

白卡纸领军地位稳固，盈利弹性有望加速释放

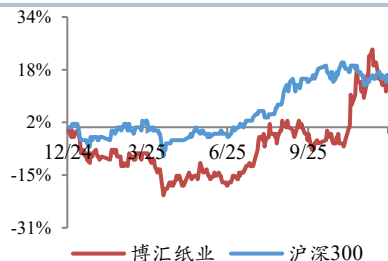
投资评级：买入

首次覆盖

报告日期：2025-12-22

收盘价 (元)	6.14
近 12 个月最高/最低 (元)	6.49/4.02
总股本 (百万股)	1,337
流通股本 (百万股)	1,337
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	82
流通市值 (亿元)	82

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucal@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

主要观点：

● 概况：国内白卡行业领军企业，业绩稳健增长

博汇纸业成立于 1994 年，2020 年公司被金光集团 APP（中国）收购，成为其旗下唯一 A 股上市平台。多年来，公司致力于打造全球白纸板行业领军企业，旗下白纸板已拓展出食品卡、烟卡、白卡、铜卡、白板等多系列。公司在全力推动纸及纸板产品质量与创新水平提升的同时，加速产品转型升级，进一步加大高附加值、全能高端型白卡纸的推广力度，从普通造纸品种向高附加值的特种纸和新型纸板迈进。2004-2024 年，公司营业收入 CAGR 为 13.53%，归母净利润 CAGR 为 4.64%，公司业绩在周期波动中稳定提升。

● 行业：供需失衡趋势向好，有望周期底部反转

从行业整体来看，随着我国经济实力的增强以及造纸行业结构的转变，互为替代品的白板纸、白卡纸供需趋势出现背离。受政策方面影响，外废连续减少，浙江富阳地区造纸改造升级产能腾退，环保力度加大入市门槛增加，白板纸行业供应端减少。作为替代品，白卡纸需求呈增加态势，推动纸厂生产。由于两者在终端应用领域具有较高的重叠性，且销售渠道均以贸易商分销为主，因此通常两者的价格走势具有较明显的趋同性。供需方面，2022 年起，白卡纸出口持续提速，核心动力来自“海外供需缺口+RCEP 政策红利+国内产能过剩”三因素叠加。未来展望方面，2025 年 9 月起，白卡纸持续涨价，有望周期底部反转。白卡纸市场需求持续上涨，毛利率整体呈现回升趋势，白卡纸基本面向好。2026 年起，白卡纸仍存产能扩张规划，但均无明确投产时间，白卡纸价格有望脱离五年底部区间，进入震荡向上的修复通道，行业开工率和吨盈利有望进一步改善。

● 公司：APP 全方位赋能，强强联手领军优势巩固

金光纸业作为国内综合性造纸领先者，是林浆纸一体化先驱。截至 2023 年末，金光纸业拥有纸浆产能 515 万吨、各类纸产品产能 1470 万吨，实际生产纸浆 528 万吨、各类纸产品产量 1398 万吨。金光纸业在印尼与中国的林地资源持续扩张，全产业链优势显著。2020 年，金光纸业顺利收购博汇纸业，从原材料、研发和管理等多个维度赋能，优化资源配置，助力提质增效。近年来，博汇纸业不断加大研发支出投入，开发满足禁塑令下的替代需求的市场前景好、高环保、高附加值的产品，产品结构不断优化，重点布局液包和 FSC 产品。通过全面推进数智化转型，博汇纸业的生产与运营效率也得到显著提高。得益于 APP 在国际市场上的影响力，博汇纸业的出口战略稳步推进并取得亮眼成果。背靠 APP 资源禀赋，博汇纸业在原材料与能源方面的成本优势显著扩大，白卡吨盈显著高于市场。2025 年 9 月底，博汇纸业完成员工持股计划股份购买，此次员工持股计划彰显对行业和公司信心。此外，金光纸业正在积极推进解决同业竞争问题，若实现整合，博汇纸业盈利弹性有望加速释放。

● 盈利预测及投资建议

公司作为国内白卡纸头部企业，APP 全方位赋能下优势显著。随着下游需求好转，叠加高市场集中度下的议价权，白卡纸行业有望周期底部反转，叠加公司新增产能释放，公司盈利有望迎来底部反转。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 183.56/203.83/221.95 亿元，分别同比增长 -3%/11%/8.9%；归母净利润分别为 1.82/4.07/6.52 亿元，分别同比增长

3.7%/123%/60.2%，EPS 分别为 0.14/0.3/0.49 元，截至 2025 年 12 月 19 日，对应 PE 分别为 45.00/20.18/12.59 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

下游需求复苏不及预期的风险、原材料价格波动超预期的风险、投产节奏不及预期的风险、市场竞争加剧的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	18930	18356	20383	22195
收入同比（%）	1.3%	-3.0%	11.0%	8.9%
归属母公司净利润	176	182	407	652
净利润同比（%）	-3.3%	3.7%	123.0%	60.2%
毛利率（%）	9.6%	8.3%	9.2%	10.1%
ROE（%）	2.6%	2.6%	5.6%	8.4%
每股收益（元）	0.14	0.14	0.30	0.49
P/E	36.29	45.00	20.18	12.59
P/B	1.01	1.18	1.13	1.05
EV/EBITDA	9.81	9.34	7.36	5.88

资料来源：wind，华安证券研究所（以 2025 年 12 月 19 日收盘价计算）

正文目录

1 概况：国内白卡行业领军企业，业绩稳健增长	6
1.1 深耕白卡行业，多品类共同发展	6
1.2 股权结构集中稳定，激励计划充足有效	8
1.3 收入稳健增长，盈利向好趋势显现	9
2 行业：供需失衡趋势向好，有望周期底部反转	11
2.1 行业概况：消费升级和白板纸产能腾退，白卡纸供需增长	11
2.2 白卡纸供需：供过于求下，出口提速	13
2.3 白卡纸展望：新产能无明确投产时间，有望周期底部反转	15
3 公司：APP 全方位赋能，强强联手领先地位稳固	18
3.1 金光纸业：国内造纸领先者，林浆纸一体化先驱	18
3.2 博汇纸业：APP 全方位赋能，强强联手巩固白卡领先地位	21
3.3 解决同业竞争问题在即，盈利弹性有望加速释放	27
4 盈利预测及投资建议	29
5 风险提示	30

图表目录

图表 1 公司产品矩阵.....	6
图表 2 发展历程.....	7
图表 3 公司股权结构图（截至 2025Q3）.....	8
图表 4 公司核心管理团队.....	8
图表 5 历年员工持股计划.....	9
图表 6 2019-2025 前三季度公司营业收入及 YOY（亿元，%）.....	10
图表 7 2019-2025 前三季度公司归母净利润及 YOY（亿元，%）.....	10
图表 8 2019-2025H1 公司按产品拆分收入结构（亿元）.....	10
图表 9 2019-2025H1 公司分地区拆分收入结构（亿元）.....	10
图表 10 2019-2025 前三季度公司综合毛利率情况.....	11
图表 11 2019-2025H1 年公司分产品毛利率拆分.....	11
图表 12 2019-2025 前三季度公司费用率情况（%）.....	11
图表 13 2019-2025 前三季度公司归母净利率情况（%）.....	11
图表 14 白板纸分类.....	12
图表 15 白板纸和白卡纸产业链关系图.....	12
图表 16 白板纸和白卡纸的产量情况.....	12
图表 17 白板纸和白卡纸的表观需求量情况.....	12
图表 18 白板纸和白卡纸价格走势复盘.....	13
图表 19 白卡纸供需情况复盘.....	14
图表 20 2023 年白卡纸消费结构占比（%）.....	14
图表 21 2023 年分地区白卡纸消费占比（%）.....	14
图表 22 白板纸进出口数量及白卡纸出口依存度.....	15
图表 23 白板纸出口数量国别占比（%）.....	15
图表 24 2025 年白卡纸与白板纸价格走势（元/吨）.....	15
图表 25 2025 年 8-12 月纸厂调价表.....	15
图表 26 原材料木浆价格走势（元/吨）.....	16
图表 27 近五年白卡纸成本波动水平.....	16
图表 28 白卡纸开工负荷率（%）.....	16
图表 29 中国白卡纸月度企业库存天数（天）.....	16
图表 30 2025 年白卡纸成本及毛利率（按进口浆）.....	17
图表 31 2025 年白卡纸成本及毛利率（按部分国产浆）.....	17
图表 32 2019-2029E 年白卡纸新增产能（万吨）.....	17
图表 33 2024-2025 年白卡纸已投产及新增产能统计.....	17
图表 34 金光纸业发展历程图.....	18
图表 35 金光纸业收购博汇纸业时间表.....	18
图表 36 2017-2024 年金光纸业营业收入及 YOY（亿元，%）.....	19
图表 37 2017-2024 年金光纸业归母净利润及 YOY（亿元，%）.....	19
图表 38 2017-2024 年金光纸业毛利率（%）.....	19
图表 39 2017-2024 年金光纸业归母净利率（%）.....	19
图表 40 金光纸业主要产品情况.....	20

图表 41 金光纸业各产品营收（亿元）	20
图表 42 金光纸业各产品毛利率（%）	20
图表 43 金光纸业产能情况（万吨）	20
图表 44 金光纸业产量情况（万吨）	20
图表 45 金光纸业于国内经营和管理的林地（截至 2021 年 3 月）	21
图表 46 母公司 APP 林业资源分布	21
图表 47 母公司 APP 林业资源分布	21
图表 48 博汇纸业产能扩张历程	22
图表 49 2025 年博汇纸业技改项目	22
图表 50 博汇纸业研发费用与研发费用率（亿元，%）	23
图表 51 博汇纸业无菌液包纸	23
图表 52 博汇纸业“四轮驱动”管理模式	23
图表 53 博汇纸业部分数智化转型项目	23
图表 54 博汇纸业境外收入及 YOY（亿元，%）	24
图表 55 博汇纸业境外收入占比及境内外业务毛利率（%）	24
图表 56 博汇纸业成本构成（亿元）	24
图表 57 博汇纸业原材料与能源动力成本占比（%）	24
图表 58 博汇纸业原材料采购量（万吨）	25
图表 59 博汇纸业木浆采购来源分布（%）	25
图表 60 博汇纸业与金光纸业原材料采购情况（万元）	25
图表 61 博汇纸业白卡纸原材料成本与浆成本市场价（元）	26
图表 62 博汇纸业与金光纸业燃料和动力采购情况（万元）	26
图表 63 博汇白卡吨价 VS 行业吨价（元/吨）	27
图表 64 博汇白卡吨毛利 VS 行业吨毛利（元/吨）	27
图表 65 公司领航者员工持股计划	27
图表 66 公司奋斗者员工持股计划	27
图表 67 《关于避免同业竞争的承诺函》内容	28
图表 68 宁波中华、亚洲浆、金桂浆股权穿透图	28
图表 69 金光纸业与博汇纸业白卡纸业务情况	28
图表 70 博汇纸业产能计划	29
图表 71 盈利预测和估值（百万元）	30
图表 72 可比公司估值	30

1 概况：国内白卡行业领军企业，业绩稳健增长

1.1 深耕白卡行业，多品类共同发展

白卡行业领军企业，产品多维度拓展。山东博汇纸业股份有限公司成立于1994年，2004年在上交所成功上市，2020年9月以来，成为金光集团APP（中国）旗下唯一A股上市平台。公司在浆纸一体化的领域内，专注于研发、生产与销售，主要产品覆盖白纸板、文化纸、箱板纸和石膏护面纸。多年来，公司一直致力于成为全球白纸板行业的领导者，旗下白纸板已拓展出食品卡、烟卡、白卡、铜卡、白板等多系列。目前，公司拥有山东和江苏两个生产基地，在全力推动纸及纸板产品质量与创新水平提升的同时，加速产品转型升级，进一步加大高附加值、全能高端型白卡纸的推广力度，从普通造纸品种向高附加值的特种纸和新型纸板迈进。

图表 1 公司产品矩阵

主营产品	主要品牌	适用范围	产品优势
食品卡系列	博汇双面涂布食品卡 博汇中松纸杯原纸 博汇涂布纸杯原纸	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。	产品为多层结构，纤维层有3层，正面淀粉施胶1道，反面淀粉施胶1道。所有纤维原料均为纯木浆。通过QS认证，不添加荧光增白剂，满足单面或双面PE淋膜、模切、粘合等后加工包装要求，成型效果好，不变形。独特的抗水配方，抗热水边渗透性能优良。
烟卡系列	博汇王高档涂布烟卡（白芯单涂） 博汇王高档涂布烟卡（黄芯单涂） 博汇王彩纤防伪烟包白芯白卡	适用于各类凹印、胶印、复合转移等高档香烟的包装。	无荧光高松厚度烟包白卡，纸张松厚度高，采用独特的原纸彩纤防伪技术，防伪强度高。满足烟包各种印刷要求，后加工适应性好，满足各种上光、烫金等加工工艺要求。通过FSC/PEFC认证，符合中烟YQ系列标准。
白纸板	白卡系列	丹顶鹤双面涂布白卡 雄鹰双面涂布白卡 天鹅单面涂布高松白卡 博汇王吸塑专用白卡纸 朱雀特高松双面涂布白卡	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、卡书、贺卡、明信片、精密电子产品等各类中高档商品的包装。
	铜卡系列	博汇双面铜卡 博汇高松铜卡 欧尼卡名片卡专用	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。
	白板系列	云帆单面涂布本色白板纸 彩云双面涂布本色白板纸	100%原生纯木浆抄造，部分纤维使用进口原料，松厚度1.32cm³/g。亮度高，表面细腻，网点再现良好，着墨均匀，较佳的印刷光泽反差，层次感和清晰度高，减少油墨消耗，印品色彩亮丽，印刷效果优。
文化纸	胶板系列	天鹅高白胶版印刷纸 丹顶鹤高白胶版印刷纸 丹顶鹤白胶版印刷纸 丹顶鹤淋膜原纸 天鹅薄本纸 丹顶鹤薄本页 丹顶鹤静电复印纸	包含胶版印刷纸、淋膜纸、簿本纸、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。
箱板纸	牛卡系列	博汇精质牛卡纸、博汇AAA级牛卡纸、博汇AA	包含精质牛卡、AAA级牛卡、AA级牛卡、白面牛卡

	级牛卡纸、博汇白面牛卡	等，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。	刷效果好。同时因纸浆含量高，拥有耐破高、耐折次数高、柔韧性好等特点，后加工效率高，物理指标稳定，适用于各种档次的纸板纸箱印刷加工。
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，纸张强度好，各系列颜色稳定。
创新产品	近年来，公司推出无菌液包纸、集束包装纸	CBKB（适用于酸奶包装）、奶箱专用牛卡纸以及 EPP（无塑纸杯纸）等	高档次护面纸，强度高，颜色一致且不易褪色，粘接好，能满足不同石膏板厂的产品要求。

资料来源：公司公告、华安证券研究所

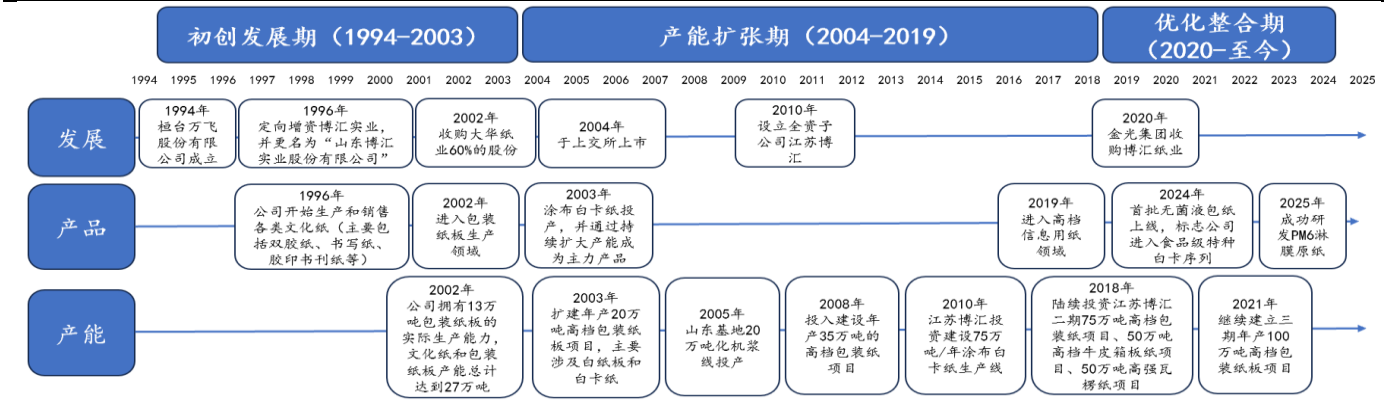
公司正式成立于 1994 年，依次经历初创发展期（1994-2003 年）、多品类拓展期（2004-2019 年）、优化整合期（2020-至今）三个阶段，从品类拓展、产能扩张、科技创新、低碳转型等多个方面都取得成就。

（1）初创发展期（1994-2003 年）：公司前身为桓台万飞股份有限公司，成立于 1994 年，主要负责经营家电类产品；1996 年，公司定向增资博汇实业，并更名为“山东博汇实业股份有限公司”，主营业务转变为生产和销售各类文化纸；2002 年 8 月，公司成功收购大华纸业 60% 的股权，进入包装纸板生产领域，使得公司拥有了 13 万吨包装纸板的实际生产能力，同时公司文化纸和包装纸板产能总计达到 27 万吨；2003 年，公司扩建年产 20 万吨高档包装纸板项目，主要涉及白纸板和白卡纸，在产品方面迈出重要一步。

（2）产能扩张期（2004-2019 年）：2004 年，公司于上交所上市，确立以白纸板为核心，布局文化纸、箱板纸、石膏护面纸的发展战略；2005 年 4 月，山东基地 20 万吨化机浆线投产，原料自给率实现大幅提升；2008 年，投入建设年产 35 万吨的高档包装纸项目，白纸板产能进一步增加；2010 年，全资子公司江苏博汇纸业有限公司成立，并在江苏大丰投资建设 75 万吨/年涂布白卡纸生产线；2018 年，公司陆续投资江苏博汇二期 75 万吨高档包装纸项目、50 万吨高档牛皮箱板纸项目、50 万吨高强瓦楞纸项目；2019 年投资年产 45 万吨高档信息用纸项目，纸品种类与产能持续扩张。

（3）优化整合期（2020-至今）：2020 年 9 月，金光集团（APP 中国）完成对公司的收购，成为控股股东，金光集团持有股本占公司总股本的 48.84%；收购以来，金光集团从研发、生产、销售、管理端对公司进行全方位赋能，并借助 APP 在林浆纸一体化方面的优势，强化原料保障，助力其降本增效；截至 2024 年 11 月，APP+博汇纸业的白卡纸产能占比超 30%。

图表 2 发展历程

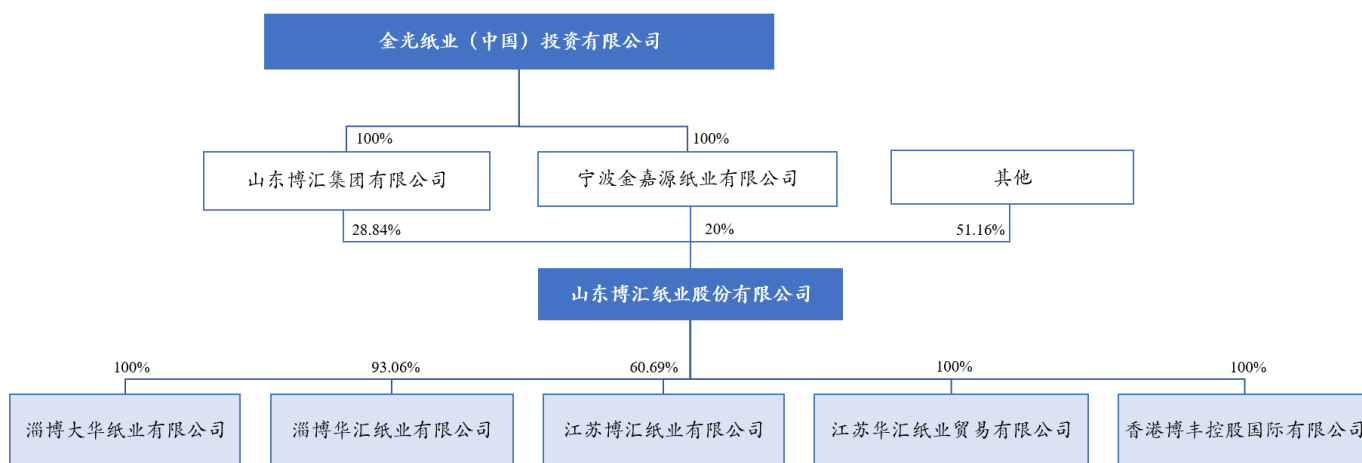


资料来源：公司公告、纸业网、纸视界、华安证券研究所

1.2 股权结构集中稳定，激励计划充足有效

金光纸业间接持股 48.84%，公司股权结构较为集中且稳定。2019 年，金光纸业在二级市场 4 次举牌博汇纸业。2020 年，博汇集团原实际控制人杨廷良先生与金光纸业签署《股权转让协议》，转让博汇集团 100% 股权。收购重组后，金光纸业通过控股山东博汇集团和宁波金嘉源纸业共计持有博汇纸业 48.84% 的股权。金光纸业作为世界排名领先的纸业集团公司，股权结构集中，有利于公司各项战略的发展与实施。目前，公司拥有五家子公司，分别为淄博大华、淄博华汇、江苏博汇、江苏华汇和香港博丰。

图表 3 公司股权结构图（截至 2025Q3）



资料来源：公司公告，爱企查，华安证券研究所

高管团队管理经验丰富，APP 赋能管理能力提升。金光纸业收购博汇集团后驻派高管，打造出一支专业化、精细化的管理人才团队。目前，博汇纸业董事长林新阳兼任 APP（中国）总裁特别助理、董事王乐祥兼任 APP（中国）大纸事业群 CEO、董事兼财务总监魏同秋曾任职 APP（中国）会计部税务副总经理。这批高管都具备 APP 任职背景，既拥有丰富的造纸行业经验和资源，又熟悉公司业务、流程，为公司借鉴学习 APP 管理模式方面提供助力。2020 年，公司推行“MBOS”管理制度和精益管理体系。通过“文化&MBOS”引领激发员工的积极性和工作绩效；通过精益管理、持续改善促进提质增效，助力企业“数字化转型”升级；通过建立外部人才引进、内部人才培养的良好机制，更好实现公司高质量发展。

图表 4 公司核心管理团队

姓名	职务	年龄	履历
林新阳	董事长	55	历任玖龙纸业（东莞）有限公司总经理，金华盛纸业（苏州工业园区）有限公司总经理，山东博汇纸业股份有限公司总经理；现任 APP（中国）总裁特别助理，山东博汇集团有限公司董事，山东博汇纸业股份有限公司董事长，全国工商业联合会纸业商会副会长、山东省造纸协会副会长，山东淄博企业联合会、企业家协会副主席等职务。
王乐祥	董事	58	现任公司董事、金光集团（中国）投资有限公司大纸事业群 CEO，金东纸业（江苏）股份有限公司副董事长、宁波中华纸业有限公司董事、宁波亚洲浆纸业有限公司副董事长等职务。
刘继春	董事、总经理	59	历任吉林纸业股份有限公司车间主任，大河纸业集团濮阳龙丰纸业有限公司总经理兼党委副书记，亚太森博（广东）股份有限公司副总经理（总经理级），金东纸业（江苏）股份有限公司副总经理兼党委副书记，宁波中华纸业有限公司、宁波亚洲浆纸业有限公司总经理兼党委书记、董事等，现任公司董事兼总经理。

魏同秋	董事、财务总监	54	历任金东纸业（江苏）股份有限公司会计部账税管理处处长，金光纸业（中国）投资有限公司会计部税务副总经理，金光纸业（中国）投资有限公司会计部代理总经理。现任公司董事兼财务总监、上海金港北外滩置业有限公司董事、金红叶纸业（淄博）有限公司董事、金红叶（天津）供应链管理有限公司董事、金奉源纸业（上海）有限公司董事等职务。
蒋道军	董事	55	历任金东纸业（江苏）股份有限公司会计部管理会计处处长，广西金桂浆纸业有限公司会计部经理，广西金桂浆纸业有限公司、宁波中华纸业有限公司、宁波亚洲浆纸业有限公司会计部总监。现任公司监事、金光集团中国大纸 BU 会计总监、宁波中华纸业有限公司董事、宁波亚洲浆纸业有限公司董事等职务。
卢永强	副总经理	49	1995 年至 2010 年就职于宁波中华纸业有限公司，2011 年至 2018 年任宁波亚洲浆纸业有限公司生产总监，2019 年至 2020 年 3 月任宁波中华纸业有限公司副总经理，2020 年 3 月至今在公司任职，曾任公司总经理，现任公司副总经理、江苏博汇纸业股份有限公司董事长、总经理。曾荣获 2013-2015 年度宁波市劳动模范。
徐善彬	副总经理	46	历任宁波亚洲浆纸业生产处长，宁波亚洲浆纸业生产经理，宁波中华纸业战略转型项目负责人，宁波亚洲浆纸业有限公司生产总监、江苏博汇纸业股份有限公司副总经理。
沈强	董事会秘书，副总经理	52	曾任西安交通大学院党委书记、团委书记，中纺投资发展股份有限公司董事会秘书，上海益胜投资有限公司法人兼总经理，协鑫智慧能源（苏州）有限公司副总经理兼董事会秘书，协鑫能源科技股份有限公司副总裁兼董事会秘书，江苏宝馨科技股份有限公司董事兼副总裁兼董事会秘书。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

推出员工持股计划，充分调动团队积极性。为了建立和完善劳动者与所有者的利益共享机制，进一步改善公司治理水平，提高员工的凝聚力和公司的竞争力，确保公司战略和长期经营目标的实现，公司于 2017 和 2025 年相继推出员工持股计划，授予对象集中为公司高管和核心骨干。2025 年 8 月发布的《领航者员工持股计划（草案）》，涉及员工范围为公司董事长林新阳、总经理刘继春等核心管理人员，拟持有股份数占公司总股本的 4.49%；发布的《奋斗者员工持股计划（草案）》，涉及员工范围为公司监事、高级管理人员、核心技术/业务人员和其他员工，拟持有股份数占公司总股本的 2.99%；两项员工持股计划考核目标均为 2025 年公司纸制品总销量不低于 470 万吨。2025 年 9 月底，公司完成领航者与奋斗者员工持股计划股份购买，成交价分别为 4.83 元/股、4.88 元/股，锁定期自 2025 年 9 月 26 日起 12 个月，即 2026 年 9 月到期。公司不断推出员工持股计划，将股东利益、公司利益和员工个人利益结合在一起，推动公司核心竞争力和长期价值的提升，实现公司与核心管理层在长期价值创造上的深度共享与共赢。

图表 5 历年员工持股计划

持股计划	公告时间	持有人	筹集资金总额上限（万元）
第一期员工持股计划	2017 年 7 月	公司董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员；公司及下属子公司中层及以上管理、技术人员；公司及下属子公司基层核心、骨干员工，合计不超过 350 人。	10,000
奋斗者员工持股计划	2025 年 8 月	公司（含公司子公司，下同）监事、高级管理人员、核心技术/业务人员和其他员工。	20,135
领航者员工持股计划	2025 年 8 月	公司（含公司子公司，下同）董事、高级管理人员和核心管理人员。	30,180

资料来源：公司公告，华安证券研究所

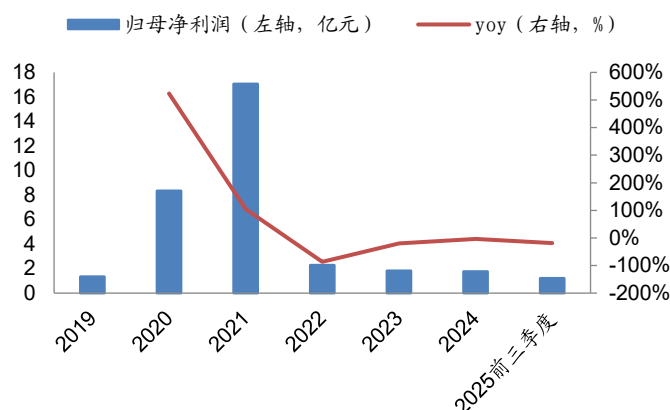
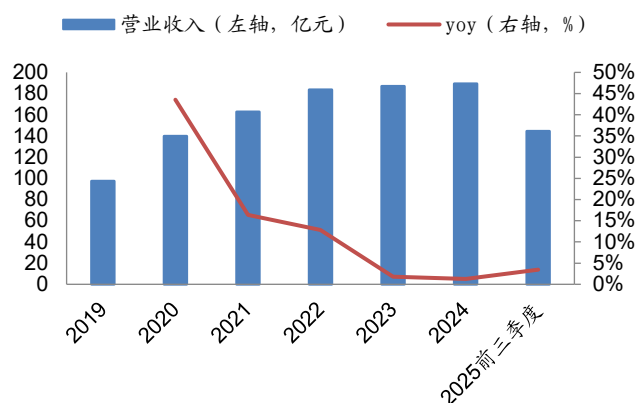
1.3 收入稳健增长，盈利向好趋势显现

收入稳步提升，净利润受周期影响显著。2019-2024 年，公司营业收入由 97.4 亿元上升至 189.2 亿元，CAGR 为 14.21%；公司归母净利润由 1.34 亿元增长至

1.76 亿元，CAGR 为 5.6%。2025 年前三季度，公司实现营业收入 144.5 亿元，同比增长 3.46%；实现归母净利润 1.21 亿元，同比下降 18.57%，主要受行业下行周期影响，导致盈利水平下降。

图表 6 2019-2025 前三季度公司营业收入及 yoy（亿元，%）

图表 7 2019-2025 前三季度公司归母净利润及 yoy（亿元，%）



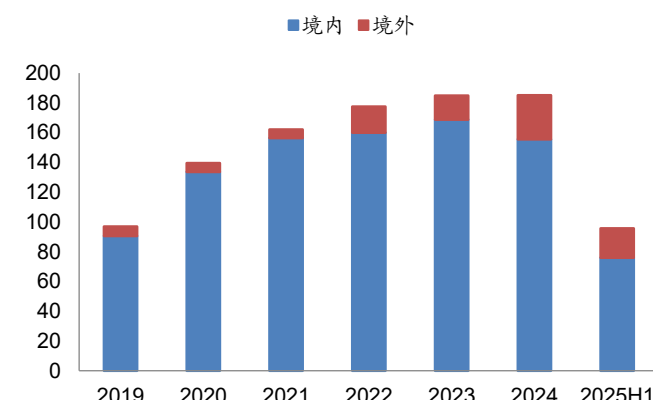
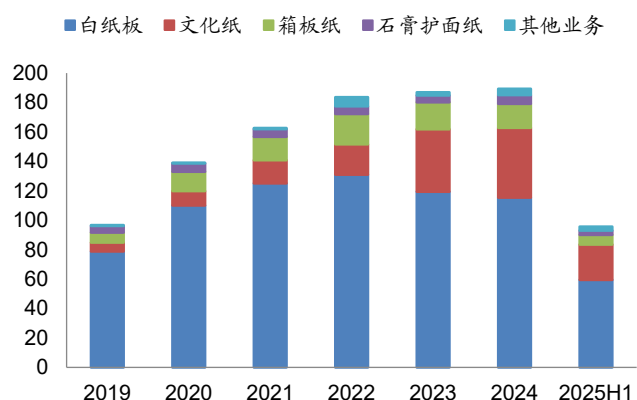
资料来源：iFinD，公司公告，华安证券研究所

资料来源：iFinD，公司公告，华安证券研究所

白纸板为业绩的首要贡献者，境内为核心经营区域。2024 年，公司白纸板实现收入 115.42 亿元，其占营业收入的比例从 2019 年的 80.93% 下降至 2024 年的 60.97%，但仍占据收入的主导地位；文化纸实现营业收入 47.41 亿元，其占营业收入的比例逐年上升，从 2019 年的 6.2% 上升至 2024 年的 25.05%；箱板纸和石膏护面纸实现营业收入 16.3 亿元/5.95 亿元，占比分别为 8.61%/3.14%。截至 2025H1，白纸板/文化纸/箱板纸/石膏护面纸实现营业收入 59.51/24.00/6.59/2.91 亿元，分别占到营业总收入的 62.22%/25.09%/6.89%/3.04%。分地区看，公司业务主要集中在境内。2024 年，境内实现营收 155.51 亿元，同比下降 7.84%，占营业收入的 82.15%；境外实现营收 29.58 亿元，同比增长 83.81%，占营业收入的 15.62%。随着公司推进国际化战略，境外收入得到明显提升。截至 2025H1，公司境外营业收入为 19.68 亿元，同比增长 52.68%，体现海外市场强大增长动力。

图表 8 2019-2025H1 公司按产品拆分收入结构（亿元）

图表 9 2019-2025H1 公司分地区拆分收入结构（亿元）



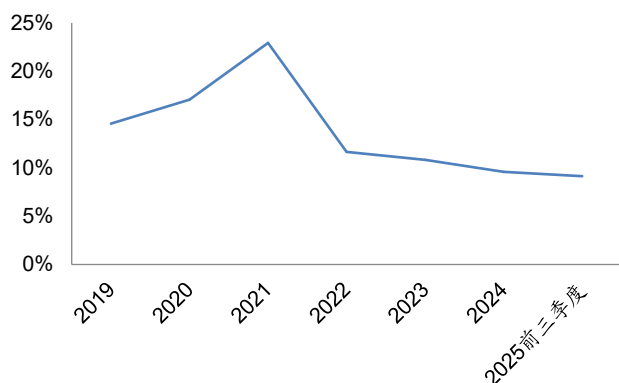
资料来源：iFinD，公司公告，华安证券研究所

资料来源：iFinD，公司公告，华安证券研究所

受行业下行影响，毛利率小幅下滑。近几年，受到原料纸浆价格高位运行以及白卡纸市场价格低迷的影响，公司的毛利率出现下滑。2024 年，公司毛利率为

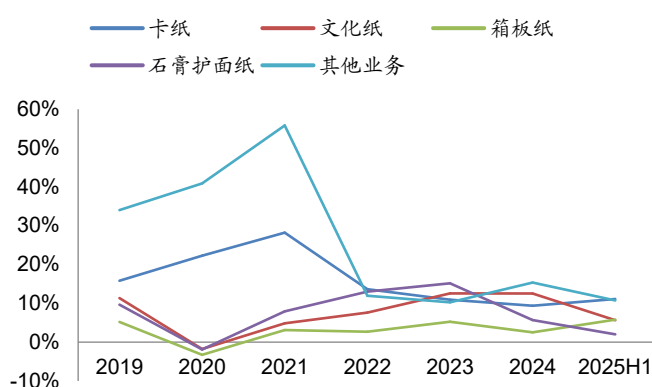
9.59%，同比-1.24pct。分产品看，截至 2025H1，白纸板/文化纸/箱板纸/石膏护面纸/其他业务的毛利率分别为 11.1%/5.64%/5.78%/2.00%/10.74%。截至 2025Q3，公司毛利率为 9.14%，同比-1.58pct。

图表 10 2019-2025 前三季度公司综合毛利率情况



资料来源：iFinD，公司公告，华安证券研究所

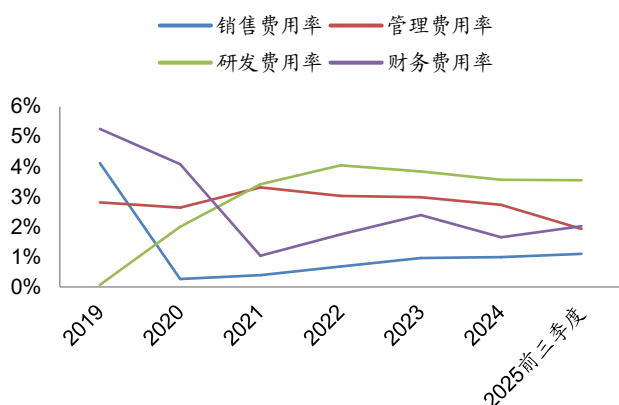
图表 11 2019-2025H1 年公司分产品毛利率拆分



资料来源：iFinD，公司公告，华安证券研究所

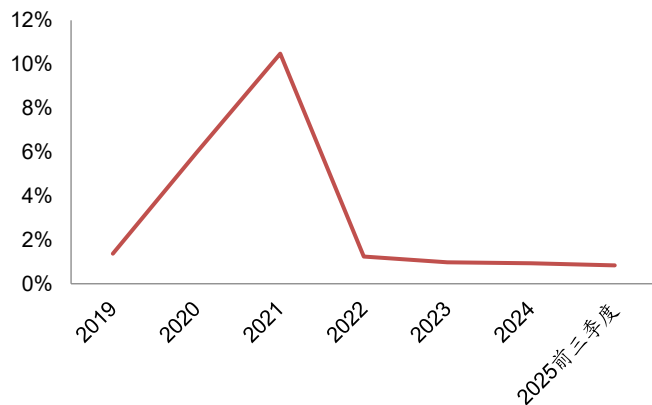
控费能力较强，盈利触底向好。公司费用率较低，整体表现稳健。2024 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.99%/2.73%/3.57%/1.65%，同比+0.03pct/-0.26pct/-0.27pct/-0.74pct，公司的控费能力较强。2024 年，公司归母净利率为 0.93%，同比-0.04pct；截至 2025Q3，公司归母净利率为 0.84%，同比-0.23pct。近三年，公司归母净利率承压，但大幅优于同行业竞争对手表现，2024/2025 年前三季度晨鸣纸业的归母净利率为-32.61%/-179.45%，体现出公司在行业周期底部强大的经营管控能力。2024 年，展望 2025Q4，随着白卡纸纸价呈现触底反升态势，盈利存在反弹机遇，公司的业绩向好趋势明确。

图表 12 2019-2025 前三季度公司费用率情况（%）



资料来源：iFinD，公司公告，华安证券研究所

图表 13 2019-2025 前三季度公司归母净利率情况（%）



资料来源：iFinD，公司公告，华安证券研究所

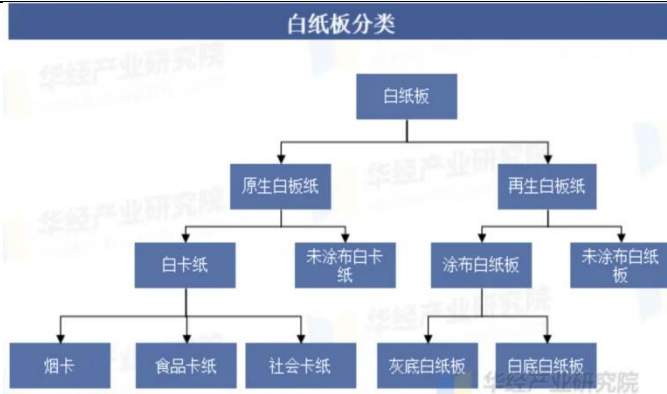
2 行业：供需失衡趋势向好，有望周期底部反转

2.1 行业概况：消费升级和白板纸产能腾退，白卡纸供需增长

白纸板可分为白板纸和白卡纸两大类。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，是比较高级的包装用纸板，可分为再生白板纸（白板纸）

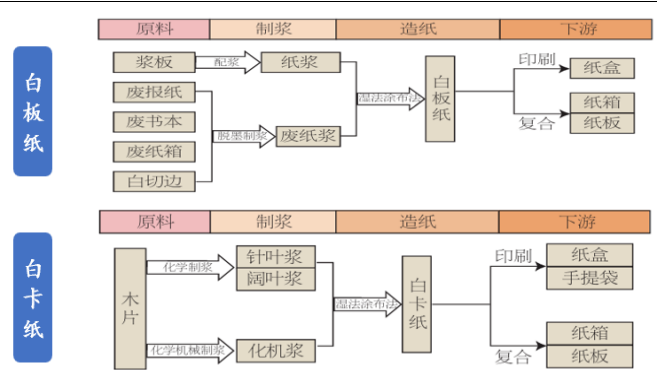
和原生白板纸（白卡纸）。白板纸是一种正面呈白色且光滑、背面为灰色（近年随着外废及报纸用量减少，灰底减少、逐渐偏黄）或白色的纸张。白板纸经过单面彩色印刷后制成纸盒用于商品包装，或做纸箱贴面。白板纸主要原料为废纸，随着进口废纸减少，以国产废纸为主，包括黄板纸、书本纸、报纸等。白卡纸是一种双面均为白色的纸张，平滑度高、挺度好、吸墨性匀度强。白卡纸经过单面彩色印刷后主要用于商品包装、表衬等，也可直接印制名片、贺卡等。白卡纸主要原料为木浆，包括针叶浆、阔叶浆、化机浆，随着对白板纸替代品的推广，部分品牌白卡纸芯层使用本色浆。

图表 14 白板纸分类



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

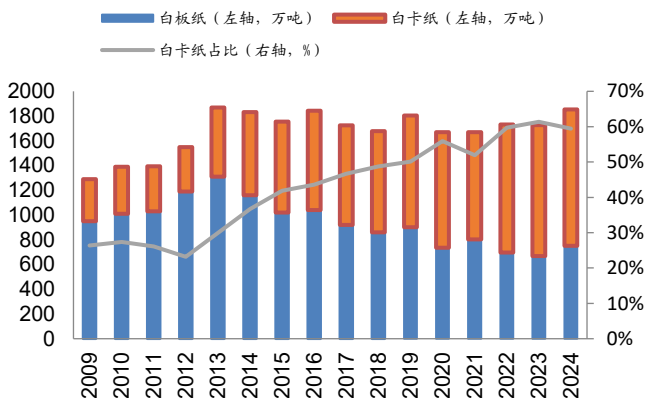
图表 15 白板纸和白卡纸产业链关系图



资料来源：《2020 白板纸与白卡纸基本面大盘点及未来展望》高岩，华安证券研究所

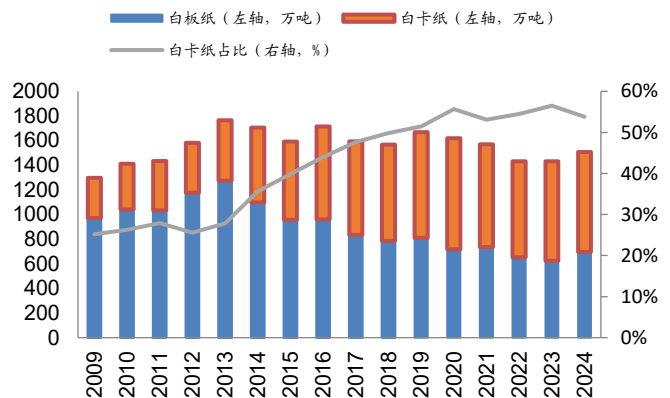
消费升级和白板纸产能腾退影响下，白卡纸供需增长。白卡纸表面平整度、印刷性能等较白板纸存在一定优势，随着我国经济实力的增强以及造纸行业结构的转变，白板纸、白卡纸供需趋势背离。2009-2024 年，白板纸产量从 1290 万吨增长至 1854 万吨，CAGR 为 2.45%，其中白卡纸产量占比从 26%提升至 59%；白板纸表观消费量从 1298 万吨增长至 1508 万吨，CAGR 为 1.01%，其中白卡纸消费量占比从 25%提升至 54%。2014 年起，白板纸呈现持续减少态势，主要原因为受政策方面影响，外废连续减少，浙江富阳地区造纸改造升级产能腾退，环保力度加大入市门槛增加，整体行业供应端减少，作为替代品，白卡纸需求呈增加态势，推动纸厂生产。

图表 16 白板纸和白卡纸的产量情况



资料来源：卓创数据，华安证券研究所

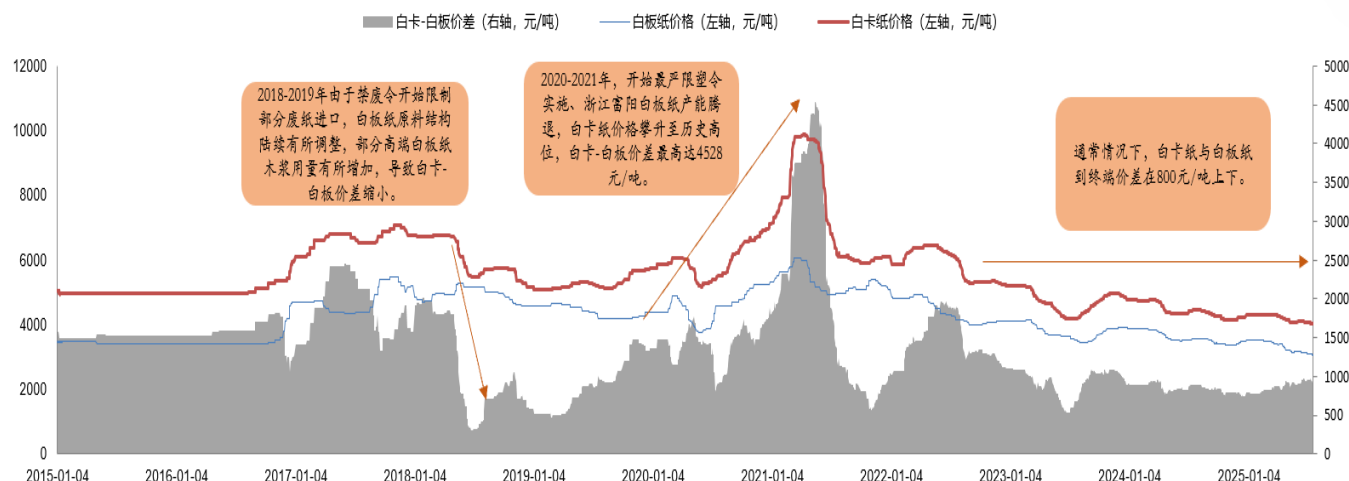
图表 17 白板纸和白卡纸的表观需求量情况



资料来源：卓创数据，华安证券研究所

白卡纸与白板纸价格呈强相关性。从白卡纸与白板纸市场的相关性来看，由于两者在终端应用领域具有较高的重叠性，且销售渠道均以贸易商分销为主，因此通常两者的价格走势具有较明显的趋同性。根据卓创资讯，2022-2024 年，白卡纸与白板纸的相关系数在 0.78 至 0.98 之间。从近几年市场走势来看，2018-2019 年由于禁废令开始限制部分废纸进口，白板纸原料结构陆续有所调整，部分高端白板纸木浆用量有所增加，导致白卡-白板价差缩小。2020-2021 年，开始最严限塑令实施，浙江富阳白板纸产能腾退，白卡纸价格攀升至历史高位，白卡-白板价差最高达 4528 元/吨。而通常情况下，白卡纸与白板纸到终端价差在 800 元/吨上下。

图表 18 白板纸和白卡纸价格走势复盘

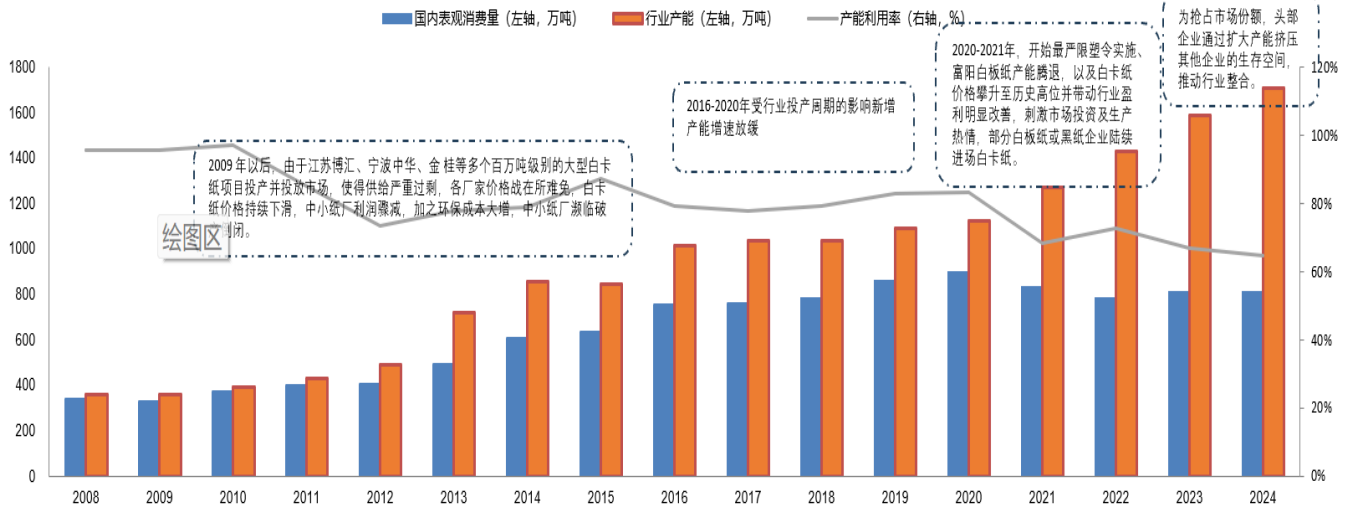


资料来源：卓创数据，华安证券研究所

2.2 白卡纸供需：供过于求下，出口提速

供给：2009 年来，白卡纸产能持续提升，供给过剩。（1）2009-2019 年：2009 年以后，由于江苏博汇、宁波中华、金桂等多个百万吨级别的大型白卡纸项目投产并投放市场，使得供给严重过剩，价格战下白卡纸价格持续下滑，中小纸厂利润骤减，加之环保成本大增，中小纸厂濒临破产倒闭，而大型纸厂占据规模优势，在艰难的市场中存活下来，最终只剩下 APP、晨鸣、博汇、太阳等大型纸厂。（2）**2020-2025 年：**2021 年开始最严限塑令实施、富阳白板纸产能腾退，以及白卡纸价格攀升至历史高位并带动行业盈利明显改善，刺激市场投资及生产热情，部分白板纸或黑纸企业陆续进场白卡纸，白卡纸产能不断扩张。此外，即使纸价处于历史低位水平，头部企业仍通过扩产挤压其他企业的生存空间（头部企业浆纸配套发展，盈利高于行业平均水平），推动行业整合。

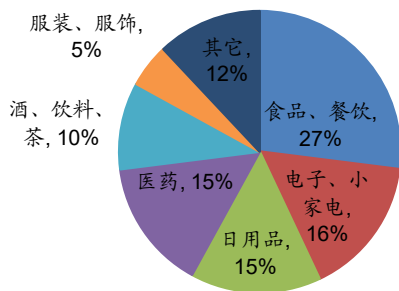
图表 19 白卡纸供需情况复盘



资料来源：卓创数据，华安证券研究所

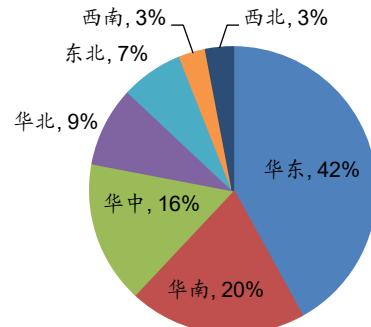
需求：白卡纸在包装、印刷等领域的需求整体保持震荡增长。从行业消费结构来看，对白卡纸消费量较大的行业有食品、餐饮、日用品、小家电、医药等。2023年，食品、餐饮类消费需求占比最高，达27%；电子、日用品、医药，占比分别为16%、15%以及15%。创除2022年受公共卫生事件等突发因素影响，2020-2024年白卡纸消费量年均增速在3.99%左右。国内以纸代塑政策的逐步推进，将促使外卖、餐饮等领域白卡纸餐盒、纸碗、吸管等需求不断释放。另外，从环保角度来看，包装材料向可回收、可降解方向发展，白卡纸作为原生木浆生产的环保材料，长期依然具有较大的发展潜力。

图表 20 2023 年白卡纸消费结构占比 (%)



资料来源：《中华纸业》，华安证券研究所

图表 21 2023 年分地区白卡纸消费占比 (%)



资料来源：《中华纸业》，华安证券研究所

出口：2022 年起，白卡纸出口持续提速，核心动力来自“海外供需缺口+RCEP 政策红利+国内产能过剩”三因素叠加。

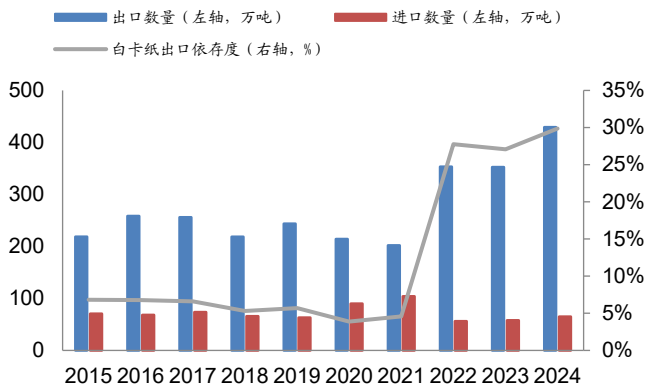
1) 海外供需缺口：俄乌冲突导致海外能源与供应链紧张，欧洲造纸厂被迫减停产，白卡纸供应出现阶段性缺口，国内产品比价优势凸显。2024 年，全球供应链重构背景下，海外客户补库需求旺盛，特别是欧美市场进入了新一轮的补库周期。

2) 政策红利：RCEP 等自贸协定红利持续释放，中国对印尼、越南、泰国等国的白卡纸关税降低，纸制品对东盟出口保持高增长态势。

3) 国内产能过剩：根据卓创资讯数据，2021-2023 年国内新

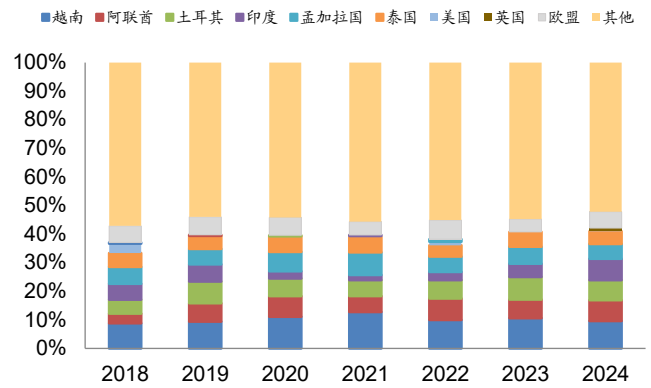
增白卡产能近 400 万吨，头部纸企主动下调出口报价、提供定制规格，以“以价换量”方式把过剩产量导向海外。

图表 22 白纸板进出口数量及白卡纸出口依存度



资料来源：Wind，海关总署，华安证券研究所

图表 23 白板纸出口数量国别占比（%）

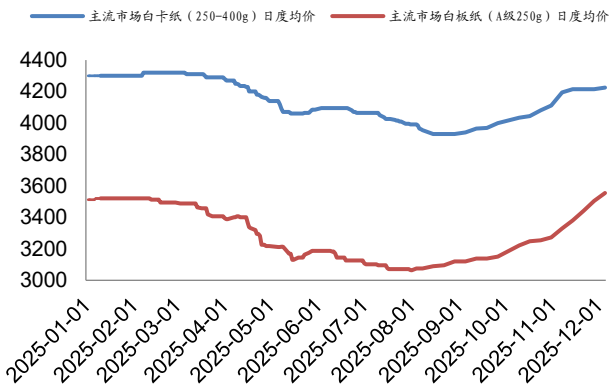


资料来源：海关总署，华安证券研究所

2.3 白卡纸展望：新产能无明确投产时间，有望周期底部反转

2025 年 9 月起，白卡纸持续涨价。自 8 月底白卡纸企业通知 9 月价格提涨 100 元/吨开始，10-12 月纸厂价格逐月提涨，从涨价函来看累计进行 4 轮、600 元/吨价格上调，前三轮纸厂价格均已落实，第四轮涨价有待落实。由于纸价低位，以及长期价格倒挂，贸易商拿货热度陆续释放，出货价格亦逐步上调。截至 12 月 11 日，国内白卡纸市场均价 4244 元/吨，较 8 月底价格上涨 7.99%；常规品牌落实 400-550 元/吨涨幅，少数中高端品牌价格偏稳。

图表 24 2025 年白卡纸与白板纸价格走势（元/吨）



资料来源：卓创数据，华安证券研究所

图表 25 2025 年 8-12 月纸厂调价表

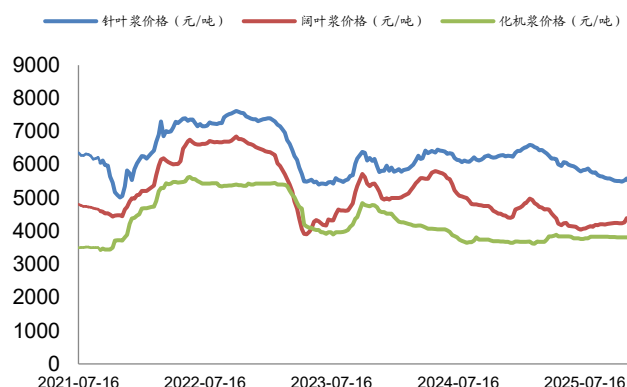
生产企业	第一轮	第二轮	第三轮	第四轮
万国纸业太阳白卡纸有限公司	8 月 27 日通知 9 月 1 日起价格上调 100 元/吨	9 月 23 日通知 9 月 26 日起价格上调 100 元/吨	10 月 22 日通知 10 月 26 日起价格上调 200 元/吨	11 月 20 日通知 11 月 26 日起价格上调 200 元/吨
宁波亚洲浆纸业有限公司	8 月 27 日通知 9 月 1 日起价格上调 100 元/吨	9 月 24 日通知 10 月 1 日起价格上调 100 元/吨	10 月 22 日通知 11 月 1 日起价格上调 200 元/吨	11 月 20 日通知 12 月 1 日起价格上调 200 元/吨
广西金桂浆纸业有限公司	8 月 27 日通知 9 月 1 日起价格上调 100 元/吨	9 月 24 日通知 10 月 1 日起价格上调 100 元/吨	10 月 22 日通知 11 月 1 日起价格上调 200 元/吨	11 月 20 日通知 12 月 1 日起价格上调 200 元/吨
江苏博汇纸业股份有限公司	8 月 27 日通知 9 月 1 日起价格上调 100 元/吨	9 月 24 日通知 10 月 1 日起价格上调 100 元/吨	10 月 22 日通知 11 月 1 日起价格上调 200 元/吨	11 月 20 日通知 12 月 1 日起价格上调 200 元/吨
山东博汇纸业股份有限公司	8 月 27 日通知 9 月 1 日起价格上调 100 元/吨	9 月 24 日通知 10 月 1 日起价格上调 100 元/吨	10 月 22 日通知 11 月 1 日起价格上调 200 元/吨	11 月 20 日通知 12 月 1 日起价格上调 200 元/吨
亚太森博（江苏）有限公司	8 月 27 日通知 9 月 1 日起价格上调 100 元/吨	9 月 23 日通知 9 月 26 日起价格上调 100 元/吨	10 月 22 日通知 10 月 27 日起价格上调 200 元/吨	11 月 20 日通知 11 月 24 日起价格上调 200 元/吨
联盛浆纸（漳州）有限公司	8 月 27 日通知 9 月 1 日起价格上调 100 元/吨	9 月 24 日通知 10 月 1 日起价格上调 100 元/吨	10 月 22 日通知 11 月 1 日起价格上调 200 元/吨	11 月 20 日通知 12 月 1 日起价格上调 200 元/吨
玖龙纸业（控股）有限公司	8 月 27 日通知 9 月 1 日起价格上调 100 元/吨	9 月 24 日通知 10 月 1 日起价格上调 100 元/吨	10 月 22 日通知 11 月 1 日起价格上调 200 元/吨	11 月 20 日通知 12 月 1 日起价格上调 200 元/吨

资料来源：卓创数据，华安证券研究所

白卡纸有望周期底部反转。1) 白卡纸基本面向好。成本方面，8 月底以来，原料木浆不同浆种走势分化。其中阔叶浆在外盘价格上调、国内浆厂价格拉涨及国外浆厂检修等因素支撑下以震荡上涨为主。针叶浆受自身供需、金融属性、浆厂检修等消息面多重因素影响下先跌后涨；化机浆则整体波动不大。受原料价格波动影响，白卡纸成本整体呈现先窄幅下滑后震荡增加波动。截至 12 月 11 日，白卡纸成本较 8 月底上涨 2.51%。展望后续，原料进口木浆受市场可外售货源不多、国产浆及外盘价格上涨等利多因素影响，部分浆种价格存上行预期，市场在成本方面尚存

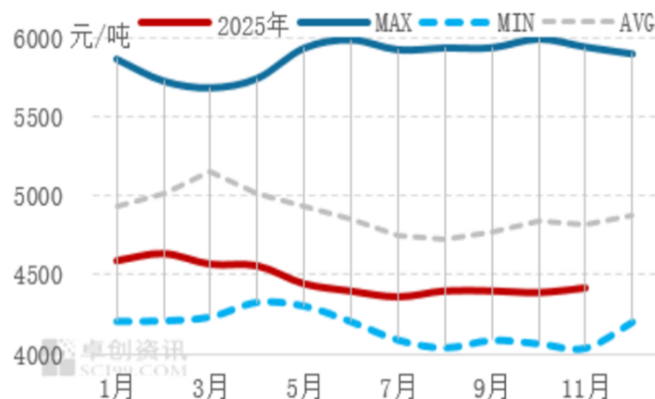
支撑。

图表 26 原材料木浆价格走势（元/吨）



资料来源：卓创数据，华安证券研究所

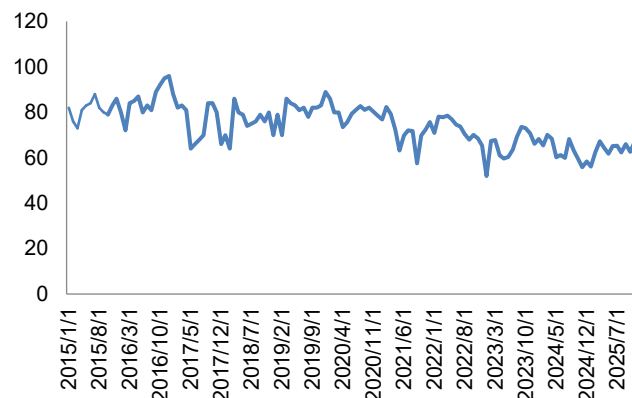
图表 27 近五年白卡纸成本波动水平



资料来源：卓创数据，华安证券研究所

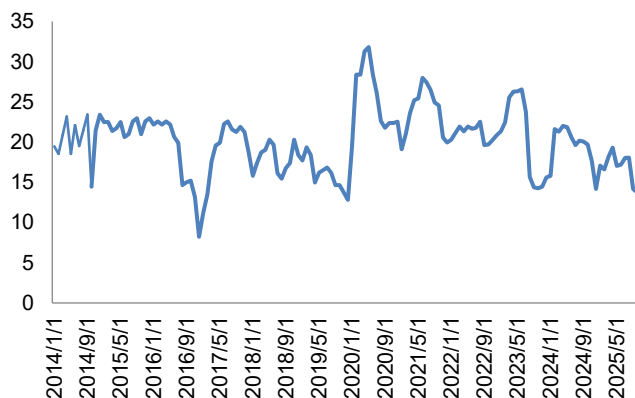
白卡纸有望周期底部反转。1）白卡纸基本面向好。需求方面，自 8 月底开始，企业接单向好，加之在长期盈利偏弱行情下纸厂持续进行产品结构调整，9-10 月普通白卡纸部分规格出现发货紧张情况，企业库存整体呈现下滑趋势。据卓创资讯数据显示，截至 11 月 30 日，白卡纸企业库存天数为 13.56 天，较 8 月底下降 25%。另外，在“国庆紧张+再生浆到厂延迟”的双重压力影响下，原料废纸货紧价涨对白板纸市场走势起到推涨作用，作为相关产品白板纸企业价格接连上调，进一步拉升白卡纸市场涨价情绪。

图表 28 白卡纸开工负荷率（%）



资料来源：卓创数据，华安证券研究所

图表 29 中国白卡纸月度企业库存天数（天）



资料来源：卓创数据，华安证券研究所

白卡纸有望周期底部反转。1）白卡纸基本面向好。盈利方面，8 月底以来白卡纸价格与成本变化相比较，纸价涨势较为明显，毛利率整体呈现回升趋势。根据卓创数据，依照进口浆价进行成本以及毛利核算，截至 12 月 11 日，白卡纸毛利率为 -6.31%，较 8 月底增加 5.68 个百分点，整体仍处于亏损状态。目前国内白卡纸企业在原料方面的国产替代化不断提升，尤其是新上产能普遍配套化机浆以及阔叶浆产线，成本优势较为明显。考虑当前国内市场总体情况，在各浆种中市场化机浆基本实现自给，阔叶浆及针叶浆仍存在进口需求，因此按照国产化机浆替代进口化机浆进行成本及毛利率核算，不考虑其他浆种替换的情况下，8 月底以来白卡纸毛利率整体在 0.98%-4.84%，行业整体处于微利状态。

图表 30 2025 年白卡纸成本及毛利率（按进口浆）



资料来源：卓创数据，华安证券研究所

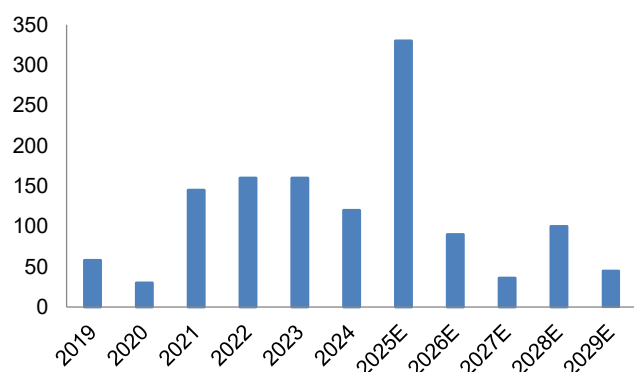
图表 31 2025 年白卡纸成本及毛利率（按部分国产浆）



资料来源：卓创数据，华安证券研究所

2）26 年起白卡纸仍存产能扩张规划，但均无明确投产时间。2026-2030 年，白卡纸产能高速扩张期在前一个五年即将结束，周期内产能扩增速度较 2021-2025 年周期放缓。根据目前已公布的产能扩建计划统计，未来五年白卡纸新增产能投放相对分散。2026-2030 年，预计白卡纸年度产能增速在 2%-5%之间，2025 年动工建设的项目减少，并且新增规划的项目也寥寥，未来五年白卡纸产能增速及当年新增产能均有下降。原计划于 2025 年 10 月份投产的 120 万吨白卡纸新增产能有所推迟，目前仅有少量 B 级产品释放，正式出纸时间尚未明确，新产能投放节奏的放缓，也减轻了市场对供应过剩的担忧。2026 年起，白卡纸仍存产能扩张规划，但均无明确投产时间，白卡纸价格有望脱离五年底部区间，进入震荡向上的修复通道，行业开工率和吨盈利有望进一步改善。

图表 32 2019-2029E 年白卡纸新增产能（万吨）



资料来源：卓创数据，华安证券研究所测算

图表 33 2024-2025 年白卡纸已投产及新增产能统计

生产企业	白卡纸产能	纸浆产能	已投产或计划投产时间
玖龙纸业（北海）有限公司	120 万吨白卡纸	110 万吨化学浆、60 万吨化学机械浆	2024 年三季度
玖龙纸业（湖北）有限公司	120 万吨白卡纸	65 万吨化学浆、75 万吨化学机械浆	2025 年二季度
联盛浆纸（漳州）有限公司	100 万吨白卡纸	50 万吨化机浆	2025 年三季度
江苏博汇纸业有限公司	20 万吨零塑纸杯纸、40 万吨社会卡纸、20 万吨烟卡	—	2025 年
山东金天和纸业	30 万吨食品级涂布白卡纸	20 万吨化机浆	2025 年上半年

资料来源：卓创数据，华安证券研究所

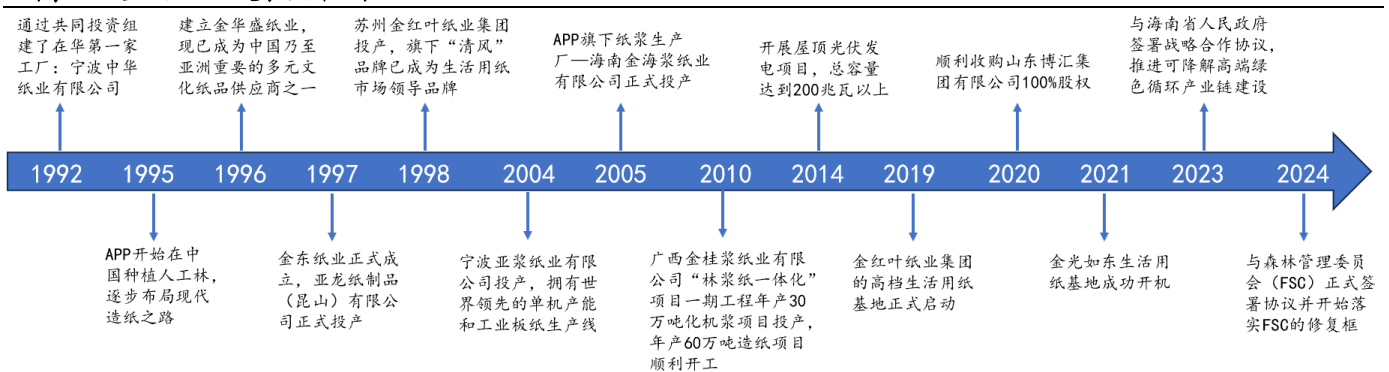
3）晨鸣纸业停产，行业供需有望好转。2024 年 11 月起，晨鸣纸业为减少亏损对生产基地实施限产、停产，涉及浆纸产能约 703 万吨，占其总产能的 71.7%；其中，白卡纸产能共计 205 万吨。截至 2025 年 12 月，晨鸣纸业五大基地中，寿光基地、吉林基地已全面复工复产，黄冈基地和江西基地二厂正常生产，江西基地一厂、湛江基地仍处于停机检修状态。晨鸣纸业共有三条白卡纸产线，江西二厂主要生产扑克卡，盈利稳定；寿光四厂计划生产高附加值的铜版卡、游戏卡、食品卡等，进一步提高盈利能力；湛江四厂待复工复产后，主要通过降低自制浆成本、提高生产效率等措施压降成本，提升盈利空间。

3 公司：APP 全方位赋能，强强联手领先地位稳固

3.1 金光纸业：国内造纸领先者，林浆纸一体化先驱

内生为主，并购为辅，金光纸业是国内综合性造纸领先者。金光集团由印尼知名华人黄奕聪先生于 1938 年创立，旗下的浆纸业集团——APP（Asia Pulp & Paper Co., Ltd.）作为金光集团的主导产业，于 1992 年进入中国。金光纸业（APP 中国），立足长三角和珠三角，规模迅速扩张，先后斥巨资建立了以宁波中华、金华盛、金红叶、金东、宁波亚浆、海南金海、广西金桂等世界领先的大型浆纸业企业，并布局大规模的现代化速生林区。2020 年，金光纸业顺利收购山东博汇，进一步提高企业规模，优化资源配置。

图表 34 金光纸业发展历程图



资料来源：金光纸业官网，iFinD，华安证券研究所

图表 35 金光纸业收购博汇纸业时间表

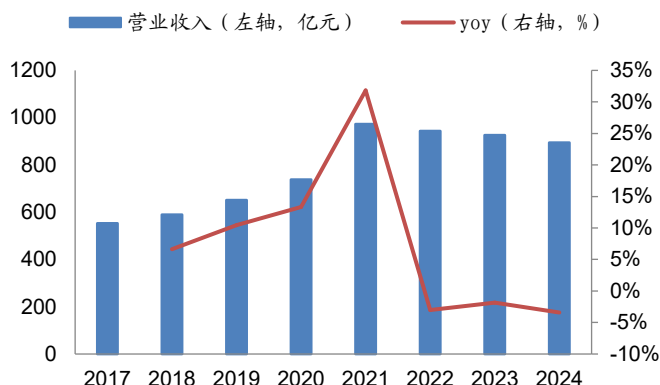
时间	进展
2019 年 6 月 20 日	金光纸业持股达到博汇纸业的 5%。
2019 年 7 月 26 日	金光纸业持股达到博汇纸业的 10%。
2019 年 10 月 11 日	金光纸业持股达到博汇纸业的 15%。
2019 年 11 月 14 日	金光纸业持股达到博汇纸业的 20%。
2019 年 11-12 月	博汇纸业和金光纸业实际控制人进行初步上市公司控制权转让商业谈判。金光集团进行收购上市公司控制权的初步可行性分析，并启动尽职调查等工作。
2019 年 12 月 30 日	金光集团与博汇控股股东达成协议本次收购完成，金光集团持有博汇 48.84% 股权，成为公司实际控制人；金光投资与杨廷良、李秀荣就博汇集团 100.00% 股权转让事项签署了《股权转让意向书》。
2020 年 1 月 6 日	金光投资与杨廷良、李秀荣就博汇集团 100.00% 股权转让事项签署了《股权转让协议》。
2020 年 6 月 28 日	山东博汇纸业股份有限公司收到国家市场监督管理总局向金光纸业（中国）投资有限公司出具的《经营者集中反垄断审查不予禁止决定书》。
2020 年 8 月 26 日	公司披露了《山东博汇纸业股份有限公司要约收购报告书》及《山东博汇纸业股份有限公司关于金光纸业（中国）投资有限公司要约收购公司股份的申报公告》。
2020 年 8 月 28 日	要约收购开始实施。
2020 年 9 月 26 日	要约收购期限届满。
2020 年 9 月 30 日	要约收购清算过户手续办理完毕，金光纸业及其一致行动人持有公司股份 652,871,937 股，占公司总股本的 48.84%。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

收购显著提升金光纸业业绩表现，利润受行业下行影响明显。2017-2024 年，金光纸业营业收入由 552.85 亿元上升至 894.31 亿元，CAGR 为 7.11%；归母净利

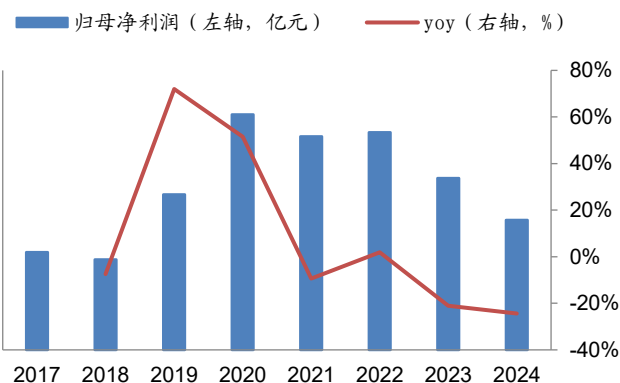
润由 20.96 亿元上升至 27.87 亿元，CAGR 为 4.15%。金光纸业营业收入表现较为稳健，在收购博汇纸业后呈现出明显的上升趋势。受到近几年行业下行影响，归母净利润出现小幅波动下降。

图表 36 2017-2024 年金光纸业营业收入及 yoy（亿元，%）



资料来源：金光纸业公告，华安证券研究所

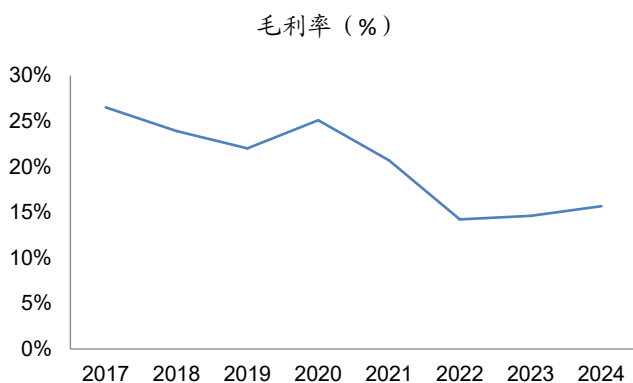
图表 37 2017-2024 年金光纸业归母净利润及 yoy（亿元，%）



资料来源：金光纸业公告，华安证券研究所

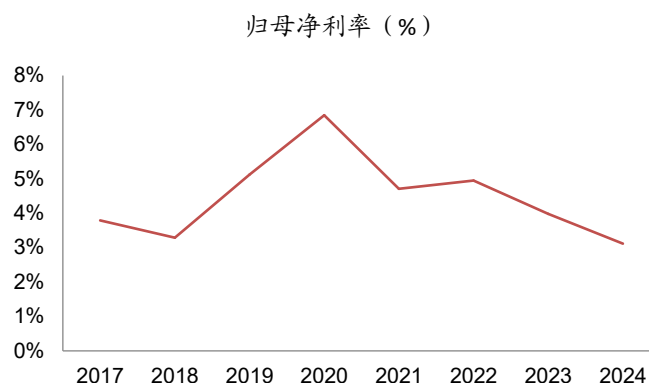
毛利率稳中向好，归母净利率呈现下降趋势。2017-2024 年，金光纸业毛利率由 26.15% 下降至 15.67%；归母净利率由 3.79% 下降至 3.12%。受木浆价格大幅波动以及能源、化工价格上升，成本的上升导致公司毛利率承压明显。2022-2024 年，公司毛利率稳步提升，由 14.22% 上升至 15.67%，成本控制效果显现。公司归母净利率受行业调整影响，呈现下降趋势。

图表 38 2017-2024 年金光纸业毛利率（%）



资料来源：金光纸业公告，华安证券研究所

图表 39 2017-2024 年金光纸业归母净利率（%）



资料来源：金光纸业公告，华安证券研究所

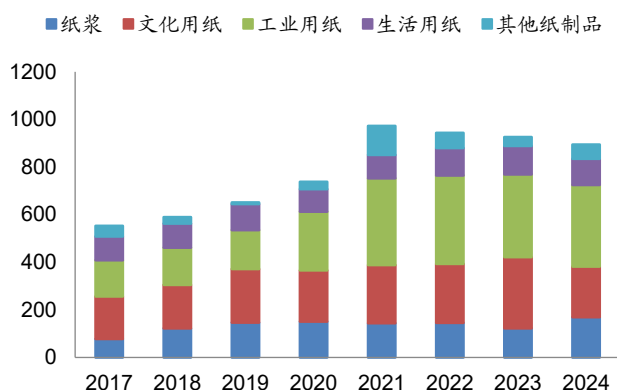
纸制品布局全面，品牌力行业领先。金光纸业旗下拥有林务事业部、纸浆事业部、大纸事业部、生活用纸事业部四大事业部，全面布局各品类制品。下属子公司金东纸业是全球领先的单一铜版纸生产企业，宁波中华是中国大型的工业用纸企业，金红叶纸业拥有“清风”“真真”“唯洁雅”等生活用纸著名品牌。2024 年公司纸浆/文化用纸/工业用纸/生活用纸收入占比分别为 18.93%/23.78%/38.33%/12.20%，毛利率分别为 8.21%/25.66%/12.99%/20.98%。

图表 40 金光纸业主要产品情况

产品	主要生产企业	主营产品	主要品牌
林	海南、云南、广西、广东、河南等地企业	桉树、相思、杨树	
浆	海南金海浆、广西金桂浆	化学漂白硫酸盐桉木浆、化学热磨机械浆	龙头、金钱豹
文化用纸	金东纸业、金华盛纸业、海南金海浆	铜版纸、双胶纸、轻涂纸	太空梭、东帆、长鹤
工业用纸	宁波中华、宁波亚洲浆、广西金桂浆	白板纸、瓦楞原纸	金鸥、汉威、金贝、彩蝶、环牌
生活用纸	金红叶纸业、金钰纸业	卫生纸、面巾纸、厨房用纸、湿纸巾	清风、唯洁雅、真真
办公用纸	金华盛纸业、亚龙纸制品、金鑫纸业	复印纸、工程图纸、打印纸、无碳复写纸	金彩蝶、旗舰、金旗舰

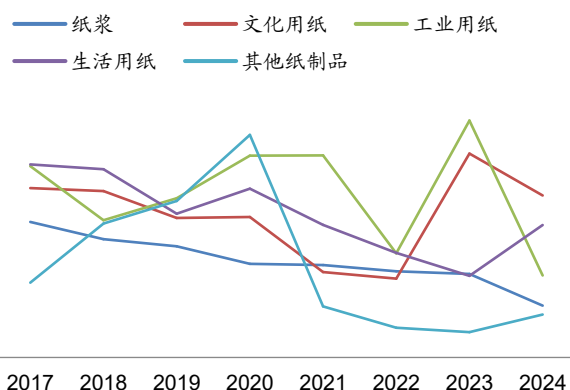
资料来源：金光纸业债券募集说明书，华安证券研究所

图表 41 金光纸业各产品营收（亿元）



资料来源：金光纸业公告，华安证券研究所

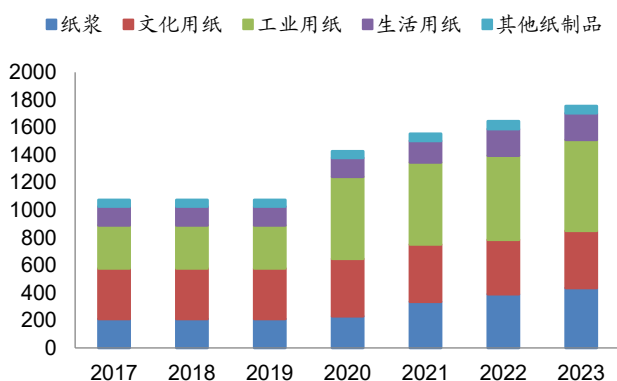
图表 42 金光纸业各产品毛利率（%）



资料来源：金光纸业公告，华安证券研究所

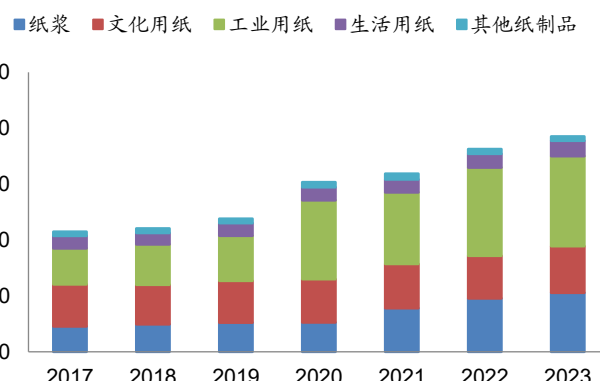
林浆纸一体化先驱，全产业链优势显著。截至 2023 年末，金光纸业拥有纸浆产能 515 万吨、各类纸产品产能 1470 万吨，实际生产纸浆 528 万吨、各类纸产品产量 1398 万吨。公司国内木浆采购主要来自于子公司海南金海浆生产的短纤浆和广西金桂浆生产的化机浆。2023 年金光纸业共消费木浆 821.7 万吨，木浆自给率达到 64%。1995 年起，金光纸业林务事业部陆续在中国的广东、海南、广西、云南、河南、江西等省区种植人工林，并下辖 22 家林业公司及 3 家大型苗圃。截至 2024 年，金光纸业拥有 29.3 万公顷现代化速生林地。金光纸业率先将林浆纸一体化模式引入中国，该模式保证上游原材料供应的稳定性，降低了行业周期波动对经营造成的影响，从而形成了强大的成本优势。

图表 43 金光纸业产能情况（万吨）



资料来源：金光纸业公告，华安证券研究所

图表 44 金光纸业产量情况（万吨）



资料来源：金光纸业公告，华安证券研究所

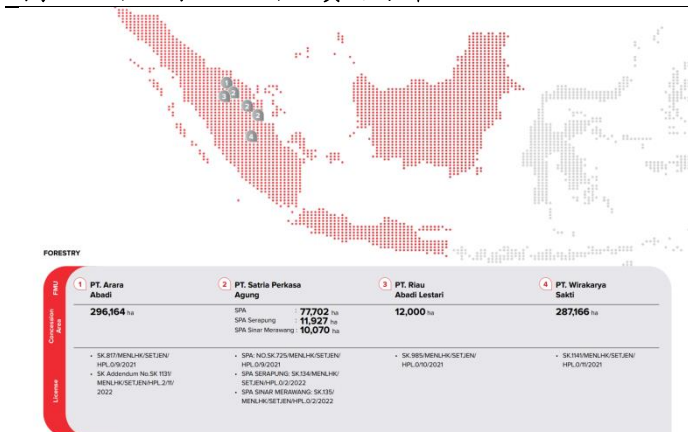
图表 45 金光纸业于国内经营和管理的林地（截至 2021 年 3 月）

地区	主要所属关联公司或子公司	林地面积（万亩）	年出材量（万吨）	林木品种	采伐周期
广东河源	河源金美科技林业有限公司	4.6	6.1	桉树	5-7 年
广东清远	金清远丰产林（纸材）基地有限公司	16.5	22.6	桉树	5-7 年
广东雷州	雷州金太阳科技林业有限公司	0.9	1.3	桉树	5-7 年
广东韶关	韶关市金韶关第一丰产林（纸材）基地有限公司	19.6	23	桉树	5-7 年
广东阳江	阳江金太阳科技林业有限公司	3.5	4.6	桉树	5-7 年
广西	广西金桂林业有限公司	63.9	76.7	桉树	5-7 年
广西	广西金钦州丰产林有限公司	62.3	63.5	桉树	5-7 年
广西	广西金太阳林业有限公司	2.0	2.2	桉树	5-7 年
广西	广西兴桂林农业科技有限公司	5.4	5.5	桉树	5-7 年
海南	海南金华林业有限公司	86.1	60.3	桉树、相思、木麻黄	5-7 年
河南南阳	南阳金太阳科技林业有限公司	5.9	1.1	杨树	8-12 年
河南信阳	信阳金太阳科技林业有限公司	5.2	1.5	杨树	8-12 年
安徽阜阳	阜阳金太阳科技林业有限公司	-	-	杨树	8-12 年
江西赣州	赣州金太阳科技林业有限公司	21.1	0.0	桉树、杉木	5-7 年、15 年
江西九江	九江金太阳科技林业有限公司	2.7	0.4	杨树、桉木、枫香	8-12 年
云南澜沧	思茅金澜沧丰产林有限公司	54.0	78.6	桉树	5-7 年
云南文山	文山金文山丰产林有限公司	29.2	18.5	桉树	5-7 年
合计		386	367	-	-

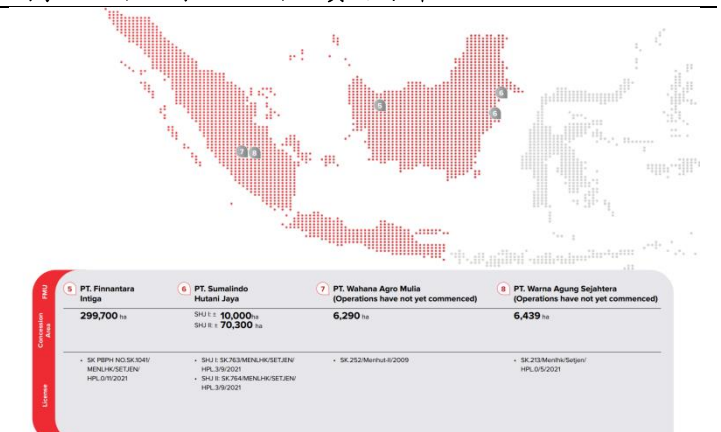
资料来源：金光纸业债券募集说明书，华安证券研究所

母公司 APP 印尼林业资源达 108 万公顷，国内林地面积持续扩张。根据母公司 APP《2024 年可持续发展报告》，其在印尼管理运营的人工林面积达到 108 万公顷。APP 通过先进的种子克隆技术，培育出生长速度快、木材品质好、抗病性强的树种，从而确保林业部门更具弹性和生产力。同时利用现代机械进行种植、施肥和收割，以提高种植效率。自动化和数字监测系统收集和分析树木生长条件和运营绩效的实时数据，优化资源分配和可持续性。

图表 46 母公司 APP 林业资源分布



图表 47 母公司 APP 林业资源分布



资料来源：《2024 年 APP 可持续发展报告》，华安证券研究所

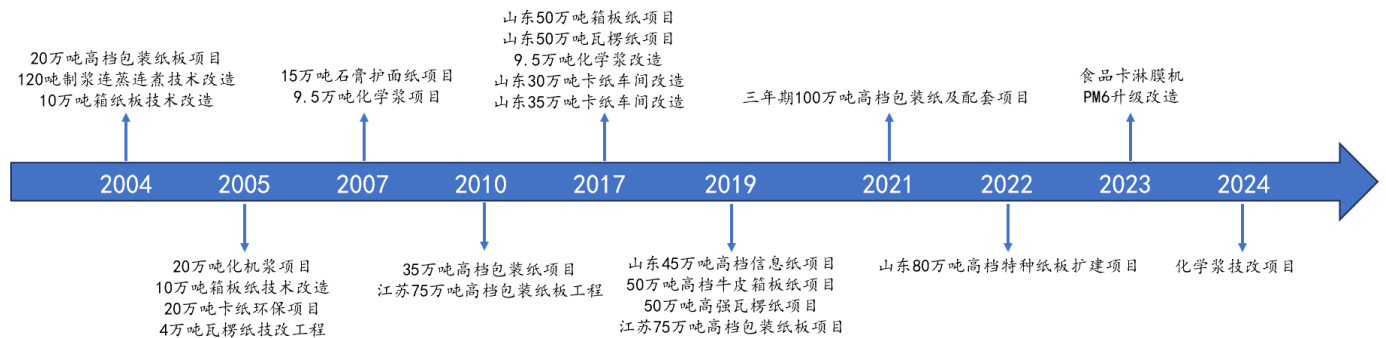
资料来源：《2024 年 APP 可持续发展报告》，华安证券研究所

3.2 博汇纸业：APP 全方位赋能，强强联手巩固白卡领先地位

纸类品种与产能不断扩张，浆改项目确保原料稳定。公司创立之初，于山东基地不断扩充纸类品种与产能，为后续发展打下坚实基础。2010 年，江苏博汇成立，并于当年投产 75 万吨高档包装纸板项目，公司产能得到大幅扩张。2019 年，江苏博汇二期 75 万吨高档包装纸板项目投产，江苏基地产能扩充至 150 万吨，成为公

司白卡纸的主要生产基地。同期，山东博汇纸类品种不断拓展，涵盖高档信息纸、高档牛皮箱板纸、高强瓦楞纸等。在产能有序扩张的同时，公司也注重纸浆项目的产能提升与技术改造，包括制浆技术改造、化学浆项目等，从而保障原料稳定与成本可控。2025 年，公司产能在建项目主要包括江苏博汇 80 万吨高档特种纸板扩建项目、江苏高档包装纸技改扩能项目和山东 45 万吨高档信息纸项目，预计未来产能仍会有较大提升。

图表 48 博汇纸业产能扩张历程



资料来源：博汇纸业公告，华安证券研究所

大规模开展技改项目，持续提升纸浆、纸类产能。根据技改项目环境影响评价公告显示，公司于 2025 年陆续开展高档包装纸板、高档信息用纸及化机浆的技术改造项目。项目建成后，原年产 20/30 万吨的高档包装纸板产能将提升至 35/50 万吨；原年产 50 万吨箱板纸生产线增产至 80 万吨；原年产 45 万吨的高档信息用纸生产线增产至 70 万吨；原年产 40 万吨的化机浆产能提升至 60 万吨，纸浆/纸类产能共计提升 20/85 万吨。

图表 49 2025 年博汇纸业技改项目

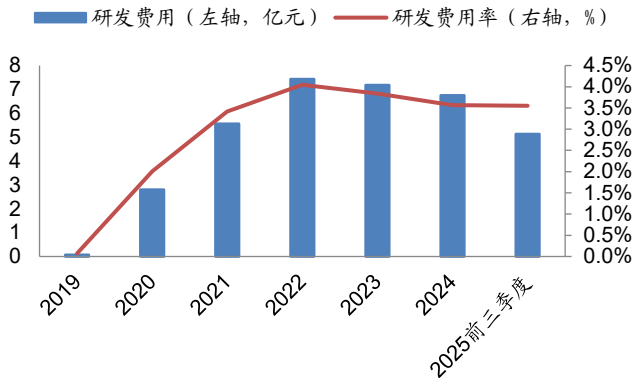
项目名称	项目内容
年产 150 万吨高档包装纸板技改项目	项目建成后，年产 50 万吨箱板纸生产线产品品种不变，产能由原来的 50 万吨/年增加到 80 万吨/年，年新增箱板纸产能 30 万吨/年；年产 50 万吨瓦楞纸生产线产品品种由瓦楞纸改为文化纸，产能保持 50 万吨/年不变；项目技改进建后 2 台纸机总产能达 130 万吨/年
化机浆技改项目	项目在原有厂房及附属设备基础上，新增双辊挤浆机、多盘浓缩机、蒸发器、风机、冷凝器、再沸器、热交换器和除氧器等设备。项目建成后，化机浆产能从 40 万吨/年增产到 60 万吨/年。
年产 20 万吨高档包装纸板技改项目	项目在原有厂房及附属设备基础上，对纸机和辅助系统进行技术改造，增设全套 NUKP 浆线，购置中控投影屏机、砂滤系统、传动系统、气红外系统、扫描架、DCS、MCS、卷筒打包机自动包装机械臂、复卷机、扫描架、涂布冷缸等设施 20 台(套)。项目建成后高档包装纸板生产能力可达 35 万吨/年。
年产 35 万吨高档包装纸板技改项目	项目在原有厂房及附属设备基础上，依托原车间及配套设施，对纸机和辅助系统进行改造，购置透平机、靴压压部蒸汽箱、热烘箱、芯层提浆泵、抽湿风机等设备 8 台(套)，年新增高档包装纸板 15 万吨，项目建成后，总产能达 50 万吨/年。
年产 45 万吨高档信息用纸技改项目	将年产 45 万吨高档信息用纸生产线增产至年产 70 万吨。

资料来源：博汇纸业公告，华安证券研究所

研发创新能力赋能，产品结构多元化进一步提升，重点布局液包和 FSC 产品。为实现产品高端化、差异化与持续发展，公司在研发创新上持续投入。2019-2024 年，公司研发费用由 0.07 亿元上升至 6.75 亿元，研发费用率也由 0.07% 上涨至 3.55%。2022 年 6 月，山东博汇无菌液体包纸研创项目立项，启动 PM1 产线改造初始筹划和筹建。通过多年研发，公司掌握了独有的孢子控制生产技术，并在 2023 年投资 4000 余万元对 PM1 车间进行设备改造。与此同时，公司技术团队还开发出

了未漂白针叶木浆磨浆技术，生产出高强本色牛底无菌液包纸，打开了国际牛底液包市场。2023年5月，公司第一卷合格的白、牛底无菌液包纸顺利产出，标志着公司正式入局无菌液体包装市场，为公司食品卡产品系列增添了浓墨重彩的一笔。2025年1月，公司 FSC CoC 体系顺利通过监督审核和扩项认证，实现可持续森林管理与促进环境友好型产品生产。截至 2024 年，山东、江苏两大基地共拥有发明专利 39 项，实用新型专利 87 项，软著 2 项，专注于浆纸一体化的研发，向生物材质料、纤维深加工的方向转型发展。

图表 50 博汇纸业研发费用与研发费用率（亿元，%）



资料来源：博汇纸业公告，iFinD，华安证券研究所

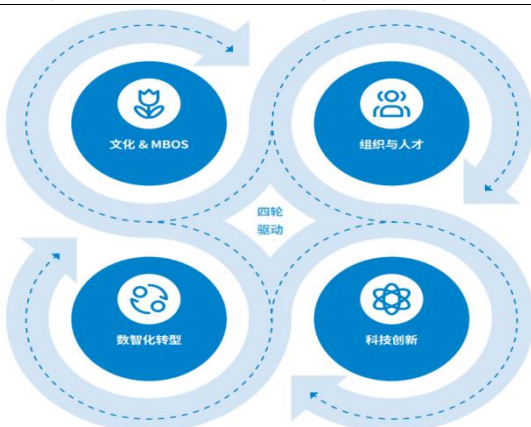
图表 51 博汇纸业无菌液包纸



资料来源：博汇集团公众号，华安证券研究所

全面推进数智化转型战略，以科技创新为管理赋能。公司在“以人为本，四轮驱动”的融合创新中，通过推行 MBOS 和自动化管理体系，促进提质增效。近年来，公司将数智化转型融入公司“四轮驱动”管理模式，全面推进数字化智能工厂建设。2022年5月，公司精益管理系统落地运行，通过大数据分析和人工智能技术应用，帮助公司实现数字化、智能化、标准化的精细管理。2023 年，公司全年推动完成数智化转型项目 39 个，陆续上线淋膜纸自动化生产管理系统、PM8 自动仓 EWM 系统、杨木片集散点智能分配等诸多系统，为业务发展提供积极支撑。2024 年，山东基地完成数智化项目 47 项，江苏基地完成数智化项目 44 项，有效优化了信息流和决策效率，提高了生产和运营效率。

图表 52 博汇纸业“四轮驱动”管理模式



资料来源：博汇纸业 ESG 报告，华安证券研究所

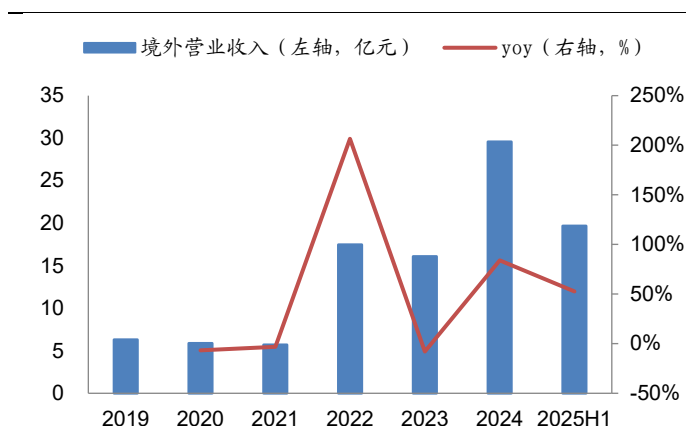
图表 53 博汇纸业部分数智化转型项目

EUDR 数据溯源项目 为应对《欧盟零毁林法案》的相关要求，开发 EUDR 数据溯源项目，可对销售至欧洲的纸产品和浆产品的相关数据溯源至林地。	辊轴及设备备件系统建设项目 实现备件使用寿命的分析、更换计划制定以及对生产运行、品质的影响分析。	PI 系统深度应用 深化 PI 系统应用，制作各机台的参数组态图和工艺查定表，实现对各机台的数据统计与分析。上线后预计每月可节约工作量 426 小时以上。
成品无断点项目 先进运输管理系统 (Advanced Transportation Management System) 从过磅到集散点签到、成品仓出货，整个流程约经历 14 个环节。公司实施成品黑灯出货流程方案，可节省 95 个作业环节，大幅提升整体作业效率。	无人机盘点 应用先进的无人机三维建模技术，对木片、煤炭及化工原盐等原材料开展智能化盘点工作，在提升测量结果精准度、盘点效率的同时，有效保障了作业安全。	AI 智慧视觉 基于“视频监控+AI 智能识别”方式，对人员、设备、车辆、物料、生产现场进行全面管理，实现对各类安全隐患的实时监测、预警、及时有效管理，进一步提升安全管理水平。

资料来源：博汇纸业 ESG 报告，华安证券研究所

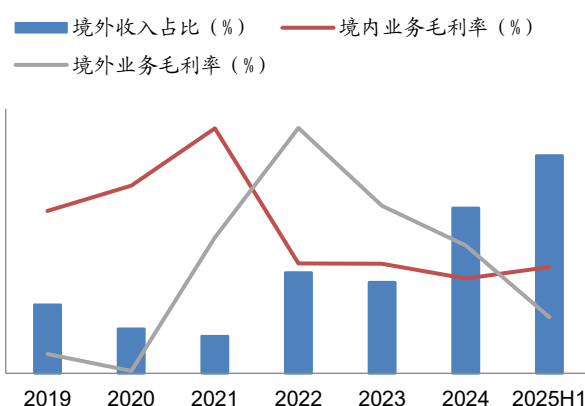
积极推进国际化战略，境外收入增长强劲，毛利率表现亮眼。面对全球经贸格局的深度调整以及在金光纸业于海外市场的助力下，公司以出口增长为导向，全面推进外销业务高质量发展。2019-2024 年，公司境外收入从 6.3 亿元增长至 29.58 亿元，CAGR 为 36.32%；境外收入占比也从 6.47% 上涨至 15.62%。公司实施“重点突破、梯次推进”的全球化布局策略，通过开发终端客户及品牌商抢占市场份额，聚焦公司主营产品，不断推动新产品的海外市场应用。截至 2025H1，公司境外营业收入达到 19.68 亿元，同比增长 52.68%；境外营业收入占比为 20.58%，同比+6.66pct。金光纸业凭借其全球领先的产业布局和品牌声誉，极大地提升了公司接触和服务海外客户的能力，同时也助力公司境外业务毛利率的大幅提升。2022-2024 年，公司境外毛利率均高于境内毛利率，这将有助于境外收入的可持续与高质量增长。

图表 54 博汇纸业境外收入及 yoy（亿元，%）



资料来源：博汇纸业公告，iFinD，华安证券研究所

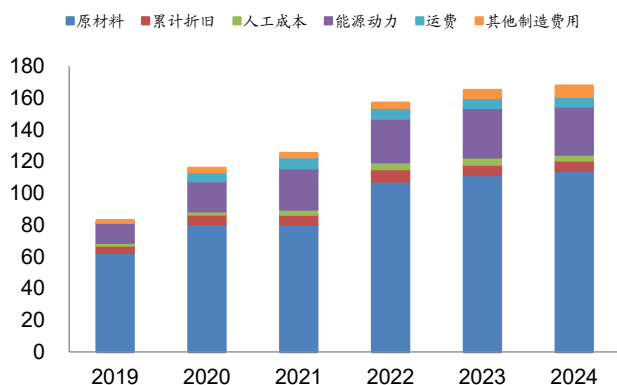
图表 55 博汇纸业境外收入占比及境内外业务毛利率（%）



资料来源：博汇纸业公告，iFinD，华安证券研究所

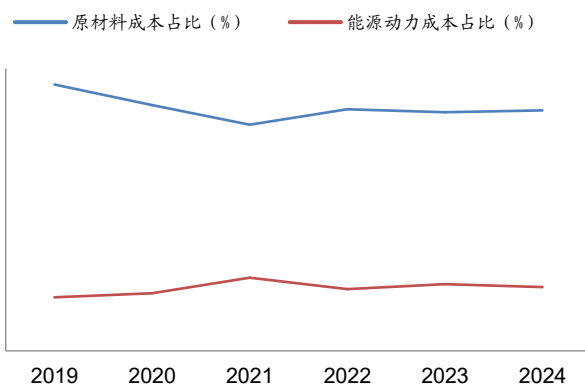
成本不断攀升，原材料与能源动力占比较高。随着产能规模的逐步扩大，公司成本也呈现逐年上升的态势。2024 年，公司总成本达 167.59 亿元，其中原材料成本达 114.27 亿元，占总成本的 68.18%；能源动力成本达 30.3 亿元，占总成本的 18.08%。两者在总成本中占比均较高，对总成本的波动影响较大。保证原材料与能源动力的供给与价格稳定已成为促进公司降本增效、提升其长期竞争力的重要环节之一。

图表 56 博汇纸业成本构成（亿元）



资料来源：博汇纸业公告，华安证券研究所

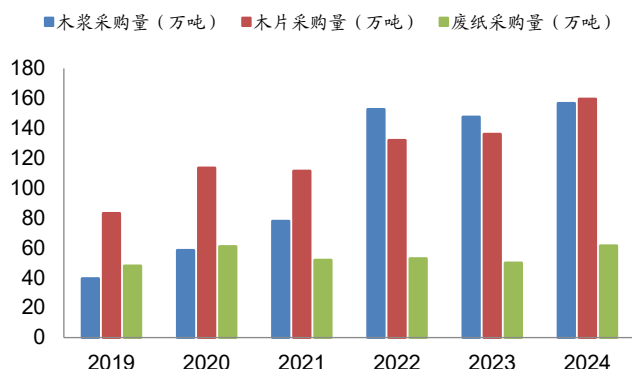
图表 57 博汇纸业原材料与能源动力成本占比（%）



资料来源：博汇纸业公告，华安证券研究所

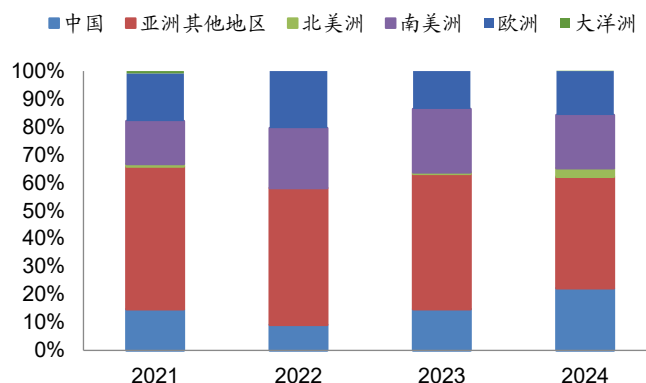
背靠 APP 资源禀赋，公司原材料成本显著降低。在原料供应方面，公司采用国内外供应商直接供货为主，代理商供货为辅的策略，开辟了多条原料供应的稳定渠道。公司的原材料采购主要包括木浆、木片、废纸等，且公司从中国采购木浆的比例稳步上升。这主要因为公司背靠金光集团丰富的纸浆资源，在原材料购买的价格、灵活性、便捷性等方面享受一定优惠，近几年从金光集团关联企业中采购原材料的金额大幅上升。2024 年度前五名供应商采购额中关联方采购额 617,334.03 万元，占年度采购总额 38.91%。以白卡纸为例，19-24 年博汇每吨白卡原材料成本与市场价差额分别为 707/487/1334/1881/1351/1285 元，2020 年以来成本优势持续扩大。

图表 58 博汇纸业原材料采购量（万吨）



资料来源：博汇纸业 ESG 报告，华安证券研究所

图表 59 博汇纸业木浆采购来源分布（%）



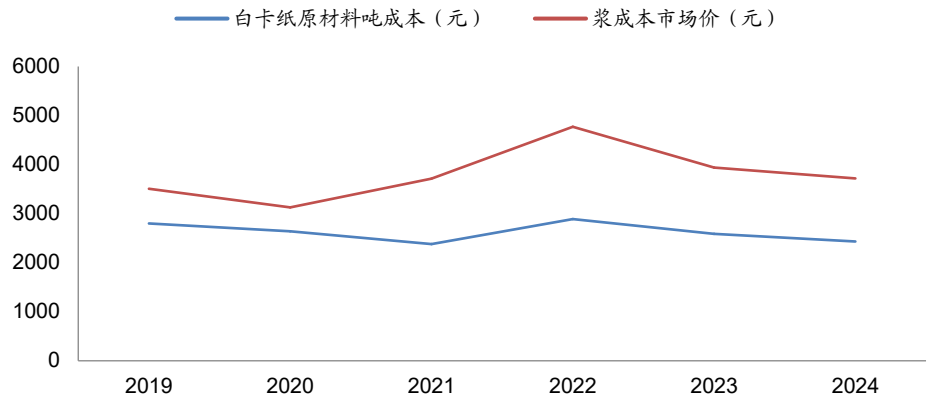
资料来源：博汇纸业 ESG 报告，华安证券研究所

图表 60 博汇纸业与金光纸业原材料采购情况（万元）

关联方	关联交易内容	2020	2021	2022	2023	2024	2025
金海贸易	木浆	9,105.55	233,601	394,579	361,092	287,121.26	289,742
广西金桂	化机浆	-	-	9,836	-	-	-
宁波贸易	化机浆	-	439.69	-	-	-	-
宁波亚浆	木片	-	-	9,259.66	5,956.74	325.6	3,453.59
金光纸业及其关联方	除盐水、粉煤灰、纸芯管、瓦楞纸板、包装物	-	-	1,108.92	1,656.60	48,229.71	21,666.9
海南金海	木浆	-	-	62,681	140,871	81,011.78	31,907
金禹管理	木浆	-	-	-	-	92,395.03	77,366.34
金美林业	木浆	-	-	-	-	3,421.37	4,954.65
南油林业	木浆	-	-	-	-	8,261.46	9,575.8
金清远丰	木浆	-	-	-	-	148.35	-
嘉耀林业	木浆	-	-	-	-	1,769.33	1,852.17
鑫玖林业	木浆	-	-	-	-	-	550
金博海贸易	木浆	-	-	-	-	-	118,880
金东纸业	瓦楞圆盘、淋膜牛皮纸、除盐水、PE 粒子等	-	-	-	-	-	3,108.38
宁波绿色	淋膜牛皮纸	-	-	-	-	-	1,468.78

资料来源：博汇纸业公告，iFinD，华安证券研究所

图表 61 博汇纸业白卡纸原材料成本与浆成本市场价（元）



资料来源：博汇纸业公告，卓创资讯，华安证券研究所（注：假设每吨白卡纸大概需要 0.3 吨阔叶浆，0.1 吨针叶浆，0.4 吨化机浆）

能源使用以电和蒸汽为主，关联方采购确保供给稳定。2024 年，公司生产共消耗 2463.26 吨柴油、2087.35 万立方米天然气，外购电量 370536.34 万千瓦时，外购蒸汽 20456256.27 吉焦，能源主要通过外购电与蒸汽来满足生产需要。2025 年，公司从关联方天源热电与丰源热电共采购燃料与动力 19.55 亿元，从而保证能源供给与价格稳定。

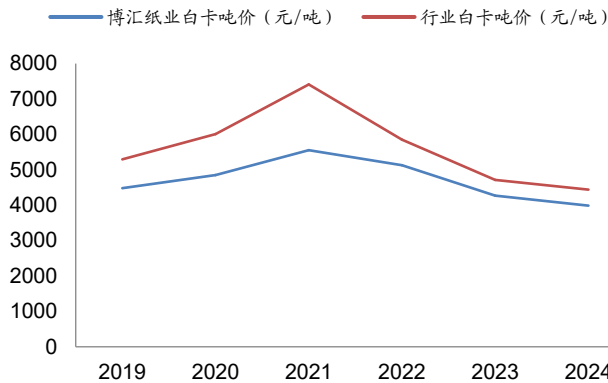
图表 62 博汇纸业与金光纸业燃料和动力采购情况（万元）

关联方	关联交易内容	2020	2021	2022	2023	2024	2025
天源热电	电、蒸汽	82,552.35	101,343.29	127,155.50	150,083.20	165,315.25	150,087.23
丰源热电	煤、蒸汽	22,925.27	34,208.4	44,500.79	44,530.17	46,344.91	45,431.53

资料来源：博汇纸业公告，iFinD，华安证券研究所

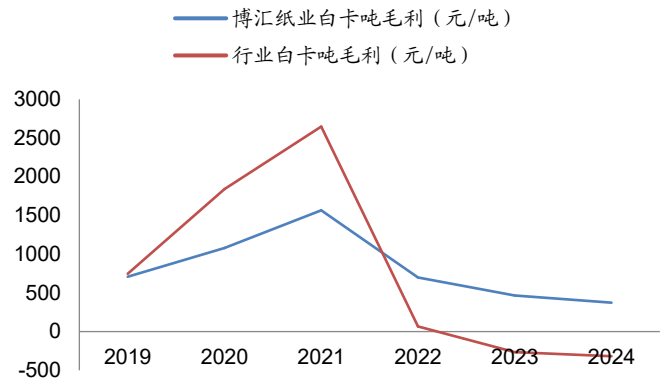
APP 赋能下博汇白卡吨盈高于行业均值，差异化趋势有望进一步放大业绩弹性。2024 年，国际供应链运行不畅，海外浆厂开工不足，纸浆和木片价格仍处于高位，加之能源及物流成本上涨，致使产品单位成本提升，行业吨盈持续承压，仍处于亏损状态。2024 年，公司白卡吨毛利为 373.58 元/吨，显著高于行业的-318.4 元/吨。公司享受母公司原材料支持，通过精细化管理及环节过程管控，优化成本结构、挖潜增效，管控吨纸原料及能源单耗，有效减轻了原料成本上升影响。未来随着公司持续优化产品结构，烟卡、食品卡、无菌液包纸等差异化产品占比提高，公司产品附加值有望持续提升，业绩弹性进一步放大。

图表 63 博汇白卡吨价 vs 行业吨价（元/吨）



资料来源：博汇纸业公告，华安证券研究所

图表 64 博汇白卡吨毛利 vs 行业吨毛利（元/吨）



资料来源：博汇纸业公告，华安证券研究所

3.3 解决同业竞争问题在即，盈利弹性有望加速释放

2025 年 9 月底完成员工持股计划股份购买，锁定期于 2026 年 9 月到期。公司于 2025 年 8 月发布《领航者员工持股计划（草案）》，涉及员工范围为公司董事长林新阳、总经理刘继春等核心管理人员，拟持有股份数占公司总股本的 4.49%；发布《奋斗者员工持股计划（草案）》，涉及员工范围为公司监事、高级管理人员、核心技术/业务人员和其他员工，拟持有股份数占公司总股本的 2.99%；两项员工持股计划考核目标均为 2025 年公司纸制品总销量不低于 470 万吨。2025 年 9 月底，公司完成领航者与奋斗者员工持股计划股份购买，成交价分别为 4.83 元/股、4.88 元/股，锁定期自 2025 年 9 月 26 日起 12 个月，即 2026 年 9 月到期；员工持股计划锁定期届满之日起每 12 个月内，领航者计划和奋斗者计划减持的股份总数合计不超过公司股份总数的 1%。

图表 65 公司领航者员工持股计划

姓名	职务	拟持有份额上限对应的标的股票数量 (万股)	拟持有份额占本员工持股计划比例
林新阳	董事长		
刘继春	董事兼总经理		
王乐祥	董事		
魏同秋	董事兼财务总监	1,730.00	28.83%
卫永清	副总经理兼董事会秘书		
核心管理人员 (45 人)		3,080.00	51.33%
预留		1,190.00	19.83%
合计		6,000.00	100.00%

资料来源：博汇纸业公告，华安证券研究所

图表 66 公司奋斗者员工持股计划

姓名	职务	拟持有份额上限对应的标的股票数量 (万股)	拟持有份额占本员工持股计划比例
卢永强	副总经理		
徐善彬	副总经理		
程晨	监事会主席	640	15.99%
蒋道军	监事		
向开均	监事		
核心技术/业务人员和其他员工 (195 人)		2,582.00	64.50%
预留		781	19.51%
合计		4,003.00	100.00%

资料来源：博汇纸业公告，华安证券研究所

金光纸业将在 2026 年 9 月前解决同业竞争问题。公司于 2020 年 8 月发布《要约收购报告书》，金光投资在白纸板、双胶纸业务上与博汇纸业存在同业竞争情况，为避免未来与上市公司之间产生同业竞争，金光出具了《关于避免同业竞争的承诺函》，将在收购完成后 6 年内（即 2026 年 9 月前）逐步解决与上市公司之间部分业务存在的同业竞争问题。目前，金光投资在白纸板方面的资产包括宁波中华、亚洲浆和金桂浆，合计白卡纸产能约 400 万吨（为当前博汇纸业白卡纸产能 2 倍）；在双胶纸方面的资产为金华盛，双胶纸产能约 30 万吨。

图表 67 《关于避免同业竞争的承诺函》内容

序号	承诺内容
1	本公司将保持中立地位，不损害上市公司以及上市公司其他股东的权益。
2	本公司将结合自身业务、上市公司的实际情况以及所处行业特点与发展状况，履行相关决策程序，根据相关业务资产是否符合盈利性及资产注入条件，在收购完成后 6 年内逐步解决与上市公司之间部分业务存在的同业竞争问题。
3	本次收购完成后，如本公司及本公司实际控制的其他企业获得的且可能与上市公司构成同业竞争的新业务的商业机会，将优先将上述新业务的商业机会提供给上市公司；若此类新业务尚不具备转移给上市公司的条件，则本公司将在此类新业务具备注入上市公司的条件时，以合理的商业条件推动相关业务注入上市公司。
4	本公司作为纸业行业龙头，资信良好，履约风险较低。若本公司未能按时履行上述承诺，本公司将对上市公司所受到的实际损失依法履行赔偿责任，同时将持续优化相关业务资产使其符合注入条件并注入上市公司。

资料来源：博汇纸业公告，华安证券研究所

金光纸业或正积极推进解决同业竞争问题。2022Q4，公司发布《关于子公司拟向关联方购买设备的公告》，子公司江苏博汇以合同金额为 24,916 万元向金光纸业购买由宁波中华持有的 62 万吨白卡纸设备，用于江苏博汇年产 80 万吨高档特种纸板扩建项目建设；淄博华汇以合同金额为 1,640.15 万元向金光纸业购买由金东纸业持有的四台切纸机、一台令包装机共 5 台设备，用于淄博华汇年产 45 万吨高档信息用纸项目。2025 年 12 月，宁波富邦发布公告，宣布拟以 3.7 亿元价格将所持宁波中华 2.5% 的股权转让给金光纸业，交易完成后将不再持有宁波中华的股权。

图表 68 宁波中华、亚洲浆、金桂浆股权穿透图



资料来源：企查查，华安证券研究所

若实现整合，博汇纸业盈利能力将明显提升。2024 年，金光纸业工业用纸收入为 342.83 亿元，毛利率为 12.99%；博汇纸业白板纸收入为 115.42 亿元，毛利率为 9.37%；若扣除博汇纸业白板纸收入后金光纸业的工业用纸收入为 227.41 亿元，毛利率为 14.83%。金光纸业工业用纸和文化纸体量规模大、出口占比高、原材料自给率高，毛利率优于博汇纸业。若金光纸业的白板纸和双胶纸业务注入博汇纸业体内，博汇纸业的收入体量和盈利能力有望明显提升。

图表 69 金光纸业与博汇纸业白卡纸业务情况

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
博汇纸业-白卡纸业务							
收入（亿元）	65.22	78.83	110.08	125.08	131.02	119.41	115.42
成本（亿元）	53.77	66.37	85.58	89.81	113.16	106.37	104.61
毛利率（%）	17.55%	15.81%	22.26%	28.20%	13.63%	10.92%	9.37%
销量（万吨）	134.03	175.93	226.96	225.75	255.47	279.69	289.50
单价（元/吨）	4865.77	4480.69	4850.24	5540.80	5128.55	4269.42	3986.95
金光纸业-工业用纸业务							

收入 (亿元)	156.36	163.4	246.59	364.44	371.36	347.52	342.83
毛利率 (%)	21.74%	25.22%	31.97%	32.01%	16.57%	14.03%	12.99%
成本 (亿元)	122.37	122.19	167.76	247.78	309.83	298.76	298.30
销量 (万吨)	361.87	407	523.68	641	760	830	/
单价 (元/吨)	4320.89	4014.74	4708.79	5685.49	4886.32	4186.99	/
金光纸业-扣除博汇纸业后							
收入 (亿元)	156.36	163.40	136.51	239.36	240.34	228.11	227.41
成本 (亿元)	122.37	122.19	167.76	157.97	196.66	192.39	193.69
毛利率 (%)	21.74%	25.22%	31.97%	34.00%	18.17%	15.66%	14.83%
销量 (万吨)	361.87	407	296.72	415.25	504.53	550.31	/
单价 (元/吨)	4320.89	4014.74	4600.60	5764.15	4763.66	4145.09	/

资料来源：金光纸业债券评级报告，金光纸业审计报告，博汇纸业公司公告，Wind，华安证券研究所

产能有序扩张，盈利弹性有望加速释放。产能层面，公司未来预计新增 150 万吨高档包装纸板产能（山东淄博，预计于 2029 年竣工）、80 万吨高档特种纸板产能（20 万吨全木浆零塑纸杯、年产 40 万吨高档白卡纸以及年产 20 万吨烟卡纸，预计于 2026 年竣工）、32 万吨化学浆产能（扩建），有望持续为业绩贡献增量。

图表 70 博汇纸业产能计划

投产项目	投资金额	时间	新增产能	投产时间
建设 15 万吨石膏护面纸项目	2.26 亿元	2007 年	15 万吨石膏护面纸	2008 年
建设 9.5 万吨化学木浆技改工程	4.32 亿元	2007 年	9.5 万吨化学木浆	2008 年
年产 35 万吨高档包装纸项目	18.39 亿元	2008 年	35 万吨涂布白卡纸	2010 年
年产 75 万吨高档包装纸板工程项目	30.86 亿元	2010 年	75 万吨涂布白卡纸	2013 年
年产 14 万吨文化纸项目（恢复生产）	-	-	14 万吨文化纸	2018 年
二期年产 75 万吨高档包装纸板项目	32.31 亿元	2017 年	75 万吨涂布白卡纸	2019 年
年产 50 万吨高档牛皮箱板纸项目和年产 50 万吨高强瓦楞纸项目	23.36 亿元	2017 年	50 万吨高档牛皮箱板纸，50 万吨高强瓦楞纸	2019 年
年产 45 万吨高档信息用纸项目	17.19 亿元	2019 年	45 万吨静电复印纸	2022 年
年产 80 万吨高档特种纸扩建项目	27.85 亿元	2022 年 10 月	80 万吨高档特种纸（全木浆零塑纸杯纸、高端社会卡纸、烟卡纸）	-
年产 80 万吨高档特种纸扩建项目	32.26 亿元	2024 年 6 月	80 万吨高档特种纸（20 万吨全木浆零塑纸杯、40 万吨高档白卡纸、20 万吨烟卡纸）	-
年产 32 万吨化学浆项目	17 亿元	2025 年 12 月	32 万吨化学浆	-
年产 150 万吨高档包装纸板项目	-	2027 年	150 万吨高档包装纸板	-

资料来源：iFinD，博汇纸业公告，中华人民共和国自然资源部，中国造纸杂志社，华安证券研究所

4 盈利预测及投资建议

我们对公司主营业务进行拆分并做出收入和利润预测：

（1）文化纸：2025 年由于文化纸价格下降，公司文化纸业务承压。2026 年起，随着市场需求逐步改善，文化纸价格有望上行，公司文化纸业务收入有望增长。我们预计 2025-2027 年公司文化纸业务收入增速分别为 -5%/3%/2%。

（2）箱板纸：2025 年第三季度起，箱板纸价格持续上涨，公司箱板纸业务迎来改善。2026 年起，随着市场需求逐步改善，箱板纸价格有望上行，公司箱板纸业务收入有望增长。我们预计 2025-2027 年公司箱板纸业务收入增速分别为 10%/8%/4%。

（3）石膏护面纸：公司石膏护面纸业务较为稳定，我们预计 2025-2027 年公

司石膏护面纸业务收入增速分别为-2%/4%/4%。

（4）白纸板：2025 年由于白卡纸价格处于历史低位，公司白卡纸业务承压。2026 年起，随着市场需求逐步改善，白卡纸价格有望上行，叠加公司新增产能释放，公司白卡纸业务收入有望增长。我们预计 2025-2027 年公司白纸板业务收入增速分别为-9%/18%/11%。

公司作为国内白卡纸头部企业，APP 全方位赋能下优势显著。随着下游需求好转，叠加高市场集中度下的议价权，白卡纸行业有望周期底部反转，叠加公司新增产能释放，公司盈利有望迎来底部反转。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 183.56/203.83/221.95 亿元，分别同比增长-3%/11%/8.9%；归母净利润分别为 1.82/4.07/6.52 亿元，分别同比增长 3.7%/123%/60.2%，EPS 分别为 0.14/0.3/0.49 元，截至 2025 年 12 月 19 日，对应 PE 分别为 45.00/20.18/12.59 倍。

图表 71 盈利预测和估值（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	18930	18356	20383	22195
收入同比（%）	1.3%	-3.0%	11.0%	8.9%
归属母公司净利润	176	182	407	652
净利润同比（%）	-3.3%	3.7%	123.0%	60.2%
毛利率（%）	9.6%	8.3%	9.2%	10.1%
ROE（%）	2.6%	2.6%	5.6%	8.4%
每股收益（元）	0.14	0.14	0.30	0.49
P/E	36.29	45.00	20.18	12.59
P/B	1.01	1.18	1.13	1.05
EV/EBITDA	9.81	9.34	7.36	5.88

资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所（截至 2025 年 12 月 19 日）

按照申万二级行业分类，公司所属行业分类为“轻工制造—造纸”，我们选取申万二级行业分类造纸下的所有上市公司作为可比公司，采用 PE 估值法对其进行估值。采用 2025 年 12 月 19 日收盘价，根据 Wind 一致预期，造纸公司的 PE（TTM）/PE（2026E）/PE（2027E）分别为 30.62/22.76/19.28 倍，博汇纸业的 PE（TTM）/PE（2026E）/PE（2027E）分别为 55.60/20.18/12.59 倍，PE（2026E）/PE（2027E）均低于可比公司平均值。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 72 可比公司估值

证券代码	证券简称	PE (TTM)	PE (2026E)	PE (2027E)
801143.SI	轻工制造—造纸（申万）	30.62	22.76	19.28
600966.SH	博汇纸业	55.60	20.18	12.59

资料来源：公司公告，华安证券研究所（截至 2025 年 12 月 19 日，造纸指数的盈利预测采用 Wind 一致预期，博汇纸业的盈利预测采用华安证券的盈利预测）

5 风险提示

（1）下游需求复苏不及预期的风险。公司的主营业务为白卡纸的生产与销售。从行业消费结构来看，对白卡纸消费量较大的行业有食品、餐饮、日用品、小家电、医药等。这些行业与国家宏观环境的相关性较高，当宏观经济整体向好时，国民经济行为趋向扩张，消费者的购买力以及需求将会提升，反之则会下降。因此，如果

未来宏观经济发展态势不及预期，将对造纸行业的景气度带来不确定性，从而传导至公司，将直接影响终端消费者对公司产品的需求，对公司的经营业绩产生不利影响。

（2）原材料价格波动超预期的风险。木片、纸浆、能源等原材料在公司成本中的占比较大。公司力求通过开发林地、从关联方采购原材料等方式来降低原材料成本。但是，如果市场上原材料价格出现超预期波动时，将成为影响公司盈利水平的不利因素。

（3）投产节奏不及预期的风险。目前，公司仍有较多的在建与规划的产能项目，投入了较多的土地、设备与工程款。如果产能建设进度不及预期，无法按预期产生现金流与利润，导致投资回报周期的被迫拉长，将会对未来公司业绩增长造成负面影响。

（4）市场竞争加剧的风险。未来几年，国内造纸行业普遍存在的同质化严重、供需失衡、周期性波动剧烈等情形或将继续保持。如果公司不能在竞争中持续保持领先优势，将对公司经营产生不利影响。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8503	9229	9969	11058	营业收入	18930	18356	20383	22195
现金	3051	3750	4202	4746	营业成本	17116	16826	18508	19957
应收账款	1452	1095	1307	1483	营业税金及附加	64	72	74	81
其他应收款	114	180	160	175	销售费用	188	184	204	222
预付账款	430	306	366	420	管理费用	517	376	418	444
存货	2419	2922	2867	3126	财务费用	313	293	281	273
其他流动资产	1036	977	1067	1108	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	13966	13905	13732	13478	公允价值变动收益	-4	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-29	-37	-34	-38
固定资产	11478	11376	11197	10943	营业利润	178	183	437	714
无形资产	329	329	329	327	营业外收入	32	27	28	29
其他非流动资产	2159	2200	2206	2208	营业外支出	4	3	3	3
资产总计	22469	23134	23700	24536	利润总额	206	207	462	741
流动负债	13436	14040	14281	14595	所得税	30	25	55	89
短期借款	6150	6150	6150	6150	净利润	176	182	407	652
应付账款	2001	2901	2875	2958	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	5285	4988	5256	5487	归属母公司净利润	176	182	407	652
非流动负债	2233	2140	2140	2140	EBITDA	1350	1429	1752	2102
长期借款	1072	1072	1072	1072	EPS（元）	0.14	0.14	0.30	0.49
其他非流动负债	1161	1068	1068	1068					
负债合计	15669	16180	16421	16735					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	1337	1337	1337	1337					
资本公积	1333	1333	1333	1333					
留存收益	4130	4284	4610	5131					
归属母公司股东权益	6800	6954	7279	7801					
负债和股东权益	22469	23134	23700	24536					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元									
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	695	2551	1726	1870	成长能力				
净利润	176	182	407	652	营业收入	1.3%	-3.0%	11.0%	8.9%
折旧摊销	828	929	1009	1089	营业利润	-30.5%	3.2%	138.3%	63.6%
财务费用	361	348	348	348	归属于母公司净利润	-3.3%	3.7%	123.0%	60.2%
投资损失	0	37	34	38	获利能力				
营运资金变动	-717	1077	-47	-231	毛利率（%）	9.6%	8.3%	9.2%	10.1%
其他经营现金流	940	-915	428	856	净利率（%）	0.9%	1.0%	2.0%	2.9%
投资活动现金流	-543	-889	-844	-847	ROE（%）	2.6%	2.6%	5.6%	8.4%
资本支出	-549	-811	-810	-809	ROIC（%）	2.8%	2.8%	4.0%	5.3%
长期投资	7	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	0	-78	-34	-38	资产负债率（%）	69.7%	69.9%	69.3%	68.2%
筹资活动现金流	-528	-964	-430	-479	净负债比率（%）	230.4%	232.7%	225.6%	214.5%
短期借款	1321	0	0	0	流动比率	0.63	0.66	0.70	0.76
长期借款	-683	0	0	0	速动比率	0.39	0.39	0.44	0.48
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.85	0.81	0.87	0.92
其他筹资现金流	-1167	-964	-430	-479	应收账款周转率	15.15	14.41	16.97	15.91
现金净增加额	-371	698	452	544	应付账款周转率	6.92	6.86	6.41	6.84

每股指标（元）					估值比率				
每股收益	0.14	0.14	0.30	0.49	P/E	36.29	45.00	20.18	12.59
每股经营现金流	0.52	1.91	1.29	1.40	P/B	1.01	1.18	1.13	1.05
每股净资产	5.09	5.20	5.45	5.84	EV/EBITDA	9.81	9.34	7.36	5.88

资料来源：公司公告，华安证券研究所（以 2025 年 12 月 19 日收盘价计算）

分析师与研究助理简介

分析师：徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

分析师：余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券，研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。