

仙鹤股份(603733)

报告日期: 2025 年 09 月 04 日

Q2 稳健, 25H2 有望逐步优化

——仙鹤股份点评报告

投资要点

□ 公司公布 2025H1 业绩:

25H1 公司实现营收 59.9 亿元, 同比+30.1%, 实现归母净利润 4.74 亿元, 同比-13.8%, 实现扣非归母净利润 4.43 亿元, 同比-11.2%, 其中 Q2 收入 30.0 亿元, 同比+25.3%, 实现归母净利润 2.38 亿元, 同比-15%, 实现扣非归母净利润 2.19 亿元, 同比-16%, Q2 对联营企业和合营企业的投资收益 5752 万元, 夏王运营状态较为稳健。

□ 25H1 产销高速增长, 林浆纸一体化贡献盈利增量

25H1 公司特种浆纸产量/销量分别 110.79/83.34 万吨, 分别同比增长 98.55%/62.25%, 产量大幅高于销量主要系湖北、广西基地浆产线释放增量, 自用浆比例提升。25H1 湖北仙鹤产出特种纸 7.28 万吨, 自制浆 10.30 万吨。广西仙鹤生产了 21.24 万吨木浆和 11.08 万吨特种纸, 自产木浆提高木浆自供率水平, 抬升盈利中枢。

分产品看, 随着人们环保消费理念的不断增强, 一次性可降解食品包装材料也越来越多地出现在人们的生活中, 25H1 公司食品医疗消费类产品生产量达到 16.99 万吨, 实现销售量 14.73 万吨, 同比增长 35.72%。公司生产的电解电容器纸基材料一直被广泛应用于消费类电子、空调、特殊照明等消费领域, 25H1 电解电容器纸基材料销售达到了 3,634.53 吨。实现销售收入同比增长 14.63%。公司生产的标签离型用纸、热敏材料及转印系列材料都有明显的互联网产品材料属性, 其产能及销量均稳步增长, 25H1 日用消费系列纸基材料销售量同比增长 24.94%。其中, 标签离型系列材料同比增加 23.94%, 转印系列销售 8.72 万吨。

分地区看, 公司积极扩大海外市场布局, 25H1 外销业务收入达 4.23 亿元人民币, 同比增长 15.40%。

□ 盈利能力改善, 费用控制稳健

(1) 利润率: 245H1 公司销售毛利率 13.71% (同比-3.98pct), 归母净利率 7.92% (同比-4.04pct), 盈利能力同比下降, 系浆价下行, 成本浆稳定, 需求淡季纸价下行。25Q2 公司销售毛利率 12.82% (同比-4.57pct, 环比-1.77pct), 归母净利率 7.9% (同比-3.82pct, 环比+0.05pct), Q2 环比在自用浆释放下盈利能力逐步优化。

(2) 期间费用率: 25H1 期间费用率为 6.23% (同比+0.36pct), 其中销售费用率为 0.31% (同比+0.07pct), 管理+研发费用率为 2.94% (同比持平), 财务费用率为 2.99% (同比+0.27pct), 25Q2 期间费用率为 6.24% (同比+0.2pct), 其中销售费用率为 0.34% (同比+0.1pct), 管理+研发费用率为 2.95% (同比持平), 财务费用率为 2.94% (同比+0.08pct)。

(3) 营运效率与现金流: 25H1 公司应收账款 18.19 亿元 (同比+13%), 应付票据及账款合计 26.4 亿元 (同比+24%)。25H1 经营现金流净额为 3.29 亿元 (同比+326%), 存货 37.66 亿元 (同比+19%)。25Q2 经营现金流 5.24 亿, 24 年同期为 4.91 亿。

□ 特种纸平台型龙头, 林浆纸一体化夯实盈利中枢

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。公司在国内衢州、广西、湖北、河南等地布局的生产基地及合营公司和控股子公司拥有特种纸及纸制品的年生产能力已超 200 万吨, 产品涉及六大系列 60 多个品种。公司现有特种纸机生产线 64 条, 制浆生产线 8 条, 涂布、超压线 20 多条, 并拥有

投资评级: 买入(维持)

分析师: 史凡可

执业证书号: S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

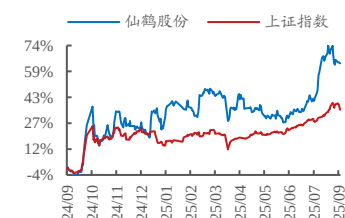
分析师: 曾伟

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

基本数据

收盘价	¥ 24.71
总市值(百万元)	17,444.67
总股本(百万股)	705.98

股票走势图



相关报告

- 1 《Q1 业绩符合预期, 浆纸一体化稳健推进》 2025.05.04
- 2 《Q3 业绩符合预告中值, 浆纸一体化顺利发展》 2024.10.30
- 3 《Q2 符合业绩预告中值, 浆纸一体化推进顺利》 2024.08.15

林地、化工、制浆、能源、物流、原纸及纸制品等全产业链生产能力，产业宽度和产业深度布局相对完善，公司广西、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

考虑浆价 Q2-Q3 下跌幅度较大，纸价或有压力，我们下调盈利预测，预计公司 25-27 年实现营收 127/151/179 亿元，同比+24%/+19%/+18%，实现归母净利润 10.89/13.60/16.61 亿元，同比+8%/+25%/+22%，对应 EPS 为 1.54/1.93/2.35 元，对应 PE 为 16/13/11X，维持“买入”评级。

□ 风险提示

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	12,740	15,117	17,892
(+/-) (%)	20.11%	24.00%	18.66%	18.36%
归母净利润	1,004	1,089	1,360	1,661
(+/-) (%)	51.23%	8.44%	24.95%	22.10%
每股收益(元)	1.42	1.54	1.93	2.35
P/E	17.38	16.03	12.83	10.50

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	8,977	10,011	9,924
现金	805	810	552	874
交易性金融资产	171	171	171	171
应收账款	1,822	3,210	3,432	3,054
其它应收款	12	43	30	49
预付账款	105	156	148	194
存货	3,413	3,224	4,314	4,219
其他	1,905	1,364	1,364	1,364
非流动资产	15,090	17,178	18,757	20,530
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	11,756	13,509
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	26,156	28,768	30,454
流动负债	5,238	5,475	6,718	6,731
短期借款	1,585	1,491	1,398	1,074
应付款项	2,970	3,206	4,435	4,674
预收账款	0	0	0	0
其他	683	778	885	983
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	15,422	16,665	16,677
少数股东权益	45	53	63	75
归属母公司股东权益	8,092	10,681	12,041	13,702
负债和股东权益	23,322	26,156	28,768	30,454

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	402	1,829	2,745	3,936
净利润	1,013	1,096	1,370	1,674
折旧摊销	518	1,200	1,427	1,703
财务费用	236	136	139	92
投资损失	(198)	(191)	(227)	(268)
营运资金变动	(1,196)	(409)	44	746
其它	30	(3)	(7)	(10)
投资活动现金流	(3,070)	(3,094)	(2,772)	(3,198)
资本支出	(3,893)	(3,185)	(2,891)	(3,358)
长期投资	736	(100)	(108)	(109)
其他	88	191	227	268
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)	(1,494)	(259)	322

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,274	12,740	15,117	17,892
营业成本	8,685	10,860	12,922	15,359
营业税金及附加	72	102	115	135
营业费用	37	76	67	84
管理费用	174	229	272	340
研发费用	134	178	203	241
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	191	227	268
其他经营收益	98	102	91	107
营业利润	1,132	1,225	1,530	1,870
营业外收支	(1)	0	0	0
利润总额	1,131	1,225	1,530	1,870
所得税	118	129	161	196
净利润	1,013	1,096	1,370	1,674
少数股东损益	9	8	10	13
归属母公司净利润	1,004	1,089	1,360	1,661
EBITDA	1,688	2,596	3,056	3,544
EPS (最新摊薄)	1.42	1.54	1.93	2.35

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	20.11%	24.00%	18.66%	18.36%
营业利润	54.29%	8.22%	24.97%	22.18%
归属母公司净利润	51.23%	8.44%	24.95%	22.10%
获利能力				
毛利率	15.46%	14.76%	14.52%	14.16%
净利率	9.77%	8.54%	9.00%	9.28%
ROE	12.40%	10.19%	11.30%	12.12%
ROIC	5.47%	5.77%	6.35%	6.78%
偿债能力				
资产负债率	65.11%	58.96%	57.93%	54.76%
净负债比率	125.64%	94.33%	85.02%	70.00%
流动比率	1.57	1.64	1.49	1.47
速动比率	0.64	0.77	0.62	0.62
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.51	0.55	0.60
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	1.54	1.93	2.35
每股经营现金	0.57	2.59	3.89	5.58
每股净资产	11.46	15.13	17.06	19.41
估值比率				
P/E	17.38	16.03	12.83	10.50
P/B	2.16	1.63	1.45	1.27
EV/EBITDA	14.69	9.63	8.24	6.92

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>