

恒丰纸业(600356)

报告日期: 2026年05月02日

业绩高增表现亮眼, 期待烟标业务落地

——恒丰纸业点评报告

投资要点

□ 公司公告 2025A&2026Q1 业绩

2025年公司实现营收28.22亿元, 同比+1.77%; 实现归母净利润1.98亿元, 同比+70.72%; 实现扣非归母净利润1.70亿元, 同比+40.31%。其中Q4营收7.84亿元, 归母净利润0.49亿元。26Q1收入6.89亿元, 同比+2.1%, 归母净利润0.57亿元, 同比+103%, 扣非后归母净利润0.54亿元, 同比+128%。

□ 产品结构优化, 盈利能力显著提升

2025年公司机制纸销量23.42万吨, 同比+3.15%。分产品看, 烟草工业用纸作为核心业务, 实现营收18.77亿元, 同比+0.29%, 毛利率为27.49%, 同比有所增加; 其他纸类业务增长强劲, 营收达4.64亿元, 同比+30.59%; 机械光泽纸营收3.25亿元, 同比-5.59%; 薄型印刷纸营收1.28亿元, 同比-19.25%, 表现承压。分地区看, 境内/境外营收分别为19.59亿元/8.36亿元, 同比分别+2.31%/+2.47%, 毛利率分别为19.85%/18.49%, 均实现增长, 尤其境外业务毛利率提升幅度较大, 产品结构优化贡献增量。公司全年销量稳步增长, 品种结构进一步优化, 是收入增长的主要原因。

□ 成本管控成效显著, 盈利能力大幅改善

(1) 盈利能力: 2025年公司毛利率为19.48%, 同比实现提升。归母净利率为7.00%, 较2024年的4.18%大幅提升2.82个百分点。盈利能力提升主要得益于产品结构优化及进口木浆采购成本下行。(2) 费用率: 2025年公司期间费用总额2.71亿元, 同比+6.75%。销售费用率1.93% (同比-0.16pct), 主要系支付佣金的客户销售额下降; 管理费用率4.07% (同比+0.42pct), 主要系收购锦丰纸业项目导致中介机构费用增加; 研发费用率3.32% (同比+0.25pct), 主要系为保持产品市场竞争力, 研发投入增加; 财务费用率0.28% (同比-0.06pct), 主要系汇率变动影响。(3) 营运效率: 2025年末应收账款5.72亿元 (同比减少0.89亿元), 存货8.85亿元 (同比增加1.37亿元)。经营性现金流净额2.66亿元 (同比增加0.33亿元), 现金流状况良好。

□ 烟草纸龙头地位稳固, 多元化布局打开成长空间

公司是中国卷烟直接材料用纸研发与生产领域的领军企业, 制造业单项冠军企业。公司持续推进多元化布局, 年产4万吨绿色低定量特种涂布纸项目已投产, 产业布局向更深层次、多元化发展。国际化战略成效显著, 2025年国际市场销量占公司总销量的27.30%, 与菲莫国际、英美烟草及日烟国际建立了稳定的合作关系。公司26年计划新增绿色印刷业务, 该业务市场空间更为广阔, 结合公司国企身份与客户积淀, 订单确定性预期较高。

□ 盈利预测与投资建议

我们预计公司26-28年实现收入31.1/33.3/35.5亿元, 分别增长10%/7%/7%, 实现归母净利润2.4/2.7/3.0亿元, 分别同比+19%/+13%/+11%, 对应PE 14/12/11X, 维持买入评级。

□ 风险提示

行业竞争加剧风险; 原材料价格波动风险; 贸易摩擦及汇率波动风险。

投资评级: 买入(维持)

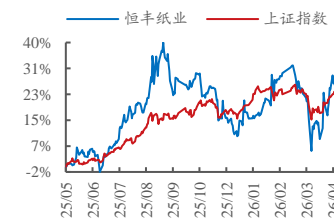
分析师: 史凡可
执业证书号: S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

分析师: 曾伟
执业证书号: S1230524090011
zengwei@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥9.93
总市值(百万元)	3,272.30
总股本(百万股)	329.54

股票走势图



相关报告

- 《Q3业绩符合预期, 期待产能释放拉动增长》2025.11.16
- 《老牌烟草纸龙头, 成长提速》2025.08.29

财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2,822	3,113	3,332	3,553
(+/-) (%)	1.77%	10.31%	7.03%	6.63%
归母净利润	198	235	266	296
(+/-) (%)	70.72%	19.08%	12.96%	11.37%
每股收益(元)	0.66	0.71	0.81	0.90
P/E	16.55	13.90	12.30	11.05

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2,347	2,929	3,258	3,519
现金	617	1,149	1,369	1,546
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	572	839	923	966
其它应收款	20	23	24	26
预付账款	58	71	80	79
存货	885	839	856	895
其他	194	7	7	7
非流动资产	1,463	1,497	1,543	1,618
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1,144	1,158	1,201	1,281
无形资产	272	270	270	264
在建工程	17	22	25	27
其他	30	46	46	46
资产总计	3,810	4,426	4,801	5,137
流动负债	766	787	876	895
短期借款	380	428	471	471
应付款项	203	208	240	249
预收账款	0	0	0	0
其他	183	151	165	175
非流动负债	233	246	246	246
长期借款	190	190	190	190
其他	43	57	57	57
负债合计	999	1,033	1,123	1,141
少数股东权益	76	93	112	134
归属母公司股东权	2,735	3,300	3,566	3,862
负债和股东权益	3,810	4,426	4,801	5,137

利润表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2,822	3,113	3,332	3,553
营业成本	2,273	2,509	2,680	2,850
营业税金及附加	23	26	27	29
营业费用	54	59	63	68
管理费用	115	127	135	144
研发费用	94	103	110	117
财务费用	8	6	2	0
资产减值损失	(70)	(52)	(48)	(46)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	26	29	31	33
营业利润	234	281	317	354
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	236	281	317	354
所得税	24	28	32	36
净利润	212	253	285	318
少数股东损益	14	17	19	22
归属母公司净利润	198	235	266	296
EBITDA	377	410	435	460
EPS (最新摊薄)	0.60	0.71	0.81	0.90

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	1.77%	10.31%	7.03%	6.63%
营业利润	27.37%	20.20%	12.96%	11.37%
归属母公司净利润	70.72%	19.08%	12.96%	11.37%
获利能力				
毛利率	19.48%	19.43%	19.58%	19.79%
净利率	7.01%	7.56%	7.98%	8.34%
ROE	7.23%	7.14%	7.46%	7.67%
ROIC	5.83%	6.36%	6.55%	6.76%

现金流量表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	266	310	329	345
净利润	212	253	285	318
折旧摊销	153	123	115	106
财务费用	12	12	13	14
投资损失	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	(156)	(107)	(112)	(116)
其它	46	30	28	24
投资活动现金流	(110)	(132)	(139)	(154)
资本支出	(110)	(120)	(139)	(154)
长期投资	0	0	0	0
其他	0	(11)	0	0
筹资活动现金流	140	353	30	(14)
短期借款	155	48	43	0
长期借款	2	0	0	0
其他	(17)	305	(13)	(14)
现金净增加额	296	531	220	177

偿债能力

资产负债率	26.21%	23.34%	23.39%	22.21%
净负债比率	0.83%	-14.27%	-17.97%	-20.97%
流动比率	3.06	3.72	3.72	3.93
速动比率	1.82	2.56	2.64	2.84

营运能力

总资产周转率	0.78	0.76	0.72	0.72
应收账款周转率	4.58	5.08	4.84	4.83
应付账款周转率	10.71	12.22	11.96	11.65

每股指标(元)

每股收益	0.66	0.71	0.81	0.90
每股经营现金	0.81	0.94	1.00	1.05
每股净资产	8.30	10.01	10.82	11.72

估值比率

P/E	15.00	13.90	12.30	11.05
P/B	1.20	0.99	0.92	0.85
EV/EBITDA	7.02	6.81	6.01	5.29

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>