

公司研究

纸价下行拖累业绩表现，四季度利润端有望改善

——山鹰国际（600567.SH）2025 年三季报点评

要点

事件：公司发布 2025 年三季报，2025 年前三季度公司实现营收 211.3 亿元，同比-2.2%，实现归母净利润-2.9 亿元，其中 1Q/2Q/3Q 2025 分别实现营收 67.7/70.8/72.9 亿元，同比+1.5%/-6.7%/-0.8%，实现归母净利润 0.3/0.09/-3.3 亿元。

点评：纸价下跌，公司收入端承压：公司重点聚焦高端瓦楞纸细分市场，2025 年 4 月公司宿州基地新增 45 万吨瓦楞纸产能，9 月再度新增 35 万吨瓦楞纸产能。公司产销规模持续扩张，但受纸价下行影响，Q3 收入端略有下滑。

根据卓创资讯数据，1Q/2Q/3Q 2025 箱板纸吨均价分别为 3714/3520/3502 元，同比 -119/-136/-118 元，3Q2025 环比 -18 元，瓦楞纸吨均价分别为 2821/2549/2644 元，同比 -34/-96/+35 元，3Q2025 环比 +95 元，废黄板纸吨均价为 1472/1452/1555 元，同比 -43/+13/+89 元，3Q2025 环比 +103 元。

废纸涨价+箱板价格下跌，Q3 毛利率环比降低：2025 年前三季度，公司毛利率为 7.9%，同比+0.2pcts，3Q2025 毛利率为 4.9%，同比-0.9pcts，环比-4.3pcts。我们认为，一方面 Q3 原料废纸价格环比上涨带动成本上移，另一方面，箱板纸均价 Q3 环比延续下跌，因而公司 Q3 毛利率环比降低。

2025 年前三季度，公司期间费用率为 11.1%，同比-0.9pcts，其中销售/管理/研发/财务费用率为 1.2%/4.1%/2.9%/3.0%，同比持平/-0.1/+0.1/-0.8pcts；3Q2025，公司期间费用率为 10.5%，同比-1.7pcts，其中销售/管理/研发/财务费用率为 1.1%/4.1%/2.8%/2.4%，同比-0.1/-0.4/-0.1/-1.1pcts。

涨价函密集发布，利润端有望改善：展望四季度，国家层面持续强调“反内卷”的政策背景叠加成本端废纸价格上行驱动，国内包装纸企已陆续发布多轮涨价函，箱板瓦楞纸市场价格自 7 月下旬触底后逐步提升，预计四季度行业整体盈利能力有望环比改善。

包装产能位居国内第二，维持“增持”评级：考虑到箱板瓦楞纸市场供需矛盾持续，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测分别至-2.48/+1.55 亿元（原预测值为 3.4/4.8 亿元），并新增 2027 年归母净利润预测为 3.22 亿元，对应 EPS 分别为-0.04/+0.02/+0.05 元，考虑到公司作为国内包装纸龙头企业，当前 PB 仅为 0.7 倍，维持“增持”评级。

风险提示：国内宏观经济低于预期，纸价下行超预期，资产转让进展不及预期，原料价格上涨超预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	29,333	29,229	28,864	30,410	32,118
营业收入增长率	-13.76%	-0.35%	-1.25%	5.35%	5.62%
归母净利润（百万元）	156	-451	-248	155	322
归母净利润增长率	-106.92%	/	/	/	107.12%
EPS（元）	0.03	-0.08	-0.04	0.02	0.05
ROE（归属母公司）（摊薄）	1.14%	-2.99%	-1.58%	0.98%	1.99%
P/E	51	NA	NA	73	35
P/B	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-10-31；

注：假设 2025 年“鹰 19 转债”的余额全额转为公司 A 股普通股，23-27 年母公司股本数分别按照 4471/5471/6373/6373/6373 百万股计算，每股指标按母公司股本折算

增持（维持）

当前价：1.77 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebsecn.com

分析师：吴子倩

执业证书编号：S0930525070004

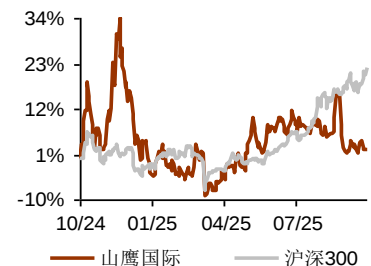
021-52523872

wuziqian@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	58.15
总市值(亿元):	102.93
一年最低/最高(元):	1.50/2.53
近 3 月换手率:	173.59%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.82	-21.33	-25.93
绝对	-3.28	-7.33	-8.29

资料来源：Wind

相关研报

聚焦主业，持续提升抗风险能力——山鹰国际（600567.SH）转让产业基金并购份额交易完成点评（2025-04-08）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	29,333	29,229	28,864	30,410	32,118
营业成本	26,438	27,081	26,717	27,690	29,020
折旧和摊销	1,704	1,858	2,191	2,360	2,532
税金及附加	256	316	245	258	273
销售费用	382	360	346	365	385
管理费用	1,418	1,311	1,270	1,308	1,381
研发费用	837	836	837	882	931
财务费用	1,054	1,044	859	863	894
投资收益	178	192	60	60	60
营业利润	191	-490	-337	123	312
利润总额	195	-423	-327	133	322
所得税	93	71	-39	16	39
净利润	102	-494	-288	117	284
少数股东损益	-55	-44	-40	-38	-38
归属母公司净利润	156	-451	-248	155	322
EPS(元)	0.03	-0.08	-0.04	0.02	0.05

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,167	3,621	4	3,215	3,614
净利润	156	-451	-248	155	322
折旧摊销	1,704	1,858	2,191	2,360	2,532
净营运资金增加	-2,413	-2,808	2,739	267	258
其他	3,720	5,022	-4,678	432	503
投资活动产生现金流	-2,557	-223	-2,091	-2,465	-2,540
净资本支出	-2,008	-1,647	-1,992	-2,300	-2,400
长期投资变化	3,192	1,467	0	0	0
其他资产变化	-3,741	-43	-98	-165	-140
融资活动现金流	-1,186	-3,063	2,536	-549	-852
股本变化	-146	1,001	902	0	0
债务净变化	-428	-5,330	2,496	303	44
无息负债变化	1,062	1,530	-1,650	348	457
净现金流	-581	309	450	201	222

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	9.9%	7.4%	7.4%	8.9%	9.6%
EBITDA 率	9.0%	8.1%	9.3%	10.9%	11.5%
EBIT 率	3.1%	1.6%	1.7%	3.1%	3.6%
税前净利润率	0.7%	-1.4%	-1.1%	0.4%	1.0%
归母净利润率	0.5%	-1.5%	-0.9%	0.5%	1.0%
ROA	0.2%	-0.9%	-0.5%	0.2%	0.5%
ROE (摊薄)	1.1%	-3.0%	-1.6%	1.0%	2.0%
经营性 ROIC	1.2%	1.4%	1.0%	1.9%	2.4%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	71%	68%	67%	68%	68%
流动比率	0.48	0.40	0.49	0.50	0.51
速动比率	0.37	0.32	0.37	0.38	0.39
归母权益/有息债务	0.46	0.61	0.58	0.57	0.59
有形资产/有息债务	1.70	1.95	1.83	1.83	1.84

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	54,740	52,055	53,516	54,284	55,054
货币资金	4,154	3,303	3,752	3,953	4,175
交易性金融资产	0	0	5	5	5
应收账款	4,547	4,055	4,374	4,608	4,867
应收票据	187	149	64	67	71
其他应收款 (合计)	250	453	635	669	707
存货	2,823	2,277	3,206	3,323	3,482
其他流动资产	1,228	925	925	925	925
流动资产合计	13,373	11,320	13,361	13,965	14,667
其他权益工具	280	214	214	214	214
长期股权投资	3,192	1,467	1,467	1,467	1,467
固定资产	29,622	28,758	29,065	29,317	29,279
在建工程	3,401	4,766	3,934	3,401	3,001
无形资产	2,455	2,611	2,954	3,192	3,525
商誉	595	585	585	585	585
其他非流动资产	537	1,022	1,015	1,015	1,015
非流动资产合计	41,366	40,735	40,155	40,319	40,388
总负债	39,025	35,225	36,071	36,722	37,223
短期借款	15,071	13,464	19,781	20,084	20,128
应付账款	6,011	7,190	5,878	6,092	6,384
应付票据	114	286	534	554	580
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	144	67	64	77	90
流动负债合计	28,150	28,050	27,499	28,139	28,626
长期借款	7,315	5,593	5,593	5,593	5,593
应付债券	1,915	0	1,844	1,844	1,844
其他非流动负债	745	722	719	731	744
非流动负债合计	10,875	7,175	8,572	8,584	8,596
股东权益	15,715	16,830	17,445	17,562	17,831
股本	3,160	4,161	5,063	5,063	5,063
公积金	4,640	5,463	5,463	5,478	5,511
未分配利润	6,295	5,740	5,492	5,632	5,907
归属母公司权益	13,747	15,072	15,727	15,882	16,189
少数股东权益	1,968	1,758	1,718	1,680	1,642

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	1.30%	1.23%	1.20%	1.20%	1.20%
管理费用率	4.83%	4.49%	4.40%	4.30%	4.30%
财务费用率	3.59%	3.57%	2.98%	2.84%	2.78%
研发费用率	2.85%	2.86%	2.90%	2.90%	2.90%
所得税率	48%	NA	12%	12%	12%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.01	0.00	0.00	0.00	0.01
每股经营现金流	0.71	0.66	0.00	0.50	0.57
每股净资产	3.08	2.75	2.47	2.49	2.54
每股销售收入	6.56	5.34	4.53	4.77	5.04

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	51	NA	NA	73	35
PB	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	13.6	14.7	14.1	11.5	10.2
股息率	0.6%	0.0%	0.0%	0.1%	0.3%

行业及公司评级体系

评级	说明
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。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP