



# 盈利能力显著提升，多元化业务拓展提速

## —— 恒丰纸业 2025 年报点评

2026 年 04 月 15 日

### 核心观点

- 事件：**公司发布 2025 年报，2025 年公司实现营收 28.22 亿元，同比+1.77%，归母净利润 1.98 亿元，同比+70.72%；扣非归母净利润 1.70 亿元，同比+40.31%；其中单 25Q4 实现营收 7.84 亿元，同比-8.38%（主因中烟 25 年采购节奏调整，季度间分配更均衡，24Q4 为历史高点），环比+14.29%。归母净利润 0.49 亿元，同比+754.77%；扣非归母净利润 0.38 亿元，同比+47.9%。
- 国内、国际及新品贸易三大板块齐头并进，毛利率提升显著。**2025 年公司烟草工业用纸 / 机械光泽纸 / 薄型印刷纸 / 其他纸分别实现收入 18.77/3.25/1.28/4.64 亿元，同比分别+0.29%/-5.59%/-19.25%/+30.59%，毛利率分别同比+2.11/+1.48/-2.72/+4.61pct，盈利能力显著提高。国内/国外分别实现收入 19.59 亿元/8.36 亿元，同比+2.31%/+2.47%，毛利率分别同比+0.11/+5.08pct。
- 四川锦丰收购事项完成，全国产能布局日益完善。**公司 26 年 2 月已完成对四川锦丰 100% 股权收购事项，锦丰纸业持有的《烟草专卖生产企业许可证》为行业稀缺资产，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（当前 PM2/3 已投产，PM1 技改项目预计 26 年中投产），业务涵盖卷烟纸、食品包装用纸及特种纸。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。
- 战略性布局烟标业务，卷烟纸龙头地位稳固。**2026 年 2 月，公司拟投资 3.5 亿元用于新建绿色印刷项目，生产 80 万箱烟标，聚焦东北三省核心市场，辐射华北、内蒙等区域，项目预计 27 年投产。烟标行业市场空间广阔且竞争格局分散，公司在当前节点切入烟标赛道，在现有产业链协同优势下，有望构建收入新增量。
- 盈利能力显著提升：**25 年公司毛利率 19.5%，同比+1.7pct；管理费用率和销售费用率分别为 4.1%/1.9%，同比分别+0.4pct/-0.2pct。25 年公司扣非归母净利率 6.0%，同比+1.7pct；其中单 25Q4 扣非归母净利率 4.8%，同比+1.8pct。
- 投资建议：**公司为多元特种纸行业龙头，收购锦丰后产能瓶颈有所突破，国内/国外/新品布局日益完善，预计公司 26/27/28 年 EPS 分别为 0.8/0.9/1.0，4 月 14 日收盘价 9.05 元对应 PE 为 13X/11X/10X，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，宏观经济和政策波动的风险。

### 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 04 月 14 日

股票代码	600356
A 股收盘价(元)	9.05
上证指数	4,026.63
总股本(万股)	32,954
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 04 月 14 日



资料来源：中国银河证券研究院

### 相关研究

- 【银河轻工】公司点评\_恒丰纸业\_25 年业绩高增，收购锦丰持续拓展空白市场
- 【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
- 【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

## 主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,822	3,170	3,521	3,876
收入增长率%	1.77	12.30	11.09	10.09
归母净利润(百万元)	198	229	263	298
利润增长率%	70.72	15.98	14.87	12.95
分红率%	31.67	20.32	17.09	12.47
毛利率%	19.48	20.13	20.25	20.42
摊薄 EPS(元)	0.66	0.77	0.88	1.00
PE	14.88	12.83	11.17	9.89
PB	1.08	1.01	0.93	0.86
PS	1.04	0.93	0.84	0.76

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2,347	2,768	3,342	4,146
现金	617	913	1,249	1,841
应收账款	572	666	765	814
其它应收款	20	24	25	28
预付账款	58	72	83	86
存货	885	900	1,005	1,134
其他	194	193	215	243
非流动资产	1,463	1,326	1,175	745
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1,144	915	708	362
无形资产	272	289	304	289
其他	47	123	163	94
资产总计	3,810	4,094	4,517	4,891
流动负债	766	767	871	985
短期借款	380	428	471	553
应付账款	203	210	252	269
其他	183	129	147	162
非流动负债	233	304	371	339
长期借款	190	234	301	339
其他	43	70	70	0
负债总计	999	1,071	1,242	1,323
少数股东权益	76	100	127	158
归属母公司股东权益	2,735	2,924	3,148	3,410
负债和股东权益	3,810	4,094	4,517	4,891

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	266	587	593	624
净利润	212	253	291	329
折旧摊销	153	417	439	430
财务费用	12	19	22	26
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-156	-123	-184	-186
其他	46	21	24	26
投资活动现金流	-110	-305	-306	-20
资本支出	-110	-306	-306	-20
长期投资	0	0	0	0
其他	0	1	0	0
筹资活动现金流	140	13	49	-9
短期借款	155	48	43	82
长期借款	2	44	67	38
其他	-17	-78	-61	-129
现金净增加额	296	296	336	595

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	2,822	3,170	3,521	3,876
营业成本	2,273	2,532	2,808	3,085
税金及附加	23	26	29	32
销售费用	54	63	70	78
管理费用	115	127	141	155
研发费用	94	105	116	128
财务费用	8	5	3	0
资产减值损失	-70	-3	-4	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益及其他	48	25	28	31
营业利润	234	335	377	431
营业外收入	3	1	1	0
营业外支出	0	20	15	20
利润总额	236	316	364	411
所得税	24	63	73	82
净利润	212	253	291	329
少数股东损益	14	24	28	31
归属母公司净利润	198	229	263	298
EBITDA	397	738	806	841
EPS (元)	0.66	0.77	0.88	1.00

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入增长率	1.8%	12.3%	11.1%	10.1%
营业利润增长率	27.4%	43.2%	12.7%	14.2%
归母净利润增长率	70.7%	16.0%	14.9%	12.9%
毛利率	19.5%	20.1%	20.2%	20.4%
净利率	7.5%	8.0%	8.3%	8.5%
ROE	7.2%	7.8%	8.4%	8.7%
ROIC	6.4%	6.9%	7.2%	7.3%
资产负债率	26.2%	26.2%	27.5%	27.1%
净资产负债率	35.5%	35.4%	37.9%	37.1%
流动比率	3.06	3.61	3.84	4.21
速动比率	1.82	2.34	2.58	2.97
总资产周转率	0.78	0.80	0.82	0.82
应收账款周转率	4.58	5.12	4.92	4.91
应付账款周转率	10.71	12.27	12.17	11.84
每股收益(元)	0.66	0.77	0.88	1.00
每股经营现金流(元)	0.89	1.96	1.98	2.09
每股净资产(元)	9.16	9.79	10.54	11.41
P/E	14.88	12.83	11.17	9.89
P/B	1.08	1.01	0.93	0.86
EV/EBITDA	7.48	3.68	3.09	2.40
PS	1.04	0.93	0.84	0.76

## 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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

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