

恒丰纸业 (600356)

证券研究报告
2026年02月01日

卷烟纸龙头开启新成长

卷烟纸龙头，积极拓展多元特纸品种

公司是国家烟草总公司确定的卷烟辅料生产基地，拥有 70 余年历史底蕴和特种薄页纸研发制造技术，目前具备机制纸生产线 22 条，年生产能力 27 万吨。2024 年公司国内卷烟工业用纸在国内市场综合占有率达到 38.49%，是全国最大的卷烟辅料用纸生产基地；卷烟直接材料用纸出口保持行业领先水平，连续多年实现超过 20% 增长，与菲莫国际、英美烟草及日烟国际建立了稳定的合作关系。

近年公司营收及利润保持稳健增长，2025Q1-3 实现收入 20.4 亿，同比 +6.3%，归母净利润 1.5 亿，同比 +34.8%，公司预计 2025 年归母净利润为 1.78-2.15 亿元，同比增长 53.69%-85.63%。公司积极把握市场节奏，持续推进精益化管理，核心业务盈利能力稳步增长，经营业绩同比向上。

烟草纸行业：传统卷烟需求稳健，HNB 驱动用纸扩容

根据贝哲斯咨询数据，2024 年全球卷烟卷纸市场规模为 21.59 亿美元，2024-2029 复合年增长率预计约为 2.37%，整体需求较为稳定。根据东方烟草报公众号，在世界各类烟草制品中，加热卷烟为增速最快的细分赛道之一，HNB 烟弹结构多由纸质材料构成（专用片基用纸、封口纸、防渗透成形纸、螺旋空管纸、接装纸、卷烟纸等），由于其相较于传统卷烟结构更复杂、用纸需求或更高，我们预计 HNB 快速增长有望驱动烟草用纸需求持续扩容。

新型烟草产品稳步拓展，拟收购助力产能扩张

产品方面，新型烟草用纸是公司近年来深度开发和耕耘的重点领域，根据用途不同，可赋予产品高吸水性、导热性、阻燃性、防渗透性等设计功能。未来公司将进一步与国内各中烟公司及国外烟草公司加强合作，推进新型烟草技术的创新与发展，满足市场需要。

产能方面，25H1 公司年产 4 万吨绿色低定量特种涂布纸项目竣工投产，此外拟收购锦丰纸业 100% 股权（锦丰曾占有全国 A1 级卷烟纸 25% 市场份额，改造完成后合计产能约 5 万吨），若收购完成有望突破产能瓶颈、强化市场地位。

盈利预测及投资评级

产能扩张及高附加值产品创新有望驱动公司盈利改善，我们预计 25-27 年公司归母净利润分别为 1.96/2.31/2.67 亿元，对应 PE 分别为 15X/13X/11X，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动风险；市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险；政策变动风险；收购不确定性风险；项目实施风险；业绩预告仅为初步核算结果，具体数据以公司正式发布的 25 年年报为准

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,648.08	2,773.51	3,043.98	3,377.09	3,769.18
增长率(%)	7.82	4.74	9.75	10.94	11.61
EBITDA(百万元)	466.58	502.33	430.44	479.31	540.05
归属母公司净利润(百万元)	136.16	115.82	196.02	231.21	266.58
增长率(%)	5.61	(14.94)	69.25	17.95	15.30
EPS(元/股)	0.46	0.39	0.66	0.77	0.89
市盈率(P/E)	21.61	25.41	15.01	12.73	11.04
市净率(P/B)	1.18	1.14	1.09	1.03	0.96
市销率(P/S)	1.11	1.06	0.97	0.87	0.78
EV/EBITDA	5.17	4.76	7.18	6.62	5.93

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/造纸
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.85 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	298.73
流通 A 股股本(百万股)	298.73
A 股总市值(百万元)	2,942.50
流通 A 股市值(百万元)	2,942.50
每股净资产(元)	8.99
资产负债率(%)	25.64
一年内最高/最低(元)	10.76/6.57

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004	sunhaiyang@tfzq.com
张彤	分析师
SAC 执业证书编号：S1110525100002	zhangtong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 卷烟纸龙头，积极拓展多元特纸品种	3
1.1. 70 余年深耕成就卷烟纸标杆地位	3
1.2. 卷烟纸出口、多元纸种共驱收入成长	4
2. 烟草纸行业：传统卷烟需求稳健，HNB 驱动用纸扩容	6
2.1. 烟草纸是烟草产业链重要配套领域	6
2.2. 传统卷烟需求稳健，HNB 驱动用纸扩容	7
3. 新型烟草产品稳步拓展，拟收购助力产能扩张	7
3.1. 研发实力领先，新型烟草用纸放量可期	7
3.2. 拟收购锦丰，产能预计有序释放	8
4. 盈利预测与估值	9
5. 风险提示	10

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权架构（截至 2025 年 9 月 30 日）	4
图 3：2019-2025Q1-3 公司营收及 yoy	5
图 4：2019-2025Q1-3 公司归母净利及 yoy	5
图 5：分产品收入占比（%）	5
图 6：分地区收入占比（%）	5
图 7：公司主要费用率走势（%）	6
图 8：公司毛利率及净利率走势（%）	6
图 9：烟草配套用纸示意图	6
图 10：2020-2024 年世界各类烟草制品销售额增速	7
图 11：HNB 烟弹封口纸	7
图 12：HNB 烟弹螺旋空管用纸	7
图 13：公司产量及销量规模及增速（单位：吨）	8
图 14：锦丰营业收入拆分（单位：万元）	9
图 15：锦丰良品率	9
表 1：公司主要产品一览	3
表 2：收入拆分及预测（百万元）	10

1. 卷烟纸龙头，积极拓展多元特纸品种

1.1. 70 余年深耕成就卷烟纸标杆地位

公司是国家烟草总公司确定的卷烟辅料生产基地，是国内造纸行业重点高新技术企业，于 2001 年在上海证交所上市交易，拥有 70 余年历史底蕴和特种薄页纸研发制造技术。公司目前有机制纸生产线 22 条，年生产能力 27 万吨，主要生产各类卷烟纸、滤棒成形纸、手卷烟纸、新型烟草用纸、接装纸等烟用纸及薄型印刷纸、生活用纸、食品包装纸、装饰用纸等其它非烟用特种薄页纸共计十大系列产品。公司致力于安全环保型特色产品的研制开发，卷烟配套用纸国内综合市场占有率近三分之一，是全国最大的卷烟辅料用纸生产基地，国外客户遍布欧洲、亚洲、南美洲、北美洲、非洲。

表 1：公司主要产品一览

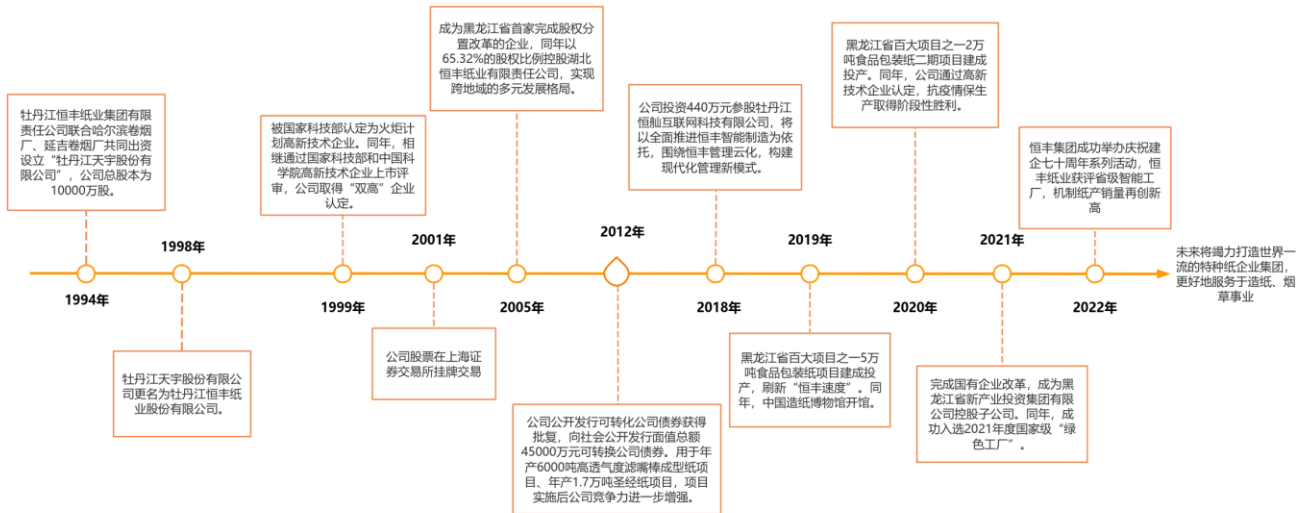
产品系列	产品名称	产品分类/应用方向	产品特点
烟草工业 用纸	卷烟纸	机卷烟纸和手卷烟纸	产品具有低定量、高透明性、触感光滑、柔软细腻、外观新颖、口感纯正、超薄慢燃的特点
	滤棒成形纸	普通滤棒成形纸，高透滤棒成形纸，硬嘴棒成形纸等	产品可实现嘴棒不同结构的设计需求；赋予嘴棒更多的功能，满足减害降焦需求，可为卷烟提供舒适的感官体验
	烟用接装纸原纸	双面光、单面光烟用接装纸原纸、自透烟用接装纸原纸及 HNB 烟用接装纸原纸等	产品纸质均匀、表面细腻，上机和适印性能优良，适合多色套印及高速烟包机使用
	烟用内衬纸原纸	复合烟用、转移烟用、无铝烟用内衬纸原纸等	产品具有高机械光泽、优异的胶液吸收性、良好的铝箔复合性、印刷性能及包装上机适应性
印刷工业 用纸	薄型印刷纸	是一种低定量高品质的印刷类用纸，是宗教出版物、工具书及药用说明书的首选	产品具有高 PPI、高不透明度、两面平滑度差异小、多色套印准确、机械强度高特点，具备良好的印刷适性和印刷效果
	热升华数码转印原纸	产品主要方向为数码热升华转移印花原纸	具有匀度好、强度高，油墨转移率高，横向变形小等特点，用于纺织、瓷器、建筑等工业印刷转印领域
医疗保健 生活用纸	艾灸纸	用于包裹艾绒制成圆柱形长卷艾条	产品具有强度高、易于卷制、燃烧后灰色白、不掉灰、烟气少、外观新颖独特等优点
	医用吸潮纸尖原纸	用于制作口腔科专用材料吸潮纸尖，吸取牙洞内的液体和蘸取药物及根管冲洗后根管内的擦干及封药	产品具有吸液速度快、吸液量大、纵向强度高、纸质柔软、平滑度高、光泽度好的特点
食品食材 接触用纸	吸管纸	包括常规环保吸管纸、预涂无胶吸管纸、U 型管吸管纸等	采用优质进口木浆加工而成的环保可降解的替塑产品
	食品级涂硅纸原纸	主要用于涂布硅油深加工，可加工成烘焙纸、蒸笼纸、烧烤纸、面包纸、牛轧糖纸等一系列食品用纸	产品具有硅油涂布量低、涂布均匀一致、硅油结合牢固不易脱落、质地均匀细腻、透明度高以及良好的湿强度和油脂阻隔性等
其他纸产 品	美耐皿贴花原纸	应用于胶版印刷或数码印刷	产品具备印刷性能好、吸收速度快、湿强度高、透气性佳等特点
	护妆纸	吸油面纸，不添加任何吸油树脂，多次使用肌肤不会感到干燥	有抑菌、护妆的功效，特殊工艺处理，吸油不吸水，超薄细腻、亲肤，能够较好的与肌肤贴合等特点

资料来源：公司官网，天风证券研究所

21 年完成国企改革，向世界一流特纸集团发展。公司是恒丰纸业集团的控股子公司，前身为 1994 年成立的牡丹江天宇股份有限公司，1998 年起公司正式更名为牡丹江恒丰纸业股份有限公司，2001 年公司股票在上海证券交易所以挂牌交易，进一步完善企业运行机制，推进现代化企业制度建设。此后公司相继投资控股湖北恒丰纸业有限责任公司、参股牡丹江恒舫互联网科技有限公司，同时多类纸种产能陆续投产，项目实施后公司竞争力进一步增强。2021 年公司完成国有企业改革，成为黑龙江省新产业投资集团有限公司控股子公

司。2023年恒丰集团启动第四轮项目建设，公司荣获国家级“数字领航”企业，未来公司将竭力打造世界一流的特种纸企业集团，更好地服务于造纸、烟草事业。

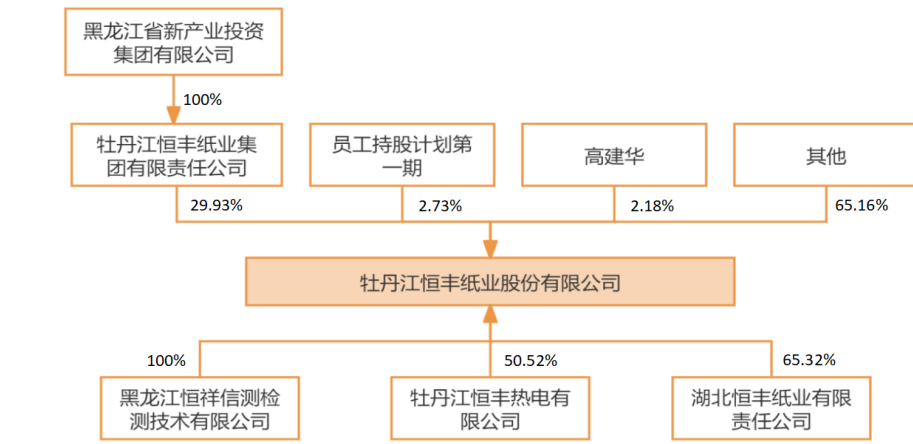
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

国有资本主导，治理结构稳定。公司为省级国有控股企业，截至2025年9月30日，公司第一大股东恒丰纸业集团直接持股29.93%，且无股权质押风险，控制权稳定，恒丰纸业集团为黑龙江省国资委通过新产业投资集团间接控制的国有法人。此外，员工持股计划一期持有2.73%股份，体现内部激励与控制权协同。

图 2：公司股权架构（截至2025年9月30日）



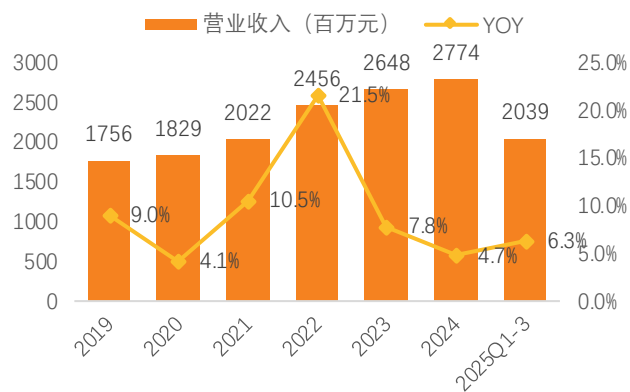
资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 卷烟纸出口、多元纸种共驱收入成长

经营趋势稳健，25年盈利显著修复。公司2019-2024年营收从17.6亿元增长至27.7亿元，CAGR为9.6%，保持稳健增长，2024年造纸行业面临产能消化、成本波动、环保压力三大挑战，在此背景下公司优化市场结构，营业收入、机制纸销量再创历史新高；2025Q1-3公司实现收入20.4亿，同比+6.3%，经营保持向好势头。

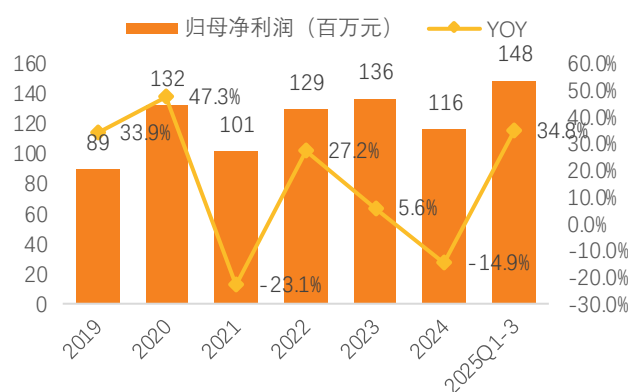
利润端，2019-2024年归母净利润从0.9亿元增长至1.2亿元，CAGR为5.3%；2025Q1-3实现归母净利润1.5亿，同比+34.8%，公司预计25年归母净利润1.78-2.15亿元，同比增长53.69%-85.63%。公司积极把握市场节奏，持续推进精益化管理，有效降低原材料及能源消耗，优化供应链管理及加强存货周转，严控采购成本和运营费用，公司核心业务盈利能力稳步增长，经营业绩同比实现强劲上升。

图 3：2019-2025Q1-3 公司营收及 yoy



资料来源：同花顺，天风证券研究所

图 4：2019-2025Q1-3 公司归母净利润及 yoy

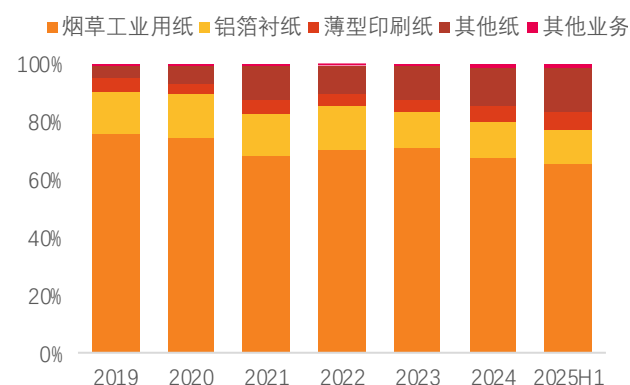


资料来源：同花顺，天风证券研究所

烟草用纸为核心，出口及非烟业务增速较快。分品类看，烟草用纸贡献公司主要收入来源，2025H1 收入占比达 65%；与此同时，非烟业务加速放量，2025H1 公司铝箔衬纸/薄型印刷纸/其他纸分别实现收入 1.6/0.8/2.1 亿，分别同比增长 16.7%/11.5%/15.0%。

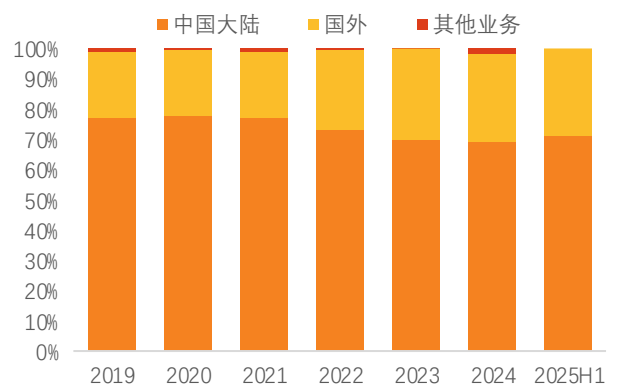
分地区看，2019-2024 年国内/国外收入 CAGR 分别为 7%/16%，2025H1 国内/国外收入占比为 71%/29%。2024 年公司国内卷烟工业用纸在国内市场综合占有率达到 38.49%，而卷烟直接材料用纸出口保持行业领先水平，连续多年实现超过 20%以上产品出口的成绩，与菲莫国际、英美烟草及日烟国际建立了稳定的合作关系。

图 5：分产品收入占比 (%)



资料来源：同花顺，天风证券研究所

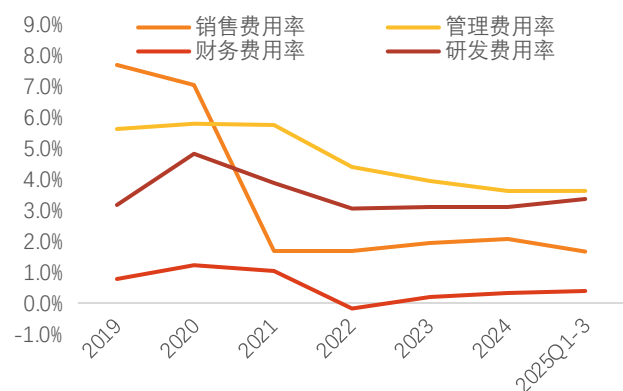
图 6：分地区收入占比 (%)



资料来源：同花顺，天风证券研究所

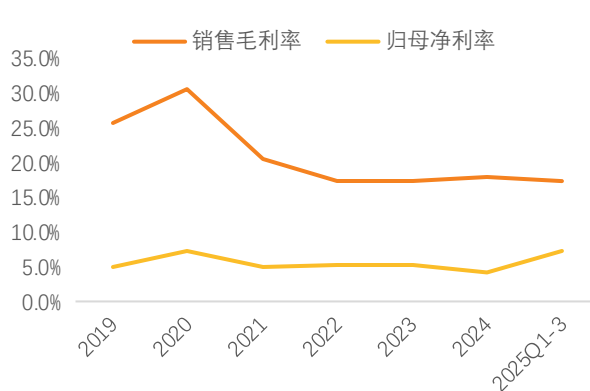
25 年毛利率改善，成本管控能力显著。2024 年公司毛利率 17.82%，同比+0.43pct，25Q1-3 毛利率 17.3%，同比+1.1pct，显现出公司在原料波动主导行业盈利的形势下成本管控能力提升。2025Q1-3 销售费用/管理费用/财务费用/研发费用率分别为 1.7%/3.6%/0.4%/3.4%，分别同比+0.06/-0.03/-0.2/+0.2pct，销售费用增加主要系为拓展国内外市场，支付产品销售的业务费、代理费等费用增加，研发费用增加系研发试制费及委托外部研发费用增加。

图 7：公司主要费用率走势（%）



资料来源：同花顺，天风证券研究所

图 8：公司毛利率及净利率走势（%）



资料来源：同花顺，天风证券研究所

2. 烟草纸行业：传统卷烟需求稳健，HNB 驱动用纸扩容

2.1. 烟草纸是烟草产业链重要配套领域

我国的造纸产能和对纸张及纸制品的需求不断扩大。目前，中国已成为国际上最重要的造纸生产和消费国之一，自 2009 年来，中国造纸的生产量和消费量一直排在世界首位。

经过多年的发展，中国造纸行业市场规模不断扩大，供需关系已从过去的紧缺型转变为基本平衡型，形成供需基本平衡的格局。我国造纸行业的各项技术也不断进步创新，逐渐趋向成熟，目前已能够做到满足国内大部分的市场需求。

其中烟草纸是烟草产业链重要配套领域，烟草用纸主要包括卷烟纸、滤嘴棒成形纸、烟用接装纸原纸（水松纸），具体情况如下：

图 9：烟草配套用纸示意图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

● 卷烟纸

卷烟纸是直接包卷烟丝成型的重要材料，在烟草配套用纸工业中占有主要地位，卷烟纸在中国属于专卖产品，其生产、销售均由烟草专卖局以专卖许可的方式进行严格控制，无证企业不得生产和销售。

卷烟纸具有一定的厚度、透气度和抗张强度，纸质均匀、紧密，拥有防火、防伪、降低侧流烟气、减害降焦的作用，是将烟丝转化为可供消费者吸食成品卷烟的关键材料。

● 滤嘴棒成形纸

滤嘴棒成形纸主要分为普通成形纸和高透成形纸（高透气度滤嘴棒成形纸），普通成形纸的纸张强度高、卷制滤嘴棒圆周率好，上机性能优良。高透成形纸是烟草行业卷烟滤嘴棒成形纸的升级换代产品。该产品与激光打孔水松纸配套使用，可有效降低香烟的焦油含量，高透气度滤嘴棒成形纸是国家烟草行业“降焦工程”技术发展的重要组成部分。

● 烟用接装纸原纸（水松纸）

烟用接装纸原纸经印刷后用作滤嘴棒外包装的卷烟包装材料，即水松纸。水松纸同吸烟者嘴唇直接接触，因此其印刷油墨和涂层无毒，符合食品卫生标准，具有一定的抗水性和湿强度。水松纸采用凹版印刷工艺而成，表面美观，流平性好，适用于各种档次卷烟。

2.2. 传统卷烟需求稳健，HNB 驱动用纸扩容

全球卷烟需求稳健，中国为卷烟产量大国。根据贝哲斯咨询数据，2024 年全球卷烟卷纸市场规模为 21.59 亿美元，2024-2029 复合年增长率预计约为 2.37%。卷烟及香烟产量方面，根据国家统计局数据，自 1980 年起至今中国卷烟产量居世界各国的首位，2023 年中国香烟产量达到了 2.44 万亿支，相较 2018 年香烟产量 2.34 万亿支稳步增长。中国烟民数量和烟草需求规模较为庞大，整体需求较为稳定，但受国内控烟政策深化及国民健康意识提升影响，传统卷烟消费增速已显著放缓。与此同时，中东、非洲及东南亚地区因人口红利释放、烟草消费习惯固化及监管相对宽松，正成为需求增长的新引擎。

图 10：2020-2024 年世界各类烟草制品销售额增速

类别	2020	2021	2022	2023	2024
卷烟	1.0%	5.2%	-3.1%	1.5%	1.5%
雪茄	8.6%	8.3%	-0.6%	-3.0%	0.1%
手卷烟和斗烟烟丝	14.0%	11.5%	-9.2%	3.2%	2.1%
加热卷烟	31.0%	31.3%	10.4%	12.2%	12.7%
电子烟	-16.8%	10.1%	6.7%	15.6%	9.5%
传统口含烟	1.5%	1.9%	2.0%	2.2%	-0.1%
尼古丁袋	151.5%	93.8%	47.3%	60.0%	51.0%

资料来源：国家局烟草经济研究所，东方烟草报公众号，天风证券研究所

新型烟草为卷烟用纸增量赛道。加热不燃烧（HNB）烟草是近年发展起来的一种新型烟草制品，根据东方烟草报公众号，在世界各类烟草制品中，加热卷烟为增速最快的细分赛道之一。HNB 烟弹结构中多由纸质材料构成，所用到的专用片基用纸、封口纸、防渗透成形纸、螺旋空管纸、接装纸、卷烟纸，分别被用作含烟草物质的载体、烟弹端部封口、卷包烟草薄片、形成缓冲空腔体、各部位连接等用途。由于 HNB 烟弹相较于传统卷烟结构更复杂、用纸需求或更高，我们预计 HNB 快速增长有望驱动烟草用纸需求持续扩容。

图 11：HNB 烟弹封口纸



资料来源：公司公众号，天风证券研究所

图 12：HNB 烟弹螺旋空管用纸



资料来源：公司公众号，天风证券研究所

3. 新型烟草产品稳步拓展，拟收购助力产能扩张

3.1. 研发实力领先，新型烟草用纸放量可期

细分领域技术实力雄厚，持续提升研发创新水平。公司是中国卷烟直接材料用纸研发和生

产的领军企业，为国内首批通过科技部和中国科学院认定的造纸行业重点高新技术企业，设有博士后科研工作站，是国家知识产权优势企业、制造业单项冠军企业。坚持自主研发，引领着行业的研发和生产方向，公司技术中心既是省级企业技术中心，又是黑龙江省特种纸中试基地，多年来承担了国家火炬计划项目、国家重点新产品项目及省重点科研项目等多项研发任务，成为国家和行业标准制定的重要参与者。

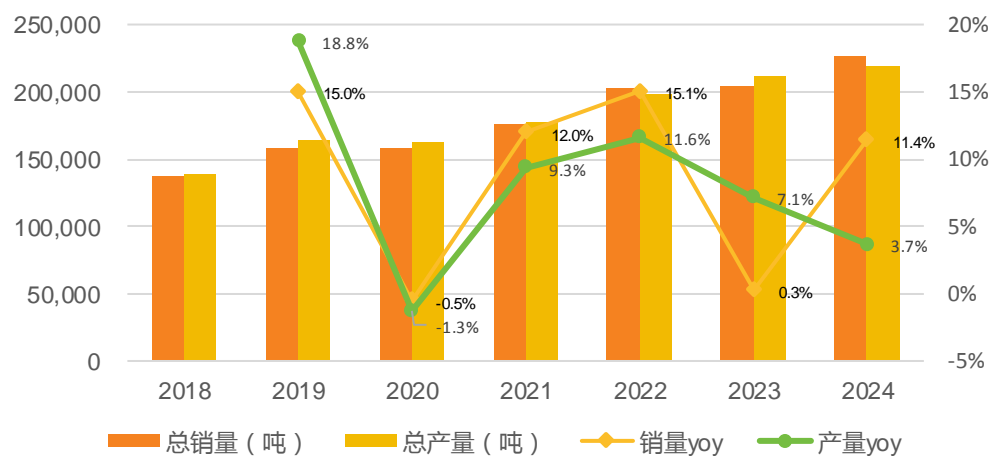
新型烟草用纸客户储备完善，收入放量可期。新型烟草用纸是公司近年来深度开发和耕耘的重点领域，因其产品性能及加工方法与传统卷烟不同，相关的配套纸质材料也有较大区别。目前研制开发的产品包括：专用片基用纸、封口纸、防渗透成形纸、RRP 成形纸、螺旋空管用纸、HNB 接装纸、HNB 卷烟纸等多种新型烟草制品用纸，根据用途不同，可赋予产品高吸水性、导热性、阻燃性、防渗透性等设计功能。未来公司将进一步与国内各中烟公司及国外烟草公司加强合作，推进新型烟草技术的创新与发展，满足市场需要。

客户方面，由于公司卷烟直接材料用纸出口保持行业领先水平，连续多年实现超过 20% 以上产品出口的成绩，与菲莫国际、英美烟草及日烟国际建立了稳定的合作关系，为开展新型烟草产品材料用纸合作奠定了坚实的基础。

3.2. 拟收购锦丰，产能预计有序释放

产销持续增长，规模效应释放。公司坚持以效益为核心，筹划地域多元化布局，截至 2024 年合计拥有 22 条造纸生产线、年生产能力 27 万吨，具有延伸企业产业链的印刷机、复合机、涂布超压机、无氯漂白麻浆专业生产线，可充分满足个性化的产品需求，提升对产品下游及终端市场的控制力、影响力。2018-2024 年公司销量 CAGR 8.7%，2023 年总体产能利用率为 91.56%，得益于国内贸易、国际贸易、新品贸易三大市场结构更优，2024 年产能利用率达历史先进水平。

图 13：公司产量及销量规模及增速（单位：吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

拟收购卷烟纸行业锦丰纸业，打开产能空间。2025 年 4 月，公司公告拟通过发行股份的方式收购竹浆纸业、张华持有的锦丰纸业 100% 股权，交易价格 2.54 亿元。锦丰纸业是经国家烟草专卖局批准的专门从事高级卷烟纸及卷烟配套用纸生产与销售的企业，目前主要产品包括卷烟纸、普通成形纸、高透成形纸等特种纸，稀缺的牌照资源能够有效保障其生产、销售规模的逐步扩大。作为中国卷烟纸市场主要生产商之一，锦丰生产的产品质量达到国家 A1 级标准，曾占有全国 A1 级卷烟纸 25% 市场份额，在同行业中处于领先地位。

2022 年 10 月锦丰与恒丰签署《委托经营管理协议》，在恒丰技术支持下对锦丰 4 条自有生产线进行全面技术改造，其中 PM2 和 PM3 生产线已完成改造投产，年化产能达到 1.54 万吨，改造后产品良率提升明显，PM1 和 PM4 生产线仍在建设和改造中，预计投产后锦丰合计产能约 5 万吨；此外锦丰于 2023 年由恒丰托管运营以来，2023/2024/2025 年 1-5 月锦丰向恒丰销售金额分别为 0.7 亿/1.0 亿/0.4 亿元。

图 14：锦丰营业收入拆分（单位：万元）

产品类别	2025 年 1-5 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
卷烟纸（代工）	1203.15	26.98%	3661.68	34.00%	2487.71	35.36%
普通成形纸（代工）	602.89	13.52%	1322.32	12.28%	1384.55	19.68%
普通成形纸（一般贸易）	716.29	16.06%	320.33	2.97%	19.15	0.27%
高透成形纸（一般贸易）	1840.73	41.28%	5111.19	47.46%	2918.61	41.49%
其他特种纸	96.37	2.16%	355.02	3.30%	224.91	3.20%
总计	4459.43	100.00%	10770.25	100.00%	7034.93	100.00%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 15：锦丰良品率

良品率	2023 年度			2024 年度
	1-6 月	7-12 月	全年	
高透成形纸	-	81.92%	81.92%	83.41%
卷烟纸	67.74%	75.22%	73.18%	80.03%
普通成形纸	67.49%	75.33%	71.94%	81.51%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

若收购完成公司竞争力有望强化，进一步扩大规模效应：

- 1) 依托地理位置优势，降低企业运营成本：**交易完成后，恒丰将通过锦丰产能覆盖现有四川、贵州、云南等国内烟草生产核心的西南地区客户，大幅节省运费及经营成本，直接提升公司整体盈利能力。
- 2) 加速国际市场布局：**交易完成后，公司将形成“西南-东北”双线布局、经营稳定性大大加强，有利于保供境内客户并拓展国际业务，提升客户认可度、增强公司发展潜力。
- 3) 提高生产能力，突破产能瓶颈：**公司现阶段产能已充分利用，收购后产能将进一步释放，有利于公司根据经营战略灵活分配各产品的产能分布，达到经营效益最大化水平；此外，产能释放亦可保障公司着力新产品研发，为公司整体经营提供烟草用纸、工业用纸的多维度产品支撑。

4. 盈利预测与估值

收入方面：我们预计 25-27 年公司收入分别为 30.4/33.8/37.7 亿元，同比增长 9.8%/10.9%/11.6%，其中：

烟草工业用纸：25H1 公司年产 4 万吨绿色低碳定量特种涂布纸项目竣工投产，此外新型烟草用纸是公司近年来深度开发和耕耘的重点领域，公司将进一步与国内各中烟公司及国外烟草公司加强合作，有望受益于 HNB 行业快速发展。我们预计 25-27 年收入分别为 20.6/22.9/25.6 亿元，分别同比+10%/11%/12%。

机械光泽纸：公司利用薄型纸生产经验及机台结构形式多样性，积极向高附加值产品方向创新、延展，2024 年铝箔衬纸销量已达到 4.6 万吨，具有纸面细腻光滑、强度高、印刷适宜、包装成型效果好等特点，我们预计后续保持成长节奏。我们预计 25-27 年收入分别为 3.9/4.2/4.6 亿元，分别同比+12%/10%/8%。

薄型印刷纸：公司专注于轻质高端印品基材的开发，其中薄型印刷纸是宗教出版物、工具书的首选，公司产品纸质细腻，不透明度高，具备良好印刷适性并呈现卓越的印刷效果，我们预计优质产品力有望保障后续客户开拓及收入延续放量。我们预计 25-27 年收入分别

为 1.7/1.9/2.2 亿元，分别同比+10%/11%/12%。

其他纸类：公司特种纸类还包括医疗保健生活用纸、食品食材接触用纸等系列，医疗保健生活用纸的品类及应用蓬勃发展，食品用纸同样是近期市场需求增长较快的领域，且过去增速较高。我们预计 25-27 年收入分别为 3.9/4.4/5.0 亿元，分别同比+11%/12%/13%。

表 2：收入拆分及预测（百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,648.08	2,773.51	3,043.98	3,377.09	3,769.18
yoy	7.82%	4.74%	9.75%	10.94%	11.61%
毛利率	2,648.08	2,773.51	3,043.98	3,377.09	3,769.18
烟草工业用纸					
营业收入	1,873.46	1,871.84	2059.02	2285.51	2559.77
yoy	8.43%	-0.09%	10.00%	11.0%	12.0%
毛利率	24.85%	25.38%	21.20%	21.30%	21.40%
机械光泽纸					
营业收入	332.81	343.89	385.16	423.67	457.57
yoy	-8.73%	3.33%	12.0%	10.00%	8.00%
毛利率	2.40%	7.96%	5.30%	5.50%	5.70%
薄型印刷纸					
营业收入	101.48	159.07	174.97	194.22	217.53
yoy	-4.97%	56.74%	10.00%	11.0%	12.0%
毛利率	3.83%	5.74%	5.75%	5.75%	5.77%
其他纸类					
营业收入	309.49	355.43	394.53	441.87	499.31
yoy	28.51%	14.84%	11.00%	12.00%	13.00%
毛利率	11.69%	12.82%	12.96%	13.08%	13.25%
其他业务					
营业收入	30.13	43.29	30.30	31.82	35.00
yoy	9.40%	44%	-30.00%	5.00%	10.00%
毛利率	7.10%	15.78%	17.50%	18.00%	18.20%

资料来源：wind，天风证券研究所

利润方面：伴随研发高附加值新产品持续落地，我们预计毛利率有望延续改善；此外公司积极把握市场节奏，持续推进精益化管理，有效降低原材料及能源消耗，优化供应链管理及加强存货周转，严控采购成本和运营费用，我们预计 25-27 年公司归母净利润分别为 1.96/2.30/2.67 亿元，对应 PE 分别为 15X/13X/11X。

5. 风险提示

宏观经济波动风险。在地缘政治冲突加剧、逆全球化趋势等国际国内复杂局面下，国际经济贸易格局发生重大变化，全球范围内产业结构正在进行调整，我国造纸产业的发展也将受到一定的影响。造纸产业与国家经济发展和国民消费增长息息相关，作为行业周期性较为明显的行业，公司的经营业绩也势必受到国际贸易格局及宏观经济周期性波动的影响。

市场竞争加剧风险。经过近几年行业格局的调整，公司作为卷烟配套用纸细分行业的龙头企业，竞争力提升的同时，市场的竞争格局也迎来了新的变化，主要生产企业之间的竞争日趋激烈。非细分行业内的特种纸行业的相关造纸企业也可能会因为寻求利润而进入该领域，带来产能过剩和市场竞争加剧的风险。

原材料价格波动风险。作为原材料主要依赖进口的造纸生产企业，国外浆纸市场的波动极

有可能导致公司原材料的价格波动。为规避原材料价格上涨风险，公司将加强对原材料市场分析和预判，关注进口纸浆价格波动反复情况，有计划地采购和储备，减轻进口木浆的成本压力。

政策变动风险。企业的发展与政府监管、产业政策变动息息相关，相关政策变化将对公司竞争环境、发展战略、经营策略等方面产生一定的影响，从而增加公司未来经营活动的不确定性。日趋严厉的能源环保新政、国家基本税率的调整、国家进出口管制、国家税收政策和地方优惠政策的调整，均将对公司生产经营和盈利水平构成一定影响。

收购不确定性风险。目前公司发行股份购买资产交易事项获得上交所并购重组审核委员会审核通过，且获得中国证券监督管理委员会同意注册，后续推进进度尚存在不确定性。

项目实施风险。公司新项目建设的备案、环评、能评的审批将影响项目实施的进度，存在一定的不确定性。另外，项目实施过程中存在供应商不能及时按照合同交付设备产生的项目延后风险，新项目建成实施后，存在一定时期的产能释放风险。

业绩预告仅为初步核算结果，具体数据以公司正式发布的 25 年年报为准。2026 年 1 月 30 日公司发布 2025 年业绩预告，预告数据仅为初步核算数据，具体准确的财务数据以公司正式披露的 2025 年年报为准。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	360.64	320.76	436.98	340.15	320.38	营业收入	2,648.08	2,773.51	3,043.98	3,377.09	3,769.18
应收票据及应收账款	501.46	661.42	437.80	650.38	606.01	营业成本	2,187.69	2,279.34	2,501.48	2,766.71	3,077.09
预付账款	54.28	80.34	58.63	92.00	70.40	营业税金及附加	18.85	21.07	22.83	24.99	27.52
存货	763.55	748.39	787.47	872.56	922.41	销售费用	51.43	57.89	63.92	70.58	78.40
其他	181.87	176.14	184.26	179.69	192.81	管理费用	105.05	101.09	108.06	119.55	132.68
流动资产合计	1,861.81	1,987.05	1,905.13	2,134.78	2,112.02	研发费用	81.69	85.06	91.32	100.98	112.32
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	4.99	9.51	11.16	12.33	12.41
固定资产	977.72	924.41	1,132.44	1,213.71	1,339.29	资产/信用减值损失	(46.42)	(59.70)	(12.00)	(13.00)	(13.00)
在建工程	13.31	190.73	213.73	230.73	235.73	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	270.17	290.27	285.17	278.87	271.43	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	44.02	80.15	48.86	57.68	62.23	其他	21.16	23.73	18.59	21.16	21.16
非流动资产合计	1,305.23	1,485.56	1,680.20	1,781.00	1,908.68	营业利润	173.11	183.58	251.80	290.12	336.93
资产总计	3,167.04	3,472.62	3,585.33	3,915.78	4,020.70	营业外收入	0.64	2.29	2.50	2.20	2.10
短期借款	298.28	225.21	278.00	281.00	287.00	营业外支出	2.77	13.65	5.00	4.50	3.00
应付票据及应付账款	135.69	221.27	77.30	280.45	135.23	利润总额	170.98	172.22	249.30	287.82	336.03
其他	101.52	118.01	158.62	121.12	169.04	所得税	21.76	40.07	36.24	44.44	55.42
流动负债合计	535.49	564.48	513.92	682.57	591.28	净利润	149.22	132.15	213.07	243.37	280.61
长期借款	32.24	187.99	235.00	223.00	219.00	少数股东损益	13.07	16.33	17.05	12.17	14.03
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	136.16	115.82	196.02	231.21	266.58
其他	25.99	70.45	39.59	45.34	51.79	每股收益(元)	0.46	0.39	0.66	0.77	0.89
非流动负债合计	58.23	258.43	274.59	268.34	270.79						
负债合计	593.72	822.91	788.51	950.91	862.07						
少数股东权益	75.05	76.49	88.26	96.66	106.35	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股本	298.73	298.73	298.73	298.73	298.73	成长能力					
资本公积	865.62	865.62	865.62	865.62	865.62	营业收入	7.82%	4.74%	9.75%	10.94%	11.61%
留存收益	1,333.91	1,408.86	1,544.21	1,703.86	1,887.93	营业利润	11.40%	6.05%	37.16%	15.22%	16.14%
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	5.61%	-14.94%	69.25%	17.95%	15.30%
股东权益合计	2,573.31	2,649.70	2,796.82	2,964.87	3,158.63	获利能力					
负债和股东权益总计	3,167.04	3,472.62	3,585.33	3,915.78	4,020.70	毛利率	17.39%	17.82%	17.82%	18.07%	18.36%
						净利率	5.14%	4.18%	6.44%	6.85%	7.07%
						ROE	5.45%	4.50%	7.24%	8.06%	8.73%
						ROIC	6.26%	5.86%	8.37%	8.95%	9.41%
						偿债能力					
						资产负债率	18.75%	23.70%	21.99%	24.28%	21.44%
						净负债率	-0.09%	4.42%	3.94%	6.50%	6.80%
						流动比率	3.48	3.52	3.71	3.13	3.57
						速动比率	2.05	2.19	2.17	1.85	2.01
						营运能力					
						应收账款周转率	5.54	4.77	5.54	6.21	6.00
						存货周转率	3.84	3.67	3.96	4.07	4.20
						总资产周转率	0.85	0.84	0.86	0.90	0.95
						每股指标(元)					
						每股收益	0.46	0.39	0.66	0.77	0.89
						每股经营现金流	0.66	0.78	1.55	0.87	1.27
						每股净资产	8.36	8.61	9.07	9.60	10.22
						估值比率					
						市盈率	21.61	25.41	15.01	12.73	11.04
						市净率	1.18	1.14	1.09	1.03	0.96
						EV/EBITDA	5.17	4.76	7.18	6.62	5.93
						EV/EBIT	7.22	6.56	11.11	10.07	8.86

现金流量表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	149.22	132.15	196.02	231.21	266.58
折旧摊销	132.59	137.57	152.07	164.02	178.87
财务费用	10.22	11.74	11.16	12.33	12.41
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(195.85)	(80.48)	85.68	(158.58)	(92.76)
其它	99.55	32.12	17.05	12.17	14.03
经营活动现金流	195.73	233.09	461.97	261.15	379.13
资本支出	72.60	237.32	408.86	250.25	295.55
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(175.44)	(538.62)	(786.86)	(506.25)	(597.55)
投资活动现金流	(102.84)	(301.30)	(378.00)	(256.00)	(302.00)
债权融资	8.99	70.04	98.19	(26.65)	(10.04)
股权融资	(40.91)	(35.85)	(65.95)	(75.33)	(86.85)
其他	(15.13)	(5.40)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(47.05)	28.79	32.24	(101.98)	(96.89)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	45.84	(39.41)	116.22	(96.83)	(19.77)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com