

全年盈利逐季改善，静待产能消化显现行业弹性

2024 年 04 月 30 日

事件。2023 年实现收入/归母净利润/扣非后归母净利润 186.93/ 1.82/ 1.21 亿元，同比+1.80%/ -20.27%/ -45.42%。根据 2024 年一季报公布业绩，24Q1 实现收入/归母净利润/扣非后归母净利润 43.98/ 1.01 /0.95 亿元，同比+5.69%/ +120.23%/ +117.29%。

文化纸产能释放贡献新增量，纸价下降全年收入保持平稳。2023 年公司收入 186.93 亿元，同比+1.80%，造纸行业营业收入 184.84 亿元，同增 4.51%。分产品：全年白纸板/文化纸/石膏护面纸/箱板纸收入 119.41/42.45/4.66/18.32 亿元，同比 -8.86%/+105.92%/ -10.73%/ -11.16%，销量分别为 279.69/84.05/11.62/54.16 万吨，同增 9.48%/124.91%/4.87%/7.16%，公司主要产品白纸板占比-9.2pct 至 64.6%。分地区，2023 年海外需求暂时承压，2023 年公司国内/国外收入同比变化+5.47%/ -7.92%至 168.75/16.09 亿元。2024Q1 公司收入 43.98 亿，同比增加 5.69%，产量提升带动收入上行。

白卡纸行业产能集中投放竞争加剧，利润持续承压。2023 年公司归母净利润/扣非后归母净利润 1.82/ 1.21 亿元，同比下降 20.27%/45.42%，毛利率/净利率为 10.83%/0.97%，同比下降 0.82/0.27pct。23Q4 单季度毛利率 17.09%/5.48%，同比+19.41/+14.00pct。2023 年造纸业务毛利率为 10.84%，同比-0.80pct，主因主要产品白卡纸价格承压，盈利水平下降。分产品看：白纸板/文化纸/石膏护面纸/箱板纸毛利率分别为 10.92%/12.54%/15.15%/5.25%，同比变动-2.71/+4.94/+2.14/+2.57pct，除白卡纸以外，纸浆价格同比降低盈利水平上升；23 年白卡纸产能集中投放，市场竞争压力增大，整体价格承压；就吨盈利来看，2023 年消费逐步恢复，但在产能投放和库存的压力影响下，白卡纸盈利逐季上行；文化纸下游受益于党建及教材教辅需求释放，环比改善明显。2023 年公司销售/管理/研发/财务费用率为 0.96%/2.98%/3.84%/2.39%，同比 0.28/-0.05/-0.21/0.64pct。现金流方面，公司全年经营性现金流量净额 21.19 亿元，同比增加 1,077.36%，主因 22 年公司为新产能备料导致低基数。2024Q1 归母净利润/扣非后归母净利润 1.01 /0.95 亿元，同比+120.23%/ +117.29%，毛利率/净利率 13.30%/2.29%，同比+17.90/+14.23pct，主因 23Q1 低基数。24Q1 白卡纸盈利环比下降，主因白卡纸当前库存处于历史高点，24 年为产能投放后进入消化周期的第一年，白卡纸价格承压（24Q1 同比/环比分别变动-4.47%/ -3.08%）。24Q1 公司销售 / 管理 / 研发 / 财务费用率为 1.08%/3.32%/3.89%/2.11%，同比-0.06/-0.49/+1.26/-1.27pct，财务费用下降主要依靠利息收入贡献。现金流方面，公司全年经营性现金流量净额 4.50 亿元，同比增加 185.61%，主因公司产品销量增加使收入增加，原材料价格较上年同期下降使得成本下降所致。存货方面 24Q1 为 32.93 亿元，较年初增长 31.9%。

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 机台升级改造提升产能），我们预计 2024 年后增加 80 万吨高档特种纸产能。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，叠加公司各类降本增效措施（员工数量精简以及碱回收系统建设），我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 8.79/12.18/16.14 亿元，对应 PE 为 9X/6X/5X 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 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 18,693 | 21,199 | 24,785 | 28,771 |
| 增长率 (%) | 1.8 | 13.4 | 16.9 | 16.1 |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 182 | 879 | 1,218 | 1,614 |
| 增长率 (%) | -20.3 | 383.6 | 38.5 | 32.5 |
| 每股收益 (元) | 0.14 | 0.66 | 0.91 | 1.21 |
| PE | 42 | 9 | 6 | 5 |
| PB | 1.2 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 29 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
5.76 元

分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

相关研究

- 博汇纸业 (600966.SH) 2023 年三季报点评：产品升级战略效果逐步凸显，公司盈利逐季改善-2023/10/30
- 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
- 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
- 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
- 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) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 18,693 | 21,199 | 24,785 | 28,771 |
| 营业成本 | 16,668 | 18,171 | 21,071 | 24,237 |
| 营业税金及附加 | 68 | 85 | 99 | 115 |
| 销售费用 | 180 | 212 | 248 | 288 |
| 管理费用 | 558 | 636 | 744 | 863 |
| 研发费用 | 718 | 721 | 892 | 1,065 |
| EBIT | 688 | 1,397 | 1,758 | 2,235 |
| 财务费用 | 447 | 286 | 279 | 278 |
| 资产减值损失 | -6 | -33 | -39 | -45 |
| 投资收益 | -29 | -21 | 25 | 29 |
| 营业利润 | 255 | 1,056 | 1,465 | 1,941 |
| 营业外收支 | -36 | 3 | 3 | 3 |
| 利润总额 | 219 | 1,059 | 1,468 | 1,944 |
| 所得税 | 37 | 180 | 250 | 331 |
| 净利润 | 182 | 879 | 1,218 | 1,614 |
| 归属于母公司净利润 | 182 | 879 | 1,218 | 1,614 |
| EBITDA | 1,420 | 2,133 | 2,582 | 3,124 |

| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 3,427 | 4,600 | 4,695 | 6,570 |
| 应收账款及票据 | 1,047 | 815 | 953 | 1,106 |
| 预付款项 | 268 | 527 | 611 | 703 |
| 存货 | 2,496 | 4,148 | 4,810 | 5,533 |
| 其他流动资产 | 1,047 | 1,293 | 1,452 | 1,630 |
| 流动资产合计 | 8,284 | 11,383 | 12,521 | 15,542 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 10,875 | 11,873 | 12,816 | 12,752 |
| 无形资产 | 324 | 326 | 326 | 325 |
| 非流动资产合计 | 13,891 | 13,895 | 13,806 | 13,741 |
| 资产合计 | 22,176 | 25,278 | 26,327 | 29,282 |
| 短期借款 | 4,829 | 4,829 | 4,829 | 4,829 |
| 应付账款及票据 | 5,498 | 7,020 | 8,140 | 9,363 |
| 其他流动负债 | 2,388 | 2,822 | 1,622 | 1,863 |
| 流动负债合计 | 12,716 | 14,671 | 14,591 | 16,055 |
| 长期借款 | 1,754 | 2,043 | 2,043 | 2,043 |
| 其他长期负债 | 1,037 | 1,035 | 1,034 | 1,032 |
| 非流动负债合计 | 2,791 | 3,077 | 3,076 | 3,075 |
| 负债合计 | 15,507 | 17,748 | 17,667 | 19,130 |
| 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 | 6,669 | 7,530 | 8,660 | 10,152 |
| 负债和股东权益合计 | 22,176 | 25,278 | 26,327 | 29,282 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 1.80 | 13.41 | 16.91 | 16.08 |
| EBIT 增长率 | 15.27 | 102.93 | 25.82 | 27.15 |
| 净利润增长率 | -20.27 | 383.58 | 38.54 | 32.47 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 10.83 | 14.28 | 14.98 | 15.76 |
| 净利润率 | 0.97 | 4.15 | 4.92 | 5.61 |
| 总资产收益率 ROA | 0.82 | 3.48 | 4.63 | 5.51 |
| 净资产收益率 ROE | 2.73 | 11.68 | 14.07 | 15.90 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 0.65 | 0.78 | 0.86 | 0.97 |
| 速动比率 | 0.41 | 0.44 | 0.47 | 0.56 |
| 现金比率 | 0.27 | 0.31 | 0.32 | 0.41 |
| 资产负债率 (%) | 69.93 | 70.21 | 67.11 | 65.33 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 20.44 | 14.00 | 14.00 | 14.00 |
| 存货周转天数 | 54.65 | 84.00 | 84.00 | 84.00 |
| 总资产周转率 | 0.83 | 0.89 | 0.96 | 1.03 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.14 | 0.66 | 0.91 | 1.21 |
| 每股净资产 | 4.99 | 5.63 | 6.48 | 7.59 |
| 每股经营现金流 | 1.58 | 1.57 | 1.98 | 2.34 |
| 每股股利 | 0.03 | 0.07 | 0.09 | 0.12 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 42 | 9 | 6 | 5 |
| PB | 1.2 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |
| EV/EBITDA | 9.31 | 6.20 | 5.12 | 4.23 |
| 股息收益率 (%) | 0.51 | 1.14 | 1.58 | 2.10 |

| 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|-------|--------|-------|
| 净利润 | 182 | 879 | 1,218 | 1,614 |
| 折旧和摊销 | 732 | 736 | 824 | 889 |
| 营运资金变动 | 751 | 92 | 259 | 277 |
| 经营活动现金流 | 2,119 | 2,099 | 2,644 | 3,124 |
| 资本开支 | -275 | -731 | -732 | -820 |
| 投资 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -272 | -774 | -707 | -791 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | -395 | 193 | -1,420 | -1 |
| 筹资活动现金流 | -1,280 | -153 | -1,842 | -457 |
| 现金净流量 | 561 | 1,173 | 95 | 1,876 |

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收到任何形式的补偿。

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