

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

玖龙纸业 (2689. HK)

投资评级

上次评级

姜文镗 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

李晨 新消费行业分析师

执业编号: S1500525060001

邮箱: lichen1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

# 玖龙纸业：盈利改善超预期，浆纸协同优势放大

2026 年 1 月 29 日

**事件：**公司发布 FY26H1 业绩预告（截至 25 年 12 月 31 日的六个月）。公司预计此期间盈利为 21.5-22.5 亿元（同比+216.0%~230.7%），剔除永续资本证券持有人应占盈利 2.01 亿元后，归母净利润为 19.5-20.5 亿元（同比+315.2%~+336.5%，环比+50.4%~+58.1%）。

**点评：**根据公司公告，盈利表现优异主要系销量增加及售价同步上升，以及成本下降导致毛利润大幅增加。根据我们测算，我们预计公司 25H2（自然年）实现销量约 1200 万吨（同环比均处提升趋势），且整体均价同环比小幅提升，收入表现更优；成本端受益于自制浆占比提升，我们预计吨盈利实现约 180+元/吨（25H1 约 120+元/吨，24H2 仅为 30+元/吨），业绩表现靓丽。

**废纸盈利复苏，浆纸显著改善。**1) 废纸系：25Q4 国废前期延续提升趋势，12 月高位回落；纸企成本压力传导顺畅，Q4 箱板/瓦楞均价环比分别+8.6%/+16.9%，我们判断公司包装纸系列 H2 吨盈利温和复苏；2) 浆纸系：海外浆厂 25 年 8 月提价、纸浆价格低位反弹，但受制于供需压力，25Q4 双胶/铜版/白卡价格环比分别-4.3%/-8.1%/+4.8%。公司 25 年 6 月/8 月投产 65/70 万吨化学浆/化机浆，我们预计纸浆自给率持续提升，助力白卡等承压品类盈利逆势显著改善；文纸尽管价格承压、但吨盈利仍有望维持高位。

**新增产能聚焦纸浆，综合成本有望持续优化。**截至 2025 年 6 月底，公司实际浆纸设计产能高达 2890 万吨，其中牛卡/瓦楞/文化/白板/白卡/特纸分别为 1340/370/230/200/180/30 万吨，木浆/再生浆为 470（其中化学/化机分别为 340/130 万吨）/70 万吨。目前北海 35 万吨文化纸预计 25Q4 已投产；未来重庆 70 万吨/天津 50 万吨化学浆预计 26Q4 投产，北海 80 万吨化学浆预计 27Q1 投产，新增产能聚焦纸浆，综合成本有望持续优化。此外，公司预计 FY26 资本开支有望回落至 110 亿元（同期为 148 亿元），我们预计中期折旧及利息开支压力趋缓。

**盈利预测：**我们预计 FY2026-2028 公司归母净利润分别为 38.2 亿元/41.1 亿元/44.6 亿元，对应 PE 分别为 8.2X/7.6X/7.0X。

**风险提示：**下游需求复苏不及预期，行业竞争加剧，产能爬坡不及预期。

重要财务指标	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业总收入(百万元)	63241	69811	74171	79033
增长率 YoY %	6%	10%	6%	7%
归属母公司净利润(百万元)	1767	3824	4108	4456
增长率 YoY%	135%	116%	7%	8%
EPS(摊薄)(元)	0.38	0.81	0.88	0.95
市盈率 P/E(倍)	7.57	8.15	7.58	6.99

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 1 月 28 日收盘价

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
<b>流动资产</b>	34,815	42,669	50,589	63,748
现金	11,205	16,819	21,834	34,076
应收账款及票据	5,780	7,274	8,361	8,122
存货	10,450	10,771	11,864	12,563
其他	7,380	7,806	8,530	8,986
<b>非流动资产</b>	114,223	114,666	114,605	109,312
固定资产	106,794	105,614	104,553	98,847
无形资产	2,423	4,080	5,097	5,538
其他	5,007	4,971	4,955	4,927
<b>资产总计</b>	149,038	157,335	165,195	173,060
<b>流动负债</b>	32,469	36,399	39,672	42,619
短期借款	15,866	18,695	20,396	22,243
应付账款及票据	10,582	11,516	12,616	13,167
其他	6,021	6,187	6,660	7,209
<b>非流动负债</b>	65,958	65,958	65,958	65,958
长期债务	59,553	59,553	59,553	59,553
其他	6,405	6,405	6,405	6,405
<b>负债合计</b>	98,427	102,356	105,630	108,577
普通股股本	481	481	481	481
储备	46,885	50,731	54,860	59,338
<b>归属母公司股东权益</b>	47,257	51,102	55,232	59,710
少数股东权益	3,355	3,876	4,333	4,774
<b>股东权益合计</b>	50,612	54,979	59,565	64,483
负债和股东权益	149,038	157,335	165,195	173,060

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
<b>经营活动现金流</b>	4,985	14,095	14,373	15,863
净利润	1,767	3,824	4,108	4,456
少数股东权益	435	521	456	441
折旧摊销	3,749	11,522	11,544	11,265
营运资金变动及其他	-965	-1,772	-1,737	-299
<b>投资活动现金流</b>	-14,720	-9,931	-9,611	-3,969
资本支出	-14,831	-12,000	-11,500	-6,000
其他投资	111	2,069	1,889	2,031
<b>筹资活动现金流</b>	10,358	1,428	232	326
借款增加	10,791	2,829	1,701	1,848
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	-1,401	-1,468	-1,522

利润表				
单位:百万元				
会计年度	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
<b>营业收入</b>	63,241	69,811	74,171	79,033
其他收入	0	0	0	0
<b>营业成本</b>	55,995	60,273	64,202	68,512
销售费用	2,635	2,792	2,893	3,082
管理费用	2,256	2,728	2,742	2,943
研发费用	0	0	0	0
财务费用	1,551	1,064	964	867
<b>除税前溢利</b>	2,485	4,828	5,072	5,441
所得税	283	483	507	544
<b>净利润</b>	2,202	4,345	4,565	4,897
少数股东损益	435	521	456	441
<b>归属母公司净利润</b>	1,767	3,824	4,108	4,456
<b>EBIT</b>	4,036	5,893	6,036	6,307
<b>EBITDA</b>	7,785	17,414	17,580	17,572
<b>EPS (元)</b>	0.38	0.81	0.88	0.95

重要财务指标				
单位:百万元				
会计年度	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
<b>成长能力</b>				
营业收入	6.29%	10.39%	6.25%	6.56%
归属母公司净利润	135.40%	116.39%	7.43%	8.47%
<b>获利能力</b>				
毛利率	11.46%	13.66%	13.44%	13.31%
销售净利率	2.79%	5.48%	5.54%	5.64%
ROE	3.74%	7.48%	7.44%	7.46%
ROIC	2.84%	3.98%	3.89%	3.88%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	66.04%	65.06%	63.94%	62.74%
净负债比率	126.87%	111.73%	97.56%	74.00%
流动比率	1.07	1.17	1.28	1.50
速动比率	0.74	0.87	0.97	1.19
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.44	0.46	0.46	0.47
应收账款周转率	8.87	10.70	9.49	9.59
应付账款周转率	5.13	5.45	5.32	5.31
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.38	0.81	0.88	0.95
每股经营现金流	1.06	3.00	3.06	3.38

其他	-433	0	0	0	每股净资产	10.07	10.89	11.77	12.73
现金净增加额	644	5,614	5,016	12,242					

## 研究团队简介

**姜文镔**，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

**李晨**，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道，2025 年 12 月起担任轻工行业负责人。

**骆峥**，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年以上消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖黄金珠宝、跨境电商、两轮车、宠物等赛道。

**刘田田**，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。