

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

姜文镒 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

李晨 新消费行业分析师

执业编号: S1500525060001

邮箱: lichen1@cindasc.com

仙鹤股份：发力布局竹浆，加速产业链资源布局

2025 年 07 月 03 日

报告内容摘要：

事件：公司发布公告，拟投资四川竹浆纸用一体化高性能纸基新材料项目，总投资额 110 亿元，其中一期/二期均计划建设 40 万吨竹浆、60 万吨纸，以及配套设施&竹林基地，两期项目合计将为公司贡献 80 万吨竹浆&120 万吨纸。一期达产后年产值约 51.5 亿元，公司预计正式开工之日起 3 年内投产，二期未来择机建设。四川人工竹林面积约 66 万公顷，占全国比例 17%、排名第一。近年来四川省大力发展“竹—浆—纸—加工—销售”一体化产业集群，已成为最大的竹浆纸生产省份。我们认为公司此次投资主要为抢占国内优质竹林资源，未来浆线有望率先投产。

政策加持、技术进步，竹浆市场空间扩容可期。2023 年全年竹浆产量为 254 万吨，占纸浆总产量仅 2.9%。2023 年 10 月发改委印发《加快“以竹代塑”发展三年行动计划》，11 月中国政府与国际竹藤组织联合发布《“以竹代塑”全球行动计划（2023—2030 年）》，竹浆纸产业顶层设计基本完成，预计未来 3 年内 200-250 万吨新建产能将投产（不含仙鹤此次规划）。竹子纤维形态和纤维素含量品质介于针叶木、阔叶木之间，竹浆品种质量可与木浆媲美，近年来我国已突破竹浆/溶解浆生产关键技术、竹高得率浆漂白白度增限也取得突破性进展。竹浆已可生产各类高档纸基产品，未来凭借我国竹林资源禀赋有望高速发展。

浆纸磨底，盈利改善趋势明确。Q2 受制于内需疲软，浆纸价格均阶段性下降，但公司广西&湖北基地林浆纸一体化匹配度逐步提高，新产能落地后产销保持相对景气，Q2 整体利润仍有望小幅改善。现阶段浆纸价格已处明确底部区间，浆纸价格 8-9 月有望企稳反弹，叠加 Q3 公司成本边际优化（低价浆入库），吨盈利修复可期。展望未来，我们认为公司全年造纸产销增速 30%+预期未变，中长期浆纸协同有望持续驱动经营成本改善，待四川新基地落地后成长逻辑有望延续。

盈利预测&投资评级：我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 13.1、17.1、20.0 亿元，对应 PE 估值分别为 11.1X、8.5X、7.3X。盈利预测下调主要系近期纸价超预期下滑，但考虑到公司成本端 Q3 改善趋势明确，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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	8,553	10,274	13,601	17,140	20,786
增长率 YoY %	10.5%	20.1%	32.4%	26.0%	21.3%
归属母公司净利润(百万元)	664	1,004	1,305	1,706	2,002
增长率 YoY%	-6.5%	51.2%	30.0%	30.8%	17.4%
毛利率%	11.6%	15.5%	15.8%	16.7%	16.5%
净资产收益率ROE%	9.1%	12.4%	14.6%	17.0%	17.7%
EPS(摊薄)(元)	0.94	1.42	1.85	2.42	2.84
市盈率 P/E(倍)	21.90	14.48	11.14	8.52	7.26
市净率 P/B(倍)	1.98	1.80	1.63	1.45	1.28

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 7 月 2 日收盘价

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

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,706	8,232	9,433	12,034	15,000	营业总收入	8,553	10,274	13,601	17,140	20,786
货币资金	1,228	805	349	1,038	1,861	营业成本	7,560	8,685	11,454	14,274	17,360
应收票据	3	1	5	5	5	营业税金及附加	67	72	92	123	145
应收账款	1,412	1,821	2,319	2,930	3,594	销售费用	32	37	68	86	125
预付账款	60	105	164	163	219	管理费用	147	174	245	326	416
存货	2,777	3,413	4,048	5,299	6,467	研发费用	113	134	218	343	437
其他	2,226	2,088	2,547	2,600	2,854	财务费用	182	236	269	303	312
非流动资产	11,163	15,090	15,445	15,119	14,645	减值损失合计	-32	-74	0	0	0
长期股权投资	955	1,083	1,083	1,083	1,083	投资净收益	211	181	204	223	249
固定资产(合计)	3,526	8,142	9,383	9,788	9,904	其他	102	88	0	0	0
无形资产	968	952	920	888	856	营业利润	733	1,132	1,460	1,909	2,242
其他	5,714	4,912	4,059	3,360	2,802	营业外收支	-1	-1	0	0	0
资产总计	18,870	23,322	24,877	27,153	29,645	利润总额	732	1,131	1,460	1,909	2,242
流动负债	5,613	5,238	5,949	7,107	8,285	所得税	65	118	146	191	224
短期借款	2,372	1,585	1,585	1,585	1,585	净利润	667	1,013	1,314	1,718	2,018
应付票据	412	416	859	844	1,053	少数股东损益	3	9	9	12	15
应付账款	1,997	2,554	2,790	3,815	4,658	归属母公司净利润	664	1,004	1,305	1,706	2,002
其他	832	683	716	864	990	EBITDA	1,107	1,688	2,893	3,537	4,028
非流动负债	5,895	9,946	9,933	9,933	9,933	EPS(当年)(元)	0.94	1.42	1.85	2.42	2.84
长期借款	3,409	7,186	7,186	7,186	7,186	现金流量表					
其他	2,486	2,760	2,747	2,747	2,747	单位:百万元					
负债合计	11,508	15,184	15,883	17,041	18,219	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	36	45	54	67	82	经营活动现金	62	402	1,750	2,409	2,621
归属母公司股东权益	7,326	8,092	8,940	10,046	11,345	净利润	667	1,013	1,314	1,718	2,018
负债和股东权益	18,870	23,322	24,877	27,153	29,645	折旧摊销	426	518	1,164	1,326	1,474
重要财务指标						财务费用	189	236	343	343	343
单位:百万元						投资损失	-230	-198	-204	-223	-249
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	营运资金变动	-993	-1,196	-850	-755	-964
营业总收入	8,553	10,274	13,601	17,140	20,786	其它	2	30	-17	0	0
同比(%)	10.5%	20.1%	32.4%	26.0%	21.3%	投资活动现金流	-3,740	-3,070	-1,305	-777	-751
归属母公司净利润	664	1,004	1,305	1,706	2,002	资本支出	-4,315	-3,893	-1,500	-1,000	-1,000
同比(%)	-6.5%	51.2%	30.0%	30.8%	17.4%	长期投资	388	736	0	0	0
毛利率(%)	11.6%	15.5%	15.8%	16.7%	16.5%	其他	187	88	195	223	249
ROE%	9.1%	12.4%	14.6%	17.0%	17.7%	筹资活动现金流	3,762	2,407	-902	-943	-1,047
EPS(摊薄)(元)	0.94	1.42	1.85	2.42	2.84	吸收投资	0	0	0	0	0
P/E	21.90	14.48	11.14	8.52	7.26	借款	4,010	2,990	0	0	0
P/B	1.98	1.80	1.63	1.45	1.28	支付利息或股息	-322	-508	-802	-943	-1,047
EV/EBITDA	16.51	14.69	8.68	6.91	5.86	现金流净增加额	58	-298	-456	689	823

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/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理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。