

25 年业绩高增，收购锦丰持续拓展空白市场

2026 年 01 月 30 日

核心观点

- **事件：**公司发布业绩预告，预计 2025 年实现归母净利润 1.78-2.15 亿元，同比+53.69%-85.63%。
- **全国产能布局日益完善，产能瓶颈有望突破：**公司 2025 年拟以发行股份方式收购锦丰纸业 100% 股权，交易对价 2.68 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，主要产品包括卷烟纸、普通成形纸、高透成形纸等，其成都生产基地占地 180 亩，拥有四条生产线，改造项目完成后整体产能将达 5.2 万吨，业务涵盖卷烟纸、食品包装用纸及特种纸。收购完成后，一方面公司西南产能布局将更加完善，为未来布局东南亚市场奠基；另一方面产能瓶颈有望突破，行业龙头地位将进一步稳固。
- **前瞻性布局 HNB 业务，新品占比持续提升。**公司前瞻性布局新型烟草用纸领域，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；伴随 HNB 市场持续扩容，公司有望构建第二成长曲线。

在卷烟纸主业以外，公司近年亦积极加强食品用涂硅纸原纸、美耐皿贴花原纸、淋膜纸原纸、吸管纸原纸、吸管包装纸、低定量热转印纸、吸油面纸和纸线原纸等特种纸新品开发，向多元特种纸企业转型。近年来新品占比持续提升。

- **投资建议：**公司为多元特种纸行业龙头，国内/国外/新品布局日益完善，看好 HNB 等新业务快速放量，预计公司 25/26/27 年 EPS 分别为 0.66/0.74/0.86 元，1 月 29 日收盘价 9.10 元对应 PE 为 14X/13X/11X，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动的风险，市场竞争加剧的风险，宏观经济波动和关税政策变化的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,774	3,233	3,642	4,072
收入增长率%	4.74	16.57	12.66	11.79
归母净利润(百万元)	116	197	222	256
利润增长率%	-14.94	69.75	12.98	15.25
分红率%	30.95	30.95	30.95	30.95
毛利率%	17.82	17.87	17.93	18.19
摊薄 EPS(元)	0.39	0.66	0.74	0.86
PE	24.04	14.16	12.53	10.88
PB	1.08	1.02	0.96	0.90
PS	1.00	0.86	0.76	0.68

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

恒丰纸业（股票代码：600356）

推荐 维持评级

分析师

陈柏儒

☎：010-80926000

✉：chenbairu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521080001

韩勉

☎：010-80927653

✉：hanmian_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525080001

市场数据

2026 年 01 月 29 日

股票代码	600356
A 股收盘价(元)	9.10
上证指数	4,157.98
总股本(万股)	29,873
实际流通 A 股(万股)	29,873
流通 A 股市值(亿元)	27

相对沪深 300 表现图

2026 年 01 月 29 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 1.【银河轻工】公司点评_轻工行业_恒丰纸业_主业稳健增长，新兴业务带动量价齐升
- 2.【银河轻工】公司点评_首次覆盖_恒丰纸业_固本培元，打造多元特种纸龙头

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,987	2,365	2,779	3,060
现金	321	500	672	689
应收账款	661	661	768	887
其它应收款	20	31	30	34
预付账款	80	132	109	135
存货	748	868	1,001	1,099
其他	156	174	200	216
非流动资产	1,486	1,365	1,222	1,219
长期投资	0	0	0	0
固定资产	924	794	640	626
无形资产	290	306	321	334
其他	271	264	261	259
资产总计	3,473	3,730	4,001	4,279
流动负债	564	542	578	609
短期借款	225	216	208	178
应付账款	221	188	229	272
其他	118	138	140	159
非流动负债	258	358	408	438
长期借款	188	288	338	368
其他	70	70	70	70
负债总计	823	901	986	1,048
少数股东权益	76	95	120	149
归属母公司股东权益	2,573	2,734	2,895	3,082
负债和股东权益	3,473	3,730	4,001	4,279

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	233	425	497	400
净利润	132	215	247	285
折旧摊销	138	400	427	291
财务费用	12	13	14	14
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-104	-218	-204	-210
其他	55	15	14	19
投资活动现金流	-301	-287	-293	-300
资本支出	-301	-287	-293	-300
长期投资	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流	29	41	-32	-83
短期借款	-73	-10	-7	-30
长期借款	156	100	50	30
其他	-54	-49	-75	-83
现金净增加额	-40	179	172	17

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,774	3,233	3,642	4,072
营业成本	2,279	2,655	2,989	3,331
税金及附加	21	24	27	31
销售费用	58	62	72	81
管理费用	101	130	141	156
研发费用	85	99	112	125
财务费用	10	-1	-1	-3
资产减值损失	-51	-2	-3	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益及其他	15	23	29	32
营业利润	184	285	327	378
营业外收入	2	1	1	1
营业外支出	14	6	8	9
利润总额	172	279	320	371
所得税	40	64	74	85
净利润	132	215	247	285
少数股东损益	16	19	24	29
归属母公司净利润	116	197	222	256
EBITDA	319	679	746	659
EPS (元)	0.39	0.66	0.74	0.86

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	4.7%	16.6%	12.7%	11.8%
营业利润增长率	6.0%	55.2%	14.6%	15.9%
归母净利润增长率	-14.9%	69.7%	13.0%	15.2%
毛利率	17.8%	17.9%	17.9%	18.2%
净利率	4.8%	6.7%	6.8%	7.0%
ROE	4.5%	7.2%	7.7%	8.3%
ROIC	4.5%	6.4%	6.9%	7.4%
资产负债率	23.7%	24.2%	24.6%	24.5%
净资产负债率	31.1%	31.8%	32.7%	32.4%
流动比率	3.52	4.36	4.81	5.02
速动比率	2.04	2.51	2.89	3.00
总资产周转率	0.84	0.90	0.94	0.98
应收账款周转率	4.77	4.89	5.10	4.92
应付账款周转率	12.77	12.96	14.31	13.30
每股收益	0.39	0.66	0.74	0.86
每股经营现金流	0.78	1.42	1.67	1.34
每股净资产	8.61	9.15	9.69	10.32
P/E	24.04	14.16	12.53	10.88
P/B	1.08	1.02	0.96	0.90
EV/EBITDA	9.09	4.15	3.60	4.05
PS	1.00	0.86	0.76	0.68

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陈柏儒，轻工行业首席分析师，北京交通大学技术经济硕士，14年行业分析师经验、10年轻工制造行业分析师经验。

韩勉，轻工行业分析师，浙江大学本硕，2023年加入中国银河证券研究院，从事轻工行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

深广地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

上海地区：

林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn