

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 无评级

上次评级

姜文锬 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：箱板纸表现靓丽，产品布局多元、产业链一体化，展现经营弹性

2026年08月31日

报告内容摘要：

事件：公司发布 2026 年中报。26H1 实现收入 208.62 亿元（同比+9.2%），归母净利润 19.51 亿元（同比+9.6%），扣非归母净利润 19.35 亿元（同比+9.7%）；26Q2 实现收入 107.79 亿元（同比+17.0%），归母净利润 10.45 亿元（同比+16.8%），扣非归母净利润 10.48 亿元（同比+19.1%）。

点评：尽管 Q2 浆纸价格承压，但公司品类布局多元，具备灵活转产能力，我们预计包装纸、特种纸、溶解浆等环比均贡献显著增量，助力盈利逆势环比改善。此外，26H1 出口收入同比+53.6%，表现靓丽。伴随 Q3 旺季到来，我们判断文纸等承压板块底部企稳，包装系列盈利有望环比继续改善，整体经营利润或仍可保持小幅环比向上；Q4 新产能爬坡，利润潜在空间进一步释放。

浆纸系：灵活转产，新品类贡献增量。1) 文纸：26H1 双胶纸/铜版纸收入分别为 40.0/14.2 亿元（同比分别-4.9%/-29.7%），毛利率分别为 10.8%/8.9%（环比+4.2/-3.9pct）。Q2 双胶纸/铜版纸市场均价环比分别-2.4%/-3.3%。我们认为铜版承压主要系公司主动转产，双胶纸毛利率环比提升，我们认为主要系自制浆优势以及产品结构优化。2) 其他：生活用纸/淋膜原纸/其他纸（主要为特种纸）收入分别为 14.7/4.8/22.1 亿元（同比分别+13.7%/+2.7%/+11.2%），毛利率分别为 16.5%/0.6%/14.9%（环比分别+0.4/+2.2/+3.8pct）。我们预计低价浆入库改善成本、盈利能力小幅改善。展望未来，我们预计 Q3 原材料压力环比继续缓解，同时浆纸价格仍处于持续磨底周期，行业供给收缩，整体盈利能力有望温和复苏。

废纸系：26H1 箱板纸/瓦楞纸收入分别为 70.8/2.8 亿元（同比分别+35.5%/+292.0%，环比分别+15.0%/+66.4%），我们判断收入表现靓丽主要受益于新产能爬坡、以及部分文纸转产至包装纸。盈利能力方面，箱板/瓦楞纸毛利率分别为 18.5%/9.9%（环比分别-0.99/-2.33pct），我们预计单 Q2 受益于价格提升（市场价环比分别+2.2%/+4.7%）、Q2 毛利率环比提升。此外，公司聚焦高端品类，我们判断可通过调控原材料比例（浆&废纸），有效平滑废纸价格抬升带来的成本压力。展望未来，由于极端天气影响带来废纸成本支撑，我们预计 Q3 包装纸均价环比仍处上行趋势、高端箱板纸盈利能力有望继续上行，Q4 新产能加速释放、盈利空间进一步抬升。

成长动能充沛，出口/溶解浆贡献增量。2025 年底公司浆纸产能合计已突破 1400 万吨，山东 14 万吨特纸项目二期 26M1 投产，山东 60 万吨化学浆 26M8 已试产、70 万吨高档包装纸已投产，广西南宁 50 万吨化学浆/60 万吨特种纸预计 27Q4 投产，成长性延续。此外，26Q2 溶解浆市场价环比+6.5%、26Q3 至今环比+2.4%，溶解浆利润环比预计逐季提升。26H1 公司出口收入达 9.83 亿元（同比+53.6%），毛利率为 6.7%（25 年为 1.9%），我们判断主要系老挝基地经营趋势改善。我们认为，公司作为国内浆纸龙头公司，仍在持续深化产业链上下游布局，且扩张产品矩阵、销售渠道，成长边界不断延申。

Q2 盈利能力改善，费用稳步优化。26Q2 公司毛利率为 16.50%（同比

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

-0.8pct、环比+1.7pct)，归母净利率为 9.69%(同比-0.01pct、环比+0.7pct)；费用表现来看，26Q2 期间费用率为 4.77%（同比-1.0pct），其中销售/研发/管理/财务费用率分别为 0.35%/1.59%/2.21%/0.62%（同比分别 -0.11/+0.10/-0.21/-0.74pct），费用管控优异。

现金流表现优异，营运能力稳定。26Q2 经营性现金流净额为 25.46 亿元(同比+7.77 亿元)；存货/应收/应付周转天数分别为 58.5/18.9/41.2 天（同比分别+4.0/-3.3/+1.3 天）。

盈利预测：我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 40.4、44.5、48.0 亿元，对应 PE 为 10.5X、9.6X、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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	40,727	39,192	42,405	45,607	49,175
增长率 YoY %	3.0%	-3.8%	8.2%	7.5%	7.8%
归属母公司净利润(百万元)	3,101	3,251	4,042	4,453	4,795
增长率 YoY%	0.5%	4.8%	24.3%	10.2%	7.7%
毛利率%	16.0%	15.6%	16.4%	16.5%	16.6%
净资产收益率ROE%	10.8%	10.7%	12.2%	12.2%	12.0%
EPS(摊薄)(元)	1.09	1.14	1.42	1.56	1.68
市盈率 P/E(倍)	13.72	13.09	10.53	9.56	8.87
市净率 P/B(倍)	1.49	1.40	1.28	1.17	1.06

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2026 年 8 月 31 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	12,762	13,514	16,777	23,602	30,628
货币资金	3,234	2,197	5,501	11,156	17,494
应收票据	365	632	532	654	661
应收账款	2,054	2,100	2,185	2,378	2,537
预付账款	501	629	597	682	712
存货	4,752	5,477	5,760	6,211	6,665
其他	1,856	2,478	2,202	2,520	2,559
非流动资产	39,864	45,075	46,293	44,298	42,091
长期股权投资	304	324	334	334	334
固定资产(合计)	33,101	39,754	39,053	38,171	36,768
无形资产	2,068	2,263	2,188	2,108	2,029
其他	4,393	2,735	4,718	3,685	2,961
资产总计	52,626	58,589	63,070	67,900	72,720
流动负债	16,986	18,636	19,347	20,365	21,122
短期借款	6,417	7,978	8,078	8,178	8,478
应付票据	954	926	788	956	970
应付账款	3,900	4,491	3,742	4,593	4,636
其他	5,715	5,241	6,739	6,638	7,037
非流动负债	6,914	9,341	10,406	10,906	11,406
长期借款	6,426	8,934	9,934	10,434	10,934
其他	487	407	472	472	472
负债合计	23,899	27,977	29,754	31,272	32,528
少数股东权益	113	110	120	127	132
归属母公司股东权益	28,614	30,502	33,196	36,501	40,060
负债和股东权益	52,626	58,589	63,070	67,900	72,720

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	40,727	39,192	42,405	45,607	49,175
同比(%)	3.0%	-3.8%	8.2%	7.5%	7.8%
归属母公司净利润	3,101	3,251	4,042	4,453	4,795
同比(%)	0.5%	4.8%	24.3%	10.2%	7.7%
毛利率(%)	16.0%	15.6%	16.4%	16.5%	16.6%
ROE%	10.8%	10.7%	12.2%	12.2%	12.0%
EPS(摊薄)(元)	1.09	1.14	1.42	1.56	1.68
P/E	13.72	13.09	10.53	9.56	8.87
P/B	1.49	1.40	1.28	1.17	1.06
EV/EBITDA	7.99	9.05	7.04	5.85	4.92

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	40,727	39,192	42,405	45,607	49,175
营业成本	34,205	33,083	35,451	38,074	40,990
营业税金及附加	206	230	233	250	276
销售费用	177	181	170	160	148
管理费用	985	930	975	1,003	1,082
研发费用	762	546	509	547	688
财务费用	716	480	383	464	398
减值损失合计	-20	21	-70	-20	-20
投资净收益	34	28	17	36	25
其他	-77	46	85	91	98
营业利润	3,613	3,835	4,716	5,217	5,695
营业外收支	-31	-7	-5	0	-14
利润总额	3,582	3,828	4,711	5,217	5,681
所得税	471	580	660	756	881
净利润	3,111	3,248	4,052	4,460	4,800
少数股东损益	10	-2	10	7	5
归属母公司净利润	3,101	3,251	4,042	4,453	4,795
EBITDA	6,855	6,829	8,350	9,176	9,786
EPS(当年)(元)	1.11	1.16	1.42	1.56	1.68

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	8,500	4,956	7,925	8,319	8,941
净利润	3,111	3,248	4,052	4,460	4,800
折旧摊销	2,388	2,500	3,255	3,495	3,706
财务费用	531	440	618	651	677
投资损失	-34	-28	-17	-36	-25
营运资金变动	2,255	-1,318	-72	-271	-252
其它	249	113	89	20	34
投资活动现金流	-5,550	-7,888	-4,476	-1,464	-1,489
资本支出	-5,557	-7,896	-4,051	-1,500	-1,514
长期投资	-2	0	0	0	0
其他	9	7	-425	36	25
筹资活动现金流	-2,580	2,484	-144	-1,200	-1,114
吸收投资	0	0	63	0	0
借款	-1,938	4,069	1,100	600	800
支付利息或股息	-1,367	-1,602	-1,661	-1,800	-1,914
现金流净增加额	369	-449	3,303	5,656	6,338

研究团队简介

姜文镒，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，2025 年 12 月起担任轻工行业负责人。

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 年以上消费行业研究经验，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，主要覆盖黄金珠宝、跨境电商、两轮车、宠物等赛道。

刘田田，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司。

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。