

仙鹤股份（603733）

证券研究报告

2025 年 05 月 06 日

产销提升，25 年广西湖北加速投产

公司发布 2024 年报及 2025 年一季报

25Q1 公司收入 29.91 亿元,同比+35.4%,归母净利润 2.36 亿元,同比-12.1%,扣非归母净利润 2.24 亿元,同比-5.5%;

24 年公司收入 102.74 亿元,同比+20.1%,归母净利润 10.04 亿元,同比+51.2%,扣非归母净利润 9.33 亿元,同比+56.9%。

24 年公司毛利率 15.46%, 同增 3.8pct; 归母净利率 9.77%, 同增 2.0pct。

24 年公司经营业绩高速增长,主要系快速推进新产能落地,同时抓住市场热点,积极开拓市场。24 年公司机制纸产量 121.21 万吨,同比增长 16.28%;特种浆纸销售量 122.29 万吨,同比增长 28.29%。

产品结构多元化发展,市占率稳步提升

①24 年公司日用消费实现营业收入 48.33 亿元,同比增长 17.68%,量/价分别同比+21.1%/-2.8%,毛利率 16.50%,同比增加 5.52pct;公司热敏收银纸在国内市占率近 25%,热转印市占率超过 30%,同时积极扩大格拉辛离型纸的生产规模以提升市场份额。

②食品与医疗包装材料实现营业收入 18.59 亿元,同比增长 7.32%,量/价分别同比+8.7%/-1.3%,毛利率 10.28%,同比增加 3.37pct;公司产品迎合消费大众不断升级的消费理念,品种齐全,在行业具有龙头地位。

③商务交流及出版印刷材料实现营业收入 6.92 亿元,同比下降 2.69%,量/价分别同比-12.8%/+11.5%,毛利率 18.99%,同比增加 4.70pct;公司的产品能够增加油墨的依附性、不透印性,为多家国内大型出版社和国际知名出版社的指定用纸,在国内及国际市场上具有很大占有率及领导力。

④烟草行业配套实现营业收入 9.07 亿元,同比增长 11.63%,量/价分别同比+12.0%/-0.3%,毛利率 22.81%,同比增加 6.33pct;公司产品拥有高洁净度,和国内大部分知名卷烟厂已有多年的合作,在同类产品中的市场占有率近 45%,并已经被国外主要知名烟草公司认证和稳定使用。

⑤电气及工业用材实现营业收入 7.99 亿元,同比增长 17.39%,量/价分别同比+22.7%/-4.3%,毛利率 18.15%,同比增加 3.90pct;公司新研制开发的光伏玻璃配套类衬纸也有较高的行业门槛和广阔的市场发展前景。

广西湖北基地构建新增长引擎,“林浆纸用一体化”全产业链成效显著

24 年公司广西来宾年产 250 万吨“广西三江口新区高性能纸基新材料”的林浆纸用一体化项目和湖北石首年产 250 万吨“高性能纸基新材料循环经济”项目均已按计划投产运营。其中,广西仙鹤已有 2 条造纸生产线和 3 条制浆生产线投产,24 年已生产了 10.0 万吨木浆和 2.9 万吨特种纸投放市场;湖北仙鹤 2024 年 1 月首发开机,目前 3 条造纸生产线和 4 条制浆线正常运行,已生产特种纸 9.34 万吨,自制浆 5.98 万吨。广西项目的二期建设将在 2025 年全面展开,二期项目新增 60 万吨制浆和 70 万吨特种纸产能生产线;湖北项目一期建设尚处于安装、调试阶段的生产线,也将在 2025 年全部建成,届时将新增产能 30 万吨。

广西、湖北两大生产基地的投产,弥补了公司产业链的短板,大幅增加了公司产能,成为公司新的利润增长点。同时也预示着公司大规模地向市场投放新产能已成为现实,市场占有率将再一次跳跃式的增长,公司的规模效应也将得到大幅提升。

调整盈利预测,维持“买入”评级

根据 25Q1 业绩情况,考虑当前造纸行业经营环境,我们调整盈利预测,

投资评级

行业	轻工制造/造纸
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	21.07 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	705.98
流通 A 股股本(百万股)	705.98
A 股总市值(百万元)	14,874.92
流通 A 股市值(百万元)	14,874.92
每股净资产(元)	11.41
资产负债率(%)	65.49
一年内最高/最低(元)	23.29/14.66

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
张彤	联系人
zhangtong@tfzq.com	

股价走势



资料来源:聚源数据

相关报告

- 1 《仙鹤股份-公司点评:24Q3 产销稳健,纸基新材料应用拓宽》 2024-10-17
- 2 《仙鹤股份-半年报点评:Q2 成长提速,关注浆产能释放》 2024-08-15
- 3 《仙鹤股份-公司点评:Q2 业绩靓丽,产业地位凸显》 2024-07-10

预计 25-27 年公司归母净利润分别为 11.6/13.8/15.8 亿元 (25-26 年前值分别为 13.9/17.1 亿元), 对应 PE 分别为 13X/11X/9X。

风险提示: 经济复苏不如预期风险; 产能爬坡不及预期风险; 原材料价格波动风险等

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,553.48	10,273.58	12,482.40	14,566.96	16,518.93
增长率(%)	10.53	20.11	21.50	16.70	13.40
EBITDA(百万元)	1,434.52	2,084.51	2,505.29	2,860.90	3,210.41
归属母公司净利润(百万元)	663.79	1,003.83	1,163.41	1,380.07	1,582.12
增长率(%)	-6.55	51.23	15.90	18.62	14.64
EPS(元/股)	0.94	1.42	1.65	1.95	2.24
市盈率(P/E)	22.41	14.82	12.79	10.78	9.40
市净率(P/B)	2.03	1.84	1.27	1.05	0.96
市销率(P/S)	1.74	1.45	1.19	1.02	0.90
EV/EBITDA	11.82	11.57	9.68	8.58	7.71

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,227.88	804.80	1,248.24	1,456.70	1,651.89
应收票据及应收账款	1,414.59	1,822.39	2,061.02	2,389.99	2,565.69
预付账款	60.27	104.53	176.40	129.03	198.63
存货	2,777.05	3,412.57	3,382.28	4,812.99	4,598.10
其他	2,226.42	2,087.64	2,505.99	2,938.20	2,426.50
流动资产合计	7,706.22	8,231.93	9,373.93	11,726.91	11,440.81
长期股权投资	955.42	1,083.28	1,116.28	1,159.28	1,195.28
固定资产	3,526.26	8,142.46	9,428.84	10,778.29	12,120.19
在建工程	4,338.55	4,363.15	5,490.52	5,992.42	6,233.94
无形资产	967.91	951.86	1,120.50	1,288.63	1,455.76
其他	1,375.18	549.22	852.36	898.98	734.30
非流动资产合计	11,163.31	15,089.98	18,008.50	20,117.59	21,739.47
资产总计	18,869.53	23,321.91	27,382.43	31,844.50	33,180.28
短期借款	2,371.98	1,584.70	2,272.39	2,774.54	3,357.68
应付票据及应付账款	2,408.41	2,969.91	3,026.89	4,255.83	4,023.63
其他	716.49	525.30	592.34	807.67	692.80
流动负债合计	5,496.88	5,079.90	5,891.62	7,838.04	8,074.11
长期借款	3,409.17	7,186.22	7,186.22	7,186.22	6,883.94
应付债券	1,950.21	2,030.89	1,948.29	1,976.46	1,985.21
其他	535.53	729.01	559.59	608.04	632.21
非流动负债合计	5,894.90	9,946.11	9,694.10	9,770.72	9,501.37
负债合计	11,507.65	15,184.07	15,585.72	17,608.76	17,575.48
少数股东权益	35.67	45.37	51.60	59.46	69.96
股本	705.98	705.98	705.98	705.98	705.98
资本公积	3,064.48	3,064.50	5,824.46	7,149.71	7,149.71
留存收益	3,294.22	4,050.96	4,950.53	6,055.03	7,412.24
其他	261.53	271.04	264.15	265.57	266.92
股东权益合计	7,361.88	8,137.84	11,796.72	14,235.74	15,604.80
负债和股东权益总计	18,869.53	23,321.91	27,382.43	31,844.50	33,180.28

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	667.27	1,013.04	1,163.41	1,380.07	1,582.12
折旧摊销	426.28	518.25	817.62	940.53	1,069.45
财务费用	189.47	235.63	310.12	322.14	328.79
投资损失	-230.22	-198.30	-177.44	-190.06	-182.98
营运资金变动	-2,233.49	75.33	-1,182.74	-782.34	347.88
其它	1,242.29	-1,241.83	41.06	36.81	35.24
经营活动现金流	61.61	402.12	972.03	1,707.15	3,180.49
资本支出	4,454.21	5,069.82	3,569.42	2,911.55	2,795.83
长期投资	91.78	127.86	33.00	43.00	36.00
其他	-8,285.59	-8,267.66	-6,890.98	-5,778.49	-5,514.84
投资活动现金流	-3,739.60	-3,069.97	-3,288.56	-2,823.94	-2,683.02
债权融资	4,299.57	2,675.46	272.56	276.11	-76.98
股权融资	-245.44	9.52	2,487.41	1,049.14	-225.30
其他	-291.91	-278.10	0.00	-0.00	-0.00
筹资活动现金流	3,762.22	2,406.88	2,759.97	1,325.25	-302.27
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	84.23	-260.97	443.43	208.46	195.20

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,553.48	10,273.58	12,482.40	14,566.96	16,518.93
营业成本	7,559.88	8,685.19	10,545.13	12,316.36	13,960.15
营业税金及附加	67.10	71.53	87.38	101.97	115.63
销售费用	32.18	36.97	43.69	49.53	54.51
管理费用	147.12	173.99	209.70	243.27	274.21
研发费用	112.89	134.23	162.27	187.91	211.44
财务费用	181.95	236.06	310.12	322.14	328.79
资产/信用减值损失	-44.02	-99.69	-61.00	-52.40	-48.00
公允价值变动收益	21.53	12.85	33.00	27.00	23.00
投资净收益	211.28	181.45	177.44	190.06	182.98
其他	-469.88	-290.68	0.00	-0.00	-0.00
营业利润	733.45	1,131.65	1,273.55	1,510.43	1,732.18
营业外收入	2.74	2.26	2.48	2.73	3.01
营业外支出	3.80	3.00	2.70	2.43	2.19
利润总额	732.40	1,130.91	1,273.34	1,510.74	1,733.00
所得税	65.12	117.87	101.87	120.86	138.64
净利润	667.27	1,013.04	1,171.47	1,389.88	1,594.36
少数股东损益	3.48	9.21	8.06	9.81	12.24
归属于母公司净利润	663.79	1,003.83	1,163.41	1,380.07	1,582.12
每股收益（元）	0.94	1.42	1.65	1.95	2.24

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	10.53%	20.11%	21.50%	16.70%	13.40%
营业利润	-8.44%	54.29%	12.54%	18.60%	14.68%
归属于母公司净利润	-6.55%	51.23%	15.90%	18.62%	14.64%
获利能力					
毛利率	11.62%	15.46%	15.52%	15.45%	15.49%
净利率	7.76%	9.77%	9.32%	9.47%	9.58%
ROE	9.06%	12.40%	9.91%	9.74%	10.18%
ROIC	10.54%	9.51%	8.25%	7.99%	7.95%
偿债能力					
资产负债率	60.99%	65.11%	56.92%	55.30%	52.97%
净负债率	93.57%	125.63%	87.84%	75.53%	69.27%
流动比率	1.37	1.57	1.59	1.50	1.42
速动比率	0.88	0.92	1.02	0.88	0.85
营运能力					
应收账款周转率	6.27	6.35	6.43	6.55	6.67
存货周转率	3.54	3.32	3.67	3.55	3.51
总资产周转率	0.53	0.49	0.49	0.49	0.51
每股指标（元）					
每股收益	0.94	1.42	1.65	1.95	2.24
每股经营现金流	0.09	0.57	1.38	2.42	4.51
每股净资产	10.38	11.46	16.64	20.08	22.00
估值比率					
市盈率	22.41	14.82	12.79	10.78	9.40
市净率	2.03	1.84	1.27	1.05	0.96
EV/EBITDA	11.82	11.57	9.68	8.58	7.71
EV/EBIT	16.75	15.33	14.36	12.78	11.56

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com