

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

上次评级

姜文镗 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：一体化布局强化盈利稳定性，结构性成长可持续

2026年04月12日

报告内容摘要：

事件：公司发布 2025 年报。25 全年实现收入 391.92 亿元（同比-3.8%），归母净利润 32.51 亿元（同比+4.8%），扣非归母净利润 31.92 亿元（同比-1.3%）；25Q4 实现收入 102.56 亿元（同比+5.2%），归母净利润 7.51 亿元（同比+16.9%），扣非归母净利润 7.21 亿元（同比+12.0%）。

点评：根据我们判断，公司南宁项目 Q4 相继落地贡献增量，但受制于文纸价格低迷、原材料价格抬升，我们预计文纸吨盈利环比或略有下滑；同时，箱板纸利润修复，生活用纸浆纸匹配度提升盈利改善。展望 Q1，纸浆价格进一步提升，纸价涨价不顺，预计盈利环比 Q4 延续小幅改善。

浆纸系：25H2 双胶纸/铜版纸/生活用纸/淋膜原纸/其他纸（我们预计主要为特种纸）收入分别实现 39.94/17.89/14.10/5.35/22.77 亿元（同比分别 -0.9%/-11.1%/+43.5%/-2.8%/+11.3%，环比分别-5.0%/-11.2%/+9.4%/+14.6%/+14.7%），毛利率分别为 6.6%/12.8%/16.1%/-1.6%/11.1%（环比分别-7.8/-4.0/+6.7/-6.0/-5.1pct）。受益于南宁项目投产，生活用纸&其他纸收入增长显著；文纸/淋膜原纸等受制于价格承压，收入体量略承压。盈利方面，高价原材料逐步入库，但纸价传导不畅导致吨盈利边际下滑，我们预计 Q1 或仍处磨底阶段。此外，生活用纸提价持续落地（25Q4/26Q1 环比分别+0.5%/+4.3%）&南宁化学浆投产充分推动生活用纸盈利提升，我们预计 26Q1 改善趋势有望延续。

废纸系：25H2 箱板/瓦楞纸收入分别为 61.53/1.70 亿元（同比+7.4%/+100.8%，环比+17.9%/+135.6%），毛利率分别为 19.5%/12.1%（环比分别+4.3/+5.6pct）。收入表现靓丽主要受益于新增产能落地；盈利方面，25Q4 国废前期延续提升趋势、12 月高位回落；同时纸企成本压力传导顺畅，Q4 箱板/瓦楞均价环比分别+8.6%/+16.9%，吨盈利环比稳步扩张。展望未来，国废/箱板/瓦楞价格 26Q1 环比分别-7.4%/-6.1%/-10.7%，我们判断废纸系吨盈利 26Q1 或将维持平稳。

聚焦产能爬坡，H2 成长延续。2025 年底公司浆纸产能合计已突破 1400 万吨，南宁二期 25H2 相继落地、山东 14 万吨特纸项目二期 26M1 投产，我们判断当前新增产能仍在爬坡阶段，26H1 产销量环比均有望呈现上扬趋势。此外，山东 60 万吨化学浆/70 万吨包装纸均有望于 26Q3 末进入试产阶段，浆纸成长延续。

费用稳步优化，内控管理优势突出。25Q4 公司毛利率为 15.34%（同比+0.41pct、环比+1.28pct），净利率为 7.32%（同比+0.73pct、环比-0.01pct）；费用表现来看，25Q4 期间费用率为 5.41%（同比-1.25pct），其中销售/研发/管理/财务费用率分别为 0.49%/1.41%/2.30%/1.22%（同比分别+0.03/-0.10/-0.33/-0.85pct）。全年来看，25 年公司期间费用率为 5.5%（同比-1.0pct），延续逐年递减态势、较 20 年已-2.4pct。行业供需矛盾突出、企业生存难度加大，公司未来有望凭借突出内控管理优势、全产业链布局优势，实现远期份额扩张。此外，25Q4 经营性现金流净额为 16.33 亿元（同比-10.59 亿元），存货/应收/应付周转天数分别为 55.65/19.08/45.65 天（同

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

比+6.57/+1.36/+2.38 天)。

盈利预测: 我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 35.7、40.4、43.6 亿元, 对应 PE 为 11.9X、10.5X、9.7X。

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	42,836	46,070	48,292
增长率 YoY %	3.0%	-3.8%	9.3%	7.5%	4.8%
归属母公司净利润 (百万元)	3,101	3,251	3,565	4,035	4,364
增长率 YoY%	0.5%	4.8%	9.7%	13.2%	8.2%
毛利率%	16.0%	15.6%	15.4%	16.0%	16.1%
净资产收益率ROE%	10.8%	10.7%	10.8%	11.2%	11.1%
EPS(摊薄)(元)	1.11	1.16	1.28	1.44	1.56
市盈率 P/E(倍)	13.68	13.05	11.90	10.51	9.72
市净率 P/B(倍)	1.48	1.39	1.28	1.17	1.08

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 4 月 10 日收盘价

单位:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	12,762	13,514	13,515	20,214	27,604
货币资金	3,234	2,197	2,115	7,559	14,637
应收票据	365	632	538	661	650
应收账款	2,054	2,100	2,228	2,432	2,530
预付账款	501	629	610	694	704
存货	4,752	5,477	5,515	6,149	6,303
其他	1,856	2,478	2,511	2,720	2,780
非流动资产	39,864	45,075	48,966	46,562	43,487
长期股权投资	304	324	324	324	324
固定资产(合计)	33,101	39,754	42,431	41,710	39,518
无形资产	2,068	2,263	2,183	2,104	2,024
其他	4,393	2,735	4,028	2,424	1,621
资产总计	52,626	58,589	62,482	66,776	71,091
流动负债	16,986	18,636	19,375	20,168	20,740
短期借款	6,417	7,978	8,478	8,478	8,778
应付票据	954	926	1,012	1,082	1,133
应付账款	3,900	4,491	4,524	5,043	5,170
其他	5,715	5,241	5,361	5,565	5,659
非流动负债	6,914	9,341	9,841	10,341	10,841
长期借款	6,426	8,934	9,434	9,934	10,434
其他	487	407	407	407	407
负债合计	23,899	27,977	29,215	30,509	31,581
少数股东权益	113	110	119	125	130
归属母公司股东权益	28,614	30,502	33,147	36,142	39,381
负债和股东权益	52,626	58,589	62,482	66,776	71,091

单位:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	40,727	39,192	42,836	46,070	48,292
同比(%)	3.0%	-3.8%	9.3%	7.5%	4.8%
归属母公司净利润	3,101	3,251	3,565	4,035	4,364
同比(%)	0.5%	4.8%	9.7%	13.2%	8.2%
毛利率(%)	16.0%	15.6%	15.4%	16.0%	16.1%
ROE%	10.8%	10.7%	10.8%	11.2%	11.1%
EPS(摊薄)(元)	1.11	1.16	1.28	1.44	1.56
P/E	13.68	13.05	11.90	10.51	9.72
P/B	1.48	1.39	1.28	1.17	1.08
EV/EBITDA	7.99	9.05	7.40	6.11	5.19

单位:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	40,727	39,192	42,836	46,070	48,292
营业成本	34,205	33,083	36,226	38,700	40,518
营业税金及附加	206	230	235	252	271
销售费用	177	181	193	203	212
管理费用	985	930	1,007	1,060	1,111
研发费用	762	546	600	645	724
财务费用	716	480	517	568	402
减值损失合计	-20	21	0	0	0
投资净收益	34	28	30	34	35
其他	-77	46	73	92	97
营业利润	3,613	3,835	4,161	4,769	5,184
营业外收支	-31	-7	-5	-14	-14
利润总额	3,582	3,828	4,156	4,755	5,170
所得税	471	580	582	713	801
净利润	3,111	3,248	3,574	4,042	4,369
少数股东损益	10	-2	9	6	5
归属母公司净利润	3,101	3,251	3,565	4,035	4,364
EBITDA	6,855	6,829	8,282	9,227	9,647
EPS(当年)(元)	1.11	1.16	1.28	1.44	1.56

单位:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金	8,500	4,956	7,940	8,106	9,050
净利润	3,111	3,248	3,574	4,042	4,369
折旧摊销	2,388	2,500	3,609	3,904	4,075
财务费用	531	440	614	642	666
投资损失	-34	-28	-30	-34	-35
营运资金变动	2,255	-1,318	154	-461	-40
其它	249	113	18	14	14
投资活动现金流	-5,550	-7,888	-7,488	-1,480	-979
资本支出	-5,557	-7,896	-7,518	-1,514	-1,014
长期投资	-2	0	0	0	0
其他	9	7	30	34	35
筹资活动现金流	-2,580	2,484	-534	-1,182	-992
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	-1,938	4,069	1,000	500	800
支付利息或股息	-1,367	-1,602	-1,534	-1,682	-1,792
现金流净增加额	369	-449	-82	5,444	7,078

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了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。