

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

姜文锜 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: lichen@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：提价落地、盈利扩张，浆纸匹配持续提升

2026年05月01日

报告内容摘要：

事件：公司发布 2025 年报&2026 一季报。25 全年实现收入 123.43 亿元（同比+20.1%），归母净利润 10.13 亿元（同比+0.9%），扣非归母净利润 9.15 亿元（同比-2.0%）；25Q4 实现收入 30.23 亿元（同比+8.9%），归母净利润 2.35 亿元（同比+25.6%），扣非归母净利润 2.25 亿元（同比+17.7%）；26Q1 实现收入 31.67 亿元（同比+5.9%），归母净利润 2.51 亿元（同比+6.2%），扣非归母净利润 2.32 亿元（同比+3.8%）。

价格攀升，盈利扩张。根据我们测算，25Q4 公司薄纸均价环比下滑，受益于成本支撑（阔叶浆自 25 年 7 月起底部持续提价），公司 12 月起开启提价周期，26 年节后旺季小阳春，纸类提价品类拓宽、频率加快，26Q1 均价已显现回暖趋势。尽管高价原材料到库推高成本，但凭借纸浆自供比例提升&提价落地，我们判断 26Q1 公司吨盈利已显著回暖。展望未来，当前浆价高位震荡，特纸仍处提价通道，我们判断 26Q2 公司吨盈利有望延续提升趋势，且伴随产销改善，整体利润边际或将加速扩张。此外，我们预计 26Q1 厚纸仍延续承压趋势，后续产品结构优化有望助力其扭亏；夏王 26Q1 或受人民币升值&海外地缘冲突影响，吨盈利环比承压，但装饰原纸行业供给优化、格局优异，后续盈利能力或将高位盘整。

浆纸协同优势放大。截至 25 年底，公司浆纸年产能已超 200 万吨，并构建了涵盖林地、化工、制浆、能源、物流、原纸及纸制品等全产业链体系，产业宽度和深度布局日趋完善。25 年公司密集投产，产能利用率以及纸浆配套均处于稳步提升态势。根据公司公告，25 年将重点推动两大基地一期项目满产达产，我们预计 26 年浆纸匹配持续优化，且高开工率、浆线成本优化、浆纸配套提升助推内生盈利改善。此外，公司广西二期（60 万吨浆/70 万吨纸）预计 27 年中落地（其中 PM6 有望 26 年 9 月投产），并在四川规划 40 万吨竹浆&60 万吨纸，未来浆纸产业布局持续深化，有望进一步夯实龙头地位。

毛利率环比改善，费用表现平稳。26Q1 公司毛利率为 14.84%（同比+0.2pct、环比+2.0pct），净利率为 7.92%（同比+0.02pct、环比+0.8pct）；费用表现来看，26Q1 期间费用率为 6.52%（同比+0.29pct），其中销售/研发/管理/财务费用率分别为 0.45%/1.57%/1.64%/2.87%（同比分别+0.2/+0.2/+0.1/-0.2pct），整体表现平稳。

现金流表现优异，营运能力保持稳定。26Q1 经营性现金流净额为 3.03 亿元（同比+4.98 亿元）；存货/应收/应付周转天数分别为 133.9/52.3/72.7 天（同比+9.8 天/-3.9 天-10.5 天）。

盈利预测与投资建议：我们预计 2026-2028 年归母净利润分别为 14.1、17.0、20.7 亿元，对应 PE 估值分别为 11.1X、9.2X、7.5X，维持“买入”评级。

风险提示：终端需求不及预期，产能爬坡不及预期，竞争加剧。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	10,274	12,343	15,825	18,461	21,699
增长率 YoY %	20.1%	20.1%	28.2%	16.7%	17.5%
归属母公司净利润 (百万元)	1,004	1,013	1,410	1,695	2,074
增长率 YoY%	51.2%	0.9%	39.2%	20.3%	22.3%
毛利率%	15.5%	13.7%	14.7%	15.6%	16.2%
净资产收益率ROE%	12.4%	11.6%	14.9%	16.4%	18.2%
EPS(摊薄)(元)	1.42	1.43	1.99	2.40	2.93
市盈率 P/E(倍)	15.53	15.40	11.06	9.20	7.52
市净率 P/B(倍)	1.93	1.78	1.65	1.51	1.37

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 4 月 30 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	8,232	8,377	10,468	12,693	15,341	
货币资金	805	507	975	1,947	3,224	
应收票据	1	1	2	3	3	
应收账款	1,821	1,805	2,242	2,615	3,014	
预付账款	105	92	129	157	171	
存货	3,413	3,907	5,050	5,860	6,733	
其他	2,088	2,065	2,069	2,111	2,196	
非流动资产	15,090	16,509	17,217	16,933	16,236	
长期股权投资	1,083	1,186	1,186	1,186	1,186	
固定资产(合计)	8,142	11,922	13,446	13,532	13,060	
无形资产	952	1,012	977	943	908	
其他	4,912	2,390	1,608	1,272	1,081	
资产总计	23,322	24,886	27,684	29,626	31,577	
流动负债	5,238	5,547	6,826	7,590	8,467	
短期借款	1,585	1,979	2,479	2,679	2,779	
应付票据	416	199	262	303	353	
应付账款	2,554	2,159	2,736	3,161	3,787	
其他	683	1,211	1,349	1,446	1,547	
非流动负债	9,946	10,525	11,319	11,619	11,619	
长期借款	7,186	7,735	8,535	8,835	8,835	
其他	2,760	2,789	2,784	2,784	2,784	
负债合计	15,184	16,072	18,145	19,209	20,086	
少数股东权益	45	71	81	93	108	
归属母公司股东权益	8,092	8,743	9,458	10,324	11,384	
负债和股东权益	23,322	24,886	27,684	29,626	31,577	

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	10,274	12,343	15,825	18,461	21,699
同比(%)	20.1%	20.1%	28.2%	16.7%	17.5%
归属母公司净利润	1,004	1,013	1,410	1,695	2,074
同比(%)	51.2%	0.9%	39.2%	20.3%	22.3%
毛利率(%)	15.5%	13.7%	14.7%	15.6%	16.2%
ROE%	12.4%	11.6%	14.9%	16.4%	18.2%
EPS(摊薄)(元)	1.42	1.43	1.99	2.40	2.93
P/E	15.53	15.40	11.06	9.20	7.52
P/B	1.93	1.78	1.65	1.51	1.37
EV/EBITDA	14.69	13.48	8.50	7.29	6.09

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	10,274	12,343	15,825	18,461	21,699	
营业成本	8,685	10,651	13,495	15,590	18,180	
营业税金及附加	72	92	117	134	160	
销售费用	37	45	79	111	152	
管理费用	174	210	269	314	412	
研发费用	134	176	253	295	347	
财务费用	236	366	347	358	337	
减值损失合计	-100	-39	-20	-20	-20	
投资净收益	181	243	237	258	282	
其他	114	140	95	0	0	
营业利润	1,132	1,148	1,577	1,898	2,373	
营业外收支	-1	-4	0	0	0	
利润总额	1,131	1,145	1,577	1,898	2,373	
所得税	118	126	158	190	285	
净利润	1,013	1,019	1,419	1,708	2,088	
少数股东损益	9	6	10	13	14	
归属母公司净利润	1,004	1,013	1,410	1,695	2,074	
EBITDA	1,688	2,163	3,352	3,840	4,407	
EPS(当年)(元)	1.42	1.43	1.99	2.40	2.93	

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金	402	789	2,112	2,730	3,305
净利润	1,013	1,019	1,419	1,708	2,088
折旧摊销	518	893	1,428	1,584	1,697
财务费用	236	342	362	387	395
投资损失	-198	-243	-237	-258	-282
营运资金变动	-1,196	-1,235	-865	-711	-614
其它	30	14	5	20	20
投资活动现金流	-3,070	-1,924	-1,885	-1,042	-718
资本支出	-3,893	-1,859	-2,000	-1,300	-1,000
长期投资	736	-209	0	0	0
其他	88	144	115	258	282
筹资活动现金流	2,407	983	242	-717	-1,310
吸收投资	0	20	0	0	0
借款	2,990	943	1,300	500	100
支付利息或股息	-508	-678	-1,052	-1,217	-1,410
现金流净增加额	-298	-161	469	972	1,277

研究团队简介

姜文镒，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，2025 年 12 月起担任轻工行业负责人。

骆崢，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 年以上消费行业研究经验，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，主要覆盖黄金珠宝、跨境电商、两轮车、宠物等赛道。

刘田田，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司。

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。