

# 仙鹤股份（603733）：Q3业绩环比改善，盈利能力有望进一步修复

2023年11月7日

推荐/维持

仙鹤股份

公司报告

**事件：**公司公布三季报，前三季度实现收入 62.13 亿元，同比+12.75%；归母净利润 3.82 亿元，同比-32.65%。其中第三季度收入 24.46 亿元，同比+27.94%，环比+26.82%；归母净利润 2.01 亿元，同比-5.45%，环比+244%。**收入增速回升，毛利率环比改善，投资收益亮眼。**Q3 公司收入增速相比 H1 显著提升，判断主要受益下游需求逐步改善，以及食品卡纸持续拓展市场，整体产销增长明显。Q3 公司毛利率 9.32%，同比仍有下降（-2.49pct.），但环比已有回升（+1.07pct.）。同比来看，H1 浆价大跌压制纸价、Q3 提价尚未完全到位，纸价或同比承压；另一方面新产品食品卡受市场供需问题影响，盈利相对较差，拖累毛利率。环比回升则或受益于 H1 浆价下跌在 Q3 成本端的反映，以及新增白卡产能的逐步爬坡。

Q3 公司投资收益（主要来自合营企业夏王纸业）0.92 亿元，同比+264%，环比+105%，亮眼表现或亦受益于用浆成本的下降。

**费用率环比下降。**Q3 公司销售+管研费用率为 2.95%，同比-0.56pct.，环比-0.39pct.，或由于收入增长下规模效应有所提升；财务费用率 2.12%，同比+1.36pct.，环比-2.17pct.，同比来看借款增加或使得利息费用有所增加，环比来看汇兑损失影响或有所减弱。

**展望 Q4，公司盈利修复可期。**Q4 产品均价有望迎来环比提升，一方面公司前期提价效果显现，另一方面需求景气度有望延续稳中有升，叠加前期上游浆价回暖的支撑，纸价仍有提涨基础。Q4 成本端压力预计有限，Q3 以来浆价上涨对成本端的影响相对滞后，且公司备有一定相对低价的原料库存。随着景气度的恢复、吨毛利和现金流的预期改善，负债及财务费用压力预计可控。用浆成本回升或主要体现在 24H1，未来仍需关注需求对纸价的支撑。

**产能建设按计划推进，自制浆产线投放在即。**公司新建湖北、广西基地按计划有序推进，预计于 23 年底或 24 年初开始投产。两大基地一期原纸产能预计超过 60 万吨，产能逐步释放支撑公司收入端增速；制浆产能将与原纸产能配套落地，浆纸一体化生产下，公司吨纸成本相比此前有望降低，受浆价波动影响有望减弱。

**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 6.26、10.85、14.42 亿元人民币，增速分别为-12%、73%、33%，目前股价对应 PE 分别为 21、12、9 倍。维持“推荐”评级。

**风险提示：**经济复苏不及预期，项目投产进度不及预期，行业产能过剩。

## 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	8,880.83	11,227.14	13,354.75

## 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：

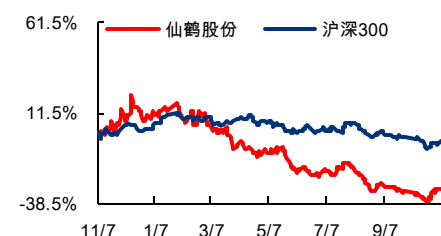
2021-12-09 发行 20.5 亿元可转债

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）	33.43-16.52
总市值（亿元）	133.36
流通市值（亿元）	133.36
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	1.92

## 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

增长率 (%)	24.24%	28.61%	14.76%	26.42%	18.95%
归母净利润 (百万元)	1,016.67	710.29	625.67	1,084.97	1,441.80
增长率 (%)	41.71%	-29.85%	-11.94%	73.09%	32.84%
净资产收益率 (%)	15.84%	10.32%	8.56%	13.47%	15.93%
每股收益(元)	1.44	1.01	0.89	1.54	2.04
PE	13.12	18.78	21.31	12.29	9.25
PB	2.08	1.94	1.82	1.66	1.47

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						单位:百万元					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产合计</b>	6451	6969	7974	8917	10317	<b>营业收入</b>	6017	7738	8881	11227	13355
货币资金	794	944	995	1145	1362	<b>营业成本</b>	4815	6848	8024	9724	11366
应收账款	1217	1310	1467	1854	2206	营业税金及附加	37	43	49	62	73
其他应收款	15	19	22	28	33	营业费用	22	26	27	34	37
预付款项	63	157	268	402	558	管理费用	114	124	142	163	174
存货	1925	2055	2858	2930	3425	财务费用	20	68	189	268	305
其他流动资产	151	600	600	600	600	研发费用	158	104	102	135	160
<b>非流动资产合计</b>	4598	6295	9014	10429	11208	资产减值损失	-29.59	-15.02	-20.00	-25.28	-30.08
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	276.00	291.53	291.53
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	<b>营业利润</b>	1157	801	694	1198	1590
<b>资产总计</b>	11049	13264	16988	19347	21525	营业外收入	3.31	1.66	1.00	1.00	1.00
<b>流动负债合计</b>	2462	4074	5365	6971	8150	营业外支出	12.02	8.81	5.00	5.00	5.00
短期借款	690	1771	2715	3791	4456	<b>利润总额</b>	1148	794	690	1194	1586
应付账款	764	1182	1366	1656	1935	所得税	129	79	60	105	139
预收款项	50	55	61	68	76	<b>净利润</b>	1019	715	629	1090	1447
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	5
<b>非流动负债合计</b>	2140	2278	4278	4278	4278	归属母公司净利润	1017	710	626	1085	1442
长期借款	0	0	2000	2000	2000	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	1775	1864	1864	1864	1864		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>负债合计</b>	4602	6352	9643	11249	12428	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	28	32	36	41	46	营业收入增长	24.24%	28.61%	14.76%	26.42%	18.95%
实收资本(或股本)	706	706	706	706	706	营业利润增长	38.71%	-30.74%	-13.38%	72.67%	32.73%
资本公积	3064	3064	3064	3064	3064	归属于母公司净利润增长	41.76%	-30.14%	-11.91%	73.41%	32.89%
未分配利润	2156	2585	2988	3686	4613	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	6419	6880	7310	8057	9052	毛利率(%)	19.98%	11.51%	9.65%	13.39%	14.89%
<b>负债和所有者权益</b>	11049	13264	16988	19347	21525	净利率(%)	16.93%	9.24%	7.09%	9.70%	10.84%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润(%)	9.20%	5.36%	3.68%	5.61%	6.70%
单位:百万元						ROE(%)	15.84%	10.32%	8.56%	13.47%	15.93%
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>偿债能力</b>					
<b>经营活动现金流</b>	447	72	414	1574	1842	资产负债率(%)	42%	48%	57%	58%	58%
净利润	1019	715	629	1090	1447	流动比率		1.71	1.49	1.28	1.27
折旧摊销	331	362	499	794	1081	速动比率		1.21	0.95	0.86	0.85
财务费用	20	68	189	268	305	<b>营运能力</b>					
应收帐款减少	-222	-93	-157	-388	-351	总资产周转率	0.63	0.64	0.59	0.62	0.65
预收帐款增加	1	5	6	7	8	应收账款周转率	5	6	6	7	7
<b>投资活动现金流</b>	-1938	-651	-2925	-1896	-1541	应付账款周转率	9.69	7.95	6.97	7.43	7.44
公允价值变动收益	-7	34	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.44	1.01	0.89	1.54	2.04
投资收益	287	140	276	292	292	每股净现金流(最新摊薄)	0.29	0.08	0.07	0.21	0.31
<b>筹资活动现金流</b>	1699	638	2562	473	-84	每股净资产(最新摊薄)	9.09	9.74	10.35	11.41	12.82
应付债券增加	1775	88	0	0	0	<b>估值比率</b>					
长期借款增加	0	0	2000	0	0	P/E	13.12	18.78	21.31	12.29	9.25
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	2.08	1.94	1.82	1.66	1.47
资本公积增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	9.98	13.05	13.76	8.81	6.84
<b>现金净增加额</b>	208	59	51	151	217						

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）：收入稳增长承压，23H2 盈利能力有望改善	2023-09-08
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的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：

看好：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