

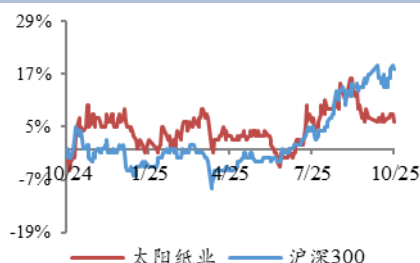
25Q3 业绩彰显韧性，新产能有序推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-10-28

收盘价（元） 14.17
近 12 个月最高/最低（元） 15.58/12.87
总股本（百万股） 2,795
流通股本（百万股） 2,777
流通股比例（%） 99.39
总市值（亿元） 396
流通市值（亿元） 394

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucai@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

相关报告

1.25Q2 盈利能力提升，全链条聚焦降本增效 2025-08-29

2.25Q1 盈利能力环比改善，产能有序扩张 2025-05-06

3.2024 年稳中求进，看好后续盈利能力改善 2025-04-11

主要观点：

● 事件：公司发布 2025 年第三季度报告

公司发布 2025 年第三季度报告，2025 年前三季度实现营业收入 289.36 亿元，同比下降 6.58%；实现归母净利润 25 亿元，同比增长 1.66%。单季度来看，2025 年第三季度实现营业收入 98.23 亿元，同比下降 6.01%；实现归母净利润 7.2 亿元，同比增长 2.68%。

● 纸价承压下业绩仍具韧性，盈利能力同比提升

2025 年前三季度公司毛利率为 15.67%，同比-0.68pct；销售/管理/研发/财务费用率为 0.45%/2.4%/1.39%/1.22%，同比+0.03/+0.05/-0.60/-0.43pct；归母净利率为 8.64%，同比+0.70pct。2025 年第三季度公司毛利率为 14.07%，同比+0.10pct；销售/管理/研发/财务费用率为 0.49%/2.42%/1.78%/0.91%，同比+0.06/+0.16/+0.05/-0.25pct；归母净利率为 7.33%，同比+0.62pct。2025 年前三季度，公司研发费用率下降主要原因是受研发周期投入影响，费用支出同比减少；公司财务费用受财务费用利息支出及汇兑损失同比减少有所下降，但营收下降导致财务费用率略有提升。

● 2025 年为新上项目投资大年，产能有序扩张

公司 14 万吨特种纸项目二期工程，预计总投资将不超过 6 亿元人民币，二期工程预计将在 2026 年一季度进入试产阶段。公司山东基地颜店厂区年产 60 万吨漂白化学浆及碱回收等配套工程项目，预计总投资不超过人民币 35.10 亿元，项目建设周期为 18 个月。公司山东基地颜店厂区年产 70 万吨高档包装纸项目，预计总投资不超过人民币 15.30 亿元，项目建设周期为 18 个月。公司广西基地南宁园区“年产 525 万吨林浆纸一体化技改及配套产业园项目”一期工程中高档包装纸生产线项目（南宁园区 PM11 和 PM12）在 2024 年上半年开始实施，PM11 在 2025 年 8 月投产运行，PM12 已于 2025 年 10 月进入调试阶段；南宁园区 PM9 特种纸生产线在 2025 年 9 月投产，年产 35 万吨漂白化学木浆生产线和年产 15 万吨机械木浆生产线及相关配套设施也已在 2025 年 9 月投产；年产 30 万吨生活用纸及后加工生产线二期工程中 PM16 和 PM17 已经在 2025 年 10 月陆续进入调试阶段，PM18 和 PM19 预计将于 2025 年 11 月陆续进入调试阶段。随着“反内卷”政策的持续推进，产品价格止跌回升以及新产能释放，公司营收及利润有望步入上行通道。

● 投资建议

公司作为国内领先的造纸企业，林浆纸一体化成本优势明显。短期 2025 年是公司新上项目的投资大年，产能扩张贡献业绩增量；长期的林浆纸一体化和山东、广西和老挝三大基地高质量协同发展，竞争壁垒稳固。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 443.37/471.68/495.95 亿元，分别同比增长 8.9%/6.4%/5.1%；归母净利润分别为 34.7/39.3/43.07 亿元，分别同比增长 11.9%/13.3%/9.6%；EPS 分别为 1.24/1.41/1.54 元，

截至 2025 年 10 月 28 日，对应 PE 分别为 11.41/10.08/9.19 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧的风险，原材料价格波动的风险，汇率波动的风险，客户的信用风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	40727	44337	47168	49595
收入同比（%）	3.0%	8.9%	6.4%	5.1%
归属母公司净利润	3101	3470	3930	4307
净利润同比（%）	0.5%	11.9%	13.3%	9.6%
毛利率（%）	16.0%	16.4%	16.6%	16.7%
ROE（%）	10.8%	10.6%	10.6%	10.3%
每股收益（元）	1.11	1.24	1.41	1.54
P/E	13.40	11.41	10.08	9.19
P/B	1.45	1.21	1.07	0.94
EV/EBITDA	8.08	6.97	6.29	5.49

资料来源：wind，华安证券研究所（以 2025 年 10 月 28 日收盘价计算）

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12762	14798	16947	19979	营业收入	40727	44337	47168	49595
现金	3234	4198	5862	8371	营业成本	34205	37053	39347	41312
应收账款	2054	2263	2385	2515	营业税金及附加	206	222	255	268
其他应收款	68	79	83	87	销售费用	177	191	198	208
预付账款	501	607	628	656	管理费用	985	1064	1132	1190
存货	4752	5250	5511	5801	财务费用	716	802	793	776
其他流动资产	2154	2401	2478	2550	资产减值损失	-9	-5	-5	-5
非流动资产	39864	42799	45240	47585	公允价值变动收益	1	2	0	0
长期投资	304	304	304	304	投资净收益	34	40	19	20
固定资产	33101	32873	37684	37395	营业利润	3613	4012	4542	4979
无形资产	2068	2283	2472	2668	营业外收入	11	15	15	15
其他非流动资产	4393	7339	4781	7218	营业外支出	42	12	10	10
资产总计	52626	57597	62187	67564	利润总额	3582	4015	4547	4984
流动负债	16986	17656	18090	18492	所得税	471	528	598	655
短期借款	6417	6417	6417	6417	净利润	3111	3487	3949	4328
应付账款	3900	4434	4702	4901	少数股东损益	10	17	20	22
其他流动负债	6669	6805	6971	7174	归属母公司净利润	3101	3470	3930	4307
非流动负债	6914	7080	6890	6890	EBITDA	6780	7462	7979	8675
长期借款	6426	6426	6426	6426	EPS（元）	1.11	1.24	1.41	1.54
其他非流动负债	487	654	464	464	主要财务比率				
负债合计	23899	24736	24981	25382	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	113	130	150	172	成长能力				
股本	2795	2795	2795	2795	营业收入	3.0%	8.9%	6.4%	5.1%
资本公积	3643	3643	3643	3643	营业利润	9.6%	11.1%	13.2%	9.6%
留存收益	22176	26292	30619	35572	归属于母公司净利润	0.5%	11.9%	13.3%	9.6%
归属母公司股东权益	28614	32730	37056	42010	获利能力				
负债和股东权益	52626	57597	62187	67564	毛利率（%）	16.0%	16.4%	16.6%	16.7%
现金流量表					净利率（%）	7.6%	7.8%	8.3%	8.7%
单位:百万元					ROE（%）	10.8%	10.6%	10.6%	10.3%
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC（%）	8.4%	8.6%	8.7%	8.4%
经营活动现金流	8500	7065	7478	8066	偿债能力				
净利润	3101	3470	3930	4307	资产负债率（%）	45.4%	42.9%	40.2%	37.6%
折旧摊销	2388	2542	2625	2975	净负债比率（%）	83.2%	75.3%	67.1%	60.2%
财务费用	531	835	835	835	流动比率	0.75	0.84	0.94	1.08
投资损失	-34	-40	-19	-20	速动比率	0.44	0.51	0.60	0.73
营运资金变动	2255	38	-6	-77	营运能力				
其他经营现金流	1105	3652	4049	4430	总资产周转率	0.77	0.77	0.76	0.73
投资活动现金流	-5550	-5433	-4790	-4723	应收账款周转率	19.83	19.59	19.78	19.72
资本支出	-5557	-5086	-4824	-4763	应付账款周转率	8.77	8.36	8.37	8.43
长期投资	-2	1	1	1	每股指标（元）				
其他投资现金流	9	-347	34	40	每股收益	1.11	1.24	1.41	1.54
筹资活动现金流	-2580	-668	-1025	-835	每股经营现金流	3.04	2.53	2.68	2.89
短期借款	-1662	0	0	0	每股净资产	10.24	11.71	13.26	15.03
长期借款	-276	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	13.40	11.41	10.08	9.19
资本公积增加	11	0	0	0	P/B	1.45	1.21	1.07	0.94
其他筹资现金流	-653	-668	-1025	-835	EV/EBITDA	8.08	6.97	6.29	5.49
现金净增加额	369	964	1664	2509					

资料来源：公司公告，华安证券研究所（以 2025 年 10 月 28 日收盘价计算）

分析师与研究助理简介

分析师：徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

分析师：余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券，研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。