

太阳纸业 (002078)

证券研究报告

2025年05月08日

Q1 超预期，预计 Q2 环比向上

公司发布 2025 年一季度报告

25Q1 实现收入 99.0 亿，同比-2.8%；归母净利润 8.9 亿，同比-7.3%，环比+37.9%；扣非归母净利润 8.8 亿，同比-7.3%，环比+37.2%；

25Q1 毛利率 15.78%，同比-2.2pct，环比+0.9pct；归母净利率 8.97%，同比-0.4pct，环比+2.4pct。

Q1 浆纸提价及用浆成本等下降，公司浆纸系盈利修复超预期；我们预计 Q2 利润有望环比继续改善。

浆纸系：25Q1 双胶纸市场均价约 5200 元/吨，同比-10%/环比+3%，铜版纸市场均价约 5800 元/吨，同比-2%/环比+4%；伴随纸价环比提升，此外公司三大基地协同具备成本优势，Q1 公司文化纸吨盈利环比改善。展望 Q2，我们预计 4-5 月预计文化纸价格趋势延续，盈利有望环比改善。

浆方面，公司溶解浆搬迁及产线升级改造预计 5 月完成，有望贡献增量业绩。

废纸系：25Q1 箱板纸市场均价约 3600 元/吨，同比-2%/环比+3%，Q1 公司箱板纸盈利稳定，内需提振下行业价格&盈利弹性充足，且有望受益于规模效应释放。

产能稳步扩张，积极推进老挝基地建设

我们认为公司后续产能空间充足：①山东颜店 3.7wt 特种纸已在 4 月试产；②南宁生活纸二期 30wt 预计 25Q4 试产；③南宁一期 100wt 高档包装纸预计 25Q4 落地；④南宁二期 40wt 特种纸、35wt 漂白化学木浆及 15wt 机械木浆预计 25Q4 投入试产。

此外，24 年公司在老挝的林业发展工作稳步推进，老挝林业团队攻坚克难，全年营林面积创历史新高，公司管理层提出到 2030 年实现 12 万公顷林地保有面积的种植目标。目前团队积极与多方展开合作，共同开展速生林的种植工作，24 年共采购挖掘机、推土机等各类机械设备 66 台次，进一步提升了公司机械化作业的水平 and 效率；与力源宝公司开展的利用造纸污泥生产有机复混肥的合作已初显成效；充分发挥无人机“快、准、省”的优势，节省了大量的人力物力，为林业发展提供了有力的技术支持。

维持盈利预测，维持“买入”评级

公司短期盈利持续修复，中长期全产业链布局及差异化竞争策略已构筑护城河，我们预计 25-27 年归母净利润分别为 36.2/41.9/47.8 亿，对应 PE 分别为 11X/9X/8X。

风险提示：市场竞争加剧，原材料价格波动风险，纸价波动风险等

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	39,544.34	40,726.52	43,444.31	48,263.65	52,993.34
增长率(%)	(0.56)	2.99	6.67	11.09	9.80
EBITDA(百万元)	7,215.68	7,554.31	7,234.51	7,933.42	8,612.30
归属母公司净利润(百万元)	3,085.69	3,101.26	3,617.85	4,191.11	4,783.68
增长率(%)	9.86	0.50	16.66	15.85	14.14
EPS(元/股)	1.10	1.11	1.29	1.50	1.71
市盈率(P/E)	12.75	12.69	10.88	9.39	8.23
市净率(P/B)	1.51	1.38	1.25	1.12	1.00
市销率(P/S)	1.00	0.97	0.91	0.82	0.74
EV/EBITDA	6.59	7.14	7.43	6.74	5.86

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/造纸
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	14.08 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,794.54
流通 A 股股本(百万股)	2,764.88
A 股总市值(百万元)	39,347.05
流通 A 股市值(百万元)	38,929.52
每股净资产(元)	10.55
资产负债率(%)	45.98
一年内最高/最低(元)	16.53/11.58

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
张彤	联系人
zhangtong@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《太阳纸业-年报点评报告:盈利预期改善，成长节奏稳健》 2025-04-10
- 《太阳纸业-公司点评:盈利或持续向上》 2025-03-02
- 《太阳纸业-季报点评:Q3 业绩具韧性，产能稳步扩张》 2024-11-02

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,495.13	3,233.73	2,606.66	2,895.82	3,179.60	营业收入	39,544.34	40,726.52	43,444.31	48,263.65	52,993.34
应收票据及应收账款	2,322.74	2,418.98	2,538.27	3,100.43	3,035.59	营业成本	33,260.52	34,205.25	36,362.89	40,391.84	44,355.42
预付账款	575.59	501.10	770.34	626.08	867.44	营业税金及附加	219.58	205.93	238.94	260.62	280.86
存货	4,574.39	4,751.72	5,343.97	6,078.09	6,238.96	销售费用	154.34	176.53	182.47	197.88	211.97
其他	2,900.24	1,856.04	2,226.24	2,306.22	2,185.18	管理费用	956.91	984.94	1,047.01	1,158.33	1,271.84
流动资产合计	12,868.09	12,761.57	13,485.48	15,006.64	15,506.78	研发费用	929.04	762.03	955.77	1,061.80	1,160.55
长期股权投资	277.44	303.59	316.59	328.59	344.59	财务费用	760.08	716.05	599.85	649.10	576.23
固定资产	33,966.14	33,100.64	34,570.58	34,984.47	35,191.21	资产/信用减值损失	(76.92)	(20.45)	(19.66)	(20.71)	(20.05)
在建工程	572.77	3,465.56	6,519.56	8,554.56	10,444.56	公允价值变动收益	18.18	(1.45)	1.42	(0.95)	0.16
无形资产	1,882.80	2,067.61	2,179.66	2,264.00	2,323.55	投资净收益	20.88	34.35	27.62	30.98	29.30
其他	983.51	927.05	988.27	895.66	874.24	其他	5.29	50.69	183.21	40.76	(0.00)
非流动资产合计	37,682.66	39,864.45	44,574.66	47,027.28	49,178.15	营业利润	3,296.44	3,612.64	3,883.54	4,512.64	5,145.86
资产总计	50,550.75	52,626.02	58,060.14	62,033.92	64,684.93	营业外收入	31.44	11.34	27.26	23.35	20.65
短期借款	8,078.62	6,416.80	8,757.08	9,767.42	7,330.46	营业外支出	8.27	42.05	25.16	33.60	29.38
应付票据及应付账款	4,814.99	4,853.40	5,803.37	5,934.19	6,874.44	利润总额	3,319.61	3,581.93	3,885.64	4,502.38	5,137.12
其他	3,404.50	4,924.00	4,829.41	5,161.78	5,551.67	所得税	218.57	471.17	254.51	294.91	336.48
流动负债合计	16,298.12	16,194.20	19,389.86	20,863.39	19,756.57	净利润	3,101.04	3,110.76	3,631.13	4,207.47	4,800.64
长期借款	6,702.34	6,426.19	6,426.19	5,225.76	4,684.69	少数股东损益	15.35	9.51	13.29	16.36	16.97
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	3,085.69	3,101.26	3,617.85	4,191.11	4,783.68
其他	814.01	487.32	684.64	661.99	611.31	每股收益(元)	1.10	1.11	1.29	1.50	1.71
非流动负债合计	7,516.35	6,913.51	7,110.83	5,887.75	5,296.01	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	24,395.44	23,899.08	26,500.69	26,751.14	25,052.58	成长能力					
少数股东权益	104.11	112.91	124.11	138.13	153.40	营业收入	-0.56%	2.99%	6.67%	11.09%	9.80%
股本	2,794.57	2,794.54	2,794.54	2,794.54	2,794.54	营业利润	8.70%	9.59%	7.50%	16.20%	14.03%
资本公积	3,631.98	3,643.28	3,734.15	3,734.15	3,734.15	归属于母公司净利润	9.86%	0.50%	16.66%	15.85%	14.14%
留存收益	19,126.08	21,388.96	24,439.17	28,031.52	32,337.21	获利能力					
其他	498.58	787.26	467.49	584.44	613.06	毛利率	15.89%	16.01%	16.30%	16.31%	16.30%
股东权益合计	26,155.31	28,726.94	31,559.45	35,282.77	39,632.35	净利率	7.80%	7.61%	8.33%	8.68%	9.03%
负债和股东权益总计	50,550.75	52,626.02	58,060.14	62,033.92	64,684.93	ROE	11.84%	10.84%	11.51%	11.93%	12.12%
						ROIC	10.33%	9.49%	10.22%	10.53%	10.85%
						偿债能力					
						资产负债率	48.26%	45.41%	45.64%	43.12%	38.73%
						净负债率	55.12%	45.87%	48.30%	42.19%	29.88%
						流动比率	0.76	0.75	0.70	0.72	0.78
						速动比率	0.49	0.47	0.42	0.43	0.47
						营运能力					
						应收账款周转率	16.67	17.18	17.53	17.12	17.27
						存货周转率	7.98	8.73	8.61	8.45	8.60
						总资产周转率	0.80	0.79	0.78	0.80	0.84
						每股指标(元)					
						每股收益	1.10	1.11	1.29	1.50	1.71
						每股经营现金流	2.37	3.04	2.32	2.39	3.24
						每股净资产	9.32	10.24	11.25	12.58	14.13
						估值比率					
						市盈率	12.75	12.69	10.88	9.39	8.23
						市净率	1.51	1.38	1.25	1.12	1.00
						EV/EBITDA	6.59	7.14	7.43	6.74	5.86
						EV/EBIT	9.40	10.38	11.44	10.21	8.76

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3,101.04	3,110.76	3,617.85	4,191.11	4,783.68
折旧摊销	2,180.94	2,385.73	2,537.01	2,696.76	2,852.71
财务费用	607.39	530.75	599.85	649.10	576.23
投资损失	(20.88)	(34.35)	(27.62)	(30.98)	(29.30)
营运资金变动	(165.52)	3,138.71	(259.76)	(834.69)	849.72
其它	914.53	(631.90)	14.70	15.41	17.12
经营活动现金流	6,617.50	8,499.71	6,482.03	6,686.71	9,050.16
资本支出	4,604.64	4,923.40	6,975.68	5,252.65	5,059.67
长期投资	21.48	26.15	13.00	12.00	16.00
其他	(9,394.97)	(10,499.94)	(14,136.90)	(10,461.78)	(10,055.69)
投资活动现金流	(4,768.85)	(5,550.39)	(7,148.22)	(5,197.13)	(4,980.02)
债权融资	(953.45)	(1,217.35)	837.74	(716.28)	(3,335.29)
股权融资	(398.90)	299.94	(798.62)	(484.15)	(451.06)
其他	(493.81)	(1,662.79)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(1,846.16)	(2,580.20)	39.12	(1,200.43)	(3,786.36)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2.48	369.12	(627.07)	289.16	283.78

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com