

公司研究

业绩表现符合预期，Q3 毛利率环比提升

——仙鹤股份（603733.SH）2025 年三季报点评

买入（维持）

当前价：22.86 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebsecn.com

分析师：吴子倩

执业证书编号：S0930525070004

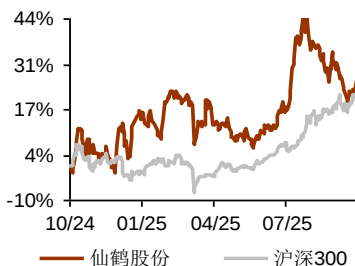
021-52523872

wuziqian@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	7.08
总市值(亿元):	161.78
一年最低/最高(元):	17.76/26.95
近 3 月换手率:	37.18%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.34	-6.44	6.22
绝对	-3.34	7.42	25.49

资料来源：Wind

相关研报

产销双增驱动营收大幅增长，部分产品降价影响上半年利润表现——仙鹤股份（603733.SH）2025 年半年报点评（2025-08-24）

要点

事件：

公司发布 2025 年三季报，2025 年前三季度实现营收 90.6 亿元，同比增长 24.8%，归母净利润 7.8 亿元，同比减少 4.8%；1Q/2Q/3Q 2025，公司实现营收 29.9/30.0/30.7 亿元，同比增长 35.4%/25.3%/15.5%，归母净利润 2.4/2.4/3.0 亿元，同比-12.1%/-15.4%/+13.9%。

点评：

产销提升，驱动 Q3 收入端延续较快增长：一方面，自 2024 年初以来至今，公司湖北、广西基地新增产能陆续投产，产销量同比提升驱动公司收入规模持续扩张；另一方面，公司加快了对欧洲、东南亚和中东等海外市场的开发和布局，不断拓展新的需求市场。

木浆库存成本降低+运营效率提升，Q3 毛利率环比提升：2025 年前三季度公司毛利率为 14.0%，同比-2.5pcts，其中 3Q2025 公司毛利率为 14.6%，同比持平，环比+1.8pcts。

我们估计，仙鹤本部 1Q/2Q/3Q 2025 特种浆纸吨均价约 7480/6920/6830 元左右，3Q2025 环比-90 元左右，1Q/2Q/3Q 2025 特种浆纸吨净利约 460/420/560 元左右（均包括白卡纸），3Q2025 环比+140 元左右。我们根据夏王的总产能，估计夏王 1Q/2Q/3Q 2025 吨纸净利为 1340/1440/1310 元左右，1Q/2Q/3Q 2025 国内钛白粉吨均价分别为 14541/14296/13000 元，3Q2025 环比-1296 元，我们认为 3Q2025 夏王吨纸净利环比下滑主要原因系装饰原纸价格环比降低所致。

根据卓创资讯数据，1Q/2Q/3Q 2025 阔叶浆吨均价为 4782/4284/4161 元，分别同比-402/-1383/-789 元，环比+227/-498/-123 元。我们认为，公司三季度毛利率环比提升主要原因系：木浆库存成本走低、以及湖北基地产能利用率提升所致。

2025 年前三季度公司期间费用率为 6.4%，同比+0.8pcts，分项目看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.4%/1.7%/1.3%/3.0%，分别同比持平/+0.1pcts/持平/+0.6pcts；3Q2025 公司期间费用率为 6.7%，同比+1.5pcts。分项目看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.5%/1.7%/1.5%/3.0%，分别同比持平/+0.2pcts/持平/+1.3pcts。我们认为，财务费用率升高，主要原因系固定资产贷款项目已转固，利息费用化所致。

业绩符合预期，维持“买入”评级：我们基本维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 10.9/13.2/15.9 亿元，2025-2027 年对应 EPS 分别为 1.55/1.86/2.24 元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 15/12/10 倍。

公司为特种纸赛道龙头企业，广西、湖北、四川三大百亿级别扩产项目稳步推进中，未来有望凭借多元化的产品布局+产品出海+定制高端产品，持续抢占全球市场份额，驱动业绩的长期增长，维持“买入”评级。

风险提示：国内宏观经济增速低于预期，新增产能投放不及预期，原材料价格波动风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	8,553	10,274	12,836	15,239	17,898
营业收入增长率	10.53%	20.11%	24.94%	18.72%	17.45%
净利润（百万元）	664	1,004	1,094	1,316	1,589
净利润增长率	-6.55%	51.23%	9.02%	20.22%	20.76%
EPS（元）	0.94	1.42	1.55	1.86	2.24
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.06%	12.40%	12.34%	13.43%	14.54%
P/E	24	16	15	12	10
P/B	2.2	2.0	1.8	1.7	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-10-31

注：2023-2024 年公司股本为 705.98 百万股，假设 2025-2027 年股本为 707.72 百万股

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,553	10,274	12,836	15,239	17,898
营业成本	7,560	8,685	10,961	12,995	15,178
折旧和摊销	426	518	525	763	869
税金及附加	67	72	103	122	143
销售费用	32	37	46	76	72
管理费用	147	174	231	274	322
研发费用	113	134	167	198	233
财务费用	182	236	422	467	496
投资收益	211	181	220	225	225
营业利润	733	1,132	1,211	1,461	1,764
利润总额	732	1,131	1,211	1,460	1,763
所得税	65	118	111	139	168
净利润	667	1,013	1,099	1,322	1,596
少数股东损益	3	9	5	6	7
归属母公司净利润	664	1,004	1,094	1,316	1,589
EPS(元)	0.94	1.42	1.55	1.86	2.24

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	62	402	1,634	1,848	2,254
净利润	664	1,004	1,094	1,316	1,589
折旧摊销	426	518	525	763	869
净营运资金增加	1,018	379	496	707	735
其他	-2,046	-1,499	-481	-938	-939
投资活动产生现金流	-3,740	-3,070	-1,278	-1,100	-1,075
净资本支出	-4,315	-3,893	-1,600	-1,100	-1,100
长期投资变化	388	736	0	0	0
其他资产变化	187	88	322	0	25
融资活动现金流	3,762	2,407	122	-507	-913
股本变化	0	0	2	0	0
债务净变化	4,482	2,912	864	344	45
无息负债变化	674	765	181	684	736
净现金流	58	-298	479	240	266

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	11.6%	15.5%	14.6%	14.7%	15.2%
EBITDA 率	13.8%	18.1%	15.6%	15.8%	16.4%
EBIT 率	8.9%	13.1%	11.6%	10.8%	11.5%
税前净利润率	8.6%	11.0%	9.4%	9.6%	9.9%
归母净利润率	7.8%	9.8%	8.5%	8.6%	8.9%
ROA	3.5%	4.3%	4.4%	4.9%	5.5%
ROE (摊薄)	9.1%	12.4%	12.3%	13.4%	14.5%
经营性 ROIC	4.9%	6.7%	6.8%	7.1%	8.5%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	61%	65%	65%	64%	62%
流动比率	1.37	1.57	1.43	1.43	1.17
速动比率	0.88	0.92	0.83	0.81	0.65
归母权益/有息债务	0.90	0.73	0.75	0.80	0.89
有形资产/有息债务	2.19	2.00	2.02	2.12	2.26

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	18,870	23,322	25,146	27,112	29,026
货币资金	1,228	805	1,284	1,524	1,790
交易性金融资产	0	171	0	13	26
应收账款	1,412	1,821	1,949	2,313	2,717
应收票据	3	1	9	11	13
其他应收款 (合计)	32	12	32	38	45
存货	2,777	3,413	3,796	4,548	5,312
其他流动资产	2,195	1,905	1,905	1,905	1,905
流动资产合计	7,706	8,232	9,117	10,521	12,005
其他权益工具	57	68	68	68	68
长期股权投资	955	1,083	1,083	1,083	1,083
固定资产	3,526	8,142	11,937	12,048	12,375
在建工程	4,339	4,363	1,579	1,735	1,581
无形资产	968	952	1,032	1,110	1,187
商誉	9	9	9	9	9
其他非流动资产	1,079	172	172	172	172
非流动资产合计	11,163	15,090	16,029	16,590	17,021
总负债	11,508	15,184	16,229	17,257	18,038
短期借款	2,372	1,585	2,513	2,789	4,995
应付账款	1,997	2,554	2,192	2,599	3,036
应付票据	412	416	1,096	1,299	1,518
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	89	71	71	71	71
流动负债合计	5,613	5,238	6,377	7,338	10,280
长期借款	3,409	7,186	7,186	7,186	7,186
应付债券	1,950	2,031	2,093	2,161	0
其他非流动负债	504	570	570	570	570
非流动负债合计	5,895	9,946	9,851	9,919	7,758
股东权益	7,362	8,138	8,917	9,854	10,987
股本	706	706	708	708	708
公积金	3,364	3,412	3,450	3,450	3,450
未分配利润	2,994	3,703	4,439	5,369	6,496
归属母公司权益	7,326	8,092	8,867	9,798	10,924
少数股东权益	36	45	50	56	63

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.38%	0.36%	0.36%	0.50%	0.40%
管理费用率	1.72%	1.69%	1.80%	1.80%	1.80%
财务费用率	2.13%	2.30%	3.28%	3.06%	2.77%
研发费用率	1.32%	1.31%	1.30%	1.30%	1.30%
所得税率	9%	10%	9%	10%	10%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.35	0.50	0.54	0.65	0.79
每股经营现金流	0.09	0.57	2.31	2.61	3.18
每股净资产	10.38	11.46	12.53	13.84	15.44
每股销售收入	12.12	14.55	18.14	21.53	25.29

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	24	16	15	12	10
PB	2.2	2.0	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	19.4	14.1	13.5	11.4	9.4
股息率	1.5%	2.2%	2.4%	2.9%	3.5%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP