

太阳纸业 (002078.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q3 纸价下行致盈利走弱，期待后续盈利能力提升

业绩简评

10 月 27 日公司发布 2025 年三季报，25Q1-Q3 营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 -6.58%/+1.66%/-4.64% 到 289.36/25.00/24.71 亿元。25Q3，公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别-6.01%/+2.68%/-8.61%到 98.23/7.20/7.07 亿元。公司拟每股派发现金股利 0.10 元，对应的股利支付率为 11.18%。

经营分析

下游需求仍偏弱，Q3 纸浆价格走弱使营收短期承压。受国内纸浆产能集中投放、进口纸浆库存累计和下游需求偏弱等因素影响，25 年以来国内浆价持续走弱。25Q3，国内阔叶浆/针叶浆价格较 25Q2 分别-665/-529 元/吨，白卡纸/双胶纸/生活用纸/箱板纸/瓦楞纸价格较 25Q2 分别-89/-402/-585/-16/-257 元/吨。受纸浆价格持续下行影响，25Q3 公司营收同比-6.01%。Q3 文化纸需求疲软，且市场新增产能投放较多，行业整体开工率持续下降，预计 Q3 公司文化纸营收相对较弱。Q3 公司箱板纸提价落地效果较好，部分缓解了上游废纸价格上涨的压力，预计公司箱板纸盈利表现略优于文化纸。

成品纸价或已触底，供需格局改善有望刺激纸价进入温和修复通道。截止 25 年 9 月底，国内主流港口木浆库存为 203.3 万吨，虽仍处高位但较 6 月底已去库 13.0 万吨。25Q3 国内进口纸浆较 Q2 减少 33 万吨至 638 万吨。在经历较长时间的去库过程后，叠加国内新增纸浆产能已逐步投放完毕，预计 Q4 以来纸浆价格或有望持续温和修复。随着浆价逐渐企稳回升，叠加 10 月以来逐步进入文化纸招标旺季和包装纸消费旺季，在下游需求刺激下，纸价有望持续回暖以增厚纸厂利润空间。

新增产能密集投产，有望充分受益于浆纸价格企稳回升。公司山东颜店 14 万吨特种纸二期工程预计于 26Q1 试产，广西南宁 PM12 包装纸生产线已于 10 月进入调试阶段，南宁 PM9 特种纸生产线、年产 35 万吨化学浆和年产 15 万吨机械浆及配套设施也已在 9 月投产，南宁 30 万吨生活用纸中的两条产线已于 10 月进入调试阶段、另两条产线预计将于 11 月进入调试。公司作为国内造纸龙头，多品种布局纸浆产业链，持续强化林浆纸一体化优势，进一步凸显卓越的成本管控能力。公司 25 年及 26 年投放产能较多，在浆纸价格逐渐触底回升的背景下，预计将显著改善盈利表现。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 25-27 年 EPS 为 1.20/1.37/1.60 元，当前股价对应 PE 分别为 12/10/9 倍，维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧；浆纸价格恢复不及预期；新投放产能利用率不足。

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

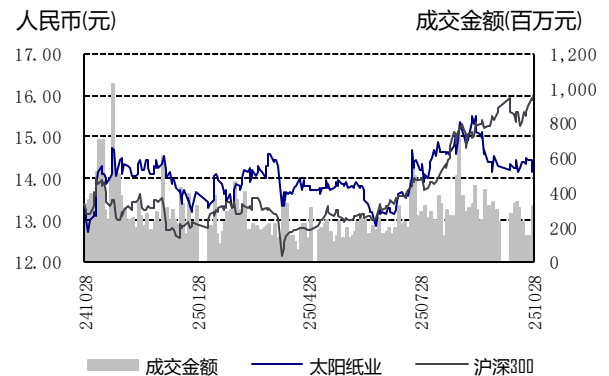
分析师：张杨桓 (执业 S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：14.17 元

相关报告：

1.《太阳纸业公司点评：新增产能密集投产，有望充分受益浆纸价格回升》，2025.8.7



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	39,544	40,727	41,523	45,073	48,411
营业收入增长率	-0.56%	2.99%	1.95%	8.55%	7.40%
归母净利润(百万元)	3,086	3,101	3,354	3,838	4,469
归母净利润增长率	9.86%	0.50%	8.16%	14.42%	16.43%
摊薄每股收益(元)	1.10	1.11	1.20	1.37	1.60
每股经营性现金流净额	2.34	3.03	2.15	2.64	2.80
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.84%	10.84%	10.98%	11.68%	12.57%
P/E	11.02	13.40	11.81	10.32	8.86
P/B	1.31	1.45	1.30	1.21	1.11

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	39,767	39,544	40,727	41,523	45,073	48,411
增长率		-0.6%	3.0%	2.0%	8.6%	7.4%
主营业务成本	-33,735	-33,261	-34,205	-35,113	-37,857	-40,455
%销售收入	84.8%	84.1%	84.0%	84.6%	84.0%	83.6%
毛利	6,032	6,284	6,521	6,410	7,216	7,956
%销售收入	15.2%	15.9%	16.0%	15.4%	16.0%	16.4%
营业税金及附加	-178	-220	-206	-208	-225	-242
%销售收入	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-153	-154	-177	-187	-203	-218
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	-1,033	-957	-985	-997	-1,082	-1,162
%销售收入	2.6%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
研发费用	-781	-929	-762	-623	-766	-823
%销售收入	2.0%	2.3%	1.9%	1.5%	1.7%	1.7%
息税前利润 (EBIT)	3,888	4,024	4,392	4,396	4,940	5,511
%销售收入	9.8%	10.2%	10.8%	10.6%	11.0%	11.4%
财务费用	-834	-760	-716	-787	-817	-709
%销售收入	2.1%	1.9%	1.8%	1.9%	1.8%	1.5%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-6	18	-1	0	0	0
投资收益	22	21	34	20	25	30
%税前利润	0.7%	0.6%	1.0%	0.5%	0.6%	0.6%
营业利润	3,033	3,296	3,613	3,651	4,172	4,857
营业利润率	7.6%	8.3%	8.9%	8.8%	9.3%	10.0%
营业外收支	35	23	-31	-5	0	0
税前利润	3,068	3,320	3,582	3,646	4,172	4,857
利润率	7.7%	8.4%	8.8%	8.8%	9.3%	10.0%
所得税	-251	-219	-471			-389
所得税率	8.2%	6.6%	13.2%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润	2,817	3,101	3,111	3,354	3,838	4,469
少数股东损益	8	15	10	0	0	0
归属于母公司的净利润	2,809	3,086	3,101	3,354	3,838	4,469
净利率	7.1%	7.8%	7.6%	8.1%	8.5%	9.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2,817	3,101	3,111	3,354	3,838	4,469
少数股东损益	8	15	10	0	0	0
非现金支出	2,109	2,181	2,386	2,409	2,532	2,672
非经营收益	578	528	725	798	869	761
营运资金变动	-1,754	728	2,255	-561	134	-87
经营活动现金净流	3,750	6,538	8,477	6,000	7,373	7,816
资本开支	-4,682	-4,736	-5,557	-2,290	-3,042	-3,542
投资	-1,446	-33	-2	0	0	0
其他	7	0	9	20	25	30
投资活动现金净流	-6,121	-4,769	-5,550	-2,270	-3,017	-3,512
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	2,491	-441	-380	-1,533	-1,277	-1,856
其他	-683	-1,402	-2,201	-2,273	-2,432	-2,582
筹资活动现金净流	1,808	-1,843	-2,581	-3,807	-3,709	-4,438
现金净流量	-563	-73	346	-76	647	-135

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,386	2,495	3,234	3,151	3,794	3,656
应收款项	3,934	4,586	4,020	4,517	4,801	5,157
存货	5,339	4,574	4,752	4,696	5,063	5,411
其他流动资产	928	1,213	756	697	721	778
流动资产	12,588	12,868	12,762	13,062	14,379	15,001
%总资产	26.2%	25.5%	24.2%	24.7%	26.3%	26.7%
长期投资	416	442	454	454	454	454
固定资产	32,147	34,539	36,566	36,197	36,705	37,573
%总资产	67.0%	68.3%	69.5%	68.5%	67.1%	66.9%
无形资产	1,906	1,959	2,150	2,157	2,164	2,170
非流动资产	35,426	37,683	39,864	39,787	40,300	41,173
%总资产	73.8%	74.5%	75.8%	75.3%	73.7%	73.3%
资产总计	48,014	50,551	52,626	52,849	54,679	56,174
短期借款	10,467	10,211	9,986	8,817	7,540	5,683
应付款项	5,954	5,615	5,590	5,742	6,462	6,906
其他流动负债	1,027	1,054	1,410	1,080	1,169	1,399
长期借款	17,448	16,879	16,986	15,639	15,171	13,988
其他长期负债	753	814	487	116	111	108
负债	24,840	24,395	23,899	22,180	21,708	20,522
普通股股东权益	23,084	26,051	28,614	30,555	32,858	35,539
其中：股本	2,795	2,795	2,795	2,795	2,795	2,795
未分配利润	15,218	17,667	19,930	21,942	24,245	26,926
少数股东权益	90	104	113	113	113	113
负债股东权益合计	48,014	50,551	52,626	52,849	54,679	56,174

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.005	1.104	1.110	1.200	1.373	1.599
每股净资产	8.259	9.322	10.239	10.934	11.758	12.717
每股经营现金净流	1.342	2.340	3.033	2.147	2.638	2.797
每股股利	0.600	0.860	0.660	0.480	0.549	0.640
回报率						
净资产收益率	12.17%	11.84%	10.84%	10.98%	11.68%	12.57%
总资产收益率	5.85%	6.10%	5.89%	6.35%	7.02%	7.95%
投入资本收益率	8.86%	8.73%	8.45%	8.81%	9.68%	10.61%
增长率						
主营业务收入增长率	24.28%	-0.56%	2.99%	1.95%	8.55%	7.40%
EBIT 增长率	-1.11%	3.51%	9.14%	0.09%	12.38%	11.55%
净利润增长率	-5.01%	9.86%	0.50%	8.16%	14.42%	16.43%
总资产增长率	12.35%	5.28%	4.11%	0.42%	3.46%	2.73%
资产管理能力						
应收账款周转天数	18.4	19.3	18.0	19.0	19.0	19.0
存货周转天数	47.9	54.4	49.8	48.8	48.8	48.8
应付账款周转天数	42.2	45.2	43.9	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	265.0	313.5	296.7	283.3	257.0	234.5
偿债能力						
净负债/股东权益	63.50%	55.12%	45.87%	39.43%	30.85%	23.71%
EBIT 利息保障倍数	4.7	5.3	6.1	5.6	6.0	7.8
资产负债率	51.74%	48.26%	45.41%	41.97%	39.70%	36.53%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	4	20	26	44
增持	0	0	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.13	1.10	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2024-04-10	买入	15.05	N/A
2	2024-08-29	买入	12.07	N/A
3	2025-08-07	买入	14.40	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806