

博汇纸业(600966)

报告日期: 2025 年 12 月 13 日

周期底部夯实, Q4 提价落地驱动改善

——博汇纸业点评报告

投资要点

□ 行业涨价函密集发布, 周期底部夯实

公司 10 月 22 日发布涨价函, 自 25 年 11 月 1 日起, 在 2025 年 10 月价格基础上提涨 200 元/吨 (含税), 本次提价我们跟踪看逐步落地, 根据卓创资讯, 截至 11 月 21 日, 白卡纸市场价格 4214 元/吨, 较 10 月 31 日上涨 102 元/吨, 较 9 月 30 日上涨 215 元/吨。此外 11 月 20 日公司进一步发布涨价函宣布 12 月 1 日起, 公司产品价格在 11 月基础上提涨 200 元/吨 (含税), 周期底部下我们预计提涨将部分落地。

公司此前发布三季报, Q3 公司收入 48.9 亿元, 同比+3.86%, 环比-2.26%, 实现归母净利润 0.31 亿元, 同比+73%, 环比-14%, Q3 纸浆价格下跌需求不佳, 白卡价格延续下行拖累, Q3 末纸浆价格开始提涨, Q4 纸价提涨已有落地, 预示白卡周期底部已经确立, 期待行业筑底向上。

□ 白卡周期底部显现, 供需关系有望逐步优化

25Q3 白卡纸均价 3982 元/吨, 同比-9.3%, 环比-3.57%, 季度均价跟随浆价调整且无需求支撑下创历史新低, 本轮周期承压主要系社会需求不佳与龙头企业扩产较为明显, 仅玖龙即在 25 年 8 月投产白卡纸 120 万吨, 供需关系恶化较为明显。根据卓创数据测算, 2021-2024 行业新增产能 770 万吨, 25 年预计行业总产能超过 2100 万吨, 但行业产量预期不到 1200 万吨, 行业整体开工率 55%, 较 24 年下降 10pct, 供需关系恶化构成本轮白卡纸承压核心。

26 年起新增产能大幅减少, 供给走向宽松。根据纸业联讯统计, 26 年已公告规划新增产能约 155 万吨, 且产品主要在液包、高档食品卡等偏特种纸产品上。

本轮周期底部在 25Q3 实际较为夯实, 后续供给宽松预期下, 纸浆提涨已在 Q4 拉动纸价提升, 若 26 年需求改善有望充分拉动盈利修复。截至 9 月 30 日, 根据卓创数据, 白卡纸行业平均毛利-9.94%, 为细分大宗纸中最弱品种, 底部较为夯实, 进入 Q4 随着纸价提升, 白卡盈利已有修复, 预计 26 年供给宽松下, 行业盈利有望延续修复趋势。

□ 周期底部持续推进产品结构优化与降本增效

产品结构优化: 工业纸中, 公司山东食品卡、江苏液包纸等高毛利品种 25 年贡献突出。工厂重点聚焦淋膜产品销售提量, 对于特规、客制化、低起抄量等特殊订单给予优先保障, 以便开拓利基市场。文纸板块, 静电小纸、白牛、数码纸等高附加值产品占比提升, 商务数码纸细分市场增量显著。黑纸板块, 精致牛卡、颜色牛卡等高定量差异化产品销量环比提升。

降本增效: 纤维结构再优化, 山东基地化机浆本地木片占比持续提升, 以降低化机浆成本。能源成本再压缩, 江苏基地碱回收烟气余热回收项目投运后, 污泥处置和蒸汽成本明显下降。物流费用再挖潜: 通过“原料—成品”双向套箱、船期前置、内河驳船“散改集”等措施, 节降吨纸物流费用。

□ 盈利预测与投资评级

我们预计公司 25-27 年实现营收 195/206/218 亿元, 分别同比+3%/+5%/+6%, 实现归母净利润 2.1/3.8/5.1 亿元, 分别同比+17%/+84%/+34%, 对应 PE 38/21/16X, 维持“买入”评级。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 史凡可

执业证书号: S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

分析师: 曾伟

执业证书号: S1230524090011
zengwei@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 5.87
总市值(百万元)	7,847.28
总股本(百万股)	1,336.84

股票走势图



相关报告

- 《Q3 盈利承压, 静待需求修复》2024.11.03
- 《24Q2 产销增长靓丽, 静待 H2 旺季景气修复》2024.08.31
- 《23Q4 环比改善, 24 年静待需求修复》2024.05.09

□ 风险提示

原材料价格波动，需求不及预期，行业竞争加剧。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	18,930	19,538	20,575	21,759
(+/-) (%)	1.27%	3.21%	5.31%	5.75%
归母净利润	176	205	377	506
(+/-) (%)	-3.31%	16.55%	83.99%	34.10%
每股收益(元)	0.13	0.15	0.28	0.38
P/E	44.63	38.30	20.81	15.52

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,503	12,982	12,228	16,746
现金	3,051	7,723	5,997	11,129
交易性金融资产	27	27	27	27
应收账款	1,452	1,110	2,302	1,415
其它应收款	114	203	161	184
预付账款	430	324	370	412
存货	2,419	3,128	2,904	3,112
其他	1,010	468	468	468
非流动资产	13,966	13,280	12,648	12,114
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	11,478	11,551	11,644	11,742
无形资产	329	347	359	370
在建工程	1,497	840	127	-484
其他	662	540	519	486
资产总计	22,469	26,262	24,876	28,860
流动负债	13,436	17,024	15,261	18,739
短期借款	6,150	6,776	7,401	8,259
应付款项	4,347	7,229	4,805	7,398
预收账款	0	0	0	0
其他	2,939	3,020	3,055	3,083
非流动负债	2,233	2,233	2,233	2,233
长期借款	1,072	1,072	1,072	1,072
其他	1,161	1,161	1,161	1,161
负债合计	15,669	19,257	17,494	20,972
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	6,800	7,005	7,382	7,888
负债和股东权益	22,469	26,262	24,876	28,860

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	18930	19538	20575	21759
营业成本	17116	17830	18719	19605
营业税金及附加	64	76	75	79
营业费用	188	98	169	168
管理费用	517	569	592	618
研发费用	675	746	770	807
财务费用	313	102	(19)	55
资产减值损失	(1)	0	0	0
公允价值变动损益	(4)	0	0	0
投资净收益	(29)	(39)	(35)	(38)
其他经营收益	165	129	179	174
营业利润	178	228	438	581
营业外收支	28	0	0	0
利润总额	206	228	438	581
所得税	30	23	61	75
净利润	176	205	377	506
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	176	205	377	506
EBITDA	1350	1274	1467	1689
EPS（最新摊薄）	0.13	0.15	0.28	0.38

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	1.27%	3.21%	5.31%	5.75%
营业利润	-30.48%	28.47%	92.10%	32.52%
归属母公司净利润	-3.31%	16.55%	83.99%	34.10%
获利能力				
毛利率	9.59%	8.74%	9.02%	9.90%
净利率	0.93%	1.05%	1.83%	2.32%
ROE	2.59%	2.93%	5.11%	6.41%
ROIC	2.75%	1.84%	2.05%	2.95%

现金流量表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	695	4497	(1722)	5029
净利润	176	205	377	506
折旧摊销	828	926	1037	1033
财务费用	361	194	213	235
投资损失	(0)	39	35	38
营运资金变动	(717)	3155	(3360)	3235
其它	47	(22)	(24)	(17)
投资活动现金流	(543)	(257)	(417)	(519)
资本支出	(549)	(139)	(320)	(416)
长期投资	7	(79)	(62)	(66)
其他	0	(39)	(35)	(38)
筹资活动现金流	(528)	432	413	623
短期借款	1321	625	625	857
长期借款	(683)	0	0	0
其他	(1167)	(194)	(213)	(235)
现金净增加额	(371)	4672	(1726)	5132

偿债能力

资产负债率	69.74%	73.33%	70.32%	72.67%
净负债比率	93.24%	32.75%	62.93%	4.70%
流动比率	0.63	0.76	0.80	0.89
速动比率	0.39	0.53	0.56	0.68

营运能力

总资产周转率	0.85	0.80	0.80	0.81
应收账款周转率	15.15	19.07	17.73	17.16
应付账款周转率	6.92	5.75	5.82	6.12

每股指标(元)

每股收益	0.13	0.15	0.28	0.38
每股经营现金	0.52	3.36	-1.29	3.76
每股净资产	5.09	5.24	5.52	5.90

估值比率

P/E	44.63	38.30	20.81	15.52
P/B	1.15	1.12	1.06	0.99
EV/EBITDA	9.81	8.04	8.58	4.92

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>