



太阳纸业 (002078.SZ)

买入 (维持评级)

公司深度研究

证券研究报告

深入布局林浆纸一体化，成长节奏明确可兑现

确可兑现

投资逻辑

公司林浆纸一体化布局卓有成效，盈利表现穿越行业周期。公司核心优势源于林浆纸一体化+三大基地协同的成本护城河、产品/原料/工艺三重差异化与精细化运营控费，叠加产能与市场节奏精准把控，保持行业领先的盈利能力。2015-2024 年，公司平均 ROE 为 14.96%，单吨纸浆净利润为 437 元/吨，保持行业领先水平。公司把握行业走势能力出众，吨纸投资额较低，进一步强化较友商的折旧成本优势。

纸浆供需格局有望好转，刺激纸价进入温和修复区间。国内纸浆投产已近尾声+海外新增浆产能有限，浆价有望持续修复，构成纸价上行的成本支撑。文化纸下游需求未有明显提升，且双胶纸仍有一定新增产能投放，预计后续供需矛盾短期内仍难有实质性缓解，纸企盈利关键在于上游深度布局林浆纸一体化、自制纸浆以增厚盈利空间。箱板瓦楞纸未来需求增长集中在对进口纸的替代+限塑令下环保纸包装需求增加上，头部纸企未来新增产能已较少，下游需求支撑作用明显，供需关系持续改善下纸价有望稳步上行。

前期规划产能持续落地，未来业绩增长已有较高确定性。25-27 年，公司将有 170 万吨包装纸、47 万吨文化纸落地投产。且公司自制浆保证原料供给，签订协议新产能优先供给核心客户，新产能投产无明显的亏损爬坡期，在纸浆价格有望进入温和修复区间的背景下，公司业绩增长已具备较高的确定性。

自制浆集中投产保障高盈利，老挝林木建设贡献长期成本节约空间。25-27 年，公司将有 110 万吨自制浆集中投产，进一步强化公司浆纸一体化优势，保证公司短期内盈利能力稳步提升。且公司自备热电保持 300 元/吨能源成本优势，热电联产审批趋严下优势更为凸显。公司老挝基地林木以每年 1 万公顷的新增面积稳步推进，木片价格较国内存在显著优势，长期看成本节约空间充足。

盈利预测、估值和评级

预计 2025-2027 年公司营业收入 471.22/473.10/516.25 亿元，同比+2.45%/+13.39%/+9.12%，归母净利润 33.60/38.67/45.24 亿元，同比+8.34%/+15.11%/+16.97%。考虑公司未来产能投放及林木建设已具备较高的确定性，给予公司 2027 年 13XPE，对应目标价为 21.04 元。

风险提示

原材料价格波动；下游需求恢复不及预期；新增产能投放过于密集

研究管理组

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 16.37 元

目标价 (人民币): 21.04 元

相关报告:

1.《太阳纸业点评：Q3 纸价下行致盈利走弱，期待后续盈利能力回升》，2025.10.29

2.《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	41,722	47,310	51,625
营业收入增长率	-0.56%	2.99%	2.45%	13.39%	9.12%
归母净利润(百万元)	3,086	3,101	3,360	3,867	4,524
归母净利润增长率	9.86%	0.50%	8.34%	15.11%	16.97%
摊薄每股收益(元)	1.10	1.11	1.20	1.38	1.62
每股经营性现金流净额	2.34	3.03	1.99	2.52	2.85
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.84%	10.84%	11.24%	12.30%	13.61%
P/E	11.02	13.40	13.10	11.38	9.73
P/B	1.31	1.45	1.47	1.40	1.32

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、穿越周期的造纸龙头，卓越盈利能力行业突出	4
二、纸浆供需格局有所好转，纸价有望进入温和修复区间	5
2.1 国内纸浆投产已近尾声+海外新增浆产能有限，浆价有望持续修复	5
2.2 箱板瓦楞纸：下游需求有保障，供需关系趋向合理推动纸价修复	7
2.3 文化纸：短期供需压力难有实质缓解，盈利关键在于林浆纸一体化	11
三、深入布局林浆纸一体化，盈利改善空间充足	14
3.1 自备热电保证低能源成本，可保持长期竞争壁垒	14
3.2 前期规划产能持续落地，未来业绩增长已有较高确定性	15
3.3 持续推进老挝林地建设，长期成本节约空间充足	17
四、盈利预测和估值	19
五、风险提示	20

图表目录

图表 1： 公司营业收入保持稳健增长	4
图表 2： 公司归母净利润保持稳健增长	4
图表 3： 公司营收以文化纸和包装纸为主	4
图表 4： 上游纸浆企业毛利率显著高于下游造纸企业	4
图表 5： 多年来公司 ROE 保持行业领先	5
图表 6： 公司吨净利保持行业领先（单位：元/吨）	5
图表 7： 公司成品纸保持较高产能利用率	5
图表 8： 国内针叶浆和阔叶浆价格变动	6
图表 9： 2025 年国内进口纸浆规模攀升（单位：万吨）	6
图表 10： 2025H2 以来国际浆厂持续减少浆供给	6
图表 11： suzano 制浆成本明显上升	7
图表 12： arauco 和 suzano 毛利率持续下滑	7
图表 13： 国内箱板瓦楞纸价格变动	7
图表 14： 2025 年全国饮料/烟酒/粮油食品/服装鞋帽针纺社零分别+1.0%/+2.7%/+9.3%/+3.2%	8
图表 15： 2025 年全国化妆品/日用品/家电/药品社零分别+5.1%/+6.3%/+11.0%/+1.8%	8
图表 16： 25 年前 11 月箱板纸消费量+0.4%至 3264 万吨	8
图表 17： 25 年前 11 月瓦楞纸消费量+5.6%至 2370 万吨	8
图表 18： 箱板瓦楞纸单吨毛利有所承压	8
图表 19： 箱板瓦楞纸开工保持较高景气度	8



图表 20:	25H2 以来国内废纸价格涨幅明显	9
图表 21:	25 年前 11 月国内箱板纸/瓦楞纸进口分别-19.94%/-17.86%至 407/202 万吨	10
图表 22:	头部纸企未来箱板瓦楞纸新增产能已较少	11
图表 23:	国内双胶铜板纸价格变动	11
图表 24:	全国在校生人数已呈下滑态势	12
图表 25:	全国教辅资料产量变动	12
图表 26:	2025 年前 11 月双胶纸/铜版纸消费量同比-1.6%/-5.3%至 885/350 万吨	13
图表 27:	文化纸开工率不断走低	13
图表 28:	文化纸吨毛利承压明显	13
图表 29:	双胶纸行业 CR4 为 45%	14
图表 30:	铜版纸行业 CR4 为 94%	14
图表 31:	双胶纸产能投放统计	14
图表 32:	公司保持 300 元/吨左右的能源成本优势	15
图表 33:	公司电及蒸汽业务营收变动	15
图表 34:	公司电及蒸汽业务保持较高毛利率	15
图表 35:	2021 年以来公司资本开支节奏明显放缓	16
图表 36:	公司主要产品产能变动情况	16
图表 37:	公司广西木片较山东采购价格更低	16
图表 38:	近年来公司自制浆成本较外采浆存在 1000 元/吨的成本优势	16
图表 39:	公司未来新增产能投放统计	17
图表 40:	进口木片均价维持高位运行	17
图表 41:	老挝森林覆盖率远高于其他木材出口大国	18
图表 42:	老挝木材出口金额快速增长	18
图表 43:	公司已与老挝居民形成成熟的合作模式	18
图表 44:	公司营业收入拆分	19
图表 45:	可比公司估值	20



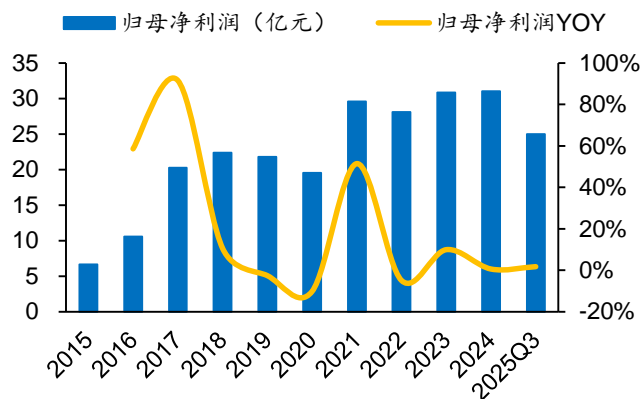
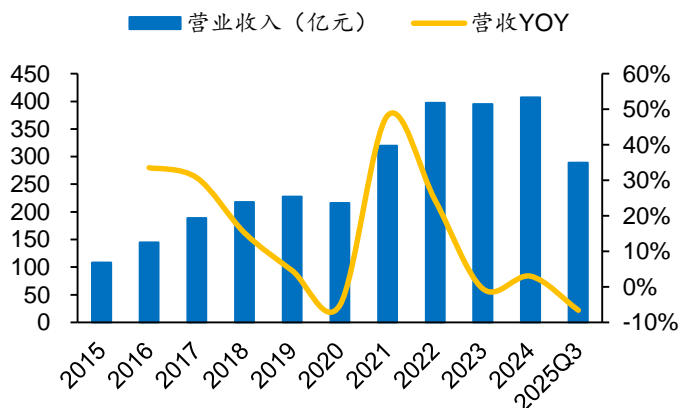
一、穿越周期的造纸龙头，卓越盈利能力行业突出

公司成立于 1982 年，2006 年上市，2008 年启动老挝林浆纸一体化项目，开启国际化战略，2012 年制定四三三中长期战略，即纸产品、生物质新材料与快消品各占 40%/30%/30% 的利润格局。2015-2024 年，公司营收/规模净利润 CAGR 为 12.20%/12.71%，多年来保持稳健的增长速度。

产品多元化，三大基地南北呼应、内外联动。公司产品包括文化纸、包装纸、特种纸与各类浆产品等，其中溶解浆全部外售、其他浆种自用为主三大生产基地布局形成攻守兼备的能力，山东、广西基地服务北方、南方市场，老挝基地定位为原料基地。截止 2024 年底，公司拥有浆产能近 500 万吨、纸产能超 700 万吨，合计浆纸产能超 1200 万吨。

图表1：公司营业收入保持稳健增长

图表2：公司归母净利润保持稳健增长



来源：公司公告，国金证券研究所

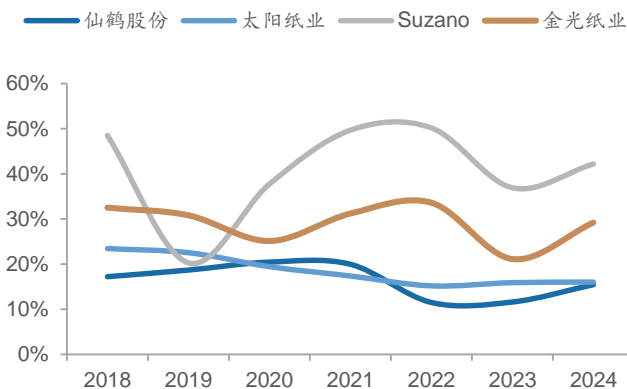
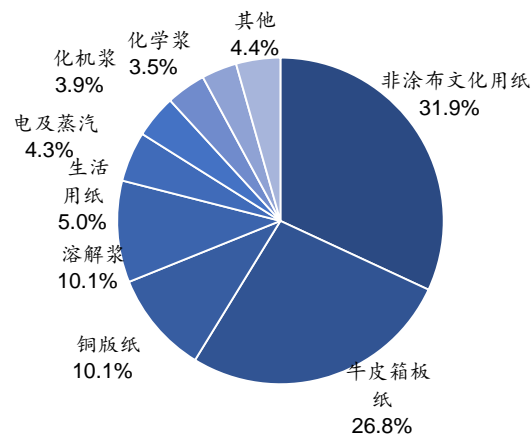
来源：公司公告，国金证券研究所

造纸行业原材料成本占比高，上游纸浆成本管控是关键。公司的原材料占成本比重常年保持在 80% 以上，纸浆价格很大程度上决定纸企成本高低，进而影响纸价和企业盈利空间，上游纸浆企业在产业链中具备强话语权，纸浆企业的毛利显著高于造纸企业，且对下游价格传导能力更强。2024 年阔叶浆龙头 Suzano 的毛利率为 42.19%，显著高于中下游造纸龙头企业。

公司核心优势源于“林浆纸一体化+三大基地协同”的成本护城河、产品/原料/工艺三重差异化、精细化运营控费与财务稳健性，叠加产能与市场节奏精准把控，保持行业领先的盈利能力。未来公司盈利能力有望持续提升：1) 优先落地高毛利产线，且均配套自制浆，投产即盈利，无亏损爬坡期。2) 110 万吨自制浆投产，浆自给率进一步提升，林浆纸一体化优势不断凸显。3) 27 年之后老挝基地林木进入密集采伐期，长期成本节约空间巨大。

图表3：公司营收以文化纸和包装纸为主

图表4：上游纸浆企业毛利率显著高于下游造纸企业

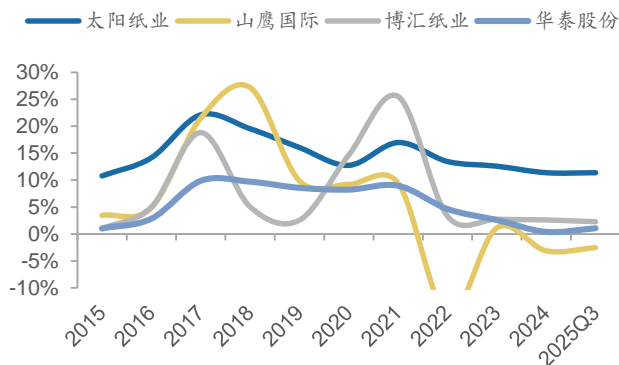


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所

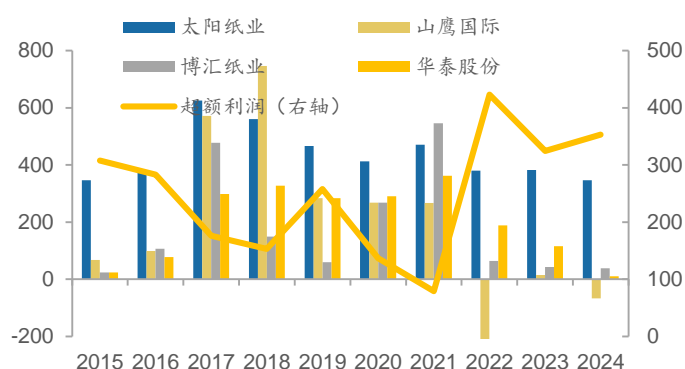


图表5：多年来公司 ROE 保持行业领先



来源：公司财报，国金证券研究所

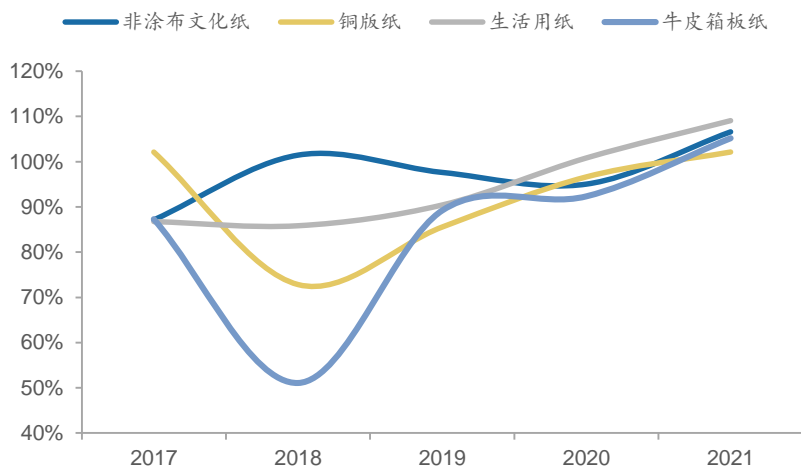
图表6：公司吨净利保持行业领先（单位：元/吨）



来源：各公司公告，国金证券研究所

公司单吨纸折旧更低，核心源于单吨投资额显著低于同行、产能利用率持续高位，叠加一体化协同与折旧政策优化，形成一定的折旧优势。公司在行业景气度底部逆周期投资以低价采购纸机，较同业公司吨纸投资额处于较低水平。公司林浆纸一体化和热电联产协同，山东/广西/老挝基地配套自制浆及发电，避免重复投资。截至 2024 年底，公司浆纸总产能超 1200 万吨，其中自制浆产能约 500 万吨，一体化保障原料稳定供应，成品纸产能利用率保持在 90% 以上，显著压低单吨折旧成本。

图表7：公司成品纸保持较高产能利用率



来源：公司公告，国金证券研究所

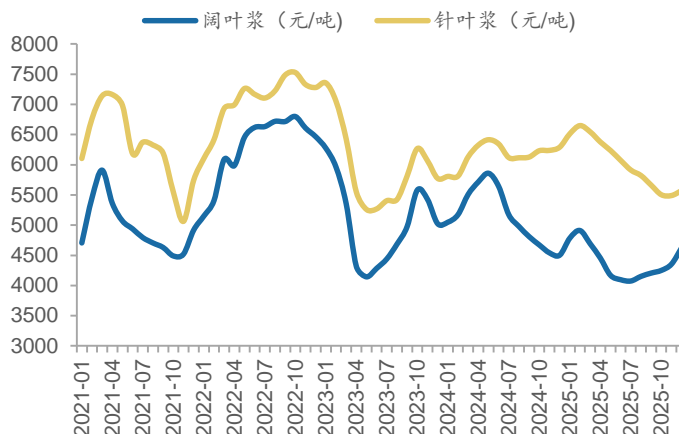
二、纸浆供需格局有所好转，纸价有望进入温和修复区间

2.1 国内纸浆投产已近尾声+海外新增浆产能有限，浆价有望持续修复

新增纸浆产能密集投产，港口库存维持高位，2025 年以来浆价持续下跌。近年来，国内头部纸企为摆脱对外部原料的依赖、及时填补“禁废令”后废纸回收渠道关闭带来的纸浆供应缺口，纷纷向上游纸浆环节延伸、推进“林浆纸一体化”布局，使得国内纸浆产能和进口纸浆规模持续攀升。截止 2025 年底，国内纸浆设计产能为 3605 万吨，较 2021 年增长 67.67%，2021-2025 年 CAGR 为 13.79%，整体保持较快的扩张速度，且产能扩张速度显著快于下游成品纸生产速度，导致国内纸浆产能利用率较低。且受资源禀赋、供需匹配度、成本与品质等多重因素制约，目前国内仍需大量进口纸浆。2025 年前 11 月，国内阔叶浆/针叶浆进口量分别为 1559/785 万吨，同比分别+12.23%/+3.34%。国内纸浆新增产能密集投产，且进口纸浆规模不断攀升，国内纸浆库存持续保持较高水平。截止 2025 年 12 月底，国内主流港口纸浆库存水平为 190.6 万吨，较 2024 年的 182.9 万吨呈累库态势。纸浆整体供给仍过剩，导致 2025 年以来浆价持续下跌。2025 年 12 月，国内阔叶浆/针叶浆均价分别为 4626/5572 元/吨，2025 年均价分别为 4397/6029 元/吨，较 2024 年均价分别-738/-134 元/吨，纸浆价格承压较明显。

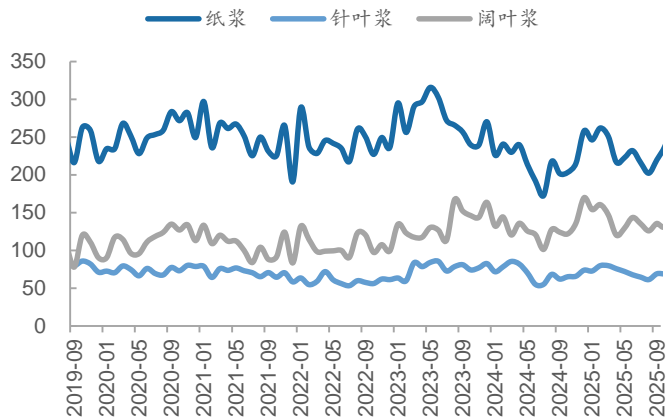


图表8：国内针叶浆和阔叶浆价格变动



来源：隆众资讯，国金证券研究所

图表9：2025 年国内进口纸浆规模攀升（单位：万吨）



来源：隆众资讯，国金证券研究所

短期看上游浆厂盈利压力较大，停机减产下供给或持续偏紧，刺激浆价有望进入温和修复区间。2024 年以来包括 SUZANO 等国际巨头在内的纸浆新增产能集中投产，国际纸浆市场整体呈现供大于求的竞争格局，使得浆价持续下跌。2025 年 12 月，外盘阔叶浆报价为 570 美元/吨，较 2024 年 1 月的 650 美元/吨下降 80 美元/吨。受浆价下行影响，SUZANO 盈利表现持续承压，25Q3 毛利率为 30.44%，同比下降 13.77%。盈利承压下，国际浆厂提升纸浆报价的意愿迫切。2025 年年中以来，包括 SUZANO、APP 等在内的多家浆厂宣布延长停机检修计划、关停产线以减少浆供给。展望后续，2025-2027 年，全球新增阔叶浆投产计划较少，全球纸浆供应有望持续收紧，带动浆价进入持续温和修复区间。

图表10：2025H2 以来国际浆厂持续减少浆供给

	企业	提价减产措施
阔叶浆	SUZANO	8 月 6 日宣布未来 12 个月内商品浆产量削减 3.5%，减产量约 40-50 万吨，占全球阔叶木浆年需求量的 1%左右，以此改善市场供需和自身盈利状况。
	Bracell	计划 9-11 月将一条阔叶浆产线转产溶解浆 70 天，预计减少 30 万吨阔叶浆产量
	APP	7 月 31 日宣布调涨阔叶浆报盘 20 美元/吨
针叶浆	芬林集团	旗下年产 69 万吨的 Joutseno 工厂 6 月起就已停产，12 月 8 日正式复产，但集团同时为该厂 2026 年的重大生产削减做准备。年产 65 万吨的 Rauma 浆厂于 12 月 15 日启动为期约一个月的临时停产，计划 2026 年 1 月 7 日逐步恢复生产。
	UPM	延长了年产 70 万吨的 Kaukas 工厂第三季度维护期，虽未直接关停，但检修期延长直接减少同期针叶浆的产出量
	Domtar	12 月 2 日宣布永久关闭加拿大不列颠哥伦比亚省的 Crofton 纸厂，该厂年产 38 万吨狮牌漂白针叶浆

来源：隆众资讯，卓创造纸，国金证券研究所

长期看海外制浆成本上升、新增纸浆规模有限，国内纸厂自制浆产能投放已近尾声，未来浆价有望进入温和修复区间。

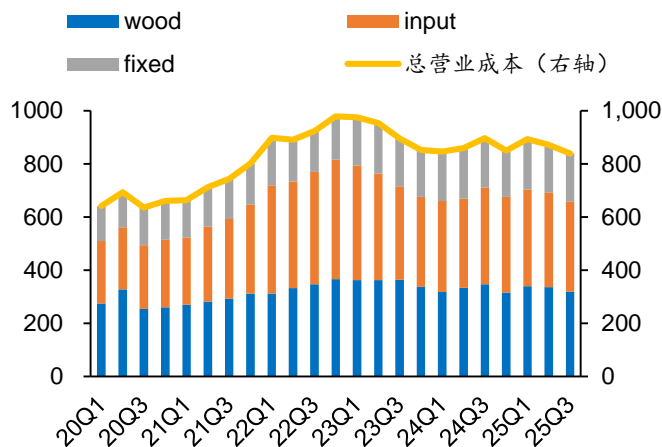
2023-2025 年是国内纸厂自制浆集中投放期，玖龙、华泰、太阳等龙头完成核心配套，2024-2025 年国内化学浆/化机浆新增产能较多，而 2026-2027 年国内主流纸厂已暂缓新增浆线，仅太阳纸业和玖龙纸业有少数项目推进，且均为高端配套，无大规模低效扩产，自制浆产能投放基本收尾。

2023-2024 年是海外阔叶浆供给高峰，2025-2026 年全球无明确大型阔叶浆项目投产。Arauco 等项目投产预计延至 2028 年，且投产仍存一定不确定性，短期供给缺口难补。欧洲、北美部分高成本阔叶浆产能因盈利压力逐步退出，进一步收紧供给。全球木材供需缺口逐步扩大，制浆成本增加带动浆价上行。巴西、智利环保审批趋严，林地扩张放缓，桉木价格上涨幅度已超过浆价上涨幅度。浆厂毛利率受压，叠加行业集中度高，龙头企业具备协同挺价与减产能力，加速价格向成本线回归。制浆成本持续上升背景下，中长期来看

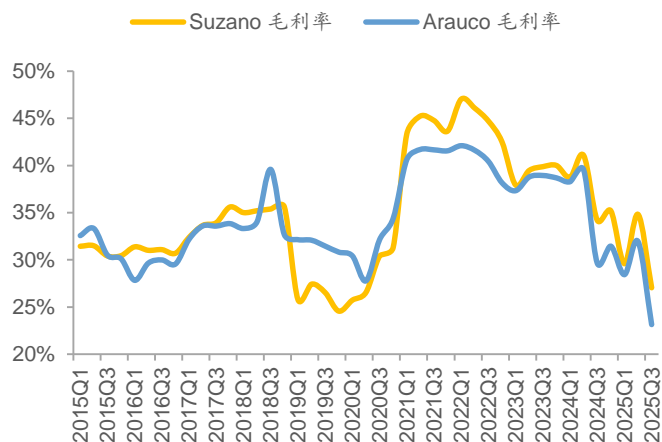


浆价上涨逻辑顺畅。

图表11: suzano 制浆成本明显上升



图表12: arauco 和 suzano 毛利率持续下滑



来源: suzano 财报, 国金证券研究所

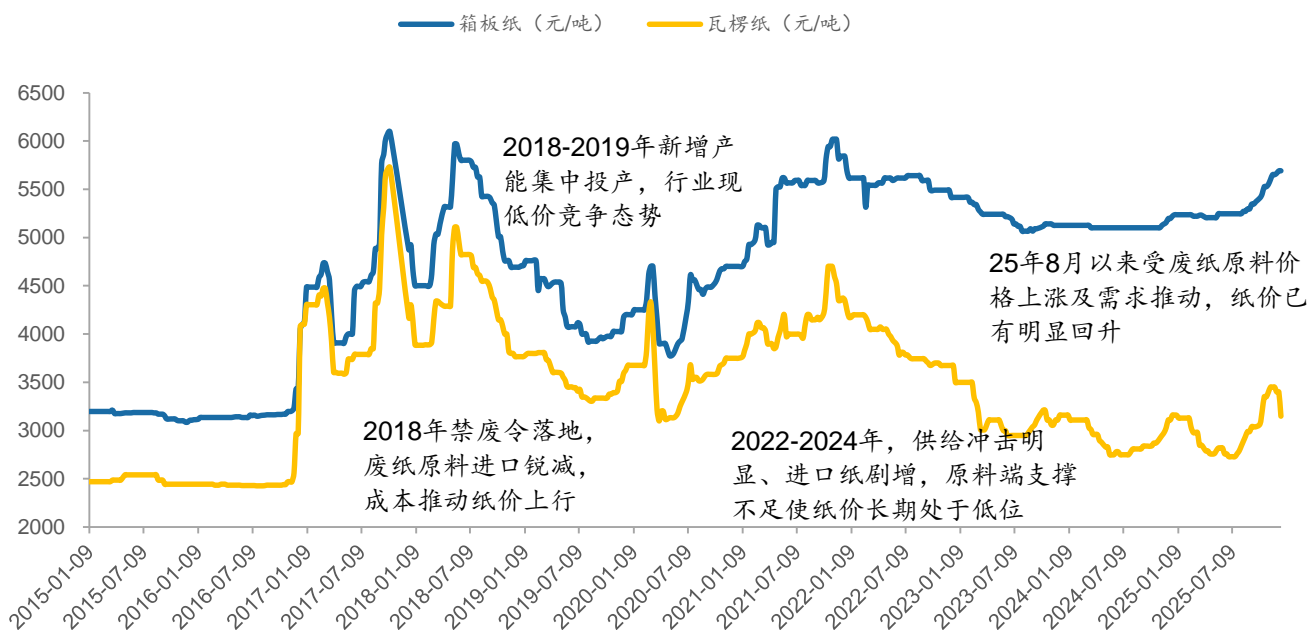
来源: suzano 财报, arauco 财报, 国金证券研究所

2.2 箱板瓦楞纸: 下游需求有保障, 供需关系趋向合理推动纸价修复

新增产能投放与进口纸冲击, 是 2022 年以来包装纸价下跌的主因。2023-2025 年, 新增产能集中投放, 零关税使进口箱板瓦楞纸规模激增, 禁废令影响逐渐消散, 纸价从高点回退较多且持续保持低位震荡。25 年 8 月以来受废纸原料价格上涨及需求推动, 纸价已有明显回升。长期看, 包装纸下游需求仍有相当增量, 对纸价支撑作用明显。未来国内新增产能集中在中西部中小纸厂, 实际产能利用率有限。龙头企业除太阳外新增产能已较少, 行业供需关系趋向合理, 箱板瓦楞纸价有望持续修复。

包装纸下游消费需求恢复较好, Q3 以来纸价有明显回升。2025 年前 11 月, 箱板纸/瓦楞纸表观消费量同比分别+0.4%/+5.6%, 下游消费量稳步恢复对纸价支撑作用明显。截止 2025 年 12 月初, 箱板纸/瓦楞纸价格分别为 4250/3470 元/吨, 较 2024 年底分别+440/+420 元/吨。9 月以来逐渐进入包装纸传统消费旺季, 且多家纸企在盈利空间显著收窄的压力下连发涨价函, 12 月初箱板纸/瓦楞纸价较 8 月底分别+460/+670 元/吨, 提价效果较明显。

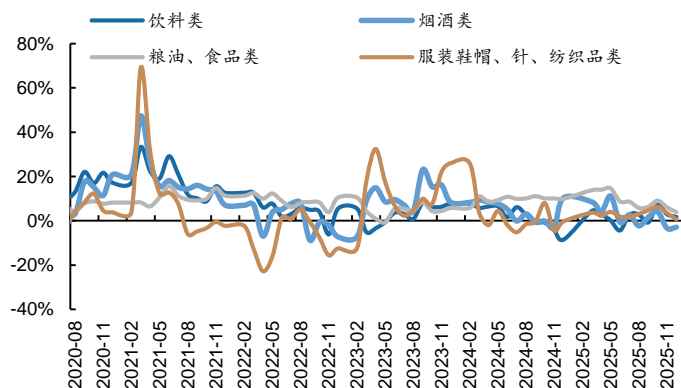
图表13: 国内箱板瓦楞纸价格变动



来源: ifind, 国金证券研究所

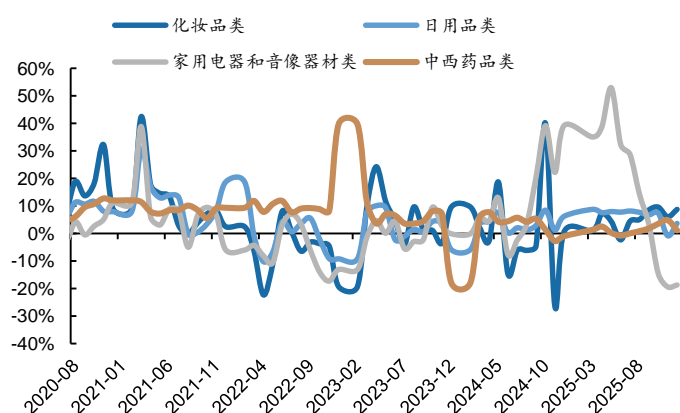


图表14：2025年全国饮料/烟酒/粮油食品/服装鞋帽针纺社零分别+1.0%/+2.7%/+9.3%/+3.2%



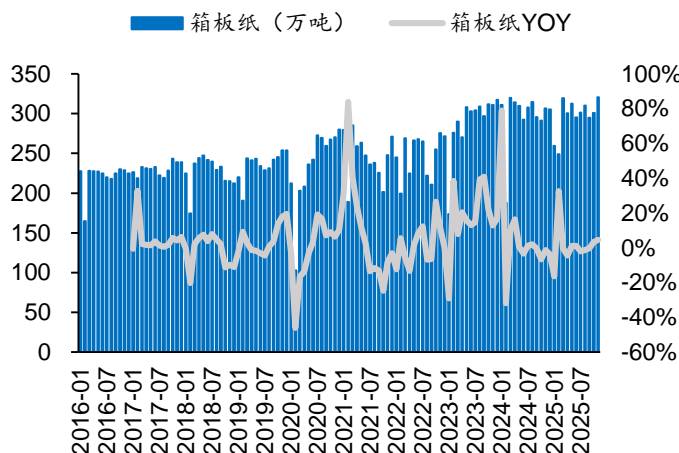
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表15：2025年全国化妆品/日用品/家电/药品社零分别+5.1%/+6.3%/+11.0%/+1.8%



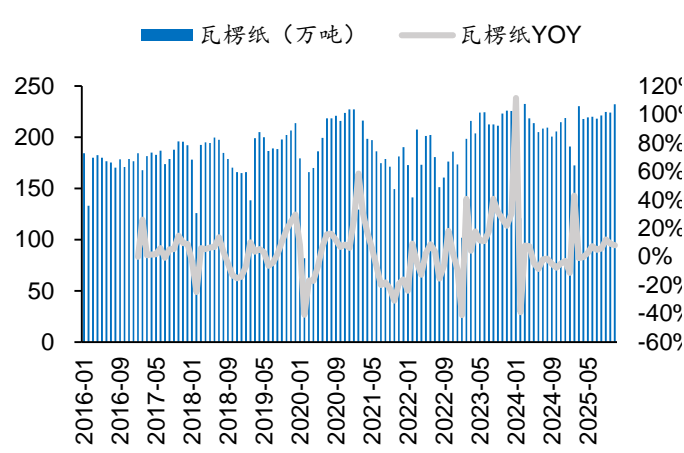
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表16：25年前11月箱板纸消费量+0.4%至3264万吨



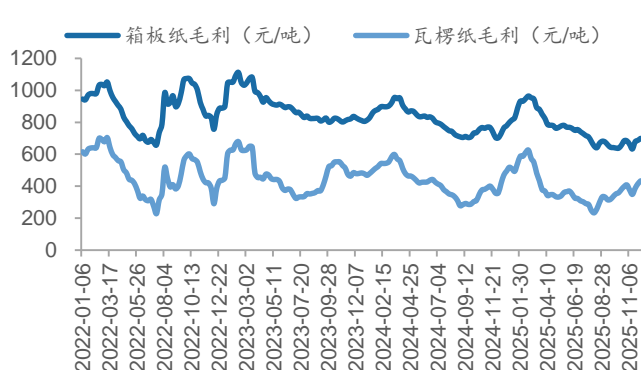
来源：隆众资讯，国金证券研究所

图表17：25年前11月瓦楞纸消费量+5.6%至2370万吨



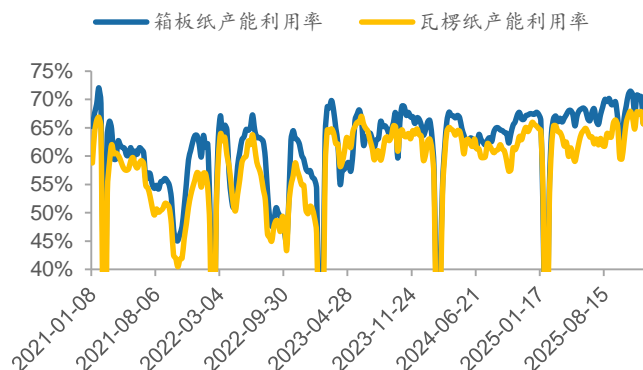
来源：隆众资讯，国金证券研究所

图表18：箱板瓦楞纸单吨毛利有所承压



来源：隆众资讯，国金证券研究所

图表19：箱板瓦楞纸开工保持较高景气度



来源：隆众资讯，国金证券研究所



环保趋严抬高废纸回收门槛，国废价格长期有望持续抬升。2021 年，我国全面禁止外废进口，废纸进口规模由 2020 年的 689 万吨锐减至 2021 年的 54 万吨，国废成为核心原料，直接造成供应缺口，倒逼纸厂抢收国废推高价格。在此影响下，头部纸企纷纷加强自制浆及配套浆纸产品布局，行业龙头获取稳定高品质原料的能力不断强化，禁止外废进口的影响逐渐消散。且 2021 年以来箱板瓦楞纸产能大幅扩张，供强需弱格局下箱板瓦楞纸毛利润不断下探，倒逼废纸原料价格持续走低。2025 年下半年以来废纸价格不断上涨，12/05 废纸价格为 2063 元/吨，较年内最低点 05/16 的 1500 元/吨上涨 563 元/吨。废纸价格快速上涨，主因 1) 国家反内卷倡议背景下，快递业提价使得废纸收购成本上升。2) 夏秋季主要废纸回收地区持续降雨，废纸回收效率受影响，短期供给受限。3) 10 月海关总署宣布加强进口再生浆监管，低质再生浆进口受阻，纸厂转向国废补缺口，叠加龙头限产稳价，废纸价格稳步提升。

长期看环保监管趋严提高废纸回收门槛，废纸价格中枢有望稳步抬升。环保监管趋严下，废纸回收企业在资质备案、强制安装环保设施、限制回收危险赃物等方面的监管要求更高，预计将进一步提高提高废纸回收行业准入门槛，预计将有相当规模的小型回收站点因无法达标退出市场。废纸回收供应主体减少会导致行业流通效率提升的同时，回收端的规模化成本也会传导至价格端。此外，环保标准持续趋严，回收企业的环保改造成本、废纸分拣的精细化成本均会增加，最终有望抬高度纸价格中枢稳步抬升。

图表20：25H2 以来国内废纸价格涨幅明显



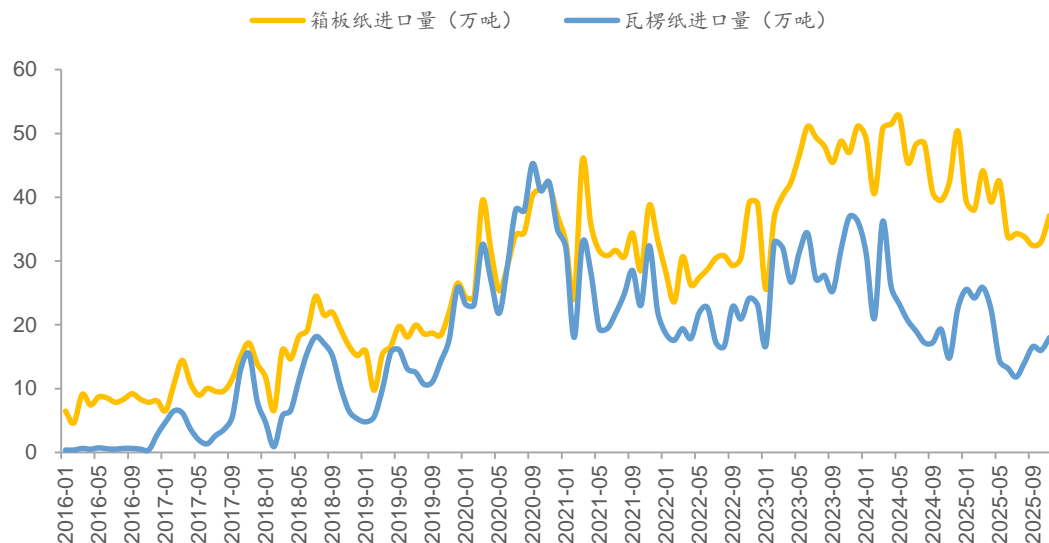
来源：隆众资讯，国金证券研究所

进口箱板瓦楞纸规模减少，零关税影响减弱，国产替代空间大。2020 年我国“禁废令”全面禁止外废进口后，国内箱板瓦楞纸因缺少优质原料供给而导致生产受限，难以满足正常消费需求。为此 2023 年开始，我国开始对进口箱板瓦楞纸实施零关税优惠政策，以刺激优质包装纸进口、满足国内消费需求。在此影响下，2017 年开始国内箱板瓦楞纸进口量大幅提升，2017-2024 年箱板瓦楞纸进口量由 211 万吨增长至 828 万吨，CAGR 为 21.58%，整体保持较快的增长速度。

2025 年开始国内进口箱板瓦楞纸规模已有所下降，25 年前 11 月箱板纸/瓦楞纸进口分别 -19.94%/-17.86%至 407/202 万吨，预计主因 1) 国内厂商不断开拓包括国废回收提质、原生木浆和再生纤维的原料新途径，对进口箱板瓦楞纸的需求紧迫性已有所退坡。2) 近年来国内包装纸市场因新增产能集中投放使得价格长期处于低位，海外纸厂向国内出口箱板瓦楞纸的利润空间被显著压缩。且近年来东南亚等地区对包装纸的需求急速提升，整体竞争格局和报价较国内市场更优，海外纸厂向国内出口的意愿相对减弱。预计后续随着国内纸厂不断完善国废回收体系、开发多样化产品以替代市场对进口箱板瓦楞纸的需求，进口规模将持续压缩。参照零关税政策以来进口箱板瓦楞纸占国内整体表观消费量的 15% 左右，后续国产箱板瓦楞纸对进口纸仍有较大替代空间，替代需求下有望拉动国内纸价进一步回升。



图表21：25年前11月国内箱板纸/瓦楞纸进口分别-19.94%/-17.86%至407/202万吨



来源：隆众资讯，国金证券研究所

国内限塑令下环保要求趋严，环保纸包装成为重要替代选项。相较传统的塑料包装产品，纸包装不会对环境造成污染，并且可以循环利用。因此在整治环境污染、达成“双碳”目标的背景下，以纸代塑的环保包装受政策支持愈发清晰明确。2020年，发改委、生态环境部等部委发布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，明确提出在塑料污染问题的电商、快递、外卖等新兴领域，推广使用纸袋等非塑料制品。《“十四五”塑料污染治理行动方案》提出，科学稳妥推广塑料替代产品，充分考虑纸制品等全生命周期资源环境影响。此外，包括美国、欧盟在内的国家和地区在塑料制品的可回收材料占比、推动使用替代品等方面已做出明确规划。长期看，在限塑禁塑趋势下，箱板瓦楞纸及白卡纸凭借在环保包装领域较好的适配性，有望大幅拓宽应用场景并打开需求增量空间。

长期看，头部纸企新增产能大幅减少，下游需求支撑作用明显，供需关系持续改善下纸价有望稳步上行。2023-2025年箱板瓦楞纸集中投产后，2026年仅太阳纸业70万吨高端包装纸计划释放，玖龙、山鹰、理文等龙头暂停或放缓箱板瓦楞纸扩产，行业进入产能投放收尾期。行业从“份额扩张”转为“利润优先”，新增产能以高端化、一体化配套为主，低水平重复建设基本终止，供给质量提升，长期供给弹性减弱。废纸价格因回收体系优化与需求增长，价格易涨难跌，构成纸价长期底部支撑。龙头控产+供给收缩→价格修复→覆盖成本增量，2025Q3起箱板瓦楞纸价格持续回升，正逐步验证成本倒逼下的挺价逻辑。



图表22：头部纸企未来箱板瓦楞纸新增产能已较少

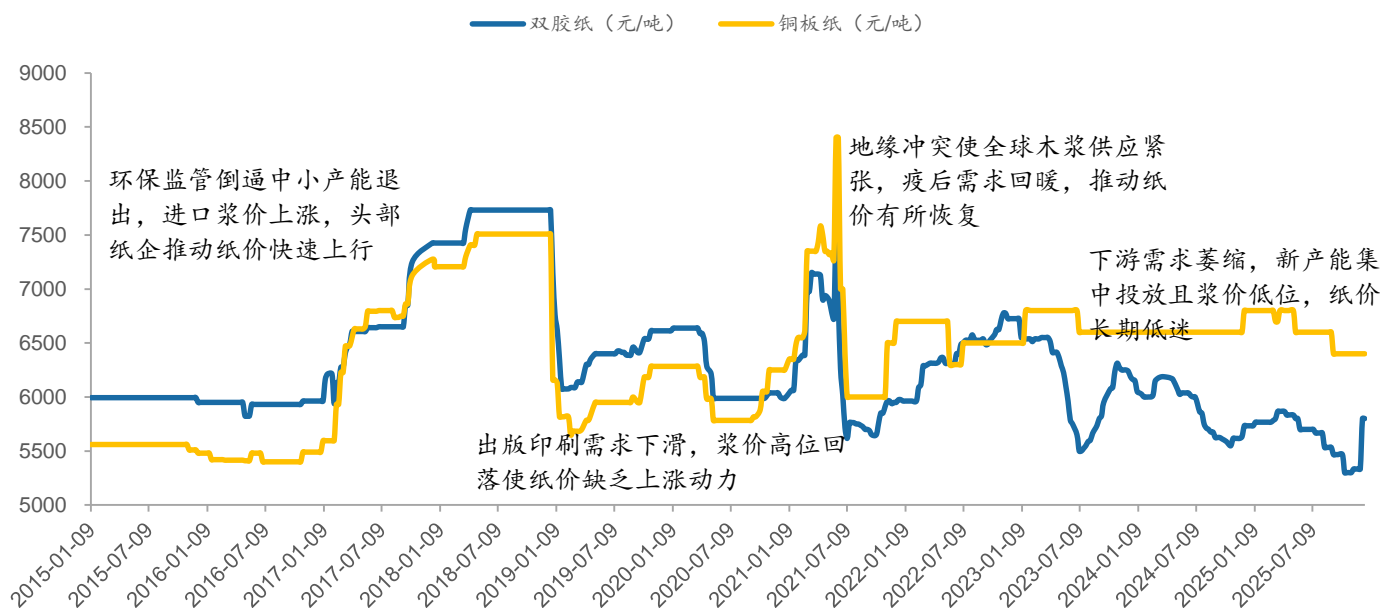
箱板纸投产统计			瓦楞纸投产统计		
	在建产能	总产能 (万吨)		在建产能	总产能 (万吨)
2021	—	4116	2021	—	3291
2022	—	4328	2022	—	3222
2023	—	4394	2023	—	3255
2024	—	4478	2024	—	3431
2025	—	4447	2025	—	3636
2026E	安徽林平循环40万吨	4782	2026E	鸿翔纸业25万吨	3736
	曜德纸业35万吨			鑫光新材料25万吨	
	鑫光新材料25万吨			金田纸业30万吨	
	誉凯实业35万吨			龙源纸业30万吨	
	森林造纸40万吨		2027E	建晖纸业30万吨	3837.7
	金田纸业30万吨			桥裕纸业11.7万吨	
	东方智慧能源40万吨			亨利实业30万吨	
	太阳纸业70万吨			正康实业30万吨	
2027E	惠宁纸业20万吨	5034.8	2028E	桥裕纸业11万吨	3889.7
	丰源中盛纸业40万吨			桥裕纸业11万吨	
	正康实业40万吨			林平循环发展30万吨	
	金田纸业30万吨				
	金田纸业60万吨				
	丰源中盛纸业50万吨				
	桥裕纸业32.8万吨				

来源：隆众资讯，国金证券研究所

2.3 文化纸：短期供需压力难有实质缓解，盈利关键在于林浆纸一体化

新增产能集中投产，浆价处于下行区间下文化纸盈利承压明显。2023-2025 年，国内双胶纸新增产能分别为 115/143/250 万吨，在下游出版印刷需求缓慢萎缩的背景下，双胶纸供需矛盾仍较突出。文化纸开工率持续走低。2020 年双胶纸开工率为 77.58%，而 2024 年一直下滑至 61.77%，2025 年 12 月以来开工率保持在 53% 左右，行业内存在大量闲置产能。2025 年 12 月以来，头部纸企如太阳、博汇、APP 等改善盈利空间意愿迫切，纷纷发布涨价函，双胶纸价已有一定回升。

图表23：国内双胶铜板纸价格变动



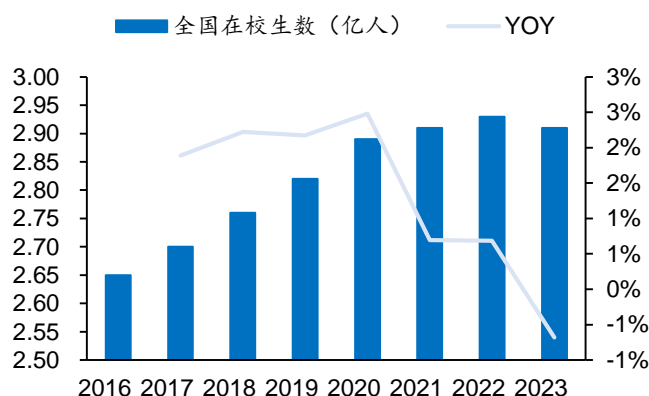


来源：ifind，国金证券研究所

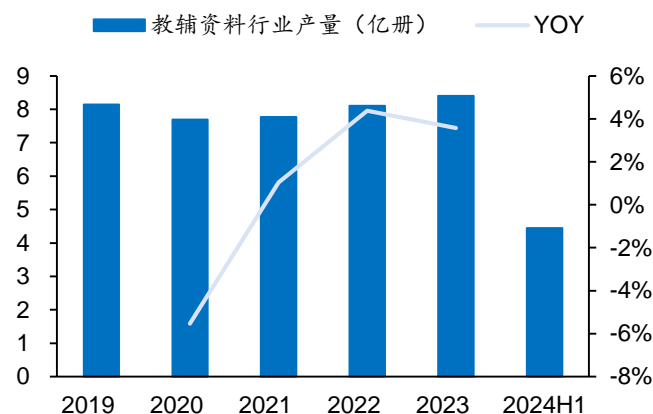
近年来新增产能集中投产，浆价处于下行区间下文化纸盈利承压明显。23/24/25 年，双胶纸吨毛利分别为+294/-135/-128 元/吨，铜版纸吨毛利分别为 160/138/197 元/吨。铜版纸盈利表现更优，主因近年来铜版纸已无新增产能，且行业集中度较双胶纸更高，整体议价能力更强。而近年来双胶纸仍有一定新增产能，在下游出版印刷需求缓慢萎缩的背景下，双胶纸供需矛盾仍较突出。盈利空间收窄直接导致文化纸开工率持续走低，行业内存在大量闲置产能。

文化纸以教辅教材为主要需求，存在明显季节波动。双胶纸主要应用于教材、杂志等印刷需求，铜版纸主要应用于各种广告宣传页、书刊封面和门店包装的印刷，主要的应用场景包括教材教辅、地产、会展、餐饮酒店等行业。受教辅教材招标节奏影响，双胶纸需求存在明显的季节波动特征，一般 3-5 月、9-12 月为传统需求旺季。近年来教辅教材采购量保持稳定、纸质出版物止跌企稳等支撑文化用纸需求保持刚性，而新生人口逐渐减少使得适龄儿童减少、电子媒体冲击、广告宣传无纸化等因素影响下，文化纸需求整体呈现缓慢下跌态势。

图表24：全国在校生人数已呈下滑态势



图表25：全国教辅资料产量变动



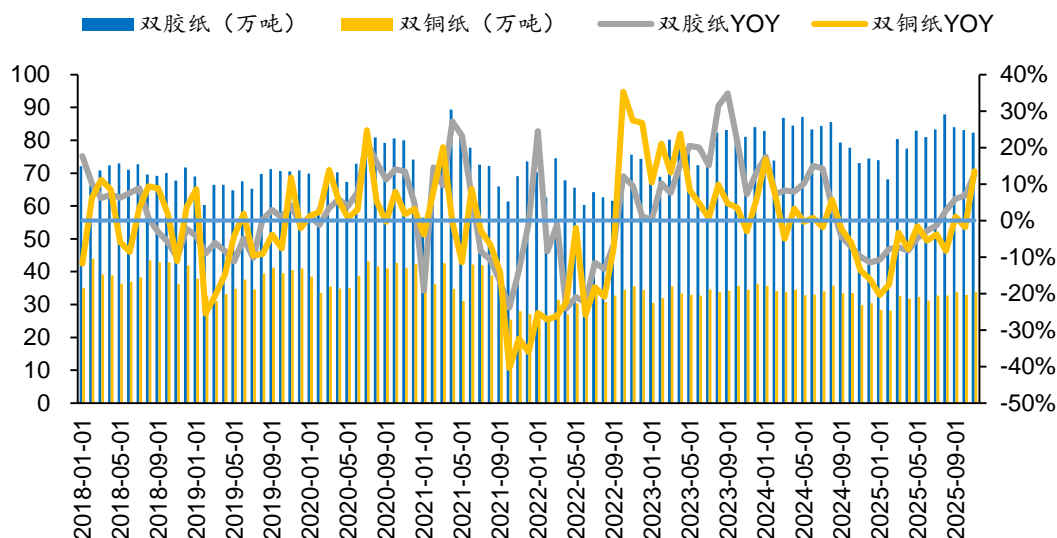
来源：wind，国金证券研究所

来源：观研报告网，国金证券研究所

未来双胶纸仍有一定新增产能，盈利关键在于成本管控。产能投放角度而言，近年来铜版纸产能保持在 645 万吨左右，且未来几年无新增产能投产计划。双胶纸方面，截止 2025 年底双胶纸产能为 1858 万吨，较 2024 年新增 250 万吨，预计 2026 年新增 190 万吨至 2048 万吨。由于新增产能集中投放，且下游需求未有明显提升，预计后续文化纸供需矛盾短期内仍难有实质性缓解，行业整体盈利或将经历一定时间的筑底过程。在此背景下，在上游深度布局林浆纸一体化、自制纸浆以增厚盈利空间，针对下游不同应用场景开发出具备一定消费粘性的特种文化纸、推出高附加值高消费粘性文化纸，或将成为文化纸未来主要的竞争路径。

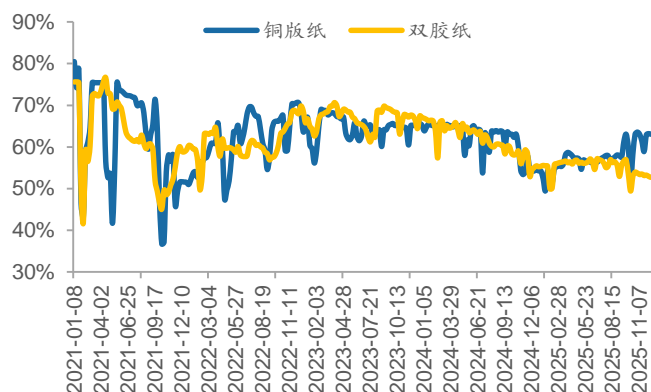


图表26：2025年前11月双胶纸/铜版纸消费量同比-1.6%/-5.3%至885/350万吨



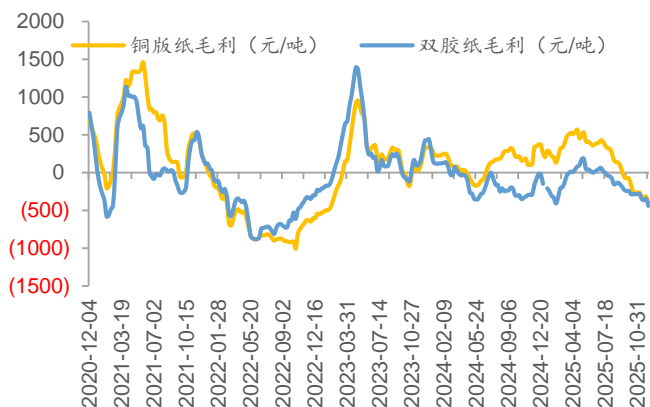
来源：隆众资讯，国金证券研究所

图表27：文化纸开工率不断走低



来源：隆众资讯，国金证券研究所

图表28：文化纸吨毛利承压明显

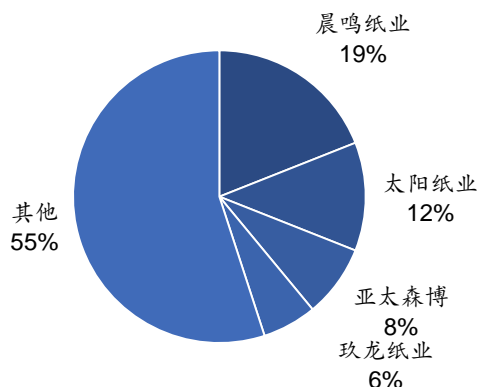


来源：隆众资讯，国金证券研究所

参照铜版纸市占率提升路径，环保趋严+头部纸企盈利优势明显，双胶纸市占率仍有较大提升空间。复盘以往铜版纸 CR4 由 2010 年前的分散格局提升至 2025 年的 94%，其主要提升路径包括：1) 龙头集中投放高端产能，同时通过产能置换淘汰中小落后产能，供给端快速向头部集中。2) 2017 年起政府着力推进“散乱污”整治、排污许可与能耗管控，倒逼环保投入不足的中小厂退出，行业供给有所收缩。3) 林浆纸一体化降低原料成本，高端涂布技术提升产品溢价，中小厂难以匹配，逐步丧失价格与质量竞争力，在盈利压力下逐渐退出。近年来双胶纸新增产能绝大多数来自太阳纸业等行业龙头，产能加速向头部聚焦。且由于下游需求不振使得行业盈利空间收窄。头部纸企积极布局林浆纸一体化压缩成本空间、提升纸品性能以获取高溢价，可挖掘更多利润空间。而中小纸企因成本压力逐渐退出市场，长期看双胶纸有望复刻铜版纸市占率提升路径，长期盈利中枢有望上移。

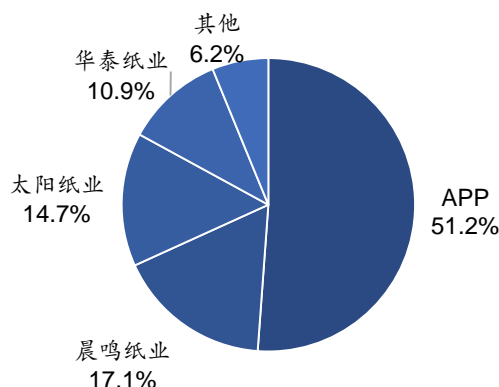


图表29：双胶纸行业 CR4 为 45%



来源：观研报告网，国金证券研究所

图表30：铜版纸行业 CR4 为 94%



来源：隆众资讯，国金证券研究所

图表31：双胶纸产能投放统计

双胶纸投产统计		
	在建产能	总产能（万吨）
2021	—	1277
2022	—	1355
2023	—	1466
2024	—	1608
2025	—	1858
2026E	五洲特纸15万吨	2048
	山东奥海25万吨	
	莆田泰盛30万吨	
	联盛浆纸120万吨	

来源：隆众资讯，国金证券研究所

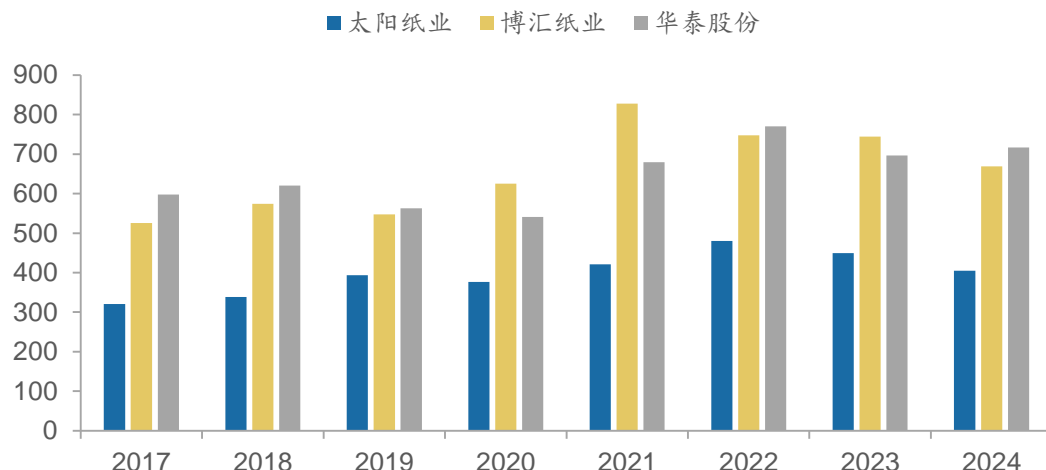
三、深入布局林浆纸一体化，盈利改善空间充足

3.1 自备热电保证低能源成本，可保持长期竞争壁垒

自备热电保持 300 元/吨能源成本优势，从能源成本端保证更多盈利空间。公司山东、广西和老挝三大产能基地均配备热电厂，且与当地的煤炭供应商均保持长期合作，从源头端管控能源动力成本。其中老挝、广西基地的热电需求已做到完全自给，山东基地大部分可以自给。公司吨能源成本长期保持在 450 元/吨左右，相较博汇、华泰等上市纸企长期保持 300 元/吨左右的能源成本优势。完备的热电联产建设，有效助力公司保持较好的盈利韧性。除满足内部生产需求外，剩余的电及蒸汽可对外出售，有效开拓营收来源。2024 年，公司电及蒸汽业务实现营收 17.35 亿元，营收占比为 4.26%。近年来公司电及蒸汽业务营收有所下滑，主因公司浆纸产能规模不断扩张，所产热电多为内部生产使用，使得外销占比下降。此外，公司持续继续加强对生物质、碱回收、固废等非化石能源的利用，以降低化石能源使用比重，减少对传统能源的依赖，从能源成本端保证更多利润空间。

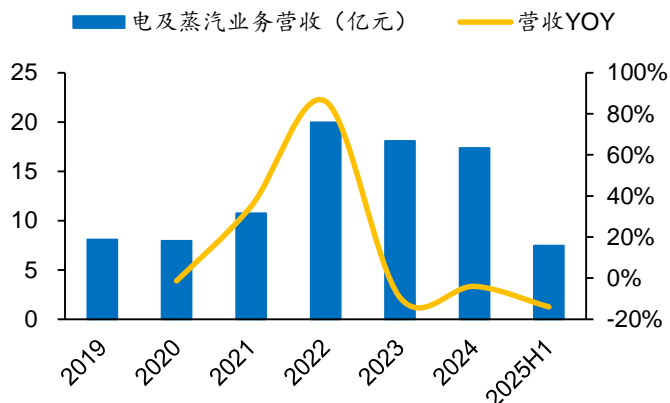


图表32：公司保持 300 元/吨左右的能源成本优势

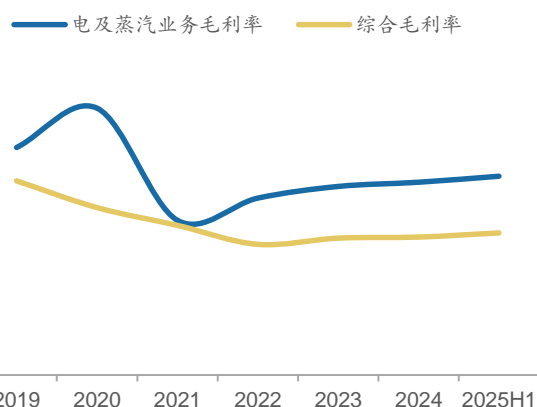


来源：各公司公告，国金证券研究所

图表33：公司电及蒸汽业务营收变动



图表34：公司电及蒸汽业务保持较高毛利率



来源：公司财报，国金证券研究所

来源：公司财报，国金证券研究所

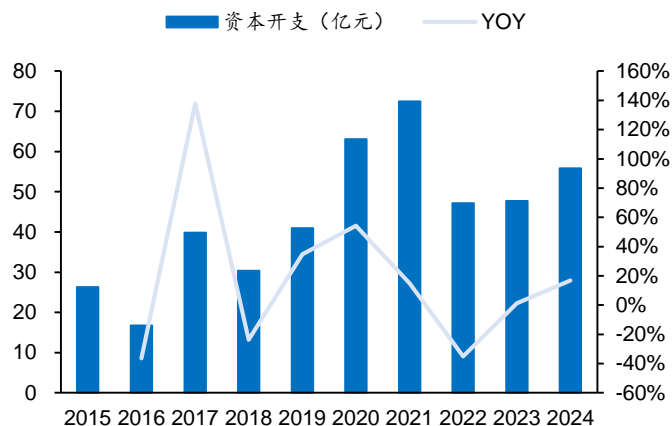
热电联产审批趋严，公司能源成本优势壁垒可长期保持。在我国 2030 年实现碳达峰目标的背景下，国内造纸企业热电联产审批已形成包括规划锁位、多部门联审、能耗/环保/碳硬约束、能源替代和技术路线强制等在内的多重壁垒，审批周期拉长至 3—5 年。政策规定原则上不新建自备燃煤机组，优先支持生物质/碱回收耦合的热电联产，或替代关停小锅炉的集中供热项目。合规与资金门槛陡增，中小纸企基本无法获批新自备热电项目，太阳纸业等头部企业凭借先发合规、能效领先、低碳耦合与碳配额盈余，审批难度显著低于同行。与其他配备热电联产企业相比，公司已形成“合规先发+能效领先+低碳耦合+碳收益+产业链协同”的复合优势，在能源自给率、供电煤耗、低碳耦合技术等多方面均保持领先优势。预计后续随着热电审批趋严，公司自备热电的优势壁垒将进一步扩大，成为穿越周期的核心护城河。

3.2 前期规划产能持续落地，未来业绩增长已有较高确定性

已规划产能逐步落地，未来新增产能计划已较明确。公司自 2006 年上市以来，持续保持稳健可控的产能扩张速度。目前公司拥有山东、广西、老挝三大生产基地，纸、浆合计产能超过 1200 万吨。2018-2021 年，公司持续加大资本开支，保持较快的产能扩张速度，2021 年以来，在前期已规划产能逐步落地投产的背景下，公司放缓资本开支节奏，2022-2024 年资本开支分别为 47.12 /47.74/55.81 亿元，较最高点 2021 年的 72.49 亿元分别-35.00%/-34.14%/-23.01%。公司大规模产能扩张时期已过，未来新增产能计划已较明确。

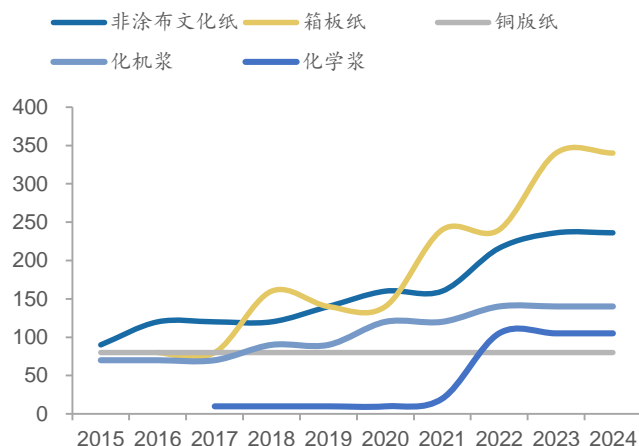


图表35：2021年以来公司资本开支节奏明显放缓



来源：公司公告，国金证券研究所

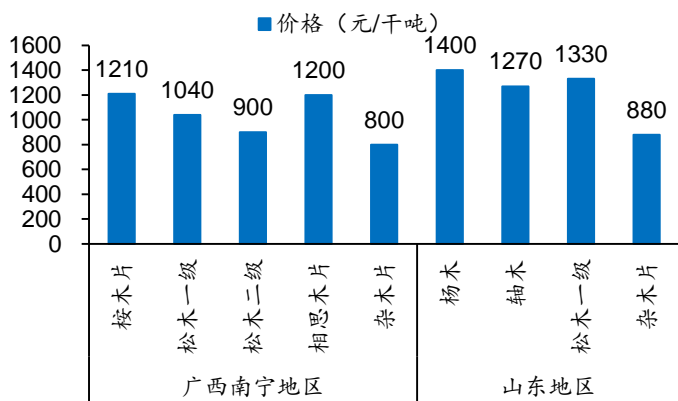
图表36：公司主要产品产能变动情况



来源：公司公告，国金证券研究所

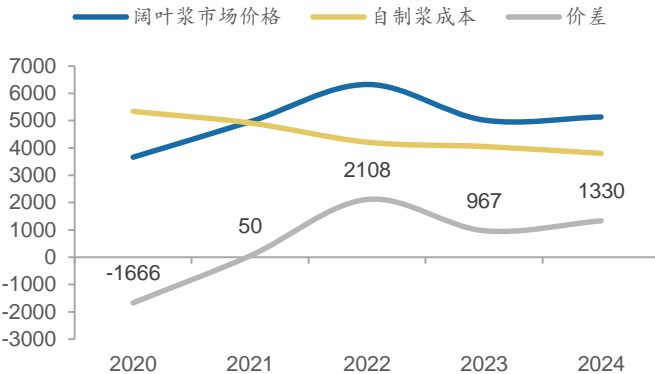
2025-2027年，广西35万吨化学浆+15万吨机械浆（25年底投产），山东60万吨化学浆（26年底投产），预计是公司毛利率提升的主要来源。进一步分解，目前公司自制浆成本优势包括：1）一体化节省烘干成本。2）广西木片价格更优。3）自制在生产工艺成本上的节约。其中广西50万吨自制浆是为了补充阔叶浆和化机浆自给，适配南宁包装纸及特种纸产线，山东69万吨自制浆是为了配套山东高档包装纸项目，替代外购阔叶浆。新增浆线通过浆纸一体化、原料优势与工艺优化，公司吨制浆成本有望进一步降低，2026-2027年产能满产后将成为毛利率提升的核心驱动力。

图表37：公司广西木片较山东采购价格更低



来源：木讯网，木片价格网，国金证券研究所

图表38：近年来公司自制浆成本较外采浆存在1000元/吨的成本优势



来源：公司财报，隆众资讯，国金证券研究所

山东基地产品矩阵最全面，未来将有部分特种纸产能投放。太阳纸业从山东起步，公司前身即为兖州市造纸厂。自2012年公司提出“四三三”战略以来，山东生产基地不断拓宽产品类别，目前已形成文化用纸、铜版纸、包装用纸、生活用纸等在内的多产品矩阵。未来山东基地产能投放以包装纸纸为主，2025年4月3.7万吨特种纸项目进入试产阶段，14万吨特种纸项目的二期工程将于2026H1试产。

广西基地已规划新一轮产能扩张，奠定长期增长基础。2021年以来，公司持续推进在广西南宁、北海等地的浆纸一体化项目，2021年北海基地一期项目产能逐步释放，主要包括80万吨化学浆和55万吨文化纸。2022-2023年公司PM23文化纸机搬迁至北海，2022年南宁子公司成功收购六景，新增20万吨文化纸、15万吨化学浆产能。2023年10月，南宁基地一期100万吨包装纸和50万吨配套本色化学浆投产。2024年4月，公司公告称将投资建设南宁基地林浆纸一体化技改及二期配套产业园项目，具体包括40万吨特种纸、35万吨漂白化学木浆和15万吨机械木浆，预计将于2025Q4投产。此外，公司全资子公司广西太阳纸业享受国家西部大开发和广西省对北部湾经济开发区的双重税收优惠，



2021-2025 年企业所得税率为 9%，与山东及南宁等地子公司的 15% 或 25% 的税率相比，公司在广西基地的产能扩张有一定的税后优惠支撑。

图表39：公司未来新增产能投放统计

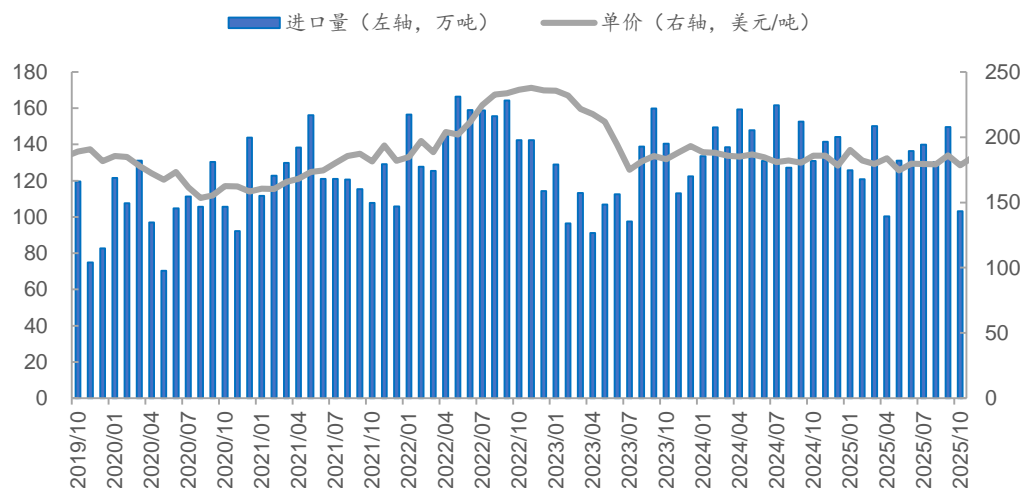
项目	计划纸产能	计划浆产能	地区	拟投资金额	拟投产时间
广西南宁 525 万吨林浆纸一体化技改及配套产业园(一期)项目	200 万吨高档包装纸(已投产 100 万吨)	50 万吨本色化学木浆、15 万吨漂白化学木浆(已投产)	广西南宁	不超过 90 亿元	2025Q4 试产
广西南宁年产 30 万吨生活用纸及后加工生产线项目	30 万吨生活用纸		广西南宁	不超过 13.50 亿元	2025Q4 试产
广西南宁林浆纸一体化技改及配套产业园(二期)项目	40 万吨特种纸	35 万吨漂白化学木浆、15 万吨机械木浆	广西南宁	不超过 70 亿元	2025Q4 试产
山东兖州颜店厂区 3.7 万吨特种纸基新材料项目	3.7 万吨特种纸		山东兖州	不超过 5 亿元	2025 年 4 月试产
山东兖州颜店厂区 14 万吨特种纸项目二期工程	14 万吨特种纸		山东兖州	不超过 6 亿元	2026 年 H1 试产
山东基地(颜店厂区) 60 万吨漂白化学浆项目		60 万吨漂白化学浆	山东兖州	不超过 35.1 亿元	2026 年底投产
山东颜店 70 万吨高档包装纸项目		70 万吨包装纸	山东兖州	不超过 15.3 亿元	2026 年底投产

来源：公司公告，国金证券研究所

3.3 持续推进老挝林地建设，长期成本节约空间充足

林木资源稀缺属性突出，进口木片均价维持高位运行。与纸浆相比，木片资源需要长期布局。浆厂建成后依靠购买原材料能较快投入生产，而林木资源从开始投入资金造林到能够轮伐木材至少需要 5 年以上时间。且世界上合适种植树木的土地有限，能被新开发的土地更少，全世界范围内也有限制林木砍伐量的趋势。2021 年 11 月，包括中国在内的 100 个国家，在《联合国气候变化框架公约》第 26 次缔约方大会世界领导人峰会上，承诺到 2030 年停止砍伐森林，扭转土地退化状况。随着双碳的推进，未来林业资源将成为重要的战略性资源，也是行业发展的关键瓶颈。由于我国对纸浆产能的大量投资，加上国内木材产量的缺乏，我国木片进口量加速增长，带动进口木片均价维持高位运行。

图表40：进口木片均价维持高位运行

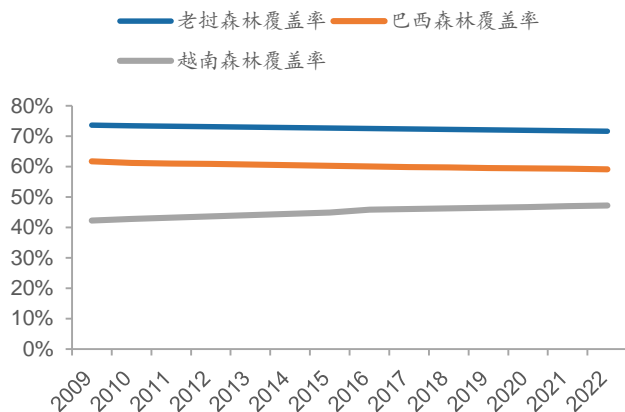


来源：隆众资讯，国金证券研究所



公司较早布局老挝基地，行业先发优势明显。2008 年，公司开始进入老挝，并于 2010 年成立老挝全资子公司，全面推进实施“林浆纸一体化”项目。2016-2018 年老挝基地产能落地，2019 年再生纤维浆项目投产，2020 年-2027 年老挝 80 万吨高档包装纸项目陆续投产，2022 年为了保障公司 80 万吨高档包装纸项目的盈利稳定，拟投资建设年产 15 万吨本色化学机械浆项目。截止 2024 年底，老挝基地已经形成 150 万吨的浆、纸年生产能力，其中包括 30 万吨溶解浆、80 万吨高档包装纸和 40 万吨再生纤维浆板。

图表41：老挝森林覆盖率远高于其他木材出口大国



图表42：老挝木材出口金额快速增长



来源：wind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

老挝区位优势优越，享有原材料、土地、劳动力及税收等多重优势。老挝政府投资优惠力度大，太阳老挝公司自 2019 年起享 7 年免税政策，自 2026 年起利润税率为 10%；太阳沙湾公司自 2020 年起享 8 年免税政策，自 2028 年起利润税率为 8%。基地所在地沙湾拿吉省土地资源丰富，土壤适宜种植相思树、桉树等速生林木，原材料木片价格较低。作为农业国家，老挝首都万象的月平均税后工资较低，劳动力成本优势显著。与其他木片出口大国如澳大利亚、巴西、智利、乌拉圭等相比，老挝与中国接壤，产品运输方便、成本较低。

老挝林木资源储备丰富，公司不断扩大造林面积。老挝地处东南亚，森林资源、水利资源、矿产资源丰富，是重要的木片出口国。根据世界银行数据，截至 2022 年，老挝森林覆盖率约为 71.61%，高于巴西(59.27%)、越南(46.96%)、缅甸(43.29%)等其他木片出口大国。木片作为生产溶解浆最重要的原材料，其占溶解浆生产成本保持在 70%左右(2022 年)。老挝基地在加快推进造纸、制浆项目的同时，全力推动速生林建设。截止 2023 年底，老挝基地纸浆林的种植保有面积已经达到 6 万公顷，未来几年，老挝基地将以每年新增 1-1.2 万公顷种植规模稳步推进。

较早布局老挝基地，已形成成熟的合作模式。2009 年，公司正式启动老挝基地项目建设，历经近十年时间正式完工并投产。期间公司不断完善生产基地的基础设施和配套生产设备，为后续的持续投放产能、扩大生产规模及远期的育苗造林奠定基础。在造林种植上，目前公司与当地居民已探索出“3+2”和“4+1”两种合作模式。依照不同的模式，老挝当地居民受益分成为 20%或 40%。以每公顷木材产量约 150 吨计算，公司收购价每吨 30 万基普，每公顷可以产生经济价值 4500 万基普（约为 2052 美元），在提高当地居民生产积极性、改善经济条件的同时，为公司提供稳定的木材供应来源。截止 2023 年底，公司的自营林和与当地居民合作林的种植面积约各占 50%。预期后续随着当地种植效应的不断显现，居民种植意愿不断提高，合作林的种植面积有望持续提高。

图表43：公司已与老挝居民形成成熟的合作模式

种植模式	资源投入		居民分成
	老挝居民	太阳纸业	
3+2 原料林种植模式	土地、劳动力	资金、技术、市场	20%
4+1 原料林种植模式	土地	资金、技术、市场、劳动力	40%

来源：公司财报，国金证券研究所



四、盈利预测和估值

营业收入&毛利率：

分纸种看，我们认为文化纸下游需求未有实质性提升，双胶纸未来头部纸企仍有一定新增产能投产，行业整体供需压力短期内或难以得到实质性缓解。公司文化纸单价增长，一方面系上游浆价上涨推动下纸价亦有所上行，另一方面系公司着力拓展特种文化纸产品，通过提高产品性能、满足差异化需求以获取更高溢价。箱板瓦楞纸方面，头部纸企未来新增产能已较少，下游需求支撑作用明显，因此我们预计供需关系持续改善下纸价有望稳步上行。

毛利率方面，我们认为 25-27 年公司毛利率提升，主要依靠 110 万吨自制浆产能投产，进一步提高公司浆自给率，公司盈利空间将进一步放大。考虑 25/26 年分别有广西 50 万吨、山东 60 万吨浆投产，我们预计自制浆投产拉动公司各项成品纸毛利率有所提升。

1) 非涂布文化纸：2025-2027 年营收同比 -3.87%/+10.16%/+4.34%，单价分别为 5000/5100/5200 元/吨。毛利率分别为 12.15%/12.95%/13.45%，吨毛利分别为 607/660/699 元/吨。营收及毛利率增长，主要得益于山东特种纸、南宁二期特种纸项目陆续投产，以及自制浆投产带来的毛利提升。

2) 铜版纸：2025-2027 年营收同比 -5.14%/+1.02%/+1.01%，单价分别为 4900/4950/5000 元/吨。毛利率分别为 14.64%/15.04%/15.24%，吨毛利分别为 717/744/762 元/吨。公司铜版纸产能稳定，未来收入增长主要来源于铜版纸价格修复。

3) 牛皮箱板纸：2025-2027 年营收同比 +3.92%/+25.31%/+20.13%，单价分别为 3550/3650/3800 元/吨。毛利率分别为 14.92%/15.42%/15.92%，吨毛利分别为 529/563/605 元/吨。2025Q4 南宁 100 万吨试产，2026 年底山东 70 万吨投产，预计将显著拉动箱板纸营收增长，自制浆投产拉动毛利率提升。

4) 生活用纸：2025-2027 年营收同比 +22.65%/+16.13%/+3.13%，单价分别为 6200/6400/6600 元/吨，毛利率分别为 13.41%/13.91%/14.41%，吨毛利分别为 832/890/951 元/吨。南宁 15 万吨生活用纸在 25Q4 顺利试产，预计将构成生活用纸业务营收增长的主要动力。

5) 化学浆及化学浆：2025-2027 年营收同比 +10.26%/+10.49%/+3.03%，毛利率分别为 20.23%/20.56%/20.80%，吨毛利分别为 647/678/707 元/吨，公司未来新增产能主要为配套纸品而建设，收入增长主要系纸浆价格修复。

6) 溶解浆：2025-2027 年营收同比 +0.76%/+8.96%/+6.67%，毛利率分别为 19.38%/19.58%/19.78%，吨毛利分别为 1143/1175/1187 元/吨，溶解浆营收平稳，主要系兖州溶解浆产线搬迁与改造工作于 2025Q2 完成后，溶解浆业务的木浆生产工艺、原料及物流优势等进一步释放，拉动营收增长。

图表44：公司营业收入拆分

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	39544	40727	41722	47310	51625
YOY	-0.56%	2.99%	2.45%	13.39%	9.12%
毛利率	15.89%	16.01%	15.88%	16.38%	16.83%
非涂布文化用纸营收	13310	13000	12500	13770	14368
营收同比	22.58%	-2.33%	-3.84%	10.16%	4.34%
销量(万吨)	234	245	250	270	276
单价(元/吨)	5700	5300	5000	5100	5200
毛利率	16.63%	13.35%	12.15%	12.95%	13.45%
单吨毛利(元/吨)	948	708	607	660	699
铜版纸营收	3506	4132	3920	3960	4000
营收同比	10.38%	17.86%	-5.14%	1.02%	1.01%
销量(万吨)	79	80	80	80	80
单价(元/吨)	4382.61	5165.31	4900.00	4950.00	5000.00
毛利率	12.87%	14.84%	14.64%	15.04%	15.24%



单吨毛利（元/吨）	570	766	717	744	762
牛皮箱板纸营收	9807	10931	11360	14235	17100
营收同比	-5.65%	11.47%	3.92%	25.31%	20.13%
销量（万吨）	267	290	320	390	450
单价（元/吨）	3667	3584	3550	3650	3800
毛利率	14.74%	15.22%	14.92%	15.42%	15.92%
单吨毛利（元/吨）	540	574	529	563	605
生活用纸营收	2049	2022	2480	2880	2970
营收同比	33.70%	-1.32%	22.65%	16.13%	3.13%
销量（万吨）	29	35	40	45	45
单价（元/吨）	6958	6614	6200	6400	6600
毛利率	14.41%	12.91%	13.41%	13.91%	14.41%
单吨毛利（元/吨）	1003	746	832	890	951
溶解浆营收	3667	4099	4130	4500	4800
营收同比	-12.08%	11.77%	0.76%	8.96%	6.67%
销量（万吨）	62	65	70	75	80
单价（元/吨）	5885	6094	5900	6000	6000
毛利率	16.08%	19.08%	19.38%	19.58%	19.78%
单吨毛利（元/吨）	946	1203	1143	1175	1187

来源：公司财报，国金证券研究所

费用端：

销售费用率：公司产品布局及产能规划已较明确，预计销售费率将保持稳定，预计 2025-2027 年销售费用率分别为 0.45%/0.50%/0.50%。

管理费用率：预计 2025-2027 年管理费用率分别为 2.40%/2.50%/2.50%，管理费有所上升，主因公司推进广西及老挝生产基地建设，预计行政开支有所增加。

研发费用率：预计 2025-2027 年研发费用率分别为 1.50%/1.70%/1.70%。公司持续开发高附加值包装纸和文化纸，预计研发费率有所提升。

预计 2025-2027 年公司营业收入 471.22/473.10/516.25 亿元，同比+2.45%/13.39%/+9.12%，归母净利润 33.60/38.67/45.24 亿元，同比+8.34%/+15.11%/+16.97%。考虑公司未来产能投放及林木建设已具备较高的确定性，给予公司 2027 年 13XPE，对应目标价为 21.04 元。

图表45：可比公司估值

代码	名称	股价（元）	EPS					PE			
			2023	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
605377.SH	华旺科技	8.60	1.70	1.01	0.77	0.87	0.98	13.23	11.24	9.94	8.79
600966.SH	博汇纸业	7.30	0.30	0.31	0.54	0.56	0.62	39.23	13.64	13.04	11.72
605007.SH	五洲特纸	13.54	0.67	0.86	0.92	1.19	1.54	16.86	14.65	11.38	8.80
603733.SH	仙鹤股份	23.76	0.94	1.42	1.45	1.80	2.14	14.51	16.39	13.20	11.10
平均值									14.89	12.54	10.54
002078.SZ	太阳纸业	16.37	9.32	10.24	10.69	11.25	11.90	13.40	13.10	11.38	9.73

来源：ifind，国金证券研究所，其中华旺科技、仙鹤股份为国金证券研究所预测。

五、风险提示

原材料价格波动。公司主要原材料包括木片、木浆等，虽然公司布局林浆纸一体化以加强对上游成本的掌控能力，但目前公司大部分原材料仍依赖外购，若相关原材料价格大幅波动，将会直接影响公司的生产经营。

下游需求恢复不及预期。公司从事的纸生产业务处于整个产业链的中游，议价能力较弱，



下游需求直接影响公司产品销量。若下游消费需求恢复不及预期，且公司不能及时开拓新客户，则会直接影响公司的营收。

新增产能投放过于密集。公司所处的浆纸行业生产集中度较低，头部纸企间的竞争较为激烈。公司目前在建的广西及老挝生产基地项目仍规划有较多产能，若后续投产后不能形成有效竞争优势，将会拖累公司业绩表现。



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币百万)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	39,767	39,544	40,727	41,722	47,310	51,625
增长率		-0.6%	3.0%	2.4%	13.4%	9.1%
主营业务成本	-33,735	-33,261	-34,205	-35,098	-39,562	-42,938
%销售收入	84.8%	84.1%	84.0%	84.1%	83.6%	83.2%
毛利	6,032	6,284	6,521	6,624	7,748	8,686
%销售收入	15.2%	15.9%	16.0%	15.9%	16.4%	16.8%
营业税金及附加	-178	-220	-206	-209	-237	-258
%销售收入	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-153	-154	-177	-188	-237	-258
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	-1,033	-957	-985	-1,001	-1,183	-1,291
%销售收入	2.6%	2.4%	2.4%	2.4%	2.5%	2.5%
研发费用	-781	-929	-762	-626	-804	-878
%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	4,601	5,288	6,002
%销售收入	9.8%	10.2%	10.8%	11.0%	11.2%	11.6%
财务费用	-834	-760	-716	-825	-936	-906
%销售收入	2.1%	1.9%	1.8%	2.0%	2.0%	1.8%
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	20	20
%税前利润	0.7%	0.6%	1.0%	0.5%	0.5%	0.4%
营业利润	3,033	3,296	3,613	3,818	4,395	5,140
营业利润率	7.6%	8.3%	8.9%	9.2%	9.3%	10.0%
营业外收支	35	23	-31	0	0	0
税前利润	3,068	3,320	3,582	3,818	4,395	5,140
利润率	7.7%	8.4%	8.8%	9.2%	9.3%	10.0%
所得税	-251	-219	-471	-458	-527	-617
所得税率	8.2%	6.6%	13.2%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	2,817	3,101	3,111	3,360	3,867	4,524
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	3,360	3,867	4,524
净利率	7.1%	7.8%	7.6%	8.1%	8.2%	8.8%

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2,817	3,101	3,111	3,360	3,867	4,524
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	831	996	974
营运资金变动	-1,754	728	2,255	-1,041	-350	-208
经营活动现金净流	3,750	6,538	8,477	5,558	7,045	7,962
资本开支	-4,682	-4,736	-5,557	-2,285	-3,042	-3,542
投资	-1,446	-33	-2	0	0	0
其他	7	0	9	20	20	20
投资活动现金净流	-6,121	-4,769	-5,550	-2,265	-3,022	-3,522
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	2,491	-441	-380	-370	157	-806
其他	-683	-1,402	-2,201	-2,985	-3,339	-3,712
筹资活动现金净流	1,808	-1,843	-2,581	-3,355	-3,182	-4,517
现金净流量	-563	-73	346	-62	841	-77

资产负债表(人民币百万)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,386	2,495	3,234	3,166	4,002	3,921
应收款项	3,934	4,586	4,020	4,539	5,039	5,499
存货	5,339	4,574	4,752	5,289	6,287	6,823
其他流动资产	928	1,213	756	697	752	823
流动资产	12,588	12,868	12,762	13,690	16,080	17,066
%总资产	26.2%	25.5%	24.2%	25.6%	28.5%	29.3%
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%	67.7%	65.1%	64.5%
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%	74.4%	71.5%	70.7%
资产总计	48,014	50,551	52,626	53,477	56,380	58,239
短期借款	10,467	10,211	9,986	9,980	10,137	9,331
应付款项	5,954	5,615	5,590	5,740	6,755	7,332
其他流动负债	1,027	1,054	1,410	1,216	1,404	1,686
流动负债	17,448	16,879	16,986	16,936	18,297	18,349
长期贷款	6,640	6,702	6,426	6,426	6,426	6,426
其他长期负债	753	814	487	116	111	108
负债	24,840	24,395	23,899	23,478	24,834	24,883
普通股股东权益	23,084	26,051	28,614	29,887	31,434	33,243
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	21,273	22,820	24,630
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	53,477	56,380	58,239

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.005	1.104	1.110	1.202	1.384	1.619
每股净资产	8.259	9.322	10.239	10.695	11.248	11.896
每股经营现金净流	1.342	2.340	3.033	1.989	2.521	2.849
每股股利	0.600	0.860	0.660	0.721	0.830	0.971
回报率						
净资产收益率	12.17%	11.84%	10.84%	11.24%	12.30%	13.61%
总资产收益率	5.85%	6.10%	5.89%	6.28%	6.86%	7.77%
投入资本收益率	8.86%	8.73%	8.45%	8.72%	9.67%	10.75%
增长率						
主营业务收入增长率	24.28%	-0.56%	2.99%	2.45%	13.39%	9.12%
EBIT 增长率	-1.11%	3.51%	9.14%	4.75%	14.95%	13.49%
净利润增长率	-5.01%	9.86%	0.50%	8.34%	15.11%	16.97%
总资产增长率	12.35%	5.28%	4.11%	1.62%	5.43%	3.30%
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	55.0	58.0	58.0
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	282.0	244.9	219.9
偿债能力						
净负债/股东权益	63.50%	55.12%	45.87%	44.14%	39.82%	35.48%
EBIT 利息保障倍数	4.7	5.3	6.1	5.6	5.6	6.6
资产负债率	51.74%	48.26%	45.41%	43.90%	44.05%	42.73%

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	0	4	9	30	54
增持	0	0	1	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.10	1.14	1.00

来源：聚源数据

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

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-03-22	买入		N/A
2	2023-04-16	买入		N/A
3	2024-03-20	买入		N/A
4	2024-08-20	买入		N/A
5	2024-10-17	买入		N/A
6	2024-12-18	买入		13.35~ 13.35

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。

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



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究