


公司评级 **增持（维持）**
报告日期 2025 年 09 月 01 日

基础数据

08 月 29 日收盘价（元）	15.36
总市值（亿元）	429.24
总股本（亿股）	27.95

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证轻工】太阳纸业 2024 年报点评：2024Q4 业绩符合预期，看好 2025H1 盈利逐季改善-2025.04.11

【兴证轻工】太阳纸业 2024Q3 点评：Q3 收入稳定增长，行业磨底期彰显龙头经营韧性-2024.10.30

【兴证轻工】太阳纸业 2024H1 点评：Q2 业绩符合预期，产能建设稳步推进，看好 H2 盈利改善-2024.09.05

分析师：林寰宇

S0190524080006
linhuanyu@xyzq.com.cn

分析师：储天舒

S0190525070006
chutianshu1@xyzq.com.cn

分析师：王月

S0190525070015
wangyue1@xyzq.com.cn

太阳纸业(002078.SZ)
Q2 利润符合预期，产能投放助力成长
投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 年半年报。2025H1 公司营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 191.13/17.80/17.64 亿元，同比-6.87%/+1.26%/-2.95%。其中 Q2 营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 92.15/8.94/8.80 亿元，同比-10.87%/+11.49%/+1.82%，环比-6.89%/+0.90%/-0.30%，Q2 归母净利润环比稳定，符合预期。
- **文化纸：**价格相对疲软，预计 Q4 需求旺季盈利有望改善。需求相对疲软，浆价下降对纸价缺乏支撑，Q2 双胶纸/铜版纸均价分别环比-3.4%/-2.1%，价格压力导致公司 H1 双胶纸/双铜纸收入同比下滑；成本端，低价浆逐步入库+公司聚焦降本增效，浆、纸产品单位综合能耗降低 3.3%，综合判断文化纸 Q2 吨盈利相对稳定。展望看，7-8 月文化纸价格继续环比下滑，Q3 文化纸吨盈利或有压力，但 Q4 随造纸旺季到来+浆价上涨逐步传导，预计 Q4 文化纸价格将小幅上涨，吨纸盈利有望提升。
- **箱板纸：**Q3 箱板纸价格上涨，各基地盈利稳中有升。Q2 是箱板纸淡季，箱板纸价格环比-5.2%。分基地看，山东基地高端产品占比较高，预计盈利能力保持稳定；南宁基地随产能爬坡+产品持续优化+开拓客户，成本优势进一步体现，预计盈利能力稳中有升；老挝基地受益于美废价格处在相对低位，预计盈利能力有改善。展望看，7-8 月份箱板纸行业涨价函频发（主要应对废纸价格上涨），Q4 进入传统旺季，需求有望继续拉动价格向上，公司箱板纸收入/盈利均有望向上。
- **溶解浆：**兖州溶解浆产线已于 Q2 成功搬迁至北海并开始稳定运行，预计 Q3 将贡献增量利润，并进一步发挥北海基地的成本优势。
- **产能建设稳步推进：**H2 公司南宁基地规划有较多产能投产，包括 100 万吨箱板纸、40 万吨特种纸、35 万吨漂白化学木浆、15 万吨机械木浆、30 万吨生活用纸。2026 年及以后，山东颜店基地还规划有特种纸项目二期（预计 2026Q1 试产）、60 万吨漂白化学浆及碱回收等项目、70 万吨高档包装纸项目，产能持续投放助力中长期成长。
- **积极布局出海：**2025H1 公司海外业务收入 6.40 亿元，同比+71.89%，未来会积极开拓市场，收入体量有望继续稳步提升。
- **盈利预测：**公司作为造纸行业龙头，通过多品类布局、浆纸一体化等构建了较强的竞争优势，在行业竞争加剧的背景下，公司的优势将进一步凸显。我们调整了此前的盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 35.44、40.76、46.40 亿元，同比+14.3%、+15.0%、+13.8%，对应 2025 年 8 月 29 日收盘价的 PE 为 12.1、10.5、9.3 倍，维持“增持”评级。

- **风险提示：**市场竞争加剧风险，原材料价格波动风险，产能投放不及预期风险

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	40727	41697	45797	49897
同比增长	3.0%	2.4%	9.8%	9.0%
归母净利润（百万元）	3101	3544	4076	4640
同比增长	0.5%	14.3%	15.0%	13.8%
毛利率	16.0%	16.7%	17.1%	17.4%
ROE	10.8%	11.4%	11.9%	12.4%
每股收益（元）	1.11	1.27	1.46	1.66
市盈率	13.8	12.1	10.5	9.3

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12762	14657	19007	24034
货币资金	3234	4765	8068	12341
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	2419	2463	2713	2951
预付款项	501	509	556	604
存货	4752	4802	5262	5704
其他	1856	2118	2407	2434
非流动资产	39864	40800	41144	41130
长期股权投资	304	304	304	304
固定资产	33101	34432	35030	35095
在建工程	3466	2733	2366	2183
无形资产	2068	2198	2318	2428
商誉	19	19	19	19
其他	908	1114	1107	1101
资产总计	52626	55457	60151	65163
流动负债	16986	17425	19323	21083
短期借款	6417	7293	8562	9634
应付票据及应付账款	4853	5047	5468	5923
其他	5715	5085	5293	5526
非流动负债	6914	6748	6558	6411
长期借款	6426	6319	6128	5979
其他	487	429	430	432
负债合计	23899	24173	25881	27493
股本	2795	2795	2795	2795
未分配利润	19930	21982	24345	27035
少数股东权益	113	124	136	150
股东权益合计	28727	31284	34270	37670
负债及权益合计	52626	55457	60151	65163

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	3101	3544	4076	4640
折旧和摊销	2388	2999	3376	3736
营运资金的变动	2255	-137	-418	-66
经营活动产生现金流量	8500	6945	7586	8897
资本支出	-5557	-3700	-3700	-3700
长期投资	-2	-2	0	-1
投资活动产生现金流量	-5550	-3954	-3720	-3721
债权融资	-380	24	1079	924
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-2580	-1458	-562	-904
现金净变动	369	1531	3304	4272

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	40727	41697	45797	49897
营业成本	34205	34744	37976	41215
税金及附加	206	210	239	269
销售费用	177	168	197	225
管理费用	985	1033	1145	1247
研发费用	762	859	959	1048
财务费用	716	661	663	633
投资收益	34	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0
信用减值损失	-11	0	0	0
资产减值损失	-9	0	0	0
营业利润	3613	4093	4708	5359
营业外收支	-31	0	0	0
利润总额	3582	4093	4708	5359
所得税	471	538	619	705
净利润	3111	3555	4088	4654
少数股东损益	10	11	12	14
归属母公司净利润	3101	3544	4076	4640
EPS(元)	1.11	1.27	1.46	1.66

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	3.0%	2.4%	9.8%	9.0%
营业利润增长率	9.6%	13.3%	15.0%	13.8%
归母净利润增长率	0.5%	14.3%	15.0%	13.8%
盈利能力				
毛利率	16.0%	16.7%	17.1%	17.4%
归母净利率	7.6%	8.5%	8.9%	9.3%
ROE	10.8%	11.4%	11.9%	12.4%
偿债能力				
资产负债率	45.4%	43.6%	43.0%	42.2%
流动比率	0.75	0.84	0.98	1.14
速动比率	0.43	0.52	0.67	0.83
营运能力				
资产周转率	78.9%	77.2%	79.2%	79.6%
每股资料(元)				
每股收益	1.11	1.27	1.46	1.66
每股经营现金	3.04	2.49	2.71	3.18
估值比率(倍)				
PE	13.8	12.1	10.5	9.3
PB	1.5	1.4	1.3	1.1

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn