

玖龙纸业（02689）

浆纸一体红利持续显现

三十年稳步扩张，产业链日趋完善

公司成立于 1995 年，总部位于中国广东省东莞市，2006 年于香港联交所主板上市，目前为全球产能第一的造纸集团和浆纸一体化的龙头企业，主要产品为各类环保包装纸、文化纸、高档全木浆纸及其上下游产业链。集团现有造纸设计年产能超过 2300 万吨，经历三十年发展，公司从包装主业向上下游浆纸产业链不断延伸。

近年来产能扩张驱动营收稳步增长，十年收入复合增速达 7%，2025 财年实现营业收入 632.4 亿，同比+6.3%；随着行业供需格局改善及公司浆纸一体化布局带来的成本优化，盈利触底反弹，2025 财年公司实现归母净利润 17.7 亿，同比大幅增长 135%。

箱板瓦楞纸：供需压力释缓，反内卷有望提振行情

需求端，箱板瓦楞纸下游应用广泛，具备季节性、经济协同性特征，2024 年我国箱板纸/瓦楞纸消费量分别为 3582 万吨/3407 万吨，近五年 CAGR 为 8.3%/7.5%；随着国民经济持续发展，消费品、电商、物流及快递领域的需求将持续增长，我们预计消费量保持稳定增长态势。

供给端，从行业产能趋势来看，2022 年以来行业重回产能扩张周期，且禁废令及零关税政策推动进口量增加，供需失衡致价格短期承压。从目前各公司扩产计划看，伴随龙头新增产能逐渐落地，2025 年往后龙头资本开支收窄，后续产能增量相对有限；叠加行业价格及盈利低迷环境下龙头企业规模优势及成本优势更为显著，中小产能陆续出清，我们预计行业供需格局有望逐渐好转。

短期看，25H2 旺季来临叠加成本上涨推高纸价，我们预计短期价格仍有支撑。**中长期看**，行业产能投放逐步回归理性，此外广东造纸协会于 7 月底率先发布行业第一封“反内卷”倡议书，强调坚决抵制低价无序竞争，主动优化产能结构等，明确行业方向指引，我们认为行业供需矛盾有望逐步缓解，中期价格及盈利有望均值回归；后续高质量原材料纤维布局及成本结构优化或成企业盈利胜负手。

公司：聚焦浆纸一体发展，产业链布局成效显著

产能规模上，近年公司在行业底部逆势扩张，截至 2025 年 6 月 30 日，公司造纸及木浆年设计产能接近 2900 万吨，FY2022-FY2025 造纸新增产能超过 500 万吨，产能 CAGR 达到 9%，木浆新增产能超过 450 万吨，浆纸扩张节奏基本匹配。产品结构上，公司坚持丰富拓展高档牛卡纸、白卡纸等高门槛、高盈利的高端产品，伴随规模效应显现，近年吨纸成本下降较为明显，FY2025 吨盈利触底改善。产业链方面，在全面禁废背景下，公司全力推进浆纸一体建设，我们预计截至 25 年底，公司将拥有 70 万吨再生浆产能、200 余万吨木纤维产能以及 540 余万吨木浆产能；未来在重庆、天津、广西北海等地仍有 200 万吨新增木浆产能储备，预计 2027 年达到 1020 万吨原材料自给能力，有利于最大化降低废纸采购成本，确保生产质量稳定。

首次覆盖，给予“买入”评级

我们预计 FY26-28 公司归母净利润分别为 31.2/34.9/38.4 亿元，对应 PE 分别为 8.6X/7.7X/7.0X。我们采用相对估值法，公司当前 PE 及 PB 处于历史估值底部，考虑当前公司浆纸一体化稳步推进，预计底部向上周期盈利有望持续改善，此外综合考虑 H 股相对 A 股折价，给予公司 26 年 PE 10X-12X，目标价 6.6-8.0 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险，行业供需失衡风险，财务结构恶化风险，政策变动风险，股价波动风险，跨市场选取可比公司估值等风险。

证券研究报告
2025 年 11 月 14 日

投资评级

行业	原材料业/原材料
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	6.25 港元
目标价格	港元

基本数据

港股总股本(百万股)	4,692.22
港股总市值(百万港元)	29,326.38
每股净资产(港元)	11.04
资产负债率(%)	66.04
一年内最高/最低(港元)	6.30/2.68

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
张彤	分析师
SAC 执业证书编号：S1110525100002	
zhangtong@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 包装纸行业龙头，逆境突围，盈利企稳向上	4
1.1. 三十年稳步扩张，产业链日趋完善	4
1.2. 营收稳健增长，盈利能力底部修复	5
2. 箱板瓦楞纸：供需压力缓释，反内卷有望提振行情	7
2.1. 需求端：伴随经济发展呈稳健增长	7
2.2. 供给端：格局向上集中，产能增量趋缓	8
2.3. 趋势判断：短期旺季&成本支撑价格向上，中期供需压力逐步缓释	9
3. 公司：聚焦浆纸一体发展，产业链布局进入收获期	10
3.1. 逆势扩产提份额，产品结构优化，规模效应显现	10
3.2. 浆纸一体红利显现，成本优势释放	12
4. 盈利预测与投资评级	13
5. 风险提示	14

图表目录

图 1：玖龙纸业发展历程	4
图 2：公司股权架构图（截至 2024 年 12 月 31 日）	5
图 3：公司历年营收及同比增速	5
图 4：公司历年归母净利及同比增速	5
图 5：公司毛利率及净利率、吨毛利及吨净利情况	6
图 6：FY2025 公司收入结构	6
图 7：公司三项费用率（单位：%）	7
图 8：公司历年债务规模（左）及资产负债率（右）	7
图 9：2024 年纸及纸板各品种消费量占总消费量的比例	7
图 10：箱板瓦楞纸下游需求行业占比	7
图 11：箱板纸产量、消费量（万吨）及同比（%）	8
图 12：瓦楞纸产量、消费量（万吨）及同比（%）	8
图 13：2012-2024 年我国箱板瓦楞纸行业产能及增速	8
图 14：我国箱板纸行业竞争格局（2022 年）	9
图 15：2022-2025H1 箱板纸龙头企业资本开支（亿元）	9
图 16：箱板纸进口量及出口量（万吨）	9
图 17：瓦楞纸进口量及出口量（万吨）	9
图 18：关于推动广东省造纸行业“反内卷”促进行业高质量发展的倡议书	10
图 19：公司纸浆产能布局预测（万吨）	10
图 20：公司资本开支	11
图 21：未来公司主要扩产项目（单位：吨）	11
图 22：公司十大基地产能布局	11
图 23：不同公司吨纸成本比较（元/吨）	12

图 24：公司纤维原材料产能布局预测（万吨）	12
图 25： 2023 年全球工业圆木产量占比	13
图 26：广西森林覆盖率（%）	13
表 1：收入拆分及预测（百万元）	13
表 2：可比公司估值	14

1. 包装纸行业龙头，逆境突围，盈利企稳向上

1.1. 三十年稳步扩张，产业链日趋完善

公司已发展成为全球产能第一的造纸龙头企业。公司成立于 1995 年，总部位于中国广东省东莞市，2006 年于香港联交所主板上市，目前为全球产能第一的造纸集团和浆纸一体化的龙头企业，主要产品为各类环保包装纸、文化纸、高档全木浆纸及其上下游产业链。集团现有造纸设计年产能超过 2300 万吨，员工 20000 余人。公司目前在国内的东莞、太仓、重庆、天津、泉州、沈阳、乐山、唐山、荆州及北海拥有造纸基地，同时不断推进国际化发展，完善产业链，2008 年以来先后在越南、美国、马来西亚等地布局造纸生产基地。

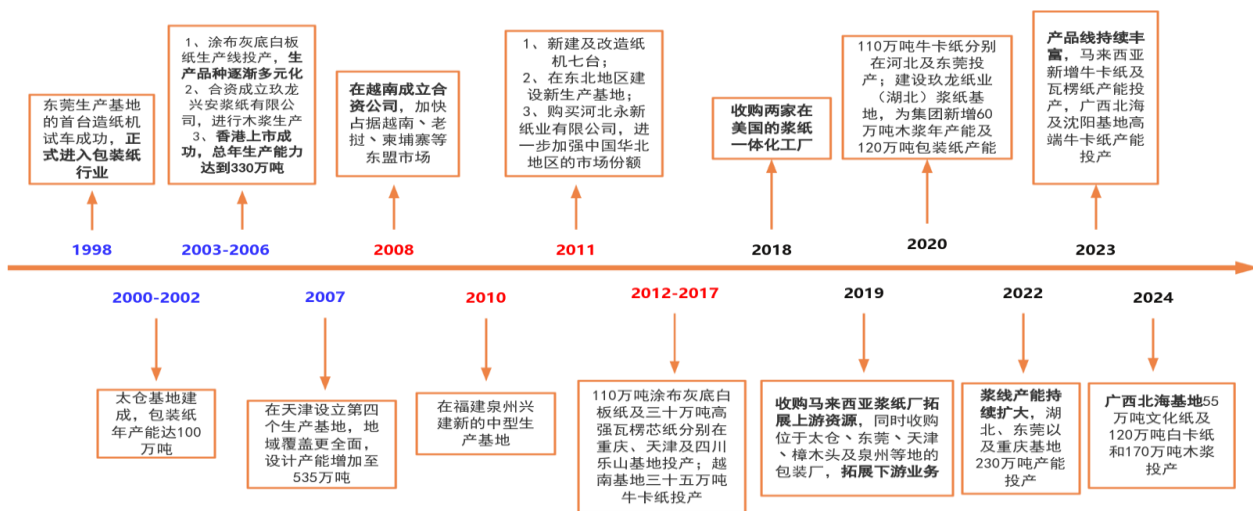
经历三十年发展，公司发展历程可分为三个阶段：

第一阶段（1998-2007）：专注主业，顺势而起的黄金十年。创始人张茵女士抓住机遇，1998 年在广东东莞投建第一条包装纸生产线。在巩固东莞基地的同时，2002-2006 年进军长三角（江苏太仓）和西南（重庆）地区，建立三大造纸基地，这一产能布局既能贴近核心市场，又能降低物流成本。通过大规模、高效率的产能建设，迅速确立行业龙头地位，2006 年在香港联交所成功上市，为其后续产能扩张奠定基础。

第二阶段（2008-2017 年）：产品结构逐渐多元，同时开辟国际市场。公司一方面进军华北和华南（如天津、沈阳、泉州等地），进一步完善全国布局，同时 2008 年合资成立越南正阳造纸厂，进入东盟市场，2017 年越南基地二号纸机投产，增加海外产能布局。产品多元化方面，公司开始增加环保品类、特种纸的研发和生产。

第三阶段（2018 年至今）：浆纸一体化优势确立。在国内实施全面禁废政策后，2018-2019 年公司在美国、马来西亚等地收购或建厂，拓展上游废纸资源，构建新的全球供应链。同时公司积极拓展木浆产能，在广西等地建设大型浆纸一体化项目，减少对废纸原料的单一依赖。公司加速向下游业务拓展，持续增加高端线产品品类，寻求差异化竞争。

图 1：玖龙纸业发展历程

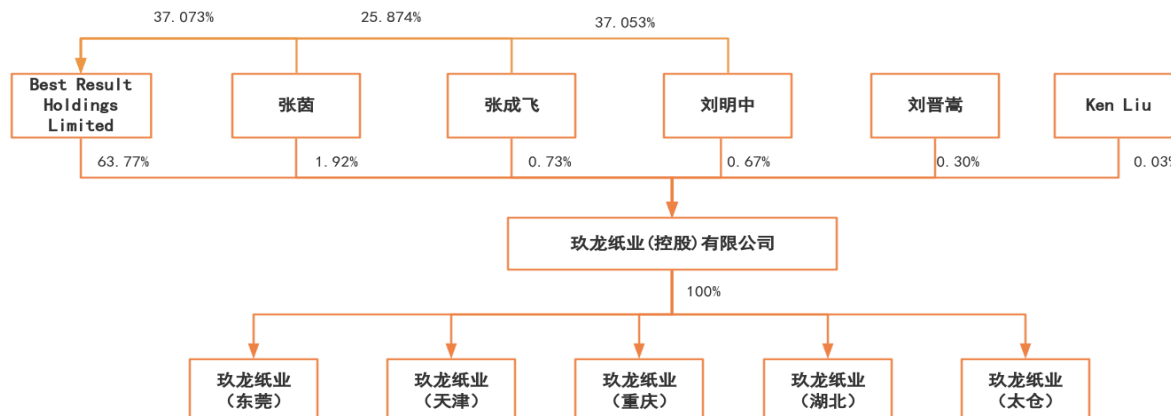


资料来源：公司官网，天风证券研究所

股权结构集中，张茵家族持股 66%。公司股权结构中，Best Result Holdings Limited（由张茵家族控股）是公司的最大单一股东，持有公司 63.77% 的股份。根据 wind 数据显示，张茵家族为公司的实际控制人，创始人张茵女士担任公司董事长及执行董事，拥有逾 28 年的造纸经验和超过 38 年的废纸回收和国际贸易经验，具备较强的行业洞察力和执行力，对公司战略决策具有重要影响；其丈夫刘名中以及儿子、弟弟等人也在玖龙纸业担任重要职务，形成家族协同控制的格局。张茵家族通过直接持股、信托结构以及家族成员的协同

控制等方式直接或间接控制公司 66.36% 的股份，对大股东 Best Result Holdings Limited 和玖龙纸业拥有显著的控制权和影响力，有助于快速响应市场变化，推动战略落地。

图 2：公司股权架构图（截至 2024 年 12 月 31 日）



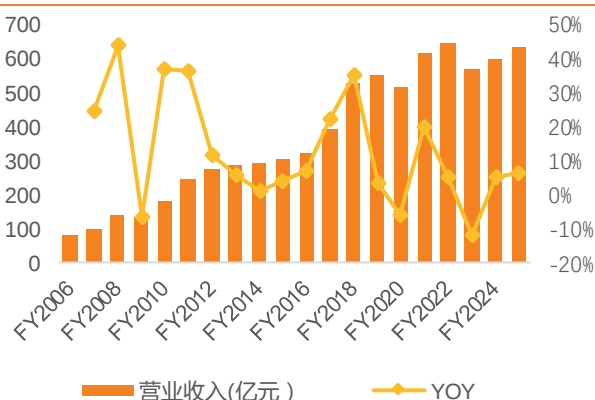
资料来源：公司公告，wind，天眼查，天风证券研究所

1.2. 营收稳健增长，盈利能力底部修复

营收增长伴随产能扩张，FY24 盈利触底反弹。公司持续在全国多地扩建生产基地，产能规模的扩大带动公司营收稳健增长，近十年收入复合增速达 7%，2025 财年公司实现营收 632.4 亿，同比+6.3%。

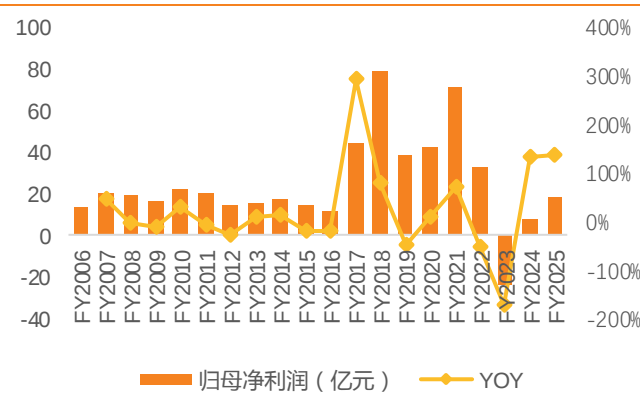
利润端，归母净利润经历了较大的波动，尤其在 2022-2023 财年出现显著下滑，主要由于行业新增产能集中投放以及包装纸下游需求疲软，导致纸价承压，2023 财年公司首次出现亏损；随着行业供需格局改善及公司浆纸一体化布局带来的成本优化，盈利触底反弹，2024-2025 财年公司实现归母净利 7.5/17.7 亿元，同比+132%/+135%，吨净利分别为 38.3 和 82.2 元，然而仍处于公司近 20 年盈利低点，我们预计后续仍具备较大弹性。

图 3：公司历年营收及同比增速



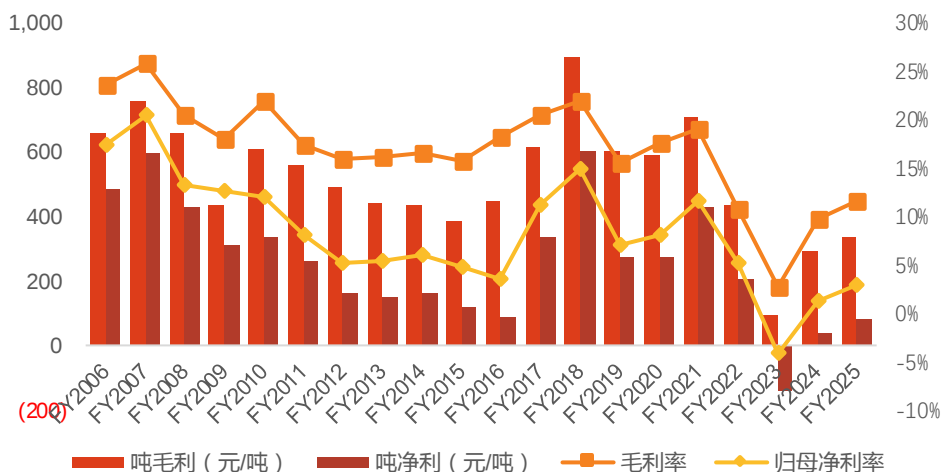
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：公司历年归母净利及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

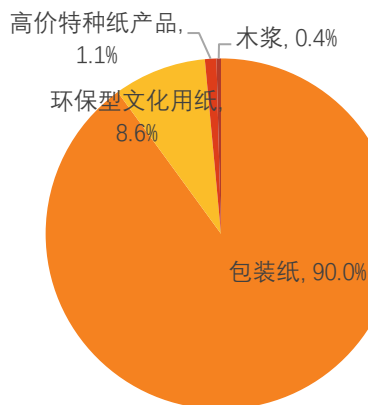
图 5：公司毛利率及净利率、吨毛利及吨净利情况



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

包装纸营收占比九成，产品结构持续丰富。收入分品类看，包装纸是公司收入的主要来源，2025 财年贡献收入比重约 90%，主要包括牛卡纸、高强瓦楞芯纸、涂布灰底白板纸及白卡纸，其余约 10.0%的销售收入来自文化用纸、高价特种纸及浆产品。近年来，公司持续推进产品结构多元化及高端化，通过荆州、北海等地的扩产项目，新增白卡纸、文化纸等产品产能，进一步丰富产品组合，提升市场竞争力。

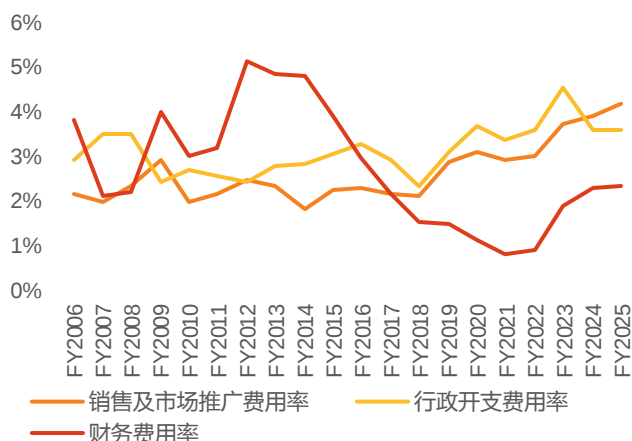
图 6：FY2025 公司收入结构



资料来源：wind，天风证券研究所

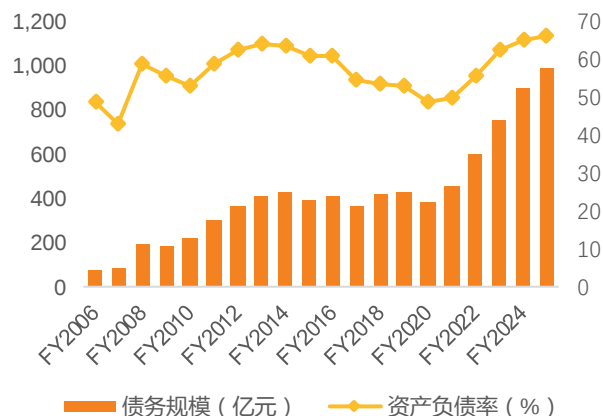
短期产能投放及市场开拓致费用上行，中期费率有望优化。公司历年费用率整体呈现波动变化，其中销售及市场推广费用率 2025 财年略微上升至 4.2%，主要由于公司新产能投放后加大市场推广力度；财务费用率在 2022 财年之后大幅度提升主要系配合湖北及广西基地产能扩张而增加贷款所致，公司通过降低贷款利率平抑财务费用波动，25 财年长期贷款及短期贷款实际利率分别同比下降 0.3pct 及 0.4pct 至 2.9% 和 2.7%，我们预计伴随后续产能投放节奏趋缓，财务结构有望得到优化。

图 7：公司三项费用率（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：公司历年债务规模（左）及资产负债率（右）



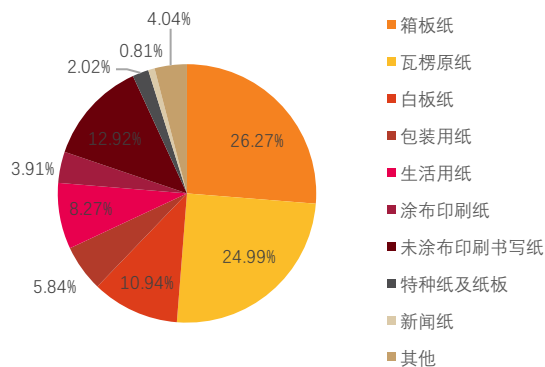
资料来源：wind，天风证券研究所

2. 箱板瓦楞纸：供需压力缓释，反内卷有望提振行情

2.1. 需求端：伴随经济发展呈稳健增长

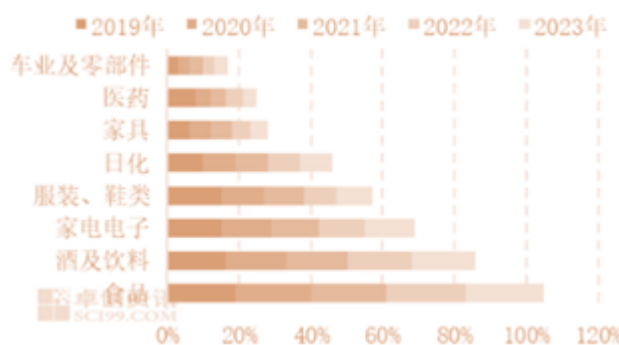
箱板瓦楞纸下游广泛应用于食品、饮料、家电等消费品方向。箱板瓦楞纸是重要的包装材料之一，主要的用途是制作纸板、进一步加工成纸箱，24 年箱板纸及瓦楞纸占我国纸及纸板消费总量的 26%和 25%，为最主要的消费纸制品方向。从下游分布来看，终端行业应用广泛，近几年主要集中在食品、饮料、家电电子、服装鞋类及箱包、日化产品、车业及零部件、家居家具、快递、医药等包装方面。

图 9：2024 年纸及纸板各品种消费量占总消费量的比例



资料来源：纸引未来网公众号，天风证券研究所

图 10：箱板瓦楞纸下游需求行业占比

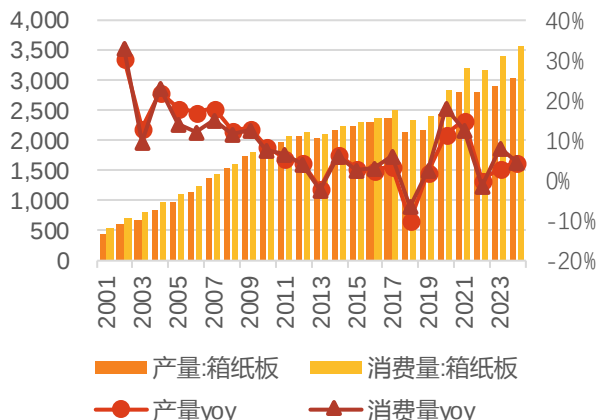


资料来源：广东省造纸行业协会公众号，卓创资讯，天风证券研究所

消费量增长稳健，具备季节性、经济协同性特征。根据中国造纸协会统计数据显示，2024 年我国箱板纸生产量/消费量 3035 万吨/3582 万吨，近五年 CAGR 为 6.7%/8.3%，2024 年我国瓦楞纸生产量/消费量 3145 万吨/3407 万吨，近五年 CAGR 为 7.2%/7.5%。箱板瓦楞纸终端需求与经济走势及社会零售额波动具备一定相关性，随着国民经济持续发展，消费品、电商、物流及快递领域的需求或将持续增长，我们预计消费量保持稳定增长态势。

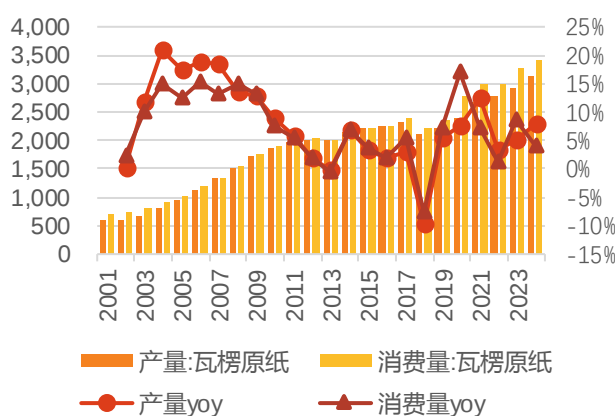
同时，基于箱板瓦楞纸的用途特点，其需求波动具备一定季节性特征，整体上半年需求相对较弱，1-2 月春节终端需求提升或带动价格上行；下半年传统节日中秋、国庆等有望带来传统旺季，市场由弱转强。我们预计伴随我国消费需求延续复苏，且 25 年传统旺季来临，纸价有望延续向上。

图 11：箱板纸产量、消费量（万吨）及同比（%）



资料来源：Wind，中国造纸年鉴，天风证券研究所

图 12：瓦楞纸产量、消费量（万吨）及同比（%）

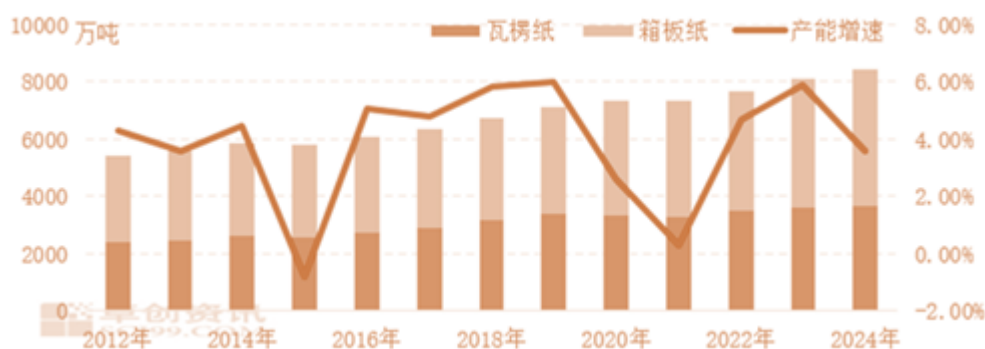


资料来源：Wind，中国造纸年鉴，天风证券研究所

2.2. 供给端：格局向上集中，产能增量趋缓

近年产能增量明显，供需失衡致价格短期承压。从行业产能趋势来看，根据卓创造纸公众号发布的数据，2012 年以来我国箱板瓦楞纸产能整体呈现增长态势。其中，2015 年之后我国供给侧改革淘汰部分落后产能，2017 年行业景气度达到高点，相应国内产能扩张提速；全球公共卫生事件之后 2022 年行业重回产能扩张周期；截至 2024 年底，我国箱板瓦楞纸行业总产能达到 8405 万吨，2019-2024 年间年化产能增量 200-300 万吨，供需失衡及同质化竞争致行业价格承压。

图 13：2012-2024 年我国箱板瓦楞纸行业产能及增速

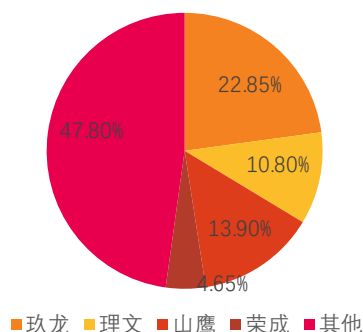


资料来源：卓创造纸公众号，天风证券研究所

龙头集中度提升，资本开支预期收窄，行业格局有望优化。从行业格局来看，根据华经产业研究院，2022 年箱板纸行业 CR3 接近 50%，其中玖龙、理文、山鹰市占率分别为 23%、11%、14%。近年行业产能扩张集中于龙头企业，包括玖龙等规模企业扩充广西、湖北基地完善产能布局，也包括太阳纸业等加大产品多元化布局，我们认为龙头市占率有望持续提升。

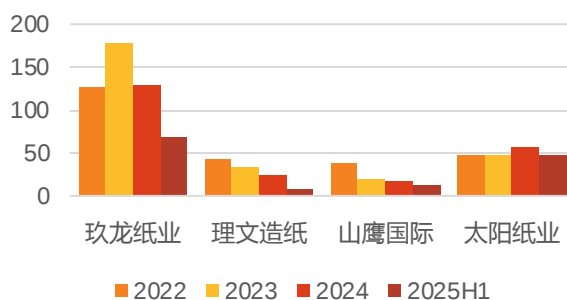
从目前各公司扩产计划看，伴随龙头新增产能逐渐落地，2025 年往后龙头资本开支收窄，后续产能增量相对有限；叠加行业价格及盈利低迷环境下龙头企业规模优势及成本优势更为显著，中小产能陆续出清，我们预计行业供需格局有望逐渐好转。

图 14：我国箱板纸行业竞争格局（2022 年）



资料来源：华经情报网，天风证券研究所

图 15：2022-2025H1 箱板纸龙头企业资本开支（亿元）

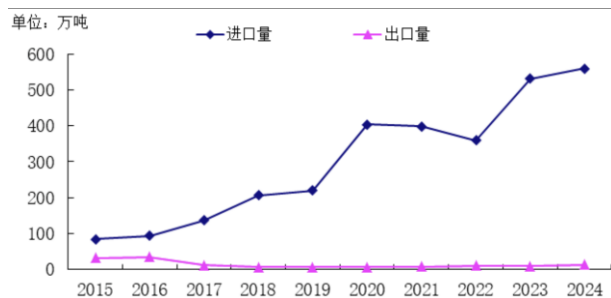


资料来源：Wind，天风证券研究所；注：玖龙及理文为财年数据

禁废令叠加零关税政策落地，行业净进口量持续攀升。从进口趋势来看，2015 年以来我国箱板瓦楞净进口量持续增加。其中，2017 年禁废令实行导致国内高品质纤维原材料短缺，推动行业进口量激增；2023 年中国关税税则委员会下调进口税率 5-6pct，进一步刺激进口需求增长；2024 年我国箱板纸/瓦楞纸净进口量分别为 547 万吨/262 万吨，占比相应消费需求 15%/8%，短期供给增加冲击行业价格。

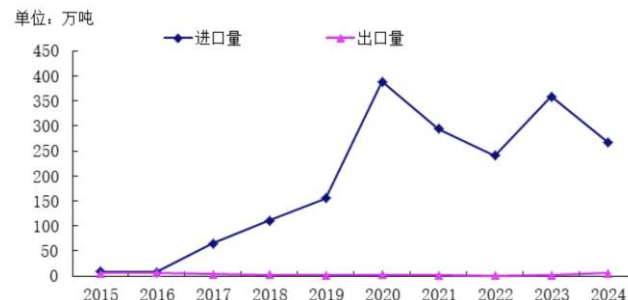
成本优势削弱、套利空间有限，进口冲击有望企稳。2025 年以来箱瓦纸进口量同比回落，据海关总署数据，2025 年 1-6 月我国箱板纸进口总量 237.16 万吨，同比-18.23%，进口箱瓦纸优势削弱一方面源于海外美废价格攀升缩小成本优势，另一方面上半年国内箱板纸价格承压下行进一步挤压进口纸套利空间。我们认为在国内外原材料及纸价演绎趋势下，后续进口带来的供给冲击有望逐步削弱。

图 16：箱板纸进口量及出口量（万吨）



资料来源：纸引未来网公众号，天风证券研究所

图 17：瓦楞纸进口量及出口量（万吨）



资料来源：纸引未来网公众号，天风证券研究所

2.3. 趋势判断：短期旺季&成本支撑价格向上，中期供需压力逐步缓释

短期看，25 年 7 月以来纸企频发涨价函，7-9 月箱板瓦楞纸提价延续落地，主要系“双节”旺季来临带来需求增长，叠加雨季上游废纸回收难度增加带动原材料价格上涨，共同推高原纸价格。当前规模纸厂已发布 10 月涨价计划，同时多家纸厂发布停机检修计划，我们预计短期价格仍有支撑。

中长期看，需求端，行业下游需求相对刚性，有望伴随内需呈现稳定向上；供给端，我们预计企业产能投放逐步回归理性，2025 年往后资本开支逐步收窄，转而以消化新增产能为主，且进口纸竞争优势逐步削弱。此外，广东造纸协会于 7 月底率先发布行业第一封“反内卷”倡议书，强调坚决抵制低价无序竞争，主动优化产能结构等，明确行业方向指引，我们认为行业供需矛盾有望逐步缓解，中期价格及盈利有望均值回归；后续高质量原材料纤维布局及成本结构优化或成企业盈利胜负手。

图 18：关于推动广东省造纸行业“反内卷”促进行业高质量发展的倡议书

广东省造纸行业协会

关于推动广东省造纸行业“反内卷” 促进行业高质量发展的倡议书

各会员单位及企业：

2025年7月1日，中央财经委员会第六次会议明确强调，要依法治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品质量，推动落后产能有序退出。同日，《求是》杂志刊文，文章称“内卷式”竞争将导致市场主体在低价低质、没有效益的竞争中，突破了市场竞争的边界和底线，扰乱了市场秩序，任其发展后患无穷。

为促进行业健康发展，响应国家强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争，有效推动造纸产业链公平、有序、良性发展，广东省造纸行业协会结合行业实际情况，发出如下倡议：

一、坚决抵制低价无序竞争，维护市场秩序。坚决杜绝低于成本的倾销行为，抵制通过不正当手段获取不正当竞争优势。鼓励企业提高质量成本、合理利润、服务标准及市场供需关系，自主、透明定价，保障行业整体价值应用。企业应自觉遵守《反不正当竞争法》《反垄断法》等法律法规，杜绝扰乱市场秩序的行为。

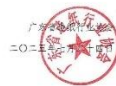
二、主动优化产能结构，推动技术装备升级改造。审慎评估市场需求，避免盲目扩张产能同质化、低质化产能，将资源更多投向技术

改造与升级，加快替换高能耗、低效率的老旧设备，采用自动化、数字化生产提升效率，积极争取“两新”政策扶持资金补贴，合理利用国家补贴对现有生产设施技术改造。

三、强化质量引领与创新驱动，实现价值竞争转型。将发展重心从“拼价格”转向“拼质量、拼服务、拼创新”，通过工艺改进、管理优化持续提升产品性能和稳定性，开发高附加值产品。积极参与标准建设工作，通过高标准引领行业高质量发展，减少低水平同质化竞争。

四、构建行业自律协同机制，共建良好生态。倡导企业诚信经营，共同抵制破坏行业生态的恶性竞争行为，维护健康的上下游合作关系，倡导公平交易，如合理缩短账期，杜绝恶意拖欠货款、反对压价等行为，保障产业链各环节合理利益。加强行业信息的交流共享，引导企业做出理性决策。

让我们积极践行上述倡议，以坚定的决心和实际行动共同抵制“内卷式”恶性竞争！我们坚信，通过全行业的共同努力，抵制低价竞争，推动转型升级，激发创新活力，强化自律协同，定能营造一个公平有序、健康可持续发展的市场环境，推动广东省造纸行业迈向更高水平的发展新阶段！



资料来源：广东省造纸行业协会，天风证券研究所

3. 公司：聚焦浆纸一体发展，产业链布局进入收获期

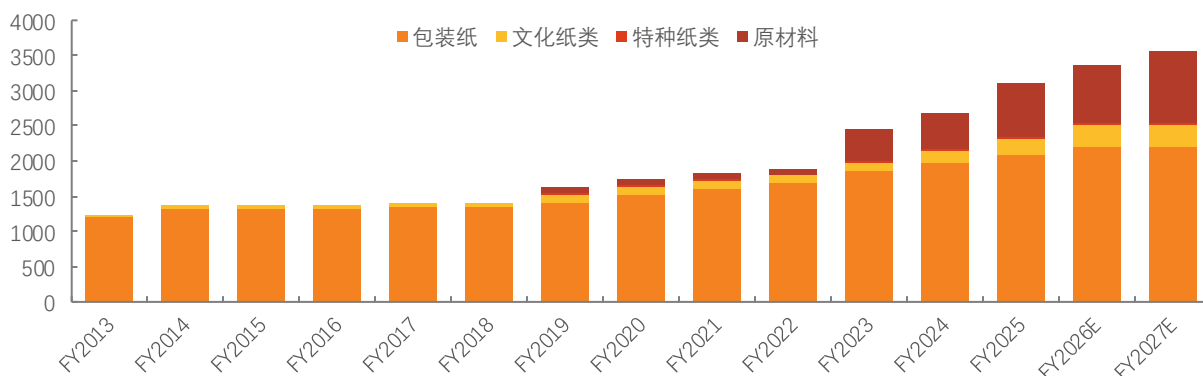
3.1. 逆势扩产提份额，产品结构优化，规模效应显现

逆势扩产、优化结构，造纸规模居全国首位。公司为全球产能最大的造纸集团及中国浆纸一体化企业，享有规模效应及稳定的客户源，且能确保产品质量稳定，有助锁定客户、巩固产品定价话语权及市场竞争力。2022年以来公司在行业底部逆势扩张产能、丰富产品结构，FY2022-FY2025 造纸新增产能超过 500 万吨，产能 CAGR 达到 8%，木浆新增产能超过 450 万吨，浆纸扩张节奏基本匹配；相应 FY2022-FY2025 资本开支分别为 126/177/128/68 亿元，在 FY2023 达到历史峰值水平。

截至 2025 年 6 月 30 日，公司造纸及木浆年设计产能接近 2900 万吨，其中牛卡纸、高价特种纸及浆、高强瓦楞芯纸、涂布灰底白板纸、白卡纸及文化纸分别约为 1400 万吨、570 万吨、370 万吨、200 万吨、180 万吨及 170 万吨；此外，公司湖北省荆州 120 万吨白卡纸及 70 万吨木浆产线已于 2025Q3 顺利投产，广西北海 35 万吨文化用纸已于 25 年 7 月投产，另外 35 万吨预计 25Q4 投产。

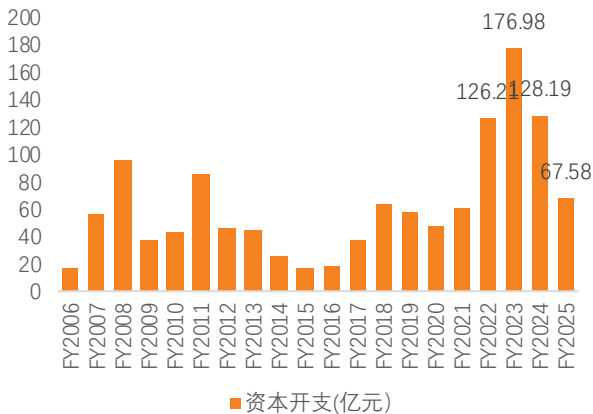
资本开支高峰已过，后续聚焦浆纸原料整合。展望未来，公司造纸产能扩张规划已告一段落，垂直整合木浆原料供应链为发展重心，2026-2027 财年公司计划在重庆、天津、广西北海等地新增 200 万吨木浆产能，届时公司纤维原料总设计年产能将达到约 1020 万吨，造纸总设计年产能将达到约 2540 万吨。我们认为当前公司资本开支高峰已过，后续资产结构有望持续优化，木浆产能释放有望优化现有基地盈利水平。

图 19：公司纸浆产能布局预测（万吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 20：公司资本开支



资料来源：wind，天风证券研究所

图 21：未来公司主要扩产项目（单位：吨）

	项目地	品种	产能	投产时间
木浆（万吨）	湖北荆州	化机浆	65	2025年6月
		化学浆	70	2025年8月
	重庆市	化学浆	70	预计2026Q4
	天津市	化学浆	50	预计2026Q4
	广西北海	化学浆	80	预计2027Q1
	合计		335	
造纸（万吨）	湖北荆州	文化纸	25	2025年2月
		文化纸	35	2025年4月
		白卡纸	120	2025年8月
	广西北海	文化纸	35	2025年7月
		文化纸	35	预计2025Q4
	合计		250	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

十大基地布局完善，品类日益丰富多元。包装纸作为刚需产品，需求相对稳定，而文化纸、特种纸等产品则具备更强的议价能力和增长潜力。公司目前拥有 10 座国内生产基地，在越南设有 1 个造纸基地，在马来西亚设有 1 个浆厂及 1 个造纸基地，以及在美国（缅因州之 Rumford 及 Old Town、威斯康辛州之 Biron、西维珍尼亚州之 Fairmont）拥有 4 个浆纸厂和 1 个包装厂。配合木浆产能扩张，公司拓展高档牛卡纸、白卡纸等高门槛、高盈利的高端产品。此外，针对国废品质特性，公司增加低端产品品牌「江龙牌」，增加收入来源。受益于低基数效应及产品结构优化，2025 财年文化环保纸营收同比增长 30.8%，多元化产品结构使得公司在经济周期波动中具备更强的韧性，同时能够更灵活地应对市场的需求变化。

图 22：公司十大基地产能布局

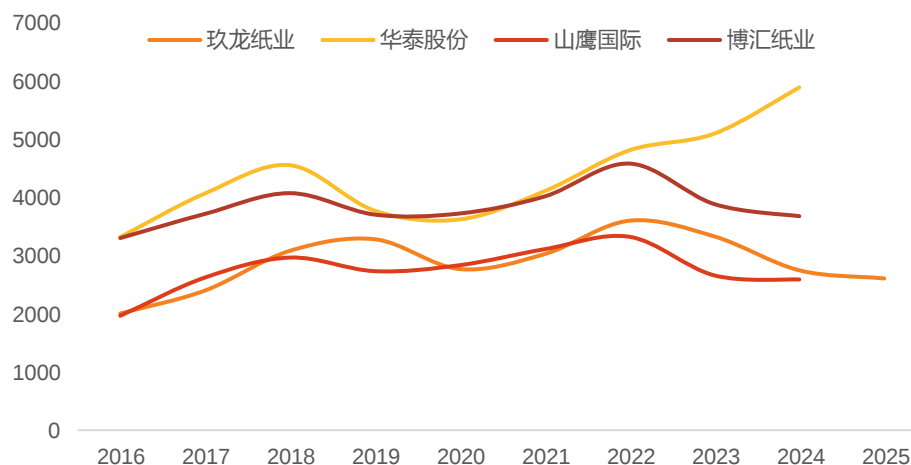
生产基地	产品	现有产能（万吨）
东莞基地	卡纸、高强瓦楞原纸、涂布灰底白板纸及文化用纸	585
	木浆	60
	木纤维	21
太仓基地	卡纸、高强瓦楞原纸及文化用纸	303
	木纤维	36
重庆基地	牛卡纸、高强瓦楞原纸及涂布灰底白板纸	190
	木浆	50
	木纤维	21
天津基地	卡纸、高强瓦楞芯纸及涂布灰底白板纸	215
	木纤维	10
泉州基地	牛卡纸及环保牛卡纸	100
	木纤维	21
沈阳基地	牛卡纸	160
	木浆	32
	木纤维	24
乐山基地	特种纸	5
	高强瓦楞原纸	30
河北基地	牛卡纸及高强瓦楞原纸	100
	木纤维	21
湖北基地	牛卡纸及高档牛卡纸	120
	木浆	60
	木纤维	21
北海基地	高档牛卡纸、白卡纸及文化纸	255
	木浆	190

资料来源：公司官网，天风证券研究所

规模效应释放，单位成本持续优化。伴随前期大规模产能爬坡及市场开拓，可有效摊薄单位产品的折旧成本，同时公司自建木浆产能优化成本结构，吨盈利有望持续修复。此外，公司国内主要生产基地均有自备热电锅炉，用于满足自身的能源需求，可实现电与蒸汽的大比例自供，可有效降低煤价波动带来的能源成本变化，与中小企业相比具备一定能源优势；公司在太仓、重庆等地建设自有码头，交通运输便捷，国内 10 大生产基地协同发展，覆盖华东、华南、华北、西南等主要市场，就近生产、就近销售，减少跨区域运输成本。

自 2022 财年以来公司吨纸成本不断下降，2025 财年吨纸成本下降至 2604 元，且较同行具备一定优势。

图 23：不同公司吨纸成本比较（元/吨）

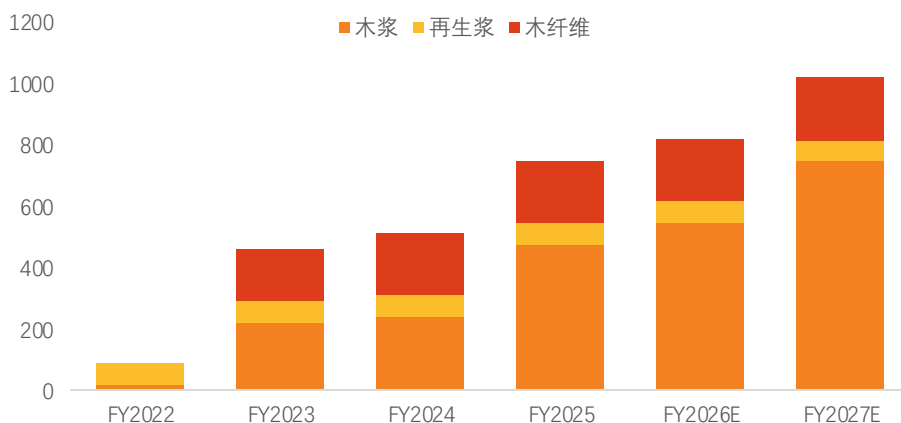


资料来源：各公司公告，天风证券研究所；注：玖龙纸业为财年数据，截至每年 6 月 30 日

3.2. 浆纸一体红利显现，成本优势释放

上游原料布局进入收获期。我国自 2021 年起全面实施禁废令，公司主要原材料进口废纸也被禁止进口，原材料短缺风险增加。自 2018 年起，公司积极扩建再生浆、木浆和木纤维产能，以作为原材料储备，通过构建原料自主体系，不仅有效抵御外购木浆的价格波动风险，更为产品实现高端化、差异化奠定坚实基础，确保公司盈利的稳定性与成长性。我们预计截至 25 年底，公司将拥有 70 万吨再生浆产能、200 余万吨木纤维产能以及 540 余万吨木浆产能，且在重庆、天津、广西北海等地仍有 200 万吨新增木浆产能储备，预计 2027 年达到 1020 万吨原材料自给能力，未来公司将加强原料采购网络，并持续自建再生浆、木浆以及木纤维产能，不断提高原料自供比例，更好地控制原料成本。

图 24：公司纤维原材料产能布局预测（万吨）



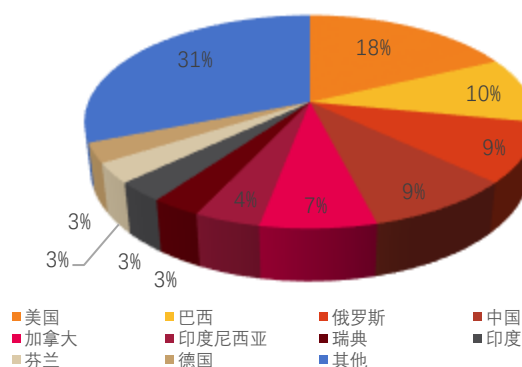
资料来源：公司公告，天风证券研究所

积极布局海外原料及生产基地。为了进一步拓展国际化的资源配置,形成资源优势的互补,公司在美国和东南亚等地进行了多起并购,2018 年收购美国 Rumford 和 Biron 等四大浆厂，主要生产单面涂布纸、铜版纸及涂布机械浆纸浆等。北美是全球最大的木材生产地区之一，森林资源丰富，木材成本相对较低且稳定，就近采购木片或原木，可以大大降低原材料采购和运输成本。这些浆厂生产的商品浆产品也可以直接运回中国，供应国内的造纸

基地。公司收购越南正阳纸厂，收购后获得越南的浆纸产能，并利用越南的区位优势辐射东南亚市场。公司在马来西亚文东拥有浆纸厂，主要生产废纸再生浆；同时，公司在雪兰莪正在建设一个新的智能化造纸基地。通过在马来西亚的布局，玖龙纸业进一步完善了其全球产业链配置，增强了资源获取能力和成本控制优势，助力其浆纸一体化战略的实施。

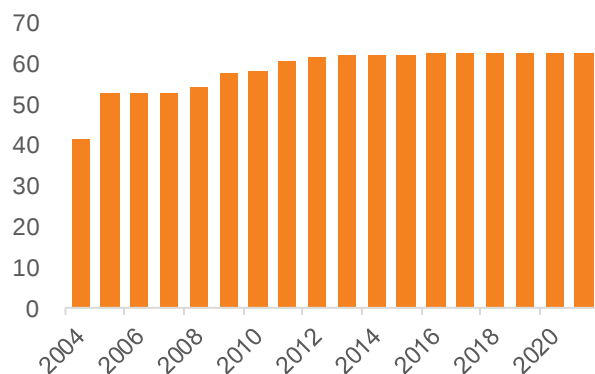
国内推进木纤维建设及浆纸一体化发展。截至 2025 年 6 月 30 日，公司在国内的木纤维年产能约 200 万吨，是其浆纸一体化战略的重要组成部分。公司研发出新的木纤维生产工艺，原料采用含水率为 50% 的木屑，木屑为现有的生产废料，通过调整合适的化学品加入比例和蒸汽用量，提高纤维质量。浆纸方面，公司木浆产能主要位于广西北海，广西森林覆盖率高，气候适宜林木生长，林产值位居全国前列，便于公司获得低成本的木材资源。浆线和纸机在同一基地，浆料可以通过管道直接输送，省去了浆板的打包、运输和再碎解等过程，节省大量能源、人力和物流成本。通过木纤维与木浆、再生浆的协同布局，公司增强了对原材料的掌控能力，同时增加高端产品的布局。

图 25：2023 年全球工业圆木产量占比



资料来源：联合国粮农组织，天风证券研究所

图 26：广西森林覆盖率 (%)



资料来源：wind，广西统计局，天风证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

收入方面：我们预计 FY26-28 公司收入分别为 697.5/763.9/829.8 亿元，同比增长 10.3%/9.5%/8.6%，其中：

包装纸：根据公司产能规划，25 年 8 月湖北荆州 120 万吨白卡纸已顺利投产，我们预计产能持续爬坡带来增量贡献；此外，25H2 伴随需求旺季来临及成本驱动，箱板瓦楞纸提价延续落地，我们预计后续价格及盈利有望修复；我们综合量价趋势，预计 FY26-28 包装纸收入分别为 619 亿元/656 亿元/696 亿元。

文化用纸：根据公司产能规划，25H1 湖北荆州 60 万吨文化纸已顺利投产，25H2 广西北海 70 万吨文化纸相继落地，后续产能增量空间充足驱动收入规模成长，我们预计 FY26-28 文化纸收入分别为 67 亿元/92 亿元/113 亿元。

表 1：收入拆分及预测（百万元）

	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	59496.40	63240.54	69747.95	76390.54	82976.69
yoy	4.86%	6.29%	10.29%	9.52%	8.62%
毛利率	9.60%	11.46%	13.4%	13.6%	13.7%
包装纸					
收入	54609.05	56899.73	61871.27	65648.67	69649.14
yoy	7.1%	4.2%	8.7%	6.1%	6.1%
占比	91.8%	90.0%	88.7%	85.9%	83.9%
环保型文化用纸					
收入	4133.71	5407.69	6701.74	9203.73	11274.57
yoy	-12.0%	30.8%	23.9%	37.3%	22.5%
占比	6.9%	8.6%	9.6%	12.0%	13.6%

高价特种纸					
收入	641.83	672.91	706.55	741.88	778.97
yoy	-5.0%	4.8%	5.00%	5.00%	5.00%
占比	1.08%	1.06%	1.01%	0.97%	0.94%
浆					
收入	111.78	260.22	468.39	796.26	1274.01
yoy	-68.51%	132.79%	80.00%	70.00%	60.00%
占比	0.2%	0.4%	0.7%	1.0%	1.5%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润方面：FY2025 公司盈利已现修复趋势，主要系公司扎实推进浆纸一体化，实现从原料到产品的全面升级，通过构建原料自主体系，不仅有效抵御外购木浆的价格波动风险，更为产品实现高端化、差异化奠定坚实基础，确保公司盈利的稳定性与成长性；同时公司持续精进精益运营管理，推动技术创新引领，并积极引入前沿科技实现数字化转型，提升管理决策效率，我们预计盈利有望延续修复。我们预计 FY26-28 公司归母净利润分别为 31.2/34.9/38.4 亿元，对应 PE 分别为 8.6X/7.7X/7.0X。

首次覆盖，给予“买入”评级。我们采用相对估值法，选取深耕造纸行业的山鹰国际、太阳纸业、理文造纸作为可比公司，可比公司 26 年平均 PE 为 18X（理文造纸无盈利预测因此剔除），最新 PB 为 0.8X，而玖龙纸业对应 26 财年 PE 仅为 8.6X，PB 仅为 0.5X，处于历史估值底部。考虑当前公司浆纸一体化稳步推进，预计底部向上周期盈利有望持续改善，此外综合考虑 H 股相对 A 股折价，给予公司 26 年 PE 10X-12X，目标价 6.6-8.0 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

		PE		PB/LF
	2025	2026	2027	
山鹰国际	47.7	25.3	18.7	0.67
太阳纸业	12.5	10.9	9.7	1.32
理文造纸	-	-	-	0.42

资料来源：Wind，天风证券研究所；截至 2025 年 11 月 10 日收盘

5. 风险提示

原材料价格波动风险。外部采购浆料占比较大，浆价波动将直接影响其成本结构。

行业供需失衡风险。若行业新增产能投放速度加快，将导致供需格局恶化，纸品价格承压。同时若国际进口纸数量高于预期，将加剧市场供给压力，影响纸浆价格恢复。

财务结构恶化风险。公司资产负债率维持在 60%以上，处于历史较高水平，若融资环境收紧或利率上升，以及资本开支持续扩大可能增加财务费用，影响盈利稳定性。

政策变动风险。进口纸政策放宽、国内环保政策变化等可能影响公司成本结构和盈利空间。

股价波动风险。港股市场整体表现、环保政策变动、国际贸易关系等外部因素，以及市场对公司特定事件的解读，都可能引发短期股价的非理性波动。

跨市场选取可比公司风险。在利用相对估值法（如市盈率 P/E、市净率 P/B）对公司进行估值时，跨市场（同时参照 A 股与港股上市的造纸公司）选取可比公司，可能存在因市场结构性差异带来的估值体系差异，从而导致对公司内在价值的误判，或忽视其估值折价的合理性。

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，相对同期恒生指数的涨跌幅	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，相对同期恒生指数的涨跌幅	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	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	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com