

博汇纸业（600966）

白卡龙头迎周期拐点，整合预期打开成长空间

西南证券研究院  
轻工研究团队  
2026年2月

# 核心观点

- **推荐逻辑**：1) 白卡纸行业供给增长放缓，供应压力缩减，行业的供需格局有望边际改善，吨盈利或迎来触底回升；2) 需求端看，高端白卡及白卡出口的需求亮眼，同时在咖啡茶饮等增量需求支撑下，预计需求端仍将保持平稳增长态势；3) 博汇纸业作为国内白卡纸龙头，背靠全球浆纸龙头金光集团，成为其唯一A股上市平台，在同业竞争资产整合完成后，公司的供应链实力进一步增强，有望带来盈利弹性的充分释放。
- **行业盈利触底，供给增长放缓，供需格局有望改善**。过去几年行业供给大幅释放，供需失衡导致白卡纸价一度跌至近4000元/吨，纸厂盈利显著承压。进入25年下半年，“反内卷”倡议下龙头停机供给收缩，新产能投产速度明显放缓，纸价从25Q4起触底反弹，浆价目前仍在低位盘整，吨纸盈利有望逐步回升。未来供给结构持续优化，集中度提升，龙头优势进一步夯实。
- **以纸代塑趋势不减，结构性机会带动消费量增长趋稳**。虽然消费需求的暂时疲弱对白卡纸需求形成一定压制，但考虑到以纸代塑的政策支持、茶饮放量带动食品级白卡需求增长、白卡出口保持景气等因素支撑，需求端的结构性机会仍然存在，龙头的技术先发优势和竞争壁垒愈发凸显。
- **金光赋能，龙头新生**。当前博汇纸业在江苏+山东基地合计造纸产能410万吨，配套浆产能约150万吨，产能储备充足，后续还有新增产能待释放，市占率有进一步提升空间。尽管近年来白卡纸行业受供需失衡影响陷入普遍亏损，金光入主博汇后公司生产管理效率及上下游一体化优势均大幅改善，对冲成本波动能力增强，保持高于行业的盈利能力，优化产品结构，开拓海外市场，竞争力显著提升。
- **盈利预测与投资建议**。预计2025-2027年净利润分别为1.86、4.08、5.51亿元，对应PE分别为54倍、25倍、18倍。给予“买入”评级。
- **风险提示**：行业竞争加剧的风险；原材料成本大幅波动的风险；终端需求恢复不及预期的风险；产能释放超预期的风险。

# 目 录

---

◆ **公司概况：深耕白卡，盈利迎拐点**

◆ **行业分析：周期筑底，边际改善**

◆ **公司分析：金光赋能，龙头新生**

◆ **盈利预测与估值**

# 公司概况：深耕白卡，持续拓展高附加值市场

博汇纸业成立于1994年，2004年上市，为我国白卡纸龙头企业。2020年公司被金光集团收购，成为其国内浆纸资产唯一A股上市平台。博汇纸业主营白纸板、文化纸、箱板纸和石膏护面纸等，其中白纸板为核心产品。按照下游应用领域细分为烟卡、食品卡、社会卡和铜版卡等类型。目前，公司在山东和江苏拥有两大生产基地，并通过不断优化产品结构和拓展高附加值市场，稳步提升市场占有率。

表：博汇纸业主要产品

主营产品	主要产品/品牌	产品系列	适用范围	主营产品	主要产品/品牌	产品系列	适用范围
白纸板	食品卡  	博汇食品级未涂白卡纸 博汇单面涂布食品卡 博汇单面涂布食品卡(冷藏专用) 博汇食品级涂布白卡纸 博汇高松厚度单面涂布食品卡 博汇超高松厚度单面涂布食品卡 零塑防油涂布食品卡	适用于制作各类纸杯、纸碗，以及与食品直接接触的固态高档包装	白纸板	白板系列  	彩云单面涂布本色白板纸 彩云优质涂布白板纸 博汇云帆单面涂布本色白板纸	适用于各类高档奶箱、啤酒箱等的裱瓦贴面，可用于文化产品、日用品、电子产品、玩具类包装等表面平整细腻，提升包装档次，更绿色、更环保
白纸板	烟卡系列  	博汇王高档涂布烟卡(白芯背胶) 博汇王高档涂布烟卡(黄芯背涂) 博汇王彩纤防伪烟包白芯白卡 汉威单面涂布高松烟卡纸 汉威单面涂布次高松烟卡纸	适用于各类凹印、胶印、复合转移等高档香烟的包装	文化纸	双胶纸   	白欧本白双胶纸 白鸥数码印刷纸 白欧高白双胶纸 白欧本白双胶纸 白欧高白双胶纸 太空梭本白双胶纸 丹顶鹤高松薄本纸 丹顶鹤淋膜原纸	包含胶版印刷纸、淋膜纸、簿纸、静电复印纸四大类。产品质量稳定，胶版及簿本纸广泛应用于教材、图书、学生簿本等用途
白纸板	白卡系列   	丹顶鹤单面涂布白卡(药包专用) 丹顶鹤单面涂布白卡 丹顶鹤高松厚度单面涂布白卡 朱雀特高松厚度单面涂布白卡 白鸥单面涂布白卡 博汇单面涂布白卡 天鹅高松厚度单面涂布白卡 博汇雄鹰单面涂布白卡 博汇王吸塑白卡 博汇雄鹰+高松厚度单面涂布白卡	适用于药品、化妆品、保健品、电子产品、日用品、数码产品、手提袋、玩具等包装盒，以及吊牌、贺卡、明信片、精密电子产品等各类中高档商品的包装	箱板纸	牛卡/牛皮系列  	丹顶鹤白牛皮纸 博汇AAT牛卡纸 博汇白面牛卡纸 博汇AA牛卡纸 博汇AAA牛卡纸 博汇精制牛卡纸	纸张平整度好、强度高，广泛应用于日用百货、五金电器等包装箱面纸用途
白纸板	铜卡系列   	博汇王双面涂布高级铜版卡 博汇双面涂布铜版卡 博汇高松厚度双面涂布铜版卡 酋长高松厚度双面涂布铜版卡 欧尼卡镇高松厚度双面涂布铜版卡	适用于服装吊牌、台挂历、高档宣传册、书刊封面、名片等	石膏护面纸	高档石膏护面纸系列 	博汇石膏护面纸	作为当代新型建筑纸面石膏板所需配套的特种用纸，技术含量高，纸张强度高，各系列颜色稳定

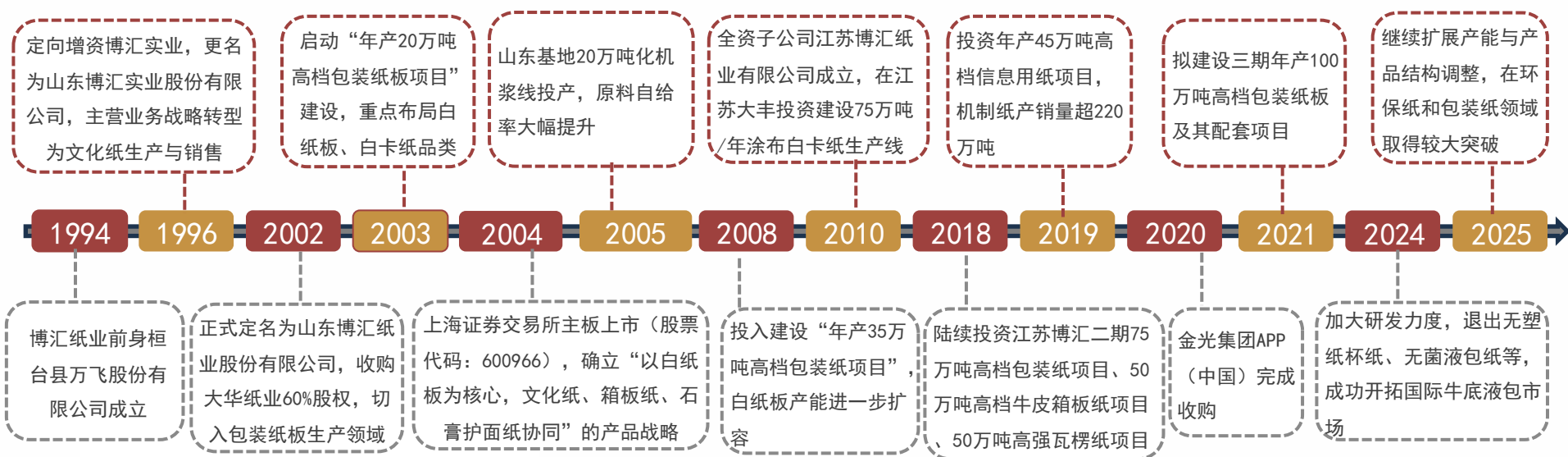
www.swsc.com.cn

数据来源：公司官网，公司2022年年报，西南证券整理

# 公司概况：深耕白卡，加速出海

- **深耕造纸行业30余年，加速出海。**公司大致分为三个发展阶段，**初创与市场扩展阶段（1994-2003年）**：博汇纸业初期专注于地方性纸业生产，通过技术升级和产品研发逐步转型为纸制品生产企业，确立了以文化纸和包装白卡纸为主的业务方向，奠定了市场基础。**上市与业务扩展阶段（2004-2019年）**：2004年博汇纸业在主板成功上市，推动产能扩展和技术创新，逐步进入高附加值纸品市场，同时优化生产结构，强化绿色制造，提升了市场竞争力。**全球化战略与转型升级阶段（2020年至今）**：2020年金光集团成为控股股东，博汇纸业加速全球化布局，外销业务显著增长，并通过绿色制造、技术创新和数字化转型，推动了高附加值纸品的研发和全球市场的扩展。

图：博汇纸业发展历程



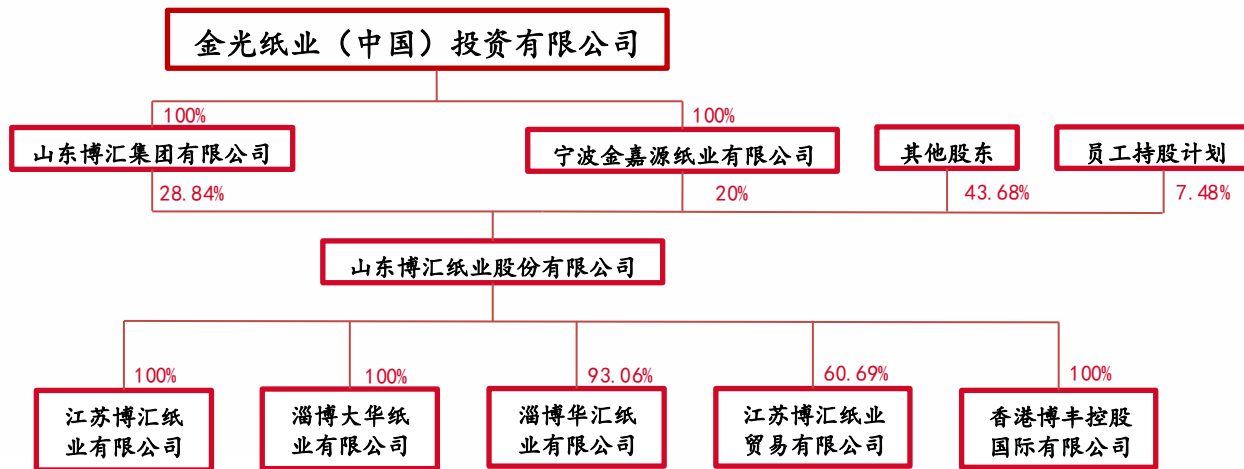
数据来源：公司公告，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

## 公司概况：股权结构清晰稳定，实际控制权集中

- 博汇纸业股权结构清晰稳定，实际控制权集中。金光纸业（APP中国）投资有限公司通过实控山东博汇集团有限公司（持有博汇纸业28.84%股份）及宁波金嘉源纸业有限公司（持有博汇纸业20%股份）合计持有公司48.84%的股份，为实际控制方。公司2025年实行的员工持股计划相关的两个持股平台（“领航者”与“奋斗者”）合计持股7.48%。公司下设多家全资或控股子公司，包括江苏博汇纸业、淄博大华纸业、淄博华汇纸业、江苏博汇及香港博丰等，其中淄博华汇主要业务为文化纸的生产销售，江苏博汇负责江苏大丰基地相关业务，江苏华汇和香港博丰主要负责贸易。

### 博汇纸业股权结构及部分控股子公司



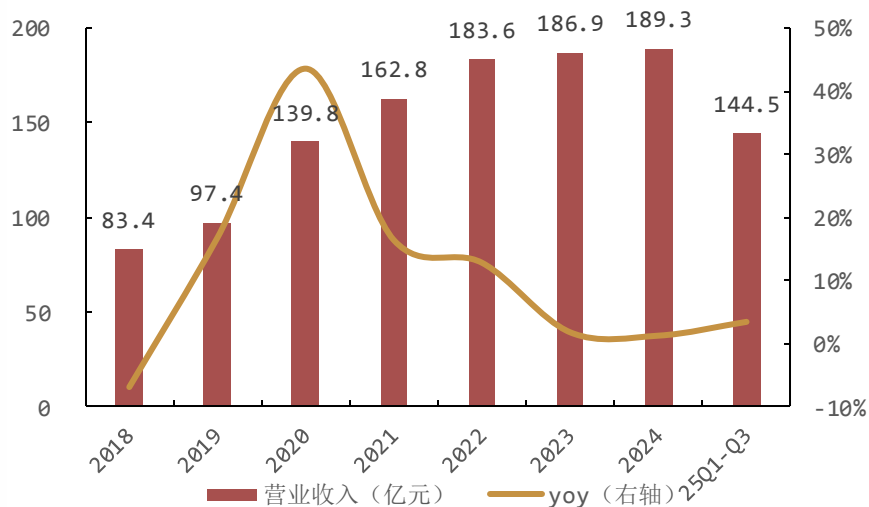
数据来源：公司公告，Wind，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

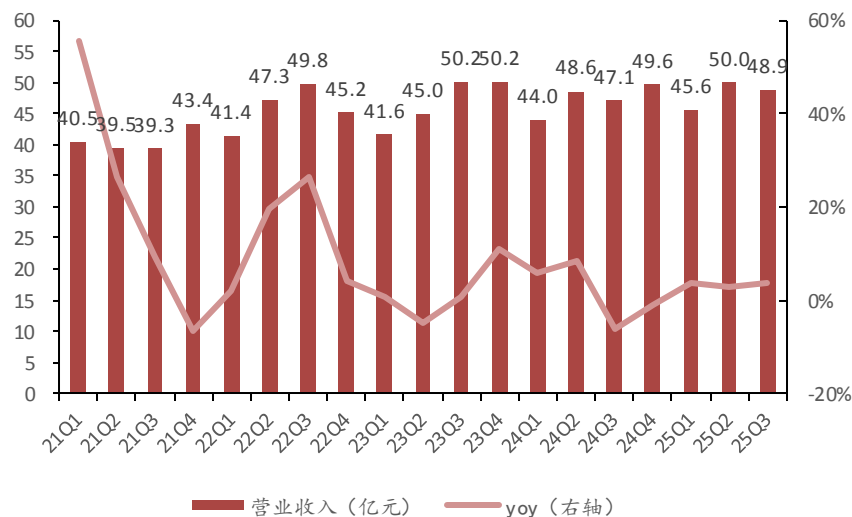
# 公司概况：营收稳健增长，销量增速亮眼

- 营收稳健增长，2024年公司实现营收189.3亿元，同比+1.27%，2025年Q1-Q3公司实现营收144.5亿元，同比+3.46%，延续温和上行趋势。2024年公司销量增速为6.2%，受到纸张价格压制，销量增速快于营收增长。
- 从营收季度节奏来看，单季收入大致稳定在40至50亿元区间，大致呈现Q2-Q3需求平稳、Q4旺季出货较多、Q1春节停工影响相对偏弱的季节性特征。

### 公司2018-2025Q3营业收入及增速



### 公司2021Q1-2025Q3分季度营业收入及增速



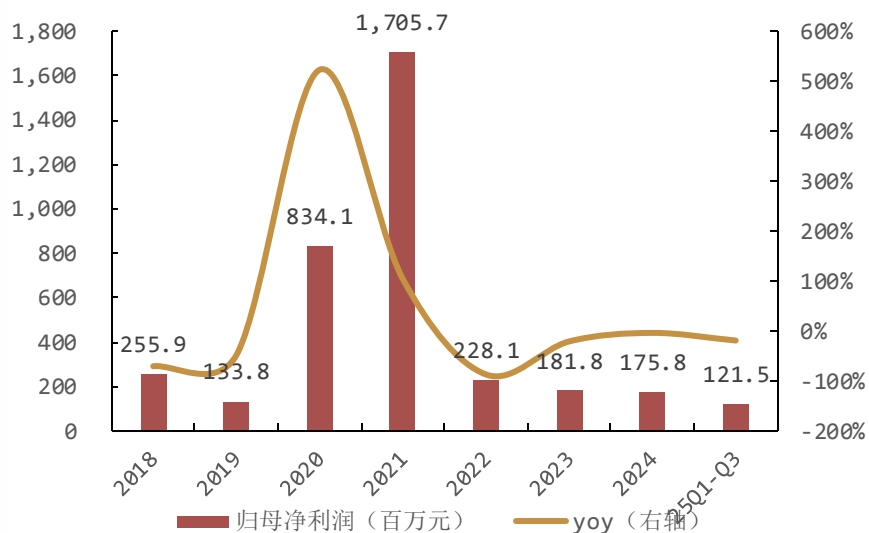
数据来源：Wind，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

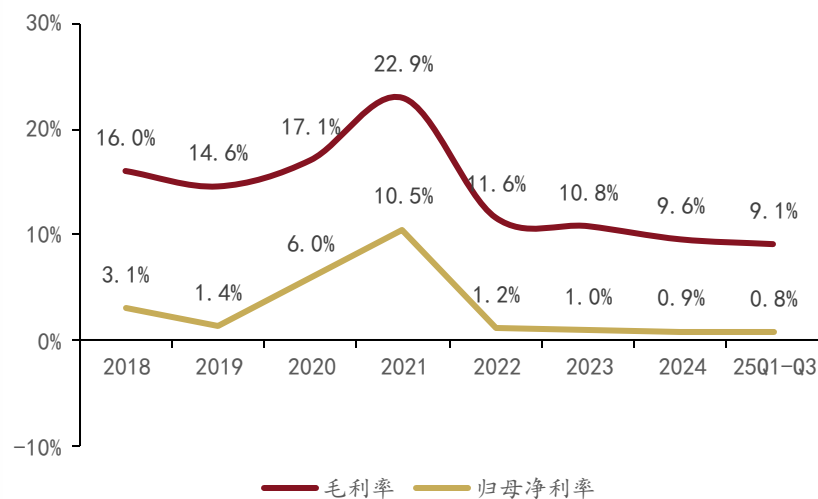
## 公司概况：利润自21年回落，近年周期磨底

- 2024年公司实现归母净利润1.8亿元，同比-3.3%。2025年Q1-Q3公司实现归母净利润1.2亿元，同比-18.6%。2024年/2025Q1-Q3归母净利率分别为0.9%/0.8%，相较于2021年高点（净利率10.5%）已回落至公司历史低位。2022年-2024年公司盈利水平回落并低位震荡，主要系下游需求回落，叠加白卡纸行业产能过剩引发价格战挤压毛利。2025Q3或呈现拐点信号，归母净利润同比+73.5%。伴随白卡提价落地与库存去化，浆纸一体化与持续资源整合，公司盈利弹性有望逐步释放。

### 公司2018-2025Q3归母净利润及增速



### 公司2018-2025Q3毛利率及归母净利率



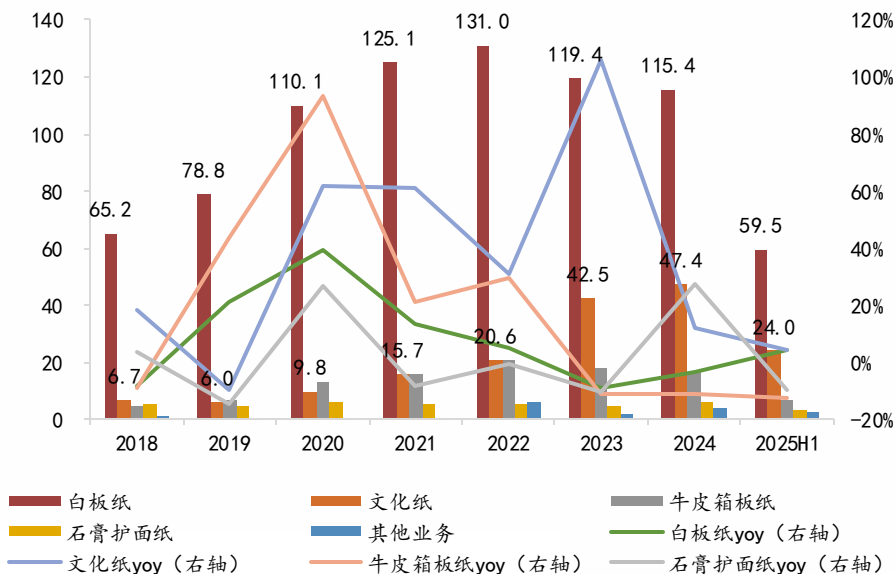
数据来源: Wind, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

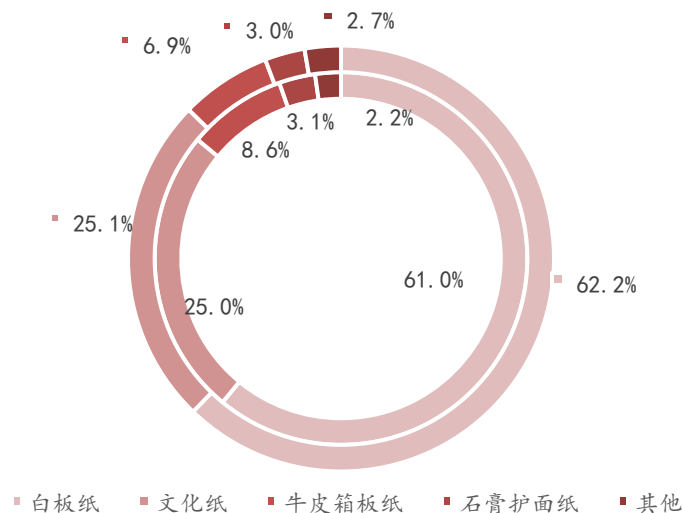
# 公司概况：产品以白卡纸为核心，文化纸占比提升

□ 产品上白卡纸是核心收入来源，收入占比超60%，文化纸自2020年起占比持续提升。2024年白卡纸/文化纸/牛皮箱板纸/石膏护面纸营收分别为115.4/47.4/16.3/6.0亿元，分别同比-3.3%/+11.7%/-11.0%/+27.8%，分别占总营业收入比例为61%/25%/8.6%/3.1%。其中文化纸自2022年山东45万吨高档信息用纸项目投产以来，占比持续提升。2025H1白卡纸/文化纸/牛皮箱板纸/石膏护面纸营收分别为59.5/24.0/6.6/2.9亿元，分别同比+4.2%/+4.1%/-12.3%/-9.7%。

2018-2025H1产品营收（亿元）及增速



2024年(内环) /2025H1 (外环) 分产品营收占比



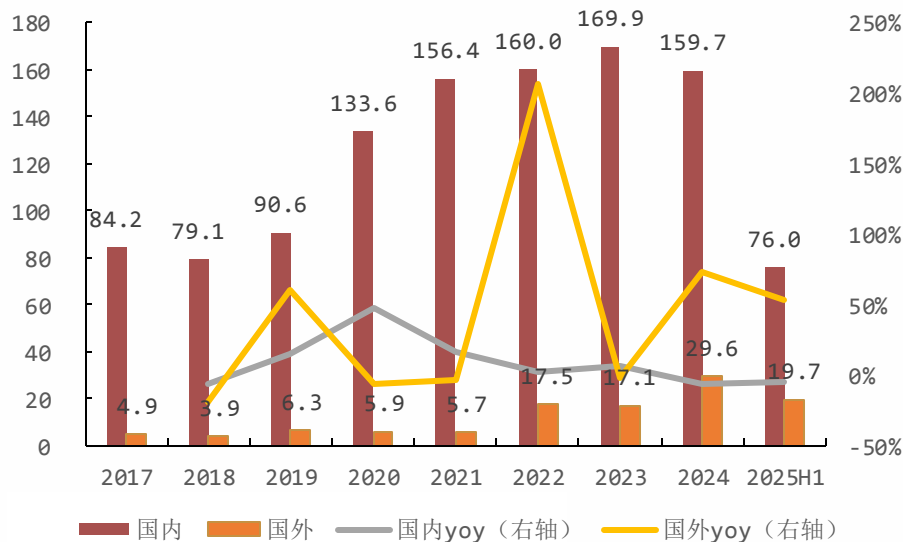
数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

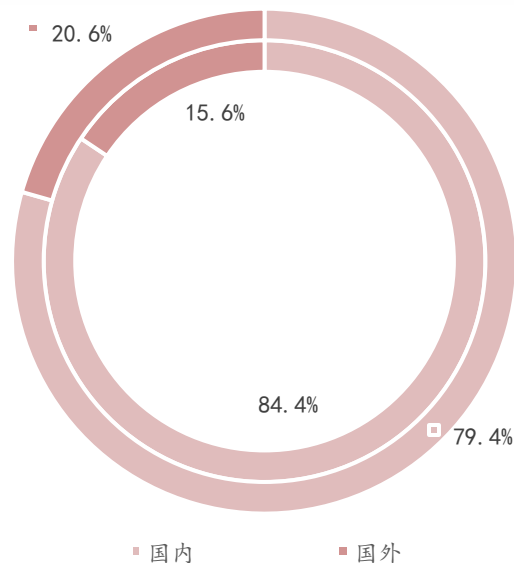
## 公司概况：内销基本盘稳固，外销持续高增

□ **内销基本盘稳固，外销持续高增。** 2024年公司境内/境外实现收入159.7/29.6亿元，分别同比-6.0%/+73.2%，分别为主营业务收入的84.4%/15.6%。2025H1公司实现境内/境外主营业务收入76.0/19.7亿元，分别同比-4.7%/+52.7%，分别占主营业务收入的79.4%/20.6%，外销占比持续扩大。2022年起博汇境外收入增速较快，主要系股东金光集团全球渠道与品牌赋能、公司高附加值产品拓展、主动发力海外市场对冲内需疲软等因素共同推动。2022-2024年境内/境外主营业务收入CAGR为0.7%/+73.1%。

2018-2025H1境内/境外营收（亿元）及增速



2024年(内环)/2025H1(外环)境内外主营收入占比



数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

# 目 录

---

◆ 公司概况：深耕白卡，盈利迎拐点

◆ 行业分析：周期筑底，边际改善

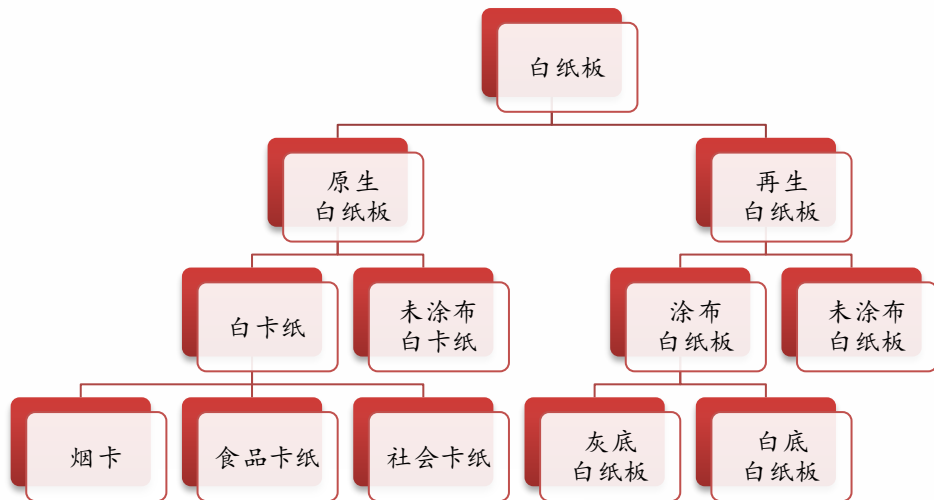
◆ 公司分析：金光赋能，龙头新生

◆ 盈利预测与估值

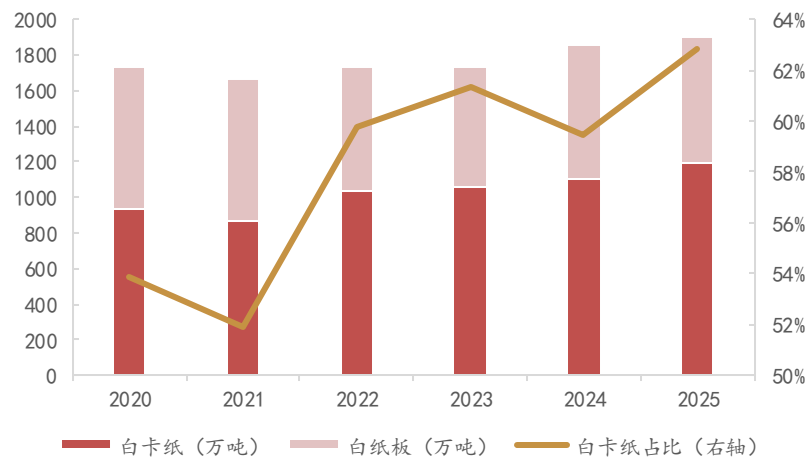
# 行业概况：白卡纸受益于以纸代塑政策红利，向高端化发展

- 白卡纸为白纸板细分品类，白板纸又名马尼拉纸，是一种具有2-3层结构的白色挂面纸板，是一种比较高级的包装用纸，主要用于销售包装。白板纸大致可分为原生白板纸和再生白板纸，原生白板纸又分为涂布白板纸和白卡纸，而再生白板纸分为未涂布白板纸和涂布白板纸。普通白板纸面层采用漂白化学木浆，底层多用废纸浆以降低成本；白卡纸则全用优质漂白化学木浆制造并充分施胶的单层或多层结合的纸。白卡纸在物理强度、表面平整度、食品接触安全性上优于白板纸（灰底/废纸基），适配高端印刷与功能包装。头部企业聚焦白卡纸高端产能投放与技术升级（如低克重、特种涂层），产能利用率与产品附加值提升。根据卓创资讯，2025年白卡/白板纸产量分别为1190.8/705.5万吨，同比+8.0%/-6.1%，白卡纸产量占比提升至62.8%，呈上升趋势。

## 白纸板分类



## 白卡纸产量占比超60%，占比呈上升趋势



数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

数据来源：卓创资讯，西南证券整理

# 行业概况：白卡纸受益以纸代塑政策红利，向高端绿色化发展

□ 白卡纸受益于以纸代塑等政策支持，向食品级、绿色可回收的高端市场扩容。白卡纸相关限塑令政策起源于2008年6月开始施行的《关于限制生产销售使用塑料购物袋的通知》，核心是禁超薄塑料袋并推行有偿使用，为白卡纸初步打开替代空间；2020年1月《关于进一步加强塑料污染治理的意见》（“新版限塑令”），分2020、2022、2025年三阶段推进，明确餐饮、外卖、零售等重点领域禁用不可降解塑料。2021年以来，国家持续出台多项政策支持造纸行业绿色环保转型，政策端鼓励为食品级、绿色化、可循环等高端白卡纸品类赋能，有望成为白卡市场扩容的核心支撑方向。

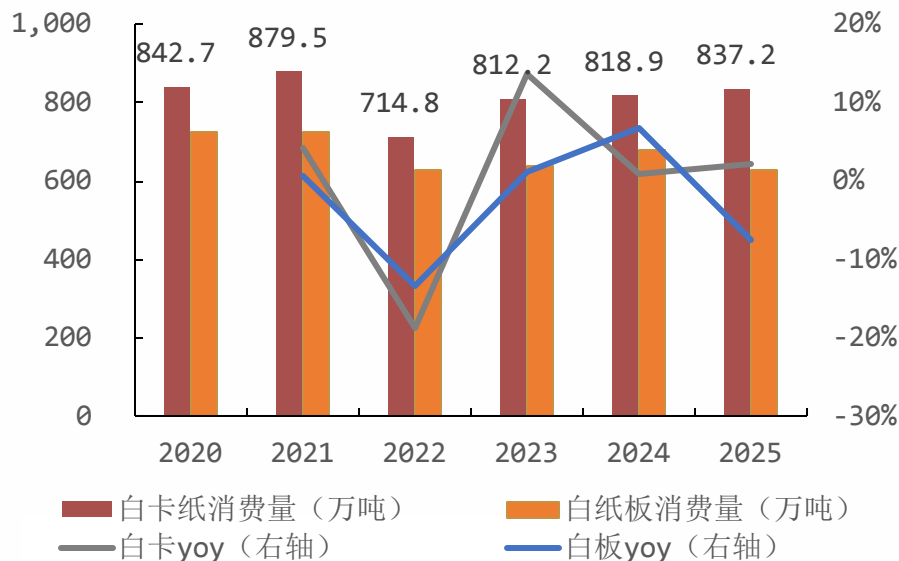
表：政策端支持以纸代塑，及食品级、绿色化、可循环等高端白卡品类

时间	发布部门	政策/文件	相关要点
2007-12	国务院办公厅	《关于限制生产销售使用塑料购物袋的通知》（首版“限塑令”）	自2008-06-01起，全国范围禁止生产销售使用厚度小于0.025毫米的塑料购物袋，零售场所不得免费提供，开启“限塑”与“以纸代塑”的长期需求通道
2020-01	发改委、生态环境部	《关于进一步加强塑料污染治理的意见》（新版限塑令）	提出分阶段禁限一次性塑料、推广纸制品等替代，设定2020/2022/2025年节点目标，系统推动餐饮外卖、快递等领域减塑与纸制品渗透。
2021-02	国务院	《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》	要求加快实施包括造纸在内的钢铁、石化、纺织等行业绿色化改造，推行产品绿色设计，建设绿色制造体系，推动资源循环利用体系建设。对白卡纸企业而言，是从宏观层面对林浆纸一体化、低碳纸包装工艺、再生纤维利用等提出方向
2021-11	工信部等五部门	《“十四五”工业绿色发展规划》	鼓励发展绿色设计、可降解和可回收纸包装技术。要求造纸提高资源利用效率、推广清洁技术，2025年实现单位工业增加值能耗降低目标（13.5%）
2022年	国家卫生健康委	GB 4806.8-2022《食品安全国家标准 食品接触用纸和纸板材料及制品》	新版GB 4806.8-2022于2023年6月30日正式实施，对食品接触用纸和纸板材料（包括食品卡纸、外卖纸盒、纸杯原纸、液体食品包装纸板等）提出更严格安全指标，对食品卡纸配方体系（浆源、涂布、胶黏剂）、生产工艺及上游化学品选择产生直接约束
2023-07	工信部等三部门	《轻工业稳增长工作方案》	指导纸制品与包装纸研发设计、组织实施节能降碳技术改造项目，推动细分应用场景拓展（餐饮、快消等）
2024-09	市场监管总局	《纸和纸制品绿色产品认证实施规则》（GB/T 35613-2024依据）	建立生活用纸及纸制品绿色产品认证规则（初始+抽检+监督），提升产品绿色标准与认证体系，助力食品级白卡纸等绿色供给
2025-05	工信部等	《制浆造纸单位产品能源消耗限额》（GB 31825-2024）	新增16种细分产品能耗限额，下调部分纸品能耗标准，抬高中小纸企合规门槛，推动造纸行业节能降碳
2025-06	国务院	《国务院关于修改〈快递暂行条例〉的决定》	增设“快递包装”专章，要求包装绿色化、减量化、可循环，鼓励可降解/可重复利用材料，强化全链条治理，适配外卖包装纸需求
2025-12	商务部等九部门	《绿色消费行动计划》（十五五筹备文件）	推广电商快件原箱发货，减少二次包装；政府采购优先选绿色产品，引导包装企业强化可回收与可循环导向

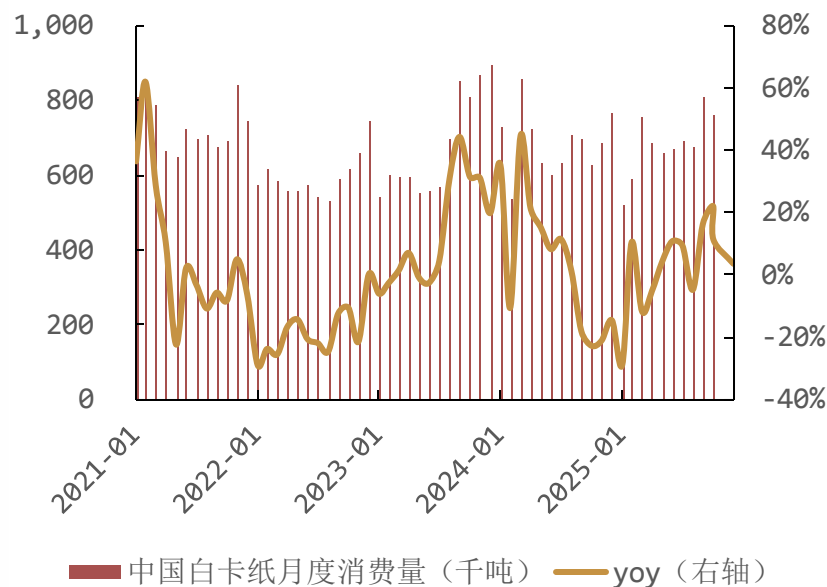
## 行业概况：白卡纸内需消费量微增趋稳，白板纸消费承压

- 白卡纸逐步在食品包装、快递环保包装等领域形成刚性替代需求，支撑消费量温和上涨。白板纸作为中低端包装用材，产品力相比白卡纸较弱，受下游低成本包装场景需求压制影响，消费量同比下滑。根据卓创资讯，2025年我国白卡纸消费量为837.2万吨，同比+2.2%；白板纸消费量为630.0万吨，同比-7.5%。白卡纸需求呈现季节性特征，Q4为传统旺季，2025年Q4白卡纸消费量为231.5万吨，同比+11.7%。

### 白卡纸国内年度消费量超800万吨



### 白卡纸国内月度消费量，Q4为传统旺季



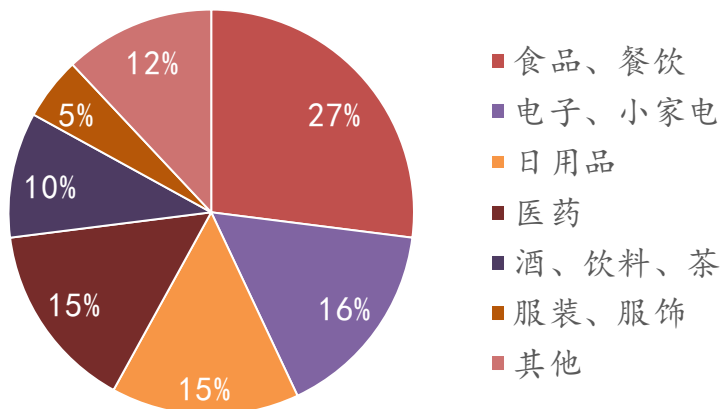
数据来源：卓创资讯，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

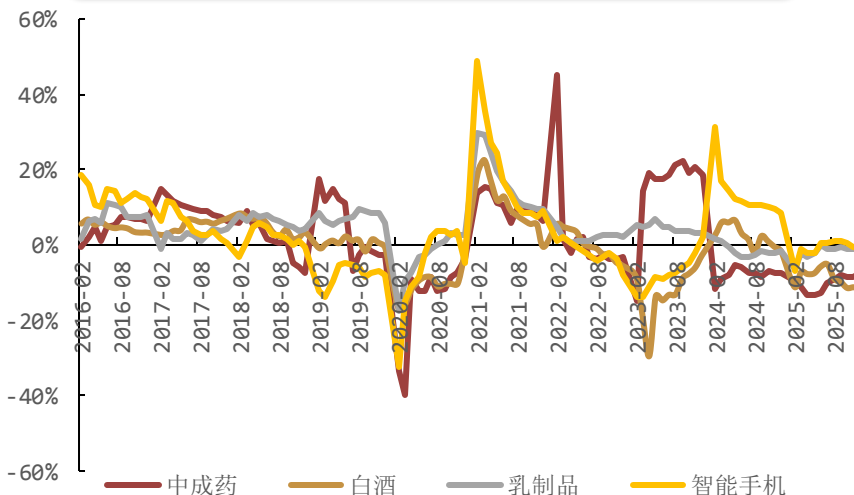
# 行业概况：白卡纸内需受终端消费品需求驱动而呈现分化态势

□ 白卡纸的下游产品主要根据用途分为社会卡、烟卡和食品卡三大类。其中社会卡涵盖电子产品，药品、化妆品与日化品、纸袋购物袋等。根据隆众资讯，分行业看2023年白卡纸下游产品中食品餐饮、电子小家电、日用品、医药，酒/饮料/茶占比分别为27%、16%、15%、15%、10%。食品餐饮类已成为白卡下游品类第一大类，食品卡作为替代塑料餐具的主要材料，受益于外卖、咖啡茶饮行业的复苏，需求增速较为亮眼。其他终端消费品需求疲软对白卡纸需求形成一定的压制。据国家统计局数据显示，2025年国内中成药/白酒/乳制品/智能手机产量分别为181.4万吨/354.9万干升/2950.3万吨/12.7亿台，分别同比-7.7%/-12.1%/-1.1%/-0.9%。

2023年白卡纸消费结构占比



白卡下游部分消费品月产量累计同比增速仍有压力



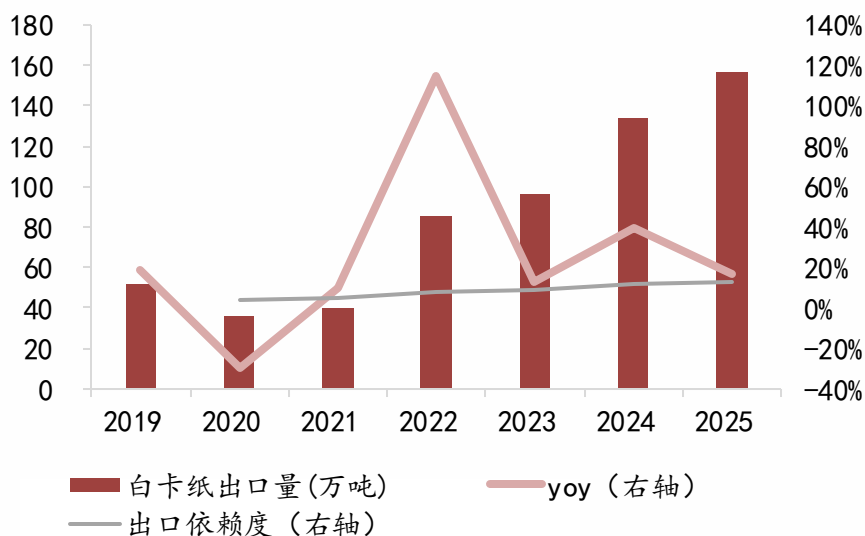
数据来源：隆众资讯、《中华纸业》，西南证券整理  
www.swsc.com.cn

数据来源：I find, 国家统计局，西南证券整理

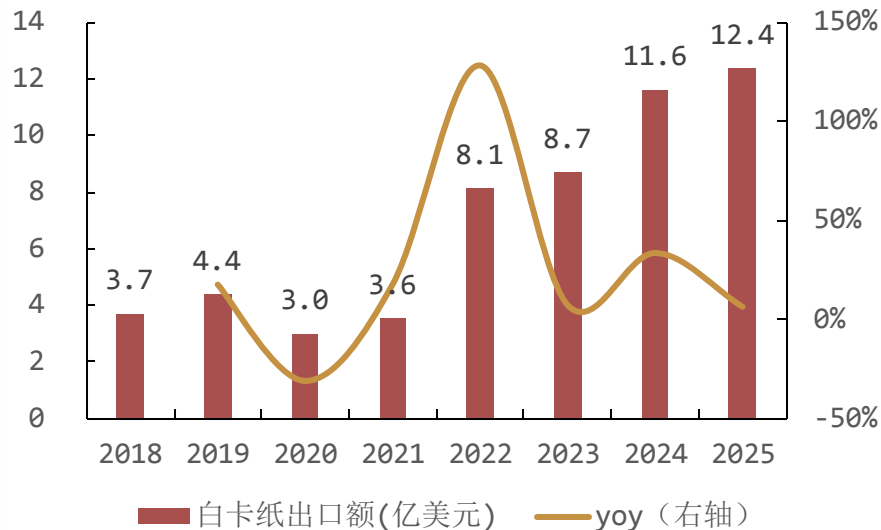
# 行业概况：白卡出口增速快于内需，出口需求改善趋势有望延续

白卡纸出口保持景气，受益于RCEP等政策带来关税减免红利、欧洲部分产能收缩，叠加国内产能丰富、成本优势显著，白卡纸订单向中国回流，推动我国白卡纸出口增长。2025年我国白卡纸出口量为157万吨（同比+17.2%），出口依赖度(出口量/产量)为13.2%，同比+1pp。出口价同步国内走弱，10月筑底后回升，2025年白卡纸出口金额为12.4亿美元，同比+6.4%，出口均价为788.7美元/吨，较去年同期降低79.9美元/吨。目前出口增速仍保持较高水平，预计国内白卡出口供应具备一定粘性。

### 白卡纸年度出口量及增速



### 白卡纸年度出口额及增速



数据来源：卓创资讯，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

# 白卡价格复盘：处于历史5年底部区间，龙头连发提价函

## ● 纸价/浆价复盘：

**2020/05-2021/02，浆纸价格快速上涨：**主要系“限塑令”推动“以纸代塑”，白卡纸需求激增（如食品包装）；19年底金光宣布入主博汇，龙头联合提价，白卡价格突破历史高位达到近1万元/吨。

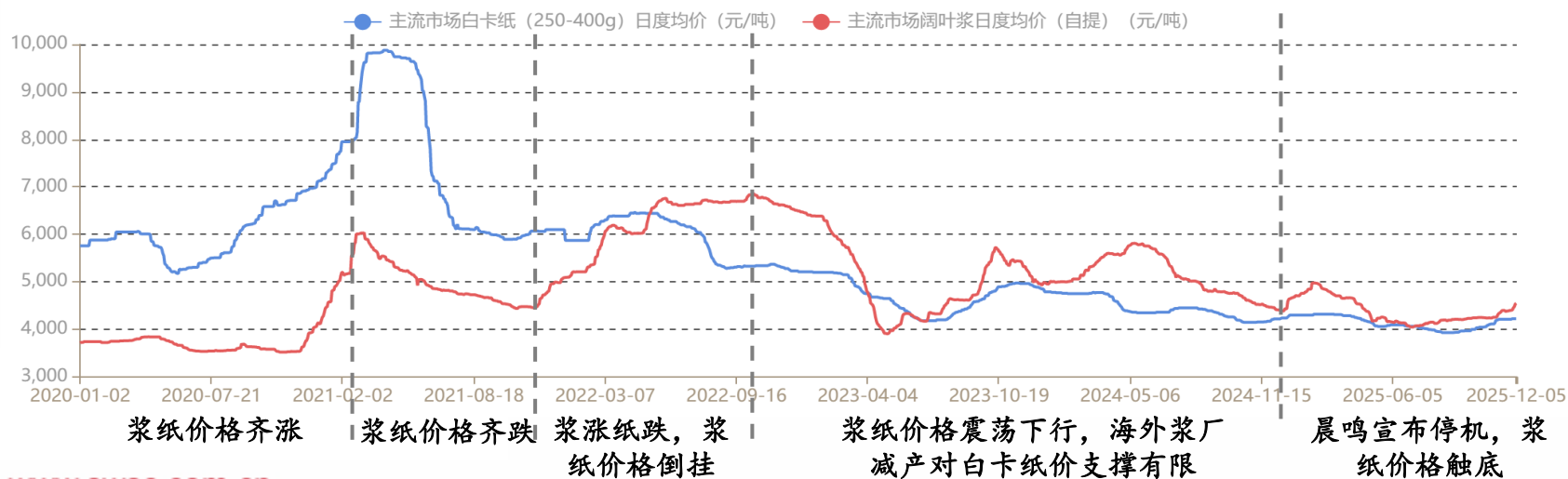
**2021/02-2021/11，浆纸价格大幅回落：**21年起白卡纸新增产能逐步投产，前期持续涨价导致下游囤货过剩，终端需求回归理性，白卡纸库存积压；同时大宗商品保供稳价政策抑制涨价，市场逐步走向供过于求。

**2021/11-2022/10，浆涨纸跌，形成倒挂：**欧洲能源危机带动针叶浆短缺，阔叶浆作为替代品被抢购，俄乌冲突+芬兰罢工，进一步加剧本片与浆的供应担忧。纸价因需求走弱以及供给过剩无法同步上涨，导致浆纸价格倒挂。

**2022/10-2024/11，浆纸价格震荡下行：**全球商品浆产能集中释放，成本端支撑乏力，国内白卡纸产能投产速度仍快于国内消费复苏速度，纸价跟随回落并低位盘整。2023-2024年海外浆厂减产对白卡纸价支撑有限。

**2024/11至今，浆纸价格触底：**受需求弱势供需失衡影响，白卡纸价一度跌破4000元/吨。进入25年下半年，“反内卷”倡议下龙头停机供给收缩，“反内卷”初现成效，提价函逐步落地，纸价触底反弹，供需结构改善后盈利能力有望回升。

## 近5年白卡纸价与浆价对比



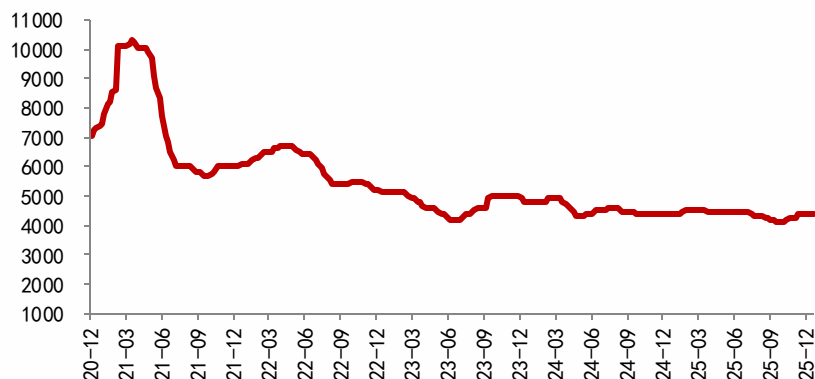
www.swsc.com.cn

数据来源：卓创资讯，西南证券整理

# 白卡价格：处于5年底部区间，龙头连发涨价函

- 造纸行业经历了五年左右的产能扩张与价格下行，2025年下半年起行业自律反内卷下，龙头纸企多轮提价。截至2026年1月30日白卡纸价格达4360元/吨，较25年10月4110元/吨上涨250元/吨。纸厂主动提价，叠加新增产能投放延后及包装纸行业回暖等多重因素共振。同时，2026年1月，APP(中国)、博汇纸业、万国纸业、亚太森博(江苏)、玖龙纸业等多家白卡纸行业龙头相继发布涨价函，宣布将在2月底3月初上调白卡纸价格200元/吨，龙头挺价意愿强烈。行业毛利率随纸价上涨呈上升趋势，根据钢联数据，2026年1月30日白卡纸毛利率为7.2%，较10月2.7%毛利率低点提升4.5pp，白卡纸毛利率有望持续上行，行业龙头有望凭借“林浆纸一体化”成本优势保持盈利领先。

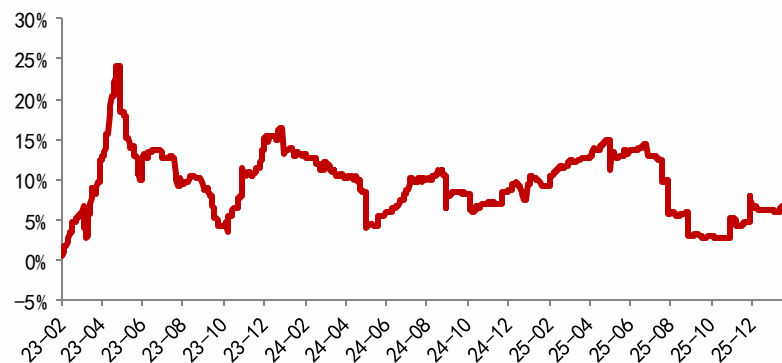
## 白卡纸主流价（元/吨）



数据来源：I find, 白卡纸(250-400g金丽): 宁波亚洲浆: 浙江: 主流价: 当周值, 西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

## 白卡纸日度毛利率

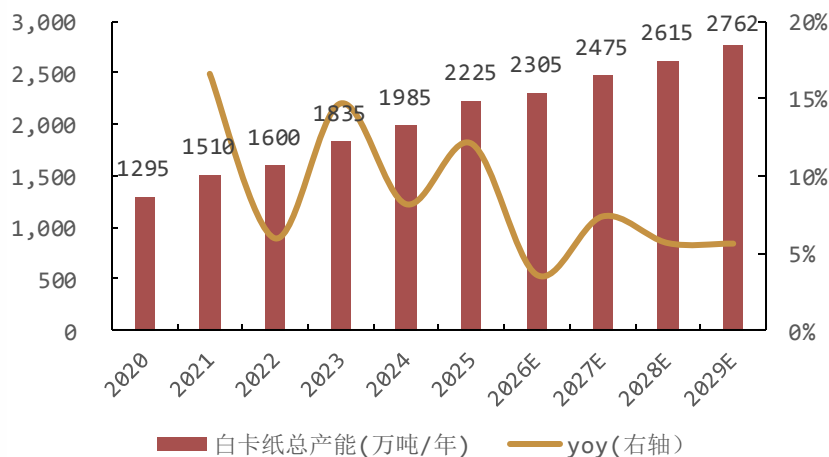


数据来源：钢联数据，西南证券整理

# 白卡供给：头部企业主导供给释放，反内卷下供给投放减速

- 根据卓创资讯，2025年我国白卡纸总产能（含关停和检修装置）为2225万吨，较2024年底新增240万吨，同比+12.2%，新增产能为联盛浆纸120万吨+玖龙（湖北）120万吨。**受行业“反内卷”推进及白卡纸吨纸盈利较低影响，新增产能低于规划规模，供给投放节奏放缓。**展望来看，随着新增产能增长放缓，供给结构有望持续优化，供需缺口有望进一步收窄。**未来新增产能较多集中于大厂，**根据卓创资讯，2026-2029年白卡纸产能预计还有537万吨待投放（投放时间可能延后），其中博汇纸业180万吨，金光（广西金桂+亚洲浆纸）192万吨。

2020-2029E我国白卡纸总产能及增长率



表：2024年后我国白卡纸行业投产产能及（预计）投产时间

投产时间	企业	所在省份	产能规模(万吨/年)	备注
2024/4/30	冠豪高新	广东	30	-
2024/9/10	玖龙(北海)	广西	120	-
2025/7/22	联盛浆纸	福建	120	-
2025/11/20	玖龙(湖北)	湖北	120	-
2026E	金天和	山东省	50	原计划2025年投产
2026E	方盛纸业	河南省	30	
2027E	江苏博汇	江苏省	80	原计划2025年投产
2027E	广西金桂	广西省	90	原计划2026年投产
2028E	新乡新亚	河南省	40	原计划2026年投产
2028E	江苏博汇	江苏省	100	-
2029E	亚洲浆纸	浙江省	102	原计划2026年投产
2029E	广西恩索	广西省	45	-

预计2026-2029年投产80、170、140、147万吨

数据来源：卓创资讯，西南证券整理

www.swsc.com.cn

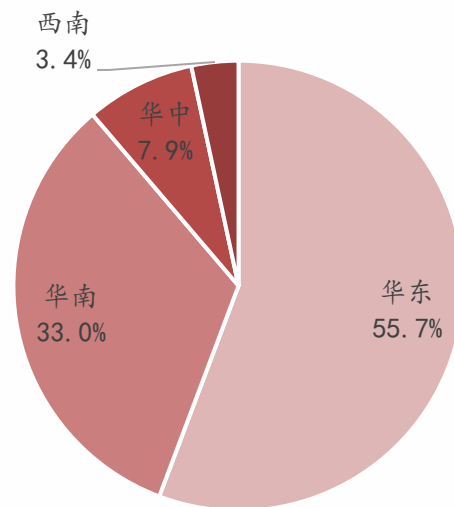
# 白卡供给：头部企业主导供给释放，反内卷下供给投放减速

□ 白卡纸行业集中度较高，产能CR6超70%。根据卓创资讯，截止2025年12月，我国白卡纸设计产能CR6为75.3%，CR10为88.9%，其中APP（中国）/博汇/ 玖龙/联盛/太阳/晨鸣白卡纸年设计产能分别为385/265/355/240/230/200万吨，APP（中国）和博汇合计产能近30%。分地区来看，华东/华南/华中/西南白卡纸产能占比分别为55.7%/33.0%/7.9%/3.4%。由于白卡纸格局集中且头部企业具备浆纸一体化等成本优势，我们判断需求修复以及白卡提价对头部企业的业绩弹性较大。

表：截至25年年底白卡纸企业产能以及占比情况

公司	子公司/产地	产能(万吨)	合计	2025产能占比
APP（中国）	广西金桂	210	385	17.3%
	亚洲浆纸	175		
玖龙纸业	湖北玖龙	120	355	16.0%
	北海玖龙	120		
	东莞玖龙	60		
	重庆玖龙	55		
博汇纸业	江苏博汇	200	265	11.9%
	山东博汇	60		
联盛浆纸	福建漳州	240	240	10.8%
太阳纸业	广西太阳	90	230	10.3%
	山东万国	140		
晨鸣纸业	湛江晨鸣	120	200	9.0%
	江西晨鸣	35		
	山东晨鸣	45		
亚太森博	江苏省	100	152	6.8%
	山东省	52		
新乡新亚纸业	河南省	55	55	2.5%
五洲特种纸业	江西省	50	50	2.2%
广西思索	广西省	45	45	2.0%
泰森纸业	山东省	30	30	1.3%
珠海华丰纸业	广东省	30	30	1.3%
红塔仁恒纸业	广东省	30	30	1.3%
仙鹤股份	浙江省	30	30	1.3%
冠豪高新	广东省	30	30	1.3%

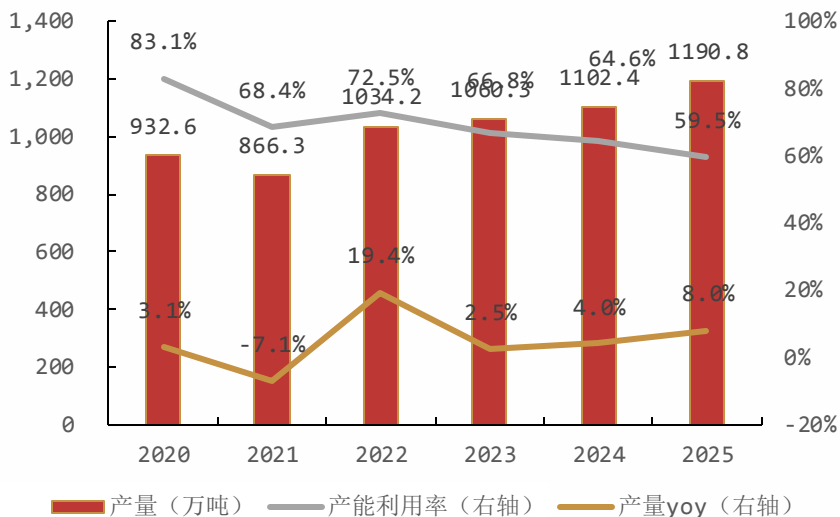
白卡纸产能地区分布



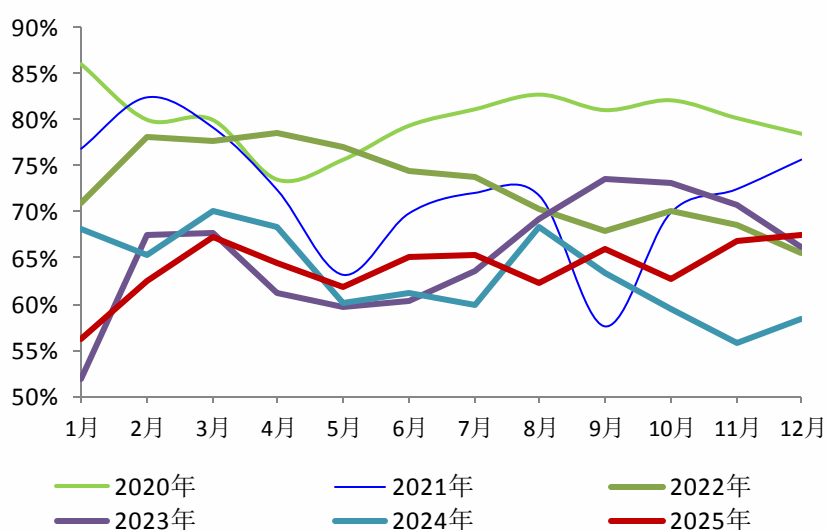
# 白卡开工率：吨盈承压导致开工率不足，12月回升至65%以上

- 根据卓创资讯，2025年白卡纸产量为1190.8万吨，同比+8%，25年新增产能逐步释放而国内消费需求较弱，吨盈承压下部分企业通过停机检修、放缓生产来应对供需失衡与库存压力，2025年12月开工率约67.5%，已回升至65%以上。
- 回顾来看，2024年11月开工率为55.9%为历史低点，主要系晨鸣受白卡纸吨盈利承压叠加债务逾期引发的流动资金紧张影响，对包含寿光、湛江基地白卡纸生产线在内的71.7%公司总产能实施停产。目前晨鸣通过政府协调注资以及专项银团贷款等缓解资金压力，寿光、吉林、湛江等基地自25年8月起陆续复工。

### 白卡纸年产量以及产能利用率



### 白卡纸月产能利用率

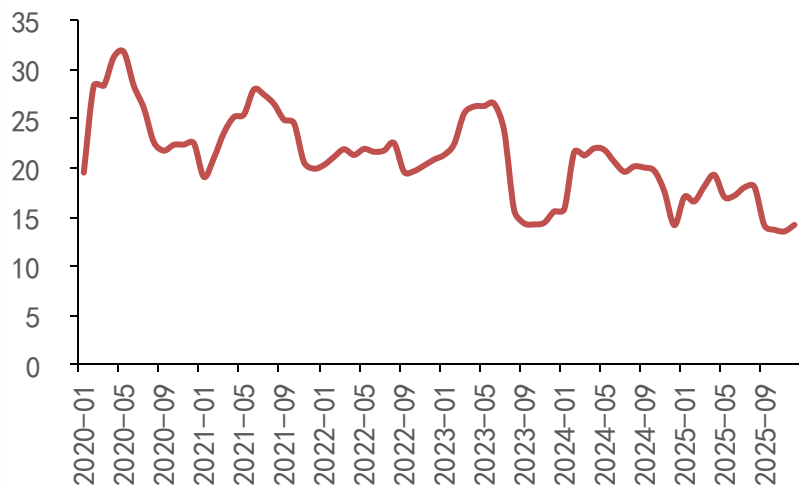


数据来源：卓创资讯，统计口径为固定抽样统计的样本企业（20家），西南证券整理

# 白卡库存：纸企主动去库，社会累库待旺季需求消化

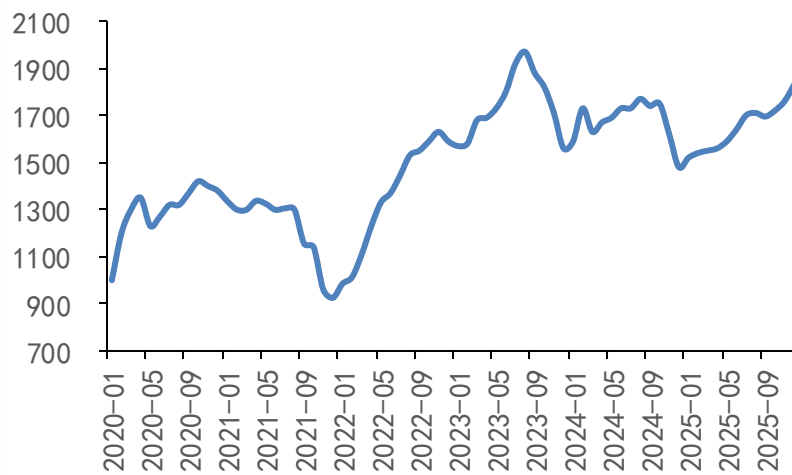
- 白卡纸企业库存处于近5年内低位，12月企业库存天数为14.22天，企业库存整体处于近年偏紧状态，但社会库存较高（25年12月社会库存为183万吨），我们认为主要原因为白卡纸企业在提价预期或“反内卷”控产背景下，主动检修停机减少自身库存，同时经销商批量备货。展望来看，纸企投产节奏放缓，预计纸企库存将继续保持低位；前期经销商因纸价回升预期囤的货，将随下游旺季补货需求流转，后续社会库存与企业库存的差距有望缩小，整体库存结构较为健康。

### 中国白卡纸月度生产企业库存天数



— 中国白卡纸月度生产企业库存天数 (天)

### 中国白卡纸月度社会库存



— 中国白卡纸月度社会库存 (千吨)

数据来源：卓创资讯，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

# 目 录

---

◆ 公司概况：深耕白卡，盈利迎拐点

◆ 行业分析：周期筑底，边际改善

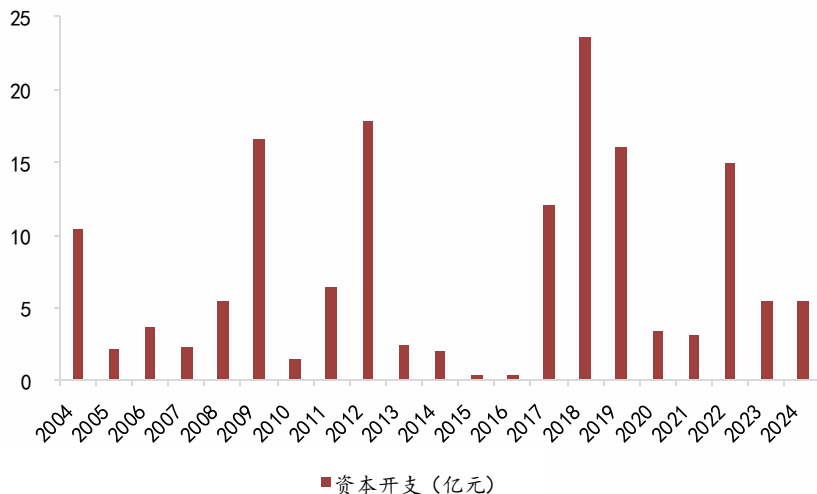
◆ 公司分析：金光赋能，龙头新生

◆ 盈利预测与估值

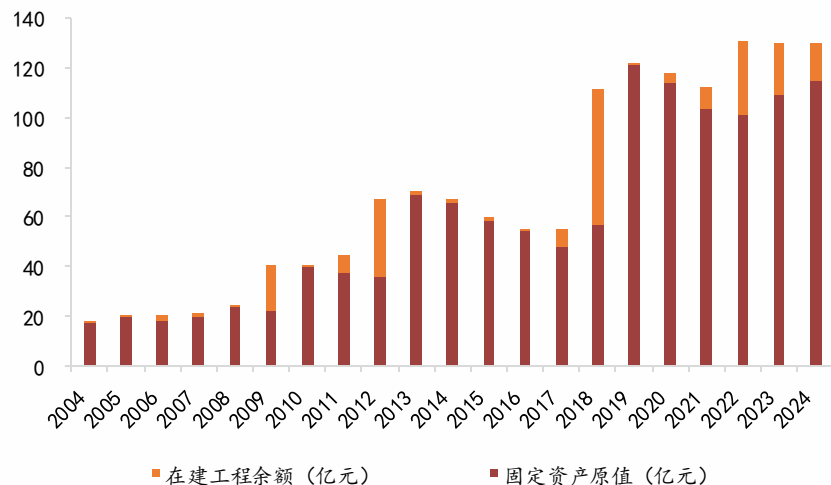
# 公司分析：上市以来经历四轮扩产，产能储备充足

□ 博汇纸业上市后主要经历了四轮新建项目投产周期。2004-2010年：主要建设山东基地，包括新建白卡纸、石膏护面纸，箱板纸、木浆、化学浆技改等。2010-2016年：主要建设江苏基地，2010年江苏博汇成立，并于2013年投产江苏基地首条75万吨产线。2017-2019年：江苏+山东基地扩产，陆续投资江苏二期75万吨高档包装纸，山东基地50万吨牛皮箱板纸以及50万吨瓦楞纸。2020年至今：金光APP完成收购后，进一步进行产能扩张和技改工作。目前公司主要在建或新规划的项目包括“江苏80万吨特种纸板”、“江苏100万吨高档包装纸板”、“山东化学木浆扩建32万吨”以及山东基地现有设备技改项目，纸类与浆类产能储备充足；其中江苏80万吨项目投产节奏由2025年推至2026年，山东化学木浆扩建项目2025年12月开工，建设期24个月。

### 资本开支2024年小于6亿元



### 2004年以来经历四轮新建项目投产周期



数据来源：卓创资讯、博汇纸业公告、金光（APP）官网，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

# 公司分析：山东基地以技改为主，江苏基地以新建为主

- 博汇纸业已形成“山东+江苏”双基地，以白卡纸为核心的产能格局。截至2025年年底，公司造纸总产能约410万吨（白卡纸约265万吨、文化纸约95万吨、箱板/瓦楞/石膏护面纸合计约50万吨），配套化机浆总产能约140万吨（山东40万吨、江苏100万吨），并拥有化学浆产能9.5万吨（山东）。**2026年山东基地预计主要通过现有设备技改分别提升纸、浆年产能75/20万吨**：2025年10月，公司对多个山东基地技改项目环评公示。**2026年江苏基地产能扩产预计主要来源于80万吨特种纸板投产。**

表：目前山东+江苏，合计纸、浆年产能分别410、149.5万吨

产能（万吨）	山东淄博	江苏大丰	合计
合计：纸+浆	纸210+浆49.5	纸200+浆100	纸410+浆149.5
白卡纸	65	200	265
文化纸	95（50由瓦楞技改）	—	95
箱板纸	50	—	50
化机浆	40	100	140
化学木浆	9.5	—	9.5

表：山东基地技改后扩充纸、浆年产能75/20万吨

单位（万吨/年）	原来	技改后（2026E）	产能提升程度
合计：纸+浆	纸210+浆49.5	纸295+浆69.5	纸75+浆20
白卡纸	两台白卡纸纸机：65=30+35	85=35+50	20
文化纸	45（高档信息用纸）	120=50（瓦楞纸技改）+70（高档信息用纸）	75
瓦楞纸	50	0	-50
箱板纸	50	80	30
化机浆	40	60	20
化学木浆	9.5	不技改，扩建32	0

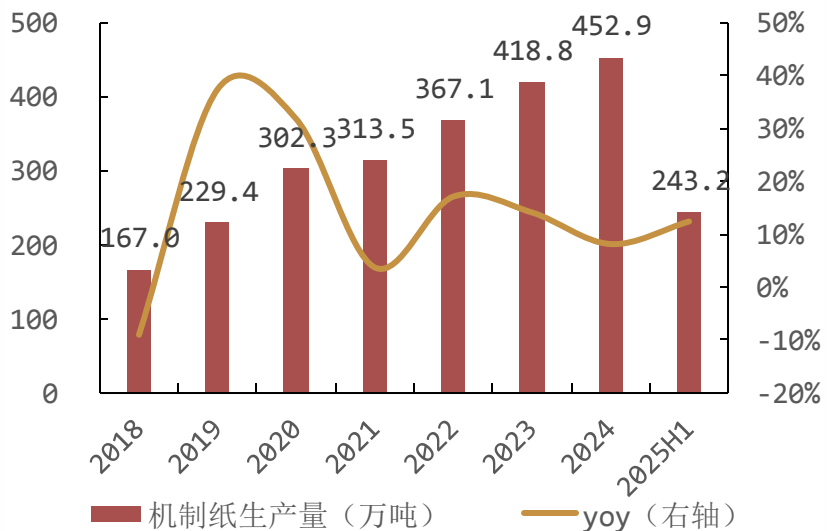
数据来源：卓创资讯、博汇纸业公告，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

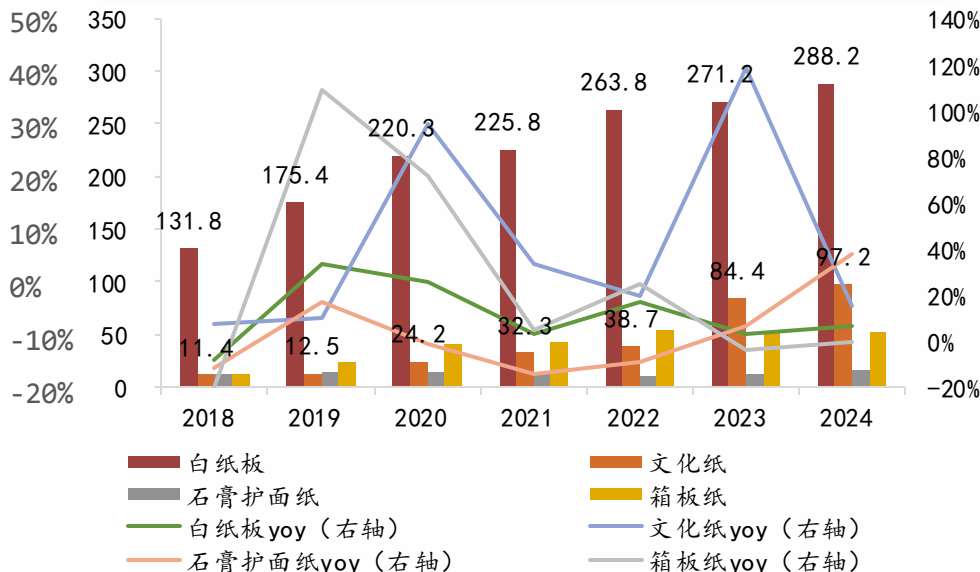
## 公司分析：产量持续增长，产能利用率较高

□ **公司白板纸、文化纸产量持续增长。**2020-2024年公司产量从约300万吨级逐步跃升至450万吨级，2024年达452.9万吨（白纸288.2万吨、文化纸97.2万吨、箱板纸51.4万吨、石膏护面纸16.1万吨），2025年上半年产量为243.2万吨（同比+12.4%）。产量稳定增长且保持较高产能利用率，我们认为主要系：1）江苏大丰与山东淄博基地产能释放，2021年后大丰基地高端白卡纸产能持续发力，技改后市场竞争力强；2）金光APP入主后推进浆纸一体化，化机浆配套保障原料供应，成本优势较强，减少停机与产能闲置。**分产品看**，白纸板作为核心品类，产量占比稳定在60%以上，2023年文化纸产量在产能投放后实现翻倍式增长，抢占文化纸市场份额。箱板纸与石膏护面纸则保持相对平稳。

### 2018-2025H1公司机制纸总产量及增速



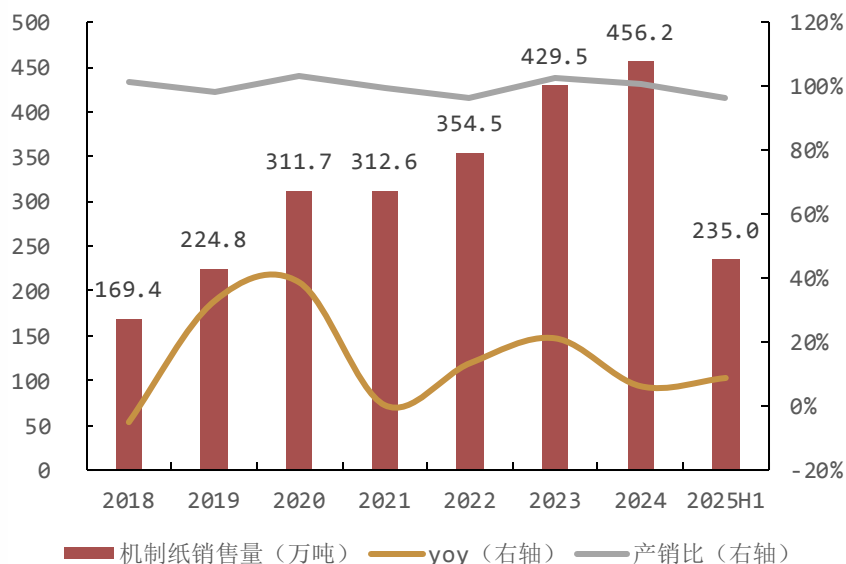
### 2018-2024年公司主营产品产量（万吨）及增速



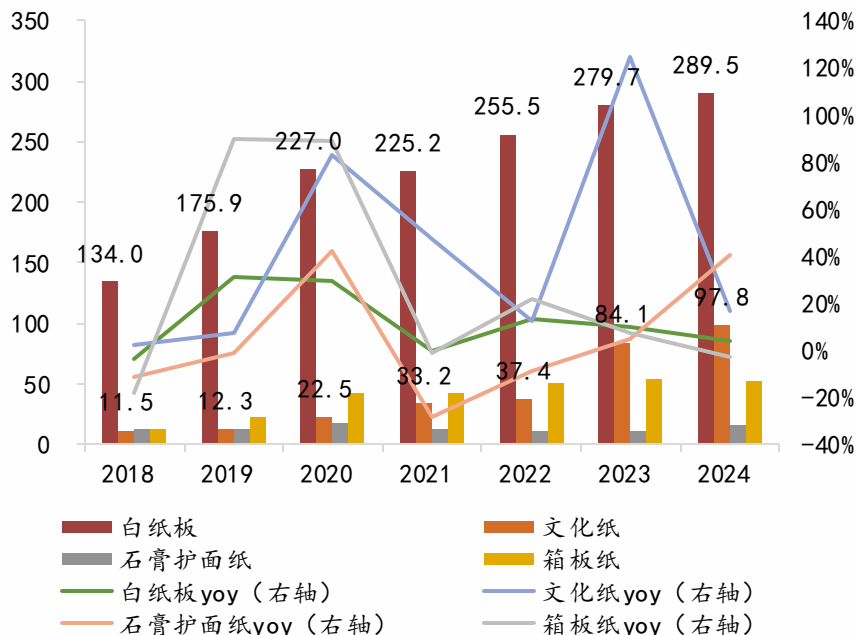
# 公司分析：销量同步增长，产销比长期维持在100%左右

□ 销量同步增长，产销比长期维持在100%左右。2024年机制纸销量达456.2万吨（白纸板289.5万吨、文化纸97.8万吨、箱板纸52.6万吨、石膏护面纸16.3万吨），2025年上半年为235.0万吨（同比+8.8%）。产销比长期维持在100%左右，2023年约102.5%，2024年达100.7%，2025年上半年略降至96.6%，库存区间整体健康。

## 2018-2025H1公司机制纸总销量及产销比



## 2018-2024年公司主营产品销量 (万吨) 及增速



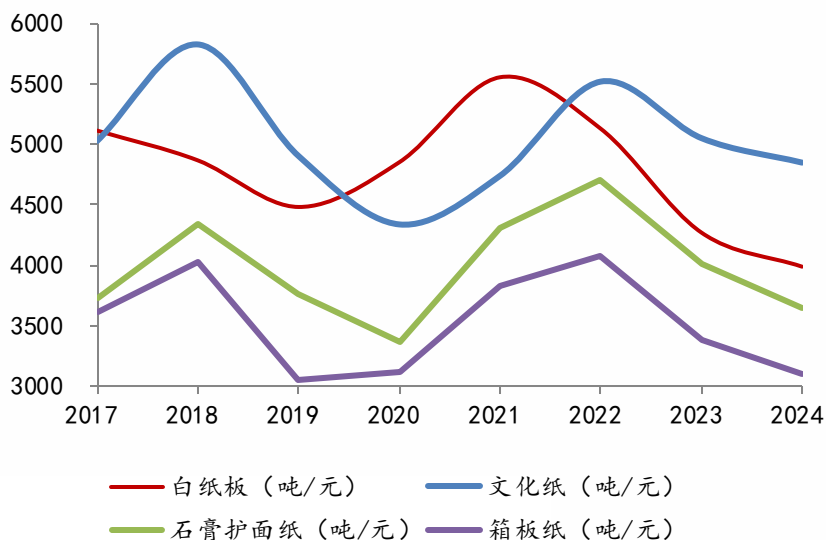
数据来源：公司公告，西南证券整理

www.swsc.com.cn

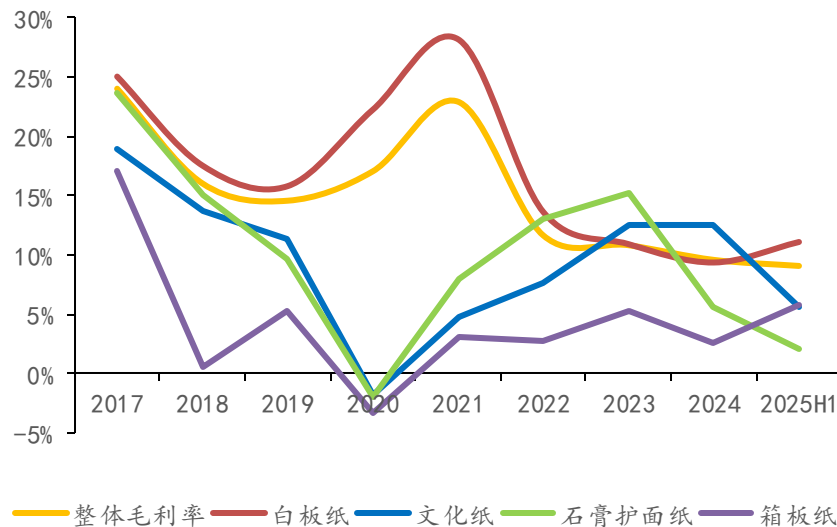
# 公司分析：白卡单价为近年来底部，2025H1白卡毛利率有所回升

- **产品单价方面，2024年白卡纸吨单价为近年来底部。**博汇2024年白板纸/文化纸/石膏护面纸/箱板纸吨均价分别为3986.9元/4847.6/3652.5/3097.1元，分别较2023年同比下降282.5/202.9/357.8/285.5元。行业产能过剩，价格竞争激烈，吨价下行是毛利率承压的主要原因。
- **2025H1毛利率整体承压，白卡有所回升。**2025年上半年博汇整体毛利率9.1%，同比下降2.1pp，盈利结构呈现显著分化特征。2025H1白纸板/文化纸/箱板纸/石膏护面纸毛利率分别为11.1%/5.6%/5.8%/2.0%，分别同比+0.5pp/-10.9pp/+6.4pp/-5.4pp。白板纸为毛利率最优品类，同比提升，但文化纸、石膏护面纸等受需求疲软影响，叠加行业价格战导致盈利空间收窄，毛利率处于低位。

### 白卡纸单价2024年为近年来底部



### 2025H1白卡毛利率有所回升



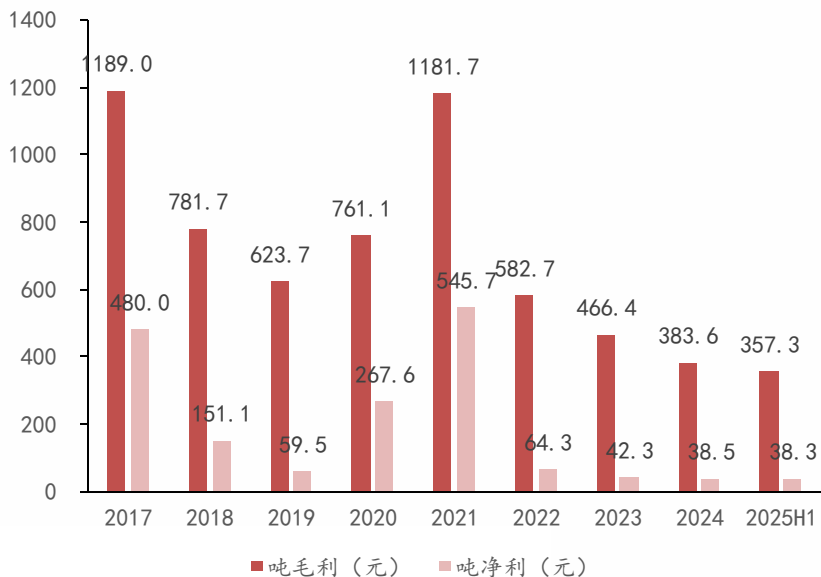
数据来源：公司公告，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

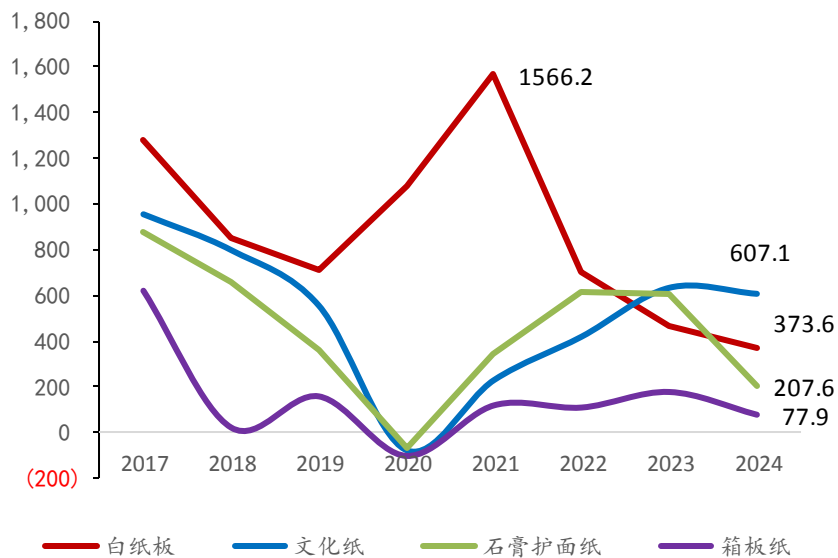
# 公司分析：吨盈利处于周期底部，产品盈利分化

□ **整体盈利处于行业周期底部。** 2024年机制纸整体吨毛利383.6元、吨净利38.5元，其中白纸板吨毛利373.6元，同比降92.7元，为核心盈利来源。2024年文化纸吨毛利607.1元（盈利最优，同比降26.4元）；2025年上半年整体吨毛利357.3元、吨净利38.3元。相较于17、21年吨盈利高点，公司盈利能力有充足改善空间。展望后续，木浆成本回落、纸价提价落地将有望推动吨盈利温和修复。

### 2017-2025H1公司整体吨毛利和吨净利



### 2017-2024年公司分产品吨毛利 (元/吨)



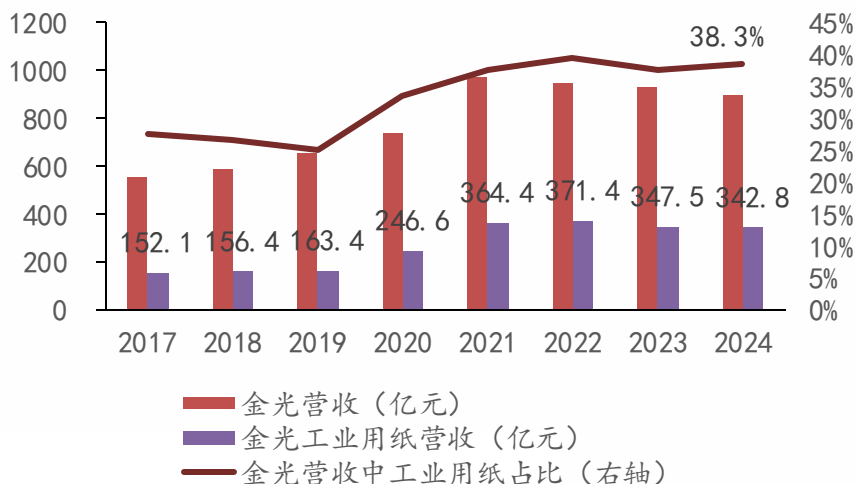
数据来源：公司公告，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

# 公司分析：金光赋能，产能整合后龙头优势进一步巩固

□ **金光纸业解决同业竞争承诺期限预计于2026年9月到期。**金光纸业（中国）投资有限公司于2020年9月底完成对博汇纸业的收购，根据2020年8月26日《要约收购报告书》中出具的《关于避免同业竞争的承诺函》，承诺在收购完成后6年内（即2026年9月底）逐步解决与博汇纸业的同业竞争问题。收购人金光投资主营纸浆、文化用纸、白板纸、生活用纸等业务板块，旗下涉及的白板纸同业竞争的工厂包括宁波亚洲浆、广西金桂浆（合计约385万吨），宁波中华62万吨产能已通过设备淘汰+上市公司采购完成整合。若金光纸业的白卡纸产能顺利注入，博汇纸业的白卡产能有望达到约600万吨，龙头优势进一步巩固。

## 金光约38%收入为工业用纸



表：金光（APP）除博汇外白卡纸产能约385万吨

品种	企业	产能（万吨/年）	产品类型
浆	海南金海浆纸	180	化学漂白硫酸盐桉木浆
	广西金桂浆纸	150	化机浆
	宁波亚洲浆纸	30	化机浆
工业用纸	广西金桂浆纸	210	高档白卡纸、食品卡、烟卡
	宁波亚洲浆纸	175	高档涂布白卡、铜版卡、烟卡
文化用纸	江苏金东纸业	200	铜版纸、双胶纸
	金华盛纸业	80	双胶纸、无碳复写纸

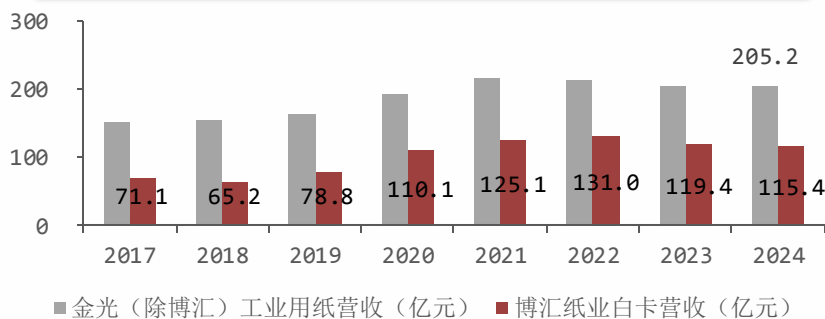
数据来源：卓创资讯、金光纸业评级报告，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

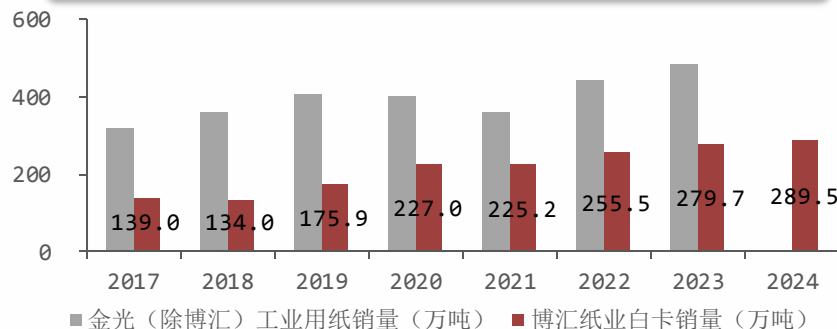
# 公司分析：金光吨毛利领先，整合后有望带动博汇盈利上行

- 金光纸业凭借林浆纸一体化布局与印尼低成本浆源优势，工业用纸吨毛利长期领先博汇纸业，叠加管理与供应链协同效应，其吨盈利水平显著更优；自2020年完成收购整合以来，金光赋能下，逐步推动博汇降本增效与产品结构升级，后续随着同业竞争解决带来的产能整合、印尼低成本浆线供应落地，以及高附加值产品占比提升，博汇纸业吨毛利与吨净利有望持续修复，盈利弹性将进一步释放。

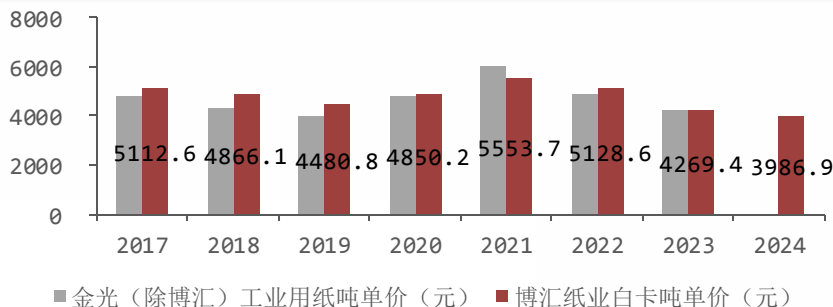
金光（除博汇）工业用纸24年收入205亿元



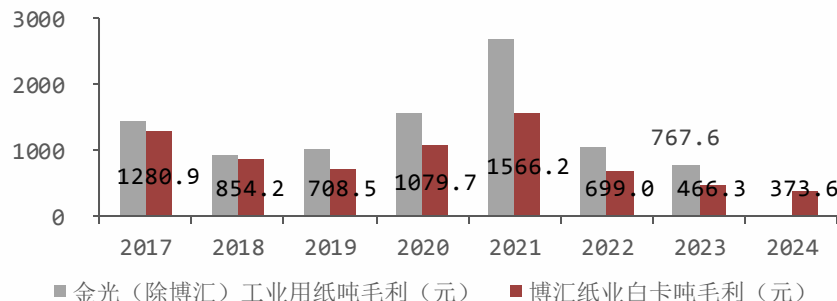
金光（除博汇）工业用纸23年销量485万吨



金光（除博汇）工业用纸23年单价与博汇基本持平



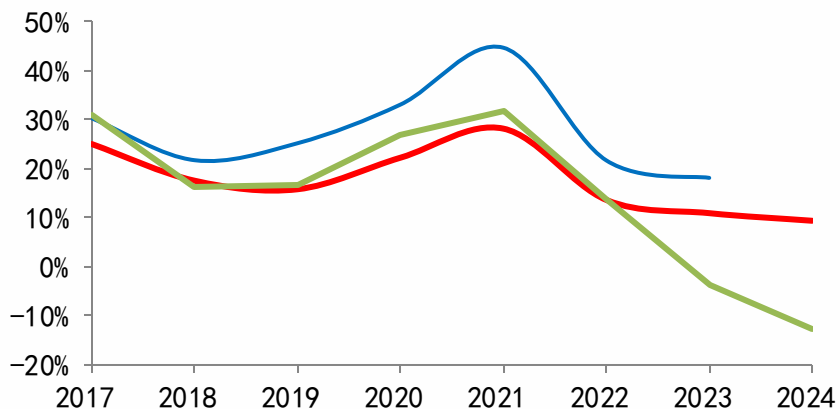
金光（除博汇）工业用纸吨毛利较博汇高



## 公司分析：公司毛利率优于行业平均，管理优势凸显

- 尽管近年来白卡纸行业受供需失衡影响陷入普遍亏损，但博汇纸业凭借金光集团赋能的多重核心优势实现逆势盈利，浆纸一体化布局凸显成本优势，山东与江苏基地配套化机浆产能，有效对冲木浆价格波动压力。拆分成本来看，2024年博汇单吨白卡纸成本为3613元，原材料/累计折旧/人工成本/能源动力/运费/其他制造费用分别为2421/154/86/688/142/122元，其中原材料价格、人工成本、运费等呈下降趋势。

### 博汇白卡纸毛利率优于行业平均



表：博汇白卡纸单吨生产成本拆分（元/吨）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
原材料	2861	2991	2791	2562	2385	2984	2509	2421
累计折旧	264	262	217	199	212	215	160	154
人工成本	54	67	84	65	97	112	98	86
能源动力	555	591	619	645	927	826	777	688
运费				213	276	236	182	142
其他制造费用	98	102	61	86	91	74	76	122

— 金光（除博汇）白卡毛利率 — 博汇纸业白卡毛利率  
— 晨鸣纸业白卡毛利率

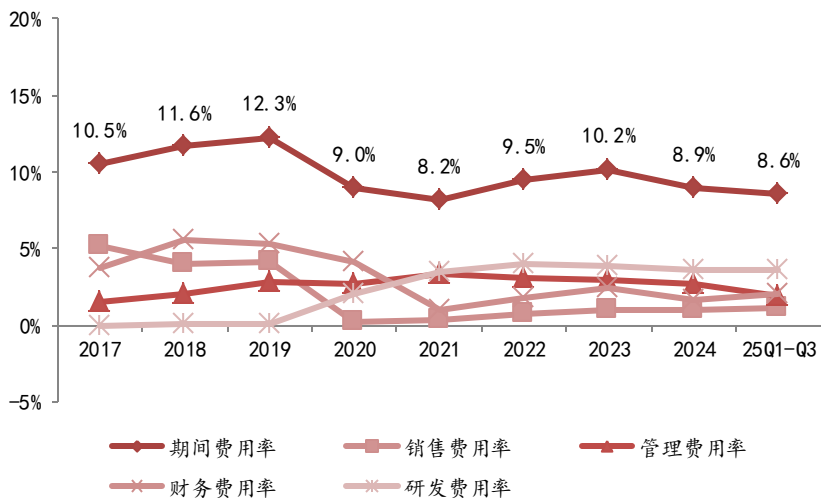
数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

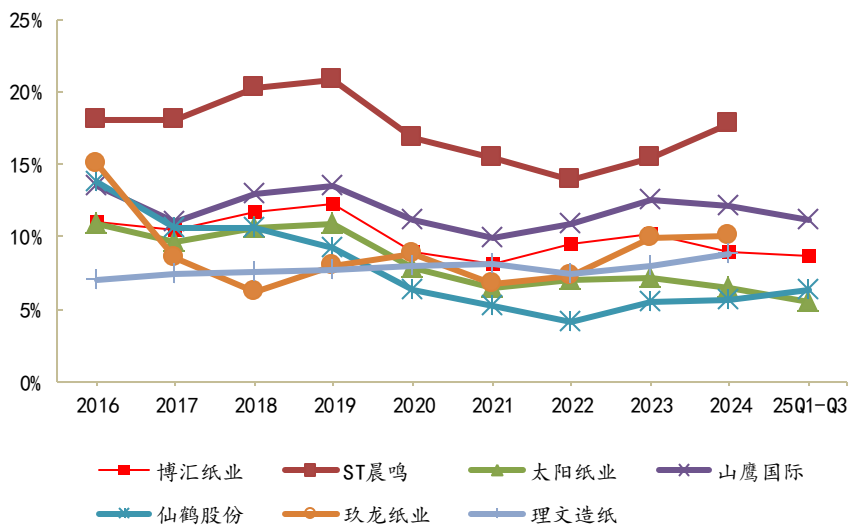
# 公司分析：费用结构延续优化趋势，降本增效逐步兑现

- 费用结构延续优化趋势，降本增效成效逐步兑现。** 博汇纸业期间费用率2025Q1-Q3为8.6%，同比-0.9pp，其中报告期内公司通过组织架构精简、生产流程数字化改造及废弃物处理工艺升级，实现管理端冗余支出的有效下降，叠加规模效应下固定费用分摊比例降低，推动管理费用率同比降幅居各费用之首。
- 横向对比造纸同业，公司费用率处于中等水位，财务费用与销售费用仍存下降空间，** 后续伴随浆纸一体化推进与出口渠道成熟，费用管控有望进一步精细化。

2017-2025Q3博汇期间费用率



期间费用率博汇处于行业中等分位



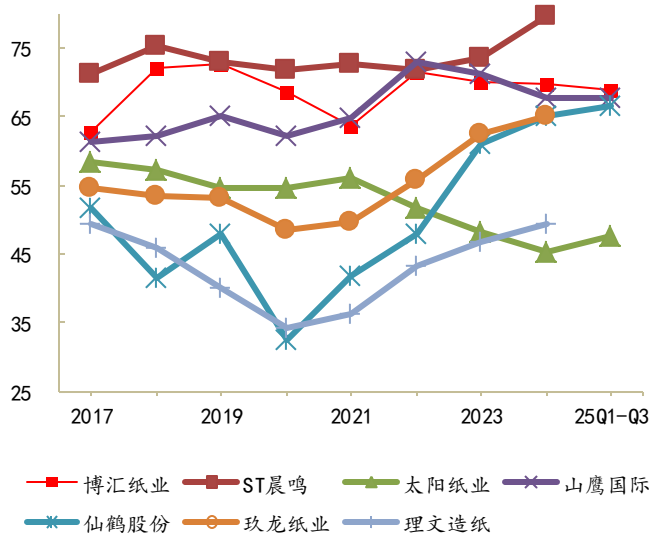
数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

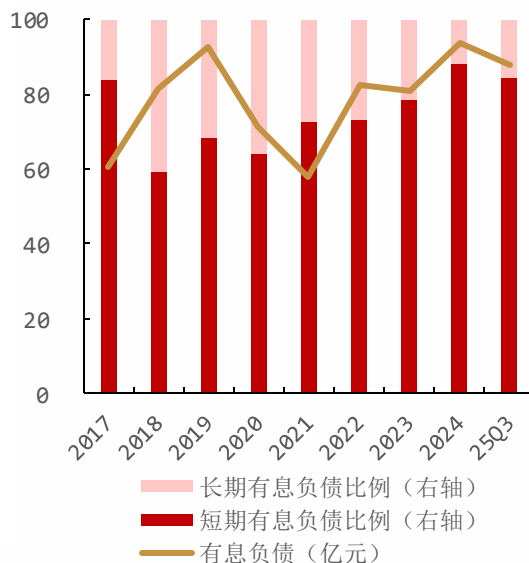
# 公司分析：资产负债率小幅回落，利息支出相对可控

- 2025Q3公司资产负债率为69%，同比小幅回落2.1pp，其中有息负债规模为87.8亿元，同比下降19.4%。同时通过置换高息短期借款、新增长期项目贷款，债务期限结构改善，短期有息负债占比同比下降4pp。公司与银行等金融机构合作稳定，存量债务利率未出现明显波动，使得利息支出保持刚性且整体平稳，资本成本逐步回落，2024年有息负债增加，资本成本下降，实际利息支出可控。

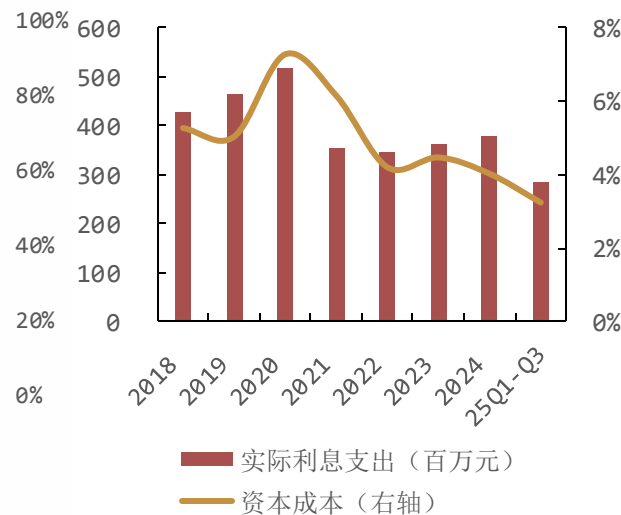
### 博汇资产负债率（%）25Q3同比小幅回落



### 债务期限结构改善



### 实际利息支出相对可控



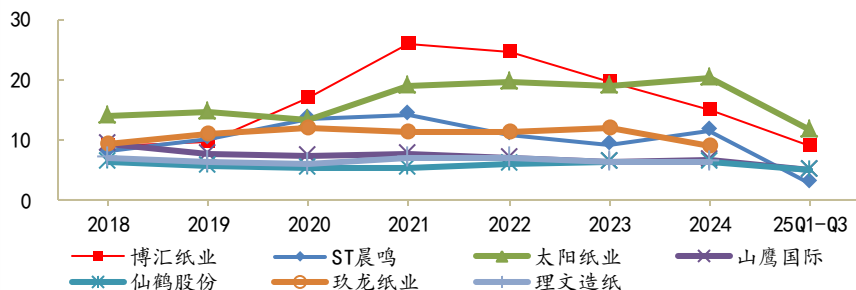
数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

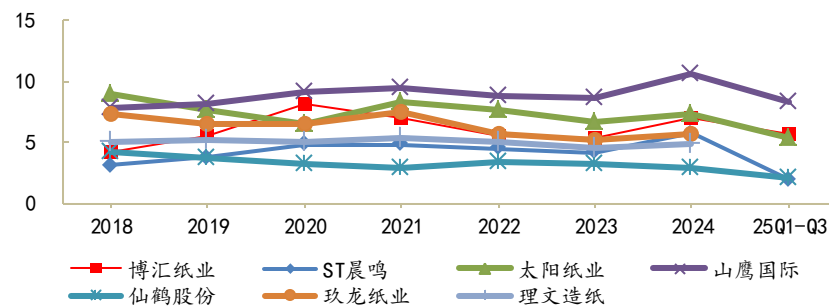
# 公司分析：营运能力行业较优，现金流质量良好

- 公司存货周转与资产运营效率适配行业周期特征，处于行业较优水平，2025年Q1-Q3应收账款周转率同比回落3.4pp，存货周转率同比提升0.7pp，固定资产周转率同比持平。应收账款周转率回落我们判断主要系公司为扩大市场份额，在低迷的市场环境下给予经销商一定的资金支持（截至Q3应收款项17.1亿，同比+45.3%）。现金流质量表现良好，经营活动现金流净额达22.8亿元，同比+1537.1%，主要得益于销售回款改善与采购成本优化，经营现金流对债务偿付的覆盖能力较强，具备周期底部现金流的稳健性优势。

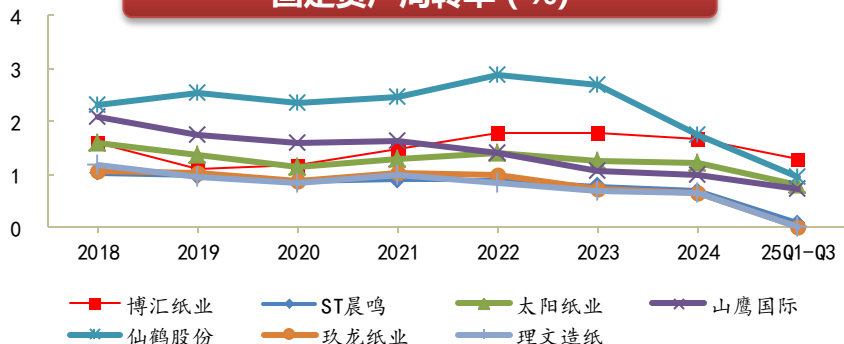
### 应收账款周转率 (%)



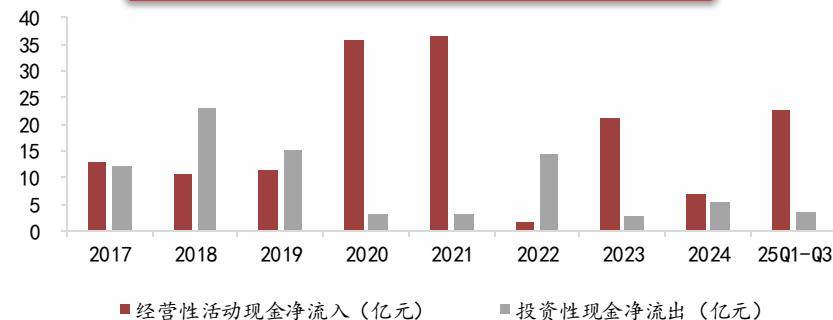
### 存货周转率 (%)



### 固定资产周转率 (%)



### 现金流质量良好



# 目 录

---

◆ **公司概况：深耕白卡，盈利迎拐点**

◆ **行业分析：周期筑底，边际改善**

◆ **公司分析：金光赋能，龙头新生**

◆ **盈利预测与估值**

# 盈利预测与估值

## 关键假设：

- 假设1：伴随内需温和复苏、出口持续放量、高端产品拓展及行业整合优化供需，白纸板行业价格在龙头提价下触底回升，销量稳健增长，2025-2027年白纸板吨均价为3950元、4200元、4300元，销量增速分别为3%、3%、5%。
- 假设2：公司聚焦差异化文化纸产品，差异化产品占比持续提升，对冲传统文化纸需求下滑影响，2025-2027年收入增速分别为2%、5%、5%。
- 假设3：考虑限产保价下白纸板价格企稳，技改后高端品类竞争力强，白纸板吨盈利有望回升，假设2025-2027年白纸板毛利率分别为11%、13%、14%。
- 基于以上假设，我们预测公司2025-2027年分业务收入成本如下表：

表：分业务收入及毛利率

百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
合计				
营业收入	18930.4	19249.4	20675.0	22024.9
yoy	1.3%	1.7%	7.4%	6.5%
毛利率	9.6%	9.2%	10.8%	11.5%
白纸板				
营业收入	11542.2	11778.3	12899.5	13866.9
yoy	-3.3%	2.0%	9.5%	7.5%
毛利率	9.4%	11.0%	13.0%	14.0%
销量(万吨)	289.5	298.2	307.1	322.5
yoy	3.5%	3.0%	3.0%	5.0%
单价(元/吨)	3987.0	3950.0	4200.0	4300.0
文化纸收入	4741.4	4836.2	5078.0	5331.9
yoy	11.7%	2.0%	5.0%	5.0%
箱板纸收入	1630.3	1467.2	1393.9	1324.2
yoy	-11.0%	-10.0%	-5.0%	-5.0%
石膏护面收入	595.2	535.7	482.1	433.9
yoy	27.8%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
其他	421.3	631.9	821.5	1068.0
yoy	101.5%	50.0%	30.0%	30.0%

# 盈利预测与估值

□ **盈利预测与估值**：预计2025-2027年净利润分别为1.86、4.08、5.51亿元，对应PE分别为54倍、25倍、18倍。考虑到公司白卡纸业务量价利稳步提升、浆纸一体化深化构筑成本壁垒，叠加金光集团协同赋能释放业绩弹性，行业供需格局改善下龙头定价权增强，给予“买入”评级。

表：盈利预测与估值

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	18930.39	19249.39	20675.02	22024.93
增长率	1.27%	1.69%	7.41%	6.53%
归属母公司净利润（百万元）	175.82	185.84	408.20	551.13
增长率	-3.31%	5.70%	119.65%	35.02%
每股收益EPS（元）	0.13	0.14	0.31	0.41
净资产收益率ROE	2.59%	2.67%	5.56%	7.04%
PE	57	54	25	18
PB	1.47	1.44	1.36	1.28

数据来源：Wind，数据截至2025年2月6日，西南证券

股价表现



**风险提示**：行业竞争加剧的风险；原材料成本大幅波动的风险；终端需求恢复不及预期的风险；产能释放超预期的风险。



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：蔡欣  
执业证号：S1250517080002  
电话：023-67511807  
邮箱：cxin@swsc.com.cn

分析师：沈琪  
执业证号：S1250525070006  
电话：023-67506873  
邮箱：shenq@swsc.com.cn

## 西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上 持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间 中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间 回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业 评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上 跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间 弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



# 西南证券研究院

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部 经理、上海销售主管	18621310081	jsf@swsc.com.cn	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyyf@swsc.com.cn	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	张方毅	销售岗	15821376156	zfyi@swsc.com.cn				
	李杨	北京销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	张鑫	销售岗	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn				
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	txl@swsc.com.cn	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn