

仙鹤股份 (603733.SH)

盈利拐点已现，期待复苏弹性

公司发布 2023 年一季报：2023Q1 实现收入 18.37 亿元(+9.51%)，归母净利润 1.22 亿元(-16.35%)，扣非归母净利润 1.15 亿元(-13.11%)，业绩符合预期。

产销环比略下降，价盘高位向上，盈利拐点显现。尽管春节停产干扰动销，但公司所处赛道优异，部分优势纸种提价落地、均价高位上行。根据我们测算，Q1 本部销量预计 18.1 万吨（环比-4.4 万吨），均价约 10100 元/吨+（环比约+200 元/吨+）；夏王 7.7 万吨（环比约-2 万吨）；Q1 本部吨盈利约 430 元/吨（环比略降），扣非口径受益于成本改善、吨盈利环比回暖；夏王吨盈利约 1100 元/吨（环比+400 元/吨），表现靓丽主要系成本改善且均价提升。

产销逐步复苏，成长路径清晰。Q2 伴随成本压力释放、预计公司部分让利下游客户，整体价盘稳中略下滑。伴随需求温和复苏，产销环比有望改善，且 30 万吨食品卡纸已正式投产，2023 年底-2024 年初，广西、湖北项目预计顺利投产，2022-2025 年产量 CAGR 预计可达 25%+，成长路径清晰。

盈利有望加速复苏，费用管控优异。2023Q1 公司毛利率为 10.01%（同比-1.53pct），净利率为 6.65%（同比-2.05pct），Q1 毛利率环比提升 1.1pct。此外，当前节点阔叶浆实际采购价格已跌至 500 美金/吨以下（高点 870 美金），伴随 Q2 成本加速改善、盈利能力有望逐步回升。从费用表现来看，Q1 期间费用率为 4.37%（同比+0.55pct），其中销售费用率为 0.30%（同比-0.01pct）、管理费用率为 1.76%（同比+0.32pct）、研发费用率为 1.27%（同比+0.05pct）、财务费用率为 1.04%（同比+0.19pct）。

加大纸浆采购，现金流承压。2023Q1 公司净经营现金流为-6.80 亿元（同比-7.87 亿元），现金流承压主要系公司加大原材料采购。营运能力方面，截至 2023Q1 应收账款周转天数为 65.33 天（同比-0.52 天），应付账款周转天数为 62.78 天（同比+17.64 天），存货周转天数为 128.13 天（同比+17.08 天）。

盈利预测：预计公司 2023-25 年实现归母净利润 11.2/17.1/21.9 亿元，对应 P/E 估值分别为 15.3X/10.0X/7.8X，维持“买入”评级。

风险提示：消费复苏低于预期、纸浆波动低于预期。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,017	7,738	9,647	12,927	16,095
增长率 yoy (%)	24.2	28.6	24.7	34.0	24.5
归母净利润(百万元)	1,017	710	1,121	1,710	2,186
增长率 yoy (%)	41.8	-30.1	57.8	52.5	27.8
EPS 最新摊薄(元/股)	1.44	1.01	1.59	2.42	3.10
净资产收益率(%)	15.8	10.3	14.4	18.5	19.5
P/E(倍)	16.8	24.1	15.3	10.0	7.8
P/B(倍)	2.8	2.6	2.3	1.9	1.6

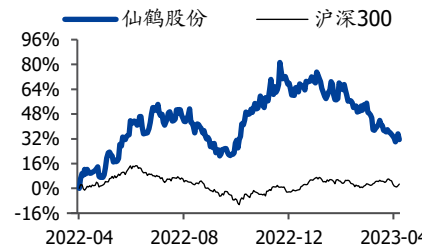
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	造纸
前次评级	买入
4月28日收盘价(元)	24.24
总市值(百万元)	17,112.84
总股本(百万股)	705.98
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	4.10

股价走势



作者

分析师 姜文轶

执业证书编号：S0680523040001

邮箱：jiangwenqiang1@gszq.com

相关研究

- 《仙鹤股份(603733.SH)：盈利短期承压、逐季修复确定，中期成长突出》2023-03-30
- 《仙鹤股份(603733.SH)：盈利环比提升，浆价下行预期增强》2022-10-29
- 《仙鹤股份(603733.SH)：环比修复明确，成长路径清晰》2022-08-19



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6451	6969	8730	10895	12373
现金	794	944	1681	2252	2804
应收票据及应收账款	1220	1315	1846	2389	2884
其他应收款	15	19	24	34	38
预付账款	63	157	117	251	207
存货	1925	2055	2584	3490	3961
其他流动资产	2433	2479	2479	2479	2479
非流动资产	4598	6295	7864	9715	11898
长期投资	831	864	1058	1281	1543
固定资产	2532	2846	3718	4552	6869
无形资产	516	773	836	915	989
其他非流动资产	718	1812	2251	2967	2498
资产总计	11049	13264	16593	20609	24272
流动负债	2462	4074	6618	7489	9305
短期借款	690	1771	3911	3409	5205
应付票据及应付账款	1408	2022	1975	3258	3162
其他流动负债	364	281	732	822	938
非流动负债	2140	2278	2158	3829	3714
长期借款	1775	1864	1757	1692	1576
其他非流动负债	364	414	401	2137	2137
负债合计	4602	6352	8776	11318	13018
少数股东权益	28	32	35	41	49
股本	706	706	706	706	706
资本公积	3064	3064	3064	3064	3064
留存收益	2386	2849	3576	4773	6305
归属母公司股东权益	6419	6880	7782	9250	11204
负债和股东权益	11049	13264	16593	20609	24272

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	447	72	389	1787	1714
净利润	1019	715	1124	1716	2194
折旧摊销	331	362	353	474	679
财务费用	20	68	150	128	108
投资损失	-287	-140	-177	-213	-248
营运资金变动	-663	-924	-1058	-315	-1011
其他经营现金流	27	-9	-3	-4	-8
投资活动现金流	-1938	-651	-1742	-2108	-2606
资本支出	662	969	1374	1629	1921
长期投资	0	92	-194	-222	-262
其他投资现金流	-1277	410	-562	-702	-948
筹资活动现金流	1699	638	-50	1395	-352
短期借款	-107	1081	0	0	0
长期借款	1775	88	-107	-65	-116
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	31	-531	57	1460	-236
现金净增加额	206	71	-1403	1073	-1244

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6017	7738	9647	12927	16095
营业成本	4815	6848	7980	10449	12819
营业税金及附加	37	43	57	74	93
营业费用	22	26	37	52	80
管理费用	114	124	183	200	290
研发费用	158	104	138	291	483
财务费用	20	68	150	128	108
资产减值损失	-17	-10	0	0	0
其他收益	56	101	0	0	0
公允价值变动收益	-7	34	3	4	8
投资净收益	287	140	177	213	248
资产处置收益	0	16	0	0	0
营业利润	1157	801	1282	1950	2478
营业外收入	3	2	4	4	3
营业外支出	12	9	7	8	9
利润总额	1148	794	1278	1945	2472
所得税	129	79	154	229	278
净利润	1019	715	1124	1716	2194
少数股东损益	2	5	3	6	8
归属母公司净利润	1017	710	1121	1710	2186
EBITDA	1614	1358	1824	2639	3390
EPS (元)	1.44	1.01	1.59	2.42	3.10

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	24.2	28.6	24.7	34.0	24.5
营业利润(%)	38.7	-30.7	60.0	52.1	27.1
归属于母公司净利润(%)	41.8	-30.1	57.8	52.5	27.8
获利能力					
毛利率(%)	20.0	11.5	17.3	19.2	20.4
净利率(%)	16.9	9.2	11.6	13.2	13.6
ROE(%)	15.8	10.3	14.4	18.5	19.5
ROIC(%)	12.3	8.2	9.1	11.2	11.6
偿债能力					
资产负债率(%)	41.6	47.9	52.9	54.9	53.6
净负债比率(%)	31.6	44.4	61.3	59.0	59.7
流动比率	2.6	1.7	1.3	1.5	1.3
速动比率	1.5	0.8	0.7	0.8	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	5.4	6.1	6.1	6.1	6.1
应付账款周转率	3.8	4.0	4.0	4.0	4.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.44	1.01	1.59	2.42	3.10
每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	0.10	0.55	2.53	2.43
每股净资产(最新摊薄)	8.71	9.36	10.64	12.72	15.48
估值比率					
P/E	16.8	24.1	15.3	10.0	7.8
P/B	2.8	2.6	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	10.9	14.1	11.5	8.2	6.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com