



Research and  
Development Center

# 仙鹤股份六问六答

—仙鹤股份(603733)公司首次覆盖报告

2025年01月27日

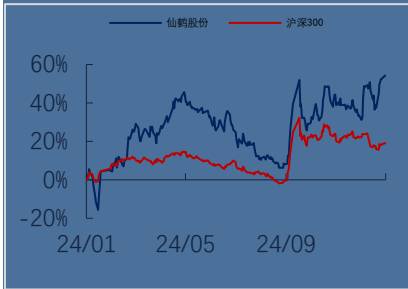
姜文铨 新消费行业首席分析师  
执业编号: S1500524120004  
邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

**证券研究报告**
**公司研究**
**公司首次覆盖报告**

仙鹤股份(603733)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

**公司主要数据**

收盘价(元)	21.58
52周内股价波动区间(元)	21.58-11.80
最近一月涨跌幅(%)	15.34
总股本(亿股)	7.06
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	152.35

资料来源：聚源，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO., LTD  
 北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编：100031

# 仙鹤股份：六问六答

2025年01月27日

**报告内容摘要：**

**行业产销景气，格局持续优化。**2023年特种纸产量743万吨(同比+3.8%)，销量725万吨(同比+3.1%)，整体开工率提升6.8pct至84.3%。2023年进口/出口量分别为33.4/181.3万吨、同比-19.1%/+9.7%。23年特纸CR9为59.2%(同比+1.5pct)，其中仙鹤股份、五洲特纸、华旺科技市占率分别提升0.6pct、0.9pct、0.7pct。特种纸行业出口双位数左右增长、进口双位数以上下滑，叠加部分景气品种如热转印、格拉辛、食品医疗等延续需求增长，供需关系明显好于大宗纸，且龙头份额提升明确。

**产业链纵深发展，全方位优势突出。**1) **原材料：**公司广西2025年国有林场将有100万亩林地保障木片供应；湖北基地位于石首长江流域，具有丰富的制浆用原材料杨树和芦苇资源。特纸行业目前具备向上游延伸能力的主要为仙鹤，未来纸浆价格波动中竞争优势有望显著放大。2) **生产设备：**机器设备自研，单条生产线至少能够适应3-4种纸基功能材料的稳定生产，产品多元化快速调整生产方案应对市场需求波动，同时为客户提供更全面、更多元化的产品解决方案。3) **市场地位：**部分利基市场市占率明显领先，比如烟草行业配套用纸市占率超过45%、低定量出版印刷材料超90%、热转印&热敏&装饰原纸等市占率均处于领先地位，同时基于市场优势积累大量优质客户。

**景气向上，盈利拐点显现。**受益于公司广西&湖北项目逐步落地，且积极开发海外业务，我们预计公司24Q4销量环比提升。低价浆逐步入库，但需求疲软，预计24Q4价格小幅回调，本部吨盈利预计环比小幅走弱。展望未来，低价原料延续入库改善成本，叠加自给浆比例有望提升，广西/湖北基地盈利有望释放，卡纸业务转型、亏损有望收缩；此外，基于对浆价温和和上涨预期的判断，我们认为仙鹤25Q2单吨盈利有望进入扩张周期，预计25年公司盈利有望保持靓丽表现。

**广西&湖北林浆纸基地贡献重要增量，产品矩阵有望持续拓宽。**24年公司广西&湖北林浆纸基地相继落地，两大项目首期合计将投产90万吨以上造纸产能及90万吨左右纸浆产能。根据我们测算，公司2025年产量增速高达30%+，成长动能充沛。此外，公司持续开发新产品，低定量薄型圣经纸、高强度真空镀铝原纸、亮光型无铝铝箔衬、食品级不锈钢板用衬纸等四个新产品已通过省级新产品鉴定；纸吸管、薄型包装纸袋、咖啡滤纸袋、蒸笼纸、烧烤纸、火锅纸、砧板纸等产品直接面向终端；加热不燃烧方向，公司配套缓释薄片材料，纸基滤棒材料等。

**盈利周期拐点显现。**过去5年公司最高毛利率为21Q2的27.8%(纸张需求改善叠加低价库存浆)，最低毛利率为23Q2的8.3%(纸浆成本历史高位，需求走弱、下游去库，纸价大幅下滑)，24Q3毛利率为14.6%、处于历史约30%分位。市场担心特纸供需错配，纸价依然存在压力，我们认为，行业相对刚需且具成长性，细分市场格局较好，基于仙鹤上游资源延伸叠加多元产品结构调整，预计仙鹤盈利周期有望震荡向上。

**估值中枢有望修复。**2023年前仙鹤历史PE估值基本处于15X+，近几年由于供需关系恶化、估值在10X-15X左右徘徊，2023H2至今PB估值徘徊在1.2X-2.0X。仙鹤龙头核心地位&长期成长性未变，盈利中枢抬升(林浆纸一

体化), 2025 年目前 PE 估值 10X+, PB 估值约 2X。历史复盘, 仙鹤估值体系的变化主要源于单吨盈利的释放, 我们认为伴随 24 年纸浆产能落地, 25 年浆价温和上涨将驱动仙鹤单吨盈利增长。

**盈利预测&投资评级:** 我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 10.4、14.4、17.7 亿元, 对应 PE 估值分别为 14.5X、10.5X、8.5X, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

**风险提示:** 终端需求不及预期, 产能投放不及预期, 竞争加剧、木片价格大幅上涨。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	7,738	8,553	10,065	13,284	16,637
增长率 YoY %	28.6%	10.5%	17.7%	32.0%	25.2%
归属母公司净利润(百万元)	710	664	1,043	1,435	1,773
增长率 YoY%	-30.1%	-6.5%	57.1%	37.7%	23.5%
毛利率%	11.5%	11.6%	15.4%	15.7%	16.0%
净资产收益率ROE%	10.3%	9.1%	13.1%	16.2%	17.7%
EPS(摊薄)(元)	1.01	0.94	1.48	2.03	2.51
市盈率 P/E(倍)	21.22	22.71	14.45	10.50	8.50
市净率 P/B(倍)	2.19	2.06	1.89	1.70	1.51

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 01 月 24 日收盘价

## 目 录

1. 成长动能充沛，林浆纸布局趋于完善.....5	
1.1 产品拓展、产能扩张，“家文化”伴随公司成长..... 5	
1.2 特纸行业怎么理解？..... 6	
1.3 怎么理解仙鹤竞争优势？..... 6	
1.4 仙鹤短期业绩如何？..... 7	
1.5 仙鹤成长性源于哪里？..... 8	
1.6 目前仙鹤的周期位置？..... 8	
1.7 仙鹤的估值体系如何看？..... 9	
2. 盈利预测&评级..... 10	
3. 风险提示..... 12	

## 图 目 录

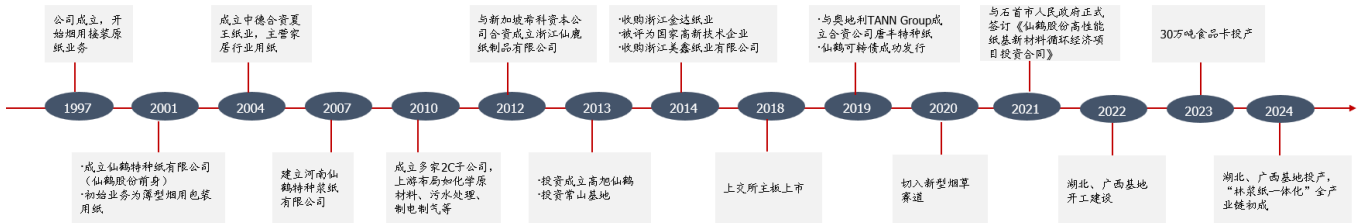
图 1: 公司发展历程.....5	
图 2: 公司股权结构.....5	
图 3: 行业产销量及增速（万吨）..... 6	
图 4: 行业产销率及开工率..... 6	
图 5: 行业进出口量及增速（万吨）..... 6	
图 6: 行业集中度（%）..... 6	
图 7: 广西林地资源分布及来宾位置..... 7	
图 8: 湖北林地资源分布及石首位置..... 7	
图 9: 部分产品市占率..... 7	
图 10: 分季度收入（亿元）、销量（万吨）、吨净利（元/吨）、吨价（元/吨）、净利率梳理... 7	
图 11: 仙鹤产能梳理..... 8	
图 12: 浆、纸价格拟合（元/吨）..... 8	
图 13: 盈利能力走势..... 9	
图 14: PE Band（盈利预测）..... 9	
图 15: PB Band（LF）..... 9	
图 16: 收入拆分..... 11	
图 17: 同行业估值对比..... 11	

# 1. 成长动能充沛，林浆纸布局趋于完善

## 1.1 成长动能充沛，“家文化”伴随公司成长

烟用接装纸起家，产品矩阵逐步完善，产能稳步扩张。公司成立于1997年，以烟用接装原纸起家；2004年与德国夏特合资成立浙江夏王纸业，切入装饰原纸赛道。此后利用国产替代机会快速积累专业技术，迅速切入了圣经纸，工业用纸等其它类产品；2011年后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，截止2024H1，公司及合营企业特种纸及纸制品的年生产能力已超过160万吨，产品涉及六大系列60多个品种。

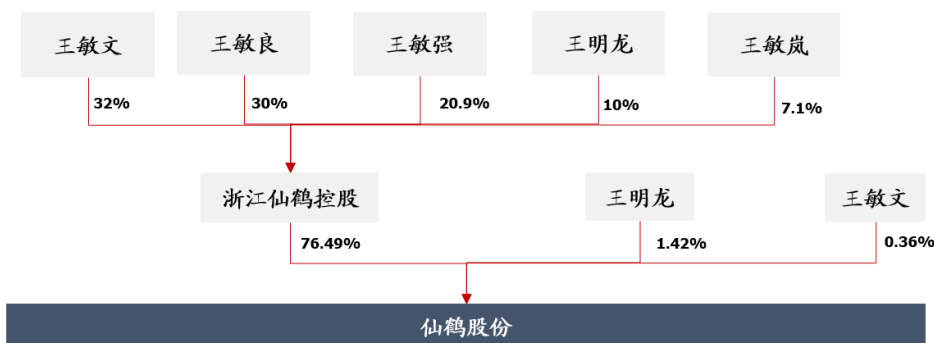
图 1：公司发展历程



资料来源：浙江工人日报，公司年报，公司官网，信达证券研发中心

股权结构集中，家文化伴随成长。公司拥有自己独特的企业文化，一直以来将“家文化”作为企业核心竞争力进行培育。优异企业文化熏陶下，公司20多年来，主要高管和核心人员保持稳定，稳定的核心团队积累了丰富的经营、技术和管理经验，形成了有效的内部培养机制，促进了公司的长期稳定发展。公司实际控制人为王氏家族，王敏文、王敏良、王敏强、王明龙、王敏岚分别实际控股24.8%、23.0%、16.0%、9.1%、5.43%，王氏家族合计控股78.3%，股权集中。王敏良为董事长&总经理，王敏强为副董事长（兼河南仙鹤董事长及总经理），王明龙担任董事、王敏岚担任常务副总经理（兼财务总监、党委书记）。

图 2：公司股权结构

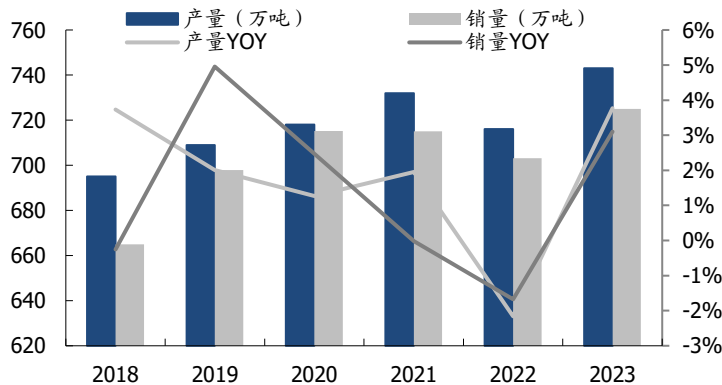


资料来源：Wind，信达证券研发中心（截止2024Q3）

## 1.2 特纸行业怎么理解？

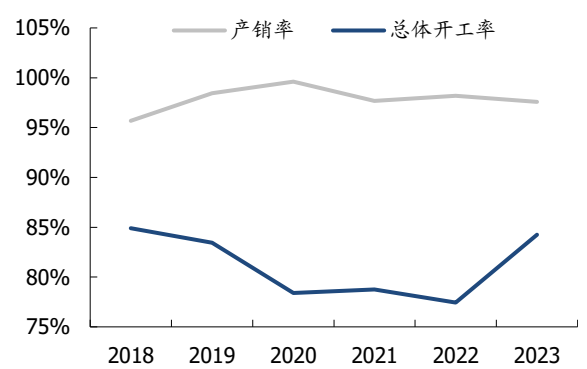
行业产销景气，格局持续优化。2023 年特种纸产量 743 万吨（同比+3.8%），销量 725 万吨（同比+3.1%），整体开工率提升 6.8pct 至 84.3%。2023 年进口/出口量分别为 33.4/181.3 万吨、同比-19.1%/+9.7%。23 年特纸 CR9 为 59.2%（同比+1.5pct），其中仙鹤股份、五洲特纸、华旺科技市占率分别提升 0.6pct、0.9pct、0.7pct。特种纸行业出口量双位数左右增长、进口量双位数以上下滑，叠加部分景气品种如热转印、格拉辛、食品医疗等延续需求增长，供需关系明显好于大宗纸，且龙头份额提升明确。

图 3：行业产销量及增速（万吨）



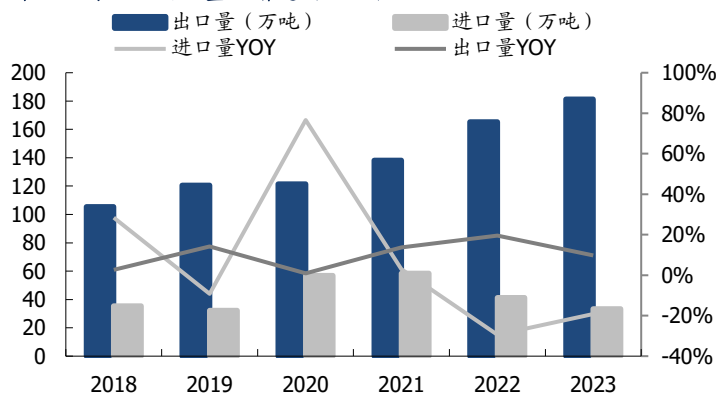
资料来源：中国制浆造纸研究院，制浆造纸国家工程实验室，中国造纸杂志社，信达证券研发中心

图 4：行业产销率及开工率



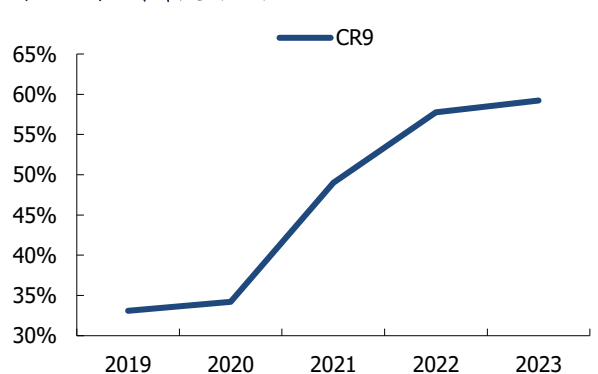
资料来源：中国制浆造纸研究院，制浆造纸国家工程实验室，中国造纸杂志社，信达证券研发中心

图 5：行业进出口量及增速（万吨）



资料来源：中国制浆造纸研究院，制浆造纸国家工程实验室，中国造纸杂志社，信达证券研发中心

图 6：行业集中度（%）



资料来源：各公司年报，中国制浆造纸研究院，制浆造纸国家工程实验室，中国造纸杂志社，信达证券研发中心

## 1.3 怎么理解仙鹤竞争优势？

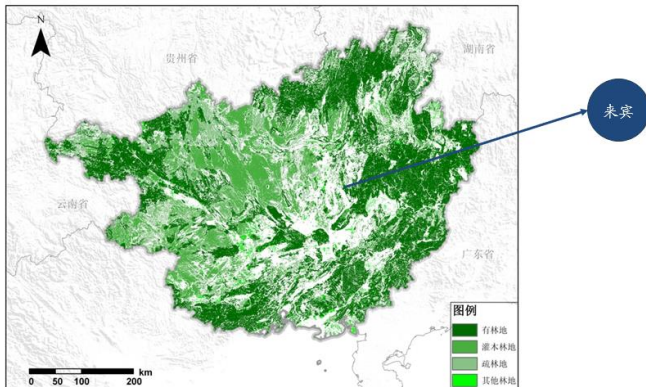
- 上游原料：**来宾地理位置处于广西中心，木片运输半径较小，仙鹤原料供应比其他厂家更充分，其中 1) 自主林地建设：计划发展 30 万亩的自有林地，2) 合同林地保障，正与周边的部分国有林地进行洽谈，纳入保障林范围，3) 国储林合作：计划与国有林场合作，主要以政府引导，市场定价为主，努力确保到 2025 年，国有林场中至少有 100 万亩林地（其中兴宾区 60 万亩，国有林场 40 万亩）可为公司供应稳定木材。湖北基地位于石首长江流域，具有丰富的制浆用原材料杨树和芦苇资源。特纸行业目前具备向上游延伸能力的主要就是仙鹤，五洲、冠豪、华旺也陆续在做布局，其余企业基本无布局，未来纸浆价格波动中仙鹤的竞争优势有望显著放大。
- 生产设备：**机器设备自研，单条生产线至少能够适应 3-4 种纸基功能材料的稳



定生产，产品多元化快速调整生产方案应对市场需求波动，同时为客户提供更全面、更多元化的产品解决方案。

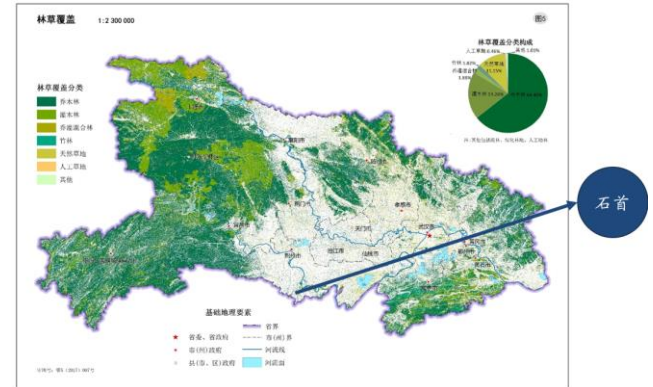
- **市场地位：**部分利基市场市占率明显领先，比如烟草行业配套用纸市占率超过45%、低定量出版印刷材料超90%、热转印&格拉辛&热敏&装饰原纸等市占率均处于领先地位，同时基于市场优势积累大量优质客户。

图 7：广西林地资源分布及来宾位置



资料来源：地理监测云平台，信达证券研发中心

图 8：湖北林地资源分布及石首位置



资料来源：湖北省自然资源厅，信达证券研发中心

图 9：部分产品市占率

产品名称	烟草行业配套系列	家居装饰材料系列	低定量出版印刷用纸	热敏收银纸	热转印
------	----------	----------	-----------	-------	-----

市占率                      接近45%                      国际市场20%+                      90%+                      接近25%                      30%+

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 1.4 仙鹤短期业绩如何？

**景气向上，盈利拐点显现。**受益于公司广西&湖北项目逐步落地，且积极拓张海外业务（24H1 顺利接入全球领先烟草公司供应链），我们预计公司产销维持景气，24Q4 销量环比提升。低价浆逐步入库，但需求疲软，预计 24Q4 价格小幅回调，本部吨盈利预计环比小幅走弱。展望未来，我们预计低价原料延续入库改善成本，叠加自给浆比例提升，广西/湖北基地盈利有望改善，卡纸业务转型、亏损有望收缩；此外，基于对浆价温和上涨预期的判断，我们认为仙鹤 25Q2 单吨盈利有望进入扩张周期，预计 25 年公司盈利有望保持靓丽表现。

图 10：分季度收入（亿元）、销量（万吨）、吨净利（元/吨）、吨价（元/吨）、净利率梳理

季度拆分	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4E
营业收入	16.78	19.20	19.12	22.28	18.37	19.29	24.46	23.41	22.09	23.95	26.58	28.47
仙鹤销量	19.15	20.04	19.50	22.50	18.10	20.87	29.80	28.36	24.60	26.76	30.00	33.00
吨净利（不含夏王）	599	829	979	486	433	69	369	824	919	843	730	609
吨纸价格（元）	8764.37	9582.99	9804.56	9904.05	10152	9242.30	8208.60	8253.74	8979.67	8948.17	8861.50	8627
净利率	8.70%	10.84%	11.13%	6.42%	6.65%	3.03%	8.22%	12.04%	12.17%	11.76%	10.03%	8.80%

资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心（销量、均价、吨盈利均为测算数据，存在误差风险）

### 1.5 仙鹤成长性源于哪里？

**广西&湖北林浆纸基地贡献重要增量，产品矩阵有望持续拓宽。**公司湖北项目 24 年 1 月落成（聚焦装饰原纸及消费类包材），其中 PM1&PM2 已 Q1 投产、H1 贡献产量超 3 万吨，PM3 产线 9 月底开机，其余生产线公司预计 25 年初逐步落地。广西（聚焦日用消费）项目 PM2 纸机 24 年 6 月下旬开机投产，PM4 于 24 年 10 月份开机投产，PM1、PM3、PM5 公司预计 25 年初逐步落地。两大项目首期合计将投产约 90 万吨以上造纸产能。此外，凭借优越自然资源优势（湖北芦苇&杨木、广西桉木速生林），新增造纸产线将被匹配部分林浆资源赋能（湖北 2 条化机浆生产线和 2 条化学浆生产线已经投入生产、广西 1 条化机浆生产线和 1 条化学浆生产线已经投入生产），两大项目首期合计贡献 90 万吨左右纸浆产能。此外，公司持续开发新产品，低定量薄型圣经纸、高强度真空镀铝原纸、亮光型无铝铝箔衬、食品级不锈钢板用衬纸等四个新产品已通过省级新产品鉴定；纸吸管、薄型包装纸袋、咖啡滤纸袋、蒸笼纸、烧烤纸、火锅纸、砧板纸等产品直接面向终端；加热不燃烧方向，公司配套缓释薄片材料，纸基滤棒材料等。

图 11：仙鹤产能梳理

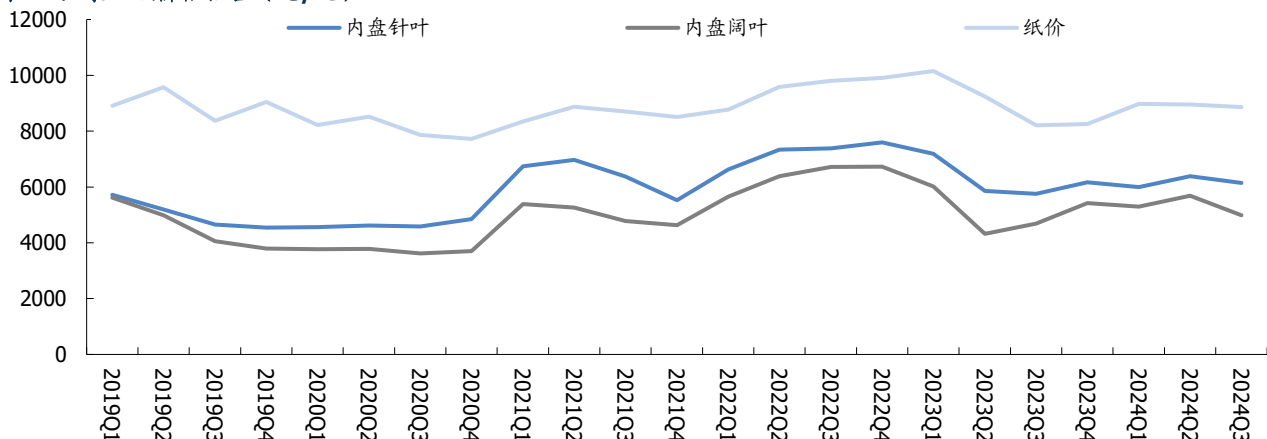
		2020	2021	2022	2023	2024E	2025E		
造纸	仙鹤股份	产能	66.2	85.1	91.5	117.6	160.1	217.6	
		产量	61.7	77.7	82.8	104.2	117.8	164.4	
	夏王纸业	产能	27.7	31.5	39.0	37.6	37.6	37.6	
		产量	24.2	27.3	33.0	37.6	37.6	37.6	
	合计(夏王产量折算50%)	产能	93.8	116.6	130.5	155.2	197.7	255.2	
		产量	73.8	91.3	99.3	123.0	136.5	183.2	
		产量YOY		23.8%	8.7%	23.9%	11.0%	34.2%	
制浆	河南基地	产能	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	
		产量	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	
	广西基地	产能					60.0	60.0	
		产量					18.3	60.0	
	湖北基地	产能					30.0	30.0	
		产量					10.8	30.0	
	合计	产能	5.1	5.1	5.1	5.1	95.1	95.1	
		产量	5.1	5.1	5.1	5.1	34.3	95.1	
			产量YOY		0.0%	0.0%	0.0%	571.9%	177.5%

资料来源：公司可转债评级报告，公司年报，信达证券研发中心（2024-2025 年为测算数据，存在误差风险）

### 1.6 目前仙鹤的周期位置？

**盈利周期拐点显现。**过去 5 年最高毛利率为 21Q2 的 27.8%（纸张需求扩张叠加低价库存浆），最低毛利率为 23Q2 的 8.3%（纸浆成本历史高位，需求走弱、下游去库，纸价大幅下滑），24Q3 毛利率为 14.6%、处于历史约 30%分位。市场担心特纸供需错配，纸价依然存在压力，我们认为，行业相对刚需且具成长性，细分市场格局较好，基于仙鹤上游资源延伸叠加多元产品结构调整，预计仙鹤盈利周期有望震荡向上。

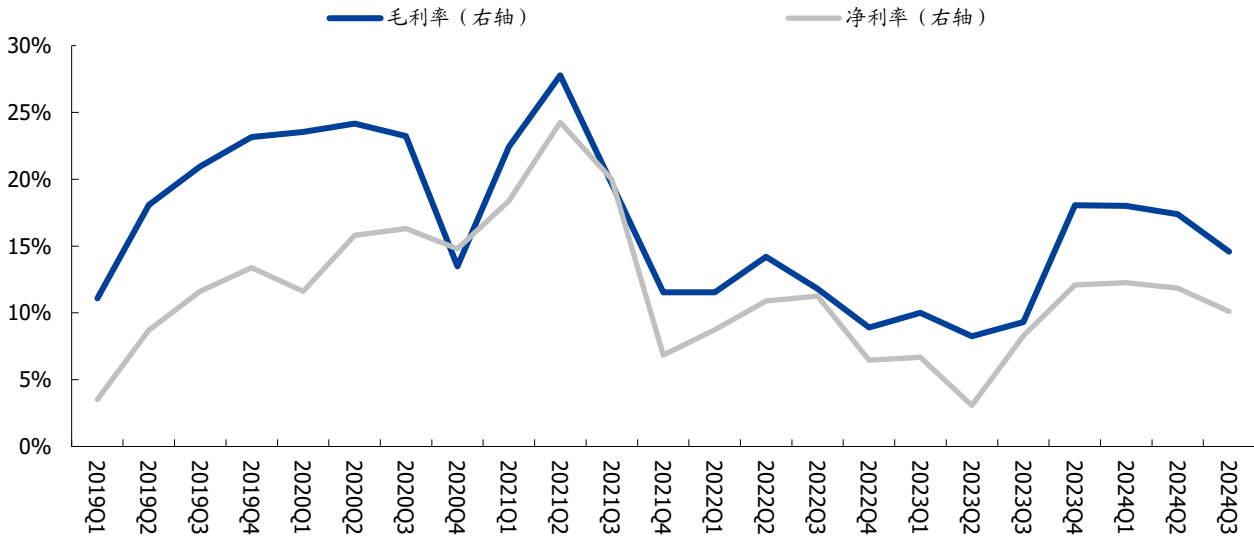
图 12：浆、纸价格拟合（元/吨）





资料来源：卓创资讯，Wind，信达证券研发中心

图 13：盈利能力走势



资料来源：Wind，信达证券研发中心

### 1.7 仙鹤的估值体系如何看？

**估值中枢有望修复。** 特种纸商业模式具备产品&客户差异化，成长性好于大宗纸，底部盈利&盈利稳定性强于大宗纸，因此特种纸行业估值理应高于大宗纸。2023 年前仙鹤历史 PE 估值基本处于 15X+，近几年由于供需关系恶化、估值在 10X-15X 左右徘徊，2023H2 至今 PB 估值徘徊在 1.2X-2.0X。仙鹤龙头核心地位&长期成长性未变，盈利中枢抬升（林浆纸一体化），2025 年目前 PE 估值 10X+，PB 估值约 2X。历史复盘，仙鹤估值体系的变化主要源于单吨盈利的释放，我们认为伴随 24 年纸浆产能落地，25 年浆价温和上涨将驱动仙鹤单吨盈利增长。

图 14：PE Band (盈利预测)



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 15：PB Band (LF)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 2. 盈利预测&投资评级

预期公司 **2024-2026** 年收入分别为 **100.65、132.84、166.37** 亿元(同比+**17.7%、32.0%、25.2%**); 毛利率受益于自制浆占比提升、成本改善, 预计分别为 **15.4%、15.7%、16.0%**。其中:

**日用消费系列:** 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。预计公司 24-26 年收入增速分别为 26.3%、32.5%、20.2%, 毛利率分别为 16.5%、16.5%、17.0%。

**食品与医疗包装用纸:** 禁塑令下市场空间打开, 公司 30 万吨新增产能持续爬坡, 预计公司 24-26 年收入增速分别为 7.3%、64.3%、52.9%, 毛利率分别为 10.0%、12.0%、13.0%。

**商务交流及出版社印刷系列:** 公司产品优异, 市占率领先, 24-26 年收入增速预计分别为 -5.6%、+42.5%、+13.8%, 毛利率分别为 16.5%、16.5%、17.0%。

**烟草行业用纸:** 由于全球控烟趋严, 预计传统烟草行业用纸需求平稳, 24-26 年收入增速预计分别为 0.2%、7.5%、持平, 毛利率分别为 20.0%、20.5%、20.5%。

**电气及工业用纸:** 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, 具有不可替代性及广阔的市场发展空间, 预计 24-26 年收入增速分别为 43.5%、-0.9%、22.2%, 毛利率预计分别为 17.0%、17.5%、18.0%。

**特种浆及其他:** 公司自制浆逐步投产, 预计 24 年纸浆产能初期部分外售, 此后主要自供为主。预计 24-26 年收入增速分别为 150.0%、持平、持平, 毛利率预计分别为 8.0%、8.0%、8.0%。

**图 16: 收入拆分 (百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	6016.97	7738.31	8553.47	10064.88	13284.41	16636.96
yoy	24.2%	28.6%	10.5%	17.7%	32.0%	25.2%
毛利率	20.0%	11.5%	11.6%	15.4%	15.7%	16.0%
<b>1、商务交流及防伪用纸</b>						
收入	835.18	773.22	711.60	671.62	957.12	1089.37
yoy	7.1%	-7.4%	-8.0%	-5.6%	42.5%	13.8%
毛利率	14.5%	11.8%	14.3%	16.5%	16.5%	17.0%
<b>2、烟草行业用纸</b>						
收入	786.04	805.55	812.23	813.97	875.24	875.24
yoy	8.2%	2.5%	0.8%	0.2%	7.5%	0.0%
毛利率	29.2%	15.2%	16.5%	20.0%	20.5%	20.5%
<b>3、食品与医疗包装用纸</b>						
收入	993.46	1510.92	1731.79	1858.63	3053.80	4670.70
yoy	16.8%	52.1%	14.6%	7.3%	64.3%	52.9%
毛利率	23.6%	11.7%	6.9%	10.0%	12.0%	13.0%
<b>4、电气及工业用纸</b>						
收入	510.22	577.68	681.28	977.32	968.32	1183.50
yoy	32.6%	13.2%	17.9%	43.5%	-0.9%	22.2%
毛利率	25.3%	14.3%	14.3%	17.0%	17.5%	18.0%
<b>5、日用消费系列</b>						
收入	2498.75	3556.12	4106.99	5185.55	6872.13	8260.36
yoy	41.6%	42.3%	15.5%	26.3%	32.5%	20.2%
毛利率	17.2%	10.0%	11.0%	16.5%	16.5%	17.0%
<b>6、其他业务</b>						
收入	265.10	362.34	447.59	402.83	402.83	402.83
yoy	48.1%	36.7%	23.5%	-10.0%	0.0%	0.0%
毛利率	11.7%	14.2%	17.3%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>7、特种浆纸及其他</b>						
收入	128.21	152.47	61.99	154.97	154.97	154.97
yoy	-19.4%	18.9%	-59.3%	150.0%	0.0%	0.0%
毛利率	13.9%	7.5%	20.5%	8.0%	8.0%	8.0%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司林浆纸一体化布局趋于完善、原材料周期影响趋弱;短期成本改善、均价稳健,盈利周期有望触底回暖。我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 **100.7、132.8、166.4 亿元** (同比分别+17.7%、32.0%、25.2%), 归母净利润分别为 **10.4、14.4、17.7 亿元**, 对应 PE 估值分别为 **14.5X、10.5X、8.5X**。将五洲特纸、冠豪高新、华旺科技作为同行业可比公司, 25 年行业平均 PE 估值为 12.4X。考虑到公司未来成本优势明确, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

**图 17: 同行业估值对比 (EPS 单位: 元/股)**

证券代码	证券名称	收盘价	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
605007.SH	五洲特纸	12.64	0.92	1.24	1.57	13.78	10.16	2.01
605377.SH	华旺科技	12.35	1.31	1.52	1.75	9.42	8.12	7.04
600433.SH	冠豪高新	3.16	0.06	0.17	0.25	49.69	18.92	12.86
	行业平均	9.38	0.76	0.98	1.19	24.30	12.40	7.31
603733.SH	仙鹤股份	21.35	1.48	2.03	2.51	14.45	10.50	8.50

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 (股价日期为 2025 年 1 月 24 日, 仙鹤股份 EPS 为信达证券研发中心预测, 可比公司 EPS 来自 Wind 一致预期)

### 3. 风险提示

**终端需求不及预期:** 若终端需求疲软, 公司纸价可能受影响, 从而拖累盈利能力。

**产能投放不及预期:** 若新客户开拓或老客户供应额提升缓慢, 公司新增产能爬坡将受影响, 成长速度放缓。

**竞争加剧:** 若行业竞争加剧, 有可能发生价格战风险, 拖累公司盈利。

**木片价格大幅上涨。** 若木片价格上涨, 则影响公司制浆成本, 从而拖累盈利能力。

会计年度	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	6,969	7,706	9,479	11,806	14,803
货币资金	944	1,228	2,521	3,341	4,761
应收票据	5	3	5	7	8
应收账款	1,310	1,412	1,538	2,030	2,311
预付账款	157	60	125	170	176
存货	2,055	2,777	2,928	3,691	4,797
其他	2,498	2,226	2,362	2,567	2,750
<b>非流动资产</b>	6,295	11,163	13,905	13,540	12,966
长期股权投资	864	955	955	955	955
固定资产(合计)	2,846	3,526	4,662	5,391	5,772
无形资产	773	968	968	968	968
其他	1,812	5,714	7,320	6,226	5,270
<b>资产总计</b>	13,264	18,870	23,384	25,346	27,769
<b>流动负债</b>	4,074	5,613	6,198	7,251	8,551
短期借款	1,771	2,372	2,572	2,572	2,572
应付票据	839	412	426	560	720
应付账款	1,182	1,997	2,482	3,268	4,270
其他	281	832	718	851	990
<b>非流动负债</b>	2,278	5,895	9,168	9,168	9,168
长期借款	0	3,409	6,409	6,409	6,409
其他	2,278	2,486	2,758	2,758	2,758
<b>负债合计</b>	6,352	11,508	15,365	16,418	17,719
少数股东权益	32	36	40	48	57
归属母公司股东权益	6,880	7,326	7,978	8,879	9,992
<b>负债和股东权益</b>	13,264	18,870	23,384	25,346	27,769

**重要财务指标**

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,738	8,553	10,065	13,284	16,637
同比(%)	28.6%	10.5%	17.7%	32.0%	25.2%
归属母公司净利润	710	664	1,043	1,435	1,773
同比(%)	-30.1%	-6.5%	57.1%	37.7%	23.5%
毛利率(%)	11.5%	11.6%	15.4%	15.7%	16.0%
ROE%	10.3%	9.1%	13.1%	16.2%	17.7%
EPS(摊薄)(元)	1.01	0.94	1.48	2.03	2.51
P/E	21.22	22.71	14.45	10.50	8.50
P/B	2.19	2.06	1.89	1.70	1.51
EV/EBITDA	23.24	16.51	12.28	9.16	7.27

会计年度	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	7,738	8,553	10,065	13,284	16,637
营业成本	6,848	7,560	8,511	11,204	13,975
营业税金及附加	43	67	70	93	121
销售费用	26	32	30	46	67
管理费用	124	147	151	199	283
研发费用	104	113	136	199	283
财务费用	68	182	249	232	199
减值损失合计	-10	-32	-100	-30	-30
投资净收益	140	211	221	226	250
其他	146	102	128	119	77
<b>营业利润</b>	801	733	1,167	1,625	2,006
营业外收支	-7	-1	-4	-4	-4
<b>利润总额</b>	794	732	1,164	1,622	2,003
所得税	79	65	116	178	220
<b>净利润</b>	715	667	1,048	1,443	1,782
少数股东损益	5	3	5	8	9
<b>归属母公司净利润</b>	710	664	1,043	1,435	1,773
EBITDA	1,041	1,107	1,945	2,518	2,976
EPS(当年)(元)	1.01	0.94	1.48	2.03	2.51

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金</b>	72	62	1,720	1,802	2,406
净利润	715	667	1,048	1,443	1,782
折旧摊销	362	426	532	665	774
财务费用	67	189	318	383	383
投资损失	-139	-230	-221	-226	-250
营运资金变动	-924	-993	-18	-484	-307
其它	-10	2	61	20	23
<b>投资活动现金流</b>	-651	-3,740	-3,016	-65	57
资本支出	-906	-4,315	-3,996	-290	-193
长期投资	92	388	0	0	0
其他	162	187	980	226	250
<b>筹资活动现金流</b>	638	3,762	2,589	-917	-1,043
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	1,081	4,010	3,200	0	0
支付利息或股息	-271	-322	-706	-917	-1,043
<b>现金流净增加额</b>	71	58	1,293	820	1,420



## 研究团队简介

姜文锬，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于浙商证券、国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。