

太阳纸业(002078)

报告日期: 2026年04月14日

林浆纸一体化优势凸显，中期成长稳健

——太阳纸业点评报告

投资要点

□ 公司公告

2025年公司收入391.92亿元，同比-3.77%，归母净利润32.5亿元，同比+4.8%，扣非利润31.92亿元，同比-1.3%，其中Q4收入102.56亿元，同比+5.17%，归母净利润7.51亿元，同比+16.89%，扣非利润为7.21亿元，同比+11.98%，行业压力期超额显著，Q4环比改善。同时公司宣布年末分红每股0.2元/股，合计分红5.59亿元，包括三季报分红后25年合计分红8.38亿元，分红率35.3%。

□ 25Q4文化纸拖累，广西二期投产驱动环比改善

2025年分产品看，公司双胶纸/铜版纸/牛皮箱板纸/溶解浆/化机浆/化学浆营收82.0/38.0/113.7/29.1/14.5/12.4亿元，同比-8.5%/-7.9%/+4.1%/-29.1%/-9.2%/-12.5%，毛利率10.6%/15.0%/17.7%/18.0%/25.1%/18.8%，同比-1.9pct/+0.1pct/+2.5pct/-6.3pct/+2.4pct/-0.9pct。

具体看：

(1) 文化纸：25Q4需求承压，晨鸣复产冲击，文化纸跟随调整，25Q4双胶纸均价4732元/吨，环比下降4.3%，考虑成本提升毛利率下降盈利走弱，26Q1以来文化纸底部稳定，预计综合盈利能力环比稳定。

(2) 溶解浆：受替代产品莱赛尔冲击以及需求不佳，25Q4溶解浆均价6409元/吨，环比-2%，综合盈利能力承压，当前跟踪Q1延续下行趋势，预计盈利有所走弱。

(3) 箱板纸：25Q4箱板3809元/吨（环比+8.8%），瓦楞3091元/吨（环比+16.9%）；原材料方面国废1790元/吨（环比+15.1%），旺季纸价快速提升，盈利能力改善。25年末纸价快速下行，但26年春节后纸价有所修复，综合预计26Q1箱板瓦楞盈利稳定。

□ 周期底部盈利能力稳健，林浆纸一体化优势突出

2025年毛利率15.59%，同比-0.43pct，期间费用率5.45%，同比-1.03pct，其中管理与研发费用率3.76%，同比-0.52pct，财务费用率1.22%，同比-0.53pct，费用控制良好。25年资产负债率47.75%，同比+2.34pct，资本开支79.29亿元，较24年增长23.47亿。

□ 南宁二期Q1贡献增量驱动增长，山东基地投产26年贡献增量

25年公司广西基地南宁园区林浆纸一体化技改及配套产业园（二期）项目、山东基地颜店厂区特种纸项目、山东基地兖州本部溶解浆生产线搬迁改造项目等共计8台纸机、3条浆线顺利投产，企业整体发展规模迈上新的台阶，预计将为26Q1贡献增量。

此外公司继续推进山东颜店60万吨化学浆与70万吨高档包装纸项目，随着产能逐步释放，26年业绩预期稳健增长，且随着公司老挝林地建设加速，木片自给率提升、深化原料配套壁垒，周期波动中盈利确定性更强。

□ 盈利预测与投资建议

公司为多元化纸种、林浆纸一体化领先的造纸龙头，老挝基地木片资源壁垒深厚。预计26-28年分别营收422.0/450.0/473.6亿元，同比分别+8%/+7%/+5%；归母净利润35.5/39.3/43.8亿元，同比+9%/+10%/+12%，对应PE分别为11X/10X/9X，维持“买入”评级。

投资评级：买入(维持)

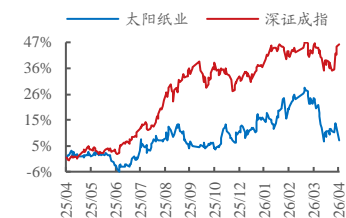
分析师：史凡可
执业证书号：S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

分析师：曾伟
执业证书号：S1230524090011
zengwei@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥14.52
总市值(百万元)	40,576.65
总股本(百万股)	2,794.54

股票走势图



相关报告

- 《底部夯实，25Q4预期改善》2025.11.06
- 《林浆纸一体化优势显著，期待旺季向上》2025.09.05
- 《24A业绩符合预期，看好25年利润稳增》2025.04.11

□ 风险提示

下游景气度波动，原材料价格大幅波动，主要产品价格大幅下降。

财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	39,192	42,202	44,998	47,357
(+/-) (%)	-3.77%	7.68%	6.63%	5.24%
归母净利润	3,251	3,553	3,925	4,384
(+/-) (%)	4.82%	9.30%	10.47%	11.69%
每股收益(元)	1.16	1.27	1.40	1.57
P/E	12.48	11.42	10.34	9.26

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	13,514	15,693	19,465	21,766
现金	2,197	6,675	8,232	10,759
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	2,732	3,240	4,106	4,087
其它应收款	73	77	83	86
预付账款	629	601	632	693
存货	5,477	4,357	5,619	5,298
其他	2,405	743	793	843
非流动资产	45,075	46,119	48,173	49,618
金融资产类	133	133	133	133
长期投资	324	347	370	392
固定资产	39,754	40,320	41,732	42,565
无形资产	2,263	2,428	2,610	2,791
在建工程	1,909	2,211	2,656	3,073
其他	693	681	673	665
资产总计	58,589	61,813	67,639	71,384
流动负债	18,636	18,303	20,200	19,560
短期借款	7,978	8,178	8,378	8,578
应付款项	5,417	4,909	6,413	5,440
预收账款	0	0	0	0
其他	5,241	5,216	5,409	5,541
非流动负债	9,341	9,341	9,341	9,341
长期借款	8,934	8,934	8,934	8,934
其他	407	407	407	407
负债合计	27,977	27,644	29,541	28,901
少数股东权益	110	114	118	120
归属母公司股东权	30,502	34,055	37,980	42,364
负债和股东权益	58,589	61,813	67,639	71,384

利润表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	39,192	42,202	44,998	47,357
营业成本	33,083	35,401	37,411	39,302
营业税金及附加	230	232	246	266
营业费用	181	190	202	215
管理费用	930	1,000	1,008	1,061
研发费用	546	587	625	658
财务费用	480	838	997	842
资产减值损失	(18)	0	2	3
公允价值变动损益	(0)	0	0	0
投资净收益	28	29	34	34
其他经营收益	87	93	90	85
营业利润	3,835	4,032	4,540	5,070
营业外收支	(7)	(7)	(7)	(7)
利润总额	3,828	4,025	4,533	5,062
所得税	580	468	603	677
净利润	3,248	3,557	3,929	4,386
少数股东损益	(2)	4	4	2
归属母公司净利润	3,251	3,553	3,925	4,384
EBITDA	6,829	8,180	9,046	9,529
EPS (最新摊薄)	1.16	1.27	1.40	1.57

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	-3.77%	7.68%	6.63%	5.24%
营业利润	6.17%	5.12%	12.60%	11.67%
归属母公司净利润	4.82%	9.30%	10.47%	11.69%
获利能力				
毛利率	15.59%	16.11%	16.86%	17.01%
净利率	8.29%	8.42%	8.72%	9.26%
ROE	10.66%	10.43%	10.33%	10.35%
ROIC	7.26%	7.94%	8.30%	8.16%

现金流量表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	4,956	9,043	7,340	7,820
净利润	3,248	3,557	3,929	4,386
折旧摊销	2,500	3,295	3,450	3,588
财务费用	440	404	414	424
投资损失	(28)	(29)	(34)	(34)
营运资金变动	(1,318)	1,766	(518)	(614)
其它	113	51	99	70
投资活动现金流	(7,888)	(4,361)	(5,570)	(5,070)
资本支出	(7,896)	(4,360)	(5,574)	(5,073)
长期投资	0	(31)	(29)	(30)
其他	7	29	34	34
筹资活动现金流	2,484	(204)	(214)	(224)
短期借款	1,562	200	200	200
长期借款	2,508	0	0	0
其他	(1,586)	(404)	(414)	(424)
现金净增加额	(449)	4,478	1,557	2,527

	2025A	2026E	2027E	2028E
偿债能力				
资产负债率	47.75%	44.72%	43.67%	40.49%
净负债比率	58.05%	39.49%	31.85%	23.09%
流动比率	0.73	0.86	0.96	1.11
速动比率	0.36	0.55	0.61	0.76
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.70	0.70	0.68
应收账款周转率	18.87	24.00	25.17	23.23
应付账款周转率	7.89	8.09	8.09	8.02
每股指标(元)				
每股收益	1.16	1.27	1.40	1.57
每股经营现金	1.77	3.24	2.63	2.80
每股净资产	10.91	12.19	13.59	15.16
估值比率				
P/E	12.48	11.42	10.34	9.26
P/B	1.33	1.19	1.07	0.96
EV/EBITDA	9.05	6.84	6.03	5.48

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>