

## 轻工制造

2026年04月28日

## 博汇纸业 (600966)

——生产效率持续提升，海外市场快速发力，静待行业供需改善

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2026年04月27日

收盘价(元) 6.20  
 一年内最高/最低(元) 8.98/4.24  
 市净率 1.1  
 股息率(分红/股价) 0.46  
 流通A股市值(百万元) 8,288  
 上证指数/深证成指 4,086.34/14,995.75

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2026年03月31日

每股净资产(元) 5.60  
 资产负债率% 69.53  
 总股本/流通A股(百万) 1,337/1,337  
 流通B股/H股(百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003  
 tuyt@swsresearch.com  
 张海涛 A0230524080003  
 zhanght@swsresearch.com

联系人

张海涛 A0230524080003  
 zhanght@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司公布 2025 年报及 2026 年一季报，表现符合预期。** 1) **2025 年：**2025 年实现收入 191.58 亿元，同比增长 1.2%，归母净利润 1.55 亿元，同比下滑 11.6%，扣非净利润 1.20 亿元，同比下滑 18.8%；2025Q4 单季收入 47.07 亿元，同比下滑 5.2%，归母净利润 0.34 亿元，同比增长 27.7%，扣非净利润 0.32 亿元，同比增长 12.6%；2) **2026 年一季报：**2026Q1 单季收入 44.60 亿元，同比下滑 2.3%，归母净利润 0.55 亿元，同比增长 3.7%，扣非净利润 0.51 亿元，同比下滑 1.8%。
- **收入端：生产效率不断提升，出口发力效果显著。** 1) **分产品看：**2025 年公司白卡纸/文化纸/石膏护面纸/箱板纸分别实现收入 118.02/47.76/5.81/14.54 亿元，分别同比 +2.3%/+0.7%/-2.3%/-10.8%，销量分别为 307.90/104.35/17.32/49.64 万吨，分别同比 +6.4%/+6.7%/+6.3%/-5.7%，虽然公司没有新增产能投放，但白卡纸、文化纸及石膏护面纸销量仍实现大个位数增长，主要得益于运营效率的提升。2) **分区域看：**2025 年公司国内、海外分别实现收入 145.87/40.27 亿元，分别同比 -6.2%/+36.1%，公司不断完善 FSC、ISEGA 等国际认证体系，持续拓展海外优质客户，实施“2+X”产品战略，聚焦白纸板、文化纸，大力推广高附加值差异化产品，精准契合海外“以纸代塑”与食品级安全升级需求。
- **利润端：差异化产品占比提升，持续降本增效。**公司 2025 年毛利率、净利率分别为 9.6%、0.8%，分别同比基本持平、-0.1pct，2025 年因库存设备等因素计提减值 5673 万元，还原后的经营性利润表现稳健，2026Q1 毛利率、净利率为 9.2%、1.2%，分别同比 -0.4pct、+0.1pct。虽然行业外部环境压力较大，公司积极精益管理，构建差异化、高附加值产品矩阵，对冲 beta 影响。此外费用管控效果显著，2025 年、2026Q1 期间费用率为 8.6%、8.4%，分别同比 -0.3pct、-0.5pct，助力经营性利润改善。
- **展望未来：行业资本开支尾声，公司完善产业链上游布局。**白卡纸、文化纸行业逐渐进入资本开支尾声，供需有望向上修复。箱板瓦楞纸得益于需求增长、进口纸和国内供给缩量，逐渐向上改善。公司白卡纸成本优势显著，有望受益行业 beta 改善。持续推动降本增效，规划扩建 32 万吨木浆产能，主要配套文化纸及箱板纸生产，助力两大产品盈利改善。
- **深耕白卡纸赛道，大股东 APP 充分赋能，精益管理降本增效，生产运营效率不断提升。**白卡纸行业资本开支尾声，供需有望迎来反转，公司充分受益。我们下调公司 2026 年归母净利润预测至 3.44 亿元（前值为 9.60 亿元，主要系白卡纸行业供需压力较大，吨纸盈利收缩明显），新增 2027-2028 年归母净利润预测 5.86/7.78 亿元，对应 2026-2028 年 PE 分别为 24/14/11X，考虑 2026 年为行业资本开支尾声，2027 年供需反转弹性有望释放，我们参考五洲特纸、中顺洁柔、山鹰国际 2027 年平均估值 15.4X，给予博汇纸业 2027 年 15.4X 估值，对应向上空间 9.2%，维持“增持”评级。
- **风险提示：终端消费力疲软，新增产能投放。**

财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	19,158	4,460	19,602	20,217	20,823
同比增长率(%)	1.2	-2.3	2.3	3.1	3.0
归母净利润(百万元)	155	55	344	586	778
同比增长率(%)	-11.6	3.8	121.2	70.2	32.9
每股收益(元/股)	0.12	0.04	0.26	0.44	0.58
毛利率(%)	9.6	9.2	10.0	10.9	11.7
ROE(%)	2.1	0.7	4.4	7.1	8.8
市盈率	53	24	24	14	11

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	18,930	19,158	19,602	20,217	20,823
其中：营业收入	18,930	19,158	19,602	20,217	20,823
减：营业成本	17,116	17,324	17,641	18,005	18,378
减：税金及附加	64	66	59	61	62
主营业务利润	1,750	1,768	1,902	2,151	2,383
减：销售费用	188	213	216	222	229
减：管理费用	517	390	392	404	416
减：研发费用	675	676	686	708	729
减：财务费用	313	372	342	279	255
经营性利润	57	117	266	538	754
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-13	-5	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-1	-57	0	0	0
加：投资收益及其他	136	125	132	142	152
营业利润	178	180	399	682	907
加：营业外净收入	28	5	6	6	6
利润总额	206	185	405	688	913
减：所得税	30	29	61	102	135
净利润	176	155	344	586	778
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	176	155	344	586	778

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。