

【广发轻工 & 海外】玖龙纸业 (02689.HK)

行业供需格局将迎来拐点，龙头有望率先受益

核心观点：

- **深耕包装纸行业二十载，玖龙龙头地位稳固。**据 Wind，公司经营稳健，FY23 首次出现亏损，但 FY24 触底反弹，利润端已经开始逐步复苏。
- **箱板瓦楞纸行业前期供需错配，当前有望迎来拐点。**据中国造纸协会，23 年箱板、瓦楞纸消费量分别达 3418、3010 万吨，18-23 年 CAGR 为 7.83%、8.14%，占造纸总消费量的 25.96%、24.85%。箱板瓦楞纸需求受下游消费影响较为明显，23 年以来下游消费疲软，纸价压力明显。预计随着我国刺激消费政策不断出台，有望拉动 25 年箱板瓦楞纸需求量持续增长。从供给端来看，23 年我国发布零关税政策，导致箱板纸瓦楞纸进口量大幅增加，对供给端造成较大冲击。当前经过近两年的消化，进口冲击边际减弱，且 25 年头部企业国内新增箱板纸瓦楞纸产能放缓，展望后续，预计需求修复、供给端压力减小，纸价拐点有望快速来临。
- **浆、纸产能全面布局，龙头韧性凸显。**据中研网显示，22 年玖龙于箱板、瓦楞纸行业市占分别达 23% 及 11%，皆处在第一名的位置，与小企业拉开明显差距。公司较早地开始上游木浆、纤维及再生浆的布局，率先实现浆纸一体化，以应对原料价格波动。此外，造纸行业为重资本开支的行业，公司资本开支高点在 2023 年，24 年资本开支下行且预计 25 年不再边际提升，当前资本开支高峰已过，有望助力公司率先改善经营质量，体现出较强的龙头稳定性。
- **盈利预测与投资建议。**公司为包装纸龙头，行业供需格局向好下，预计玖龙将率先修复。预计 FY25-27 年归母净利润为 11.48/20.07/26.60 亿元，参考可比公司，给予 FY25 合理估值 13 倍 PE，按照 1 HKD = 0.93 CNY，对应合理价值 3.42HKD/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**宏观经济下行风险，原料价格上行风险、投产不及预期风险、行业竞争加剧风险。

盈利预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	56,739	59,496	65,063	72,918	78,569
增长率（%）	-12.1%	4.9%	9.4%	12.1%	7.7%
EBITDA（百万元）	2,132	6,040	8,097	8,731	9,220
归母净利润（百万元）	-2,383	751	1,148	2,007	2,660
增长率（%）	-173%	131%	53%	75%	33%
EPS（元/股）	-0.51	0.16	0.24	0.43	0.57
市盈率（P/E）	-	18.9	12.0	6.8	5.2
ROE（%）	-5.3%	1.7%	2.5%	4.1%	5.2%
EV/EBITDA	31.7	11.7	8.0	6.8	5.8

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

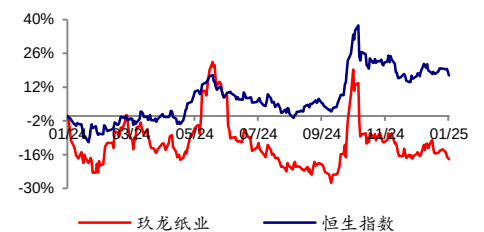
（注：盈利预测年份为财年；若无特别说明，本报告货币单位为人民币元。）

公司评级	买入
当前价格	3.11 港元
合理价值	3.42 港元
报告日期	2025-01-02

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	4692/4692
总市值/流通市值（百万港元）	14592/14592
一年内最高/最低（港元）	4.64/2.74
30 日日均成交量/成交额（百万）	10.14/33
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	-31.19/-5.76

相对市场表现



分析师：曹倩雯



SAC 执证号：S0260520110002



021-38003621



caoqianwen@gf.com.cn

分析师：张雨露



SAC 执证号：S0260518110003



SFC CE No. BNU523



021-38003692



zhangyulu@gf.com.cn

请注意，曹倩雯并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

联系人：李悦瑜 021-38003784

liyueyu@gf.com.cn

目录索引

一、包装纸行业领军企业，龙头盈利正回升.....	5
（一）深耕包装纸行业二十载，龙头地位稳固.....	5
（二）家族集中控股，高管经验丰富.....	6
（三）下游消费暂时承压，玖龙纸业作为龙头企业韧性凸显.....	7
二、箱板瓦楞纸行业前期供需错配，当前有望迎来拐点.....	9
（一）上游：禁废令加大国产废纸制浆力度，当前国废价格稳定低位.....	11
（二）需求端：箱板瓦楞纸受下游消费影响较为明显.....	12
（三）供给端：前期受零关税及国内投产扰动，当前压力减弱.....	13
三、产能全球布局，成本优化驱动业绩向好.....	17
（一）龙头产能布局领先，规模优势持续凸显.....	17
（二）资本开支高峰已过，后续预计不再边际增加.....	20
四、盈利预测和投资建议.....	23
五、风险提示.....	25
（一）宏观经济下行的风险.....	25
（二）原材料价格上行的风险.....	25
（三）产能投放不及预期风险.....	25
（四）行业竞争加剧导致价格战的风险.....	25

图表索引

图 1: 玖龙纸业发展历程.....	5
图 2: 玖龙纸业产品矩阵布局	6
图 3: 玖龙纸业股权结构 (截止 2024 财年)	6
图 4: 玖龙纸业营收及同比 (亿元, %)	8
图 5: 玖龙纸业归母净利润及同比 (亿元, %)	8
图 6: FY2024 玖龙纸业各产品营收占比 (%)	8
图 7: 玖龙纸业各产品收入及同比增速 (亿元, %)	8
图 8: 玖龙纸业分地区营收及同比 (亿元, %)	9
图 9: 玖龙纸业国内外收入占比 (%)	9
图 10: 玖龙纸业毛利率与净利率 (%)	9
图 11: 玖龙纸业各项费用率 (%)	9
图 12: 纸浆种类及用途	10
图 13: 2018-2023 年中国纸浆生产量 (万吨)	10
图 14: 2018-2023 年中国纸浆消耗量 (万吨)	10
图 15: 2017-2023 年中国废纸进口量	11
图 16: 2001-2023 年国产进口废纸制浆消耗量 (万吨)	11
图 17: 2023 年我国废纸回收渠道占比分布情况	12
图 18: 2014-2024 年国废与美废价格 (元/吨)	12
图 19: 2023 年我国各纸种消费量结构.....	12
图 20: 2014-2023 年各纸种消费量变动情况 (万吨)	12
图 21: 2022 年箱板瓦楞纸下游需求结构	13
图 22: 2016-2023 年人均消费累计同比 (%) 与箱板瓦楞纸消费量增速 (%) 对比图.....	13
图 23: 2018-2024 年我国快递业务量变化	13
图 24: 2018-2024 年我国饮料零售额变化	13
图 25: 2023 年我国各纸种生产量结构.....	14
图 26: 2014-2023 年各纸种生产量变动情况 (万吨)	14
图 27: 2022 年箱板纸竞争格局.....	14
图 28: 2022 年瓦楞纸竞争格局.....	14
图 29: 造纸生产企业数及亏损比例 (个, %)	15
图 30: 造纸生产利润总额 (亿元) 及同比 (%)	15
图 31: 箱板纸月度进口量 (千吨)	15
图 32: 瓦楞纸月度进口量 (千吨)	15
图 33: 2021-2024 年箱板纸平均月度进口量及同比	16
图 34: 2021-2024 年瓦楞纸平均月度进口量及同比	16
图 35: 2019-2024 年箱板纸年新增产能 (千吨/年)	16
图 36: 2019-2024 年瓦楞纸年新增产能 (千吨/年)	16
图 37: 箱板纸与瓦楞纸纸价格 (元/吨)	17
图 38: 箱板纸与瓦楞纸毛利 (元/吨)	17
图 39: 2022-2023 年造纸企业年度原纸产量 (万吨)	18

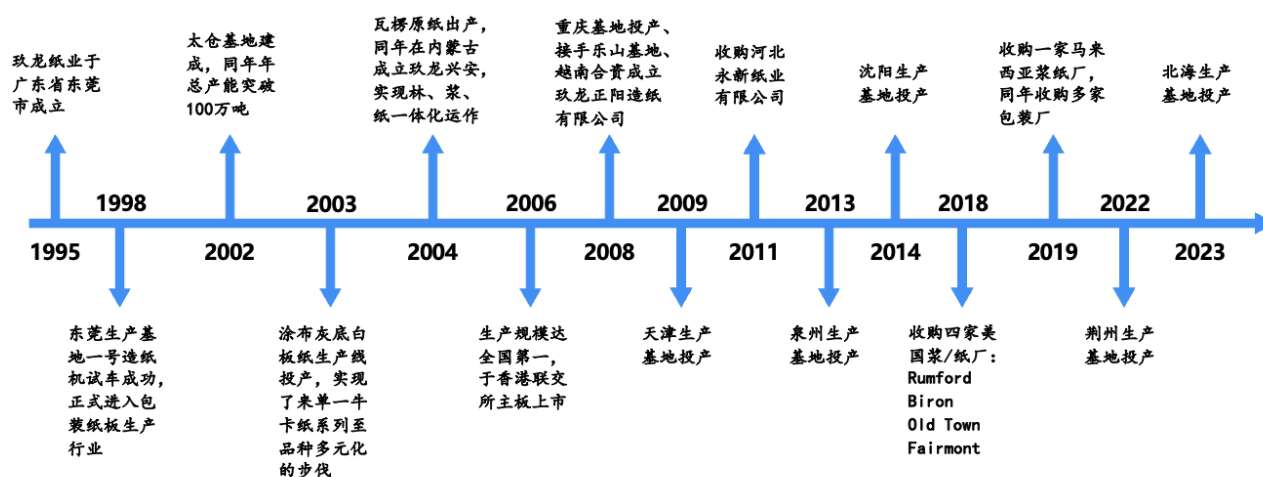
图 40: 玖龙纸业亚洲生产基地	18
图 41: 玖龙纸业美国工厂	18
图 42: FY24 玖龙纸业核心产品产能 (百万吨)	19
图 43: FY24 玖龙纸业美国基地产能 (百万吨)	19
图 44: 玖龙纸业纤维原料产能 (百万吨)	21
图 45: 玖龙纸业造纸及包装产能 (百万吨)	21
图 46: 玖龙纸业资本性支出	22
图 47: 玖龙纸业短期负债率	22
图 48: 玖龙纸业 ROIC (%)	22
图 49: 玖龙纸业净资产收益率 (%)	22
表 1: 玖龙纸业董事会及高管人员简介	7
表 2: 2025 部分企业新增箱板纸瓦楞纸投产情况 (万吨)	16
表 3: 玖龙纸业造纸/造浆产能分布	19
表 4: 玖龙纸业包装产能分布	20
表 5: 玖龙纸业扩产项目概况	21
表 6: 玖龙纸业核心业务拆分 (百万元, %)	23
表 7: 玖龙纸业可比公司估值对比 (截至 2025 年 1 月 1 日)	24

一、包装纸行业领军企业，龙头盈利正回升

（一）深耕包装纸行业二十载，龙头地位稳固

玖龙纸业长期稳居我国包装用纸行业领先地位。玖龙纸业于1995年成立，总部位于广东省东莞市，1998年位于东莞生产基地一号造纸机试车成功，年设计产能为20万吨牛卡纸，标志着玖龙纸业正式进入中国包装纸板生产行业，2002年5月二号、三号造纸机相继投产，年总产能突破100万吨。2004年与于内蒙古成功合资成立玖龙兴安浆纸（内蒙古）有限公司，实现林、浆、纸一体化运作，同年突破年产能200万吨。公司经历十年时间，2006年于香港联交所主板上市，此后，公司持续拓展生产能力，在太仓、重庆、天津、泉州、沈阳、乐山、唐山、荆州及北海建立生产基地，后续完成对越南正阳造纸厂、四家美国浆纸厂以及马来西亚文东浆纸厂的收购，不断推进国际化发展，国内外协同发展齐头并进，产能快速提升。此外，公司在各类环保包装纸业务基础上，将业务领域拓展至高档全木浆纸及包装纸上下游产业链，全面提升综合实力。据美国《paper360》杂志公布最新全球纸业排行，2023年玖龙纸业稳居中国企业第一，当前玖龙纸业已成功搭建全面的销售网络和强大的生产线，包装用纸龙头地位稳固。

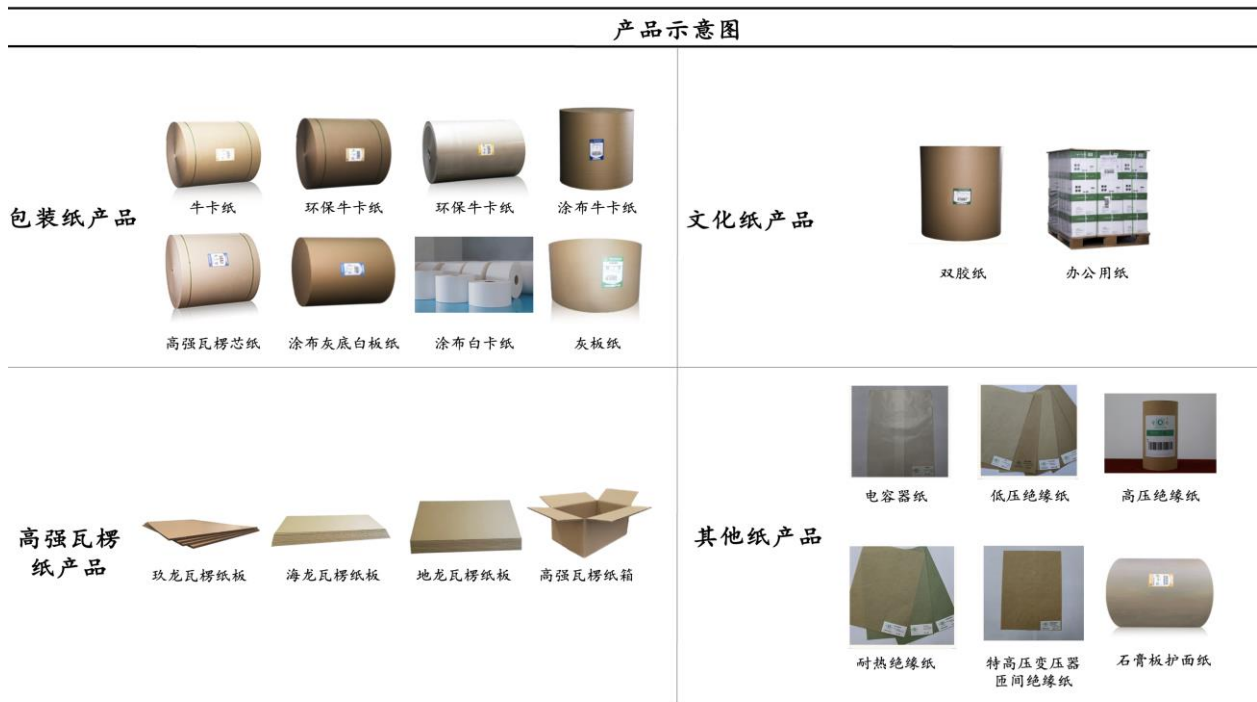
图1：玖龙纸业发展历程



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

玖龙纸业从事各类环保包装纸及高档全木浆纸的生产及销售，主要产品为牛卡纸、高强瓦楞芯纸和涂布灰底白板纸。其中，从细分产品来看，卡纸主要运用在需要高强度和耐用性包装材料中，如礼品盒、电子产品包装等。高强瓦楞芯纸主要用于制作瓦楞纸板纸箱，其高强度特性便于在物流运输中承受较大压力和冲击。白板纸常用于印刷品和包装材料。据玖龙纸业官网显示，截止目前，公司在亚洲拥有12个造纸基地，8个包装基地，在美国拥有4个浆纸厂，年产能超过2200万吨。此外，据玖龙纸业官网显示，公司拥有与生产配套的物流系统，包括自有太仓码头、重庆码头、东莞码头和车队以及南沙湾公用码头。

图2：玖龙纸业产品矩阵布局

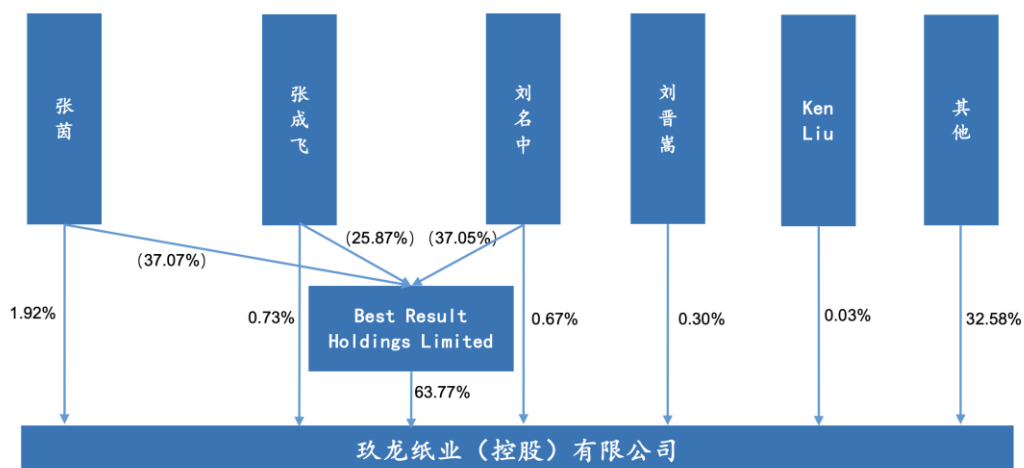


数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

（二）家族集中控股，高管经验丰富

玖龙纸业系家族控股企业，股权集中。据Wind数据显示，截止2024财年，Best Result Holdings Limited为公司第一大股东，公司实际控制人张茵及其家族成员张成飞、刘名中通过家族信托分别持有大股东Best Result Holdings 37.07%、25.87%、37.05%的股份，家族通过直接及间接方式共计控股67.4%，股权高度集中。此外，张茵女士为中国造纸协会副理事长、全国工商联纸业商会理事长，现任公司董事长，对行业有较深刻的理解及前瞻的决策眼光，与现任副董事长刘名中系夫妻关系、与副董事长张成飞系姐弟关系。公司现任管理层从业经验丰富，且在公司任职多年，核心管理团队较为稳定，有利于公司长期战略计划部署和持续发展。

图3：玖龙纸业股权结构（截止2024财年）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表1：玖龙纸业董事会及高管人员简介

姓名	职务	简介
张茵	董事长	1957 年出生，中华全国归国华侨联合会常务委员、中国侨商联合会荣誉会长、中国造纸协会副理事长、全国工商联纸业商会理事长、广东省侨商投资企业协会永远名誉会长、广东省工商业联合会名誉会长、世界莞商联合会名誉会长、香港侨界社团联合会主席及新家园协会监事会主席。现任玖龙纸业有限公司董事长。
刘名中	副董事长、行政总裁	1962 年出生，本科学位，广东省东莞市荣誉市民，全国青联委员。现任玖龙纸业有限公司副董事长、行政总裁。
Ken Liu	副董事长、副总裁	1992 年出生，本科学位。现任玖龙纸业有限公司副董事长、副总裁，兼任本公司多间附属公司之行政总裁、美国中南(本集团最大之废纸供应商之一)担任副主席。
张成飞	副董事长、副行政总裁	1968 年出生，重庆市第三届中国政治协商会议委员。现任玖龙纸业有限公司副董事长、副行政总裁。
张元福	执行董事、财务总监	1963 年出生，曾任潍柴动力股份有限公司的财务总监，英国特许公认会计师公会资深会员，香港会计师公会会员。现任玖龙纸业有限公司执行董事、财务总监，兼任本公司多间附属公司之董事。
刘晋嵩	执行董事、副总裁	1981 年出生，硕士学历。广东省政协委员、东莞市工商业联合会副会长及新家园协会会长。现任玖龙纸业有限公司执行董事、副总裁，兼任本公司多间附属公司之董事。
张连鹏	执行董事、副总裁	1992 年出生，本科学位。现任玖龙纸业有限公司执行董事、副总裁。
张连茹	执行董事、副财务总监	1997 年出生，本科学位。现任玖龙纸业有限公司执行董事、助理财务总监。

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

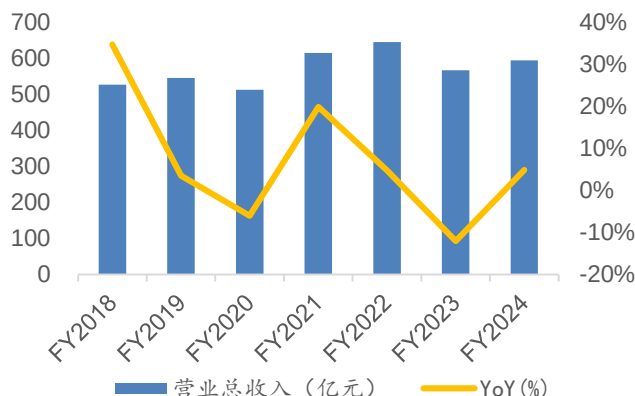
（三）下游消费暂时承压，玖龙纸业作为龙头企业韧性凸显

公司营收回暖，利润表现逐步复苏。据Wind，回顾2019-2024财年，公司营收从546.47亿元上升至594.96亿元，期间CAGR为1.71%；归母净利润从38.6亿元下降至7.51亿元，期间CAGR为-27.92%，当前暂时承压。

其中，公司2023财年归母净利产生较大波动，同比下降172.77%，主要系宏观环境变化影响，上半财年受国内疫情多点散发影响，消费持续疲弱，包装纸行业频繁停顿，下半财年疫情后内需及出口恢复较慢，整体消费不景气，需求下行，公司首次出现财年内亏损状态。

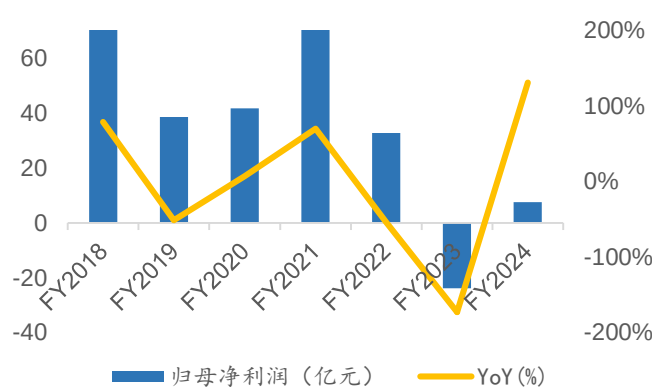
公司于2024财年触底反弹，尽管宏观经济需求仍然承压，纸价存在一定的下行压力，但公司积极发掘新利润增长点，优化产品组合，持续扩大市场份额，据公司24财年财报，24年公司销量同比上行18.3%，毛利率由23财年的2.7%修复至9.6%，归母净利润同比增长131.50%，净利率回升至1.33%，公司顶住行业压力，扭亏为盈，龙头韧性凸显。由于24年下游消费缓慢复苏，预计后续随国内经济刺激政策不断出台，下游消费有望回暖，带动公司订单上行，后续预计公司收入及利润实现稳增。

图4：玖龙纸业营收及同比（亿元，%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

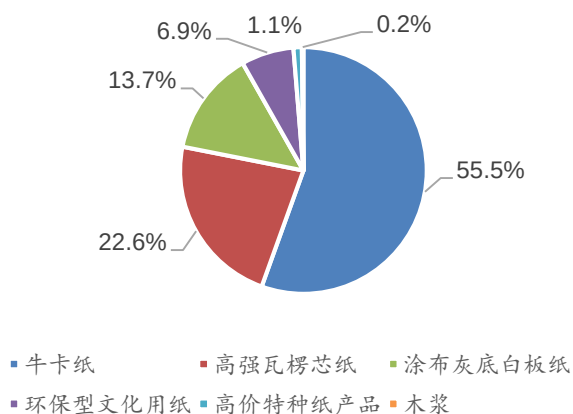
图5：玖龙纸业归母净利润及同比（亿元，%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

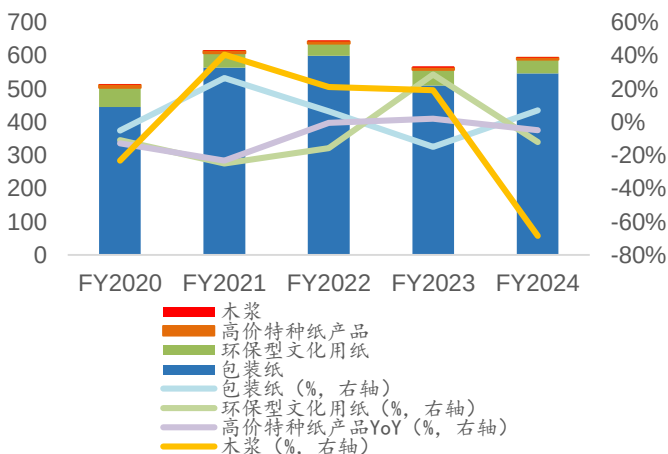
分产品看，包装纸为公司主要营收来源。公司收入主要由包装纸、环保型文化用纸、高价特种纸产品和木浆四部分业务构成。据公司24财年年报，包装纸整体实现收入546.09亿元，占比达91.78%，为公司第一大收入来源，包装纸整体同比增速于24财年达到7.06%，相较23年有明显回升。具体来看，公司包装纸业务主要涵盖卡纸、高强瓦楞芯纸和白纸板纸种，占总营收比例分别达到55.5%、22.6%、13.7%。此外，环保型文化用纸在24年实现收入41.34亿元，占比达6.95%，占比排名第二，高价特种纸及木浆产品占比分别为1.08%及0.19%。24财年环保型文化用纸、高价特种纸和木浆同比增速都有明显降低，同比增速分别为-12.04%、-4.89%、-68.45%。

图6：FY2024玖龙纸业各产品营收占比（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

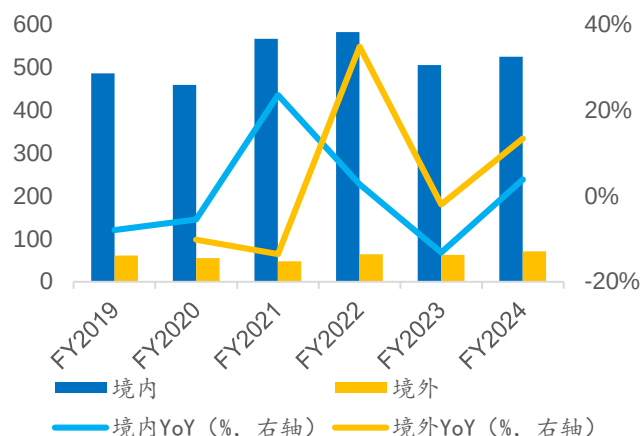
图7：玖龙纸业各产品收入及同比增速（亿元，%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

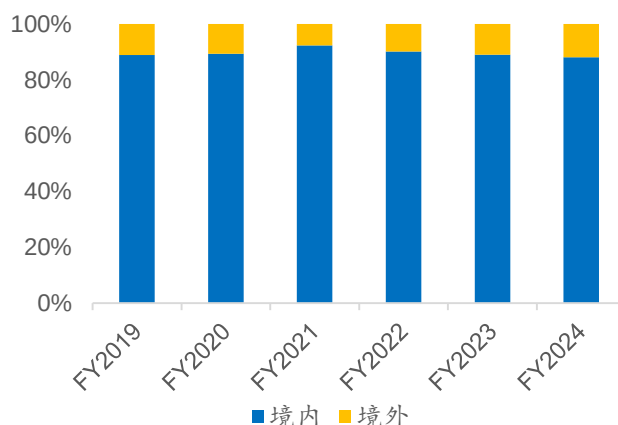
公司当前以国内销售为主。据公司24财年年报，公司国内地区实现营收524.16亿元，同比上升3.8%，占比达88.1%，为公司当前核心发展区域；公司国外地区实现营收70.8亿元，同比上升13.39%，占比达11.9%。2019财年至2024财年，公司国内收入占比均保持在90%左右，但随着玖龙海外投产及业务布局的持续加深，未来出海市场有望支撑公司第二成长曲线。

图8：玖龙纸业分地区营收及同比（亿元，%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

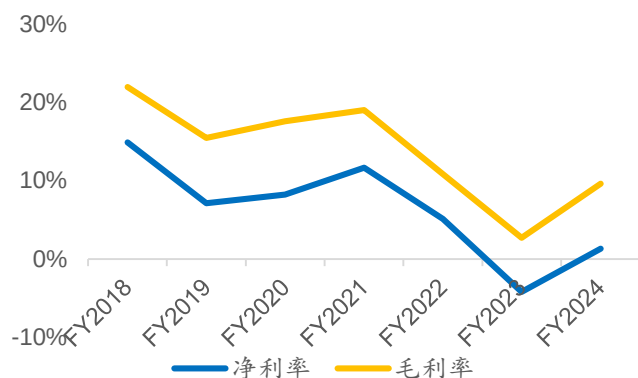
图9：玖龙纸业国内外收入占比（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

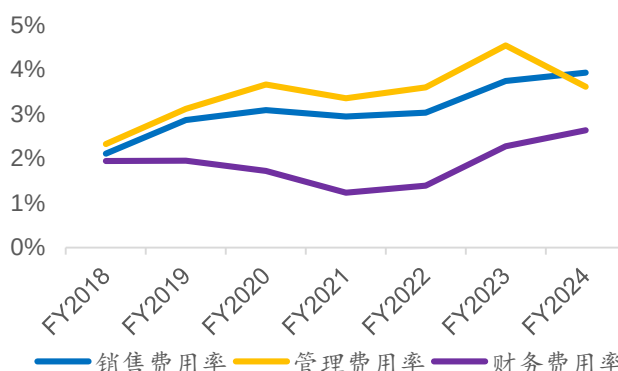
费用结构调整，公司盈利触底反弹。从毛利率和净利率来看，2021财年开始，由于包装纸市场价格走势低迷和宏观环境影响，公司营收规模下降，利润承压，2023年净利率跌至-4.18%，出现首次亏损，2024财年公司盈利转正，原料价格跌幅大于产品售价跌幅，毛利率与净利率均得到明显修复。从各项费用率来看，公司销售、财务费用率于18财年以来呈现波动上升趋势，管理费率在2023财年达到峰值后2024财年有所下调，首次低于销售费用率，预计公司费用投放精准度不断加强，整体费用率水平维持较为稳定。长期看行业整合、产品市场价格回暖、公司产能扩张，玖龙纸业盈利能力有望持续修复。

图10：玖龙纸业毛利率与净利率（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图11：玖龙纸业各项费用率（%）



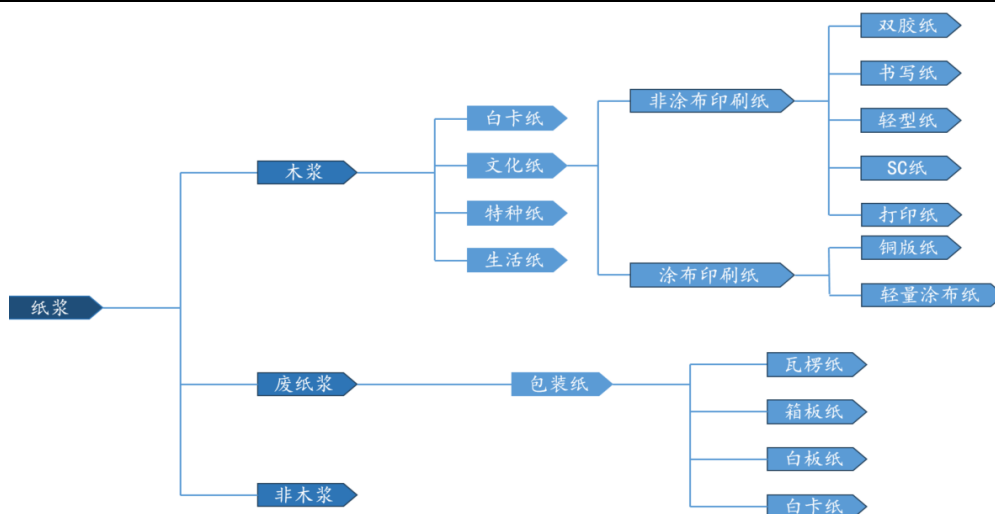
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、箱板瓦楞纸行业前期供需错配，当前有望迎来拐点

纸浆是造纸行业主要原材料，主要可分为三大品类。据头豹研究院数据，按制浆材料分，纸浆可划分为废纸浆、木浆与非木浆。其中，废纸浆多用于生产包装用纸，其中就包括箱板纸和瓦楞纸，其产量占比最大。木浆可细分为针叶浆和阔叶浆，

主要用于文化纸、白卡纸、特种纸和生活用纸的生产。非木浆主要为竹浆、芦苇浆、甘蔗浆等浆种，其占比较小，也可以用于生活用纸的生产。

图12：纸浆种类及用途



数据来源：广发证券发展研究中心梳理

据中国造纸协会，2023年全国纸浆生产总量达8823万吨，同比增长2.75%，2018-2023年产量CAGR达4.15%，整体增长较为平稳。其中，分品类来看，2023年度废纸浆产量达5936万吨，占比67.28%，为第一大品类，同比增长0.37%，2018-2023年CAGR达2.75%；木浆产量达2312万吨，占比26.20%，同比增长9.31%；非木浆达575万吨，占比6.52%，同比增长3.05%。

据中国造纸协会，2023年全国纸浆消耗总量11899万吨，同比增长5.35%，2018-2023年消耗量CAGR达4.86%，略高于产量增速。分品类来看，2023年度废纸浆消耗量达6435万吨，占比55.08%，同比增长0.08%；木浆消耗量达4931万吨，占纸浆消耗总量的41.44%，同比增长13.93%；非木浆533万吨，占比4.48%，同比下降0.74%。

图13：2018-2023年中国纸浆生产量（万吨）

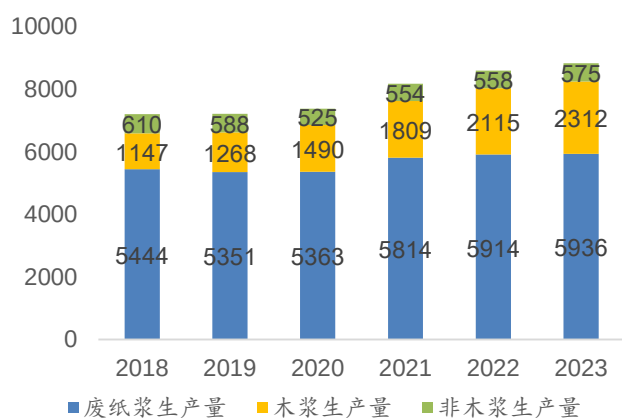
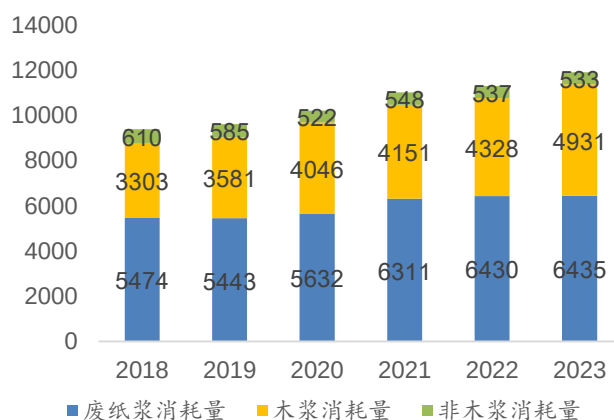


图14：2018-2023年中国纸浆消耗量（万吨）



数据来源：中国造纸协会，广发证券发展研究中心

数据来源：中国造纸协会，广发证券发展研究中心

（一）上游：禁废令加大国产废纸制浆力度，当前国废价格稳定低位

废纸浆按来源地可分为国废与外废。国废与外废的质量预计有所不同，发达国家废纸分类回收机制成熟，废纸纤维含量高、可利用率高；我国废纸分类回收工作起步晚、发展慢，废纸质量参差不齐、可利用率相较国外更低。据中国造纸业协会，我国目前废纸回收主要渠道为居民渠道和商业渠道，分别占比40%、35%，工厂渠道略低，占比25%。

政策限制外废进口，推动国废制浆。2017年国务院颁布《关于禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》，2020年4月最新版《固体废物污染环境防治法》修订完成。我国政策法规对进口废纸量造成限制，我国废纸进口量自2017年起开始逐渐下降，从2572万吨逐年减少至2023年的58万吨。受到禁废令影响，造纸行业外废制浆量持续缩小，从2017年的2063万吨下降至2023年的52万吨，近几年国废制浆力度加大，国产废纸浆消耗量则从2017年的4239万吨增长到2023年的5894万吨，限废令带来国产废纸浆替代性需求的增加。

图15：2017-2023年中国废纸进口量

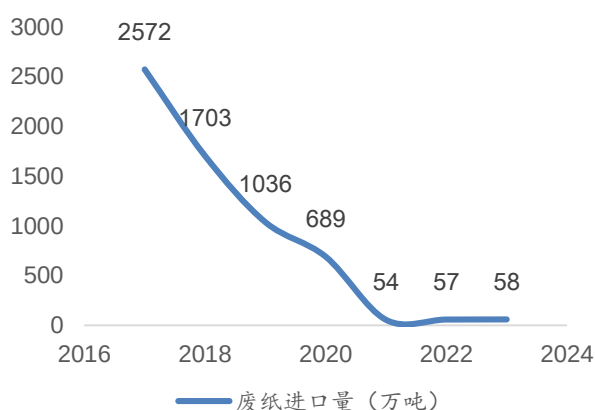
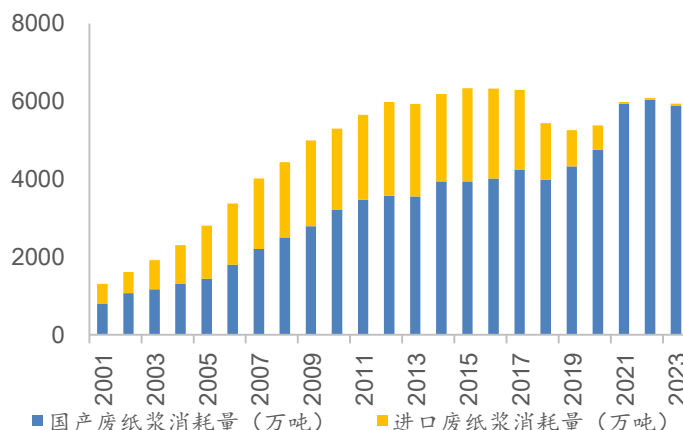


图16：2001-2023年国产进口废纸制浆消耗量 (万吨)

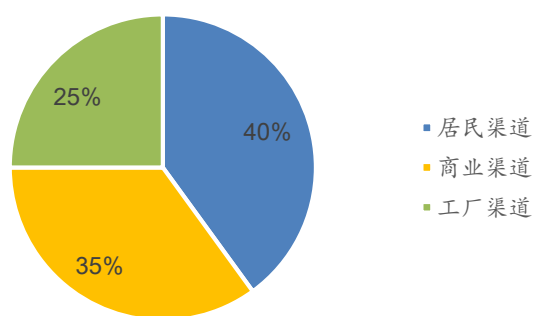


数据来源：中国造纸协会，广发证券发展研究中心

数据来源：中国造纸协会，广发证券发展研究中心

自17年开始，进口废纸量开始逐年减少，而2021年1月1日起，我国彻底禁止以任何方式进口固体废物，国废价格当即出现明显波动，在21年2月攀升至2,354元/吨，环比上涨15.1%。2021年国废全年均价维持在2,335元/吨，均价同比上涨18.26%。此后禁废令影响开始减弱，国废制浆量上行，基本弥补了外废的供应缺口，因此国产废纸浆供需基本稳定，国废价格的上涨趋势也并未在22年后得到延续，22H2国废价格受制于国内需求低迷，纸厂开工率不足，自7月起不断下跌直至23年初，2023-2024年国内废纸供需整体平稳，价格处在低位波动，整体变化不大，截至24年12月13日，国废价格达1591元/吨，同比下滑0.31%。

图17：2023年我国废纸回收渠道占比分布情况



数据来源：中国造纸协会，广发证券发展研究中心

图18：2014-2024年国废与美废价格（元/吨）

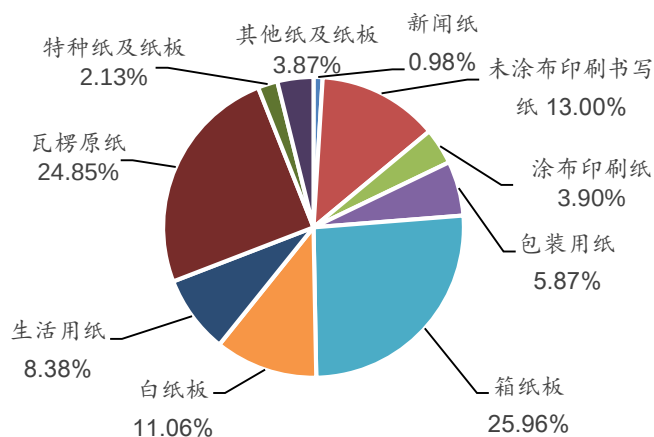


数据来源：卓创资讯，广发证券发展研究中心

（二）需求端：箱板瓦楞纸受下游消费影响较为明显

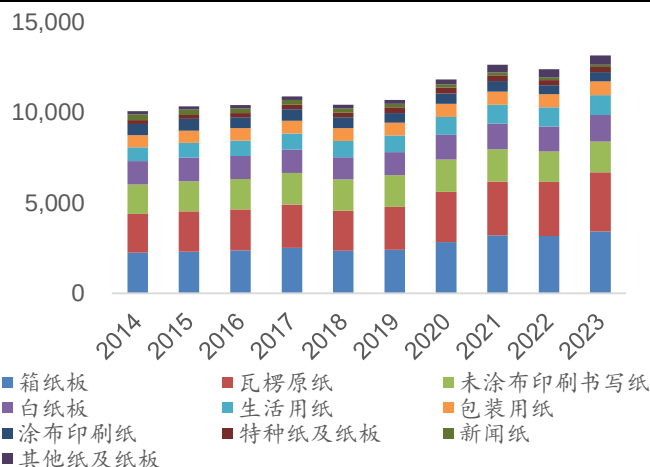
据中国造纸协会，我国2023年造纸总消费量达13165万吨，同比增加6.14%。按纸种拆分，2023年包装纸中箱板、瓦楞纸占比最高，年消费量分别达3418、3010万吨，分别占总消费量的25.96%、24.85%，2018-23年消费量CAGR分别达到7.83%、8.14%，整体体量大且增速稳定。文化纸中，非涂布印刷纸、涂布印刷纸（铜版纸）年消费量分别达1711、513万吨，占总消费量的13.00%、3.90%，2018-23年消费量CAGR分别达-0.46%、-3.21%，整体略有下滑。生活用纸年消费量达1103万吨，占比达到8.38%，2018-2023年消费量CAGR达到4.13%，近年来增长稳定。

图19：2023年我国各纸种消费量结构



数据来源：中国造纸协会，广发证券发展研究中心

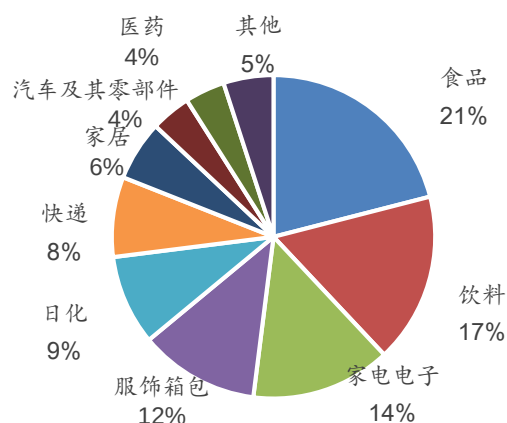
图20：2014-2023年各纸种消费量变动情况（万吨）



数据来源：中国造纸协会，广发证券发展研究中心

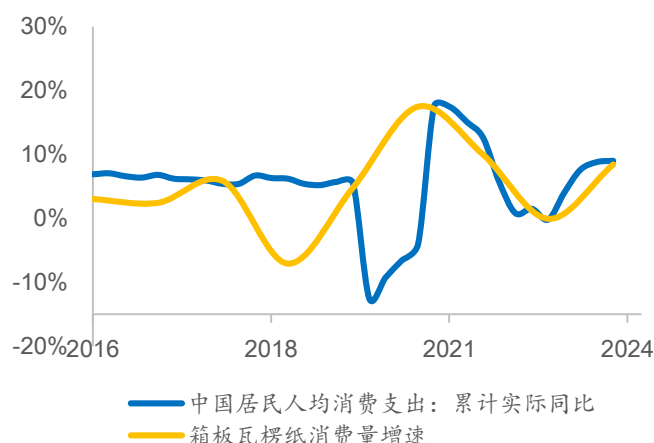
箱板瓦楞纸与下游各类消费品联系较为紧密。箱板、瓦楞纸消费量增速与我国居民人均消费增速较为相关。在箱板瓦楞纸需求结构中，食品、饮料包装分别为第一、第二大需求来源，共计占比38%；其次是家电电子设备包装，占比达14%，第四大需求来源为服装箱包包装，占比12%，日化产品、快递、家居、汽车及其零部件、医药包装占比相对较小，占比分别达到9%、8%、6%、4%、4%。箱板瓦楞纸与居民日常消费品相关性较高，下游需求涉及到日常消费重点品类。

图21：2022年箱板瓦楞纸下游需求结构



数据来源：华经产业研究院，广发证券发展研究中心

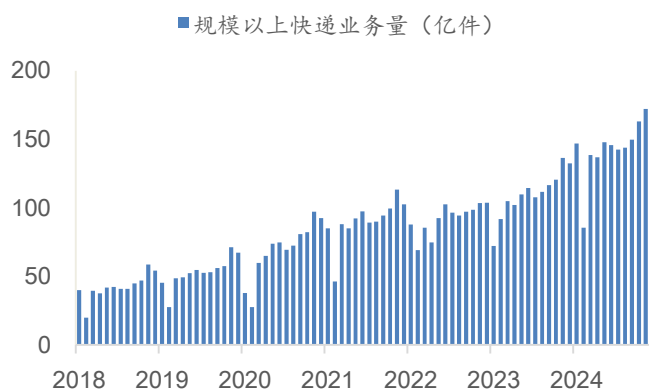
图22：2016-2023年人均消费累计同比（%）与箱板瓦楞纸消费量增速（%）对比图



数据来源：中国造纸协会，Wind，广发证券发展研究中心

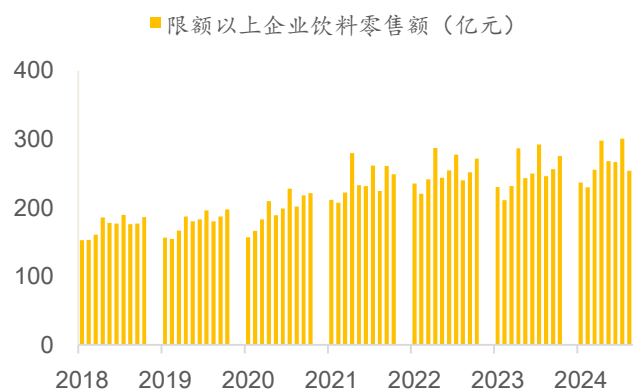
下游快递业务、饮料等主要产品消费量升高，箱板瓦楞纸当前仍具发展潜力。据Wind，我国互联网科技促进电商物流业迅速发展，带动箱板瓦楞纸下游需求不断旺盛，2024年11月，我国规模以上快递业务量约为172.1亿件，同比+26.1%，增速维持较高水平，2024年11月，我国限额以上企业饮料零售额达255亿元，同比+3.5%，整体保持稳定的增速，预计随着我国消费刺激政策不断出台，下游食品、饮料等市场修复将有望持续带动箱板瓦楞纸需求增长。

图23：2018-2024年我国快递业务量变化



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图24：2018-2024年我国饮料零售额变化



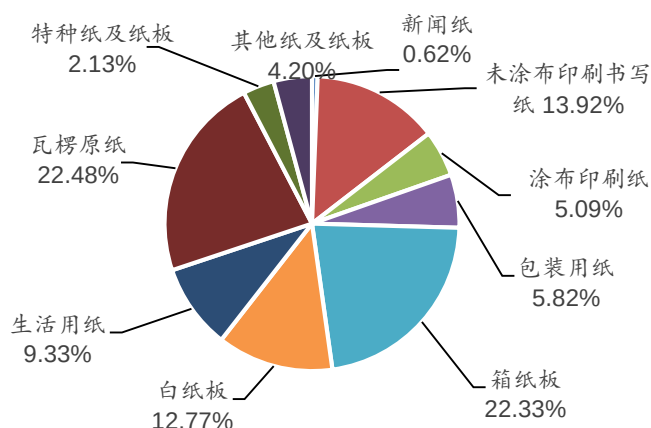
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（三）供给端：前期受零关税及国内投产扰动，当前压力减弱

据中国造纸协会，我国2023年造纸总生产量达12425万吨，同比+2.64%。按纸种拆分，2023年包装纸中箱板纸、瓦楞纸占比最高，年生产量分别达2895、2915万吨，分别占总产量的22.33%、22.48%，2018-2023年产量CAGR分别达到6.18%、6.73%，整体体量较大且增速稳定。文化纸中，非涂布印刷纸、涂布印刷纸（铜版纸）年产量分别达1805、660万吨，分别占总量的13.92%、5.09%，2017-2022年产量CAGR分别达到0.62%、-1.31%，总体出现下滑。生活用纸年产量达1135万吨，

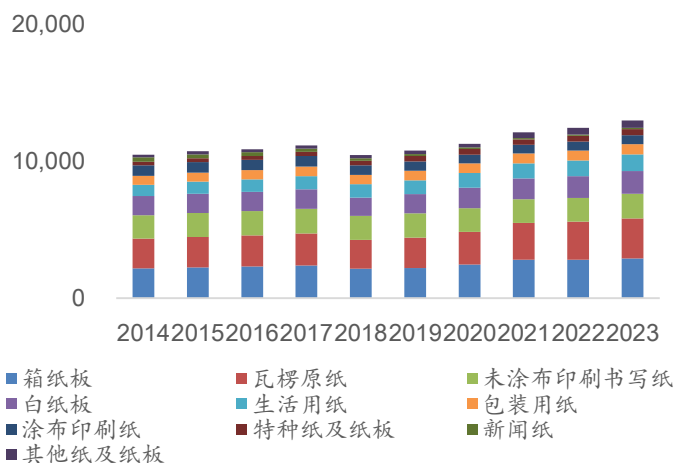
占比达到9.13%，2017-2022年产量CAGR达到3.41%，近年来增长较为稳定。

图25：2023年我国各纸种生产量结构



数据来源：中国造纸协会，广发证券发展研究中心

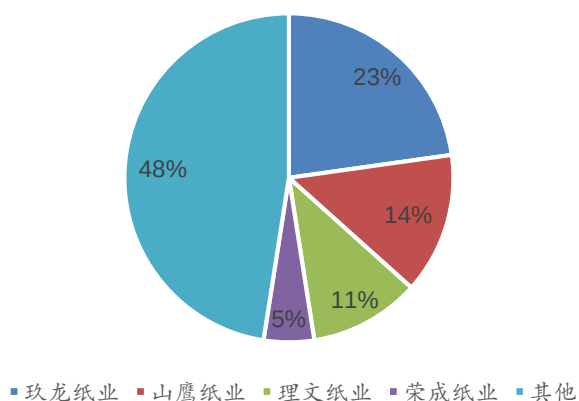
图26：2014-2023年各纸种生产量变动情况（万吨）



数据来源：中国造纸协会，广发证券发展研究中心

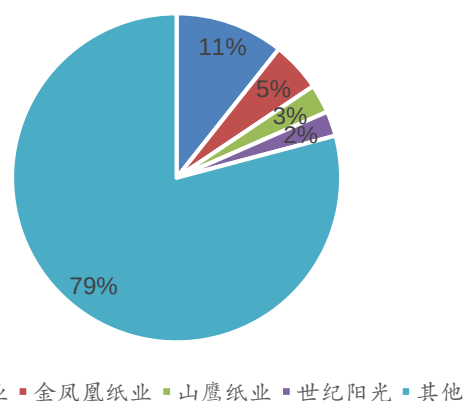
据中研网显示，瓦楞纸格局较分散，箱板纸较集中。2022年我国箱板纸CR4为52%，玖龙纸业占比23%，位居第一；山鹰纸业占比14%，位居第二；理文纸业占比11%，位居第三，头部集中度较高。瓦楞纸CR4仅为21%，玖龙纸业占比11%，位居第一；金凤凰纸业占比5%，位居第二；山鹰纸业、世纪阳光分别占比3%、2%，位居第三、第四，瓦楞纸行业整体集中度较箱板纸更低。

图27：2022年箱板纸竞争格局



数据来源：中研网，广发证券发展研究中心

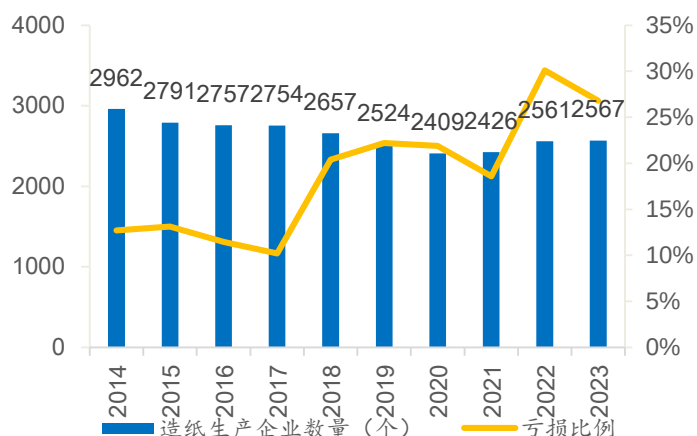
图28：2022年瓦楞纸竞争格局



数据来源：中研网，广发证券发展研究中心

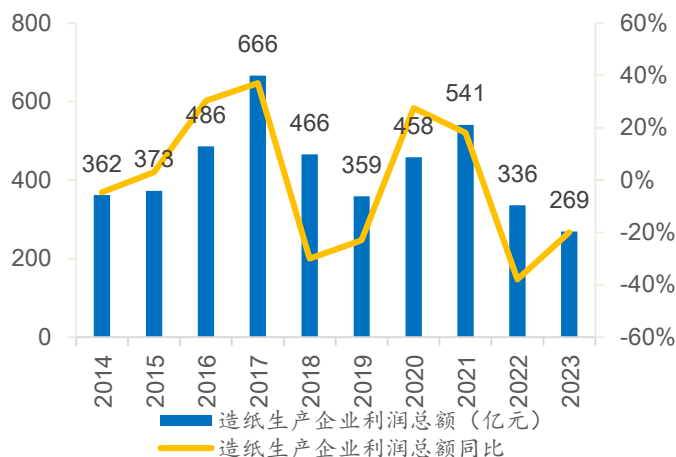
行业竞争激烈，小企有望持续出清。据中国造纸协会，过去十年间我国造纸生产企业总数维持在2000家以上，2014-2021年期间企业数量一路走低，近两年疫情放开后稍有回升。受困于原材料价格提升、下游需求疲软、行业竞争加剧、环保政策趋严等因素，造纸行业亏损整体在不断扩大。自2018年起，行业亏损比例大幅提升，2022年升至历史新高水平，亏损比例达到30.07%，23年由于疫后需求环比复苏，亏损比例略有下降，但仍然处在较高水平。行业持续亏损，有望加速小企出清，进一步提高行业集中度。

图29：造纸生产企业数及亏损比例（个，%）



数据来源：中国造纸协会，广发证券发展研究中心

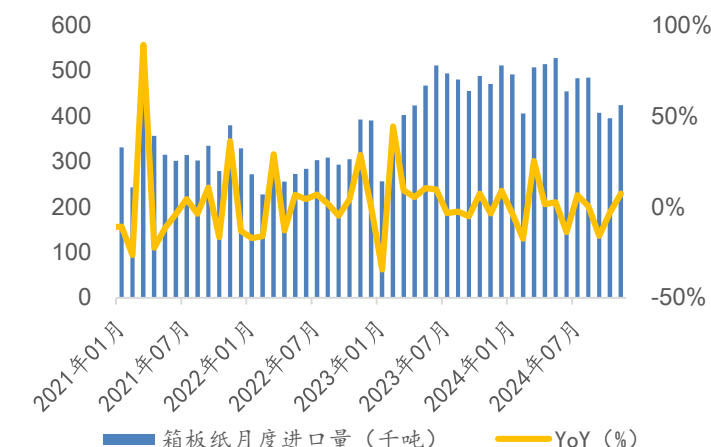
图30：造纸生产利润总额（亿元）及同比（%）



数据来源：中国造纸协会，广发证券发展研究中心

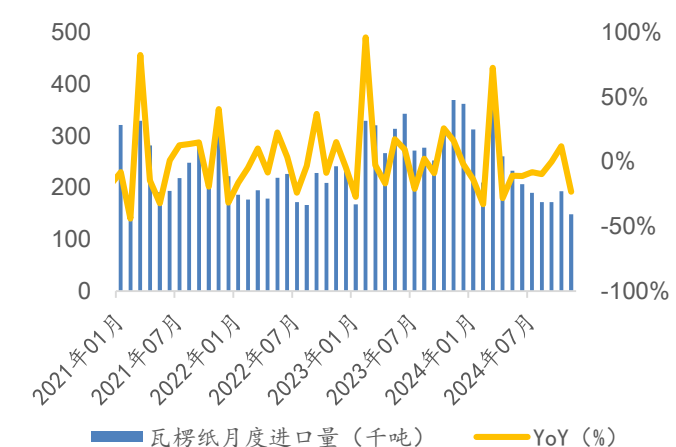
零关税政策带来的进口冲击边际减弱。据国务院，2022年12月28日，我国国务院关税税则委员会发布关税调整公告，自2023年1月1日起将箱板瓦楞纸进口产品原有的5-6%的关税清零，导致进口成品纸的价格下降，价格更具竞争力。受该政策影响，2023年的箱板瓦楞纸进口量大幅增加，2023年1月箱板纸、瓦楞纸进口量分别为255.8千吨、167.9千吨，而2023年2月箱板纸、瓦楞纸进口量分别为368.9千吨，329.2千吨，环比增加44.2%、96.1%，同比增加62.1%、86.2%，短期内对箱板、瓦楞纸供给造成较大冲击。该政策于2024年维持，在持续近两年的消化后，当前影响逐步消退，2023年箱板纸加瓦楞纸月均进口总量达743.1千吨，2024年降至686.5千吨，同比下降7.6%，其中瓦楞纸月均进口量下降更为明显，从2023年299.3千吨下降至2024年的223.6千吨，同比下降25.3%。整体而言，零关税政策带来的进口端新增供给已经开始减小，箱板瓦楞纸行业进口端冲击影响减弱。

图31：箱板纸月度进口量（千吨）



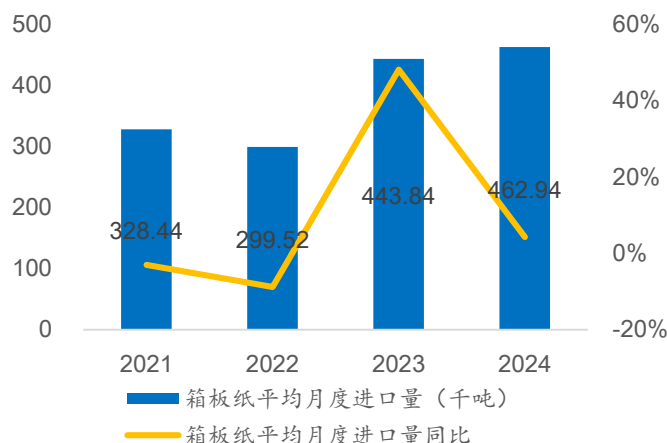
数据来源：卓创资讯，广发证券发展研究中心

图32：瓦楞纸月度进口量（千吨）



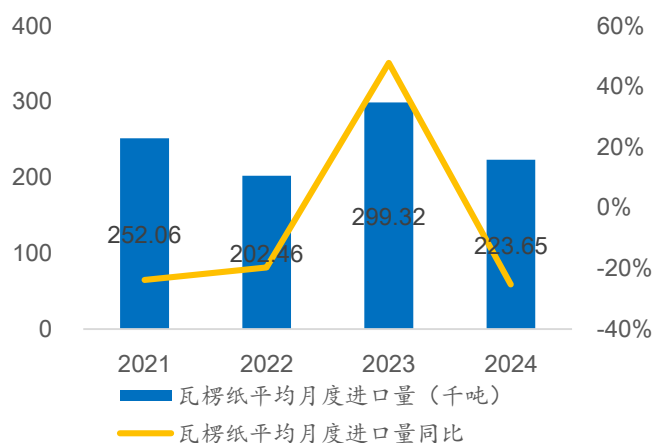
数据来源：卓创资讯，广发证券发展研究中心

图33：2021-2024年箱板纸平均月度进口量及同比



数据来源：卓创资讯，广发证券发展研究中心

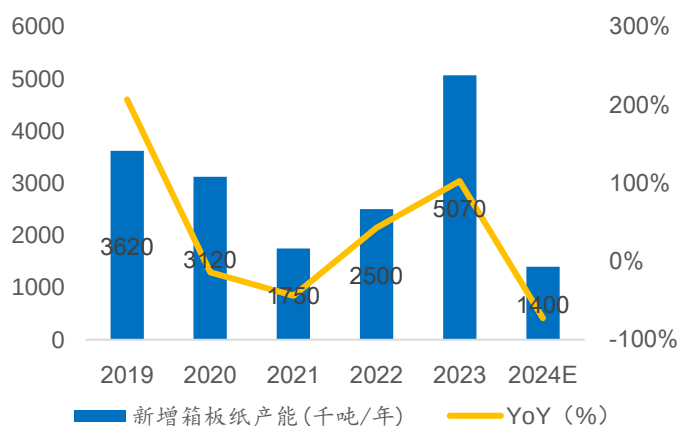
图34：2021-2024年瓦楞纸平均月度进口量及同比



数据来源：卓创资讯，广发证券发展研究中心

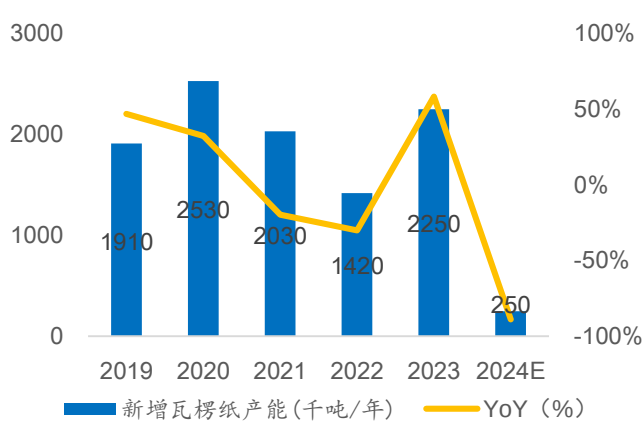
国内新增产能放缓。根据卓创资讯数据显示，2023年中国箱板、瓦楞纸新增产能密集投产，2023年预计新增箱板及瓦楞纸产能超过500万吨。然而，2024年开始，箱板瓦楞纸行业新增产能环比减缓。此外，造纸行业作为高能耗行业，随我国环保政策趋严，预计未来造纸端大型资本开支项目获批难度增大，部分已获批项目实际投产量预计也会受到一定限制，25年有望迎来行业投产量的拐点。

图35：2019-2024年箱板纸年新增产能（千吨/年）



数据来源：卓创资讯，广发证券发展研究中心

图36：2019-2024年瓦楞纸年新增产能（千吨/年）



数据来源：卓创资讯，广发证券发展研究中心

表2：2025部分企业新增箱板纸瓦楞纸投产情况（万吨）

公司	产能	投产时间	项目内容
山鹰宿州	90	2024Q4	包装纸
太阳纸业	120	2025Q4	高档包装纸
五洲特纸	25	2025Q1	包装纸
合计	225		

数据来源：卓创资讯，广发证券发展研究中心

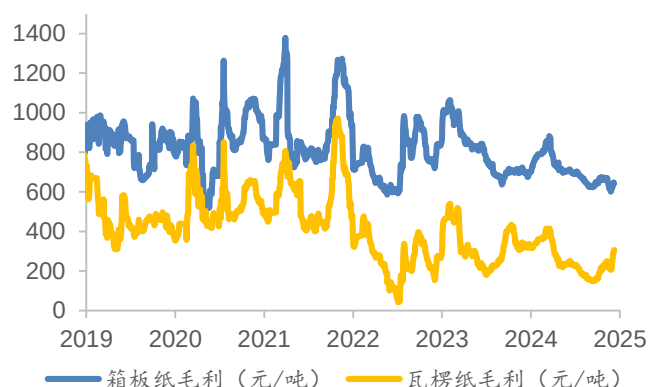
展望后续，预计箱板瓦楞纸纸价复苏，利润有望修复。自2024年10月以来，各纸企频发涨价函，且11月为电商传统旺季，预计对纸价起到一定的拉动作用。据卓创资讯，截止2024年9月30日箱板纸价为3594.6元/吨，截止12月13日纸价为3727.0元/吨，期间上涨3.7%；瓦楞纸纸价也不断修复，9月30日纸价为2587.5/吨，截止12月13日纸价为2876.3元/吨，上涨10.0%，涨价幅度较大；受价格持续修复影响，箱板瓦楞纸行业毛利也开始呈现上升趋势，箱板纸毛利润达642.2元/吨，瓦楞纸为306.1元/吨。当前箱板、瓦楞纸毛利润皆处于历史中低位水平，预计进口端压力边际不再恶化，叠加国内产能新增投放放缓，整体供给端扰动因素逐渐缓解；需求端受益于消费回暖，预计纸价持续复苏，企业出货量趋于稳中有增，同时龙头企业吨盈利有望回归至正常区间，当前箱板瓦楞纸行业拐点已至。

图37：箱板纸与瓦楞纸纸价格（元/吨）



数据来源：卓创资讯，广发证券发展研究中心

图38：箱板纸与瓦楞纸毛利（元/吨）



数据来源：卓创资讯，广发证券发展研究中心

三、产能全球布局，成本优化驱动业绩向好

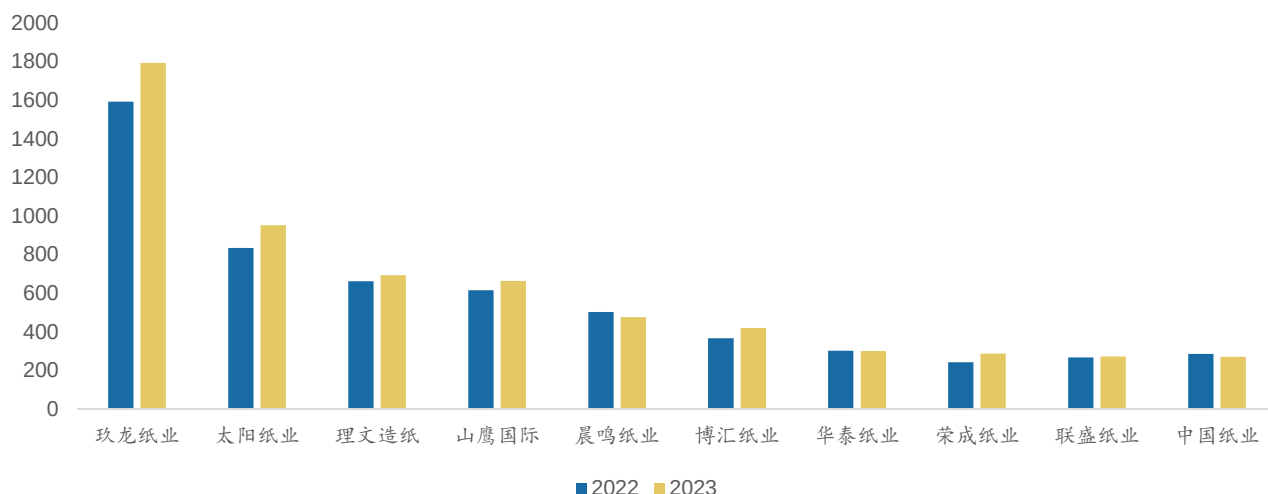
（一）龙头产能布局领先，规模优势持续凸显

玖龙纸业是中国造纸行业的龙头企业，深耕环保包装纸及高档纸市场。公司产品种类丰富，涵盖卡纸（如牛卡纸、涂布白卡纸、食品级白卡纸等）、高强瓦楞芯纸、涂布灰底白板纸、文化用纸、特种纸及浆品等，致力于为客户提供一站式包装解决方案。秉承“没有环保，就没有造纸”的理念，坚持优化原料结构、提高产品核心竞争力、提升运营效率、迈向高质量可持续发展四大战略，包装纸行业承压下公司仍能凭借全国化的产能布局及前瞻的海外业务扩张，发挥规模优势，持续抢占市场份额。

近年来，玖龙纸业凭借卓越的产能和市场规模，稳居行业龙头地位。据中国造纸协会数据显示，近年来玖龙纸业年度原纸产量皆处在1500万吨以上，且25年仍有新增项目规划，预计公司整体产量仍然处在上行通道，与造纸行业其他公司的产量数据拉开明显差距，龙头地位及规模优势稳固。据公司24财年报告显示，截至2024年6月30日，公司拥有造纸总设计年产能2167万吨，纤维原料总设计年产能达到514万吨，纤维原料中包括木浆238万吨、再生浆70万吨及木纤维206万吨。此外，公司

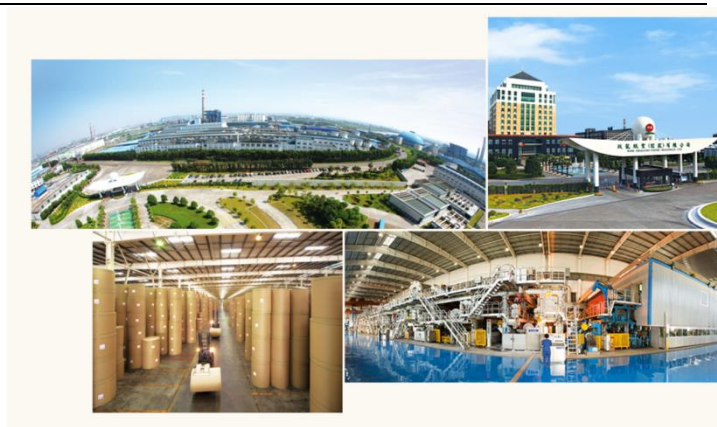
业务范围辐射下游包装，下游包装厂总设计年产能已达到28.6亿平方米。公司广泛及全面的产能布局为公司打开销售渠道，持续稳定上升的产量也将有效支撑公司的长期发展。

图39：2022-2023年造纸企业年度原纸产量（万吨）



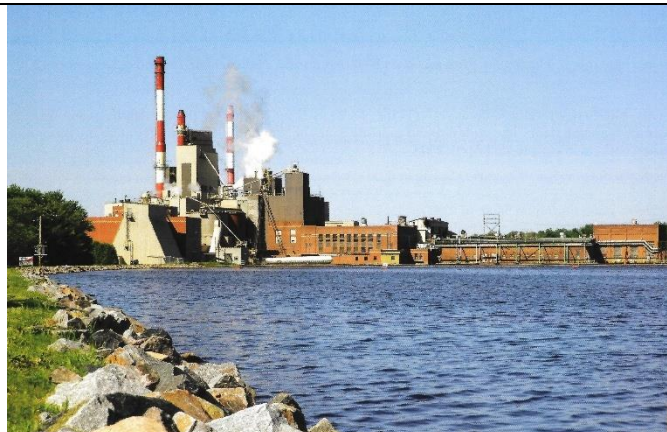
数据来源：中国造纸协会、广发证券发展研究中心

图40：玖龙纸业亚洲生产基地



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

图 41：玖龙纸业美国工厂



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

从地理位置来看，公司国内造纸及造浆涵盖10大基地，分布在东莞、太仓、重庆、天津、泉州、沈阳、乐山、河北、湖北及北海，基地多处在靠近港口及经济展中心地区，极大程度地贴近终端消费市场，且港口地理优势有望持续降低运输成本。除国内造纸基地外，公司于2008年完成对越南正阳造纸厂的收购，主营牛卡、环保卡纸、木纤维的生产，进军东盟市场，国际化业务布局初见雏形，17年越南二期项目扩建，助力公司提升在东南亚市场的份额。18、19年公司又先后于美国及马来西亚布局造纸及上游制浆业务，18年玖龙收购美国缅因州的Rumford、Old Town、威斯康星州的Biron、西佛吉尼亚州的Fairmont浆纸厂，19年收购马来西亚文东的浆纸厂，提高对于上游原材料的话语权，有效减小由于成本价格波动带来的风险。公司较早地布局出海，此外前瞻性地进入上游制浆市场，相较于近年来才开始纵向拓展产业链的造纸企业，具有明显的先发优势明显。

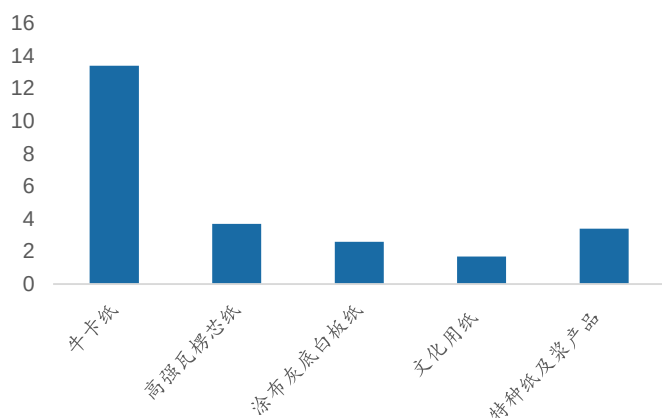
从造纸产品来看，根据公司24财年年报，截至2024年6月30日，牛卡纸设计年产能1340万吨，高强瓦楞芯纸为370万吨，涂布灰底白板纸为260万吨，文化用纸为170万吨，高价特种纸及浆产品为340万吨。公司在美国的四家浆纸厂总年产能约为130万吨，包括文化用纸所需的单面涂布纸、铜版纸、涂布机械浆纸，以及高附加值特种纸年产能约为90万吨，预计依靠美国当地产能，公司有望走出亚洲，全国化布局更上台阶。

表 3：玖龙纸业造纸/造浆产能分布

造纸/造浆基地	造纸产能（万吨）					造浆产能（万吨）		
	卡纸	高强瓦楞芯纸	涂布灰底白板纸	文化纸	特种纸	再生浆	木浆	木纤维
国内地区								
东莞	285	125	150	25			60	21
太仓	183	100		20				36
重庆	100	35	55				50	21
天津	125	35	55					10
泉州	100							21
沈阳	160						32	24
乐山		35						
河北	100							21
湖北	120						60	21
北海	80			55			20	
海外地区								
马来西亚	60	30				48		21
越南	45							10
美国				67	22	22	15	
总计	1358	360	260	167	22	70	238	206
造纸总计：2167						造浆总计：514		

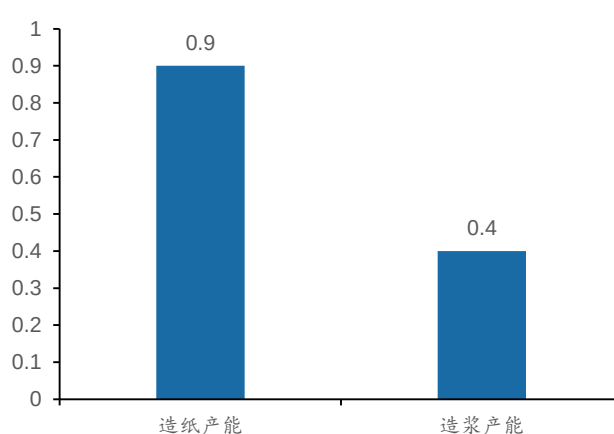
数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

图42：FY24玖龙纸业核心产品产能（百万吨）



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

图 43：FY24 玖龙纸业美国基地产能（百万吨）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

从制浆方面来看，玖龙纸业持续推进纤维原料产能扩张，以支持日益增长的造

纸需求，不断提升原料自给率，降低外部风险。据公司24财年报告，截至2024年6月30日，公司纤维原料总设计年产能达到514万吨，其中包括木浆238万吨、再生浆70万吨和木纤维206万吨。当前，公司正聚焦广西北海和湖北荆州两大基地的扩产项目，预计2025年仍有新增木浆投产。新增制浆产能将显著增强公司在纤维原料自给率上的优势，进一步提升其市场竞争力和盈利能力。

从包装业务来看，据公司24财年年报，截至2024年6月30日，公司下游包装厂总设计年产能达到28.6亿平方米，覆盖国内多个主要经济区域及海外市场。为进一步提升市场响应能力和服务水平，公司持续优化包装业务布局，并在国内外推进新增包装项目。各包装基地基本实现全自动瓦楞纸板物流输送系统、OMP生产管理排单系统以及从下单到入库的全自动化覆盖的产业模式，为客户提供了高效便捷的一站式服务，实现了对客户的深度绑定。

表 4：玖龙纸业包装产能分布

包装基地	主营产品	总设计产能（亿平方米）
太仓	瓦楞纸板、瓦楞纸箱	5.64
东莞		4.36
天津		4.36
成都		2.90
重庆		2.40
樟木头	瓦楞纸板	1.20
泉州		3.16
镇江		2.20
美国	瓦楞纸、商业、消费及零售包装方案	2.40
总计	/	28.6

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

（二）资本开支高峰已过，后续预计不再边际增加

玖龙纸业近年来通过多个扩产项目的有序推进，不断增强产能布局，进一步巩固行业领先地位。在造纸与木浆领域，公司在广西北海和湖北荆州两大核心基地稳步推进扩建计划，24年预计总计新增木浆及造纸产能170万吨、120万吨；25年预计再新增木浆及造纸产能135万吨、250万吨。

在木浆扩产项目方面，据公司24财年报告，广西北海基地计划于2024年第三季度新增110万吨化学浆和60万吨化学机械浆，总计新增170万吨木浆产能。而湖北荆州基地将分阶段实施扩建，预计2025年第二季度新增65万吨化学浆和70万吨化学机械浆，总计新增135万吨木浆产能。木浆产能的提升将为公司的浆纸一体化战略提供更有力度的支撑，进一步优化生产成本和原料供应保障。

在造纸扩产项目方面，据公司24财年报告，广西北海基地和湖北荆州基地分别专注于高附加值产品的开发与产能扩充。广西北海基地计划于2024年第三季度投产120万吨食品级白卡纸产能。2025年一季度仍有60万吨文化纸项目计划于湖北荆州二期投产，2025年二季度120万吨白卡纸项目计划于湖北荆州三期投产，2025年二

季度70万吨文化纸项目计划于广西北海投产。原计划于2025Q4于广西北海投产的20万吨纸袋纸产能，由于市场环境变动，现已取消。

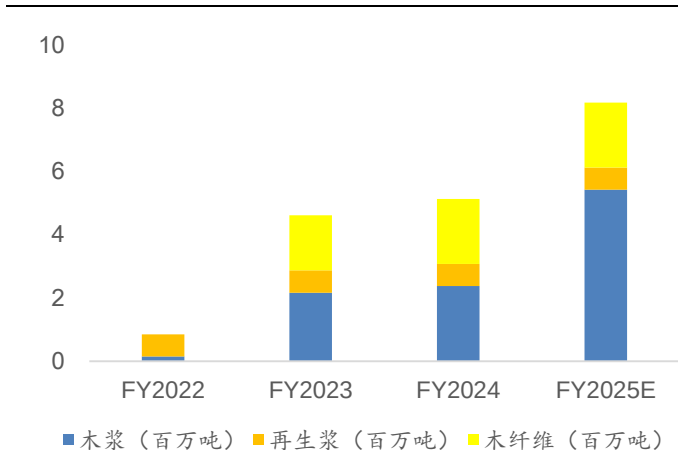
根据公司24财年年报，预计以上项目落地后，FY25公司纤维原料总设计年产能将达到819万吨，相较24财年的514万吨增加305万吨；造纸总设计年产能则将提升至2537万吨，相较24财年的2167万吨增加370万吨。这些扩产项目的实施不仅体现了玖龙纸业在行业中的前瞻性布局，更有助于公司在未来消费升级与环保需求提升的背景下，进一步优化产品结构，提升市场份额和盈利能力。同时，这些项目的落地也为公司实现高质量发展和巩固行业龙头地位奠定了坚实的基础。

表 5：玖龙纸业扩产项目概况

扩产项目	产能基地	新增产能 (百万吨)	预计完成时间
木浆	广西北海	化学浆	1.10
		化学机械浆	0.60
	湖北荆州	化学浆	0.65
		化学机械浆	0.70
总计		3.05	
造纸	广西北海	白卡纸	1.20
		文化纸	0.70
		文化纸	0.60
	湖北荆州（第三期）	白卡纸	1.20
总计		3.70	

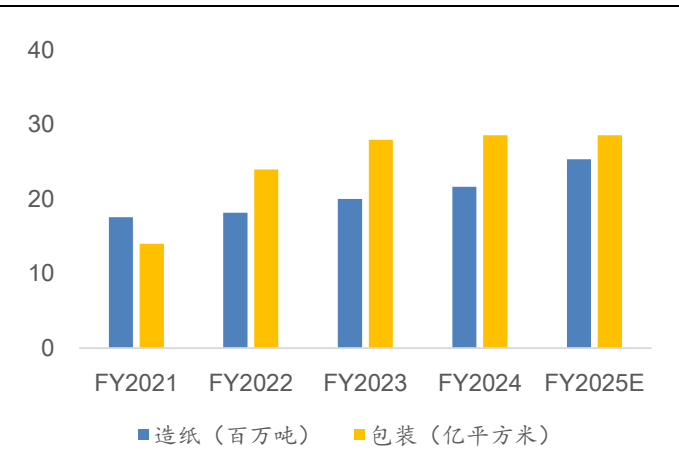
数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

图44：玖龙纸业纤维原料产能（百万吨）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 45：玖龙纸业造纸及包装产能（百万吨）



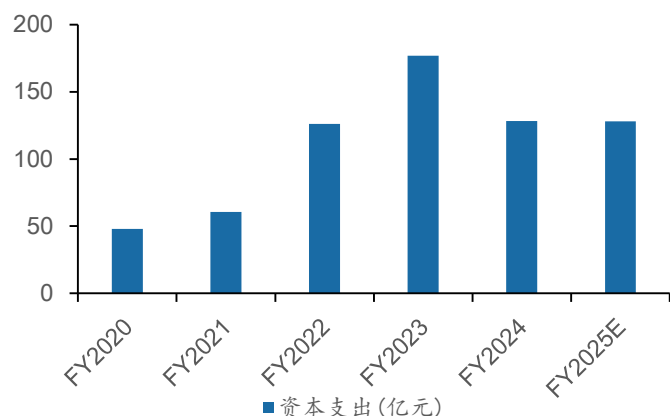
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

根据公司2024财年业绩展示会材料，玖龙纸业预计2025财年的资本开支将维持在128亿元，与2024财年持平，后续有望不再边际增加。2023财年为公司资本开支的阶段高点，2024财年的资本支出较2023财年减少49亿元，显示公司资本开支已进入下降通道。24财年的资金主要用于新增370万吨造纸产能和305万吨浆产能的建设，以进一步提升生产能力和巩固行业地位。

造纸行业为重资产、重资本开支行业，企业通常伴随较高的负债比例，能够

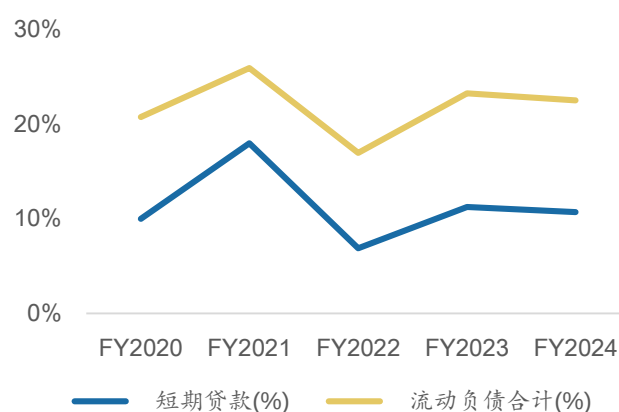
率先进入资本开支下行通道、优化负债比例的企业将更有望在当前大环境承压的背景下显现出业绩稳定性。公司较早地关注到较低负债比例的重要性，通过银行贷款和自有资金为资本开支提供支持，截至2024年6月30日，短期贷款比例约11%，同比继续下行，同时手头现金及票据余额超过150亿元，具备充足的资金保障。尽管短期内公司资产负债率可能仍有波动，但可以预见公司的资本开支高峰期已经过去，未来环保趋严，且行业龙头格局趋于稳定，大型扩张项目有望减少，公司资本开支将持续降低，并有望通过盈利改善和财务优化来持续降低杠杆水平，确保财务状况的稳健性。

图46：玖龙纸业资本性支出



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

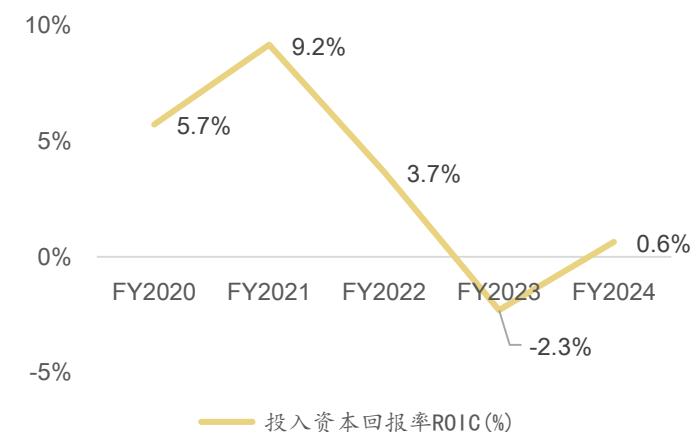
图 47：玖龙纸业短期负债率



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

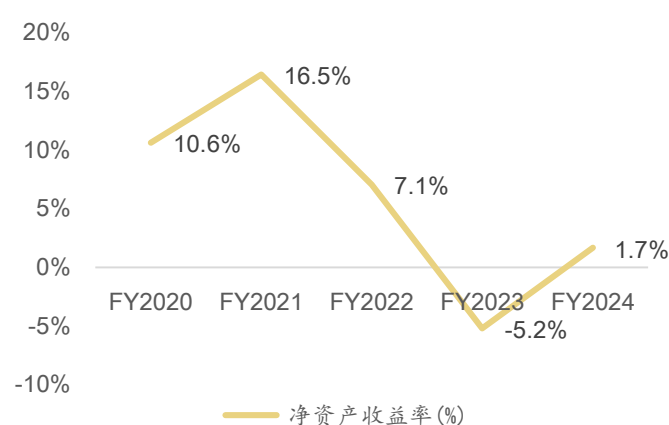
随着资本开支逐步减少，玖龙纸业的盈利能力有望实现持续改善。根据Wind，从历史数据看，公司ROIC在FY2023阶段性触底，达到-2.3%，FY2024已回升至0.6%；ROE水平同样从FY2023的-5.2%恢复至FY2024的1.7%。资本开支减少将有效降低财务压力，叠加原纸价格上调及市场需求回暖的趋势，公司盈利能力有望进一步提升，实现更稳健的财务表现。

图48：玖龙纸业ROIC (%)



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 49：玖龙纸业净资产收益率 (%)



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

基于公司在全国化产能铺设、原料端积极布局等方面的优势，以及国内食品饮料、3C电子等消费场景有望修复，箱板、瓦楞纸价格有望上行，预计24年下半年受益于龙头企业停产检修、双十一电商传统旺季及涨价函持续传导，25年上半年消费刺激力度有望延续，公司FY25有望实现收入端稳健增长。FY26预计公司新增产能投放集中，收入端预计呈现双位数增长，FY27增速略回落但仍然保持正增长，预计盈利端趋势与收入端一致。

(1) 公司第一大业务为包装纸的销售业务，FY24该业务收入占比达到91.8%且历史上一直维持在较高比例。包装纸业务中，主要涵盖卡纸、瓦楞芯纸、涂布灰底白板纸及白卡纸业务，FY24占比分别达到55.5%，22.6%，13.7%，据公司24财年年报显示，卡纸、瓦楞芯纸FY24年后暂无已披露的新增产能，但公司计划在2025Q2于湖北荆州第三期项目投产120万吨白卡纸，预计拉动FY26收入快速增长，FY25-27包装纸收入增速预计达到8.8%、10.4%、7.3%，其中FY26增速受产能投放影响预计表现较快，突破双位数。

(2) 公司第二大业务为环保型文化纸的销售业务，FY24该业务收入占比达到6.9%。受消费复苏较慢、党建需求减少等影响，23H2及24H1文化纸价格低迷，导致公司FY24文化纸收入同比减少12%。预计FY25-27文化纸价格在低基数基础上有望持续修复，此外据公司24财年报告，公司预计在2025Q1于湖北荆州二期项目投产60万吨文化纸，2025Q2于广西北海投产70万吨文化纸，25年上半年文化纸新增产能共计达到130万吨，预计对FY26的销售量形成较大拉动。因此，预计FY25-27公司环保型文化纸的销售收入同比增长15.5%、31.3%、10.3%。

(3) 除包装纸及环保型文化纸外，公司高价特种纸及制浆业务收入占比较小，FY24分别占比1.1%和0.2%。高价特种纸产品FY24后暂无新增产能规划，因此预计收入端随价格修复而平稳增长，预计FY25-27高价特种纸业务实现收入增速4.1%、3.8%、3.5%。制浆业务方面，FY24收入下滑较为明显，预计FY25在低基数上实现较快速增长。此外，据公司24财年报告，公司预计于2025Q2在湖北荆州投产65万吨化学浆、70万吨化机浆，公司制浆产能进一步增长，预计对浆制品业务收入端形成明显拉动，预计FY25-27浆制品收入增速同比增长60%、80%、50%。

(4) 毛利率层面，公司上游原材料主要为国废、外废及木浆等，24年年初以来虽然箱板瓦楞纸价一路下行，但预计原材料方面下行幅度大于纸价下行幅度，整体毛利率有所修复，FY24毛利率同比+6.9pct。随海外浆线投产，24H2阔叶浆价回落下预计继续利好成本端压力释放，后续随成品纸售价回暖，公司毛利率有望持续修复，预计FY25-27公司毛利率将达到10.5%、11.3%、11.9%。

(5) 费用率方面，公司在稳定国内包装纸份额的基础上，持续优化产品结构，精益销售渠道，预计维持营销和管理费用投放，FY25-27年整体费用率预计较稳健。

表 6：玖龙纸业核心业务拆分（百万元，%）

	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
包装纸					

收入	51009.3	54609.1	59441.3	65635.6	70459.0
增长率(%)	-14.9%	7.1%	8.8%	10.4%	7.3%
占比(%)	89.9%	91.8%	91.4%	90.0%	89.7%
环保型文化纸					
收入	4699.9	4133.7	4774.4	6266.4	6908.8
增长率(%)	28.6%	-12.0%	15.5%	31.3%	10.3%
占比(%)	8.3%	6.9%	7.3%	8.6%	8.8%
高价特种纸					
收入	675.3	641.8	668.4	694.1	718.6
增长率(%)	2.0%	-5.0%	4.1%	3.8%	3.5%
占比(%)	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%
浆					
收入	355.0	111.8	178.8	321.9	482.9
增长率(%)	19.2%	-68.5%	60.0%	80.0%	50.0%
占比(%)	0.6%	0.2%	0.3%	0.4%	0.6%
合计					
收入	56739.4	59496.4	65063.0	72918.1	78569.2
增长率(%)	-12.1%	4.9%	9.4%	12.1%	7.7%
营业成本	55209.2	53784.9	58231.4	64678.3	69219.4
增长率(%)	-4.1%	-2.6%	8.3%	11.1%	7.0%
毛利率(%)	2.7%	9.6%	10.5%	11.30%	11.90%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

预计公司FY25-27年公司收入分别为650.63、729.18、785.69亿元，同比+9.4%、+12.1%、+7.7%，归母净利分别为11.48、20.07、26.60亿元，同比+52.9%、+74.8%、+32.5%。公司为包装纸龙头企业，主营各类成品纸的制造及销售业务，选取同处在造纸行业的太阳纸业、山鹰国际为可比公司。太阳纸业为文化纸龙头企业，在文化纸行业龙头位置较为稳固，但近年来也开始在广西基地快速投产高端箱板纸，与玖龙的包装纸业务类型有一定相似性。山鹰国际为传统包装纸行业龙头，其主营箱板及瓦楞纸业务的生产与销售，原材料种类与玖龙基本接近，同时也辐射至下游纸包装业务，与玖龙在业务结构上拥有更高的相似性。因此，考虑到玖龙纸业的龙头地位及未来稳定的产能投放，预计其合理估值应处在太阳纸业与山鹰国际中间水平，给予公司FY25年13xPE估值，对应合理价值3.42HKD/股，给予“买入”评级。

表7：玖龙纸业可比公司估值对比（截至2025年1月1日）

公司名称	公司代码	业务类型	市值(亿元)	净利润（百万元）			PE估值水平		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
山鹰国际	600567.SH	造纸	107.24	156.23	249.68	593.97	55.51	42.95	18.05
太阳纸业	002078.SZ	造纸	415.55	3085.69	3247.49	3695.63	11.02	12.80	11.24

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（备注：盈利预测来自 Wind 一致预测）

五、风险提示

（一）宏观经济下行的风险

公司处在顺周期行业，下游客户基本分布在日用食品及饮料、家电电子、等行业，宏观经济下行将对消费信心带来一定冲击，公司整体业绩有可能会受到影响。

（二）原材料价格上行的风险

公司原材料主要为纸浆，上游是废纸，且公司原材料在成本结构中占比较高，原料价格波动将对公司毛利率水平产生不利影响。

（三）产能投放不及预期风险

公司25年仍有新增投产规划，假设投产计划受到行业影响延后或取消，将对公司当年销量带来一定影响。

（四）行业竞争加剧导致价格战的风险

造纸行业其他企业有持续扩产的可能性，未来若投产产量大于需求增量，部分纸种可能面临供大于求的状态，进一步加剧价格竞争行业，导致公司盈利水平波动。

资产负债表

单位：百万元

至 6 月 30 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	29,454	36,313	41,317	47,785	54,199
货币资金	10,317	10,561	15,256	20,029	25,403
应收款项	10,049	15,327	15,290	16,164	16,587
存货	8,856	10,169	10,514	11,319	11,921
其他流动资产	233	256	256	274	287
非流动资产	91,197	102,05	98,374	94,679	91,170
长期股权投资	175	196	211	226	241
固定资产	85,977	94,897	91,322	87,731	84,319
无形资产	351	2,499	2,374	2,255	2,142
其他非流动资产	4,693	4,467	4,467	4,467	4,467
资产总计	120,651	138,371	139,690	142,465	145,369
流动负债	28,071	31,209	31,292	31,949	32,083
短期借款	13,593	14,852	14,052	13,252	12,652
应付款项	9,648	11,266	11,970	12,936	13,459
其他流动负债	4,830	5,091	5,270	5,761	5,971
非流动负债	47,444	58,678	58,678	58,678	58,678
长期借款	43,181	52,327	52,327	52,327	52,327
其他非流动负债	4,263	6,351	6,351	6,351	6,351
负债合计	75,515	89,887	89,970	90,627	90,761
普通股股本	481	481	481	481	481
储备	44,367	45,118	46,293	48,327	51,015
归属母公司股东权益	44,652	45,166	46,341	48,375	51,063
少数股东权益	485	3,319	3,379	3,463	3,545
负债和股东权益	120,651	138,371	139,690	142,465	145,369

利润表

单位：百万元

至 6 月 30 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	56,739	59,496	65,063	72,918	78,569
营业成本	55,209	53,785	58,231	64,678	69,219
毛利	1,530	5,711	6,832	8,240	9,350
销售费用	2,124	2,339	2,557	2,844	3,064
管理费用	2,577	2,150	2,407	2,698	2,907
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	1,075	1,367	1,519	1,440	1,469
除税前溢利	-2,726	1,238	1,679	2,581	3,227
投资收益	-32	8	2	3	2
所得税	-355	444	470	490	484
净利润	-2,371	794	1,209	2,091	2,743
少数股东损益	13	43	60	84	82
归属母公司净利润	-2,383	751	1,148	2,007	2,660
EBIT	-1,651	2,606	3,198	4,021	4,696
EBITDA	2,132	6,040	8,097	8,731	9,220
EPS (元)	-0.51	0.16	0.24	0.43	0.57

现金流量表

单位：百万元

至 6 月 30 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6,924	-794	6,786	6,613	7,081
净利润	-2,383	751	1,148	2,007	2,660
折旧摊销	3,783	3,434	4,900	4,710	4,524
营运资金变动	6,697	-4,429	578	-238	-303
其它	2,599	2,841	4,999	4,760	4,641
投资活动现金流	-17,424	-12,656	307	525	536
资本支出	-17,698	-12,819	-1,200	-1,000	-1,000
投资变动	-108	-13	-18	-17	-17
其他	382	176	1,525	1,542	1,553
筹资活动现金流	11,136	13,666	-2,425	-2,393	-2,269
借款增加	11,613	13,671	-800	-800	-600
普通股增加	0	0	0	0	0
现金净增加额	663	243	4,696	4,773	5,374
期初现金余额	9,654	10,317	10,561	15,256	20,029
期末现金余额	10,317	10,561	15,256	20,029	25,403

主要财务比率

至 6 月 30 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	-12.1%	4.9%	9.4%	12.1%	7.7%
EBIT 增长	-141.8%	257.8%	22.7%	25.8%	16.8%
归母净利润增长	-172.8%	131.5%	52.9%	74.8%	32.5%
获利能力					
毛利率	2.7%	9.6%	10.5%	11.3%	11.9%
净利率	-4.2%	1.3%	1.8%	2.8%	3.4%
ROE	-5.3%	1.7%	2.5%	4.1%	5.2%
偿债能力					
资产负债率	62.6%	65.0%	64.4%	63.6%	62.4%
净负债/股东权益比率	102.9%	116.8%	102.8%	87.9%	72.5%
流动比率	1.05	1.16	1.32	1.50	1.69
速动比率	0.73	0.83	0.98	1.14	1.31
营运能力					
应收账款周转天数	29.86	39.16	45.97	41.08	39.49
存货周转天数	68.55	63.67	63.93	60.76	60.43
应付账款周转天数	53.20	69.99	71.82	69.31	68.64
每股指标 (元)					
每股收益	-0.51	0.16	0.24	0.43	0.57
每股经营现金流	1.48	-0.17	1.45	1.41	1.51
每股净资产	9.52	9.63	9.88	10.31	10.88
估值比率					
P/E	-	18.89	11.97	6.85	5.17
P/B	0.47	0.31	0.30	0.28	0.27

广发造纸轻工行业研究小组

曹倩雯：联席首席分析师，北京大学硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

张雨露：资深分析师，美国杜兰大学金融学硕士，2016 年加入广发证券发展研究中心。

李悦瑜：高级分析师，悉尼大学硕士，2023 年加入广发证券，曾任职于德邦基金管理有限公司，1 年证券行业研究经验。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfyqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。