

公司研究

营收稳健增长，产品降价影响二季度毛利率表现

——博汇纸业（600966.SH）2025 年中报点评

增持（上调）

当前价：5.23 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：吴子倩

执业证书编号：S0930525070004

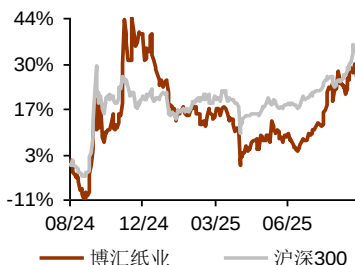
021-52523872

wuziqian@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	13.37
总市值(亿元):	69.92
一年最低/最高(元):	3.59/6.11
近 3 月换手率:	56.08%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.12	1.24	-10.94
绝对	4.18	17.78	26.25

资料来源：Wind

相关研报

上半年产销双增，盈利能力同比提升——博汇纸业（600966.SH）2024 年中报点评（2024-08-30）

要点

事件：

公司发布 2025 年中报，1H2025 实现营收/归母净利润分别为 95.6/0.9 亿元，同比+3.3%/-31.3%。1Q/2Q2025 营收为 45.6/50.0 亿元，同比+3.8%/+2.8%，归母净利润为 5337/3665 万元，同比-46.9%/+20.1%。

点评：

产销双增驱动营收规模稳健扩张，出口业务高速增长：1H2025，公司共生产机制纸 243.2 万吨，同比增长 12.4%，销售机制纸 235.0 万吨，同比增长 8.8%。上半年公司产销量双双增长，其中，山东基地 5 月与江苏基地 3 月的单月入库量创下历史新高，驱动整体营收端实现稳健增长。

1H2025，公司山东基地全球首条在线涂布水性涂料“零塑纸杯纸”产线稳定运行，该产品通过欧盟 CEPI、美国 BETA、德国 PTS 等 6 项国际认证，已批量供应国内外连锁咖啡品牌；本色方碗专用纸、冷藏包装用纸、蛋类外包装箱板纸全面投产，可实现部分高端细分市场的进口替代。公司江苏基地积极研发差异化产品，并依托自产种子胶乳替代进口、进口瓷土减量化等方式实现降本增效。

此外，公司深耕国际市场，产品端，以白纸板、文化纸为核心，推出食品级涂布牛卡、无菌液包纸、零塑杯纸等高附加值差异化产品，满足海外市场“以纸代塑”及更高的食品级安全需求；客户端，公司上半年新增或深化了数十家海外客户的业务合作，并持续加强国际认证体系的拓展与维护，相关认证产品外销量同比+142%。1H2025 公司机制纸外销量占比已达 20.6%，为业绩的持续增长贡献动能。

纸价降幅高于浆价降幅，二季度毛利率环比小幅降低：1H2025，公司毛利率为 9.1%，同比-2.1pcts；1H2025，中国阔叶浆吨均价为 4529 元，同比-898 元，白卡纸吨均价为 4217 元，同比-372 元，动力煤吨均价同比-197 元。我们认为上半年公司毛利率同比下滑，主要原因系市场竞争压力加大，纸价的跌幅大于木浆库存成本的跌幅。根据卓创资讯，1Q/2Q2025，中国阔叶浆的吨均价分别是 4782/4284 元，2Q 吨浆均价环比-498 元；1Q/2Q2025 白卡纸的单吨均价分别为 4307/4129 元，2Q 单吨均价环比-178 元。

2Q2025 毛利率为 8.6%，同比-0.7pcts，环比-1.0pcts。我们认为，二季度白卡纸价格环比下行，而公司仍以消化前期木浆库存为主，成本端降幅小于纸价降幅。截至 1H2025 末，公司原材料库存为 13.6 亿元，相比 2024 年末减少 2.7 亿元。

1H2025，公司的期间费用率为 8.8%，同比-0.7pcts，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.1%/1.9%/3.7%/2.1%，分别同比+0.1/-1.4/+0.4/+0.2pcts。公司管理费用率显著降低，主要系公司践行绿色转型，通过工艺升级和设备改造，使得废弃物处理费减少所致。

2Q2025 期间费用率为 8.8%，同比持平，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.1%/1.9%/3.7%/2.1%，同比+0.1/-1.3/+0.8/+0.4pcts。

发布员工持股计划，有效激发员工积极性：今年 8 月，公司发布公告表示，拟筹集资金 3.02 亿元用于员工持股计划，该计划覆盖范围包括公司董事、高级管理人员和核心管理人员共 50 人。其中，股份解锁对应的公司业绩层面的考核为 2025 年纸制品总销量不低于 470 万吨，对应销量同比增速为 3%。

深化产业链上游布局，上调至“增持”评级：考虑到国内白卡纸新增产能大量投放，市场竞争压力仍然较大，我们将公司 2025-2026 年的归母净利润预测分别下调至 2.3/2.5 亿元（下调幅度为 43%/62%），并新增 2027 年归母净利润预测为 4.0 亿元，对应 EPS 分别为 0.17/0.19/0.30 元，鉴于公司当前 PB 仅为 1.0 倍，处于历史估值 26%的低分位水平，且公司系国内白卡纸龙头，持续推动差异化产品产量爬坡，2024 年下半年宣布启动 32 万吨化学浆扩建项目，进一步深化产业链上游布局，我们认为，公司未来有望凭借“浆纸一体化”的布局提高盈利中枢，增强业绩稳定性，因此上调公司评级至“增持”。

风险提示：国内宏观经济低于预期，外销拓展不及预期，人民币贬值幅度超预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	18,693	18,930	19,729	21,121	22,590
营业收入增长率	1.80%	1.27%	4.22%	7.06%	6.95%
净利润（百万元）	182	176	228	251	397
净利润增长率	-20.27%	-3.31%	29.58%	9.98%	58.30%
EPS（元）	0.14	0.13	0.17	0.19	0.30
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.73%	2.59%	3.26%	3.48%	5.26%
P/E	38	40	31	28	18
P/B	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-29

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	18,693	18,930	19,729	21,121	22,590
营业成本	16,668	17,116	17,904	19,134	20,251
折旧和摊销	703	773	825	894	988
税金及附加	68	64	67	72	77
销售费用	180	188	197	211	226
管理费用	558	517	375	422	452
研发费用	718	675	631	676	723
财务费用	447	313	366	413	466
投资收益	-29	-29	-5	-5	-5
营业利润	255	178	239	266	437
利润总额	219	206	267	294	465
所得税	37	30	39	43	68
净利润	182	176	228	251	397
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	182	176	228	251	397
EPS(元)	0.14	0.13	0.17	0.19	0.30

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,119	695	1,065	1,838	1,911
净利润	182	176	228	251	397
折旧摊销	703	773	825	894	988
净营运资金增加	-564	1,852	559	-81	151
其他	1,798	-2,106	-547	776	375
投资活动产生现金流	-272	-543	-1,057	-1,530	-2,305
净资本支出	-275	-549	-900	-1,200	-2,000
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	3	7	-157	-330	-305
融资活动现金流	-1,280	-528	-297	-113	600
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-174	1,253	107	345	1,116
无息负债变化	-580	-1,091	813	462	415
净现金流	561	-371	-289	195	206

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	10.8%	9.6%	9.2%	9.4%	10.4%
EBITDA 率	7.7%	7.1%	7.4%	7.4%	8.5%
EBIT 率	3.8%	2.8%	3.2%	3.2%	4.1%
税前净利润率	1.2%	1.1%	1.4%	1.4%	2.1%
归母净利润率	1.0%	0.9%	1.2%	1.2%	1.8%
ROA	0.8%	0.8%	1.0%	1.0%	1.5%
ROE (摊薄)	2.7%	2.6%	3.3%	3.5%	5.3%
经营性 ROIC	4.3%	2.9%	3.3%	3.4%	4.4%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	70%	70%	70%	71%	72%
流动比率	0.65	0.63	0.67	0.66	0.63
速动比率	0.46	0.45	0.42	0.43	0.41
归母权益/有息债务	0.82	0.73	0.74	0.73	0.69
有形资产/有息债务	2.66	2.34	2.41	2.39	2.28

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	22,176	22,469	23,579	24,592	26,469
货币资金	3,427	3,051	2,762	2,957	3,163
交易性金融资产	37	27	56	56	56
应收账款	1,047	1,452	1,513	1,635	1,732
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	143	114	256	422	452
存货	2,496	2,419	3,571	3,434	3,635
其他流动资产	867	1,010	1,010	1,010	1,010
流动资产合计	8,284	8,503	9,688	10,069	10,634
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	10,875	11,478	11,406	11,433	11,865
在建工程	2,059	1,497	1,235	1,106	1,167
无形资产	324	329	718	1,100	1,573
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	140	153	153	153	153
非流动资产合计	13,891	13,966	13,892	14,523	15,835
总负债	15,507	15,669	16,589	17,397	18,928
短期借款	4,829	6,150	8,284	8,629	9,746
应付账款	2,944	2,001	2,148	2,296	2,430
应付票据	2,554	2,346	3,044	3,253	3,443
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	66	61	84	126	170
流动负债合计	12,716	13,436	14,541	15,348	16,879
长期借款	1,754	1,072	1,072	1,072	1,072
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	41	42	42	42	42
非流动负债合计	2,791	2,233	2,049	2,049	2,049
股东权益	6,669	6,800	6,990	7,195	7,541
股本	1,337	1,337	1,337	1,337	1,337
公积金	1,736	1,786	1,809	1,834	1,874
未分配利润	4,601	4,690	4,857	5,037	5,344
归属母公司权益	6,669	6,800	6,990	7,195	7,541
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.96%	0.99%	1.00%	1.00%	1.00%
管理费用率	2.98%	2.73%	1.90%	2.00%	2.00%
财务费用率	2.39%	1.65%	1.86%	1.96%	2.06%
研发费用率	3.84%	3.57%	3.20%	3.20%	3.20%
所得税率	17%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.03	0.03	0.03	0.04	0.06
每股经营现金流	1.58	0.52	0.80	1.38	1.43
每股净资产	4.99	5.09	5.23	5.38	5.64
每股销售收入	13.98	14.16	14.76	15.80	16.90

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	38	40	31	28	18
PB	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	10.0	12.0	11.1	10.5	9.2
股息率	0.6%	0.5%	0.7%	0.7%	1.1%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP