

仙鹤股份（603733）/轻工

证券研究报告/公司点评

2024年4月28日

评级：买入（维持）

市场价格：18.08 元

分析师：张潇

执业证书编号：S0740523030001

Email: zhangxiao06@zts.com.cn

分析师：郭美鑫

执业证书编号：S0740520090002

Email: guomx@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7,738	8,553	10,643	12,985	15,650
增长率 yoy%	28.6%	10.5%	24.4%	22.0%	20.5%
净利润（百万元）	710	664	1,116	1,396	1,677
增长率 yoy%	-30.1%	-6.5%	68.2%	25.0%	20.2%
每股收益（元）	1.01	0.94	1.58	1.98	2.38
每股现金流量	0.10	0.09	1.72	1.67	2.21
净资产收益率	10.3%	9.0%	13.5%	15.0%	15.9%
P/E	18.0	19.2	11.4	9.1	7.6
P/B	1.9	1.7	1.5	1.4	1.2

备注：股价信息为4月26日收盘价

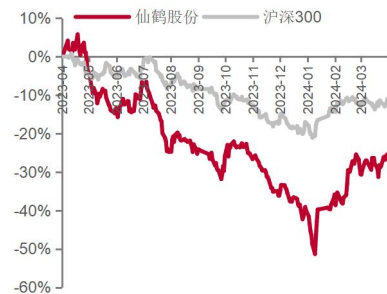
投资要点

- 事件：公司发布 2023 年报。**2023 年，公司实现营业收入 85.53 亿元，同比+10.5%；实现归母净利润 6.64 亿元，同比-6.5%；实现扣非净利润 5.95 亿元，同比+6.8%。单季度来看，公司 Q4 营收 23.4 亿元，同比+5.1%；实现归母净利润 2.82 亿元，同比+96.7%；实现扣非净利润 2.8 亿元，同比+196%。公司拟每股派发现金红利 0.35 元（含税），占当年归母净利润 37.22%。
- Q4 提价+低价浆库存，盈利环比修复。**1) 盈利端，2023 年，公司实现销售毛利率为 11.62% (+0.11pct.)，归母净利率为 7.76% (-1.42pct.)；单季度看，Q4 毛利率为 18.05% (+8.04pct.)，归母净利率为 12.04% (+5.4pct.)。伴随低价浆库存兑现，公司盈利延续修复趋势。2) 费用端，2023 年，公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.38%、1.72%、1.32%、2.13%，分别+0.04、+0.11、-0.02、+1.25pct.。Q4 纸价受益旺季及纸价企稳上行，同时低价浆库存对冲原材料价格波动，公司延续盈利修复趋势。
- 量价拆分：全年量增为主，Q4 纸价企稳上行，仙鹤本部盈利环比大幅修复。**1) 夏王：2023 年实现净利润 4.39 亿元 (+78%)，贡献投资收益约 2.2 亿元。2023 年夏王吨盈利良好，单季度看，我们估算 Q4 夏王吨净利环比 Q3 下滑。2) 量价拆分：量：2023 年公司总销售量 97.1 万吨 (+19.7%)，估算 Q4 公司总销量约 28 万吨。价：2023 年吨售价约 8800 元 (-730 元)，吨净利（含投资收益）约 680 元 (-190 元)，剔除夏王投资收益后吨净利约 460 元 (-270 元)。单季度看，估算 Q4 吨售价约 8300 元，环比略有提升；吨净利（含投资收益）约 1000 元，环比+300 元；剔除夏王投资收益后吨净利约 850 元。
- 产品端：日用消费系列稳健，食品卡增量约 11 万吨。**1) 2023 年公司日用消费系列产品营收 41.07 亿元 (+15.5%)，销量 46.6 万吨 (+19.3%)，其中格拉辛纸等产品保持高景气。2) 食品医疗消费类产品营收 17.32 亿元 (+14.6%)，销量 2.98 万吨 (+49%)，其中食品卡销售 10.57 万吨。3) 商务交流及出版印刷材料、烟草配套、电气及工业用材产品分别营收 7.12/8.12/6.81 亿元，同比-8%/+0.8%/+17.9%。
- 木浆产能投放平滑成本波动，浆纸一体化助力成长。**2023 年，公司新增 30 万吨食品卡产能、及 8 万吨特种纸产能。截止 2023 年底，公司在广西来宾投资 118 亿元人民币年产 250 万吨“广西三江口新区高性能纸基新材料”的林浆纸用一体化项目和湖北石首投资的 100 亿元人民币年产 250 万吨“高性能纸基新材料循环经济”项目的一期建设均已收尾，两大项目均将在 2024 年一、二季度实现投产运营。长期看，公司多元化产品布局，随着产能布局完善、浆纸一体化推进，以纸代塑趋势下公司有望充分受益于需求扩容。
- 投资建议：**公司管理+制造优势突出，产品矩阵布局完善，受益下游细分赛道景气成长。我们预期公司 2024-2026 年实现营收 106.4、129.8、156.5 亿元，同比增长 24.4%、22%、20.5%，实现归母净利润 11.16、13.96、16.77 亿元，同比+68%、+25%、+20%（年报更新，调整盈利预测，原 2024-2025 年预测值为 10.51、13.05 亿元），EPS 为 1.58/1.98/2.38 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**下游需求不及预期风险；市场竞争加剧风险；原材料价格大幅波动风险；产能建设进度不及预期风险

基本状况

总股本(百万股)	706
流通股本(百万股)	706
市价(元)	18.08
市值(百万元)	12,764
流通市值(百万元)	12,764

股价与行业-市场走势对比



相关报告

图表 1：仙鹤股份三大财务报表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,228	1,344	1,700	2,045	营业收入	8,553	10,643	12,985	15,650
应收票据	3	8	8	9	营业成本	7,560	8,975	10,889	13,046
应收账款	1,412	1,979	2,349	2,746	税金及附加	67	75	81	94
预付账款	60	154	167	207	销售费用	32	37	39	47
存货	2,777	3,174	3,868	4,488	管理费用	147	184	214	252
合同资产	0	0	0	0	研发费用	113	142	162	188
其他流动资产	2,226	2,057	2,562	3,285	财务费用	182	312	393	507
流动资产合计	7,706	8,716	10,655	12,781	信用减值损失	-12	-10	-9	-10
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-32	-20	-21	-24
长期股权投资	955	883	901	913	公允价值变动收益	22	16	24	21
固定资产	3,526	3,832	4,179	4,539	投资收益	211	228	239	251
在建工程	4,222	5,538	7,265	9,303	其他收益	91	96	96	94
无形资产	968	1,043	1,158	1,245	营业利润	733	1,237	1,545	1,854
其他非流动资产	1,492	1,495	1,498	1,503	营业外收入	3	3	2	3
非流动资产合计	11,163	12,791	15,001	17,503	营业外支出	4	8	7	6
资产合计	18,870	21,507	25,656	30,284	利润总额	732	1,232	1,540	1,851
短期借款	2,372	2,236	3,717	5,346	所得税	65	110	137	165
应付票据	412	1,089	1,176	1,326	净利润	667	1,122	1,403	1,686
应付账款	1,997	1,614	2,110	2,643	少数股东损益	3	6	7	9
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	664	1,116	1,396	1,677
合同负债	116	104	126	157	NOPLAT	833	1,406	1,761	2,148
其他应付款	8	10	8	8	EPS (按最新股本摊薄)	0.94	1.58	1.98	2.38
一年内到期的非流动负债	385	385	385	385					
其他流动负债	324	397	426	486					
流动负债合计	5,613	5,835	7,949	10,352	主要财务比率				
长期借款	3,409	4,909	5,909	6,909	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
应付债券	1,950	1,950	1,950	1,950	成长能力				
其他非流动负债	536	536	536	536	营业收入增长率	10.5%	24.4%	22.0%	20.5%
非流动负债合计	5,895	7,395	8,395	9,395	EBIT增长率	6.1%	68.8%	25.2%	21.9%
负债合计	11,508	13,230	16,344	19,747	归母公司净利润增长率	-6.5%	68.2%	25.0%	20.2%
归属母公司所有者权益	7,326	8,235	9,263	10,480	获利能力				
少数股东权益	36	42	49	58	毛利率	11.6%	15.7%	16.1%	16.6%
所有者权益合计	7,362	8,277	9,312	10,537	净利率	7.8%	10.5%	10.8%	10.8%
负债和股东权益	18,870	21,507	25,656	30,284	ROE	9.0%	13.5%	15.0%	15.9%
					ROIC	6.7%	9.7%	10.0%	10.1%
					偿债能力				
					资产负债率	61.0%	61.5%	63.7%	65.2%
					债务权益比	117.5%	121.0%	134.2%	143.5%
					流动比率	1.4	1.5	1.3	1.2
					速动比率	0.9	0.9	0.9	0.8
					营运能力				
					总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
					应收账款周转天数	57	57	60	59
					应付账款周转天数	76	72	62	66
					存货周转天数	115	119	116	115
					每股指标(元)				
					每股收益	0.94	1.58	1.98	2.38
					每股经营现金流	0.09	1.72	1.67	2.21
					每股净资产	10.38	11.66	13.12	14.84
					估值比率				
					P/E	19.2	11.4	9.1	7.6
					P/B	1.7	1.5	1.4	1.2
					EV/EBITDA	5.3	3.4	2.8	2.4

来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。