

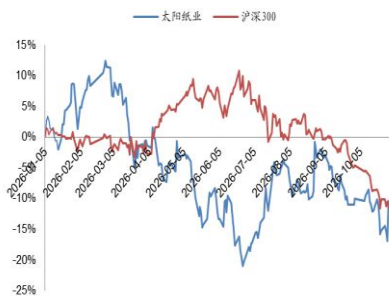
26Q3 业绩超预期，新增产能持续释放

投资评级：买入（维持）

报告日期：2026-10-30

收盘价（元）	13.63
近 12 个月最高/最低（元）	17.42/12.02
总股本（百万股）	2,854
流通股本（百万股）	2,777
流通股比例（%）	97.28
总市值（亿元）	389
流通市值（亿元）	378

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucal@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

相关报告

- 1.26H1 业绩稳健增长，箱板纸盈利能力改善 2026-09-01
2. 26Q1 业绩彰显韧性，人民币升值贡献汇兑收益 2026-04-29
- 3.25Q4 业绩符合预期，新产能持续释放 2026-04-11

主要观点：

● 事件：公司发布 2026 年第三季度报告

公司发布 2026 年第三季度报告，2026 年前三季度实现营业收入 319.64 亿元，同比增长 10.46%；实现归母净利润 29.22 亿元，同比增长 16.88%。单季度来看，2026 年第三季度实现营业收入 111.02 亿元，同比增长 13.03%；实现归母净利润 9.71 亿元，同比增长 34.89%。

● 费用率控制得当，盈利能力提升

2026 年前三季度公司毛利率为 15.73%，同比+0.06pct；销售/管理/研发/财务费用率为 0.37%/2.37%/1.32%/0.71%，同比 -0.08/-0.03/-0.07/-0.52pct；归母净利率为 9.14%，同比+0.5pct。2026 年第三季度公司毛利率为 15.87%，同比+1.8pct；销售/管理/研发/财务费用率为 0.34%/2.65%/1.55%/0.64%，同比-0.15/+0.23/-0.23/-0.27pct；归母净利率为 8.74%，同比+1.42pct。公司财务费用率下降主要原因是财务费用汇兑收益同比增加所致。

● 新增产能持续释放，产能扩张贡献业绩增量

公司在山东基地颜店厂区实施 14 万吨特种纸项目，该项目的二期工程（山东基地 PM43）已于 2026 年 1 月投产。公司在颜店厂区投资建设年产 70 万吨高档包装纸项目（山东基地 PM47），该项目已于 2026 年 8 月投产。公司在颜店厂区投资建设年产 60 万吨漂白化学浆及碱回收等配套工程项目，该项目已于 2026 年 9 月投产。公司广西南宁林浆纸一体化提质增效技改项目将建设年产 50 万吨本色化学木浆生产线、年产 60 万吨特种纸生产线，2026 年底前将完成项目总投资的 40%；2027 年四季度完成项目全部投资，将进入试产阶段。公司拟在山东基地颜店厂区投资建设年产 50 万吨天然生物质纤维及碱回收等配套工程项目，2026 年底前将完成项目总投资的 20%，2027 年四季度完成项目全部投资，项目新上生产线将进入试产阶段。公司拟在山东基地颜店厂区投资建设年产 60 万吨绿色纸基包装新材料项目，2026 年底前将完成项目总投资的 20%，2027 年四季度完成项目全部投资，项目新上生产线将进入试产阶段。

● 投资建议

公司作为国内领先的造纸企业，林浆纸一体化成本优势明显。短期公司新增产能持续释放，产能扩张贡献业绩增量；长期的林浆纸一体化和山东、广西和老挝三大基地高质量协同发展，竞争壁垒稳固。我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 442.89/482.64/505.78 亿元，分别同比增长 13%/9%/4.8%；归母净利润分别为 36.87/41.91/45.55 亿元，分别同比增长 13.4%/13.7%/8.7%；EPS 分别为 1.29/1.47/1.6 元，对应 PE 分别为 10.55/9.28/8.54 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧的风险，原材料价格波动的风险，汇率波动的风险，客户的信用风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	39192	44289	48264	50578
收入同比（%）	-3.8%	13.0%	9.0%	4.8%
归属母公司净利润	3251	3687	4191	4555
净利润同比（%）	4.8%	13.4%	13.7%	8.7%
毛利率（%）	15.6%	15.9%	16.2%	16.4%
ROE（%）	10.7%	10.6%	10.7%	10.3%
每股收益（元）	1.16	1.29	1.47	1.60
P/E	13.83	10.55	9.28	8.54
P/B	1.47	1.12	0.99	0.88
EV/EBITDA	9.19	6.95	6.12	5.28

资料来源：wind，华安证券研究所（以 2026 年 10 月 29 日收盘价计算）

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	13514	16059	19235	22992	营业收入	39192	44289	48264	50578
现金	2197	4362	6577	9761	营业成本	33083	37237	40456	42281
应收账款	2100	2296	2519	2645	营业税金及附加	230	266	290	303
其他应收款	73	80	87	92	销售费用	181	220	216	202
预付账款	629	643	705	746	管理费用	930	1063	1158	1214
存货	5477	5660	6244	6572	财务费用	480	650	634	618
其他流动资产	3038	3018	3105	3176	资产减值损失	-18	-5	-5	-5
非流动资产	45075	47379	49222	50958	公允价值变动收益	0	2	0	0
长期投资	324	324	324	324	投资净收益	28	40	19	20
固定资产	39754	38931	43148	42264	营业利润	3835	4370	4966	5398
无形资产	2263	2443	2629	2814	营业外收入	14	15	15	15
其他非流动资产	2735	5681	3121	5557	营业外支出	21	22	22	22
资产总计	58589	63438	68457	73950	利润总额	3828	4363	4959	5391
流动负债	18636	19079	19857	20304	所得税	580	676	769	836
短期借款	7978	7978	7978	7978	净利润	3248	3687	4191	4555
应付账款	4491	4749	5179	5460	少数股东损益	-2	0	0	0
其他流动负债	6167	6352	6700	6865	归属母公司净利润	3251	3687	4191	4555
非流动负债	9341	9509	9319	9319	EBITDA	6721	7870	8539	9291
长期借款	8934	8934	8934	8934	EPS（元）	1.16	1.29	1.47	1.60
其他非流动负债	407	575	385	385	主要财务比率				
负债合计	27977	28589	29176	29623	会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	110	110	110	110	成长能力				
股本	2795	2854	2854	2854	营业收入	-3.8%	13.0%	9.0%	4.8%
资本公积	3643	3584	3584	3584	营业利润	6.2%	13.9%	13.7%	8.7%
留存收益	24064	28301	32733	37779	归属于母公司净利润	4.8%	13.4%	13.7%	8.7%
归属母公司股东权益	30502	34739	39171	44217	获利能力				
负债和股东权益	58589	63438	68457	73950	毛利率（%）	15.6%	15.9%	16.2%	16.4%
现金流量表					净利率（%）	8.3%	8.3%	8.7%	9.0%
单位:百万元					ROE（%）	10.7%	10.6%	10.7%	10.3%
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	ROIC（%）	7.1%	7.5%	7.8%	7.7%
经营活动现金流	4956	7818	7782	8555	偿债能力				
净利润	3251	3687	4191	4555	资产负债率（%）	47.8%	45.1%	42.6%	40.1%
折旧摊销	2500	2987	3071	3421	净负债比率（%）	91.4%	82.0%	74.3%	66.8%
财务费用	440	667	667	667	流动比率	0.73	0.84	0.97	1.13
投资损失	-28	-40	-19	-20	速动比率	0.40	0.51	0.62	0.77
营运资金变动	-1318	503	-139	-80	营运能力				
其他经营现金流	4679	3197	4342	4647	总资产周转率	0.67	0.70	0.71	0.68
投资活动现金流	-7888	-5214	-4710	-4704	应收账款周转率	18.66	19.29	19.16	19.12
资本支出	-7896	-4868	-4745	-4745	应付账款周转率	7.37	7.84	7.81	7.74
长期投资	0	1	1	1	每股指标（元）				
其他投资现金流	7	-347	34	40	每股收益	1.16	1.29	1.47	1.60
筹资活动现金流	2484	-439	-857	-667	每股经营现金流	1.74	2.74	2.73	3.00
短期借款	1562	0	0	0	每股净资产	10.69	12.17	13.72	15.49
长期借款	2508	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	60	0	0	P/E	13.83	10.55	9.28	8.54
资本公积增加	0	-60	0	0	P/B	1.47	1.12	0.99	0.88
其他筹资现金流	-1586	-439	-857	-667	EV/EBITDA	9.19	6.95	6.12	5.28
现金净增加额	-449	2165	2215	3184					

资料来源：公司公告，华安证券研究所（以 2026 年 10 月 29 日收盘价计算）

分析师与研究助理简介

分析师：徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

分析师：余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券，研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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。