

公司研究 | 点评报告 | 博汇纸业 (600966.SH)

博汇纸业 2025H1 业绩点评：产销量稳定增长， 包装纸旺季在即，期待底部回升盈利弹性

报告要点

2025H1 公司实现营业总收入/归母净利润/扣非净利润 95.64/0.90/0.58 亿元，同比+3%/-31%/-47%；其中 2025Q2 实现营业总收入/归母净利润/扣非净利润 49.99/0.37/0.06 亿元，同比+3%/+20%/-57%。

分析师及联系人



蔡方羿

SAC: S0490516060001
SFC: BU463



仲敏丽

SAC: S0490522050001



章颖佳

SAC: S0490525080009

博汇纸业 (600966.SH)

2025-09-04

博汇纸业 2025H1 业绩点评：产销量稳定增长，包装纸旺季在即，期待底部回升盈利弹性

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

2025H1 公司实现营业总收入/归母净利润/扣非净利润 95.64/0.90/0.58 亿元，同比+3%/-31%/-47%；其中 2025Q2 实现营业总收入/归母净利润/扣非净利润 49.99/0.37/0.06 亿元，同比+3%/+20%/-57%。

事件评论

- **产销量稳定增长，上半年实现机制纸销量 235 万吨，完成股权激励目标一半销量。** 2025Q1/Q2 公司总营收分别同增 4%/3%，2025 年上半年公司共生产机制纸 243.20 万吨，同比增长 12.39%，销售机制纸 235.01 万吨，同比增长 8.77%。前期公司发布员工持股计划，拟向不超过 250 人（包括公司董事、监事、高级管理人员、核心管理人员和核心技术/业务人员等，不含预留份额）授予股份不超过 1 亿股（约占总股本的 7.48%），公司层面考核指标为 2025 年纸制品总销量不低于 470 万吨，上半年已顺利完成股权激励目标一半销量。此外，公司坚持以高附加值产品对冲一般产品的售价波动下行，通过外销布局助推销售增长，上半年公司外销占比达 20.6%。
- **2025Q2 预估盈利环比有所下降，上半年仍处白卡纸相对淡季。** 1) 白卡纸：上半年白卡纸价格持续磨底，Q2 末环比 Q1 末价格环比下降约 200 元/吨，叠加 Q2 浆成本因采购周期原因环比上升，预估白卡纸吨盈利环比下降，处于微利状态。2) 箱板瓦楞纸：Q2 箱瓦纸市场价格表现较弱，公司部分高端产品部分对冲纸价疲软影响，但箱瓦纸盈利预估仍承压。3) 文化纸：预估 Q2 文化纸吨盈利环比有所下降，主因 Q2 纸价环比下降（2025Q2 末铜版纸/双胶纸环比 2025Q1 末-420/-325 元/吨）。
- **2025Q3：包装纸逐步进入销售旺季，期待盈利底部改善。** 1) 白卡纸：2024 年下半年玖龙广西北海 120 万吨白卡纸产能投产，今年 7 月联盛 120 万吨白卡纸产能投产，今年下半年玖龙湖北荆州仍有 120 万吨白卡纸产能待投产，新增供给对行业 and 纸企是压力测试，但考虑到目前浆、纸价格下跌空间较小，四季度进入传统销售旺季有望磨底后向上。2) 箱板瓦楞纸：Q3 以来废纸价格有所上涨，8 月后龙头企业多次提价带动成品纸价格有所上涨，对废纸成本上涨进行传导，目前来看提价已部分落地，期待旺季驱动后续纸价提升。3) 文化纸：预计 9-11 月传统招标季，文化纸价格将有所复苏，带动盈利改善。
- **中长期：“反内卷”大方向催化，期待白卡纸盈利弹性。** 作为近年供给持续过剩的行业，造纸有望受益于“反内卷”大方向，造纸新产能在历经过去几年的大幅增长后有望自 2026 年起进入放缓阶段，行业有望逐步进入上行周期。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，白卡纸作为上一轮周期价格上涨较多品种，目前价格&盈利磨底，后续有望实现较大弹性。公司销量有望同比延续增长，持续研发差异化产品，海外收入预计延续快速增长趋势。公司历史估值 PB 主要运行于 0.6-2.0 倍区间，当前 PB 不到 1.0，对比同业可比公司及历史 PB 中枢仍有空间。目前公司吨盈利微利，若回归至历史吨盈利中枢，利润弹性较大。预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 2.0/2.9/4.1 亿元，对应 PE 35/24/17X。

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)	5.23
总股本(万股)	133,684
流通A股/B股(万股)	133,684/0
每股净资产(元)	5.16
近12月最高/最低价(元)	6.15/3.61

注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《博汇纸业发布员工持股计划，彰显发展信心，期待后续利润弹性》2025-08-19
- 《博汇纸业 2024A&2025Q1 点评：盈利环比上行，期待内需修复》2025-05-15
- 《博汇纸业 2024Q3 点评：需求疲软业绩承压，静待盈利修复》2024-11-05



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	18967	20446	22443	货币资金	3051	2000	1962	1936
营业成本	17116	16895	18142	19831	交易性金融资产	27	27	27	27
毛利	1815	2071	2304	2612	应收账款	1452	1259	1463	1547
%营业收入	10%	11%	11%	12%	存货	2419	2388	2564	2803
营业税金及附加	64	66	72	79	预付账款	430	425	456	498
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	1124	1124	1133	1145
销售费用	188	190	204	224	流动资产合计	8503	7222	7604	7956
%营业收入	1%	1%	1%	1%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	517	550	613	673	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	12607	13685	15014
研发费用	675	721	777	853	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	297	285	281	递延所得税资产	275	275	275	275
%营业收入	2%	2%	1%	1%	其他非流动资产	1717	2217	2717	3217
加: 资产减值损失	-1	0	0	0	资产总计	22469	22814	24773	26952
信用减值损失	-13	0	0	0	短期贷款	6150	5362	5415	5181
公允价值变动收益	-4	0	0	0	应付款项	2001	1976	2121	2319
投资收益	-29	-28	-31	-34	预收账款	0	0	0	0
营业利润	178	220	322	468	应付职工薪酬	141	139	149	163
%营业收入	1%	1%	2%	2%	应交税费	73	73	79	86
营业外收支	28	15	15	15	其他流动负债	5071	5034	5244	5529
利润总额	206	235	337	483	流动负债合计	13436	12584	13008	13278
%营业收入	1%	1%	2%	2%	长期借款	1072	1072	1072	1072
所得税费用	30	35	51	72	应付债券	0	0	0	0
净利润	176	199	286	411	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	199	286	411	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	14816	15241	15511
EPS (元)	0.13	0.15	0.21	0.31	归属于母公司所有者权益	6800	7998	9533	11442
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	7998	9533	11442
经营活动现金流净额	695	1402	1258	1556	负债及股东权益	22469	22814	24773	26952
取得投资收益收回现金	0	-28	-31	-34	基本指标				
长期股权投资	0	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-608	-821	-521	-521	每股收益	0.13	0.15	0.21	0.31
其他	66	-485	-485	-485	每股经营现金流	0.52	1.05	0.94	1.16
投资活动现金流净额	-543	-1335	-1037	-1040	市盈率	39.23	35.07	24.42	17.03
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.01	0.87	0.73	0.61
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	11.04	10.99	10.29	9.13
银行贷款增加 (减少)	639	-788	53	-234	总资产收益率	0.8%	0.9%	1.2%	1.5%
筹资成本	-420	-331	-312	-308	净资产收益率	2.6%	2.5%	3.0%	3.6%
其他	-747	0	0	0	净利率	0.9%	1.1%	1.4%	1.8%
筹资活动现金流净额	-528	-1119	-259	-542	资产负债率	69.7%	64.9%	61.5%	57.5%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-376	-1052	-38	-26	总资产周转率	0.84	0.83	0.83	0.83

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。