

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 买入

上次评级 买入

姜文镒 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

盈利回暖，广西&湖北基地贡献增量

2025 年 02 月 26 日

报告内容摘要:

事件: 近日 Arauco 公布 3 月报价, 针叶银星/阔叶明星/本色金星分别为 825/610/690 美金/吨, 25 年至今已连续三轮提价, 较 24 年 12 月分别 +40/+60/+20 美金/吨。

成本改善, 纸价稳健, 吨盈利周期向上。 浆价支撑下, 公司 2 月对热敏纸全系列产品价格上调 0.02 元/平方米、3 月热转印、格拉辛等日用消费品类迎来旺季, 我们预计价格有望小幅提涨。成本方面, 我们预计 24Q4 中旬低价浆逐步入库, 25Q1 成本有望改善, 助力吨盈利底部回暖。此外, 我们预计浆价仍处上行通道, 伴随广西/湖北基地浆/纸爬坡, 25Q2 盈利有望扩张, 25 年公司盈利有望保持靓丽表现。

成长路径清晰, 重视浆纸协同带来效率改善。 24 年公司广西&湖北林浆纸基地相继落地, 两大项目首期合计将投产 90 万吨以上造纸产能及 90 万吨左右纸浆产能。根据我们测算, 公司 2025 年造纸产量增速高达 30%+。此外, 浆纸协同有望带来经营成本改善, 贡献增量利润。根据我们跟踪, 1) 公司广西基地本土林木资源充沛、单独木浆生产成本较外购明显具备成本优势; 2) 湖北芦苇资源丰富, 公司积极探索芦苇浆替代桉木浆, 全部系统打通后生产成本有望改善。

龙头优势明确、订单充沛, 25 年格局有望加速集中。 市场普遍担心特纸新增产能无法消化, 供需格局恶化导致价格承压。新增投产目前仍集中于龙头纸企, 伴随仙鹤产业链延展至上游木浆、甚至林地, 成本优势进一步放大, 格局有望持续优化 (23 年特纸 CR9 为 59.2%、同比+1.5pct)。

盈利预测&投资评级: 我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 10.6、14.4、17.9 亿元, 对应 PE 估值分别为 13.7X、10.1X、8.1X, 维持“买入”评级。

风险提示: 终端需求不及预期, 产能投放不及预期, 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	1,060	1,441	1,790
增长率 YoY%	-30.1%	-6.5%	59.8%	35.9%	24.3%
毛利率%	11.5%	11.6%	15.4%	15.7%	16.0%
净资产收益率ROE%	10.3%	9.1%	13.3%	16.2%	17.9%
EPS(摊薄)(元)	1.01	0.94	1.50	2.04	2.54
市盈率 P/E(倍)	20.50	21.94	13.73	10.11	8.13
市净率 P/B(倍)	2.12	1.99	1.82	1.64	1.45

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 02 月 26 日收盘价

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

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,969	7,706	8,390	10,220	12,128
货币资金	944	1,228	1,432	1,755	2,086
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	3,691	4,797
其他	2,498	2,226	2,362	2,567	2,750
非流动资产	6,295	11,163	14,105	13,740	13,166
长期股权投资	864	955	1,155	1,155	1,155
固定资产(合计)	2,846	3,526	4,662	5,391	5,772
无形资产	773	968	968	968	968
其他	1,812	5,714	7,320	6,226	5,270
资产总计	13,264	18,870	22,495	23,960	25,294
流动负债	4,074	5,613	5,498	6,451	7,451
短期借款	1,771	2,372	1,872	1,772	1,472
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
非流动负债	2,278	5,895	8,968	8,568	7,768
长期借款	0	3,409	6,209	5,809	5,009
其他	2,278	2,486	2,758	2,758	2,758
负债合计	6,352	11,508	14,465	15,018	15,219
少数股东权益	32	36	41	48	57
归属母公司股东权益	6,880	7,326	7,989	8,894	10,018
负债和股东权益	13,264	18,870	22,495	23,960	25,294

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	1,060	1,441	1,790
同比(%)	-30.1%	-6.5%	59.8%	35.9%	24.3%
毛利率(%)	11.5%	11.6%	15.4%	15.7%	16.0%
ROE%	10.3%	9.1%	13.3%	16.2%	17.9%
EPS(摊薄)(元)	1.01	0.94	1.50	2.04	2.54
P/E	20.50	21.94	13.73	10.11	8.13
P/B	2.12	1.99	1.82	1.64	1.45
EV/EBITDA	23.24	16.51	12.12	9.03	7.16

利润表					
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
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	46	67
管理费用	124	147	151	199	283
研发费用	104	113	136	199	283
财务费用	68	182	229	226	180
减值损失合计	-10	-32	-100	-30	-30
投资净收益	140	211	221	226	250
其他	146	102	128	119	77
营业利润	801	733	1,187	1,631	2,025
营业外收支	-7	-1	-4	-4	-4
利润总额	794	732	1,184	1,628	2,022
所得税	79	65	118	179	222
净利润	715	667	1,065	1,449	1,800
少数股东损益	5	3	5	8	9
归属母公司净利润	710	664	1,060	1,441	1,790
EBITDA	1,041	1,107	1,945	2,518	2,976
EPS(当年)(元)	1.01	0.94	1.50	2.04	2.54

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	72	62	1,718	1,758	2,341
净利润	715	667	1,065	1,449	1,800
折旧摊销	362	426	532	665	774
财务费用	67	189	298	333	300
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	20	23
投资活动现金流	-651	-3,740	-3,216	-65	57
资本支出	-906	-4,315	-3,996	-290	-193
长期投资	92	388	-200	0	0
其他	162	187	980	226	250
筹资活动现金流	638	3,762	1,702	-1,369	-2,067
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	1,081	4,010	2,300	-500	-1,100
支付利息或股息	-271	-322	-693	-869	-967
现金流净增加额	71	58	204	324	331

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，任职团队曾多次上榜新财富最佳分析师，带领团队获 2023 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。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年左右消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

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）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。