

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

上次评级

姜文镗 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：逆势盈利改善，产能规划清晰、中期成长提速

2025年08月31日

报告内容摘要：

事件：公司发布 2025 上半年业绩报告。25H1 实现收入 191.13 亿元（同比-6.9%），归母净利润为 17.80 亿元（同比+1.3%），扣非归母净利润为 17.64 亿元（同比-3.0%）。单 Q2 公司收入实现 92.15 亿元（同比-10.9%），归母净利润为 8.94 亿元（同比+11.5%），扣非归母净利润为 8.80 亿元（同比+1.8%）。根据我们判断，收入略下滑主要系价格承压，但公司凭借持续降本增效（单位综合能耗降低 3.3%）以及低价浆入库，盈利能力逆势同环比改善。

浆纸系：浆价回暖、纸价触底可期。2025H1 公司双胶纸/铜版纸分别实现收入 42.02/20.16 亿元（同比分别-14.8%/-4.9%），毛利率分别为 14.4%/16.9%，其中铜版纸环比 24H2 提升 5.2pct（双胶纸口径调整无法计算）。由于需求疲软，25Q2 双胶/铜版市场均价环比-3.4%/-2.1%，但受益于低价浆入库，我们判断公司 Q2 吨盈利保持稳健改善。展望未来，尽管 Q3 供给增加，纸价持续承压（Q3 至今双胶/铜版环比-3.9%/-4.3%），但海外浆价已重返提升周期（Suzano 于 8/9 月分别提价 20 美元/吨），我们预计纸价短期触底可期，公司吨盈利 Q3 或将平稳震荡、Q4 拐点有望显现。

废纸系：纸价底部回暖，盈利拐点显现。25H1 公司箱板纸/瓦楞纸收入分别为 52.21/0.72 亿元（同比分别+0.4%/+2.7%），毛利率分别为 15.6%/2.2%（环比-0.2/-4.8pct）。25Q2 国废/箱板/瓦楞市场均价环比分别-1.6%/-5.2%/-9.6%，我们判断公司废纸系吨盈利环比小幅承压。7 月起国废受气候影响供需错配，废纸系受益于成本支撑顺利提价，目前箱板/瓦楞纸价分别自底部反弹 2.0%/7.4%，我们预计公司 Q3 吨盈利或将平稳改善，Q4 旺季延续修复。

南宁项目稳步推进，中长期成长加速。2024 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 729 万吨。展望未来，公司预计，1) 山东基地：颜店 3.7 万吨特种纸 25 年 5 月已稳定运行，14 万吨特纸项目二期 26Q1 试产，兖州溶解浆产线搬迁 6 月已实现稳定运行（我们预计 Q3 贡献边际增量利润）。2) 广西基地：南宁 PM11 和 PM12（高档包装纸纸）、15 万吨生活用纸、40 万吨特种纸、35 万吨化学浆、15 万吨化机浆均有望 Q3-Q4 试产。此外，公司新增山东 60 万吨化学浆/70 万吨包装纸项目规划，中长期成长延续。

盈利表现稳健，营运能力稳定。25Q2 公司毛利率为 17.3%（同比+0.1pct，环比+1.5pct）；归母净利率为 9.7%（同比+2.0pct，环比+0.8pct）；经营性净现金流为 17.70 亿元（同比-6.7 亿元），存货/应收账款/应付账款周转天数分别为 54.43/22.24/39.98 天（同比分别+5.69/+0.64/-3.26 天）。

盈利预测：我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 35.8、42.7、47.4 亿元，对应 PE 为 12.0X、10.1X、9.1X。

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	3,579	4,266	4,735
增长率 YoY%	9.9%	0.5%	15.4%	19.2%	11.0%
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%	12.4%	12.5%
EPS(摊薄)(元)	1.10	1.11	1.28	1.53	1.69
市盈率 P/E(倍)	13.91	13.84	11.99	10.06	9.06
市净率 P/B(倍)	1.65	1.50	1.38	1.25	1.14

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 08 月 29 日收盘价

单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,868	12,762	17,632	19,543	21,545
货币资金	2,495	3,234	7,292	8,059	9,799
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	40,847	42,300	43,457
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	5,187	5,836	6,726
资产总计	50,551	52,626	58,479	61,843	65,002
流动负债	16,879	16,986	18,514	19,248	19,435
短期借款	8,079	6,417	8,417	8,317	8,217
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	4,993	5,248	5,371
非流动负债	7,516	6,914	8,654	8,154	7,654
长期借款	6,702	6,426	8,226	7,726	7,226
其他	814	487	428	428	428
负债合计	24,395	23,899	27,168	27,402	27,089
少数股东权益	104	113	126	143	159
归属母公司股东权益	26,051	28,614	31,186	34,298	37,754
负债和股东权益	50,551	52,626	58,479	61,843	65,002

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	3,579	4,266	4,735
同比(%)	9.9%	0.5%	15.4%	19.2%	11.0%
毛利率(%)	15.9%	16.0%	16.3%	16.6%	17.4%
ROE%	11.8%	10.8%	11.5%	12.4%	12.5%
EPS(摊薄)(元)	1.10	1.11	1.28	1.53	1.69
P/E	13.91	13.84	11.99	10.06	9.06
P/B	1.65	1.50	1.38	1.25	1.14
EV/EBITDA	7.75	7.99	7.86	6.65	5.74

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	1,029	1,160	1,206
研发费用	929	762	798	900	936
财务费用	760	716	799	788	844
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	126	142	148
营业利润	3,296	3,613	3,991	4,758	5,280
营业外收支	23	-31	0	0	0
利润总额	3,320	3,582	3,991	4,758	5,280
所得税	219	471	399	476	528
净利润	3,101	3,111	3,592	4,283	4,752
少数股东损益	15	10	13	17	17
归属母公司净利润	3,086	3,101	3,579	4,266	4,735
EBITDA	6,253	6,855	7,019	8,094	8,967
EPS(当年)(元)	1.10	1.11	1.28	1.53	1.69

单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	6,617	8,500	5,863	7,231	8,300
净利润	3,101	3,111	3,592	4,283	4,752
折旧摊销	2,183	2,388	2,229	2,547	2,843
财务费用	607	531	663	734	705
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	20	0	0
投资活动现金流	-4,769	-5,550	-3,211	-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	-211	24	25
筹资活动现金流	-1,846	-2,580	1,407	-2,487	-2,585
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	-28	-1,938	3,800	-600	-600
支付利息或股息	-1,154	-1,367	-1,631	-1,887	-1,985
现金流净增加额	6	369	4,058	767	1,739

研究团队简介

姜文锲，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。

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。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。

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了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。