

产能驱动业绩增长, 林浆纸用一体化持续推进

投资要点

- 业绩摘要:** 2025年公司实现营收123.4亿元, 同比+20.1%; 归母净利润10.1亿元, 同比+0.9%; 扣非净利润9.1亿元, 同比-2%。收入增长主要由销量增长驱动。单25Q4实现营收32.8亿元, 同比+8.9%; 实现归母净利润2.3亿元, 同比+25.6%; 实现扣非后归母净利润2.2亿元, 同比+17.7%。26Q1实现营收31.7亿元, 同比+5.9%; 实现归母净利润2.5亿元, 同比+6.2%; 实现扣非净利润2.3亿元, 同比+3.8%。
- 毛利率短期承压, 费用率有所提升。** 2025年整体毛利率为13.7%, 同比-1.8pp。分产品看, 其中日用消费/食品与医疗包装材料/特种浆纸及其他毛利率分别为11.1%/12.4%/10.9%, 同比-5.4pp/+2.1pp/+4pp。25年总费用率为6.4%, 同比+0.8pp, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别为0.4%/1.7%/3%/1.4%, 同比持平/持平/+0.7pp/+0.1pp。财务费用增加主要系支持广西、湖北等重大项目建设导致借款规模增加, 利息支出相应增长所致。2025年净利率为8.2%, 同比-1.6pp。单25Q4毛利率为12.9%, 同比持平; 净利率为7.2%, 同比+0.9pp。26Q1毛利率为14.8%, 同比+0.2pp; 净利率为7.9%, 同比持平。
- “林浆纸用一体化”战略成效显著, 成本护城河加深。** 2025年公司广西、湖北两大基地陆续投产, 截至2025年年末, 广西、湖北两大生产基地共有7条制浆生产线和9条特种纸生产线投入生产, 25年合计贡献纸张产能超51.2万吨, 自产浆68.9万吨, 有效缓解公司对进口木浆的依赖。在建项目中, 广西二期(新增60万吨浆、70万吨纸)已启动, 计划于27年中期全部投产; 四川竹浆纸一体化项目(规划40万吨竹浆、60万吨纸)2026年积极推进前期准备工作以及竹林基地建设、原材料供应链搭建等配套工作。伴随广西后续项目及四川合江项目逐步推进, 公司浆纸协同效应有望进一步释放, 持续打开中长期成长空间。
- 多元产品矩阵持续拓展, 内外销实现稳健增长。** 受益于新产能释放和积极的市场开拓, 公司2025年特种浆纸总销量达180.6万吨, 同比+38.8%, 其中日用消费/食品医疗包装销量分别为77.5/33.6万吨, 销量同比+37.2%/+34.4%。同时, 生活用纸作为公司开辟的新赛道, 2025年正式投产并实现销量4.7万吨, 利用湖北基地的浆纸一体化优势, 定位中高端市场, 投产即实现盈利。从产品收入来看, 2025年日用消费/食品医疗包装/商务交流及出版社印刷材料/烟草行业配套/电气及工业用纸/特种浆纸及其他实现营收55.1/22.9/9.9/4.8/2.1/14.1亿元, 同比+14%/+23.1%/+30.5%/+3.4%/+3%/+81.8%, 产品多元化拓展顺利。分地区看, 25年内销/外销营收达到108.5/10.3亿元, 同比+19.3%/+31.9%, 内销稳健增长, 有序拓展海外市场。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2026-2028年EPS分别为1.76元、2.14元、2.51元, 对应PE分别为13倍、10倍、9倍。考虑到公司产品矩阵丰富, 新基地产能爬坡, 浆纸协同效应将持续在收入及利润端兑现, 维持“持有”评级。
- 风险提示:** 纸价及纸浆价格大幅波动、需求增长不及预期、行业竞争加剧、产能投放不及预期等风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	12342.88	15216.19	17942.69	20329.29
增长率	20.14%	23.28%	17.92%	13.30%
归属母公司净利润(百万元)	1012.62	1243.98	1514.86	1777.24
增长率	0.88%	22.85%	21.78%	17.32%
每股收益EPS(元)	1.43	1.76	2.14	2.51
净资产收益率ROE	11.56%	13.41%	14.87%	15.84%
PE	15	13	10	9
PB	1.78	1.68	1.53	1.39

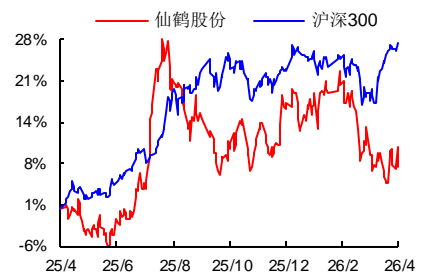
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn

分析师: 沈琪
执业证号: S1250525070006
电话: 023-67506873
邮箱: shenq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.08
流通A股(亿股)	7.08
52周内股价区间(元)	19.77-26.34
总市值(亿元)	155.91
总资产(亿元)	260.18
每股净资产(元)	12.38

相关研究

- 仙鹤股份(603733): 营收表现亮眼, 产能释放打开成长空间 (2025-05-06)

关键假设：

假设 1：日用消费类伴随产能扩张，渠道拓展顺利，销量平稳增长，2026-2028 年日用消费系列销量分别同比+20%、+15%、+10%，新增特种纸产能边际放缓，龙头挺价下 2026-2028 年日用消费系列价格分别同+2%、+2%、+2%。

假设 2：公司持续深化林浆纸用一体化战略，伴随广西二期以及四川合江项目释放特种纸浆产能，特种浆纸及其他 2026-2028 年收入分别同比+50%、+30%、+20%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
合计				
营业收入	12342.9	15216.2	17942.7	20329.3
yoy	20.1%	23.3%	17.9%	13.3%
营业成本	10651.3	13062.4	15260.0	17191.8
毛利率	13.7%	14.2%	15.0%	15.4%
日用消费系列				
收入	5507.8	6741.5	7907.8	8872.6
yoy	14.0%	22.4%	17.3%	12.2%
成本	4897.1	5966.3	6919.3	7719.1
毛利率	11.1%	11.5%	12.5%	13.0%
食品与医疗包装用纸				
收入	2287.0	2915.9	3569.1	4186.5
yoy	23.1%	27.5%	22.4%	17.3%
成本	2003.0	2548.5	3112.2	3650.6
毛利率	12.4%	12.6%	12.8%	12.8%
商务交流及出版印刷材料				
收入	903.5	1084.2	1246.9	1396.5
yoy	30.5%	20.0%	15.0%	12.0%
成本	756.7	910.8	1047.4	1173.1
毛利率	16.3%	16.0%	16.0%	16.0%
烟草行业用纸				
收入	937.8	965.9	994.9	1024.7
yoy	3.4%	3.0%	3.0%	3.0%
成本	694.0	714.8	736.2	758.3
毛利率	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
电气及工业用纸				
收入	824.1	848.8	874.2	900.5
yoy	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
成本	653.9	674.8	695.0	715.9
毛利率	20.7%	20.5%	20.5%	20.5%

百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
特种浆纸及其他				
收入	1413.3	2120.0	2756.0	3307.2
yoy	81.8%	50.0%	30.0%	20.0%
成本	1258.9	1802.0	2259.9	2645.7
毛利率	10.9%	15.0%	18.0%	20.0%
其他				
收入	469.4	539.9	593.8	641.3
yoy	15.8%	15.0%	10.0%	8.0%
成本	387.6	445.4	489.9	529.1
毛利率	17.4%	17.5%	17.5%	17.5%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	12342.88	15216.19	17942.69	20329.29	净利润	1018.90	1252.92	1525.25	1789.63
营业成本	10651.26	13062.42	15259.99	17191.85	折旧与摊销	892.41	1115.58	1151.13	1176.63
营业税金及附加	91.78	98.91	125.60	182.96	财务费用	366.00	622.73	713.42	739.71
销售费用	44.58	45.65	71.77	101.65	资产减值损失	-36.92	10.00	20.00	30.00
管理费用	209.80	258.68	305.03	345.60	经营营运资本变动	-1172.55	-574.20	-1112.75	-968.05
财务费用	366.00	622.73	713.42	739.71	其他	-278.62	-251.56	-258.73	-280.23
资产减值损失	-36.92	10.00	20.00	30.00	经营活动现金流净额	789.21	2175.47	2038.33	2487.70
投资收益	243.32	280.00	260.00	265.00	资本支出	-957.96	-550.00	-250.00	-250.00
公允价值变动损益	0.06	7.91	6.12	5.70	其他	-965.73	287.91	266.12	270.70
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1923.69	-262.09	16.12	20.70
营业利润	1148.41	1405.71	1713.00	2008.23	短期借款	394.13	420.78	-354.44	-782.42
其他非经营损益	-3.87	-2.65	-2.32	-2.59	长期借款	549.21	300.00	200.00	100.00
利润总额	1144.55	1403.06	1710.68	2005.63	股权融资	37.70	0.00	0.00	0.00
所得税	125.65	150.13	185.43	216.00	支付股利	-495.41	-499.74	-613.92	-747.61
净利润	1018.90	1252.92	1525.25	1789.63	其他	497.85	-1119.36	-1013.42	-839.71
少数股东损益	6.28	8.94	10.39	12.39	筹资活动现金流净额	983.48	-898.32	-1781.79	-2269.74
归属母公司股东净利润	1012.62	1243.98	1514.86	1777.24	现金流量净额	-161.26	1015.06	272.65	238.66
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	506.56	1521.62	1794.27	2032.93	成长能力				
应收和预付款项	1915.23	2585.26	3009.77	3382.58	销售收入增长率	20.14%	23.28%	17.92%	13.30%
存货	3907.34	4797.91	5612.90	6332.43	营业利润增长率	1.48%	22.40%	21.86%	17.23%
其他流动资产	2048.26	2223.07	2614.97	2958.02	净利润增长率	0.58%	22.97%	21.74%	17.33%
长期股权投资	1185.90	1185.90	1185.90	1185.90	EBITDA 增长率	27.62%	30.63%	13.79%	9.70%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	13443.94	12894.13	12008.78	11097.93	毛利率	13.71%	14.15%	14.95%	15.43%
无形资产和开发支出	1021.12	1006.21	991.31	976.40	三费率	5.03%	6.09%	6.08%	5.84%
其他非流动资产	858.08	857.20	856.33	855.46	净利率	8.25%	8.23%	8.50%	8.80%
资产总计	24886.42	27071.31	28074.23	28821.65	ROE	11.56%	13.41%	14.87%	15.84%
短期借款	1978.83	2399.61	2045.16	1262.74	ROA	4.09%	4.63%	5.43%	6.21%
应付和预收款项	2647.28	3985.42	4528.35	5013.43	ROIC	7.17%	8.99%	10.55%	11.75%
长期借款	7735.43	8035.43	8235.43	8335.43	EBITDA/销售收入	19.50%	20.66%	19.94%	19.31%
其他负债	3710.24	3307.75	3010.86	2913.60	营运能力				
负债合计	16071.78	17728.21	17819.80	17525.19	总资产周转率	0.51	0.59	0.65	0.71
股本	707.72	707.72	707.72	707.72	固定资产周转率	1.23	1.29	1.58	1.90
资本公积	3100.45	3100.45	3100.45	3100.45	应收账款周转率	6.41	6.76	6.41	6.35
留存收益	4710.59	5454.83	6355.76	7385.40	存货周转率	2.86	2.96	2.90	2.85
归属母公司股东权益	8743.48	9263.00	10163.93	11193.57	销售商品提供劳务收到现金营业收入	81.38%	—	—	—
少数股东权益	71.16	80.11	90.50	102.89	资本结构				
股东权益合计	8814.64	9343.10	10254.43	11296.45	资产负债率	64.58%	65.49%	63.47%	60.81%
负债和股东权益合计	24886.42	27071.31	28074.23	28821.65	带息债务/总负债	73.33%	70.54%	69.31%	66.58%
					流动比率	1.51	1.61	1.92	2.30
					速动比率	0.81	0.92	1.09	1.31
					股利支付率	48.92%	40.17%	40.53%	42.07%
					每股指标				
					每股收益	1.43	1.76	2.14	2.51
					每股净资产	12.35	13.09	14.36	15.82
					每股经营现金	1.12	3.07	2.88	3.52
					每股股利	0.70	0.71	0.87	1.06
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	2406.82	3144.02	3577.56	3924.57					
PE	15.40	12.53	10.29	8.77					
PB	1.78	1.68	1.53	1.39					
PS	1.26	1.02	0.87	0.77					
EV/EBITDA	11.12	8.33	7.12	6.23					
股息率	3.18%	3.21%	3.94%	4.80%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
