

恒丰纸业 600356.SH

轻工制造行业

消费行业研究组

分析师：张婧

执业证书编号：S1410525010001

投资评级： 买入（维持）

当前价格： 10.09 元

盈利大幅改善，进军烟标打开成长空间

事件：

公司 2025 年实现营收 28.22 亿元，同比+1.77%，实现归母净利润 1.98 亿元，同比+70.72%；实现扣非后归母净利润为 1.70 亿元，同比+40.31%。其中 2025Q4 实现收入 7.84 亿元，同比-8.38%，归母净利润 0.49 亿元，同比+754.77%，扣非后归母净利润为 0.38 亿元，同比+47.90%。

2026Q1 公司实现收入 6.89 亿元，同比+2.13%，归母净利润为 0.57 亿元，同比+103%，扣非后归母净利润 0.54 亿元，同比+128%。

投资要点：

◆**烟草用纸龙头地位稳固，其他纸快速增长。**分产品看，2025 年公司烟草用纸营收 19 亿，同比+0.3%，毛利率 27.5%，同比+2pp；机械光泽纸收入 3.2 亿，同比-6%，毛利率 9.5%，同比+1pp；薄型印刷纸营收 1.3 亿，同比-19%，毛利率 -0.69%，同比-3pp，相对承压；其他纸收入 4.64 亿，同比+30.6%，毛利率-0.55%，同比+4.61pp。分地区看，公司境内、境外营收分别为 19.59 亿和 8.36 亿，同比分别+2.31%和+2.47%，毛利率分别为 19.85%和 18.49%，同比+0.11pp 和 +5.08pp，海外毛利率提升幅度较大，我们认为产品结构优化是主要因素。公司整体机制纸销量 23.42 万吨，同比+3.15%，实现稳健增长。

◆**产品结构改善和成本下行。公司盈利能力大幅提升。**公司 2025 年毛利率为 19.48%，同比+1.66pp，归母净利率为 7.01%，同比大幅提升 2.83 个百分点。我们认为公司盈利能力提升主要得益于产品结构的改善和进口木浆采购成本有所下行。费用率看，公司 2025 年销售费用率为 1.93%（同比-0.16pp），主要是支付佣金的客户销售额下降，代理费有所下降；管理费用率（含研发费用）为 7.38%（同比+0.67pp），主要是收购锦丰纸业项目使得中介机构费用增加；财务费用率为 0.28%（同比-0.06pp），主要是汇率变动影响。

◆**公司烟草纸龙头地位稳固，进军烟标业务打开成长空间。**公司已经完成收购锦丰纸业，未来将通过其产能覆盖现有四川、贵州、云南等国内烟草生产核心的西南地区客户，且产能得到进一步扩充。同时，公司计划新建绿色印刷项目，生产 80 万箱烟标，进入烟标行业。我们认为公司依托国有股东背景和原有烟草客户资源，有望迅速打开烟标市场。

◆**估值和投资建议：**我们预计公司 2026-2028 年收入为 30.85 亿/34.64 亿/38.22 亿，同比增速为 9.3%/12.3%/10.3%。归母净利润为 2.31 亿/2.64 亿/2.89 亿，同比增速为 17.0%/14.2%/9.4%。对应目前股价的 PE 为 14.4x/12.6x/11.5x，维持“买入”评级。

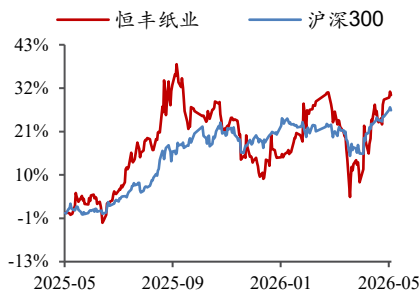
◆**风险提示：**1) 烟标业务进展不达预期的风险；2) 政策变动的风险；3) 原材料价格波动的风险；4) 生产专卖许可政策变化风险。

市场数据

总股本(百万股)	329.54
A 股股本(百万股)	329.54
B/H 股股本(百万股)	-/-
A 股流通比例(%)	90.65
12 个月最高/最低(元)	10.76/7.55
第一大股东	牡丹江恒丰纸业集团有限责任公司
第一大股东持股比例(%)	27.14
上证综指/沪深 300	4179.95/4871.91

数据来源：聚源 注：2026 年 5 月 8 日数据

近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	7.48	-1.94	3.87
绝对收益	17.19	2.98	31.02

数据来源：聚源 注：相对收益与沪深 300 相比

相关研究报告

1. 江海证券-公司深度报告-恒丰纸业 (600356.SH): 烟草纸龙头企业进入新增长期 - 2026.03.24

财务预测	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	2,773.51	2,822.47	3,085.44	3,464.19	3,822.38
增长率(%)	4.74%	1.77%	9.32%	12.28%	10.34%
归母净利润(百万元)	115.82	197.72	231.27	264.16	288.90
增长率(%)	-14.94%	70.72%	16.97%	14.22%	9.37%
ROE(%)	4.99%	7.55%	8.22%	8.73%	8.79%
EPS 最新摊薄(元/股)	0.35	0.60	0.70	0.80	0.88

P/E (倍)	28.71	16.82	14.38	12.59	11.51
P/B (倍)	1.29	1.22	1.12	1.04	0.96

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

附录:

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1987	2347	2664	2900	3215
现金	321	617	675	758	836
应收票据及应收账款	661	572	776	738	933
其他应收款	20	20	23	25	28
预付账款	80	58	93	76	111
存货	748	885	902	1109	1113
其他流动资产	156	194	194	194	194
非流动资产	1486	1463	1428	1418	1381
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	924	1144	1120	1119	1091
无形资产	290	272	257	243	230
其他非流动资产	271	47	51	56	60
资产总计	3473	3810	4092	4318	4596
流动负债	564	766	837	840	868
短期借款	225	380	424	416	387
应付票据及应付账款	221	203	261	261	316
其他流动负债	118	183	152	163	165
非流动负债	258	233	192	153	112
长期借款	188	190	149	110	69
其他非流动负债	70	43	43	43	43
负债合计	823	999	1029	994	980
少数股东权益	76	76	97	123	152
股本	299	299	299	299	299
资本公积	866	866	866	866	866
留存收益	1409	1571	1772	2004	2265
归属母公司股东权益	2573	2735	2966	3202	3464
负债和股东权益	3473	3810	4092	4318	4596

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	233	266	206	310	314
净利润	132	212	252	290	318
折旧摊销	138	152	150	165	183
财务费用	10	8	9	2	0
投资损失	0	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-104	-156	-204	-146	-183
其他经营现金流	57	50	1	-1	-4
投资活动现金流	-301	-110	-110	-149	-139
资本支出	301	141	115	155	145
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	31	4	6	7
筹资活动现金流	29	140	-82	-70	-68
短期借款	-73	155	44	-8	-29
长期借款	156	2	-41	-39	-41
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-54	-17	-85	-23	2
现金净增加额	-40	296	14	91	107

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2774	2822	3085	3464	3822
营业成本	2279	2273	2487	2798	3091
营业税金及附加	21	23	25	27	30
销售费用	58	54	59	66	73
管理费用	101	115	124	139	150
研发费用	85	94	105	111	124
财务费用	10	8	9	2	0
资产和信用减值损失	-60	-66	-5	-4	-3
其他收益	24	26	20	23	23
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	17	4	5	7
营业利润	184	234	298	346	381
营业外收入	2	3	1	2	2
营业外支出	14	0	5	5	6
利润总额	172	236	294	342	377
所得税	40	24	42	52	59
净利润	132	212	252	290	318
少数股东损益	16	14	21	26	29
归属母公司净利润	116	198	231	264	289
EBITDA	319	397	456	517	565
EPS (元)	0.35	0.60	0.70	0.80	0.88

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	4.7	1.8	9.3	12.3	10.3
营业利润(%)	6.0	27.4	27.3	16.2	10.2
归属于母公司净利润(%)	-14.9	70.7	17.0	14.2	9.4
获利能力					
毛利率(%)	17.8	19.5	19.4	19.2	19.1
净利率(%)	4.8	7.5	8.2	8.4	8.3
ROE(%)	5.0	7.5	8.2	8.7	8.8
ROIC(%)	4.6	6.4	7.2	7.8	8.0
偿债能力					
资产负债率(%)	23.7	26.2	25.2	23.0	21.3
净负债比率(%)	5.9	2.4	-0.7	-4.5	-8.3
流动比率	3.5	3.1	3.2	3.5	3.7
速动比率	2.0	1.8	2.0	2.0	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	4.8	4.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	12.8	10.7	24.5	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.60	0.70	0.80	0.88
每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	0.81	0.63	0.94	0.95
每股净资产(最新摊薄)	7.81	8.30	9.00	9.72	10.51
估值比率					
P/E	28.7	16.8	14.4	12.6	11.5
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	10.2	8.0	6.8	5.8	5.1

资料来源: 公司财报, 江海证券研究发展部

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中沪深市场以沪深300为基准；北交所以北证50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	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%到15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%到5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%到10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

分析师介绍

姓名：张婧

从业经历：经济学硕士，曾在券商研究部，公募基金和保险资管从事权益研究工作。

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

江海证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。