

太阳纸业(002078)

报告日期: 2025 年 11 月 06 日

底部夯实, 25Q4 预期改善

——太阳纸业点评报告

投资要点

□ 基本事件

2025Q3 公司收入 98.23 亿元, 同比-6.01%, 环比+6.6%, 归母净利润 7.2 亿元, 同比+2.7%, 环比-19.5%, 扣非利润 7.07 亿元, 同比-8.6%, 环比-19.7%。

□ 25Q3 浆纸下行拖累, 盈利能力筑底

细分纸种看:

(1) 文化纸: 25Q3 需求承压, 纸浆价格下降叠加晨鸣复产&玖龙投产, 行业供需格局恶化, 文化纸跟随调整, 25Q3 双胶纸均价 4944 元/吨, 环比下降 5.7%, 同比下降 9.2%, 展望 Q4, 近期公司发布提价函, 考虑行业进入旺季叠加纸浆价格筑底开始提升, 看好 Q4 提价落地。

(2) 溶解浆: 兖州 20 万吨溶解浆产线于 2024 年 10 月停产并搬迁至北海, 搬迁期间无法生产, 影响利润。25 年 5 月公司完成溶解浆生产线的搬迁和升级改造工作, 6 月公司溶解浆已经稳定运行, 虽广西生产成本具优势, 但 Q3 需求压力下溶解浆价格下降明显, 25Q3 溶解浆均价 6517 元/吨, 同比-16.8%, 环比-8.5%, 预计对盈利能力产生影响, 展望 Q4 纸浆价格提涨预计溶解浆将筑底, 叠加领用成本降低, 盈利预期改善。

(3) 箱板纸: 25Q3 箱板 3502 元/吨 (环比-0.5%)、瓦楞 2644 元/吨 (环比+3.7%); 原材料方面国废 1555 元/吨 (环比+7.1%), 综合 Q3 箱板纸盈利仍有压力, 近期行业涨价函频发, 盈利能力有望修复。

□ 周期底部盈利能力稳健, 林浆纸一体化优势突出

25Q3 毛利率 14.07%, 同比+0.1pct, 环比-3.2pct, 周期底部维持稳定, 期间费用率 5.6%, 同比+0.01pct, 其中管理与研发费用率 4.2%, 同比+0.2pct, 财务费用率 0.91%, 同比-0.25pct, 费用控制良好。

□ 优化浆纸产业链布局, 林浆纸一体化熨平周期波动

新增产能方面, 南宁二期包装用纸 (PM11/PM12), 南宁二期 40 万吨特种纸配套 35 万吨化学浆及 15 万吨机械浆、南宁 30 万吨生活用纸二期工程均在加紧建设中, 这些项目预计都将在 25Q3-Q4 进入试产阶段, 其中化学浆生产线已经在 9 月 27 日投产, 预计将为 Q4 贡献增量, 此外随着公司老挝林地建设加速, 木片自给率提升、深化原料配套壁垒, 周期波动中盈利确定性更强。

□ 盈利预测与估值

公司为多元化纸种、林浆纸一体化领先的造纸龙头, 老挝基地木片资源壁垒深厚。预计 25-27 年分别营收 429.4/490.8/520.1 亿元, 同比分别+5%/+14%/+6%; 归母净利润 34.0/38.9/43.9 亿元, 同比+9%/+15%/+13%, 对应 PE 分别为 12X/10X/9X, 维持“买入”评级。

□ 风险提示

下游景气度波动, 原材料价格大幅波动, 主要产品价格大幅下降。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 史凡可

执业证书号: S1230520080008

shifanke@stocke.com.cn

分析师: 曾伟

执业证书号: S1230524090011

zengwei@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 14.35
总市值(百万元)	40,101.58
总股本(百万股)	2,794.54

股票走势图



相关报告

- 《林浆纸一体化优势显著, 期待旺季向上》2025.09.05
- 《24A 业绩符合预期, 看好 25 年利润稳增》2025.04.11
- 《24Q4 经营稳健, 25Q1 环比有望改善》2025.02.28

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	40,727	42,938	49,084	52,007
(+/-) (%)	2.99%	5.43%	14.31%	5.96%
归母净利润	3,101	3,395	3,891	4,386
(+/-) (%)	0.50%	9.47%	14.62%	12.72%
每股收益(元)	1.11	1.21	1.39	1.57
P/E	12.93	11.81	10.31	9.14

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,762	16,581	20,599	23,033
现金	3,234	6,923	9,245	10,986
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	2,419	3,363	4,529	4,455
其它应收款	68	91	91	98
预付账款	501	622	675	700
存货	4,752	5,278	5,704	6,388
其他	1,788	305	355	405
非流动资产	39,864	39,122	39,891	39,709
金融资产类	134	134	134	134
长期投资	304	325	347	371
固定资产	33,101	32,325	33,021	33,283
无形资产	2,068	2,332	2,521	2,733
在建工程	3,466	3,225	3,102	2,434
其他	793	781	766	754
资产总计	52,626	55,702	60,490	62,742
流动负债	16,986	16,655	17,536	15,386
短期借款	6,417	5,541	4,664	3,526
应付款项	4,853	5,409	6,872	5,681
预收账款	0	0	0	0
其他	5,715	5,705	6,000	6,179
非流动负债	6,914	6,914	6,914	6,914
长期借款	6,426	6,426	6,426	6,426
其他	487	487	487	487
负债合计	23,899	23,568	24,449	22,300
少数股东权益	113	125	141	156
归属母公司股东权益	28,614	32,009	35,900	40,286
负债和股东权益	52,626	55,702	60,490	62,742

现金流量表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	8500	6675	7268	6032
净利润	3111	3407	3906	4402
折旧摊销	2388	2507	2980	3031
财务费用	531	299	255	205
投资损失	(34)	(28)	(33)	(37)
营运资金变动	2255	415	62	(1704)
其它	249	74	98	136
投资活动现金流	(5550)	(1811)	(3814)	(2948)
资本支出	(5557)	(1808)	(3817)	(2957)
长期投资	(2)	(30)	(30)	(28)
其他	9	28	33	37
筹资活动现金流	(2580)	(1175)	(1131)	(1343)
短期借款	(1662)	(876)	(876)	(1138)
长期借款	(276)	0	0	0
其他	(642)	(299)	(255)	(205)
现金净增加额	369	3689	2323	1741

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	40727	42938	49084	52007
营业成本	34205	36108	41185	43534
营业税金及附加	206	216	256	265
营业费用	177	193	208	227
管理费用	985	1073	1227	1300
研发费用	762	885	1031	1092
财务费用	716	702	836	612
资产减值损失	(9)	(11)	(5)	(5)
公允价值变动损益	(1)	0	0	0
投资净收益	34	28	33	37
其他经营收益	95	43	49	52
营业利润	3613	3757	4325	4930
营业外收支	(31)	0	0	0
利润总额	3582	3757	4325	4930
所得税	471	350	419	528
净利润	3111	3407	3906	4402
少数股东损益	10	12	15	16
归属母公司净利润	3101	3395	3891	4386
EBITDA	6855	7012	8206	8672
EPS (最新摊薄)	1.11	1.21	1.39	1.57

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	2.99%	5.43%	14.31%	5.96%
营业利润	9.59%	3.99%	15.13%	13.98%
归属母公司净利润	0.50%	9.47%	14.62%	12.72%
获利能力				
毛利率	16.01%	15.91%	16.09%	16.29%
净利率	7.61%	7.91%	7.93%	8.43%
ROE	10.84%	10.61%	10.84%	10.89%
ROIC	8.59%	8.57%	9.31%	9.33%
偿债能力				
资产负债率	45.41%	42.31%	40.42%	35.54%
净负债比率	45.95%	26.87%	15.09%	6.32%
流动比率	0.75	1.00	1.17	1.50
速动比率	0.43	0.62	0.79	1.01
营运能力				
总资产周转率	0.79	0.79	0.84	0.84
应收账款周转率	20.32	24.00	25.17	23.23
应付账款周转率	8.32	8.34	8.24	8.30
每股指标(元)				
每股收益	1.11	1.21	1.39	1.57
每股经营现金	3.04	2.39	2.60	2.16
每股净资产	10.24	11.45	12.85	14.42
估值比率				
P/E	12.93	11.81	10.31	9.14
P/B	1.40	1.25	1.12	1.00
EV/EBITDA	7.99	6.66	5.30	4.68

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>