

## 博汇纸业 (600966.SH)

## 买入 (首次评级)

### 存量产能持续提效，出口收入快速增长

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	18,930	19,158	19,847	20,351	20,973
增长率 yoy (%)	1.3	1.2	3.6	2.5	3.1
归母净利润 (百万元)	176	155	348	537	654
增长率 yoy (%)	-3.3	-11.6	123.7	54.5	21.8
ROE (%)	2.6	2.1	4.5	6.5	7.5
EPS 最新摊薄 (元)	0.13	0.12	0.26	0.40	0.49
P/E (倍)	44.7	50.6	22.6	14.6	12.0
P/B (倍)	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

**事件：**公司发布 2025 年报及 2026 年一季报，2025 年及 2026 年一季度分别实现收入 191.58/44.60 亿元，同比变动+1.20%/-2.27%；实现归母净利润 1.55/0.55 亿元，同比变动-11.56%/+3.75%，实现扣非后归母净利润 1.20/0.51 亿元，同比下滑 18.80%/1.85%，基本每股收益 0.12/0.04 元。

**2025 年推进存量产能提效，产销持续增长。**分业务看，2025 年白纸板收入 118.02 亿元，同比增长 2.25%，销量同比增长 6.36%至 307.90 万吨，文化纸/箱板纸收入 47.76/14.54 亿元，同比变动+0.74/-10.83%，销量同比变动+6.70%/-5.68%至 104.35/49.64 万吨，公司两大生产基地持续推进存量产能精益提效，主要生产线运行质量与单机效能不断提高，2025 年机制纸产销量同比增长 7.70%/5.04%。

**2025 年毛利率略降，2026 年 Q1 净利率回升。**2025 年白纸板/文化纸/箱板纸毛利率同比变动+1.96/-4.31/+0.59 个 pct 至 11.33%/8.21%/3.11%，产品端公司持续加快产品结构高端化升级，加大高附加值产品研发与市场拓展，成本端优化纤维结构、提升能源利用效率、节降物流成本。期间费用率方面，销售费用率同比提升 0.12 个 pct 至 1.11%，管理费用率同比下降 0.69 个 pct 至 2.04%，研发费用率同比下降 0.04 个 pct 至 3.53%，财务费用率同比提升 0.29 个 pct 至 1.94%，综合影响下，公司归母净利率同比下降 0.12 个 pct 至 0.81%。2026 年 Q1 归母净利率回升至 1.24%，同比提升 0.07 个 pct。

**积极推进全球化布局，出口收入快速增长。**2025 年公司境外收入 40.27 亿元，同比增长 36.14%，毛利率同比提升 5.16 个 pct 至 17.25%，收入增速及利润水平显著优于境内。公司持续拓展海外优质客户，聚焦白纸板、文化纸核心品类，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，并不断完善 FSC、ISEGA 等国际认证体系，认证产品外销规模大幅增长。

**首次覆盖，给予买入评级。**我们选取主营产品相近的五洲特纸、冠豪高新作为可比公司。参考可比公司 2026 年平均 PE17.1X，我们预计公司 2026-2028 年 EPS 为 0.26、0.40、0.49 元，对应当前股价 PE 分别为 22.6、14.6、12.0 倍，首次覆盖给予买入评级。

**风险提示：**成本大幅波动风险，下游需求不及预期风险，行业产能扩张风险，汇率大幅波动风险。

#### 股票信息

行业	轻工制造
2026 年 05 月 25 日收盘价(元)	5.91
总市值 (百万元)	7,900.75
流通市值 (百万元)	7,900.75
总股本 (百万股)	1,336.84
流通股本 (百万股)	1,336.84
近 3 月日均成交额(百万元)	131.10

#### 作者



分析师 郭庆龙

SAC: S1070525120002

邮箱: guoqinglong@cgws.com



分析师 王文杰

SAC: S1070525120003

邮箱: wangwenjie2@cgws.com

#### 相关研究

图表1: 可比公司估值情况 (截至 2026.05.22)

股票代码	股票简称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			EPS (元)			PE (倍)		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
605007.SH	五洲特纸	68	102.60	112.87	119.64	0.92	1.21	1.44	15.6	11.8	9.9
600433.SH	冠豪高新	76	79.85	84.08	86.55	0.23	0.21	0.14	18.5	21.0	30.7
	平均值								17.1	16.4	20.3

资料来源: wind, 长城证券产业金融研究院; 注: 五洲特纸、冠豪高新采取 wind 一致预测数据

## 财务报表和主要财务比率

### 资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	8503	7541	7626	8378	9617
现金	3051	2325	2409	2988	4149
应收票据及应收账款	1452	1668	1695	1754	1801
其他应收款	114	83	83	87	88
预付账款	430	345	351	363	373
存货	2419	2250	2219	2317	2338
其他流动资产	1036	869	869	869	869
<b>非流动资产</b>	13966	13953	13362	12711	12026
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	11478	10807	11260	11129	10702
无形资产	329	350	361	366	366
其他非流动资产	2159	2796	1740	1216	958
<b>资产总计</b>	22469	21494	20988	21089	21643
<b>流动负债</b>	13436	11930	11114	10812	10946
短期借款	6150	5917	6408	5917	5917
应付票据及应付账款	4347	3810	3796	3924	3998
其他流动负债	2939	2203	910	971	1031
<b>非流动负债</b>	2233	2144	2138	2073	1947
长期借款	1072	1229	1223	1157	1031
其他非流动负债	1161	916	916	916	916
<b>负债合计</b>	15669	14074	13252	12885	12893
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1337	1337	1337	1337	1337
资本公积	1333	818	818	818	818
留存收益	5143	5263	5541	5971	6495
归属母公司股东权益	6800	7419	7736	8204	8750
<b>负债和股东权益</b>	22469	21494	20988	21089	21643

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	695	2065	1359	1606	1778
净利润	176	155	348	537	654
折旧摊销	813	776	713	768	799
财务费用	313	372	295	329	310
投资损失	29	18	32	27	27
营运资金变动	-717	660	-23	-51	-14
其他经营现金流	81	83	-6	-4	3
<b>投资活动现金流</b>	-543	-483	-142	-131	-134
资本支出	549	483	122	117	114
长期投资	7	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	-20	-14	-21
<b>筹资活动现金流</b>	-528	-1712	-1625	-404	-483
短期借款	1321	-233	491	-491	0
长期借款	-683	157	-6	-66	-126
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-515	0	0	0
其他筹资现金流	-1167	-1120	-2110	153	-357
<b>现金净增加额</b>	-371	-129	-407	1070	1160

### 利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	18930	19158	19847	20351	20973
营业成本	17116	17324	17875	18142	18617
营业税金及附加	64	66	68	70	72
销售费用	188	213	208	204	199
管理费用	517	390	397	397	398
研发费用	675	676	695	712	734
财务费用	313	372	295	329	310
资产和信用减值损失	-14	-62	-6	-9	-9
其他收益	165	143	129	159	149
公允价值变动收益	-4	-0	-4	-2	-3
投资净收益	-29	-18	-32	-27	-27
资产处置收益	1	2	16	16	9
<b>营业利润</b>	178	180	411	633	762
营业外收入	32	12	23	23	23
营业外支出	4	7	25	25	15
<b>利润总额</b>	206	185	409	632	770
所得税	30	29	61	95	115
<b>净利润</b>	176	155	348	537	654
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	176	155	348	537	654
EBITDA	1327	1206	1399	1669	1807
EPS (元/股)	0.13	0.12	0.26	0.40	0.49

### 主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	1.3	1.2	3.6	2.5	3.1
营业利润 (%)	-30.5	1.3	128.4	54.1	20.3
归属母公司净利润 (%)	-3.3	-11.6	123.7	54.5	21.8
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	9.6	9.6	9.9	10.9	11.2
净利率 (%)	0.9	0.8	1.8	2.6	3.1
ROE (%)	2.6	2.1	4.5	6.5	7.5
ROIC (%)	2.6	2.1	3.5	4.7	5.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	69.7	65.5	63.1	61.1	59.6
净负债比率 (%)	106.9	97.0	81.5	63.8	45.8
流动比率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	15.2	12.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	6.9	8.7	18.2	0.0	0.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.13	0.12	0.26	0.40	0.49
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.52	1.54	1.02	1.20	1.33
每股净资产 (最新摊薄)	5.09	5.55	5.79	6.14	6.55
<b>估值比率</b>					
P/E	44.7	50.6	22.6	14.6	12.0
P/B	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	11.4	12.5	10.1	7.8	6.6

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

## 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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或向他人作出邀请。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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深300指数			

## 长城证券产业金融研究院

### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层  
邮编：518033  
传真：86-755-83516207

### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层  
邮编：200126  
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

### 北京

地址：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层  
邮编：100031  
传真：86-10-88366686