

## 盈利能力改善, 新产能逐步释放

### 投资要点

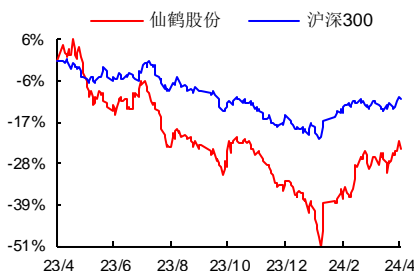
- 业绩摘要:** 公司发布2023年年报和2024年一季报, 2023年公司实现营收85.5亿元, 同比+10.5%; 实现归母净利润6.6亿元, 同比-6.5%; 实现扣非净利润5.9亿元, 同比+6.8%。单季度来看, 2023Q4公司实现营收23.4亿元, 同比+5.1%; 实现归母净利润2.8亿元, 同比+96.7%; 实现扣非后归母净利润2.8亿元, 同比+196%。2024Q1公司实现营收22.1亿元, 同比+20.2%; 实现归母净利润2.7亿元, 同比+120.1%; 实现扣非后归母净利润2.4亿元, 同比+106%。产能逐步释放, 盈利能力改善。
- 纸浆成本回落, 毛利率逐步回升。** 2023年公司毛利率为11.6%, 同比+0.1pp; 2023Q4毛利率为18.1%, 同比+9.1pp, 受益于木浆成本下行及相应产能逐步释放, 毛利率逐步改善。分产品看, 日用消费系列毛利率为11% (+1pp), 食品与医疗包装材料系列毛利率为6.9% (-4.8pp), 商务交流及出版社印刷材料系列毛利率为14.3% (+2.5pp), 烟草行业配套系列毛利率为16.5% (+1.3pp), 电气及工业用纸系列毛利率为14.3% (-0.1pp), 其他系列毛利率为20.5% (+13pp)。分地区看, 内销毛利率为10.6% (-0.7pp), 外销毛利率为20.3% (+8.2pp)。费用率方面, 公司总费用率为5.5%, 同比+1.4pp, 其中销售费用率为0.4%, 同比持平; 管理费用率为1.7%, 同比+0.1pp; 财务费用率为2.1%, 同比+1.3pp, 主要是利息支出增加; 研发费用率为1.3%, 同比持平。综合来看, 公司净利率为7.8%, 同比-1.4pp; 2023Q4净利率为12%, 同比+5.6pp, 盈利能力逐步改善。24Q1公司毛利率为18%, 同比+8pp; 总费用率为5.7%, 同比+1.3pp, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比-0.1pp/-0.2pp/+1.5pp/+0.1pp; 净利率为12.2%, 同比+5.5pp, 盈利能力同比改善。
- 多元化产品协同发展, 收入稳健提升。** 分产品看, 2023年日用消费系列营收达到41.1亿元(+15.5%), 日用消费量系列纸基材料产量增长22.2%, 其中标签离型系列材料同比增加25.3%, 实现较快增长。食品与医疗包装材料系列营收达到17.3亿元(+14.6%), 生产量达到26.5万吨(+63.4%), 实现销售23.0万吨(+49.0%), 产能布局持续扩大。商务交流及出版社印刷材料系列营收达到7.1亿元(-8.0%), 在国内市场占有率超90%; 烟草行业配套系列营收达到8.1亿元(+0.8%), 在同类产品中的市占率近45%; 电气及工业用纸系列营收达到6.8亿元(+17.9%), 伴随下游新能源汽车等行业需求旺盛, 全年电解电容器配套材料销售量同期增长12.4%; 其他系列0.6亿元(-59.4%)。分地区看, 2023年内销营收达到75.3亿元(+11.2%); 外销营收达到5.7亿元(-5.1%), 内销收入延续增长, 多项产品在国内细分行业中具备龙头地位, 为提升市场份额奠定基础。
- 高克重纸种逐步起量, 林浆纸一体化加速。** 2023年公司完成机制纸产量104.2万吨, 同比增长26%; 销售量97.1万吨, 同比增长19.7%。截至2023年底, 公司特种纸及纸制品的年生产能力已达160万吨, 产品涉及六大系列60多个品种。2023年4月, 公司募投项目30万吨食品卡纸正式投产运行, 首次进入高克重特种卡纸新赛道, 23年内总计生产7个多月, 产量达到12万吨, 销售量达到10.6万吨, 盈利大幅好转。2023年公司在广西来宾“年产250万吨广西

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
执业证号: S1250517080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn

分析师: 赵兰亭  
执业证号: S1250522080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: zhlt@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	7.06
流通A股(亿股)	7.06
52周内股价区间(元)	11.8-25.64
总市值(亿元)	128.42
总资产(亿元)	204.87
每股净资产(元)	10.37

### 相关研究

- 仙鹤股份(603733): Q3收入增长提速, 盈利能力显著回升(2023-11-03)

三江口新区高性能纸基新材料”和湖北石首“年产 250 万吨高性能纸基新材料循环经济”两大百亿投资项目，均按照建设计划稳步推进。一期建设工程接近尾声，2024 年将逐步启动投产运行，标志着公司在我国西南和中原的产能布局已完成落地，产能释放后市场占有率有望再上台阶。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2024-2026 年 EPS 分别为 1.46 元、1.86 元、2.33 元，对应 PE 分别为 12 倍、10 倍、8 倍。考虑到公司产品矩阵丰富，下游需求边际修复，维持“持有”评级。
- **风险提示：**纸价及纸浆价格大幅波动、需求增长不及预期、行业竞争加剧等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	8553.48	10544.63	12498.02	14723.31
增长率	10.53%	23.28%	18.52%	17.81%
归属母公司净利润 (百万元)	663.79	1029.65	1312.96	1641.46
增长率	-6.55%	55.12%	27.51%	25.02%
每股收益 EPS (元)	0.94	1.46	1.86	2.33
净资产收益率 ROE	9.06%	13.06%	14.78%	16.21%
PE	19	12	10	8
PB	1.75	1.63	1.45	1.27

数据来源：Wind，西南证券



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

### 关键假设：

假设 1：高克重食品卡纸产能逐步释放，食品与医疗包装用纸收入增长较快，2024-2026 年分别同比增长 35%、25%、22%；

假设 2：日用消费类下游需求修复，收入保持较快增长，2024-2026 年分别同比增长 25%、20%、20%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>合计</b>				
营业收入	8553.48	10544.6	12498.0	14723.3
yoy	10.5%	23.3%	18.5%	17.8%
营业成本	7559.88	8752.9	10326.7	12096.6
毛利率	11.6%	17.0%	17.4%	17.8%
<b>日用消费系列</b>				
收入	4106.99	5133.7	6160.5	7392.6
yoy	15.5%	25.0%	20.0%	20.0%
成本	3656.06	4261.0	5125.5	6121.1
毛利率	11.0%	17.0%	16.8%	17.2%
<b>食品与医疗包装用纸</b>				
收入	1731.79	2337.9	2922.4	3565.3
yoy	14.6%	35.0%	25.0%	22.0%
成本	1612.01	1963.8	2396.4	2887.9
毛利率	6.9%	16.0%	18.0%	19.0%
<b>商务交流及出版印刷材料</b>				
收入	711.6	818.3	883.8	928.0
yoy	-8.0%	15.0%	8.0%	5.0%
成本	609.91	679.2	729.1	761.0
毛利率	14.3%	17.0%	17.5%	18.0%
<b>烟草行业用纸</b>				
收入	812.23	893.5	982.8	1081.1
yoy	0.8%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	678.4	732.6	805.9	886.5
毛利率	16.5%	18.0%	18.0%	18.0%
<b>电气及工业用纸</b>				
收入	681.28	851.6	1039.0	1246.7
yoy	17.9%	25.0%	22.0%	20.0%
成本	584.22	698.3	851.9	1022.3
毛利率	14.2%	18.0%	18.0%	18.0%
<b>其他</b>				

百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	509.6	509.6	509.6	509.6
yoy	-1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
成本	419.3	417.9	417.9	417.9
毛利率	17.7%	18.0%	18.0%	18.0%

数据来源: Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8553.48	10544.63	12498.02	14723.31	净利润	667.27	1035.44	1320.17	1650.55
营业成本	7559.88	8752.88	10326.73	12096.60	折旧与摊销	426.28	538.81	623.40	690.58
营业税金及附加	67.10	71.71	86.69	103.69	财务费用	181.95	421.25	453.40	474.05
销售费用	32.18	36.91	39.99	44.17	资产减值损失	-32.15	-15.00	-15.00	-15.00
管理费用	147.12	316.34	349.94	412.25	经营营运资本变动	-923.63	-607.36	-741.14	-894.01
财务费用	181.95	421.25	453.40	474.05	其他	-258.12	-168.07	-217.30	-234.02
资产减值损失	-32.15	-15.00	-15.00	-15.00	<b>经营活动现金流净额</b>	61.61	1205.06	1423.52	1672.14
投资收益	211.28	200.00	225.00	250.00	资本支出	-4019.94	-750.00	-650.00	-650.00
公允价值变动损益	21.53	20.99	23.40	22.28	其他	280.34	220.99	248.40	272.28
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-3739.60	-529.01	-401.60	-377.72
<b>营业利润</b>	733.45	1181.54	1504.67	1879.83	短期借款	600.83	422.93	-55.93	-193.30
其他非经营损益	-1.05	-4.90	-4.47	-4.21	长期借款	3409.17	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	732.40	1176.64	1500.20	1875.62	股权融资	0.02	0.00	0.00	0.00
所得税	65.12	141.20	180.02	225.07	支付股利	-218.85	-204.53	-317.25	-404.55
净利润	667.27	1035.44	1320.17	1650.55	其他	-28.94	-1067.87	-453.40	-474.05
少数股东损益	3.48	5.78	7.21	9.09	<b>筹资活动现金流净额</b>	3762.22	-849.46	-826.59	-1071.89
归属母公司股东净利润	663.79	1029.65	1312.96	1641.46	<b>现金流量净额</b>	58.21	-173.41	195.34	222.53
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1227.88	1054.46	1249.80	1472.33	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1506.72	1970.12	2279.79	2696.59	销售收入增长率	10.53%	23.28%	18.52%	17.81%
存货	2777.05	3204.34	3784.68	4435.55	营业利润增长率	-8.44%	61.09%	27.35%	24.93%
其他流动资产	2194.57	2131.71	2526.61	2976.47	净利润增长率	-6.65%	55.17%	27.50%	25.02%
长期股权投资	955.42	955.42	955.42	955.42	EBITDA 增长率	8.99%	59.62%	20.54%	17.94%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	7748.43	7968.30	8003.57	7971.66	毛利率	11.62%	16.99%	17.37%	17.84%
无形资产和开发支出	977.28	971.02	964.76	958.50	三费率	4.22%	7.34%	6.75%	6.32%
其他非流动资产	1482.18	1479.77	1477.36	1474.95	净利率	7.80%	9.82%	10.56%	11.21%
<b>资产总计</b>	18869.53	19735.13	21241.99	22941.47	ROE	9.06%	13.06%	14.78%	16.21%
短期借款	2371.98	2794.92	2738.99	2545.69	ROA	3.54%	5.25%	6.21%	7.19%
应付和预收款项	2643.09	3002.07	3541.81	4165.94	ROIC	8.12%	10.70%	12.18%	13.67%
长期借款	3409.17	3409.17	3409.17	3409.17	EBITDA/销售收入	15.69%	20.31%	20.65%	20.68%
其他负债	3083.41	2597.71	2617.84	2640.48	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	11507.65	11803.87	12307.80	12761.28	总资产周转率	0.53	0.55	0.61	0.67
股本	705.98	705.98	705.98	705.98	固定资产周转率	2.68	2.58	2.50	2.65
资本公积	3064.48	3064.48	3064.48	3064.48	应收账款周转率	5.92	6.14	5.97	6.00
留存收益	3294.22	4119.35	5115.06	6351.97	存货周转率	3.12	2.92	2.95	2.94
归属母公司股东权益	7326.21	7889.81	8885.52	10122.43	销售商品提供劳务收到现金营业收入	96.78%	—	—	—
少数股东权益	35.67	41.46	48.67	57.76	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	7361.88	7931.27	8934.19	10180.19	资产负债率	60.99%	59.81%	57.94%	55.63%
负债和股东权益合计	18869.53	19735.13	21241.99	22941.47	带息债务/总负债	67.18%	69.08%	65.80%	61.95%
					流动比率	1.37	1.41	1.53	1.69
					速动比率	0.88	0.87	0.94	1.04
					股利支付率	32.97%	19.86%	24.16%	24.65%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
EBITDA	1341.68	2141.60	2581.47	3044.46	每股收益	0.94	1.46	1.86	2.33
PE	19.35	12.47	9.78	7.82	每股净资产	10.38	11.18	12.59	14.34
PB	1.75	1.63	1.45	1.27	每股经营现金	0.09	1.71	2.02	2.37
PS	1.50	1.22	1.03	0.87	每股股利	0.31	0.29	0.45	0.57
EV/EBITDA	13.62	8.63	7.06	5.85					
股息率	1.70%	1.59%	2.47%	3.15%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

---

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---