

仙鹤股份（603733）：收入稳增业绩承压，23H2盈利能力有望改善

事件：公司发布2023年中报，上半年实现营业收入37.66亿元，同比+4.68%；归母净利润1.81亿元，同比-49.00%。

上半年公司产品销量稳健增长，成本压力仍存，吨毛利暂时承压。

- **销量：**23H1公司产品销量38.97万吨，同比+2.37%。产能增量上，公司常山基地年产30万吨食品卡纸、东港基地PM29和PM30等项目于Q2投产。产品方面，日用消费系列（细分产品数码喷绘用纸收入+24%）、食品与医疗包装用纸（销量+9%）、电器及工业用纸（收入+3%）等品种支撑整体销量。
- **毛利率：**23H1公司吨纸收入9665元/吨，同比+2%；吨纸毛利880元/吨，同比-28%；毛利率9.11%，同比-3.85pct.。其中Q1/Q2毛利率分别为8.25%/10.01%，同比-1.53/5.95pct.，Q2盈利能力进一步承压。我们判断由于3-4月木浆价格大幅下行至低点，公司产品价格受其影响承压，而成本回落则相对滞后（考虑低价浆运输时间与高价浆库存因素），导致吨毛利下滑。此外Q2年产30万吨食品卡纸项目投产，初期受需求疲软、市场有待开拓的影响，产能利用率或偏低，影响产品盈利并拖累整体毛利率。
- **投资收益：**23H1公司投资收益0.90亿元（主要来自合营公司夏王纸业），同比+15%。夏王纸业或受益于下游需求改善、产品价格坚挺，以及钛白粉等原料成本的回落。

盈利能力有望迎来拐点，销量有望稳步增长。（1）**成本端：**23H1浆价大幅下跌，随后温和回升，但仍处于相对低位。阔叶浆/针叶浆外盘报价H1同比-16%/-14%，年初至今跌幅-35%/-25%。随着公司更多地使用低价原料，23H2成本预计进一步回落。（2）**价格端：**8月纸企针对部分纸种发布涨价函（格拉辛纸提价500元/吨、喷绘热转印原纸提价1000元/吨等），受浆价回暖支撑有望落地。（3）**销量端：**纸价上涨预期有助于促进下游补库，食品卡纸销路有望逐渐成熟，带动整体销量提升。

产能持续扩张，浆纸一体化布局提升竞争力。23年底至24年初，公司广西、湖北新建基地预计开始运行，将进一步推动产销增长。同时两大基地规划有化机浆、化学浆产能，利用当地资源优势打造浆纸一体化布局，有望降低和平滑原材料成本，提升公司市场竞争力。

盈利预测与投资评级：公司作为特种纸龙头企业，具备规模竞争优势，多元化布局下多个细分品种市占率位居行业前列。公司未来产能扩张路径明确，食品卡等新产品有望逐步放量，浆纸一体化布局有望打造成本优势。随着行业短期成本压力减弱，公司盈利能力有望修复。预计公司2023-2025年归母净利润为6.69、9.84、12.08亿元人民币，增速分别为-6%、47%、23%，目前股价对应PE分别为20、14、11倍。维持“推荐”评级。

风险提示：经济复苏不及预期，能源价格大幅上涨，项目投产进度不及预期，行业产能过剩。

2023年9月8日

推荐/维持

仙鹤股份

公司报告

公司简介：

公司是国内大型特种纸研发和生产企业，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。公司主要产品可划分为日用消费系列、食品与医疗包装材料系列、商务交流与出版印刷材料系列、烟草行业配套系列、电气及工业用纸系列、家居装饰材料系列（主要由合营公司夏王纸业生产）等六大系列60多个品种。

资料来源：公司公告、同花顺

未来3-6个月重大事项提示：

无

发债及交叉持股介绍：

2021-12-09 发行20.5亿元可转债

资料来源：同花顺、东兴证券研究所

交易数据

52周股价区间（元）	33.43-18.24
总市值（亿元）	134.14
流通市值（亿元）	134.14
总股本/流通A股（万股）	70,598/70,598
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	1.86

52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080005

分析师：沈逸伦

010-66554044

shenyl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480523060001

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	6,016.97	7,738.31	8,772.31	10,422.75	12,423.32
增长率 (%)	24.24%	28.61%	13.36%	18.81%	19.19%
归母净利润 (百万元)	1,016.67	710.29	669.16	983.55	1,207.57
增长率 (%)	41.71%	-29.85%	-5.82%	46.82%	22.76%
净资产收益率 (%)	15.84%	10.32%	9.12%	12.27%	13.65%
每股收益(元)	1.44	1.01	0.95	1.39	1.71
PE	13.19	18.88	20.05	13.64	11.11
PB	2.09	1.95	1.83	1.67	1.52

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E			
流动资产合计	6451	6969	7587	8467	9835	营业收入	6017	7738	8772	10423	12423			
货币资金	794	944	982	1063	1267	营业成本	4815	6848	7774	8938	10599			
应收账款	1217	1310	1485	1764	2103	营业税金及附加	37	43	48	57	68			
其他应收款	15	19	22	26	31	营业费用	22	26	29	31	35			
预付款项	63	157	264	387	533	管理费用	114	124	140	151	162			
存货	1925	2055	2236	2449	2904	财务费用	20	68	172	295	352			
其他流动资产	151	600	600	600	600	研发费用	158	104	105	125	149			
非流动资产合计	4598	6295	9014	10429	11208	资产减值损失	-29.59	-15.02	-30.00	-35.64	-42.49			
长期股权投资	831	864	864	864	864	公允价值变动收益	-7.45	34.39	0.00	0.00	0.00			
固定资产	2532	2846	4570	6499	7491	投资净收益	287.25	139.58	190.45	225.62	248.06			
无形资产	516	773	757	741	726	加: 其他收益	55.99	100.66	90.00	90.00	90.00			
其他非流动资产	282	552	552	552	552	营业利润	1157	801	755	1105	1355			
资产总计	11049	13264	16600	18896	21043	营业外收入	3.31	1.66	1.66	1.66	1.66			
流动负债合计	2462	4074	5947	7560	8868	营业外支出	12.02	8.81	8.81	8.81	8.81			
短期借款	690	1771	3376	4619	5409	利润总额	1148	794	748	1098	1348			
应付账款	764	1182	1324	1522	1804	所得税	129	79	74	109	134			
预收款项	50	55	61	67	75	净利润	1019	715	673	988	1213			
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	2	5	4	5	6			
非流动负债合计	2140	2278	3278	3278	3278	归属母公司净利润	1017	710	669	984	1208			
长期借款	0	0	1000	1000	1000	主要财务比率								
应付债券	1775	1864	1864	1864	1864		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E			
负债合计	4602	6352	9225	10838	12146	成长能力								
少数股东权益	28	32	36	41	47	营业收入增长	24.24%	28.61%	13.36%	18.81%	19.19%			
实收资本(或股本)	706	706	706	706	706	营业利润增长	38.71%	-30.74%	-5.77%	46.38%	22.62%			
资本公积	3064	3064	3064	3064	3064	归属于母公司净利润增长	41.76%	-30.14%	-5.79%	46.98%	22.78%			
未分配利润	2156	2585	3016	3648	4425	盈利能力								
归属母公司股东权益合计	6419	6880	7340	8017	8850	毛利率(%)	19.98%	11.51%	11.38%	14.25%	14.69%			
负债和所有者权益	11049	13264	16600	18896	21043	净利润率(%)	16.93%	9.24%	7.67%	9.48%	9.77%			
现金流量表						总资产净利润(%)	9.20%	5.36%	4.03%	5.20%	5.74%			
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE(%)	15.84%	10.32%	9.12%	12.27%	13.65%			
经营活动现金流	447	72	812	1388	1710	偿债能力								
净利润	1019	715	673	988	1213	资产负债率(%)	42%	48%	56%	57%	58%			
折旧摊销	331	362	499	794	1081	流动比率								
财务费用	20	68	172	295	352	速动比率								
应收账款减少	-222	-93	-175	-279	-339	营运能力								
预收帐款增加	1	5	6	7	8	总资产周转率	0.63	0.64	0.59	0.59	0.62			
投资活动现金流	-1938	-651	-3000	-1952	-1572	应收账款周转率	5	6	6	6	6			
公允价值变动收益	-7	34	0	0	0	应付账款周转率	9.69	7.95	7.00	7.33	7.47			
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)								
投资收益	287	140	190	226	248	每股收益(最新摊薄)	1.44	1.01	0.95	1.39	1.71			
筹资活动现金流	1699	638	2227	645	67	每股净现金流(最新摊薄)	0.29	0.08	0.05	0.11	0.29			
应付债券增加	1775	88	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	9.09	9.74	10.40	11.36	12.54			
长期借款增加	0	0	1000	0	0	估值比率								
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	13.19	18.88	20.05	13.64	11.11			
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	2.09	1.95	1.83	1.67	1.52			
现金净增加额	208	59	39	81	204	EV/EBITDA	10.03	13.12	13.16	9.07	7.34			

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	仙鹤股份 (603733) : 盈利改善逐步落地, 产能如期扩张	2023-05-05
公司普通报告	仙鹤股份 (603733) : 盈利预期迎来修复, 看好长期扩张与浆纸一体化布局	2023-03-31
公司深度报告	仙鹤股份 (603733) : 把握景气赛道持续扩张, 林浆纸一体化增强竞争优势	2023-01-16

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

常子杰

中央财经大学金融学硕士, 2019 年加入东兴证券研究所, 现任轻工制造行业分析师, 研究方向为造纸、包装、电子烟。

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021 年加入东兴证券研究所, 轻工制造行业分析师, 主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看高：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526