

太阳纸业（002078.SZ）

优于大市

2025 年中报点评：

二季度盈利环比平稳，下半年新产能将有序释放

核心观点

二季度利润环比基本持平，盈利韧性较强。2025H1 公司实现收入 191.1 亿元/-6.9%；归母净利润 17.8 亿元/+1.3%；扣非归母净利润 17.6 亿元/-3.0%；其中 2025Q2 收入 92.2 亿元/-10.9%；归母净利润 8.9 亿元/+11.5%；扣非归母净利润 8.8 亿元/+1.8%。2025Q2 浆纸价格均延续下行趋势，公司单季度利润环比 Q1 基本持平，展现出较强的经营韧性与成本控制能力。

H1 文化纸吨盈利略有承压，箱板纸与溶解浆盈利提升。2025H1 双胶纸、铜版纸、牛皮箱板纸与溶解浆收入同比为-14.8%/-4.9%/+0.4%/-9.1%，毛利率同比-2.4pct/-1.0pct/+1.1pct/+3.6pct，上半年公司基本保持产销平衡，收入下滑主要系受价格下跌影响；上半年公司吨纸、浆盈利基本保持稳定，其中 Q2 木浆价格持续回落，文纸价格与吨盈利也进入下行通道；箱板纸由于高端产品占比提升、市场持续拓展与原料美废价格回落而延续盈利改善趋势；兖州溶解浆搬迁北海和升级改造工作在 5 月完成，6 月已实现稳定运行，带来溶解浆成本下降。2025H1 公司持续聚焦降本增效，浆、纸产品单位综合能耗降低 3.3%，采购与物流成本实现大幅节降。

Q3 文化纸预计仍偏弱整理，箱板纸提价正逐步落地。根据隆众资讯，1) 文化纸方面，截至 8 月底，太阳双胶纸、铜版纸价格分别较 Q2 末-150 元/吨、-250 元/吨，预计 Q3 文化纸吨盈利仍有压力，近期海外浆厂 Suzano 宣布 9 月亚洲价格上涨 20 美元/吨，浆价有上涨预期，预计文纸价格基本底部趋稳；2) 箱板瓦楞纸方面，截至 8 月底，华南地区箱板纸、瓦楞纸价格分别较 Q2 末+200 元/吨、+185 元/吨，纸厂涨价意愿较强烈，近期部分报价陆续落地，叠加 Q3-Q4 旺季有望修复需求，箱板纸行业吨盈利有望环比改善。

下半年新产能将有序释放，山东基地新增 130 万吨浆纸项目。2025H2 是广西南宁基地项目的关键节点，一期高档包装纸生产线项目（PM11 和 PM12），二期年产 40 万吨特种纸、35 万吨漂白化学木浆与 15 万吨机械木浆，以及南宁园区年产 30 万吨生活用纸及后加工生产线二期项目预计将在 2025Q3-Q4 陆续进入试产阶段；公司公告新增山东基地颜店厂区 70 万吨高档包装纸项目与 60 万吨漂白化学浆及碱回收等配套工程项目，产能扩张持续推进。

风险提示：原料价格波动；下游需求恢复不及预期；价格提振不及预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级

考虑到公司新增产能主要在 2025Q4 陆续投产，叠加持续降本增效，公司显现出周期底部蓄力向上特性，上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 34.5/39.1/42.9 亿元（前值 33.6/39.5/41.4 亿元），同比增速 11.4%/13.3%/9.7%，对应 PE=12/11/10 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	39,544	40,727	43,313	47,238	51,816
(+/-%)	-0.6%	3.0%	6.4%	9.1%	9.7%
净利润(百万元)	3086	3101	3454	3912	4291
(+/-%)	9.9%	0.5%	11.4%	13.3%	9.7%
每股收益(元)	1.10	1.11	1.24	1.40	1.54
EBIT Margin	10.2%	10.8%	11.1%	11.3%	11.2%
净资产收益率(ROE)	11.8%	10.8%	11.3%	12.0%	12.5%
市盈率(PE)	13.9	13.8	12.4	11.0	10.0
EV/EBITDA	10.9	9.9	9.8	8.8	8.0
市净率(PB)	1.65	1.50	1.41	1.32	1.25

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

轻工制造·造纸

证券分析师：陈伟奇 0755-81982606 chenweiqi@guosen.com.cn S0980520110004	证券分析师：王兆康 0755-81983063 wangzk@guosen.com.cn S0980520120004
证券分析师：邹会阳 0755-81981518 zouhuiyang@guosen.com.cn S0980523020001	证券分析师：李晶 0755-81981518 lijing29@guosen.com.cn S0980525080003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	15.36 元
总市值/流通市值	42924/42661 百万元
52 周最高价/最低价	16.53/11.58 元
近 3 个月日均成交额	247.59 百万元

市场走势

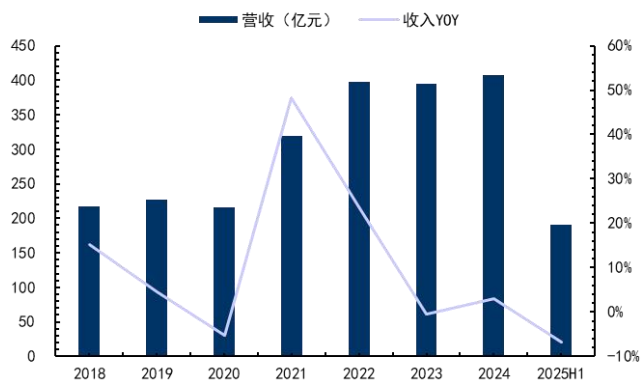


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

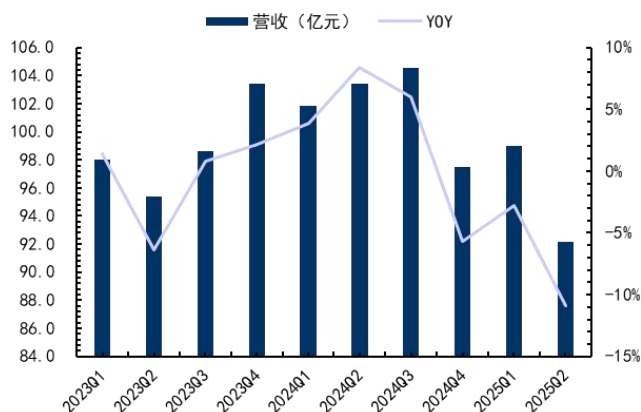
- 《太阳纸业（002078.SZ）-2024 年报点评：四季度盈利短期承压，期待产能释放驱动增长》——2025-04-10
- 《太阳纸业（002078.SZ）-盈利一枝独秀，周期成长共舞》——2025-01-07
- 《太阳纸业（002078.SZ）-2024 年三季报点评：三季度营收稳健，资产处置短期影响利润》——2024-11-07
- 《太阳纸业（002078.SZ）-2024 年半年报点评：营收稳健，扣非利润增长较好，产能稳步推进》——2024-09-02
- 《太阳纸业（002078.SZ）-2023 年年报点评：Q4 业绩高增，林浆纸一体化优势夯实》——2024-04-11

图1：公司营业收入及增速



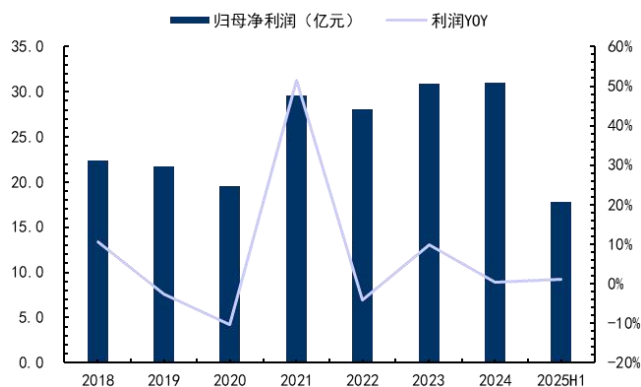
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速



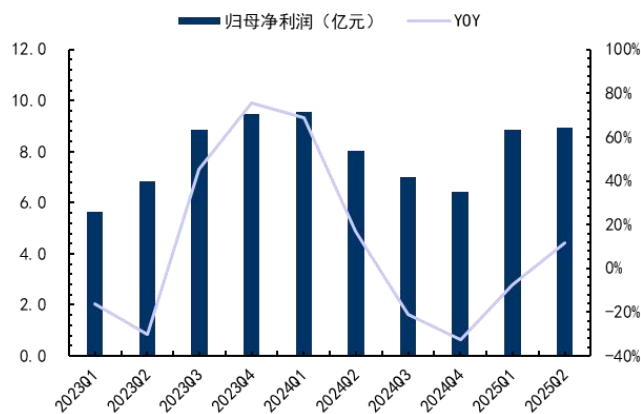
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速



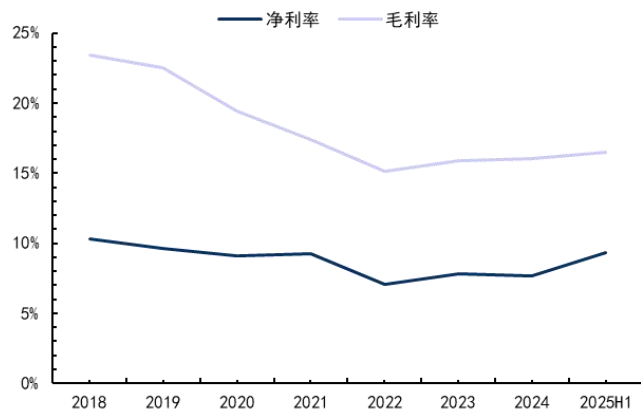
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速



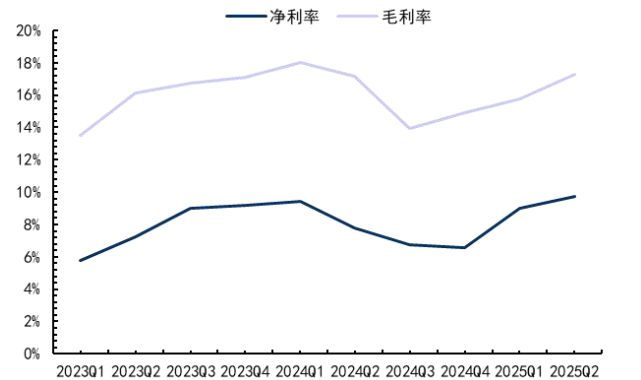
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率及净利率



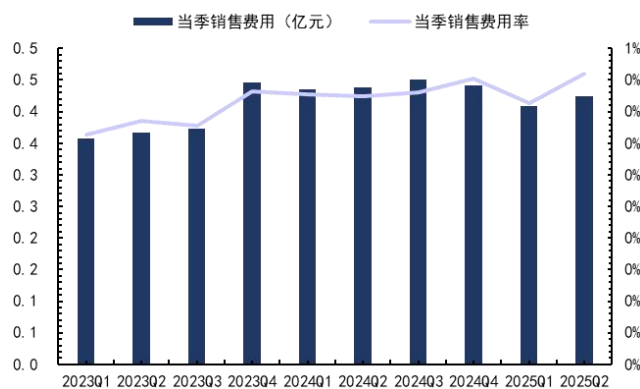
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度毛利率及净利率



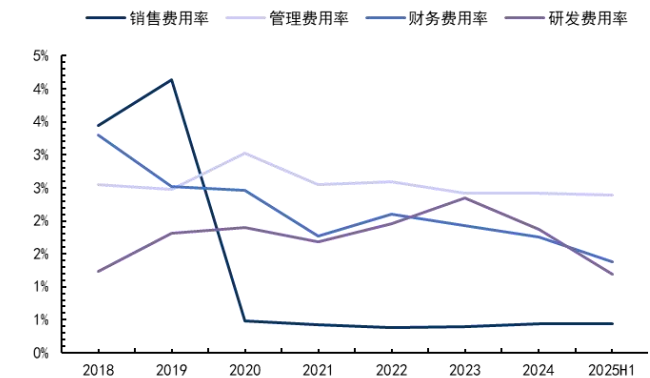
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司销售费用率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司期间费用情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				PEG	投资评级
			亿元	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	(25E)		
002078.SZ	太阳纸业	15.4	429.2	1.1	1.2	1.4	1.5	13.8	12.4	11.0	10.0	1.1	优于大市	
600966.SH	博汇纸业	5.2	69.9	0.1	0.2	0.2	0.3	40.2	32.7	23.8	18.0	1.1	无评级	
600567.SH	山鹰国际	1.9	102.3	-0.1	0.1	0.1	0.1	-23.4	26.7	20.8	18.7	1.4	无评级	
600963.SH	岳阳林纸	4.4	78.2	0.1	-	-	-	53.8	-	-	-	-	无评级	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

注: 博汇纸业、山鹰国际均为 wind 一致预期

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2495	3234	2705	2811	5203	营业收入	39544	40727	43313	47238	51816
应收款项	2397	2487	2635	2879	3156	营业成本	33261	34205	36244	39367	43185
存货净额	4574	4752	5050	5474	5583	营业税金及附加	220	206	219	260	311
其他流动资产	3401	2289	2693	2881	3172	销售费用	154	177	182	217	249
流动资产合计	12868	12762	13083	14045	17113	管理费用	814	1033	985	1040	1181
固定资产	34539	36566	39617	42313	40352	研发费用	538	781	762	953	1039
无形资产及其他	1883	2068	1985	1902	1819	财务费用	760	716	852	854	898
投资性房地产	984	927	927	927	927	投资收益	21	34	32	32	32
长期股权投资	277	304	331	358	385	资产减值及公允价值变动	(95)	(19)	(30)	(25)	(20)
资产总计	50551	52626	55943	59546	60597	其他收入	(966)	(793)	(874)	(1018)	(1078)
短期借款及交易性金融负债	10211	9986	10867	11851	10115	营业利润	3296	3613	3959	4490	4927
应付款项	4815	4853	5213	5626	6177	营业外净收支	23	(31)	30	20	20
其他流动负债	1853	2147	2240	2436	2673	利润总额	3320	3582	3989	4510	4947
流动负债合计	16879	16986	18319	19913	18965	所得税费用	219	471	525	586	643
长期借款及应付债券	6702	6426	6426	6426	6426	少数股东损益	15	10	11	12	13
其他长期负债	814	487	566	612	675	归属于母公司净利润	3086	3101	3454	3912	4291
长期负债合计	7516	6914	6992	7039	7101	现金流量表（百万元）					
负债合计	24395	23899	25311	26951	26066	净利润	3086	3101	3454	3912	4291
少数股东权益	104	113	119	125	131	资产减值准备	6	(56)	3	2	(0)
股东权益	26051	28614	30514	32470	34400	折旧摊销	2157	2358	2172	2587	2824
负债和股东权益总计	50551	52626	55943	59546	60597	公允价值变动损失	95	19	30	25	20
关键财务与估值指标						财务费用	760	716	852	854	898
每股收益	1.10	1.11	1.24	1.40	1.54	营运资本变动	(148)	850	(466)	(124)	174
每股红利	0.41	0.49	0.56	0.70	0.84	其它	4	62	3	4	6
每股净资产	9.32	10.24	10.92	11.62	12.31	经营活动现金流	5199	6334	5195	6406	7314
ROIC	9%	9%	9%	10%	10%	资本开支	(4412)	(4259)	(5023)	(5302)	(800)
ROE	12%	11%	11%	12%	12%	其它投资现金流	4	0	0	0	0
毛利率	16%	16%	16%	17%	17%	投资活动现金流	(4429)	(4286)	(5051)	(5329)	(827)
EBIT Margin	10%	11%	11%	11%	11%	权益性融资	4	0	0	0	0
EBITDA Margin	16%	17%	16%	17%	17%	负债净变化	63	(276)	0	0	0
收入增长	-1%	3%	6%	9%	10%	支付股利、利息	(1154)	(1367)	(1554)	(1956)	(2360)
净利润增长率	10%	1%	11%	13%	10%	其它融资现金流	1518	1976	881	985	(1736)
资产负债率	48%	46%	45%	45%	43%	融资活动现金流	(661)	(1310)	(673)	(971)	(4096)
股息率	2.7%	3.2%	3.6%	4.6%	5.5%	现金净变动	109	739	(529)	106	2392
P/E	13.9	13.8	12.4	11.0	10.0	货币资金的期初余额	2386	2495	3234	2705	2811
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	货币资金的期末余额	2495	3234	2705	2811	5203
EV/EBITDA	10.9	9.9	9.8	8.8	8.0	企业自由现金流	1355	2763	891	1805	7255
						权益自由现金流	2936	4463	1079	2081	4776

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032