2026 年 10 月 30 日

太阳纸业（002078.SZ）

买入（维持评级）

公司点评

证券研究报告

Q3 利润超预期，新产能持续布局

业绩简评

2026 年 10 月 28 日，公司披露 2026 年三季报，26Q1-Q3 实现营收 319.64 亿元，同比+10.46%，归母净利润 29.22 亿元，同比+16.88%，扣非归母净利润 29.65 亿元，同比+19.99%。其中，26Q3 实现营收 111.02 亿元，同比+13.03%，归母净利润 9.71 亿元，同比+34.89%，环比-7.08%，扣非归母净利润 10.30 亿元，同比+45.64%，环比-1.72。公司 Q3 计提兖州基地资产处置损益约 7400 万元，并计提一部分股权支付费用，还原后盈利能力表现更优。

经营分析

箱板纸：8-9 月价格下行，盈利相对稳定。根据钢联数据，26Q3 箱板纸均价 3780 元/吨，环比+173 元/吨，但 8-9 月价格逐月松动。公司部分文化纸机转产箱板纸，丰富产品结构，并依靠原料匹配以及提升高端产品占比，保障盈利能力维持稳定。展望 Q4，渠道库存已消耗至相对低位，11-12 月将为元旦、春节等节日备货，需求有望小幅回暖，价格有概率小幅回暖；此外，8 月颜店基地 70 万吨箱板纸开始投产，Q4 也会贡献增量。

文化纸：价格持续疲软，盈利稳中有升。受供需影响 26Q3 文化纸价格继续下探，根据钢联数据，Q3 双胶纸/铜版纸均价分别环比-106/103 元/吨。公司由于部分产能转产箱板瓦楞纸，文化纸销售压力下降，减少亏损订单的承接，盈利能力预计微增。展望看，11 月进入教辅材料采购期，纸价有概率底部企稳。

溶解浆：均价、盈利环比提升。根据钢联数据，26Q3 溶解浆价格环比+124 元/吨，此外销量增加使制造成本回落，综合看溶解浆盈利能力有所提升。预计 Q4 溶解浆盈利保持稳定。

颜店继续布局新产能，中期成长动能充足。山东颜店基地 70 万吨包装纸已于 8 月投产，公司再次于颜店投资 40 亿元建设年产 60 万吨包装纸以及 50 万吨化学木浆，预计 27Q4 进入试产阶段。此外，南宁基地还规划 50 万吨本色化学木浆生产线及 60 万吨特种纸生产线，同样预计于 27Q4 试生产。

盈利预测、估值与评级

公司作为造纸行业龙头，依托林浆纸一体化布局形成成本壁垒，叠加多纸种均衡布局，盈利稳定性更优。预计 26-28 年归母净利润分别为 39.10/43.12/47.78 亿元，同比+20.29%/+10.27%/+10.82%，当前股价对应 PE 分别为 10/9/8X，维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧；原材料价格波动；新产能投产进度不达预期。

轻工组

分析师：毕先磊（执业 S1130526040001）

bixianlei@gjzq.com.cn

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：储天舒（执业 S1130526080005）

chutianshu@gjzq.com.cn

市价（人民币）：13.63 元

相关报告：

1.《太阳纸业公司点评：Q2 利润超预期，箱板纸盈利优异》，2026.8.26

2.《太阳纸业公司点评：经营韧性彰显，林浆纸一体化护城河持续夯实》，2026.4.29

3.《太阳纸业公司深度研究：深入布局林浆纸一体化，成长节奏明确可兑...》，2026.1.28

公司基本情况（人民币）

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	40,727	39,192	43,027	46,013	50,092
营业收入增长率	2.99%	-3.77%	9.79%	6.94%	8.87%
归母净利润(百万元)	3,101	3,251	3,910	4,312	4,778
归母净利润增长率	0.50%	4.82%	20.29%	10.27%	10.82%
摊薄每股收益(元)	1.110	1.163	1.370	1.511	1.674
每股经营性现金流净额	3.04	1.77	2.67	2.71	2.80
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.84%	10.66%	11.74%	11.81%	11.93%
P/E	13.40	13.54	9.95	9.02	8.14
P/B	1.45	1.44	1.17	1.07	0.97

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）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	**39,544**	**40,727**	**39,192**	**43,027**	**46,013**	**50,092**
增长率	-0.6%	3.0%	-3.8%	9.8%	6.9%	8.9%
主营业务成本	-33,261	-34,205	-33,083	-36,173	-38,651	-42,052
%销售收入	84.1%	84.0%	84.4%	84.1%	84.0%	84.0%
毛利	6,284	6,521	6,108	6,854	7,362	8,040
%销售收入	15.9%	16.0%	15.6%	15.9%	16.0%	16.1%
营业税金及附加	-220	-206	-230	-236	-252	-281
%销售收入	0.6%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%
销售费用	-154	-177	-181	-194	-210	-210
%销售收入	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%
管理费用	-957	-985	-930	-990	-1,035	-1,127
%销售收入	2.4%	2.4%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%
研发费用	-929	-762	-546	-559	-575	-651
%销售收入	2.3%	1.9%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
息税前利润（EBIT）	4,024	4,392	4,221	4,875	5,290	5,770
%销售收入	10.2%	10.8%	10.8%	11.3%	11.5%	11.5%
财务费用	-760	-716	-480	-523	-488	-415
%销售收入	1.9%	1.8%	1.2%	1.2%	1.1%	0.8%
资产减值损失	-77	-20	21	0	0	0
公允价值变动收益	18	-1	0	0	0	0
投资收益	21	34	28	28	30	28
%税前利润	0.6%	1.0%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%
营业利润	3,296	3,613	3,835	4,448	4,905	5,436
营业利润率	8.3%	8.9%	9.8%	10.3%	10.7%	10.9%
营业外收支	23	-31	-7	-5	-5	-6
税前利润	3,320	3,582	3,828	4,443	4,900	5,430
利润率	8.4%	8.8%	9.8%	10.3%	10.6%	10.8%
所得税	-219	-471	-580	-533	-588	-652
所得税率	6.6%	13.2%	15.2%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	3,101	3,111	3,248	3,910	4,312	4,778
少数股东损益	15	10	-2	0	0	0
归属于母公司的净利润	**3,086**	**3,101**	**3,251**	**3,910**	**4,312**	**4,778**
净利率	7.8%	7.6%	8.3%	9.1%	9.4%	9.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	3,101	3,111	3,248	3,910	4,312	4,778
少数股东损益	15	10	-2	0	0	0
非现金支出	2,260	2,409	2,480	2,730	2,832	2,985
非经营收益	528	725	546	756	512	452
营运资金变动	728	2,255	-1,318	71	-96	-391
经营活动现金净流	**6,617**	**8,500**	**4,956**	**7,467**	**7,559**	**7,824**
资本开支	-4,736	-5,557	-7,896	-1,979	-3,816	-3,203
投资	-33	-2	0	0	0	0
其他	0	9	7	28	30	28
投资活动现金净流	**-4,769**	**-5,550**	**-7,888**	**-1,951**	**-3,787**	**-3,175**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-441	-380	3,864	-3,124	-1,911	-2,762
其他	-1,405	-2,200	-1,380	-1,648	-1,633	-1,683
筹资活动现金净流	**-1,846**	**-2,580**	**2,484**	**-4,772**	**-3,544**	**-4,445**
现金净流量	**6**	**369**	**-449**	**743**	**229**	**204**

资产负债表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,495	3,234	2,197	2,934	3,159	3,360
应收款项	4,586	4,020	4,518	4,623	4,939	5,405
存货	4,574	4,752	5,477	5,305	5,637	6,267
其他流动资产	1,213	756	1,322	1,149	1,136	1,285
流动资产	12,868	12,762	13,514	14,010	14,871	16,316
%总资产	25.5%	24.2%	23.1%	24.1%	24.8%	26.5%
长期投资	442	454	473	473	473	473
固定资产	34,539	36,566	41,663	41,072	41,829	41,820
%总资产	68.3%	69.5%	71.1%	70.7%	69.8%	67.9%
无形资产	1,959	2,150	2,325	2,510	2,719	2,917
非流动资产	37,683	39,864	45,075	44,083	45,046	45,235
%总资产	74.5%	75.8%	76.9%	75.9%	75.2%	73.5%
资产总计	**50,551**	**52,626**	**58,589**	**58,093**	**59,917**	**61,551**
短期借款	10,211	9,986	11,012	7,883	5,967	3,200
应付款项	5,615	5,590	6,189	6,212	6,612	7,299
其他流动负债	1,054	1,410	1,435	1,243	1,382	1,548
流动负债	16,879	16,986	18,636	15,337	13,961	12,048
长期贷款	6,702	6,426	8,934	8,939	8,944	8,949
其他长期负债	814	487	407	391	386	383
负债	24,395	23,899	27,977	24,668	23,292	21,380
普通股股东权益	26,051	28,614	30,502	33,315	36,515	40,061
其中：股本	2,795	2,795	2,795	2,795	2,795	2,795
未分配利润	17,667	19,930	22,062	24,964	28,164	31,710
少数股东权益	104	113	110	110	110	110
负债股东权益合计	**50,551**	**52,626**	**58,589**	**58,093**	**59,917**	**61,551**

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	1.104	1.110	1.163	1.370	1.511	1.674
每股净资产	9.322	10.239	10.915	11.672	12.794	14.036
每股经营现金净流	2.368	3.042	1.773	2.672	2.705	2.800
每股股利	0.300	0.300	0.300	0.361	0.398	0.441
回报率						
净资产收益率	11.84%	10.84%	10.66%	11.74%	11.81%	11.93%
总资产收益率	6.10%	5.89%	5.55%	6.73%	7.20%	7.76%
投入资本收益率	8.73%	8.45%	7.08%	8.54%	9.03%	9.70%
增长率						
主营业务收入增长率	-0.56%	2.99%	-3.77%	9.79%	6.94%	8.87%
EBIT 增长率	3.51%	9.14%	-3.89%	15.50%	8.50%	9.08%
净利润增长率	9.86%	0.50%	4.82%	20.29%	10.27%	10.82%
总资产增长率	5.28%	4.11%	11.33%	-0.85%	3.14%	2.73%
资产管理能力						
应收账款周转天数	19.3	18.0	19.3	18.9	18.7	19.0
存货周转天数	54.4	49.8	56.4	53.5	53.2	54.4
应付账款周转天数	45.2	43.9	46.3	45.1	45.1	45.5
固定资产周转天数	313.5	296.7	370.2	317.0	294.1	267.0
偿债能力						
净负债/股东权益	55.12%	45.87%	57.98%	41.55%	32.09%	21.88%
EBIT 利息保障倍数	5.3	6.1	8.8	9.3	10.8	13.9
资产负债率	48.26%	45.41%	47.75%	42.46%	38.87%	34.74%

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	12	26	50
增持	0	0	2	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.00**	**1.00**	**1.14**	**1.13**	**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

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
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
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