华福证券
仅供内部参考，请勿外传

公司研究

公司首次覆盖

证券研究报告

仙鹤股份（603733.SH）

买入（首次评级）

资源、出海、高端化——林浆纸一体化推荐系列二

投资要点：

➢ **二十载特种纸领军者，全产业链的纸基新材料平台**

公司成立于 2001 年，以烟草工业用纸起家，通过产品横向扩张与产能纵向延伸，已构建起覆盖六大系列、60 多个品种的高性能纸基功能材料矩阵，并通过自研装备、柔性切换与客户协同研发能力构筑技术壁垒。近年伴随广西、湖北两大林浆纸基地投产，公司已从多品类特种纸龙头升级为具备上游浆资源掌控能力的综合纸基新材料平台，盈利稳定性和抗波动能力增强。2025 年，公司实现营业收入 123.4 亿元、同比+20.1%，实现归母净利 10.1 亿元、同比+0.88%，分红比例升至 50%。

➢ **特种纸行业：总量有韧性，结构分化加剧**

随着特种纸行业的不断成熟与发展，近年开始面临需求结构外移、供给集中加速、竞争逻辑从单一纸种转向全产业链能力的转变。一方面，行业总量仍保持增长，2024 年我国特种纸产量 762 万吨、销量 747 万吨，产销率达 98%，显著好于多数大宗纸种。另一方面，2024-2025 年龙头集中投产带来局部赛道阶段性承压，但行业并未全面失序，反而在出口扩张、进口替代和中小产能出清的共同作用下，呈现出总量平稳增长、结构分化加剧、龙头份额抬升的特征。在此背景下，我们认为，具有多品类布局、客户认证壁垒、研发迭代能力及浆纸一体化优势的龙头企业，有望率先进入份额提升和盈利修复通道。

➢ **资源、出海、高端化，共同决定公司中期成长斜率**

1）资源维度，公司湖北、广西一期项目的顺利投产，深化了林浆纸一体化战略。截至 2025 年末，两大基地合计已有 7 条制浆生产线和 9 条特种纸生产线投入生产，后续广西二期、四川基地接力成长。公司将专注于原材料资源的创新工作，将重点放在创新型纸基功能新材料的研发和生产。2）出海维度，经过多年海外拓展，公司与国外客户已建立良好稳定的合作关系，近年扩大了欧洲、东南亚，中东等全球市场布局。2025 年出口收入同比+31.9%、营收占比升至 8.3%，海外业务毛利率 24.9%、明显高于国内 12.5%的水平。3）产品维度，公司拥有丰富的特种纤维资源（竹浆、蔗渣浆、芦苇浆等）和强大研发平台，具备持续开发新型纸基功能材料的能力。其中电解电容器纸有望在 AI、新能源汽车等快速发展而放量，公司 25 年销量达 7200 吨，后续看好持续突破技术壁垒及国内外客户认证。未来公司有望在高端电解电容器纸、变压器绝缘材料和芳纶纤维等更多高科技领域实现突破，加速以纸基为核心的平台化新材料布局，打开增长空间。

➢ **盈利预测与投资建议。**

我们预计公司 26-28 年的归母净利润分别 12.37/15.57/19.64 亿元，同比+22%/+26%/+26%，对应 EPS 分别为 1.51 元、1.90 元、2.40 元。当前股价对应 2026 年 PE 为 13.9x，与同行可比公司平均水平基本一致。我们认为，公司的核心优势已不只是规模，而是资源控制、多浆种布局、柔性产线、创新产品、多元产品矩阵和海外拓展能力的叠加，在造纸周期波动中具备更强韧性，也为高附加值功能纸材料扩张提供了产业基础。首次覆盖，给予“买入”评级。

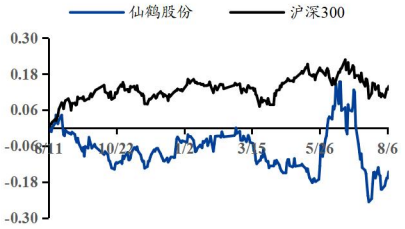
➢ **风险提示**

下游不及预期、项目投资及实施风险、市场竞争加剧、政策变动风险、原材料价格波动。

基本数据

日期	2026-08-07
收盘价:	21.03 元
总股本/流通股本(百万股)	817.25/817.25
流通 A 股市值(百万元)	17,186.84
每股净资产(元)	12.38
资产负债率(%)	65.17
一年内最高/最低价(元)	29.83/18.42

一年内股价相对走势



团队成员

分析师： **李宏鹏(S0210524050017)**
lhp30568@hfzq.com.cn
分析师： **汪浚哲(S0210524050024)**
wjz30579@hfzq.com.cn

相关报告

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

财务数据和估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	10,274	12,343	15,151	17,975	20,908
增长率	20%	20%	23%	19%	16%
净利润（百万元）	1,004	1,013	1,237	1,557	1,964
增长率	51%	1%	22%	26%	26%
EPS（元/股）	1.23	1.24	1.51	1.90	2.40
市盈率（P/E）	17.1	17.0	13.9	11.0	8.7
市净率（P/B）	2.1	2.0	1.8	1.6	1.5

数据来源：公司公告、华福证券研究所

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

正文目录

1 仙鹤股份：二十载特种纸领军者，全产业链的纸基新材料平台 5
1.1 业务结构持续优化，穿越周期筑利润基石 6
1.2 家族控股集中，管理层长期稳定 11
2 特种纸行业：总量有韧性，结构分化加剧 13
2.1 小而美的造纸细分赛道，行业规模持续扩张 13
2.2 细分赛道分化：消费属性赛道韧性更强 16
2.3 国产替代与出海：从替代进口走向重塑全球供给 19
3 资源、出海与高端化共同决定公司中期成长斜率 21
3.1 林浆纸用一体化系统性补齐产业链短板 21
3.2 多元化产品矩阵与柔性制造构筑技术壁垒 24
3.3 新产能接力成长，中期产能扩张逻辑进一步清晰 25
3.4 以纸基为核心的平台化新材料布局，打开多个未来增长期权 25
4 盈利预测与投资建议 29
4.1 盈利预测 29
4.2 投资建议 30
5 风险提示 31

图表目录

图表 1: 公司主要产品介绍 5
图表 2: 公司发展历程 6
图表 3: 公司历年营收及增速 7
图表 4: 公司历年归母净利润及增速 7
图表 5: 公司分产品营收（亿元） 7
图表 6: 2025 年公司各系列产品营收占比 7
图表 7: 各产品近五年营收 CAGR 7
图表 8: 各产品历年毛利率 7
图表 9: 公司 2016 年至今外销营收及增速 9
图表 10: 公司外销营收占比 9
图表 11: 公司近 3 年外销毛利率高于内销 9
图表 12: 公司毛利率、归母净利率 10
图表 13: 公司单季度归母净利润 10
图表 14: 公司历年期间费用率 10
图表 15: 公司经营现金流净额 10
图表 16: 公司股权结构图（截至 26Q1） 11
图表 17: 公司核心董事与高管简介 12
图表 18: 特种纸与大类用纸对比 1
图表 19: 特种纸及纸板产量占比 13
图表 20: 特种纸和整体纸板的产量增速对比 13
图表 21: 特种纸每年开工率和产销率保持高位 14
图表 22: 特种纸与其他大类纸种产能利用率 14
图表 23: 特种纸及纸板产量及增速 15
图表 24: 特种纸及纸板销量及增速 15
图表 25: 9 家特种纸上市公司产量合计占比 15
图表 26: 2024 年 9 家特种纸上市公司产量占比 15
图表 27: 9 家特种纸上市公司产量变化（万吨） 16
图表 28: 行业资本开支高峰期已过（亿元） 16
图表 29: 特种纸产品分类 16
图表 30: 全球食品包装纸市场规模 17
图表 31: 中国在线餐饮外卖市场规模及增速 17
图表 32: 全球标签市场规模 18

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

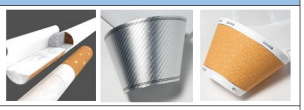
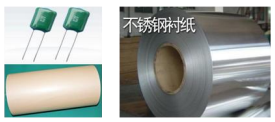
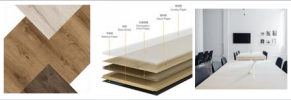
图表 33: 我国年度快递业务量及增速 18
图表 34: 我国装饰原纸销量及增速 18
图表 35: 全球高端装饰原纸市场销售额及增速 18
图表 36: 我国卷烟生产量及增速 18
图表 37: 卷烟用纸分类 18
图表 38: 我国特种纸及纸板出口与进口量 19
图表 39: 我国特种纸及纸板出口与进口量增速 19
图表 40: 2020-2025 年我国主要特种纸出口量（吨） 19
图表 41: 2020-2025 年我国主要特种纸出口价格（美元/千克） 19
图表 42: 特种纸公司外销收入占比 20
图表 43: 2025 年仙鹤/五洲/华旺内外销毛利率 20
图表 44: 2016-2024 年度全国及广西木材产量 21
图表 45: 2015-2024 年度广西木浆产量及增速 21
图表 46: 广西桉树面积和木材产量占全国的比例 21
图表 47: 广西木片采购均价较低 21
图表 48: 子公司广西仙鹤新材料净利润表现靓丽 22
图表 49: 广西基地一期项目产量爬坡较快 22
图表 50: 获苇浆纤维形态及其与山杨等浆纤维形态的比较 23
图表 51: 湖北石首基地项目浆纸产量 23
图表 52: 公司湖北石首基地 23
图表 53: 六大系列产品矩阵构建跨周期经营的基石 24
图表 54: 公司持续加强研发费用投入 24
图表 55: 公司研发人员占比较高 24
图表 56: 截至 2025 年末公司主要在建项目情况（亿元） 25
图表 57: 不同类型电容器的特点对比 26
图表 58: 铝电解电容器 26
图表 59: 铝电解电容器结构图 26
图表 60: 全球铝电解电容规模及预测 27
图表 61: 铝电解电容成本结构 27
图表 62: 不同原料和层状结构的电解电容器纸 27
图表 63: 4 种纤维素隔膜产品性能参数对比 27
图表 64: 我国电解电容器纸进出口量 28
图表 65: 我国电解电容器纸进出口均价 28
图表 66: 公司业绩拆分预测表（单位：百万元） 29
图表 67: 可比公司估值表 30
图表 68: 财务预测摘要 32

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

1 仙鹤股份：二十载特种纸领军者，全产业链的纸基新材料平台

公司主营业务为研发、生产和销售高性能纸基功能材料及其浆类原材料和化学原材料，是国内大型高性能纸基功能材料研发和生产企业。公司生产的纸基功能材料产品种类繁多，主要划分为六大系列 60 多个品种，包括：1）食品与医疗包装材料系列；2）烟草行业配套系列；3）家居装饰材料系列（合营公司夏王纸业产品）；4）商务交流及出版印刷材料系列；5）电气及工业用纸系列；6）日用消费系列等。同时，公司以纸基功能材料研发制造为核心，积极推动相关能源制造、化工材料、工业水处理及固废处理、分布式光伏发电、物流及 C 端产品等新材料、新能源以及上下游一体化等产业的多元化发展。

图表 1：公司主要产品介绍

分类	细分品类	产品特征	图例
特种纸产品			
烟草行业用纸	烟用接装纸原纸、滤嘴棒成型纸、烟用内衬原纸等	烟用接装纸原纸具有印刷清晰、卷接效果好等特点。滤嘴棒成型纸具有强度高、透气度稳定等特点。烟用内衬原纸具有遮光性、保香性和气密性好等特点	
电气及工业用纸	电解电容器纸、不锈钢衬纸、CTP版衬纸、玻璃间隔纸、工业棉纸等	电解电容器纸应用于电容器内阴极与阳极箔之间，并浸入电解液，决定着电解电容器的使用性能。 不锈钢衬纸、CTP版衬纸、玻璃间隔纸主要用于不锈钢板、CTP板以及液晶玻璃之间，在储存和运输过程中，起到隔离保护作用，减少因材料之间相互摩擦而产生对质量的影响	
商务交流及出版印刷材料系列	无碳打印类、防伪材料类、复写纸类、彩色和白色打印纸类以及低定量高档出版用纸等产品	无碳打印、水印防伪材料等在银行、超市、酒店、餐饮、快递等商务领域的票据中被广泛应用；复写纸类和打印纸类广泛应用于商务办公；定量出版印刷用纸主要应用于印刷字典、词典、圣经、经典书籍等页码较多、使用率较高、便于携带的工具书籍	
日用消费系列	热转印用纸、离型用纸、热敏纸等	公司的热敏和无碳系列用纸显色效果好，保存时效长，在消费终端票据和商业表格票据的制作中被广泛应用； 格拉辛纸具有表面光滑、上硅量低、透明度好等特点；真空镀铝原纸、湿强标签纸具有印刷性好，耐水性好等特点	
食品与医疗包装材料	食品级防油纸、涂布纸、零食包装、液体包装等； 医用透析纸、医用皱纹纸、手套内衬纸、医用离型纸等	公司的食品与医疗包装用纸主要用于休闲食品、快消品的包装以及医用耗材的包装，具有防水、防油、耐高温、强度好等特点，安全卫生指标均达到国家标准要求	
家居装饰用纸	装饰原纸、壁纸原纸、家具保护纸、强化纸等	主要用于人造板基材的贴面以及建筑内墙的装饰。家具装饰原纸具有良好的油墨吸收性和印刷适应性，色彩鲜艳、颜色一致，有很好的遮盖性能和防晒性能	
特种浆/纤维产品			
特种浆/纤维	龙须草浆、杨木浆、麦草浆、稻草浆等	纸浆质量和用途根据原料类别和制浆方法不同，可用于抄制高级书写纸、印刷用纸、工业技术用纸等	

数据来源：公司官网、公司公告、华福证券研究所

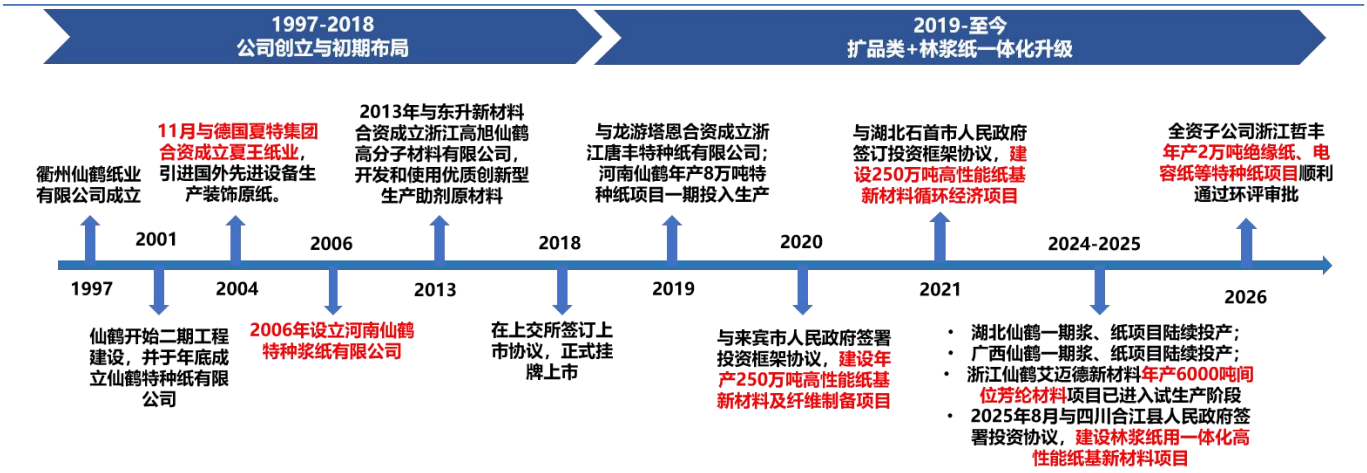
从烟草用纸到六大系列平台，二十余年扩张路径清晰。公司成立于 1997 年，以烟草行业用纸的研发生产起家；2004 年与德国夏特合资成立浙江夏王纸业，切入装饰原纸赛道；2006 年在河南内乡设立子公司，利用当地资源开始将产业链拓宽至上游的木浆、特种浆开发和生产；2008 年衢江工业园投产，打造特种纸产业链基地；2013 年成立浙江哲丰新材料，在常山布局高标准自动化特种纸生产基地；2018 年公司登陆上交所主板。

2018 年上市之后，公司进入第二轮成长周期，产能扩张重心由中下游特种纸制造，转向“林浆纸用一体化”全产业链布局。2020 年广西来宾项目总投资约 118 亿元，

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

规划年产 250 万吨高性能纸基新材料及上游纤维材料，2021 年公司与湖北石首签订投资协议，投资 100 亿元建设年产 250 万吨高性能纸基新材料循环经济项目，包含纸基材料和对应浆类原材料；2024 年以来广西、湖北两大基地已按计划进入投产运行阶段。2025 年公司宣布在四川建设林浆纸用一体化高性能纸基新材料项目，以竹浆为基础，打造纸基材料新应用赛道。截至目前，仙鹤已经用了桉木浆，竹浆，芦苇浆，麦草浆等各类特种浆资源。

图表 2：公司发展历程



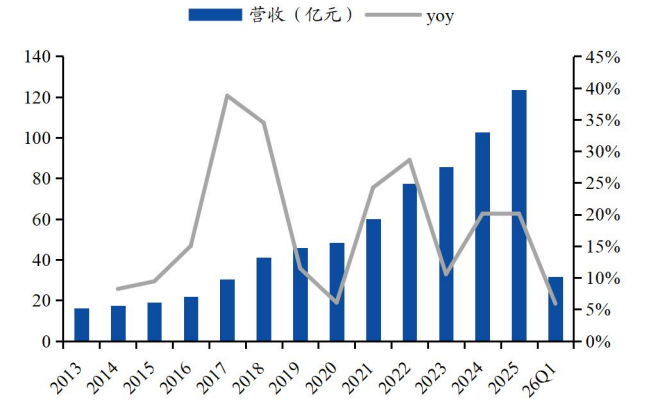
数据来源：公司官网、公司公告、仙鹤股份官方公众号、纸引未来网、华福证券研究所

1.1 业务结构持续优化，穿越周期筑利润基石

公司凭借产能持续落地、产品结构扩张和市场份额提升共同驱动收入增长。公司营收整体呈持续上行趋势，2013-2025 年公司营收 CAGR 达 18.5%，2024 年起公司营收体量跨越百亿门槛。从近两年财务表现看公司盈利中枢显著修复，2025 年公司归母净利润 10.13 亿元，虽同比仅增长 0.88%，但在新基地折旧、产能爬坡、竞争加剧背景下，利润仍维持在 10 亿元以上，公司盈利韧性已显著强于过往。

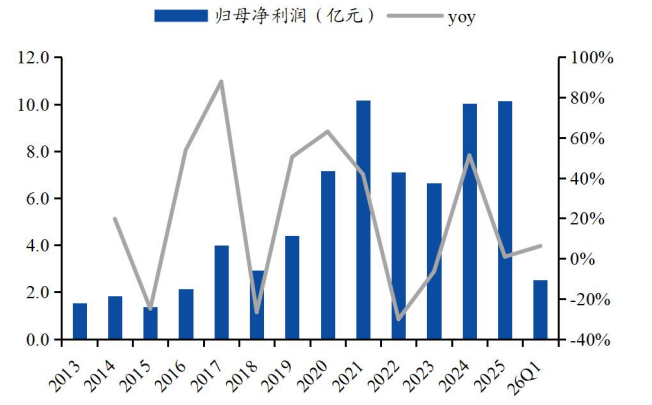
华福证券
仅供内部参考，请勿外传

图表 3：公司历年营收及增速



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

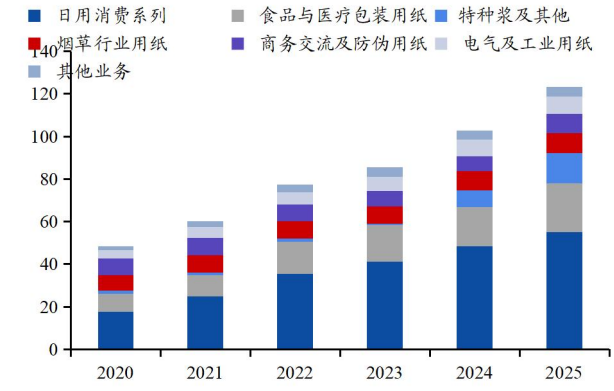
图表 4：公司历年归母净利润及增速



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

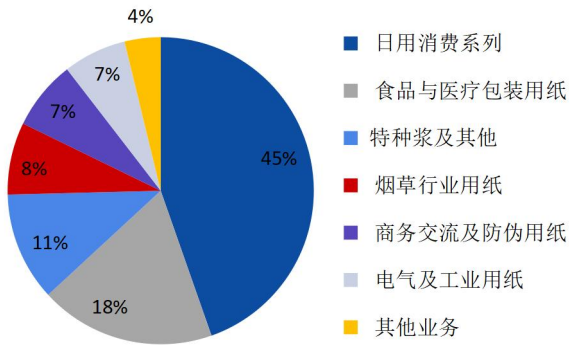
从产品结构上看，公司目前已形成食品与医疗包装材料、烟草行业配套、家居装饰材料、商务交流及出版印刷材料、电气及工业用纸、日用消费系列六大系列，覆盖 60 多个品种，是国内最大的专业研发和生产高性能纸基功能材料的企业之一。这些产品共同构成公司抗周期底盘。2025 年分产品收入看，日用消费系列实现收入 55.08 亿元，为最大收入来源；食品与医疗包装材料系列 22.87 亿元；烟草行业配套系列 9.38 亿元；电气及工业用纸系列 8.24 亿元；商务交流及出版印刷材料系列 9.04 亿元；特种浆纸及其他 14.13 亿元。

图表 5：公司分产品营收（亿元）



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

图表 6：2025 年公司各系列产品营收占比



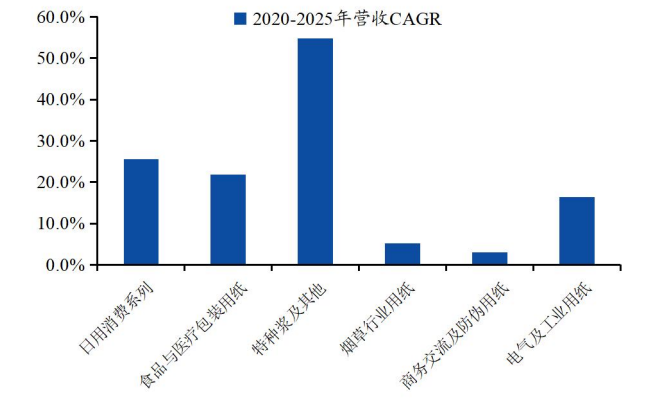
数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

收入结构上，单一品类占比虽高，但并未形成绝对依赖，而高毛利的烟草、电气工业等提供利润托底，成长性更强的日用消费、食品医疗则贡献增量弹性。公司通过多赛道渗透不断平滑盈利波动，将需求端分散至消费、包装、烟草、家装、工业电子、出版印刷等多个领域，显著增强了穿越周期的能力。

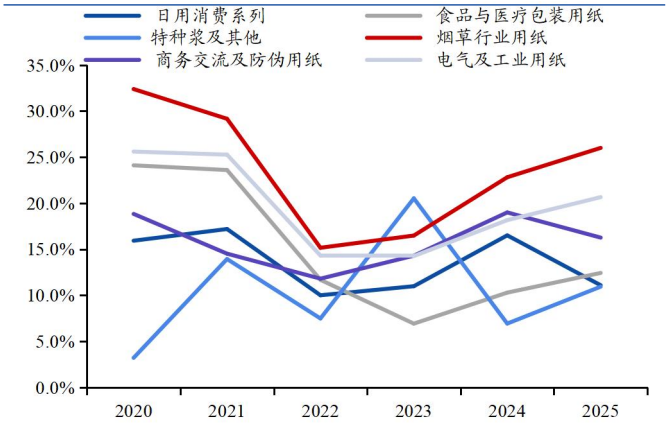
图表 7：各产品近五年营收 CAGR

图表 8：各产品历年毛利率

华福证券
仅供内部参考，请勿外传



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所



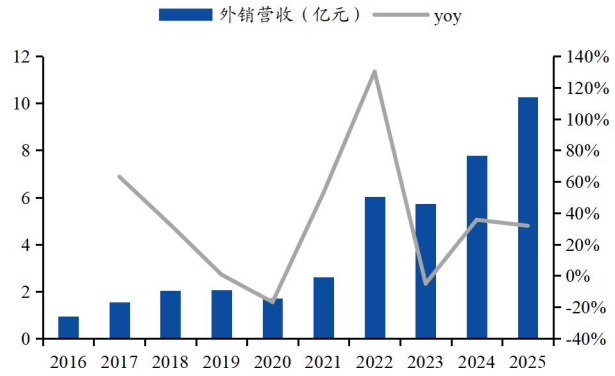
数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

从销售区域来看，公司近三年外销收入呈现持续高增长，2025 年外销收入增至 10.26 亿元，同比+31.86%；外销收入占比重已由 2023 年的 6.7%提升至 2025 年的 8.3%，绝对体量仍不大，但边际重要性快速上升。在整体行业竞争加剧、国内部分纸种价格承压的背景下，外销成为对冲内卷、改善利润结构、验证全球竞争力的核心抓手。

外销已经从收入增量升级为利润增量。2025 年外销毛利率 24.88%，显著高于内销 12.49%。外销盈利能力提升由多重因素共振：一是海外销售聚焦高壁垒、高附加值产品；二是欧洲等海外供应商提价、停产、退出带来供给缺口，海外竞争格局优于国内；三是公司通过长期市场开发进入全球知名客户供应链，海外客户对品质、认证和稳定交付要求高、价格敏感度相对低。我们认为，外销已经成为公司未来盈利中枢抬升的重要变量。尤其在广西、湖北浆纸一体化产能释放、成本优势强化之后，公司有能力将更多新增产能投向毛利率更高的海外市场，从而形成国内守份额、海外提利润的策略。

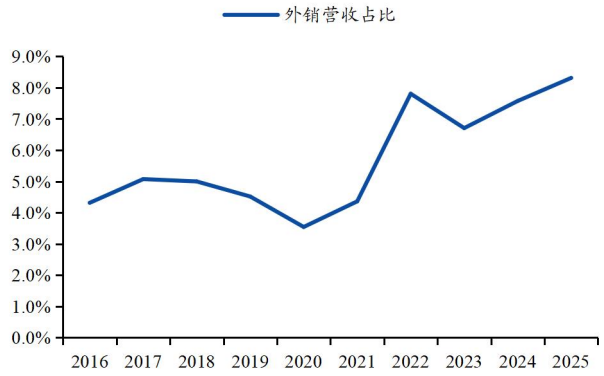
华福证券
仅供内部参考，请勿外传

图表 9：公司 2016 年至今外销营收及增速



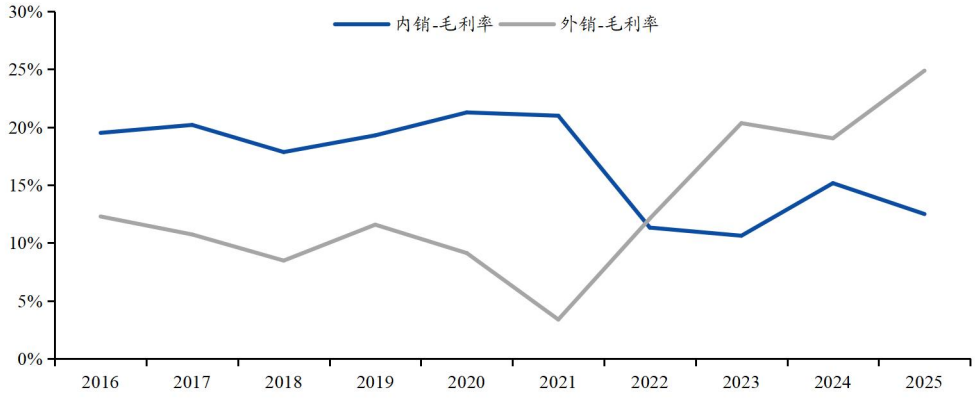
数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

图表 10：公司外销营收占比



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

图表 11：公司近 3 年外销毛利率高于内销

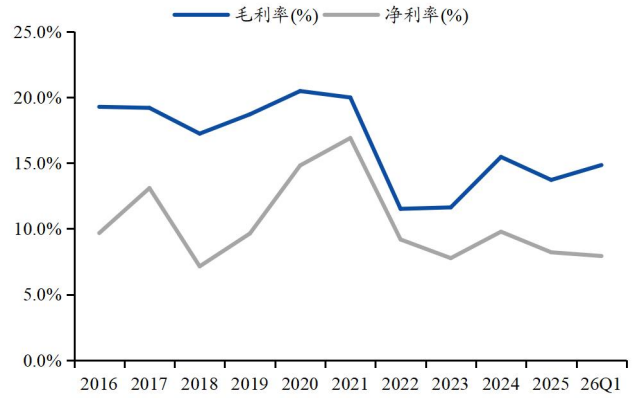


数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

平台化、产业链的纵向拓展重塑成本曲线与利润中枢。2024 年以来，公司广西来宾和湖北石首两大项目进入投产期。截至 2025 年末，两大基地共有 7 条制浆生产线和 9 条特种纸生产线投入生产，广西基地产出 46.55 万吨木浆、32.38 万吨特种纸，湖北基地产出 22.37 万吨自制浆、18.85 万吨特种纸。自制浆比例提升后，公司利润中枢有望更加平稳，并且在低景气阶段具备更强韧性。公司单季度归母净利润在 2020 年后盈利中枢明显抬升，公司盈利稳定性和抗波动能力同步增强。

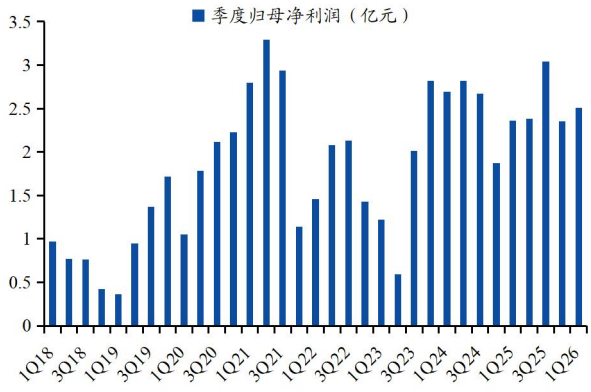
华福证券
仅供内部参考，请勿外传

图表 12：公司毛利率、归母净利率



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

图表 13：公司单季度归母净利润

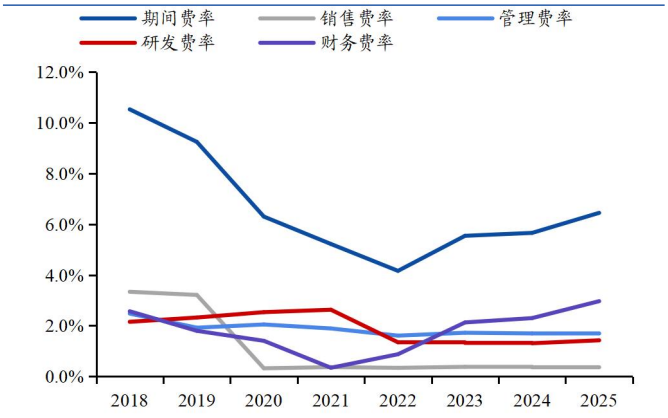


数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

期间费用方面，公司历史上费用管控良好，2022 年公司期间费用率仅 4.2%，但随着广西、湖北等项目进入建设投产与转固阶段，费用率中枢明显抬升，2025 年升至 6.4%，财务费用率从 2022 年的 0.9%迅速抬升到 2025 年的 3.0%。

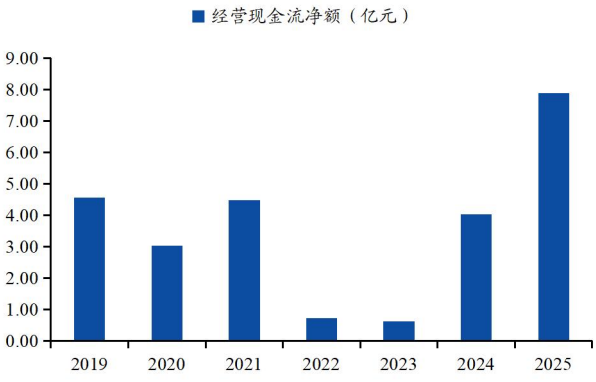
当前公司资本开支高峰已过，经营现金流开始改善，2025 年公司经营现金流净额 7.89 亿元，同比+96.26%；我们预计公司期间费率在后续项目投产转固后将逐步摊薄、优化。

图表 14：公司历年期间费用率



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

图表 15：公司经营现金流净额



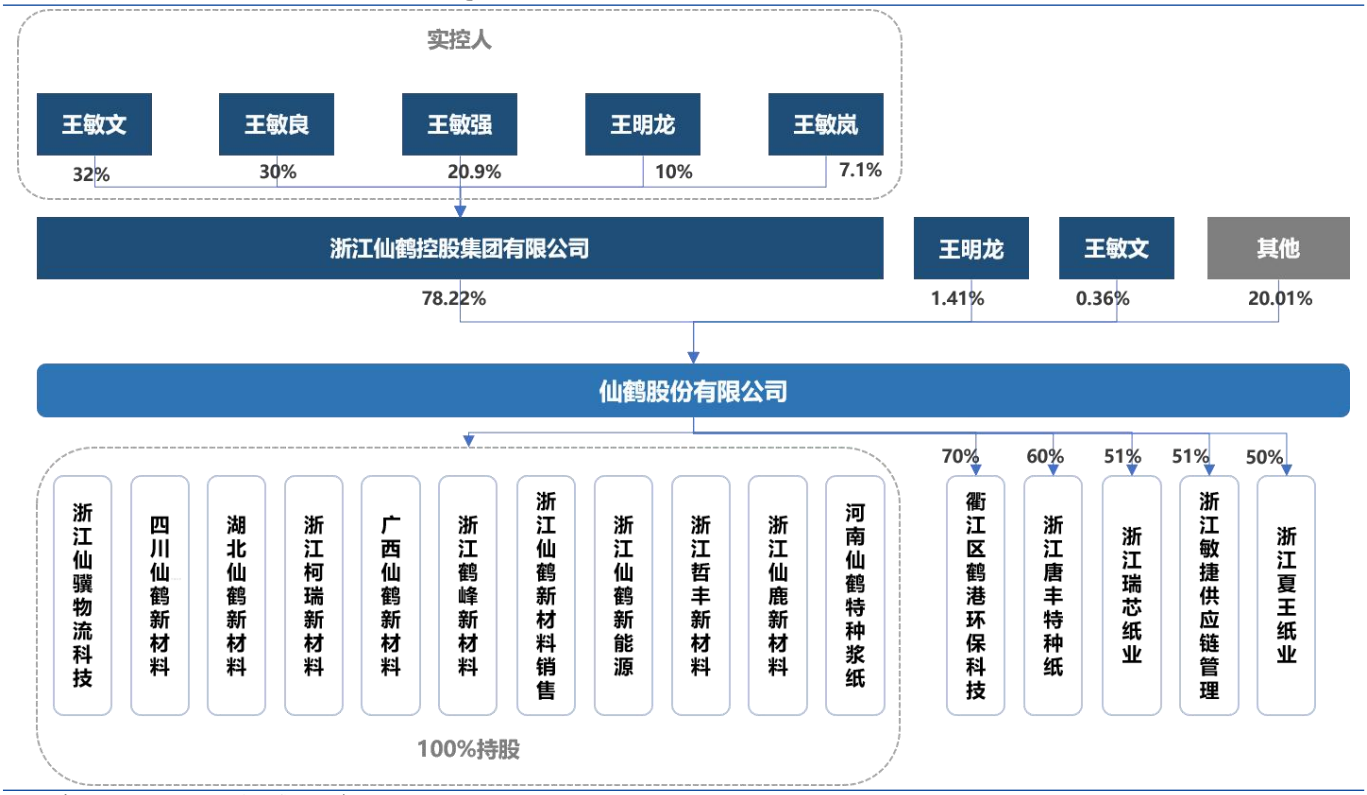
数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

1.2 家族控股集中，管理层长期稳定

公司股权结构集中，王氏家族持股比例较高。截至 26Q1，控股股东浙江仙鹤控股集团有限公司持有上市公司 78.22%股份，按穿透后口径，王敏文、王敏良、王敏强、王明龙、王敏岚五位实际控制人分别持有仙鹤控股 32.0%、30.0%、20.9%、10.0%、7.1%股权，并通过仙鹤控股间接持有上市公司股份，此外王明龙直接持有上市公司 1.41%、王敏文直接持有 0.36%，王氏家族合计实际控制比例约 79.99%。

图表 16：公司股权结构图（截至 26Q1）



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

高度集中的股权结构使得公司重大资本开支、产业布局和长期战略具备较强执行效率，不易受到外部短期博弈干扰。从管理团队构成看，仙鹤的核心高管行业经验丰富，并且任职稳定。现任董事长兼总经理王敏良先生，制浆造纸专业出身，早年历任安吉老石坎造纸厂、孝丰造纸厂技术科科长和车间主任、义乌市复合原纸厂厂长、衢州仙鹤纸业董事长兼总经理、浙江仙鹤特种纸董事长兼总经理，具备完整的一线制造和企业经营经历。对于重资产、长周期、强执行要求的林浆纸一体化项目而言，这种治理稳定性至关重要。

仅供内部参考，请勿外传

图表 17：公司核心董事与高管简介

姓名	职务	个人简历
王敏良	董事长、董事、总经理	1965 年出生，本科学历，高级经济师。历任安吉老石坎造纸厂、孝丰造纸厂技术科科长、车间主任，义乌市复合原纸厂厂长，衢州仙鹤纸业有限公司董事长兼总经理，浙江仙鹤特种纸有限公司董事长兼总经理。现任浙江仙鹤控股集团有限公司董事，仙鹤股份有限公司第三届董事会董事、董事长兼总经理，浙江夏王纸业有限公司董事。
王敏强	副董事长,董事	1959 年出生，本科学历。历任浙江省地质调查院团委书记、总务科副科长，义乌市复合原纸厂副厂长，衢州仙鹤纸业有限公司副总经理，浙江仙鹤特种纸有限公司常务副总经理。现任浙江仙鹤控股集团有限公司董事，仙鹤股份有限公司第三届董事会董事、副董事长，河南仙鹤特种浆纸有限公司董事长兼总经理。
王敏岚	董事、常务副总经理、财务负责人	1972 年出生，本科学历，高级经济师。历任广州市中外合资穗屏集团公司总经理助理，衢州仙鹤纸业有限公司副总经理，浙江仙鹤特种纸有限公司常务副总经理，浙江金瑞泓科技股份有限公司监事。现任浙江仙鹤控股集团有限公司董事，仙鹤股份有限公司党委书记、第三届董事会董事、常务副总经理、财务总监。
王敏文	董事	1963 年出生，硕士研究生学历，工程师。历任申能股份有限公司投资部经理助理、策划部副经理、经理、董事会秘书、董事，申能资产管理有限公司总经理、董事长，申能房地产有限公司董事长，申能集团有限公司副总经理。现任杭州立昂微电子股份有限公司董事长，浙江仙鹤控股集团有限公司董事长，浙江夏王纸业有限公司董事，仙鹤股份有限公司第三届监事会主席。
王昱哲	董事、副总经理、董事会秘书	1988 年出生，硕士学历，历任德国夏特集团有限公司装饰纸市场研究员，浙江仙鹤特种纸有限公司销售部业务经理，浙江夏王纸业有限公司监事、杭州立昂微电子股份有限公司监事。现任浙江仙鹤艾迈德新材料有限公司董事长、广西鹤翼纸制品加工有限公司董事长、杭州立昂微电子股份有限公司董事、仙鹤股份有限公司第四届董事会副总经理、董事会秘书。
史君齐	副总经理	1975 年出生，本科学历。历任仙鹤股份有限公司分厂厂长、生产总监、总经理助理，浙江哲丰新材料有限公司副总经理。现任仙鹤股份有限公司第三届董事会副总经理，浙江哲丰新材料有限公司总经理。
张仕超	副总经理	1984 年出生，历任浙江仙鹤特种纸有限公司热电厂工段长、厂长助理，河南仙鹤特种浆纸有限公司热电厂厂长、制浆厂厂长、生产部部长、总经理助理。现任仙鹤股份有限公司第三届监事会非职工代表监事，河南仙鹤特种浆纸有限公司副总经理；2024 年 1 月 16 日至 2025 年 3 月 17 日任仙鹤股份有限公司第三届监事会监事。
戴贤中	副总经理	1965 年出生，历任安徽造纸厂生产技术部部长。现任仙鹤股份有限公司第三届董事会副总经理，广西仙鹤新材料有限公司总经理。
王桂红	副总经理	1981 年出生，现任浙江仙鹿新材料有限公司总经理，浙江柯瑞新材料有限公司总经理，浙江睿享科技有限公司总经理，广西仙鹿新材料有限公司总经理、董事。
骆志荣	副总经理	1968 年出生，历任安吉老石坎造纸厂班长、工段长，浙江仙鹤特种纸有限公司车间主任、厂长技术科科长、工程办主任。现任仙鹤股份有限公司第三届董事会副总经理，浙江夏王纸业有限公司董事，湖北仙鹤新材料有限公司总经理。
张诚	总工程师	1964 年出生，制浆造纸工程专业正高级工程师，历任安徽省广德县造纸厂副厂长，安徽省皖南造纸厂分厂厂长，浙江仙鹤特种纸有限公司总经理助理，浙江哲丰新材料有限公司副总经理。现任仙鹤股份有限公司总工程师，浙江邦成化工有限公司董事。

数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

2 特种纸行业：总量有韧性，结构分化加剧

2.1 小而美的造纸细分赛道，行业规模持续扩张

特种纸是一类针对特定性能和用途而制造或改造的纸基功能类的总称，特种纸良好的功能性特点使其广泛应用于包括医疗、食品、商业、建材家居、电气、信息、航空、航天、军工等在内的国民经济生活的众多领域。特种纸可根据应用领域细分为：食品包装及医疗包装等特种包装纸基材料，装饰原纸等家居装饰纸基材料，薄型印刷和热敏等商务交流用纸基材料，格拉辛等标签离型用纸基材料，热转印等转印纸基材料，卷烟配套用纸等烟草用纸基材料，电解纸和特种材料衬纸等电气及工业纸基材料。

与白板纸、瓦楞纸、箱纸板等大类用纸相比，特种纸拥有的特点如下：（1）产品针对性强，具有预定特殊用途，与白板纸等大类纸相比产量和市场容量小；（2）加工工序复杂，加工技术难度较大，附加值相对较高；（3）产品种类繁多，下游客户专业化较高。

图表 18：特种纸与大类用纸对比

品种	大类用纸（瓦楞纸、印刷书写纸等）	特种纸
基本概念	印刷书写纸主要用于出版物，瓦楞纸是由挂面纸和通过瓦楞棍加工而形成的波形的瓦楞纸粘合而成的板状物，一般用于保护性包装	针对特定性能和用途而制造或改造的纸基材料
应用特点	主要用于二次包装、书写和印刷制品等经济生活中大类用纸领域	按照不同品类，包括柔性包装、电气功能、建材装饰、离型标签、过滤、防伪、感光材料等各种的功能性应用
原材料	主要使用植物纤维材料，包括木纤维、竹纤维、草纤维等，瓦楞纸等通常使用废纸作为原材料	除了传统的木质纤维外，在大宗纸产品中没有办法使用的短纤维也可以作为重要的原材料在特种纸基材料内使用，并已开始使用无机纤维、合成纤维等，一次包装原纸通常要求使用原生木浆
市场特点	应用领域较分散，市场规模大	细分市场规模较小，但应用领域逐渐增加，产品功能性要求较高，专业化程度较高

数据来源：恒达新材招股说明书，华福证券研究所

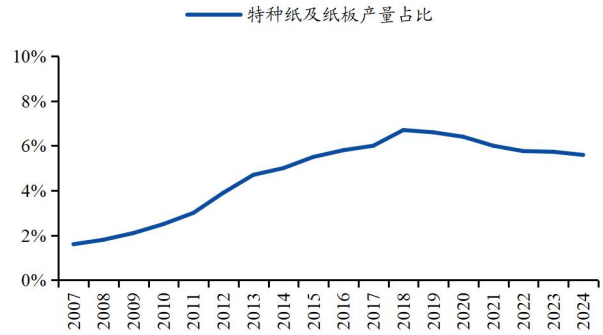
相比大类用纸，特种纸市场规模仍较小。根据中国制浆造纸研究院，2024 年我国特种纸产量占比 5.59%，相较于 2007 年的 1.6%有所提升但整体容量仍较小。增速方面，2019 年之前我国特种纸每年产量增速高于行业产量增速，近年来随着终端需求增速放缓，造纸行业产量增速有所回落，其中特种纸产量增速逐步慢于行业。

增速放缓的同时，特种纸整体供需格局仍优于行业本身。2024 年我国特种纸行业开工率 83%，由于下游应用的针对性较强，特种纸主要以销定产，产销率常年保持 95%以上水平，2024 年我国特种纸产销率 98%。相比于其他大类纸种，特种纸行业开机率（产能利用率）仍保持一定优势。

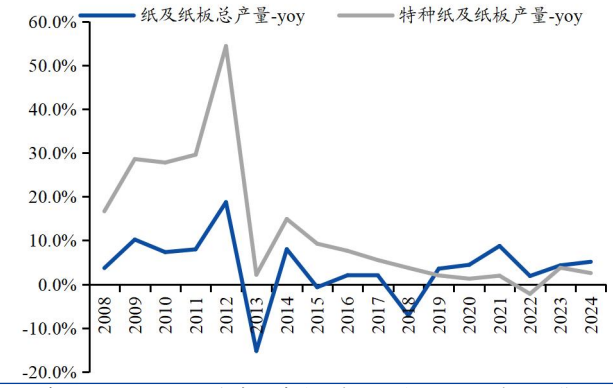
图表 19：特种纸及纸板产量占比

图表 20：特种纸和整体纸板的产量增速对比

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

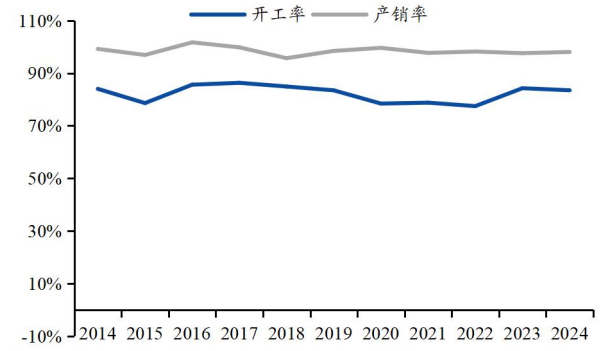


数据来源：《2015-2024 年我国特种纸产业发展现状》，中国制浆造纸研究院有限公司，制浆造纸国家工程实验室，造纸信息，华福证券研究所



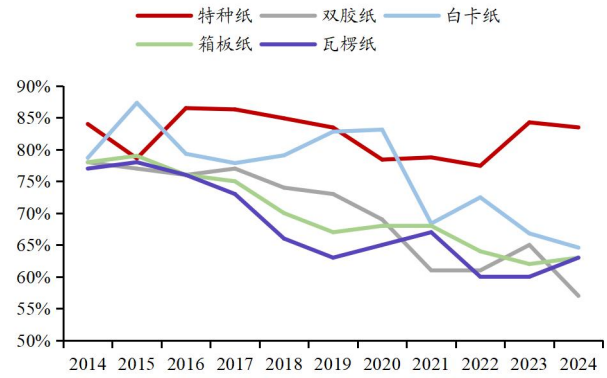
数据来源：《2015-2024 年我国特种纸产业发展现状》，中国制浆造纸研究院有限公司，制浆造纸国家工程实验室，造纸信息，华福证券研究所

图表 21：特种纸每年开工率和产销率保持高位



数据来源：《2015-2024 年我国特种纸产业发展现状》，中国制浆造纸研究院有限公司，制浆造纸国家工程实验室，造纸信息，华福证券研究所

图表 22：特种纸与其他大类纸种产能利用率



数据来源：《2015-2024 年我国特种纸产业发展现状》，中国制浆造纸研究院有限公司，制浆造纸国家工程实验室，造纸信息，卓创资讯，华福证券研究所；
注：这里特种纸产能利用率用开机率代替

特种纸行业当前正面临需求结构外移、供给集中加速、竞争逻辑从单一纸种转向全产业链的挑战。行业总量仍保持增长，2024 年我国特种纸产量 762 万吨、销量 747 万吨，产销率达 98%。2024-2025 年仙鹤、五洲、齐峰等头部企业集中投产带来局部赛道阶段性承压，但行业并未走向全面失序，反而在出口扩张、进口替代和中小产能出清的共同作用下，呈现出“总量平稳增长、结构分化加剧、龙头份额抬升”的鲜明特征。



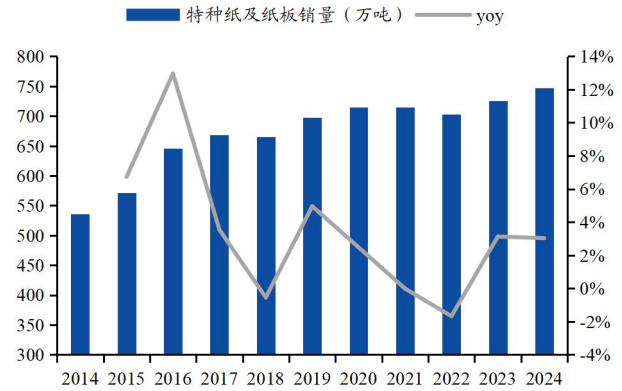
华福证券
仅供内部参考，请勿外传

图表 23：特种纸及纸板产量及增速



数据来源：《2015-2024 年我国特种纸产业发展现状》，中国制浆造纸研究院有限公司，制浆造纸国家工程实验室，造纸信息，华福证券研究所

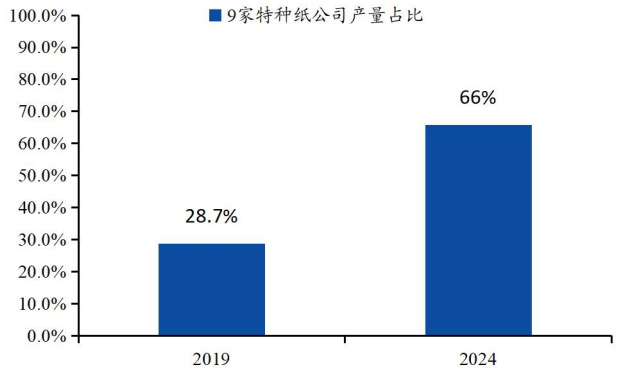
图表 24：特种纸及纸板销量及增速



数据来源：《2015-2024 年我国特种纸产业发展现状》，中国制浆造纸研究院有限公司，制浆造纸国家工程实验室，造纸信息，华福证券研究所

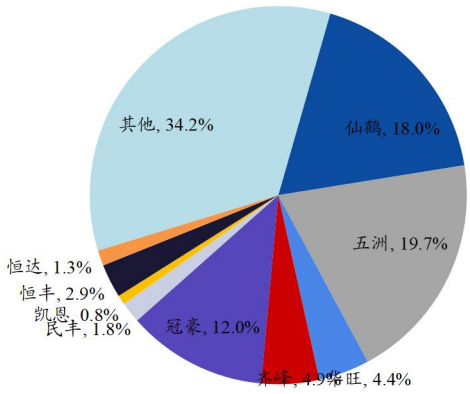
行业集中度持续上行。2024 年我国 9 家特种纸上市公司产量占比达到 66%，较 2019 年的 28.7%提升 37.08pct，其中仙鹤股份、五洲特纸、华旺科技产量占比分别为 18%/19.7%/4.4%，行业向头部集中趋势明显。特种纸由于存在客户认证、工艺稳定性、生产柔性和交付能力门槛，新增产能更容易集中在头部企业手中。同时，2025 年 9 家特种纸上市公司资本开支同比下滑，意味着行业资本开支高峰期或已经过去。后续行业供给压力逐步缓解，龙头通过切入新赛道、放大自制浆配套、提升全球客户覆盖面进一步提升核心竞争优势。

图表 25：9 家特种纸上市公司产量合计占比



数据来源：《2015-2024 年我国特种纸产业发展现状》，ifind，各公司公告，中国制浆造纸研究院有限公司，制浆造纸国家工程实验室，造纸信息，华福证券研究所

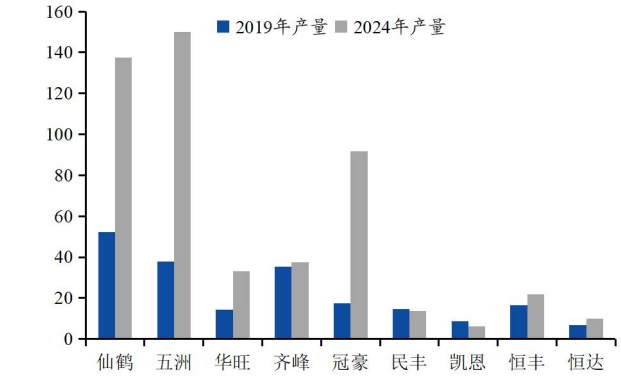
图表 26：2024 年 9 家特种纸上市公司产量占比



数据来源：《2015-2024 年我国特种纸产业发展现状》，ifind，各公司公告，中国制浆造纸研究院有限公司，制浆造纸国家工程实验室，造纸信息，华福证券研究所

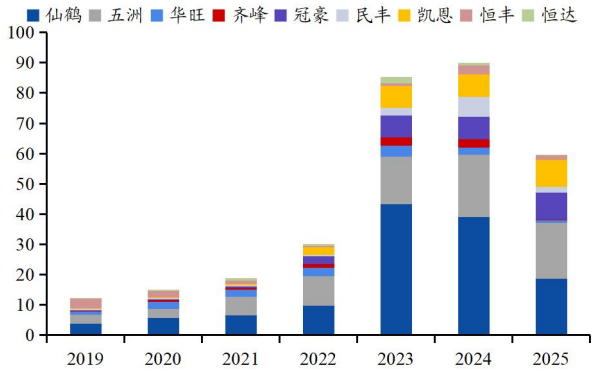
华福证券
仅供内部参考，请勿外传

图表 27：9 家特种纸上市公司产量变化（万吨）



数据来源：各公司公告，ifind，华福证券研究所

图表 28：行业资本开支高峰期已过（亿元）



数据来源：各公司公告，ifind，华福证券研究所

2.2 细分赛道分化：消费属性赛道韧性更强

根据前瞻产业研究院，特种纸按用途划分可分为文化类、包装类、生活类、建筑建材类、医药保健类、烟草工业类等等。由于下游具体用途存在差异，相关品类的特种纸景气度也存在分化。

图表 29：特种纸产品分类

产品类别	具体内容
文化类特种纸	主要包括：无碳复写纸、特种书刊印刷纸、防泄密纸、防篡改纸、耐压纸、纳米防水纸、安全线纸、防复印纸等。
包装类特种纸	主要包括：伸缩纸、"Npimold Paper"深度冲压纸、纸质粮袋、特种食品包装用纸(太阳能保温纸、远红外线包装瓦楞纸、可食防腐纸、脱水功能包装纸、豆渣纸、果渣纸黄色防伪纸、特殊覆膜纸包装、蔬菜纸等)。
生活类特种纸	主要包括：服装纸、水溶性纸(水溶纸)、吸尘器套袋纸、彩色纸绳纸、灯罩纸、代布纸、和纸、纺织材料用纸等
建筑建材类特种纸	主要包括：建筑纸、复合地板耐磨层纸、彩轴绵砖衬纸、纸钢、各种新型壁纸等
医疗保健类特种纸	主要包括：医用纸、吸油面纸、无尘纸、自然避孕试纸、消毒剂浓度测试纸、除臭纸(脱臭纸)等
防护类特种纸	主要包括：防锈纸、耐火纸(防火纸)等。
农业用特种纸	主要包括：育草纸、特种纸发芽测定纸、中草药果蔬保鲜纸、 "四合一"农用纸席、农用纸地膜、水果套袋纸、遮光纸等。
烟草工业用特种纸	主要包括：高透气度滤嘴棒成型纸、水松纸及水松原纸、卷烟纸等。
其他类别特种纸	主要包括：测温纸、发热纸、仪表垫圈纸、大豆蛋白质纤维制特种纸、泡沫纸等。

数据来源：前瞻产业研究院、华福证券研究所

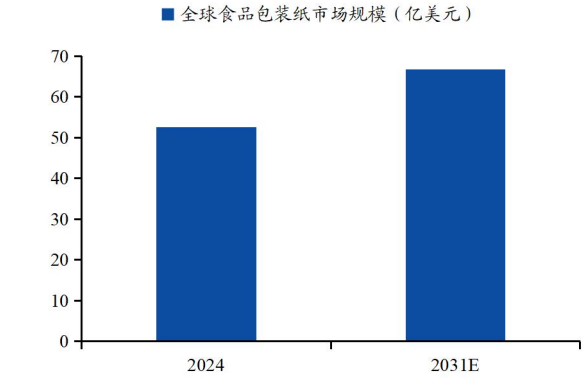
决定各纸种景气的是不同纸种背后的下游需求属性。近年来需求增长稳健的几

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

个方向，集中在食品包装、格拉辛/标签离型、热转印、医疗包装及部分工业用纸；相对增速放缓的的方向，则主要是无碳纸及部分传统烟草配套纸等。

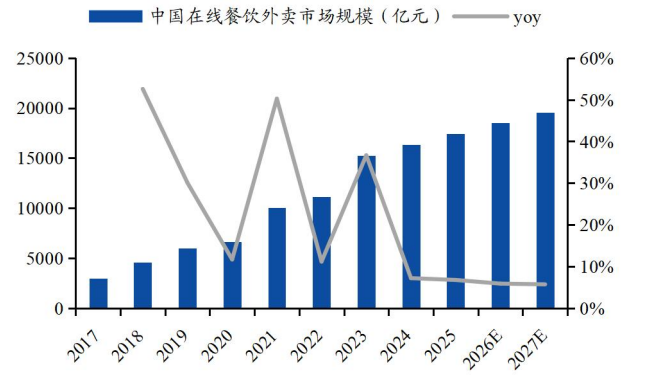
从食品包装纸看，根据共研产业咨询，2024 年全球食品包装纸市场规模达到 52.6 亿美元，预计 2031 年食品包装纸市场规模将达到 66.7 亿美元，CAGR 为 3.5%。其核心驱动力来自以纸代塑、外卖与餐饮包装升级、食品接触安全要求提升等。

图表 30：全球食品包装纸市场规模



数据来源：共研产业咨询，华福证券研究所

图表 31：中国在线餐饮外卖市场规模及增速

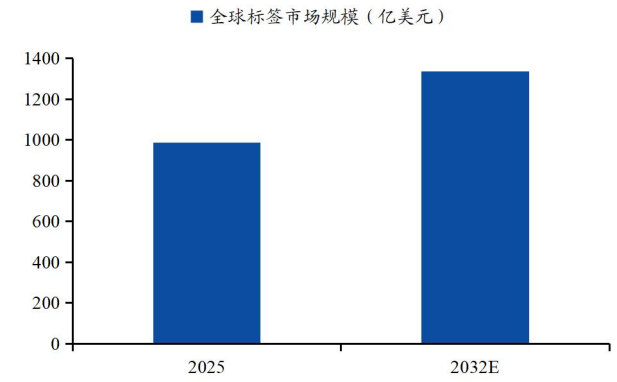


数据来源：艾媒咨询，闪时送公众号，华福证券研究所

格拉辛纸是另一类高景气赛道。格拉辛纸常应用于工业、医疗、食品等领域的基础标签、功能和防伪标签、可变信息打印标签、物流标签、模切材料等应用。得益于食品包装、快递物流、电子产品包装等下游行业的快速发展，是近年来产销比较稳定的纸种之一。根据环保纸产业专委会，国内生产企业以五洲、仙鹤、UPM、江河等为主。2024 年我国格拉辛纸行业市场规模接近 45 亿元，其中华东地区市场规模约 16 亿元，中南地区市场规模约 12 亿元；按终端应用看，食品饮料领域市场占比 33.38%，其次是运输物流领域，占比 22.69%　　。

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

图表 32：全球标签市场规模



数据来源：QY Research，华福证券研究所

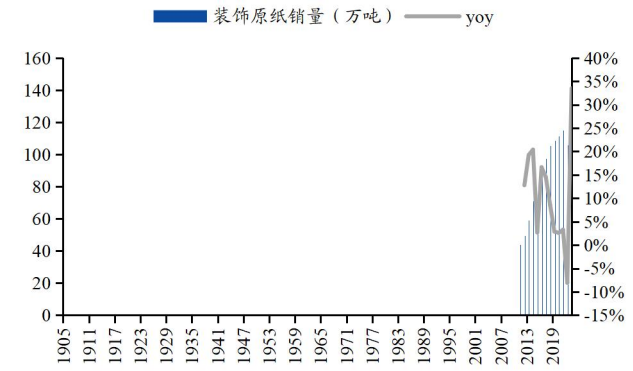
图表 33：我国年度快递业务量及增速



数据来源：ifind，国家邮政局，华福证券研究所

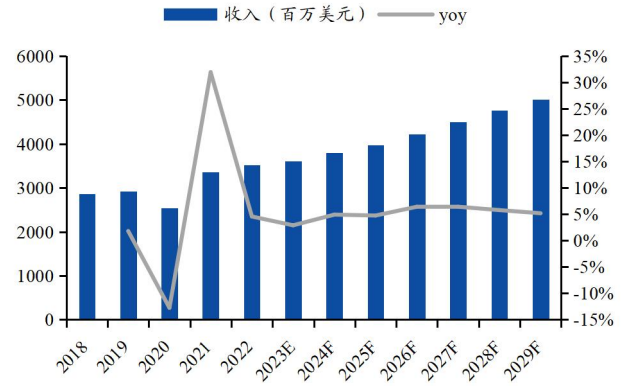
装饰原纸近年来受国内地产需求放缓影响增速略有承压，但品质升级与海外渗透率提升带来新的成长动能。2023 年装饰原纸销量 141.1 万吨、同比增长 33.5%，但 2024 年销量回落至约 133.4 万吨，同比-5.45%。中高端装饰原纸格局更优，份额稳定。伴随着装饰原纸行业的快速蓬勃发展，市场对产品质量指标的要求越来越高，高端化装饰原纸需求持续增长。根据 QY Research，2022 年全球高端装饰原纸销售额约 35.15 亿美元，预计到 2029 年，全球高端装饰原纸销售额将达到 50 亿美元。

图表 34：我国装饰原纸销量及增速



数据来源：wind，中国林产工业协会，中国人造板、卓木家，华福证券研究所

图表 35：全球高端装饰原纸市场销售额及增速



数据来源：QY Research，华福证券研究所

卷烟及配套用纸：需求稳定，供给相对集中。我国卷烟总量处于低速增长区间，2018-2025 年卷烟产量由 23375.79 亿支增至 24703.9 亿支，CAGR 约 0.79%；2025 年产量 24703.9 亿支，同比+0.2%。卷烟纸凭借牌照的稀缺性，市场上只有少数企业能够合法生产和销售卷烟纸，从而保证了产品质量和市场秩序，同时也带来了稳定的市场需求。

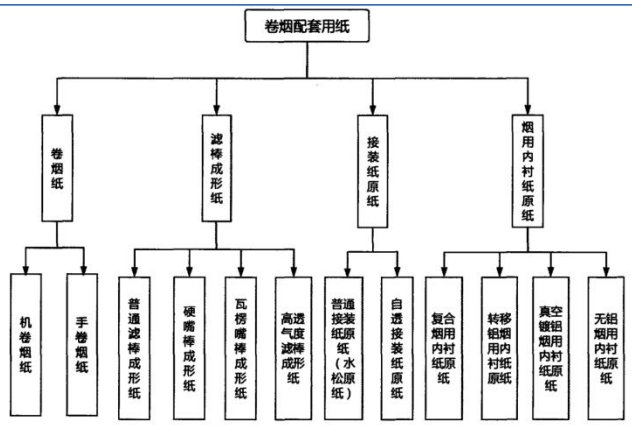
图表 36：我国卷烟生产量及增速

图表 37：卷烟用纸分类

华福证券
仅供内部参考，请勿外传



数据来源：ifind，国家统计局，华福证券研究所

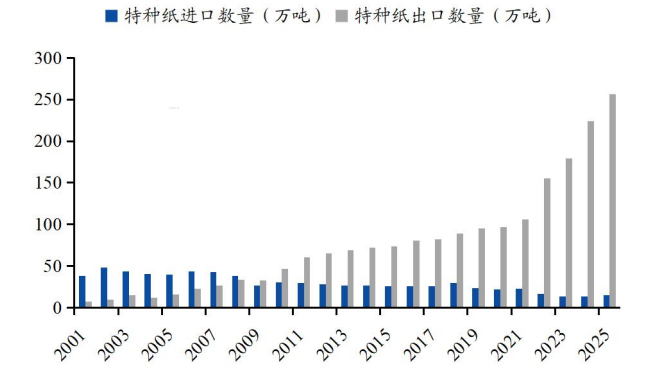


数据来源：《卷烟配套用纸生产现状及需求分析》——李劲松，华福证券研究所

2.3 国产替代与出海：从替代进口走向重塑全球供给

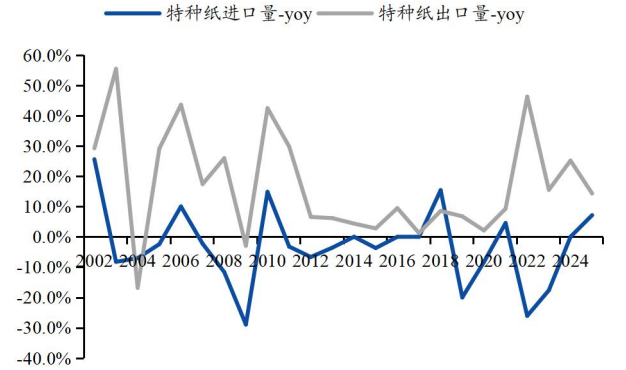
特种纸过去主要依赖国内需求拉动的增长模式，正在演变为内需分化+出口接力+高端替代的新格局。2025 年我国特种纸进口/出口量分别为 15/256 万吨，同比+7.1%/+14.3%。出口已成为行业需求增量的核心来源之一。

图表 38：我国特种纸及纸板出口与进口量



数据来源：ifind，中国造纸年鉴，华福证券研究所

图表 39：我国特种纸及纸板出口与进口量增速



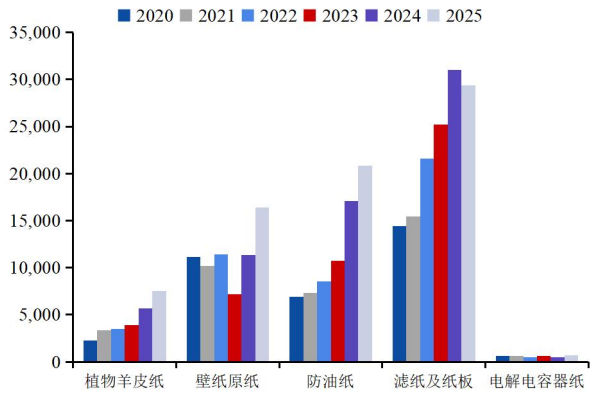
数据来源：ifind，中国造纸年鉴，华福证券研究所

我国特种纸出口不只是量的增长，更是盈利质量的提升。海外市场不仅提供增量订单，也提供更优的价格体系和利润结构，尤其对具备认证、稳定交付和品牌能力的龙头而言，出海将显著抬升盈利中枢。

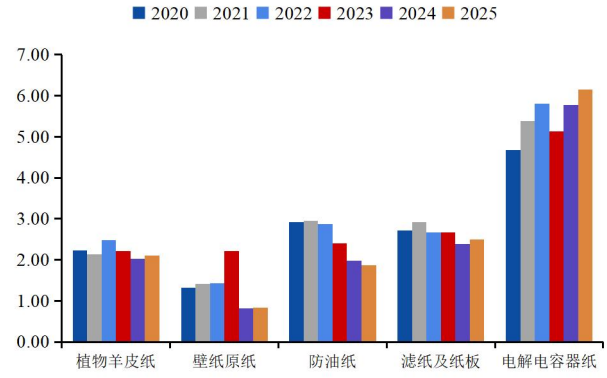
图表 40：2020-2025 年我国主要特种纸出口量（吨）

图表 41：2020-2025 年我国主要特种纸出口价格（美元/千克）

仅供内部参考，请勿外传

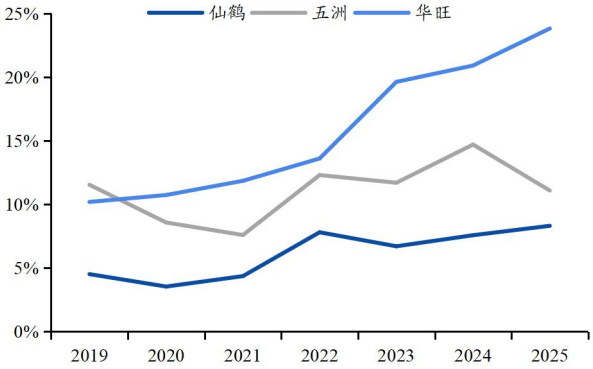


数据来源：ifind，海关总署，华福证券研究所



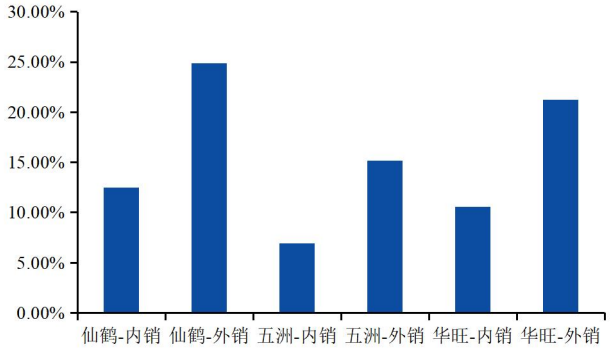
数据来源：ifind，海关总署，华福证券研究所

图表 42：特种纸公司外销收入占比



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

图表 43：2025 年仙鹤/五洲/华旺内外销毛利率



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

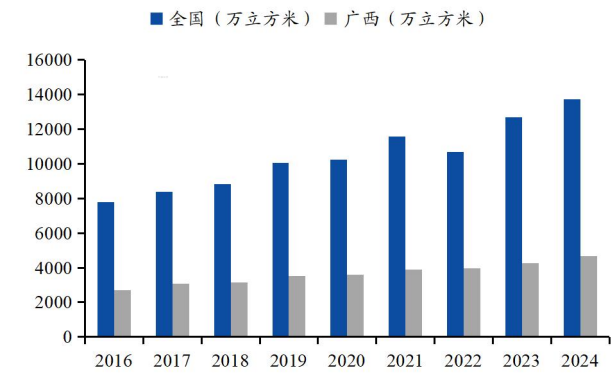
3 资源、出海与高端化共同决定公司中期成长斜率

3.1 林浆纸用一体化系统性补齐产业链短板

截至 2025 年末，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。公司已经从过去以外购浆为主的特种纸龙头，逐步转向拥有自制浆替代进口浆能力、并能够依托本地林木资源与区位条件平抑周期波动的全产业链平台型企业。

广西基地：资源禀赋优势显著，优化生产成本。广西林木资源与物流体系助力公司锁定长期木片成本优势。根据广西林业产业行业协会，2024 年广西全区林地面积 16929.50 万公顷，占全区土地总面积 2372.88 万公顷 68.67%，森林覆盖率 60.25%，进入全国三强；活立木蓄积量 9.9 亿立方米，位于全国前列。2024 年全区木材产量达 4663 万立方米，占全国木材产量的 33.94%，比 2023 年增长 9.82%。连续 14 年排在全国第一位。2024 年广西木浆产量 432 万吨，同比增长 19.3%，占全国木浆总产量 2626 万吨的 16.4%。

图表 44：2016-2024 年度全国及广西木材产量



数据来源：广西林业产业行业协会，华福证券研究所

图表 45：2015-2024 年度广西木浆产量及增速



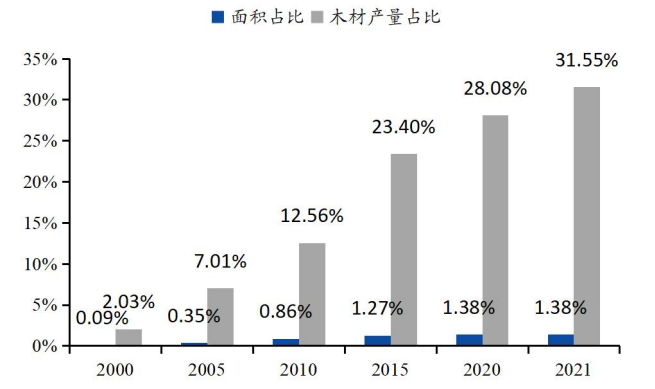
数据来源：广西林业产业行业协会，华福证券研究所；

广西拥有全国领先的桉树人工林资源。桉树人工林是全球生长速度最快、产量最高、用途较广、效益较好的人工林之一，全球有 120 多个国家和地区栽培，面积超 2500 万公顷。中国桉树人工林面积约 600 万公顷，仅次于巴西居全球第二位。广西桉树人工林面积、产量、效益均居全国首位，以占全国 1%的林地贡献了全国 40%的木材，支撑广西万亿林业产业发展。

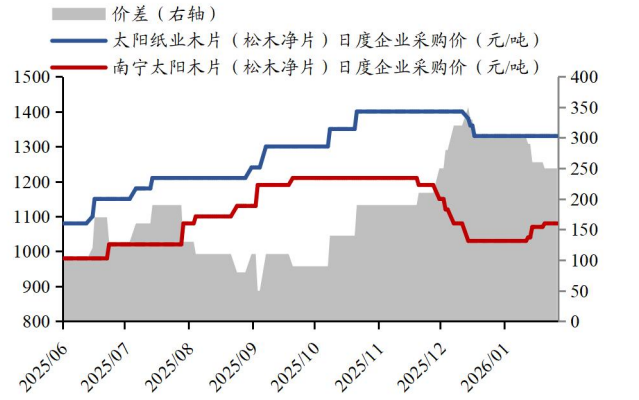
图表 46：广西桉树面积和木材产量占全国的比例

图表 47：广西木片采购均价较低

华福证券
仅供内部参考，请勿外传



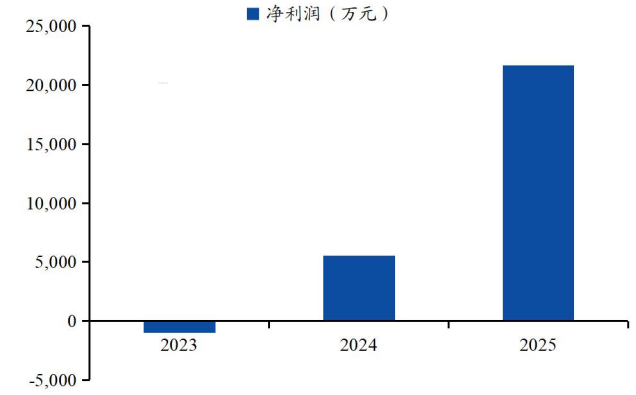
数据来源：广西林业科技推广，《中国林业统计年鉴（2000-2021 年）》，《全国森林资源清查结果（第六、七、八、九次）》，华福证券研究所



数据来源：卓创资讯，华福证券研究所；

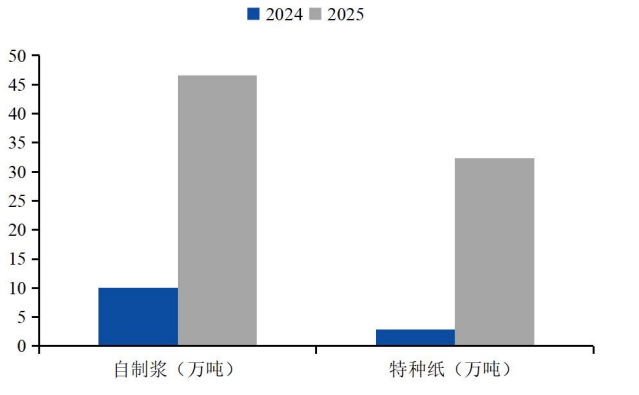
公司广西来宾项目 2024 年 4 月中旬 1#化机浆试机成功，2024 年已有 2 条造纸生产线和 3 条制浆生产线投产运行，共生产 2.89 万吨特种纸和 10.01 万吨木浆。2025 年广西来宾产出 32.38 万吨特种纸和 46.55 万吨木浆，产能释放与爬坡效率高。同时，广西子公司 24 年投产后即盈利，2024 年子公司广西仙鹤新材料实现盈利 5539.07 万元，2025 年随产能进一步释放，实现营收 24.67 亿元，净利润 21687.3 万元，净利率 8.8%。

图表 48：子公司广西仙鹤新材料净利润表现靓丽



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 49：广西基地一期项目产量爬坡较快



数据来源：公司公告，华福证券研究所；

湖北基地：高效辐射中部市场，因地制宜开发特种纤维。公司湖北石首基地地理位置优势显著，坐拥长江“黄金水道”，长江石首段全长约 90.3 公里，且拥有“一江两岸，跨江而治”的独特地理特征。同时，石首港地处长江中游、两湖平原中心，更重要的是，它位于浩吉铁路（运煤铁路）与长江干线的交汇处。这使得石首成为国家能源通道与黄金水道的十字战略通道。造纸所需的能源（煤炭）、原料（主要为木片）等可通过铁路/长江航道运输至公司生产基地。

此外，石首长江洲滩芦苇资源丰富，面积已恢复到 3 万亩。其芦苇品种为南荻“一丈青”变型，纤维素和半纤维素含量高达 80%以上，是优质的特种纸原料。在草类浆中苇浆是一种较好的纤维，仅次于龙须草浆。芦苇浆纤维长度远远大于桉木和杨木

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

等阔叶木浆，在适宜的制浆条件下可以生产出具有高抄造性能的 苇浆，替代阔叶木浆抄造多纸种，如文化纸、生活用纸及部分的特种纸。

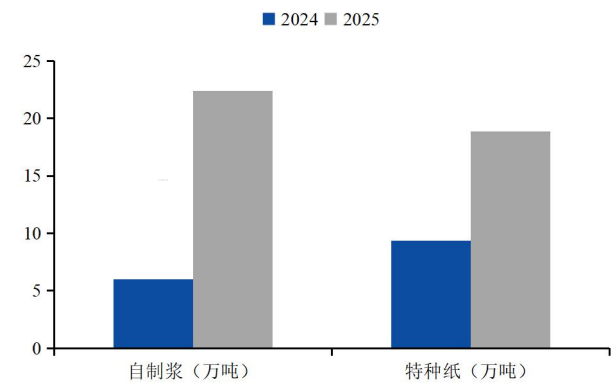
图表 50：获苇浆纤维形态及其与山杨等浆纤维形态的比较

原料	长度/mm		宽度/μm		长宽比	壁厚/μm	腔径/μm	壁腔比	非纤维细胞含量/%
	平均	一般	平均	一般					
芦苇	1.12	0.60~1.60	9.7	5.9~13.4	115	3.0	3.4	1.77	35.5
荻	1.36	0.64~2.12	17.1	8.4~29.3	80	6.17	3.7	3.6	34.5
龙须草	2.10	1.34~2.85	10.4	8.3~12.7	202	3.3	3.1	2.13	29.3
山杨	0.86	0.65~1.14	17.4	14.7~23.5	50	–	–	–	23.3
桉木	0.68	0.55~0.79	15.8	13.2~18.3	43	–	–	–	17.6
白皮桦	1.21	1.01~1.47	18.7	14.7~22.0	65	–	–	–	26.7

数据来源：《芦苇浆纤维特性及造纸前景》——张菊先、王志杰，华福证券研究所

湖北石首项目于 2024 年 1 月初开机运行，2024 年先后有 3 条特种纸生产线和 4 条纸浆产线投入运行，共产出 9.34 万吨特种纸和 5.98 万吨自制浆。2025 年湖北石首产出 18.85 万吨特种纸和 22.37 万吨自制浆。

图表 51：湖北石首基地项目浆纸产量



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 52：公司湖北石首基地



数据来源：石首市人民政府，华福证券研究所；

截至 2025 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。同时，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。

林浆纸用一体化对公司意义在于，一是降低对进口浆与外部木片的依赖，削弱原料价格和汇率波动对盈利的冲击；二是通过本地资源、运输半径和工艺协同形成吨浆成本优势，并向吨纸利润传导；三是在特种纸行业普遍缺乏上游纵深能力的背景下，率先建立相对稀缺的纵向成本护城河，从而支撑公司在周期底部稳盈利、在景气回升期放大利润弹性。

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

3.2 多元化产品矩阵与柔性制造构筑技术壁垒

公司已构建起覆盖六大系列、60 多个品种的高性能纸基功能材料矩阵，并通过自研装备、柔性切换与客户协同研发能力，把多品类从简单的产品罗列，升级为可穿越周期的经营体系。不同终端行业的景气节奏、定价机制、客户结构与认证周期并不一致，因此能天然削弱单一细分赛道波动对整体盈利的冲击。公司多元化的产品矩阵能够在需求波动、纸价波动与原材料波动中保持经营韧性。

图表 53：六大系列产品矩阵构建跨周期经营的基石

产品系列	主要产品/应用	竞争地位	战略意义
食品与医疗包装材料	防油纸、涂布纸、液体包装、医用透析纸、医用皱纹纸等	公司为国内少数同时具备食品与医疗包装材料能力的上市公司，2025 年食品医疗消费类销售 33.57 万吨，同比+34.36%	受益“以纸代塑”与消费升级，需求成长性强
烟草行业配套	接装纸原纸、内衬原纸、滤嘴棒成型纸、HNB 配套材料等	**同类产品市场占有率近 45%**，已被国外主要知名烟草公司认证和稳定使用	高壁垒、高客户黏性，盈利稳定器
家居装饰材料	装饰原纸、素色/印刷底材、表层纸、平衡纸等	**公司产品国内市场占有率超 20%**	中高端装饰材料龙头，强化全球竞争力
商务交流及出版印刷	圣经纸、字典纸、无碳打印、防伪材料等	**低定量出版印刷材料国内市场占有率超过 90%**	利基市场统治力强，定价与认证壁垒高
电气及工业用纸	电解电容器纸、不锈钢衬纸、CTP 衬纸、玻璃间隔纸等	电解电容器纸下游认证严苛，2025 年销售 7,200 吨，收入同比+8.47%	面向高科技工业配套，国产替代弹性足
日用消费系列	热敏纸、热转印纸、标签离型纸、格拉辛等	**热敏收银纸国内市占率近 25%，热转印市场占有率超过 30%**，2025 年销售量同比+37.22%	规模最大、应用广泛，是公司收入底盘

数据来源：公司公告，华福证券研究所

柔性制造能力夯实技术壁垒。公司长期坚持自主设计、合作开发的技术路线，由公司牵头开发新工艺，并与合作伙伴共同开发具有产品特色的机器设备。单条生产线至少能够适应 3-4 种纸基功能材料的稳定生产，并能够在不同产品中做到稳定切换。对特种纸行业而言，设备本身不是标准化大宗资产，而是高度依赖工艺积累、配方适配与产线调校能力的专用系统。

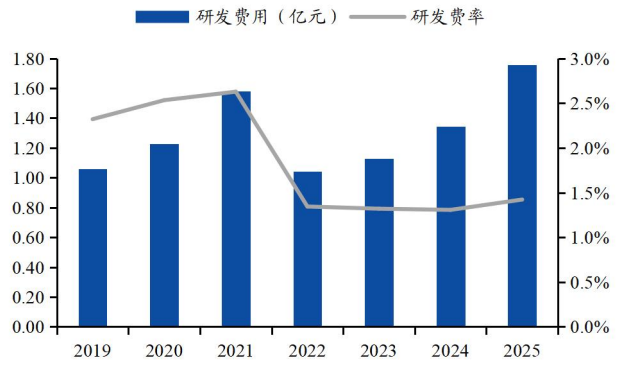
当某一细分品类阶段性承压时，公司可以基于多品类覆盖与产线适配能力，把供给资源切换至更高景气、更高毛利或客户需求更强的纸种。其次，柔性制造能力决定了公司能够更好服务大客户的一站式需求。

公司持续投入研发，2024 年研发费用 1.34 亿元，2025 年进一步提升至 1.76 亿元，2025 年申报专利 78 项、其中发明专利 44 项，截至 2025 年末已拥有 54 项发明专利和 135 项实用新型专利。由于产线具备较高柔性，公司能够更快将试验性产品嵌入既有产线体系，从而缩短从研发到产业化的周期。

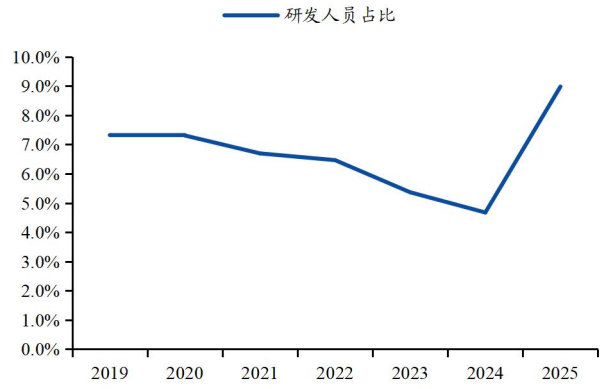
图表 54：公司持续加强研发费用投入

图表 55：公司研发人员占比较高

华福证券
仅供内部参考，请勿外传



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

3.3 新产能接力成长，中期产能扩张逻辑进一步清晰

广西一期项目投产完后，公司将依托已投入的公辅设施、团队经验与资源配套，以更高资本效率推进二期建设，二期将新增 60 万吨制浆和 70 万吨特种纸产能，并计划于 2027 年中期全部投产，其中 PM6 特种纸生产线力争于 2026 年 9 月率先投入运行。二期项目将在一期从 0 到 1 的基础上达成 1 到 N 扩张，我们认为资本开支回报率和利润释放斜率理论上都将更优。

湖北基地暂无新增大规模投资计划，除继续开足马力满负荷运行外，年产 20 万吨生活用纸项目作为公司新赛道，将紧密结合市场需求，加快形成自主的生活用纸产销生态圈。

此外，公司全面启动四川项目建设周期，完善公司全国产能布局，规划建设年产 40 万吨竹浆和 60 万吨高性能纸基新材料生产线及相关配套设施，该项目将充分利用当地丰富的竹材资源，建设竹浆产线，进一步丰富仙鹤特种浆的品种结构。

图表 56：截至 2025 年末公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	建设内容	总投资	已投资	2026 年计划
广西三江口新区高性能纸基新材料项目（二期）	年产浆 60 万吨、纸 70 万吨	54.04	0.007	25
年产 5 万吨纸制品深加工项目	年产纸制品 5 万吨	1.67	1.3	0.5
年产 3 万吨特种纸项目	年产皱纹纸、成型纸等 3 万吨	4.8	0.22	3
年产 100 万吨竹浆纸用一体化项目	年产竹浆及纸类产品 100 万吨	47.38	0.01	5
合计		107.89	1.55	33.5

数据来源：公司公告，华福证券研究所

3.4 以纸基为核心的平台化新材料布局，打开多个未来增长期权

电解电容器纸：AI 驱动的“纸中芯片”赛道。电容器是由正负电极及它们之间的绝缘电介质材料组成的，其最显著的功能是可以实现充放电功能。利用电容的电学

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

特性，其在当前电子电路中常起到隔直、滤波、谐振、退耦等作用，是最基础的电子元器件之一。根据介质不同，电容器产品可分为陶瓷电容器、铝电解电容器、钽电解电容器和薄膜电容器等。

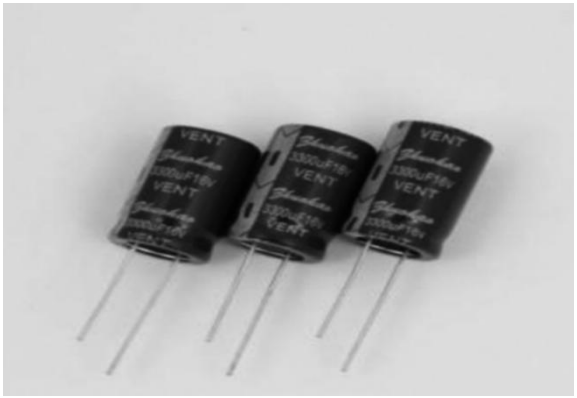
其中，铝电解电容器生产时使用的材料均为普通工业材料，且制造工艺相对简单，适合大规模生产，广泛运用于家用电器、汽车制造、数码电子设备中。它使用铝氧化膜作为电极，将浸满饱和电解质的纸张作为电介质。由铝制外壳与胶盖封闭为壳体，内部包裹电极与电解质重叠卷绕而成的组合体。

图表 57：不同类型电容器的特点对比

项目	陶瓷电容	铝电解电容	钽电解电容	聚酯薄膜电容
容量	适中	较高	较高	较小
成本	适中	较低	适中	适中
紧凑程度	高	低	适中	低
频率特性	好	差	差	适中
温漂特性	适中	适中	适中	好
等效电阻	小	大	大	大
可靠性	高	较差	适中	较差
极性	无极性	有极性	有极性	无极性
耐压程度	高	低	适中	高
使用寿命	长	较短	适中	长
体积	小	大	适中	适中

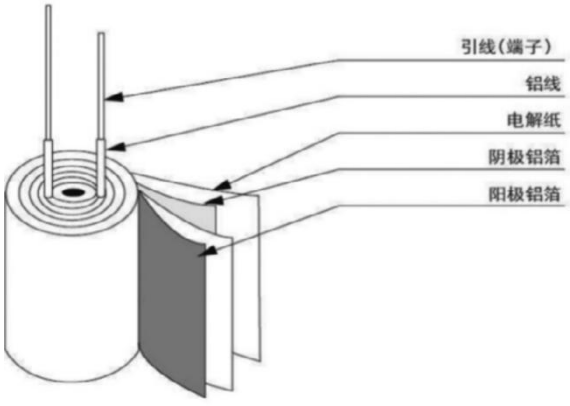
数据来源：达利凯普招股说明书，中国电容器网，华福证券研究所

图表 58：铝电解电容器



数据来源：《几种常用电容器的特点及趋势概述》——马云天，华福证券研究所

图表 59：铝电解电容器结构图

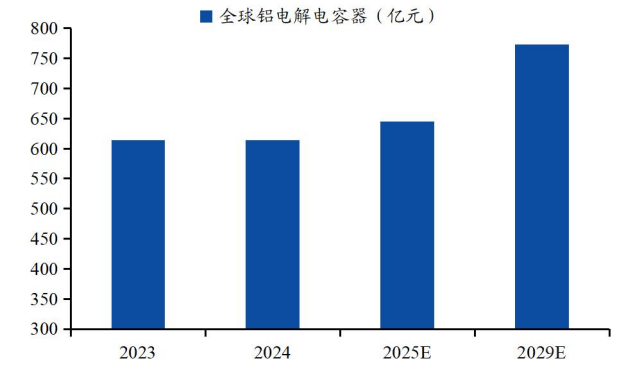


数据来源：《几种常用电容器的特点及趋势概述》——马云天，华福证券研究所

据中国电子元件行业协会数据，2024 年全球铝电解电容市场规模约 614.2 亿元，2025 年将达到 645.5 亿元，同比增长 5.1%；到 2029 年市场规模将达到 773.4 亿元，2024-2029E 对应 5%左右 CAGR。如按电解纸成本占比 5.5%估算，2025E、2029E 年全球电解纸市场规模约 35.5 亿元/42.5 亿元 。

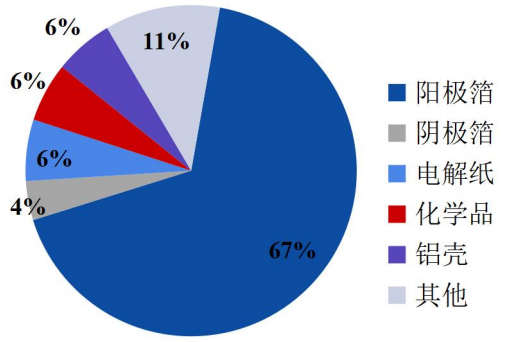
华福证券
仅供内部参考，请勿外传

图表 60：全球铝电解电容规模及预测



数据来源：中国电子元件行业协会，华福证券研究所

图表 61：铝电解电容成本结构



数据来源：江海股份招股说明书，华福证券研究所；
注：各比例为 2007-2010H1 均值

未来几年，铝电解电容器将向高性能、高可靠性、绿色环保方向发展。在“双碳”目标和“十五五”绿色发展导向下，低能耗、无铅化、可回收电容器成为研发热点。同时，随着 AI 服务器、5G 通信、新能源车等下游需求爆发，高压、高频、耐高温电容器需求持续上升。

高质量的铝电解电容器需要高质量的电解电容器纸，其作为电解电容器的衬垫材料，起到吸附工作电解液、隔离正负极箔片、防止两极短路的作用，伴随铝电解电容器工作至电解电容器的寿命结束，对铝电解电容器的质量有重要影响，因而对铝电解电容器的性能起着决定性作用。因此，在已有电解电容器纸生产技术的基础上，通过对麻浆纯化工艺的改进，或者在打浆时加入打浆酶促进打浆，或者添加化学品用于增强电解电容器纸的性能。

图表 62：不同原料和层状结构的电解电容器纸

型号	主要原料
W1	W 纤维单层纸
W2	W 纤维双层复合纸
WS2	W 纤维与 S 纤维双层复合纸
WM2	W 纤维与 M 纤维双层复合纸
WB2	W 纤维与 B 纤维双层复合纸
MJ2	M 纤维与 J 纤维双层复合纸
SM2	S 纤维与 M 纤维双层复合纸
S2	S 纤维双层复合纸

数据来源：《电解电容器纸的研究进展》——贾旺强，华福证券研究所；
注：W 指木浆纤维；S 指天丝纤维；B 指生物纤维素纤维；M 指莫代尔纤维；J 指麻浆纤维

图表 63：4 种纤维素隔膜产品性能参数对比

样品	厚度μm	定量 g*m^(-2)	平均孔径μm	孔隙率%
CNPPRI纤维素纸隔膜	36.8	20.3	0.25	67
SCUT纤维素纸隔膜	31.9		0.27	63
NKK纤维素纸隔膜	40.3	16.1	0.31	65
普通纤维素纸隔膜	124	41.5	42.47	84.2

数据来源：《超级电容器隔膜及其研究进展》——林旷野，华福证券研究所

商用超级电容器隔膜在国际上主要生产商包括日本 NKK、美国 Celgard，国内有中国制浆造纸研究院、凯恩特种材料股份有限公司等。其中日本 NKK 生产的纤维素纸隔膜占据了全球绝大部分纸隔膜生产销售份额，占超级电容器隔膜全球市场的半数以上；我国的超级电容器生产厂商使用的隔膜产品也以日本 NKK 纤维素纸

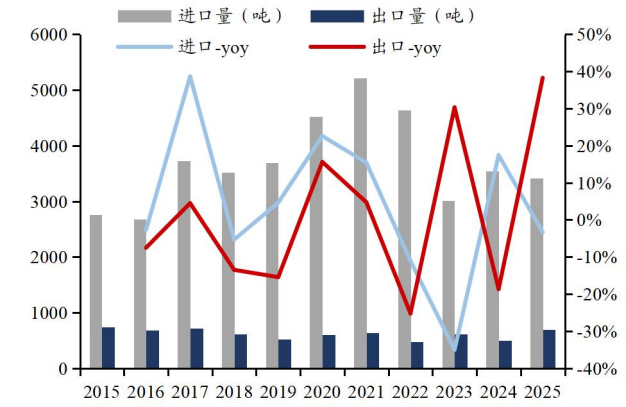
华福证券
仅供内部参考，请勿外传

隔膜为主。

电解电容器纸国产替代空间较大。我国电解电容器纸目前主要依赖进口，进口量远高于出口量。根据 ifind、海关总署数据，2025 年我国电解电容器纸进口量 3420.14 吨，同比-3.4%，出口量 694.38 吨，同比+38.3%。2020-2025 年电解电容器纸进口量、出口量 CAGR 分别为-5.4%/+2.8%。

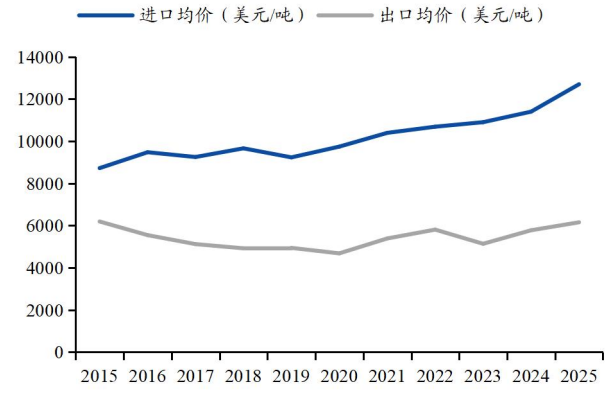
当前我国电解电容器纸的出口均价显著低于进口均价，2025 年电解电容器纸出口均价/进口均价分别为 6154.9/12701.5 美元/吨，进口均价基本为出口均价的两倍。侧面说明我国仍较为依赖进口的中高端电解电容器纸。未来随着行业技术发展进步与需求快速释放，国产电解电容器纸有望进一步提升产品品质与附加值。

图表 64：我国电解电容器纸进出口量



数据来源：ifind，海关总署，华福证券研究所

图表 65：我国电解电容器纸进出口均价



数据来源：ifind，海关总署，华福证券研究所

2025 年，公司电解电容器纸基材料销量达到 7200 吨，高于 2023 年的 5100 吨，已连续数年保持增长。虽然当前在收入体量上仍属于公司电气及工业用纸板块的一部分，但其战略价值正在快速提升：一是电解电容器纸本身壁垒高、客户认证严；二是 AI 服务器、新能源车、电力电子等新场景推高高压电容需求；三是高端产品长期由日本企业（NKK）垄断，国内替代空间大。

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对 2026-2028 年业绩做出以下假设：

(1) 销量方面，由于公司近两年处于新产能持续爬坡阶段，且公司产能利用率相对充分，公司以销定产，与下游客户长期保持良好关系并深度绑定。故我们预测公司六大品类在总产能规模扩展的背景下销量也随之提升，其中烟草行业由于需求增速稳健，烟草类用纸销量增速略慢于其他纸种；此外，电气及工业用纸将受益于 AI、新能源汽车等快速发展而放量，销量增长将快于其他品类。

(2) 均价方面，由于宏观经济增速略有放缓，友商近两年也有新增产能投放，行业供需格局边际弱化。但公司凭借持续升级的产品矩阵与高附加值产能释放，我们预计产品均价将整体保持稳中有升，其中电气及工业用纸的均价将受益国产替代与需求快速增长而小幅提升。

(3) 成本方面，公司新增产能投产与爬坡将带来显著的规模效应，且随着自有浆补充，公司综合生产成本有望逐步优化。

综上，我们预计公司 2026-2028 年公司营收分别 151.51/179.75/209.08 亿元，同比+23%/19%/16 %，归母净利润分别 12.37/15.57/19.64 亿元，同比+22%/+26%/+26%，对应 EPS 分别为 1.51 元、1.90 元、2.40 元。

图表 66：公司业绩拆分预测表（单位：百万元）

	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总营收	**6016.97**	**7738.31**	**8553.48**	**10,273.58**	**12342.88**	**15150.9**	**17974.8**	**20907.7**
yoy	*24.24%*	*28.61%*	*10.53%*	*20.11%*	*20.14%*	*22.75%*	*18.64%*	*16.32%*
营业成本	**4815.06**	**6848**	**7560**	**8685**	**10651**	**12887**	**15155**	**17467**
yoy	*25.02%*	*42.21%*	*10.40%*	*14.89%*	*22.64%*	*20.99%*	*17.61%*	*15.25%*
毛利率	**19.98%**	**11.51%**	**11.62%**	**15.46%**	**13.71%**	**14.94%**	**15.68%**	**16.46%**
分产品营收								
商务交流及印刷	**835.18**	**773.22**	**711.60**	**692.48**	**903.54**	**1097.26**	**1294.77**	**1488.99**
yoy	*7.13%*	*-7.42%*	*-7.97%*	*-2.69%*	*30.48%*	*21.44%*	*18.00%*	*15.00%*
烟草行业用纸	**786.04**	**805.55**	**812.23**	**906.72**	**937.76**	**1024.31**	**1104.04**	**1189.98**
yoy	*8.23%*	*2.48%*	*0.83%*	*11.63%*	*3.42%*	*9.23%*	*7.78%*	*7.78%*
食品与医疗包装用纸	**993.46**	**1510.92**	**1731.79**	**1858.63**	**2286.98**	**2752.61**	**3171.84**	**3626.74**
yoy	*16.83%*	*52.09%*	*14.62%*	*7.32%*	*23.05%*	*20.36%*	*15.23%*	*14.34%*
电气及工业用纸	**510.22**	**577.68**	**681.28**	**799.74**	**824.05**	**1184.56**	**1567.17**	**2007.55**
yoy	*32.60%*	*13.22%*	*17.93%*	*17.39%*	*3.04%*	*43.75%*	*32.30%*	*28.10%*
日用消费系列	**2498.75**	**3556.12**	**4106.99**	**4833.24**	**5507.79**	**7168.83**	**8745.97**	**10320.25**
yoy	*41.63%*	*42.32%*	*15.49%*	*17.68%*	*13.96%*	*30.16%*	*22.00%*	*18.00%*
特种浆及其他	**128.22**	**152.47**	**61.99**	**777.41**	**1413.32**	**1430.28**	**1573.30**	**1730.63**
yoy	*-19.45%*	*18.91%*	*-59.34%*	*1154.09%*	*81.80%*	*1.20%*	*10.00%*	*10.00%*
其他业务	**265.10**	**362.34**	**447.60**	**405.37**	**469.44**	**493.01**	**517.66**	**543.55**
yoy	*48.31%*	*36.68%*	*23.53%*	*-9.44%*	*15.81%*	*5.02%*	*5.00%*	*5.00%*

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

4.2 投资建议

我们选取与公司同属于特种纸行业的五洲特纸、华旺科技、恒丰纸业作为可比公司，2026 年可比公司平均 PE 为 14X，与公司 PE 基本一致。2026 年是公司林浆纸用一体化的利润释放期，2027-2028 年是新增产能与新材料业务共振放量期。我们认为，公司的核心优势已不只是规模，而是资源控制、多浆种布局、柔性产线、多元产品矩阵和海外拓展能力的叠加，使其在造纸周期波动中具备更强韧性，也为高附加值功能纸材料扩张提供了产业基础。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 67：可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
		2026/8/7	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
605007.SH	五洲特纸	15.80	0.51	0.99	1.29	1.54	30.71	15.93	12.22	10.25
605377.SH	华旺科技	9.03	0.49	0.62	0.70	0.73	18.56	14.56	12.99	12.41
600356.SH	恒丰纸业	8.24	0.60	0.71	0.81	0.91	13.73	11.66	10.19	9.09
		平均值					**21.00**	**14.05**	**11.80**	**10.58**
603733.SH	仙鹤股份	21.03	1.24	1.51	1.90	2.40	16.97	13.90	11.04	8.75

数据来源：ifind 一致预期，华福证券研究所预测

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

5 风险提示

1、下游不及预期风险。近年来公司重点发展电气及工业用纸在内的高附加值、高研发壁垒的纸基材料，但若相关下游受技术迭代等因素导致需求增速不及预期，公司对应产品的销售及盈利能力将会受到影响。

2、项目投资及实施风险。公司在广西来宾和湖北石首投资建设的两大项目，已于 2024 年陆续投产。未来公司将继续顺应市场需求考虑其他投资项目。在此过程中，项目建设与运营将面临市场变化、技术应用、管理协调等多方面考验，存在一定的不确定性风险。

3、市场竞争加剧风险。随着特种纸行业新产能的持续投放，行业总体供应量不断增加，可能加剧市场竞争，对公司的生产经营产生一定影响。

4、政策变动风险。公司的经营与发展与政府产业政策息息相关。政策变动将增加公司未来经营活动的不确定性。例如环保政策调整、国家基本税率变化、进出口政策变动、税收政策及地方优惠政策调整等，均可能对公司的生产经营和盈利水平产生一定影响。

5、原材料价格波动风险。公司作为纸基功能材料的生产企业，主要原材料为进口纸浆，盈利水平对纸浆价格波动具有较高敏感性。

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

图表 68：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	507	758	899	1,147
应收票据及账款	1,806	2,168	2,436	2,774
预付账款	92	193	227	262
存货	3,907	4,584	5,135	6,355
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	2,065	2,566	3,074	3,531
流动资产合计	8,377	10,269	11,772	14,069
长期股权投资	1,186	1,186	1,186	1,186
固定资产	11,922	13,009	13,513	13,484
在建工程	1,522	3,022	3,522	3,322
无形资产	1,012	1,011	972	956
商誉	9	9	9	9
其他非流动资产	858	863	864	864
非流动资产合计	16,509	19,100	20,066	19,822
资产合计	**24,886**	**29,369**	**31,838**	**33,890**
短期借款	1,979	3,091	3,490	3,210
应付票据及账款	2,357	4,294	4,985	5,862
预收款项	0	0	0	0
合同负债	134	273	324	376
其他应付款	5	5	5	5
其他流动负债	1,072	1,115	1,150	1,194
流动负债合计	5,547	8,778	9,954	10,647
长期借款	7,735	8,125	8,505	8,705
应付债券	2,071	2,071	2,071	2,071
其他非流动负债	718	718	718	718
非流动负债合计	10,525	10,915	11,295	11,495
负债合计	**16,072**	**19,692**	**21,249**	**22,142**
归属母公司所有者权益	8,743	9,598	10,501	11,648
少数股东权益	71	79	88	101
所有者权益合计	**8,815**	**9,677**	**10,589**	**11,749**
负债和股东权益	**24,886**	**29,369**	**31,838**	**33,890**

现金流量表

单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**789**	**3,240**	**2,565**	**2,534**
现金收益	2,277	2,951	3,412	3,871
存货影响	-495	-676	-552	-1,220
经营性应收影响	65	-438	-272	-333
经营性应付影响	-614	1,937	691	876
其他影响	-445	-534	-714	-661
投资活动现金流	**-1,924**	**-3,524**	**-1,924**	**-754**
资本支出	-1,905	-3,712	-2,185	-1,014
股权投资	-103	0	0	0
其他长期资产变化	84	188	261	260
融资活动现金流	**983**	**535**	**-500**	**-1,532**
借款增加	1,529	1,502	780	-80
股利及利息支付	-678	-1,276	-1,494	-1,720
股东融资	20	110	0	0
其他影响	113	200	215	267

利润表

单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	12,343	15,151	17,975	20,908
营业成本	10,651	12,887	15,155	17,467
税金及附加	92	105	131	150
销售费用	45	61	72	84
管理费用	210	258	297	345
研发费用	176	215	256	297
财务费用	366	581	626	635
信用减值损失	-2	-2	-10	-30
资产减值损失	-37	-25	-30	-40
公允价值变动收益	0	1	2	1
投资收益	243	260	260	260
其他收益	140	120	100	100
营业利润	**1,148**	**1,398**	**1,760**	**2,221**
营业外收入	3	3	2	2
营业外支出	7	3	3	3
利润总额	**1,145**	**1,398**	**1,759**	**2,220**
所得税	126	153	193	244
净利润	**1,019**	**1,245**	**1,566**	**1,977**
少数股东损益	6	8	10	12
归属母公司净利润	**1,013**	**1,237**	**1,557**	**1,964**
EPS（按最新股本摊薄）	1.24	1.51	1.90	2.40

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	20.1%	22.7%	18.6%	16.3%
EBIT 增长率	10.5%	31.0%	20.5%	19.7%
归母公司净利润增长率	0.9%	22.1%	25.9%	26.2%
获利能力				
毛利率	13.7%	14.9%	15.7%	16.5%
净利率	8.3%	8.2%	8.7%	9.5%
ROE	11.5%	12.8%	14.7%	16.7%
ROIC	7.6%	8.9%	9.9%	11.4%
偿债能力				
资产负债率	64.6%	67.1%	66.7%	65.3%
流动比率	1.5	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.8	0.6	0.7	0.7
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转天数	53	47	46	45
存货周转天数	124	119	115	118
每股指标（元）				
每股收益	1.24	1.51	1.90	2.40
每股经营现金流	0.97	3.96	3.14	3.10
每股净资产	10.70	11.74	12.85	14.25
估值比率				
P/E	17	14	11	9
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	119	92	79	69

数据来源：公司报告、华福证券研究所

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所　上海
公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层
邮编：200120
邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn