



中國 | 造紙業

25 September 2025

玖龍紙業 (2689 HK)

毛利率擴張推動 FY25 淨利成長

- 玖龍紙業 (ND) 2025 財年 (截至 6 月) 營收增長 6.3%，淨利潤大幅上升 135.4%
- 銷售量創歷史新高，毛利率顯著改善

銷售量創新高，毛利率顯著改善

玖龍紙業 (ND) 公布 2025 財年 (截至 6 月) 業績，營收達人民幣 632 億元，按年增長 6.3%。主要收入來源仍為包裝用紙業務，包括牛卡紙、高強瓦楞芯紙、塗佈白板紙及漂白白卡紙，合共佔 2025 財年總銷售額的 90.0%。銷售量按年增長 9.6%，達 21.5 百萬噸，創歷史新高；惟平均售價 (ASP) 下跌 3.0%。其中，牛卡紙、漂白白卡紙及高強瓦楞芯紙的銷售量分別按年增長 10.2%、74.1% 及 1.6%；塗佈白板紙則按年下跌 5.0%。2025 財年，ND 有 88.7% 的收入來自中國市場，主要由牛卡紙、高強瓦楞芯紙、塗佈白板紙及漂白白卡紙帶動，其餘 11.3% 則來自海外市場。

毛利率擴張 1.9 個百分點至 11.5%，主要受原材料成本降幅大於 ASP 下跌所帶動。2025 財年淨利潤按年大幅增長 135.4%，達人民幣 18 億元。

加碼投資木漿業務，推進全產業鏈整合

中國造紙業正處於關鍵轉型期，企業能否成功愈加取決於原材料的掌控能力。因此，擴展木漿業務版圖並整合全產業鏈，不僅是擴大規模，更是提升成本效率與供應鏈韌性的戰略部署。截至 2025 年 6 月，ND 在包裝紙板、印刷與書寫紙、高附加值特種紙及紙漿產品的年度設計產能已達到每年 28.9 百萬噸。公司正於北海、荊州、重慶及天津投資約 3.4 百萬噸的木漿年產能。待項目完成後，公司纖維原材料的設計產能將達約 10.2 百萬噸，其中包括 7.4 百萬噸木漿、0.7 百萬噸再生漿及 2.1 百萬噸木纖維。此項擴展將進一步優化原材料組合，強化對產業鏈的掌控力，全面提升競爭優勢。

持續應對包裝紙市場動態變化

展望未來，中國政府持續推出刺激內需及促進消費的支持性政策，預期將為包裝紙行業需求提供有力支撐。然而，地緣政治緊張局勢、消費復甦乏力及產能持續擴張等挑戰仍然存在，對如 ND 等企業構成壓力。

儘管面對上述不確定因素，玖龍紙業將繼續發揮其垂直整合的漿紙一體化優勢，作為提升長期成本效率及競爭力的關鍵策略。此一整合模式將持續穩固盈利能力，並成為公司在不斷演變的市場環境中的增長引擎。

目前，公司按市場共識估值，FY26/FY27 的市盈率分別為 10.4x/9.0x。

未評級

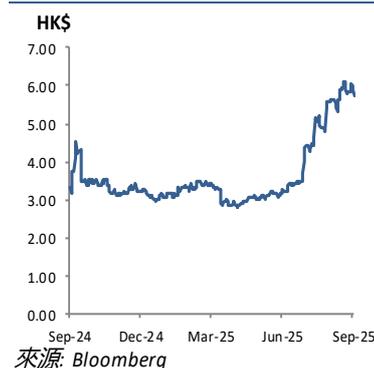
當前股價 (港元)*	5.72
目標價 (港元)	N/A
上升/下跌空間 (%)	N/A
前次評級	未評級
前次目標價	N/A
恒生指數	26,484.68
* 股價截至	25-Sep-25

關鍵數據

股票代號	2689 HK
總市值 (港元)	26,840
近3個月人均成交額	87.3
52周最高價 (港元)	6.15
52周最低價 (港元)	2.68
自由流通比率 (%)	32.5%
總股本 (百萬股)	4,692.2

股價表現	絕對回報	相對回報
1個月	2.7%	0.2%
3個月	75.5%	62.1%
6個月	67.7%	47.9%

股價1年圖



陳儀雯 E Wuen Tan

Ewuen.tan@crosby.com

+852 3476 2720



圖 1 損益表

Year ended Jun (Rmbm)	FY24	FY25	YoY change
Revenue	59,496.4	63,240.5	6.3
COGS	(53,784.9)	(55,995.4)	
Gross profit	5,711.5	7,245.1	26.9
Other income	1,551.4	1,562.5	
Exchange gains/ (losses)	(46.7)	37.7	
Selling and marketing costs	(2,338.5)	(2,635.0)	
Administrative expenses	(2,150.1)	(2,256.1)	
Net impairment losses on financial assets	(82.4)	(17.7)	
Operating profit	2,645.1	3,936.6	48.8
Finance costs - net	(1,433.6)	(1,551.1)	
Exchange gains on financing activities	19.2	113.9	
Share of results of associates / JV	7.7	(14.8)	
Before tax income	1,238.4	2,484.6	100.6
Tax	(444.5)	(282.9)	
After tax income	793.9	2,201.7	177.3
MI	(21.5)	(34.2)	
Holdes of perpetual capital securities	(21.7)	(400.4)	
Net profit	750.7	1,767.1	135.4

來源: 公司資料

圖 2 按產品劃分的銷售

Year ended Jun (Rmbm)	FY24	% to total sales	FY25	% to total sales	YoY change
Packaging paper	54,609.0	91.8	56,899.7	90.0	4.2
Printing and writing paper	4,133.7	6.9	5,407.7	8.6	30.8
High value specialty paper products	641.8	1.1	672.9	1.1	4.8
Pulp	111.8	0.2	260.2	0.4	132.8
	59,496.4	100.0	63,240.5	100.0	6.3

來源: 公司資料

圖 3 同業可比公司

Company	Ticker	Price	Mkt cap (US\$m)	3-mth avg to		P/E (x)		EPS YoY%		Div Yld (%)		P/B (x)		ROE (%)		ROIC		Share px chg (%)		
				US\$m)	Hist	FY1	FY2	FY1	FY2	Hist	FY1	FY2	Hist	FY1	Hist	FY1	1-mth	3-mth	12-mth	
HSI		26,485		12.6	12.9	11.5	(2.7)	12.2	3.0	3.2	3.2	1.42	1.37	10.8	10.3			2.5	8.2	38.5
MSCI ACWI Cont & Packag		261.67		20.7	18.0	13.5	15.4	32.9	3.3	3.4	3.4	1.94	1.91	6.2	9.1			(6.0)	(4.1)	(15.8)
MSCI ACWI		979.25		35.4	21.2	18.8	67.5	13.1	1.7	1.9	1.9	3.55	3.38	14.5	14.9			2.8	8.5	16.1
Sector Average				#VALUE!	13.2	10.0	(3.0)	27.4	4.1	3.8	3.8	0.80	0.84	(1.4)	7.8	0.4		(5.2)	11.8	(1.9)
Sector Median				#VALUE!	12.1	10.2	2.5	20.8	3.3	3.0	3.0	0.69	0.71	3.9	5.6	3.1		(5.1)	3.9	(7.7)
Cmpc	CMPC CI	1,454.00	3,816	4.3	7.8	19.8	12.0	(60.8)	64.9	2.3	2.7	0.47	0.47	3.6	2.4	2.4		(6.3)	1.7	(6.1)
Holmen Ab-B Shs	HOLMB SS	359.60	6,200	5.8	20.0	20.7	18.1	(3.3)	14.3	3.3	N/A	N/A	1.00	0.98	4.9	4.7	3.7	(4.9)	(2.3)	(16.8)
Indah Kiat Pulp	INKP IJ	7,700.00	2,516	3.9	6.3	6.9	5.5	(13.0)	25.4	0.6	N/A	N/A	0.38	0.37	4.8	5.6	3.7	(1.9)	36.3	(9.4)
Lee & Man Paper	2314 HK	2.78	1,535	4.3	9.1	7.5	7.1	22.1	5.4	4.0	N/A	N/A	0.41	0.41	4.9	5.6	3.1	(4.5)	21.4	28.1
Mondi Plc	MNDI LN	1,017.00	6,037	887.3	14.5	13.0	10.4	8.3	24.6	5.9	5.7	1.08	1.06	3.9	8.6	3.6		(5.3)	(12.6)	(27.4)
Navigator Co Sa/	NVG PL	3.26	2,721	2.5	8.1	9.6	8.6	(16.2)	12.4	7.5	N/A	N/A	1.71	1.66	15.8	15.8	10.0	(3.8)	0.2	(11.1)
Nine Dragons Pap	2689 HK	5.72	3,451	11.2	14.1	10.4	9.0	33.3	16.1	N/A	N/A	0.52	0.49	3.8	4.8	2.7		2.7	75.5	82.2
Shandong Chen-B	200488 CH	1	634	0.2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.36	N/A	(102.9)	N/A	(18.6)		(9.0)	42.0	(47.4)
Oji Holdings Cor	3861 JP	831.50	5,670	24.8	17.6	13.4	11.1	31.4	20.8	2.9	N/A	N/A	0.74	0.68	2.2	5.1	(3.5)	4.2	17.9	43.9
Tjiwi Kimia	TKIM IJ	7,125.00	1,325	0.9	1,512.9	N/A	N/A	N/A	N/A	0.4	N/A	N/A	0.48	N/A	6.7	6.0	0.9	0.0	27.8	(2.7)
Sappi Ltd	SAP SJ	2,357.00	823	419.3	3.1	9.3	4.3	(64.4)	115.8	11.2	N/A	N/A	0.34	0.33	3.9	2.3	3.2	(19.4)	(23.1)	(50.8)
Shandong Sun -A	002078 CH	14	5,554	38.1	12.8	11.3	9.9	13.1	13.5	2.1	N/A	N/A	1.30	1.26	10.7	11.2	7.5	(4.1)	4.4	9.3
Shanying Intl-A	600567 CH	1.80	1,464	45.8	N/A	18.0	11.3	N/A	60.0	N/A	N/A	0.64	0.67	(3.6)	1.1	(0.2)		(7.2)	(6.2)	19.2
Stora Enso Oyj-R	STERV FH	9.44	8,773	14.5	N/A	21.9	13.2	N/A	66.1	2.6	N/A	N/A	0.74	0.73	(1.1)	2.8	(0.3)	(9.5)	5.4	(15.7)
Suzano Sa	SUZB3 BZ	49.95	11,841	42.9	N/A	5.2	7.1	N/A	(26.8)	4.0	3.0	3.0	1.43	1.44	18.7	24.2	7.1	(6.5)	(3.0)	(4.2)
Upm-Kymmene Oyj	UPM FH	23.32	14,443	21.5	13.4	17.8	12.4	(24.7)	44.0	6.4	N/A	N/A	1.23	1.16	3.3	5.8	3.1	(8.1)	3.4	(20.7)

來源: 彭博社, Crosby

信息披露

本研究報告中的資訊和意見由英皇證券有限公司和高誠證券有限公司及／或其聯屬公司（統稱「英皇及高誠」）以及本報告中指定的研究分析師編制。

分析師的保證披露

就研究報告全部或部分的內容，研究報告中提及的個別券商或發行商，每位分析師均有主要責任及保證：（一）所表達的觀點均準確反映了其個別證券或發行商的個人看法，包括關於英皇及高誠的觀點，且以獨立的方式準備；及（二）分析師在研究報告中表達直接或間接的具體建議或觀點，不會與過去或現在報酬的任何部分相關。

就研究報告的內容，每位分析師進一步確認：（一）分析師及／或其聯繫人（根據香港證券及期貨事務監察委員會頒布《操守準則》的定義）均沒有在研究報告發佈日期前的 30 個公曆日買賣過研究報告提及的股票；（二）分析師及／或其聯繫人均沒有擔任研究報告提及上市公司的高級人員；及（三）分析師及／或其聯繫人均沒有對研究報告涉及的股票擁有任何財務利益。

股票的評級披露

基本的評級制度

基本的評級制度是根據我們對股票未來 12 個月潛在總回報率的預估。潛在總回報率是指（1）未來 12 個月股價上漲或下跌幅度（以百分比表示）及（2）未來 12 個月的總股利收益率。

買入 (BUY)：預計該股票的潛在總回報率（大型股票 / 中小型股票）將分別超過 10% / 15%。

中性 (NEUTRAL)：預計該股票的潛在總回報率分別為大型股票 -10%至 10% / 中小型股票 15%。

賣出 (SELL)：預計該股票未來 12 個月的潛在總回報率低於 -10%。

策略性建議的評級系統

策略性建議的評級系統是根據短期的股價催化因素、技術分析因素和 / 或量化分析，預計持續時間為三個月。策略性建議的評級系統可能針對評級系統未涵蓋的公司，或與我們對同一家公司的基本評級相反的公司。

策略買入 (TB)：該股票的潛在總回報預計超過 20%。

策略賣出 / 做空 (TS/TSH)：預計該股票的潛在總回報將低於 -20%。

平倉 / 到期策略性建議：策略性建議的評級將在以下情況下被視為結束或過期：（一）股價在策略性建議後達到獲利或止蝕水平；或（二）在策略性建議後起的 3 個月後（以較早者為準）。

未評級 (NR)：沒有基本或策略性建議評級的股票。

審查中 (UR)：股票的目標價和 / 或評級的指示會因在短期內發生的變化，通常是因為可能影響投資前景或估值的事件。

我們一般將市值達到或高於 50 億美元的公司定義為大型股票，而市值低於此水平的公司則定義為中小型股票。

由於每日的價格波動，個別規模類別股票的實際總市值可能會暫時偏離上述門檻及策略性建議的評級涵蓋股票的潛在總回報可能暫時與指定的基本評級相關的定義的潛在總回報不一致。



一般披露與免責聲明

本研究報告是根據我們認為可靠的公開資訊而編寫，但英皇證券有限公司和高誠證券有限公司及 / 或其聯屬公司（統稱「英皇及高誠」）未對本研究報告的內容進行獨立核實，也不明示或暗示其內容的公正性、準確性、及時性、合理性或完整性，使用者不應以此作為依據。本研究報告所載資訊與觀點僅供投資者參考，並未考慮個別客戶的具體投資目標、財務情況或需求，也不構成買賣證券或其他金融產品的要約、邀請或任何投資建議或服務。在任何情況下，本研究報告所載資訊或所表達的觀點均不構成對任何人的個人建議。

英皇及高誠可能持有並且可能進行與本研究報告所提及公司相關證券的持倉及交易，也可能為該等公司提供或尋求提供投資銀行或財務顧問服務。投資者應該知悉，相關持倉及交易可能影響本研究報告客觀性的利益衝突。英皇及高誠及其高級職員、董事和員工但不包括股票和信用分析師，可能不時在本研究報告所提及的證券或其他金融產品中持有長倉或空倉，並可能以個人身份進行買賣。投資者應就建議自行獨立評估本研究報告所載資訊，並考慮自身的投資目標、財務狀況及特殊需求，並在參與本研究報告所涉及公司證券相關的任何交易前，應諮詢自己的專業和財務顧問，以了解法律、商業、財務、稅務及其他相關方面的事項。英皇及高誠及其股東或相關聯繫人，概不對因使用或依賴本文件或其內容或相關的任何事項而造成的任何損失或後果承擔任何責任。

本研究報告所載資訊，以及其中的意見、估值、評級、估算和預測，可能會隨時變更，並且可能在未經通知的情況下進行修正。過去表現並不能作為未來表現的可靠指標。在若干的時期，英皇及高誠可能會發布與本文所載的意見、估值、評級、估算和預測不一致的報告。

英皇及高誠的銷售人員、交易員及其他專業人士可能會提供口頭或書面的市場評論或交易觀點，這些可能與本研究報告中提出的建議和意見不一致，甚至有不同觀點。此類觀點或建議反映了制定者的不同假設、觀點和分析方法，英皇及高誠沒有義務確保此類其他交易觀點或建議給予研究報告的任何收件人知悉。英皇及高誠的資產管理部門、自營交易台部門及其他投資業務可能會作出與本報告中表達的建議或意見不一致的投資決策。

本文件是嚴格保密僅供收件人使用。此文件僅供您參考，不得複製、再分發或以任何方式（直接或間接）傳遞給任何其他人士，也不得全部或部分刊登，用於任何目的。此文件或其任何副本不得帶出香港或傳送到香港以外的地區。若在其他司法管轄區分發此文件，可能受到法律限制，持有此文件的人士應自行了解並遵守相關限制。通過接受本研究報告，您即表示同意遵守上述指示。

本研究報告只限於在香港發佈。研究報告未有提供給任何其他法管轄區內的人士或實體，也不得被任何人在提供或使用該等資料違反當地適用的法律、規則或法規、政府當局或監管或自律組織或結算組織的規定的情況下使用。

此報告的版權屬於英皇及高誠，未經英皇及高誠給予書面許可的情況下，嚴禁進行任何形式的未經授權的傳播、複製、出版、發布或引用。