下载日志已记录，仅供内部参考

仙鹤股份（603733.SH）
产能扩张加速，浆纸一体深化

优于大市

核心观点

仙鹤股份：国内特种纸行业龙头。公司主营高性能纸基功能材料研发、生产和销售，拥有衢江、常山、河南内乡、广西、湖北与四川六大生产基地，2025年纸产能171万吨、浆产能105万吨。2020-25年收入CAGR+21%，利润随着产能释放与浆纸配比优化，有望逐步从投资期走向盈利兑现。

特种纸行业：消费属性更强的细分造纸赛道，行业规模在新的需求场景下持续扩围，龙头更易在扩产周期中胜出。2024年我国特种纸规模约762万吨，其发展和下游的日常消费、食品医疗、烟草与工业等需求密切相关，近年保持稳定增长，而AI服务器电解纸、对石油基材料的替代等新的需求场景正推动行业持续扩容。行业呈现出细分领域各有所长、但龙头偏“通吃”的特点，浆纸一体化的多品类龙头更易形成穿越周期的能力。

短期提价落地：盈利改善趋势明确。自2026年以来公司核心产品已进入提价通道，其中格拉辛纸自1月起开始涨价，转印材料、热敏材料、食品与医疗包装系列、工业用纸系列等也自3月起陆续上调价格。当前多轮调价已落地执行，纸价平稳向上，公司吨盈利有望修复。

长期扩产周期：浆纸协同加速，规模再上台阶。公司自2020年以来率先向产业链上游延伸，广西来宾250万吨林浆纸一体化项目、湖北石首250万吨林浆纸一体化项目与四川200万吨竹浆纸一体化项目正有序推进，在带来规模翻倍、利润增厚的同时，浆纸一体还将深化成本护城河，推动公司步入“产能释放-销量兑现-成本下探-业绩增厚”的正向循环。

AI高压电解纸需求驱动，绝缘材料国产替代破局。随着AI服务器需求爆发，铝电解电容纸行业有望迎量价齐升，海外龙头普遍扩产谨慎，国内企业有望在未来承接更多溢出订单。2022-2025年公司电解电容器纸销量从0.45万吨增长至0.72万吨，2万吨绝缘纸、电容纸等新项目即将陆续投产，在新增产能明确+量价齐升传导的共振下，有望突破海外垄断，打开成长空间。

盈利预测与估值：公司短期提价落地、吨盈利修复；长期浆纸一体化加速，产能持续扩张、成本优势深化；同时AI绝缘材料打开未来成长和估值弹性。预计2026-2028年归母净利润12.5/15.7/19.3亿，增速+24%/+26%/+23%，每股收益1.53/1.93/2.37元。多角度估值，预计公司股票合理估值23.00-28.06元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：原材料价格波动；汇率波动；行业竞争加剧；价格提振不及预期；下游需求不及预期；电解电容纸业务不及预期。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	10,274	12,343	15,266	18,279	21,443
(+/-%)	20.1%	20.1%	23.7%	19.7%	17.3%
归母净利润(百万元)	1004	1013	1253	1573	1933
(+/-%)	51.2%	0.9%	23.7%	25.6%	22.9%
每股收益（元）	1.42	1.43	1.53	1.93	2.37
EBIT Margin	11.4%	9.5%	10.7%	11.3%	11.9%
净资产收益率（ROE）	12.4%	11.6%	13.7%	16.4%	19.1%
市盈率（PE）	14.8	14.7	13.7	10.9	8.9
EV/EBITDA	17.9	15.1	12.4	10.8	9.7
市净率（PB）	1.83	1.70	1.88	1.79	1.70

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

轻工制造·造纸

证券分析师：陈伟奇
0755-81982606
chenweiqi@guosen.com.cn
S0980520110004

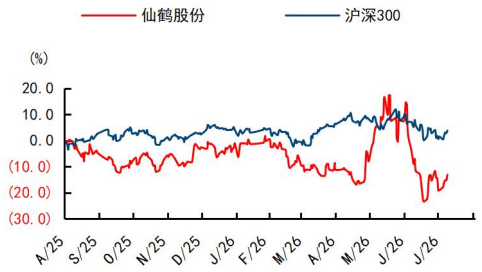
证券分析师：王兆康
0755-81983063
wangzk@guosen.com.cn
S0980520120004

证券分析师：李晶
lijing29@guosen.com.cn
S0980525080003

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	23.00 - 28.06元
收盘价	21.03元
总市值/流通市值	17187/17187百万元
52周最高价/最低价	29.83/18.42元
近3个月日均成交额	304.94百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

公司是国内特种纸龙头 5
股权结构集中，高管产业经验丰富 5
近年收入利润保持稳健高增 6
特种纸行业：消费属性更强的细分造纸赛道 7
下游需求更分散，拥有更多的细分景气领域 7
行业规模在新的需求场景下持续扩围 10
特种纸行业格局和竞争要素：参与者众多但龙头优势明显 12
仙鹤股份：浆纸一体化的特种纸龙头 14
浆纸一体化加速，成本护城河深化 15
短期：提价陆续落地，盈利改善趋势明确 17
长期：产能扩张带动规模再上台阶 19
AI+绝缘材料：国产替代加速，高弹性成长 22
财务分析 23
成长性分析 23
盈利能力分析 24
现金流量与资产负债率分析 24
盈利预测 25
假设前提 25
未来 3 年业绩预测 27
盈利预测情景分析 27
估值与投资建议 29
投资建议 30
风险提示 31
附表：财务预测与估值 33

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图1： 公司发展历程：二十余年成长为国内特种纸行业龙头 5
图2： 公司家族企业特征，股权结构高度集中 5
图3： 公司高管团队在造纸产业的经验丰富 6
图4： 公司收入保持稳定增长 6
图5： 公司近年利润增速有所波动 6
图6： 2025 年公司收入构成拆分 7
图7： 公司主要品类近年均保持稳中有增（亿元） 7
图8： 公司毛利率降低后恢复，净利率走势与毛利率趋同 7
图9： 公司费用率相对稳定，财务费用率受利息支出影响较高 7
图10： 特种纸的下游应用领域横跨各领域 8
图11： 特种纸整体产量近年保持稳健增长 8
图12： 食品包装、装饰原纸和消费服务产量占比高（2021 年） 8
图13： 食品包装纸产量增速保持相对较高水平 9
图14： 国内餐饮、食品外卖行业规模持续增长 9
图15： 装饰原纸销量波动提升 9
图16： 国内住宅竣工面积持续下滑 9
图17： 格拉辛纸的主要消费场景集中在食饮、物流和日化 10
图18： 主要下游领域行业增速中枢维持相对稳健 10
图19： 铝电解电容器的基本结构 10
图20： 电解纸相比于“纸”，更类似于电子元器件 10
图21： 电解纸在电容器的成本占比约 7% 11
图22： 铝电解电容器在 AI 服务器中主要承担毫秒级滤波的能源供应作用 11
图23： 以英伟达架构为例，预计未来的服务器架构所需电源功率成倍于当前水平 11
图24： 以产量计，仙鹤和五洲的销量份额较高 12
图25： 特种纸销售毛利率普遍高于大宗纸企业 13
图26： 特种纸销售净利率普遍高于大宗纸企业 13
图27： 特种纸龙头企业多以多品类布局对冲不同纸种的景气度周期差异 14
图28： 仙鹤股份在多个特种纸细分下游领域拥有较高市占率 15
图29： 公司现有制浆产能约 105 万吨 15
图30： 2024-2025 年仙鹤股份湖北、广西基地制浆产量（万吨） 15
图31： 公司子公司广西仙鹤与湖北仙鹤净利润（亿元） 16
图32： 公司广西和湖北项目两大基地林木等资源丰富 16
图33： 公司毛利率对浆价的敏感度在逐步降低 17
图34： 公司主要产品均价（元/吨） 18
图35： 2026 年以来浆价小幅上行 18
图36： 合营公司夏王净利润（亿元） 19
图37： 仙鹤股份投资净收益（亿元） 19

下载日志已记录，仅供内部参考

图38： 2018-2025 年公司总产量从 48.9 万吨增长至 243.5 万吨 19
图39： 2018-2025 年公司总销量从 46.2 万吨增长至 180.6 万吨 19
图40： 2024-2025 年湖北、广西仙鹤浆纸产量（万吨） 21
图41： 仙鹤海外业务收入保持快速增长 22
图42： 仙鹤海外业务收入占比提升至 8.3% 22
图43： 2021-2025 年公司工业及电气用纸收入 22
图44： 2021-2025 年公司工业及电气用纸销量及均价 22
图45： 公司工业及电气用纸主要产品 23
图46： 2021-2025 年公司电解电容器收入 23
图47： 2021-2025 年公司电解电容器纸销量 23
图48： 公司收入规模领先可比公司 24
图49： 公司收入增速保持较快增长 24
图50： 公司毛利率处于行业中枢 24
图51： 公司净利率处于行业领先水平 24
图52： 公司现金流相对健康 25
图53： 公司存货周转与应收账款周转天数较为稳定 25
图54： 公司财务费用率高于可比公司 25
图55： 公司资产负债率处于可比公司中偏高水平 25

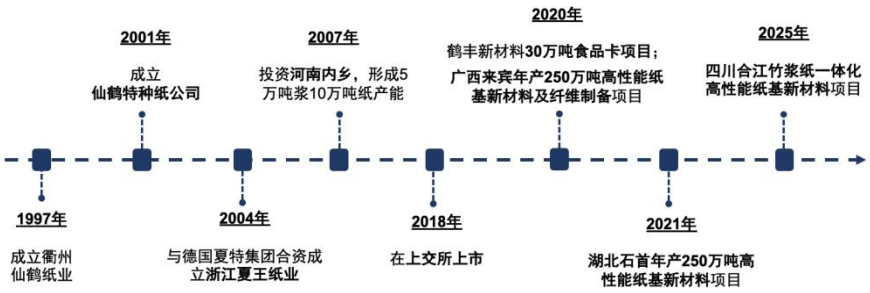
表1： 各细分领域均存在深耕的企业，但仙鹤、五洲等龙头在各品类的布局均较为完善 12
表2： 仙鹤股份与五洲特纸规划浆产能 13
表3： 公司主要参股控股子公司净利润（亿元） 16
表4： 公司细分纸种产量及销量（万吨） 20
表5： 公司总产能（万吨） 20
表6： 2018 年-2025 年公司大型扩产项目 20
表7： 当前公司仍处产能扩张周期，随着湖北、广西与四川等项目陆续投产，增长动能强劲 21
1）一期：60wt 浆+60wt 纸 21
表8： 仙鹤股份业务拆分 26
表9： 未来 3 年盈利预测表（单位：百万元人民币） 27
表10： 情景分析（乐观、中性、悲观情景） 27
表11： 公司盈利预测假设条件（%） 29
表12： 资本成本假设 29
表13： 仙鹤股份 FCFF 估值表（单位：人民币） 29
表14： 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（人民币） 30
表15： 同类公司估值比较 30

下载日志已记录，仅供内部参考

公司是国内特种纸龙头

仙鹤股份成立于 2001 年，**是国内特种纸行业的龙头企业**，主营高性能纸基功能材料研发、生产和销售，涵盖纸浆、纸制品及相关化学助剂。公司总部位于浙江衢州，拥有浙江衢江、浙江常山、河南、广西、湖北、四川六大生产基地，2004 年与德国夏特集团合资创立夏王纸业，2018 年于上交所主板上市。

图1：公司发展历程：二十余年成长为国内特种纸行业龙头

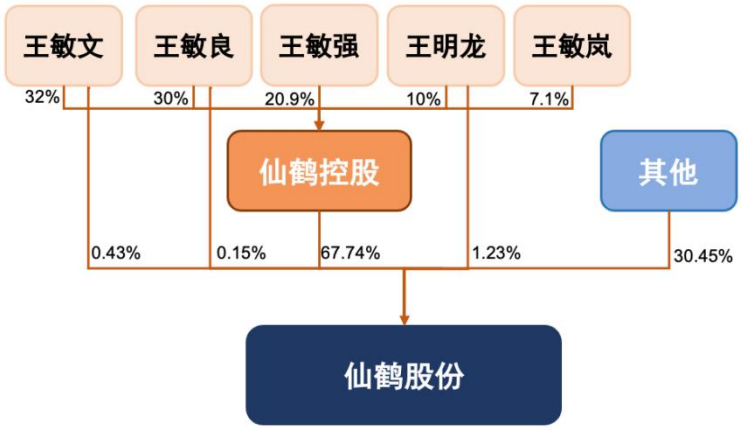


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

股权结构集中，高管产业经验丰富

截至 2026 年 8 月，**控股股东浙江仙鹤控股集团**持股 67.74%，实际控制人为王氏兄妹五人（王敏良、王敏文、王敏强、王明龙、王敏岚），合计持有上市公司 69.55%股份。公司高管团队均具备扎实的实业经验，在造纸行业深耕多年。

图2：公司家族企业特征，股权结构高度集中



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

图3：公司高管团队在造纸产业的经验丰富

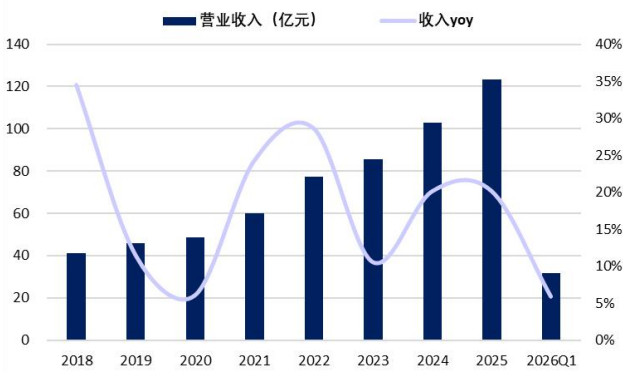
高管	职位	年龄	履历
王敏良	董事长兼总经理	60	历任安吉老石坎造纸厂、孝丰造纸厂技术科科长、车间主任；义乌市复合原纸厂厂长；衢州仙鹤董事长兼总经理；浙江仙鹤特种纸董事长兼总经理。现任浙江仙鹤控股董事；仙鹤股份董事长兼总经理；浙江夏王纸业董事。
王敏强	副董事长	66	历任浙江省地质调查院团委书记、总务科副科长；义乌市复合原纸厂副厂长；衢州仙鹤副总经理；浙江仙鹤特种纸常务副总经理。 现任浙江仙鹤控股董事； 仙鹤股份副董事长； 河南仙鹤董事长兼总经理。
王敏岚	副总经理、财务负责人	53	历任广州市中外合资穗屏集团公司总经理助理；衢州仙鹤副总经理；浙江仙鹤常务副总经理；浙江金瑞泓科技监事。现任浙江仙鹤控股集团董事；仙鹤股份副总经理、财务负责人、党委书记。
王敏文	董事	62	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；申能房地产董事长； 申能集团副总经理； 仙鹤股份第三届监事会主席。 现任杭州立昂微电子董事长；浙江仙鹤控股集团董事长；浙江夏王纸业董事；仙鹤股份董事。
张仕超	副总经理	42	历任浙江仙鹤特种纸有限公司热电厂工段长、厂长助理，河南仙鹤热电厂厂长、制浆厂厂长、生产部部长、总经理助理；仙鹤股份第三届监事会监事。现任河南仙鹤副总经理；仙鹤股份副总经理。
王昱哲	董事会秘书	37	历任德国夏特集团装饰纸市场研究员；浙江仙鹤销售部业务经理。现任仙鹤股份董事会秘书、副总经理、海外事业部部长；浙江唐丰特种纸总经理；浙江夏王纸业监事；浙江柯瑞新材料执行董事；杭州立昂微电子董事。
张诚	总工程师	61	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；浙江仙鹤总经理助理；浙江哲丰新材料副总经理；仙鹤股份第二届监事会职工代表监事。现任仙鹤股份总工程师、投资发展部部长；浙江邦成化工董事。

资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

近年收入利润保持稳健高增

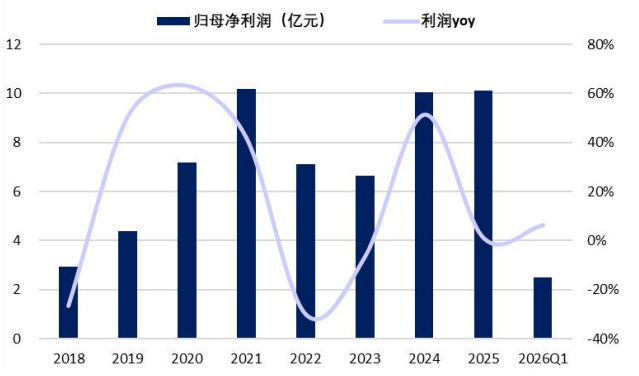
公司近年收入在产能扩充的拉动下持续扩张。2020-25 年收入复合增长 21%至 123 亿元，归母净利润复合增长 7%至 10.1 亿元，其中 2024 年收入突破百亿、成本显著改善，2025 年收入在产能释放、销量增长带动下延续 20.1%的高增，但利润受纸价下行、产能爬坡、折旧与财务费用增加影响而略有承压。2026Q1 公司收入同比+6%至 32 亿元，归母净利润同比+6%至 2.5 亿元。

图4：公司收入保持稳定增长



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司近年利润增速有所波动

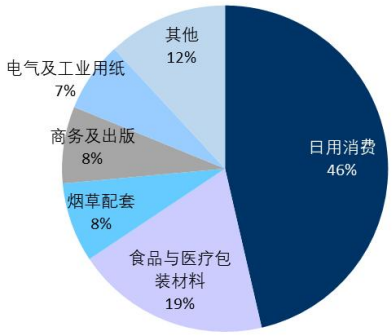


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

分品类来看，公司下游主要分为：日用消费系列、食品与医疗包材、家居装饰材料系列（合营公司夏王产品为主）、烟草行业配套、商务交流和出版印刷材料、电气及工业等品类，主要品类近年均保持较好增长，其中日用消费类产品由于涉及行业广、需求来源多（涵盖热敏材料、转印用纸、标签离型用纸及生活用纸等），是公司第一大品类，2025 年收入占比 45%、食品与医疗包材收入占比近 20%。

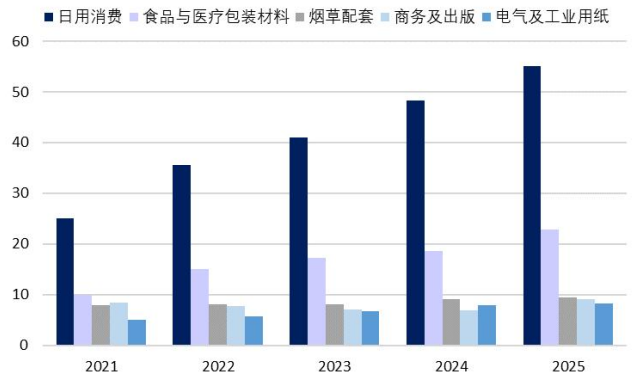
下载日志已记录，仅供内部参考

图6：2025 年公司收入构成拆分



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司主要品类近年均保持稳中有增（亿元）

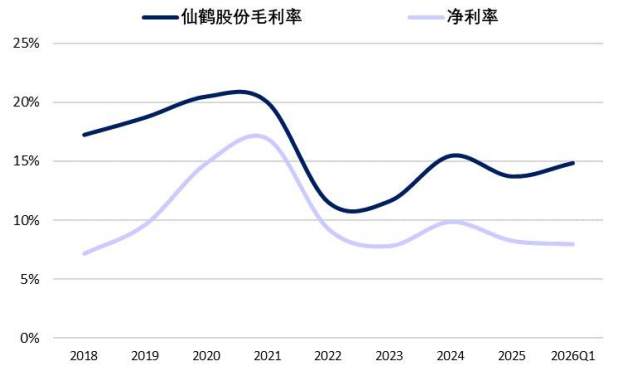


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力方面，由于公司处于行业中游，因此其毛利率与上游纸浆等原材料、下游终端产品价格密切相关，2022 年以来国内消费需求有所回落，同时由于公司近年进行较大的产能扩充，新产能折旧对毛利率进一步带来负面影响，随着公司新产能逐步爬坡，**毛利率 2025 年以来有所回升，2026Q1 公司毛利率同比/环比提升 0.24/1.97pct 至 14.84%。**

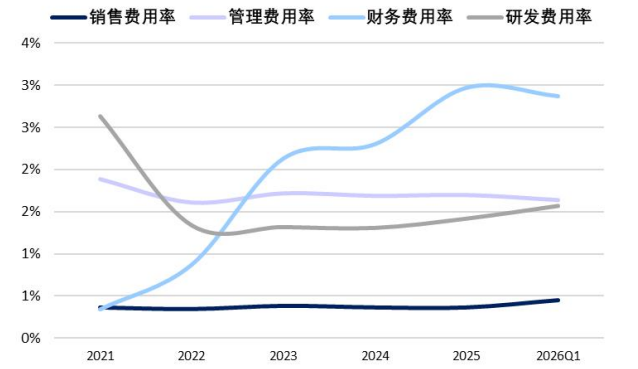
公司费用率近年整体保持稳定，财务费用率受利息支出影响相对较高，但净利率走势与毛利率基本吻合，2026Q1 净利率**同比/环比提升 0.01/0.75pct 至 7.95%。**

图8：公司毛利率降低后恢复，净利率走势与毛利率趋同



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司费用率相对稳定，财务费用率受利息支出影响较高



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

特种纸行业：消费属性更强的细分造纸赛道

下游需求更分散，拥有更多的细分景气领域

特种纸相较于文化纸、箱板瓦楞纸、生活用纸等大宗纸，其一般具有细分领域的特殊功能或特殊用途，区别于大宗纸的总量供、需与库存概念，特种纸的发展更依赖于下游各细分领域的景气度。

下载日志已记录，仅供内部参考

目前相对主流的应用领域包括：食品、家居、日常服务消费、烟草、工业等几个大的领域，纸种则包含食品包装纸、装饰原纸、格拉辛纸、热敏纸、热转印纸、医疗包装纸、卷烟配套纸、无碳纸、电气及工业用纸等细分纸种。

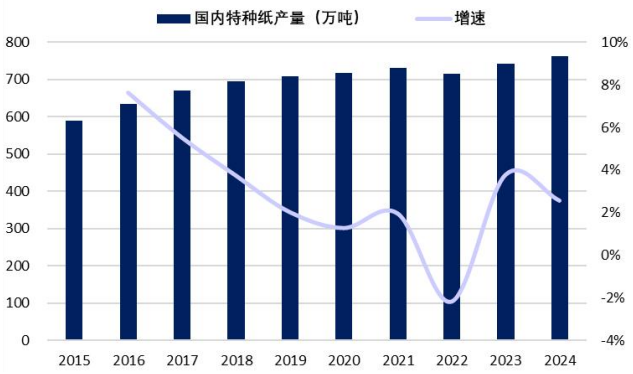
图10：特种纸的下游应用领域横跨各领域



资料来源：仙鹤股份 2025 年年报，国信证券经济研究所整理

从具体规模来看，特种纸行业近年保持相对稳定增长。2024 年国内产量约 762 万吨，其中食品包装纸产量预计占行业总规模约三分之一，装饰原纸占比不到两成，用于日常消费服务的热敏纸、格拉辛纸、热转印纸预计占比不到两成，其余存在着大量相对分散、需要定制化、柔性化生产的细分领域。

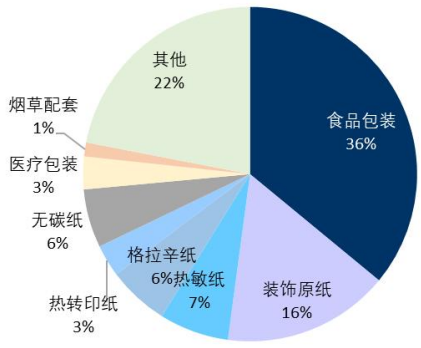
图11：特种纸整体产量近年保持稳健增长



资料来源：恒达新材招股说明书、前瞻产业研究院、中国造纸学会特纸委、中国林产工业协会，国信证券经济研究所整理

注：由于特种纸并没有严格定义，其部分品类和中国造纸协会发布的年度报告中细分纸种有所重叠（如食品包装纸和白卡纸），因此规模统计主要参考特纸委根据会员单位的经营上报情况的统计数据

图12：食品包装、装饰原纸和消费服务产量占比高（2021 年）



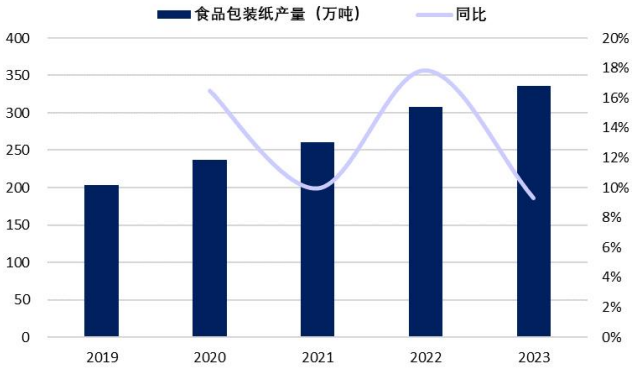
资料来源：恒达新材招股说明书、前瞻产业研究院、中国造纸学会特纸委、中国林产工业协会，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

由于特种纸行业发展和下游需求密切相关，从传统下游领域来看，**食品外卖、装饰、快递**等领域仍保持了相对较高的增速，其中：

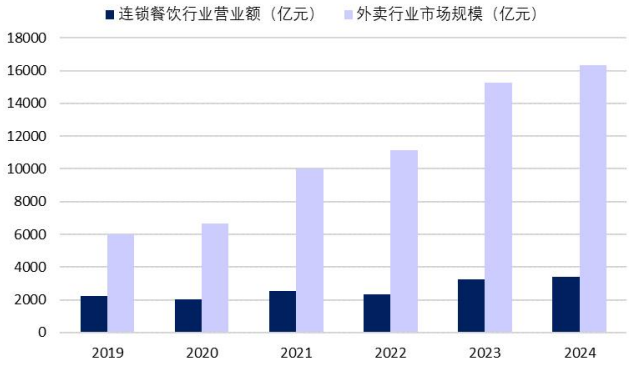
食品包装：一方面国内外限塑禁塑政策推进和外卖行业的持续增长，拉动了食品包装纸、食品卡、纸杯纸、餐盒纸等增长，2019-2023 年国内食品包装纸产量预计保持 13%的 CAGR 至 336 万吨。另一方面连锁餐饮、外卖茶饮领域的增长预计也有利于热敏纸等商业流通类纸种的增长。

图13：食品包装纸产量增速保持相对较高水平



资料来源：华大海天招股说明书、国信证券经济研究所整理

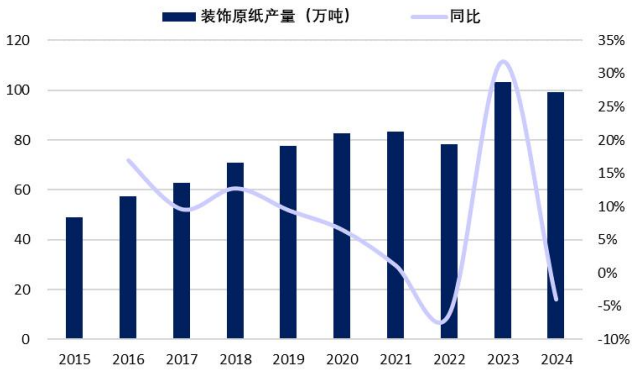
图14：国内餐饮、食品外卖行业规模持续增长



资料来源：国家统计局、艾媒咨询，国信证券经济研究所整理

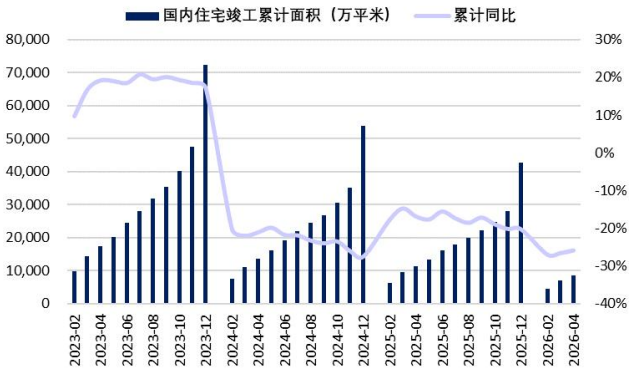
装饰原纸：装饰原纸除国内地产相关的家居和建筑装饰领域需求外，预计家居企业的外销和国内板材贴面率的提升一定程度对冲了地产链的需求下滑。根据中国林产工业协会数据，2015-2024 年国内印刷用装饰原纸销量由 49.00 万吨增长至 99.19 万吨，CAGR 为 8.15%。

图15：装饰原纸销量波动提升



资料来源：中国林产工业协会、国信证券经济研究所整理

图16：国内住宅竣工面积持续下滑



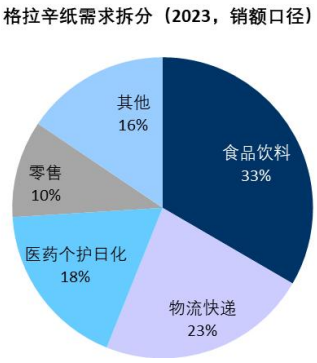
资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

日用消费：以格拉辛纸、热敏纸等为主要代表，其下游囊括物流快递、零售商超、日化、医药、食品和电商标签等，格拉辛纸近年缺乏权威机构统计，参考 2020 年的智研咨询数据，预计当年国内格拉辛纸年产量约为 39 万吨，另外根据其 2023 年对下游需求构成的统计，预计食品饮料、物流运输和医药日化个护产品站下游需求规模的 33%、23%和 18%。

我们结合主要下游领域近五年的行业整体增速情况来判断行业整体增速，预计用于日用消费的格拉辛纸近年仍保持了稳健的增长，下游除饮料增速相对较低外，其他领域基本保持稳中有增的态势。

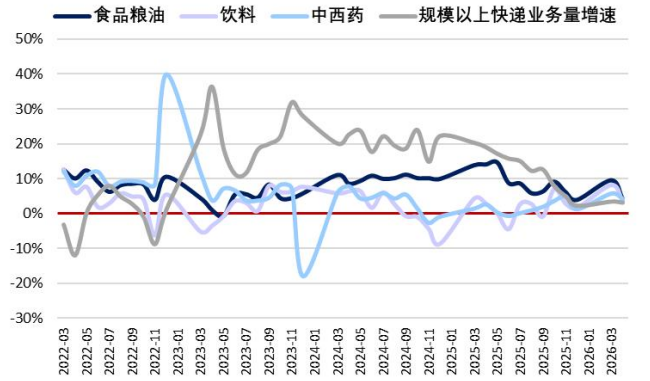
下载日志已记录，仅供内部参考

图17：格拉辛纸的主要消费场景集中在食饮、物流和日化



资料来源：智研咨询、国信证券经济研究所整理

图18：主要下游领域行业增速中枢维持相对稳健



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

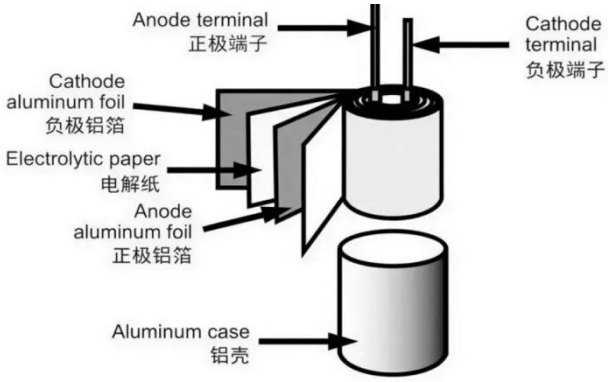
行业规模在新的需求场景下持续扩围

电解电容纸：AI 服务器带来高性能电解电容纸需求提升

在传统领域，铝电解电容被广泛应用于消费电子、汽车、家电等领域作为重要的电源，而电解电容器构成中，绝缘纸是重要的核心原材料，其作为主要作用是隔离正负电极箔并吸附电解液，在电容器中承担了隔离正负极防短路、吸附电解液形成阴极体系、以及为离子迁移提供通道的功能。

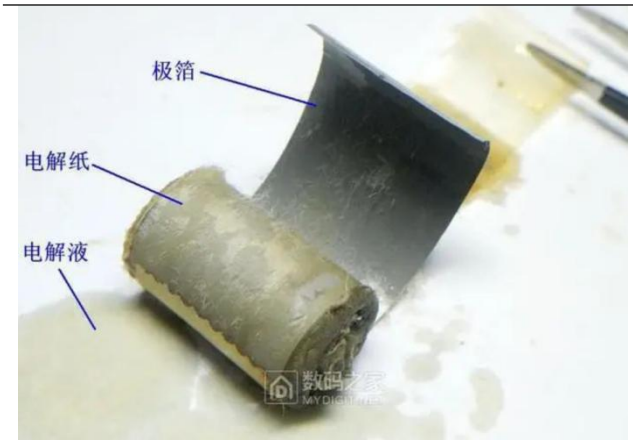
电解电容纸（电解纸）一般采用高纯度木浆、棉短绒等原料制成，生产制造工艺要求更接近电子制造，而高压电解纸的性能要求进一步提升，传统的配方、工艺和生产过程也需进一步升级，进而带来了市场规模的扩容和潜在的供应格局重塑。

图19：铝电解电容器的基本结构



资料来源：富隆电子官网、国信证券经济研究所整理

图20：电解纸相比于“纸”，更类似于电子元器件

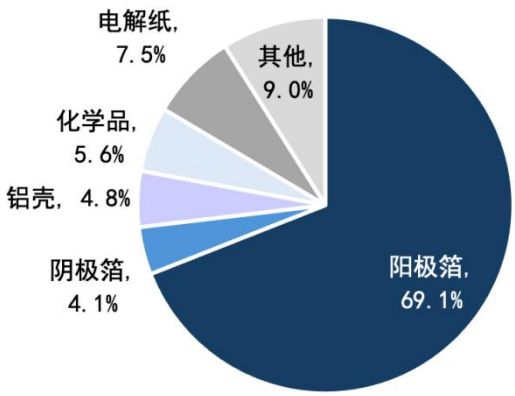


资料来源:数码之家公众号、国信证券经济研究所整理

参考中国电子元件行业协会的数据，**全球铝电解电容器市场规模约为 645.5 亿元，同比增长 5.1%，电解纸占电容器成本约在 7%，对应市场规模约为 45 亿元**。而近年随着 AI 服务器、新能源车高压快充、低空飞行器、光伏/储能逆变器等领域的发展，高压电解电容器需求的提升也带动了高端电解电容纸的需求扩容。

下载日志已记录，仅供内部参考

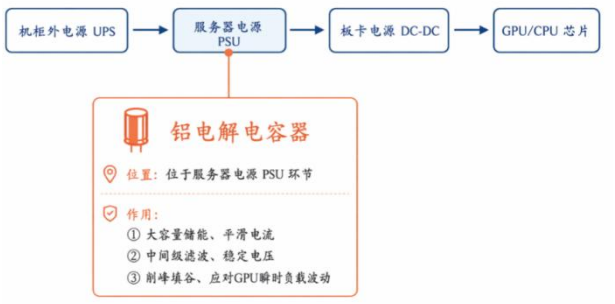
图21：电解纸在电容器的成本占比约 7%



资料来源：江海股份公告、国信证券经济研究所整理及预测

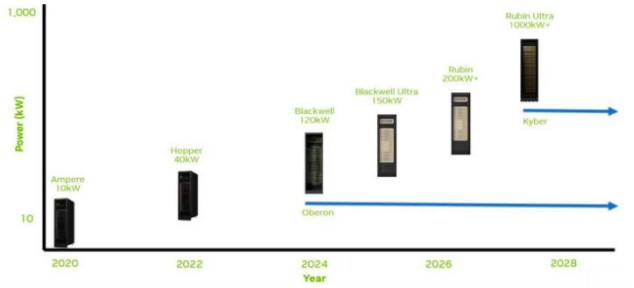
我们以 **AI 服务器**领域举例来看：电解电容器也是服务器的电源体系核心零部件之一。AI 服务器的供电体系是梯度的，从机柜电源架到 GPU/CPU 的供电一般设置超级电容-铝电解电容-多层陶瓷电容器（MLCC），以进行不同频率的滤波和调峰，其中铝电解电容器主要承担板级 DC-DC 转换、VRM（电压调节模块）以及 GPU 模组的供电区域侧的毫秒级滤波。随着服务器功率密度的升级，电解电容器和电解纸的性能都需要配套提升。从规模角度看，**AI 服务器电解电容纸的规模扩张逻辑是：AI 服务器功率密度提升-PSU 电源模块功率提升-铝电解电容数量/功率提升-电解纸量/价值量提升**。

图22：铝电解电容器在 AI 服务器中主要承担毫秒级滤波的能源供应作用



资料来源：施耐德电气、TDK、国信证券经济研究所整理

图23：以英伟达架构为例，预计未来的服务器架构所需电源功率成倍于当前水平



资料来源：英伟达官网、国信证券经济研究所整理

格局方面，电解电容器纸的生产技术门槛高，能够规模化系列化生产高、中、低压电解电容器纸的厂家较少。用于 AI 服务器领域的电解电容纸目前主要由**日本 NKK 供应**，其由于具备纤维材料（马尼拉麻）的先发优势，其高压高端领域的份额预计较高；而传统中、低压领域的电解电容器纸则主要为国内厂商**仙鹤股份、凯恩新材、五洲特纸**等供应。

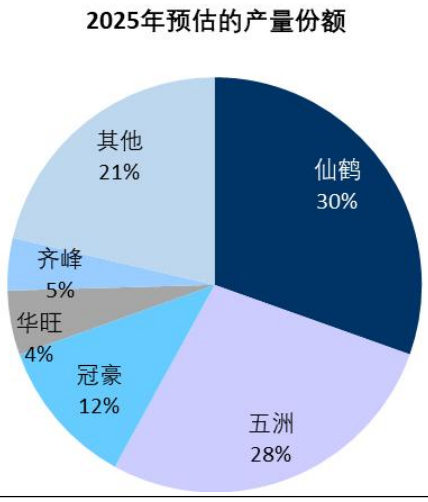
而从展望来看，**下游新应用领域需求爆发，而海外龙头扩产节奏偏慢，提供国产替代机遇：**随着电解电容器电压、温度等参数提升，电解电容纸的工艺路线或进一步升级，纤维材料的升级改善以及新材料的创新有望打破外资垄断，为国内企业提供加速追赶的机遇；同时在 AI 服务器需求爆发的背景下，海外龙头普遍扩产谨慎，高端供给偏紧，内资企业有望在未来承接更多溢出订单与份额。

下载日志已记录，仅供内部参考

特种纸行业格局和竞争要素：参与者众多但龙头优势明显

国内特种纸的格局体现出**“细分领域各有所长，但龙头偏‘通吃’”**的特点。当前除了行业头部企业仙鹤股份、五洲特纸等具备全品类生产能力外，多数纸企都以自身擅长的细分纸种作为深耕方向，这也与行业特性有关，一方面不同纸种的上游材料、生产制造工艺等存在差异，另一方面下游的客户类型、渠道、商业模式也各不相同，使得行业整体看参与玩家较多，但在细分领域均存在代表性企业。

图24：以产量计，仙鹤和五洲的销量份额较高



资料来源：中国造纸学会特纸委、各公司公告、国信证券经济研究所整理及预测

注：行业 2025 年产量总规模为预估值，假设同比 2024 年增长 5%，增速假设值来自于中国造纸协会对“特种纸及纸板”的产量统计。但考虑到不同纸种价格差异极大，故产量数据仅做参考

表1：各细分领域均存在深耕的企业，但仙鹤、五洲等龙头在各品类的布局均较为完善

细分应用领域	核心代表纸种	行业第一梯队（领跑龙头）	第二/三梯队	市场与产品特征
食品包装	纸杯纸、面碗纸、烘焙纸、防油纸	五洲特纸、仙鹤股份	恒达新材、荣晟环保	绿色禁塑令驱动，行业需求持续高增长，壁垒在于食品级安全认证。
家居装饰	装饰原纸（地板/家具贴面原纸）	夏王纸业、齐峰新材、华旺科技	江河纸业、盛大纸业	与地产、全屋定制景气度高度挂钩；对调色、耐晒、耐磨要求极高。
烟草配套	卷烟纸、滤嘴棒纸、水松纸、烟包白卡纸	恒丰纸业、民丰特纸、冠豪高新	凯恩股份、仙鹤股份	牌照准入门槛极高，属于高毛利的寡头垄断市场。
商务与信息	热敏纸、无碳复写纸、格拉辛纸（标签底纸）	仙鹤股份、冠豪高新、五洲特纸	江河纸业、聚丰纸业	电子面单、餐饮外卖小票驱动格拉辛纸与热敏纸需求爆发。
医疗包装	医用透析纸、灭菌包装纸	仙鹤股份、恒达新材	新华包装及其他中小区域企业	医疗准入门槛高，洁净度要求极严，恒达与仙鹤在该领域优势明显。
电气及工业	电解电容器纸、不锈钢垫纸、热敏电阻纸	凯恩股份、仙鹤股份、五洲特纸	民丰特纸、时代新材等	技术壁垒高（需做到微米级厚度和绝缘性），国产替代空间大。

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

行业的竞争要素方面，主要包括：**技术工艺、客户和渠道、浆纸一体化的产业链能力和多品类布局的柔性化能力。**

1、工艺壁垒：特种纸的核心是稳定量产并持续迭代

特种纸行业的真正门槛在于长期稳定生产能力，产品往往需要具备特定的透气性、强度、平滑度、洁净度、尺寸稳定性、阻隔性能、可印刷性或灭菌适配性，这些指标无法通过单次试机解决，而依赖持续工艺优化。

另一方面，特种纸的本质更接近“工艺材料制造业”，以多元化原料（植物、合

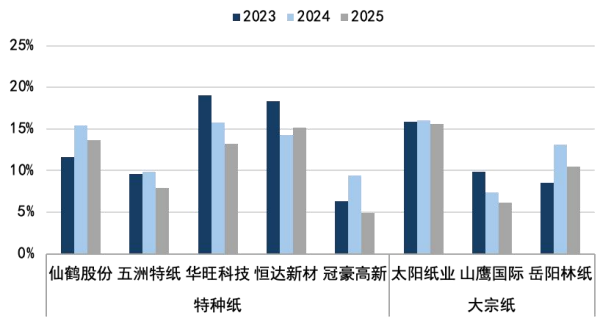
下载日志已记录，仅供内部参考

成纤维等）、定制化生产（多品种、小吨位）与复杂工艺（纤维改性、淋膜、涂层、复合等）为特征，而非大宗纸的大机台、高车速、生产流程相对标准化的规模化复制。**对纤维等材料配比的持续研发、迭代，对工艺 Know-how 的长期试错与经验积累都将不断巩固夯实特种纸龙头的壁垒**。

2、客户认证与渠道壁垒：大型客户进入难，但一旦进入，粘性极强

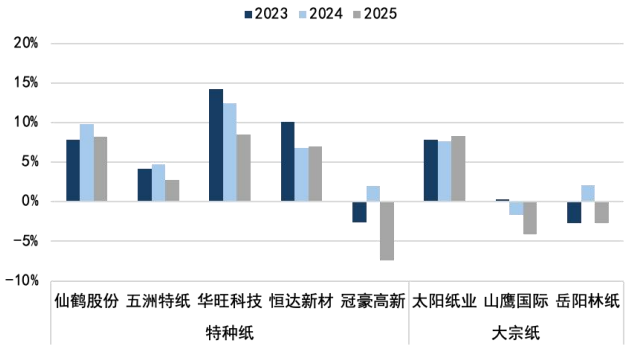
特种纸直供属性强，产品多为直接对接终端制造商或核心加工商。大型客户通常需要经过验厂、第三方检测、小批量试用到大批量供货等长周期流程，与优质客户深度绑定往往需要 3-5 年，这使行业形成了鲜明的“进入慢、退出也慢”特征。一旦成为其成熟供应商，客户一般不会轻易切换，因为纸张在终端产品中的价值占比不高，但对产品性能和品质影响很大，客户更看重稳定性和供应安全，而非极限低价，因此**特种纸在多数年份的盈利能力及盈利稳定性普遍强于大宗纸**。

图25：特种纸销售毛利率普遍高于大宗纸企业



资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图26：特种纸销售净利率普遍高于大宗纸企业



资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

3、浆纸一体化与成本能力：未来集中度提升的最重要抓手

虽然特种纸有较强的定制与客户属性，但其核心原料木浆仍然是全球定价商品，因此成本端波动无法回避。在这种背景下，浆纸一体化正在成为龙头企业最重要的竞争抓手，仙鹤正积极布局的广西来宾、湖北石首与四川合江三大林/竹浆纸一体化项目，规划总浆产能 320 万吨；五洲特纸则正推进湖北、江西等浆纸项目，2026 年还在推进 60 万吨化学浆项目。

表2：仙鹤股份与五洲特纸规划浆产能

	浆项目	纸浆纤维产能
仙鹤股份	广西来宾年产 250 万吨高性能纸基新材料项目	150 万吨纸浆纤维
	湖北石首年产 250 万吨高性能纸基新材料项目	90 万吨浆类纤维
	四川竹浆纸用一体化高性能纸基新材料项目	80 万吨竹浆
五洲特纸	湖北汉川年产 449 万吨纸浆一体化项目	155 万吨化机浆/化学浆
	江西基地年产 30 万吨化机浆项目	30 万吨化机浆
	江西基地年产 60 万吨化学浆项目	60 万吨化学浆

资料来源:公司公告，国信证券经济研究所整理

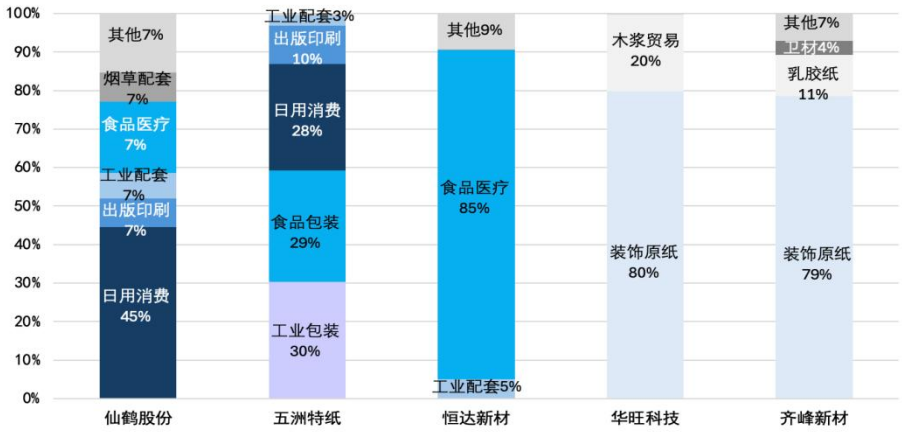
下载日志已记录，仅供内部参考

浆纸一体化的意义不只是“成本更低”，更重要的是三点，其一，平滑木浆价格波动对利润的侵蚀；其二，保证高端纸种原料适配与供应安全；其三，在行业价格竞争时获得更强的降价承受能力。我们认为，**未来行业集中度提升，很大程度上就体现在：具备自制浆和完整产业链的企业，可以在弱景气阶段继续扩份额；而缺乏原料保障的中小企业则更容易被挤出**。

4、多品类布局与产线切换能力：决定龙头跨周期能力

由于特种纸下游分散、单纸种市场有限，企业若高度依赖单一品种，容易受下游单一行业波动影响，而特种纸龙头仙鹤股份、五洲特纸等多品类布局企业能够在食品包装、标签离型、热转印、烟草、工业用纸之间形成更好的收入对冲。此外，**特种纸的真正竞争力还包括柔性制造和产品切换能力**，如果一条产线可以在多个高附加值品类之间切换，公司在供需变化时的经营韧性会显著更强，这也是综合型龙头比单品型玩家更容易在扩产周期中胜出的原因。

图27：特种纸龙头企业多以多品类布局对冲不同纸种的景气度周期差异



资料来源：Wind、各公司公告，国信证券经济研究所整理

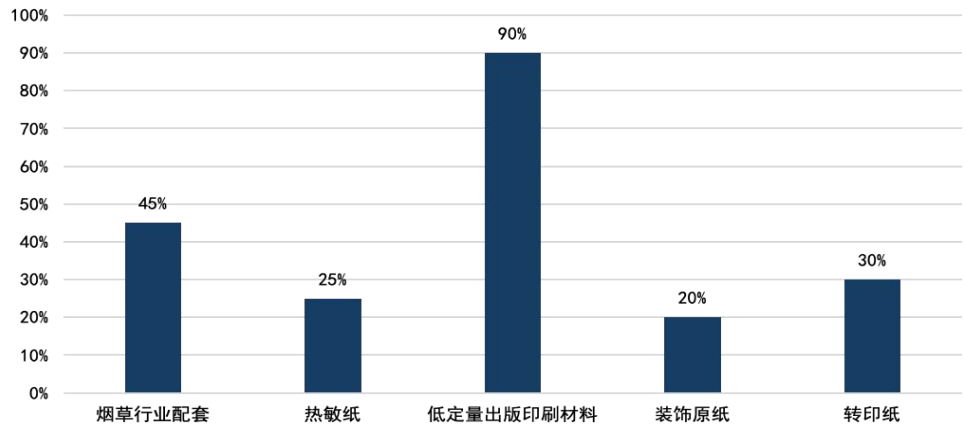
仙鹤股份：浆纸一体化的特种纸龙头

公司是国内大型特种纸龙头，是**国内品种其最齐全、工艺技术最全面**的特种纸企业之一。公司在衢州衢江、河南内乡、衢州常山、广西来宾、湖北石首和四川合江设有 6 个大型生产基地，截至 2025 年在全国拥有机制纸年产能 171 万吨、制浆年产能 105 万吨。**公司在特种纸多个细分领域保持领先市场地位**：其中烟草行业配套系列市占率近 45%、热敏纸国内市占率约 25%、低定量出版印刷材料系列国内市占率达 90%、装饰原纸国际市占率接近 20%、热转印纸国内市占率超 30%。

公司机器设备自行研制，纸机生产线大多具有通用型，经简单调整单产线可切换 3-4 种产品且切换时间较短，能更好的进行柔性化生产，发挥产品多元化优势与对纸基材料特性的研发优势。

下载日志已记录，仅供内部参考

图28：仙鹤股份在多个特种纸细分下游领域拥有较高市占率



资料来源：仙鹤股份 2025 年年报，国信证券经济研究所整理

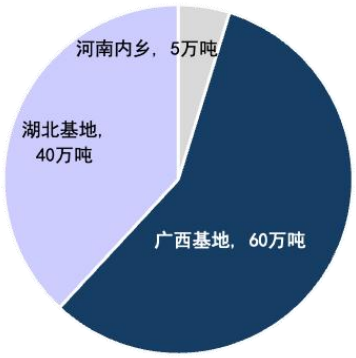
浆纸一体化加速，成本护城河深化

作为纸基功能材料的生产企业，公司原材料主要为进口纸浆，特种纸生产成本中原材料占生产总成本比例约 65%，木浆采购金额占原材料采购成本约 60-80%。过去公司虽然具备一定产能规模优势且产品结构完善，但木浆自给能力较弱，盈利水平对纸浆价格的波动具有高敏感性。

2020 年以来产业链向上游延伸，率先布局林浆纸一体化，不仅提高了公司的原材料保障能力，在增厚利润的同时还有利于平抑木浆成本波动导致的不确定性。

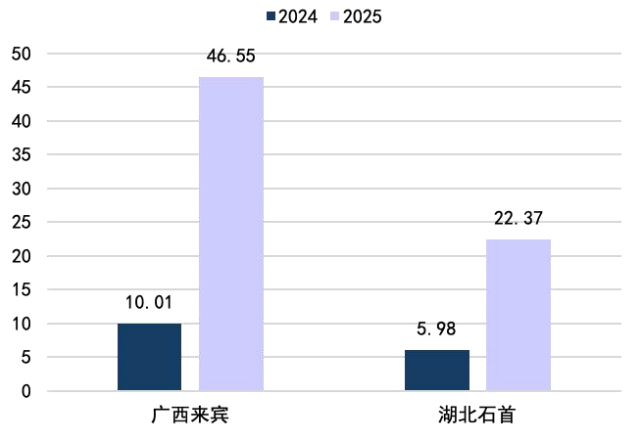
尤其是湖北、广西两大基地的布局，不仅带来规模的翻倍，更是公司实现产业链跨越式发展的核心一环。公司分别于 2020/11、2021/3 启动广西来宾与湖北石首两大项目，一期于 2024 年陆续投产。目前公司拥有 8 条制浆生产线、105 万吨制浆能力，其中广西与湖北基地分别具备 60 万吨、40 万吨制浆产能，河南内乡拥有年产 5 万吨制浆装置，衢江和常山等基地仍以进口浆为主。

图29：公司现有制浆产能约 105 万吨



资料来源：仙鹤股份 2024 年可转债评级报告、国信证券经济研究所整理

图30：2024-2025 年仙鹤股份湖北、广西基地制浆产量（万吨）



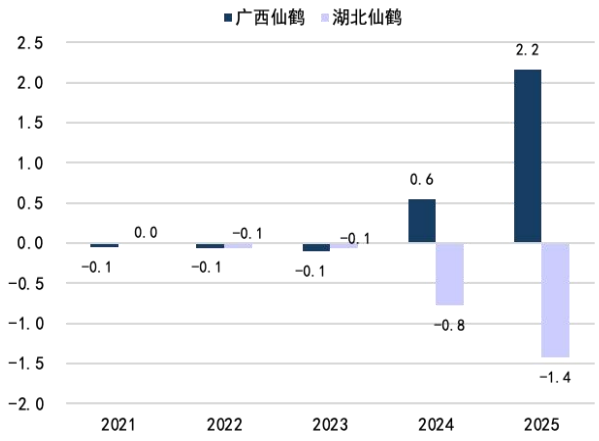
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

广西基地快速实现盈利、湖北基地扭亏在即，随着两大基地的达产满产与制浆配比优化，有望继续扩大自制浆成本优势。其中湖北石首利用长江中游地带丰富的芦苇和杨木资源，广西三江口可充分利用当地桉木速生林的丰厚储量与临港区位优势，两大基地自制浆已基本达到替代进口同类木浆的水准，突破长期以来依赖进口的瓶颈约束，整体效益显著提升。

得益于广西当地桉树的资源及成本优势，公司自 2024 年 10 月起已连续三个月实现稳定盈利，2025 年广西仙鹤实现净利润 2.2 亿，未来随着一期产能完全满产与二期新产能投放仍有利润上行空间；湖北基地由于热电、浆线与涂布线等的协同节奏偏慢，2025 年湖北仙鹤亏损 1.4 亿，未来随着纸浆配比的平衡与产能充分释放，湖北基地也有望实现扭亏。

图31：公司子公司广西仙鹤与湖北仙鹤净利润（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图32：公司广西和湖北项目两大基地林木等资源丰富



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表3：公司主要参股控股子公司净利润（亿元）

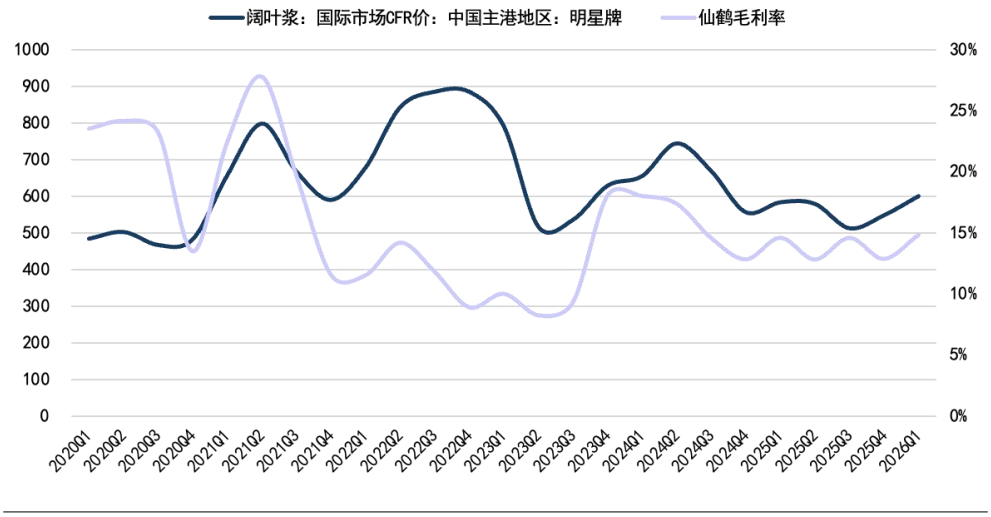
	2021	2022	2023	2024	2025
河南仙鹤	0.18	0.82	0.56	0.35	1.04
哲丰新材料	3.01	2.35	2.61	5.27	3.04
仙鹤新能源	0.08	0.11	0.12	0.12	0.17
广西仙鹤新材料	-0.06	-0.06	-0.10	0.55	2.17
湖北仙鹤新材料	-0.01	-0.06	-0.06	-0.77	-1.42
鹤丰新材料	-	-0.03	-0.64	-0.73	-0.64
夏王纸业（合营）	5.21	2.47	4.39	3.77	4.52

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2024 年以来，公司的**盈利逐步从“外购浆价+库存”周期转变为“自给浆比例、纸价提价兑现、纸浆配比、产品结构与产能释放节奏”等多因素共振作用**，复盘来看，公司毛利率对外盘浆价的敏感度在逐步降低，随着自制浆的比例提升与新产能逐步释放，盈利中枢未来有望继续平稳上移。

下载日志已记录，仅供内部参考

图33：公司毛利率对浆价的敏感度在逐步降低



资料来源：隆众咨询、Wind，国信证券经济研究所整理

此外，不仅仅是对上游原材料木浆的布局，公司**以全产业链布局为核心，延伸至林地、化工、制浆、能源、原纸及纸制品、环保处理及运输等环节，**产业宽度和深度布局日趋完善，全产业链的拉通不仅有助于盈利水平的提升与差异化产品开发，更使得公司在应对原材料价格波动和市场冲击时，具备更强的经营韧性与市场主动权。

- 目前公司各生产园均已部署光伏发电设施，2025 年末公司光伏装机容量超 126MW、年发电量突破 9000 万度，同时发力推动用户侧储能项目，哲丰新材料和衢州总部的储能项目正常运行，2025 年储能分成收益超 1500 万。
- 湖北仙鹤积极推进生活用纸项目，2025/1 正式投入生产，2025 年销量达 4.69 万吨，公司生活用纸全部采用原生木浆、竹浆和芦苇作为主要原材料，是未来纸基新材料的规模化发展开辟的另一条赛道。
- 公司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。

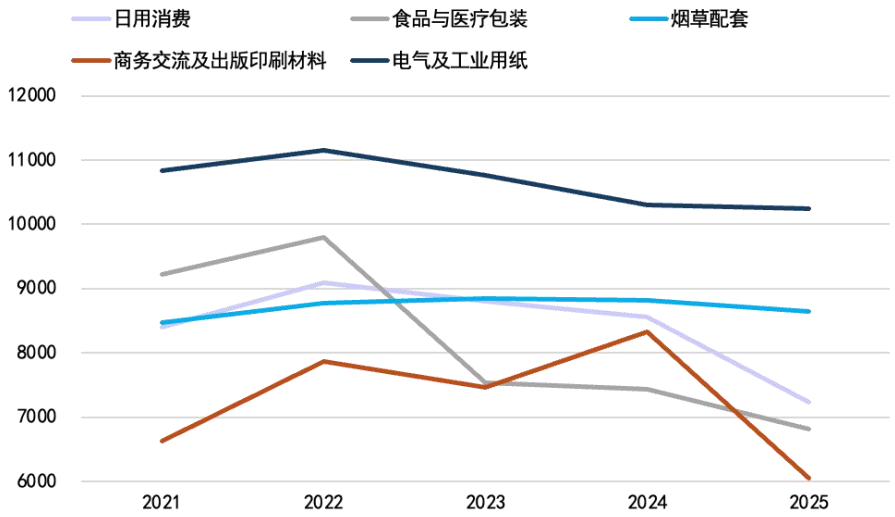
短期：提价陆续落地，盈利改善趋势明确

受行业产能释放、浆价下行与竞争加剧影响，自 2022 年以来公司产品均价呈下降趋势。2025 年公司日用消费、食品与医疗包装、烟草配套、商务交流及出版印刷材料、电气及工业用纸吨均价为 7236 元、6813 元、8641 元、6049 元、10237 元，较 2022 年同比-20.5%/-30.4%/-1.6%/-23.1%/-8.2%。

外购浆价下降以及自产浆占比提升推动单位成本下降，同时激烈的市场竞争也使得各系列产品单价均有所下降，其中 1）**日用消费、食品与医疗包装、商务交流及出版印刷材料系列**价格由于供给宽松、标准化程度高、竞争加剧而大幅下滑；2）**烟草配套及电气类材料**则由于客户认证/替代壁垒高、技术门槛高、市场小、价格敏感性低而价格较为坚挺。

下载日志已记录，仅供内部参考

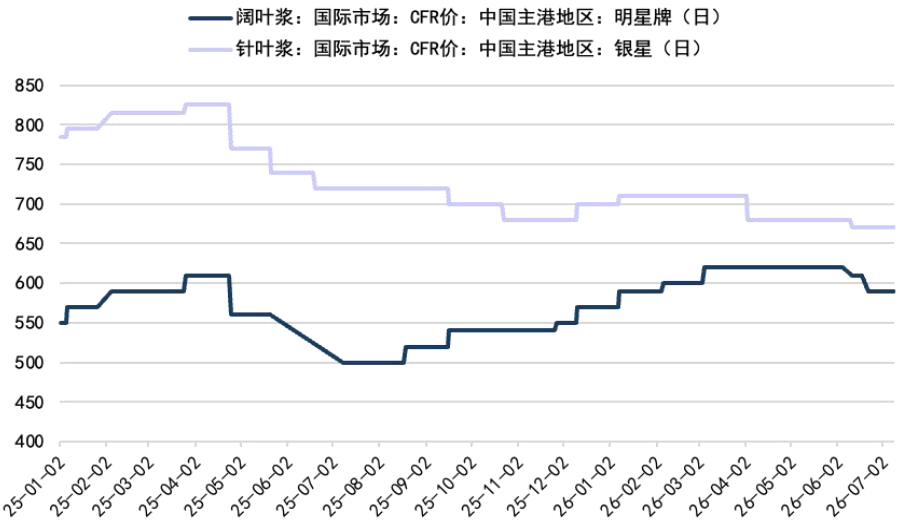
图34：公司主要产品均价（元/吨）



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

2026 年以来公司核心产品已进入提价通道，且落地较为顺畅。截至 2026/7，外盘阔叶浆价格较去年同期已上涨 18%，木浆价格上行支撑纸价提涨。今年公司已对核心产品实施多轮价格上调，其中格拉辛纸自 2026 年 1 月起开始涨价，转印材料、热敏材料、食品与医疗包装系列、工业用纸系列等也自 3 月起上调价格，相关调价已落地执行，纸价平稳向上，吨盈利有望修复。

图35：2026 年以来浆价小幅上行

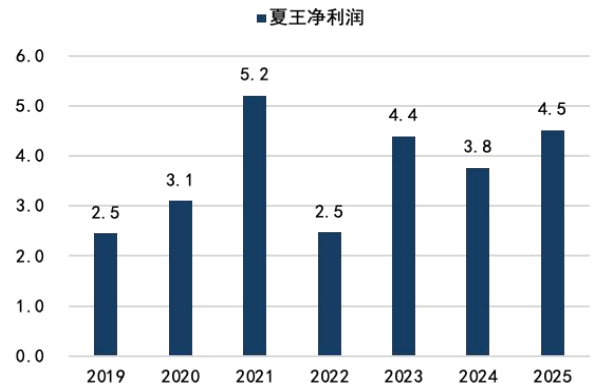


资料来源：隆众咨询，国信证券经济研究所整理

夏王将提供稳定的投资收益基石。合营公司夏王（仙鹤持股 50%）是亚洲最大的高档装饰原纸供应商企业之一，专业开发高档家居装饰原纸，用于高档定制家具和地板的贴面材料，目前国内家居装饰高端品牌索菲亚、欧派家居、尚品宅配、志邦家居、好莱客、全友、圣象、菲林格尔等均和夏王紧密合作，在我国高端装饰原纸的市场占比超过 80%以上。夏王经营业绩稳定，2023-2025 年净利润稳定在 3.8-4.5 亿区间，为公司贡献稳定的投资收益。

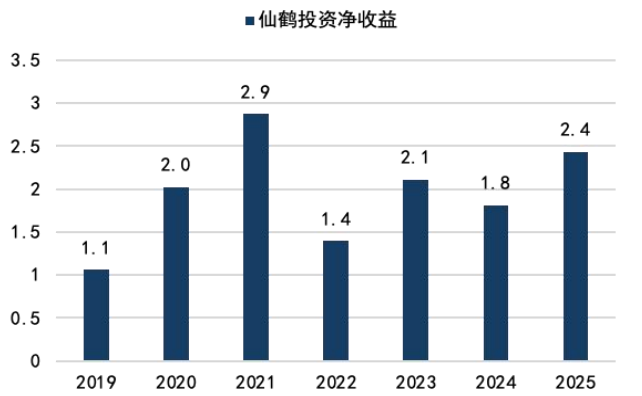
下载日志已记录，仅供内部参考

图36：合营公司夏王净利润（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图37：仙鹤股份投资净收益（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

长期：产能扩张带动规模再上台阶

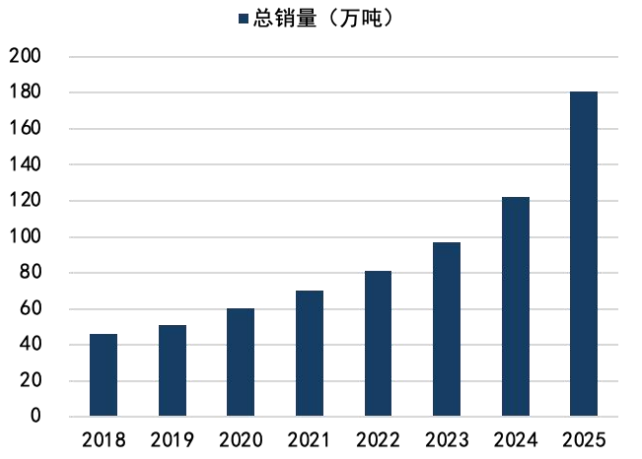
自 2018 年上市以来，随着新基地投产与技改项目的落地，公司产销量保持快速增长。2018-2025 年公司产量从 48.9 万吨增长至 243.5 万吨，销量从 46.2 万吨增长至 180.6 万吨，近两年产销量的缺口主要源自自制浆的规模化投产，整体看公司产销量均保持快速且持续增长的态势。在细分领域上，日用消费系列、食品与医疗包装系列以及纸浆贡献主要增量，在产品结构多元化的同时，公司新增产能基本被下游需求有效消化，进一步印证了产品矩阵丰富与市场拓展的有效性。

图38：2018-2025 年公司总产量从 48.9 万吨增长至 243.5 万吨



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图39：2018-2025 年公司总销量从 46.2 万吨增长至 180.6 万吨



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

表4：公司细分纸种产量及销量（万吨）

单位（万吨）	2020	2021	2022	2023	2024	2025
总产量	**61.7**	**77.7**	**82.7**	**104.2**	**137.3**	**243.5**
日用消费	22.8	34.8	39.9	48.7	61.5	87.6
食品与医疗包装	9.9	11.8	16.2	26.5	26.6	37.0
烟草配套	9.5	10.1	9.9	9.9	11.0	11.5
商务交流及出版印刷材料	14.0	13.8	9.7	9.7	5.4	16.5
电气及工业用纸	3.8	5.1	5.7	6.9	7.7	8.3
其他系列	1.7	2.1	1.4	2.5	25.1	82.7
总销量	**60.4**	**70.0**	**81.2**	**97.1**	**122.3**	**180.6**
日用消费	22.6	29.8	39.1	46.6	56.5	77.5
食品与医疗包装	9.6	10.8	15.4	23.0	25.0	33.6
烟草配套	8.7	9.3	9.2	9.2	10.3	10.9
商务交流及出版印刷材料	13.3	12.6	9.8	9.5	8.3	14.9
电气及工业用纸	3.7	4.7	5.2	6.3	7.8	8.0
其他系列	2.4	2.9	2.5	2.5	14.5	35.7

资料来源:公司公告，国信证券经济研究所整理

产能方面，自 2018 年上市以来，公司充分利用资本市场实现逆周期快速扩产，产能扩张呈现出向高附加值品类延伸、多基地布局与产业链纵向一体化的特征。2018 年仙鹤与夏王纸业的特种纸年产能分别约 49.8 万吨、22.4 万吨；截至 2025 年，仙鹤拥有纸机年产能 171 万吨、制浆年产能 105 万吨，另外夏王纸业年产能已接近 40 万吨。目前公司已在衢州衢江、河南内乡、衢州常山、广西来宾和湖北石首设有 5 个大型生产基地，产品从传统特种纸向高克重食品级包装、热升华转印纸、绝缘纸等高附加值品类拓展。

表5：公司总产能（万吨）

单位（万吨）	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
仙鹤总产能	54.9	59.8	71.3	90.2	96.6	122.7	259.1	276.1
仙鹤纸产能	49.8	54.7	66.2	85.1	91.5	117.6	154	171
仙鹤浆产能	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	105.1	105.1
夏王总产能	22.4	27.6	27.7	31.5	39.0	37.6	35.3	40

资料来源：公司公告，公司可转债评级报告，国信证券经济研究所整理

表6：2018 年-2025 年公司大型扩产项目

项目	时间	规划产能	规划产品	生产基地	投产时间
IPO 募投项目	2018 年	15.8 万吨	10.8 万吨特种纸（特种包装纸+家居装饰用纸+标签离型纸）	常山（常丰特纸+仙鹤）	2019
			5 万吨数码喷绘热转印纸+食品包装原纸+电解电容器纸	仙鹤	2019
仙鹤转债	2019 年	22 万吨	11 万吨格拉辛+8 万吨液体包装+1 万吨烘焙纸+2 万吨热升华转印纸	常山（哲丰）	2020
鹤 21 转债	2021 年	40 万吨	30 万吨高档纸基材料，主要为高克重食品级包装材料	常山（鹤丰）	2025
	2021 年		3 万吨热升华转印原纸	常山（哲丰）	2021
	2023/4		5 万吨纸制品深加工项目*（原规划为 100 亿根纸吸管）*	常山（江柯瑞新材料）	预计 2027
	2025/12		2 万吨绝缘纸、电容纸等特种纸项目*（募投资金节余金额）*	常山（哲丰）	预计 2027
广西来宾一期	2020/11	约 120 万吨	60 万吨纸+60 万吨浆（20 万吨化机浆+40 万吨化学浆）	广西来宾	2025
湖北石首一期	2021/3	约 50 万吨	30 万吨纸+20 万吨浆	湖北石首	2025

资料来源:公司公告，国信证券经济研究所整理

备注：此表统计的数据及信息为项目规划的产能及产品

下载日志已记录，仅供内部参考

当前公司仍处产能扩展周期，广西、湖北和四川基地的布局有望带动规模翻倍扩展，再上一个台阶。公司自 2020 年起布局林浆纸一体化，分别计划投资 118 亿、110 亿元在广西来宾、湖北石首建立 250 万吨林浆纸一体化产能，湖北、广西一期项目分别于 2024/1、2024/4 开机运行，并于 2025 年基本稳定运行；2025 年公司计划投资 110 亿在四川合江布局 200 万吨竹浆纸用一体化产能。随着新基地产能的逐步落地与达产满产，未来两三年将迎来产能释放的爆发期，**仙鹤有望步入“产能释放-销量兑现-成本下探-业绩增厚”的正向循环。**

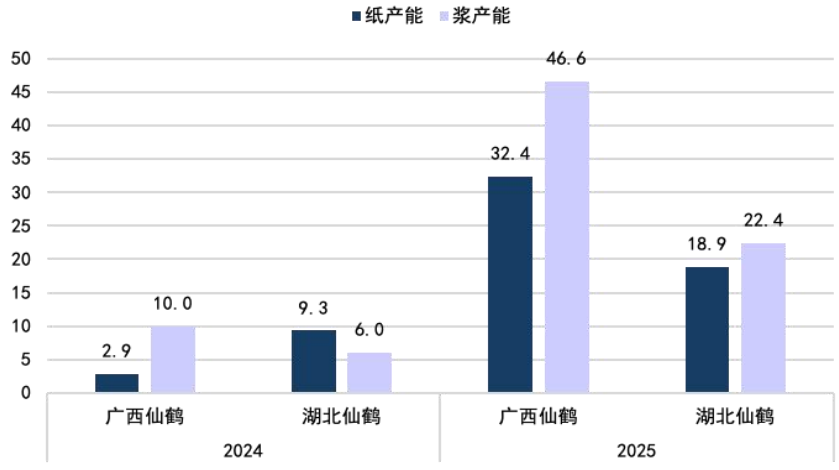
2026 年公司重点推动湖北、广西两大基地一期项目的满产、达产，**2026-27 年广西二期、四川合江与柬埔寨项目有望逐步释放新产能**：1）广西二期项目 60 万吨制浆与 70 万吨特种纸产能计划于 2027 年中全部投产，其中新建的 PM6 特种纸生产线力争 2026/9 率先投入运行；2）2026 年全面启动四川项目建设周期，前期准备工作正在积极推进中；3）此外，公司正规划柬埔寨基地等海外布局，有望强化全球供应链和成本控制能力。

表7：当前公司仍处产能扩张周期，随着湖北、广西与四川等项目陆续投产，增长动能强劲

项目	项目规划	主要纸种	项目进度
广西来宾年产 250 万吨高性能纸基新材料项目（118 亿元）	150wt 纸浆纤维制备（100wt 化学浆+50wt 化机浆）+100wt 高性能纸基新材料纸项目，项目分两期建设： 1）一期：60wt 浆+60wt 纸 2）二期：60wt 纸浆（漂白阔叶木浆 40wt+化机浆 20wt）+70wt 纸（30wt 特种生活材料用纸+30wt 特种包装材料用纸+10wt 特种薄型纸）	食品、医疗、转印、日用消费材料等	一期：2025 年全部投产；**二期：计划于 2027 年中期全部投产**，其中新建的 PM6 特种纸生产线力争于 2026/9 率先投入运行。
湖北石首年产 250 万吨高性能纸基新材料项目（110 亿元）	90wt 浆类纤维材料（芦苇基浆、化学浆）+140wt 纸基功能材料+20wt 涂布纸深加工材料，项目分三期建设： 1）一期：10wt 芦苇基浆类纤维材料+10wt 化机浆类纤维材料+30wt 纸基功能材料+10wt 涂布纸深加工材料 2）二期：10wt 芦苇基浆类纤维材料+10wt 化机浆类纤维材料+30wt 纸基功能材料+10wt 涂布纸深加工材料 3）三期：50wt 浆类纤维+80wt 纸基功能材料	家居装饰、食品包材系列等	一期：2025 年全面稳定运行
四川竹浆纸用一体化高性能纸基新材料项目（110 亿元）	年产 80wt 竹浆+120wt 高性能纸基新材料生产线及相关配套设施	-	2026 年全面启动四川项目建设周期

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图40：2024-2025 年湖北、广西仙鹤浆纸产量（万吨）

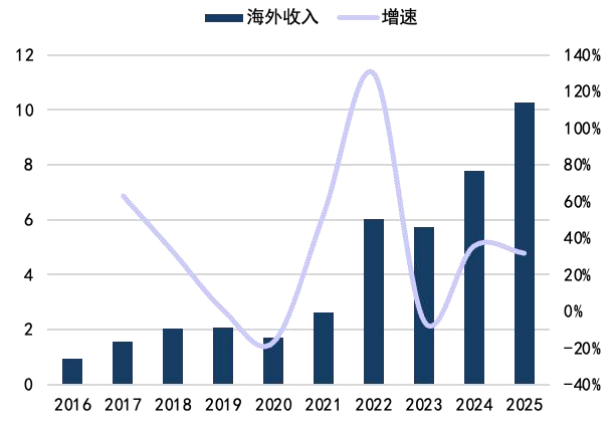


资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

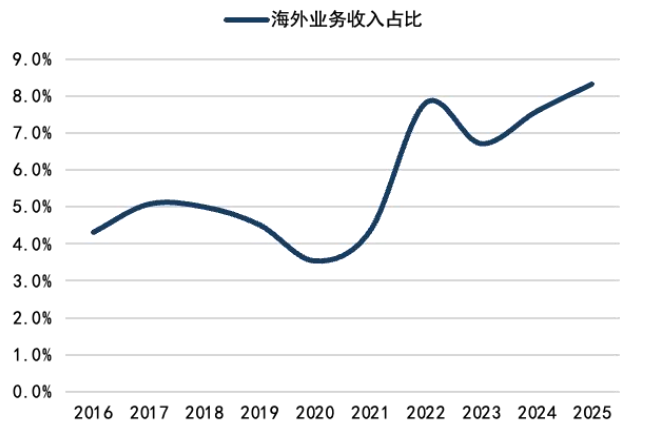
新增产能的消化除依托内需扩容与份额增长，海外将成为未来增长的重要驱动力。一方面，公司的纸机多品类柔性切换与价格策略协同，纸机分批落地与爬坡，降低单一品类及周期波动对新增产能消化的冲击，此外林浆纸一体化的竞争力也有助于公司在行业竞争中继续提份额。另一方面，海外增长提速，将成为未来增长的重要动力，2020-2025 年公司海外收入从 1.7 亿元增长至 10.3 亿元，年复合增速 43%，海外收入占比从 3.5%提升至 8.3%，海外市场拓展成效显著。

图41：仙鹤海外业务收入保持快速增长



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图42：仙鹤海外业务收入占比提升至 8.3%

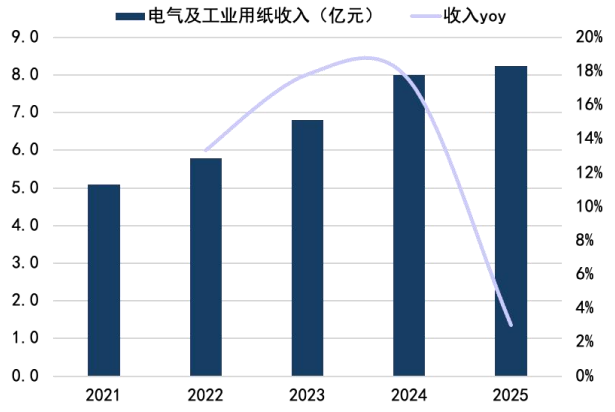


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

AI+绝缘材料：国产替代加速，高弹性成长

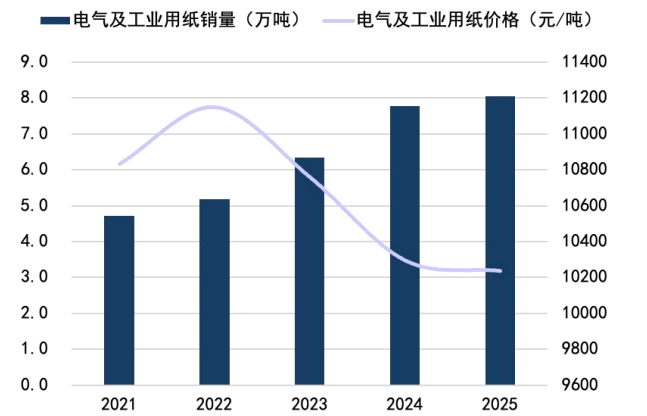
电气工业用纸作为新型材料，凭借其轻便、环保的特点，应用场景广泛渗透至电子元器件、精密制造及新能源等高端工业领域。公司电气及工业用纸包括电解电容器纸、不锈钢衬纸、CTP 版衬纸、玻璃间隔用纸、工业棉纸等多种工业配套用纸，2021-2025 年电气及工业用纸收入从 5.1 亿元增长至 8.2 亿元，销量从 4.71 万吨增长至 8.05 万吨，保持快速增长。

图43：2021-2025 年公司工业及电气用纸收入



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图44：2021-2025 年公司工业及电气用纸销量及均价



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

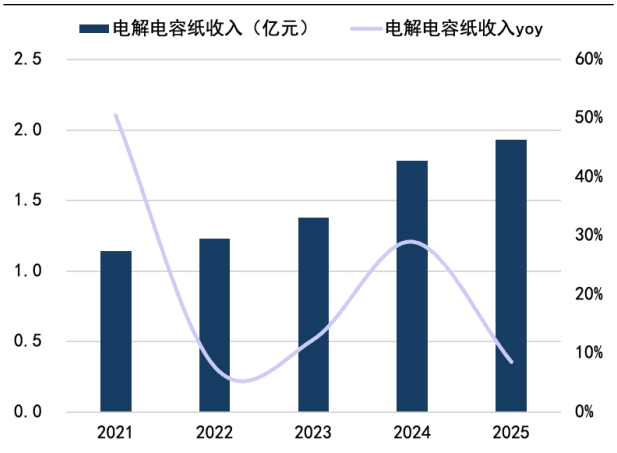
图45：公司工业及电气用纸主要产品



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

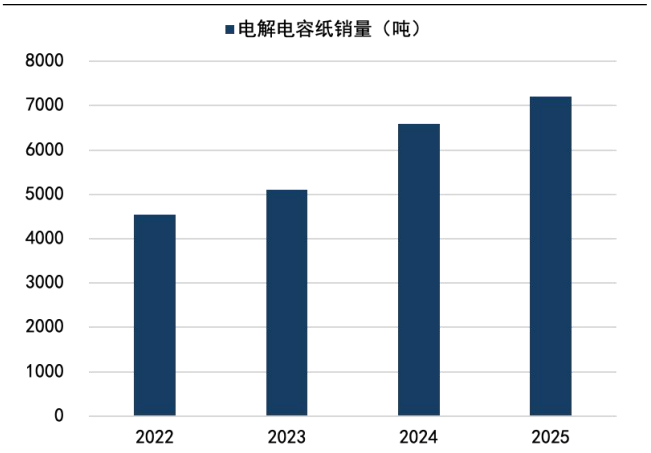
AI 高压需求驱动+高端认证破局，有望受益于行业量价齐升机遇。随着 AI 服务器、新能源汽车及高端消费电子对高性能基础材料的需求增加，绝缘类材料正从传统工业配套向高附加值的高端工业产品转型。公司电解电容器纸销量从 2022 年的 0.45 万吨稳步增长至 2025 年的 0.72 万吨，收入突破 1.9 亿元。2025 年 12 月，公司公告将转债募投项目结余资金 6.2 亿元用于投资年产 2 万吨绝缘纸、电容纸等新项目，高压客户认证正有序推进，公司在电解电容器等高端绝缘材料市场有望进一步突破海外垄断，打开更广阔的成长空间。

图46：2021-2025 年公司电解电容器收入



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图47：2021-2025 年公司电解电容器纸销量



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

财务分析

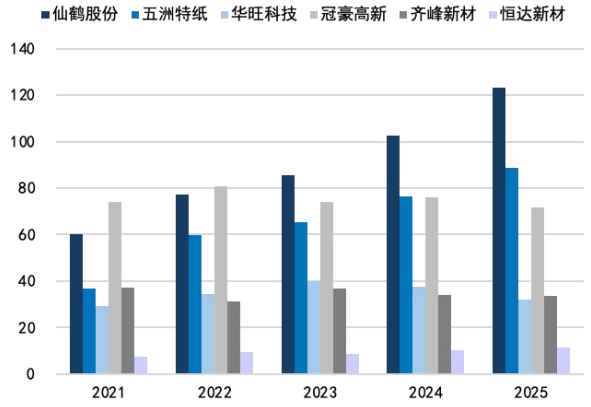
成长性分析

公司收入规模领先可比公司，收入增速快速增长。我们选取五洲特纸、华旺科技、冠豪高新、齐峰新材与恒达新材作为可比公司，2025 年仙鹤收入规模为 123.4 亿

下载日志已记录，仅供内部参考

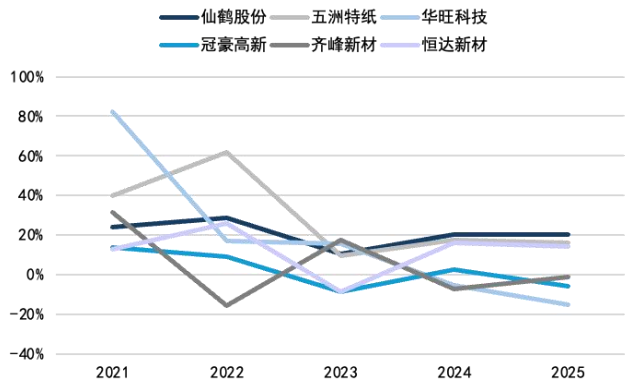
元，在可比公司中处于前列；从收入增速来看，2021-2025 年公司收入年复合增速为 19.7%，仅次于五洲特纸的 24.6%，得益于公司在上市后的产能扩张、高附加值产品拓展与市场开拓，公司收入保持快速增长。

图48：公司收入规模领先可比公司



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图49：公司收入增速保持较快增长

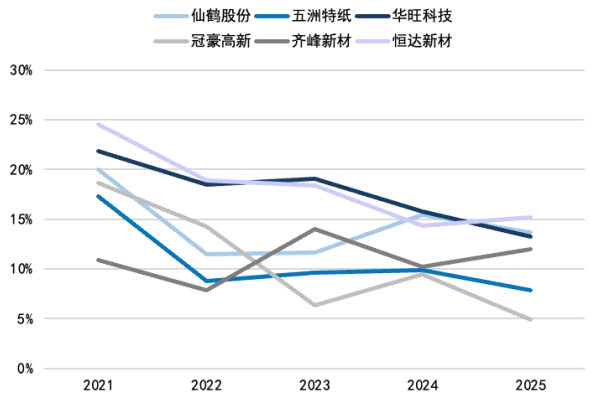


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利能力分析

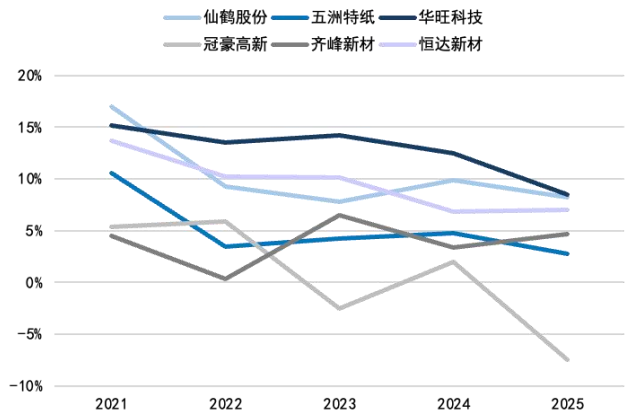
公司毛利率处于行业中枢，净利率处于行业领先地位。2021-2025 年仙鹤平均毛利率为 14.5%，仅次于华旺科技的 17.7%和恒达新材的 18.2%，主要原因是结构性差异所致，仙鹤产品组合更分散，部分低毛利培育期产品尤其是食品卡、新基地新产品阶段性拉低整体毛利率水平；公司净利率相对领先可比公司，2021-2025 年仙鹤平均净利率为 10.4%，随着公司产业链一体化延伸，自制浆比例提升平滑成本，以及新增产能逐步爬坡，公司净利率中枢稳定抬升。

图50：公司毛利率处于行业中枢



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图51：公司净利率处于行业领先水平



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

现金流量与资产负债率分析

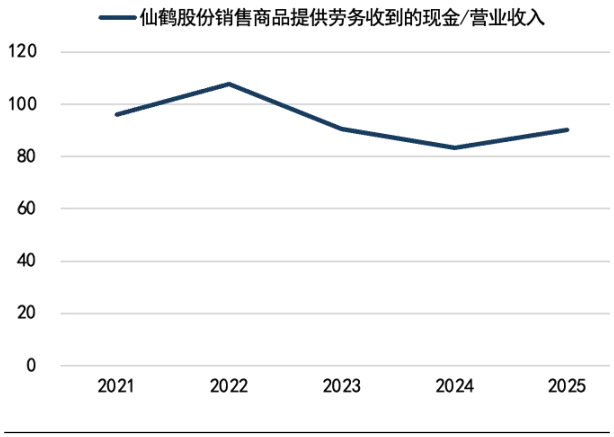
公司现金流健康。公司经营活动产生的现金流量净额/营业收入的比例略有波动，整体维持在 80-100%区间，其中 2022 年以来比值略有回落主要系公司战略性主动

下载日志已记录，仅供内部参考

增加原材料备货，目前整体现金流量表现较为健康。

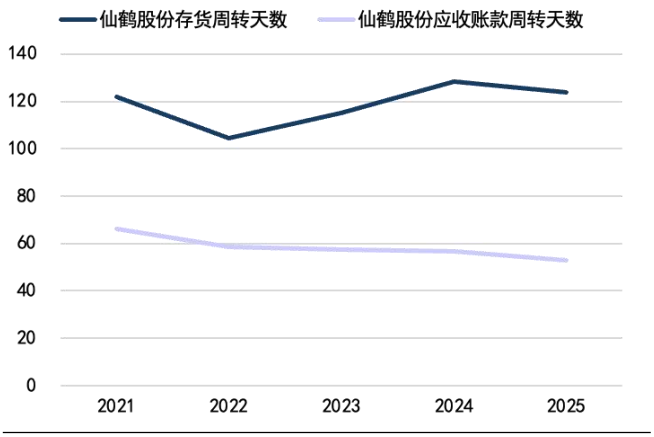
应收账款周转天数相对稳定，存货周转天数小幅提升。公司应收账款周转天数从2021年的66天小幅下降至2025年的53天，回款效率稳步改善；公司存货周转天数从2022年的105天提升至2025年的124天，反应出公司产能扩张、纸浆价格周期与林浆纸用一体化布局的结果。

图52：公司现金流相对健康



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

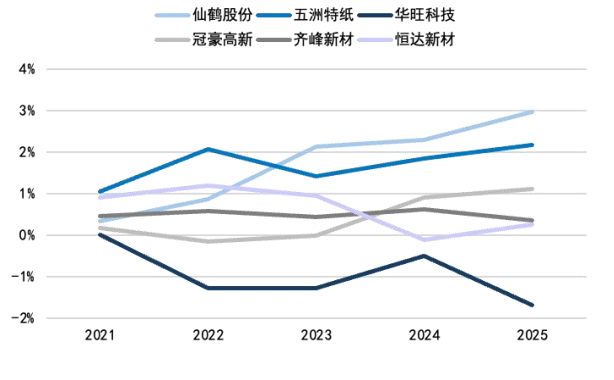
图53：公司存货周转与应收账款周转天数较为稳定



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

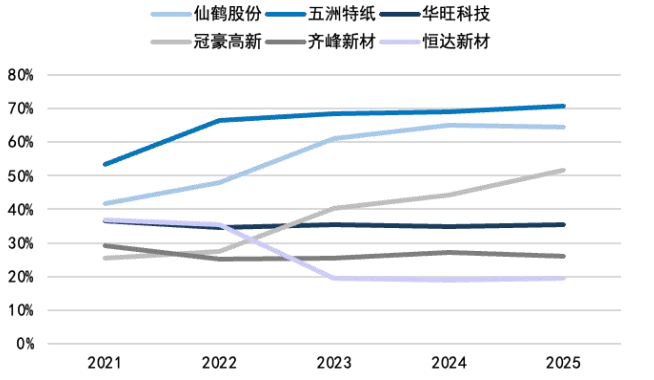
财务费用率与资产负债率均处于行业偏高水平。公司财务费用率逐年攀升至2025年的3.0%，资产负债率也维持在65%上下，与五洲特纸水平相当，但两家公司均处于行业偏高水平，主要系公司与五洲特纸均处于大额资产本开和产能扩张期，项目贷款利息停止资本化、借款规模增加，导致负债和利息支出增加。

图54：公司财务费用率高于可比公司



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图55：公司资产负债率处于可比公司中偏高水平



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

下载日志已记录，仅供内部参考

根据公司公告，公司未来新增产能主要聚焦特种生活材料用纸、特种包装材料用纸、薄型纸、绝缘类材料等领域，

日用消费系列：量方面随着新产能投产预计将延续较好增长，价方面 2026 年主要纸种提价落地效果较好，2027-28 年随着供给增多预计价格略有下滑。预计 2026-2028 年日用消费系列收入增速为+25.6%/+18.8%/+12.1%，毛利率虽然会有价格压力，但有望随着自制浆的释放而小幅提升，预计 2026-2028 年毛利率为 14.0%/14.2%/14.5%。

食品与医疗包装材料系列：量随着产能的达产满产而增长，盈利有望随着自制浆比例提升和规模效应而小幅提升。预计 2026-2028 年食品与医疗包装材料系列收入增速+32.0%/+23.5%/+23.5%，毛利率为 14.0%/14.5%/15.0%。

烟草配套系列：烟草配套材料预计量稳定增长，价格与盈利能力相对保持稳定，预计 2026-2028 年烟草配套系列收入增速 12.2%/14.2%/14.2%，毛利率为 25.0%/25.0%/25.0%。

商务交流及出版印刷材料系列：随着新增产能投产预计 2026-2028 年收入增速为+24.1%/+14.0%/+17.6%，盈利能力随着行业供给端增加预计小幅下滑，预计 2026-2028 年毛利率预计为 17.0%/16.5%/16.0%。

电气及工业用纸系列：受益于行业高景气度以及公司新增产能投产，预计 2026-28 年量价齐升，收入增速为+26.5%/+50%/+50%，毛利率为 22.0%/24.0%/26.0%。

整体来看，预计公司 2026-2028 年收入同比增长+23.7%/+19.7%/+17.3%至 152.7/182.8/214.4 亿元；毛利率方面，随着行业新增供给增多，未来几年可能仍有价格压力，但在自制浆占比提升和规模效应释放下预计公司综合毛利率有望小幅提升，2026-2028 年分别为 15.1%/15.8%/16.5%。

表8：仙鹤股份业务拆分

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
日用消费系列					
收入（亿元）	**48.33**	**55.00**	**69.1**	**82.0**	**92.0**
增速	17.7%	13.8%	25.6%	18.8%	12.1%
毛利率	16.5%	11.1%	14.0%	14.2%	14.5%
食品与医疗包装材料系列					
收入（亿元）	**18.59**	**22.87**	**30.19**	**37.28**	**46.04**
增速	7.3%	23.0%	32.0%	23.5%	23.5%
毛利率	10.3%	12.4%	14.0%	14.5%	15.0%
烟草配套系列					
收入（亿元）	**9.07**	**9.38**	**10.52**	**12.02**	**13.73**
增速	11.7%	3.4%	12.2%	14.2%	14.2%
毛利率	22.8%	26.0%	25.0%	25.0%	25.0%
商务交流及出版印刷材料系列					
收入（亿元）	**6.92**	**9.04**	**11.22**	**12.79**	**15.04**
增速	-2.8%	30.6%	24.1%	14.0%	17.6%
毛利率	19.0%	16.3%	17.0%	16.5%	16.0%
电气及工业用纸系列					
收入（亿元）	**8.00**	**8.24**	**10.42**	**15.64**	**23.45**
增速	17.5%	3.0%	26.5%	50.0%	50.0%
毛利率	18.2%	20.7%	22.0%	24.0%	26.0%
其他系列					
收入（亿元）	**7.77**	**14.13**	**16.07**	**17.35**	**17.96**
增速	1153.2%	81.9%	13.69%	8.00%	3.50%
毛利率	6.9%	10.9%	10.0%	12.0%	12.0%
其他业务					

下载日志已记录，仅供内部参考

收入（亿元）	**4.05**	**4.69**	**5.16**	**5.67**	**6.24**
增速	-9.6%	15.8%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	15.4%	17.4%	15.0%	16.0%	16.0%
总营收	**102.74**	**123.43**	**152.7**	**182.8**	**214.4**
增速	20.1%	20.1%	23.7%	19.7%	17.3%
整体毛利率	15.5%	13.7%	15.1%	15.8%	16.5%

资料来源:公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

费用方面，公司费用控制较好，销售、管理及研发费用率长期处于较低且稳定区间，预计 2026-2028 年销售费用率分别为 0.40%/0.42%/0.44%；管理费用率（不含无形资产摊销）1.55%/1.58%/1.62%，研发费用率 1.45%/1.48%/1.50%；财务费用增加主要系公司处于产能扩张阶段，借款增加带来利息支出明显上升，考虑到公司未来 2-3 年仍处于扩产周期，预计 2026-2028 年公司财务费用率为 2.51%/2.47%/2.35%。

未来 3 年业绩预测

表9：未来 3 年盈利预测表（单位：百万元人民币）

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**12343**	**15266**	**18279**	**21443**
营业成本	10651	12955	15388	17910
销售费用	45	61	77	94
管理费用	189	237	289	347
财务费用	366	383	452	504
利润总额	**1145**	**1417**	**1789**	**2205**
归属于母公司净利润	**1013**	**1253**	**1573**	**1933**
EPS	1.43	1.53	1.93	2.37
ROE	11.6%	13.7%	16.4%	19.1%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

我们得到公司 2026-2028 年收入同比增长+23.7%/+19.7%/+17.3%至 152.7/182.8/214.4 亿元，归属于母公司净利润 12.53/15.73/19.33 亿元，同比+23.7%/+25.6%/+22.9%，每股收益为 1.53/1.93/2.37 元。

盈利预测情景分析

表10：情景分析（乐观、中性、悲观情景）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
乐观预测					
营业收入(百万元)	10,274	12,343	15,412	18,606	21,988
(+/-%)	20.1%	20.1%	24.9%	20.7%	18.2%
净利润(百万元)	1004	1013	1888	2351	2864
(+/-%)	51.2%	0.9%	86.4%	24.5%	21.8%
摊薄 EPS	1.42	1.43	2.31	2.88	3.50
中性预测					
营业收入(百万元)	10,274	12,343	15,266	18,279	21,443
(+/-%)	20.1%	20.1%	23.7%	19.7%	17.3%
净利润(百万元)	1004	1013	1253	1573	1933
(+/-%)	51.2%	0.9%	23.7%	25.6%	22.9%
摊薄 EPS(元)	1.42	1.43	1.53	1.93	2.37
悲观的预测					
营业收入(百万元)	10,274	12,343	15,120	17,955	20,908
(+/-%)	20.1%	20.1%	22.5%	18.7%	16.4%

下载日志已记录，仅供内部参考

净利润(百万元)	1004	1013	637	830	1054
(+/-%)	51.2%	0.9%	-37.1%	30.3%	27.0%
摊薄 EPS	1.42	1.43	0.78	1.02	1.29

资料来源：国信证券经济研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：18.05-28.06 元

未来 10 年估值假设条件见下表：

表11：公司盈利预测假设条件（%）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
营业收入增长率	20.1%	20.1%	23.7%	19.7%	17.3%	12.0%	10.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	5.0%
营业成本/销售收入	84.5%	86.3%	84.9%	84.2%	83.5%	83.2%	82.5%	82.5%	82.0%	82.0%	82.0%	82.0%
管理费用/销售收入	1.5%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
研发费用/销售收入	1.3%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
销售费用/销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
所得税税率	10.4%	11.0%	11.0%	11.5%	11.8%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
股利分配比率	50.6%	66.9%	68.0%	70.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	80.0%	80.0%	80.0%	85.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测；

表12：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.23	T	11.00%
无风险利率	1.80%	Ka	9.82%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	2.24
公司股价（元）	21.03	Ke	**16.35%**
发行在外股数（百万）	817	E/(D+E)	52.22%
股票市值(E，百万元)	17187	D/(D+E)	47.78%
债务总额(D，百万元)	15724	WACC	**10.79%**
Kd	5.30%	永续增长率（10 年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 18.05-28.06 元。

表13：仙鹤股份 FCFF 估值表（单位：人民币）

		2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBIT		1,632.4	2,068.5	2,553.6	2,944.8	3,428.2
所得税税率		11.00%	11.50%	11.80%	12.00%	12.00%
EBIT*(1-所得税税率)		1,452.8	1,830.6	2,252.2	2,591.4	3,016.8
折旧与摊销		1,353.9	1,558.3	1,732.5	1,872.4	1,966.1
营运资金的净变动		(1,594.6)	(1,352.9)	(1,414.9)	(1,347.1)	(1,170.5)
资本性投资		(2,884.7)	(2,372.5)	(2,628.6)	(1,314.8)	(1,052.0)
FCFF		(1,672.6)	(336.5)	(58.8)	1,801.9	2,760.4
PV(FCFF)		(1,509.7)	(274.2)	(43.2)	1,195.9	1,653.6
核心企业价值	**32,711.4**					
减：净债务	14,327.1					
股票价值	**18,384.3**					
每股价值	**22.50**					

资料来源：国信证券经济研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表14：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（人民币）

		WACC 变化				
		9.8%	10.3%	**10.79%**	11.3%	11.8%
永续增长率变化	3.0%	35.25	30.45	26.30	22.67	19.48
	2.5%	32.39	28.06	24.28	20.96	18.01
	2.0%	29.91	25.96	**22.50**	19.42	16.69
	1.5%	27.72	24.10	20.90	18.05	15.50
	1.0%	25.78	22.44	19.47	16.81	14.42

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：23.0-30.6 元

我们选取特种纸行业的五洲特纸、华旺科技和恒达新材作为可比公司，2026 年行业可比公司平均估值为 15.5x。参考行业平均估值水平，考虑到仙鹤股份：

1）仙鹤盈利能力和盈利稳定性较强，正处于资本开支和扩产周期，未来三年收入成长增速中枢 20%上下；2）浆纸一体化布局加速，有望深化成本护城河；3）公司品类更加丰富，拥有 68 条现代化造纸生产线、8 条纸浆生产线、33 条涂布生产线，在供需变化时的经营韧性会显著更强，比单品型玩家更容易在扩产周期中胜出；4）公司的电解电容器纸受益于 AI 高压需求驱动+新增产能明确+量价齐升传导共振，有望打开更广阔的成长空间。我们认为公司应享有较行业平均水平更高的估值溢价，因此给予公司 2026 年 15-20xPE，对应股价区间 23.0-30.6 元。

表15：同类公司估值比较

代码	公司	业务	市值（亿元）	2025 收入（亿元）	2025 利润（亿元）	EPS			PE		
						2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
605007.SH	五洲特纸	2025 年总产量 220 万吨，2025 年食品包装材料收入 25.6 亿、日用消费 24.53 亿、出版印刷 8.92 亿、工业包装 27 亿、工业配套 2.39 亿。	75	89	2.4	0.99	1.29	1.53	15.58	12.02	10.15
605377.SH	华旺科技	2025 年总产量 32.7 万吨，2025 年装饰原纸收入 25.6 亿元，木浆贸易 6.4 亿元。	50	32	2.7	0.62	0.72	0.76	15.34	13.37	12.67
301469.SZ	恒达新材	2025 年总产量 12.1 万吨，2025 年医疗及食品包装原纸收入 9.8 亿、工业特种纸原纸收入 0.6 亿、卷烟配套原纸 0.02 亿。	25	12	0.8	-	-	-	-	-	-
600433.SH	冠豪高新	2025 年纸总产量 92.3 万吨，2025 年纸及纸制品收入 57.6 亿元、不干胶 9.8 亿元、化工 2.6 亿元。	59	72	-3.0	0.2	0.1	0.14	15.45	30.56	22.48
	行业平均					0.60	0.70	0.81	15.46	18.65	15.10
603733.SH	仙鹤股份	2025 年总产量 243.5 万吨，2025 年日用消费收入 55.1 亿、食品与医疗包装材料 22.9 亿、商务交流及出版印刷材料 9.0 亿、烟草行业配套 9.4 亿、电气及工业用纸 8.2 亿	172	123	10.1	1.53	1.93	2.37	13.7	10.9	8.9

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

投资建议

综合考虑绝对估值与相对估值，给予公司股票合理估值区间在 23.00-28.06 元，对应 2026 年 PE 为 15.0-18.3 倍。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在23.00-28.06元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率为1.8%、风险溢价6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来10年后公司TV增长率为2.0%，公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取特种纸行业的五洲特纸、华旺科技和恒达新材等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司2026年平均PE做为相对估值的参考，同时考虑公司的龙头地位、成长性和新业务的弹性，最终给予公司2026年15.0-18.3倍PE估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- 我们假设公司未来3年收入增长24%/20%/17%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来3年业绩的风险。
- 我们预计公司未来3年毛利率分别为15.1%/15.8%/16.5%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。
- 我们预计公司广西二期、四川以及绝缘类材料等项目预计在未来几年陆续放量，若实际投产推迟、达产不及预期，存在未来3年业绩预期高估的风险。

经营风险

原材料价格波动风险

公司作为纸基功能材料的生产企业，原材料主要为纸浆，占成本的比重较大。随着公司经营规模的不断扩大，原材料采购规模也将持续上升，若原材料价格显著上升，同时公司未能与客户就调整价格以对冲成本协商一致，公司将面临采购成本大幅上涨，进而挤压公司利润空间的风险。

市场竞争加剧风险

由于市场需求和技术发展的推动，除传统的特种纸企业继续投建特种纸项目外，大型的文化用纸、包装纸生产企业以及特种纸的上下游企业近年来也都

下载日志已记录，仅供内部参考

在特种纸领域进行产能部署。随着各类资本的不断进入，行业企业的数量和总体产能将不断增加，公司面临市场竞争加剧的风险。

汇率波动的风险

公司采用大量的进口纸浆进行生产，并通过美元结算，因此，人民币兑美元的汇率波动将直接影响其原材料采购成本。若未来汇率发生大幅变动，加之公司产能的持续扩张，其以美元计价的进口纸浆总额可能进一步增加。在该等情形下，若公司未能及时采取联动调价、加快回款、缩短结售汇周期等有效应对措施，则其经营业绩可能受到一定程度的不利影响。

经营业绩下滑的风险

公司经营业绩受产品销量、原材料价格波动、汇率波动等多种因素的综合影响。尽管公司已通过各项措施力求降低成本、提高生产效率，但若未来上述影响经营业绩的一项或多项因素发生不利变化，公司将面临经营业绩大幅波动风险。

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，存在一定不确定性风险。

内控风险

实际控制人持股比例过高及控制不当风险。公司实际控制人持有公司约 70%股权，股权高度集中，对公司重大经营决策有实质性影响，此外实控人之一王明龙曾收到证监会行政处罚。如果实际控制人利用其控制地位，通过行使表决权或其他方式对公司整体经营决策与投资计划、股利分配政策和人事任免等进行不当控制，将可能对其他股东利益造成不利影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	805	507	846	719	691
应收款项	1834	1823	2521	2994	3407
存货净额	3413	3907	4675	5633	6529
其他流动资产	2010	2105	2795	3231	3858
流动资产合计	**8232**	**8377**	**10940**	**12647**	**14571**
固定资产	12506	13448	14941	15712	16545
无形资产及其他	952	1012	972	933	893
投资性房地产	549	864	864	864	864
长期股权投资	1083	1186	1293	1406	1514
资产总计	**23322**	**24886**	**29011**	**31561**	**34386**
短期借款及交易性金融负债	1811	2751	5687	6998	8541
应付款项	2970	2357	2665	3018	3353
其他流动负债	457	439	635	720	820
流动负债合计	**5238**	**5547**	**8988**	**10736**	**12714**
长期借款及应付债券	9217	9806	10036	10289	10568
其他长期负债	729	718	768	843	926
长期负债合计	**9946**	**10525**	**10805**	**11133**	**11494**
负债合计	**15184**	**16072**	**19792**	**21868**	**24207**
少数股东权益	45	71	74	77	80
股东权益	8092	8743	9144	9616	10100
负债和股东权益总计	**23322**	**24886**	**29011**	**31561**	**34386**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	1.42	1.43	1.53	1.93	2.37
每股红利	0.72	0.96	1.04	1.35	1.77
每股净资产	11.46	12.35	11.19	11.77	12.36
ROIC	5.29%	3.86%	5%	6%	7%
ROE	12.40%	11.58%	14%	16%	19%
毛利率	15%	14%	15%	16%	16%
EBIT Margin	11%	9%	11%	11%	12%
EBITDA Margin	16%	17%	20%	20%	20%
收入增长	20%	20%	24%	20%	17%
净利润增长率	51%	1%	24%	26%	23%
资产负债率	65%	65%	68%	70%	71%
股息率	3.4%	4.6%	5.7%	7.4%	9.7%
P/E	14.8	14.7	13.7	10.9	8.9
P/B	1.8	1.7	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	17.9	15.1	12.4	10.8	9.7

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**10274**	**12343**	**15266**	**18279**	**21443**
营业成本	8685	10651	12955	15388	17910
营业税金及附加	72	92	119	146	176
销售费用	37	45	61	77	94
管理费用	174	210	277	329	388
研发费用	134	176	221	271	322
财务费用	236	366	383	452	504
投资收益	181	243	239	255	259
资产减值及公允价值变动	(61)	(37)	(70)	(80)	(100)
其他收入	(59)	(38)	(221)	(271)	(322)
营业利润	1132	1148	1418	1791	2208
营业外净收支	(1)	(4)	(2)	(2)	(3)
利润总额	**1131**	**1145**	**1417**	**1789**	**2205**
所得税费用	118	126	156	206	260
少数股东损益	9	6	8	10	12
归属于母公司净利润	**1004**	**1013**	**1253**	**1573**	**1933**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1004	1013	1253	1573	1933
资产减值准备	41	(37)	7	3	3
折旧摊销	511	882	1354	1558	1732
公允价值变动损失	61	37	70	80	100
财务费用	236	366	383	452	504
营运资本变动	854	(1571)	(1595)	(1353)	(1415)
其它	(37)	39	(4)	(0)	0
经营活动现金流	**2434**	**362**	**1085**	**1862**	**2354**
资本开支	0	(1729)	(2885)	(2373)	(2629)
其它投资现金流	(171)	135	(67)	34	(17)
投资活动现金流	**(299)**	**(1697)**	**(3060)**	**(2451)**	**(2753)**
权益性融资	(37)	20	0	0	0
负债净变化	3777	549	230	253	278
支付股利、利息	(508)	(678)	(852)	(1101)	(1450)
其它融资现金流	(9060)	1274	2937	1311	1542
融资活动现金流	**(2559)**	**1037**	**2315**	**463**	**371**
现金净变动	**(423)**	**(298)**	**340**	**(127)**	**(29)**
货币资金的期初余额	1228	805	507	846	719
货币资金的期末余额	805	507	846	719	691
企业自由现金流	0	(1377)	(1673)	(337)	(59)
权益自由现金流	0	447	1153	827	1317

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普 500 指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

下载日志已记录，仅供内部参考

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032

