

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

玖龙纸业(2689.HK)

投资评级

上次评级

姜文强 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

玖龙纸业：量价齐升、盈利筑底，浆纸一体化布局加速

2024年12月25日

提价落地，产销景气。公司 FY2024H2 (2024年1-6月) 实现收入 291.34 亿元(同比+13.8%)，归母净利润 4.58 亿元(同比+146.1%)，销量同比+160 万吨至 960 万吨，剔除汇兑损益后吨净利 45 元(环比+10 元/吨)。Q3 终端疲软、需求不振，箱板/瓦楞价格环比分别-1.0%/-1.4%，叠加成本抬升等因素，我们预计吨盈利环比略下滑；Q4 受益于旺季驱动&下游补库，我们预计公司产销景气，销量有望逐月上行，且龙头纸企携手挺价、10 月涨价函逐步落地，箱板/瓦楞价格分别自底部+160/+330 元/吨；国废受下游需求拉动，价格走势偏强，我们预计 Q4 公司盈利能力环比温和改善。

供需压力缓和，行业景气中枢上行。需求方面，箱板瓦楞纸与我国社会零售额、GDP 增速等宏观经济指标具备较强关联性，我们预计 25 年经济复苏预期强化提振需求；供给方面，2024 年龙头企业合计新增产能超 200 万吨，其中五洲 78 万吨、河南龙源新增 35 万吨、山鹰吉林新增 30 万吨、宿州贡献 90 万吨(公司预计 9 月-12 月分批投产)，2025 年龙头企业主要新增产能仅有五洲 25 万吨(公司预计 2025Q1 投产)、太阳纸业 120 万吨(公司预计 2025Q4 投产)、新乡亨利纸业 30 万吨(公司预计 25H1 投产，置换原有 20 万吨老产线)，预计表观供需压力缓和。此外，海外近年来成本抬升，价格高位运行，2024 年 10 月我国箱板/瓦楞进口总量分别为 39.5/19.3 万吨(较高点分别-13.2/-30.0 万吨)，零关税影响逐步减弱。

产品结构优化，浆纸一体化布局加速。截至 2024 年 6 月底，公司浆纸产能合计达 2681 万吨，其中造纸/原材料产能分别为 2167 万吨/514 万吨。成品纸方面，卡纸(牛卡)/瓦楞/灰板白/文化纸/特种纸产能分别为 1343/370/260/167/27 万吨，且广西北海基地 24Q3/25Q2 将分别新增 120 万吨白卡/70 万吨文化纸、湖北荆州基地 25Q1/25Q2 将分别新增 60 万吨文化纸/120 万吨白卡纸，产品结构持续优化。此外，公司在原材料方面持续深化布局，24Q3 广西新增 110 万吨化学浆/60 万吨化机浆，25Q2 湖北新增 65 万吨化学浆/70 万吨化机浆。截至 2025H1 公司纸/浆总产能将分别为 2537 万吨/819 万吨，浆纸协同优势有望持续放大。

盈利预测：我们预计公司 2025-2027 财年归母净利润分别为 12.1 亿元/21.1 亿元/35.4 亿元，对应 PE 分别为 11.8X/6.8X/4.0X。

风险提示：下游需求复苏不及预期，行业竞争加剧，产能投放不及预期。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	56739	59496	64492	78036	85886
增长率 YoY %	-12%	5%	8%	21%	10%
归属母公司净利润 (百万元)	-2383	751	1214	2105	3539
增长率 YoY%	-173%	131%	62%	73%	68%
EPS(摊薄)(元)	-0.51	0.16	0.26	0.45	0.75
市盈率 P/E(倍)	-8.90	19.09	11.77	6.79	4.04
市净率 P/B(倍)	0.48	0.32	0.31	0.29	0.27

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 12 月 24 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	29,454	36,313	35,380	44,380	50,839	
现金	10,317	10,561	11,397	15,176	17,572	
应收账款及票据	4,460	8,482	6,404	8,336	9,982	
存货	8,856	10,169	10,865	12,419	13,820	
其他	5,821	7,101	6,714	8,449	9,464	
非流动资产	91,197	102,059	102,058	102,033	102,031	
固定资产	85,977	94,897	94,897	94,897	94,897	
无形资产	351	2,499	2,499	2,499	2,499	
其他	4,868	4,663	4,662	4,637	4,635	
资产总计	120,651	138,371	137,438	146,413	152,870	
流动负债	28,071	31,209	29,010	35,803	38,576	
短期借款	13,593	14,852	14,274	16,572	17,565	
应付账款及票据	9,648	11,266	9,686	12,754	13,943	
其他	4,830	5,091	5,050	6,477	7,067	
非流动负债	47,444	58,678	58,678	58,678	58,678	
长期债务	43,181	52,327	52,327	52,327	52,327	
其他	4,263	6,351	6,351	6,351	6,351	
负债合计	75,515	89,887	87,688	94,481	97,254	
普通股股本	481	481	481	481	481	
储备	44,367	45,118	46,359	48,491	52,057	
归属母公司股东	44,652	45,166	46,407	48,539	52,104	
少数股东权益	485	3,319	3,343	3,393	3,512	
股东权益合计	45,136	48,484	49,750	51,932	55,616	
负债和股东权益	120,651	138,371	137,438	146,413	152,870	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	6,924	-794	1,660	1,756	1,765	
净利润	-2,383	751	1,214	2,105	3,539	
少数股东权益	13	43	25	50	119	
折旧摊销	3,783	3,434	0	0	0	
营运资金变动及其他	5,512	-5,022	422	-398	-1,893	
投资活动现金流	-17,424	-12,656	1,455	1,424	1,337	
资本支出	-17,698	-12,819	0	0	0	
其他投资	274	163	1,455	1,424	1,337	
筹资活动现金流	11,136	13,666	-2,305	571	-734	
借款增加	11,613	13,671	-578	2,298	993	
普通股增加	0	0	0	0	0	
已付股利	-469	0	0	0	0	
其他	-7	-5	-1,727	-1,727	-1,727	
现金净增加额	663	243	837	3,778	2,396	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	56,739	59,496	64,492	78,036	85,886	
其他收入	145	321	0	0	0	
营业成本	55,209	53,785	58,107	69,452	74,720	
销售费用	2,124	2,339	2,515	2,965	3,264	
管理费用	2,577	2,150	2,322	2,731	2,920	
研发费用	0	0	0	0	0	
财务费用	1,075	1,367	1,410	1,385	1,272	
除税前溢利	-2,726	1,238	1,491	2,760	4,872	
所得税	-355	444	252	606	1,214	
净利润	-2,371	794	1,238	2,154	3,658	
少数股东损益	13	43	25	50	119	
归属母公司净利润	-2,383	751	1,214	2,105	3,539	
EBIT	-1,651	2,606	2,901	4,145	6,143	
EBITDA	2,132	6,040	2,901	4,145	6,143	
EPS (元)	-0.51	0.16	0.26	0.45	0.75	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
成长能力						
营业收入	-12.08%	4.86%	8.40%	21.00%	10.06%	
归属母公司净利润	-172.77%	131.50%	61.68%	73.42%	68.13%	
获利能力						
毛利率	2.70%	9.60%	9.90%	11.00%	13.00%	
销售净利率	-4.20%	1.26%	1.88%	2.70%	4.12%	
ROE	-5.34%	1.66%	2.62%	4.34%	6.79%	
ROIC	-1.41%	1.44%	2.07%	2.68%	3.67%	
偿债能力						
资产负债率	62.59%	64.96%	63.80%	64.53%	63.62%	
净负债比率	102.92%	116.78%	110.96%	103.45%	94.07%	
流动比率	1.05	1.16	1.22	1.24	1.32	
速动比率	0.73	0.83	0.84	0.89	0.96	
营运能力						
总资产周转率	0.50	0.46	0.47	0.55	0.57	
应收账款周转率	12.06	9.19	8.66	10.59	9.38	
应付账款周转率	6.77	5.14	5.55	6.19	5.60	
每股指标 (元)						
每股收益	-0.51	0.16	0.26	0.45	0.75	
每股经营现金流	1.48	-0.17	0.35	0.37	0.38	
每股净资产	9.52	9.63	9.89	10.34	11.10	

研究团队简介

姜文锬，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于浙商证券、国盛证券，任职团队曾多次上榜新财富最佳分析师，带领团队获 2023 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,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,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。