

## 玖龙纸业 (02689)

——FY2025H1 财报点评：业绩符合预期，产销量快速增长，产业链一体化优势体现，期待后续行业景气改善

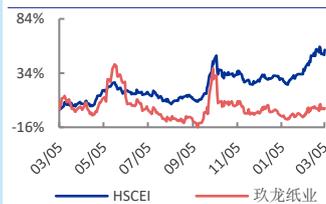
报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据： 2025年03月06日

收盘价 (港币)	3.46
恒生中国企业指数	8938.09
52周最高/最低 (港币)	4.88/2.72
H股市值 (亿港元)	162.35
流通H股 (百万股)	4,692.22
汇率 (人民币/港币)	1.0840

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003  
tuyt@swsresearch.com  
张海涛 A0230524080003  
zhanght@swsresearch.com

联系人

张海涛  
(8621)23297818x  
zhanght@swsresearch.com

投资要点：

- **公司发布 FY2025H1 财报，业绩表现符合预期。** FY2025H1 收入 334.65 亿元，同比增长 9.3%，销量 1140 万吨，同比增长 14%。剔除永续债影响后归母净利润 6.69 亿元，同比增长 128.8%，环比增长 39.4%。
- **收入端：产销量高速扩张，价格回落压制收入增长。** 收入维度，FY2025H1 公司收入 334.65 亿元，同比增长 9.3%，分品类来看，牛卡纸/瓦楞纸/涂布灰底白/白卡纸/文化纸/特种纸及浆产品分别实现收入 179.44/70.93/39.96/14.02/26.41/3.89 亿元，分别同比增长 +14.4%/+5.9%/-9.7%/+5.0%/+24.6%/+12.7%。销量维度，FY2025H1 公司销量 1140 万吨，同比增长 14%，其中牛卡纸/瓦楞纸/涂布灰底白/白卡纸/文化纸/特种纸及浆产品销量分别为 6.3、2.8、1.4、0.4、0.5、0.04 百万吨，牛卡纸、瓦楞纸、白卡纸销量分别同比增长 16.5%、11.2%、16.6%。FY2025H1 公司整体收入增速略慢于销量增速，主要系价格端略有下滑所致。
- **战略布局效果逐渐体现，盈利延续改善趋势。** FY2025H1 公司单吨毛利 280 元/吨，同比/环比+10/-33 元/吨，单吨净利 59 元/吨，同比/环比+29/+9 元/吨。FY2025H1 行业供需偏弱，部分企业出现亏损，但公司吨纸盈利仍然实现环比提升，体现公司浆纸一体化、产品矩阵多元化战略效果体现。**公司后续继续推进浆纸一体化、产品矩阵多元化战略，平滑行业周期波动：**2025Q1 规划投产 60 万吨文化纸，2025Q2 规划投产 65 万吨化学浆、70 万吨化机浆、70 万吨文化纸、120 万吨白卡纸，后续公司资本开支趋缓，更多为各基地查漏补缺，进一步完善浆纸一体化布局，强化公司盈利稳定性。
- **经营现金流明显改善，经营周转指标健康。** FY2025H1 公司经营活动现金流净额为 42.66 亿元，同比增加 67.79 亿元，从经营周转指标来看，截至 2024 年末，公司成品库存天数 20 天，同比降低 3 天；应付账周转天数 31 天，同比增加 7 天；应收款周转天数 21 天，同比增加 1 天，资产运营情况稳健。由于公司目前仍在资本开支期，FY2025H1 公司投资活动现金流净额为 67.17 亿元，导致同期自由现金流流出 24.92 亿元，但较 FY2024H1 已改善 66.24 亿元。
- **公司造纸产能超 2000 万吨，规模效应显著，向上弹性充足。** Beta 端，下游需求逐渐复苏，进口纸冲击趋缓，头部纸厂新增产能放缓，行业供需有望得到改善；中长期维度，头部企业为产能投放主力，凭借原料、规模及管理优势，持续整合市场。Alpha 端，随着公司的原料产能逐渐投产，产业链一体化优势重新建立，产品结构和成本有望得到优化；前期为产能高速扩张期，后续产能爬坡摊薄制造成本，同时资本开支放缓减轻财务压力。由于终端需求仍处于缓慢恢复阶段，我们略微下调公司 FY2025-2027 盈利预测至 11.79/19.93/30.02 亿元（前值为 14.44/22.34/32.43 亿元），分别同比增长 57.0%/69.1%/50.6%，当前市值对应 FY2025-2027 的 PE 估值分别为 12.7/7.5/5.0X，维持“买入”评级！
- **风险提示：造纸新增产能供给过剩，终端需求恢复缓慢。**

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	56,739	59,496	67,398	78,629	87,218
同比增长率 (%)	-12	5	13	17	11
归母净利润 (百万元)	-2,383	751	1,179	1,993	3,002
同比增长率 (%)	-173	131	57	69	51
每股收益 (元/股)	-	-	-	-	-
净资产收益率 (%)	-5.34	1.66	2.52	4.12	5.92
市盈率	-6.3	20.0	12.7	7.5	5.0
市净率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本



申万宏源研究微信服务号

## 合并利润表

单位: 亿元 (RMB)	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业总收入	513.41	615.74	645.38	567.39	594.96	673.98	786.29	872.18
YOY	-6.1%	19.9%	4.8%	-12.1%	4.9%	13.3%	16.7%	10.9%
营业成本	-423.14	-498.83	-575.46	-552.09	-537.85	-606.58	-702.16	-771.88
毛利润	90.27	116.91	69.92	15.30	57.11	67.40	84.13	100.30
<i>销售费用</i>	<i>-15.84</i>	<i>-18.12</i>	<i>-19.55</i>	<i>-21.24</i>	<i>-23.39</i>	<i>-25.61</i>	<i>-29.88</i>	<i>-33.14</i>
<i>管理费用</i>	<i>-18.80</i>	<i>-20.66</i>	<i>-23.22</i>	<i>-25.77</i>	<i>-21.50</i>	<i>-24.26</i>	<i>-28.31</i>	<i>-31.40</i>
<i>财务费用</i>	<i>-7.58</i>	<i>-6.36</i>	<i>-7.11</i>	<i>-11.27</i>	<i>-14.34</i>	<i>-16.52</i>	<i>-17.78</i>	<i>-17.58</i>
其他收入、其他开支及其他收益	6.19	7.55	9.68	14.03	15.51	17.87	20.06	22.25
金融资产减值损失					-0.82	0.10	0.10	0.10
经营活动的汇兑收益/亏损	-1.20	-0.27	-0.95	1.73	-0.47	-0.20	-0.10	-0.10
融资活动的汇兑收益/亏损	-1.49	3.84	3.81	0.28	0.19	0.20	0.20	0.20
应占联营公司及一家合营企业的业	1.41	1.86	1.17	-0.32	0.08	0.10	0.50	0.50
<b>除税前溢利</b>	<b>52.96</b>	<b>84.76</b>	<b>33.73</b>	<b>-27.26</b>	<b>12.38</b>	<b>19.07</b>	<b>28.92</b>	<b>41.12</b>
所得税	-10.66	-13.08	-0.63	3.55	-4.44	-2.86	-4.34	-6.17
<b>净利润</b>	<b>42.30</b>	<b>71.68</b>	<b>33.11</b>	<b>-23.71</b>	<b>7.94</b>	<b>16.21</b>	<b>24.58</b>	<b>34.95</b>
少数股东损益	0.62	0.67	0.35	0.13	0.22	0.44	0.67	0.95
永续资本证券持有人应占盈利					0.22	3.98	3.98	3.98
<b>归母净利润</b>	<b>41.68</b>	<b>71.01</b>	<b>32.75</b>	<b>-23.83</b>	<b>7.51</b>	<b>11.79</b>	<b>19.93</b>	<b>30.02</b>
YOY	8.0%	70.4%	-53.9%	-172.8%	131.5%	57.0%	69.1%	50.6%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。