

## 证券研究报告

## 公司研究

## 公司点评报告

仙鹤股份(603733)

投资评级 无评级

上次评级

姜文强 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

# 成长加速，浆纸一体

2025 年 01 月 15 日

### 报告内容摘要:

**事件：特种数据出炉，行业具备明显相对优势。**根据中国造纸杂志社 1 月初发布的《2023 年我国特种纸产业发展现状（上）》，2023 年特种纸产量 743 万吨（同比+3.8%），销量 725 万吨（同比+3.1%），整体开工率提升 6.8pct 至 84.3%。2023 年进口/出口量分别为 33.4/181.3 万吨、同比-19.1%/+9.7%。23 年特种纸 CR9 为 59.2%（同比+1.5pct），其中仙鹤股份、五洲特纸、华旺科技市占率分别提升 0.6pct、0.9pct、0.7pct。特种纸行业出口双位数左右增长、进口双位数以上下滑，叠加部分景气品种如热转印、格拉辛、食品医疗等延续需求增长，供需关系明显好于大宗纸，且龙头份额提升明确。

**林浆纸一体化进程加速，成本周期有望逐步弱化。**公司湖北项目 24 年 1 月落成（聚焦装饰原纸及消费类包材），其中 PM1&PM2 已 Q1 投产、H1 贡献产量超 3 万吨，PM3 产线 9 月底开机，其余生产线公司预计 25 年初逐步落地。广西（聚焦日用消费）项目 PM2 纸机 24 年 6 月下旬开机投产，PM4 于 24 年 10 月份开机投产，PM1、PM3、PM5 公司预计 25 年初逐步落地。两大项目首期合计将投产约 60 万吨以上造纸产能。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 2 条化机浆生产线和 2 条化学浆生产线已经投入生产、广西 1 条化机浆生产线和 1 条化学浆生产线已经投入生产），两大项目首期合计贡献 70 万吨左右纸浆产能，未来伴随产能逐步爬坡，周期影响有望逐步弱化。

**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，且积极拓张海外业务（24H1 顺利接入全球领先烟草公司供应链），我们预计公司产销维持景气，24Q4 销量环比提升。低价浆逐步入库，但需求疲软，我们预计 24Q4 价格小幅回调，本部吨盈利预计环比小幅走弱。展望未来，低价原料延续入库改善成本，叠加公司自给浆比例提升，广西/湖北基地盈利扩张，卡纸业务转型、亏损收缩，预计 25 年公司盈利有望保持靓丽表现。

**盈利预测：**预计 24-26 年盈利分别为 10.5、14.4、17.7 亿元，对应 PE 估值分别为 14.1X、10.3X、8.4X。

**风险提示：**需求低于预期、竞争加剧。

| 重要财务指标        | 2022A  | 2023A | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|---------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(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%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 710    | 664   | 1,047  | 1,440  | 1,766  |
| 增长率 YoY%      | -30.1% | -6.5% | 57.8%  | 37.5%  | 22.7%  |
| 毛利率%          | 11.5%  | 11.6% | 15.4%  | 15.7%  | 16.0%  |
| 净资产收益率ROE%    | 10.3%  | 9.1%  | 13.1%  | 16.2%  | 17.7%  |
| EPS(摊薄)(元)    | 1.01   | 0.94  | 1.48   | 2.04   | 2.50   |
| 市盈率 P/E(倍)    | 20.84  | 22.30 | 14.14  | 10.28  | 8.38   |
| 市净率 P/B(倍)    | 2.15   | 2.02  | 1.85   | 1.67   | 1.48   |

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 01 月 14 日收盘价

| 资产负债表          |        |        |        |        |        |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元         |        |        |        |        |        |
| 会计年度           | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
| <b>流动资产</b>    | 6,969  | 7,706  | 7,906  | 10,360 | 13,477 |
| 货币资金           | 944    | 1,228  | 948    | 1,865  | 3,375  |
| 应收票据           | 5      | 3      | 5      | 7      | 8      |
| 应收账款           | 1,310  | 1,412  | 1,538  | 2,030  | 2,311  |
| 预付账款           | 157    | 60     | 125    | 170    | 176    |
| 存货             | 2,055  | 2,777  | 2,928  | 3,721  | 4,857  |
| 其他             | 2,498  | 2,226  | 2,362  | 2,567  | 2,750  |
| <b>非流动资产</b>   | 6,295  | 11,163 | 13,780 | 13,291 | 12,592 |
| 长期股权投资         | 864    | 955    | 955    | 955    | 955    |
| 固定资产(合计)       | 2,846  | 3,526  | 4,537  | 5,142  | 5,398  |
| 无形资产           | 773    | 968    | 968    | 968    | 968    |
| 其他             | 1,812  | 5,714  | 7,320  | 6,226  | 5,270  |
| <b>资产总计</b>    | 13,264 | 18,870 | 21,687 | 23,651 | 26,070 |
| <b>流动负债</b>    | 4,074  | 5,613  | 6,198  | 7,251  | 8,551  |
| 短期借款           | 1,771  | 2,372  | 2,572  | 2,572  | 2,572  |
| 应付票据           | 839    | 412    | 426    | 560    | 720    |
| 应付账款           | 1,182  | 1,997  | 2,482  | 3,268  | 4,270  |
| 其他             | 281    | 832    | 718    | 851    | 990    |
| <b>非流动负债</b>   | 2,278  | 5,895  | 7,468  | 7,468  | 7,468  |
| 长期借款           | 0      | 3,409  | 4,909  | 4,909  | 4,909  |
| 其他             | 2,278  | 2,486  | 2,558  | 2,558  | 2,558  |
| <b>负债合计</b>    | 6,352  | 11,508 | 13,665 | 14,718 | 16,019 |
| 少数股东权益         | 32     | 36     | 40     | 48     | 57     |
| 归属母公司股东权益      | 6,880  | 7,326  | 7,981  | 8,885  | 9,993  |
| <b>负债和股东权益</b> | 13,264 | 18,870 | 21,687 | 23,651 | 26,070 |

| 重要财务指标     |        |       |        |        |        |
|------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元     |        |       |        |        |        |
| 会计年度       | 2022A  | 2023A | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
| 营业总收入      | 7,738  | 8,553 | 10,065 | 13,284 | 16,637 |
| 同比(%)      | 28.6%  | 10.5% | 17.7%  | 32.0%  | 25.2%  |
| 归属母公司净利润   | 710    | 664   | 1,047  | 1,440  | 1,766  |
| 同比(%)      | -30.1% | -6.5% | 57.8%  | 37.5%  | 22.7%  |
| 毛利率(%)     | 11.5%  | 11.6% | 15.4%  | 15.7%  | 16.0%  |
| ROE%       | 10.3%  | 9.1%  | 13.1%  | 16.2%  | 17.7%  |
| EPS(摊薄)(元) | 1.01   | 0.94  | 1.48   | 2.04   | 2.50   |
| P/E        | 20.84  | 22.30 | 14.14  | 10.28  | 8.38   |
| P/B        | 2.15   | 2.02  | 1.85   | 1.67   | 1.48   |
| EV/EBITDA  | 23.24  | 16.51 | 11.44  | 8.55   | 6.84   |

| 利润表             |       |       |        |        |        |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元          |       |       |        |        |        |
| 会计年度            | 2022A | 2023A | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
| <b>营业总收入</b>    | 7,738 | 8,553 | 10,065 | 13,284 | 16,637 |
| 营业成本            | 6,848 | 7,560 | 8,511  | 11,204 | 13,975 |
| 营业税金及附加         | 43    | 67    | 70     | 93     | 121    |
| 销售费用            | 26    | 32    | 30     | 66     | 100    |
| 管理费用            | 124   | 147   | 151    | 213    | 299    |
| 研发费用            | 104   | 113   | 131    | 199    | 283    |
| 财务费用            | 68    | 182   | 228    | 224    | 187    |
| 减值损失合计          | -10   | -32   | -100   | 0      | 0      |
| <b>投资净收益</b>    | 140   | 211   | 221    | 226    | 250    |
| 其他              | 146   | 102   | 108    | 119    | 77     |
| <b>营业利润</b>     | 801   | 733   | 1,173  | 1,630  | 1,998  |
| 营业外收支           | -7    | -1    | -4     | -4     | -4     |
| <b>利润总额</b>     | 794   | 732   | 1,169  | 1,626  | 1,994  |
| 所得税             | 79    | 65    | 117    | 179    | 219    |
| <b>净利润</b>      | 715   | 667   | 1,052  | 1,447  | 1,775  |
| 少数股东损益          | 5     | 3     | 5      | 8      | 9      |
| <b>归属母公司净利润</b> | 710   | 664   | 1,047  | 1,440  | 1,766  |
| EBITDA          | 1,041 | 1,107 | 2,054  | 2,640  | 3,081  |
| EPS(当年)(元)      | 1.01  | 0.94  | 1.48   | 2.04   | 2.50   |

| 现金流量表          |       |        |        |       |       |
|----------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 单位:百万元         |       |        |        |       |       |
| 会计年度           | 2022A | 2023A  | 2024E  | 2025E | 2026E |
| <b>经营活动现金</b>  | 72    | 62     | 1,809  | 1,830 | 2,423 |
| 净利润            | 715   | 667    | 1,052  | 1,447 | 1,775 |
| 折旧摊销           | 362   | 426    | 657    | 789   | 899   |
| 财务费用           | 67    | 189    | 278    | 312   | 312   |
| 投资损失           | -139  | -230   | -221   | -226  | -250  |
| 营运资金变动         | -924  | -993   | -18    | -484  | -307  |
| 其它             | -10   | 2      | 61     | -10   | -7    |
| <b>投资活动现金流</b> | -651  | -3,740 | -3,016 | -65   | 57    |
| 资本支出           | -906  | -4,315 | -3,996 | -290  | -193  |
| 长期投资           | 92    | 388    | 0      | 0     | 0     |
| 其他             | 162   | 187    | 980    | 226   | 250   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 638   | 3,762  | 928    | -848  | -970  |
| 吸收投资           | 0     | 0      | 0      | 0     | 0     |
| 借款             | 1,081 | 4,010  | 1,700  | 0     | 0     |
| 支付利息或股息        | -271  | -322   | -667   | -848  | -970  |
| <b>现金流净增加额</b> | 71    | 58     | -280   | 917   | 1,510 |

## 研究团队简介

姜文镭，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于浙商证券、国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准                                       | 股票投资评级                     | 行业投资评级                  |
|-------------------------------------------------|----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起6个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；  | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|                                                 | <b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|                                                 | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间； | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|                                                 | <b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。   |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。