

➤ **事件:** 博汇纸业发布 2023 年三季报, 2023Q3 实现营收/归母净利润/扣非净利润 50.21/2.53/2.42 亿元, 同比增加 0.88%/40.60%/38.23%; 23 年 Q1-Q3 实现营收/归母净利润/扣非净利润 136.78/-0.93/-2.11 亿元, 同比减少 1.21%/115.16%/134.65%。

➤ **社会卡阶段性承压, 公司主动调整产品结构。** 23Q3 公司实现营收 50.21 亿元, 同增 0.88%, 在 23Q3 消费需求疲软叠加纸浆价格下行 (23Q3 阔叶浆/针叶浆价格分别同降 34.48%/31.60%) 无法有效支撑纸价, 导致纸价有不同幅度下行, 其中 23Q3 白卡/箱板/双胶纸价格同降 23.46%/20.85%/9.95%, 我们判断公司通过调整产品结构, 生产高价值的特种白卡纸维持收入稳定。

➤ **白卡纸价格稳中有升, 成本逐季改善推高盈利水平。** 2023Q3 公司归母净利润/扣非后归母净利润 2.53/2.42 亿元, 同比增加 40.60%/38.23%, 毛利率/净利率为 15.81%/5.05%, 同比增加 1.02/1.43pct, 主因成本下行同时 Q3 产业链补库存需求推动行业盈利上行, 同时公司积极推动产品结构升级 (高价值量特种卡占比提升)。23Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率为 0.97%/2.98%/3.80%/1.55%, 同比变动 -0.03/-0.22/+0.49/-0.80pct, 财务费用减少主因银行利率下调利息支出减少。现金流方面, 公司 2023Q1-3 经营性现金流量净额 9.46 亿元, 同比降低 4.15%, 公司现金流保持相对稳定。

➤ **产品升级叠加需求转好, 公司盈利逐季转好。** 23Q3 白卡纸价格环降 3.18%, 但自 2023 年 7 月 28 日持续上行, 截至 10 月, 均价已上涨 775 元至 4935 元/吨, 白卡纸价格表现出持续上行趋势。同时公司用高毛利、差异化产品 (例如液包产品) 部分抵消市场环境对纸价下跌带来的不利影响; 烟包行业上半年因烟包改版影响, 抑制部分用纸需求, 但烟卡全年需求相对稳定, 我们判断当前需求有明显恢复; 箱板纸前三季度受行业新增产能影响, 叠加关税下调为 0, 进口提升 (23Q3 箱板纸累计进口 142.82 万吨, 同比增长 57.74%)。纸价下行, 进入四季度, 随着节假日增多刺激需求上行, 箱板纸需求特别是中高端箱板纸需求有望在传统旺季到来时有所恢复; 文化纸方面需求端教辅教材招标订单刚需托底, 且社会渠道库存相对低位 (截至 2023 年 10 月 27 号双胶纸库存为 74.42 万吨, 两年百分位为 38.60%), 看好文化纸方面稳定贡献利润。

➤ **中期看, 白卡依然是顺周期中纸品最大弹性品种。** 公司发力烟卡产品, 充分受益烟卡新标准; 另外公司改造山东基地 PM1 开发无菌液包产品, 各项指标均获得核心液包客户认可; 同时公司产能稳步提升进一步提高公司竞争优势 (江苏基地 PM1、PM2 机台升级改造持续提升产能), 我们预计 2024 年增加 80 万吨特种纸产能。随着中小产能出清, 市场集中度进一步提高, 头部企业持续受益。

➤ **投资建议:** 公司作为白卡纸行业龙头, 将充分受益于新版“限塑令”政策, 随着下游需求进一步恢复以及原材料价格见底, 我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 2.0/9.6/12.7 亿元, 对应 PE 为 43X/9X/7X, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 白卡纸下游需求不及预期, 原材料成本大幅上涨。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	18,362	19,999	22,979	25,690
增长率 (%)	12.8	8.9	14.9	11.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	228	200	958	1,265
增长率 (%)	-86.6	-12.5	379.9	32.1
每股收益 (元)	0.17	0.15	0.72	0.95
PE	38	43	9	7
PB	1.3	1.3	1.1	1.0

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

6.42 元



分析师 **徐皓亮**

执业证书: S0100522110001

邮箱: xuhaoliang@mszq.com

相关研究

1. 博汇纸业 (600966.SH) 2023 年半年报点评: 纸价企稳成本下行盈利逐季改善, 产品升级产能扩张带来新增量-2023/08/31
2. 博汇纸业 (600966.SH) 2023H1 业绩预告点评: 成本快速下行, 23Q2 盈利优于预期-2023/07/16
3. 博汇纸业 (600966.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 不破不立, 23Q1 盈利见底-2023/04/22
4. 博汇纸业 (600966.SH) 2022 年业绩预告点评: 受疫情拖累 22Q4 不及预期, 2023 年顺周期下业绩弹性可期-2023/01/31

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	18,362	19,999	22,979	25,690
营业成本	16,223	17,914	19,736	21,840
营业税金及附加	86	80	92	103
销售费用	125	200	230	257
管理费用	556	600	689	771
研发费用	743	600	689	771
EBIT	597	627	1,567	1,976
财务费用	321	314	298	302
资产减值损失	-28	-33	-36	-40
投资收益	-54	-20	23	26
营业利润	229	259	1,255	1,659
营业外收支	-4	3	3	3
利润总额	225	262	1,258	1,662
所得税	-3	63	301	397
净利润	228	200	958	1,265
归属于母公司净利润	228	200	958	1,265
EBITDA	1,408	1,468	2,524	3,015

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,456	3,627	3,284	4,744
应收账款及票据	849	769	883	987
预付款项	216	520	572	633
存货	3,728	4,090	4,506	4,986
其他流动资产	1,385	1,155	1,288	1,408
流动资产合计	8,635	10,160	10,532	12,758
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	10,059	11,485	12,871	12,789
无形资产	314	316	316	315
非流动资产合计	14,144	14,079	13,964	13,881
资产合计	22,779	24,239	24,496	26,639
短期借款	4,899	4,899	4,899	4,899
应付账款及票据	6,239	6,920	7,624	8,437
其他流动负债	1,998	2,914	1,529	1,690
流动负债合计	13,136	14,733	14,052	15,026
长期借款	2,214	2,134	2,134	2,134
其他长期负债	910	697	697	697
非流动负债合计	3,124	2,831	2,831	2,831
负债合计	16,261	17,564	16,883	17,857
股本	1,337	1,337	1,337	1,337
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	6,518	6,675	7,613	8,782
负债和股东权益合计	22,779	24,239	24,496	26,639

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	12.81	8.92	14.90	11.80
EBIT 增长率	-76.08	4.91	150.10	26.11
净利润增长率	-86.63	-12.50	379.90	32.09
盈利能力 (%)				
毛利率	11.65	10.43	14.11	14.99
净利润率	1.24	1.00	4.17	4.92
总资产收益率 ROA	1.00	0.82	3.91	4.75
净资产收益率 ROE	3.50	2.99	12.58	14.40
偿债能力				
流动比率	0.66	0.69	0.75	0.85
速动比率	0.31	0.36	0.37	0.46
现金比率	0.19	0.25	0.23	0.32
资产负债率 (%)	71.39	72.46	68.92	67.03
经营效率				
应收账款周转天数	16.89	14.00	14.00	14.00
存货周转天数	83.88	84.00	84.00	84.00
总资产周转率	0.86	0.85	0.94	1.00
每股指标 (元)				
每股收益	0.17	0.15	0.72	0.95
每股净资产	4.88	4.99	5.69	6.57
每股经营现金流	0.13	1.66	1.78	2.11
每股股利	0.02	0.01	0.07	0.09
估值分析				
PE	38	43	9	7
PB	1.3	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	10.07	9.66	5.62	4.70
股息收益率 (%)	0.29	0.23	1.12	1.47
现金流量表 (百万元)				
净利润	228	200	958	1,265
折旧和摊销	811	841	957	1,039
营运资金变动	-1,303	825	111	170
经营活动现金流	180	2,225	2,376	2,826
资本开支	-1,501	-797	-838	-954
投资	39	0	0	0
投资活动现金流	-1,458	-737	-815	-928
股权募资	0	0	0	0
债务募资	1,879	66	-1,543	0
筹资活动现金流	1,189	-317	-1,905	-438
现金净流量	-65	1,171	-344	1,460

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026