



# 仙鹤股份 (603733.SH): 盈利迎来修复, 产能扩张与浆纸一体化助力增长

2024年5月15日

推荐/维持

仙鹤股份

公司报告

**事件:** 公司公布 2023 年及 2024 年一季度业绩。2023 年公司实现收入 85.53 亿元, 同比+10.53%; 归母净利润 6.64 亿元, 同比-6.55%; 扣非归母净利润 5.95 亿元, 同比+6.81%。2024 年一季度公司实现收入 22.09 亿元, 同比+20.22%; 归母净利润 2.69 亿元, 同比+120.14%; 扣非归母净利润 2.37 亿元, 同比+105.97%。

**产能与需求增长支撑销量, 纸价受浆价带动回落。** 23 年公司主营造纸收入 81.06 亿元, 同比+9.90%; 分产品来看, 日用消费系列/食品医疗包装材料/烟草行业配套/商务交流与出版印刷材料/电气及工业用材产品收入 41.07 亿/17.32 亿/8.12 亿/7.12 亿/6.81 亿元, 同比+15%/+15%/+1%/-8%/+18%。

**量价拆分来看:** (1) 23 年产品销量 97.13 万吨 (+19.65%), 其中, 受食品卡纸新项目于 23 年 4 月投产带动, 食品医疗包装材料销量同比+63%; 受益于下游市场发展, 日用消费系列、电气及工业用材销量同比+19%、+22%。(2) 23 年吨纸价格 8345 元 (-8.15%), 下滑一方面系产品结构影响 (新增的食品卡纸单价相对较低), 一方面或受木浆均价下跌影响, 部分产品均价有所下降。

**成本逐步回落, Q4 盈利迎来反弹。** 23 年公司毛利率 11.62%, 同比+0.11pct.; 分季度来看, Q1-Q4 分别为 10.01%/8.25%/9.32%/18.05%。Q1-Q3 毛利率相对承压, 一方面或由于浆价回落, 纸价承压而成本下行相对滞后 (受库存因素影响); 另一方面, 食品卡纸或尚处于产能爬坡阶段, 且纸价较为疲软。Q4 毛利率大幅反弹, 或主要受益于成本下行兑现, 且纸价在浆价回暖支撑下实现提涨。

此外, 23 年公司投资收益 2.11 亿元, 同比+51.36%, 主要来自合营企业夏王纸业 (主营装饰原纸)。其增长或由于装饰原纸价格相对坚挺, 纸浆成本回落助力下, 夏王纸业盈利有所释放。

**24Q1 盈利能力维持坚挺。** 24Q1 公司收入延续同比高增, 环比小幅下降, 判断主要系季节因素影响销量; 毛利率 18.01%, 同比+8.00pct., 环比基本高位持平。公司 23Q4 提价动作效果显现, 在前期浆价回暖、用浆成本或有提升的情况下, 盈利能力仍保持坚挺。

**产销预计延续高增, 落实提价、浆纸一体化支撑盈利。** 展望未来, (1) **产销量预计保持较快增长:** 公司湖北基地部分纸机已于 24Q1 投产, 预计 Q4 仍有产能落地; 广西基地预计 24 年底-25 年初投产, 奠定未来产销增长基础。当前部分纸种呈现一定供不应求, 有助于新增产能的消化。(2) **利润率压力可控:** 当前浆价仍处高位, 纸企用浆成本短期或进一步上升。公司于 24 年 3 月开始进行产品调价, Q2 计划持续落实提价策略, 预计利润率所受压力相对可控。同时, 公司计划年内于新基地投产部分制浆产线, 有利于降低原料成本。未来随着湖北、广西基地制浆产线全部投产, 木浆自给率的提升将为公司带来成本优势, 减弱浆价上涨对盈利的负面影响。此外, 公司计划增加涂布类卡纸销量, 未来食品卡纸盈利能力有望提升。

**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

## 公司简介:

公司是国内大型特种纸研发和生产型企业, 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:

2024-05-17 年度股东大会

资料来源: 公司公告、同花顺

## 发债及交叉持股介绍:

2021-12-09 发行 20.5 亿元可转债

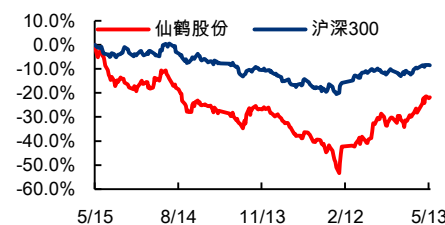
资料来源: 公司公告、同花顺

## 交易数据

|                 |               |
|-----------------|---------------|
| 52 周股价区间 (元)    | 25.64-11.8    |
| 总市值 (亿元)        | 139.92        |
| 流通市值 (亿元)       | 139.92        |
| 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       | 2.16          |

资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

## 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: 刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480521010001

## 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

布局下多个细分品种市占率位居行业前列。公司新建产能有序落地, 需求支撑下销量有望持续增长。短期来看产品提价有望稳定盈利, 中长期来看浆纸一体化打造成本优势。预计公司 2024-2026 年归母净利润为 10.90、12.59、14.54 亿元人民币, 增速分别为+64.20%、+15.51%、+15.44%, 目前股价对应 PE 分别为 13、11、10 倍。维持“推荐”评级。

执业证书编号:

S1480523060001

**风险提示:** 经济景气度不及预期, 项目投产进度不及预期, 行业竞争加剧。

### 财务指标预测

| 指标          | 2022A    | 2023A    | 2024E     | 2025E     | 2026E     |
|-------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 (百万元)  | 7,738.31 | 8,553.48 | 11,088.31 | 12,706.52 | 14,883.36 |
| 增长率 (%)     | 28.61%   | 10.53%   | 29.64%    | 14.59%    | 17.13%    |
| 归母净利润 (百万元) | 710.29   | 663.79   | 1,090.18  | 1,259.29  | 1,453.69  |
| 增长率 (%)     | -30.14%  | -6.55%   | 64.24%    | 15.51%    | 15.44%    |
| 净资产收益率 (%)  | 10.32%   | 9.06%    | 13.61%    | 14.30%    | 14.96%    |
| 每股收益 (元)    | 1.01     | 0.94     | 1.54      | 1.78      | 2.06      |
| PE          | 19.77    | 21.15    | 12.88     | 11.15     | 9.66      |
| PB          | 2.04     | 1.92     | 1.75      | 1.59      | 1.44      |

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           |         | 单位: 百万元 |       |       |       |                    | 利润表          |              |              |              |        | 单位: 百万元             |         |        |        |        |        |  |
|-----------------|---------|---------|-------|-------|-------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------|---------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--|
|                 | 2022A   | 2023A   | 2024E | 2025E | 2026E |                    | 2022A        | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E  |                     | 2022A   | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |  |
| <b>流动资产合计</b>   | 6969    | 7706    | 9149  | 9373  | 10562 | <b>营业收入</b>        | 7738         | 8553         | 11088        | 12707        | 14883  | <b>营业收入</b>         | 7738    | 8553   | 11088  | 12707  | 14883  |  |
| 货币资金            | 944     | 1228    | 1592  | 1824  | 2137  | <b>营业成本</b>        | 6848         | 7560         | 9406         | 10717        | 12578  | <b>营业税金及附加</b>      | 43      | 67     | 87     | 100    | 117    |  |
| 应收账款            | 1310    | 1412    | 1785  | 2045  | 2395  | <b>营业费用</b>        | 26           | 32           | 42           | 48           | 56     | <b>管理费用</b>         | 124     | 147    | 191    | 219    | 256    |  |
| 其他应收款           | 19      | 32      | 41    | 47    | 55    | <b>财务费用</b>        | 68           | 182          | 284          | 333          | 337    | <b>研发费用</b>         | 104     | 113    | 146    | 168    | 196    |  |
| 预付款项            | 157     | 60      | -60   | -198  | -359  | <b>资产减值损失</b>      | -15.02       | -44.02       | -30.00       | -34.38       | -40.27 | <b>公允价值变动收益</b>     | 34.39   | 21.53  | 0.00   | 0.00   | 0.00   |  |
| 存货              | 2055    | 2777    | 3455  | 3230  | 3791  | <b>投资净收益</b>       | 139.58       | 211.28       | 213.39       | 213.39       | 213.39 | <b>加: 其他收益</b>      | 100.66  | 90.58  | 90.00  | 90.00  | 90.00  |  |
| 其他流动资产          | 600     | 1729    | 1729  | 1729  | 1729  | <b>营业利润</b>        | 801          | 733          | 1206         | 1392         | 1607   | <b>营业外收入</b>        | 1.66    | 2.74   | 2.00   | 2.00   | 2.00   |  |
| <b>非流动资产合计</b>  | 6295    | 11163   | 13849 | 14912 | 15905 | <b>营业外支出</b>       | 8.81         | 3.80         | 5.00         | 5.00         | 5.00   | <b>利润总额</b>         | 794     | 732    | 1203   | 1389   | 1604   |  |
| 长期股权投资          | 864     | 955     | 955   | 955   | 955   | <b>所得税</b>         | 79           | 65           | 107          | 124          | 143    | <b>净利润</b>          | 715     | 667    | 1096   | 1266   | 1461   |  |
| 固定资产            | 2846    | 3526    | 6141  | 7826  | 8742  | <b>少数股东损益</b>      | 5            | 3            | 5            | 6            | 7      | <b>归属母公司净利润</b>     | 710     | 664    | 1090   | 1259   | 1454   |  |
| 无形资产            | 773     | 968     | 1148  | 1224  | 1299  | <b>主要财务比率</b>      |              |              |              |              |        |                     |         |        |        |        |        |  |
| 其他非流动资产         | 552     | 1253    | 753   | 553   | 553   | <b>2022A</b>       | <b>2023A</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> |        |                     |         |        |        |        |        |  |
| <b>资产总计</b>     | 13264   | 18870   | 22998 | 24285 | 26468 | <b>成长能力</b>        |              |              |              |              |        |                     |         |        |        |        |        |  |
| <b>流动负债合计</b>   | 4074    | 5613    | 7850  | 8338  | 9599  | <b>营业收入增长</b>      | 28.61%       | 10.53%       | 29.64%       | 14.59%       | 17.13% | <b>营业利润增长</b>       | -30.74% | -8.44% | 64.37% | 15.47% | 15.40% |  |
| 短期借款            | 1771    | 2372    | 3945  | 3906  | 4444  | <b>归属于母公司净利润增长</b> | -30.14%      | -6.55%       | 64.24%       | 15.51%       | 15.44% | <b>获利率</b>          |         |        |        |        |        |  |
| 应付账款            | 1182    | 1997    | 2450  | 2791  | 3276  | <b>毛利率(%)</b>      | 11.51%       | 11.62%       | 15.17%       | 15.66%       | 15.49% | <b>净利率(%)</b>       | 9.24%   | 7.80%  | 9.88%  | 9.96%  | 9.82%  |  |
| 预收款项            | 55      | 116     | 195   | 285   | 391   | <b>总资产净利润(%)</b>   | 5.36%        | 3.52%        | 4.74%        | 5.19%        | 5.49%  | <b>ROE(%)</b>       | 10.32%  | 9.06%  | 13.61% | 14.30% | 14.96% |  |
| 一年内到期的非流动负债     | 0       | 385     | 385   | 385   | 385   | <b>ROE(%)</b>      | 10.32%       | 9.06%        | 13.61%       | 14.30%       | 14.96% |                     |         |        |        |        |        |  |
| <b>非流动负债合计</b>  | 2278    | 5895    | 7095  | 7095  | 7095  | <b>偿债能力</b>        |              |              |              |              |        |                     |         |        |        |        |        |  |
| 长期借款            | 0       | 3409    | 4609  | 4609  | 4609  | <b>资产负债率(%)</b>    | 48%          | 61%          | 65%          | 64%          | 63%    | <b>流动比率</b>         | 1.71    | 1.37   | 1.17   | 1.12   | 1.10   |  |
| 应付债券            | 1864    | 1950    | 1950  | 1950  | 1950  | <b>速动比率</b>        | 1.21         | 0.88         | 0.73         | 0.74         | 0.71   | <b>营运能力</b>         |         |        |        |        |        |  |
| <b>负债合计</b>     | 6352    | 11508   | 14945 | 15433 | 16694 | <b>总资产周转率</b>      | 0.64         | 0.53         | 0.53         | 0.54         | 0.59   | <b>应收账款周转率</b>      | 6       | 6      | 7      | 7      | 7      |  |
| 少数股东权益          | 32      | 36      | 41    | 47    | 55    | <b>应付账款周转率</b>     | 7.95         | 5.38         | 4.99         | 4.85         | 4.91   | <b>每股指标(元)</b>      |         |        |        |        |        |  |
| 实收资本(或股本)       | 706     | 706     | 706   | 706   | 706   | <b>每股收益(最新摊薄)</b>  | 1.01         | 0.94         | 1.54         | 1.78         | 2.06   | <b>每股净现金流(最新摊薄)</b> | 0.08    | 0.12   | 0.52   | 0.33   | 0.44   |  |
| 资本公积            | 3064    | 3064    | 3064  | 3064  | 3064  | <b>每股净资产(最新摊薄)</b> | 9.74         | 10.38        | 11.35        | 12.47        | 13.77  | <b>估值比率</b>         |         |        |        |        |        |  |
| 未分配利润           | 2585    | 2994    | 3620  | 4343  | 5177  | <b>P/E</b>         | 19.70        | 21.08        | 12.83        | 11.11        | 9.63   | <b>P/B</b>          | 2.03    | 1.91   | 1.75   | 1.59   | 1.44   |  |
| 归属母公司股东权益合计     | 6880    | 7326    | 8012  | 8804  | 9719  | <b>EV/EBITDA</b>   | 13.59        | 15.61        | 11.12        | 8.64         | 7.37   |                     |         |        |        |        |        |  |
| <b>负债和所有者权益</b> | 13264   | 18870   | 22998 | 24285 | 26468 |                    |              |              |              |              |        |                     |         |        |        |        |        |  |
| <b>现金流量表</b>    | 单位: 百万元 |         |       |       |       |                    |              |              |              |              |        |                     |         |        |        |        |        |  |
|                 | 2022A   | 2023A   | 2024E | 2025E | 2026E |                    |              |              |              |              |        |                     |         |        |        |        |        |  |
| <b>经营活动现金流</b>  | 72      | 62      | 1329  | 2829  | 2602  | <b>经营能力</b>        |              |              |              |              |        |                     |         |        |        |        |        |  |
| 净利润             | 715     | 667     | 1096  | 1266  | 1461  | <b>总资产周转率</b>      | 0.64         | 0.53         | 0.53         | 0.54         | 0.59   | <b>应收账款周转率</b>      | 6       | 6      | 7      | 7      | 7      |  |
| 折旧摊销            | 362     | 426     | 611   | 945   | 1215  | <b>应付账款周转率</b>     | 7.95         | 5.38         | 4.99         | 4.85         | 4.91   | <b>每股指标(元)</b>      |         |        |        |        |        |  |
| 财务费用            | 68      | 182     | 284   | 333   | 337   | <b>每股收益(最新摊薄)</b>  | 1.01         | 0.94         | 1.54         | 1.78         | 2.06   | <b>每股净现金流(最新摊薄)</b> | 0.08    | 0.12   | 0.52   | 0.33   | 0.44   |  |
| 应收账款减少          | -93     | -102    | -373  | -260  | -350  | <b>每股净资产(最新摊薄)</b> | 9.74         | 10.38        | 11.35        | 12.47        | 13.77  | <b>估值比率</b>         |         |        |        |        |        |  |
| 预收账款增加          | 5       | 61      | 79    | 90    | 106   | <b>P/E</b>         | 19.70        | 21.08        | 12.83        | 11.11        | 9.63   | <b>P/B</b>          | 2.03    | 1.91   | 1.75   | 1.59   | 1.44   |  |
| <b>投资活动现金流</b>  | -651    | -3740   | -3049 | -1756 | -1950 | <b>EV/EBITDA</b>   | 13.59        | 15.61        | 11.12        | 8.64         | 7.37   |                     |         |        |        |        |        |  |
| 公允价值变动收益        | 34      | 22      | 0     | 0     | 0     |                    |              |              |              |              |        |                     |         |        |        |        |        |  |
| 长期投资减少          | 0       | 0       | 0     | 0     | 0     |                    |              |              |              |              |        |                     |         |        |        |        |        |  |
| 投资收益            | 140     | 211     | 213   | 213   | 213   |                    |              |              |              |              |        |                     |         |        |        |        |        |  |
| <b>筹资活动现金流</b>  | 638     | 3762    | 2083  | -841  | -340  |                    |              |              |              |              |        |                     |         |        |        |        |        |  |
| 应付债券增加          | 88      | 86      | 0     | 0     | 0     |                    |              |              |              |              |        |                     |         |        |        |        |        |  |
| 长期借款增加          | 0       | 3409    | 1200  | 0     | 0     |                    |              |              |              |              |        |                     |         |        |        |        |        |  |
| 普通股增加           | 0       | 0       | 0     | 0     | 0     |                    |              |              |              |              |        |                     |         |        |        |        |        |  |
| 资本公积增加          | 0       | 0       | 0     | 0     | 0     |                    |              |              |              |              |        |                     |         |        |        |        |        |  |
| <b>现金净增加额</b>   | 59      | 84      | 364   | 232   | 312   |                    |              |              |              |              |        |                     |         |        |        |        |        |  |

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): Q3 业绩环比改善, 盈利能力有望进一步修复   | 2023-11-07 |
| 公司普通报告 | 仙鹤股份 (603733): 收入稳增业绩承压, 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

### 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士, 2019年1月加入东兴证券研究所, 现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验, 覆盖大消费行业研究, 具备买方研究思维。

### 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法律责任。

## 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