

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

太阳纸业(002078)

投资评级 无评级

上次评级 无评级

姜文镒 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

业绩符合预期，浆纸同涨、盈利逐季改善

2025 年 02 月 28 日

报告内容摘要:

事件：公司发布 2024 年业绩快报。全年公司实现收入 407.39 亿元（同比+3.0%），归母净利润 31.26 亿元（同比+1.3%），扣非归母净利润 32.63 亿元（同比+7.8%）；单 Q4 公司实现收入 97.64 亿元（同比-5.6%），归母净利润 6.67 亿元（同比-29.7%），扣非归母净利润 6.73 亿元（同比-28.6%）。Q4 浆纸价格周期触底，大量企业进入盈亏平衡线以下，太阳逆势保持稳健盈利，底层利润温和扩张逻辑持续兑现。

纸价表现分化，废纸系表现优异。尽管 11 月文化纸提价函稳步落地，但受制于前期需求承压，24Q4 双胶纸/铜版纸均价环比分别-4.0%/-2.0%；成本方面，低价浆受全球航运效率拖累，延迟入库，我们预计成本环比平稳，浆纸系吨盈利小幅承压；24Q4 箱板纸/瓦楞纸环比分别+1.1%/5.2%，国废均价环比+3.8%，废纸系 Q4 产销售旺盛，预计吨盈利表现平稳。

提价落地、成本改善，浆纸盈利复苏可期。25Q1 阔叶浆外盘报价已合计提涨 60 美金，双胶/铜版年初至今均价相较 24Q4 分别+3.5%/+2.3%，且 3 月仍在涨价通道（涨价 200 元/吨），原料提价支撑晨鸣供应扰动，预计纸价提涨落地情况较好。此外，伴随低价浆入库，成本改善下浆纸系吨盈利触底回暖。箱板/瓦楞/国废年初至今均价相较 24Q4 环比分别+3.0%/+6.1%/-0.7%，废纸系吨盈利有望延续改善。

南宁项目稳步推进，林浆纸一体化可期。2023 年底公司合计产能已突破 1200 万吨，其中浆、纸产能分别合计达 500 万吨和 714 万吨。24Q3 南宁生活用纸 15 万吨已进入试产阶段（二期仍规划 15 万吨）；20 万吨兖州溶解浆搬迁有望于 25Q2 落地；2024H1 山东基地颜店厂区 3.7 万吨特种纸基新材料项目（预计 25H1 试产）、14 万吨特种纸项目二期工程开工建设（预计 25H2 投产）；南宁 PM11 和 PM12（高档包装纸）已启动实施、预计 25Q4 投产。此外，南宁二期项目后续投资明确，计划将建设特种纸 40 万吨、化学浆 35 万吨、化机浆 15 万吨产线及相关配套措施，成长稳健。

盈利预测：我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 31.3、36.1、41.6 亿元，对应 PE 为 12.5X、10.9X、9.4X。

风险提示：需求复苏不及预期，成本超预期波动，产能投放不及预期。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	39,767	39,544	40,765	44,565	48,527
增长率 YoY %	23.7%	-0.6%	3.1%	9.3%	8.9%
归属母公司净利润(百万元)	2,809	3,086	3,130	3,605	4,156
增长率 YoY%	-4.1%	9.9%	1.4%	15.2%	15.3%
毛利率%	15.2%	15.9%	16.0%	15.6%	15.9%
净资产收益率ROE%	12.2%	11.8%	11.1%	11.7%	12.3%
EPS(摊薄)(元)	1.01	1.10	1.12	1.29	1.49
市盈率 P/E(倍)	13.97	12.72	12.54	10.88	9.44
市净率 P/B(倍)	1.70	1.51	1.39	1.27	1.16

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 02 月 27 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	12,588	12,868	13,483	14,521	16,168
货币资金	2,386	2,495	2,780	2,842	3,552
应收票据	188	369	340	333	406
应收账款	2,233	1,954	2,189	2,366	2,527
预付账款	664	576	660	705	753
存货	5,339	4,574	5,041	5,554	5,881
其他	1,777	2,900	2,473	2,722	3,048
非流动资产	35,434	37,683	38,756	39,385	40,244
长期股权投资	256	277	277	277	277
固定资产(合计)	28,874	33,966	33,954	34,001	34,209
无形资产	1,767	1,883	1,883	1,883	1,883
其他	4,537	1,556	2,642	3,225	3,874
资产总计	48,022	50,551	52,240	53,907	56,411
流动负债	17,448	16,879	16,660	16,187	16,648
短期借款	8,169	8,079	6,579	5,579	5,279
应付票据	1,117	491	190	418	453
应付账款	3,915	4,324	4,473	4,722	5,252
其他	4,247	3,985	5,418	5,469	5,664
非流动负债	7,399	7,516	7,235	6,735	5,735
长期借款	6,640	6,702	6,702	6,202	5,202
其他	760	814	532	532	532
负债合计	24,847	24,395	23,894	22,922	22,383
少数股东权益	90	104	116	130	148
归属母公司股东权益	23,085	26,051	28,229	30,855	33,881
负债和股东权益	48,022	50,551	52,240	53,907	56,411

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	39,767	39,544	40,765	44,565	48,527
同比(%)	23.7%	-0.6%	3.1%	9.3%	8.9%
归属母公司净利润	2,809	3,086	3,130	3,605	4,156
同比(%)	-4.1%	9.9%	1.4%	15.2%	15.3%
毛利率(%)	15.2%	15.9%	16.0%	15.6%	15.9%
ROE%	12.2%	11.8%	11.1%	11.7%	12.3%
EPS(摊薄)(元)	1.01	1.10	1.12	1.29	1.49
P/E	13.97	12.72	12.54	10.88	9.44
P/B	1.70	1.51	1.39	1.27	1.16
EV/EBITDA	7.83	7.75	8.32	7.34	6.33

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	39,767	39,544	40,765	44,565	48,527
营业成本	33,735	33,261	34,240	37,610	40,803
营业税金及附加	178	220	195	220	247
销售费用	153	154	163	178	192
管理费用	1,033	957	938	1,025	1,116
研发费用	781	929	897	980	1,092
财务费用	834	760	779	711	646
减值损失合计	-55	-67	0	0	0
投资净收益	22	21	41	45	49
其他	11	79	-143	45	49
营业利润	3,033	3,296	3,452	3,930	4,528
营业外收支	35	23	0	0	0
利润总额	3,068	3,320	3,452	3,930	4,528
所得税	251	219	310	311	355
净利润	2,817	3,101	3,141	3,619	4,173
少数股东损益	8	15	12	14	18
归属母公司净利润	2,809	3,086	3,130	3,605	4,156
EBITDA	5,997	6,253	6,372	7,011	7,815
EPS(当年)(元)	1.04	1.10	1.12	1.29	1.49

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	3,824	6,617	5,900	6,062	7,094
净利润	2,817	3,101	3,141	3,619	4,173
折旧摊销	2,112	2,183	2,141	2,371	2,642
财务费用	633	607	629	566	503
投资损失	-22	-21	-41	-45	-49
营运资金变动	-1,754	728	-180	-449	-175
其它	37	19	209	0	0
投资活动现金流	-6,121	-4,769	-3,385	-2,955	-3,451
资本支出	-4,682	-4,736	-3,304	-3,000	-3,500
长期投资	-1,446	-33	0	0	0
其他	7	0	-81	45	49
筹资活动现金流	1,803	-1,846	-2,230	-3,046	-2,932
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	1,720	-28	-1,500	-1,500	-1,300
支付利息或股息	-1,150	-1,154	-1,479	-1,546	-1,632
现金流净增加额	-490	6	285	61	711

研究团队简介

姜文镭，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于浙商证券、国盛证券，任职团队曾多次上榜新财富最佳分析师，带领团队获 2023 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年左右消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。