

仙鹤股份 (603733.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告3Q 业绩现拐点，原料备库+提价看好
盈利弹性释放

业绩简评

10月30日公司发布三季报，23Q1-3实现营收62.13亿元，同比+12.75%；实现归母净利润3.82亿元，同比-32.65%；其中3Q23实现营收24.46亿元，同比+27.94%；实现归母净利润2.01亿元，同比-5.45%，扣非归母净利同比+7.6%。

经营分析

产能爬坡稳步释放，单季度出货量创新高。伴随PM29、30产线以及30万吨食品卡纸投产、哲丰PM4&仙鹤PM27技改完成8万吨产能恢复，预计1Q/2Q/3Q销量（剔除夏王）18/21/29.9万吨（-3.6%/+2.4%/+53.2%），白卡产能爬坡+旺季薄纸出货较优；1Q/2Q/3Q均价10000/9330/8190元/吨（环比+140/-700/-1150元），夏王预计销量9.3万吨（+5.7%）。

夏王装饰纸贡献增量利润，净利率环比提升+5.2pct。23Q3毛利率9.1%（同/环比-2.5/+1.1pct），主因单吨成本下降较多，我们预计1Q/2Q/3Q吨净利（剔除夏王）预计+455/+81/+394元/吨（环比-19/-374/+313元）。夏王1Q/2Q/3Q吨净利预计1165/978/1963吨，装饰纸挺价较优，盈利成本弹性更显著。

公司强化费用管控效率，3Q销售/管理&研发/财务费用率0.27%/2.68%/2.12%，同比持平/-0.55/+1.36pct，3Q净利率8.28%，同比-2.96pct，环比+5.2pct。

前期战略储备木浆带来短期成本优势，纸价企稳回升，看好盈利逐季修复。6月起浆价企稳进入上行周期，公司前期积极进行低价浆战略备库3Q报表端存货29.26亿元（同/环比+49%/-2.3%），同比大幅增加主因原料端增加。考虑到近期热转印等纸种已开启稳步提价，我们看好后续盈利弹性兑现。

24年迎产能投放大年，多品类拓张成长路径清晰，林浆纸一体化有望逐步落地。24年初湖北、广西纸、浆产能陆续投放，中长期角度，公司将逐渐转型为林/草、浆、纸一体化企业，竞争力和盈利稳定性都将进一步增强。

盈利预测、估值与评级

伴随需求改善、吨盈利稳步上行、产能释放，我们预计23-25年归母净利润分别为6.4、11、14.3亿元，当前股价对应PE分别为21/12/9X，维持“买入”评级。

风险提示

下游需求疲软导致纸价波动的风险；新增产能投放进度不达预期，原材料价格大幅波动的风险

轻工组

分析师：尹新悦（执业S1130522080004）

yinxinyue@gjzq.com.cn

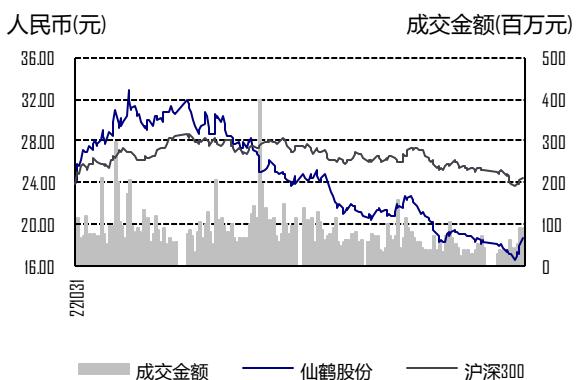
分析师：张杨桓（执业S1130522090001）

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价（人民币）：18.67元

相关报告：

- 《仙鹤股份公司点评：盈利短期承压，看好3Q业绩弹性释放》，2023.8.30
- 《仙鹤股份公司点评：吨盈利已现修复，中期成长可期》，2023.4.28
- 《仙鹤股份公司点评》，2023.3.30



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,017	7,738	8,384	12,383	13,969
营业收入增长率	24.24%	28.61%	8.35%	47.69%	12.81%
归母净利润(百万元)	1,017	710	638	1,103	1,431
归母净利润增长率	41.76%	-30.14%	-10.15%	72.83%	29.72%
摊薄每股收益(元)	1.440	1.006	0.904	1.562	2.027
每股经营性现金流净额	0.63	0.10	0.08	1.48	2.48
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.84%	10.32%	8.81%	13.21%	14.63%
P/E	28.34	30.28	20.65	11.95	9.21
P/B	4.49	3.13	1.82	1.58	1.35

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
主营业务收入	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	货币资金	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
	4,843	6,017	7,738	8,384	12,383	13,969	应收账款		521	794	944	968	1,077	1,196
增长率		24.2%	28.6%	8.3%	47.7%	12.8%	存货		1,745	1,953	2,176	2,589	3,881	4,416
主营业务成本	-3,852	-4,815	-6,848	-7,422	-10,736	-11,944	其他流动资产		1,337	1,925	2,055	3,098	3,604	4,009
%销售收入	79.5%	80.0%	88.5%	88.5%	86.7%	85.5%	流动资产		368	1,778	1,794	1,659	1,819	1,898
毛利	992	1,202	891	962	1,647	2,025	%总资产		3,971	6,451	6,969	8,314	10,381	11,519
%销售收入	20.5%	20.0%	11.5%	11.5%	13.3%	14.5%	长期投资		49.9%	58.4%	52.5%	49.9%	55.5%	56.6%
营业税金及附加	-47	-37	-43	-50	-74	-84	固定资产		2,610	2,889	3,999	5,803	5,709	6,190
%销售收入	1.0%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	%总资产		32.8%	26.1%	30.1%	34.9%	30.5%	30.4%
销售费用	-15	-22	-26	-50	-62	-70	无形资产		513	534	805	894	982	989
%销售收入	0.3%	0.4%	0.3%	0.6%	0.5%	0.5%	非流动资产		3,993	4,598	6,295	8,316	8,310	8,797
管理费用	-99	-114	-124	-134	-198	-224	%总资产		50.1%	41.6%	47.5%	49.9%	44.4%	43.2%
%销售收入	2.0%	1.9%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	资产总计		7,964	11,049	13,264	16,649	18,715	20,347
研发费用	-123	-158	-104	-126	-173	-196	短期借款		797	690	1,771	4,824	4,561	4,170
%销售收入	2.5%	2.6%	1.3%	1.5%	1.4%	1.4%	应付账款		1,157	1,423	2,028	2,018	3,049	3,487
息税前利润 (EBIT)	707	871	593	601	1,139	1,452	其他流动负债		296	349	274	314	507	659
%销售收入	14.6%	14.5%	7.7%	7.2%	9.2%	10.4%	流动负债		2,250	2,462	4,074	7,156	8,117	8,316
财务费用	-68	-20	-68	-207	-232	-185	长期贷款		0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.4%	0.3%	0.9%	2.5%	1.9%	1.3%	其他长期负债		334	2,140	2,278	2,214	2,214	2,214
资产减值损失	-70	-19	-62	-41	7	-2	负债		2,585	4,602	6,352	9,370	10,331	10,530
公允价值变动收益	-15	-7	34	40	20	20	普通股股东权益		5,354	6,419	6,880	7,245	8,348	9,779
投资收益	202	287	140	185	185	202	其中：股本		706	706	706	706	706	706
%税前利润	24.3%	25.0%	17.6%	26.0%	14.9%	12.5%	未分配利润		1,425	2,156	2,585	3,223	4,326	5,757
营业利润	834	1,157	801	703	1,239	1,607	少数股东权益		25	28	32	34	36	38
营业利润率	17.2%	19.2%	10.4%	8.4%	10.0%	11.5%	负债股东权益合计		7,964	11,049	13,264	16,649	18,715	20,347
营业外收支	1	-9	-7	8	3	3						0	0	0
税前利润	835	1,148	794	711	1,242	1,610	比率分析							
利润率	17.2%	19.1%	10.3%	8.5%	10.0%	11.5%								
所得税	-116	-129	-79	-71	-137	-177								
所得税率	13.9%	11.2%	10.0%	10.0%	11.0%	11.0%								
净利润	719	1,019	715	640	1,105	1,433								
少数股东损益	2	2	5	2	2	2								
经营活动现金净流	302	447	72	57	1,044	1,752								
资本开支	-562	-660	-906	-2,262	-578	-1,198								
投资	0	0	92	-510	-30	-10								
其他	-43	-1,279	162	185	185	202								
投资活动现金净流	-605	-1,938	-651	-2,587	-423	-1,006								
股权筹资	9	0	0	-273	0	0								
债权筹资	-239	2,018	467	3,026	-263	-390								
其他	-246	-319	171	-199	-248	-237								
筹资活动现金净流	-476	1,699	638	2,554	-511	-627								
现金净流量	-781	206	71	24	109	119								

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期 一周内 一月内 二月内 三月内 六月内

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分, 为“增持”得 2 分, 为“中性”得 3 分, 为“减持”得 4 分, 之后平均计算得出最终评分, 作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照:

1.00 =买入; 1.01~2.0=增持 ; 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

来源: 聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-28	买入	20.11	N/A
2	2022-08-18	买入	27.36	N/A
3	2022-10-29	买入	23.26	N/A
4	2023-03-30	买入	26.85	N/A
5	2023-04-28	买入	24.94	N/A
6	2023-08-30	买入	19.00	N/A

来源: 国金证券研究所



投资评级的说明:

买入: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上;

增持: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%;

中性: 预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%;

减持: 预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦5楼

北京

电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街26号
新闻大厦8层南侧

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
18楼1806
