

2025 年 3 月 18 日

研究員：賴季宏 david.lai@capital.com.tw

前日收盤價	16.90 元
目標價	
3 個月	17.00 元
12 個月	17.00 元

近期報告日期、評等及前日股價

2024/03/20	Neutral	22.45
2023/06/05	Neutral	28.15

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	11,028
市值(億元)	186
目前每股淨值(元)	14.23
外資持股比(%)	3.78
投信持股比(%)	0.01
董監持股比(%)	57.63
融資餘額(張)	9,188
現金股息配發率(%)	0.00

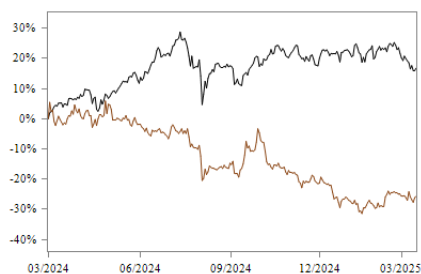
產品組合



紙張:67.78%
紙板:14.39%
紙漿:13.30%
其他:4.53%

股價相對大盤走勢

— 1905 — TWSE



華紙(1905 TT)

Neutral

中國紙業需求短期偏弱，後續仍待觀察。

投資建議：華紙 2024 年營收 207.68 億元，YoY-0.90%，因紙漿價格落底回升，毛利率上升至 7.44%，稅後 EPS -0.23 元。預期 2025 年的亞洲紙漿需求在 1H25 仍顯疲弱，需待美國關稅問題確定後觀察 2H25 需求可否回升。預估 2025 年華紙營收 199.23 億元，YoY-4.07%，稅後 EPS -0.15 元。考量目前華紙的 PBR 1.2 倍，相較過去五年的歷史區間並未偏低，預期 2025 年公司營運持平，故對華紙的投資建議維持 Neutral。

1Q25 因中國需求疲弱，預估營收 47.03 億元，YoY-10.97%，QoQ-7.00%，稅後 EPS -0.11 元：預估華紙 1Q25 因農曆年後中國需求偏弱，導致紙漿價格高檔下跌，預估營收 47.03 億元，YoY-10.97%，QoQ-7.00%。毛利率 6.36%，稅後 EPS -0.11 元。

受美國關稅不確定性影響中國需求疲弱，農曆年後紙漿價格由漲轉跌：2025 年的亞洲紙漿價格呈現先漲後跌，以中國市場的報價來看，在農曆年前持續上漲，最大漲幅約在 5~7%。但在農曆年後中國紙價報價即開始下跌失去支撐，目前價格已跌回 2024 年底的水準。認為紙漿價格的下跌，主要是受到中國需求疲弱的影響，原本市期待的農曆年後中國製造業的春季開工需求釋出，結果並不理想，因此紙漿價格在年後由漲轉跌。認為 1H25 在美國關稅結果仍未明朗下，需求可能受到壓抑，要等到 2H25 紙漿的需求較可能轉強。

美國將向加拿大出口的紙漿課徵關稅，預料加國紙漿將轉銷至亞洲，有利於紙廠成本下降：美國總統川普上任後開啟關稅戰，目前得知可能對加拿大、墨西哥出口的木材課徵關稅。未來若真的維持這樣的政策，則加拿大出口到美國的紙漿價格將會上漲，美國可能轉從歐洲進口紙漿做為替代。而加拿大的紙漿可能轉向外銷亞洲市場，有助於亞洲市場的紙漿價格下滑，在這樣的關稅情況下對亞洲紙廠來說是利多。

(百萬元)	2024	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	20,768	19,923	20,727	5,458	5,283	5,407	5,021	5,057	4,703	5,005	5,127	5,087
營業毛利淨額	1,545	1,493	1,622	548	538	265	505	237	299	397	383	415
營業利益	-551	-368	-239	47	15	-259	-33	-274	-165	-70	-74	-59
稅後純益	-252	-163	-66	155	47	-184	72	-187	-119	-57	68	-56
稅後 EPS(元)	-0.23	-0.15	-0.06	0.14	0.04	-0.17	0.07	-0.17	-0.11	-0.05	0.06	-0.05
毛利率(%)	7.44%	7.49%	7.83%	10.05%	10.19%	4.89%	10.07%	4.68%	6.36%	7.93%	7.46%	8.15%
營業利益率(%)	-2.65%	-1.85%	-1.15%	0.87%	0.29%	-4.80%	-0.66%	-5.41%	-3.51%	-1.40%	-1.45%	-1.15%
稅後純益率(%)	-1.21%	-0.82%	-0.32%	2.83%	0.88%	-3.41%	1.44%	-3.70%	-2.53%	-1.15%	1.33%	-1.09%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-0.90%	-4.07%	4.03%	9.59%	-3.21%	2.34%	-7.13%	0.72%	-7.00%	6.43%	2.44%	-0.79%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	N.A	N.A	-69.80%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 110.28 億元計算。

2025 年 3 月 18 日

華紙的 ESG：

華紙持續增加綠色能源的使用，逐年減少對石化燃料的依賴。所有的生產基地皆有汽電共生系統發電，供給 50~90%營運生產所需的電力，並適時逆送電力，平衡社區穩定的電力需求。將增加能源效率、減少石化燃料的行動視為永續經營的重要議題，並且持續不斷的努力。經過持續的努力，自 2013 年以來，煤的用量減少了 4%，重油的用量減少了 22%。

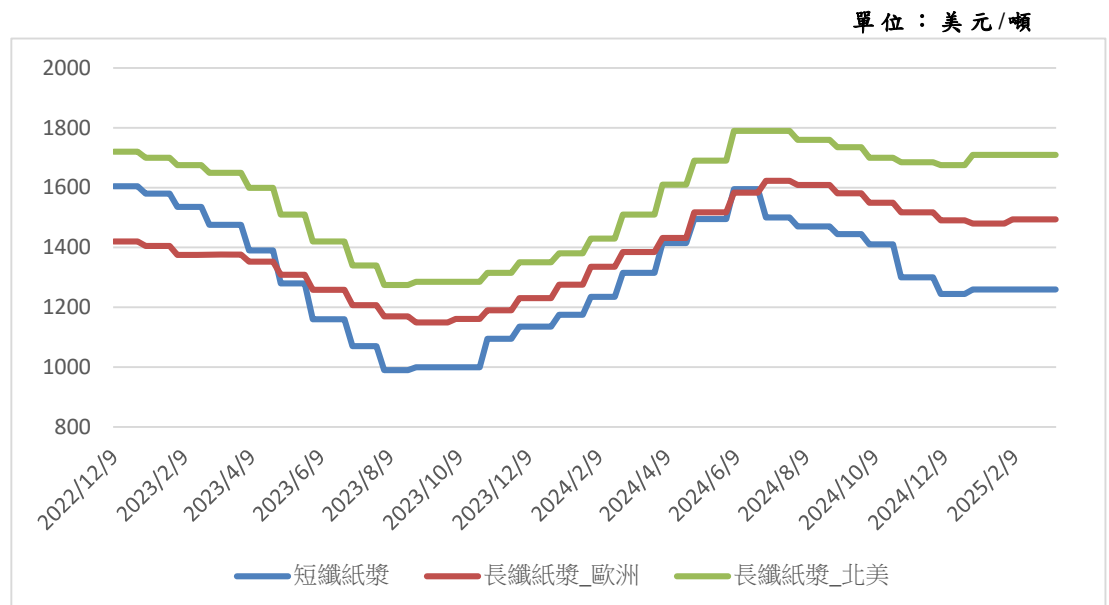
公司簡介：

華紙為台灣主要造紙廠之一，屬於永豐餘集團旗下。公司主要業務為紙漿、紙板及各類用紙的生產及銷售，並在兩岸持有林業資源，在中國擁有林地約 3 萬公頃，台灣約 1 千多公頃。營收比重分別為紙漿 18%、紙板 20%、紙張 60%及其它 2%。產品以內銷為主，占比約 8 成。

受美國關稅不確定性影響中國需求疲弱，農曆年後紙漿價格由漲轉跌：

2025 年的亞洲紙漿價格呈現先漲後跌，以中國市場的報價來看，在農曆年前持續上漲，最大漲幅約在 5~7%。但在農曆年後中國紙價報價即開始下跌失去支撐，目前價格已跌回 2024 年底的水準。認為紙漿價格的下跌，主要是受到中國需求疲弱的影響，原本市期待的農曆年後中國製造業的春季開工需求釋出，結果並不理想，因此紙漿價格在年後由漲轉跌。認為 1H25 在美國關稅結果仍未明朗下，需求可能受到壓抑，要等到 2H25 紙漿的需求較可能轉強。

圖、國際紙漿價格



資料來源：Cmoney，群益投顧彙整

美國將向加拿大出口的紙漿課徵關稅，預料加國紙漿將轉銷至亞洲，有利於紙廠成本下降：

美國總統川普上任後開啟關稅戰，目前得知可能對加拿大、墨西哥出口的木材課徵關稅。未來若真的維持這樣的政策，則加拿大出口到美國的紙漿

2025 年 3 月 18 日

價格將會上漲，美國可能轉從歐洲進口紙漿做為替代。而加拿大的紙漿可能轉向外銷亞洲市場，有助於亞洲市場的紙漿價格下滑，在這樣的關稅情況下對亞洲紙廠來說是利多。

1Q25 因中國需求疲弱，預估營收 47.03 億元，YoY-10.97%，QoQ-7.00%，稅後 EPS -0.11 元：

預估華紙 1Q25 因農曆年後中國需求偏弱，導致紙漿價格高檔下跌，預估營收 47.03 億元，YoY-10.97%，QoQ-7.00%。毛利率 6.36%，稅後 EPS -0.11 元。

投資建議：

華紙 2024 年營收 207.68 億元，YoY-0.90%，因紙漿價格落底回升，毛利率上升至 7.44%，稅後 EPS -0.23 元。預期 2025 年的亞洲紙漿需求在 1H25 仍顯疲弱，需待美國關稅問題確定後觀察 2H25 需求可否回升。預估 2025 年華紙營收 199.23 億元，YoY-4.07%，稅後 EPS -0.15 元。考量目前華紙的 PBR 1.2 倍，相較過去五年的歷史區間並未偏低，預期今年公司營運持平，故對華紙的投資建議維持 Neutral。

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2025 年 3 月 18 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
資產總計	35,439	35,429	38,618	35,166	37,736
流動資產	15,936	16,253	18,796	14,972	19,863
現金及約當現金	805	872	1,366	956	1,365
應收帳款與票據	3,752	3,188	3,465	3,085	3,615
存貨	4,988	5,508	6,400	4,203	7,312
採權益法之投資	769	872	1,032	1,132	519
不動產、廠房設備	16,151	15,677	15,982	15,982	15,942
負債總計	17,345	17,945	20,425	17,132	19,767
流動負債	6,343	14,363	16,059	13,368	17,578
應付帳款及票據	2,012	1,841	2,045	1,490	2,279
非流動負債	11,001	3,583	4,366	4,320	1,955
權益總計	18,095	17,484	18,193	18,034	17,970
普通股股本	11,028	11,028	11,028	11,028	11,028
保留盈餘	3,911	2,987	2,762	2,603	2,539
母公司業主權益	15,784	15,165	15,698	15,534	15,468
負債及權益總計	35,439	35,429	38,618	35,166	37,736

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
營業收入淨額	23,651	20,955	20,768	19,923	20,727
營業成本	21,097	19,865	19,223	18,430	19,105
營業毛利淨額	2,552	1,090	1,545	1,493	1,622
營業費用	2,312	1,949	2,096	1,861	1,861
營業利益	241	-859	-551	-368	-239
EBITDA	1,897	711	1,168	1,253	1,332
業外收入及支出	287	120	194	201	172
稅前純益	545	-699	-307	-167	-68
所得稅	5	-145	-84	-8	-3
稅後純益	446	-573	-252	-163	-66
稅後 EPS(元)	0.40	-0.52	-0.23	-0.15	-0.06
完全稀釋 EPS**	0.40	-0.52	-0.23	-0.15	-0.06

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 110.28【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 110.28 億元計算

比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
-------	------	------	------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	7.35%	-11.40%	-0.90%	-4.07%	4.03%
營業毛利淨額	6.23%	-57.30%	41.75%	-3.35%	8.62%
營業利益	-11.70%	N.A	N.A	N.A	N.A
稅後純益	-8.66%	N.A	N.A	N.A	N.A

獲利能力分析(%)

毛利率	10.79%	5.20%	7.44%	7.49%	7.83%
EBITDA(%)	8.02%	3.39%	5.63%	6.29%	6.43%
營益率	1.02%	-4.10%	-2.65%	-1.85%	-1.15%
稅後純益率	1.89%	-2.74%	-1.21%	-0.82%	-0.32%
總資產報酬率	1.26%	-1.62%	-0.65%	-0.46%	-0.17%
股東權益報酬率	2.46%	-3.28%	-1.39%	-0.91%	-0.37%

償債能力檢視

負債比率(%)	48.94%	50.65%	52.89%	48.72%	52.38%
負債/淨值比(%)	95.85%	102.64%	112.27%	95.00%	110.00%
流動比率(%)	251.22%	113.16%	117.05%	112.00%	113.00%

其他比率分析

存貨天數	80.19	96.43	113.06	105.00	110.00
應收帳款天數	59.06	60.43	58.46	60.00	59.00

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
營業活動現金	482	113	-385	1,707	889
稅前純益	545	-699	-307	-167	-68
折舊及攤銷	1,223	1,214	1,245	1,151	1,228
營運資金變動	-507	-127	-965	2,020	-2,849
其他營運現金	-780	-275	-359	-1,297	2,577
投資活動現金	-873	-487	-1,153	-1,172	1,168
資本支出淨額	-976	-677	-1,446	-800	-400
長期投資變動	-132	82	116	-100	-100
其他投資現金	235	108	178	-272	1,668
籌資活動現金	646	449	1,983	-944	-1,647
長借/公司債變動	7,900	-7,420	750	-46	-2,365
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-441	-326	0	0	0
其他籌資現金	-6,813	8,195	1,233	-898	719
淨現金流量	269	67	494	-410	410
期初現金	536	805	872	1,366	956
期末現金	805	872	1,366	956	1,365

資料來源：CMoney、群益

2025 年 3 月 18 日

季度損益表

(百萬元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
營業收入淨額	4,980	5,458	5,283	5,407	5,021	5,057	4,703	5,005	5,127	5,087	4,954	5,227
營業成本	4,848	4,909	4,745	5,143	4,516	4,819	4,404	4,609	4,745	4,672	4,621	4,773
營業毛利淨額	132	548	538	265	505	237	299	397	383	415	333	454
營業費用	491	501	523	524	539	510	464	467	457	473	464	467
營業利益	-358	47	15	-259	-33	-274	-165	-70	-74	-59	-131	-13
業外收入及支出	157	-25	47	35	86	77	43	11	144	2	27	13
稅前純益	-202	23	62	-225	53	-196	-122	-59	70	-57	-104	1
所得稅	-4	-146	0	-62	-9	-14	-6	-3	3	-3	-5	0
稅後純益	-182	155	47	-184	72	-187	-119	-57	68	-56	-102	1
最新股本	11,028	11,028	11,028	11,028	11,028	11,028	11,028	11,028	11,028	11,028	11,028	11,028
稅後EPS(元)	-0.17	0.14	0.04	-0.17	0.07	-0.17	-0.11	-0.05	0.06	-0.05	-0.09	0.00

獲利能力(%)

毛利率(%)	2.66%	10.05%	10.19%	4.89%	10.07%	4.68%	6.36%	7.93%	7.46%	8.15%	6.72%	8.69%
營業利益率(%)	-7.19%	0.87%	0.29%	-4.80%	-0.66%	-5.41%	-3.51%	-1.40%	-1.45%	-1.15%	-2.65%	-0.24%
稅後純益率(%)	-3.66%	2.83%	0.88%	-3.41%	1.44%	-3.70%	-2.53%	-1.15%	1.33%	-1.09%	-2.05%	0.01%

QoQ(%)

營業收入淨額	-1.42%	9.59%	-3.21%	2.34%	-7.13%	0.72%	-7.00%	6.43%	2.44%	-0.79%	-2.61%	5.50%
營業利益	N.A	N.A	-67.52%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅前純益	N.A	N.A	173.55%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅後純益	N.A	N.A	-69.80%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

YoY(%)

營業收入淨額	-19.19%	-4.90%	-3.34%	7.02%	0.82%	-7.35%	-10.97%	-7.42%	2.12%	0.59%	5.34%	4.42%
營業利益	N.A	-51.94%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅前純益	N.A	-72.81%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	32.60%	N.A	N.A	N.A
稅後純益	N.A	179.27%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-5.58%	N.A	N.A	N.A

註1：稅後EPS以股本110.28億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。