

# 太阳纸业 (002078.SZ)

买入 (维持评级)

## Q4 业绩环比改善，浆纸协同效应凸显

### 投资要点:

#### 事件：公司发布 2025 年年报

2025 年公司实现营业收入 391.92 亿元，同比-3.77%；实现归母净利润 32.51 亿元，同比+4.82%；扣非归母净利润 31.92 亿元，同比-1.33%。其中 25Q4 公司实现营收 102.56 亿元，同比+5.17%，环比+4.41%，归母净利 7.51 亿元，同比+16.89%，环比+4.31%，业绩自三季度低点环比改善。

#### 新产能如期释放，深化供应链韧性与成本护城河

2025 年公司双胶纸/铜版纸/牛皮箱板纸/淋膜原纸/生活用纸/溶解浆营收分别 81.97/38.05/113.74/10.02/26.99/29.08 亿元，同比 -8.5%/-7.9%/+4.1%、+0.8%/+33.5%/-29.06%。文化纸受行业供给过剩和需求疲软影响，营收同比下滑；包装纸/生活用纸受益南宁新产能释放收入同比增长。2025 年公司规模持续迈上新台阶，南宁二期项目、颜店特种纸项目、兖州溶解浆搬迁改造项目等共计 8 台纸机、3 条浆线顺利投产，新产能的释放有效对冲了纸价下行压力，带动全年纸制品销量同比增长 6.39%至 799 万吨。公司远期布局清晰，持续深化上游资源布局和产能优化，山东基地 60 万吨漂白化学浆及 70 万吨高档包装纸项目预计将提前至 2026 年三季度投产。进一步提升公司原料自给率，深化供应链韧性与成本护城河。

#### 盈利持续修复，浆纸协同效应凸显

近年来终端需求有所承压，行业竞争加剧。公司凭借一体化布局和卓越管理，展现出强大盈利韧性。2025 年公司毛利率/净利率分别为 15.59%/8.29%，同比-0.42/+0.68pct，其中牛皮箱板纸毛利率提升 2.49 个百分点至 17.71%，公司聚焦中高端产品，有效抵御了市场波动。25Q4 毛利率/净利率 15.34%/7.32%，同比+0.41/+0.73pct，环比+1.27/-0.01pct。自 25H2 起，上游木浆价格持续走高，当前外盘阔叶浆价格攀升至 620 美金/吨，较 25 年中低点上涨近 120 美金，同时短期地缘冲突与通胀也进一步抬升成本压力，行业正面临新一轮洗牌，多元化产品矩阵与林浆纸一体化战略助力公司有效平抑成本波动，在行业低谷期展现 α 优势与韧性，持续提升市场份额。

#### 盈利预测与投资建议

考虑原料端持续上涨，行业需求短期暂无明显改善，小幅下调公司盈利预测。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 37.65/42.07/45.99 亿元(26-27 年前值为 40.26/44.85 亿元)，同比+16%/+12%/+9%。短期南宁与山东新项目将在 2026 年贡献增量；中长期老挝林地资源价值潜力巨大。我们认为，当前行业周期处于底部，公司作为龙头企业，兼具安全边际与向上弹性，维持“买入”评级。

#### 风险提示

市场竞争加剧、下游需求不及预期、原材料价格大幅波动、产能建设项目进度不及预期等

财务数据和估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	40,727	39,192	42,332	44,575	46,829
增长率	3%	-4%	8%	5%	5%
净利润(百万元)	3,101	3,251	3,765	4,207	4,599
增长率	1%	5%	16%	12%	9%
EPS(元/股)	1.11	1.16	1.35	1.51	1.65
市盈率(P/E)	13.7	13.1	11.3	10.1	9.2
市净率(P/B)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

数据来源：公司公告、华福证券研究所

### 基本数据

日期	2026-04-10
收盘价:	15.18 元
总股本/流通股本(百万股)	2,794.54/2,777.35
流通 A 股市值(百万元)	42,160.24
每股净资产(元)	10.91
资产负债率(%)	47.75
一年内最高/最低价(元)	17.68/13.10

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师:	李宏鹏(S0210524050017)
lhp30568@hfzq.com.cn	
分析师:	汪溢哲(S0210524050024)
wjz30579@hfzq.com.cn	

### 相关报告

- 1、太阳纸业\_25Q3 点评: 周期底部韧性凸显，新产能如期推进——2025.10.28
- 2、太阳纸业\_年报点评\_全年业绩平稳收官，25 年盈利预期趋势向上——2025.04.10
- 3、太阳纸业\_业绩快报点评\_Q4 业绩底部确立，25 年趋势向上——2025.02.27



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,197	2,540	2,675	7,566	营业收入	39,192	42,332	44,575	46,829
应收票据及账款	2,732	2,415	2,539	2,665	营业成本	33,083	35,289	37,000	38,815
预付账款	629	600	666	621	税金及附加	230	212	223	234
存货	5,477	5,612	5,885	5,031	销售费用	181	169	169	169
合同资产	0	0	0	0	管理费用	930	999	1,039	1,091
其他流动资产	2,478	2,963	3,521	3,231	研发费用	546	593	624	656
流动资产合计	13,514	14,131	15,285	19,114	财务费用	480	723	655	558
长期股权投资	324	324	324	324	信用减值损失	38	10	10	30
固定资产	39,754	40,397	39,979	38,589	资产减值损失	-18	-9	-9	-9
在建工程	1,909	2,009	2,059	2,559	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	2,263	2,424	2,603	2,782	投资收益	28	28	30	30
商誉	19	19	19	19	其他收益	87	50	50	50
其他非流动资产	807	794	781	774	<b>营业利润</b>	<b>3,835</b>	<b>4,425</b>	<b>4,945</b>	<b>5,407</b>
非流动资产合计	45,075	45,967	45,765	45,047	营业外收入	14	30	30	30
<b>资产合计</b>	<b>58,589</b>	<b>60,098</b>	<b>61,050</b>	<b>64,161</b>	营业外支出	21	21	21	21
短期借款	7,978	6,698	3,743	3,000	<b>利润总额</b>	<b>3,828</b>	<b>4,434</b>	<b>4,954</b>	<b>5,416</b>
应付票据及账款	5,417	5,576	6,179	6,443	所得税	580	672	751	821
预收款项	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>3,248</b>	<b>3,762</b>	<b>4,204</b>	<b>4,595</b>
合同负债	709	762	802	843	少数股东损益	-2	-3	-3	-3
其他应付款	773	773	773	773	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,251</b>	<b>3,765</b>	<b>4,207</b>	<b>4,599</b>
其他流动负债	3,760	3,787	3,804	3,825	EPS (按最新股本摊薄)	1.16	1.35	1.51	1.65
流动负债合计	18,636	17,596	15,300	14,884					
长期借款	8,934	8,734	8,784	8,834					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	407	407	407	407					
非流动负债合计	9,341	9,141	9,191	9,241					
<b>负债合计</b>	<b>27,977</b>	<b>26,737</b>	<b>24,491</b>	<b>24,125</b>					
归属母公司所有者权益	30,502	33,254	36,455	39,936					
少数股东权益	110	107	104	101					
<b>所有者权益合计</b>	<b>30,612</b>	<b>33,361</b>	<b>36,559</b>	<b>40,036</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>58,589</b>	<b>60,098</b>	<b>61,050</b>	<b>64,161</b>					

  

现金流量表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,956</b>	<b>6,681</b>	<b>7,223</b>	<b>9,237</b>
现金收益	6,226	7,197	7,613	7,879
存货影响	-725	-136	-272	854
经营性应收影响	-424	355	-181	-72
经营性应付影响	600	159	603	264
其他影响	-721	-895	-540	312
<b>投资活动现金流</b>	<b>-7,888</b>	<b>-3,576</b>	<b>-2,521</b>	<b>-1,977</b>
资本支出	-7,790	-3,616	-2,564	-2,014
股权投资	-20	0	0	0
其他长期资产变化	-78	40	43	37
<b>融资活动现金流</b>	<b>2,484</b>	<b>-2,762</b>	<b>-4,567</b>	<b>-2,369</b>
借款增加	3,534	-1,480	-2,906	-693
股利及利息支付	-1,602	-1,667	-1,712	-1,882
股东融资	0	0	0	0
其他影响	552	385	50	206

  

主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-3.8%	8.0%	5.3%	5.1%
EBIT 增长率	0.2%	19.7%	8.8%	6.5%
归母公司净利润增长率	4.8%	15.8%	11.7%	9.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	15.6%	16.6%	17.0%	17.1%
净利率	8.3%	8.9%	9.4%	9.8%
ROE	10.6%	11.3%	11.5%	11.5%
ROIC	8.7%	10.1%	10.9%	11.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	47.8%	44.5%	40.1%	37.6%
流动比率	0.7	0.8	1.0	1.3
速动比率	0.4	0.5	0.6	0.9
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转天数	19	18	17	17
存货周转天数	56	57	56	51
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.16	1.35	1.51	1.65
每股经营现金流	1.77	2.39	2.58	3.31
每股净资产	10.91	11.90	13.05	14.29
<b>估值比率</b>				
P/E	13	11	10	9
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	87	75	71	68

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn