

仙鹤股份（603733）/轻工

证券研究报告/公司点评

2024年8月15日

评级：买入（维持）

市场价格：16.01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	10,222	12,423	14,729
增长率 yoy%	28.6%	10.5%	19.5%	21.5%	18.6%
净利润（百万元）	710	664	1,078	1,352	1,606
增长率 yoy%	-30.1%	-6.5%	62.4%	25.4%	18.8%
每股收益（元）	1.01	0.94	1.53	1.92	2.27
每股现金流量	0.10	0.09	1.91	1.69	2.27
净资产收益率	10.3%	9.0%	13.1%	14.6%	15.4%
P/E	15.9	17.0	10.5	8.4	7.0
P/B	1.6	1.5	1.4	1.2	1.1

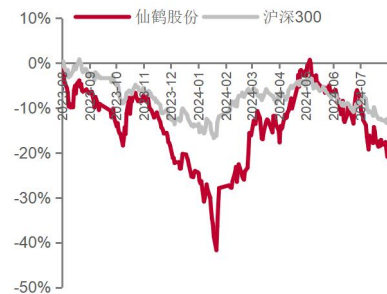
备注：股价信息为8月15日收盘价

投资要点

- 事件：公司发布2024年中报。**2024上半年，公司实现营业收入46.04亿元，同比+22.2%；实现归母净利润5.5亿元，同比+204.7%；实现扣非净利润4.99亿元，同比+237.6%。单季度来看，公司Q2营收23.95亿元，同比+24.1%；实现归母净利润2.82亿元，同比+381.3%；整体业绩符合预期。
- 上半年盈利保持稳定，自制浆优势有望Q4集中体现。**1) 盈利端，2024上半年，公司实现销售毛利率为17.69% (+8.58pct.)，归母净利率为11.96% (+7.16pct.)；单季度看，Q2毛利率为17.39% (+9.14pct.)，归母净利率为11.76% (+8.73pct.)。Q2盈利保持稳定，展望下半年，伴随湖北广西纸浆产能释放，原材料自给率提升带来的盈利弹性有望Q4体现。2) 费用端，2024上半年，公司销售、管理、研发、财务费用率分别为0.24%、1.59%、1.33%、2.71%，分别-0.1、-0.14、+0.06、+0.01pct。财务费用主要系借款筹集规模增加，利息支出增加所致。
- 量价拆分：量增为主，下半年新增产能释放贡献增量。**1) 夏王：2024上半年实现净利润1.92亿元 (+13%)，仙鹤实现联营合营企业投资收益0.99亿元。上半年夏王吨盈利保持稳定。2) 量价拆分：2024上半年，公司总销售量51.36万吨 (+31.77%)，下半年湖北广西项目产能释放并贡献增量。吨售价约8963元 (同比-701元)，吨净利 (含投资收益) 1072元 (同比+608元)。
- 产品端：日用消费、电解电容器纸驱动增长，食品卡下半年盈利有望持续好转。**2024上半年，1) 日用消费系列/食品医疗包装系列/烟草配套/电气及工业用材产品分别营收22.98/8.41/3.43/3.91/3.96亿元，日用消费系列、电气及工业用材产品贡献核心增长。在销量上，食品医疗类/日用消费类/电解电容器纸销量分别增长50.19%/18.74%/31.59%。2) 食品卡销量5.13万吨，盈利情况较投产初期明显好转，我们认为下半年伴随产品结构优化及纸浆成本下行，盈利有望持续好转。
- 广西、湖北项目顺利投产，浆纸全产业链布局弥补短板。**截至报告期末，公司在建工程65.6亿元，占总资产比例31.6%，主要系主要系广西、湖北新项目投入增加所致。公司两大投资项目：湖北石首项目（杨木、芦苇资源丰富）于2024年初率先试运行，PM1、PM2顺利出纸形成产能，报告期内产量已超3万吨，4月中旬制浆产线开始出浆；广西来宾项目（桉木资源丰富）1#化机浆已于2024年4月份开机，正常出浆，PM2纸机6月下旬开机投产，PM4也进入安装尾声联动调试，预计8月份开机投产。两大项目有助于公司充分利用当地资源优势，抢占资源高地，实现“林浆纸用一体化”的全产业链布局、弥补上游制浆的短板。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102.2、124.2、147.3亿元，同比增长19.5%、21.5%、18.6%，实现归母净利润10.8、13.5、16.1亿元，同比+62.4%、+25.4%、+18.8%（考虑需求及竞争变化，调整盈利预测，原2024-2026年预测值为11.16、13.96、16.77亿元），EPS为1.53/1.92/2.27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)	16.01
市值(百万元)	11,303
流通市值(百万元)	11,303

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	1,291	1,627	1,925	营业收入	8,553	10,222	12,423	14,729
应收票据	3	7	7	9	营业成本	7,560	8,605	10,372	12,261
应收账款	1,412	1,901	2,248	2,584	税金及附加	67	72	81	88
预付账款	60	148	159	195	销售费用	32	36	37	44
存货	2,777	3,043	3,685	4,218	管理费用	147	183	222	237
合同资产	0	0	0	0	研发费用	113	141	165	163
其他流动资产	2,226	1,975	2,451	3,092	财务费用	182	309	386	496
流动资产合计	7,706	8,365	10,177	12,022	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	1,195	1,497	1,776
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	21,156	25,178	29,525	利润总额	732	1,190	1,492	1,772
短期借款	2,372	2,045	3,470	4,984	所得税	65	106	133	158
应付票据	412	1,044	1,120	1,246	净利润	667	1,084	1,360	1,614
应付账款	1,997	1,547	2,010	2,484	少数股东损益	3	6	7	8
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	664	1,078	1,352	1,606
合同负债	116	100	120	148	NOPLAT	833	1,365	1,711	2,067
其他应付款	8	10	8	8	EPS (按最新股本摊薄)	0.94	1.53	1.92	2.27
一年内到期的非流动负债	385	385	385	385					
其他流动负债	324	391	427	465	主要财务比率				
流动负债合计	5,613	5,523	7,541	9,720	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	3,409	4,909	5,909	6,909	成长能力				
应付债券	1,950	1,950	1,950	1,950	营业收入增长率	10.5%	19.5%	21.5%	18.6%
其他非流动负债	536	536	536	536	EBIT增长率	6.1%	63.9%	25.3%	20.8%
非流动负债合计	5,895	7,395	8,395	9,395	归母公司净利润增长率	-6.5%	62.4%	25.4%	18.8%
负债合计	11,508	12,918	15,936	19,115	获利能力				
归属母公司所有者权益	7,326	8,197	9,194	10,354	毛利率	11.6%	15.8%	16.5%	16.8%
少数股东权益	36	41	48	57	净利率	7.8%	10.6%	10.9%	11.0%
所有者权益合计	7,362	8,238	9,242	10,411	ROE	9.0%	13.1%	14.6%	15.4%
负债和股东权益	18,870	21,156	25,178	29,525	ROIC	6.7%	9.6%	9.8%	10.0%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	61.0%	61.1%	63.3%	64.7%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	债务权益比	117.5%	119.3%	132.5%	141.8%
经营活动现金流	62	1,349	1,194	1,606	流动比率	1.4	1.5	1.3	1.2
现金收益	1,276	1,939	2,339	2,761	速动比率	0.9	1.0	0.9	0.8
存货影响	-722	-266	-642	-533	营运能力				
经营性应收影响	30	-561	-337	-349	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
经营性应付影响	388	186	537	600	应收账款周转天数	57	58	60	59
其他影响	-909	51	-703	-871	应付账款周转天数	76	74	62	66
投资活动现金流	-3,740	-1,931	-2,541	-2,880	存货周转天数	115	122	117	116
资本支出	-4,374	-2,243	-2,783	-3,135	每股指标(元)				
股权投资	-92	72	-17	-12	每股收益	0.94	1.53	1.92	2.27
其他长期资产变化	726	240	259	267	每股经营现金流	0.09	1.91	1.69	2.27
融资活动现金流	3,762	645	1,683	1,572	每股净资产	10.38	11.61	13.02	14.67
借款增加	4,482	1,173	2,425	2,514	估值比率				
股利及利息支付	-322	-693	-868	-1,061	P/E	17.0	10.5	8.4	7.0
股东融资	0	0	0	0	P/B	1.5	1.4	1.2	1.1
其他影响	-398	165	126	119	EV/EBITDA	5.3	3.5	2.9	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。