

# 仙鹤股份 (603733.SH)

## 高性能纸基功能材料龙头，成长路径清晰

**产线调配灵活，绑定优质客户。**特种纸具有产能小、品类多特点，因此单赛道规模较小，仙鹤股份作为业内龙头通过自研产线，掌握灵活转产能力（单产线可快速切换多种产品、短时间内完成切换），迅速响应下游需求变化，下游客户数量超 2000 个，目前与当纳利、安姆科、利乐、艾莉等全球龙头保持长期合作关系。目前仙鹤形成 7 大系列、60 余种产品，成为市场综合全面、客户多、市占率高的公司。

**数字化赋能&技改带动人效提升。**仙鹤股份加速推动数字化赋能，进行生产线真空系统改造，打造“数字化仙鹤”工业 4.0。基于此，2016-2020 年公司人均创收由 75.7 万增长到 137.7 万（CAGR 为 16.2%），人均创利由 7.3 万增长到 20.4 万（CAGR 为 29.2%）。

**多重措施平滑周期。**公司成本结构中原材料占比约 66%，其中木浆占比约 45%，公司通过多重措施平滑周期，1) 10 万吨自主浆；2) 优化采购，备货期灵活适应市场；3) 21 年 1 月/2 月/3 月分别提价 500/500/1000-2000 元/吨，4 月、5 月如喷绘热转印用纸等需求旺盛纸种上调幅度更可观；据我们测算，若纸价平均提涨落地达 1500 元/吨，即可完全覆盖原材料涨价。4) 业务多元、灵活转产有效平滑下游波动

**成长路径清晰，消费属性增强。**据公司公告 2020 年特种纸产能 100 万吨，成长路径清晰，且未来主要布局食品医疗、热转印、标签离型等板块，聚焦消费领域且进一步分散，议价能力增强。限塑令下食品医疗板块打开市场空间，2020 年收入占比约 17%，我们预计 2021 年提升至 20% 以上且未来持续提升，估值体系有望重构。

**盈利预测：**仙鹤股份属特种纸业内领先，成长路径清晰，产品多元化布局且产业链一体化平滑周期，预计公司 2021-2023 年收入分别为 68.90、86.42、103.35 亿元，同比增长 42.3%、25.4%、19.6%，归母净利润 11.74、13.20、15.67 亿元，同比增长 63.7%、12.4%、18.7%，对应 PE 估值分别为 19.5X、17.3X、14.6X；首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格大幅波动、产能不达预期、行业竞争加剧。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,567	4,843	6,890	8,642	10,335
增长率 yoy (%)	11.5	6.0	42.3	25.4	19.6
归母净利润 (百万元)	440	717	1,174	1,320	1,567
增长率 yoy (%)	50.4	63.0	63.7	12.4	18.7
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.62	1.02	1.66	1.87	2.22
净资产收益率 (%)	11.4	13.4	18.5	17.6	17.6
P/E (倍)	42.8	26.2	19.5	17.3	14.6
P/B (倍)	5.2	3.5	3.6	3.1	2.6

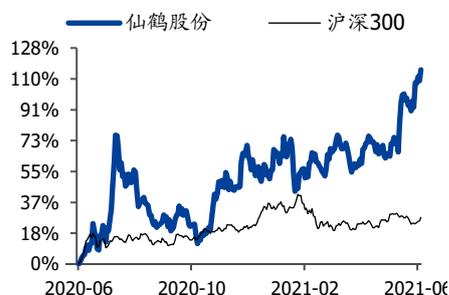
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 6 月 25 日收盘价

### 买入 (首次)

#### 股票信息

行业	造纸
6月25日收盘价(元)	33.70
总市值(百万元)	23,791.27
总股本(百万股)	705.97
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	8.26

#### 股价走势



#### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号: S0680518030002

邮箱: juxinghai@gszq.com

#### 相关研究





## 内容目录

1. 特种纸绝对龙头，实控人实力雄厚 .....	5
1.1. 特种纸龙头、产品矩阵丰富 .....	5
1.2. 股权结构集中，实控人王氏家族实力强劲 .....	9
2. 内生实力优异，成长路径清晰 .....	11
2.1. 强制造+强销售，人效明显提升 .....	11
2.2. 多重措施弱化周期 .....	11
2.3. 产能持续扩张，成长路径清晰 .....	12
3. 行业结构性增长，集中度逐步提升 .....	13
3.1. 食品、医疗包装用纸：禁塑令打开成长空间 .....	14
3.2. 烟草行业：传统烟草用纸龙头，新型烟草市场广阔 .....	16
3.3. 商务交流及防伪用纸：市场广阔，市占率领先 .....	18
3.4. 家居装饰用纸：绑定龙头家居公司，头部效应显现 .....	19
3.5. 其他：多元化业务基本覆盖特种纸全赛道 .....	21
4. 财务分析 .....	22
5. 盈利预测与估值 .....	25
5.1. 核心假设与盈利预测 .....	25
5.2. 投资评级 .....	26
风险提示 .....	27

## 图表目录

图表 1: 财务数据一览 .....	6
图表 2: 产品结构 .....	7
图表 3: 营收拆分 .....	8
图表 4: 可比公司产品结构对比 .....	8
图表 5: 公司发展历程 .....	9
图表 6: 股权结构 .....	10
图表 7: 管理团队 .....	10
图表 8: 主要控股参股子公司介绍 .....	10
图表 9: 人均创收&人均创利 .....	11
图表 10: 最新提价函 .....	12
图表 11: 木浆价格变动 .....	12
图表 12: 2019 年成本结构 .....	12
图表 13: 敏感性测算 .....	12
图表 14: 多元业务结构有效平滑毛利率 .....	12
图表 15: 仙鹤毛利率波动低于同行 .....	12
图表 16: 仙鹤股份产能投放情况 .....	13
图表 17: 特种纸产量及纸板产量 .....	13
图表 18: 特种纸竞争格局 .....	13
图表 19: 2020 年龙头公司在建工程&固定资产梳理 .....	14
图表 20: 同业公司在建工程 .....	14
图表 21: 食品厚包装下游应用 .....	14
图表 22: 中国食品包装消费量 .....	14
图表 23: 液体食品包装消费量 .....	15

图表 24: 软饮料产量.....	15
图表 25: 禁塑令梳理.....	15
图表 26: 外卖订单数量.....	15
图表 27: 医疗包装市场规模.....	15
图表 28: 主要医疗包装用纸消费量.....	15
图表 29: 国内液态奶市场无菌包装竞争格局.....	16
图表 30: 仙鹤股份食品与医疗营收及占比.....	16
图表 31: 传统烟草中的烟草行业用纸.....	16
图表 32: HNB 中的烟草行业用纸.....	16
图表 33: 全球卷烟销量.....	17
图表 34: 国内卷烟销量.....	17
图表 35: 各中烟 HNB 产品研发和上市情况.....	17
图表 36: 加热不燃烧 (HNB) 市场规模.....	17
图表 37: 国内 HNB 烟弹耗材市场规模测算.....	17
图表 38: 中烟政策推进情况梳理.....	18
图表 39: 无碳纸产量及增速.....	18
图表 40: 热敏纸产量及增速.....	18
图表 41: 民航&铁路客运量.....	19
图表 42: 热敏纸市场规模.....	19
图表 43: 2018 年热敏纸竞争格局.....	19
图表 44: 仙鹤商务交流与防伪用纸营收.....	19
图表 45: 国内家居装饰原纸销售量.....	20
图表 46: 住宅竣工面积.....	20
图表 47: 精装房开盘规模.....	20
图表 48: 夏王营收与利润 (万元).....	20
图表 49: 两款物流标签比较.....	21
图表 50: 国内格拉辛纸产量.....	21
图表 51: 国内快递行业规模增速.....	21
图表 52: 标签离型用纸营收及增速 (亿元).....	22
图表 53: 2018 年格拉辛纸竞争格局.....	22
图表 54: 财务数据一览.....	22
图表 55: ROE 与 ROIC 同行比较.....	23
图表 56: 同行期间费用对比.....	24
图表 57: 营运能力状况一览.....	25
图表 58: 收入及毛利率预测.....	26
图表 59: 估值.....	27

## 1. 特种纸绝对龙头，实控人实力雄厚

### 1.1. 特种纸龙头、产品矩阵丰富

**纸基功能材料龙头，产品矩阵丰富。**仙鹤股份成立于1997年，深耕特种纸行业20余年，业内产品矩阵丰富，核心产品包括日用消费材料、烟草包装材料、食品与医疗包装材料等7大系列，市占率业内领先。受益于公司产能稳定扩张，2016-2020年公司营收从21.96亿元增长至48.43亿元(CAGR为21.86%)，2021Q1实现营收15.26亿元(同比+68.89%)；归母净利润2016-2020年从2.12亿元增长至7.17亿元(CAGR为35.61%)，2021Q1实现净利润2.80亿元(同比+167.49%)。2018年利润下滑，主要系原材料价格上涨导致成本上升，汇兑损失和利息支出导致公司财务费用增加。细分产品来看，

**(1) 商务交流及防伪用纸：**2015-19年营收从4.17亿元增长至12.89亿元(CAGR为32.60%)。

**(2) 烟草行业用纸：**2015-19年营收从5.41亿元增长至7.04亿元(CAGR为6.81%)，占比由24.46%下滑至15.42%。

**(3) 家居装饰用纸：**主要由合营企业夏王生产，2015-19年仙鹤本体该业务营收由1.04亿元增长至1.88亿元(CAGR为15.95%)，夏王该业务营收由16.87亿元增长至27.84亿元(CAGR为13.34%)。

**(4) 食品与医疗用纸：**受益限塑令+下游需求高景气，2015-19年营收从1.40亿元增长至5.13亿元(CAGR为38.37%)，占比从2019年的11.24%提高到17.56%，预计成为公司未来主要深耕领域。

**(5) 标签离型用纸：**伴随快递业务持续高增、电子面单渗透率提升，2015-19年营收从2.31亿元增长至5.81亿元(CAGR为25.93%)。

**(6) 热转印用纸：**得益于环保及个性化需求，数码喷绘类热转印纸需求增长迅速，2015-19年营收从0.59亿元增长至5.21亿元(CAGR为72.38%)，根据2020年年报显示，市占率超过20%。

**(7) 电气及工业用纸：**随着科技产品普及，应用场景快速拓展，2015-19年营收从1.42亿元提至3.12亿元(CAGR为21.72%)。

**(8) 低定量出版印刷用纸：**15-19年营收由2.06亿元提升至2.76亿元(CAGR为7.59%)，根据2020年年报显示，国内市占率超90%，仙鹤为字典纸国家标准主要制定者。

**20年食品与医疗用纸、电气及工业用纸收入高增。**2020年公司将产品重新划分为7大系列；具体来看，2020年由于疫情及禁塑令带来增量需求，公司积极调整产能结构，大幅增加食品与医疗用纸，2020年营收8.50亿元(同比增长38.97%)；随着5G应用持续发展，电气及工业用纸被广泛应用于消费类电子、空调、特殊照明等消费领域，2020年营收为3.85亿元(同比增加23.28%)；此外，商务交流及出版印刷材料用纸营收7.80亿元(同比增长9.90%)、烟草行业配套用纸营收7.26亿元(同比增加3.12%)、日用消费用纸(包括热转印用纸、标签离型用纸、热敏纸等)营收17.64亿元(同比减少5.09%，主要系热敏纸减少)及其他用纸营收1.59亿元(同比减少21.78%)。

图表 1: 财务数据一览

单位: 百万元	2016	2017	2018	2019	2020
<b>营业收入</b>	<b>2,195.91</b>	<b>3,047.08</b>	<b>4,097.77</b>	<b>4,567.04</b>	<b>4,843.10</b>
YOY	15.02%	38.76%	34.48%	1145.00%	60.40%
<b>归母净利润</b>	<b>212.30</b>	<b>398.82</b>	<b>292.41</b>	<b>439.93</b>	<b>717.16</b>
YOY	53.90%	87.85%	-26.68%	50.45%	63.02%
<b>扣非归母净利润</b>	<b>190.73</b>	<b>361.92</b>	<b>267.41</b>	<b>418.86</b>	<b>645.74</b>
YOY	48.22%	89.75%	-26.11%	56.64%	54.17%
毛利率	19.27%	19.19%	17.23%	18.70%	20.47%
期间费用率	13.83%	10.64%	10.53%	9.25%	7.43%
归母净利率	9.68%	13.22%	7.21%	9.72%	14.81%
<b>存货</b>	<b>421.88</b>	<b>659.13</b>	<b>966.72</b>	<b>1,008.47</b>	<b>1,337.21</b>
较上年同期增减	-14.47%	56.24%	46.67%	4.32%	32.60%
<b>存货周转天数</b>	<b>92.92</b>	<b>79.02</b>	<b>86.29</b>	<b>95.75</b>	<b>109.62</b>
较上年同期增减	-20.83%	-14.96%	9.19%	10.97%	14.48%
<b>应收账款及票据</b>	<b>643.46</b>	<b>951.69</b>	<b>1,122.80</b>	<b>845.24</b>	<b>1,001.05</b>
较上年同期增减	13.97%	47.90%	17.98%	-24.72%	18.43%
<b>收款周转天数</b>	<b>74.13</b>	<b>58.32</b>	<b>57.20</b>	<b>63.57</b>	<b>68.29</b>
较上年同期增减	-6.30%	-21.32%	-1.92%	11.13%	7.42%
<b>应付账款及应付票据</b>	<b>467.04</b>	<b>645.47</b>	<b>524.26</b>	<b>946.16</b>	<b>1,150.34</b>
较上年同期增减	76.00%	38.20%	-18.78%	80.48%	21.58%
<b>应付账款周转天数</b>	<b>49.61</b>	<b>60.83</b>	<b>49.96</b>	<b>44.33</b>	<b>45.09</b>
较上年同期增减	6.08%	22.62%	-17.86%	-11.28%	1.71%
<b>预收账款(合同负债)</b>	<b>46.65</b>	<b>89.77</b>	<b>105.97</b>	<b>63.89</b>	<b>0.00</b>
较上年同期增减	55.63%	92.46%	18.05%	-39.71%	-100.00%
<b>经营性现金流净额</b>	<b>49.61</b>	<b>-289.55</b>	<b>-320.65</b>	<b>455.64</b>	<b>301.93</b>
较上年同期增减	-611.93%	-683.69%	10.74%	-242.10%	-33.74%
<b>筹资性现金流净额</b>	<b>-65.79</b>	<b>278.65</b>	<b>331.97</b>	<b>939.53</b>	<b>-476.40</b>
较上年同期增减	-122.75%	-523.52%	19.14%	183.01%	-150.71%
<b>资本开支</b>	<b>122.26</b>	<b>248.70</b>	<b>57.73</b>	<b>380.74</b>	<b>561.90</b>
较上年同期增减	28.26	126.44	-190.97	323.01	181.16
<b>ROE</b>	<b>10.90%</b>	<b>17.00%</b>	<b>9.04%</b>	<b>11.48%</b>	<b>13.40%</b>
YOY (±)	0.94%	6.10%	-7.96%	2.44%	1.92%
<b>资产负债率</b>	<b>46.69%</b>	<b>51.64%</b>	<b>41.51%</b>	<b>47.89%</b>	<b>32.46%</b>
YOY (±)	-11.63%	4.95%	-10.13%	6.38%	-15.43%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表2: 产品结构

产品品类	产品简介	示意图
烟草行业用纸	包括:烟用接装纸原纸、滤嘴棒成型纸、烟用内衬原纸等,其中:烟用接装纸原纸包括单面光型、自透型和高光泽型具有印刷清晰、卷接效果好等特点;滤嘴棒成型纸包括普通成型纸和高透成型纸,具有强度高、透气度稳定等特点;烟用内衬纸包括铝箔复合衬纸、铝转移衬纸和真空镀铝原纸,具有遮光性、保香性和气密性好等特点。	
家居装饰用纸	包括:装饰原纸、壁纸原纸、家具保护纸、强化纸等,主要用于人造板基材的贴面及建筑内墙的装饰。主要由中德合资公司夏王纸业生产,仙鹤产品在耐晒,耐磨和印刷性能方面具有极高的表现性能,现已成长为国内高端市场的第一品牌	
商务交流及防伪用纸	商务交流及防伪用纸包括:热敏原纸、无碳复写纸、彩色双胶纸、水印防伪纸等,用于超市 POS机,银行等消费票据	
薄型印刷用纸	低定量印刷用纸主要用于字典、词典、圣经等工具书的印刷,为商务印书馆及多家国际知名圣经出版社指定用纸,对产品印刷适应性要求高,近年呈低定量发展趋势。《字典纸》的国家标准由我公司主导起草,目前仙鹤提供了全球市场大约30%的圣经纸。	
标签离型用纸	标签离型用纸包括:格拉辛纸、离型纸、真空镀铝原纸、湿强标签纸等。随着物流行业和互联网行业的快速发展,国内标签离型用纸行业也一直保持着高速增长。	
热转印用纸	转印原纸包括:转移印花原纸、热转印原纸、数码喷绘热升华转印原纸,分别对纺织品、铝合金建材等材料的转印。公司开发的快干型数码喷绘热转印原纸大大缩短了产品从印刷到转印过程所需的时间,随着年轻一代对服饰、家具、生活用品等个性化需求的提升,各种转印技术也不断被开发,促使市场转印原纸消费量的快速增长	
食品包装用纸	食品包装用纸包括:普通包装原纸、防油原纸、液体包装原纸。食品包装用纸是我国造纸行业所关注的重点,在成本、安全、环保等方面纸包装优于塑料、金属、玻璃等其他材料的包装。是我们公司未来重点开发方向。	
医疗包装用纸	医疗包装用纸包括:透析纸、皱纹纸,具有防水、防油、耐高温、强度好等特点,医疗包装用纸与食品包装用纸一样,是造纸行业所关注的重点,有更环保、更安全成本等优势。	
电解电容器纸	电解电容器纸被应用于电容器内阴极与阳极箔之间,决定着电解电容器的使用性能,不仅需要具有苛刻的物理要求和极高的化学纯度,还要具有优良的电气性能,为技术密集型产品,代表中国特种纸行业最高抄造水平。	

资料来源:公司公告,国盛证券研究所

图表 3: 营收拆分

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
营业收入 (亿元)	19.09	21.96	30.47	40.98	45.67	48.43
YOY	9.41%	15.02%	38.76%	34.48%	11.45%	6.04%
日用消费用纸						17.64
YOY						-5.09%
毛利率						15.93%
商务交流及出版社印刷材料用纸						7.80
YOY						9.90%
毛利率						18.83%
商务交流及防伪用纸	4.17	5.95	9.00	10.33	12.89	
YOY	29.02%	42.62%	51.26%	14.82%	24.77%	
毛利率	8.60%	10.84%	18.83%	22.56%	17.28%	
烟草行业用纸	5.41	5.37	6.03	7.24	7.04	7.26
YOY	7.67%	-0.76%	12.30%	20.04%	-2.73%	3.12%
毛利率	28.49%	29.31%	25.00%	18.09%	25.58%	32.38%
标签离型用纸	2.31	2.01	2.36	6.57	5.81	
YOY	13.82%	-13.00%	17.74%	178.40%	-11.68%	
毛利率	20.30%	21.12%	18.96%	13.17%	24.06%	
热转印用纸	0.59	1.08	2.83	3.92	5.21	
YOY	90.43%	83.15%	161.58%	38.69%	32.89%	
毛利率	13.60%	10.72%	11.16%	14.73%	9.51%	
食品与医疗包装用纸	1.40	1.73	2.59	3.34	5.13	8.50
YOY		23.70%	49.33%	29.33%	53.46%	38.97%
毛利率	25.33%	24.50%	21.37%	12.91%	19.78%	24.10%
电气及工业用纸	1.42	1.87	2.25	3.07	3.12	3.85
YOY	24.21%	31.69%	20.44%	36.29%	1.65%	23.28%
毛利率	24.68%	20.95%	23.91%	17.71%	23.83%	25.59%
低定量出版印刷用纸	2.06	2.31	2.12	2.78	2.76	
YOY	0.68%	12.15%	-8.25%	31.31%	-0.69%	
毛利率	25.91%	23.65%	20.87%	17.89%	24.33%	
家庭装饰用纸	1.04	0.89	1.58	1.63	1.88	
YOY	-44.66%	-14.45%	76.89%	3.31%	-0.69%	
毛利率	12.38%	14.17%	9.09%	7.61%	4.44%	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 可比公司产品结构对比

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: 各特种纸行业公司公告, 国盛证券研究所

### 复盘公司发展历程, 可分为以下三个阶段:

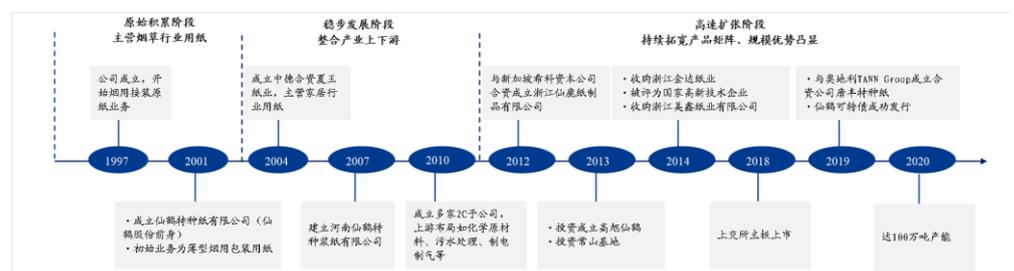
**(1) 1997-2005 年: 烟草行业用纸起家, 拓宽细分领域赛道。**公司成立于 1997 年, 以烟用接装原纸起家; 2001 年王氏家族于衢州成立仙鹤特种纸有限公司 (仙鹤股份前身); 2004 年与德国夏特合资成立浙江夏王纸业, 引进国外先进设备和技术, 主营家居

装饰用纸，利用国产替代机会快速积累专业技术，迅速拓宽了圣经纸，工业用纸等其它类产品；至2005年已初具规模，在衢州东港征地770亩，打造亚洲领先的特种纸生产基地。

**(2) 2006-2011年：上下游整合产业链，多品类矩阵初步建立。**2007年公司于河南内乡建立河南仙鹤特种浆纸有限公司，建设5万吨浆+10万吨纸，成为中原地区最大的现代化特种浆纸企业。2010-2011年公司密集成立子公司，整合如化学原材料、污水处理、制电制汽等上游产业链。截至2011年，布局产品涵盖商务交流及防伪用纸、烟草行业用纸、家居装饰用纸等，多产品矩阵初步建立。

**(3) 2012年至今：九大产品矩阵形成，产能稳健扩张。**2011年开始公司逐步发展食品医疗包装材料，热转印材料和标签离型材料等业务，形成7大系列产品矩阵，成为业内产品矩阵最丰富和市占率最高的特种纸公司；2020年公司切入新型烟草赛道，预计成为未来业绩增长点。期内公司产能持续扩张，2019年启动常山22万吨项目，截止2020年形成100万吨特种纸产能，产能稳健扩张。

图表5：公司发展历程



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

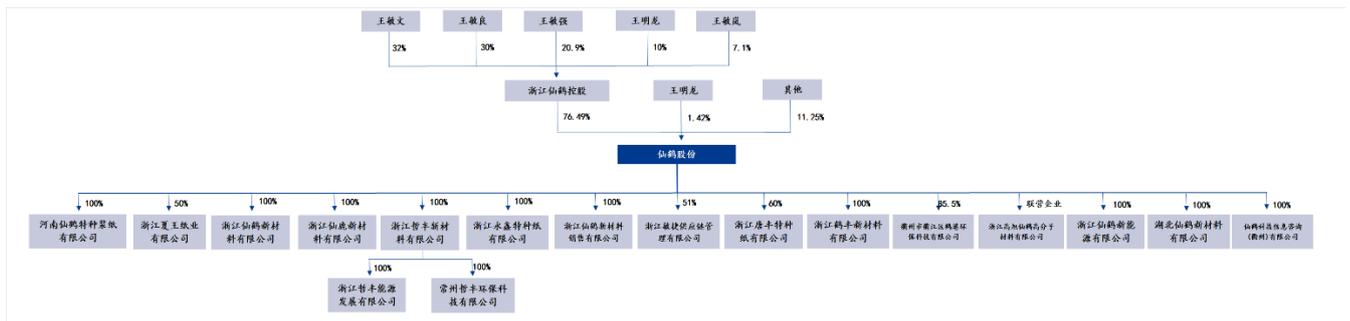
## 1.2. 股权结构集中，实控人王氏家族实力强劲

**股权结构集中，实际控制人为王氏家族。**公司实际控制人为王氏家族，其中王敏文、王敏良、王敏强、王明龙、王敏岚分别实际控股 24.48%、22.95%、15.99%、9.07%、5.43%，王氏家族合计控股 77.91%，股权集中。其中王敏良为董事长，王敏强为副董事长，王明龙担任董事、王敏岚担任董事和常务副总经理。

**王氏家族从业经验丰富，实力雄厚；倡导“以人为本”，发展稳定。**王氏家族深耕造纸行业多年，董事长王敏良1985年开始扎根造纸厂学习，从业经验丰富；此外，王氏家族产业版图广阔、资金实力雄厚，实控人之一王敏文曾任申能股份董秘、东方证券副董事长、上海电气高管。公司强调“以人为本”，员工生活区中幼儿园、超市、茶吧、书吧、健身室、灯光球场等配套设施一应俱全，此外公司内部培养机制完善，高管和核心人员稳定。

**产业链一体化和多元化布局，保障业务稳定发展。**公司目前共有17家子公司，业务涵盖各类特种纸/浆制造、能源、化工和污水处理等，分工明确，合力推进公司产业链一体化，保障业务稳定发展。此外，公司在广西和湖北进行投资，继续布局化机浆和化学浆，预计伴随产能逐步落地，纸浆一体化趋势明确。

图表 6: 股权结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 7: 管理团队

公司高管	主要工作经历
王敏良	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。现任仙鹤股份有限公司董事长兼总经理
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
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
王敏岚	历任广州市中外合资穗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
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
简德三	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
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

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 8: 主要控股参股子公司介绍

序号	被参控公司	参控关系	主营业务
1	广西仙鹤新材料有限公司	子公司	纸浆及纸制品制造销售
2	浙江夏王纸业	合营企业	装饰原纸生产销售
3	广西仙鹤能源发展有限公司	子公司	电力开发
4	浙江哲丰新材料有限公司	子公司	特种纸生产销售
5	广西仙鹤林业有限公司	子公司	林业开发
6	广西仙鹤物流发展有限公司	子公司	物流及仓储服务
7	河南仙鹤特种浆纸有限公司	子公司	特种纸生产销售
8	浙江仙鹤新能源有限公司	子公司	分布式光伏发电
9	仙鹤科技信息咨询(衢州)有限公司	子公司	信息咨询及服务
10	浙江唐丰特种纸有限公司	子公司	特种纸生产销售
11	浙江仙鹤新材料销售有限公司	子公司	特种纸销售
12	浙江鹤丰新材料有限公司	子公司	特种纸生产销售
13	浙江哲丰能源发展有限公司	子公司	燃煤发电技术开发
14	常山哲丰环保科技有限公司	子公司	环保技术研发、环保设施运营管理
15	浙江永鑫特种纸有限公司	子公司	特种纸生产销售
16	浙江仙鹿新材料有限公司	子公司	纸制品生产销售
17	浙江敏捷供应链管理有限公司	子公司	运输服务
18	衢州市衢江区鹤港环保科技有限公司	子公司	环保技术研发、环保设施运营管理

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

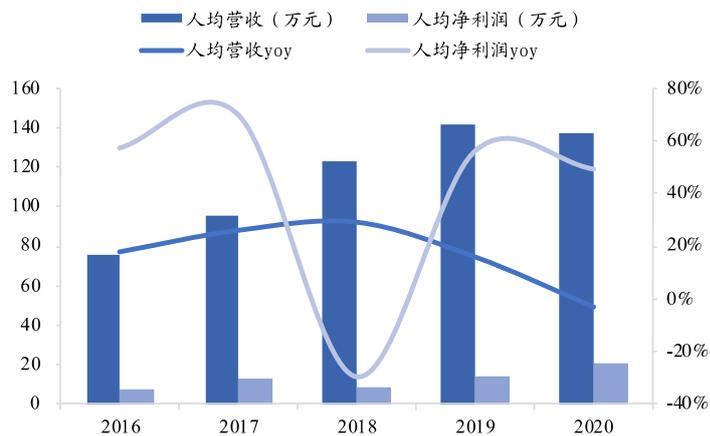
## 2. 内生实力优异，成长路径清晰

### 2.1. 强制造+强销售，人效明显提升

产线灵活转产、优质客户绑定保障高产销率。特种纸具有产能小、品类多特点，因此单赛道规模较小，仙鹤作为业内龙头通过自研产线，掌握灵活转产能力（单产线可快速切换多种产品、短时间内完成切换），迅速响应下游需求变化。此外，行业多采用以销定产模式，仙鹤销售部门按照不同产品系列设有七个分部，根据不同客户分配指定销售人员直营，满足客户个性化需求，下游客户数量超 2000 个，目前与当纳利、安姆科、利乐、艾莉等全球龙头保持长期合作关系。对应 16-20 年公司产能利用率、产销率均维持 93% 以上。

数字化赋能&技改带动人效提升。仙鹤深耕行业多年，注重产业研发，具备纸机自主改造、流程自主设计能力；目前，公司共有 19 项发明专利，49 项实用新型专利。公司 19 年起加速推动数字化赋能，正式上线集团化 ERP 系统、基于 MES 系统的智能制造生产管理系统等，打造“数字化仙鹤”工业 4.0；同时公司近年推进技改，如进行生产线真空系统改造，提升设备自动化水平。基于此，2016-20 年公司人均创收由 75.67 万增长到 137.71 万（CAGR 为 16.15%），人均创利由 7.32 万增长到 20.39 万（CAGR 为 29.21%）。

图表 9：人均创收&人均创利



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 2.2. 多重措施弱化周期

公司采取多重措施逐步弱化周期。公司成本结构中原材料占比约 66%，其中木浆占比约 45%，为平滑上游周期波动，公司采取以下措施，

(1) 自建浆线：公司于河南仙鹤建设 10 万吨自主浆产能，提升整体木浆自给率。

(2) 原材料备货：优化采购，备货期灵活适应市场价格变动，有效平滑浆价上涨风险。

(3) 统一采购：公司与夏王统一采购规模采购优势下形成议价优势。

(4) 下游提价：考虑原材料提涨，公司 21 年 1 月提价 500 元/吨，2 月提价 500 元/吨，3 月提价 1000-2000 元/吨，4 月、5 月如喷绘热转印用纸等需求旺盛纸种上调幅度更可观。根据我们测算，若纸价平均提涨落地达 1500 元/吨，即可完全覆盖原材料涨价。

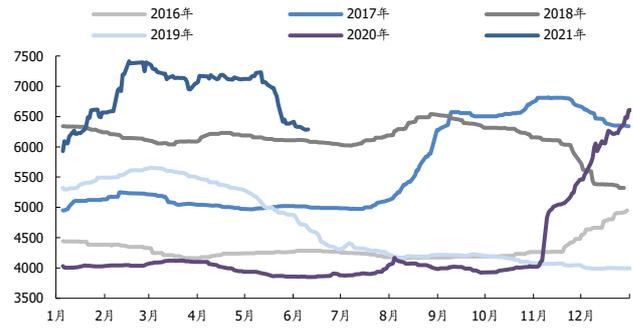
(5) 多元化业务结构保障盈利稳定：特种纸用途针对性强，行业呈品种多、产量小特点，下游需求周期分化，多元业务有效平滑下游波动。公司业务涵盖 7 大系列、60 余种产品，包括食品、医疗、纺服、物流、烟草、家具等众多下游细分行业；细分纸种毛利率波动较大，而 2016-20 年仙鹤股份整体毛利率稳定于 17%-20%，波动明显低于同行。

图表 10: 最新提价函

时间	提价函
2021/1/1	全线上调500元/吨
2021/1/22	河南仙鹤成品小卷纸上调3%，热敏纸上调0.02元/平方米，电脑打印纸上调1元/盒，文化纸上调300-500元/吨。
2021/2/1	全线上调500元/吨
2021/3/1	全线上调1000-2000元/吨，后续视原材料价格上涨幅度继续提价
2021/3/20	喷绘热转印原纸上调1500元/吨
2021/5/1	喷绘热转印原纸上调2000元/吨

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

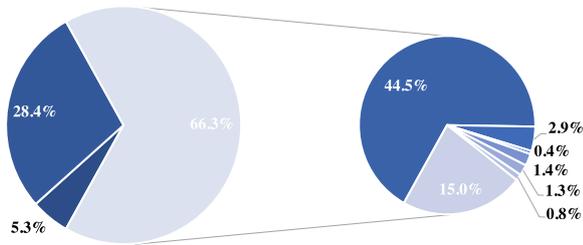
图表 11: 木浆价格变动



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 12: 2019 年成本结构

人工成本 制造费用 木浆 原木 钛白粉 淀粉 轻钙 胶乳 其他



资料来源: 可转债跟踪评级报告, 国盛证券研究所

图表 13: 敏感性测算

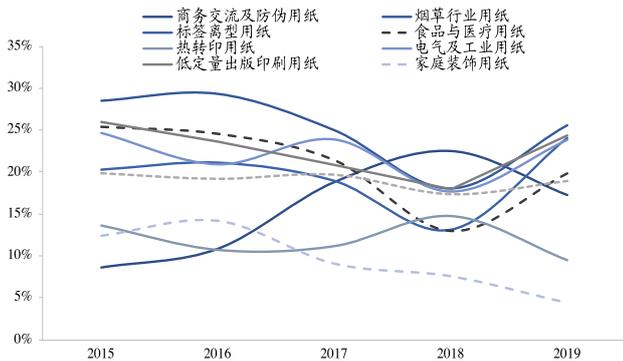
吨毛利 (元/吨)	浆价上涨						
	0	500	1000	1500	2000	2500	3000
0	0	(376)	(751)	(1127)	(1503)	(1878)	(2254)
500	500	124	(251)	(627)	(1003)	(1378)	(1754)
1000	1000	624	249	(127)	(503)	(878)	(1254)
1500	1500	1124	749	373	(3)	(378)	(754)
2000	2000	1624	1249	873	497	122	(254)
2500	2500	2124	1749	1373	997	622	246
3000	3000	2624	2249	1873	1497	1122	746

备注1: 吨毛利变化=纸价变化-浆价变化-纸价变化-单吨用量+浆价变化\*(1-木浆自给率)

备注2: 单吨用量=(木浆采购量+自给量)/特种纸销量\*0.83; 木浆自给率=自给量/(木浆采购量+自给量)

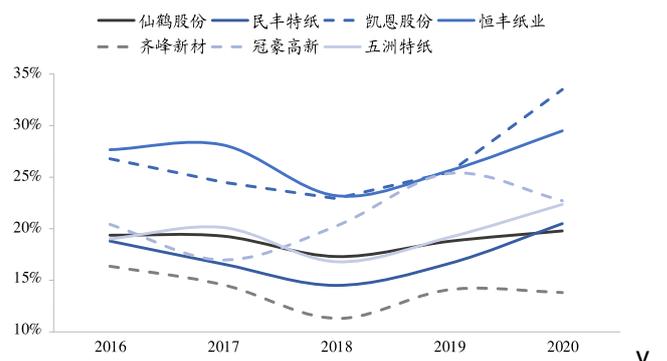
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 多元业务结构有效平滑毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 15: 仙鹤毛利率波动低于同行



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 2.3. 产能持续扩张, 成长路径清晰

**产能持续扩张, 成长路径清晰。**公司目前共有衢州衢江、衢州常山、河南内乡三大生产基地, 截止 19 年底分别有 25.8/ 14.7/ 14.1 万吨产能。公司 20 年起加速投产, 截至 2020 年底生产能力约为 100 万吨, 伴随广西来宾年产 150 万吨纸浆和年产 100 万吨高性能纸基新材料纸项目落地, 以及湖北石首 90 万吨浆类纤维材料、140 万吨纸基功能材料, 20 万吨涂布纸深加工材料投产, 仙鹤成长路径清晰。

图表 16: 仙鹤股份产能投放情况

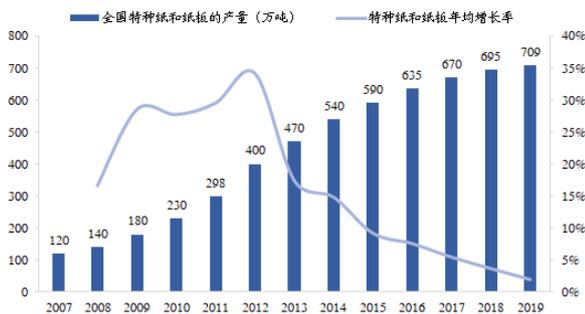
生产基地	主要产品	产能规模/万吨
衢州	圣经纸、热转移原纸、棉纸、离型纸、电解电容器纸、水松原纸、装饰原纸	25.83
常山	铝箔衬纸、格拉辛原纸、无纺布壁纸、彩胶纸	14.74
内乡	热敏原纸、字典纸、无碳原纸、双胶纸	14.1
新增产线	投产项目	投产时间
年产10万吨高档纸基材料技改项目		
仙鹤东港生产基地PM25年产3.5万吨高档食品包装原纸、数码喷绘热转印纸	PM25项目	2020年初
常山辉埠工业园区22万吨高档特种纸项目	PM6项目	2020.3月/8月
	PM5项目	2021.3月/4月
年产10万吨不干胶项目二期	PM7、PM8项目	2020.8月
常山30万吨食品纸项目		
8万吨装饰原纸生产线		
湖北石首250万吨林浆纸一体化项目	总投资规模100亿元投资项目 主体项目包含年产90万吨浆类纤维材料、140万吨纸基功能材料, 20万吨涂布纸	2023年底
广西来宾250万吨林浆纸一体化项目	总投资规模118亿元主体项目 包含年产150万吨纸浆纤维制备项目(其中化学纸浆100万吨, 化学机械浆50万吨), 年产100万吨高性能纸基新材料纸项目	2023年底

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3. 行业结构性增长, 集中度逐步提升

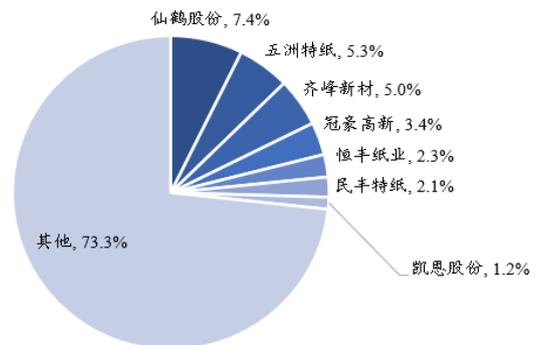
规模稳步提升, 内部结构性增长, 集中度提升逻辑顺畅。2009-19 年特种纸及纸板总生产量从 180 万吨增至 709 万吨(CAGR 为 14.69%); 占全国纸及纸板生产量比例从 1.7% 升至 6.0%。目前, 行业进入结构性增长阶段, 如标签离型用纸、商务交流用纸、食品医疗用纸等受益应用场景增加和下游行业发展, 增速较快; 而传统卷烟纸由于全球控烟力度加大, 增长出现停滞。从行业竞争格局来看, 我们测算 2019 年特种纸行业 CR4 约 20%、集中度较低; 头部企业如仙鹤股份、五洲特纸等资金实力、销售能力较强, 产品结构多元化, 产能规划进度明显快于同行(在建工程/固定资产远高于同行), 产业集中趋势明确。

图表 17: 特种纸产量及纸板产量



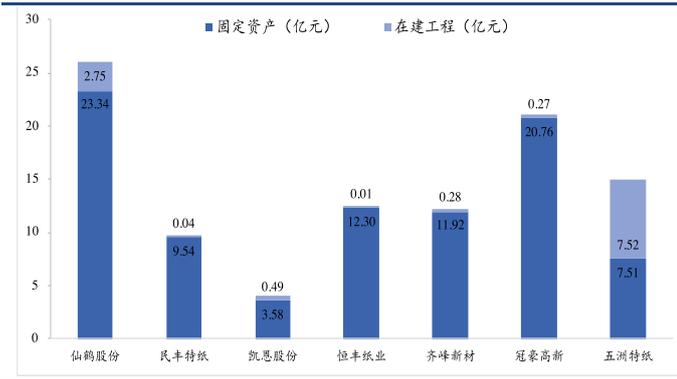
资料来源: 中国造纸年鉴, 国盛证券研究所

图表 18: 特种纸竞争格局



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

图表 19: 2020 年龙头公司在建工程&固定资产梳理



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 20: 同业公司在建工程

同业公司	2020 年在建产能项目名称
民丰特纸	嘉丰年产 2.35 万吨特种纸制品建设项目
凯恩股份	凯丰特纸技改项目 年产 4000 吨电子纤维材料技术改造项目
恒丰纸业	年产 2 万吨食品包装纸项目
齐峰新材	1.8 万吨/年非织造新材料项目
五洲特纸	江西五星特种纸项目: 30 万吨特种文化纸和 50 万吨食品包装纸, 其中的 30 万吨特种文化纸已于 2021 年 3 月末投产, 公司力争在 2021 年内完成 50 万吨食品包装纸产线建设, 届时公司的总产能预计将达到 135 万吨

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

### 3.1. 食品、医疗包装用纸: 禁塑令打开成长空间

**食品包装用纸: 应用广泛, 液体包装表现靓丽。**食品纸包主要包含液体包装纸(牛奶纸盒等)、非容器类食品包装纸(淋膜纸、烘焙纸等)、容器类食品包装纸(纸杯、纸碗等)三大类细分品种。随下游休闲食品、快餐服务、饮料及冷饮服务等规模高速增长, 食品纸包市场持续扩张, 2020 年中国食品包装消费量达 4030 亿件(2010-20 年 CAGR 约 2.73%); 其中, 液体包装纸消费量增速较快, 2020 年砖包、液体包装、屋顶盒消费量分别达 555.0、301.2、19.8 亿件, 2010-20 年 CAGR 分别为 1.5%、14.0%、6.5%。

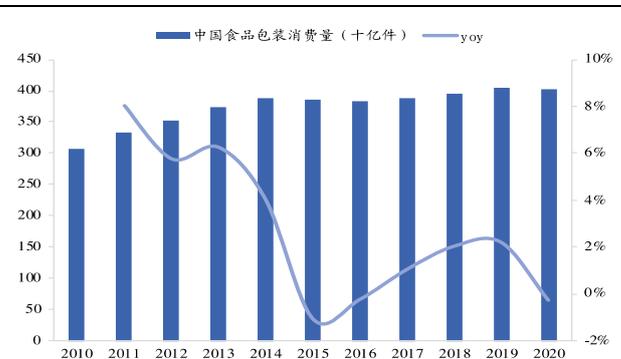
**禁塑令打开成长空间。**2020 年新版禁塑令对范围、替代产品、阶段目标等进行了全面规定, 催生纸制品替代需求。**1) 外卖餐盒:** 20 年中国市场外卖订单量达 171.2 亿单, 假定单个订单外卖餐盒数为 2、环保纸塑餐盒渗透率达 50%, 单个餐盒重量为 30g, 对应环保餐盒市场空间可超 50 万吨且持续增长。**2) 吸管:** 根据央视财经, 2019 年我国塑料吸管产量近 460 亿根, 而 2020 年我国纸吸管产量达 300 亿根, 预计塑料吸管将被逐步替代, 推动纸吸管产销量进一步增长。**3) 食品包装袋:** 据中国塑协塑料再生利用专业委员会统计, 我国每天使用塑料袋约 30 亿个, 新版禁塑令要求禁止使用商场、超市、药店、书店、餐饮打包外卖服务、展会活动等用于盛装及携提物品的不可降解塑料购物袋, 纸袋可替代空间巨大。

图表 21: 食品厚包装下游应用

类型	应用	举例
容器类	液体包装纸(砖包、屋顶盒、普通液体包装)、纸杯	
非容器类	防油纸、淋膜纸、烘焙纸、蒸笼纸	

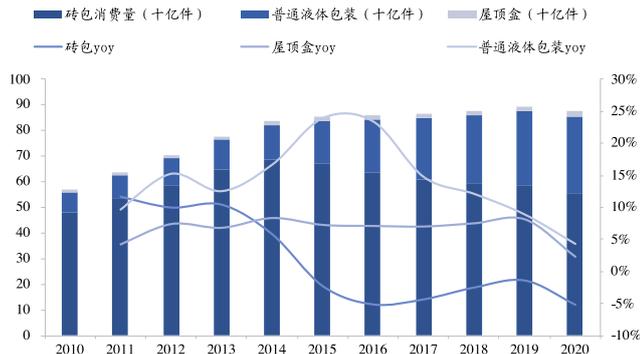
资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

图表 22: 中国食品包装消费量



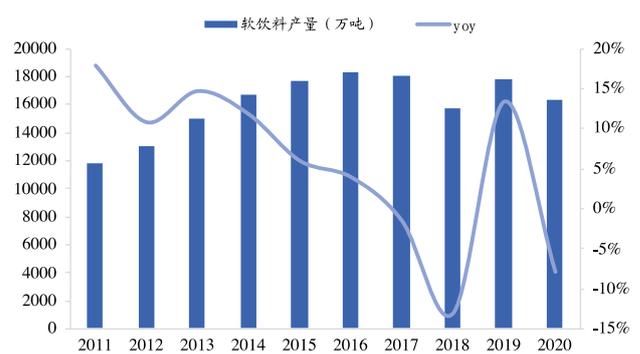
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 23: 液体食品包装消费量



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 24: 软饮料产量



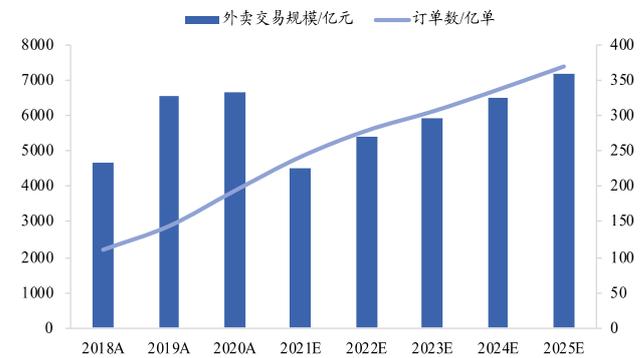
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 25: 禁塑令梳理

规定	描述
禁止生产、销售的塑料制品	禁止生产和销售厚度小于0.025毫米的超薄塑料购物袋、厚度小于0.01毫米的聚乙烯农用地膜。禁止以医疗废物为原料制造塑料制品。全面禁止废塑料进口。到2020年底,禁止生产和销售一次性发泡塑料餐具、一次性塑料棉签;禁止生产含珠的日化产品。 1.【不可降解塑料袋】到2020年底,直辖市、省会城市、计划单列市城市建成区的商场、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,集贸市场规范和限制使用不可降解塑料袋。到2022年底,实施范围扩大至全部地级及以上城市建成区和沿海地区县市建成区。到2025年底,上述地区的农贸市场,禁止使用不可降解塑料袋。 2.【一次性塑料餐具】到2020年底,全国范围餐饮行业禁止使用不可降解一次性塑料吸管;地级及以上城市建成区、景区景点的餐饮堂食服务,禁止使用不可降解一次性塑料餐具。到2022年底,实施范围扩大至县城建成区、景区景点餐饮堂食服务。到2025年底,地级及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%。 3.【宾馆、酒店一次性塑料用品】到2022年底,全国范围星级宾馆、酒店等场所不再主动提供一次性塑料用品;到2025年底,实施范围扩大至所有宾馆、酒店、民宿。 4.【快递塑料包装】到2022年底,北京、上海、江苏、浙江、福建、广东等省市的邮政快递网点,先行禁止使用不可降解的塑料包装袋、一次性塑料编织袋,降低不可降解的塑料包装袋使用量。到2025年底,扩大至全国范围实施。

资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

图表 26: 外卖订单数量

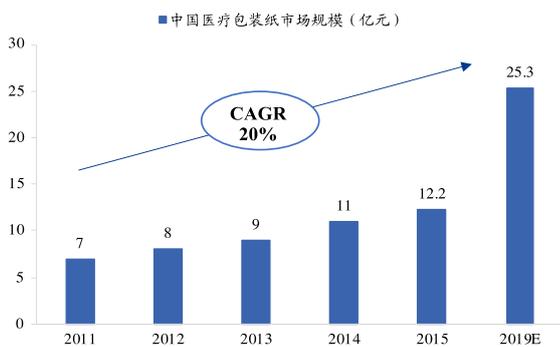


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**医疗包装用纸: 疫情&禁塑令促需求上升。**医疗包装主要涉及口罩、防护服、输液器、一次性针筒等医疗用品的包装袋;随人口老龄化、慢性病发病率提升和居民医疗健康意识增强,医疗器械及其包装需求持续增长。据造纸信息,2019年我国医疗包装用纸规模为25.3亿元,其中皱纹纸、透析纸消费量为11.4万吨。2020年新冠疫情推动大众健康卫生需求快速提高,此外国家食药总局规定2020年4月1日起输液器初包装应采用一面具有透气功能的包装材料(如透析纸),纸质包装将100%替代BOPP膜,医疗包装用纸市场空间进一步增大。此外,医疗包装行业集中度较高,仙鹤现有4条产线,我们预计市占率行业内领先。

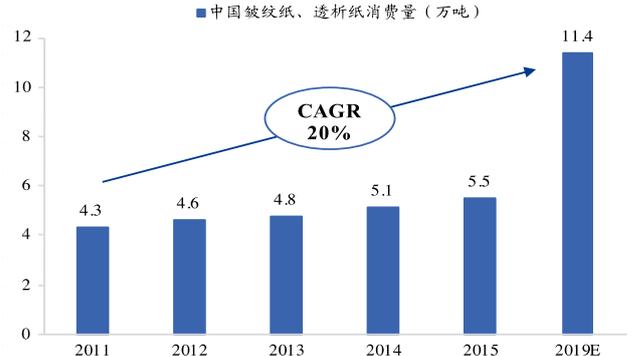
**食品医疗包装大有可为。**2020年疫情&禁塑令催化下食品医疗包装景气度提升,公司调整产品结构,2019-20年该板块营收占比由13.91%上升至18.23%,我们预计未来公司将进一步加大对食品医疗包装用纸投入。此外,仙鹤经过2年审核,成为国际包装巨头利乐的供应商(2019年利乐在国内液态奶市场无菌包装市场份额约61%),常山30万吨食品白卡产能落地后为利乐提供牛奶砖包,支撑业绩稳定增长。

图表 27: 医疗包装市场规模



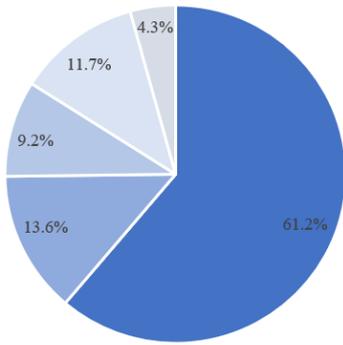
资料来源: 造纸信息, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 28: 主要医疗包装用纸消费量



资料来源: 造纸信息, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 29: 国内液态奶市场无菌包装竞争格局



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 30: 仙鹤股份食品与医疗营收及占比

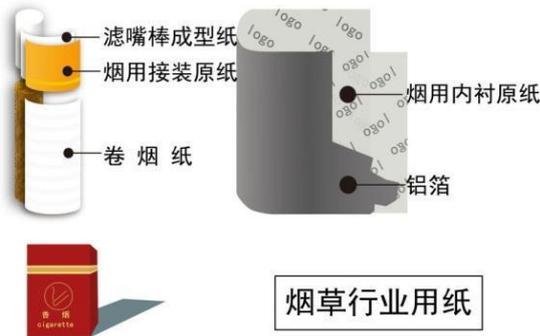


资料来源: 造纸信息, 国盛证券研究所

### 3.2. 烟草行业: 传统烟草用纸龙头, 新型烟草市场广阔

**传统烟草用纸领域龙头, 新型烟草市场广阔。**传统烟草方面, 仙鹤主要提供烟用接装纸原纸和烟用内衬原纸, 具有高光泽度、高透气度、高洁净度等优势, 成为国内唯一同时通过菲莫国际、英美烟草、日本烟草供应链审核的公司, 市占率约 45%。新型烟草方面, 仙鹤股份主要提供烟草薄片香料薄片, 香料薄片切成丝填充在烟丝中, 规避 IQOS 专利, 可以提高烟草材料利用率和降低有害成分。

图表 31: 传统烟草中的烟草行业用纸



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

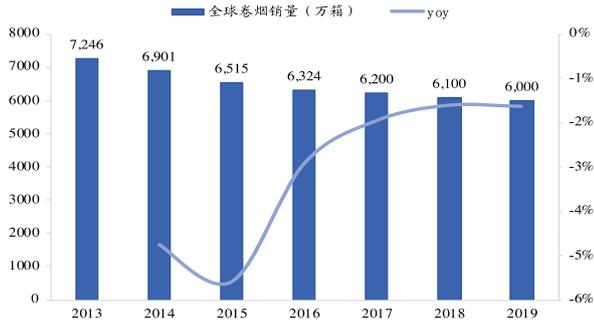
图表 32: HNB 中的烟草行业用纸



资料来源: IQOS 官网, 国盛证券研究所

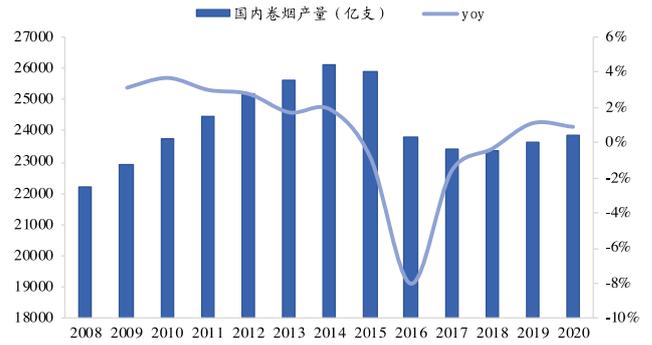
**海内外传统烟草承压。**从全球来看, 随着全球推进烟草控制政策, 烟草销量持续下降, 2013-19 年全球卷烟销量从 7246 万箱下降至 6000 万箱 (CAGR 为-1.87%)。2018 年 WHO 提出未来十年计划将全球吸烟率再降低 2.5%, 我们预计未来全球传统烟草销量仍持续承压。从国内来看, 2015 年 5 月起卷烟批发环节从价税率由 5% 提高到 11%, 并按 0.005 元/支征收从量税, 对应卷烟税负实际增长 56%, 此外伴随控烟政策逐步落地, 国内销量出现负增长。展望未来, 随着仙鹤切入国际烟草巨头如菲莫国际、英美烟草等的供应链体系, 打开海外业务成长空间, 预计稳健成长。

图表 33: 全球卷烟销量



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 34: 国内卷烟销量



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

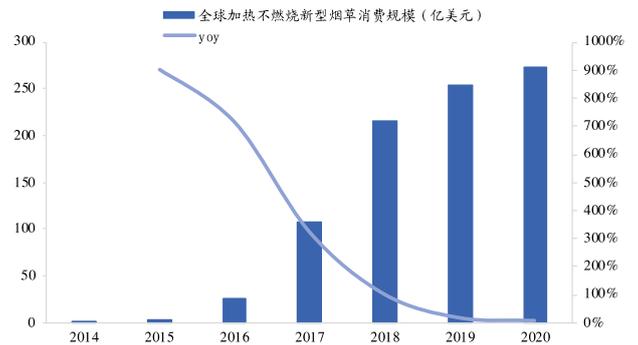
公司切入 HNB 市场, 未来可期。从全球来看, 2016 年在明星产品 IQOS 驱动下进入高速增长阶段, 2014-2020 年全球市场规模由 0.3 亿美元增至 273 亿美元, CAGR 达 209%; 根据蓝洞新消费预测, 2020-2025 年全球电子烟市场 CAGR 约 15%。从国内来看, HNB 技术已经成熟, 政策环境趋于明朗, 若监管放开有望快速放量。目前, 仙鹤股份积极寻求在 HNB 新型烟草缓释材料端的开发。从市场空间来看, 2019 年烟草产量 215 万吨, 假设远期产量约 200 万吨, 中期估计 HNB 渗透率 20%, 对应 HNB 烟草产量 40 万吨; 假设涂布烟草用纸: 烟草比例约 1: 9, 对应涂布烟草用纸使用量为 4 万吨, 吨售价约 10 万元, 对应市场空间约 40 亿元。

图表 35: 各中烟 HNB 产品研发和上市情况

中烟公司	品牌	上市时间	上市地点	合作研发单位
湖南中烟	Usonicig	2017.12	-	深圳湘元科技有限公司
河南中烟	ELIO	2019.4	-	御烟实业有限公司
安徽中烟	蕪 (Toop)	2018.1	-	自主研发
江苏中烟	优加	2019.11	韩国	-
广东中烟	MU+ ING	2018.7	老挝	华南理工大学等
湖北中烟	烟具MOK 烟弹COO	2018.1	韩国、菲律宾	自主研发
黑龙江中烟	烟弹LOPATO 烟具KOKEN	2019.4	-	国健华烟
云南中烟	MC	2018.4	韩国	自主研发
	Ashima Lu Lu	2018.11	-	自主研发
	Webacco	2019.5	-	自主研发
四川中烟	宽窄·功夫	2017.12	韩国	云南巴莎生物科技 有限公司
	宽窄·子弹头			
	宽窄二代	2018.11	-	-
	宽窄·成			
宽窄功夫2.0	2020.5	-	-	

资料来源: 各中烟公司官网, 国盛证券研究所

图表 36: 加热不燃烧 (HNB) 市场规模



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 37: 国内 HNB 烟弹耗材市场规模测算

单位: 亿元	短期渗透率	中期渗透率	长期渗透率
	10%渗透率	20%渗透率	50%渗透率
传统烟草产量 (万吨)	200	200	200
渗透率	10%	20%	50%
HNB烟弹产量 (万吨)	20	40	100
薄片			
涂布烟草用纸: 烟草比例		1/9	
涂布烟草用纸总需求 (万吨)		4	
单价 (万元/吨)		10	
涂布烟草用纸市场空间 (亿元)		40	

资料来源: 国盛证券研究所

图表 38: 中烟政策推进情况梳理

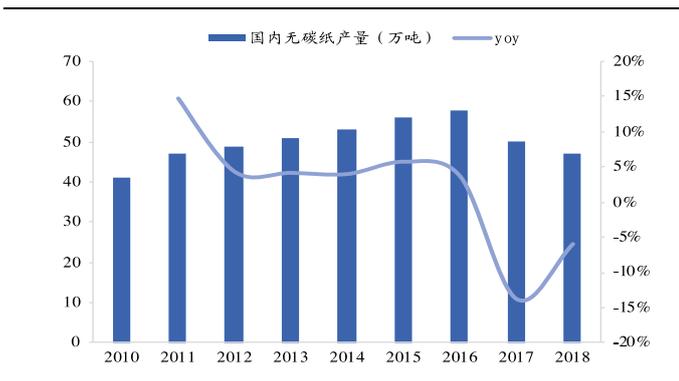
时间	事件/文件	发布机构	主要内容
2014/1/1	2014年全国烟草工作会议	国家烟草专卖局	国家烟草局局长指出“高度重视加热不燃烧卷烟电子烟、口含烟等新型烟草制品研发”
2015/12/1	《电子烟雾化液产品通用技术要求》	深圳市场监督管理局	规定深圳市电子烟雾化液产品生产的技术、卫生等要求
2017/5/1	《关于落实开展加热不燃烧卷烟监管工作的通知》	国家烟草专卖局	加热不燃烧烟草本身就是烟草制品,没有改变烟草的本质属性,按照《中华人民共和国烟草专卖法》等相关法律法规的要求,依法将该类产品纳入监管范围
2017/12/1	《电子烟雾化类器具产品通用规范》、《电子烟雾化液规范》	中国电子烟行业委员会	对雾化器的外观结构、电磁兼容、环境适应性、原辅材料都提出了严格的要求
2018/4/1	2018年全国烟草工作会议	国家烟草专卖局	扎实推动新型烟草制品依法监管、产品研发和政策措施的准备,密切关注烟草市场新动向,积极研发电子烟、口含烟、加热不燃烧烟草等新型产品。
2018/7/1	《国家烟草专卖局2018年全面深化改革工作要点》	国家烟草专卖局	加强研究新型烟草产品的分类管理措施,明确深化新型烟草创新改革,推进新型烟草制品定制化、产业化、品牌化发展,推进政策法规研究。
2018/8/1	《国家烟草专卖局关于加强免税出和境外生产卷烟监管的规定》	国家烟草专卖局	为进一步规范一般贸易免税出口卷烟和境外生产卷烟经营业务,防止违法违规卷烟回流。
2019/10/1	《关于进一步保护成年人免受电子烟侵害的公告》	国家烟草专卖局	再次收紧对电子烟监管,电子烟将走向专卖管理模式,即国家对雾化电子烟的生产、销售和进出口业务实行垄断经营、统一管理,且类似于卷烟的模式,在生产、批发环节不对中烟体系外发放烟草专卖许可证。
2020/7/1	《国家市场监督管理总局关于印发电子烟市场专项检查行动方案的通知》	国家烟草专卖局	落实《未成年人保护法》《广告法》《电子商务法》《反不正当竞争法》等法律法规要求,通过专项检查,以更加严格的监管措施、更加严厉的治理手段,全面清理互联网电子烟售卖,全面强化对互联网平台的监管,切实保护未成年人身心健康。
2021/3/22	《关于修改〈中华人民共和国烟草专卖法实施条例〉的决定(征求意见稿)》	国家烟草专卖局	在《中华人民共和国烟草专卖法实施条例》附则中增加一条:“电子烟等新型烟草制品参照本条例中关于卷烟的有关规定执行。”

资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

### 3.3. 商务交流及防伪用纸: 市场广阔, 市占率领先

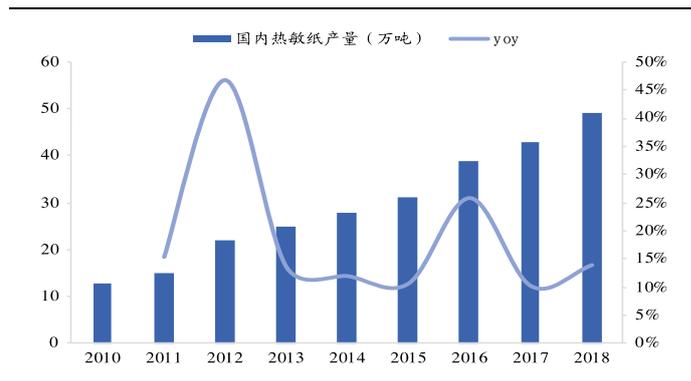
下游应用领域广泛, 市场空间广阔: 商务交流及防伪用纸细分种类有无碳纸、热敏纸、彩色双胶纸、水印防伪纸信纸等, 其中无碳纸和热敏纸产量最高; 近年来, 由于热敏纸打印速度更快、且无需油墨, 逐渐取代无碳纸。2018 年全行业无碳纸产量为 47 万吨, 13-18 年 CAGR 为 -1.62%; 热敏纸行业产量为 49 万吨, 13-18 年 CAGR 为 14.4%。从下游需求来看, 热敏纸多应用于消费单据, 如邮政、银行 POS 单、电影票、彩票、高铁票等, 与社零直接挂钩 (15-19 年 CAGR 为 5.43%)。根据中研普华研究院预计, 2025 年热敏纸市场规模增至 76 万吨, 19-25 年 CAGR 约 6.0%。

图表 39: 无碳纸产量及增速



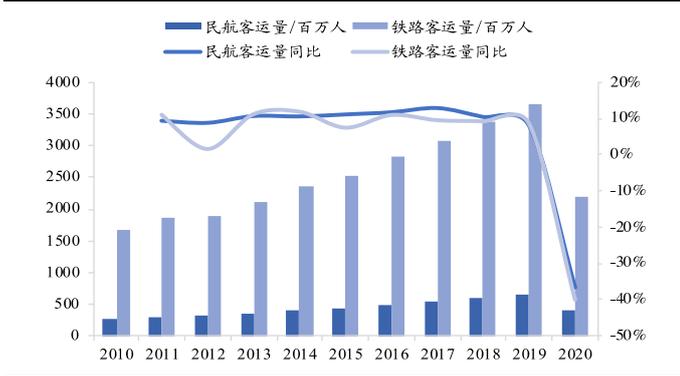
资料来源: 中华纸业网, 国盛证券研究所

图表 40: 热敏纸产量及增速



资料来源: 中华纸业网, 国盛证券研究所

图表 41: 民航&铁路客运量



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

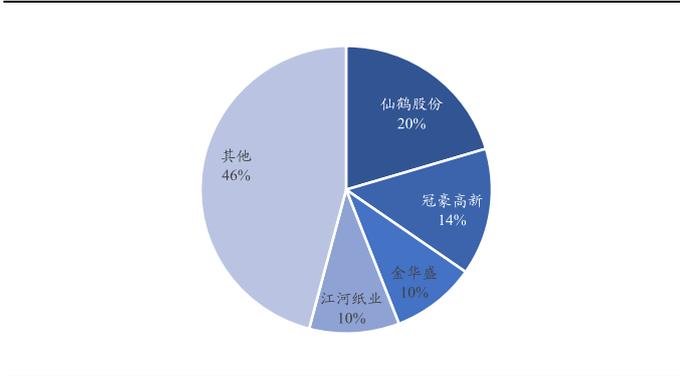
图表 42: 热敏纸市场规模



资料来源: 中研普华研究院, 国盛证券研究所

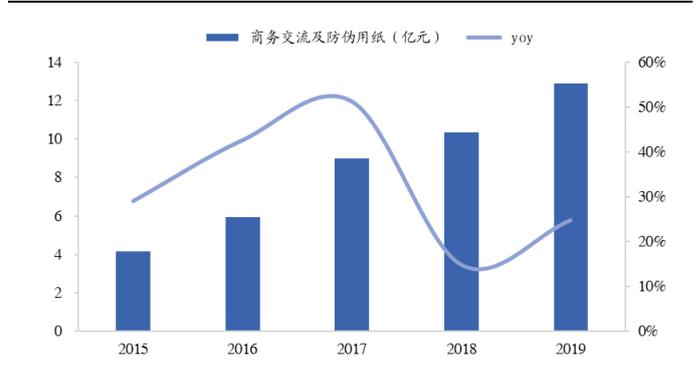
**市场竞争格局较优, 仙鹤市占率领先:** 根据招股说明书, 热敏纸和无碳纸 CR5 均超 50%, 市场竞争格局较优。其中, 根据 2020 年年报披露, 仙鹤在国内热敏纸市场的占有率近 25%, 直接面对终端客户销售, 具有良好的市场口碑, 15-19 年营收 CAGR 达 32.6%。根据我们的测算, 主要竞争对手冠豪高新 2020 年市占率约 15-20%, 其主要客户为福利彩票、增值税发票等相关企业, 15-19 年营收 CAGR 为 19.0%。

图表 43: 2018 年热敏纸竞争格局



资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

图表 44: 仙鹤商务交流与防伪用纸营收



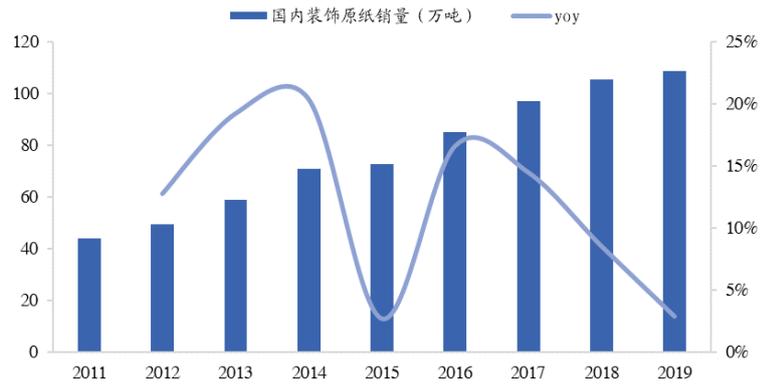
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.4. 家居装饰用纸: 绑定龙头家居公司, 头部效应显现

**装饰原纸市场稳定增长。** 家居装饰用纸是指用于人工板材、家具和室内建筑表面装饰的特种纸, 可细分为高克重双面光纸 (三聚氰胺浸渍原纸, 克重 > 70g) 与低克重单面光纸 (宝丽板纸, 克重 < 40g), 前者主要用于强化木地板、板式家具等领域, 后者主要用于复合门、普通家具等领域。根据中国林产工业协会装饰纸与饰面板专业委员会的统计, 2019 年中国装饰原纸市场总销售量为 108.5 万吨 (11-19 年 CAGR 为 12.0%)。从下游需求来看, 我们预计 2021 年住宅竣工面积增速有望超 10%, 支撑家具稳健成长, 对应 2021 年装饰原纸市场延续增长。

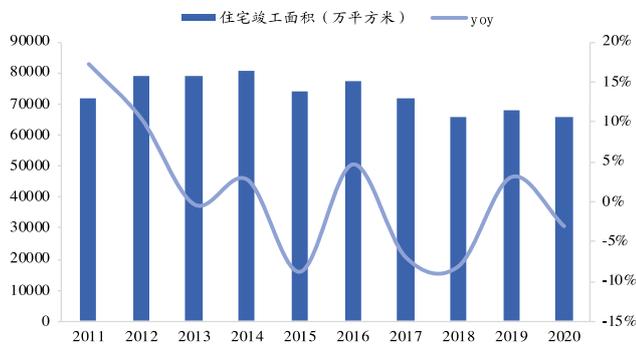
**竞争格局稳定, 仙鹤市场份额稳步提升。** 装饰原纸市场竞争格局较为稳 2019 年装饰原纸市场总量 108.5 万吨, 夏王和仙鹤市占率业内领先, 与齐峰新材稳居前两名。此外, 2020 年装饰原纸行业销量增长 2.6%, 而仙鹤与夏王随着销量增速快于行业, 市场份额进一步提高。

图表 45: 国内家居装饰原纸销售量



资料来源: 观研天下, 国盛证券研究所

图表 46: 住宅竣工面积



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

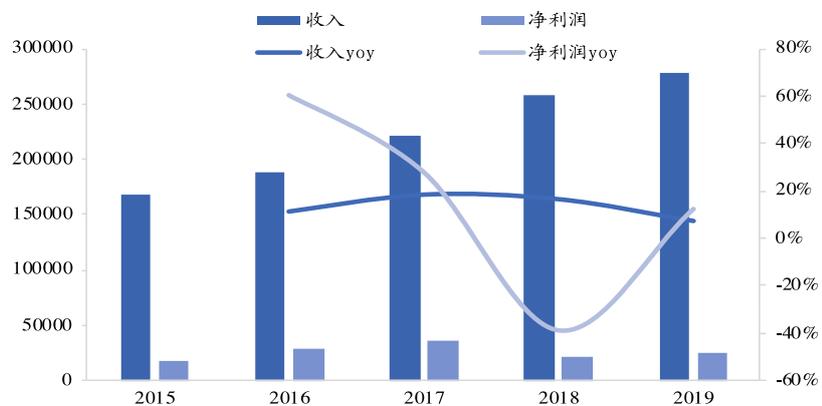
图表 47: 精装房开盘规模



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**仙鹤定位高端装饰原纸，绑定优质客户。**自 2004 年建立以来，夏王专注于研发生产中高端家具装饰原纸—双面光纸（仙鹤本体主要生产单面光纸），同时仙鹤通过与德国夏特合作建立品牌效应，长期绑定优质客户群，包括欧派、索菲亚、尚品、金牌等大型家居厂商。考虑家居品牌商竞争格局优化趋势明确，高端装饰原纸市场也将呈现头部效应。

图表 48: 夏王营收与利润 (万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.5. 其他：多元化业务基本覆盖特种纸全赛道

**快递行业增长+新型电子面单替代旧款标签，带动格拉辛纸快速增长。**标签离型纸作为不干胶标签的“底纸”，表面呈油性，起到离型作用，一般主要分为格拉辛纸和镀铝原纸，格拉辛纸表面光滑、上硅量低、透明度好，应用广泛；镀铝原纸印刷性好、耐水性好，多用于快消品标签。快递物流行业增长迅猛（2010-19年快递业务量CAGR为44.3%），此外2014年起以格拉辛纸为底纸的电子面单逐步替代四联无碳纸标签，格拉辛纸需求量相应提升。中国2018年格拉辛纸产量为30.2万吨（2013-18年CAGR达55.7%），仙鹤市占率超20%，未来仙鹤将积极扩大格拉辛离型纸的生产规模，以满足不断增长的市场需求。根据用途不同，标签离型用纸分为物流标签、医疗标签、日用品标签等。仙鹤物流标签由于产品极薄而获得青睐，根据公司公告，物流标签行业市占率约90%。

**多元化业务基本覆盖特种纸全部赛道：**仙鹤致力于提供高性能功能性纸基型新材料领域的整体解决方案，为客户提供研发、生产和技术方面的“一站式”服务。公司坚持特种纸多品种、规模化发展方向，2020年末公司及其子公司、合营公司拥有47条现代化造纸生产线、1条纸浆生产线、20多条涂布、超压生产线。除了食品与医疗、烟草、商务交流及防伪、家居装饰、标签离型等细分纸种外，仙鹤还覆盖热转印用纸、电气及工业用纸、低定量出版印刷纸等。

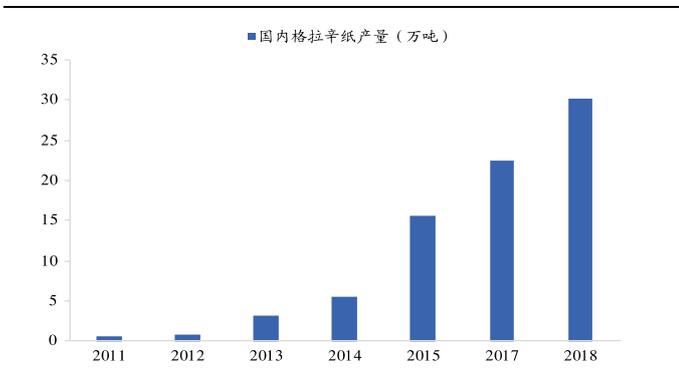
图表 49：两款物流标签比较



对比项	旧款无碳纸标签	新款离型纸标签
尺寸	23*12.5cm	18*10cm
联数	四层四联	单层三联
面纸	四联均为无碳纸	热敏纸
底纸	无	格拉辛纸
护胶底纸	无	格拉辛纸（或淋膜纸）
优点	方便人工填写，适合个人发件使用	电脑打印，出单快，使用二维码和条码，方便物流监控
缺点	出单不方便，物流监控不方便	单价略高
用纸量	约6.7克/份	约3.4克/份

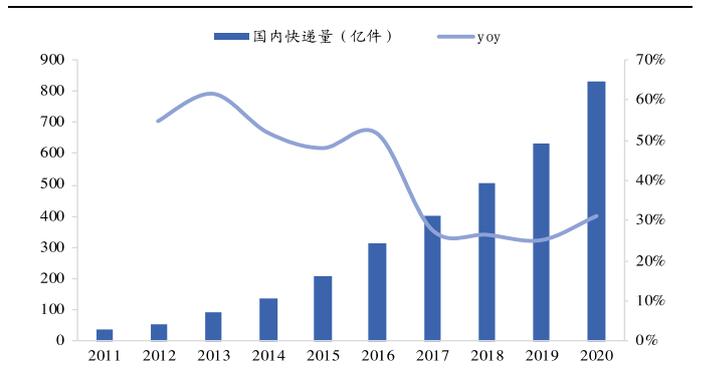
资料来源：圆通速递，国盛证券研究所

图表 50：国内格拉辛纸产量



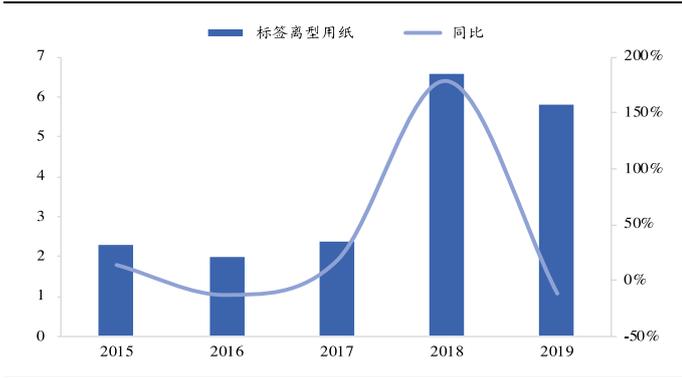
资料来源：中国造纸学会特种纸专业委员会，国盛证券研究所

图表 51：国内快递行业规模增速



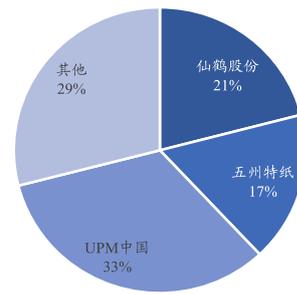
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 52: 标签离型用纸营收及增速 (亿元)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 53: 2018 年格拉辛纸竞争格局



资料来源: 公司官网, 中国造纸协会, 国盛证券研究所

## 4. 财务分析

降本增效叠加规模效应, 利润率行业领先。2020 年仙鹤毛利率为 20.47%( 同比+1.77%), 处于行业平均水平; 净利率 14.81%( 同比+5.21%), 长期行业领先; 其背后主要源于公司降本增效、规模效应体现以及产品结构多元化。受益于原材料价格下降, 公司 2021Q1 毛利率上升 1.98pct 至 22.45%, 净利率增加 6.77pct 至 18.38%。

图表 54: 财务数据一览

公司名称	百万元	2015	2016	2017	2018	2019	2020
仙鹤股份	营业收入	<b>1,909.14</b>	<b>2,195.91</b>	<b>3,047.08</b>	<b>4,097.77</b>	<b>4,567.04</b>	<b>4,843.10</b>
	YOY	9.40%	15.00%	38.80%	34.50%	11.50%	6.04%
	毛利率	20.00%	19.30%	19.20%	17.20%	18.70%	20.47%
	归母净利润	<b>137.95</b>	<b>212.3</b>	<b>398.82</b>	<b>292.41</b>	<b>439.93</b>	<b>717.16</b>
	YOY	-24.90%	53.90%	87.90%	-26.70%	50.40%	63.02%
民丰特纸	营业收入	<b>1,411.43</b>	<b>1,468.23</b>	<b>1,609.58</b>	<b>1,517.89</b>	<b>1,398.78</b>	<b>1,353.3</b>
	YOY	2.80%	4.00%	9.60%	-5.70%	-7.80%	-3.25%
	毛利率	14.70%	18.80%	16.60%	14.50%	16.60%	21.38%
	归母净利润	<b>-155.19</b>	<b>12.55</b>	<b>19.21</b>	<b>10.02</b>	<b>12.8</b>	<b>48.55</b>
	YOY	-3749.80%	-108.10%	53.00%	-47.80%	27.70%	279.36%
凯恩股份	营业收入	<b>892.5</b>	<b>942.57</b>	<b>1,028.39</b>	<b>1,128.32</b>	<b>1,152.31</b>	<b>1,550.23</b>
	YOY	-4.30%	5.60%	9.10%	9.70%	2.10%	34.53%
	毛利率	27.30%	26.90%	24.50%	23.00%	25.40%	33.95%
	归母净利润	<b>19.3</b>	<b>8.69</b>	<b>30.61</b>	<b>24.81</b>	<b>46.39</b>	<b>92.59</b>
	YOY	-52.50%	-55.00%	252.30%	-19.00%	87.00%	99.57%
恒丰纸业	营业收入	<b>1,395.03</b>	<b>1,360.46</b>	<b>1,444.18</b>	<b>1,610.93</b>	<b>1,756.05</b>	<b>1,828.65</b>
	YOY	-6.80%	-2.50%	6.20%	11.50%	9.00%	4.13%
	毛利率	26.60%	27.70%	28.10%	23.20%	25.60%	30.59%

	归母净利润	<b>87.97</b>	<b>94.67</b>	<b>97.73</b>	<b>66.79</b>	<b>89.42</b>	<b>13.74</b>
	YOY	10.50%	7.60%	3.20%	-31.70%	33.90%	33.08%
	净利率	6.30%	6.90%	6.70%	4.00%	5.00%	7.59%
<b>齐峰新材</b>	营业收入	<b>2,355.61</b>	<b>2,708.22</b>	<b>3,573.31</b>	<b>3,679.09</b>	<b>3,249.82</b>	<b>2,810.91</b>
	YOY	-7.20%	15.00%	31.90%	3.00%	-11.70%	-13.98%
	毛利率	22.20%	16.30%	14.50%	11.30%	14.10%	14.39%
	归母净利润	<b>270.11</b>	<b>141.93</b>	<b>160.51</b>	<b>58.35</b>	<b>132.71</b>	<b>16.73</b>
	YOY	-1.00%	-47.50%	13.10%	-63.60%	127.40%	189.70%
	净利率	11.50%	5.20%	4.50%	1.60%	4.10%	5.76%
<b>冠豪高新</b>	营业收入	<b>1,295.22</b>	<b>1,739.95</b>	<b>2,059.91</b>	<b>2,550.16</b>	<b>2,594.77</b>	<b>2,439.75</b>
	YOY	34.60%	34.30%	18.40%	23.80%	1.70%	-5.97%
	毛利率	19.40%	20.50%	17.00%	20.30%	25.40%	23.51%
	归母净利润	<b>36.76</b>	<b>108.53</b>	<b>52.79</b>	<b>109.22</b>	<b>170.33</b>	<b>178.55</b>
	YOY	-70.80%	195.20%	-51.40%	106.90%	56.00%	4.83%
	净利率	2.70%	6.00%	2.20%	4.20%	6.40%	7.23%
<b>五洲特纸</b>	营业收入		<b>1,640.02</b>	<b>1,860.90</b>	<b>2,149.00</b>	<b>2,375.93</b>	
	YOY			13.50%	15.50%	10.60%	
	毛利率		19.00%	20.10%	16.80%	19.20%	
	归母净利润		<b>103.29</b>	<b>171.64</b>	<b>165.35</b>	<b>199.25</b>	
	YOY			66.20%	-3.70%	20.50%	
	净利率		6.30%	9.20%	7.70%	8.40%	

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

ROE 高于同业，净利率长期向上。2020 年仙鹤 ROE 为 15.62%（同比+3.12pct），明显高于同行，主要系公司净利率保持领先（2020 年公司销售净利率 14.9%，高于所有同行上市公司）。伴随公司产品结构持续优化、降本增效持续推进，公司 ROE 有望继续向上。

图表 55: ROE 与 ROIC 同行比较

公司名称	指标	2015	2016	2017	2018	2019	2020
仙鹤股份	销售净利率 (%)	6.90%	9.50%	13.10%	7.10%	9.60%	14.99%
	总资产周转率	0.61	0.63	0.72	0.79	0.71	0.63
	权益乘数	2.34	2.09	1.98	1.86	1.83	1.48
	ROE (%)	10.30%	12.70%	18.60%	10.50%	12.50%	15.62%
	ROIC (%)	7.50%	9.50%	13.40%	8.40%	9.60%	12.92%
民丰特纸	销售净利率 (%)	-11.20%	0.70%	1.10%	0.60%	0.90%	3.59%
	总资产周转率	0.57	0.6	0.71	0.69	0.64	0.61
	权益乘数	1.87	1.94	1.78	1.72	1.68	1.62
	ROE (%)	-11.70%	1.00%	1.50%	0.80%	1.00%	3.67%
	ROIC (%)	-6.00%	1.90%	2.60%	2.00%	2.10%	3.72%
凯恩股份	销售净利率 (%)	3.10%	1.90%	4.10%	3.40%	6.00%	10.93%
	总资产周转率	0.56	0.56	0.58	0.62	0.62	0.76
	权益乘数	1.37	1.42	1.47	1.49	1.47	1.43
	ROE (%)	1.60%	0.70%	2.60%	2.00%	3.70%	6.99%
	ROIC (%)	2.50%	1.70%	3.40%	3.10%	5.00%	10.10%
恒丰纸业	销售净利率 (%)	6.30%	6.90%	6.70%	4.00%	5.00%	7.67%
	总资产周转率	0.52	0.51	0.53	0.59	0.62	0.61
	权益乘数	1.52	1.37	1.33	1.3	1.32	1.31
	ROE (%)	5.00%	4.80%	4.80%	3.20%	4.20%	5.96%
	ROIC (%)	4.60%	4.30%	4.20%	2.80%	3.90%	5.47%
齐峰新材	销售净利率 (%)	11.50%	5.20%	4.50%	1.60%	4.10%	5.81%
	总资产周转率	0.58	0.65	0.82	0.83	0.75	0.61
	权益乘数	1.37	1.23	1.27	1.3	1.27	1.36
	ROE (%)	9.10%	4.20%	4.70%	1.70%	3.90%	4.60%
	ROIC (%)	7.40%	3.90%	4.40%	1.90%	3.90%	4.38%
冠豪高新	销售净利率 (%)	2.70%	6.00%	2.20%	4.20%	6.40%	7.30%
	总资产周转率	0.34	0.43	0.51	0.65	0.66	0.62
	权益乘数	1.8	1.65	1.58	1.51	1.49	1.37
	ROE (%)	1.80%	4.40%	2.10%	4.20%	6.40%	6.53%
	ROIC (%)	2.00%	4.20%	2.20%	4.40%	6.00%	5.80%
五洲特纸	销售净利率 (%)		6.30%	9.20%	7.70%	8.40%	
	总资产周转率		1.14	1.27	1.24	1.06	
	权益乘数		0	3.84	2.72	2.47	
	ROE (%)		34.30%	45.00%	26.00%	21.90%	
	ROIC (%)		12.30%	22.10%	15.70%	13.30%	

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

**费用管控能力突出。**2015-2020 年公司期间费用率从 15.7%下降至 9.2%，处于行业较低水平；其中得益于仙鹤积极推行产线数字化、自动化，管理效率不断提升，叠加规模效应，管理费用持续下降；18 年起公司研发费用率上升，主要系公司优化产品结构及研发高附加值产品。

图表 56: 同行期间费用对比

公司名称	百万元	2015	2016	2017	2018	2019	2020
仙鹤股份	销售费用率	4.50%	4.30%	4.10%	3.30%	3.20%	3.20%
	管理费用率	6.60%	6.30%	5.30%	4.60%	4.20%	4.58%
	财务费用率	4.60%	3.30%	1.30%	2.60%	1.80%	1.40%
	研发费用率	2.60%	2.70%	2.20%	2.20%	2.30%	2.53%
	期间费用率合计	15.70%	13.80%	10.60%	10.50%	9.20%	9.18%
民丰特纸	销售费用率	3.70%	3.80%	3.50%	3.60%	3.80%	3.88%
	管理费用率	13.30%	9.30%	9.10%	8.60%	8.90%	10.01%
	财务费用率	4.10%	3.20%	2.20%	2.10%	2.00%	1.97%
	研发费用率	3.50%	2.70%	3.70%	3.90%	3.70%	3.55%
	期间费用率合计	21.10%	16.30%	14.80%	14.30%	14.80%	15.86%
凯恩股份	销售费用率	5.50%	6.10%	5.20%	5.00%	4.80%	3.58%
	管理费用率	15.20%	14.40%	13.90%	13.40%	14.00%	13.63%
	财务费用率	1.00%	0.90%	1.30%	1.00%	1.10%	0.86%
	研发费用率	7.60%	7.70%	6.90%	7.00%	7.00%	7.01%
	期间费用率合计	21.70%	21.40%	20.30%	19.30%	19.90%	18.07%
恒丰纸业	销售费用率	8.10%	8.80%	8.90%	8.10%	7.70%	7.03%
	管理费用率	6.60%	6.80%	7.50%	7.00%	8.80%	10.61%
	财务费用率	2.40%	0.90%	1.20%	0.00%	0.80%	1.22%
	研发费用率	1.30%	1.60%	1.70%	1.70%	3.20%	4.82%
	期间费用率合计	17.10%	16.50%	17.60%	15.10%	17.30%	18.86%
齐峰新材	销售费用率	2.90%	3.30%	2.50%	2.60%	2.50%	0.69%
	管理费用率	5.80%	5.70%	5.80%	6.00%	5.90%	6.54%
	财务费用率	1.10%	0.40%	0.50%	0.40%	0.90%	0.36%
	研发费用率	3.10%	3.00%	3.50%	4.10%	3.30%	3.22%
	期间费用率合计	9.80%	9.40%	8.80%	9.00%	9.40%	7.59%
冠豪高新	销售费用率	6.00%	5.20%	5.50%	4.40%	4.60%	4.93%
	管理费用率	7.40%	4.40%	4.90%	7.30%	9.60%	8.13%
	财务费用率	3.30%	4.00%	1.80%	2.20%	2.10%	1.03%
	研发费用率	3.30%	3.50%	3.50%	3.50%	6.10%	3.80%
	期间费用率合计	16.70%	13.60%	12.20%	13.80%	16.30%	14.09%
五洲特纸	销售费用率		3.90%	3.70%	3.40%	4.00%	
	管理费用率		1.80%	1.90%	2.20%	2.20%	
	财务费用率		2.70%	1.50%	2.00%	1.90%	
	研发费用率		0.30%	0.50%	0.50%	0.50%	
	期间费用率合计		8.30%	7.10%	7.70%	8.10%	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**营运能力超同行, 规模效应凸显。**20 年公司总资产周转率 0.63; 存货周转率为 3.28, 应收帐款周转率为 5.27, 均处于行业领先水平, 主要得益于公司在细分领域龙头地位稳固, 对下游客户议价能力较强。

图表 57: 营运能力状况一览

公司名称	营运能力指标	2015	2016	2017	2018	2019	2020
仙鹤股份	存货周转天数	117.37	92.92	79.02	86.29	95.75	109.62
	存货周转率	3.07	3.87	4.56	4.17	3.76	3.28
	应收账款周转天数	79.11	74.13	58.32	57.2	63.57	68.29
	应收账款周转率	4.55	4.86	6.17	6.29	5.66	5.27
	总资产周转率	0.61	0.63	0.72	0.79	0.71	0.63
民丰特纸	存货周转天数	101.35	109.12	95.2	94.45	110.12	128.88
	存货周转率	3.55	3.3	3.78	3.81	3.27	2.79
	应收账款周转天数	71.71	67.46	56.85	59.32	64.77	66.07
	应收账款周转率	5.02	5.34	6.33	6.07	5.56	5.45
	总资产周转率	0.57	0.6	0.71	0.69	0.64	0.62
凯恩股份	存货周转天数	129.77	128.94	117.98	115.86	123.57	119.85
	存货周转率	2.77	2.79	3.05	3.11	2.91	3
	应收账款周转天数	91.64	96.28	78.79	63.43	65.48	58.57
	应收账款周转率	3.93	3.74	4.57	5.68	5.5	6.15
	总资产周转率	0.56	0.56	0.58	0.62	0.62	0.76
恒丰纸业	存货周转天数	113.91	124.43	107.39	114.34	133.71	134.37
	存货周转率	3.16	2.89	3.35	3.15	2.69	2.68
	应收账款周转天数	98.54	93.98	76.18	71.07	72.82	67.75
	应收账款周转率	3.65	3.83	4.73	5.07	4.94	6.31
	总资产周转率	0.52	0.51	0.53	0.59	0.62	0.61
齐峰新材	存货周转天数	82.6	67.95	51.46	55.51	60.2	55.8
	存货周转率	4.36	5.3	7	6.48	5.98	6.45
	应收账款周转天数	70.24	75.3	56.17	65.5	88.42	96.12
	应收账款周转率	5.13	4.78	6.41	5.5	4.07	3.75
	总资产周转率	0.58	0.65	0.82	0.83	0.75	0.62
冠豪高新	存货周转天数	110.71	96.83	85.75	75.9	78.74	70.58
	存货周转率	3.25	3.72	4.2	4.74	4.57	5.1
	应收账款周转天数	72.81	61.92	57.94	53.49	48.15	52.62
	应收账款周转率	4.94	5.81	6.21	6.73	7.48	6.84
	总资产周转率	0.34	0.43	0.51	0.65	0.66	0.63
五洲特纸	存货周转天数		52.82	44.13	38.77	41.31	
	存货周转率		6.82	8.16	9.29	8.71	
	应收账款周转天数		71.51	70.25	67.95	69.27	
	应收账款周转率		5.03	5.12	5.3	5.2	
	总资产周转率		1.14	1.27	1.24	1.06	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 5 盈利预测与估值

### 5.1. 核心假设与盈利预测

**1) 日用消费品业务:** 主要包括热转印用纸、标签离型用纸等与日常民生消费紧密相联的材料系列, 其中热转印用纸受益于日益严苛的环保需求和消费者个性化、高端化的需求, 行业增速较快, 且 2021 年常山 PM7/8 项目投产, 热转印纸产能进一步增加; 标签离型用纸受益于快递行业快速发展, 且公司新增产能预计达 10 万吨。我们预计公司 21-23 年日用消费品业务增速分别为 60%、30%、25%。

**2) 食品与医疗包装用纸业务:** 禁塑令下市场空间打开, 2020-21 年公司 22 万吨可转债项目逐步落地, 且常山 30 万吨食品卡纸项目投产在即, 公司切入利乐等下游客户供应链。我们预计公司 21-23 年食品与医疗包装用纸业务收入增速分别为 65%、50%、30%。

**3) 商务交流及出版社印刷材料用纸:** 主要包括热敏纸、无碳纸等产品, 考虑热敏纸应用领域的扩大, 我们预计公司 21-23 年收入增速分别为 18%、10%、5%。

**4) 烟草行业用纸:** 传统烟草行业用纸预计受益于切入全球客户产业链, 业绩保持稳定; 新型烟草业务收入快速增长, 我们预计公司 21-23 年收入增速分别为 20%、5%、5%。

**5) 电气及工业用纸:** 随 5G 应用发展, 公司产品被更广泛地应用于 5G 配套设施中, 我们预计公司 21-23 年收入增速分别为 30%、10%、5%。

**6) 毛利率:** 由于公司前瞻性预判浆价, 备货低价木浆约 7 个月, 下游产品提价顺畅, 且考虑到公司食品与医疗包装用纸等高毛利产品提高, 我们预计 21-23 年公司毛利率为 23.52%、22.44%、22.93%。

图表 58: 收入及毛利率预测

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿元)	30.47	40.98	45.67	48.43	68.90	86.42	103.34
YOY	38.76%	34.48%	11.45%	6.04%	42.26%	25.44%	19.58%
毛利率	19.19%	17.23%	18.70%	20.47%	23.52%	22.44%	22.93%
日用消费系列				17.64	28.23	36.70	45.87
YOY				-5.09%	60.00%	30.00%	25.00%
毛利率				36.43%	40.97%	53.26%	66.58%
商务交流及出版社印刷材料用纸				7.80	9.20	10.12	10.63
YOY				9.90%	18.00%	10.00%	5.00%
占比				16.10%	13.36%	14.70%	15.43%
毛利率				18.83%	21.00%	20.00%	21.00%
商务交流及防伪用纸	9.00	10.33	12.89				
YOY	51.26%	14.82%	24.77%				
占比	29.53%	25.21%	28.22%				
毛利率	18.83%	22.56%	17.28%				
烟草行业用纸	6.03	7.24	7.04	7.26	8.71	9.15	9.61
YOY	12.30%	20.04%	-2.73%	3.12%	20.00%	5.00%	5.00%
占比	19.79%	17.67%	15.42%	15.00%	12.65%	13.28%	13.95%
毛利率	25.00%	18.09%	25.58%	32.38%	36.00%	35.00%	35.00%
标签离型用纸	2.36	6.57	5.81				
YOY	17.74%	178.40%	-11.68%				
占比	7.75%	16.04%	12.71%				
毛利率	18.96%	13.17%	24.06%				
食品与医疗用纸	2.59	3.34	5.13	8.50	14.03	21.05	27.36
YOY	49.32%	29.33%	53.45%	38.97%	65.00%	50.00%	30.00%
占比	8.94%	8.16%	11.24%	17.56%	20.36%	30.55%	39.71%
毛利率	21.37%	12.91%	19.78%	24.10%	28.00%	27.00%	27.00%
热转印用纸	2.83	3.92	5.21				
YOY	161.58%	38.69%	32.89%				
占比	9.28%	9.57%	11.41%				
毛利率	11.16%	14.73%	9.51%				
电气及工业用纸	2.25	3.07	3.12	3.85	5.00	5.50	5.78
YOY	20.44%	36.29%	1.65%	23.28%	30.00%	10.00%	5.00%
占比	7.39%	7.49%	6.83%	7.95%	7.26%	7.99%	8.39%
毛利率	23.91%	17.71%	23.85%	25.59%	30.00%	28.00%	28.00%
低定量出版印刷用纸	2.12	2.78	2.76				
YOY	-8.25%	31.31%	-0.69%				
占比	6.95%	6.79%	6.05%				
毛利率	20.87%	17.89%	24.33%				
家庭装饰用纸	1.58	1.63	1.88				
YOY	76.89%	3.31%	-0.69%				
占比	5.18%	3.98%	4.11%				
毛利率	9.09%	7.61%	4.44%				
特种浆纸及其他	0.17	0.17	0.16	1.59	1.75	1.84	1.93
YOY	-15.24%	3.36%	-9.10%	-21.78%	10.00%	5.00%	5.00%
占比	0.55%	0.42%	0.34%	3.29%	2.54%	2.67%	2.80%
毛利率	7.81%	27.52%	38.62%	3.21%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务	1.55	1.91	1.67	1.79	1.97	2.06	2.17
YOY	180.74%	23.33%	-12.52%	6.95%	10.00%	5.00%	5.00%
占比	5.08%	4.66%	3.66%	3.69%	2.85%	3.00%	3.15%
毛利率	9.98%	14.76%	12.68%	11.34%	13.00%	12.00%	13.00%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 5.2. 投资评级

仙鹤股份属特种纸绝对龙头, 成长路径清晰, 产品多元化布局且产业链一体化平滑周期, 我们预计公司 2021-2023 年收入分别为 68.90、86.42、103.35 亿元, 同比增长 42.3%、25.4%、19.6%, 归母净利润 11.74、13.20、15.67 亿元, 同比增长 63.7%、12.4%、18.7%, 对应 PE 估值分别为 19.5X、17.3X、14.6X。我们选取冠豪高新及五洲特纸作为特种纸领域可比公司, 考虑仙鹤股份下游客户分散, 溢价能力较强, 选取中顺洁柔作为可比公司; 因此可比公司 21 年平均估值为 25.2X, 明显高于仙鹤股份, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 59: 估值

代码	简称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE		
			21E	22E	23E	21E	22E	23E
600433.SH	冠豪高新	69.92	2.00	2.47	3.36	35.05	28.26	20.80
605007.SH	五洲特纸	79.32	7.51	11.18	15.39	10.56	7.09	5.15
002511.SZ	中顺洁柔	368.66	12.28	15.00	18.15	30.03	24.58	20.31
平均值						25.21	19.98	15.42

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (备注: 选自 2021 年 6 月 27 日 wind 一致预期)

## 风险提示

**原材料价格大幅波动:** 公司成本结构中原材料占比达 66.3%，其中木浆占比 44.5%，合营公司夏王纸业钛白粉占原料成本比例超 40%，若木浆、钛白粉价格大幅增长，则会导致产品毛利率的下滑。

**产能不达预期:** 公司新增产能较多，若新建产能不能如期释放，则可能进而导致业绩不达预期。

**行业竞争加剧:** 禁塑令下食品与医疗包装用纸赛道成长空间打开，如五洲特纸、博汇纸业等进入该赛道，行业竞争加剧将影响产品价格。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com