



证券研究报告

公司研究

公司跟踪报告

太阳纸业(002078)

投资评级 无评级

上次评级

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

太阳纸业：浆纸见底、成长性延续

2025 年 06 月 19 日

报告内容摘要：

浆纸价格底部企稳，6-7 月预计震荡为主。5 月海外针叶浆、阔叶浆实际供应价格约 715 美元/吨、500-510 美元/吨。目前浆厂稳价意愿强烈，芬兰芬宝、北欧&加拿大针叶卖家亦陆续停机；CMPC 报价持平，部分卖家效仿 APP 提价 20 美元/吨。我们预计 6-8 月造纸淡季、纸价延续低位震荡（6 月后纸企高价原料入库、成本支撑显现）。

底层利润抬升，成长性延续。Q3 末-Q4 初太阳南宁基地项目有望逐步落地，15 万吨生活用纸+40 万吨特种纸+100 万吨箱板纸+50 万吨浆分批投产，底层利润年化抬升约 5 亿+元。此外，老挝木片砍伐节奏 26-27 年起有望加速，且我们预计 26-27 年木片价格提升，26 年太阳底层利润有望达 35 亿元。

复盘 2022-2024 年，以阔叶浆、文化纸为例，经济周期多于 Q2 下行、Q3 企稳反弹，叠加 Q3 末进入造纸旺季，近几年周期韵脚均验证 8-10 月招标旺季价格反弹的可能性，目前浆价 4140 元/吨、纸价 5163 元/吨，基本见底，后续反弹概率较高。

2022 年：浆价因供给侧因素创历史新高，核心要素为供给而非需求，但尾程也反映出需求支撑，浆价、纸价均于 Q2 阶段性高位盘整，6 月中旬-12 月开启高位上行；

2023 年：浆价、纸价均于 Q2 快速下行，浆 5 月底见底、底部价格为 3850 元/吨，纸 7 月中旬见底、底部价格为 5375 元/吨，后续开启锐度极高的反弹，均于 11 月左右见顶，本轮浆价涨幅接近 50%、纸价涨幅约 16%；

2024 年：浆价因供给侧因素持续下跌，核心要素为供给而非需求，纸价跟随下跌，浆价底部 4350 元/吨，纸价底部 5113 元/吨。

标的关注：我们预计 4、5 月太阳纸业经营环比稳健改善，6 月盈利略有走弱，Q2 利润预计环比平稳（Q1 8.9 亿元），Q3 预计环比 Q2 基本稳定，Q4 进入新增产能释放周期、预计盈利环比改善。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 35.8、43.0、48.1 亿元，对应 PE 为 10.5X、8.8X、7.9X，重点关注。

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	39,544	40,727	41,986	47,349	49,240
增长率 YoY %	-0.6%	3.0%	3.1%	12.8%	4.0%
归属母公司净利润(百万元)	3,086	3,101	3,581	4,299	4,805
增长率 YoY%	9.9%	0.5%	15.5%	20.0%	11.8%
毛利率%	15.9%	16.0%	16.3%	16.6%	17.4%
净资产收益率ROE%	11.8%	10.8%	11.5%	12.5%	12.7%
EPS(摊薄)(元)	1.10	1.11	1.28	1.54	1.72
市盈率 P/E(倍)	12.24	12.17	10.54	8.78	7.86
市净率 P/B(倍)	1.45	1.32	1.21	1.10	1.00

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 06 月 18 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,868	12,762	13,808	15,043	15,196
货币资金	2,495	3,234	3,468	3,559	3,450
应收票据	369	365	322	410	415
应收账款	1,954	2,054	2,183	2,396	2,512
预付账款	576	501	605	647	654
存货	4,574	4,752	5,091	5,543	5,755
其他	2,900	1,856	2,139	2,487	2,410
非流动资产	37,683	39,864	40,636	42,088	43,246
长期股权投资	277	304	304	304	304
固定资产(合计)	33,966	33,101	33,289	34,093	34,360
无形资产	1,883	2,068	2,068	2,068	2,068
其他	1,556	4,393	4,975	5,625	6,514
资产总计	50,551	52,626	54,444	57,131	58,442
流动负债	16,879	16,986	16,677	17,211	16,499
短期借款	8,079	6,417	5,917	5,617	4,617
应付票据	491	954	887	893	1,028
应付账款	4,324	3,900	4,217	4,789	4,820
其他	3,985	5,715	5,656	5,912	6,035
非流动负债	7,516	6,914	6,414	5,414	3,914
长期借款	6,702	6,426	5,926	4,926	3,426
其他	814	487	487	487	487
负债合计	24,395	23,899	23,091	22,625	20,413
少数股东权益	104	113	126	143	160
归属母公司股东权益	26,051	28,614	31,227	34,363	37,870
负债和股东权益	50,551	52,626	54,444	57,131	58,442

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	39,544	40,727	41,986	47,349	49,240
同比(%)	-0.6%	3.0%	3.1%	12.8%	4.0%
归属母公司净利润	3,086	3,101	3,581	4,299	4,805
同比(%)	9.9%	0.5%	15.5%	20.0%	11.8%
毛利率(%)	15.9%	16.0%	16.3%	16.6%	17.4%
ROE%	11.8%	10.8%	11.5%	12.5%	12.7%
EPS(摊薄)(元)	1.10	1.11	1.28	1.54	1.72
P/E	12.24	12.17	10.54	8.78	7.86
P/B	1.45	1.32	1.21	1.10	1.00
EV/EBITDA	7.75	7.99	7.19	6.06	5.19

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	39,544	40,727	41,986	47,349	49,240
营业成本	33,261	34,205	35,136	39,468	40,691
营业税金及附加	220	206	211	247	251
销售费用	154	177	169	194	204
管理费用	957	985	1,050	1,184	1,231
研发费用	929	762	840	947	985
财务费用	760	716	691	633	643
减值损失合计	-67	-9	0	0	0
投资净收益	21	34	21	24	25
其他	79	-88	84	95	98
营业利润	3,296	3,613	3,994	4,795	5,358
营业外收支	23	-31	0	0	0
利润总额	3,320	3,582	3,994	4,795	5,358
所得税	219	471	399	479	536
净利润	3,101	3,111	3,595	4,315	4,822
少数股东损益	15	10	13	17	17
归属母公司净利润	3,086	3,101	3,581	4,299	4,805
EBITDA	6,253	6,855	6,914	7,975	8,844
EPS(当年)(元)	1.10	1.11	1.28	1.54	1.72

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	6,617	8,500	5,738	7,032	8,079
净利润	3,101	3,111	3,595	4,315	4,822
折旧摊销	2,183	2,388	2,229	2,547	2,843
财务费用	607	531	556	502	414
投资损失	-21	-34	-21	-24	-25
营运资金变动	728	2,255	-620	-309	25
其它	19	249	0	0	0
投资活动现金流	-4,769	-5,550	-2,979	-3,976	-3,975
资本支出	-4,736	-5,557	-3,000	-4,000	-4,000
长期投资	-33	-2	0	0	0
其他	0	9	21	24	25
筹资活动现金流	-1,846	-2,580	-2,524	-2,965	-4,213
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	-28	-1,938	-1,000	-1,300	-2,500
支付利息或股息	-1,154	-1,367	-1,524	-1,665	-1,713
现金流净增加额	6	369	234	91	-109

研究团队简介

姜文镒，信达证券研究开发中心所长助理，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，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 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，主要覆盖家居、个护、宠物、智能眼镜、潮玩、包装等赛道。

骆崢，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。2025 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。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖 IP 零售、母婴、电商、美护等赛道。

龚轶之，CFA，毕业于伦敦政治经济学院。曾就职于国金证券研究所，4 年消费行业研究经验，跟随团队在水晶球、金麒麟、Wind 金牌分析师等评选中获得佳绩。主要覆盖民用电工、文具、电动工具、照明、智能家居赛道。

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。