

仙鹤股份 (603733.SH)

新增产能释放增量，盈利表现优异

公司发布三季报：2024Q1-3 收入实现 72.62 亿元（同比+16.9%），归母净利润 8.17 亿元（同比+114.0%），扣非归母净利润 7.42 亿元（同比+135.5%）；24Q3 收入实现 26.58 亿元（同比+8.7%），归母净利润 2.67 亿元（同比+32.5%），扣非归母净利润 2.43 亿元（同比+45.3%）。

产销景气，价格平稳，吨盈利小幅下降。受益于公司广西&湖北项目逐步落地，技术研发&产品性能领先行业，且积极拓张海外业务（H1 顺利接入全球领先烟草公司供应链），我们预计公司 Q3 产销维持景气（本部销量环比提升 3 万吨+、夏王环比稳定）。公司产品定位高端，但终端疲软，预计均价小幅下滑，叠加高价浆入库抬升成本，吨盈利预计环比回落。根据我们测算，预计薄纸吨盈利近 900 元（环比下滑 100+元/吨），夏王吨净维持 1100 元/吨+（环比下滑约 200 元/吨），厚纸延续亏损。展望未来，Q4 行业成本下降、需求弱势，预计价格小幅松动，但公司低价原料逐步入库改善成本，叠加自给浆比例提升，吨盈利有望保持相对稳定。

林浆纸一体化进程加速，成本周期逐步弱化。公司湖北项目 24 年 1 月落成（聚焦装饰原纸及消费类包材），广西（聚焦日用消费）项目 PM2 纸机 6 月下旬开机投产、PM4 于 8 月份开机投产，两大项目首期合计将投产约 60 万吨造纸产能。此外，凭借优越自然资源优势（湖北芦苇&杨木、广西桉木速生林），新增造纸产线将被匹配部分林浆资源赋能（湖北 4 月中旬制浆产线投产、广西 1 号化机浆 4 月中旬试机成功&9 月初 40 万吨化学浆投产），伴随林浆自给率提升，公司周期影响逐步弱化。

盈利小幅下滑，费用表现稳定。2024Q3 毛利率为 14.6%（同比+5.3pct，环比-2.8pct），归母净利率为 10.0%（同比+1.8pct、环比-1.7ct）。费用表现来看，2024Q3 期间费用率为 5.2%（同比+0.1pct），其中销售/研发/管理/财务费用率分别为 0.5%/1.4%/1.6%/1.8%（同比+0.2/+0.3/-0.01/-0.4pct），整体表现平稳。

现金流&营运能力表现靓丽。2024Q3 净经营现金流为 3.71 亿元（同比+3.38 亿元）。营运能力方面，截止 2024Q3，应收、应付、存货周转天数分别为 56.47/95.35/136.46 天（同比-3.68/+30.59/+17.28 天）。

盈利预测：预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 10.8、14.7、18.7 亿元，对应 PE 估值分别为 12.2X、9.0X、7.1X。

风险提示：原材料波动超预期，需求复苏不及预期，竞争加剧。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7,738	8,553	10,065	13,284	16,637
增长率 yoy（%）	28.6	10.5	17.7	32.0	25.2
归母净利润（百万元）	710	664	1,082	1,468	1,874
增长率 yoy（%）	-30.1	-6.5	63.0	35.6	27.7
EPS 最新摊薄（元/股）	1.01	0.94	1.53	2.08	2.65
净资产收益率（%）	10.3	9.1	13.2	15.6	17.0
P/E（倍）	18.6	19.9	12.2	9.0	7.1
P/B（倍）	2.0	1.9	1.7	1.4	1.2

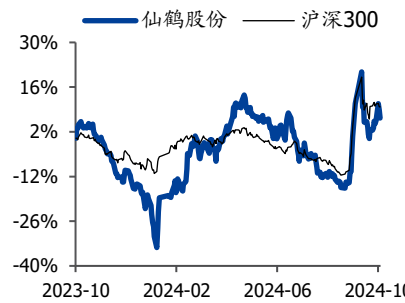
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 10 月 30 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	造纸
前次评级	买入
10 月 30 日收盘价（元）	18.72
总市值（百万元）	13,215.86
总股本（百万股）	705.98
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	6.01

股价走势



作者

分析师 姜文轶

执业证书编号：S0680523040001

邮箱：jiangwenqiang1@gszq.com

相关研究

- 《仙鹤股份（603733.SH）：预计成本攀升、价盘稳定，盈利表现靓丽》 2024-10-16
- 《仙鹤股份（603733.SH）：盈利环比改善，新项目放量可期》 2024-08-15
- 《仙鹤股份（603733.SH）：产销景气、价盘稳健，林浆纸一体化初成》 2024-07-09

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6969	7706	8905	12053	13201
现金	944	1228	2098	2770	3468
应收票据及应收账款	1315	1415	1797	2442	2867
其他应收款	19	32	28	51	48
预付账款	157	60	196	142	281
存货	2055	2777	2590	4453	4342
其他流动资产	2479	2195	2195	2195	2195
非流动资产	6295	11163	12177	14058	15826
长期投资	864	955	1269	1601	1933
固定资产	2846	3526	4663	6284	7672
无形资产	773	968	1067	1165	1280
其他非流动资产	1812	5714	5178	5007	4941
资产总计	13264	18870	21082	26110	29027
流动负债	4074	5613	7864	12350	14376
短期借款	1771	2372	3784	6727	8462
应付票据及应付账款	2022	2408	2512	3945	4118
其他流动负债	281	832	1568	1678	1796
非流动负债	2278	5895	5016	4318	3561
长期借款	1864	5359	4481	3782	3026
其他非流动负债	414	536	536	536	536
负债合计	6352	11508	12880	16668	17938
少数股东权益	32	36	40	47	56
股本	706	706	706	706	706
资本公积	3064	3064	3064	3064	3064
留存收益	2849	3294	4047	5068	6341
归属母公司股东权益	6880	7326	8161	9396	11033
负债和股东权益	13264	18870	21082	26110	29027

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	72	62	1358	1186	2631
净利润	715	667	1086	1474	1884
折旧摊销	362	426	472	673	909
财务费用	68	182	269	342	379
投资损失	-140	-211	-238	-249	-245
营运资金变动	-924	-993	-223	-1040	-276
其他经营现金流	-9	-10	-8	-14	-20
投资活动现金流	-651	-3740	-1240	-2290	-2413
资本支出	969	4330	700	1549	1437
长期投资	92	388	-314	-332	-332
其他投资现金流	410	978	-854	-1073	-1308
筹资活动现金流	638	3762	-660	-1168	-1254
短期借款	1081	601	0	0	0
长期借款	88	3496	-879	-698	-756
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-531	-334	219	-469	-498
现金净增加额	71	58	-541	-2272	-1036

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7738	8553	10065	13284	16637
营业成本	6848	7560	8398	11020	13760
营业税金及附加	43	67	74	89	114
营业费用	26	32	39	52	58
管理费用	124	147	176	223	276
研发费用	104	113	131	173	216
财务费用	68	182	269	342	379
资产减值损失	-10	-32	0	0	0
其他收益	101	91	0	0	0
公允价值变动收益	34	22	8	14	20
投资净收益	140	211	238	249	245
资产处置收益	16	2	0	0	0
营业利润	801	733	1225	1648	2098
营业外收入	2	3	3	3	3
营业外支出	9	4	7	8	7
利润总额	794	732	1221	1643	2093
所得税	79	65	134	169	210
净利润	715	667	1086	1474	1884
少数股东损益	5	3	4	7	9
归属母公司净利润	710	664	1082	1468	1874
EBITDA	1358	1619	1991	2697	3481
EPS (元)	1.01	0.94	1.53	2.08	2.65

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	28.6	10.5	17.7	32.0	25.2
营业利润(%)	-30.7	-8.4	67.0	34.6	27.3
归属于母公司净利润(%)	-30.1	-6.5	63.0	35.6	27.7
获利能力					
毛利率(%)	11.5	11.6	16.6	17.0	17.3
净利率(%)	9.2	7.8	10.8	11.0	11.3
ROE(%)	10.3	9.1	13.2	15.6	17.0
ROIC(%)	8.2	6.8	7.5	8.4	9.5
偿债能力					
资产负债率(%)	47.9	61.0	61.1	63.8	61.8
净负债比率(%)	44.4	100.4	95.0	100.3	89.0
流动比率	1.7	1.4	1.1	1.0	0.9
速动比率	0.8	0.5	0.5	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	6.1	6.3	6.3	6.3	6.3
应付账款周转率	4.0	3.4	3.4	3.4	3.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.01	0.94	1.53	2.08	2.65
每股经营现金流(最新摊薄)	0.10	0.09	1.92	1.68	3.73
每股净资产(最新摊薄)	9.36	9.99	11.17	12.92	15.24
估值比率					
P/E	18.6	19.9	12.2	9.0	7.1
P/B	2.0	1.9	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	11.2	12.7	10.6	8.4	6.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 10 月 30 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com