

仙鹤股份 (603733)

证券研究报告

2023年11月08日

湖北广西项目预计 23 年底 24 年初投产

23Q3 收入 24.46 亿，同增 27.9%，归母净利 2.01 亿，同减 5.5%。

公司 23Q1-3 收入 62.13 亿，同增 12.8%，23Q1/Q2/Q3 收入及同比增速分别为 18.37 亿 (yoy+9.5%) / 19.29 亿 (yoy+0.5%) / 24.46 亿 (yoy+27.9%)；

23Q1-3 归母净利 3.82 亿，同减 32.7%，23Q1/Q2/Q3 归母净利及同比增速分别为 1.22 亿 (yoy-16.4%) / 0.59 亿 (yoy-71.9%) / 2.01 亿 (yoy-5.5%)；

归母净利下降主要系原材料价格波动、人力成本上升等导致生产成本整体上升，同时市场价格传导受需求影响有所延后所致。

23Q1-3 扣非归母净利 3.15 亿，同减 31.9%，23Q1/Q2/Q3 扣非归母净利分别为 1.15 亿 (yoy-13.1%) / 0.33 亿 (yoy-81.2%) / 1.67 亿 (yoy+7.6%)；23Q1-3 非经常性损益 6667 万元 (其中投资收益 1.81 亿元)；22Q1-3 非经常性损益 1.05 亿元 (其中投资收益 1.03 亿元)。

23Q1-3 毛利率 9.2%同减 3.4pct，净利率 6.2%同减 4.2pct

23Q1-3 销售费用率 0.3%，同增 0.01pct；管理费用率 (包含研发费用率) 2.9%，同减 0.2pct；财务费用率 2.5%，同增 1.5pct；另外，23Q1-3 经营活动产生的现金流净额同减 236.4%，主要系购原材料货款增加所致。

规模优势奠定龙头地位，产业宽度和产业深度布局完善

公司为国内大型高性能纸基功能材料研发和生产的的企业。从规模上来看，公司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。截至 23H1，公司及其合营公司和控股子公司拥有特种纸及纸制品的年生产能力已超过 160wt，产品涉及六大系列 60 多个品种。集团公司现有特种纸机生产线 54 条，制浆生产线 1 条，涂布、超压线 20 多条，并拥有林地、化工、制浆、能源、物流、原纸及纸制品等全产业链生产能力，产业宽度和产业深度布局相对完善。规模效应奠定市场地位，公司的多项产品也在国内细分行业中具备龙头地位。

湖北广西新项目产线逐步进行投放，2024 年预计达 60 万吨产能释放

公司湖北和广西项目按建设规划正积极推进中，预计将于 2023 年底或 2024 年初投产部分浆线和原纸产能。广西项目未来生产线主要产品集中在食品、医疗、转印及日用消费材料等系列，湖北项目未来生产线主要产品集中在家居装饰、食品包材等系列。湖北、广西项目的纸基功能材料一期设计投产量超过 60wt，新产能释放预计 2024 年逐步体现。以上两个项目达产后，公司预计到 2024 至 2025 年将有超过 200wt 年生产能力。目前公司及其合营公司和控股子公司已有的特种纸和纸制品的年生产能力已达 150wt。

食品卡纸纸销量快速攀升，产能利用率产销率均维持高水平

公司 30wt 食品卡纸主要以新型高克重高档食品级包装材料为主，从 4 月投放市场以来，销售量快速攀升，目前产能利用率、产销率均维持在较高水平。销售量从 4 月 2000 吨增长到 9 月的 2wt 以上，呈现快速增长势头。但食品卡纸在投产时，受市场供需情况影响，造成价格持续低位，盈利能力有所下降。公司凭借深厚技术积累，产品持续创新升级，在前期阶段积累一定优质客户资源，从长期看食品卡纸布局具有战略意义。

国际市场认可度不断提高，23Q3 出口贸易保持良好业绩

近几年来，随着公司产品在国际市场的认可度不断提高，公司出口业务呈现快速增长的势头。今年前三季度在国内市场出现整体疲软的情况下，公司出口贸易仍然保持良好的业绩，出口收入 5.40 亿元，同增 24.27%。公司合营企业夏王纸业具备较强的国际竞争力，出口占比在 30%左右。

投资评级

行业	轻工制造/造纸
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	18.6 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	705.98
流通 A 股股本(百万股)	705.98
A 股总市值(百万元)	13,131.15
流通 A 股市值(百万元)	13,131.15
每股净资产(元)	9.58
资产负债率(%)	59.70
一年内最高/最低(元)	33.64/16.43

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《仙鹤股份-半年报点评:短期业绩承压, 23H2 需求有望逐步回暖》 2023-08-31
- 《仙鹤股份-年报点评报告:运营逐季改善, 产业复苏进行时》 2023-04-01
- 《仙鹤股份-公司点评:热转印再提价, 需求回暖格局为王》 2023-02-23

大数据管理实现智能化生产，无纸化电子系统管理实现降本增效

公司已全面实现了 ERP 大数据应用的信息化管理和集团 OA 网络协同办公系统，公司人力资源管理、采购管理、工艺管理、财务管理、行政业务审批等一系列环节，均实现了无纸化电子系统管理模式，节约成本，提高了效率，同时为信息化智能制造提供了数据基础，公司的智慧车间建设趋于完善，在试点车间引入 3D 模型、动态数据可视化系统，打造 5G“智慧车间”，完成了数字化升级，使车间拥有了生产数字孪生系统和防尘帽 AI 视觉监控系统，并与 ERP 系统形成实时互通。

调整盈利预测，维持“买入”评级

公司致力于提供高性能纸基功能材料领域的整体解决方案，坚持“生产+服务”的直销经营模式，为客户提供研发、生产和技术方面的“一站式”服务。目前，湖北、广西两大基地总投资均超 100 亿元，总年产能超过 250 万吨的高性能纸基新材料项目，已经进入建设高峰期，有望在 2023 年年底或 2024 年年初正式开启运行。两大项目运行后，将在源头速生林木资源、自备制浆、能源配套、水处理、钙产品开发、化学品研制、码头泊位、公铁水联运物流等产业链上配套延伸，发挥公司在高质量发展过程中补短强链作用。将给公司带来更完备的供应链体系，更广泛的产品品类和更高端的创新技术。考虑到近期公司业绩（23Q3 收入 24.46 亿，同增 27.9%，归母净利润 2.01 亿，同减 5.5%），以及公司重大项目投产产能释放仍需时间，我们调整盈利预测。预计 23-25 年公司归母净利润为 6.31/10.90/13.81 亿元（前值为 6.23/11.36/15.65 亿元），EPS 分别为 0.89/1.54/1.96 元/股，对应 PE 分别为 21/12/10x。

风险提示：经济复苏不如预期的风险；原材料价格波动风险；项目实施风险；市场竞争加剧风险；政策变动风险；汇率波动风险等。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,016.97	7,738.31	8,909.11	11,605.01	14,527.15
增长率(%)	24.24	28.61	15.13	30.26	25.18
EBITDA(百万元)	1,652.89	1,241.10	1,249.34	1,765.67	2,081.79
归属母公司净利润(百万元)	1,016.67	710.29	631.45	1,090.47	1,381.31
增长率(%)	41.76	(30.14)	(11.10)	72.69	26.67
EPS(元/股)	1.44	1.01	0.89	1.54	1.96
市盈率(P/E)	12.92	18.49	20.80	12.04	9.51
市净率(P/B)	2.05	1.91	1.81	1.62	1.45
市销率(P/S)	2.18	1.70	1.47	1.13	0.90
EV/EBITDA	17.30	18.17	10.43	8.11	5.58

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	794.41	943.97	1,321.58	92.01	2,487.20
应收票据及应收账款	1,220.31	1,314.93	428.78	3,023.82	951.07
预付账款	62.97	157.29	131.38	206.34	215.28
存货	1,925.21	2,055.00	2,856.72	3,392.04	4,128.35
其他	2,447.81	2,497.75	2,114.15	2,187.09	2,281.41
流动资产合计	6,450.71	6,968.95	6,852.61	8,901.31	10,063.31
长期股权投资	831.15	863.64	863.64	863.64	863.64
固定资产	2,531.98	2,846.36	2,907.05	2,889.09	2,793.42
在建工程	356.71	1,152.16	985.73	828.58	702.87
无形资产	516.46	772.83	753.69	734.56	715.43
其他	361.66	659.68	420.38	477.90	510.10
非流动资产合计	4,597.96	6,294.67	5,930.50	5,793.77	5,585.45
资产总计	11,048.66	13,263.62	12,783.11	14,695.08	15,648.76
短期借款	690.10	1,771.16	1,416.93	1,133.54	906.83
应付票据及应付账款	1,407.82	2,021.56	2,123.88	3,049.32	3,298.37
其他	313.76	226.05	380.87	385.40	389.26
流动负债合计	2,411.67	4,018.77	3,921.68	4,568.25	4,594.47
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	1,775.42	1,863.77	1,213.06	1,617.42	1,564.75
其他	364.49	414.24	371.00	383.24	389.49
非流动负债合计	2,139.91	2,278.01	1,584.06	2,000.66	1,954.24
负债合计	4,601.70	6,351.82	5,505.74	6,568.91	6,548.71
少数股东权益	27.67	32.19	33.87	37.09	41.73
股本	705.97	705.98	705.98	705.98	705.98
资本公积	3,064.39	3,064.47	3,064.47	3,064.47	3,064.47
留存收益	2,386.08	2,849.28	3,300.49	4,086.86	5,066.48
其他	262.85	259.89	172.56	231.77	221.40
股东权益合计	6,446.96	6,911.81	7,277.37	8,126.17	9,100.05
负债和股东权益总计	11,048.66	13,263.62	12,783.11	14,695.08	15,648.76

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,018.93	714.81	631.45	1,090.47	1,381.31
折旧摊销	330.87	362.42	404.88	424.24	440.52
财务费用	19.37	67.48	80.63	67.27	43.77
投资损失	(287.25)	(139.09)	(160.00)	(200.00)	(200.00)
营运资金变动	(748.23)	(1,810.69)	892.11	(2,393.57)	1,460.15
其它	113.33	876.83	2.35	4.47	6.53
经营活动现金流	447.02	71.76	1,851.42	(1,007.13)	3,132.28
资本支出	759.99	1,708.27	323.24	217.76	193.75
长期投资	167.42	32.49	0.00	0.00	0.00
其他	(2,865.82)	(2,392.01)	(443.24)	(247.76)	(193.75)
投资活动现金流	(1,938.42)	(651.25)	(120.00)	(30.00)	(0.00)
债权融资	1,647.91	1,101.85	(1,085.57)	53.69	(323.14)
股权融资	20.82	(221.73)	(268.24)	(246.13)	(413.96)
其他	30.20	(241.85)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	1,698.93	638.27	(1,353.81)	(192.44)	(737.10)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	207.53	58.77	377.60	(1,229.56)	2,395.18

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	6,016.97	7,738.31	8,909.11	11,605.01	14,527.15
营业成本	4,815.06	6,847.73	7,889.02	9,964.06	12,321.93
营业税金及附加	37.37	42.78	57.91	70.56	87.69
销售费用	21.92	26.06	26.73	38.72	50.85
管理费用	113.66	124.31	142.55	197.11	276.02
研发费用	158.09	104.02	124.73	207.79	363.18
财务费用	20.42	67.56	80.63	67.27	43.77
资产/信用减值损失	(29.59)	(15.02)	(26.39)	(23.67)	(21.69)
公允价值变动收益	(7.45)	34.39	0.00	0.00	0.00
投资净收益	287.25	139.58	160.00	200.00	200.00
其他	(556.36)	(434.17)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	1,156.59	801.06	721.16	1,235.83	1,562.03
营业外收入	3.31	1.66	3.73	2.90	2.76
营业外支出	12.02	8.81	8.73	9.85	9.13
利润总额	1,147.88	793.91	716.16	1,228.87	1,555.66
所得税	128.96	79.10	82.36	133.94	167.82
净利润	1,018.93	714.81	633.80	1,094.93	1,387.85
少数股东损益	2.25	4.52	2.35	4.47	6.53
归属于母公司净利润	1,016.67	710.29	631.45	1,090.47	1,381.31
每股收益(元)	1.44	1.01	0.89	1.54	1.96

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	24.24%	28.61%	15.13%	30.26%	25.18%
营业利润	38.71%	-30.74%	-9.98%	71.37%	26.40%
归属于母公司净利润	41.76%	-30.14%	-11.10%	72.69%	26.67%
获利能力					
毛利率	19.98%	11.51%	11.45%	14.14%	15.18%
净利率	16.90%	9.18%	7.09%	9.40%	9.51%
ROE	15.84%	10.32%	8.72%	13.48%	15.25%
ROIC	19.77%	12.61%	8.96%	16.26%	15.44%
偿债能力					
资产负债率	41.65%	47.89%	43.07%	44.70%	41.85%
净负债率	25.92%	38.93%	17.98%	32.72%	-0.17%
流动比率	2.62	1.71	1.75	1.95	2.19
速动比率	1.84	1.21	1.02	1.21	1.29
营运能力					
应收账款周转率	5.42	6.10	10.22	6.72	7.31
存货周转率	3.69	3.89	3.63	3.71	3.86
总资产周转率	0.63	0.64	0.68	0.84	0.96
每股指标(元)					
每股收益	1.44	1.01	0.89	1.54	1.96
每股经营现金流	0.63	0.10	2.62	-1.43	4.44
每股净资产	9.09	9.74	10.26	11.46	12.83
估值比率					
市盈率	12.92	18.49	20.80	12.04	9.51
市净率	2.05	1.91	1.81	1.62	1.45
EV/EBITDA	17.30	18.17	10.43	8.11	5.58
EV/EBIT	21.56	25.57	15.43	10.68	7.08

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com