

博汇纸业 (600966.SH)

高附加值提升盈利能力，成本领先盈利上行

- **国内白卡纸龙头，业绩稳步向好。**公司主要产品为白纸板、文化纸、箱板纸、石膏护面纸，拥有多个知名白卡品牌。截至24年11月，公司白卡纸产能占比33.1%，稳居行业第一。24Q1-Q3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，预计未来随着消费需求企稳增长&用浆成本略下行，公司业绩持续增长。
- **行业供给收缩，纸企涨价有望修复盈利。**11月20日，晨鸣纸业旺季寿光基地多条生产线临时停产，停机浆、纸产能703万吨，占总产能的71.7%，影响月度浆纸产量约58万吨、纸销量约35万吨；此外，近期多家纸企宣布春节检修计划，行业供给端有望优化；11月25日，公司计划将生产的所有卡纸类产品在目前售价基础上上调200元/吨（含税），其他多家纸企同步宣布涨价，纸品价格上行有望带来盈利修复。**库存方面**，截至12月26日，我国白卡纸企业库存量64.1万吨，较9月末的102.2万吨大幅下降。在供应收缩背景下，头部纸企上调价格。
- **高附加值提升盈利能力，成本领先。**公司致力于研发高附加值的食品卡、液包、烟卡等特种白卡纸产品，提升产品附加值，优化产品结构。24年2月，公司无菌液包纸订单正式上线生产。此外，公司通过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，引领造纸差异化赛道。**成本方面**，22年山东基地PM2纸机有效幅宽创新纪录、PM5纸机运行车速获得重大突破，江苏基地PM1、PM2纸机月产量实现新高，机台OEE分别提升至98%和103%，公司具备成本优势。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**公司产销增长稳健，差异化优势明显，我们看好中长期行业格局优化、盈利能力提升。此外25年公司预计投产80万吨高档纸品（含20万吨全木浆零塑纸杯、40万吨高档白卡纸以及20万吨烟卡纸），期待后续盈利修复。由于24年宏观经济较弱，公司主营产品受周期影响较明显，下调盈利预测，我们预计2024-2026年归母净利润分别为3.7亿元、6.1亿元和8.7亿元，分别同比+105%、+63%和+43%，相应25年PE为11.3x，维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：宏观环境风险、市场竞争风险、原材料价格波动风险。**

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	18362	18693	20002	22402	24502
同比增长	13%	2%	7%	12%	9%
营业利润(百万元)	229	255	479	756	1062
同比增长	-90%	11%	88%	58%	41%
归母净利润(百万元)	228	182	372	607	867
同比增长	-87%	-20%	105%	63%	43%
每股收益(元)	0.17	0.14	0.28	0.45	0.65
PE	30.2	37.9	18.5	11.3	7.9
PB	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐（维持）

消费品/轻工纺服
目标估值：NA
当前股价：5.15元

基础数据

总股本(百万股)	1337
已上市流通股(百万股)	1337
总市值(十亿元)	6.9
流通市值(十亿元)	6.9
每股净资产(MRQ)	5.1
ROE(TTM)	6.3
资产负债率	71.0%
主要股东	山东博汇集团有限公司
主要股东持股比例	28.84%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	5	-15
相对表现	-11	-10	-34



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《博汇纸业(600966)—24H1产销增长稳健，H2盈利修复可期》2024-09-05
- 《博汇纸业(600966)—Q3收入环比加速，纸价稳步上调盈利上行》2023-10-30
- 《博汇纸业(600966)—Q2环比改善，纸价探底修复可期》2023-09-01

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

王月 S1090523080003

wangyue20@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	8635	8284	6955	7900	8369
现金	2456	3427	1806	2167	2143
交易性投资	41	37	37	37	37
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	849	1047	1120	1254	1372
其它应收款	289	143	153	172	188
存货	3728	2496	2630	2918	3155
其他	1271	1135	1210	1352	1475
非流动资产	14144	13891	14615	15290	15920
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	10059	10875	11633	12339	12997
无形资产商誉	314	324	291	262	236
其他	3771	2693	2690	2689	2687
资产总计	22779	22176	21570	23190	24289
流动负债	13136	12716	11777	12902	13316
短期借款	4899	4829	5076	5494	5328
应付账款	6239	5498	5793	6429	6951
预收账款	544	549	578	641	693
其他	1454	1840	330	338	344
长期负债	3124	2791	2791	2791	2791
长期借款	2214	1754	1754	1754	1754
其他	910	1037	1037	1037	1037
负债合计	16261	15507	14568	15693	16108
股本	1337	1337	1337	1337	1337
资本公积金	333	333	333	333	333
留存收益	4848	4999	5332	5827	6512
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	6518	6669	7001	7496	8182
负债及权益合计	22779	22176	21570	23190	24289

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	180	2119	1520	1891	2200
净利润	228	182	372	607	867
折旧摊销	797	731	782	830	875
财务费用	354	362	400	350	350
投资收益	54	29	(70)	(20)	20
营运资金变动	(1249)	779	34	120	84
其它	(5)	37	3	5	4
投资活动现金流	(1458)	(272)	(1436)	(1486)	(1526)
资本支出	(1501)	(541)	(1506)	(1506)	(1506)
其他投资	43	269	70	20	(20)
筹资活动现金流	1189	(1280)	(1706)	(44)	(698)
借款变动	2533	(904)	(1266)	418	(166)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(641)	0	0	0	0
股利分配	(362)	(25)	(39)	(112)	(182)
其他	(341)	(352)	(400)	(350)	(350)
现金净增加额	(89)	566	(1622)	361	(24)

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	18362	18693	20002	22402	24502
营业成本	16223	16668	17561	19490	21072
营业税金及附加	86	68	73	82	89
营业费用	125	180	193	216	236
管理费用	556	558	597	668	731
研发费用	743	718	769	861	942
财务费用	321	447	400	350	350
资产减值损失	(22)	31	0	0	0
公允价值变动收益	(11)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他收益	7	201	100	50	10
投资收益	(54)	(29)	(29)	(29)	(29)
营业利润	229	255	479	756	1062
营业外收入	23	27	27	27	27
营业外支出	26	63	63	63	63
利润总额	225	219	443	719	1026
所得税	(3)	37	71	113	159
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	228	182	372	607	867

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	13%	2%	7%	12%	9%
营业利润	-90%	11%	88%	58%	41%
归母净利润	-87%	-20%	105%	63%	43%
获利能力					
毛利率	11.6%	10.8%	12.2%	13.0%	14.0%
净利率	1.2%	1.0%	1.9%	2.7%	3.5%
ROE	3.3%	2.8%	5.4%	8.4%	11.1%
ROIC	4.0%	4.0%	5.2%	6.6%	8.0%
偿债能力					
资产负债率	71.4%	69.9%	67.5%	67.7%	66.3%
净负债比率	36.3%	36.5%	31.7%	31.3%	29.2%
流动比率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
速动比率	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	1.0	1.0
存货周转率	5.6	5.4	6.9	7.0	6.9
应收账款周转率	24.6	19.7	18.5	18.9	18.7
应付账款周转率	3.0	2.8	3.1	3.2	3.1
每股资料(元)					
EPS	0.17	0.14	0.28	0.45	0.65
每股经营净现金	0.13	1.58	1.14	1.41	1.65
每股净资产	4.88	4.99	5.24	5.61	6.12
每股股利	0.02	0.03	0.08	0.14	0.19
估值比率					
PE	30.2	37.9	18.5	11.3	7.9
PB	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	15.1	14.1	11.8	10.2	8.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。