

25H1 量增价减，25H2 南宁基地大量产能将逐步释放

核心观点

25H1 公司实现营收 191.13 亿元/-6.87%，归母净利润 17.80 亿元/+1.26%，扣非归母净利润 17.64 亿元/-2.95%。单季度看，25Q2 公司实现营收 92.15 亿元/-10.87%，归母净利润 8.94 亿元/+11.49%，扣非归母净利润 8.80 亿元/+1.82%。25H1 浆纸价格同比有所下降，新增产能爬坡贡献部分增量。盈利端，25Q2 公司毛利率为 17.26%/+0.11pct，环比+1.48pct；净利率为 9.72%/+1.93pct，环比+0.75pct，在经济疲软、浆纸价格下行环境下，公司盈利能力环比进一步提升，主要系差异化产品、综合成本节降贡献，公司经营韧性凸显。展望下半年，公司南宁基地 120 万吨高档箱板纸、40 万吨特种纸、35 万吨化学浆、15 万吨机械浆、15 万吨生活用纸产线预计 25Q3、25Q4 陆续进入试产阶段，产能释放值得期待。

事件

公司发布 2025 年中报。25H1 公司实现营收 191.13 亿元/-6.87%，归母净利润 17.80 亿元/+1.26%，扣非归母净利润 17.64 亿元/-2.95%。经营活动现金流净额 18.94 亿元/-37.42%（主要受项目投资付款节点影响），基本 EPS 为 0.64 元/+1.59%，ROE（加权）为 6.04%/-0.50pct。

单季度看，25Q2 公司实现营收 92.15 亿元/-10.87%，归母净利润 8.94 亿元/+11.49%，扣非归母净利润 8.80 亿元/+1.82%。

简评

25H1 量增价减，Q2 盈利能力环比提升。量价拆分看，25H1 浆纸价格端同比有所下降，24H2 及 25H1 的新增产能爬坡贡献部分增量。25H1 公司毛利率为 16.50%/-1.08pct，净利率为 9.34%/+0.74pct。单季度看，25Q2 公司毛利率为 17.26%/+0.11pct，环比+1.48pct；净利率为 9.72%/+1.93pct，环比+0.75pct，在经济疲软、浆纸价格下行下，公司盈利能力环比进一步提升，体现公司经营韧性。

太阳纸业 (002078.SZ)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

张舒怡

zhangshuyi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070004

发布日期：2025 年 09 月 02 日

当前股价：15.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	6.31/-2.07	6.38/-8.87	18.86/-16.88
12 月最高/最低价 (元)			15.36/11.65
总股本 (万股)			279,453.51
流通 A 股 (万股)			277,739.52
总市值 (亿元)			419.18
流通市值 (亿元)			416.61
近 3 月日均成交量 (万)			1758.21
主要股东			
山东太阳控股集团有限公司			44.74%

股价表现



相关研究报告

【中信建投轻工纺服及教育】太阳纸业 (002078):24 年量增价减、收入平稳，25 年将产能投放大年

木片价格回落、溶解浆毛利率小幅回升，化学浆、化机浆以自用为主，外售部分表现平稳。分浆种看，1) 溶解浆：25H1 营收 16.12 亿元/-9.05%，毛利率为 24.59%/+3.63pct。2) 化机浆：25H1 营收 6.61 亿元/-20.28%，毛利率为 24.66%/+1.45pct。3) 化学浆：25H1 营收 5.81 亿元/-26.49%，毛利率为 20.94%/+1.92pct。浆价方面，25 年 1 月-4 月外盘报价逐月上涨至 825、630 美元/吨，在需求疲软环境下 5-7 月回落至低点 720、500 美元/吨，8-9 月起 Suzano 等浆厂限产、检修，开始再次提涨浆价。太阳纸业化学浆、化机浆除自用外主要供给集团卡纸使用，价格、盈利相对稳定，溶解浆受益于木片成本下降，毛利率小幅改善。

上半年在需求疲软、供给过剩环境下，造纸板块毛利率整体承压。分纸种看，1) 文化纸：①双胶纸：25H1 营收 42.02 亿元/-14.76%，毛利率为 14.38%/-2.42pct。②铜版纸：25H1 营收 20.16 亿元/-4.94%，毛利率为 16.85%/-1.04pct。2) 牛皮箱板纸：25H1 营收 52.21 亿元/+0.35%，毛利率为 15.64%/+1.07pct。3) 其他纸：①淋膜原纸：25H1 营收 4.67 亿元/+5.30%，毛利率为 4.37%/-10.41pct。②生活用纸：25H1 营收 12.89 亿元/+23.95%，毛利率为 9.45%/-4.99pct。上半年在新产能投放、消费需求疲软、纸浆外盘报价下跌等因素影响下，4 月以来成品纸价进入下行通道，公司通过开发差异化产品、综合成本节降，盈利能力环比略有改善。展望下半年，浆价逐步企稳，随着旺季来临，纸价及盈利有望在 Q4 小幅上行。

25H2 南宁基地产能将大量投产，新增山东颜店 60 万吨化学浆、70 万吨高档包装纸项目。上半年山东基地 3.7 万吨特种纸产线（字典纸、热敏原纸、枕包隔油纸等，总投资不超过 5 亿元）已于 2025 年 4 月试产、5 月进入稳定运行阶段，北海基地原兖州溶解浆生产线（20 万吨）搬迁工程已于 2025 年 5 月完成搬迁和升级改造、6 月进入稳定运行状态。截至 25 年中，公司合并纸、浆总产能已超过 1200 万吨，目前公司在建项目如下：1) 南宁基地：①南宁一期 120 万吨高档箱板纸项目，预计 25Q3、25Q4 陆续进入试产阶段；②南宁二期年产 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，预计 25Q3、25Q4 陆续进入试产阶段；③南宁 30 万吨生活用纸及后加工生产线二期（15 万吨）项目，预计 25Q4 陆续进入试产阶段。2) 山东颜店基地：①14 万吨特种纸项目二期（7 万吨）已开工建设，总投资预算增至不超过 6 亿元，预计 2026 年上半年进入试产阶段。②年产 60 万吨漂白化学浆及碱回收等配套工程项目，8 月 26 日公告公司拟投资不超过 35.1 亿元，建设周期 18 个月。③年产 70 万吨高档包装纸项目，8 月 26 日公告公司拟投资不超过 15.3 亿元，建设周期 18 个月。

投资建议：我们预计太阳纸业 2025-2027 年营业收入分别为 424.1、459.7、491.7 亿元，同比增长 4.1%、8.4%、7.0%；归母净利润分别为 35.8、40.1、44.4 亿元，同比增长 15.5%、11.9%、10.7%；对应 P/E 为 11.7x、10.5x、9.4x，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期，公司作为国内造纸行业头部企业，文化纸、箱板纸、纸浆产能市占率高，下游主要为消费包装、印刷等行业，下游需求偏弱将对收入和盈利产生不利影响；浆价波动超预期，公司木浆原材料占成本比重 50%-60%，国际木浆新产能持续投放，若供给冲击下，浆价大幅回调，或将对公司浆产品盈利产生不利影响，同时浆价下跌导致纸价失去成本支撑，或导致短期造纸盈利受损。林浆纸一体化建设不及预期，公司正推动南宁二期建设，总投资预计不超过 70 亿元，若产能建设不及预期将影响公司收入和业绩增长。

图表1: 木浆外盘价格



资料来源: 卓创资讯, 中信建投

图表2: 木浆内盘价格



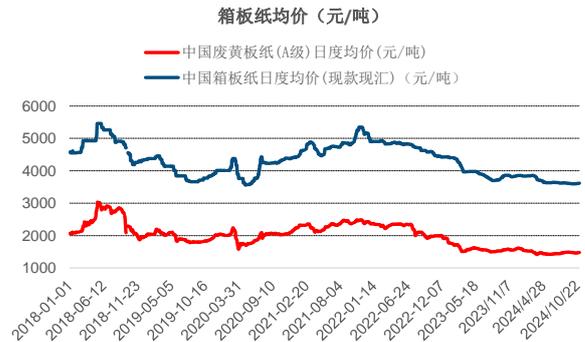
资料来源: 卓创资讯, 中信建投

图表3: 文化纸价格



资料来源: 卓创资讯, 中信建投

图表4: 箱板纸价格



资料来源: 卓创资讯, 中信建投

图表5: 白卡纸价格



资料来源: 卓创资讯, 中信建投

图表6: 木片进口价格



资料来源: 海关总署, 中信建投

图表7：主要浆、纸产品行业季度平均价格

单位：元/吨	针叶浆	阔叶浆	化机浆	国废	双胶纸	双铜纸	白卡纸	生活用纸	箱板纸	瓦楞纸
1Q24	5940	5184	4273	1515	5786	5792	4762	6432	3833	2855
2Q24	6366	5667	4052	1439	5783	5740	4417	6671	3656	2645
3Q24	6149	4950	3735	1467	5442	5545	4391	6338	3620	2609
4Q24	6263	4557	3690	1530	5228	5434	4195	6165	3660	2746
1Q25	6476	4782	3677	1472	5426	5673	4307	6220	3714	2821
2Q25	6038	4266	3829	1453	5232	5543	4124	5855	3515	2546
3Q25E	5790	4131	3806	1513	5018	5285	3991	5603	3468	2572
YoY (3Q24)	9.7%	6.9%	-7.8%	-3.7%	-2.1%	4.1%	0.2%	-0.2%	-3.4%	-5.6%
YoY (4Q24)	3.1%	-14.2%	-21.3%	-2.9%	-14.5%	-9.1%	-14.3%	-6.7%	-4.8%	-6.2%
YoY (1Q25)	9.0%	-7.7%	-13.9%	-2.8%	-6.2%	-2.1%	-9.6%	-3.3%	-3.1%	-1.2%
YoY (2Q25)	-5.1%	-24.7%	-5.5%	0.9%	-9.5%	-3.4%	-6.6%	-12.2%	-3.8%	-3.8%
YoY (3Q25E)	-5.8%	-16.5%	1.9%	3.1%	-7.8%	-4.7%	-9.1%	-11.6%	-4.2%	-1.4%
QoQ (3Q24)	-3.4%	-12.6%	-7.8%	1.9%	-5.9%	-3.4%	-0.6%	-5.0%	-1.0%	-1.4%
QoQ (4Q24)	1.9%	-7.9%	-1.2%	4.3%	-3.9%	-2.0%	-4.5%	-2.7%	1.1%	5.2%
QoQ (1Q25)	3.4%	4.9%	-0.3%	-3.8%	3.8%	4.4%	2.7%	0.9%	1.5%	2.7%
QoQ (2Q25)	-6.8%	-10.8%	4.1%	-1.3%	-3.6%	-2.3%	-4.3%	-5.9%	-5.4%	-9.8%
QoQ (3Q25E)	-4.1%	-3.2%	-0.6%	4.1%	-4.1%	-4.7%	-3.2%	-4.3%	-1.3%	1.0%

资料来源：卓创资讯，中信建投

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,868	12,762	14,847	16,085	17,200
现金	2,495	3,234	4,241	4,597	4,917
应收票据及应收账款合计	4,511	3,952	4,355	4,721	5,049
其他应收款	75	68	78	85	91
预付账款	576	501	616	668	714
存货	4,574	4,752	5,148	5,571	5,955
其他流动资产	637	255	409	443	474
非流动资产	37,683	39,864	41,149	41,677	41,513
长期投资	277	304	329	355	380
固定资产	33,995	33,131	35,346	36,805	37,539
无形资产	1,883	2,068	1,723	1,378	1,034
其他非流动资产	1,528	4,362	3,751	3,139	2,560
资产总计	50,551	52,626	55,995	57,762	58,713
流动负债	16,879	16,986	18,754	18,751	17,731
短期借款	8,079	6,417	8,705	7,875	6,104
应付票据及应付账款合计	4,815	4,853	5,162	5,585	5,970
其他流动负债	3,985	5,715	4,888	5,290	5,656
非流动负债	7,516	6,914	5,803	4,541	3,154
长期借款	6,723	6,449	5,339	4,076	2,690
其他非流动负债	794	464	464	464	464
负债合计	24,395	23,899	24,558	23,291	20,885
少数股东权益	104	113	126	141	157
股本	2,795	2,795	2,795	2,795	2,795
资本公积	3,632	3,643	3,643	3,643	3,643
留存收益	19,625	22,176	24,874	27,892	31,233
归属母公司股东权益	26,051	28,614	31,312	34,330	37,671
负债和股东权益	50,551	52,626	55,995	57,762	58,713

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6,617	8,500	5,329	7,526	8,038
净利润	3,101	3,111	3,596	4,023	4,454
折旧摊销	2,183	2,388	2,742	2,997	3,190
财务费用	760	716	602	573	451
投资损失	-21	-34	-26	-26	-26
营运资金变动	723	2,231	-1,598	-55	-45
其他经营现金流	-129	88	14	14	14
投资活动现金流	-4,769	-5,550	-4,014	-3,514	-3,014
资本支出	4,712	5,911	4,000	3,500	3,000
长期投资	-33	-2	0	0	0
其他投资现金流	-9,448	-11,459	-8,014	-7,014	-6,014
筹资活动现金流	-1,846	-2,580	-309	-3,656	-4,705
短期借款	-91	-1,662	2,288	-830	-1,771
长期借款	62	-273	-1,110	-1,263	-1,386
其他筹资现金流	-1,817	-645	-1,487	-1,564	-1,548
现金净增加额	6	369	1,007	357	320

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	39,544	40,727	42,407	45,974	49,170
营业成本	33,261	34,205	35,530	38,445	41,098
营业税金及附加	220	206	213	231	247
销售费用	154	177	184	199	213
管理费用	957	985	1,026	1,112	1,189
研发费用	929	762	793	860	920
财务费用	760	716	602	573	451
资产减值损失	-67	-9	-9	-10	-11
信用减值损失	-10	-11	-13	-14	-15
其他收益	70	95	69	69	69
公允价值变动收益	18	-1	0	0	0
投资净收益	21	34	26	26	26
资产处置收益	0	-171	0	0	0
营业利润	3,296	3,613	4,131	4,623	5,119
营业外收入	31	11	27	27	27
营业外支出	8	42	18	18	18
利润总额	3,320	3,582	4,140	4,632	5,128
所得税	219	471	545	609	675
净利润	3,101	3,111	3,596	4,023	4,454
少数股东损益	15	10	13	15	16
归属母公司净利润	3,086	3,101	3,582	4,008	4,437
EBITDA	6,263	6,686	7,483	8,203	8,769
EPS (元)	1.10	1.11	1.28	1.43	1.59

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-0.6	3.0	4.1	8.4	7.0
营业利润(%)	8.7	9.6	14.3	11.9	10.7
归属于母公司净利润(%)	9.9	0.5	15.5	11.9	10.7
获利能力					
毛利率(%)	15.9	16.0	16.2	16.4	16.4
净利率(%)	7.8	7.6	8.4	8.7	9.0
ROE(%)	11.8	10.8	11.4	11.7	11.8
ROIC(%)	10.0	9.6	9.9	10.0	10.5
偿债能力					
资产负债率(%)	48.3	45.4	43.9	40.3	35.6
净负债比率(%)	47.1	33.5	31.2	21.3	10.3
营运能力					
总资产周转率	0.78	0.77	0.76	0.80	0.84
应收账款周转率	9.55	11.35	10.52	10.52	10.52
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.10	1.11	1.28	1.43	1.59
每股经营现金流(最新摊薄)	2.37	3.04	1.91	2.69	2.88
每股净资产(最新摊薄)	9.32	10.24	11.20	12.28	13.48
估值比率					
P/E	13.6	13.5	11.7	10.5	9.4
P/B	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1

资料来源：公司公告，中信建投

分析师介绍

叶乐

中信建投证券纺服轻工及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024年“金牛奖”纺服行业最佳分析师，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺服第4、家居第5，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

张舒怡

中信建投证券轻工纺服及教育行业分析师，上海财经大学学士、博士，2023年加入中信建投证券研究发展部，专注于造纸包装、出口链、黄金珠宝、潮玩个护、纺织制造等消费服务产业研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk