

轻工制造

2026年02月03日

## 玖龙纸业

(02689)

——FY26H1 业绩预增点评：纸价触底回升，浆纸一体化效果显著，业绩表现超预期

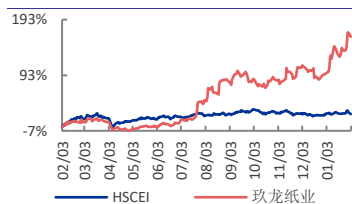
报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2026年02月02日

收盘价 (港币)	7.97
恒生中国企业指数	9080.19
52周最高/最低 (港币)	8.65/2.68
H股市值 (亿港元)	373.97
流通H股 (百万股)	4,692.22
汇率 (港币/人民币)	0.8925

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003  
tuyt@swsresearch.com  
张海涛 A0230524080003  
zhanght@swsresearch.com

联系人

张海涛 A0230524080003  
zhanght@swsresearch.com

投资要点：

- **公司发布 FY26H1 业绩预增公告，表现超预期。** FY26H1 实现净利润 21.5-22.5 亿元，同比增长 216%-231%，剔除 2.01 亿元永续债利息后，归母净利润 19.5-20.5 亿元，同比增长 315%-337%。
- **浆纸一体化效果显著，估计为盈利改善主要支撑。** 海外浆厂控产动作频繁，叠加新增供给有所放缓，2025H2 (对应玖龙纸业的 FY26H1，下同) 以来浆价逐渐企稳回升，浆纸一体化企业优势显著。截至 FY26H1 末，公司拥有 543 万吨木浆 (其中 200 万吨化机浆)，206 万吨木纤维及 70 万吨再生浆，预计 FY27 再投产 200 万吨化学浆，木浆产能增加至 743 万吨。公司 FY24、FY25 木浆产量分别约为 160、300 万吨，预计 FY26 进一步提升至 470 万吨，自产木浆相较于外采成本优势显著，木浆利润贡献估计为 FY26H1 盈利改善的主要来源。
- **行业供需改善，部分纸种价格触底回升，贡献利润弹性。** 截至 FY26H1 末 (即 25 年底)，公司拥有 1713 万吨箱板瓦楞纸、200 万吨灰底白、300 万吨白卡纸及 297 万吨文化纸产能。
- **1) 箱板瓦楞纸：** 2025H2 受国废成本上行、需求旺季、再生浆进口限制等多因素推动，箱板瓦楞纸价格持续上行，根据卓创资讯，2025H2 箱板纸、瓦楞纸均价分别为 3648、2857 元/吨，分别环比+33、+174 元/吨，估计公司 2025H2 箱板瓦楞纸盈利略有改善；中长期维度，伴随进口纸和国内供给逐渐缩量，及箱瓦纸需求自然增长，箱板瓦楞纸供需有望逐渐改善，且箱板瓦楞纸下游主要为消费相关，后续具备顺周期向上弹性。
- **2) 白卡纸：** 25H2 以来因木浆成本上行，后续新增产能放缓，及灰底白替代关系，白卡纸延续提价趋势，根据卓创资讯，截至 25 年底，社会白卡纸价格达到 4239 元/吨，较 8 月底部上涨 309 元/吨，此外公司木浆自给率高，白卡纸成本节降明显，估计 2025H2 公司白卡纸实现扭亏为盈。近期行业发布白卡纸 3 月 200 元/吨提价函，价格有望稳步向上。
- **3) 文化纸：** 行业供需压力较大，纸价延续下行，根据卓创资讯，2025H2 文化纸均价为 4843 元/吨，环比-489 元/吨，但受益于浆纸一体化优势，估计 2025H2 公司文化纸盈利相对稳定。
- **公司造纸产能超 2000 万吨，规模效应显著，向上弹性充足。** Beta 端，下游需求逐渐复苏，进口纸冲击趋缓，行业新增产能放缓，行业供需有望得到改善；中长期维度，头部企业凭借原料、规模及管理优势，持续整合市场。Alpha 端，随着公司的原料产能逐渐投产，产业链一体化优势重新建立，产品结构和成本有望得到优化；前期为产能高速扩张期，后续精益管理提升运营效率，同时资本开支放缓减轻财务压力。结合业绩预增情况，上调公司 FY2026-2028 归母净利润预测 (扣除少数股权权益及永续债利息) 至 37.89/46.71/57.02 亿元 (前值为 31.17/37.59/44.25 亿元)，PE 分别为 8.8/7.1/5.9X，维持“买入”评级！
- **风险提示：** 终端需求低迷的风险，煤炭价格上涨的风险。

财务数据及盈利预测

	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	59,496	63,241	73,954	80,367	85,478
同比增长率 (%)	5	6	17	9	6
归属普通股股东净利润	751	1,767	3,789	4,671	5,702
同比增长率 (%)	131	135	114	23	22
每股收益 (元/股)	0.16	0.38	0.81	1.00	1.22
ROE (%)	1.66	3.74	7.42	8.38	9.38
市盈率	44.5	18.9	8.8	7.1	5.9
市净率	0.7	0.7	0.7	0.6	0.5

注：“每股收益”为归属普通股股东净利润除以总股本



申万宏源研究微信服务号

## 合并利润表

单位: 人民币百万元	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
收入	51,341	61,574	64,538	56,739	59,496	63,241	73,954	80,367	85,478
营业成本	-42,314	-49,883	-57,546	-55,209	-53,785	-55,995	-63,526	-68,633	-72,400
毛利润	9,027	11,691	6,992	1,530	5,711	7,245	10,427	11,734	13,078
销售及市场推广成本	-1,584	-1,812	-1,955	-2,124	-2,339	-2,635	-3,106	-3,375	-3,590
行政开支	-1,880	-2,066	-2,322	-2,577	-2,150	-2,256	-2,662	-2,893	-3,077
财务费用	-758	-636	-711	-1,127	-1,434	-1,551	-1,736	-1,731	-1,623
其他收入、其他开支及其他收益	619	755	968	1,403	1,551	1,563	1,849	2,009	2,137
金融资产减值损失	-	-	-	-	-82	-18	10	10	10
经营活动的汇兑收益/亏损	-120	-27	-95	173	-47	38	-10	-10	-10
融资活动的汇兑收益/亏损	-149	384	381	28	19	114	20	20	20
应占联营公司及一家合营企业的业绩	141	186	117	-32	8	-15	10	50	50
<b>除所得税前溢利</b>	<b>5,296</b>	<b>8,476</b>	<b>3,373</b>	<b>-2,726</b>	<b>1,238</b>	<b>2,485</b>	<b>4,802</b>	<b>5,813</b>	<b>6,995</b>
所得税	-1,066	-1,308	-63	355	-444	-283	-547	-662	-797
<b>净利润</b>	<b>4,230</b>	<b>7,168</b>	<b>3,311</b>	<b>-2,371</b>	<b>794</b>	<b>2,202</b>	<b>4,255</b>	<b>5,151</b>	<b>6,199</b>
少数股东损益	62	67	35	13	22	34	66	80	96
永续资本证券持有人应占盈利	-	-	-	-	22	400	400	400	400
<b>归母净利润</b>	<b>4,168</b>	<b>7,101</b>	<b>3,275</b>	<b>-2,383</b>	<b>751</b>	<b>1,767</b>	<b>3,789</b>	<b>4,671</b>	<b>5,702</b>

资料来源: 聚源数据, 申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swsresearch.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swsresearch.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对行业的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国内地 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。