

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

太阳纸业(002078)

投资评级

上次评级

姜文强 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

李晨 新消费行业分析师

执业编号: S1500525060001

邮箱: lichen@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

太阳纸业: 盈利底部确立, 边际改善显现, 浆纸成长延续

2025 年 11 月 1 日

报告内容摘要:

事件: 公司发布 2025 年三季报。2025Q1-3 公司实现收入 289.36 亿元(同比-6.6%), 归母净利润 24.99 亿元(同比+1.7%), 扣非归母净利润 24.71 亿元(同比-4.6%); 单 Q3 实现收入 98.23 亿元(同比-6.0%), 归母净利润 7.20 亿元(同比+2.7%), 扣非归母净利润 7.07 亿元(同比-8.6%)。

点评: Q3 产销维持景气, 浆纸系价格下滑、废纸成本提升, 压制盈利释放。当前节点, 1) 阔叶外盘报价底部回暖、易涨难跌, 成本支撑助力纸价企稳, Q4 浆纸系吨盈利有望底部温和回暖; 2) 箱板瓦楞纸提价持续落地, 价格攀升推动吨盈利改善。此外, 公司南宁新增产能 Q4 基本全面落地、贡献增量, 利润边际修复趋势明确。

浆纸价格拐点显现, 废纸盈利震荡。1) 浆纸系: 25Q3 双胶纸/铜版纸均价环比分别下滑 5.7%/6.9%, 尽管低价浆入库改善成本, 但我们预计吨盈利仍小幅承压; 目前文纸价格旺季企稳, Q4 吨盈利有望复苏。2) 废纸系: 25Q3 箱板/瓦楞均价环比分别-0.5%/+3.7%, 尽管 8-9 月提价函频发, 但由于前期低位、季度均价保持平稳; 同时国废由于极端天气影响、供给收缩, Q3 均价环比+7.1%, 成本或压制纸企盈利空间, Q4 伴随纸价进一步提升、箱板瓦楞纸盈利或将回暖。

南宁项目逐步落地, 中长期成长加速。2024 年底公司合计产能已突破 1200 万吨, 其中浆、纸产能分别合计达 500 万吨和 729 万吨。2025 年山东颜店 3.7 万吨特种纸 25 年 5 月已稳定运行, 南宁项目 (PM11 和 PM12 (高档包装纸纸)、15 万吨生活用纸、40 万吨特种纸、35 万吨化学浆、15 万吨化机浆均在 8-10 月逐步落地)。展望未来, 公司预计山东 14 万吨特纸项目二期 26Q1 试产, 并新增山东 60 万吨化学浆/70 万吨包装纸项目规划, 浆纸期成长延续。

盈利短期承压, 费用表现平稳。2025Q3 公司毛利率为 14.1%(同比+0.1pct), 归母净利率为 7.3%(同比+0.6pct)。Q3 期间费用率为 5.6%(同比持平), 其中销售/研发/管理/财务费用率分别为 0.5%/1.8%/2.4%/0.9%(同比分别+0.1pct/+0.1pct/+0.2pct/-0.3pct)。存货/应收/应付账款周转天数分别为 50.4 天/23.1 天/43.0 天(同比分别+4.1 天/+0.4 天/+0.9 天); 单 Q3 经营性现金流净额为 14.29 亿元(同比-13.52 亿元)。

盈利预测: 我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 34.2、39.5、44.6 亿元, 对应 PE 为 11.6X、10.1X、8.9X。

风险提示: 需求复苏不及预期, 成本超预期波动, 产能投放不及预期。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	39,544	40,727	41,242	46,685	49,092
增长率 YoY %	-0.6%	3.0%	1.3%	13.2%	5.2%
归属母公司净利润 (百万元)	3,086	3,101	3,424	3,953	4,457
增长率 YoY%	9.9%	0.5%	10.4%	15.4%	12.8%
毛利率%	15.9%	16.0%	15.3%	15.8%	16.3%
净资产收益率ROE%	11.8%	10.8%	11.1%	11.7%	12.1%
EPS(摊薄)(元)	1.10	1.11	1.23	1.41	1.60
市盈率 P/E(倍)	12.88	12.81	11.61	10.05	8.92
市净率 P/B(倍)	1.53	1.39	1.29	1.18	1.08

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 10 月 31 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,868	12,762	12,915	14,342	15,072
货币资金	2,495	3,234	2,687	2,958	3,278
应收票据	369	365	317	404	414
应收账款	1,954	2,054	2,144	2,363	2,504
预付账款	576	501	601	644	661
存货	4,574	4,752	5,061	5,518	5,812
其他	2,900	1,856	2,105	2,455	2,404
非流动资产	37,683	39,864	44,967	46,164	46,970
长期股权投资	277	304	304	304	304
固定资产(合计)	33,966	33,101	39,137	40,684	41,100
无形资产	1,883	2,068	2,068	2,068	2,068
其他	1,556	4,393	3,459	3,108	3,498
资产总计	50,551	52,626	57,882	60,506	62,042
流动负债	16,879	16,986	16,559	16,899	16,300
短期借款	8,079	6,417	6,917	6,417	5,417
应付票据	491	954	882	889	1,038
应付账款	4,324	3,900	4,192	4,767	4,868
其他	3,985	5,715	4,568	4,826	4,977
非流动负债	7,516	6,914	10,309	9,809	8,809
长期借款	6,702	6,426	9,926	9,426	8,426
其他	814	487	383	383	383
负债合计	24,395	23,899	26,868	26,708	25,109
少数股东权益	104	113	125	141	157
归属母公司股东权益	26,051	28,614	30,889	33,656	36,777
负债和股东权益	50,551	52,626	57,882	60,506	62,042

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	39,544	40,727	41,242	46,685	49,092
同比(%)	-0.6%	3.0%	1.3%	13.2%	5.2%
归属母公司净利润	3,086	3,101	3,424	3,953	4,457
同比(%)	9.9%	0.5%	10.4%	15.4%	12.8%
毛利率(%)	15.9%	16.0%	15.3%	15.8%	16.3%
ROE%	11.8%	10.8%	11.1%	11.7%	12.1%
EPS(摊薄)(元)	1.10	1.11	1.23	1.41	1.60
P/E	12.88	12.81	11.61	10.05	8.92
P/B	1.53	1.39	1.29	1.18	1.08
EV/EBITDA	7.75	7.99	7.76	6.37	5.53

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	39,544	40,727	41,242	46,685	49,092
营业成本	33,261	34,205	34,926	39,288	41,094
营业税金及附加	220	206	207	243	250
销售费用	154	177	165	187	196
管理费用	957	985	990	1,027	1,080
研发费用	929	762	660	724	761
财务费用	760	716	611	847	774
减值损失合计	-67	-9	0	0	0
投资净收益	21	34	41	47	49
其他	79	-88	95	93	98
营业利润	3,296	3,613	3,819	4,510	5,083
营业外收支	23	-31	0	0	0
利润总额	3,320	3,582	3,819	4,510	5,083
所得税	219	471	382	541	610
净利润	3,101	3,111	3,437	3,969	4,473
少数股东损益	15	10	13	15	16
归属母公司净利润	3,086	3,101	3,424	3,953	4,457
EBITDA	6,253	6,855	7,273	8,660	9,551
EPS(当年)(元)	1.10	1.11	1.23	1.41	1.60

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	6,617	8,500	6,366	7,661	8,792
净利润	3,101	3,111	3,437	3,969	4,473
折旧摊销	2,183	2,388	2,843	3,304	3,694
财务费用	607	531	676	751	683
投资损失	-21	-34	-41	-47	-49
营运资金变动	728	2,255	-562	-315	-10
其它	19	249	14	0	0
投资活动现金流	-4,769	-5,550	-7,919	-4,453	-4,451
资本支出	-4,736	-5,557	-8,000	-4,500	-4,500
长期投资	-33	-2	0	0	0
其他	0	9	81	47	49
筹资活动现金流	-1,846	-2,580	1,007	-2,937	-4,021
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	-28	-1,938	4,000	-1,000	-2,000
支付利息或股息	-1,154	-1,367	-1,703	-1,937	-2,021
现金流净增加额	6	369	-547	271	320

研究团队简介

姜文锬，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年左右消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。