

仙鹤股份 (603733)

证券研究报告

2026年06月01日

林浆纸用一体化产业链成效显著

公司发布 25 年年报及 26 年一季报

26Q1 公司营收 32 亿，同增 6%；归母净利 2.5 亿，同增 6%；扣非后归母 2.3 亿，同增 4%；

2025 年营收 123 亿，同增 20%，归母净利 10.1 亿，同增 1%；扣非后归母净利 9.1 亿，同比-2%。

2025 年日用消费系列营收 55 亿，同增 14%，毛利率 11%，同比-5pct；

食品与医疗包装材料系列营收 23 亿，同增 23%，毛利率 12%，同增 2pct；

商务交流及出版印刷系列营收 9 亿，同增 30%，毛利率 16.3%，同比-3pct；

烟草行业配套系列营收 9.4 亿，同增 3%，毛利率 26%，同增 3pct。

大项目稳步落地，“林浆纸用一体化”全产业链成效显著

公司在湖北石首的“年产 250 万吨高性能纸基新材料循环经济”项目一期全面稳定运行，成本管控取得成效；广西来宾“年产 250 万吨广西三江口新区高性能纸基新材料”项目一期全部投产，依托林地资源优势，快速释放经济效益。两大项目的顺利落地，标志着公司“林浆纸用”一体化战略从蓝图走向了现实。

2025 年湖北仙鹤产出特种纸 18.85 万吨，自制特种浆 22.37 万吨；广西仙鹤产出特种纸 32.38 万吨、木浆 46.55 万吨。经过公司产品自用的检验和市场的考验，两地自制浆已基本达到替代进口同类木浆的水准，克服了行业一直以来木浆完全依赖进口的瓶颈约束。

广西、湖北的两大项目利用当地原材料资源优势，实现“林浆纸用”一体化布局以弥补造纸原材料短板的初衷正在变成现实。截至 25 年底广西、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，不仅弥补了公司产业链的短板，同时大幅增加公司产能，成为新的利润增长点。

参与新赛道，培育新市场，组织新建成项目品类有序生产和市场培育

湖北仙鹤抓紧生活用纸项目的推进，产线的安装调试提前完成并成功试机，于 2025 年 1 月正式投入生产销售，2025 年销售量 46,923.36 吨。投资生活用纸项目，是仙鹤为未来纸基新材料的规模化发展开辟的另一条赛道。

公司生产的生活用纸全部采用原生木浆、竹浆和苇浆作为主要原材料，具有天然洁净、柔软亲肤、吸水性强、无有害添加等优良特性，充分满足消费者对健康、安全、环保用纸的日益增长的需求。同时凭借公司多年在特种纸领域积累的质量管控能力和供应链优势，生活用纸系列产品在柔软度、湿强度、卫生指标等方面均达到行业领先水平，具备较强的市场竞争力。

经过两年市场培育和技术改造的公司 30 万吨食品卡纸产线也开始发力。2025 年公司瞄准高端食品卡纸市场，加大食品卡纸性能和品质的技术改造，推向市场后获得了良好的市场口碑。同时，营销团队利用公司长期积累的战略合作客户资源，多渠道拓宽销售路径，使盈利情况得到改善。此前，仙鹤的产品以低定量见长，高克重食品卡纸的市场投放，丰富食品类纸基包装材料产品矩阵，成为“仙鹤”纸基功能材料家族中的新成员。

调整盈利预测，维持“买入”评级

公司为国内大型高性能纸基功能材料研发和生产的企业。从规模上来看，公司是国内最大的专业研发和生产高性能纸基功能材料的企业之一。截至 2025 年，公司及其合营公司和控股子公司拥有特种浆纸及纸制品的年生产能力已超 200 万吨，产品涉及六大系列 60 多个品种。

投资评级

行业	轻工制造/造纸
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	24.33 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	707.72
流通 A 股股本(百万股)	707.72
A 股总市值(百万元)	17,218.93
流通 A 股市值(百万元)	17,218.93
每股净资产(元)	12.38
资产负债率(%)	65.17
一年内最高/最低(元)	26.95/19.53

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

张彤 分析师
SAC 执业证书编号: S1110525100002
zhangtong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《仙鹤股份-半年报点评：“林浆纸用一体化”全产业链成效显著》 2025-08-27
- 《仙鹤股份-年报点评报告：产销提升，25 年广西湖北加速投产》 2025-05-06
- 《仙鹤股份-公司点评：24Q3 产销稳健，纸基新材料应用拓宽》 2024-10-17

公司现有特种纸机生产线 62 条，制浆生产线 8 条、涂布及超压线 20 多条，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。我们预计公司 26-28 年归母净利润分别为 12.1/15.1/19.0 亿元。

风险提示：纸浆等价格波动风险，产能利用率提升不及预期风险，汇率波动风险等

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	10,273.58	12,342.88	14,730.79	17,929.06	21,861.56
增长率(%)	20.11	20.14	19.35	21.71	21.93
EBITDA(百万元)	2,084.51	2,507.53	2,833.15	3,255.56	3,824.54
归属母公司净利润(百万元)	1,003.83	1,012.62	1,210.83	1,508.83	1,901.11
增长率(%)	51.23	0.88	19.57	24.61	26.00
EPS(元/股)	1.42	1.43	1.71	2.13	2.69
市盈率(P/E)	16.07	15.97	13.36	10.72	8.51
市净率(P/B)	2.06	1.90	1.62	1.41	1.21
市销率(P/S)	1.57	1.31	1.10	0.90	0.74
EV/EBITDA	11.57	11.30	9.54	8.27	6.99

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	804.80	506.56	604.56	735.82	897.22	营业收入	10,273.58	12,342.88	14,730.79	17,929.06	21,861.56
应收票据及应收账款	1,822.39	1,806.47	1,876.23	1,908.79	1,977.71	营业成本	8,685.19	10,651.26	12,654.88	15,356.52	18,648.45
预付账款	104.53	92.17	144.74	140.80	207.14	营业税金及附加	71.53	91.78	103.12	125.50	153.03
存货	3,412.57	3,907.34	4,694.05	5,951.03	6,854.98	销售费用	36.97	44.58	45.67	53.79	61.21
其他	2,087.64	2,064.84	2,499.25	2,960.46	3,618.85	管理费用	173.99	209.80	235.69	301.21	371.65
流动资产合计	8,231.93	8,377.39	9,818.83	11,696.90	13,555.89	研发费用	134.23	175.52	206.23	247.42	297.32
长期股权投资	1,083.28	1,185.90	1,243.90	1,290.90	1,333.90	财务费用	236.06	366.00	438.94	469.64	511.30
固定资产	8,142.46	11,921.83	12,127.38	12,208.43	12,624.13	资产/信用减值损失	(99.69)	(38.68)	(25.00)	(22.00)	(20.00)
在建工程	4,363.15	1,525.99	1,770.99	2,095.99	2,389.99	公允价值变动收益	12.85	0.06	3.59	3.95	4.34
无形资产	951.86	1,011.75	1,030.86	1,043.08	1,054.35	投资净收益	181.45	243.32	212.02	212.26	212.26
其他	549.22	863.57	860.86	668.98	705.22	其他	101.44	139.77	120.60	130.18	125.39
非流动资产合计	15,089.98	16,509.03	17,033.99	17,307.38	18,107.59	营业利润	1,131.65	1,148.41	1,357.48	1,699.37	2,140.61
资产总计	23,321.91	24,886.42	26,852.82	29,004.28	31,663.48	营业外收入	2.26	3.07	2.66	2.86	2.76
短期借款	1,584.70	1,978.83	2,754.48	3,179.46	3,608.29	营业外支出	3.00	6.93	4.97	5.95	5.46
应付票据及应付账款	2,969.91	2,357.44	3,266.95	3,984.74	4,614.27	利润总额	1,130.91	1,144.55	1,355.18	1,696.28	2,137.91
其他	683.35	1,210.81	991.95	1,022.50	1,184.91	所得税	117.87	125.65	136.84	178.10	225.02
流动负债合计	5,237.96	5,547.08	7,013.39	8,186.69	9,407.47	净利润	1,013.04	1,018.90	1,218.34	1,518.18	1,912.90
长期借款	7,186.22	7,735.43	7,100.44	6,499.26	6,037.79	少数股东损益	9.21	6.28	7.51	9.36	11.79
应付债券	2,030.89	2,070.91	2,017.34	2,039.71	2,042.65	归属于母公司净利润	1,003.83	1,012.62	1,210.83	1,508.83	1,901.11
其他	729.01	718.36	660.97	702.78	694.03	每股收益(元)	1.42	1.43	1.71	2.13	2.69
非流动负债合计	9,946.11	10,524.70	9,778.74	9,241.75	8,774.48						
负债合计	15,184.07	16,071.78	16,792.13	17,428.44	18,181.95	主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	45.37	71.16	78.67	88.03	99.82	成长能力					
股本	705.98	707.72	707.72	707.72	707.72	营业收入	20.11%	20.14%	19.35%	21.71%	21.93%
资本公积	3,064.50	3,100.45	3,100.45	3,100.45	3,100.45	营业利润	54.29%	1.48%	18.20%	25.19%	25.96%
留存收益	4,050.96	4,710.59	5,921.42	7,430.25	9,331.36	归属于母公司净利润	51.23%	0.88%	19.57%	24.61%	26.00%
其他	271.04	224.72	252.43	249.39	242.18	获利能力					
股东权益合计	8,137.84	8,814.64	10,060.69	11,575.84	13,481.52	毛利率	15.46%	13.71%	14.09%	14.35%	14.70%
负债和股东权益总计	23,321.91	24,886.42	26,852.82	29,004.28	31,663.48	净利率	9.77%	8.20%	8.22%	8.42%	8.70%
						ROE	12.40%	11.58%	12.13%	13.13%	14.21%
						ROIC	9.51%	7.64%	8.09%	9.31%	10.67%
						偿债能力					
						资产负债率	65.11%	64.58%	62.53%	60.09%	57.42%
						净负债率	125.63%	136.71%	116.58%	99.08%	84.30%
						流动比率	1.57	1.51	1.40	1.43	1.44
						速动比率	0.92	0.81	0.73	0.70	0.71
						营运能力					
						应收账款周转率	6.35	6.80	8.00	9.47	11.25
						存货周转率	3.32	3.37	3.43	3.37	3.41
						总资产周转率	0.49	0.51	0.57	0.64	0.72
						每股指标(元)					
						每股收益	1.42	1.43	1.71	2.13	2.69
						每股经营现金流	0.57	1.12	2.98	3.00	3.39
						每股净资产	11.08	12.03	14.10	16.23	18.91
						估值比率					
						市盈率	16.07	15.97	13.36	10.72	8.51
						市净率	2.06	1.90	1.62	1.41	1.21
						EV/EBITDA	11.57	11.30	9.54	8.27	6.99
						EV/EBIT	15.33	17.43	15.70	12.94	10.42

现金流量表(百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1,013.04	1,018.90	1,210.83	1,508.83	1,901.11
折旧摊销	518.25	892.41	1,111.33	1,174.73	1,259.03
财务费用	235.63	342.13	438.94	469.64	511.30
投资损失	(198.30)	(243.32)	(212.02)	(212.26)	(212.26)
营运资金变动	75.33	(1,669.67)	(451.03)	(833.17)	(1,076.02)
其它	(1,241.83)	448.75	11.10	13.31	16.13
经营活动现金流	402.12	789.21	2,109.15	2,121.08	2,399.29
资本支出	5,069.82	1,997.12	1,638.39	1,551.19	1,988.74
长期投资	127.86	102.61	58.00	47.00	43.00
其他	(8,267.66)	(4,023.43)	(3,072.56)	(2,986.82)	(3,808.17)
投资活动现金流	(3,069.97)	(1,923.69)	(1,376.16)	(1,388.64)	(1,776.43)
债权融资	2,675.46	1,163.10	(662.69)	(598.15)	(454.26)
股权融资	(343.47)	(8.62)	27.71	(3.03)	(7.21)
其他	74.89	(171.00)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	2,406.88	983.48	(634.99)	(601.18)	(461.47)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(260.97)	(151.00)	98.00	131.26	161.39

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com