

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

恒丰纸业(600356)

投资评级

上次评级

姜文镒 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

李晨 新消费行业分析师

执业编号: S1500525060001

邮箱: lichen1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

恒丰纸业：经营利润稳定，并购项目顺利推进

2025 年 12 月 26 日

报告内容摘要：

事件：近日公司发布公告，上交所并购重组审核委员会将于 12 月 30 日审核公司收购锦丰纸业的申请。

量价平稳，经营利润稳定。公司国内烟草用纸领域市场份额位居前列，技术&规模&产品优势深厚，我们预计 Q4 产销量均维持景气；此外，烟草行业定价周期较长、下游具备逆周期属性，因此定价模式优异，整体 Q4 均价环比有望维持稳定。盈利方面，公司原材料管控能力优异、具备长期囤浆能力，我们判断浆价上行周期仍可维持稳定经营利润。

并购贡献增量产能，协同优势放大。公司目前产能为 27 万吨，产能利用率常年保持高位；收购锦丰后将直接收获 PM2&PM3 合计约 1.54 万吨产能增量（卷烟纸&成形纸），且锦丰仍有 PM1（3 万吨，医用透析纸、无铝衬纸、无涂层热转印纸）以及 PM4（0.6 万吨，普通成形纸）已在技改，未来有望进一步贡献增量。此外，公司凭借锦丰区位优势降低运费&增加原材料集采优势，成本有望持续优化。

扩展全球份额，新品迭代加速。公司在行业内率先布局出口市场，卷烟直接材料用纸出口保持行业领先水平，连续多年实现超 20%+产品出口的成绩，已与菲莫、英美及日烟等全球烟草龙头建立稳定合作关系。我们预计公司凭借在 HNB 等新领域的前瞻研发（公司近年研发重点领域）、以及在生产效率&成本管控等多维度的综合优势，未来有望持续开发新品、抢占全球份额。

盈利预测：我们预计公司 25-27 年净利润分别为 1.8、2.3、2.6 亿元（未考虑未来收并购影响），对应 PE 估值分别为 15.1X、12.2X、10.7X。

风险提示：产能爬坡不及预期、原材料超预期波动、行业加速投放产能导致竞争加剧。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2,648	2,774	3,026	3,342	3,709
增长率 YoY %	7.8%	4.7%	9.1%	10.4%	11.0%
归属母公司净利润(百万元)	136	116	182	226	257
增长率 YoY%	5.6%	-14.9%	57.2%	24.3%	13.7%
毛利率%	17.4%	17.8%	17.9%	18.0%	18.1%
净资产收益率ROE%	5.5%	4.5%	6.7%	7.9%	8.5%
EPS(摊薄)(元)	0.46	0.39	0.61	0.76	0.86
市盈率 P/E(倍)	20.25	23.81	15.14	12.18	10.71
市净率 P/B(倍)	1.10	1.07	1.02	0.97	0.91

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 12 月 25 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,862	1,987	2,234	2,305	2,624
货币资金	361	321	451	327	434
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	501	661	672	761	837
预付账款	54	80	79	90	99
存货	764	748	833	912	1,014
其他	182	176	198	215	239
非流动资产	1,305	1,486	1,497	1,853	1,976
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	978	924	1,149	1,442	1,517
无形资产	270	290	280	269	259
其他	57	271	69	142	201
资产总计	3,167	3,473	3,731	4,158	4,600
流动负债	535	564	648	792	926
短期借款	298	225	305	405	505
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	136	221	212	245	267
其他	102	118	130	142	153
非流动负债	58	258	288	388	488
长期借款	32	188	238	338	438
其他	26	70	50	50	50
负债合计	594	823	935	1,180	1,413
少数股东权益	75	76	97	123	154
归属母公司股东权益	2,498	2,573	2,699	2,855	3,033
负债和股东权益	3,167	3,473	3,731	4,158	4,600

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,648	2,774	3,026	3,342	3,709
同比(%)	7.8%	4.7%	9.1%	10.4%	11.0%
归属母公司净利润	136	116	182	226	257
同比(%)	5.6%	-14.9%	57.2%	24.3%	13.7%
毛利率(%)	17.4%	17.8%	17.9%	18.0%	18.1%
ROE%	5.5%	4.5%	6.7%	7.9%	8.5%
EPS(摊薄)(元)	0.46	0.39	0.61	0.76	0.86
P/E	20.25	23.81	15.14	12.18	10.71
P/B	1.10	1.07	1.02	0.97	0.91
EV/EBITDA	7.66	7.10	6.20	5.48	4.93

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,648	2,774	3,026	3,342	3,709
营业成本	2,188	2,279	2,486	2,741	3,039
营业税金及附加	19	21	23	25	28
销售费用	51	58	45	43	45
管理费用	105	101	109	117	122
研发费用	82	85	93	100	111
财务费用	5	10	19	25	33
减值损失合计	-49	-51	0	0	0
投资净收益	0	0	-15	0	0
其他	24	15	23	33	37
营业利润	173	184	260	324	368
营业外收支	-2	-11	-7	-8	-8
利润总额	171	172	253	316	360
所得税	22	40	51	63	72
净利润	149	132	202	253	288
少数股东损益	13	16	20	27	31
归属母公司净利润	136	116	182	226	257
EBITDA	311	337	465	586	670
EPS(当年)(元)	0.46	0.39	0.61	0.76	0.86

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	196	233	312	378	428
净利润	149	132	202	253	288
折旧摊销	133	138	194	244	277
财务费用	10	12	19	25	33
投资损失	0	0	15	0	0
营运资金变动	-144	-104	-123	-152	-177
其它	48	55	5	8	8
投资活动现金流	-103	-301	-226	-608	-408
资本支出	-103	-301	-257	-608	-408
长期投资	0	0	0	0	0
其他	0	0	31	0	0
筹资活动现金流	-47	29	44	105	87
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	36	83	130	200	200
支付利息或股息	-60	-69	-75	-95	-113
现金流净增加额	50	-40	131	-125	108

研究团队简介

姜文镒，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道，2025 年 12 月起担任轻工行业负责人。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年以上消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖黄金珠宝、跨境电商、两轮车、宠物等赛道。

刘田田，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。