

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

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：底部利润夯实，林浆纸布局持续完善

2025 年 08 月 24 日

报告内容摘要：

事件：公司发布 2025 年半年度报告。25H1 收入实现 59.91 亿元（同比+30.1%），归母净利润为 4.74 亿元（同比-13.8%），扣非归母净利润为 4.43 亿元（同比-11.2%）。单 Q2 收入实现 30.00 亿元（同比+25.3%），归母净利润为 2.38 亿元（同比-15.4%），扣非归母净利润为 2.19 亿元（同比-16.4%）。

点评：受益于新基地浆纸放量，公司收入维系高增；利润环比稳定，部分纸种价格下降且湖北基地仍处扭亏阶段（25H1 亏损 0.74 亿元），但广西基地贡献增量，逆势保持业绩稳定。

自制浆占比提升，盈利底部夯实。根据我们测算，公司 Q2 造纸均价环比下滑约 578 元/吨，但由于自制浆放量（广西/湖北 H1 纸浆产量分别为 21.2/10.3 万吨），公司成本端受益明显，造纸吨盈利保持平稳（其中我们预计薄纸环比平稳、厚纸稳步减亏、夏王环比小幅改善）。展望未来，纸浆 8 月已现反弹，Suzano 阔叶浆 8/9 月均提价 20 美元/吨，伴随降息驱动全球需求回暖，我们预计 Q3 公司均价边际小幅向上，成本受益于自制浆爬坡及低价浆入库、有望持续优化，吨净利逐步改善。

多元矩阵共驱成长，新品类有望贡献远期增量。分产品来看，25H1 公司日用消费/食品医疗/商务交流/烟草行业/电气及工业收入分别实现 25.56/10.34/3.52/4.45/4.10 亿元（同比分别+11.2%/+22.9%/+2.9%/+13.8%/+3.5%）。其中，日用消费系列销量提升 24.9%，我们判断均价下滑主要系热转印等承压纸种拖累，其余品种价格预计保持稳定；食品医疗销量提升 35.7%，我们判断价格承压主要系厚纸占比提升影响。公司持续加大新品类、新领域研发投入，在新型烟草方面已与国内外知名企业建立合作，并致力于以纸代塑产品迭代开发，未来产品矩阵有望持续拓宽。

广西&湖北林浆纸基地有望贡献重要增量。25H1 公司湖北基地产出 7.28 万吨纸/10.30 万吨浆，广西基地产出 11.08 万吨纸/21.24 万吨浆，两地自制浆已基本达到进口木浆水准、打破公司进口原料依赖。广西基地 25H1 成功贡献利润 1.17 亿元，湖北基地产能持续爬坡、我们预计 H2 有望逐步扭亏。展望未来，2025 年两大项目一期工程将全部落地，合计投产约 90 万吨以上造纸产能、90 万吨制浆产能，根据我们测算，25 年公司产量有望同比增长 30%—40%，且广西二期将在 25 年开工建设，未来成长动能充沛。

盈利环比稳定，费用管控优异。25Q2 公司毛利率为 12.8%（同比-4.6pct，环比-1.8pct），净利率为 7.9%（同比-3.8pct，环比-0.05pct）。费用方面，25Q2 期间费用率为 6.2%（同比+0.2pct），其中销售/研发/管理/财务费用率分别为 0.3%、1.1%、1.9%、2.9%（同比分别+0.1pct、-0.2pct、+0.2pct、+0.1pct）。公司 25Q2 经营性现金流净额为 5.24 亿元（同比+0.34 亿元），存货/应收/应付周转天数分别为 124.97/54.67/85.90 天（同比分别-15.96/-4.36/-8.55 天）。

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 11.1、16.2、19.3 亿元，对应 PE 估值分别为 16.4X、11.3X、9.5X，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	12,855	16,786	20,296
增长率 YoY %	10.5%	20.1%	25.1%	30.6%	20.9%
归属母公司净利润 (百万元)	664	1,004	1,112	1,621	1,929
增长率 YoY%	-6.5%	51.2%	10.8%	45.8%	19.0%
毛利率%	11.6%	15.5%	14.3%	16.2%	16.4%
净资产收益率ROE%	9.1%	12.4%	12.6%	16.4%	17.3%
EPS(摊薄)(元)	0.94	1.42	1.57	2.30	2.73
市盈率 P/E(倍)	27.54	18.21	16.44	11.27	9.48
市净率 P/B(倍)	2.49	2.26	2.07	1.85	1.64

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 8 月 22 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,706	8,232	9,249	11,883	14,731
货币资金	1,228	805	509	1,045	1,857
应收票据	3	1	5	5	5
应收账款	1,412	1,821	2,192	2,869	3,509
预付账款	60	105	158	161	214
存货	2,777	3,413	3,894	5,225	6,323
其他	2,226	2,088	2,491	2,578	2,823
非流动资产	11,163	15,090	15,548	15,222	14,748
长期股权投资	955	1,083	1,083	1,083	1,083
固定资产(合计)	3,526	8,142	9,383	9,788	9,904
无形资产	968	952	920	888	856
其他	5,714	4,912	4,161	3,463	2,905
资产总计	18,870	23,322	24,797	27,104	29,480
流动负债	5,613	5,238	5,949	7,194	8,304
短期借款	2,372	1,585	1,585	1,585	1,585
应付票据	412	416	826	832	1,029
应付账款	1,997	2,554	2,684	3,762	4,554
其他	832	683	855	1,016	1,136
非流动负债	5,895	9,946	9,979	9,979	9,979
长期借款	3,409	7,186	7,186	7,186	7,186
其他	2,486	2,760	2,793	2,793	2,793
负债合计	11,508	15,184	15,929	17,174	18,284
少数股东权益	36	45	53	65	80
归属母公司股东权益	7,326	8,092	8,815	9,866	11,116
负债和股东权益	18,870	23,322	24,797	27,104	29,480

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8,553	10,274	12,855	16,786	20,296
同比(%)	10.5%	20.1%	25.1%	30.6%	20.9%
归属母公司净利润	664	1,004	1,112	1,621	1,929
同比(%)	-6.5%	51.2%	10.8%	45.8%	19.0%
毛利率(%)	11.6%	15.5%	14.3%	16.2%	16.4%
ROE%	9.1%	12.4%	12.6%	16.4%	17.3%
EPS(摊薄)(元)	0.94	1.42	1.57	2.30	2.73
P/E	27.54	18.21	16.44	11.27	9.48
P/B	2.49	2.26	2.07	1.85	1.64
EV/EBITDA	16.51	14.69	10.68	8.24	6.94

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8,553	10,274	12,855	16,786	20,296
营业成本	7,560	8,685	11,018	14,075	16,974
营业税金及附加	67	72	87	121	142
销售费用	32	37	64	101	162
管理费用	147	174	244	336	447
研发费用	113	134	193	269	325
财务费用	182	236	294	298	332
减值损失合计	-32	-74	0	0	0
投资净收益	211	181	212	227	244
其他	102	88	77	0	0
营业利润	733	1,132	1,244	1,814	2,159
营业外收支	-1	-1	0	0	0
利润总额	732	1,131	1,244	1,814	2,159
所得税	65	118	124	181	216
净利润	667	1,013	1,120	1,633	1,943
少数股东损益	3	9	8	12	15
归属母公司净利润	664	1,004	1,112	1,621	1,929
EBITDA	1,107	1,688	2,702	3,437	3,965
EPS(当年)(元)	0.94	1.42	1.57	2.30	2.73

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	62	402	1,720	2,222	2,590
净利润	667	1,013	1,120	1,633	1,943
折旧摊销	426	518	1,164	1,326	1,474
财务费用	189	236	343	343	343
投资损失	-230	-198	-212	-227	-244
营运资金变动	-993	-1,196	-670	-852	-927
其它	2	30	-25	0	0
投资活动现金流	-3,740	-3,070	-1,392	-773	-756
资本支出	-4,315	-3,893	-1,500	-1,000	-1,000
长期投资	388	736	0	0	0
其他	187	88	108	227	244
筹资活动现金流	3,762	2,407	-625	-913	-1,021
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	4,010	2,990	0	0	0
支付利息或股息	-322	-508	-734	-913	-1,021
现金流净增加额	58	-298	-296	536	812

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。

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。