元)					1685.58					2145.09				
毛利率					24.50%					21.37%					12.91%					19.78%					毛利率					18.70%					24.10%				
商务交流及防伪用纸					594.76					899.66					1,032.96					1,288.78					商务交流及出版印刷材料					709.74					779.57				
同比					42.62%					51.26%					14.82%					24.77%					同比					9.84%									
占比					27.08%					29.53%					25.21%					28.22%					占比					15.54%					16.10%				
销售量(万吨)					9.61					11.85					10.47					15.69					销售量(万吨)					9.82					13.26				
销售均价(元/吨)					6186.08					7594.2					9862.4					8214.34					销售均价(元/吨)					7223.96					5879.09				
吨毛利(元)					670.57					1429.99					2224.96					1419.44					吨毛利(元)					1621.95					1107.03				
毛利率					10.84%					18.83%					22.56%					17.28%					毛利率					22.44%					18.83%				
低定量出版印刷用纸					230.94					211.88					278.21					276.28					*新口径剔除防伪用纸														
同比					12.15%					-8.25%					-0.69%																								
占比					10.52%					6.95%					6.05%																								
销售量(万吨)					2.86					2.46					3.03																								
销售均价(元/吨)					8077.32					8604.68					9195.36																								
吨毛利(元)					1910.29					1795.80					1645.05					2288.73																			
毛利率					23.65%					20.87%					17.89%					24.33%																			
烟草行业用纸					537.10					603.16					724.03					704.26					烟草行业配套系列					704.26					726.24				
同比					-0.76%					12.30%					20.04%					-2.73%					同比					-2.73%					3.12%				
占比					24.46%					19.79%					17.67%					15.42%					占比					15.41%					15.00%				
销售量(万吨)					6.87					6.95					8.93					8.40					销售量(万吨)					8.40					8.74				
销售均价(元/吨)					7813.75					7750.83					8103.47					8385.48					销售均价(元/吨)					8385.48					8311.86				
吨毛利(元)					2290.21					2170.43					1465.92					2145.01					吨毛利(元)					2145.01					2691.38				
毛利率					29.31%					25.00%					18.09%					25.58%					毛利率					25.58%					32.38%				
电气及工业用纸					187.03					225.25					307.00					312.08					电气及工业用纸					312.08					384.78				
同比					31.69%					20.44%					36.29%					1.65%					同比					1.65%					23.28%				
占比					8.52%					7.39%					7.49%					6.83%					占比					6.83%					7.94%				
销售量(万吨)					2.10					2.40					3.00					2.97					销售量(万吨)					2.97					3.739885				
销售均价(元/吨)					8916.48					9373.38					10238.82					10495.06					销售均价(元/吨)					10495.06					10288.65				
吨毛利(元)					1868.00					2241.18					1813.29					2500.97					吨毛利(元)					2500.97					2632.86				
毛利率					20.95%					23.91%					17.71%					23.83%					毛利率					23.83%					25.59%				
家庭装饰用纸					89.29					157.95					163.18					187.76					其他系列					203.27					159.18				
同比					-14.45%					76.89%					3.31%					-0.69%					同比					-21.78%									
占比					4.07%					5.18%					3.98%					4.11%					占比					4.45%					3.29%				
销售量(万吨)					1.12					1.98					4.88					2.15					销售量(万吨)					2.15					2.44				
销售均价(元/吨)					7962.11					7967.38					3341.52					8740.15					销售均价(元/吨)					9472.78					6531.17				
吨毛利(元)					1128.23					724.24					254.29					388.06					吨毛利(元)					671.79					209.65				
毛利率					14.17%					9.09%					7.61%					4.44%					毛利率					7.10%					3.21%				
特种浆纸及其他					19.78					16.76					17.33					15.75					*其他系列=家庭装饰用纸+特种浆纸及其他														
同比					1.36%					-15.24%					-9.10%																								
占比					0.90%					0.55%					0.34%																								
销售量(万吨)					0.90%					0.55%					0.34%																								
销售均价(元/吨)					7962.11					7967.38					3341.52																								
吨毛利(元)					1128.23					724.24					254.29					388.06																			
毛利率					-22.73%					7.81%					27.52%					38.62%																			
其他业务					55.18					154.90					191.04					167.13					其他业务					167.13					178.74				
同比					11.41%					180.74%					23.33%					-12.52%					同比					-12.52%					6.95%				
占比					2.51%					5.08%					4.66%					3.66%					占比					3.66%					3.69%				
销售量(万吨)					2.10					2.40					3.00					2.97					销售量(万吨)					2.97					3.739885				
销售均价(元/吨)					8916.48					9373.38					10238.82					10495.06					销售均价(元/吨)					10495.06					10288.65				
吨毛利(元)					1868.00					2241.18					1813.29					2500.97					吨毛利(元)					2500.97					2632.86				
毛利率					22.84%					9.98%					14.76%					12.68%					毛利率					12.68%					11.34%				

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2. 周期性趋弱的成长型标的

2.1. 产销量稳步提升, 历史吨盈利中枢抬升

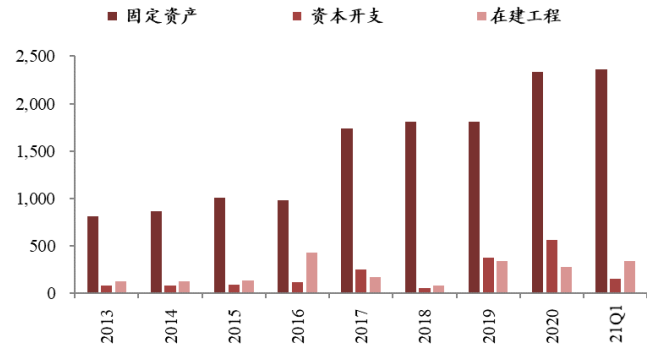
产能有序扩张, 产销量稳步提升。从产能端来看, 2015-2020 年公司内生产能可从 27.89 万吨提升至约 82.17 万吨, 合营公司夏王产能从 19 万吨提升至 28 万吨, 内生产能 CAGR 为 24.12%, 合计产能 CAGR 为 18.56%。特种纸多以销定产, 公司产能利用率维持在 95%

以上,产销率维持90%以上,2015-2020年公司本部销量从24.63万吨增长至60.36万吨,CAGR为19.63%;合营公司夏王销量从16.76万吨增长至24.89万吨,CAGR为10.39%。

表 5: 公司产销量一览

单位: 万吨	2015	2016	2017	2018	2019	2020
产能	27.89	31.53	39.33	49.82	54.67	82
产量	26.92	29.52	38.05	48.94	52.2	61.73
销量	24.64	28.73	36.11	46.15	51.06	60.36
本部产能利用率	96.52%	93.63%	96.75%	98.23%	95.48%	75.28%
本部产销率	91.53%	97.32%	94.90%	94.30%	97.82%	97.78%
夏王产能	18.96	18.96	20.97	22.38	27.58	27.58
夏王产量	17.73	19.14	20.86	20.53	24.82	-
夏王销量	16.76	19.40	20.42	22.11	24.89	-
夏王产能利用率	93.51%	100.95%	99.48%	91.73%	89.99%	-
夏王产销率	94.53%	101.36%	97.89%	107.70%	100.28%	-
合计产能	46.85	50.49	60.30	72.20	82.25	-
合计产量	44.65	48.66	58.91	69.47	77.02	-
合计销量	41.40	48.13	56.53	68.26	75.95	-
合计产能利用率	95.30%	96.38%	97.69%	96.22%	93.64%	-
合计产销率	92.72%	98.91%	95.96%	98.26%	98.61%	-

资料来源:公司公告,浙商证券研究所

图 6: 固定资产/资本开支/在建工程


资料来源:公司公告,浙商证券研究所

历史吨盈利中枢抬升,核心来自强议价权+结构优化+费用把控。公司控股夏王纸业50%股权,以权益法核算确认投资收益(50%股权)。从综合吨盈利来看,除18年因汇兑损失、浆价高位下合营公司夏王投资收益减少外,公司吨毛利、吨净利均呈中枢上行趋势,核心驱动来自于:

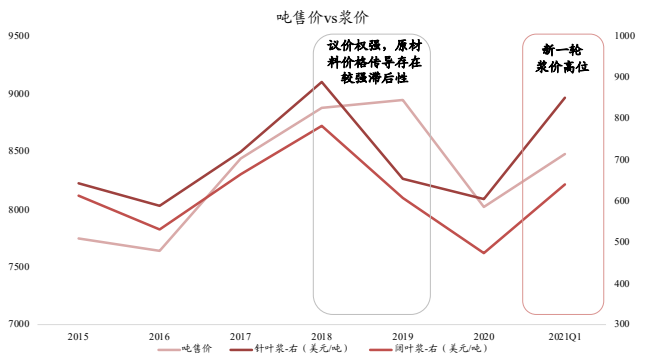
- (1) **强议价能力,纸价坚挺:** 复盘历史吨售价来看,浆价冲高时公司吨售价同时提高,对浆价提升反应灵敏;19年浆价开始高位回落,针叶浆/阔叶浆同比-26.29%、-22.09%,公司吨售价不降反升,19年吨售价8944元/吨(+65元/吨),原材料降价传导存在较强滞后性,高频跟踪来看21-22年有望复制18-19年强议价带来的高价延续性。
- (2) **产品结构优化,吨毛利中枢抬升:** 公司灵活转产实力突出,可根据下游需求及时切换高景气产品,带动吨毛利中枢抬升。17年针叶浆/阔叶浆同比+21.89%、+25.45%的情况下吨毛利同比+9.93%,结构优化带来的盈利改善成效显著。
- (3) **精益生产成效显著,费用把控极致:** 2015-2020年公司费用率分别为15.7%、13.8%、10.6%、10.5%、9.2%、6.3%,公司销售及管理费率长期低于行业平均水平,费用管控能力突出。其中,吨运费、吨折旧受益于规模释放和费用管控呈逐年下降趋势,2015-2020年吨运费从304元/吨降至234元/吨(20年起运费列支营业成本)、吨折旧从57元/吨降至41元/吨。销售费用率受益于公司直销模式维持较低位置,20年、21Q1销售费用率仅为0.32%、0.29%(会计准则改变,剔除运费)。

表 6: 历史吨盈利拆分

单位: 百万元/万吨	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021Q1
营业收入	1909	2196	3047	4098	4567	4843	1526
YOY	-	15.02%	38.76%	34.48%	11.45%	6.04%	68.89%
归母净利润	138	212	399	292	440	717	280
YOY	-	53.90%	87.85%	-26.68%	50.45%	63.02%	68.89%
夏王贡献收益	87	140	178	109	122	155	70
YOY	-	60.09%	27.71%	-38.90%	12.20%	26.89%	-
净利润/剔除夏王收益	51	73	220	183	318	562	210
YOY	-	43.23%	203.56%	-16.79%	73.19%	76.93%	-
毛利率	19.96%	19.27%	19.19%	17.23%	18.70%	20.47%	22.45%
净利率	7.23%	9.67%	13.09%	7.14%	9.63%	14.81%	18.33%
针叶浆均价(美元/吨)	644	590	719	889	655	604	850
阔叶浆均价(美元/吨)	613	530	665	782	609	475	640
针叶浆yoy	-11.35%	-8.47%	21.89%	23.69%	-26.29%	-7.78%	44.13%
阔叶浆yoy	1.36%	-13.46%	25.45%	17.53%	-22.09%	-22.08%	33.97%
本部							
产能	27.89	31.53	39.33	49.82	54.67	82.17	82.17
产量	26.92	29.52	38.05	48.94	52.20	61.73	18
销量	24.64	28.73	36.11	46.15	51.06	60.36	18
吨售价	7750	7643	8439	8878	8944	8023	8478
吨毛利	1547	1473	1619	1530	1672	1642	1903
吨净利	560	739	1105	634	862	1188	1554
吨净利/剔除夏王收益	206	253	610	397	622	931	1168
夏王营收/不并表(50%股权)							
YOY	-	11.43%	18.14%	16.34%	7.86%	-2.36%	-
夏王产能/万吨	18.96	18.96	20.97	22.38	27.58	27.58	29
夏王产量/万吨	17.73	19.14	20.86	20.53	24.82	26.00	6.53
夏王销量/万吨	16.76	19.40	20.42	22.11	24.89	26.00	6.53
夏王净利润	174.52	279.39	356.81	218.01	244.60	310.37	70
YOY	-	60.09%	27.71%	-38.90%	12.20%	26.89%	-
吨售价	10065	9690	10876	11686	11197	10466	-
吨净利	1041	1440	1747	986	983	1194	1066

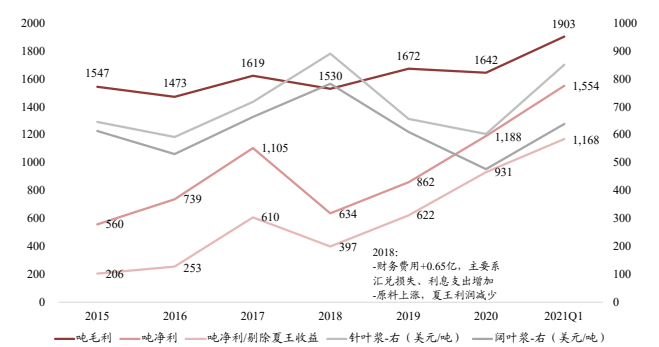
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 7: 原料降价传导存在滞后性



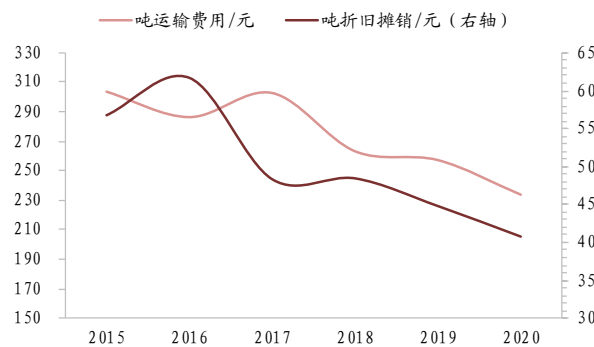
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 8: 吨盈利中枢抬升



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 9: 吨运费、吨折旧



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表 7: 期间费用率比对

公司名称	百万元	2015	2016	2017	2018	2019	2020
仙鹤股份	销售费用率	4.5%	4.3%	4.1%	3.3%	3.2%	0.3%
	管理费用率	6.6%	6.3%	5.3%	4.6%	4.2%	4.6%
	财务费用率	4.6%	3.3%	1.3%	2.6%	1.8%	1.4%
	研发费用率	2.6%	2.7%	2.2%	2.2%	2.3%	2.5%
	期间费用率合计	15.7%	13.8%	10.6%	10.5%	9.2%	6.3%
民丰特纸	销售费用率	3.7%	3.8%	3.5%	3.6%	3.8%	3.9%
	管理费用率	13.3%	9.3%	9.1%	8.6%	8.9%	10.0%
	财务费用率	4.1%	3.2%	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%
	研发费用率	3.5%	2.7%	3.7%	3.9%	3.7%	3.5%
	期间费用率合计	21.1%	16.3%	14.8%	14.3%	14.8%	15.9%
凯恩股份	销售费用率	5.5%	6.1%	5.2%	5.0%	4.8%	3.6%
	管理费用率	15.2%	14.4%	13.9%	13.4%	14.0%	13.6%
	财务费用率	1.0%	0.9%	1.3%	1.0%	1.1%	0.9%
	研发费用率	7.6%	7.7%	6.9%	7.0%	7.0%	7.0%
	期间费用率合计	21.7%	21.4%	20.3%	19.3%	19.9%	18.1%
恒丰纸业	销售费用率	8.1%	8.8%	8.9%	8.1%	7.7%	7.0%
	管理费用率	6.6%	6.8%	7.5%	7.0%	8.8%	10.6%
	财务费用率	2.4%	0.9%	1.2%	0.0%	0.8%	1.2%
	研发费用率	1.3%	1.6%	1.7%	1.7%	3.2%	4.8%
	期间费用率合计	17.1%	16.5%	17.6%	15.1%	17.3%	18.9%
齐峰新材	销售费用率	2.9%	3.3%	2.5%	2.6%	2.5%	0.7%
	管理费用率	5.8%	5.7%	5.8%	6.0%	5.9%	6.5%
	财务费用率	1.1%	0.4%	0.5%	0.4%	0.9%	0.4%
	研发费用率	3.1%	3.0%	3.5%	4.1%	3.3%	3.2%
	期间费用率合计	9.8%	9.4%	8.8%	9.0%	9.4%	7.6%
冠豪高新	销售费用率	6.0%	5.2%	5.5%	4.4%	4.6%	4.9%
	管理费用率	7.4%	4.4%	4.9%	7.3%	9.6%	8.1%
	财务费用率	3.3%	4.0%	1.8%	2.2%	2.1%	1.0%
	研发费用率	3.3%	3.5%	3.5%	3.5%	6.1%	3.8%
	期间费用率合计	16.7%	13.6%	12.2%	13.8%	16.3%	14.1%
五洲特纸	销售费用率	-	3.9%	3.7%	3.4%	4.0%	4.3%
	管理费用率	-	1.8%	1.9%	2.2%	2.2%	2.2%
	财务费用率	-	2.7%	1.5%	2.0%	1.9%	0.5%
	研发费用率	-	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%
	期间费用率合计	-	8.3%	7.1%	7.7%	8.1%	7.0%

注: 管理费用率包括研发费用率

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.2. 迈入产能扩张周期, 成长路径清晰

产能持续扩张, 成长路径清晰。公司目前共有衢州、常山、内乡三大生产基地, 截止至 20 年底公司共有 110 万吨纸产能 (含夏王)、10 万吨浆产能。20 年起公司密集发布新增投产计划, 并计划于广西来宾、湖北荆州分别建设 250 万吨林浆纸一体化生产基地, 预计 22、23 年造纸产能可达 148 万吨、168 万吨:

- **广西项目:** 20 年 12 月, 公司发布关于投资广西来宾 250 万吨林浆纸项目的公告, 项目拟投资 118 亿元, 项目分三期建设, 一期 50 万吨浆、20 万吨纸预计与 23 年底投产。
- **常山扩产:** 21 年 1 月公司发布可转债预案, 拟募集 20.5 亿元资金投入年产 30 万吨高档纸基材料项目 (食品白卡)、年产 3 万吨热升华转印原纸、食品包装纸项目、年产 100 亿根纸吸管及补充流动资金。其中 30 万吨食品白卡项目预计于 22 年中投产, 目前已有利乐、纷美、新巨丰等客户储备。
- **湖北项目:** 21 年 4 月公司发布关于投资湖北 250 万吨林浆纸一体化项目的公告, 项目分为三期, 包括 90 万吨浆、140 万吨特种纸、20 万吨涂布加工纸。
- **地理位置优越, 区位优势优化。**规划新增基地有望进一步开拓华南、华中市场, 降低运费成本, 协同浙江、河南基地优化全国布局。

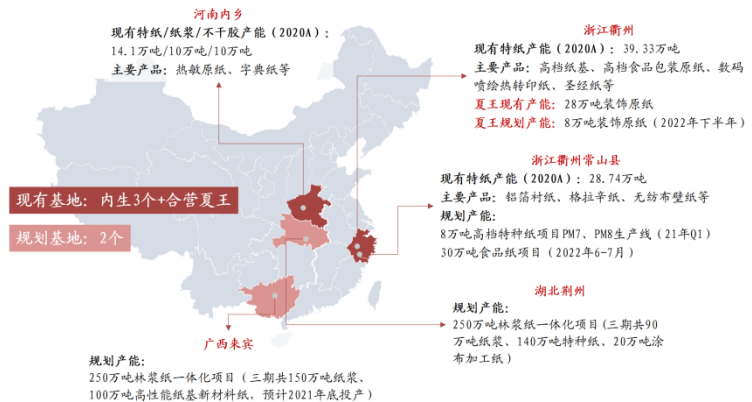
表 8: 公司产能及投放计划

生产基地	主要产品	产能规模/万吨
衢州	圣经纸、热转移原纸、棉纸、离型纸、电解电容器纸、水松原纸、装饰原纸	25.83
常山	铝箔衬纸、格拉辛原纸、无纺布壁纸、彩胶纸	14.74
内乡	热敏原纸、字典纸、无碳原纸、双胶纸	14.1
夏王	装饰原纸	2.8
在建: 广西、湖北荆州	化机浆、化学浆、特种纸	未投产
2019年纸产能合计		82.67
2019年浆产能合计		5.1
新增产线	投产项目	投产时间
年产10万吨高档纸基材料技改项目(艾科赛仑企业技术改造)	PM27项目 PM28项目	2020.3 2020.8
仙鹤东港生产基地PM25年产3.5万吨高档食品包装原纸、数码喷绘热转印纸	年产3.5万吨PM25项目	20年初
常山辉埠工业园区22万吨高档特种纸项目一期	4万吨PM6项目 10万吨PM5项目 PM7、PM8项目	2020.3 2020.8 21年Q1
年产10万吨不干胶项目二期	10万吨不干胶项目	2020.8
2020年纸产能/万吨		110
2020年浆产能/万吨		10
在建工程	投产项目、产能	投产时间
常山30万吨食品纸项目	食品纸30万吨	2022年6-7月
夏王8万吨装饰原纸生产线	装饰原纸8万吨	2022年下半年
广西来宾250万吨林浆纸一体化项目(三期共150万吨纸浆、100万吨高性能纸基新材料纸)	50万吨浆、20万吨纸	2023年底
荆州250万吨林浆纸一体化项目(三期共90万吨纸浆、140万吨特种纸、20万吨涂布加工纸)	-	规划中

注: 夏王产能为近似值

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表 9: 公司产能地图



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2.3. 柔性产线、原料配套奠基, 吨盈利有望持续中枢上行

2.3.1. 柔性产线平滑周期, 灵活转产高景气品种

业务结构多元, 盈利能力稳定。特种纸用途针对性强, 因此行业呈现下游分散、品种繁多、产量较小等特点。公司产品涵盖七大系列共 60 余种产品, 覆盖食品、医疗、日化、纺服、物流、烟草、家具等众多下游细分行业, 是业内产品覆盖范围最广的公司。从季度营收角度来看各季度收入波动差异远小于大宗纸, Q1 因春节放假表现略低; 从盈利能力角度来看, 各细分纸种毛利率波动明显, 多元产品结构有效平滑了细分纸种的周期波动, 公司 2015-2020 年的造纸业务整体毛利率维稳在 17%-20% 区间。对标来看, 公司 2015-

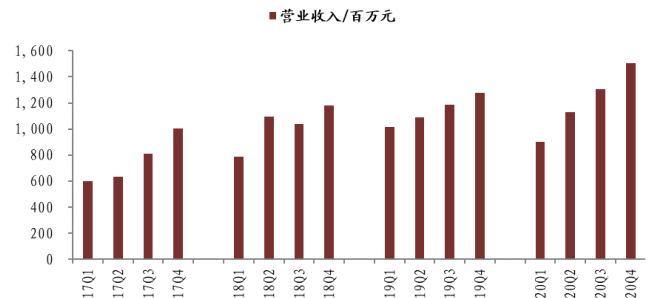
2020年最大、最小毛利率差值为3.2%，而同行差值则为6.3%-11.0%，毛利率波动显著低于同行。

表 10: 公司产品矩阵最为齐全

应用领域	主要纸种	仙鹤股份	凯恩股份	齐峰新材	民丰特纸	恒丰纸业	冠豪高新	五洲特纸
商业交流	无碳纸	✓						
	热敏纸	✓						
家居装饰	壁纸原纸	✓		✓				
	装饰原纸	✓						
烟草	烟草行业用纸	✓	✓		✓	✓		
标签离型纸	镀铝原纸	✓			✓	✓		
	格拉辛纸	✓			✓			
特种包装	食品包装用纸	✓	✓					✓
	医疗包装用纸	✓	✓					
工业用纸	不锈钢衬纸	✓						
	电解电容器纸	✓	✓					
印刷用纸	热转印纸	✓			✓		✓	✓
	低定量印刷用纸	✓				✓		

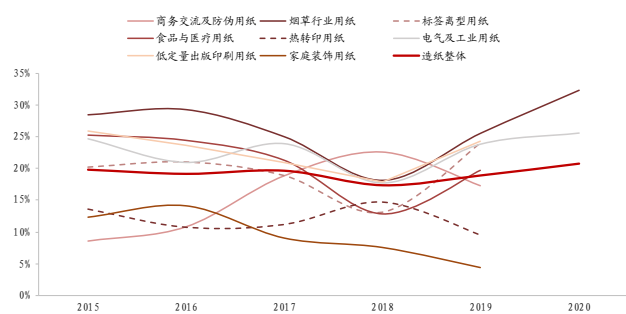
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 10: 季度营收波动较小



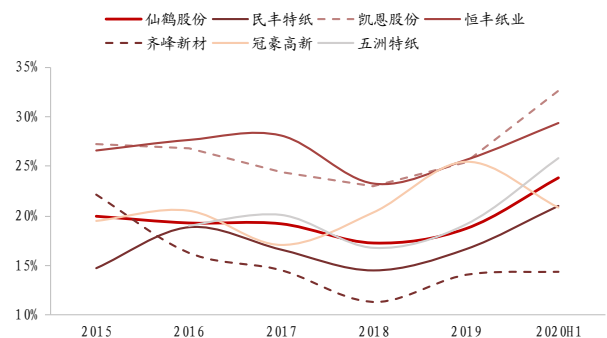
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 11: 多元业务结构有效平滑毛利率



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 12: 仙鹤毛利率波动低于同行



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

柔性生产实力突出, 支撑多元业务结构。特种纸定制化属性突出, 产品多为小批量、以销定产模式生产。公司通过自研产线实现了单一产线的快速转产, 每条产线可生产3-4种产品, 仅需2-3h完成切换(同行最多可切换两种, 切换时长远超仙鹤), 可及时切换高毛利产品保障盈利。公司实现灵活转产之核心在于设备技术积累:

(1) 产线自研、技工成熟:产线均为公司研发团队设计, 定制零部件并自行组装, 可根据需求调整各纸机设备参数及设计, 具备较高灵活性和技术壁垒。截止至目前, 公司共拥有36项设备型专利。同时, 公司技工经验充足, 转产节奏搭配合理。公司共拥有48条产线, 每条产线至少可生产3种产品。

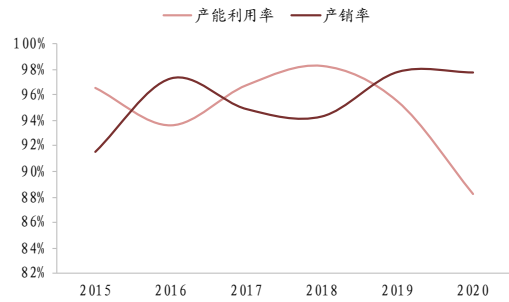
(2) 小纸机、低转速:公司纸机平均转速仅为200-300米, 纸机宽幅以1.5m-2m的产线为主。低转速的小纸机一方面满足了特种纸对拉力、张力的特殊需求, 具备除传统木浆纤维之外的其他植物纤维的抄造能力, 另一方面为灵活转产提供了技术基础。灵活转产有效解决了特种纸产量小和转产效率低的痛点, 2015-2019年公司产能利用率、产销率均维持90%以上的高位, 20年受受年底产能投放影响产能利用率略有下滑。

表 11: 仙鹤部分设备专利

序号	申请日	专利类型	专利号	专利名称
1	2021-04-16	实用新型	CN212978438U	一种无轴辊筒时纸的剪裁装置
2	2021-01-22	实用新型	CN212385534U	一种印花原纸裁切机构
3	2020-06-18	实用新型	CN212974321U	一种字纸生产用废水处理装置
4	2020-06-16	实用新型	CN213443711U	一种医用包装原纸运输存储箱
5	2020-06-16	实用新型	CN212983464U	一种连纸碎浆机
6	2020-06-16	实用新型	CN213443710U	一种湘用接浆纸存储运输箱
7	2020-06-10	实用新型	CN213078266U	一种用于生产纸的浆液搅拌装置
8	2020-06-10	实用新型	CN213078120U	一种纸浆浆液搅拌装置
9	2020-06-01	实用新型	CN212635970U	一种喷枪状转印原纸裁切装置
10	2020-06-01	实用新型	CN212635843U	一种差速性能较好的切纸设备
11	2020-04-14	实用新型	CN212856047U	一种喷枪状废纸处理装置
12	2020-04-14	实用新型	CN212399722U	一种电解纸裁切时的铁粉吸附装置
13	2019-09-26	实用新型	CN211310247U	一种用于造纸的可拆卸卷纸支撑结构
14	2017-12-29	发明专利	CN108570874A	一种超薄型原纸造纸设备
15	2017-12-29	发明专利	CN108570874B	一种超薄型原纸造纸设备

资料来源: 专利汇, 浙商证券研究所

图 13: 产能利用率/产销率高位



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2.3.2. 切入上游原材料, 平抑成本波动

纸浆自给率提升, 平抑成本波动。公司原材料成本占比 66.31%, 其中木浆占比 44.49%, 公司持续向上布局, 弱化原料影响。截止至 20 年末, 河南仙鹤共有 10 万吨纸浆产能, 纸浆自给率 14.12%。公司广西项目规划 150 万吨浆, 一期 50 万吨预计于 23 年底投产, 湖北项目规划 90 万吨浆。广西、湖北项目投产后公司远期纸浆自给率可达 78.24%, 原料成本扰动趋弱, 盈利确定性渐强。

表 12: 自给浆比例测算

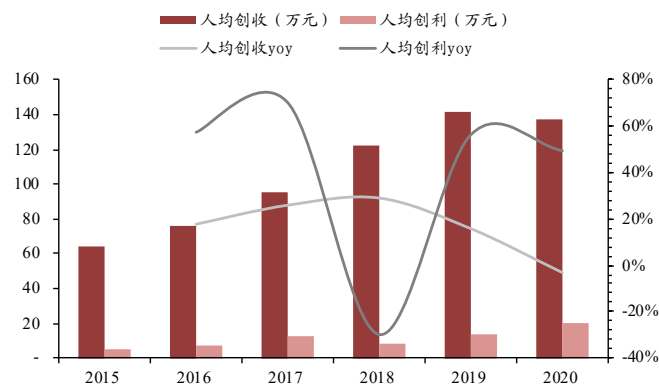
纸浆产能: 万吨	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2027E	规划中 (荆州项目, 投产时间待定)
内乡基地	5.1	5.1	5.1	10	10	10	10	10	10	
广西基地							50	60	150	
荆州基地										90
合计	5.1	5.1	5.1	10	10	10	60	70	160	250
造纸产能 (不含夏王)	39.33	49.82	54.67	82	82	112	132	180	210	370
纸浆自给率 (不考虑夏王)	15.01%	11.85%	10.80%	14.12%	14.12%	10.34%	52.63%	45.03%	88.22%	78.24%
假设 1 吨浆: 1.1 吨纸, 产能利用率 95%										

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2.4. 精益生产成效显著, 个性化产品提高附加值

精益生产成效显著, 人均创收/创利稳步提升。公司产线自动化程度较高, 质量检测与控制系统、集散控制系统均已完成自动化, 目前每条产线每班仅需配备 15 人团队。从历史人均创收/创利来看, 公司人效持续上行, 2020 年公司人均创收达 138 万元、人均创利 20 万元。

图 14: 人均创收/创利



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

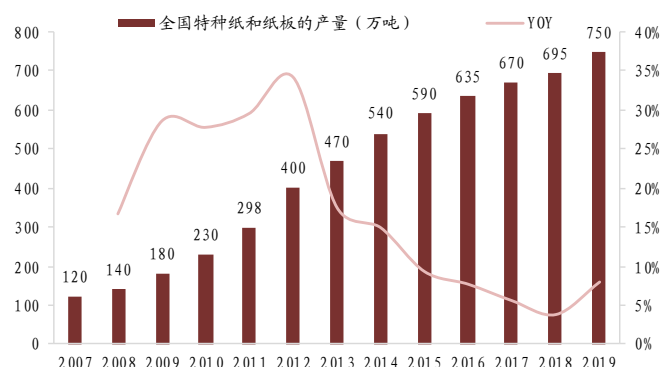
按需定制+配套服务，客户粘性强。(1) **直销模式为主，定制化提供高附加值：**公司以直销模式为主，可直接根据客户需求进行定制化产品。公司强制造实力突出、供应能力稳定，有效解决了客户量小、个性化的需求痛点。2019年公司前五大客户收入占比仅为11%，2020年末下游客户已达2000+家。(2) **多元产品矩阵，提供一站式解决方案：**特种纸量小、应用场景广泛，公司依托完善的产品矩阵可满足客户一站式需求，如饮品门店客户可以一站式采购离型纸、纸吸管、纸杯纸、热敏纸等。(3) **强销售团队，个性化服务：**公司销售部按照不同产品系列设有七个分部，分别负责不同特种纸的推广、销售和售后服务工作。销售部实行品种业务代表制度，对不同领域的客户安排个性化推广，按需研发产品，提供一站式服务。同时，公司定期走访客户、构建高效反馈机制，售后服务体系完善。

3. 专注大消费，受益高景气

3.1. 细分赛道景气分化，行业格局有望优化

行业整体增长稳健，细分赛道景气分化。目前特种纸细分赛道景气呈现分化趋势，如转印纸、标签离型用纸、商务交流用纸、食品卡受益于下游需求景气、应用场景增加、政策优势，成长较快；而传统卷烟纸则增速放缓。2019年全国特种纸及纸板总产量约为750万吨，同比增长7.91%，对应2009-2019 CAGR为15.33%，对应2014-2019 CAGR为6.79%；2019年全球特种纸产量约3000万吨，中国产量占比高达25%。

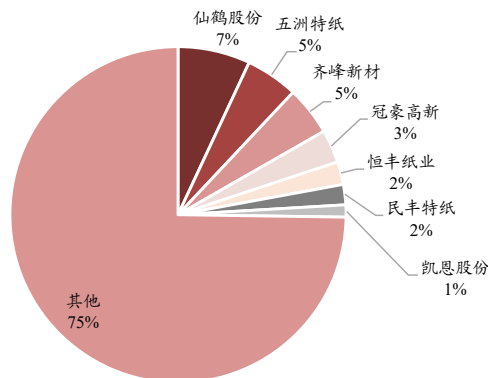
图 15: 特种纸行业规模及增速



资料来源：造纸协会，浙商证券研究所

中高端特种纸格局更优，未来有望加速集中。国内特种纸行业集中度相对较低，2019年特种纸主要上市公司（仙鹤纸业等7家公司）总产量为189.21万吨，占当年全国总产量的25.23%。业内多数特种纸生产厂商规模较小，产品同质化、附加值低、质量不稳定，目前低端产品仍以性价比为主。而中高端产品仅有少数规模化企业具备生产实力，产品色牢度、遮盖性、适印性和批量稳定性较为突出，形成一定技术壁垒。本轮浆价高位下，中小产能加速出清；中长期来看，伴随消费升级、需求个性化，未来行业格局有望加速向具备生产实力和技术实力的龙头靠拢。

图 16: 特种纸行业竞争格局



资料来源: 造纸协会, 公司公告, 浙商证券研究所

3.2. 限塑令+国产替代需求爆发, 食品与医疗赛道高景气

限塑令升级, 食品、医疗用纸需求抬升。20 年升级版限塑令发布, 政策规定 20 年底全国禁用一次性塑料吸管, 22 年起开始禁止食品、医疗塑料包装。细分来看,

(1) **纸吸管:** 市场年需求 460 亿根吸管, 考虑 21 年塑料吸管仍有库存, 假设 21 年 60% 替换, 对应 270-280 亿根规模; 假设 PLA 吸管: 纸吸管比例 3:7, 则纸吸管规模约 180-200 亿根, 假设 6 分/根, 对应规模 11-12 亿元。公司下游客户合作稳定, 已切入多家品牌公司的供应体系。目前公司共有 15 亿根纸吸管产能, 年末预计可继续扩产。

(2) **食品牛卡, 国产替代:** 国内液体包装市场约 75 万吨 (5 万吨枕包、70 万吨砖包, 其中 5 万吨枕包 90% 由仙鹤供应), 以利乐为代表的液包企业过往较为依赖进口纸, 成本压力和竞争格局越发激烈下, 近年开始寻求本土替代。公司 22 年底计划投产 30 万吨食品白卡, 其中约 10 万吨将用于砖包市场, 目前公司已切入利乐供应体系, 客户储备充足, 有望打开市场空间。

(3) **医疗用纸:** 一方面, 限塑令下医疗耗材包装用纸将向纸包装切换; 另一方面, 医疗行业标准和监管体制的改革推向医疗耗材包装向最终灭菌包装切换 (先包装后灭菌, 材料包括医疗透析纸), 未来医疗包装领域对医疗透析纸的需求将稳步提升, 同时辐射相应的日用卫生耗材类产品 (如一次性短裤, 浴巾等), 公司有望充分受益。

表 13: 限塑令逐步升级

政策文件	限塑令政策相关内容	
2020.09 第十三届全国人大常委会常务委员会第十七次会议通过《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》	自2020年9月1日起, 国家依法禁止、限制生产、销售和使用不可降解塑料等一次性塑料制品, 国家鼓励和指导减少使用、积极回收利用等一次性塑料制品, 推广应用可循环、易回收、可降解的替代产品	
2020.04 国家发改委《禁止、限制生产、销售和使用的塑料制品目录(征求意见稿)》	《目录》将“一次性发泡塑料餐具”及“厚度小于0.025毫米的超薄塑料购物袋”等6类产品列为禁止生产、销售的塑料制品; 《目录》将“不可降解一次性塑料吸管”、“不可降解一次性塑料餐具”以及“不可降解塑料袋”等7类产品列为禁止、限制使用的塑料制品。	
2020.01 国家发改委、生态环境部《关于进一步加快推进塑料污染治理的意见》	主要目标 重点在部分地区、部分领域, 限制部分塑料制品的生产、销售和使用。 具体举措 重点城市、省会城市, 计划到2022年建成区的商场、超市、药店、书店等场所以及餐饮打包外卖服务和各类展会活动禁止使用不可降解塑料袋; 全国范围内餐饮行业禁止使用不可降解一次性塑料吸管。 2020年 一次塑料制品消费量明显减少, 替代产品得到推广, 塑料废弃物资源化能源化利用比例大幅提升; 在塑料污染问题突出领域和电商、快递、外卖等新兴领域, 形成一批可复制、可推广的塑料减量和绿色物流模式。 2022年 逐步扩大2020年禁用不可降解塑料餐盒及一次性塑料餐具的实施范围。 2025年 塑料制品生产、流通、消费和回收处理等环节的管理制度基本建立, 多元共治体系基本形成, 替代产品开发应用水平进一步提升, 重点城市塑料垃圾减量大幅降低, 塑料污染治理取得显著成效。 具体举措 在2022年基础上进一步扩大禁用不可降解塑料餐盒的实施范围; 地级以上城市餐饮外卖领域不可降解一次性塑料餐具消耗强度下降30%。	
	2018.02 国家质检总局、国家标准委《快递封装用品》系列国家标准	自2018年9月1日起, 首次明确禁止快递包装采用生物降解塑料, 减少白色污染, 并相应增加了生物降解性能要求。

资料来源: 发改委, 浙商证券研究所

表 14: 灭菌方式对比

灭菌方式	特点	包装材料
传统灭菌方式 (灭菌后包装)	将医疗器械灭菌后再装入包装进行封闭, 包装过程及使用过程污染风险较高。	一般使用PE、PP等塑料膜、壳材
最终灭菌 (先包装后灭菌)	将医疗器械装入包装后再进行灭菌, 有效避免污染风险。最终灭菌已形成对包装系统的完整体系化要求, 医疗器械包装、运输、存储及使用安全性提高。	包括透析材料 (医疗级透析纸、无纺布等) 和非透析材料 (医用淋膜纸、PE、PP、PET、PVC等) 两部分

资料来源: 恒达新材招股书, 浙商证券研究所

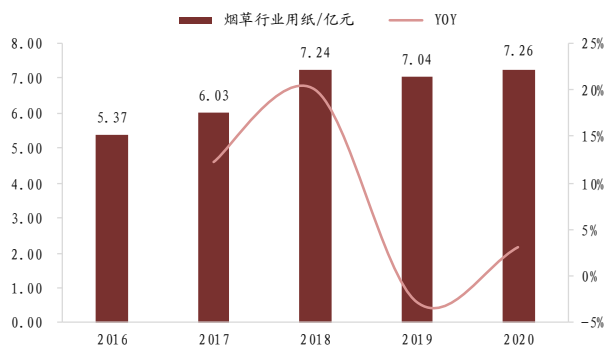
3.3. 切入 HNB 市场，烟草用纸未来可期

切入 HNB 香精薄片市场，烟草用纸未来可期。公司以烟草用纸起家，与中烟及海外烟草帝国均有稳定合作，2020 年烟草用纸收入 7.26 亿元，五年 CAGR 为 7.83%，发展较为稳健。细分来看：

新型烟草：HNB 监管有望放开，香精薄片未来可期。公司目前已经切入中烟体系生产香精薄片，设备自研且具备生产合规壁垒，其中切丝机设备及相关烘干技术系业内独创且有专利壁垒。目前国内 HNB 技术成熟叠加 HNB 减害替代性较强，若监管放开有望快速放量。根据我们测算，参考 21Q1 日本市场 HNB 渗透率 23.4%，2018 年国内烟草产量 224 万吨，假设中期烟草产量维稳约 230 万吨，加热不燃烧渗透率达到日本水平约 25%，对应 HNB 产量约 60 万吨，香精薄片占比约 10%，则对应规模 6 万吨，吨售价预计可达 8 万/吨，对应规模近 50 亿元。

传统烟草：切入烟草帝国供应体系，有望贡献新增量。公司烟草用纸起家，经多年发展已与中烟达成稳定合作，产品主要系烟用接装纸原纸、烟用内衬原纸、滤嘴棒成型纸。2019 年公司与全球烟用接装纸巨头塔恩集团共同出资成立唐丰特纸，专供烟草用纸。目前公司系国内唯一一家同时通过菲莫国际、英美烟草、日本烟草供应链审核的公司（2020 年开始供货，主营普通烟滤嘴），传统业务依托优质大客户有望贡献稳定增量。

图 17：烟草用纸收入及增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4. 观海外：技术、产品、渠道为基，全球化开启第二成长曲线

4.1. 全球龙头奥斯龙：业务多元、细分领先；深耕研发、全球布局

全球特种纸龙头，多元业务齐头并进。奥斯龙(AMI.HE)于 1851 年成立于芬兰，系全球第一大特种纸龙头，旗下共拥有 16 大产品系列，各细分产品均处全球前五。公司 2017 年收购 Munksjö，丰富家装用纸、工业用纸、释放衬垫纸等产品系列，并改名奥斯龙-明斯克；2020 年贝恩资本要约收购奥斯龙-明斯克，公司预计将于 2021 年退市。2013-2020 年公司营收从 8.63 亿欧元增长至 26.83 亿欧元，CAGR 为 17.59%；EBITDA 从 0.52 亿欧元增长至 3.38 亿欧元，CAGR 为 30.55%。

表 15: 奥斯龙财务一图看

单位: 百万欧元	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
营收	863.30	1137.30	1130.70	1142.90	1959.90	2438.00	2915.30	2683.30
YOY		31.74%	-0.58%	1.08%	71.48%	24.39%	19.58%	-7.96%
EBITDA	52.30	105.00	93.60	134.60	246.20	275.20	302.20	338.00
YOY		100.76%	-10.86%	43.80%	82.91%	11.78%	9.81%	11.85%
净利润	-57.40	7.70	22.80	43.30	66.50	42.90	32.80	94.50
YOY		-	196.10%	89.91%	53.58%	-35.49%	-23.54%	188.11%
调整后净利润	-22.44	11.48	28.24	46.70	94.62	83.68	50.10	79.98
YOY		-	145.99%	65.37%	102.61%	-11.56%	-40.13%	59.64%
毛利							371.20	413.90
毛利率							12.73%	15.43%
期间费用率							9.76%	10.25%
销售费用率							2.34%	2.11%
管理费用率							5.13%	5.65%
研发费用率							0.52%	0.78%
财务费用率	2.65%	2.51%	0.42%	1.39%	1.34%	1.04%	1.77%	1.70%
其他业务利润/营收							-1.21%	-0.32%
股权投资收益/营收							-0.01%	-0.01%
税务支出/营收							0.64%	1.34%
净利率	-6.65%	0.68%	2.02%	3.79%	3.39%	1.76%	1.13%	3.52%
调整后净利率	-2.60%	1.01%	2.50%	4.09%	4.83%	3.43%	1.72%	2.98%
经营活动现金流	45.70	57.80	55.50	114.30	179.70	91.50	286.80	255.10
较上年同期增减		12.10	-2.30	58.80	65.40	-88.20	195.30	-31.70
资本支出	21.00	33.10	39.30	39.20	84.60	160.10	161.10	117.50
较上年同期增减		12.10	6.20	-0.10	45.40	75.50	1.00	-43.60
固定资产	803.30	794.60	758.20	742.30	1604.20	2276.80	2360.80	2172.00
较上年同期增减		-8.70	-36.40	-15.90	861.90	672.60	84.00	-188.80
资产负债率	64.37%	64.93%	65.80%	63.11%	56.69%	64.07%	61.51%	62.07%
市值	275.73	457.00	439.13	806.77	1745.66	1397.30	1650.93	2081.29
PB		63.93	19.55	18.59	23.29	28.19	53.04	23.21
PB	0.65	1.10	1.09	1.84	1.68	1.20	1.34	1.76

资料来源: 彭博, 浙商证券研究所

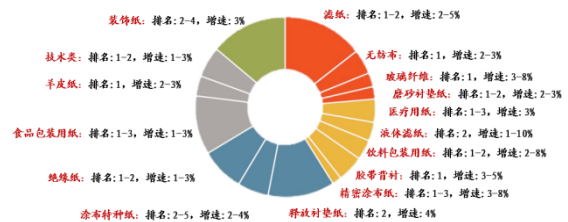
多元产品矩阵+品牌化战略, 细分赛道均处领先地位。公司共有 5 大类、16 大产品系列, 5 大类分别为滤纸和功能纸、工业用纸、高端用纸、食品包装和技术用纸、装饰纸, 2020 年收入占比分别为 23.74%、25.49%、17.75%、20.67%、13.78%。公司产品力深厚、渠道建设完善, 目前各细分产品均处全球前五。此外, 公司产品均根据不同工艺、性能注册相关品牌, 知名度较高。

图 18: 5 大类、16 个产品系列

业务大类	产品系列	产品示意图
滤纸和功能纸	滤纸	
	无纺布	
	玻璃纤维滤纸	
高端用纸	液体滤纸 (实验室用)	
	医疗用纸	
	精密涂布纸	
工业用纸	释放衬垫纸	
	绝缘纸	
	涂布特种纸	
食品包装和技术	食品包装用纸	
	技术类 (玻璃纸、层压纸等)	
	羊皮纸	
装饰纸	装饰纸	

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图 19: 细分赛道全球领先



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

表 16: 奥斯龙主营业务结构

单位: 百万欧元	2015	2016	2017	2018	2019	2020
营业收入	1130.70	1142.90	1959.90	2438.00	2915.30	2683.30
YOY		1.08%	71.48%	24.39%	19.58%	-7.96%
净利润	22.80	43.30	66.50	42.90	32.80	94.50
YOY		89.91%	53.58%	-35.49%	-23.54%	188.11%
净利率	2.02%	3.79%	3.39%	1.76%	1.13%	3.52%
工业用纸	166.60	618.00	640.80	663.20	765.70	683.90
YOY			3.69%	3.50%	15.46%	-10.68%
占比	14.73%	54.07%	32.70%	27.20%	26.26%	25.49%
EBITDA	27.50	91.10	109.30	96.10	61.10	71.30
EBITDA利润率	16.51%	14.74%	17.06%	14.49%	7.98%	10.43%
滤纸和功能纸			496.20	672.50	724.00	637.10
YOY				35.53%	7.66%	-12.00%
占比			25.32%	27.58%	24.83%	23.74%
EBITDA			88.80	114.70	126.10	118.60
EBITDA利润率			17.90%	17.06%	17.42%	18.62%
食品包装和技术					582.40	554.60
YOY						-4.77%
占比					19.98%	20.67%
EBITDA					53.40	52.50
EBITDA利润率					9.17%	9.47%
高级用纸					470.20	476.20
YOY						1.28%
占比					16.13%	17.75%
EBITDA					50.60	61.10
EBITDA利润率					10.76%	12.83%
特种纸		175.60	466.00	715.70		
YOY			165.38%	53.58%		
占比		15.36%	23.78%	29.36%		
EBITDA		7.70	35.00	50.70		
EBITDA利润率		4.38%	7.51%	7.08%		
装饰纸	372.60	364.60	378.40	411.60	419.60	369.70
YOY		-2.15%	3.78%	8.77%	1.94%	-11.89%
占比	32.95%	31.90%	19.31%	16.88%	14.39%	13.78%
EBITDA	42.60	53.70	33.90	32.30	34.50	37.60
EBITDA利润率	11.43%	14.73%	8.96%	7.85%	8.22%	10.17%
其他和冲销		-15.30	-21.50	-25.00	-46.60	-38.20
YOY			40.52%	16.28%	86.40%	-18.03%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表 17: 奥斯龙部分品牌

细分大类	商标	介绍
滤纸	SafeCabin®	车内空气滤清器, 旨在通过过滤颗粒和气体来改善车内空气质量, 具有出色的可折叠性和内聚力, 可提供最高的转换效率。
	Glass AOS	油气分离介质
	Extia® Protect	面罩, 用于面罩的全系列高性能纤维解决方案, 包括过滤层、覆盖材料、蕾丝介质和加固层
	Extia®	工业空气过滤, 面罩
	Trinitex®	牛奶过滤介质
	FilterEV®	电动汽车过滤材料
	Disruptor®	无纺布过滤介质, 广泛用于个人和住宅水净化
医疗	Trinitex® Advance	工业滤纸, 高效燃气轮机过滤
	Reliance®	灭菌包装
	LabSorb™	保护工作台和工作区域免受化学品、腐蚀性材料和有毒、传染性或放射性物质的侵害。
	ReliaDisc™	膜过滤器
	ReliaPrep™	注射器过滤器
	ReliaMAX™	注射器过滤器
	ReliaFlow™	医疗用纸, 快速测试套件中的样品垫、吸收垫等
	CytoSep®	单层血浆分离介质, 用于全血诊断
	AutoCollect™	专为实验室自动化设备设计的高质量标本采集卡
	GenSaver™	DNA血液采集卡
	GenReleaz™	DNA回收卡
	Cristal™	无尘包装纸, 适用于卫生和可持续药品包装, 专为药丸泡罩、药丸袋或粉袋设计
	elementa®	用于制药、化妆品、患者信息传单的非涂层薄打印纸
	Steralia™	一种极其高效的细菌屏障纸, 专为医疗袋而开
	PureArmor™	个人防护服面料, 专为实验室等敏感环境而开发
ViroSèl™	透气防病毒面料	
VaporCool™	一次性磨砂套装面料	
TenderGuard™	医用口罩和手术服面料	
PureArmor™	透气不透水无纺布, 极低的掉毛量, 它在不影响穿着舒适度的情况下为敏感环境提供了最高水平的保护, 与经常用于洁净室服装的面料相比, 这是独一无二的。	
TrustShield™	提供全系列的医用织物, 旨在为手术室、临床和实验室环境提供卓越的保护	
离型纸	Silco™	离型纸
	Acti-V®	离型纸
	Aerobak™	离型纸品牌, 在定制以满足航空航天领域的苛刻要求的同时, AeroBak™ 衬里还用于弹道、娱乐和风能应用
	Adercote™	热转印标签纸
食品包装和技术	Prepera®	黄油、乳制品、肉类等包装纸
	Delicitera®	糖果包装纸
	Tempera®	微波炉用食品包装纸
	Servera®	快餐食品包装用纸
	PurposeFil™	广泛用于电子商务包装和零售包装, 包括初级和次级包装功能。
	CelluSnack™	零食包装纸
	Cristal™	食品包装用透明纸
	Gerstar™	酸奶包装纸
Unibake®	工业用烘焙和蒸煮纸	
装饰纸	Cristalline®、Gervalux™	咖啡软包装
	BioWeb®	无塑料茶包材料
	Resin-Gard®	饱和纸旨在满足高压层压产品的特定需求
Wallstar	无纺布壁纸	
Wallwise®	墙纸	
Fibroce®	天花板、地板 耐用高性能饰纸	

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

深耕研发，多项材料/技术业内领先。公司深耕研发，在各类造纸/材料技术上均有重大突破：

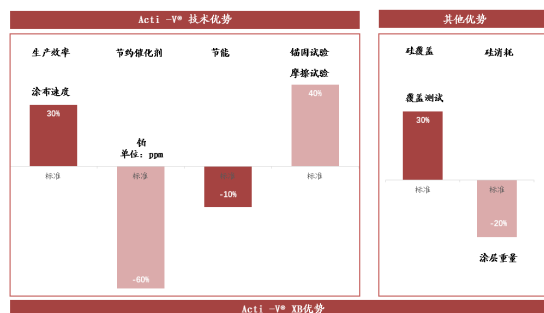
- (1) **过滤技术全球领先，下游应用领域广泛：**公司是全球最大的滤纸生产商，产品壁垒高筑，可适用多重场景，是公司利润率最高的细分大类(20年EDITDA利润率高达18.62%)。目前公司主要过滤技术包括：汽车空气过滤、工业用空气过滤(飞机用)、汽车液体过滤(燃料过滤)、工业液压过滤、水过滤、食品及饮料过滤等。
- (2) **Acti-V®、Acti-V®XB 技术：**离型纸俗称硅油纸，离型纸表面涂有含硅淋膜，主要起到隔离带有粘性的物体的作用。公司的 Acti-V®技术(有机硅涂层离型纸生产技术)所需催化剂更少、固定效果更强(较传统离型纸+40%)、成本更低(以较低的涂层量实现高性能)，可以在任何硅胶涂布机上运行，最快可满足1200m/min 转速。
- (3) **植物羊皮纸(GVP)技术：**是全球少有的可生产由100%纤维素纤维制成的植物羊皮纸的公司，该类产品的不含化学试剂、防油、耐温、可实现无墨印刷，广泛应用于烘焙、RFID 离型材料等领域。

图 20：滤纸应用场景



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 21：Acti-V®、Acti-V®XB 优势



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

收并购+扩产打开全球市场，龙头地位确立。1963年公司收购意大利造纸厂，开始迈向国际化；1996年收购法国特种纸和无纺织制造商 Sibille-Dalle；随后不断收并购全球中小产能进行国际化布局；2017年公司完成与 Munksjö 的合并；2018年收购巴西 Caieiras 特种纸厂、美国特种纸厂商 Expera；2019年收购中国河北名联新材料，进一步打开中国装饰用纸市场。此外，公司持续扩产以增加竞争力，2018年投资2100万欧元扩产巴西 Jacarei 工厂，提升南美服务实力；2021年5月加码中国滨州工厂投资，扩产滤纸业务；2021年6月扩产比利时马尔梅迪工厂，扩产墙面涂料无纺布产能。截至目前，公司在全球14个国家拥有45个工厂和装换站点，约7800名员工。2020年公司欧洲/北美/南美/亚太地区收入占比分别为43.2%、34.7%、7.3%、13.3%。

表 18: 奥斯龙全球化布局历程一览

年份	事件
2018年4月	收购巴西 Caieiras 特种纸厂, 10月完成收购
2018年7月	以 6.15 亿美元的企业价值收购美国特种纸生产商 Expera
2018年8月	投资 2100 万欧元提高巴西 Jacarei 工厂的能力和灵活性, 加强其服务南美市场的能力
2018年11月	在法国 Saint-Séverin 工厂新建一条羊皮纸生产线
2019年11月	收购河北名联新材料科技有限公司, 该公司主营装饰用纸业务
2019年12月	收购了 Shunde Lucas 和 Altior Industries 在中国和美国的餐饮行业过滤器加工业务
2021年5月	完成对中国滨州工厂的投资, 加强滤纸业务; 投资 5800 万欧元在美国新建一条玻璃纤维纸生产线
2021年6月	扩大比利时马尔梅迪工厂的产能, 该工厂专门生产用于墙面涂料的无纺布

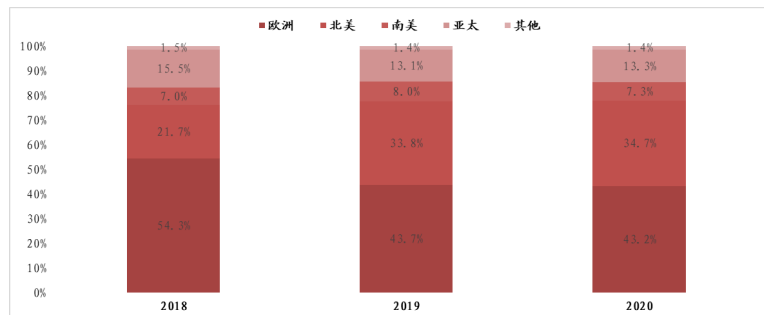
资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图 22: 奥斯龙全球工厂分布



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

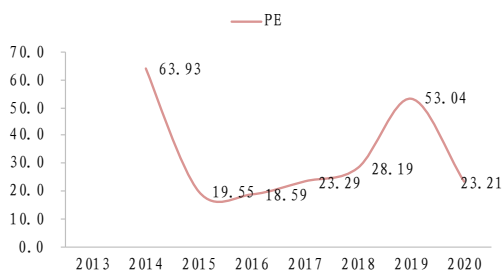
图 23: 分地区收入结构



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

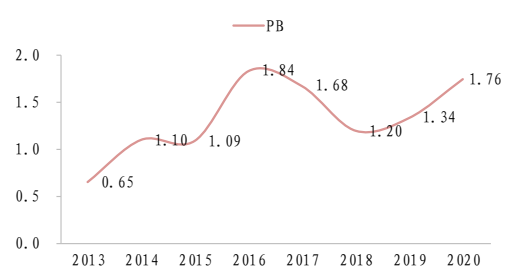
估值: 中枢 PE 20-25X, PB 1.5X。公司是全球特种纸龙头, 16 年收购明斯克后利润率略有拖累, PE 中枢下行; 公司全球工厂分布较多, 资产较重, 对应 PB 较低。

图 24: 历史 PE



资料来源: 彭博, 浙商证券研究所

图 25: 历史 PB



资料来源: 彭博, 浙商证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

量价齐升确定性强。公司可转债募投项目 22 万吨特种纸（格拉辛纸、液体包装纸、烘焙纸等）已与 20 年中开始陆续落地, 21 年产能完全释放; 22 年中预计投产 30 万吨食

品卡项目。考虑公司客户储备充足，公司销量有望实现显著增长。盈利方面，公司战略备库+行业供需格局优化，涨价传导顺利且纸价坚挺，盈利水平有望亮眼提升。

- 1) **日用消费系列**: 公司产品结构持续优化, 20-21 年新增产能陆续落地, 日用消费系列预计呈现量价齐升趋势。预计销量三年复合增长 30%+, 毛利率预计稳步提升。
- 2) **食品及医疗**: 限塑令、国产替代趋势下, 需求景气较高; 22 年中 30 万吨食品白卡落地贡献增量。预计销量三年复合增长 60%+, 毛利率预计稳步提升。
- 3) **商务交流及出版印刷**: 业务预计维持稳健增长, 预计销量三年复合增长 13%+, 毛利率预计 20-22%。
- 4) **烟草用纸**: 传统烟草切入海外烟草帝国供应体系, 新型烟草业务蓄势待发。预计 21-23 年量增 5%/10%/10%, 毛利率预计维持 32%。
- 5) **电气及工业用纸**: 技术壁垒较高, 预计业绩维稳, 预计 21-23 年量增 15%/10%/10%, 毛利率约维稳在 27%左右。
- 6) **其他系列**: 业绩增长稳健, 预计三年收入复合增长 15%, 毛利率维稳约 5%
- 7) **夏王投资收益**: 家装用纸国内龙头地位稳固, 22 年 8 万吨新产能投产, 预计投资收益维持亮眼增长。

表 20: 盈利预测拆分

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,567.04	4,843.10	6,997.72	8,738.75	10,736.16
YOY	11.45%	6.04%	44.49%	24.88%	22.86%
日用消费系列	1,858.60	1,764.25	2,974.04	3,365.94	3,923.92
同比		-5.08%	68.57%	13.18%	16.58%
毛利率	15.61%	15.92%	23.00%	24.00%	25.00%
食品与医疗包装材料	611.64	850.34	1,299.42	2,502.56	3,699.68
同比		38.97%	38.97%	38.97%	38.97%
毛利率	18.70%	24.10%	25.00%	27.00%	28.00%
商务交流及出版印刷材料	709.74	779.57	1,100.43	1,122.49	1,215.39
同比		9.84%	41.16%	2.00%	8.28%
毛利率	22.44%	18.83%	20.00%	21.00%	22.00%
烟草行业配套系列	704.26	726.24	752.28	812.47	877.46
同比		3.12%	3.59%	8.00%	8.00%
毛利率	25.58%	32.38%	32.00%	32.00%	32.00%
电气及工业用纸	312.08	384.78	447.29	487.29	536.02
同比		23.30%	16.24%	8.94%	10.00%
毛利率	23.83%	25.59%	27.00%	27.00%	27.00%
其他系列	203.27	159.18	227.63	235.65	254.35
同比		-21.69%	43.00%	3.52%	7.94%
毛利率	7.10%	3.21%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务	167.13	178.74	196.62	212.35	229.34
同比		-12.52%	6.95%	10.00%	8.00%
毛利率	12.68%	11.34%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5.2. 估值分析

选取冠豪高新(主营热敏纸、热转印用纸、不干胶)和五洲特纸(主营食品白卡等)作为可比公司,冠豪高新 21-23 年预测 PE 分别为 35X、28X、20X,五洲特纸 21-23 年预测 PE 分别为 10X、7X、5X。考虑公司业务多元、产线灵活,未来产能扩张有序、原料配套平滑成本波动,吨盈利有望持续中枢上行,估值仍有较大上行区间。

表 21: 可比公司估值

单位: 百万元	21E利润	22E利润	23E利润	PE (21E)	PE (22E)	PE (23E)
仙鹤股份	1183.80	1402.91	1628.04	22.11	18.66	16.08
冠豪高新	199.50	247.40	336.10	34.48	27.80	20.46
五洲特纸	751.00	1118.00	1539.00	10.43	7.01	5.09

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5.3. 投资评级

预计 21-23 年公司营业收入 69.98/87.39/107.36 亿元,同比 44.49%/24.88%/22.86%;归母净利润 12.51/15.17/18.44 亿元,同比 74.40%/21.26%/21.57%,对应 PE 21.34X/17.60X/14.47X。公司龙头地位稳固,产能有序扩张、原料配套奠基,吨盈利有望持续中枢上行,首次覆盖予以“买入”评级!

6. 风险提示

- 1、原材料价格波动
- 2、产能投放不及预期
- 3、下游需求不及预期
- 4、竞争格局改善不及预期

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	3971	9300	10885	12778	营业收入	4843	6998	8739	10736
现金	521	5035	5808	6529	营业成本	3852	5376	6595	7991
交易性金融资产	160	53	71	95	营业税金及附加	47	68	85	104
应收账款	1001	1553	1788	2266	营业费用	15	23	29	35
其它应收款	17	21	27	34	管理费用	222	287	376	494
预付账款	96	107	143	177	研发费用	99	112	140	183
存货	1337	1995	2374	2994	财务费用	68	56	157	225
其他	840	536	674	683	资产减值损失	(35)	(37)	(45)	(57)
非流动资产	3993	4066	4286	4460	公允价值变动损益	(15)	(15)	(15)	(15)
金额资产类	0	23	8	10	投资净收益	202	273	279	280
长期投资	664	619	628	637	其他经营收益	41	30	35	35
固定资产	2334	2440	2575	2761	营业利润	834	1438	1751	2130
无形资产	499	534	584	617	营业外收支	1	3	2	2
在建工程	275	247	257	217	利润总额	835	1441	1753	2132
其他	220	203	235	219	所得税	116	188	235	286
资产总计	7964	13366	15172	17238	净利润	719	1253	1518	1846
流动负债	2250	2441	2935	3363	少数股东损益	2	2	2	2
短期借款	797	797	797	797	归属母公司净利润	717	1251	1517	1844
应付款项	1150	1269	1736	2125	EBITDA	1098	1605	1935	2334
预收账款	0	93	79	80	EPS (最新摊薄)	1.02	1.77	2.15	2.61
其他	303	282	323	361	主要财务比率				
非流动负债	334	4512	4524	4536		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	334	4512	4524	4536	营业收入	6.04%	44.49%	24.88%	22.86%
负债合计	2585	6953	7459	7899	营业利润	65.28%	72.46%	21.74%	21.67%
少数股东权益	25	27	29	31	归属母公司净利润	63.02%	74.40%	21.26%	21.57%
归属母公司股东权益	5354	6385	7683	9308	获利能力				
负债和股东权益	7964	13366	15172	17238	毛利率	20.47%	23.17%	24.53%	25.57%
					净利率	14.85%	17.90%	17.38%	17.19%
					ROE	15.55%	21.21%	21.47%	21.63%
					ROIC	11.52%	17.44%	17.90%	18.26%
					偿债能力				
					资产负债率	32.46%	52.02%	49.17%	45.82%
					净负债比率	30.84%	11.47%	10.69%	10.09%
					流动比率	1.76	3.81	3.71	3.80
					速动比率	1.17	2.99	2.90	2.91
					营运能力				
					总资产周转率	0.63	0.66	0.61	0.66
					应收帐款周转率	5.27	5.97	5.74	5.63
					应付帐款周转率	7.98	9.27	8.66	8.65
					每股指标(元)				
					每股收益	1.02	1.77	2.15	2.61
					每股经营现金	0.43	1.25	1.74	1.78
					每股净资产	7.58	9.04	10.88	13.18
					估值比率				
					P/E	37.21	21.34	17.60	14.47
					P/B	4.98	4.18	3.47	2.87
					EV/EBITDA	16.20	13.97	11.18	8.95

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	302	886	1228	1259
净利润	719	1253	1518	1846
折旧摊销	276	165	182	202
财务费用	68	56	157	225
投资损失	(202)	(273)	(279)	(280)
营运资金变动	(89)	(133)	92	(89)
其它	(469)	(181)	(442)	(645)
投资活动现金流	(605)	125	(1793)	(1800)
资本支出	(459)	(231)	(2000)	(2000)
长期投资	(64)	21	7	(12)
其他	(81)	335	200	212
筹资活动现金流	(476)	2684	(377)	(444)
短期借款	(207)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(269)	2684	(377)	(444)
现金净增加额	(779)	3695	(942)	(985)

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>