

曙光初现，下半年业绩弹性可期

核心观点

23Q1 受季节性因素影响，收入、利润环比下滑，吨盈利环比微升（原材料成本微降及夏王盈利能力改善贡献）。2022 年受益于前期新增产能释放，收入增长靓丽，原材料、能源成本高企导致利润承压。展望 2023 年，浆价超预期回落，考虑实际使用周期，预计 Q2 起成本改善提速、盈利弹性可期。长期看，公司产能建设稳步推进，多元化产品共驱成长。

事件

公司发布 2023 年一季报：2023Q1 营收 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%；经营活动产生的现金流量净额-6.80 亿元/-736.43%，主要系购买原材料货款增加；EPS（基本）为 0.17 元/股，同比变动-19.05%，ROE 加权为 1.73%/-0.49pct。

公司发布 2022 年年报：2022 年营收 77.38 亿元/+28.61%，归母净利润 7.10 亿元/-30.14%，扣非归母净利润 5.57 亿元/-41.87%；经营活动产生的现金流量净额 0.72 亿元/-83.95%，主要系四季度购买原材料货款增加；EPS（基本）为 1.01 元/股，同比变动-29.86%，ROE 加权为 10.68%/-7.04pct。

单季度看，2022Q4 营收 22.28 亿元/+34.65%，归母净利润 1.43 亿元/+26.27%，扣非归母净利润 0.94 亿元/-6.43%。非经常性损益主要系确认偶发性的税收返还 3525 万元及 1170 万元计入当期损益的政府补助。

简评

23Q1 吨盈利环比微升：

1) 2023Q1 毛利率为 10.01%/+1.10pct.，归母净利率为 6.65%/+0.22pct.，扣非归母净利率为 6.26%/+2.02pct.。

2) 量价拆分看：2022 年销售量 81.18 万吨/+15.94%，对应全年平均吨售价 9532 元/+10.93%，吨毛利 1097 元/-36.09%，吨净利 875 元/-39.74%，剔除夏王投资收益后吨净利 723 元/-33.05%。单季度看，我们估计 22Q4/23Q1 销售量约 22.1/18.2 万吨（季节性因素影响 Q1 销量环比下滑），测算 22Q4/23Q1 吨售价约 10084/10096 元（环比+476/+12 元），吨毛利约 899/1011 元（环比-236/+112 元），吨净利约 649/671 元（环比-421/+22 元），剔除夏王投资收益后吨净利 506/431 元（环比-458/-75 元），若剔除非经常性损益影响，23Q1 相较 22Q4 吨盈利已有小幅回升。

仙鹤股份 (603733.SH)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:s1440519030001

SFC 编号:BOT812

发布日期 2023 年 05 月 13 日

期：

当前股 24.70 元

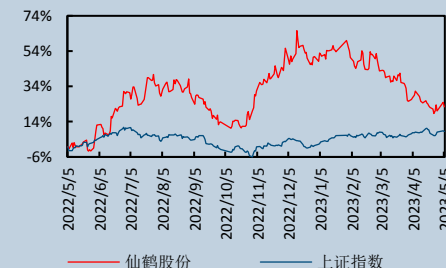
价：

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-4.07/-4.74	-18.58/-20.76	24.66/15.23
12 月最高/最低价 (元)		33.43/20.02
总股本 (万股)		70,597.54
流通 A 股 (万股)		70,597.54
总市值 (亿元)		174.52
流通市值 (亿元)		174.52
近 3 月日均成交量 (万)		350.33
主要股东		
浙江仙鹤控股集团有限公司		76.49%

股价表现



相关研究报告

2022-10-30

【中信建投轻工纺服及教育】仙鹤股份(603733):盈利环比有所改善，23 年业绩弹性可期

2022-08-19

【中信建投轻工纺服及教育】仙鹤股份(603733):提价下 Q2 利润率环比改善，产能投放将持续驱动增长

家居需求向好+钛白粉价格回落，23Q1 夏王盈利环比大幅修复。夏王纸业 2022 年实现收入 38.12 亿元/+19.32%，贡献投资收益 1.23 亿元/-52.63%，净利率 6.48%/-9.84pct。单季度看，22Q4/23Q1 贡献投资收益约 0.31/0.44 亿元（分别同比-31.40%/+39.41%），我们估算 22Q4/23Q1 夏王纸业吨净利为 642/1120 元（分别环比+159/+478 元），下游家居需求改善、钛白粉价格回落，装饰原纸盈利能力修复。

食品、医疗、必选日用消费产品高增，出口业务高增。1) **分产品来看**，2022 年公司日用消费系列产品营收 35.56 亿元/+43.32%；食品医疗消费类产品营收 15.11 亿元/+52.09%；烟草行业配套系列产品营收 8.06 亿元/+2.48%；商务交流及出版社印刷材料系列产品营收 7.73 亿元/-7.42%；电气及工业用纸系列产品营收 5.78 亿元/+13.22%；其他系列产品营收 1.52 亿元/+18.92%。2) **分地区来看**，2022 年公司内销营收 67.72 亿元/+23.36%；外销营收 6.04 亿元/+130.19%。

展望 2023 年：1) **产能建设顺利推进：**4 月常山年产 30 万吨食品卡纸项目投产，东港生产基地 PM29、PM30 已进入安装扫尾阶段，新增产能均将于 2023 年二季度投放市场。公司在广西来宾、湖北石首浆纸一体化项目已全面开工建设，预期 2023 年底将实现首期产能投放。2) **浆价超预期回落、有望释放盈利弹性：**截至 2023 年 5 月 10 日，内盘针叶浆、阔叶浆价格分别为 5529、3985 元/吨，已较前期高点分别下调 27.5%、41.8%，位于 2018 年以来历史浆价的 35%、26.4%分位，浆价回落超预期兑现。公司在浆价下降过程中，于去年末及一季度做了一定原材料库存，考虑到港和使用周期，我们预计 Q2 起低价浆的实际用量将逐步加大，成本改善提速、业绩弹性可期。

投资建议：预计仙鹤股份 2023-2025 年营业收入分别为 95.3、116.9、140.8 亿元，同比增长 23.2%、22.7%、20.4%；归母净利润分别为 10.9、14.8、17.6 亿元，同比增长 53.3%、36.0%、18.6%；对应 P/E 为 16.0x、11.8x、9.9x，维持“买入”评级。

风险提示：**下游需求不及预期：**公司作为国内特种纸龙头，下游主要为家居、消费、商贸等行业，下游需求偏弱将影响公司产品销量、同时在浆价快速回落期难以支撑产品售价，最终对收入和盈利产生不利影响；**浆价波动风险：**公司木浆原材料占成本比重 50%-60%，木浆价格波动下，若公司判断失误将抬高公司的生产成本，对盈利产生重大影响；**产能建设不及预期：**公司湖北及广西基地等新产能逐步建设，受到经济环境、财务状况等影响，产能建设不及预期或新产能消化不及预期将对公司收入和盈利产生不利影响。

图表1：仙鹤股份单吨售价、毛利、净利拆分

仙鹤股份 (亿元人民币)	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	48.4	60.2	77.4	95.3	116.9	140.8
yoy	6.0%	24.2%	28.6%	23.2%	22.7%	20.4%
成本	38.5	48.2	68.5	80.1	96.3	116.4
yoy	3.7%	25.0%	42.2%	16.9%	20.3%	20.8%
毛利率	20.5%	20.0%	11.5%	16.0%	17.6%	17.3%
总产能 (万吨)	100	115	120	155	200	240
夏王产能 (万吨)	30	30	35	35	40	40
本部产能 (万吨)	70	85	85	120	160	200
总销量 (万吨)	87	99	112	144	178	172
夏王销量 (万吨)	27	29	31	33	36	0
本部销量 (万吨)	60	70	81	111	142	172
吨价 (不含夏王, 元/吨)	8,023	8,593	9,532	8,570	8,260	8,189
yoy	-10.3%	7.1%	10.9%	-10.1%	-3.6%	-0.9%
吨成本 (不含夏王, 元/吨)	6,381	6,877	8,435	7,201	6,806	6,769
yoy	-12.2%	7.8%	22.7%	-14.6%	-5.5%	-0.5%
吨毛利 (不含夏王, 元/吨)	1,643	1,717	1,097	1,369	1,454	1,420
yoy	-1.8%	4.5%	-36.1%	24.7%	6.3%	-2.4%
归母净利润	7.2	10.2	7.1	10.9	14.8	17.6
yoy	63.0%	41.8%	-30.2%	53.3%	36.0%	18.6%
净利率	14.8%	16.9%	9.2%	11.4%	12.7%	12.5%
吨净利 (不含夏王, 元/吨)	924	1,075	723	748	867	863
yoy	48.9%	-983.7%	-32.8%	3.5%	15.9%	-0.5%
净利率 (不含夏王)	11.5%	12.5%	7.6%	8.7%	10.5%	10.5%
来自合营公司夏王纸业投资收益	1.6	2.6	1.2	2.6	2.5	2.7
夏王纸业营收	27.2	32.0	38.1	41.0	42.2	43.6
夏王纸业净利润	3.1	5.2	2.5	5.1	5.1	5.5
夏王纸业净利率	11.4%	16.3%	6.5%	12.5%	12.0%	12.5%
吨净利 (含夏王, 元/吨)	1,188	1,452	875	979	1,046	1,021
yoy	37.9%	22.3%	-39.8%	11.9%	6.9%	-2.4%

资料来源：公司公告，中信建投

图表2：仙鹤股份单季度财务 (亿元)

单季	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
营业总收入	15.26	13.60	14.76	16.55	16.78	19.20	19.12	22.28	18.37
yoy	68.9%	20.5%	13.1%	9.9%	10.0%	41.2%	29.5%	34.7%	9.5%
归母净利润	2.80	3.29	2.94	1.14	1.46	2.08	2.13	1.43	1.22
yoy	167.5%	85.1%	38.8%	-49.0%	-47.8%	-36.7%	-27.7%	26.3%	-16.3%
扣非归母净利润	2.73	3.15	2.69	1.01	1.32	1.75	1.56	0.94	1.15
yoy	198.9%	111.0%	33.3%	-50.3%	-51.5%	-44.6%	-42.3%	-6.4%	-13.1%
毛利率	22.5%	27.8%	19.7%	11.5%	11.5%	14.2%	11.8%	8.9%	10.0%
净利率	18.4%	24.3%	20.0%	6.8%	8.7%	10.9%	11.2%	6.5%	6.7%
净利率 (剔除夏王)	14.8%	18.4%	14.6%	3.9%	6.9%	8.7%	10.1%	5.0%	4.3%

资料来源：公司公告，中信建投

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,451	6,969	9,409	10,490	12,474	营业收入	6,017	7,738	9,530	11,689	14,076
现金	794	944	1,661	2,037	2,453	营业成本	4,815	6,848	8,008	9,631	11,636
应收票据及应收账款合计	1,220	1,315	2,095	2,004	2,851	营业税金及附加	37	43	68	74	89
其他应收款	15	19	23	29	34	销售费用	22	26	32	41	48
预付账款	63	157	114	219	182	管理费用	114	124	176	208	246
存货	1,925	2,055	2,910	3,097	3,974	研发费用	158	104	207	239	261
其他流动资产	2,433	2,479	2,606	3,104	2,980	财务费用	20	68	149	173	186
非流动资产	4,598	6,295	7,178	8,156	9,153	资产减值损失	-17	-10	-27	-28	-31
长期投资	831	864	1,153	1,438	1,743	公允价值变动收益	-7	34	34	34	34
固定资产	2,532	2,846	3,509	4,191	4,846	其他收益	56	101	66	74	80
无形资产	516	773	836	915	989	投资净收益	287	140	267	264	283
其他非流动资产	718	1,812	1,680	1,613	1,574	营业利润	1,157	801	1,224	1,662	1,970
资产总计	11,049	13,264	16,587	18,646	21,626	营业外收入	3	2	2	2	2
流动负债	2,462	4,074	7,068	6,979	8,619	营业外支出	12	9	9	9	9
短期借款	690	1,771	4,629	3,881	5,191	利润总额	1,148	794	1,217	1,655	1,962
应付票据及应付账款合计	1,408	2,022	2,145	2,811	3,127	所得税	129	79	121	165	196
其他流动负债	364	281	293	287	300	净利润	1,019	715	1,096	1,490	1,767
非流动负债	2,140	2,278	1,629	2,033	1,980	少数股东损益	2	5	7	9	11
长期借款	0	0	2	2	1	归属母公司净利润	1,017	710	1,089	1,480	1,756
其他非流动负债	2,140	2,278	1,627	2,032	1,979	EBITDA	1,495	1,217	1,708	2,297	2,738
负债合计	4,602	6,352	8,697	9,012	10,599	EPS (元)	1.44	1.01	1.54	2.10	2.49
少数股东权益	28	32	39	49	60	主要财务比率					
股本	706	706	706	706	706	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资本公积	3,064	3,064	3,064	3,064	3,064	成长能力					
留存收益	2,386	2,849	3,607	4,638	5,861	营业收入(%)	24.2	28.6	23.2	22.7	20.4
归属母公司股东权益	6,419	6,880	7,851	9,586	10,968	营业利润(%)	38.7	-30.7	52.8	35.8	18.5
负债和股东权益	11,049	13,264	16,587	18,646	21,626	归属于母公司净利润(%)	41.8	-30.1	53.3	36.0	18.6
						获利能力					
现金流量表						毛利率(%)	20.0	11.5	16.0	17.6	17.3
						净利率(%)	16.9	9.2	11.4	12.7	12.5
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	ROE(%)	15.8	10.3	14.1	16.4	16.7
经营活动现金流	447	72	-169	2,281	860	ROIC(%)	28.0	14.5	14.9	20.6	19.1
净利润	1,019	715	1,096	1,490	1,767	偿债能力					
折旧摊销	331	362	374	490	617	资产负债率(%)	41.6	47.9	52.4	48.3	49.0
财务费用	20	68	149	173	186	净负债比率(%)	-1.6	12.0	38.1	20.4	25.8
投资损失	-287	-140	-267	-264	-283	流动比率	2.6	1.7	1.3	1.5	1.4
经营性应收项目的减少	-216	-1,194	-737	-13	-810	速动比率	1.8	1.2	0.9	1.1	1.0
经营性应付项目的增加	159	409	136	659	330	营运能力					
其他经营现金流	-420	260	-784	406	-617	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
投资活动现金流	-1,938	-651	-956	-1,170	-1,296	应收账款周转率	5.4	6.1	5.6	5.7	5.8
资本支出	662	969	3,453	-55	2,001	应付账款周转率	7.8	7.0	7.6	7.5	7.4
长期投资	0	92	-289	-32	-305	每股指标 (元)					
其他投资现金流	-1,277	410	2,208	-1,257	400	每股收益(最新摊薄)	1.4	1.0	1.5	2.1	2.5
筹资活动现金流	1,699	638	-1,017	13	-458	每股经营现金流(最新摊薄)	0.6	0.1	-0.2	3.2	1.2
短期借款	-107	1,081	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	9.0	9.7	10.9	12.7	14.9
长期借款	0	0	2	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	17.1	24.5	16.0	11.8	9.9
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	2.7	2.6	2.3	1.9	1.7
其他筹资现金流	1,806	-443	-1,019	13	-458	EV/EBITDA	10.6	14.2	11.4	8.0	7.0
现金净增加额	206	71	-2,142	1,124	-894						

资料来源: 公司公告, 中信建投

分析师介绍

叶乐

中信建投轻工纺服及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2016年加入中信建投证券研究发展部，2019年“水晶球”中小市值入围，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名。目前专注于运动服饰、家居、造纸包装、美护、黄金珠宝、教育等消费服务产业研究。联系方式：18521081258，yele@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层
电话：（8610）8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csc.hk