

仙鹤股份(603733)

报告日期: 2025年05月02日

Q1 业绩符合预期, 浆纸一体化稳健推进

——仙鹤股份点评报告

投资要点

□ 公司公布 2024&2025Q1 业绩:

24年公司实现营收102.7亿元, 同比+20.1%, 实现归母净利润10.0亿元, 同比+51%, 实现扣非归母净利润9.33亿元, 同比+57%, 其中Q4收入30.11亿元, 同比+28.65%, 实现归母净利润1.87亿元, 同比-34%, 实现扣非归母净利润1.91亿元, 同比-32%。25Q1营收29.91亿元, 同比+35.4%, 实现归母净利润2.36亿元, 同比-12%, 实现扣非归母净利润2.24亿元, 同比-5.5%, Q1联营企业投资收益5364万元。

□ 24A 产销量同比增长、浆纸一体化顺利推进

24A公司特种浆纸产量/销量分别137.32/122.29万吨, 销大于产、需求良好。分产品看, 24A日用消费/食品与医疗包装/商务印刷材料/烟草行业配套/电气及工业用纸系列营收48.33/18.59/6.92/9.07/8.00亿元, 同比+17.68%/+7.32%/-2.69%/+11.63%/+17.39%。日用消费/食品与医疗包装/商务印刷材料/烟草行业配套/电气及工业用纸系列实现毛利率16.50%/10.28%/18.99%/22.81%/18.15%, 同比+5.52pct/+3.37pct/+4.7pct/+6.33pct/+3.90pct。

□ 盈利能力改善, 费用控制稳健

(1) 利润率: 24A公司销售毛利率15.46% (同比+3.84pct), 归母净利率9.77% (同比+2.01pct), 盈利能力同比提升, 系原料成本下降, 盈利能力抬升。25Q1公司销售毛利率14.6% (同比-3.42pct, 环比+1.76pct), 归母净利率7.9% (同比-4.27pct, 环比+1.69pct), Q1环比修复主要系领用低价浆

(2) 期间费用率: 24A期间费用率为5.66% (同比+0.11pct), 其中销售费用率为0.36% (同比持平), 管理+研发费用率为3% (同比持平), 财务费用率为2.3% (同比+0.2pct), 25Q1期间费用率为6.22% (同比+0.53pct), 其中销售费用率为0.28% (同比持平), 管理+研发费用率为2.9% (同比持平), 财务费用率为3.0% (同比+0.48pct), 资本开支加大, 利息支出增加。

(3) 营运效率与现金流: 24A公司应收账款18.21亿元 (同比+29%), 应付票据及账款合计29.7亿元 (同比+23%)。24A经营现金流净额为4.02亿元 (同比+553%), 存货34.13亿元 (同比+23%)。25Q1经营现金流-1.96亿, 24年同期为-4.14亿。

□ 特种纸平台型龙头, 产能不断释放

公司系特种纸绝对龙头, 下游卡位大消费, 向浆纸一体化顺利迈进。2024年浆纸产能已超过200万吨, 2024年初, 湖北一期化机浆1月初开机运行, PM1、PM2顺利出纸, 广西一期项目化机浆于4月中旬投产, PM2纸机6月下旬投产, PM4于8月份开机投产。24年湖北仙鹤已产出9.34万吨特种纸, 5.98万吨自制浆, 广西仙鹤生产木浆10.01万吨, 2.89万吨特种纸, 广西、湖北浆纸一体化有望平滑周期波动, 成长动力充足。

□ 投资建议

我们预计公司25-27年实现营收137/162/191亿元, 同比+34%/+18%/+18%, 实现归母净利13.25/16.99/21.27亿元, 同比+32%/+28%/+25%, 对应EPS为1.88/2.41/3.01元, 对应PE为11/9/7X, 维持“买入”评级。

□ 风险提示

投资评级: 买入(维持)

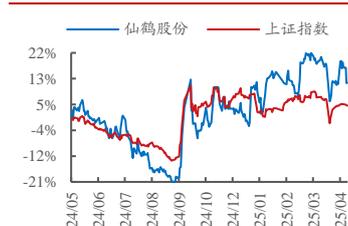
分析师: 史凡可
 执业证书号: S1230520080008
 shifanke@stocke.com.cn

分析师: 曾伟
 执业证书号: S1230524090011
 zengwei@stocke.com.cn

基本数据

| | |
|----------|-----------|
| 收盘价 | ¥21.07 |
| 总市值(百万元) | 14,874.92 |
| 总股本(百万股) | 705.98 |

股票走势图



相关报告

- 《Q3业绩符合预告中值, 浆纸一体化顺利发展》2024.10.30
- 《Q2符合业绩预告中值, 浆纸一体化推进顺利》2024.08.15
- 《24Q2环比持续改善, 浆纸一体化有望平滑周期波动》2024.07.10

下游景气度波动，原材料价格波动，纸价大幅波动。

财务摘要

| (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 10,274 | 13,741 | 16,202 | 19,117 |
| (+/-) (%) | 20.11% | 33.75% | 17.90% | 17.99% |
| 归母净利润 | 1,004 | 1,325 | 1,699 | 2,127 |
| (+/-) (%) | 51.23% | 31.96% | 28.24% | 25.18% |
| 每股收益(元) | 1.42 | 1.88 | 2.41 | 3.01 |
| P/E | 14.82 | 11.23 | 8.76 | 6.99 |

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

| (百万元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 8,232 | 9,654 | 10,042 | 10,590 |
| 现金 | 805 | 641 | 526 | 755 |
| 交易性金融资产 | 171 | 171 | 171 | 171 |
| 应收账款 | 1,822 | 3,606 | 3,520 | 3,413 |
| 其它应收款 | 12 | 47 | 31 | 54 |
| 预付账款 | 105 | 166 | 156 | 202 |
| 存货 | 3,413 | 3,660 | 4,275 | 4,631 |
| 其他 | 1,905 | 1,364 | 1,364 | 1,364 |
| 非流动资产 | 15,090 | 17,178 | 19,335 | 21,348 |
| 金融资产类 | 68 | 68 | 68 | 68 |
| 长期投资 | 1,083 | 1,183 | 1,291 | 1,400 |
| 固定资产 | 8,142 | 10,201 | 12,334 | 14,327 |
| 无形资产 | 952 | 1,052 | 1,129 | 1,198 |
| 在建工程 | 4,363 | 4,192 | 4,030 | 3,872 |
| 其他 | 481 | 482 | 483 | 484 |
| 资产总计 | 23,322 | 26,832 | 29,378 | 31,938 |
| 流动负债 | 5,238 | 5,915 | 6,749 | 7,167 |
| 短期借款 | 1,585 | 1,491 | 1,398 | 1,074 |
| 应付款项 | 2,970 | 3,611 | 4,432 | 5,075 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 683 | 812 | 919 | 1,018 |
| 非流动负债 | 9,946 | 9,946 | 9,946 | 9,946 |
| 长期借款 | 7,186 | 7,186 | 7,186 | 7,186 |
| 其他 | 2,760 | 2,760 | 2,760 | 2,760 |
| 负债合计 | 15,184 | 15,861 | 16,695 | 17,113 |
| 少数股东权益 | 45 | 55 | 67 | 83 |
| 归属母公司股东权益 | 8,092 | 10,917 | 12,616 | 14,742 |
| 负债和股东权益 | 23,322 | 26,832 | 29,378 | 31,938 |

现金流量表

| (百万元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 经营活动现金流 | 402 | 1,645 | 3,511 | 4,144 |
| 净利润 | 1,013 | 1,334 | 1,711 | 2,143 |
| 折旧摊销 | 518 | 1,200 | 1,488 | 1,783 |
| 财务费用 | 236 | 136 | 139 | 92 |
| 投资损失 | (198) | (206) | (243) | (287) |
| 营运资金变动 | (1,196) | (816) | 424 | 424 |
| 其它 | 30 | (3) | (8) | (11) |
| 投资活动现金流 | (3,070) | (3,079) | (3,394) | (3,498) |
| 资本支出 | (3,893) | (3,185) | (3,529) | (3,676) |
| 长期投资 | 736 | (100) | (108) | (109) |
| 其他 | 88 | 206 | 243 | 287 |
| 筹资活动现金流 | 2,407 | (229) | (232) | (417) |
| 短期借款 | (787) | (93) | (93) | (325) |
| 长期借款 | 3,777 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | (583) | (136) | (139) | (92) |
| 现金净增加额 | (298) | (1,664) | (115) | 229 |

利润表

| (百万元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 10,274 | 13,741 | 16,202 | 19,117 |
| 营业成本 | 8,685 | 11,573 | 13,602 | 16,030 |
| 营业税金及附加 | 72 | 110 | 123 | 144 |
| 营业费用 | 37 | 82 | 72 | 90 |
| 管理费用 | 174 | 247 | 292 | 363 |
| 研发费用 | 134 | 192 | 217 | 258 |
| 财务费用 | 236 | 365 | 332 | 250 |
| 资产减值损失 | (74) | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动损益 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 181 | 206 | 243 | 287 |
| 其他经营收益 | 98 | 110 | 97 | 115 |
| 营业利润 | 1,132 | 1,490 | 1,912 | 2,394 |
| 营业外收支 | (1) | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 1,131 | 1,490 | 1,912 | 2,394 |
| 所得税 | 118 | 156 | 201 | 251 |
| 净利润 | 1,013 | 1,334 | 1,711 | 2,143 |
| 少数股东损益 | 9 | 9 | 12 | 16 |
| 归属母公司净利润 | 1,004 | 1,325 | 1,699 | 2,127 |
| EBITDA | 1,688 | 2,846 | 3,480 | 4,130 |
| EPS (最新摊薄) | 1.42 | 1.88 | 2.41 | 3.01 |

主要财务比率

| | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 20.11% | 33.75% | 17.90% | 17.99% |
| 营业利润 | 54.29% | 31.69% | 28.27% | 25.26% |
| 归属母公司净利润 | 51.23% | 31.96% | 28.24% | 25.18% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 15.46% | 15.78% | 16.05% | 16.15% |
| 净利率 | 9.77% | 9.64% | 10.48% | 11.12% |
| ROE | 12.40% | 12.13% | 13.47% | 14.42% |
| ROIC | 5.47% | 6.73% | 7.58% | 8.29% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 65.11% | 59.11% | 56.83% | 53.58% |
| 净负债比率 | 125.64% | 93.83% | 81.35% | 65.85% |
| 流动比率 | 1.57 | 1.63 | 1.49 | 1.48 |
| 速动比率 | 0.64 | 0.75 | 0.63 | 0.61 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.49 | 0.55 | 0.58 | 0.62 |
| 应收账款周转率 | 6.36 | 6.21 | 6.28 | 8.00 |
| 应付账款周转率 | 3.82 | 4.88 | 4.43 | 4.33 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 1.42 | 1.88 | 2.41 | 3.01 |
| 每股经营现金 | 0.57 | 2.33 | 4.97 | 5.87 |
| 每股净资产 | 11.46 | 15.46 | 17.87 | 20.88 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 14.82 | 11.23 | 8.76 | 6.99 |
| P/B | 1.84 | 1.36 | 1.18 | 1.01 |
| EV/EBITDA | 14.69 | 8.84 | 7.24 | 5.97 |

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>