

公司研究 | 点评报告 | 博汇纸业 (600966.SH)

博汇纸业 2025A&2026Q1 点评： 年度销量目标达成，季度业绩环比改善

报告要点

公司 2025 年实现营收/归母净利润/扣非净利润 191.58/1.55/1.20 亿元，同比+1%/-12%/-19%；
2025Q4 实现营收/归母净利润/扣非净利润 47.07/0.34/0.32 亿元，同比-5%/+28%/+13%；
2026Q1 实现营收/归母净利润/扣非净利润 44.60/0.55/0.51 亿元，同比-2%/+4%/-2%。

分析师及联系人



蔡方羿

SAC: S0490516060001

SFC: BUV463



仲敏丽

SAC: S0490522050001

博汇纸业 (600966.SH)

2026-04-27

博汇纸业 2025A&2026Q1 点评： 年度销量目标达成，季度业绩环比改善

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司 2025 年实现营收/归母净利润/扣非净利润 191.58/1.55/1.20 亿元，同比+1%/-12%/-19%；2025Q4 实现营收/归母净利润/扣非净利润 47.07/0.34/0.32 亿元，同比-5%/+28%/+13%；2026Q1 实现营收/归母净利润/扣非净利润 44.60/0.55/0.51 亿元，同比-2%/+4%/-2%。

事件评论

- **2025A:** 公司全年总销量 479 万吨 (同比+5%)，高于员工持股计划要求的考核目标 470 万吨，其中白纸板、文化纸、石膏护面纸销量实现同比增长，箱板纸销量同比小幅下降，总销量增长带动总营收同比微增，受到 2025 年各纸品新产能投产及头部企业复产等影响，供给压力较大，各品类纸价同比均出现下降。另外，2025 年公司外销收入同增 36%，收入占比达 21%，公司通过持续加大外销助推收入增长。

分品种看，2025 年 1) 白纸板产品实现收入 118.02 亿元，同比+2.25%，销量 307.90 万吨，同比+6.36%，吨收入 3833 元，同比-3.86%，毛利率 11.33%，同比+1.96pct；2) 文化纸产品实现收入 47.76 亿元，同比+0.74%，销量 104.35 万吨，同比+6.70%，吨收入 4577 元，同比-5.58%，毛利率 8.21%，同比-4.31pct；3) 石膏护面纸产品实现收入 5.81 亿元，同比-2.33%，销量 17.32 万吨，同比+6.32%，吨收入 3357 元，同比-8.13%，毛利率 2.47%，同比-3.21pct；4) 箱板纸产品实现收入 14.54 亿元，同比-10.83%，销量 49.64 万吨，同比-5.68%，吨收入 2929 元，同比-5.46%，毛利率 3.11%，同比+0.59pct。

- **2025Q4&2026Q1:** 归母净利润两个季度环比改善。从 2025Q4 来看，预估整体销量环比持平，白卡纸和文化纸吨盈利环比略有改善，箱板纸仍处于亏损；从 2026Q1 来看，预估整体销量环比下降，但白卡纸吨盈利环比继续改善，箱板纸仍处亏损但亏损预估收窄。
- **期间费用率表现整体稳中有降。** 2025 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.1%/2.0%/3.5%/1.9%，同比+0.1/-0.7/-0.03/+0.3pct；2025Q4 公司四项期间费用率分别为 1.2%/2.4%/3.5%/1.7%，同比+0.2/-0.2/+0.05/+1.2pcts；2026Q1 公司四项期间费用率分别为 1.3%/2.2%/2.5%/2.4%，同比+0.2/+0.4/-1.3/+0.3pcts。
- **后续展望:** 进入二季度传统淡季以来，各纸品价格均有小幅下跌，盈利水平预估有待改善。造纸大周期目前处于底部，双胶纸、白卡纸行业毛利率均为负，公司凭借浆纸一体化和本增效实现微利，但箱板瓦楞纸产品仍亏损，当前博汇平均吨盈利预估小几十元，较历史吨盈利中枢弹性较大，中期看好造纸供需平衡表修复和成本推动的浆纸价格进入新一轮上涨周期，带动纸品价格和盈利提升，同时公司也在推进产能升级改造，规划年产 9.5 万吨化学木浆技改项目扩建至 32 万吨产能，原料保障能力与成本竞争力将进一步增强。此外，2020 年金光纸业 (中国) 并购博汇纸业，并承诺 2026 年解决同业竞争问题 (白纸板资产出现同业竞争)，需观察后续进程。预计 2026-2028 年公司归母净利润为 3.0、3.7、4.4 亿元，对应 PE 为 27、22、19X。

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)	6.13
总股本(万股)	133,684
流通A股/B股(万股)	133,684/0
每股净资产(元)	5.60
近12月最高/最低价(元)	8.98/4.24

注：股价为 2026 年 4 月 24 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 2025Q3 点评：降本增效带动盈利环比提升，期待旺季需求改善》2025-11-07
- 《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》2025-09-04
- 《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


 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)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	19158	20233	21498	22744	货币资金	2325	2000	2000	2000
营业成本	17324	18069	19167	20240	交易性金融资产	26	26	26	26
毛利	1834	2163	2331	2504	应收账款	1658	1652	1808	1885
%营业收入	10%	11%	11%	11%	存货	2250	2346	2489	2628
营业税金及附加	66	71	75	80	预付账款	345	360	382	403
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	936	936	944	949
销售费用	213	223	236	250	流动资产合计	7541	7320	7649	7891
%营业收入	1%	1%	1%	1%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	390	425	451	478	投资性房地产	170	160	150	141
%营业收入	2%	2%	2%	2%	固定资产合计	10807	12233	13608	15234
研发费用	676	749	795	842	无形资产	350	372	394	416
%营业收入	4%	4%	4%	4%	商誉	0	0	0	0
财务费用	372	313	313	309	递延所得税资产	212	212	212	212
%营业收入	2%	2%	1%	1%	其他非流动资产	2414	2914	3414	3914
加：资产减值损失	-57	0	0	0	资产总计	21494	23211	25428	27807
信用减值损失	-5	0	0	0	短期贷款	5917	5817	5814	5656
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	1964	2049	2173	2295
投资收益	-18	-30	-32	-34	预收账款	0	0	0	0
营业利润	180	353	427	512	应付职工薪酬	140	147	155	164
%营业收入	1%	2%	2%	2%	应交税费	33	34	37	39
营业外收支	5	5	7	10	其他流动负债	3876	3973	4115	4254
利润总额	185	358	434	522	流动负债合计	11930	12019	12294	12407
%营业收入	1%	2%	2%	2%	长期借款	1229	1229	1229	1229
所得税费用	29	56	68	82	应付债券	0	0	0	0
净利润	155	302	366	440	递延所得税负债	111	111	111	111
归属于母公司所有者的净利润	155	302	366	440	其他非流动负债	805	805	805	805
少数股东损益	0	0	0	0	负债合计	14074	14164	14438	14552
EPS (元)	0.12	0.23	0.27	0.33	归属于母公司所有者权益	7419	9047	10989	13256
					少数股东权益	0	0	0	0
					股东权益	7419	9047	10989	13256
					负债及股东权益	21494	23211	25428	27807
现金流量表 (百万元)									
	2025A	2026E	2027E	2028E	基本指标				
经营活动现金流净额	2065	1484	1409	1560		2025A	2026E	2027E	2028E
取得投资收益收回现金	0	-30	-32	-34	每股收益	0.12	0.23	0.27	0.33
长期股权投资	0	0	0	0	每股经营现金流	1.54	1.11	1.05	1.17
资本性支出	650	-841	-541	-541	市盈率	58.72	27.18	22.42	18.63
其他	-1133	-495	-493	-490	市净率	1.23	0.91	0.75	0.62
投资活动现金流净额	-483	-1367	-1067	-1065	EV/EBITDA	12.12	10.42	9.89	9.27
债券融资	0	0	0	0	总资产收益率	0.7%	1.3%	1.4%	1.6%
股权融资	0	0	0	0	净资产收益率	2.1%	3.3%	3.3%	3.3%
银行贷款增加 (减少)	-77	-100	-3	-158	净利率	0.8%	1.5%	1.7%	1.9%
筹资成本	-339	-342	-340	-336	资产负债率	65.5%	61.0%	56.8%	52.3%
其他	-1297	0	0	0	总资产周转率	0.89	0.87	0.85	0.82
筹资活动现金流净额	-1712	-442	-343	-494					
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-130	-325	0	0					

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。