

山鹰国际 (600567)

证券研究报告
2026年01月27日

25年业绩承压，静待回暖

公司发布2025年业绩预告

公司预计2025年归属上市公司股东净利-8.5到-10.0亿；2025年归属上市公司股东扣除非经常性损益净利-10.5到-12.0亿元。

2025年公司造纸板块产销同步增长，本期业绩亏损主要为主营业务毛利率下降及投资收益减少所致。投资收益减少主要系公司上期出售北欧纸业股权，本期对联营合营企业的投资收益减少。

毛利率下滑主要系2025年公司受制于鹰19转债到期兑付前信用折损，为保障存量项目顺利投产及日常经营平稳运行，公司阶段性主动调整应收应付账期，收缩利润端以保障流动性安全，致毛利率在2025年下滑。

当前公司可转债顺利实现转股及兑付，信用折损将得到逐步修复和改善，公司将专注精益运营高质量发展，推动高端纤维木浆项目落地，实现高端纤维自主，以期全面提升成本竞争力，未来有望迎来业绩拐点。

聚焦主营业务提质增效

25Q1-3公司原纸板块产量548.8万吨，同增4.25%，销量544.1万吨，同增2.35%，产销率99.15%。纸质包装板块产量14.92亿平方米，销量15.73亿平方米，产销率105.43%。

截至2025年9月公司财务费用同比下降23.38%。为持续推进资源整合和结构优化，公司以下属子公司广东100%股权和祥恒创意包装股份公司36.56%股权作价297,704万元出资设立芜湖胜鹰企业管理咨询合伙企业，并以转让合伙企业部分合伙份额形式引入长期投资者，且公司已收到合计7.47亿元转让价款。

本次交易将进一步推动纸包一体化业务发展，增强公司可持续发展能力和核心竞争力。同时，为切实保护公司全体股东的利益，降低可转债转股导致的股份稀释，促进公司价值理性回归，2025年6月25日，公司启动2025年股份回购计划，截至2025年10月31日已累计回购股份1.7亿股，占公司总股本2.92%，支付资金3.3亿元（不含交易费用）。

调整盈利预测，维持“增持”评级

基于25年业绩预告，考虑当前经营环境，以及公司高端纤维木浆项目落地有望优化成本，我们调整公司盈利预测，预计25-27年EPS分别为-0.14/0.02/0.10元/股（25-26年前值为0.04/0.11元/股）。

风险提示：业绩预告仅为预测值，实际以年报为准；进口纸冲击；行业竞争加剧；原料项目落地不及预期等

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	29,333.34	29,229.26	28,742.92	30,319.20	32,918.38
增长率(%)	(13.76)	(0.35)	(1.66)	5.48	8.57
EBITDA(百万元)	2,738.11	2,221.66	1,886.78	2,928.62	3,481.78
归属母公司净利润(百万元)	156.23	(450.65)	(909.18)	136.24	658.94
增长率(%)	(106.92)	(388.46)	(101.75)	114.98	383.67
EPS(元/股)	0.02	(0.07)	(0.14)	0.02	0.10
市盈率(P/E)	67.83	(23.51)	(11.66)	77.78	16.08
市净率(P/B)	0.77	0.70	0.66	0.65	0.63
市销率(P/S)	0.36	0.36	0.37	0.35	0.32
EV/EBITDA	11.68	13.00	14.99	9.02	7.51

资料来源：wind，天风证券研究所

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	1.68元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	6,307.45
流通A股股本(百万股)	6,307.45
A股总市值(百万元)	10,596.52
流通A股市值(百万元)	10,596.52
每股净资产(元)	2.63
资产负债率(%)	67.69
一年内最高/最低(元)	2.10/1.50

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

- 《山鹰国际-季报点评:聚焦主业，提质增效》2024-11-12
- 《山鹰国际-半年报点评:下半年原料成本改善，行业利润或将缓慢向好》2024-08-30
- 《山鹰国际-公司点评:盈利修复，多措并举维护信心》2024-07-16

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,153.91	3,302.74	5,787.02	5,457.46	3,374.28
应收票据及应收账款	4,734.51	4,203.32	2,663.05	3,660.19	2,934.46
预付账款	168.50	142.14	223.05	178.24	335.90
存货	2,822.57	2,277.34	2,835.24	1,414.24	3,087.73
其他	1,493.78	1,394.92	2,000.65	2,134.99	2,150.30
流动资产合计	13,373.27	11,320.46	13,509.01	12,845.12	11,882.68
长期股权投资	3,192.00	1,466.96	1,894.09	2,313.03	2,840.16
固定资产	29,621.53	28,758.06	28,043.26	27,140.15	26,082.86
在建工程	3,401.34	4,765.74	4,257.39	3,688.59	3,233.55
无形资产	2,455.07	2,618.39	2,508.97	2,399.55	2,290.13
其他	2,696.37	3,125.89	2,562.02	2,188.85	1,288.94
非流动资产合计	41,366.31	40,735.04	39,265.73	37,730.18	35,735.65
资产总计	54,739.59	52,055.50	52,774.74	50,575.30	47,618.33
短期借款	15,071.42	13,463.73	15,552.56	13,915.71	11,245.00
应付票据及应付账款	6,124.89	7,475.41	8,300.57	8,170.30	7,896.71
其他	6,900.42	7,010.31	3,216.36	3,005.20	2,328.43
流动负债合计	28,096.73	27,949.45	27,069.48	25,091.22	21,470.14
长期借款	7,315.33	5,593.16	6,323.44	6,405.00	6,543.00
应付债券	1,915.12	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,644.22	1,582.04	1,571.33	1,005.42	942.65
非流动负债合计	10,874.67	7,175.20	7,894.77	7,410.42	7,485.65
负债合计	39,024.60	35,225.08	34,964.25	32,501.64	28,955.79
少数股东权益	1,967.68	1,758.08	1,740.76	1,742.32	1,749.86
股本	3,160.34	4,161.09	6,307.45	6,307.45	6,307.45
资本公积	4,183.32	5,000.27	5,000.27	5,000.27	5,000.27
留存收益	6,751.26	6,202.34	5,293.16	5,413.66	6,009.14
其他	(347.61)	(291.36)	(531.15)	(390.04)	(404.18)
股东权益合计	15,714.99	16,830.42	17,810.49	18,073.66	18,662.54
负债和股东权益总计	54,739.59	52,055.50	52,774.74	50,575.30	47,618.33

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	101.55	(494.23)	(909.18)	136.24	658.94
折旧摊销	1,723.84	1,892.15	1,888.57	1,934.68	1,975.10
财务费用	1,117.94	1,022.28	982.94	820.03	758.15
投资损失	(177.65)	(192.13)	(37.95)	(34.16)	(30.74)
营运资金变动	778.53	801.02	836.22	(3.55)	(1,564.36)
其它	(377.52)	592.21	(18.27)	1.77	8.34
经营活动现金流	3,166.68	3,621.30	2,742.32	2,855.00	1,805.43
资本支出	4,397.11	849.19	566.71	919.26	416.12
长期投资	866.42	(1,725.04)	427.13	418.94	527.13
其他	(7,820.88)	652.68	(1,496.26)	(1,656.38)	(1,265.83)
投资活动现金流	(2,557.35)	(223.17)	(502.42)	(318.18)	(322.58)
债权融资	(1,481.51)	(6,373.67)	(1,663.13)	(2,991.57)	(3,487.62)
股权融资	(17.19)	1,873.96	1,907.52	125.17	(78.40)
其他	312.65	1,437.04	0.00	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	(1,186.05)	(3,062.66)	244.39	(2,866.39)	(3,566.02)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(576.71)	335.47	2,484.29	(329.57)	(2,083.17)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	29,333.34	29,229.26	28,742.92	30,319.20	32,918.38
营业成本	26,438.42	27,080.80	26,293.30	26,952.34	28,920.62
营业税金及附加	256.37	316.41	247.42	284.73	316.28
销售费用	382.30	359.72	373.66	333.51	329.18
管理费用	1,417.56	1,311.20	1,092.23	1,030.85	1,086.31
研发费用	836.88	836.42	776.06	757.98	790.04
财务费用	1,053.94	1,043.96	982.94	820.03	758.15
资产/信用减值损失	(46.53)	(34.61)	(26.18)	(25.12)	(25.65)
公允价值变动收益	(0.04)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	177.65	192.13	37.95	34.16	30.74
其他	(1,374.09)	(1,386.98)	0.00	0.00	0.00
营业利润	190.88	(489.79)	(1,010.91)	148.80	722.89
营业外收入	36.23	104.70	10.00	12.00	15.00
营业外支出	32.56	37.67	10.50	10.30	10.20
利润总额	194.55	(422.76)	(1,011.41)	150.50	727.69
所得税	93.00	71.47	(83.96)	12.49	60.40
净利润	101.55	(494.23)	(927.45)	138.00	667.28
少数股东损益	(54.68)	(43.58)	(18.27)	1.77	8.34
归属于母公司净利润	156.23	(450.65)	(909.18)	136.24	658.94
每股收益(元)	0.02	(0.07)	(0.14)	0.02	0.10

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-13.76%	-0.35%	-1.66%	5.48%	8.57%
营业利润	-108.78%	-356.59%	106.40%	-114.72%	385.83%
归属于母公司净利润	-106.92%	-388.46%	-101.75%	114.98%	383.67%
获利能力					
毛利率	9.87%	7.35%	8.52%	11.10%	12.14%
净利率	0.53%	-1.54%	-3.16%	0.45%	2.00%
ROE	1.14%	-2.99%	-5.66%	0.83%	3.90%
ROIC	1.68%	1.64%	-0.07%	2.63%	4.23%
偿债能力					
资产负债率	71.29%	67.67%	66.25%	64.26%	60.81%
净负债率	165.44%	127.86%	103.06%	91.37%	85.02%
流动比率	0.48	0.40	0.50	0.51	0.55
速动比率	0.37	0.32	0.39	0.46	0.41
营运能力					
应收账款周转率	6.43	6.54	8.37	9.59	9.98
存货周转率	9.54	11.46	11.24	14.27	14.62
总资产周转率	0.55	0.55	0.55	0.59	0.67
每股指标(元)					
每股收益	0.02	-0.07	-0.14	0.02	0.10
每股经营现金流	0.50	0.57	0.43	0.45	0.29
每股净资产	2.18	2.39	2.55	2.59	2.68
估值比率					
市盈率	67.83	-23.51	-11.66	77.78	16.08
市净率	0.77	0.70	0.66	0.65	0.63
EV/EBITDA	11.68	13.00	14.99	9.02	7.51
EV/EBIT	30.91	79.37	-15,778.38	26.56	17.35

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