

公司研究 | 点评报告 | 博汇纸业（600966.SH）

博汇纸业 2024A&2025Q1 点评： 盈利环比上行，期待内需修复

报告要点

公司 2024 年实现营业总收入/归母净利润/扣非净利润 189.30/1.76/1.48 亿元，同比+1%/-3%/+22%，其中 2024Q4 实现营业总收入/归母净利润/扣非净利润 49.63/0.27/0.28 亿元，同比-1%/-90%/-91%。2025Q1 实现营业总收入/归母净利润/扣非净利润 45.64/0.53/0.52 亿元，同比+4%/-47%/-45%。

分析师及联系人



蔡方羿

SAC: S0490516060001

SFC: BUV463



仲敏丽

SAC: S0490522050001



章颖佳

博汇纸业（600966.SH）

博汇纸业 2024A&2025Q1 点评： 盈利环比上行，期待内需修复

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司 2024 年实现营业总收入/归母净利润/扣非净利润 189.30/1.76/1.48 亿元，同比+1%/-3%/+22%，其中 2024Q4 实现营业总收入/归母净利润/扣非净利润 49.63/0.27/0.28 亿元，同比-1%/-90%/-91%。2025Q1 实现营业总收入/归母净利润/扣非净利润 45.64/0.53/0.52 亿元，同比+4%/-47%/-45%。

事件评论

- **2024A：**收入层面，销量提升推动收入增长，白卡纸均价同比下降，但受益于产能优化和市场拓展，销量同比增加，文化纸销量亦较上年明显提升；利润层面，2024Q4 环比 2024Q3 盈利有所修复，主因纸价环比回升以及成本的持续管控。
- 具体来看，2024 年公司总销量 456 万吨（同增 6%），平均吨毛利 398 元（同降约 69 元），平均吨净利 39 元（同降约 4 元），其中 1）白板纸收入 115.42 亿元（同减 3%），销量 290 万吨（同增 4%），均价 3987 元/吨（同减 7%），吨毛利 374 元（同降 93 元）；2）文化纸收入 47.41 亿元（同增 11.7%），销量 98 万吨（同增 16%），均价 4848 元/吨（同减 4%），吨毛利 607 元（同降 26 元）；3）箱板纸收入 16.30 亿元（同减 11%），销量 53 万吨（同减 3%），均价 3098 元/吨（同减 8%），吨毛利 78 元（同降 100 元）；4）石膏护面纸收入 5.95 亿元（同增 28%），销量 16 万吨（同增 40%），均价 3654 元/吨（同减 9%），吨毛利 208 元（同减 400 元）。
- **2024Q4：**经营净利润环比改善明显，文化纸吨盈利表现较优，黑纸减亏。单 Q4 扣非净利润约 0.28 亿元，环比 2024Q3 修复，分纸种看，预计文化纸吨盈利环比改善、实现盈利，箱板纸仍亏损但环比亏损减少，白板纸盈利环比回落。双胶纸/白卡纸 2024 年 9 月初至 2024 年 12 月初市场吨价+39/-147 元。
- **2025Q1：**白卡纸价上涨吨盈利改善，黑纸继续减亏，扣非净利环比继续上行。2024 年 12 月初至 2025 年 3 月初，白卡纸/双胶纸价格分别提升 104/93 元/吨，预计白卡纸吨盈利环比上行，纸价上行叠加用浆成本下降；箱板瓦楞纸预计 25Q1 亏损环比收窄。
- **后续展望：**产销量持续增长，需求修复有望推动纸价和盈利提升。2024 年公司海外销售收入实现跨越式增长，纸业出口收入占比显著提升至 16% 有效对冲了内销的周期波动风险。2025 年公司销量有望同比延续增长，持续研发差异化产品如无菌液包纸、高档游戏卡纸、本色纸杯纸、护眼纸等多款功能性纸品。此外，公司全面推行数智化转型，上线多个系统类项目，优化信息流和决策效率，提升市场响应速度。目前造纸行业仍处周期底部，纸品价格和吨盈利均处历史较低水平，期待伴随消费复苏&行业自然增长，逐步释放利润弹性。预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 3.0/4.3/5.2 亿元，对应 PE 20/14/12 倍。

风险提示

- 1、行业新产能大幅增加；
- 2、原材料价格大幅波动。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	4.48
总股本(万股)	133,684
流通A股/B股(万股)	133,684/0
每股净资产(元)	5.13
近12月最高/最低价(元)	6.18/3.61

注：股价为 2025 年 5 月 13 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《博汇纸业 2024Q3 点评：需求疲软业绩承压，静待盈利修复》2024-11-05
- 《博汇纸业 2024H1 点评：产销量稳步增长，关注公司差异化产品和外销拓展》2024-09-01
- 《博汇纸业 2024H1 业绩预告点评：周期低谷盈利承压，等待旺季需求改善及公司差异化优势强化》2024-07-10



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、行业新产能大幅增加：若行业新增产能持续大幅增加，供需矛盾进一步恶化，供过于求情况出现，将会导致产品价格大幅下降并对公司收入和业绩带来影响。
- 2、原材料价格大幅波动：原材料价格大幅波动将对成本端产生影响，若原材料价格如木片、浆、能源等价格大幅上涨，会造成成本上升，影响公司盈利。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	18930	20141	22012	23679	货币资金	3051	2000	2000	2000
营业成本	17116	17850	19465	20921	交易性金融资产	27	27	27	27
毛利	1815	2291	2547	2758	应收账款	1452	1336	1575	1633
%营业收入	10%	11%	12%	12%	存货	2419	2523	2751	2957
营业税金及附加	64	81	88	95	预付账款	430	449	489	526
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	1124	1131	1142	1152
销售费用	188	201	220	237	流动资产合计	8503	7466	7984	8294
%营业收入	1%	1%	1%	1%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	517	604	660	710	投资性房地产	166	160	154	147
%营业收入	3%	3%	3%	3%	固定资产合计	11478	12057	12635	13214
研发费用	675	765	836	900	无形资产	329	333	338	342
%营业收入	4%	4%	4%	4%	商誉	0	0	0	0
财务费用	313	273	223	189	递延所得税资产	275	275	275	275
%营业收入	2%	1%	1%	1%	其他非流动资产	1717	1717	1717	1717
加: 资产减值损失	-1	0	0	0	资产总计	22469	22008	23103	23990
信用减值损失	-13	0	0	0	短期贷款	6150	4422	3862	3050
公允价值变动收益	-4	0	0	0	应付款项	2001	2087	2276	2446
投资收益	-29	-30	-33	-36	预收账款	0	0	0	0
营业利润	178	336	486	592	应付职工薪酬	141	147	160	172
%营业收入	1%	2%	2%	3%	应交税费	73	78	85	91
营业外收支	28	15	15	15	其他流动负债	5071	5195	5467	5712
利润总额	206	351	501	607	流动负债合计	13436	11928	11849	11472
%营业收入	1%	2%	2%	3%	长期借款	1072	1072	1072	1072
所得税费用	30	53	75	91	应付债券	0	0	0	0
净利润	176	299	426	516	递延所得税负债	143	143	143	143
归属于母公司所有者的净利润	176	299	426	516	其他非流动负债	1018	1018	1018	1018
少数股东损益	0	0	0	0	负债合计	15669	14161	14082	13705
EPS (元)	0.13	0.22	0.32	0.39	归属于母公司所有者权益	6800	7847	9021	10286
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	0	0	0	0
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	6800	7847	9021	10286
经营活动现金流净额	695	1520	1350	1569	负债及股东权益	22469	22008	23103	23990
取得投资收益收回现金	0	-30	-33	-36	基本指标				
长期股权投资	0	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-608	-521	-521	-521	每股收益	0.13	0.22	0.32	0.39
其他	66	15	15	15	每股经营现金流	0.52	1.14	1.01	1.17
投资活动现金流净额	-543	-536	-539	-542	市盈率	39.23	20.06	14.07	11.61
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.01	0.76	0.66	0.58
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	11.04	8.75	7.73	6.81
银行贷款增加 (减少)	639	-1728	-560	-811	总资产收益率	0.8%	1.4%	1.8%	2.2%
筹资成本	-420	-307	-250	-216	净资产收益率	2.6%	3.8%	4.7%	5.0%
其他	-747	0	0	0	净利率	0.9%	1.5%	1.9%	2.2%
筹资活动现金流净额	-528	-2035	-810	-1027	资产负债率	69.7%	64.3%	61.0%	57.1%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-376	-1051	0	0	总资产周转率	0.84	0.92	0.95	0.99

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。