

公司研究

产品降价叠加原料涨价，影响三季度毛利率表现

——太阳纸业（002078.SZ）2025 年三季报点评

买入（维持）

当前价：14.46 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：吴子倩

执业证书编号：S0930525070004

021-52523872

wuziqian@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	27.95
总市值(亿元):	404.09
一年最低/最高(元):	12.59/15.58
近 3 月换手率:	41.04%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.82	-12.20	-11.03
绝对	1.26	1.83	7.93

资料来源：Wind

相关研报

二季度毛利率环比提升，带动单季度利润超预期——太阳纸业（002078.SZ）2025 年半年报点评（2025-08-28）

一季度毛利率环比改善，持续推进三大基地协同发展——太阳纸业（002078.SZ）2025 年一季报点评（2025-04-30）

要点

事件：

公司发布 2025 年三季报，2025 年前三季度实现营收 289.4 亿元，同比-6.6%，实现归母净利润 25.0 亿元，同比+1.7%。其中，1Q/2Q/3Q 2025 实现营收 99.0/92.2/98.2 亿元，同比-2.8%/-10.9%/-6.0%，实现归母净利润 8.9/8.9/7.2 亿元，同比-7.3%/+11.5%/+2.7%。

点评：

产能稳步投放，产品降价影响收入表现：今年 4 月，公司山东基地 3.7 万吨特种纸已顺利进入试产阶段，9 月南宁基地 50 万吨箱板纸顺利投产、40 万吨特种纸开始试机，驱动产销持续增长。

3Q2025，根据卓创资讯数据，国内双胶纸/铜版纸/箱板纸吨均价为 4944/5172/3502 元，较去年同期均价，分别-498/-373/-118 元，与 2Q2025 相比，分别-297/-383/-18 元；3Q2025，国内阔叶浆吨均价为 4161 元，同比-789 元，环比-123 元。我们认为，公司 Q3 营收同比下滑，主要原因系浆纸价格的下跌所致。

产品降价+原料涨价，三季度毛利率环比有所下降：3Q2025 公司毛利率为 14.1%，同比+0.1pcts，环比-3.2pcts。根据卓创资讯数据，3Q2025 国内进口木片/废黄板纸/动力煤吨均价环比分别+1 美元/+103 元/+36 元。

我们认为公司三季度毛利率环比下降，主要原因系：①产品价格环比降低；②木片、废纸、动力煤等原材料和能源价格环比上涨。

2025 年前三季度，公司期间费用率为 5.5%，同比-1.0pcts。分项目看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.5%/2.4%/1.4%/1.2%，分别同比持平/持平/-0.6/-0.4pcts。公司研发费用率的降低主要受研发周期投入影响、费用支出减少所致；财务费用率的降低主要原因系利息支出及汇兑损失减少所致。

3Q2025，公司期间费用率为 5.6%，同比持平。分项目看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.5%/2.4%/1.8%/0.9%，分别同比+0.1pcts/+0.2pcts/持平/-0.2pcts。

产能密集投放中，市场份额有望逐步扩张：展望后市，一方面，公司南宁基地尚有年产 35 万吨漂白化学木浆生产线、年产 15 万吨机械木浆生产线和年产 15 万吨生活用纸生产线预计将于四季度投产，另一方面，随着“反内卷”政策的持续推进，造纸龙头企业有望凭借技术优势及成本优势，在此轮供给侧的优化中加速扩大市场占有率、抵御行业的周期性波动，实现业绩的长期增长。

造纸龙头企业，维持“买入”评级：考虑到行业竞争压力较大，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测至 32.8/38.4/45.8 亿元（下调幅度为 10%/10%/9%），2025-2027 年对应 EPS 分别为 1.17/1.37/1.64 元，当前股价对应 PE 分别为 12/11/9 倍。公司产能规模持续扩张，长期业绩具有确定性，林浆纸一体化发展，具备显著成本优势，当前估值水平处于历史低位，维持“买入”评级。

风险提示：国内宏观经济低于预期，浆价波动超预期，新增产能投放不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	39,544	40,727	38,921	44,641	52,538
营业收入增长率	-0.56%	2.99%	-4.43%	14.70%	17.69%
归母净利润（百万元）	3,086	3,101	3,282	3,837	4,575
归母净利润增长率	9.86%	0.50%	5.83%	16.90%	19.25%
EPS（元）	1.10	1.11	1.17	1.37	1.64
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.84%	10.84%	10.57%	11.26%	12.14%
P/E	13	13	12	11	9
P/B	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-10-27

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	39,544	40,727	38,921	44,641	52,538
营业成本	33,261	34,205	32,656	37,372	44,080
折旧和摊销	2,157	2,358	3,387	3,596	3,833
税金及附加	220	206	198	228	268
销售费用	154	177	175	223	263
管理费用	957	985	934	1,071	1,261
研发费用	929	762	623	759	893
财务费用	760	716	639	635	569
投资收益	21	34	34	40	50
营业利润	3,296	3,613	3,793	4,434	5,287
利润总额	3,320	3,582	3,795	4,436	5,289
所得税	219	471	501	586	698
净利润	3,101	3,111	3,294	3,851	4,591
少数股东损益	15	10	12	14	16
归属母公司净利润	3,086	3,101	3,282	3,837	4,575
EPS(元)	1.10	1.11	1.17	1.37	1.64

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6,617	8,500	7,063	7,762	8,590
净利润	3,086	3,101	3,282	3,837	4,575
折旧摊销	2,157	2,358	3,387	3,596	3,833
净营运资金增加	475	-1,106	81	623	827
其他	900	4,146	313	-293	-646
投资活动产生现金流	-4,769	-5,550	-8,021	-6,760	-5,750
净资本支出	-4,736	-5,557	-8,000	-6,500	-5,500
长期投资变化	277	304	0	0	0
其他资产变化	-310	-297	-21	-260	-250
融资活动现金流	-1,846	-2,580	60	-659	-2,366
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-193	-501	1,537	799	-834
无息负债变化	-251	5	-870	724	1,072
净现金流	6	369	-898	343	474

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	15.9%	16.0%	16.1%	16.3%	16.1%
EBITDA 率	16.0%	16.9%	20.1%	19.5%	18.5%
EBIT 率	10.5%	11.0%	11.4%	11.4%	11.2%
税前净利润率	8.4%	8.8%	9.8%	9.9%	10.1%
归母净利润率	7.8%	7.6%	8.4%	8.6%	8.7%
ROA	6.1%	5.9%	5.9%	6.4%	7.2%
ROE (摊薄)	11.8%	10.8%	10.6%	11.3%	12.1%
经营性 ROIC	9.1%	8.9%	7.9%	8.4%	9.2%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	48%	45%	44%	43%	41%
流动比率	0.76	0.75	0.63	0.65	0.74
速动比率	0.49	0.47	0.40	0.40	0.45
归母权益/有息债务	1.54	1.74	1.73	1.82	2.10
有形资产/有息债务	2.85	3.06	2.94	3.04	3.37

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	50,551	52,626	55,749	60,300	64,166
货币资金	2,495	3,234	2,335	2,678	3,152
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,954	2,054	1,810	2,067	2,425
应收票据	369	365	389	446	525
其他应收款 (合计)	75	68	78	89	105
存货	4,574	4,752	4,225	4,818	5,670
其他流动资产	2,826	1,788	1,788	1,788	1,788
流动资产合计	12,868	12,762	11,213	12,560	14,459
其他权益工具	86	86	86	86	86
长期股权投资	277	304	304	304	304
固定资产	33,966	33,101	32,505	32,252	31,991
在建工程	573	3,466	7,099	8,924	9,693
无形资产	1,883	2,068	2,521	2,966	3,402
商誉	19	19	19	19	19
其他非流动资产	382	358	358	358	358
非流动资产合计	37,683	39,864	44,536	47,740	49,706
总负债	24,395	23,899	24,567	26,090	26,328
短期借款	8,079	6,417	11,423	12,223	11,388
应付账款	4,324	3,900	3,788	4,335	5,113
应付票据	491	954	980	1,121	1,322
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	71	96	96	96	96
流动负债合计	16,879	16,986	17,684	19,208	19,445
长期借款	6,702	6,426	6,426	6,426	6,426
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	319	329	329	329	329
非流动负债合计	7,516	6,914	6,883	6,883	6,883
股东权益	26,155	28,727	31,183	34,210	37,838
股本	2,795	2,795	2,795	2,795	2,795
公积金	5,091	5,103	5,103	5,103	5,103
未分配利润	17,667	19,930	22,373	25,386	28,999
归属母公司权益	26,051	28,614	31,058	34,071	37,683
少数股东权益	104	113	125	139	155

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.39%	0.43%	0.45%	0.50%	0.50%
管理费用率	2.42%	2.42%	2.40%	2.40%	2.40%
财务费用率	1.92%	1.76%	1.64%	1.42%	1.08%
研发费用率	2.35%	1.87%	1.60%	1.70%	1.70%
所得税率	7%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.30	0.30	0.29	0.34	0.41
每股经营现金流	2.37	3.04	2.53	2.78	3.07
每股净资产	9.32	10.24	11.11	12.19	13.48
每股销售收入	14.15	14.57	13.93	15.97	18.80

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	13	13	12	11	9
PB	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.0	8.2	7.4	6.8	6.0
股息率	2.1%	2.1%	2.0%	2.4%	2.8%

行业及公司评级体系

评级	说明
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。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP