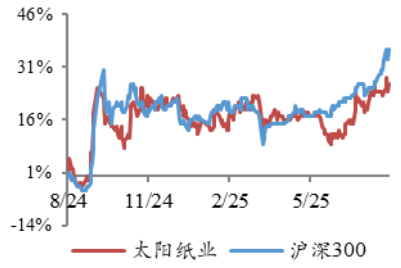
25Q2 盈利能力提升，全链条聚焦降本增效

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-28

收盘价（元）	14.90
近 12 个月最高/最低（元）	16.53/11.58
总股本（百万股）	2,795
流通股本（百万股）	2,777
流通股比例（%）	99.39
总市值（亿元）	416
流通市值（亿元）	414

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001
邮箱：xucai@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004
邮箱：yuqianying@hazq.com

相关报告

1.25Q1 盈利能力环比改善，产能有序扩张 2025-05-06

2.2024 年稳中求进，看好后续盈利能力改善 2025-04-11

3.太阳纸业：2024Q3 营收稳健增长，资产处置拖累净利润 2024-10-29

主要观点：

- **事件：公司发布 2025 年中报**

公司发布 2025 年中报，2025H1 实现营业收入 191.13 亿元，同比下降 6.87%；实现归母净利润 17.8 亿元，同比增长 1.26%。单季度来看，2025 年第二季度实现营业收入 92.15 亿元，同比下降 10.87%；实现归母净利润 8.94 亿元，同比增长 11.49%。

- **纸价承压影响收入，积极进行产品差异化创新**

2025H1，公司双胶纸/铜版纸/牛皮箱板纸/淋膜原纸/生活用纸/瓦楞原纸/其他纸/溶解浆分别实现营业收入 42.02/20.16/52.21/4.67/12.89/0.72/19.86/16.12，同比-14.76%/-4.94%/+0.35%/+5.30%/+23.95%/+2.69%/-4.88%/-9.05%；毛利率分别为 14.38%/16.85%/15.64%/4.37%/9.45%/2.24%/16.18%/24.59%，分别同比-2.42/-1.04/+1.07/-10.41/-4.99/-3.48/-4.61/+3.63pct。公司大力践行“原料差异化”战略，在自制浆生产领域采用多种原料，保障生产需求、降低纤维成本；聚焦“工艺差异化”改进，降本增效，在造纸生产领域大幅减少高成本生产原料的用量；注重“产品差异化”创新，在公司的箱板纸、文化用纸、特种纸、生活用纸等产品端推出了一批适销对路的差异化产品，满足了客户需求，为公司上半年的经营业绩稳定做出了贡献。

- **全链条聚焦降本增效，盈利能力有所提升**

2025H1 公司毛利率为 16.5%，同比-1.08pct；销售/管理/研发/财务费用率为 0.44%/2.39%/1.19%/1.39%，同比+0.01/-0.01/-0.93/-0.53pct；归母净利率为 9.31%，同比+0.75pct。2025 年第二季度公司毛利率为 17.26%，同比+0.11pct；销售/管理/研发/财务费用率为 0.46%/2.43%/1.49%/1.36%，同比+0.04/+0.02/-0.59/-0.65pct；归母净利率为 9.7%，同比+1.95pct。公司全链条聚焦降本增效，2025H1 公司浆、纸产品单位综合能耗降低 3.3%；供应部门通过集中招标实现了采购成本的大幅节降；物流部门保障原料、成品顺畅发运，物流费用也实现了较大幅度的节降；公司的主要纸、浆生产团队在能源成本、原料成本、维修费用等方面都实现不同程度的节降，公司吨纸、吨浆的盈利水平保持稳定。

- **2025 年为新上项目投资大年，产能有序扩张**

2025 年下半年是公司广西基地南宁园区新项目实施的关键节点，按照计划稳定推进的新项目包括南宁园区“年产 525 万吨林浆纸一体化技改及配套产业园项目”一期工程中高档包装纸生产线项目（PM11 和 PM12）、“南宁项目”二期工程（年产 40 万吨特种纸生产线、年产 35 万吨漂白化学木浆生产线、年产 15 万吨机械木浆生产线及相关配套设施）和南宁园区年产 30 万吨生活用纸及后加工生产线二期工程，预计都将在 2025 年三季度、四季度陆续进入试产阶段。

- **投资建议**

公司作为国内领先的造纸企业，林浆纸一体化成本优势明显。短期 202

5 年是公司新上项目的投资大年，产能扩张贡献业绩增量；长期的林浆纸一体化和山东、广西和老挝三大基地高质量协同发展，竞争壁垒稳固。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 443.37/471.68/495.95 亿元，分别同比增长 8.9%/6.4%/5.1%；归母净利润分别为 34.69/39.29/43.06 亿元，分别同比增长 11.8%/13.3%/9.6%。截至 2025 年 8 月 28 日，EPS 分别为 1.24/1.41/1.54 元，对应 PE 分别为 12.00/10.6/9.67 倍，维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧的风险，原材料价格波动的风险，汇率波动的风险，客户的信用风险。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	40727	44337	47168	49595
收入同比（%）	3.0%	8.9%	6.4%	5.1%
归属母公司净利润	3101	3469	3929	4306
净利润同比（%）	0.5%	11.8%	13.3%	9.6%
毛利率（%）	16.0%	16.4%	16.6%	16.7%
ROE（%）	10.8%	10.6%	10.6%	10.3%
每股收益（元）	1.11	1.24	1.41	1.54
P/E	13.40	12.00	10.60	9.67
P/B	1.45	1.27	1.12	0.99
EV/EBITDA	8.08	7.24	6.54	5.73

资料来源： wind，华安证券研究所（以 2025 年 8 月 28 日收盘价计算）

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12762	14797	16946	19978
现金	3234	4197	5861	8369
应收账款	2054	2263	2385	2515
其他应收款	68	79	83	87
预付账款	501	607	628	656
存货	4752	5250	5511	5801
其他流动资产	2154	2401	2478	2550
非流动资产	39864	42799	45240	47585
长期投资	304	304	304	304
固定资产	33101	32873	37684	37395
无形资产	2068	2283	2472	2668
其他非流动资产	4393	7339	4781	7218
资产总计	52626	57596	62186	67562
流动负债	16986	17656	18090	18492
短期借款	6417	6417	6417	6417
应付账款	3900	4434	4702	4901
其他流动负债	6669	6805	6971	7174
非流动负债	6914	7080	6890	6890
长期借款	6426	6426	6426	6426
其他非流动负债	487	654	464	464
负债合计	23899	24736	24981	25382
少数股东权益	113	130	150	172
股本	2795	2795	2795	2795
资本公积	3643	3643	3643	3643
留存收益	22176	26292	30617	35570
归属母公司股东权益	28614	32729	37055	42008
负债和股东权益	52626	57596	62186	67562

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	8500	7064	7478	8066
净利润	3101	3469	3929	4306
折旧摊销	2388	2542	2625	2975
财务费用	531	835	835	835
投资损失	-34	-40	-19	-20
营运资金变动	2255	38	-6	-77
其他经营现金流	1105	3651	4049	4430
投资活动现金流	-5550	-5433	-4790	-4723
资本支出	-5557	-5086	-4824	-4763
长期投资	-2	1	1	1
其他投资现金流	9	-347	34	40
筹资活动现金流	-2580	-668	-1025	-835
短期借款	-1662	0	0	0
长期借款	-276	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	11	0	0	0
其他筹资现金流	-653	-668	-1025	-835
现金净增加额	369	964	1663	2508

利润表 单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	40727	44337	47168	49595
营业成本	34205	37053	39347	41312
营业税金及附加	206	222	255	268
销售费用	177	191	198	208
管理费用	985	1064	1132	1190
财务费用	716	802	793	776
资产减值损失	-9	-5	-5	-5
公允价值变动收益	1	2	0	0
投资净收益	34	40	19	20
营业利润	3613	4011	4542	4978
营业外收入	11	15	15	15
营业外支出	42	12	10	10
利润总额	3582	4014	4547	4983
所得税	471	528	598	655
净利润	3111	3486	3949	4328
少数股东损益	10	17	20	22
归属母公司净利润	3101	3469	3929	4306
EBITDA	6780	7462	7979	8675
EPS（元）	1.11	1.24	1.41	1.54

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	3.0%	8.9%	6.4%	5.1%
营业利润	9.6%	11.0%	13.2%	9.6%
归属于母公司净利润	0.5%	11.8%	13.3%	9.6%
获利能力				
毛利率（%）	16.0%	16.4%	16.6%	16.7%
净利率（%）	7.6%	7.8%	8.3%	8.7%
ROE（%）	10.8%	10.6%	10.6%	10.3%
ROIC（%）	8.4%	8.6%	8.7%	8.4%
偿债能力				
资产负债率（%）	45.4%	42.9%	40.2%	37.6%
净负债比率（%）	83.2%	75.3%	67.1%	60.2%
流动比率	0.75	0.84	0.94	1.08
速动比率	0.44	0.51	0.60	0.73
营运能力				
总资产周转率	0.77	0.77	0.76	0.73
应收账款周转率	19.83	19.59	19.78	19.72
应付账款周转率	8.77	8.36	8.37	8.43
每股指标（元）				
每股收益	1.11	1.24	1.41	1.54
每股经营现金流	3.04	2.53	2.68	2.89
每股净资产	10.24	11.71	13.26	15.03
估值比率				
P/E	13.40	12.00	10.60	9.67
P/B	1.45	1.27	1.12	0.99
EV/EBITDA	8.08	7.24	6.54	5.73

资料来源：公司公告，华安证券研究所（以 2025 年 8 月 28 日收盘价计算）

分析师与研究助理简介

分析师：徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

分析师：余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券，研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。