

轻工制造

2026年04月28日

太阳纸业 (002078)

——2025 年报点评：业绩体现经营韧性，新增产能提供成长支撑

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2026年04月27日

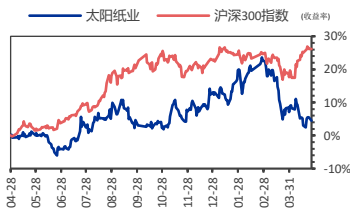
收盘价(元) 14.41
 一年内最高/最低(元) 17.68/13.10
 市净率 1.3
 股息率%(分红/股价) 2.78
 流通A股市值(百万元) 40,022
 上证指数/深证成指 4,086.34/14,995.75

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025年12月31日

每股净资产(元) 10.91
 资产负债率% 47.75
 总股本/流通A股(百万) 2,795/2,777
 流通B股/H股(百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003
 tuyt@swsresearch.com
 黄莎 A0230522010002
 huangsha@swsresearch.com
 张海涛 A0230524080003
 zhanght@swsresearch.com

联系人

张海涛 A0230524080003
 zhanght@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司发布 2025 年报，业绩表现符合预期。**2025 年实现收入 391.92 亿元，同比下滑 3.8%，归母净利润 32.51 亿元，同比增长 4.8%，扣非净利润 31.92 亿元，同比下滑 1.3%；2025Q4 单季收入 102.56 亿元，同比增长 5.2%，归母净利润 7.51 亿元，同比增长 16.9%，扣非净利润 7.21 亿元，同比增长 12.0%。2025 年报每股派息 0.2 元，叠加三季报每股派息 0.1 元，合计分红率为 25.8%。
- **文化纸：价格触底，浆价上行有望带动文化纸企稳。**文化纸受需求疲软及新增产能较多影响，价格持续创新低，2025 年公司非涂布文化纸/铜版纸单价估计分别下降 12%/8%，毛利率分别为 11.6%/14.9%，分别-1.8/+0.1pct。目前文化纸行业普遍亏损，且用浆成本持续提涨，对文化纸价格构成支撑，4-5 月为文化纸招投标旺季，纸价有望逐渐企稳。
- **箱板瓦楞纸：行业景气上行，公司产能持续扩张。**2025 年公司箱板瓦楞纸实现收入 116.17 亿元，同比增长 4.8%，毛利率 17.5%，同比提升 2.4pct。箱板瓦楞纸行业供需趋于改善，2025 年景气触底回升，尤其 2025Q4 受国废成本驱动、以及需求旺季，纸价底部向上反弹，根据卓创资讯，2025Q4 箱板纸/瓦楞纸均价分别为 3809/3091 元/吨，分别环比+307/+447 元/吨，而同期国废均价 1790 元/吨，环比+235 元/吨，成品纸价格涨幅大于国废，预计 2025Q4 箱板瓦楞纸盈利环比扩张。公司国内南宁新产能投产，后续山东基地仍有 70 万吨规划，持续贡献增量。展望未来，伴随进口纸和国内供给缩量，及箱瓦纸需求自然增长，箱板瓦楞纸供需有望逐渐改善，且箱板瓦楞纸下游主要为消费相关，后续具备顺周期向上弹性。
- **浆类产品：加大自用比例，后续浆价上行贡献利润增量。**2025 年公司溶解浆/化学浆/化机浆分别实现收入 29.08/12.44/14.51 亿元，分别同比-29.1%/-12.5%/-9.2%，毛利率分别为 18.0%/18.8%/25.1%，分别同比-6.3/-0.9/+2.4pct。溶解浆受终端需求低迷影响，盈利收缩较为明显，公司部分溶解浆线转产化学浆、本色浆，提升木浆自给比例。公司化学浆、化机浆主要对集团销售，盈利相对稳定。目前海外浆厂控产意愿强烈，国内木浆产能投放放缓，外盘浆价持续上行，预计 2026Q1 木浆盈利有望环比改善。
- **中长期林浆纸一体化推进，增长潜力充足。**1) **林地：**2011 年公司建立高标准的组培、育苗基地进行树种培育优化，2017 年开始大面积造林，2023 年起老挝基地的林地种植迈入快车道。公司采取自营林和百姓合作林双模式推进，短期内计划每年新增 1 万公顷以上的林地种植面积。2) **浆纸：**公司 3.4 万吨特种纸项目已于 2025 年 4 月投产，南宁 100 万吨包装纸、30 万吨生活用纸及后加工生产线二期工程、40 万吨特种纸+50 万吨木浆，于 2025H2 陆续投产，14 万吨特种纸二期于 2026 年 1 月投产，此外山东颜店基地还有 60 万吨化学浆+70 万吨高档箱板纸产能规划，预计于 2026Q3 投产，新增项目有望奠定后续增长基础，三大基地协同效应进一步强化。

财务数据及盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	40,727	39,192	44,523	46,881	47,663
同比增长率(%)	3.0	-3.8	13.6	5.3	1.7
归母净利润(百万元)	3,101	3,251	3,665	4,150	4,525
同比增长率(%)	0.5	4.8	12.7	13.2	9.0
每股收益(元/股)	1.11	1.16	1.31	1.49	1.62
毛利率(%)	16.0	15.6	15.1	16.1	16.7
ROE(%)	10.8	10.7	11.0	11.5	11.5
市盈率	13	12	11	10	9

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

- 木浆价格持续上行，文化纸进入需求旺季，纸价有望逐渐企稳。箱板瓦楞纸逐渐迎来供需拐点，盈利中枢上行。公司浆纸多品种布局对抗周期扰动，林浆纸一体优化成本，逆周期产能投放收获景气改善红利，卓越战略眼光持续贡献超额收益。公司为行业管理标杆、人才梯队稳健，团队稳定，凝聚力和员工自驱力强大，精益管理提升生产效率，成本控制优于同行，新增产能投放持续增厚底部利润。我们略微下调公司2026-2027年归母净利润预测至36.65/41.50亿元（前值为37.18/42.18亿元），新增2028年归母净利润预测45.25亿元，分别同比增长12.7%/13.2%/9.0%，对应2026-2028年PE分别为11/10/9X，维持“买入”评级！
- 风险提示：造纸新增产能供给过剩，终端需求恢复缓慢。

财务摘要

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	40,727	39,192	44,523	46,881	47,663
其中：营业收入	40,727	39,192	44,523	46,881	47,663
减：营业成本	34,205	33,083	37,782	39,341	39,712
减：税金及附加	206	230	262	276	280
主营业务利润	6,316	5,879	6,479	7,264	7,671
减：销售费用	177	181	178	188	191
减：管理费用	985	930	980	1,125	1,144
减：研发费用	762	546	601	656	667
减：财务费用	716	480	597	545	483
经营性利润	3,676	3,742	4,123	4,750	5,186
加：信用减值损失(损失以“-”填列)	-11	38	0	0	0
加：资产减值损失(损失以“-”填列)	-9	-18	0	0	0
加：投资收益及其他	129	115	153	161	161
营业利润	3,613	3,835	4,277	4,911	5,346
加：营业外净收入	-31	-7	-3	-15	-7
利润总额	3,582	3,828	4,274	4,896	5,339
减：所得税	471	580	591	725	792
净利润	3,111	3,248	3,683	4,171	4,548
少数股东损益	10	-2	18	21	23
归属于母公司所有者的净利润	3,101	3,251	3,665	4,150	4,525

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhy.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。