

仙鹤股份 (603733.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

Q3 盈利环比改善明显，林浆纸布局优势逐步显现

业绩简评

10 月 30 日公司发布 2025 年三季报，25Q1-Q3 营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为+24.8%/-4.8%/-7.1%到 90.6/7.8/6.9 亿元。25Q3，公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别+15.5%/+13.9%/+1.5%到 30.7/3.0/2.5 亿元。

经营分析

新产能爬坡+海外拓展新客户，整体营收稳健增长。25 年公司营收保持稳健增速，新投产的广西来宾和湖北石首两大项目顺利爬坡，预计 Q3 整体销量环比增加态势确定。依靠优异的成品纸品质和大批量按时交付优势，下游客户对公司供应链的依赖程度不断加深，由此保证公司对客户报价并未见明显下降。公司持续开拓海外市场新客户，避开竞争较激烈的大众化产品，依托完备的研发技术积累瞄准市场新需求，预计亦贡献相当可观的业绩增量。同时公司保证在成熟产品上的技术壁垒和交付能力，即使下游需求相对疲软，但依靠具备较高消费刚性的成熟产品，公司包括日用消费、食品医疗包装和烟草用纸在内的核心业务仍保持平稳增长。

Q3 毛利率环比显现改善，财务费用有所增加。25Q1-Q3，公司毛利率/净利率为 14.0%/8.6%，同比-2.5/-2.7pct。25Q3 公司毛利率/净利率为 14.6%/9.9%，同比+0.0/-0.2pct，环比+1.8/+1.9pct。下游需求相对疲软，公司产品报价下降使 25Q1-Q3 毛利率下滑较多。25Q2 与 25Q3，国内阔叶浆价格环比分别-544/-121 元/吨，浆价下滑幅度已开始收窄，纸价端相对企稳且成本端有所改善，25Q3 公司毛利率环比提升。同时公司新投产的湖北项目产能利用率逐渐提升使减亏明显，且公司在海外市场大量开拓高毛利新产品，预计亦贡献可观业绩增量。25Q3 公司销售/管理/研发/财务费率为 0.5%/1.7%/1.5%/3.1%，同比分别+0.0/+0.2/+0.0/+1.3pct，财务费用率增长较快，主因长期借款增加使利息费用增加。

产能爬坡后持续贡献高毛利增量，期待盈利表现逐季改善。作为国内特种纸龙头，公司凭借稳健经营和优质客户资源，实现业绩的平稳增长。同时公司着力开拓海外市场增量空间，广西及湖北两大项目新投产产能保障长期发展轨道。预计随着浆价的逐步企稳带来产品报价提升，同时新产能度过爬坡期后利润率不断提升，预计公司整体业绩表现有望逐季改善。

盈利预测、估值与评级

预计 2025-2027 年公司营业收入 129.14/152.57/177.36 亿元，同比+25.70%/+18.14%/+16.25%，归母净利润 10.28/12.71/15.17 亿元，同比+2.37%/+23.70%/+19.35%。预计 2025-2027 年公司 EPS 为 1.45/1.80/2.14 元，当前股价对应 PE 分别为 11/9/8 倍，维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧；原材料价格上涨；新投放产能利用率不足。

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓 (执业 S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：22.65 元

相关报告：

1. 《仙鹤股份公司点评：抢先布局竹浆产业链，林浆纸一体化布局卓有成...》，2025.8.7



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,553	10,274	12,914	15,257	17,736
营业收入增长率	10.53%	20.11%	25.70%	18.14%	16.25%
归母净利润(百万元)	664	1,004	1,028	1,271	1,517
归母净利润增长率	-6.55%	51.23%	2.37%	23.70%	19.35%
摊薄每股收益(元)	0.94	1.42	1.45	1.80	2.14
每股经营性现金流净额	0.09	0.57	3.79	2.81	4.15
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.06%	12.40%	11.60%	12.91%	13.71%
P/E	17.17	14.51	11.27	9.11	7.63
P/B	1.56	1.80	1.31	1.18	1.05

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	7,738	8,553	10,274	12,914	15,257	17,736
增长率		10.5%	20.1%	25.7%	18.1%	16.2%
主营业务成本	-6,848	-7,560	-8,685	-11,038	-13,025	-15,127
%销售收入	88.5%	88.4%	84.5%	85.5%	85.4%	85.3%
毛利	891	994	1,588	1,876	2,232	2,609
%销售收入	11.5%	11.6%	15.5%	14.5%	14.6%	14.7%
营业税金及附加	-43	-67	-72	-90	-107	-124
%销售收入	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-26	-32	-37	-49	-58	-71
%销售收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	-124	-147	-174	-220	-267	-319
%销售收入	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.8%	1.8%
研发费用	-104	-113	-134	-174	-214	-248
%销售收入	1.3%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%
息税前利润 (EBIT)	593	634	1,172	1,342	1,586	1,846
%销售收入	7.7%	7.4%	11.4%	10.4%	10.4%	10.4%
财务费用	-68	-182	-236	-460	-474	-436
%销售收入	0.9%	2.1%	2.3%	3.6%	3.1%	2.5%
资产减值损失	-30	-15	-44	-57	9	-5
公允价值变动收益	34	22	13	40	20	20
投资收益	140	211	181	180	180	180
%税前利润	17.6%	28.8%	16.0%	15.7%	12.7%	10.7%
营业利润	801	733	1,132	1,139	1,412	1,685
营业利润率	10.4%	8.6%	11.0%	8.8%	9.3%	9.5%
营业外收支	-7	-1	-1	5	3	3
税前利润	794	732	1,131	1,144	1,415	1,688
利润率	10.3%	8.6%	11.0%	8.9%	9.3%	9.5%
所得税	-79	-65	-118	-114	-141	-169
所得税率	10.0%	8.9%	10.4%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	715	667	1,013	1,030	1,273	1,519
少数股东损益	5	3	9	2	2	2
归属于母公司的净利润	710	664	1,004	1,028	1,271	1,517
净利率	9.2%	7.8%	9.8%	8.0%	8.3%	8.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	715	667	1,013	1,030	1,273	1,519
少数股东损益	5	3	9	2	2	2
非现金支出	377	470	618	1,132	1,456	1,812
非经营收益	-96	-83	-33	282	296	272
营运资金变动	-924	-993	-1,196	229	-1,039	-673
经营活动现金净流	72	62	402	2,672	1,986	2,930
资本开支	-906	-4,315	-3,893	-2,957	-738	-1,108
投资	92	388	736	-510	-30	-10
其他	162	187	88	180	180	180
投资活动现金净流	-651	-3,740	-3,070	-3,287	-588	-938
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	467	4,167	3,465	2,029	-363	-944
其他	171	-405	-1,059	-733	-792	-781
筹资活动现金净流	638	3,762	2,407	1,295	-1,155	-1,725
现金净流量	71	58	-298	681	243	267

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	944	1,228	805	1,486	1,729	1,995
应收款项	2,176	1,912	2,375	2,837	3,713	4,365
存货	2,055	2,777	3,413	3,865	4,407	4,914
其他流动资产	1,794	1,789	1,639	902	1,025	1,135
流动资产	6,969	7,706	8,232	9,089	10,874	12,409
%总资产	52.5%	40.8%	35.3%	34.9%	40.1%	44.4%
长期投资	918	1,012	1,151	1,301	1,301	1,301
固定资产	3,999	7,865	12,506	13,645	12,894	12,201
%总资产	30.1%	41.7%	53.6%	52.4%	47.5%	43.6%
无形资产	805	1,001	979	1,017	1,054	1,061
非流动资产	6,295	11,163	15,090	16,935	16,221	15,535
%总资产	47.5%	59.2%	64.7%	65.0%	59.8%	55.5%
资产总计	13,264	18,870	23,322	26,044	27,119	27,973
短期借款	1,771	2,757	1,811	4,059	3,696	2,752
应付款项	2,028	2,416	2,976	3,006	3,396	3,815
其他流动负债	274	440	451	504	563	719
流动负债	4,074	5,613	5,238	7,570	7,654	7,286
长期贷款	0	3,409	7,186	7,186	7,186	7,186
其他长期负债	2,278	2,486	2,760	2,382	2,382	2,381
负债	6,352	11,508	15,184	17,138	17,222	16,854
普通股股东权益	6,880	7,326	8,092	8,859	9,848	11,068
其中：股本	706	706	706	706	706	706
未分配利润	2,585	2,994	3,703	4,470	5,459	6,679
少数股东权益	32	36	45	47	49	51
负债股东权益合计	13,264	18,870	23,322	26,044	27,119	27,973

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.006	0.940	1.422	1.452	1.796	2.144
每股净资产	9.745	10.377	11.463	12.517	13.915	15.640
每股经营现金净流	0.102	0.087	0.570	3.785	2.813	4.150
每股股利	0.350	0.310	0.350	0.370	0.400	0.420
回报率						
净资产收益率	10.32%	9.06%	12.40%	11.60%	12.91%	13.71%
总资产收益率	5.36%	3.52%	4.30%	3.95%	4.69%	5.42%
投入资本收益率	5.05%	3.73%	5.43%	5.45%	6.26%	7.20%
增长率						
主营业务收入增长率	28.61%	10.53%	20.11%	25.70%	18.14%	16.25%
EBIT 增长率	-31.86%	6.89%	84.71%	14.58%	18.15%	16.38%
净利润增长率	-30.14%	-6.55%	51.23%	2.37%	23.70%	19.35%
总资产增长率	20.05%	42.27%	23.60%	11.59%	4.11%	3.13%
资产管理能力						
应收账款周转天数	59.6	58.1	57.4	60.0	67.0	68.0
存货周转天数	106.1	116.6	130.1	130.0	125.0	120.0
应付账款周转天数	51.9	76.7	95.6	80.0	75.0	70.0
固定资产周转天数	134.3	150.5	289.3	284.9	251.9	210.7
偿债能力						
净负债/股东权益	23.94%	93.57%	123.53%	130.47%	111.28%	88.16%
EBIT 利息保障倍数	8.8	3.5	5.0	2.9	3.3	4.2
资产负债率	47.89%	60.99%	65.11%	65.80%	63.51%	60.25%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	6	15	25
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.06	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2024-04-27	买入	18.08	N/A
2	2024-08-15	买入	16.36	N/A
3	2025-08-07	买入	23.65	N/A

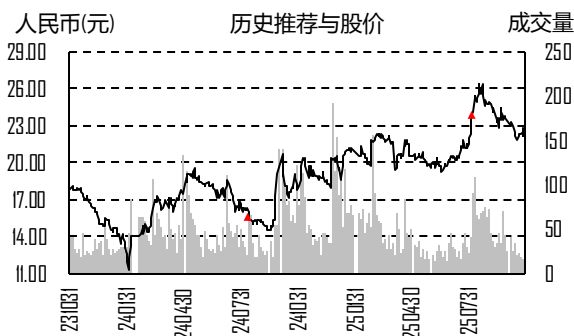
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806