

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

仙鹤股份(603733)

投资评级 买入

上次评级 买入

姜文镗 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

仙鹤股份：控股股东大额增持，成本改善+销量增量+新产品开发

2025年04月09日

报告内容摘要：

事件：公司控股股东仙鹤集团计划自4月7日起6个月内，累计拟增持股份金额3-5亿元，彰显发展信心和投资价值。

浆纸价格小幅探涨，成本改善明确。我们预计Q1公司盈利有望环比平稳或小幅改善，Q2有望创新高，全年盈利有望超预期。

1) 浆纸价格小幅提升：我们预计2-3月热转印、热敏、格拉辛、食品卡等景气向上纸种提价部分落地，且4月仍有提价预期；4月浆厂坚持挺价（阔叶+20美金/吨）、以涨促销，后续浆价或震荡偏强，驱动盈利能力提升。

2) 新基地成本改善：公司广西基地、湖北基地林浆纸一体化匹配度逐步提高，伴随新基地产能爬坡，我们预计盈利中枢持续向上。

3) 原料结构持续丰富：广西桉木浆、湖北芦苇浆已真实应用在产品中，带来明确成本下降；未来有望进一步丰富原材料体系，广西木片依托自有林地+政府协调国有林场+具运输成本优势的市场化采购，原料优势有望逐步放大。

成长路径清晰，新基地扩张+新产品开发+海外业务扩张。

新基地扩张：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年造纸产量增速高达30%+，浆纸协同有望带来经营成本改善。

新产品开发：公司持续开发差异化产品，包括电解纸、固态电池绝缘纸、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、缓释薄片材料（加热不燃烧）、纸基滤棒材料、生活用纸等新产品。

海外业务扩张：持续开发新产品替代进口海外产品，我们预计未来也会逐步加强产品、产能出海，海外收入占比持续提高，后续有望凭借海外产能实现加速扩张。

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10.6、14.4、17.9亿元，对应PE估值分别为13.5X、10.0X、8.0X，维持“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。

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	1,060	1,441	1,790
增长率 YoY%	-30.1%	-6.5%	59.8%	35.9%	24.3%
毛利率%	11.5%	11.6%	15.4%	15.7%	16.0%
净资产收益率ROE%	10.3%	9.1%	13.3%	16.2%	17.9%
EPS(摊薄)(元)	1.01	0.94	1.50	2.04	2.54
市盈率 P/E(倍)	20.20	21.61	13.53	9.96	8.01
市净率 P/B(倍)	2.09	1.96	1.80	1.61	1.43

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

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 4 月 9 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,969	7,706	8,390	10,220	12,128	营业总收入	7,738	8,553	10,065	13,284	16,637
货币资金	944	1,228	1,432	1,755	2,086	营业成本	6,848	7,560	8,511	11,204	13,975
应收票据	5	3	5	7	8	营业税金及附加	43	67	70	93	121
应收账款	1,310	1,412	1,538	2,030	2,311	销售费用	26	32	30	46	67
预付账款	157	60	125	170	176	管理费用	124	147	151	199	283
存货	2,055	2,777	2,928	3,691	4,797	研发费用	104	113	136	199	283
其他	2,498	2,226	2,362	2,567	2,750	财务费用	68	182	229	226	180
非流动资产	6,295	11,163	14,105	13,740	13,166	减值损失合计	-10	-32	-100	-30	-30
长期股权投资	864	955	1,155	1,155	1,155	投资净收益	140	211	221	226	250
固定资产(合计)	2,846	3,526	4,662	5,391	5,772	其他	146	102	128	119	77
无形资产	773	968	968	968	968	营业利润	801	733	1,187	1,631	2,025
其他	1,812	5,714	7,320	6,226	5,270	营业外收支	-7	-1	-4	-4	-4
资产总计	13,264	18,870	22,495	23,960	25,294	利润总额	794	732	1,184	1,628	2,022
流动负债	4,074	5,613	5,498	6,451	7,451	所得税	79	65	118	179	222
短期借款	1,771	2,372	1,872	1,772	1,472	净利润	715	667	1,065	1,449	1,800
应付票据	839	412	426	560	720	少数股东损益	5	3	5	8	9
应付账款	1,182	1,997	2,482	3,268	4,270	归属母公司净利润	710	664	1,060	1,441	1,790
其他	281	832	718	851	990	EBITDA	1,041	1,107	1,945	2,518	2,976
非流动负债	2,278	5,895	8,968	8,568	7,768	EPS(当年)(元)	1.01	0.94	1.50	2.04	2.54
长期借款	0	3,409	6,209	5,809	5,009						
其他	2,278	2,486	2,758	2,758	2,758						
负债合计	6,352	11,508	14,465	15,018	15,219						
少数股东权益	32	36	41	48	57						
归属母公司股东权益	6,880	7,326	7,989	8,894	10,018						
负债和股东权益	13,264	18,870	22,495	23,960	25,294						

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	1,060	1,441	1,790
同比(%)	-30.1%	-6.5%	59.8%	35.9%	24.3%
毛利率(%)	11.5%	11.6%	15.4%	15.7%	16.0%
ROE%	10.3%	9.1%	13.3%	16.2%	17.9%
EPS(摊薄)(元)	1.01	0.94	1.50	2.04	2.54
P/E	20.20	21.61	13.53	9.96	8.01
P/B	2.09	1.96	1.80	1.61	1.43
EV/EBITDA	23.24	16.51	12.01	8.95	7.09

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	72	62	1,718	1,758	2,341
净利润	715	667	1,065	1,449	1,800
折旧摊销	362	426	532	665	774
财务费用	67	189	298	333	300
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
投资活动现金流	-651	-3,740	-3,216	-65	57
资本支出	-906	-4,315	-3,996	-290	-193
长期投资	92	388	-200	0	0
其他	162	187	980	226	250
筹资活动现金流	638	3,762	1,702	-1,369	-2,067
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	1,081	4,010	2,300	-500	-1,100
支付利息或股息	-271	-322	-693	-869	-967
现金流净增加额	71	58	204	324	331

研究团队简介

姜文锬，信达证券研究开发中心所长助理，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，主要覆盖家居、个护、宠物、智能眼镜、潮玩、包装等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年左右消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖 IP 零售、母婴、电商、美护等赛道。

龚轶之，CFA，毕业于伦敦政治经济学院。曾就职于国金证券研究所，4 年消费行业研究经验，跟随团队在水晶球、金麒麟、Wind 金牌分析师等评选中获得佳绩。主要覆盖民用电工、文具、电动工具、照明、智能家居赛道。

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。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。