

太阳纸业（002078.SZ）

周期底部韧性凸显，新产能如期推进

投资要点：

► 公司发布 2025 年前三季度报告。公司 2025 年前三季度实现营收 289.36 亿元，同比-6.58%，归母净利润 25 亿元，同比+1.66%，扣非归母净利润 24.71 亿元，同比-4.64%。单季度来看，25Q3 实现营收 98.23 亿元，同比-6.01%，环比+6.6%；归母净利润 7.20 亿元，同比+2.68%，环比-19.5%；扣非归母净利润 7.07 亿元，同比-8.61%，环比-19.7%。

► 周期底部盈利韧性凸显，Q4 景气度有望回升。根据卓创资讯，25Q3 我国双胶纸、铜版纸、箱板瓦楞纸市场均价分别为 4943.56/5171.79/3501.75 元/吨，同比分别-9.2%/-6.7%/-3.3%，环比分别-5.7%/-6.9%/-0.5%。三大核心纸种价格均处于周期底部，公司 Q3 业绩表现具备较强韧性，充分验证“林浆纸一体化”战略构筑的深厚成本护城河。展望 Q4 我们认为随着旺季来临，行业景气度有望回升。其中 10 月下旬箱板纸市场均价较 7 月初已提升 268 元/吨，文化纸纸价有望逐步止跌。同时，自 8 月以来，公司南宁基地一期、二期项目已陆续投产，高档包装纸项目 PM11 在 25 年 8 月投产运行，PM12 已于 10 月进入调试阶段；二期 PM9 特种纸产线在 9 月投产，年产 35 万吨漂白化学木浆产线和年产 15 万吨机械木浆产线及配套也已在 9 月投产；生活用纸生产线 PM16 和 PM17 已经在 10 月陆续进入调试阶段，PM18 和 PM19 预计将于 11 月陆续进入调试阶段。随价格中枢止跌回升以及新产能释放，我们看好 25Q4 起公司营收及利润步入上行通道。

► 新产能有序推进，首次年中分红方案发布。公司前三季度毛利率、净利率分别为 15.7%/8.6%，同比分别-0.7/+0.7pct，其中 25Q3 毛利率、净利率分别为 14.1%/7.3%，同比分别+0.1/+0.6pct。公司费用管控良好，前三季度期间费率同比-1pct 至 5.5%。25 年 8 月公司相继发布山东基地颜店年产 60 万吨漂白化学浆及碱回收配套项目、年产 70 万吨高档包装纸项目，项目拟投资分别不超过 35.1 亿元/15.3 亿元，建设周期均为 18 个月。当前公司山东基地漂白化学浆产能较低，60 万吨化学浆投产后将有效减少基地相关产品生产对外购漂白木浆的依赖，大幅增加山东基地自制浆生产能力，提升山东基地成本端管控能力。70 万吨包装纸项目投产后可以和宏河厂区现有包装纸产能（160 万吨）形成更合理的产品档次搭配，发挥规模优势。此外，公司发布首次年中分红方案，以公司总股本 27.95 亿股为基数，前三季度拟每 10 股派现金红利 1 元（含税），现金红利分配总额为 27.95 亿元，分红比例 11.18%。

► 盈利预测与投资建议。在旺季及公司新一轮产能投放周期下，后续盈利有望逐步向上，但考虑到年内核心纸种均价承压，小幅下调 25 年盈利预测，并上调 26-27 年预期。预计 25-27 年归母净利润分别 34.36/40.26/44.85 亿元（前值为 34.8/39.6/44.6 亿元），同比+11%/17%/11%。公司作为国内综合性造纸龙头，中长期一体化优势巩固，维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧、下游需求不及预期、原材料价格大幅波动、产能建设项目进度不及预期等。

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	39,544	40,727	42,066	44,988	47,854
增长率	-1%	3%	3%	7%	6%
净利润（百万元）	3,086	3,101	3,436	4,026	4,485
增长率	10%	1%	11%	17%	11%
EPS（元/股）	1.10	1.11	1.23	1.44	1.60
市盈率（P/E）	13.1	13.0	11.8	10.0	9.0
市净率（P/B）	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1

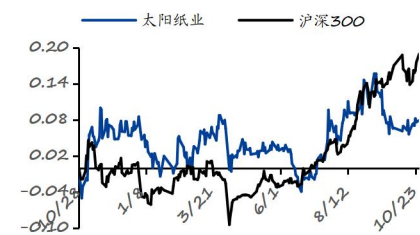
数据来源：公司公告、华福证券研究所

买入（维持评级）

基本数据

日期	2025-10-27
收盘价:	14.46 元
总股本/流通股本(百万股)	2,794.54/2,777.40
流通 A 股市值(百万元)	40,161.13
每股净资产(元)	10.79
资产负债率(%)	47.67
一年内最高/最低价(元)	15.58/12.87

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	李宏鹏(S0210524050017)
lhp30568@hfzq.com.cn	
分析师:	汪浚哲(S0210524050024)
wjz30579@hfzq.com.cn	

相关报告

- 1、太阳纸业_年报点评_全年业绩平稳收官，25 年盈利预期趋势向上——2025.04.10
- 2、太阳纸业_业绩快报点评_Q4 业绩底部确立，25 年趋势向上——2025.02.27
- 3、太阳纸业_首次覆盖_林浆纸一体化龙头，盈利改善在即——2025.01.03

图表 1：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,234	3,365	4,534	9,237
应收票据及账款	2,419	2,403	2,572	2,732
预付账款	501	601	675	636
存货	4,752	5,623	5,962	5,151
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,856	2,945	3,554	3,302
流动资产合计	12,762	14,937	17,296	21,058
长期股权投资	304	304	304	304
固定资产	33,101	33,104	33,087	32,071
在建工程	3,466	4,566	4,616	5,666
无形资产	2,068	2,171	2,191	2,232
商誉	19	19	19	19
其他非流动资产	908	939	945	946
非流动资产合计	39,864	41,102	41,161	41,238
资产合计	52,626	56,039	58,457	62,296
短期借款	6,417	7,435	6,000	6,000
应付票据及账款	4,853	5,586	6,260	6,598
预收款项	0	0	0	0
合同负债	791	757	810	861
其他应付款	736	736	736	736
其他流动负债	4,188	4,193	4,209	4,227
流动负债合计	16,986	18,707	18,015	18,422
长期借款	6,426	6,226	6,276	6,326
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	487	487	487	487
非流动负债合计	6,914	6,714	6,764	6,814
负债合计	23,899	25,420	24,778	25,236
归属母公司所有者权益	28,614	30,496	33,543	36,911
少数股东权益	113	123	136	150
所有者权益合计	28,727	30,619	33,679	37,060
负债和股东权益	52,626	56,039	58,457	62,296

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	8,500	4,447	6,646	8,847
现金收益	6,213	6,519	7,113	7,508
存货影响	-177	-871	-339	810
经营性应收影响	-13	-75	-234	-112
经营性应付影响	-25	733	674	338
其他影响	2,502	-1,858	-568	303
投资活动现金流	-5,550	-3,719	-2,554	-2,582
资本支出	-4,598	-3,703	-2,565	-2,591
股权投资	-26	0	0	0
其他长期资产变化	-926	-16	12	9
融资活动现金流	-2,580	-597	-2,924	-1,562
借款增加	-501	818	-1,385	50
股利及利息支付	-1,367	-1,505	-1,635	-1,841
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-712	91	96	229

利润表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	40,727	42,066	44,988	47,854
营业成本	34,205	35,356	37,485	39,745
税金及附加	206	210	225	239
销售费用	177	168	171	172
管理费用	985	993	1,048	1,115
研发费用	762	799	855	909
财务费用	716	576	562	494
信用减值损失	-11	-10	-12	-10
资产减值损失	-9	-9	-9	-9
公允价值变动收益	-1	-10	-2	-10
投资收益	34	25	20	20
其他收益	95	0	0	0
营业利润	3,613	3,960	4,640	5,169
营业外收入	11	30	30	30
营业外支出	42	28	28	28
利润总额	3,582	3,962	4,642	5,171
所得税	471	515	603	672
净利润	3,111	3,447	4,038	4,499
少数股东损益	10	11	12	14
归属母公司净利润	3,101	3,436	4,026	4,485
EPS（按最新股本摊薄）	1.11	1.23	1.44	1.60

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	3.0%	3.3%	6.9%	6.4%
EBIT 增长率	5.4%	5.6%	14.7%	8.9%
归母公司净利润增长率	0.5%	10.8%	17.2%	11.4%
获利能力				
毛利率	16.0%	16.0%	16.7%	16.9%
净利率	7.6%	8.2%	9.0%	9.4%
ROE	10.8%	11.2%	12.0%	12.1%
ROIC	9.7%	9.6%	10.6%	10.8%
偿债能力				
资产负债率	45.4%	45.4%	42.4%	40.5%
流动比率	0.8	0.8	1.0	1.1
速动比率	0.5	0.5	0.6	0.9
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	18	18	17	17
存货周转天数	49	53	56	50
每股指标（元）				
每股收益	1.11	1.23	1.44	1.60
每股经营现金流	3.04	1.59	2.38	3.17
每股净资产	10.24	10.91	12.00	13.21
估值比率				
P/E	13	12	10	9
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	94	89	81	77

数据来源：公司报告、华福证券研究所

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注册为证券分析师，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn