

文化纸承压下凸显经营韧性，期待新产能贡献增量

核心观点

25年公司营收391.92亿元/-3.8%，归母净利润32.51亿元/+4.8%；26Q1公司营收100.83亿元/+1.9%，归母净利润9.06亿元/+2.3%，造纸行业承压运行，公司经营韧性凸显。25年公司纸销量799万吨/+6.4%，新产线投产带动销量增长，25年纸产品平均吨售价3733元/-6.6%，主要系行业浆纸价格下滑，25年公司浆销量130万吨/-11.0%，主要系外售浆量减少。分产品看，25年及26Q1箱板纸、生活用纸盈利表现较好，文化纸、白卡纸承压，溶解浆贡献减少。产能方面，25年以来公司9台纸机、3条浆线顺利投产，截至26年3月末，公司浆纸总产能超过1400万吨，26年公司产能建设重点为山东颜店项目。展望26年，新产能释放贡献增量值得期待，文化纸或仍在磨底，箱板纸静待旺季盈利向上，溶解浆有望受益于棉花、涤纶等价格上行景气度提升。

事件

公司发布2026年一季报。26Q1公司实现营收100.83亿元/+1.9%，归母净利润9.06亿元/+2.3%，扣非归母净利润8.86亿元/+0.4%。

公司发布2025年报。2025年公司实现营收391.92亿元/-3.8%，归母净利润32.51亿元/+4.8%，扣非归母净利润31.92亿元/-1.3%，经营活动净现金流为49.56亿元/-41.7%；基本EPS为1.16元/+4.50%，ROE（加权）为10.93%/-0.45pct。公司拟派发现金红利每10股2元（含税），加上三季度分红，全年现金分红合计8.38亿元，股利支付率25.8%。公司年末资产负债率47.75%/+2.34pct。

单季度看，25Q4公司实现营收102.56亿元/+5.17%，归母净利润7.51亿元/+16.89%，扣非归母净利润7.21亿元/+11.98%。

简评

25年公司收入微降，纸产品量增价减，主要系行业浆纸价格下滑影响。1) 量价拆分：25年公司纸销量799万吨/+6.4%，南宁基地120万吨箱板纸等新产线投产带动销量增长，25年纸产品平均吨售价3733元/-6.6%，主要系行业浆纸价格下滑，25年公司浆销量130万吨/-11.0%，主要系外售浆量减少。2) 利润率：25年公司毛利率为15.59%/-0.43pct，净利率为8.29%/+0.65pct，所得税率为15.15%/+2.00pct。单季度看，25Q4公司毛利率为15.34%/+0.41pct，环比+1.28pct；净利率为7.24%/+0.65pct，环比

太阳纸业(002078.SZ)

维持

买入

张舒怡

zhangshuyi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070004

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

发布日期：2026年05月08日

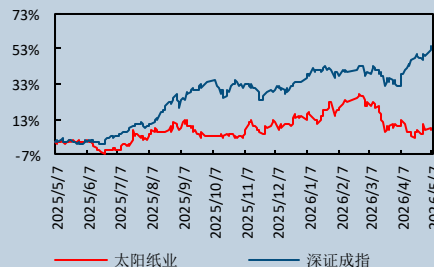
当前股价：14.68元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
	-2.13/-9.86	-10.49/-13.30	4.63/-21.42
12月最高/最低价(元)			17.42/13.16
总股本(万股)			279,453.51
流通A股(万股)			277,735.45
总市值(亿元)			410.24
流通市值(亿元)			407.72
近3月日均成交量(万)			2028.30
主要股东			
山东太阳控股集团有限公司			44.74%

股价表现



相关研究报告

【中信建投轻工纺织及服务】太阳纸业
25.11.06 (002078):25Q3 文化纸拖累盈利，期待
25Q4 起新产能贡献增量

-0.11pct；26Q1 公司毛利率为 14.77%/-1.01pct，环比-0.57pct；净利率为 9.03%/+0.05pct，环比+1.79pct。**2) 期间费用**：25 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.46%/+0.03pct、2.37%/-0.05pct、1.39%/-0.48pct、1.22%/-0.53pct。单季度看，25Q4 销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.49%/+0.03pct、2.30%/-0.33pct、1.41%/-0.10pct、1.22%/-0.85pct；26Q1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.43%/+0.02pct、2.22%/-0.13pct、0.78%/-0.12pct、0.87%/-0.54pct（汇兑收益增加）。

箱板纸、生活用纸表现较好，文化纸、白卡纸承压，溶解浆贡献减少。分产品看，**1) 文化纸**：**①双胶纸**：25 年收入 81.97 亿元/-8.5%，毛利率 10.59%/-1.86pct。**②铜版纸**：25 年收入 38.05 亿元/-7.9%，毛利率 14.95%/+0.11pct。**③其他纸**：25 年收入 42.63 亿元/+5.6%，毛利率 13.48%/-1.86pct。**2) 箱板纸**：25 年收入 113.74 亿元/+4.1%，毛利率 17.71%/+2.49pct。**3) 其他纸**：**①淋膜原纸**：25 年收入 10.02 亿元/+0.8%，毛利率 1.17%/-6.72pct。**②生活用纸**：25 年收入 26.99 亿元/+33.5%，毛利率 12.94%/+1.07pct。**4) 浆产品**：**①溶解浆**：25 年收入 29.08 亿元/-29.1%，毛利率 18.04%/-6.34pct。**②化机浆**：25 年收入 14.51 亿元/-9.2%，毛利率 25.06%/+2.38pct。**③化学浆**：25 年收入 12.44 亿元/-12.5%，毛利率 18.83%/-0.94pct。

南宁基地新产能陆续投产，公司浆纸总产能超过 1400 万吨，26 年建设重点为山东颜店项目。截至 26 年一季度末，公司合并纸、浆总产能已超过 1400 万吨：2025 年 4 月山东基地 3.7 万吨特种纸产线投产，25 年 5 月北海基地原兖州溶解浆生产线（20 万吨）搬迁工程完成，25H2 南宁一期 120 万吨高档箱板纸项目、南宁二期年产 40 万吨特种纸生产线、年产 35 万吨漂白化学木浆生产线、年产 15 万吨机械木浆生产线、南宁 30 万吨生活用纸及后加工生产线二期（15 万吨）项目陆续投产，26 年 1 月山东颜店 14 万吨特种纸项目二期（7 万吨）已投产。**目前公司在建项目主要为山东颜店基地**：**①**年产 60 万吨漂白化学浆及碱回收等配套工程项目，预计 26Q3 投产。**②**年产 70 万吨高档包装纸项目，预计 26Q3 投产。

展望：**1) 木浆**：浆价方面，外盘自 25 年 8-9 月起再次提涨，26 年初国内木片、能源成本亦有所上行，截至 26 年 5 月初针叶浆、阔叶浆报价 680、620 美元/吨。内外需平淡，海内外仍有较多在建木浆产能，预计木浆（尤其是阔叶浆）价格或将维持震荡。**2) 文化纸**：26 年“小阳春”表现不及预期，涨价函落地一般，当前纸价在历史低位，在原产能复工、新产能投放影响下，预计供需压力较大。**3) 箱板纸**：25H2 以来在消费旺季、原材料紧缺、行业反内卷等带动下，纸价快速上涨至年末，盈利恢复程度较好。26 年春节后复工，纸价 3 月上涨后 4 月初回落，Q2 进入淡季行业涨价函连发，关注提价落地程度，静待下半年旺季。

投资建议：预计 2026-2028 年公司营收为 420.6、455.7、488.8 亿元，同比增长 7.3%、8.4%、7.3%；归母净利润为 35.8、40.0、43.4 亿元，同比增长 10.1%、11.8%、8.5%，对应 PE 为 11.5x、10.3x、9.4x，维持“买入”评级。

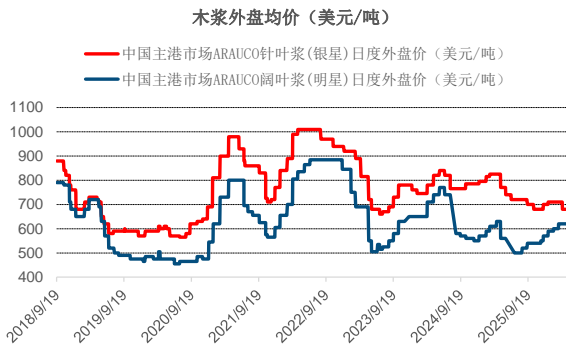
风险提示：**1) 下游需求不及预期风险**：公司作为国内造纸行业头部企业，文化纸、箱板纸、纸浆产能市占率高，下游主要为消费包装、印刷等行业，下游需求偏弱将对收入和盈利产生不利影响。**2) 浆价波动超预期风险**：公司木浆原材料占成本比重 50%-60%，国际木浆新产能持续投放，若供给冲击下，浆价大幅回调，或将对公司浆产品盈利产生不利影响，同时浆价下跌导致纸价失去成本支撑，或导致短期造纸盈利受损。**3) 林浆纸一体化建设不及预期风险**：公司正推动山东颜店等新项目建设，未来也将继续推进老挝基地林浆纸一体化建设，若产能建设不及预期将影响公司收入和业绩增长。

图表1: 太阳纸业产能梳理

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
非涂布文化纸	120	120	160	215	215	250	250	293.7	300.7
铜版纸	80	80	80	80	80	80	80	80	80
生活用纸	12	12	17	29	39	39	54	69	69
淋膜原纸	20	20	20	20	20	20	20	20	20
牛皮箱板纸	160	160	200	240	243.4	343.4	343.4	463.4	533.4
涂布白板纸									
纸合计	392	392	477	584	597.4	732.4	747.4	926.1	1003.1
溶解浆	80	80	80	80	80	80	80	80	80
化机浆	90	90	120	140	140	155	155	170	170
化学浆	10	10	10	90	105	105	105	140	200
再生浆		40	40	40	40	40	40	40	40
木屑浆	10	10	10	10	10	10	10	10	10
半化学浆	40	40	40	40	40	40	40	40	40
本色浆			20	20	20	70	70	70	70
麦草浆									
浆合计	230	270	320	420	435	500	500	550	610
浆纸合计	622	662	797	1004	1032.4	1232.4	1247.4	1476.1	1613.1

资料来源: 公司公告, 中信建投

图表2: 木浆外盘价格



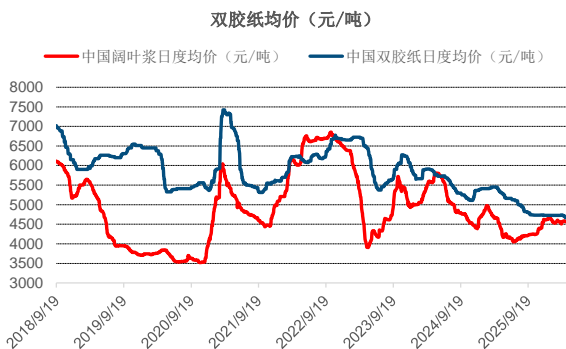
资料来源: 卓创资讯, 中信建投

图表3: 木浆内盘价格



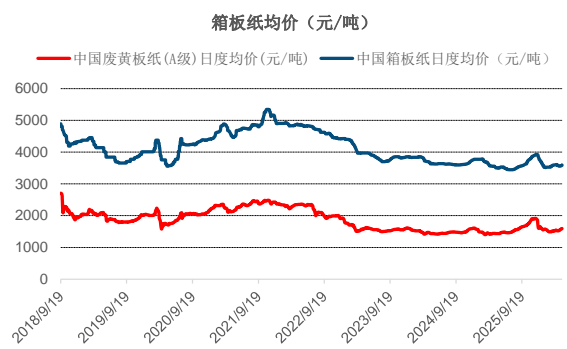
资料来源: 卓创资讯, 中信建投

图表4: 文化纸价格

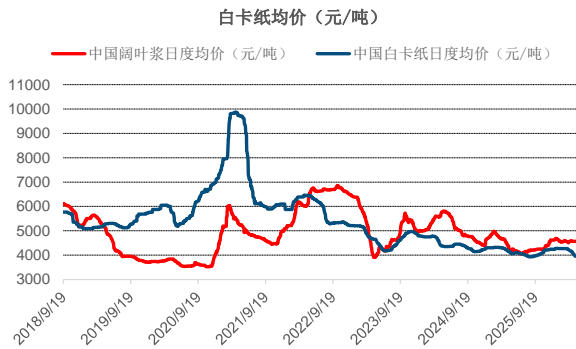


资料来源: 卓创资讯, 中信建投

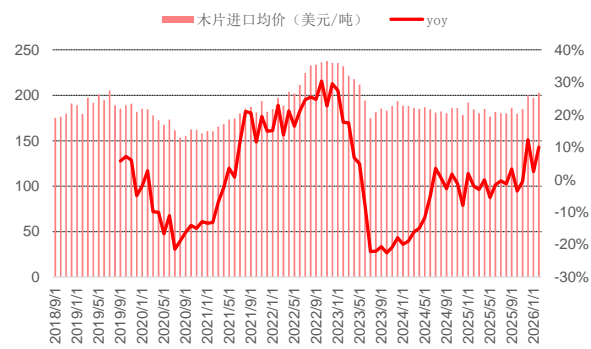
图表5: 箱板纸价格



资料来源: 卓创资讯, 中信建投

图表6：白卡纸价格


资料来源：卓创资讯，中信建投

图表7：木片进口价格


资料来源：海关总署，中信建投

图表8：主要浆、纸产品行业季度平均价格

单位：元/吨	针叶浆	阔叶浆	化机浆	国废	双胶纸	双铜纸	白卡纸	生活用纸	箱板纸	瓦楞纸	白板纸
1Q25	6476	4782	3677	1472	5426	5673	4307	6220	3714	2821	3492
2Q25	6057	4284	3834	1452	5240	5555	4129	5872	3520	2549	3224
3Q25	5726	4161	3815	1555	4944	5172	3982	5596	3502	2644	3104
4Q25	5532	4404	3820	1790	4732	4752	4172	5625	3809	3091	3421
1Q26	5313	4585	3873	1538	4726	4676	4254	5868	3572	2761	3711
2Q26E	5048	4567	3803	1555	4659	4598	4038	5829	3575	2747	3654
YoY (1Q25)	9.0%	-7.8%	-13.9%	-2.8%	-6.2%	-2.1%	-9.6%	-3.3%	-3.1%	-1.2%	-9.4%
YoY (2Q25)	-4.9%	-24.4%	-5.4%	0.9%	-9.4%	-3.2%	-6.5%	-12.0%	-3.7%	-3.6%	-10.1%
YoY (3Q25)	-6.9%	-15.9%	2.0%	6.0%	-9.2%	-6.7%	-9.3%	-11.7%	-3.3%	1.3%	-12.0%
YoY (4Q25)	-11.7%	-3.3%	3.5%	17.0%	-9.5%	-12.6%	-0.6%	-8.8%	4.1%	12.6%	0.3%
YoY (1Q26)	-18.0%	-4.1%	5.3%	4.5%	-12.9%	-17.6%	-1.2%	-5.7%	-3.8%	-2.1%	6.3%
YoY (2Q26E)	-16.7%	6.6%	-0.8%	7.1%	-11.1%	-17.2%	-2.2%	-0.7%	1.6%	7.8%	13.3%
QoQ (1Q25)	3.4%	5.0%	-0.3%	-3.8%	3.8%	4.4%	2.7%	0.9%	1.5%	2.7%	2.4%
QoQ (2Q25)	-6.5%	-10.4%	4.3%	-1.3%	-3.4%	-2.1%	-4.1%	-5.6%	-5.2%	-9.6%	-7.7%
QoQ (3Q25)	-5.5%	-2.9%	-0.5%	7.1%	-5.7%	-6.9%	-3.6%	-4.7%	-0.5%	3.7%	-3.7%
QoQ (4Q25)	-3.4%	5.8%	0.1%	15.1%	-4.3%	-8.1%	4.8%	0.5%	8.8%	16.9%	10.2%
QoQ (1Q26)	-3.9%	4.1%	1.4%	-14.1%	-0.1%	-1.6%	2.0%	4.3%	-6.2%	-10.7%	8.5%
QoQ (2Q26E)	-5.0%	-0.4%	-1.8%	1.1%	-1.4%	-1.7%	-5.1%	-0.7%	0.1%	-0.5%	-1.5%

资料来源：卓创资讯，中信建投

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	12,762	13,514	12,832	17,278	21,992
现金	3,234	2,197	1,835	5,368	9,225
应收票据及应收账款合计	3,952	4,444	4,550	4,930	5,288
其他应收款	68	73	76	82	88
预付账款	501	629	602	652	699
存货	4,752	5,477	5,209	5,637	6,040
其他流动资产	255	693	562	609	653
非流动资产	39,864	45,075	44,345	47,385	50,216
长期投资	304	324	351	379	406
固定资产	33,131	39,782	39,619	43,225	46,601
无形资产	2,068	2,263	1,821	1,380	938
其他非流动资产	4,362	2,706	2,554	2,402	2,271
资产总计	52,626	58,589	57,178	64,663	72,208
流动负债	16,986	18,636	16,519	22,386	28,202
短期借款	6,417	7,978	5,978	10,978	15,978
应付票据及应付账款合计	4,853	5,417	5,308	5,744	6,154
其他流动负债	5,715	5,241	5,233	5,664	6,069
非流动负债	6,914	9,341	7,413	6,087	4,622
长期借款	6,449	8,956	7,028	5,702	4,237
其他非流动负债	464	385	385	385	385
负债合计	23,899	27,977	23,932	28,474	32,824
少数股东权益	113	110	119	128	139
股本	2,795	2,795	2,795	2,795	2,795
资本公积	3,643	3,643	3,643	3,643	3,643
留存收益	22,176	24,064	26,689	29,623	32,808
归属母公司股东权益	28,614	30,502	33,127	36,061	39,246
负债和股东权益	52,626	58,589	57,178	64,663	72,208

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	8,502	4,958	7,091	7,442	8,016
净利润	3,111	3,248	3,588	4,010	4,353
折旧摊销	2,391	2,502	2,757	2,988	3,197
财务费用	716	480	520	466	485
投资损失	-34	-28	-28	-28	-28
营运资金变动	2,231	-1,335	202	-45	-42
其他经营现金流	88	91	51	51	51
投资活动现金流	-5,550	-7,888	-2,051	-6,051	-6,051
资本支出	-5,911	-8,007	-2,000	-6,000	-6,000
长期投资	-2	0	0	0	0
其他投资现金流	362	119	-51	-51	-51
筹资活动现金流	-2,580	2,484	-5,403	2,142	1,892
短期借款	-1,662	1,562	-2,000	5,000	5,000
长期借款	-273	2,506	-1,928	-1,325	-1,465
其他筹资现金流	-645	-1,584	-1,475	-1,532	-1,643
现金净增加额	371	-447	-363	3,534	3,857

资料来源：公司公告，中信建投

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	40,727	39,192	42,058	45,575	48,882
营业成本	34,205	33,083	35,354	38,259	40,993
营业税金及附加	206	230	231	250	269
销售费用	177	181	180	195	210
管理费用	985	930	997	1,080	1,149
研发费用	762	546	585	634	680
财务费用	716	480	520	466	485
资产减值损失	-9	-18	-33	-36	-39
信用减值损失	-11	38	6	7	7
其他收益	95	87	84	84	84
营业利润	3,613	3,835	4,234	4,732	5,135
营业外收入	11	14	19	19	19
营业外支出	42	21	24	24	24
利润总额	3,582	3,828	4,229	4,727	5,131
所得税	471	580	641	716	777
净利润	3,111	3,248	3,588	4,010	4,353
少数股东损益	10	-2	9	10	11
归属母公司净利润	3,101	3,251	3,580	4,001	4,343
EBITDA	6,689	6,810	7,507	8,180	8,812
EPS (元)	1.11	1.16	1.28	1.43	1.55

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	3.0	-3.8	7.3	8.4	7.3
营业利润 (%)	9.6	6.2	10.4	11.8	8.5
归属于母公司净利润 (%)	0.5	4.8	10.1	11.8	8.5
获利能力					
毛利率 (%)	16.0	15.6	15.9	16.1	16.1
销售净利率 (%)	7.6	8.3	8.5	8.8	8.9
所得税率 (%)	13.2	15.2	15.2	15.2	15.2
派息比率 (%)	27.0	25.8	26.7	26.7	26.7
ROE (%)	10.8	10.7	10.8	11.1	11.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	45.4	47.8	41.9	44.0	45.5
净负债比率 (%)	33.5	48.1	33.6	31.3	27.9
流动比率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	11.4	10.3	10.3	10.3	10.3
应付账款周转率	8.8	7.4	7.9	7.9	7.9
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.11	1.16	1.28	1.43	1.55
每股经营现金流 (最新摊薄)	3.04	1.77	2.54	2.66	2.87
每股净资产 (最新摊薄)	10.24	10.91	11.85	12.90	14.04
估值比率					
P/E	13.2	12.6	11.5	10.3	9.4
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0

分析师介绍

张舒怡

纺服轻工及教育行业分析师，上海财经大学学士、博士，2023 年加入中信建投证券研究发展部，专注于造纸包装、出口链、黄金珠宝、潮玩个护、纺织制造等消费服务产业研究。

叶乐

纺服轻工及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2025 年、2024 年“金牛奖”纺织服饰行业最佳分析师，2025 年“金麒麟”轻工和纺织服装行业最佳分析师，2020 年“新财富”海外最佳分析师第 5 名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育、医美个护、IP 潮玩等消费产业研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk