

# 太阳纸业 (002078)

证券研究报告

2026年04月13日

## 扎实运营构建护城河

### 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%；归属于母公司的净利润 32.51 亿元，同比+4.82%；扣非净利润 31.92 亿元，同比-1.33%；

2025 年 Q4 公司实现营业收入 102.56 亿元，同比+5.17%；归属于母公司的净利润 7.51 亿元，同比+16.89%；扣非净利润 7.21 亿元，同比+11.98%。

2025 年受下游消费需求复苏波折、产品同质化竞争加剧以及原材料成本高位运行的多重挤压，行业利润空间被显著压缩，出现“增产不增收、量增利减”的现象。公司始终坚持战略定力，秉持价值与效益优先的经营准则，稳扎稳打筑牢经营基本盘，持之以恒夯实产业硬支撑。

2025 年公司拟每 10 股派现金红利 2 元（含税），合计现金分红 5.59 亿元。

### 南宁基地扩张带动产销增长，精益管理优势显著

**浆纸系：**2025 年公司双胶纸收入 81.97 亿元，同比-8.53%，毛利率 10.59%，同比-1.86pct；铜版纸收入 38.05 亿元，同比-7.92%，毛利率 14.95%，同比+0.11pct；生活用纸收入 26.99 亿元，同比+33.47%，毛利率 12.94%，同比+1.07pct；淋膜原纸收入 10.02 亿元，同比+0.82%，毛利率 1.17%，同比-6.72pct。

溶解浆收入 29.08 亿元，同比-29.06%，毛利率 18.04%，同比-6.34pct；化机浆收入 14.51 亿元，同比-9.24%，毛利率 25.06%，同比+2.38pct；化学浆收入 12.44 亿元，同比-12.51%，毛利率 18.83%，同比-0.94pct。

得益于 25 年下半年广西南宁子公司四条生活用纸产线、40 万吨特种纸生产线、35 万吨漂白化学木浆生产线和年产 15 万吨机械木浆生产线及相关配套设施陆续投产，纸制品产销量同比增加。

然而我们预计下游消费需求、行业竞争及原材料成本等因素或对价格及盈利产生负面影响；公司始终把创新作为第一动力，各业务板块深入落实差异化创新战略，持续深化精益管理，制浆业务团队对标改善成效显著，生活用纸业务团队充分发挥原料优势，多个技改项目 25 年顺利落地，此外综合采购创新模式，节降效果突出，我们预计仍具备超额盈利优势。

**废纸系：**2025 年公司牛皮箱板纸收入 113.74 亿元，同比+4.05%，毛利率 17.71%，同比+2.49pct；25 年南宁园区 PM11 和 PM12 两条高档包装纸生产线投产，此外箱板纸业务团队全成本节降成果亮眼，维持较高毛利。

### 26 年山东基地产能结构及成本管控能力有望优化

截至 25 年末，公司年浆纸产能超过 1400 万吨，公司是中国造纸行业中纸产品、浆产品配置齐全的企业之一。此外，公司已基本完成广西基地南宁园区项目布局，山东、广西和老挝“三大基地”初步确立了规模化的一体化产业格局，资源端、制造端与市场端的要素配置更趋合理。

展望 26 年，公司山东基地颜店厂区年产 60 万吨漂白化学浆及碱回收等配套工程项目预计将在 2026 年三季度进入试产阶段，将使公司山东基地的漂白化学浆的产能实现突破，有效减少基地相关产品生产对外购漂白木浆的依赖，同时将大幅增加山东基地的自制浆生产能力，进一步提升山东基地在成本端的管控能力；

同时，山东基地年产 70 万吨高档包装纸项目预计 2026 年三季度进入试产阶段，可以和宏河厂区的现有包装纸产能形成更合理的产品档次搭配，形成更具竞争力的规模优势，并可以充分利用山东基地现有的新型纤维原料和当地的物流、能源等优势，提升山东基地在成本端的管控能力和生产经

### 投资评级

行业	轻工制造/造纸
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	14.52 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	2,794.54
流通 A 股股本(百万股)	2,777.35
A 股总市值(百万元)	40,576.65
流通 A 股市值(百万元)	40,327.19
每股净资产(元)	10.91
资产负债率(%)	47.75
一年内最高/最低(元)	17.68/13.10

### 作者

<b>孙海洋</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
<b>张彤</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110525100002	
zhangtong@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《太阳纸业-公司点评:人民币升值及大宗涨价预期或带动盈利改善》 2026-01-30
- 《太阳纸业-季报点评:25Q4 改善可期》 2025-11-01
- 《太阳纸业-半年报点评:下半年南宁产能预计有序释放》 2025-09-08

营效益。

### 调整盈利预测，维持“买入”评级

根据 25 年业绩情况，考虑外部复杂环境，我们调整盈利预期，预计 26-28 年归母净利润分别为 36.0/40.5/44.6 亿元( 26-27 年前值 38.26/45.03 亿元 )，对应 PE 分别为 11X/10X/9X。

**风险提示：**市场竞争加剧风险，原材料价格波动风险，汇率变动风险，新增产能投放不及预期风险等

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	40,726.52	39,191.56	42,734.38	46,276.61	49,399.81
增长率(%)	2.99	(3.77)	9.04	8.29	6.75
EBITDA(百万元)	7,554.31	7,282.20	7,910.10	8,725.70	9,408.74
归属母公司净利润(百万元)	3,101.26	3,250.62	3,604.51	4,050.83	4,461.89
增长率(%)	0.50	4.82	10.89	12.38	10.15
EPS(元/股)	1.11	1.16	1.29	1.45	1.60
市盈率(P/E)	13.08	12.48	11.26	10.02	9.09
市净率(P/B)	1.42	1.33	1.21	1.10	1.00
市销率(P/S)	1.00	1.04	0.95	0.88	0.82
EV/EBITDA	7.14	8.39	7.17	6.50	5.74

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	3,233.73	2,197.09	3,290.91	4,018.55	6,151.53	营业收入	40,726.52	39,191.56	42,734.38	46,276.61	49,399.81
应收票据及应收账款	2,418.98	2,732.48	2,507.20	3,207.68	3,009.24	营业成本	34,205.25	33,083.42	35,783.60	38,661.29	41,224.50
预付账款	501.10	629.02	598.47	689.47	709.10	营业税金及附加	205.93	230.40	213.67	222.13	222.30
存货	4,751.72	5,476.86	5,018.26	6,259.51	6,027.82	销售费用	176.53	181.48	170.94	171.22	177.84
其他	1,856.04	2,478.27	2,422.83	2,260.36	2,403.28	管理费用	984.94	929.89	982.89	1,045.85	1,111.50
<b>流动资产合计</b>	<b>12,761.57</b>	<b>13,513.72</b>	<b>13,837.67</b>	<b>16,435.58</b>	<b>18,300.96</b>	研发费用	762.03	545.53	726.48	763.56	810.16
长期股权投资	303.59	323.89	323.89	323.89	323.89	财务费用	716.05	479.55	627.05	635.03	623.46
固定资产	33,100.64	39,753.75	43,028.87	44,810.84	46,074.59	资产/信用减值损失	(20.45)	20.65	0.10	(2.04)	(0.97)
在建工程	3,465.56	1,908.99	1,511.33	1,844.88	2,255.92	公允价值变动收益	(1.45)	(0.36)	0.00	0.00	0.00
无形资产	2,067.61	2,262.83	2,370.68	2,450.83	2,506.18	投资净收益	34.35	27.75	26.23	27.30	28.91
其他	927.05	825.92	874.11	833.23	823.21	其他	(75.60)	46.15	13.66	(5.26)	18.18
<b>非流动资产合计</b>	<b>39,864.45</b>	<b>45,075.38</b>	<b>48,108.87</b>	<b>50,263.67</b>	<b>51,983.79</b>	<b>营业利润</b>	<b>3,612.64</b>	<b>3,835.50</b>	<b>4,269.75</b>	<b>4,797.53</b>	<b>5,276.18</b>
<b>资产总计</b>	<b>52,626.02</b>	<b>58,589.10</b>	<b>61,946.54</b>	<b>66,699.24</b>	<b>70,284.75</b>	营业外收入	11.34	14.08	12.71	13.40	13.05
短期借款	6,416.80	7,978.35	8,214.00	8,746.00	9,354.00	营业外支出	42.05	21.24	23.85	29.05	24.71
应付票据及应付账款	4,853.40	5,416.65	5,188.88	6,273.76	6,138.90	<b>利润总额</b>	<b>3,581.93</b>	<b>3,828.34</b>	<b>4,258.60</b>	<b>4,781.88</b>	<b>5,264.52</b>
其他	5,715.37	5,241.08	5,395.41	5,392.55	5,904.34	所得税	471.17	580.15	645.35	724.65	797.79
<b>流动负债合计</b>	<b>16,985.57</b>	<b>18,636.08</b>	<b>18,798.29</b>	<b>20,412.31</b>	<b>21,397.25</b>	<b>净利润</b>	<b>3,110.76</b>	<b>3,248.19</b>	<b>3,613.25</b>	<b>4,057.23</b>	<b>4,466.73</b>
长期借款	6,426.19	8,934.11	9,043.00	8,934.00	7,835.00	少数股东损益	9.51	(2.43)	8.74	6.39	4.84
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3,101.26</b>	<b>3,250.62</b>	<b>3,604.51</b>	<b>4,050.83</b>	<b>4,461.89</b>
其他	487.32	406.81	569.38	487.84	488.01	每股收益(元)	1.11	1.16	1.29	1.45	1.60
<b>非流动负债合计</b>	<b>6,913.51</b>	<b>9,340.93</b>	<b>9,612.38</b>	<b>9,421.84</b>	<b>8,323.01</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
<b>负债合计</b>	<b>23,899.08</b>	<b>27,977.00</b>	<b>28,410.67</b>	<b>29,834.14</b>	<b>29,720.26</b>	<b>成长能力</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
少数股东权益	112.91	109.95	116.86	122.05	126.11	营业收入	2.99%	-3.77%	9.04%	8.29%	6.75%
股本	2,794.54	2,794.54	2,794.54	2,794.54	2,794.54	营业利润	9.59%	6.17%	11.32%	12.36%	9.98%
资本公积	3,643.28	3,643.28	3,643.28	3,643.28	3,643.28	归属于母公司净利润	0.50%	4.82%	10.89%	12.38%	10.15%
留存收益	21,388.96	23,521.76	26,371.73	29,658.81	33,401.08	<b>获利能力</b>					
其他	787.26	542.57	609.47	646.43	599.49	毛利率	16.01%	15.59%	16.27%	16.46%	16.55%
<b>股东权益合计</b>	<b>28,726.94</b>	<b>30,612.10</b>	<b>33,535.88</b>	<b>36,865.10</b>	<b>40,564.49</b>	净利率	7.61%	8.29%	8.43%	8.75%	9.03%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>52,626.02</b>	<b>58,589.10</b>	<b>61,946.54</b>	<b>66,699.24</b>	<b>70,284.75</b>	ROE	10.84%	10.66%	10.79%	11.02%	11.03%
						ROIC	9.49%	8.93%	8.74%	9.30%	9.47%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	资产负债率	45.41%	47.75%	45.86%	44.73%	42.29%
净利润	3,110.76	3,248.19	3,604.51	4,050.83	4,461.89	净负债率	45.87%	57.98%	50.33%	45.66%	34.70%
折旧摊销	2,385.73	2,498.11	3,013.70	3,270.32	3,511.87	流动比率	0.75	0.73	0.74	0.81	0.86
财务费用	530.75	440.38	627.05	635.03	623.46	速动比率	0.47	0.43	0.47	0.50	0.57
投资损失	(34.35)	(27.75)	(26.23)	(27.30)	(28.91)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	3,138.71	(1,844.91)	932.71	(1,088.67)	787.26	应收账款周转率	17.18	15.22	16.31	16.20	15.89
其它	(631.90)	642.04	8.74	6.39	4.84	存货周转率	8.73	7.66	8.14	8.21	8.04
<b>经营活动现金流</b>	<b>8,499.71</b>	<b>4,956.06</b>	<b>8,160.47</b>	<b>6,846.60</b>	<b>9,360.41</b>	总资产周转率	0.79	0.70	0.71	0.72	0.72
资本支出	4,923.40	7,863.34	5,836.44	5,547.54	5,241.83	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	26.15	20.30	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.11	1.16	1.29	1.45	1.60
其他	(10,499.94)	(15,772.03)	(11,809.20)	(10,986.24)	(10,454.92)	每股经营现金流	3.04	1.77	2.92	2.45	3.35
<b>投资活动现金流</b>	<b>(5,550.39)</b>	<b>(7,888.39)</b>	<b>(5,972.77)</b>	<b>(5,438.70)</b>	<b>(5,213.09)</b>	每股净资产	10.24	10.91	11.96	13.15	14.47
债权融资	(1,217.35)	3,054.44	(404.41)	47.73	(1,247.00)	<b>估值比率</b>					
股权融资	(538.42)	(524.14)	(689.47)	(728.00)	(767.34)	市盈率	13.08	12.48	11.26	10.02	9.09
其他	(824.43)	(46.47)	0.00	0.00	0.00	市净率	1.42	1.33	1.21	1.10	1.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2,580.20)</b>	<b>2,483.83</b>	<b>(1,093.88)</b>	<b>(680.27)</b>	<b>(2,014.34)</b>	EV/EBITDA	7.14	8.39	7.17	6.50	5.74
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	10.38	12.69	11.58	10.40	9.15
<b>现金净增加额</b>	<b>369.12</b>	<b>(448.50)</b>	<b>1,093.82</b>	<b>727.64</b>	<b>2,132.97</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com