

# 岳阳林纸（600963）

证券研究报告  
2025年02月03日

## 整合骏泰增厚业绩

### 公司发布业绩预告

公司预计2024年归母净利润1.6-1.9亿元，其中24Q4归母净利润2.6-2.9亿元；2024年公司扣非后归母-2.5亿元到-2.2亿元，其中24Q4扣非后归母为-2亿元到-1.7亿元。

公司本期业绩预盈主要受主营业务及合并报表范围变化影响，具体如下：  
2024年12月公司完成骏泰科技100%股权收购，骏泰科技成为公司全资子公司，并纳入公司合并报表范围，预计其2024年实现较大盈利。

本次收购骏泰科技100%股权是公司打造高端绿色浆纸产业，深化“林浆纸”一体化战略，完善产业链布局，扩大主业规模，增强对中上游资源控制力、影响力的重要举措。

骏泰科技注入公司后，产业上有效协同可以提高公司产品多样性，进一步提升公司纸浆自给率，有助于公司平抑行业周期性风险。长远来看，通过整合原材料采购、技术创新、新兴业务培育等关键领域，实现资源的高效配置与可持续发展，提升公司盈利水平和核心竞争力。

根据公司此前公告，骏泰科技2023年收入23亿，净利3.1亿元，2024年1-7月营收15亿元，净利2.6亿元。

扣除非经常性损益的净利润亏损主要原因：

1、会计处理影响：因属于同一控制下企业合并，骏泰科技期初至合并日的当期净损益在公司合并报表计入非经常性损益，子公司湖南双阳高科化工有限公司股权转让收益亦为非经常性损益。

2、主营业务影响：（1）受整体市场需求疲弱影响，公司纸产品销量同比下降；加之行业内竞争者新增产能的释放，导致市场整体竞争激烈，公司纸产品销售价格较上年同期下降。

（2）子公司诚通凯胜生态建设有限公司所属的园林生态行业市场依然低迷。受行业整体下行趋势的影响，公司对诚通凯胜商誉计提减值准备。

### 近年来骏泰科技逐步寻找到适合其自身发展的经营战略和产品策略

骏泰科技成立于2006年6月，是一家集生物基材料与生物质能源研发、生产、销售于一体的国有高新技术企业。骏泰科技以农林“剩余物”为原料，采用先进工艺技术和装备，生产并销售纸浆、溶解浆、木质素等生物基材料和生物质能。

当前骏泰科技纸浆产品设计产能40万吨/年，可生产漂白与本色针叶浆、漂白与本色阔叶浆；溶解浆产品设计产能30万吨/年，可生产针叶和阔叶两种溶解浆。2023年“泰格骏颂”纸浆成为上海期货交易所可交割品牌，成为国内第一个国产纸浆注册品牌，也是纸浆期货14个可交割品牌中唯一的国产品牌。

近年来骏泰科技从单一产品调整为“溶解浆+纸浆”（针叶、阔叶）四类产品互补，踩准市场节奏实现产销协调，不断提高产能利用率至100%，投建生物质发电项目获取国家电价补贴支持，推行精益管理以不断提高产品质量、有效控制成本，拓展木质素等林化产品利润增长点等多措并举，当前经营状况及盈利水平较历史自上市公司置出时点已出现较大改善，吨浆成本较置出前下降了近600元。

### 调整盈利预测，维持“增持”评级

基于2024年业绩预告，我们调整盈利预测，预计24-26年归母净利润分别为1.8/3.8/5.8亿（前值为0.5/3.4/5.4亿元），预计24-26年EPS分别为

### 投资评级

行业	轻工制造/造纸
6个月评级	增持（维持评级）
当前价格	4.88元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,765.75
流通A股股本(百万股)	1,757.57
A股总市值(百万元)	8,616.87
流通A股市值(百万元)	8,576.93
每股净资产(元)	4.72
资产负债率(%)	50.94
一年内最高/最低(元)	6.86/3.04

### 作者

孙海洋 分析师  
SAC执业证书编号：S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《岳阳林纸-半年报点评:静待业绩改善》 2024-09-06
- 《岳阳林纸-季报点评:林浆纸一体化及碳汇优势有望放大》 2024-05-07
- 《岳阳林纸-季报点评:CCER重启带来新机遇》 2023-11-06

0.1/0.21/0.33 元，对应 PE47x、23x、15x。

**风险提示：**行业竞争风险；原材料价格波动风险；商誉减值风险等，业绩预告仅为初步核算结果，实际结果以公司发布 24 年年报为准。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,781.49	8,640.73	8,910.32	10,581.90	12,073.95
增长率(%)	24.79	(11.66)	3.12	18.76	14.10
EBITDA(百万元)	1,444.74	781.91	940.05	1,105.79	1,329.64
归属母公司净利润(百万元)	615.56	(237.95)	182.34	378.75	581.12
增长率(%)	106.51	(138.66)	176.63	107.71	53.43
EPS(元/股)	0.35	(0.13)	0.10	0.21	0.33
市盈率(P/E)	14.00	(36.21)	47.26	22.75	14.83
市净率(P/B)	0.94	0.99	0.99	0.96	0.92
市销率(P/S)	0.88	1.00	0.97	0.81	0.71
EV/EBITDA	8.80	17.52	12.11	9.95	6.68

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	918.27	788.46	891.03	1,481.47	2,407.85	营业收入	9,781.49	8,640.73	8,910.32	10,581.90	12,073.95
应收票据及应收账款	746.58	698.44	582.27	1,091.97	779.80	营业成本	8,274.38	7,903.99	8,019.29	9,206.25	10,383.59
预付账款	416.90	227.04	264.40	352.12	370.91	营业税金及附加	61.79	47.87	44.55	50.79	57.35
存货	5,226.12	4,879.70	5,347.87	3,858.38	3,064.01	销售费用	112.01	108.94	106.92	126.98	138.85
其他	1,434.06	1,166.15	2,407.05	3,900.93	3,040.52	管理费用	293.57	240.42	222.76	264.55	326.00
<b>流动资产合计</b>	<b>8,741.92</b>	<b>7,759.78</b>	<b>9,492.62</b>	<b>10,684.88</b>	<b>9,663.09</b>	研发费用	302.25	261.94	267.31	306.88	345.31
长期股权投资	67.01	76.45	76.45	76.45	76.45	财务费用	167.18	158.06	150.98	149.44	124.49
固定资产	3,668.97	3,570.83	3,588.59	3,628.45	3,675.96	资产/信用减值损失	(3.35)	(60.49)	(93.00)	(55.84)	(53.17)
在建工程	312.92	639.23	785.23	832.23	855.23	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,120.47	1,093.45	994.13	901.06	818.99	投资净收益	1.16	1.86	200.00	7.00	15.00
其他	993.84	1,305.38	1,033.87	1,096.26	1,077.45	其他	(162.60)	(58.49)	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,163.22</b>	<b>6,685.33</b>	<b>6,478.27</b>	<b>6,534.45</b>	<b>6,504.08</b>	<b>营业利润</b>	<b>735.11</b>	<b>36.63</b>	<b>205.51</b>	<b>428.17</b>	<b>660.18</b>
<b>资产总计</b>	<b>16,620.72</b>	<b>15,967.80</b>	<b>15,970.88</b>	<b>17,219.33</b>	<b>16,167.17</b>	营业外收入	0.39	0.61	3.00	5.02	2.26
短期借款	1,962.57	2,283.45	2,609.96	2,886.47	1,936.00	营业外支出	4.62	305.18	1.00	2.00	2.00
应付票据及应付账款	1,992.37	1,690.04	1,919.14	2,562.98	2,314.82	<b>利润总额</b>	<b>730.89</b>	<b>(267.93)</b>	<b>207.51</b>	<b>431.19</b>	<b>660.44</b>
其他	831.58	1,295.26	1,499.54	1,597.07	1,571.09	所得税	109.75	(33.83)	24.90	51.74	79.91
<b>流动负债合计</b>	<b>4,786.53</b>	<b>5,268.75</b>	<b>6,028.64</b>	<b>7,046.53</b>	<b>5,821.91</b>	<b>净利润</b>	<b>621.14</b>	<b>(234.10)</b>	<b>182.61</b>	<b>379.45</b>	<b>580.52</b>
长期借款	2,161.05	1,607.27	1,058.00	1,061.23	824.00	少数股东损益	5.58	3.84	0.27	0.70	(0.59)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>615.56</b>	<b>(237.95)</b>	<b>182.34</b>	<b>378.75</b>	<b>581.12</b>
其他	40.75	44.90	93.27	76.08	63.75	每股收益(元)	0.35	(0.13)	0.10	0.21	0.33
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,201.80</b>	<b>1,652.18</b>	<b>1,151.27</b>	<b>1,137.31</b>	<b>887.75</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>7,379.76</b>	<b>7,238.11</b>	<b>7,179.91</b>	<b>8,183.83</b>	<b>6,709.66</b>	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	44.52	46.03	46.21	46.66	46.23	营业收入	24.79%	-11.66%	3.12%	18.76%	14.10%
股本	1,804.21	1,803.01	1,765.75	1,765.75	1,765.75	营业利润	116.65%	-95.02%	461.06%	108.34%	54.19%
资本公积	5,599.92	5,546.16	5,546.16	5,546.16	5,546.16	归属于母公司净利润	106.51%	-138.66%	176.63%	107.71%	53.43%
留存收益	1,971.63	1,484.76	1,602.86	1,843.46	2,261.64	<b>获利能力</b>					
其他	(179.32)	(150.27)	(170.00)	(166.53)	(162.27)	毛利率	15.41%	8.53%	10.00%	13.00%	14.00%
<b>股东权益合计</b>	<b>9,240.96</b>	<b>8,729.69</b>	<b>8,790.98</b>	<b>9,035.50</b>	<b>9,457.51</b>	净利率	6.29%	-2.75%	2.05%	3.58%	4.81%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16,620.72</b>	<b>15,967.80</b>	<b>15,970.88</b>	<b>17,219.33</b>	<b>16,167.17</b>	ROE	6.69%	-2.74%	2.09%	4.21%	6.17%
						ROIC	6.47%	1.41%	2.67%	4.42%	6.06%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	44.40%	45.33%	44.96%	47.53%	41.50%
						净负债率	37.92%	45.85%	38.55%	34.30%	10.18%
						流动比率	2.02	1.66	1.57	1.52	1.66
						速动比率	1.01	0.79	0.69	0.97	1.13
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	13.25	11.96	13.91	12.64	12.90
						存货周转率	1.85	1.71	1.74	2.30	3.49
						总资产周转率	0.59	0.53	0.56	0.64	0.72
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.35	-0.13	0.10	0.21	0.33
						每股经营现金流	0.43	0.60	0.64	0.57	1.61
						每股净资产	5.21	4.92	4.95	5.09	5.33
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	14.00	-36.21	47.26	22.75	14.83
						市净率	0.94	0.99	0.99	0.96	0.92
						EV/EBITDA	8.80	17.52	12.11	9.95	6.68
						EV/EBIT	12.21	35.12	21.17	16.15	10.04

  

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	621.14	(234.10)	182.34	378.75	581.12
折旧摊销	412.92	406.98	402.56	424.21	445.56
财务费用	166.38	161.16	150.98	149.44	124.49
投资损失	(11.39)	(11.98)	(200.00)	(7.00)	(15.00)
营运资金变动	(554.67)	512.17	593.60	59.18	1,713.49
其它	125.38	221.68	0.27	0.70	(0.59)
<b>经营活动现金流</b>	<b>759.76</b>	<b>1,055.90</b>	<b>1,129.74</b>	<b>1,005.28</b>	<b>2,849.06</b>
资本支出	329.57	552.79	418.64	435.19	446.33
长期投资	6.27	9.44	0.00	0.00	0.00
其他	(594.40)	(1,446.48)	(662.26)	(866.17)	(876.58)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(258.56)</b>	<b>(884.25)</b>	<b>(243.62)</b>	<b>(430.98)</b>	<b>(430.25)</b>
债权融资	(316.86)	210.63	(662.22)	151.07	(1,333.92)
股权融资	(212.25)	(25.91)	(121.32)	(134.93)	(158.50)
其他	(97.53)	(282.66)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(626.64)</b>	<b>(97.95)</b>	<b>(783.55)</b>	<b>16.14</b>	<b>(1,492.43)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(125.43)</b>	<b>73.71</b>	<b>102.57</b>	<b>590.43</b>	<b>926.38</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com