

博汇纸业 (600966.SH)

提份额优品类, 白卡龙头再起航

买入 (首次评级)

投资要点:

博汇纸业: 国内白卡纸龙头企业, 金光赋能再起航

公司成立于1994年, 专注于浆纸一体化的研发、生产和销售, 主要产品为白纸板、文化纸、箱板纸、石膏护面纸。2024Q1-3实现营收139.67亿元, 同比+2.12%, 归母净利润1.49亿元, 同比扭亏; 受市场需求疲软+用浆成本较高影响, 24Q3营收47.05亿元, 同比-6.29%, 归母净利润1813万元, 同比-92.85%。

供需格局优化, 白卡纸盈利底部有望迎修复

我国白卡纸市场集中度高, 2023年行业CR4近80%。当前APP+博汇白卡纸产能合计655万吨, 占比33.1%。据卓创资讯, 2024-2025年白卡拟新增产能约702万吨且集中于大厂, 行业格局将进一步向头部集中。2024年以来, 受需求放缓、行业产能大幅增长影响, 据卓创资讯, 当前纸价处于近5年来低位水平, 行业处于盈亏平衡线之下。近期晨鸣发布停产公告, 短期白卡纸开工负荷率、纸企库存天数下降。我们认为, 在行业盈利触底+供应收缩背景下, 头部纸企连发涨价函, 白卡纸价格短期有望企稳回升, 关注行业盈利底部修复。

低成本+差异化塑造核心竞争优势

1) 以差异化、多元化、高附加值为发展目标。积极开发食品卡、液包、烟卡等特种白卡产品, 2024年2月, 公司无菌液包纸订单首次正式上线生产。特种白卡相对于普通社卡具备显著价格优势, 随公司产品结构不断优化, 均价及盈利能力有望提升。2) 以成本领先, 提量增效, 强链延链为发展基石。据公司公告, 2022年山东基地PM2纸机有效幅宽创新纪录、PM5纸机运行车速取得重大突破, 江苏基地PM1、PM2纸机月产量均创新高, 机台OEE分别达到98%和103%; 未来, 在成本领先基础上, 江苏基地将新增高附加值的差异化产品集群, 加速“以纸代塑”拳头产品的落地。

盈利预测与投资建议

我们预计公司2024-2026年收入增速分别为1.1%、7.9%、5.9%, 归母净利润增速分别为31%、100%、45%, 对应EPS分别为0.18元、0.36元、0.52元。采用可比公司估值法, 2025年可比公司平均PE倍数为19倍。公司作为我国白卡纸龙头企业, 在金光赋能下, 坚持差异化与效率并行, 强链延链持续深入, 长期受益于以纸代塑带来的需求增长空间, 短期看好白卡纸供需改善带来的盈利修复, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

原材料价格大幅波动、行业竞争加剧、宏观需求及建设项目进度不及预期。

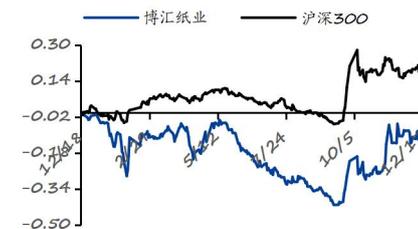
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,362	18,693	18,905	20,403	21,599
增长率	13%	2%	1%	8%	6%
净利润(百万元)	228	182	238	477	691
增长率	-87%	-20%	31%	100%	45%
EPS(元/股)	0.17	0.14	0.18	0.36	0.52
市盈率(P/E)	31.2	39.2	29.9	14.9	10.3
市净率(P/B)	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2024-12-17
收盘价:	5.33元
总股本/流通股本(百万股)	1,336.84/1,336.84
流通A股市值(百万元)	7,125.38
每股净资产(元)	5.07
资产负债率(%)	71.02
一年内最高/最低价(元)	6.42/3.61

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 李宏鹏(S0210524050017)
 lhp30568@hfzq.com.cn
 分析师: 汪浚哲(S0210524050024)
 wjz30579@hfzq.com.cn

相关报告



正文目录

1 博汇纸业：国内白卡纸领军企业	3
2 供需格局持续优化，低成本+差异化塑造竞争优势	6
2.1 行业集中度高，短期供应收缩纸价拐点已至	6
2.2 产业链强链延链，规模化与差异化齐头并进	9
3 盈利预测与投资建议	10
3.1 盈利预测	10
3.2 投资建议	11
4 风险提示	12

图表目录

图表 1: 公司主要产品介绍	3
图表 2: 公司股权结构图（截至 2024/09/30）	4
图表 3: 公司管理团队介绍	4
图表 4: 公司历年来营业收入及增速	4
图表 5: 公司历年来归母净利润及增速	4
图表 6: 公司分产品营收（亿元）	5
图表 7: 2023 年公司各产品营收占比	5
图表 8: 公司历年销售毛利率、销售净利率	5
图表 9: 公司造纸业务成本拆分	5
图表 10: 季度毛利率与浆价拟合	6
图表 11: 我国白卡纸年度产能	7
图表 12: 我国白卡纸年度产量与产能利用率	7
图表 13: 我国历年来白卡纸 CR4	7
图表 14: 截至 24 年 11 月我国白卡纸产能占比	7
图表 15: 国内白卡纸新增产能预期	7
图表 16: 国内各公司白卡纸新增产能规划	7
图表 17: 白卡纸价格（元/吨）位于近五年来低位	8
图表 18: 白卡纸行业盈利触底	8
图表 19: 9 月以来白卡纸月度开工负荷率走低	8
图表 20: 当前白卡纸企业库存天数下降	8
图表 21: 不同纸企白卡出厂价对比（元/吨）	9
图表 22: 博汇部分烟卡、食品卡产品	9
图表 23: 2023 年公司剔除原料后单位成本（元/吨）有所下降	10
图表 24: 公司 PM8 文化纸产线	10
图表 25: 公司业绩拆分预测表	11
图表 26: 可比公司估值表	12
图表 27: 财务预测摘要	13

1 博汇纸业：国内白卡纸领军企业

公司是国内白卡纸领军企业。公司成立于1994年，专注于浆纸一体化的研发、生产和销售，主要产品为白板纸、文化纸、箱板纸、石膏护面纸，拥有“博汇”、“丹顶鹤”、“云帆”等多个知名白卡品牌，其中主营产品白板纸根据下游应用可细分为烟卡、食品卡、社会卡和铜版卡等类型。2020年10月金光纸业完成对公司收购，龙头整合有效提升规模与经营效率。当前，公司拥有山东淄博、江苏盐城两大生产基地。

图表 1：公司主要产品介绍

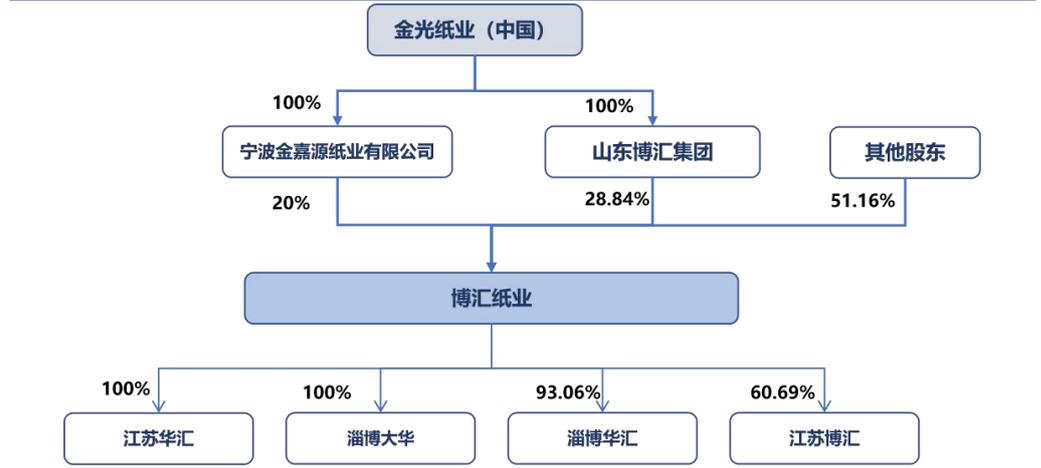
主要产品	主要品牌/产品系列	适用范围	产品优势
食品卡系列	博汇双面涂布食品卡 博汇中松纸杯原纸 博汇涂布纸杯原纸	适用于制作各类纸杯、纸碗，以及与食品直接接触的固态高档包装	产品为多层结构，纤维层有3层，正面淀粉施胶1道，反面淀粉施胶1道。所有纤维原料均为纯木浆。通过QS认证，不添加荧光增白剂，满足单面或双面PE淋膜、模切、粘合等后加工包装要求，成型效果好，不变形。独特的抗水配方，抗热水边渗透性能优良
烟卡系列	博汇王高档涂布烟卡（白芯单涂） 博汇王高档涂布烟卡（黄芯单涂） 博汇王彩纤防伪烟包白芯白卡	适用于各类凹印、胶印、复合转移等高档香烟包装	无荧光高松厚度烟包白卡，纸张松厚度高，采用独特的原纸彩纤防伪技术，防伪强度高。满足烟包各种印刷要求，后加工适应性好，满足各种上光、烫金等加工工艺要求。通过FSC/PEFC认证，符合中烟YQ系列标准
白卡系列	丹顶鹤双面涂布白卡、雄鹰双面涂布白卡、天鹅单面涂布高松白卡、博汇王吸塑专用白卡纸、朱雀特高松双面涂布白卡	适用于药品、化妆品、保健品、电子产品、日用品、数码产品、手提袋、玩具等包装盒，以及吊牌、贺卡、明信片、精密电子产品等各类中高档商品的包装	优质原料及先进涂布工艺打造此产品优秀的纸张表面性能，高平滑度和高亮度凸显优良的图文再现能力，减少油墨消耗且上墨均匀，印刷色彩丰富饱满。针对客户不同要求，广泛应用于各类表面处理工艺，例如上光、UV印刷、覆膜、压凸等
铜卡系列	博汇双面铜卡 博汇高松铜卡 欧尼卡名片卡专用	适用于服装吊牌、台挂历、高档宣传册、书刊封面、名片等	厚度均匀，表面平整性好，胶印适应性优良、印刷着墨均匀，印刷速度高。后加工适应性好，满足单双面覆膜、上光、UV、烫金、击凸等后加工工艺。通过FSC/PEFC认证，符合ROHS/REACH等指标
白板纸	云帆单面涂布本色白板纸 彩云双面涂布本色白板纸	适用于各类高档奶箱、啤酒箱等的裱瓦贴面，可用于文化产品、日用品、电子产品、玩具类包装等表面平整细腻，提升包装档次，更绿色、更环保	100%原生纯木浆抄造，部分纤维使用进口原料，松厚度1.32cm ³ /g。亮度高，表面细腻，网点再现良好，着墨均匀，较佳的印刷光泽反差，层次感和清晰度高，减少油墨消耗，印品色彩亮丽，印刷效果优秀
文化纸	天鹅高白胶版印刷纸、丹顶鹤高白胶版印刷纸、丹顶鹤本白胶版印刷纸、丹顶鹤淋膜原纸、天鹅薄本纸、丹顶鹤薄本纸、丹顶鹤静电复印纸	包含胶版印刷纸、淋膜纸、簿本纸、静电复印纸四大类。产品质量稳定，胶版及簿本纸广泛应用于教材、图书、学生簿本等用途	精选优质浆料，全木浆抄造，通过FSC/PEFC森林体系/绿色十环环保认证；无荧光原白色，环保护眼，符合出版绿色印刷要求；厚度优，强度高、尺寸稳定性好，淋膜原纸纸面微观均匀，水分适中，单双面淋膜牢度好，满足多种印刷方式
箱板纸	博汇精制牛卡纸 博汇AAA级牛卡纸 博汇AA级牛卡纸 博汇白面牛卡	包含精制牛卡、AAA级牛卡、AA级牛卡、白面牛卡等，纸张平整度好、强度高，广泛应用于日用百货、五金电器等包装箱面纸用途	精选本色纸浆及优质固废混合抄造，拥有纸面洁净、纤维纹理明显的特点，表面印刷效果好。同时因纸浆含量高，拥有耐破高、耐折次数高、柔韧性好等特点，后加工效率高，物理指标稳定，适用于各种档次的纸板纸箱印刷加工
石膏护面纸	博汇石膏护面纸	作为当代新型建筑纸面石膏板所需配套的特种用纸，技术含量高，纸张强度高，各系列颜色稳定	高档次护面纸，强度高，颜色一致且不易褪色，粘接好，能满足不同石膏板厂的产品要求

数据来源：公司公告，华福证券研究所

股权结构稳定，集中度较高。2020年金光纸业收购后，公司实际控制人变更为金光纸业（中国），合计持有公司48.84%股份，股权结构较为集中。公司现拥有4家子公司，分别为江苏华汇、淄博大华、淄博华汇及江苏博汇。



图表 2: 公司股权结构图 (截至 2024/09/30)



数据来源: ifind, 华福证券研究所

金光赋能, 管理层资历深厚。收购后金光赋能公司管理组织架构, 核心管理层拥有金光集团内部多年造纸从业经验与资源, 资历深厚, 未来也将持续发挥在技术、设备、资源等多方面的优势, 提升公司综合实力。

图表 3: 公司管理团队介绍

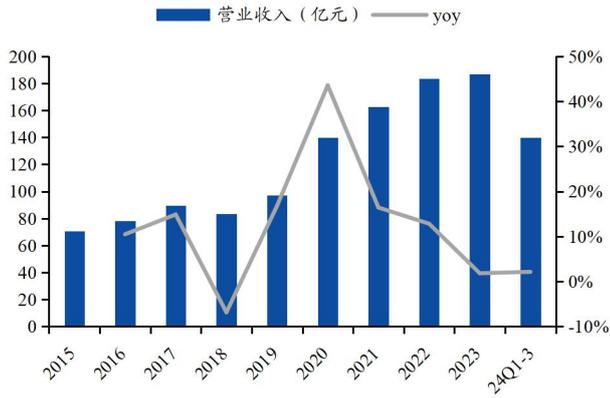
姓名	职务	履历
林新阳	董事长、董事	1970年出生, 毕业于西北轻工业学院制浆造纸专业, 资深造纸工程师。历任玖龙纸业(东莞)有限公司总经理, 金华盛纸业(苏州工业园区)有限公司 总经理, 山东博汇纸业股份有限公司总经理; 现任 APP(中国) 总裁特别助理 , 山东博汇集团有限公司董事, 山东博汇纸业股份有限公司董事长, 全国工商业联合会纸业商会副会长、山东省造纸协会副会长, 山东淄博企业联合会、企业家协会副主席等职务。
刘继春	董事、总经理	1966年出生, 毕业于南京林业大学, 正高级工程师。历任吉林纸业股份有限公司车间主任, 大河纸业集团濮阳龙丰纸业股份有限公司总经理兼党委副书记, 亚太森博(广东)股份有限公司副总经理(总经理级), 金东纸业(江苏)股份有限公司 副总经理兼党委副书记, 宁波中华纸业有限公司 、 宁波亚洲浆纸业有限公司 总经理兼党委书记、董事等, 现任山东博汇纸业股份有限公司董事兼总经理、江苏博汇纸业股份有限公司董事长、总经理兼党委书记。
王乐祥	董事	1967年出生, 毕业于中山大学, 现任山东博汇纸业股份有限公司董事、 金光集团(中国)投资有限公司 大纸事业部CEO, 金光纸业(中国)投资有限公司董事、广西金桂浆纸业有限公司董事、海南金海浆纸业有限公司董事、宁波亚洲浆纸业有限公司副董事长、宁波亚洲纸管纸箱有限公司董事长、宁波中华纸业有限公司董事、广西金桂林业有限公司董事、山东博汇集团有限公司董事长、广西金钦州丰产林有限公司董事、广西国发林业造纸有限责任公司董事等。
魏同秋	董事、财务总监	1971年出生, 毕业于江苏大学, 注册税务师。历任 金东纸业(江苏)股份有限公司 会计部账税管理处处长, 金光纸业(中国)投资有限公司 会计部税务副总经理, 金光纸业(中国)投资有限公司会计部代理总经理。现任山东博汇纸业股份有限公司董事兼财务总监、上海金港北外滩置业有限公司董事、金红叶纸业(淄博)有限公司董事、金红叶(天津)供应链管理有限责任公司董事、金泰源纸业(上海)有限公司董事等职务。
卢永强	副总经理	1976年出生, 1995年至2010年就职于 宁波中华纸业有限公司 , 2011年至2018年任 宁波亚洲浆纸业有限公司 生产总监, 2019年至2020年3月任宁波中华纸业有限公司副总经理, 2020年3月至今在山东博汇纸业股份有限公司任职, 曾任山东博汇纸业股份有限公司总经理, 现任山东博汇纸业股份有限公司副总经理。曾荣获2013-2015年度宁波市劳动模范。
卫永清	副总经理、董事会秘书	1981年出生, 毕业于复旦大学, 研究生学历。历任普华永道中天会计师事务所高级审计师, 花旗环球金融亚洲有限公司证券分析师, Caledonia对冲基金投资经理, 2017年至2020年10月担任 金光纸业(中国)投资有限公司 投资总监, 负责证券投资事务。现任山东博汇纸业股份有限公司副总经理兼董事会秘书。

数据来源: ifind, 华福证券研究所

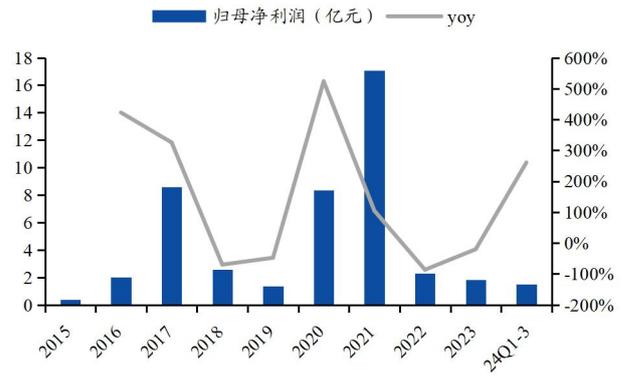
2024Q1-Q3 公司实现营收 139.67 亿元, 同比+2.12%, 实现归母净利润 1.49 亿元, 同比扭亏; 受市场需求疲软+用浆成本较高影响, 24Q3 营收 47.05 亿元, 同比-6.29%, 归母净利润 1813 万元, 同比-92.85%。

图表 4: 公司历年来营业收入及增速

图表 5: 公司历年来归母净利润及增速



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

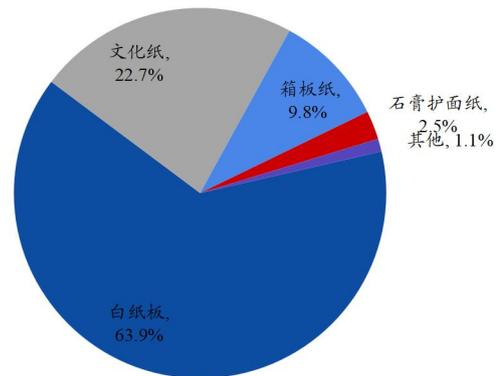
以白卡为核心，多纸种协同发力。公司产品以白卡纸为核心，箱板纸、文化纸等多元纸种协同发力。2023 年公司白卡纸营收占比为 63.9%，文化纸、箱板纸、石膏护面纸营收占比分别为 22.7%、9.8%和 2.5%。产能方面，根据卓创资讯，公司白卡纸产能现已达 270 万吨（其中山东基地 70wt，江苏基地 200wt），2022 年 10 月公司 45wt 文化纸投产，该项目是全球幅宽最大、车速最快的文化纸生产线之一。

图表 6: 公司分产品营收 (亿元)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 7: 2023 年公司各产品营收占比

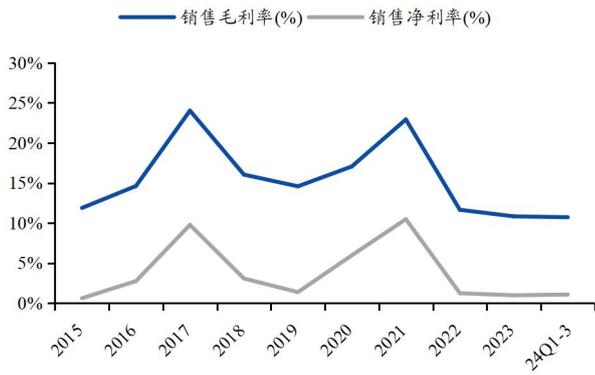


数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

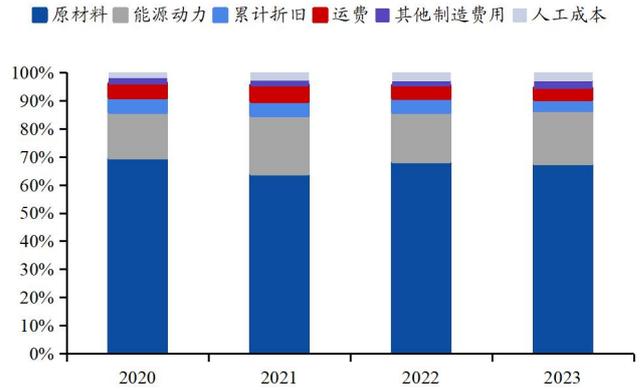
木浆价格波动、行业供需格局对公司盈利影响较大。木浆为公司主要原材料，根据公告，公司 2020-2023 年主营成本中原材料所占比例在 60-70%左右。此外，行业竞争格局也对盈利有较大影响。公司在 2017 年、2021 年盈利能力较强，主因白卡需求旺盛，以及前期浆价处于低位，公司有一定低价浆库存所致。2020 年随 APP 收购博汇后，行业格局迎来优化，同年浆价同比有所增长，公司盈利得到改善。

图表 8: 公司历年销售毛利率、销售净利率

图表 9: 公司造纸业务成本拆分



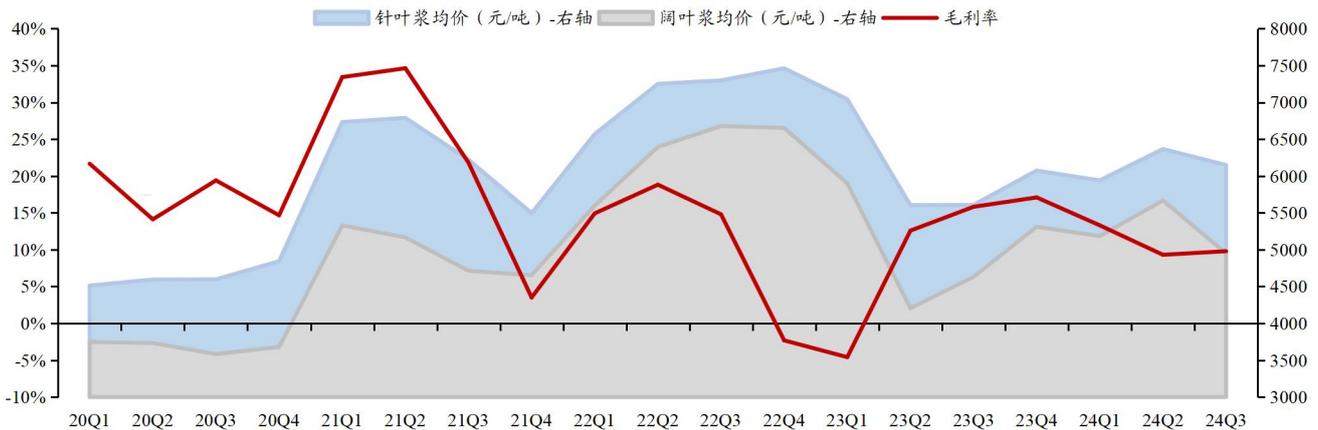
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

公司毛利率变动与浆价波动相关性较高。在浆价上涨早期, 得益于一部分低价浆储备, 公司可享受到纸价上涨与低成本带来的剪刀差 (如 21H1), 若浆价持续上涨, 公司用浆成本提升, 盈利能力也将随之走弱 (如 22H2)。23Q4 以来浆价先扬后抑, 公司用浆成本在 24Q2-Q3 迎来高峰, 导致当期毛利率下降。

图表 10: 季度毛利率与浆价拟合



数据来源: ifind, 公司公告, 卓创资讯, 华福证券研究所

2 供需格局持续优化, 低成本+差异化塑造竞争优势

2.1 行业集中度高, 短期供应收缩纸价拐点已至

根据卓创资讯, 2023 年我国白卡产能达 1587 万吨, 同比 2022 年净新增 160 万吨产能。2023 年产量提升至 1060.3 万吨。由于行业 22-23 年新增产能较多, 且新产能需要一定爬坡周期, 故 2023 年我国白卡纸产能利用率下滑至 67%。

我国白卡市场集中度高, 2023 年 CR4 接近 80%。自 2020 年 APP 收购博汇后我国白卡纸市场集中度显著提升。根据卓创资讯, 截至 2023 年我国白卡纸产能 CR4 为 77.95%。截至 2024 年 11 月, APP+博汇、玖龙、太阳、晨鸣的白卡纸产能占比分别为 33.1%、11.9%、10.4%、10.1%。

图表 11: 我国白卡纸年度产能



数据来源: 卓创资讯, 华福证券研究所

图表 12: 我国白卡纸年度产量与产能利用率



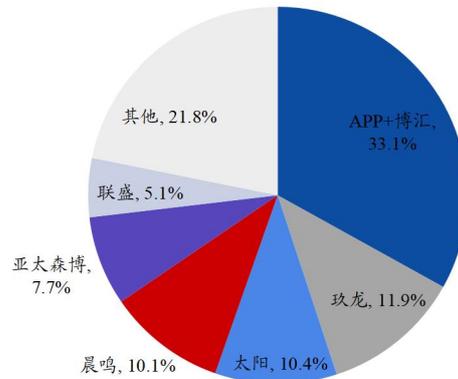
数据来源: 卓创资讯, 华福证券研究所

图表 13: 我国历年来白卡纸 CR4



数据来源: 卓创资讯, 华福证券研究所

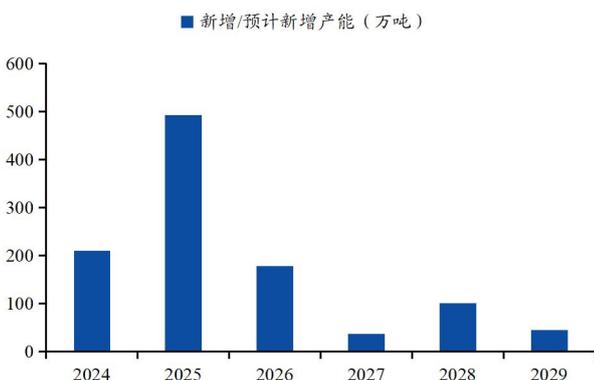
图表 14: 截至 24 年 11 月我国白卡纸产能占比



数据来源: 卓创资讯, 华福证券研究所

未来新增产能集中于大厂，行业格局进一步向头部集中。根据卓创资讯，2024-2025 年白卡拟新增产能约 702 万吨且集中于大厂，其中 2024 年预计将新增 210 万吨产能，分别为冠豪高新的 30 万吨（24 年 4 月）、北海玖龙 120 万吨（24Q3）、仙鹤股份 60 万吨（24Q4）。预计未来白卡行业集中度将持续提升，龙头纸企的协同性与话语权有望进一步加强。

图表 15: 国内白卡纸新增产能预期



数据来源: 卓创资讯, 华福证券研究所

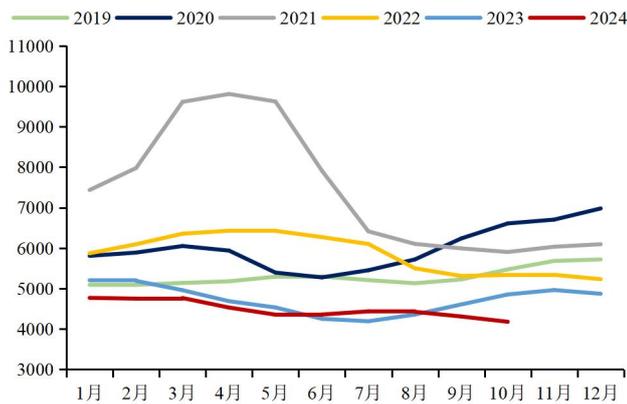
图表 16: 国内各公司白卡纸新增产能规划

公司	产能 (万吨)	投产/预计投产时间	地区
冠豪高新	30	24Q2	广东
北海玖龙	120	24Q3	广西
仙鹤股份	60	24Q4	广西
湖北玖龙	120	25Q2	湖北
联盛浆纸	100	25Q3	福建
广西金桂	90	25Q4	广西
江苏博汇	80	25Q4	江苏
亚洲浆纸	102	25Q4	浙江
新乡新亚	40	26Q4	河南
黄冈晨鸣	138	26Q4	湖北
黄冈晨鸣	36	27Q4	湖北
江苏博汇	100	28Q4	江苏
广西恩索	45	29Q3	广西
合计	1061		

数据来源: 卓创资讯, 华福证券研究所

2024 年以来，受宏观需求增速放缓，行业产能大幅增长影响，白卡纸价格震荡下行，根据卓创资讯，2024 年 10 月我国白卡纸均价为 4178.21 元/吨，同比-13.9%，环比-3%，处于近 5 年来低位水平。此外，根据卓创资讯，截至 11 月 22 日，我国白卡纸税后装置毛利（湿法涂布法）为-431 元/吨，即行业盈利处于盈亏平衡线之下。

图表 17: 白卡纸价格 (元/吨) 位于近五年来低位



数据来源: 卓创资讯, 华福证券研究所

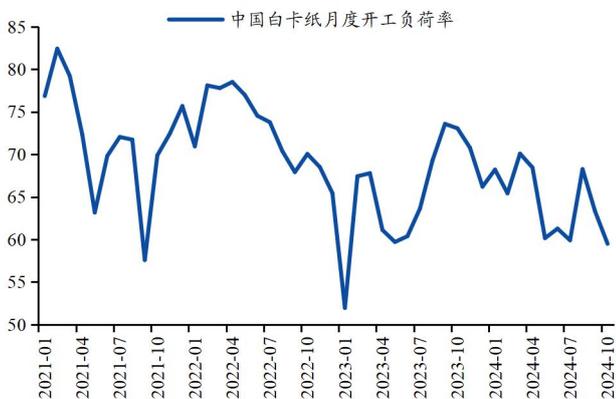
图表 18: 白卡纸行业盈利触底



数据来源: 卓创资讯, 华福证券研究所

短期开工负荷率、纸企库存天数下降，供应端有所收缩。11 月 20 日，晨鸣纸业发布公告，由于部分债务及担保逾期，财务费用增加，影响公司融资能力，加剧公司现金流紧张局面，11 月份以来公司对部分生产基地进行限产、停产，合计停机浆+纸产能 703 万吨、占总产能的 71.7%；预计影响月度浆纸产量约 58 万吨、纸销量约 35 万吨。根据卓创资讯，截至 2024 年 10 月，我国白卡纸月度开工负荷率已降至 59.49%，预计 11 月受晨鸣纸业停产影响开工负荷率或继续下滑。从库存来看，截至 10 月末，我国白卡纸企业库存天数为 19.72 天，较 4 月末的 22.02 天有所下滑。

图表 19: 9 月以来白卡纸月度开工负荷率走低



数据来源: 卓创资讯, 华福证券研究所

图表 20: 当前白卡纸企业库存天数下降



数据来源: 卓创资讯, 华福证券研究所

在行业盈利触底+供应收缩背景下，头部纸企连发涨价函，白卡纸短期价格有望



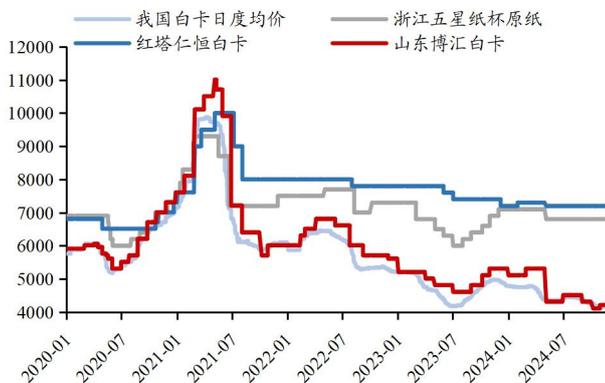
企稳回升。11月以来，头部纸企 APP、博汇、太阳等纷纷发布两轮提价函，每轮分别提价 200 元/吨。预期在行业盈利触底、供需格局边际优化背景下，本轮提价或落地情况良好，白卡纸价格有望企稳回升，从而迎来行业盈利修复。

2.2 产业链强链延链，规模化与差异化齐头并进

1) 以差异化、多元化、高附加值为发展目标。在差异化、多元化、高附加值为导向下，公司积极开发食品卡、液包、烟卡等特种白卡纸产品，提升产品综合附加值，优化产品结构。公司食品卡系列产品代表，博汇 FBC，为单面涂布食品卡（冷藏专用），其他产品还包括涂布、未涂布纸杯纸原纸，涂布食品卡做包装盒类产品等。2024 年 2 月 1 日，公司无菌液包纸订单首次正式上线生产。公司技术团队开发未漂白针叶木浆磨浆技术，生产高强本色牛底无菌液包纸，打开国际牛底液包市场。江苏基地加大开发药包类白卡纸研发，在满足药包基本的烧码、挺度等技术要求的同时，向高速药包机适用场景提升品质，江苏基地还不断加大高松、特高松产品的生产推广。

特种白卡纸相对于一般白卡具备较为显著的价格优势。根据卓创资讯，红塔仁恒（以烟卡、食品卡业务为主）白卡、浙江五星纸杯原纸（食品卡纸）的平均出厂价格相较于我国白卡纸市场均价具备一定价格优势，当前平均价差 2000-3000 元左右。山东博汇白卡出厂价较市场均价的价差一般在 0-200 元之间，未来随公司差异化产品占比持续提升，公司白卡的价格中枢将不断上移。2023 年以来，公司积极推进江苏基地 80 万吨高档特种纸板扩建项目，未来该项目产品包括：全木浆零塑纸杯原纸、高端社会卡纸和高档烟卡纸等。尤其以“零塑”纸杯原纸制成的纸制容器，不含荧光剂，能实现可回收、可工业降解、可重新碎浆、可堆肥等功效。

图表 21: 不同纸企白卡出厂价对比 (元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 华福证券研究所

图表 22: 博汇部分烟卡、食品卡产品



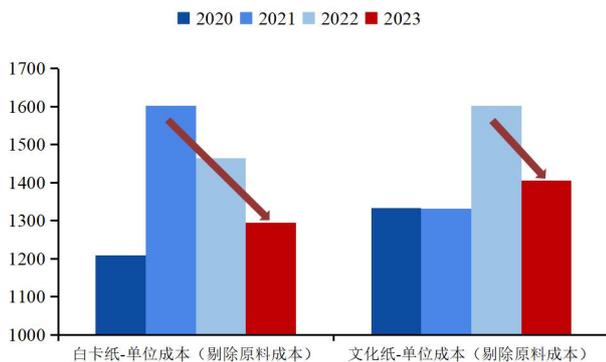
数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

2) 以成本领先, 提量增效, 强链延链为发展基石。纸机机台生产绩效的提升将使得产品生产加工成本稳步下降。根据公司公告, 山东基地 2022 年 2 月 PM2 纸机有效幅宽创新纪录; PM5 纸机运行车速取得重大突破, 达到 1250m/min, 较 VOITH

设计车速高出 50m/min；PM6 纸机 6 月份入库产量、平均车速均突破历史最高纪录。江苏基地 2022 年 5 月 PM1、PM2 纸机月产量均创新高，机台 OEE 分别达到 98%和 103%；6 月 PM1、PM2 纸机入库 A 级率均接近 100%。

此外，在地理位置上，公司江苏基地位于江苏盐城大丰区大丰港，就近依托黄海港口海运优势，使原材料和产成品的运输更加便捷高效，物流成本也优势明显。未来，在成本领先的基础上，江苏基地将新增高附加值的差异化产品集群，加速“以纸代塑”拳头产品的落地。

图表 23：2023 年公司剔除原料后单位成本（元/吨）有所下降



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 24：公司 PM8 文化纸产线



数据来源：博汇集团官方公众号，华福证券研究所

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

(1) 白卡纸：2024 年我国白卡纸均价有所下滑，预计公司白卡纸均价也将小幅回落，25-26 年，随着公司持续推进差异化、高附加值产品的研发及放量，预计公司白卡纸均价同比增长，同时，单位原料成本也将随之小幅抬升。此外，25 年若公司 80 万吨白卡纸产能投放，也将带来单位折旧成本的增长。其余成本费用将随规模提升而逐渐摊薄。销量方面，公司白卡纸以销定产，且不断更新产品矩阵，预计 24-26 年公司白卡纸销量将持续增长。

(2) 文化纸：2024 年文化纸价格下半年承压，我们假设公司 24 年文化纸均价小幅下滑，同时随下半年浆价回落，公司整体成本压力得到释放，单位原料成本将下降。25-26 年，预计公司文化纸产销量将随纸机车速不断提升、产品矩阵不断丰富而增长。产品均价及单位原料成本将随差异化产品的占比提升而增长，其余制造费用将随规模提升而逐渐摊薄。

(3) 石膏护面/箱板纸：该纸种盈利能力相对较弱，且营收占比较小。我们预计随公司规模提升，以及各基地不断降本提效，二者盈利能力将得到提升。

综上，我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 1.1%、7.9%、5.9%，归母净利润增速分别为 31%、100%、45%，对应 EPS 分别为 0.18 元、0.36 元、0.52 元。

图表 25: 公司业绩拆分预测表

单位: 百万元	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收	9739.8	13982.1	16276.12	18361.78	18693.06	18904.63	20402.62	21599.33
YOY	16.8%	43.6%	16.4%	12.8%	1.8%	1.1%	7.9%	5.9%
营业成本	8319.53	11596.68	12543.97	16222.74	16668.29	16840.12	17922.88	18747.94
YOY	18.8%	39.4%	8.2%	29.3%	2.7%	1.0%	6.4%	4.6%
毛利率	14.6%	17.1%	22.9%	11.6%	10.8%	10.9%	12.2%	13.2%
白卡纸								
营收 (百万元)	7882.88	11008.11	12508.36	13101.90	11941.13	11954.26	13186.51	14187.37
yoy	20.9%	39.6%	13.6%	4.7%	-8.9%	0.1%	10.3%	7.6%
营业成本 (百万元)	6636.44	8557.70	8981.06	11316.20	10636.94	10669.74	11620.95	12335.41
yoy	23.4%	29.0%	4.9%	26.0%	-6.0%	0.3%	8.9%	6.1%
毛利率	15.81%	22.26%	28.20%	13.63%	10.92%	10.75%	11.87%	13.05%
文化纸								
营收 (百万元)	603.45	977.05	1574.18	2061.65	4245.42	4539.20	4758.54	4902.24
yoy	-9.5%	61.9%	61.1%	31.0%	105.9%	6.9%	4.8%	3.0%
营业成本 (百万元)	535.01	994.40	1497.93	1904.88	3712.96	3820.53	3958.25	4072.24
yoy	-7.1%	85.9%	50.6%	27.2%	94.9%	2.9%	3.6%	2.9%
毛利率	11.34%	-1.78%	4.84%	7.60%	12.54%	15.83%	16.82%	16.93%
石膏护面纸								
营收 (百万元)	450.58	572.28	524.51	521.71	465.71	442.14	442.10	446.52
yoy	-14.7%	27.0%	-8.3%	-0.5%	-10.7%	-5.1%	0.0%	1.0%
营业成本 (百万元)	407.10	583.14	482.95	453.84	395.15	414.27	416.32	420.48
yoy	-9.3%	43.2%	-17.2%	-6.0%	-12.9%	4.8%	0.5%	1.0%
毛利率	9.65%	-1.90%	7.92%	13.01%	15.15%	6.31%	5.83%	5.83%
箱板纸								
营收 (百万元)	678.54	1314.94	1589.72	2061.84	1831.76	1739.07	1774.03	1809.68
yoy	43.4%	93.8%	20.9%	29.7%	-11.2%	-5.1%	2.0%	2.0%
营业成本 (百万元)	643.27	1358.02	1540.33	2006.59	1735.62	1744.21	1726.42	1708.81
yoy	36.7%	111.1%	13.4%	30.3%	-13.5%	0.5%	-1.0%	-1.0%
毛利率	5.20%	-3.28%	3.11%	2.68%	5.25%	-0.30%	2.68%	5.57%
其他								
营收 (百万元)	124.35	109.72	79.36	614.67	209.04	229.95	241.45	253.52
yoy	-73.7%	-11.8%	-27.7%	674.5%	-66.0%	10.0%	5.0%	5.0%
营业成本 (百万元)	97.70	103.42	41.69	541.23	187.63	191.38	200.95	211.00
yoy	-79.2%	5.9%	-59.7%	1198.1%	-65.3%	2.0%	5.0%	5.0%
毛利率	21.43%	5.74%	47.46%	11.95%	10.25%	16.77%	16.77%	16.77%

数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

3.2 投资建议

我们采用可比公司估值法，选取太阳纸业（主要纸种为文化纸、箱板纸等），岳阳林纸（主要纸种为文化纸）为可比公司，2025 年可比公司 PE 均值为 19X，公司 25 年 PE 为 15X，略低于可比公司。公司作为我国白卡纸龙头企业，在金光赋能下，



坚持差异化与效率并行，强链延链持续深入，长期受益于以纸代塑带来的需求增长空间，短期则看好白卡纸供需改善带来的盈利修复，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 26: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)		EPS (元)			PE (倍)			
		2024/12/17	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002078.SZ	太阳纸业	14.76	1.10	0.09	0.10	0.11	13.42	12.68	11.10	9.95
600963.SH	岳阳林纸	5.19	-0.13	-0.02	0.19	0.22	-39.92	-228.19	27.78	23.07
	平均值						-13.25	-	19.44	16.51
600966.SH	博汇纸业	5.33	0.15	0.18	0.36	0.52	36.26	29.89	14.95	10.31

数据来源: ifind, 华福证券研究所, 注: 可比公司盈利预测数据为 ifind 机构一致预期;

4 风险提示

1) 原材料价格大幅波动风险。公司的主要原材料, 如商品木浆和木片, 大部分依赖国际市场供应。鉴于国际市场价格的波动性, 若未来原材料市场价格发生显著变动, 将对公司单位生产成本构成压力, 进而对公司的经营业绩产生直接影响。

2) 行业竞争加剧风险。随着国内造纸企业生产规模的不断扩大和跨国企业在国内市场的投资增加, 国内造纸行业的市场竞争日益激烈。这种竞争可能导致原材料价格上涨、产品售价下降以及企业增速放缓, 进而对公司的经营业绩产生负面影响。

3) 宏观需求不及预期风险。公司主要产品白卡纸、文化纸、箱板纸等均属于大宗纸种, 下游应用主要为包装、印刷出版、办公等, 与整体宏观需求表现紧密相关。若宏观需求不及预期, 可能导致公司产品销售量及价格出现波动, 继而影响公司业绩。

4) 建设项目进度不及预期风险。公司目前主要在建及规划项目为江苏基地 80 万吨项目, 若市场竞争格局或行业政策出现变动, 可能导致公司项目建设进度不及预期, 继而影响公司长期经营情况。



图表 27: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,427	3,403	3,672	3,888	营业收入	18,693	18,905	20,403	21,599
应收票据及账款	1,047	895	810	800	营业成本	16,668	16,840	17,923	18,748
预付账款	268	337	323	281	税金及附加	68	80	88	91
存货	2,496	3,001	3,549	3,540	销售费用	180	170	180	184
合同资产	0	0	0	0	管理费用	558	558	581	594
其他流动资产	1,047	952	1,004	1,061	研发费用	718	718	775	821
流动资产合计	8,284	8,587	9,358	9,571	财务费用	447	240	279	290
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-7	-10	-10	-10
固定资产	10,875	10,337	11,354	11,505	资产减值损失	-6	-6	-8	-8
在建工程	2,059	2,409	2,609	1,809	公允价值变动收益	-1	-8	-5	-5
无形资产	324	335	341	342	投资收益	-29	-31	-28	-29
商誉	0	0	0	0	其他收益	201	48	50	20
其他非流动资产	633	652	671	690	营业利润	255	310	594	860
非流动资产合计	13,891	13,733	14,976	14,346	营业外收入	27	22	17	15
资产合计	22,176	22,320	24,334	23,917	营业外支出	63	45	37	43
短期借款	4,829	4,898	5,864	4,707	利润总额	219	287	574	832
应付票据及账款	5,498	5,389	6,029	6,240	所得税	37	48	98	142
预收款项	0	0	0	0	净利润	182	238	477	691
合同负债	549	529	571	562	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	96	96	96	96	归属母公司净利润	182	238	477	691
其他流动负债	1,744	1,744	1,755	1,761	EPS (按最新股本摊薄)	0.14	0.18	0.36	0.52
流动负债合计	12,716	12,657	14,314	13,366					
长期借款	1,754	1,754	1,754	1,754					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	1,037	1,037	1,037	1,037					
非流动负债合计	2,791	2,791	2,791	2,791					
负债合计	15,507	15,448	17,105	16,158					
归属母公司所有者权益	6,669	6,872	7,228	7,759					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	6,669	6,872	7,228	7,759					
负债和股东权益	22,176	22,320	24,334	23,917					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,119	819	1,702	2,019
现金收益	1,359	1,231	1,478	1,774
存货影响	1,232	-505	-548	8
经营性应收影响	-242	89	107	59
经营性应付影响	-679	-109	640	212
其他影响	448	114	25	-34
投资活动现金流	-272	-633	-1,998	-197
资本支出	-615	-576	-1,945	-145
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	342	-57	-53	-52
融资活动现金流	-1,280	-210	566	-1,606
借款增加	-174	69	966	-1,156
股利及利息支付	-406	-420	-481	-584
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-700	141	81	134

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	1.8%	1.1%	7.9%	5.9%
EBIT 增长率	21.9%	-21.0%	62.2%	31.4%
归母公司净利润增长率	-20.3%	31.1%	99.9%	45.0%
获利能力				
毛利率	10.8%	10.9%	12.2%	13.2%
净利率	1.0%	1.3%	2.3%	3.2%
ROE	2.7%	3.5%	6.6%	8.9%
ROIC	4.6%	3.6%	5.2%	7.1%
偿债能力				
资产负债率	69.9%	69.2%	70.3%	67.6%
流动比率	0.7	0.7	0.7	0.7
速动比率	0.5	0.4	0.4	0.5
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转天数	18	18	15	13
存货周转天数	67	59	66	68
每股指标 (元)				
每股收益	0.14	0.18	0.36	0.52
每股经营现金流	1.58	0.61	1.27	1.51
每股净资产	4.99	5.14	5.41	5.80
估值比率				
P/E	39	30	15	10
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA				

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn