

今日焦點:

► 玖龍紙業（2689HK，股價5.72港元，市值268億港元）

獲利改善，腳步穩健

FY25業績符合預期。玖龍紙業為中國龍頭造紙企業，專注於包裝紙、高價特種紙及文化用紙業務。該公司公佈截至2025年6月的全年業績，營收同比增長6%至人民幣632億元。淨利潤同比大幅增長135%至人民幣18億元，淨利率為2.8%，符合此前公佈的盈喜區間（人民幣17至19億元）。2H25營收同比增長3%至人民幣298億元，主要受益於銷量同比上升5%。平均售價同比降幅已收窄至2%。由於關鍵原材料紙漿價格同比下跌8%，毛利率同比提升3.2個百分點至13.6%。2H25淨利潤同比上升1.8倍至人民幣13億元，噸均淨利達人民幣128元，為2022年下半年以來首次突破人民幣100元。

圖 1：2H25 業績回顧

	2H24		2H25			Results comments
	RMB mn	% of Rev	RMB mn	% of Rev	YoY chg	
Revenue	28,885		29,776		3%	volume+5%, ASP-2%
Cost of sales	(25,879)		(25,725)		-1%	
Gross profit	3,006	10.4%	4,051	13.6%	35%	Raw material pulp and OCC dropped
Other revenue	810		708		-13%	
Selling and distribution expenses	(1,227)	-4.2%	(1,390)	-4.7%	13%	
Administrative expenses	(1,119)	-3.9%	(1,049)	-3.5%	-6%	
Operating profit	1,402	4.9%	2,340	7.9%	67%	
Finance costs	(830)		(779)		-6%	
Profit before income taxes	640		1,552		142%	
Income tax expense	(149)		(31)		-79%	
Net profit	458	1.6%	1,298	4.4%	183%	Thanks to higher GPM and strict cost control

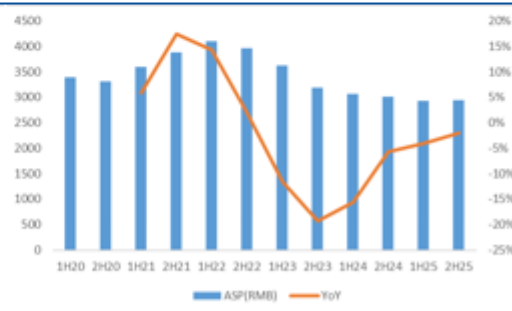
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 2：銷量及同比增長



資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 3：平均噸售價（人民幣）及同比變動



資料來源：公司數據，新華滙富研究

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	26,484	-0.1%	32.0%
中資企業指數	9,444	0.0%	29.6%
紅籌指數	3,992	-1.3%	5.6%
滬深300指數	4,593	0.6%	16.7%
上海A股	4,039	-0.0%	-2.4%
上海B股	260	0.1%	-2.4%
深圳A股	2,625	0.2%	28.2%
深圳B股	1,349	-0.3%	11.3%

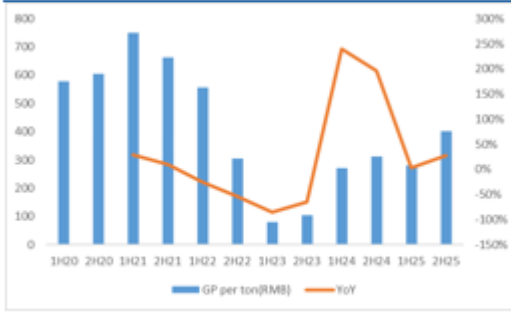
主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	45,947	-0.4%	8.0%
標普500	6,604	-0.5%	12.3%
美國納斯達克指數	22,384	-0.5%	15.9%
日經平均指數	45,444	-0.7%	13.9%
英國富時指數	9,213	-0.4%	12.7%
法國證券公會指數	7,795	-0.4%	5.6%
德國法蘭克福指數	23,534	-0.6%	18.2%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	3,749	0.4%	42.7%
銅價 (美元/盎司)	2,155	-0.1%	20.7%
銀價 (美元/盎司)	45	2.9%	55.6%
原油 (美元/桶)	64	-0.0%	-9.1%
銅價 (美元/盎司)	10,259	2.9%	17.0%
鋁價 (美元/盎司)	2,658	0.8%	4.2%
鉛價 (美元/盎司)	1,528	3.6%	70.1%
錫價 (美元/盎司)	2,926	1.3%	-1.7%
小麥 (美分/蒲式耳)	527	1.4%	-4.4%
玉米 (美分/蒲式耳)	425	0.4%	-4.1%
糖 (美分/磅)	N/A	N/A	N/A
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,012	0.3%	-1.3%
PVC (美元/噸)	N/A	N/A	-12.2%
CRB 指數	303	1.2%	3.0%
BDI			124.7%

匯率						
	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	149.8	0.8	7.1
港元	0.1		0.1	19.2	10.3	0.9
歐羅	1.2	9.1		174.8	1.1	8.3
日元	0.0	5.2	0.6		0.5	0.0
瑞郎	1.3	9.7	1.1	187.3		8.9
人民幣	0.1	1.1	0.1	21.0	0.1	

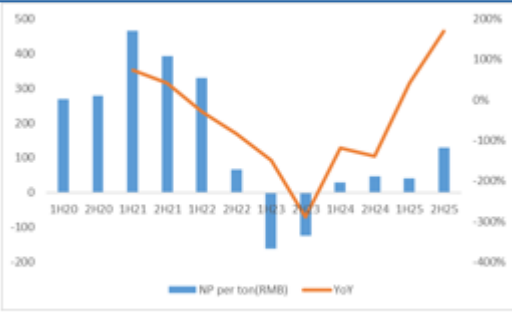
市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	N/A	N/A
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	16	6.6%

圖 4：噸均毛利（人民幣）及同比增長



資料來源：公司數據，新華滙富研究

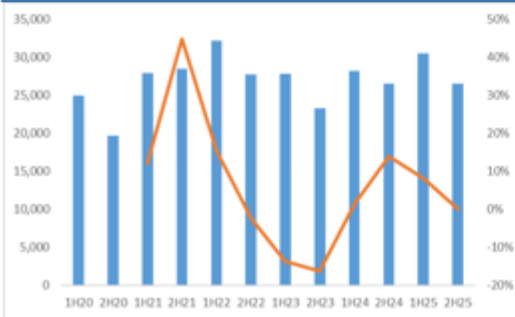
圖 5：噸均淨利（人民幣）及同比增長



資料來源：公司數據，新華滙富研究

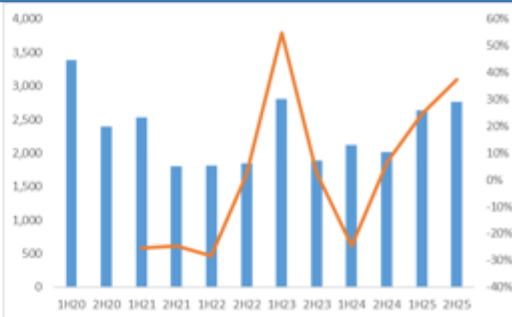
產能擴張持續推進，未來目標明確。產品結構方面，包裝紙營收同比持平，為人民幣265億元，佔總營收的89%。文化用紙營收同比大幅增長37%至人民幣28億元。高價特種紙產品及紙漿則帶動增長，同比分別激增1倍及1.3倍。截至2025年8月，公司木漿及造紙總產能分別達820萬噸及2470萬噸。與此同時，公司計劃新增產能，其中木漿新增200萬噸，文化紙新增70萬噸。管理層預期，全部產能擴張項目將於1Q27（2026年9月）前完成。屆時，公司木漿及造紙產能將分別達到1020萬噸及2540萬噸。

圖 6：包裝紙營收（人民幣百萬元）及同比增長



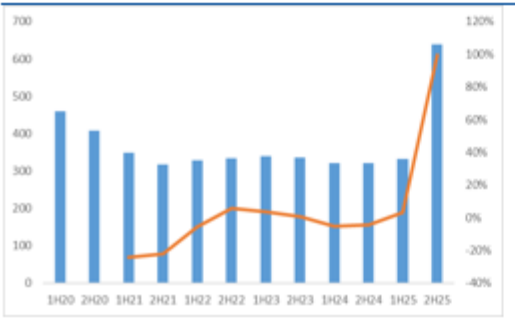
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 7：文化用紙營收（人民幣百萬元）及同比增長



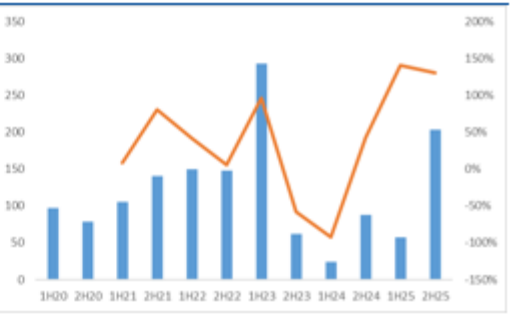
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 8：高價值特種紙營收（人民幣百萬元）及同比增長



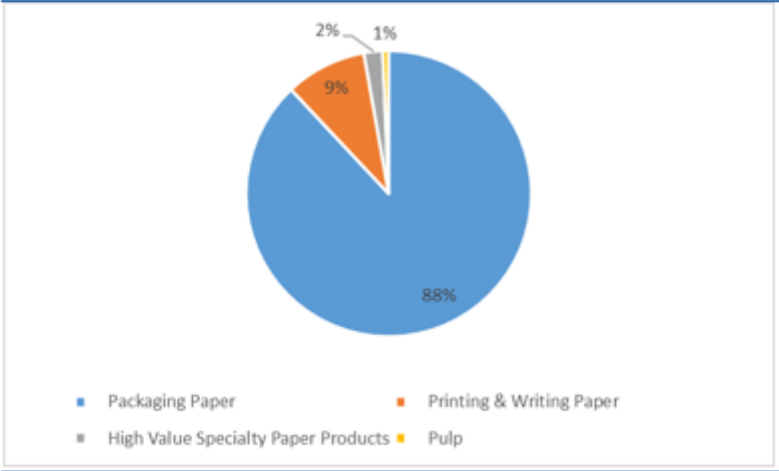
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 9：紙漿營收（人民幣百萬元）及同比增長



資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 10：營收占比



資料來源：公司數據，新華滙富研究

我們觀點：自2025年7月以來，受原材料成本上漲及廣東省造紙行業協會推出「反內捲」倡議影響，頭部造紙企業已多次上調產品價格。根據卓創資訊數據，2025年7-8月期間，玖龍紙業牛皮箱板紙及瓦楞芯紙價格分別上漲約人民幣80元/噸及人民幣300元/噸。

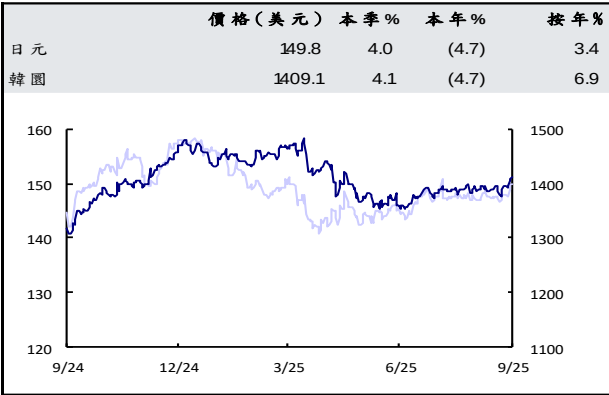
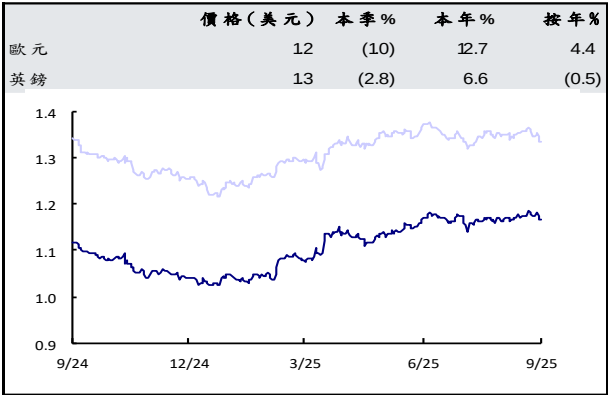
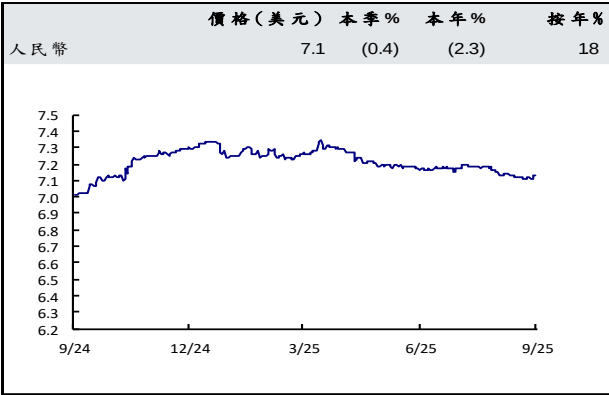
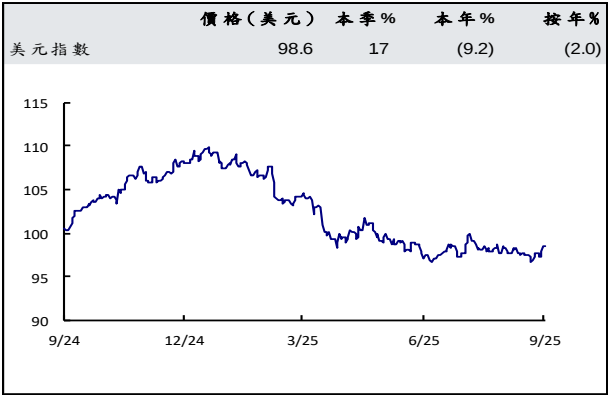
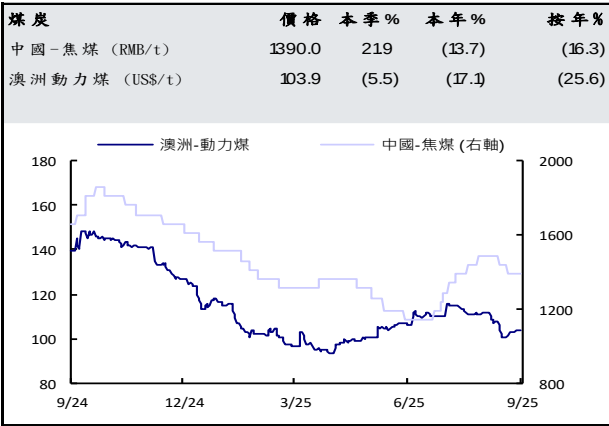
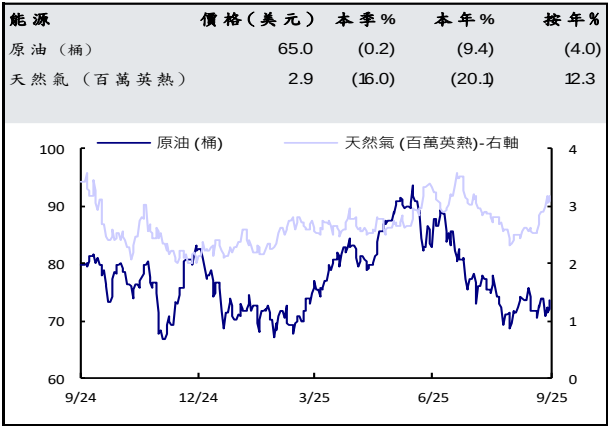
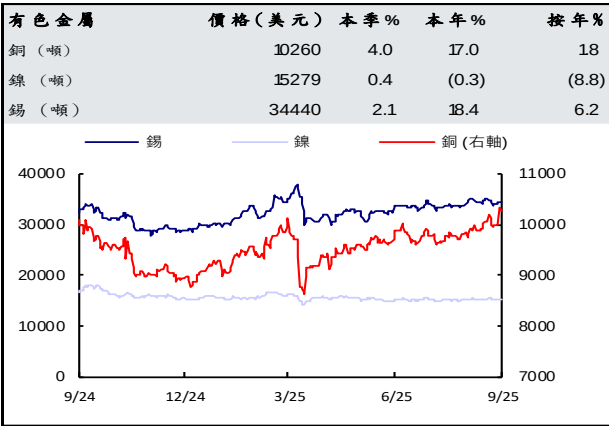
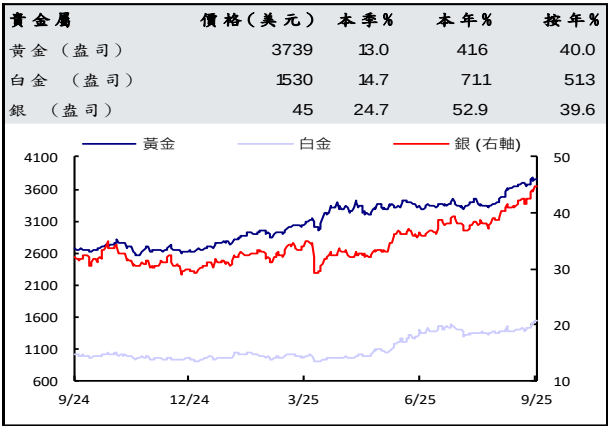
展望2026財年上半年（2025年7月-12月）為造紙行業旺季，且玖龍紙業持續提升木漿產能，毛利率有望進一步擴大。與此同時，公司持續推行嚴格的成本控制及運營效率優化措施，預期將進一步推升噸均淨利。

圖 11：財務摘要

RMB mn	1H20	2H20	1H21	2H21	1H22	2H22	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25	2H25
Revenue	28,836	22,505	30,887	30,687	34,471	30,067	31,198	25,541	30,611	28,885	33,465	29,776
Gross profit	YoY		7%	38%	12%	-2%	-9%	-35%	-2%	13%	9%	3%
	YoY	4,918	4,109	6,455	5,236	4,681	2,311	686	844	2,706	3,006	3,194
	GPM	17%	18%	21%	17%	14%	8%	2%	3%	9%	10.4%	13.6%
S&M expense		-939	-682	-921	-891	-947	-1,008	-1,125	-999	-1,112	-1,227	-1,245
Admin. expense	% of revenue	-3.1%	-3.0%	-3.0%	-2.9%	-2.7%	-3.4%	-3.6%	-3.3%	-3.6%	-4.2%	-3.7%
		-925	-955	-980	-1,086	-1,202	-1,120	-1,226	-1,351	-1,031	-1,119	-1,207
	% of revenue	-3.2%	-4.2%	-3.2%	-3.5%	-3.5%	-3.7%	-3.9%	-5.3%	-3.4%	-3.9%	-3.5%
Operating profit		3,338	2,723	4,934	3,608	2,888	629	-862	-734	1,243	1,402	1,597
Finance expense	YoY			48%	32%	-41%	-82%	-130%	-205%	-244%	-201%	28%
	OPM	12%	12%	16%	12%	8%	2%	-3%	-3%	4%	5%	8%
	% of revenue	-1.6%	-1.3%	-0.9%	-1.2%	-1.0%	-1.3%	-1.8%	-2.2%	-2.0%	-2.9%	-2.6%
Net profit		2,279	1,890	4,002	3,099	2,775	501	-1,389	-995	292	458	470
NPV	YoY			76%	64%	-31%	-84%	-150%	-239%	-121%	-146%	62%
	NPM	8%	8%	13%	10%	8%	2%	-4%	-4%	1%	2%	1%

資料來源：公司數據，新華滙富研究

市場洞察-主要大宗商品和貨幣



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
首次申請失業保險金人數	週		25年9月25日
批發庫存	月		25年9月25日
成屋銷售量	月		25年9月25日
耐久財訂單	月		25年9月25日
國內生產毛額	季		25年9月25日
個人收入與支出	月		25年9月26日
消費者信心指數	月		25年9月30日
採購經理人指數	月		25年10月1日
工廠訂單	月		25年10月2日
就業報告	月		25年10月3日
貿易收支	月		25年10月7日
消費者物價指數	月		25年10月15日
生產者物價指數	月		25年10月16日
商業庫存	月		25年10月16日
零售業銷售額	月		25年10月16日
工業生產指數	月		25年10月17日
新屋開工與營建許可	月		25年10月17日
新屋銷售	月		25年10月24日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
採購經理人指數	月		25年9月30日
外匯儲備	季		25年10月7日
M2貨幣供應量	月		25年10月10日
貿易收支	月		25年10月13日
生產者物價指數	月		25年10月15日
消費者物價指數	月		25年10月15日
零售業銷售額	月		25年10月20日
工業生產報告	月		25年10月20日
國內生產毛額	年		25年10月20日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
M2貨幣供應量	月		25年9月30日
零售業銷售額	月		25年10月2日
採購經理人指數	月		25年10月6日
外匯儲備	月		25年10月8日
失業率報告	月		25年10月20日
消費者物價指數	月		25年10月23日
貿易收支	月		25年10月27日
國內生產毛額	季		25年10月31日
生產價格	季		25年12月15日
工業生產報告	季		25年12月15日
綜合利率	月		

滙富研究部		
分析員	電郵	電話
王學宏 (Howard Wong)	Howard.wong@sunwahkingsway.com	(852)22837307
劉恩妍 (Ensley Liu)	Ensley.liu@sunwahkingsway.com	(852)22837618

於前兩個交易日大股東所提交的披權益露通知

[illegible]

資料來源：香港交易所

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未得滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2025滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
廣州越秀區先烈中路69號
東山廣場2701室
郵編510095

越南
新華滙富越南服務有限公司代表處
SunwahTower,MezzanineFloor
115NguyenHue
District1
HoChiMinhCity
Vietnam