

● 证 券 研 究 报 告 ●

箱板瓦楞纸引领板块复苏，浆纸一体趋势明确

造纸行业2026年中期策略展望

证券分析师：屠亦婷 A0230512080003
黄莎 A0230522010002
张海涛 A0230524080003

2026.06.25

投资逻辑：箱板瓦楞纸引领板块复苏，浆纸一体趋势明确

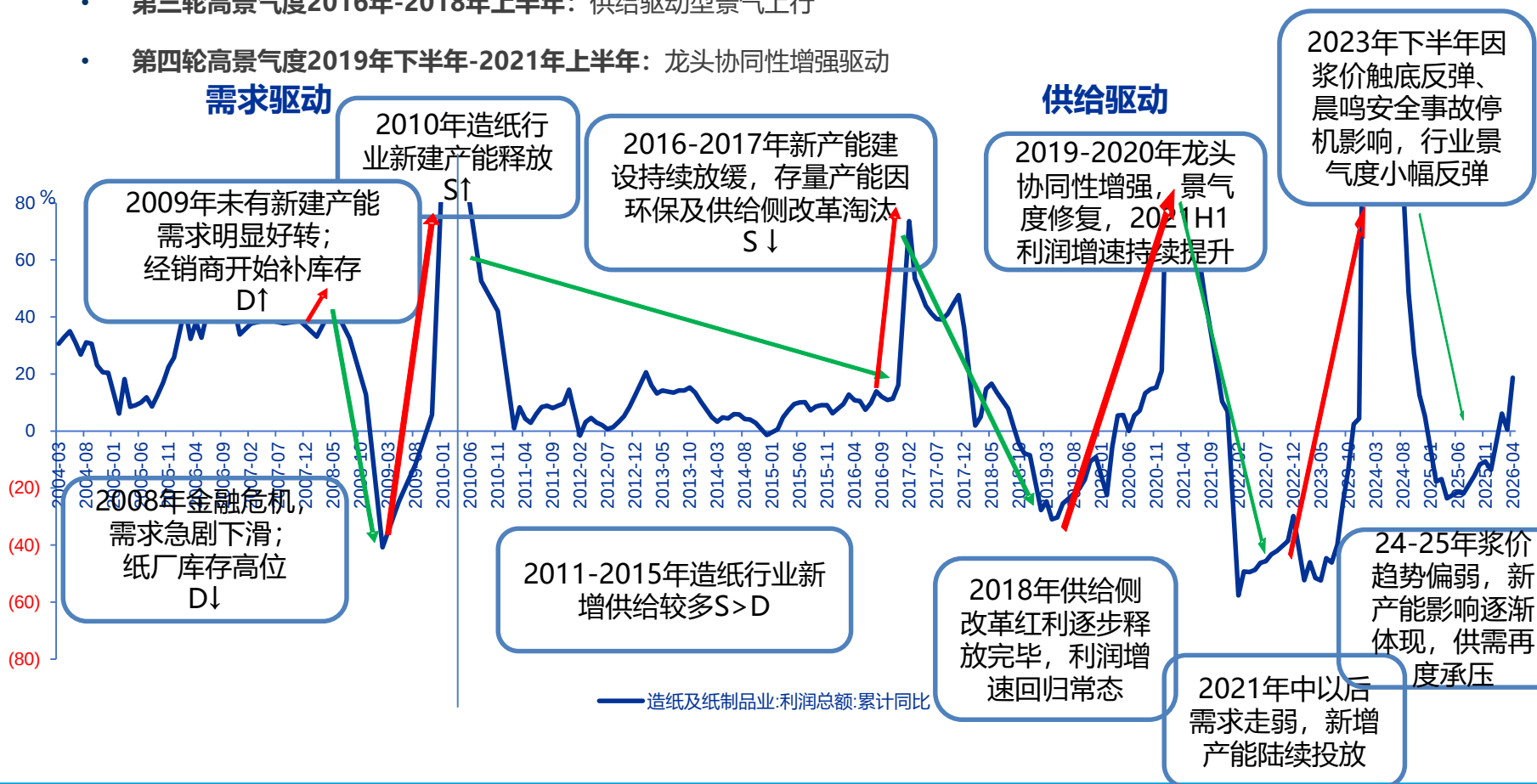
- **造纸行业具备HALO资产属性，重资产、低淘汰率、长期价值稳定；供给政策驱动下（反内卷、碳双控等），有望加速周期弹性释放**
 - **2030年碳达峰在即，十五五启动进入碳双控，正式实施碳排放总量和强度双控制度**，替代原有能耗双控；2026年生态环境部《关于做好2026年全国碳排放权交易市场有关工作的通知》特别明确了石化、化工、建材（平板玻璃）、有色（铜冶炼）、**造纸**、民航行业企业管理要求，后续若碳排放政策在造纸行业落地，有望加速中小产能出清和行业供需改善
- **废纸系：供需改善+成本支撑，纸价淡季不淡，箱板瓦楞纸行业底部向上修复**
 - **需求端**：经济相关性高，长期增长韧性较强，2026年以来受出口拉动，需求超预期改善；**供给端**：进口纸及国内新增产能逐渐缩量，头部纸厂协同性提升明显；**成本端**：2026Q2雨季偏多，废纸回收受阻，固废供需偏紧、价格上行
 - **箱板瓦楞纸率先走出底部，供需趋于改善，纸价淡季不淡，全年有望持续上行。推荐【玖龙纸业】**（浆纸一体化成型，资产负债表逐渐迎来修复，箱板瓦楞纸弹性最大）、**【太阳纸业】**（林浆纸一体，管理优秀、成本优势显著，木浆和箱板纸产能扩张，贡献利润增量）；建议关注箱板瓦楞纸产能占比较高的**【理文造纸】**、**【山鹰国际】**
- **浆纸系：供需偏弱，木浆成本构成支撑，浆纸一体化企业持续整合市场**
 - **木浆**：海外浆厂协同性强、控产意愿强烈，叠加新增供给有所放缓，虽终端纸种价格疲软，但浆价仍保持高位震荡，短期重点关注高成本针叶浆厂的供给变化、终端需求复苏节奏和库存去化情况；中长期浆价易涨难跌，**浆纸一体化企业有望受益**
 - **白卡纸**：**需求端**：受益以纸代塑、白卡纸替代灰底白板纸，若后续内需、出口恢复，白卡纸有望展现较强弹性；**供给端**：此前新增产能较多，2026年仍需消化玖龙、联盛新产能影响，2027年供给压力逐渐缓解，**预计白卡纸逐渐迎来供需改善**
 - **文化纸**：**需求端**，受消费结构和出生人口影响，内需表现弱势，但出口占比持续提升；**供给端**：考虑新增产能以及晨鸣复产影响，26年开工率进一步下行，纸价处于历史低位，成本构筑价格支撑，继续下行空间极为有限，但纸厂库存较高，同样压制向上空间
 - **行业供需曙光初现，关注碳双控、反内卷政策落地的潜在可能，以及需求边际变化。建议关注白卡纸稀缺标的、大股东充分赋能的【博汇纸业】**
- **特种纸：细分赛道供需格局差异大，自下而上选择供需格局好、Alpha能力强的细分赛道及标的**
 - **行业**：纸价及盈利稳定性强于大宗纸，资本开支有所放缓，出口贡献需求增量，关注供需格局变化对纸价影响；**装饰原纸**2025年后新增产能放缓，部分产能转产其他纸种，供给拐点出现，后续伴随地产和消费改善，装饰原纸需求有望边际好转，带来供需改善弹性
 - 推荐生产管理优势领先，高分红的**【华旺科技】**，多纸种布局，浆纸一体化布局逐渐完善的**【仙鹤股份】**
- **风险提示：消费持续表现疲软的风险、行业新增供给较多的风险、上游原材料价格波动的风险**

供需总结：长周期看，供需结构变化决定行业景气度

■ 造纸行业回顾：供需格局是影响造纸行业周期的核心因素

■ 2010年之前行业供需主要关注需求端的变化，2010年之后则需重点关注供给端变化

- 第一、二轮高景气度2007年和2009年：需求驱动型景气上行
- 第三轮高景气度2016年-2018年上半年：供给驱动型景气上行
- 第四轮高景气度2019年下半年-2021年上半年：龙头协同性增强驱动



十五五启动进入碳双控，加速造纸行业整合

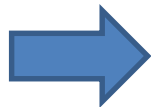
- **2026 年全国两会提及，以碳达峰碳中和为牵引，全面实施碳排放总量和强度双控制度，推动重点领域节能降碳，大力发展绿色低碳经济**
 - 政府工作报告提及，2026 年单位国内生产总值二氧化碳排放降低3.8% 左右（取代“能耗强度降低”，成为年度约束性指标）；“十五五”（2026—2030）累计目标为单位国内生产总值二氧化碳排放累计降低 17%
 - **2026年是从能耗双控全面转向碳排放双控的第一年**，将启动首次全国碳考核，覆盖发电、钢铁、水泥、铝冶炼等重点行业
- **造纸行业有望纳入碳排放监管，加速行业整合和供需改善**
 - 生态环境部《关于做好2026年全国碳排放权交易市场有关工作的通知》提及，石化、化工、建材（平板玻璃）、有色（铜冶炼）、**造纸**、民航，以及暂未纳入全国碳排放权交易市场重点排放单位名录的钢铁、水泥行业企业中，年度温室气体排放量达到2.6万吨二氧化碳当量的单位，纳入本通知年度温室气体排放报告管理工作范围
 - 若后续碳双控政策在造纸行业落地，**落后产能的碳排放成本提升，加速淘汰；新增产能总量受限，且结构上向高效率、低能耗、浆纸一体化、配备生物质发电等更高标准的产能倾斜，提升资本开支和技术门槛，加速造纸行业整合和供需改善**

我国主要双碳目标

目标时间节点	目标内容
2025年	单位GDP碳排放较2020年下降18%
2025年	非化石能源消费占比20%
2030年	单位GDP碳排放较2005年下降65%以上
2030年	碳达峰
2030年	非化石能源消费占比25%
2060年	碳中和
年	非化石能源占比%以上

碳排放双控有望加速造纸行业整合和供需改善

碳排放双控



落后造纸产能因碳排放成本增加，成本曲线上移，加速淘汰

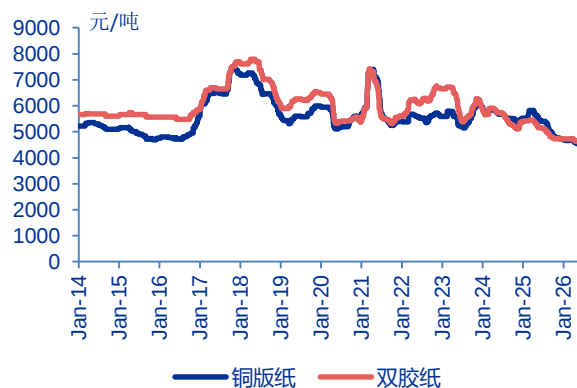
碳排放总量限制下，新增产能总量减少

新增产能结构上，向高效率、低能耗、浆纸一体化、配备生物质发电等更高标准产能倾斜，提升资本开支和技术门槛

造纸价格及盈利位置：箱板瓦楞纸底部略有反弹，文化纸、白卡纸仍处于历史底部

- **纸价位置：**截至2026/6/24，箱板纸/瓦楞纸价格分别为3777/3123元/吨，处于2014年以来的30%/25%分位；双胶纸/铜版纸价格分别为4538/4450元/吨，2014年以来最低位；白卡纸价格为4038元/吨，2014年以来1.8%分位
- **盈利位置：**截至2026/6/24，箱板纸/瓦楞纸吨毛利分别为316/159元/吨，双胶纸/铜版纸吨毛利分别为-599/-632元/吨，白卡纸吨毛利为-412元/吨；考虑吨纸费用后，**预计箱板瓦楞纸行业处于盈亏平衡线附近，后续有持续向上空间；双胶纸、铜版纸及白卡纸均深度亏损，成本构筑纸价底**

文化纸价格



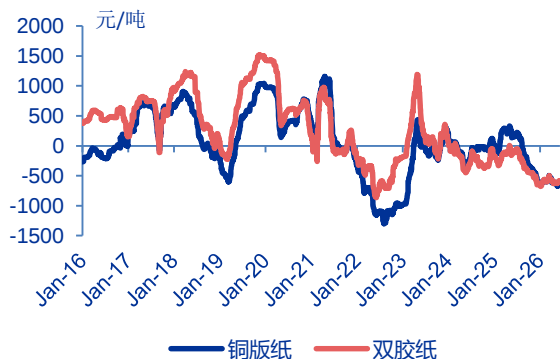
白卡纸价格



箱板瓦楞纸价格



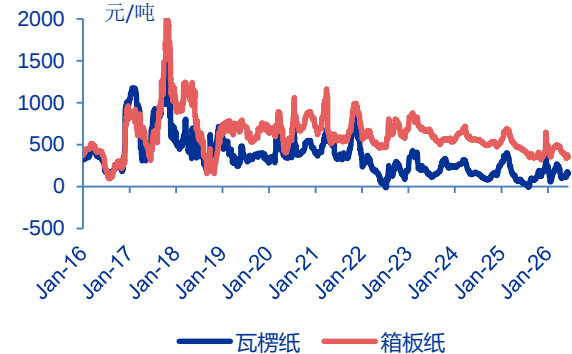
文化纸吨毛利



白卡纸吨毛利



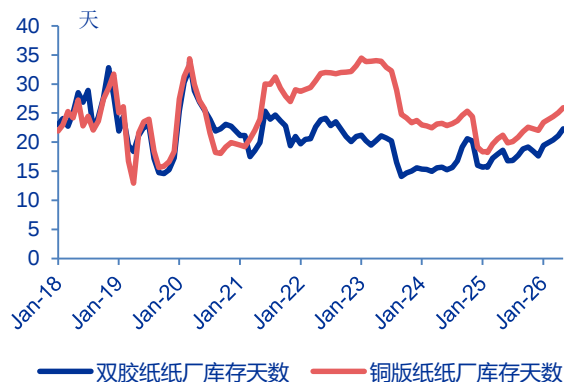
箱板瓦楞纸吨毛利



造纸库存：箱板瓦楞纸厂库存低位，文化、白卡有所累库

- **纸厂库存：**截至26年5月末，双胶纸、铜版纸厂库存天数分别为22、26天，白卡纸厂库存天数为18天，文化及白卡纸因供需压力，有所累库；箱板纸、瓦楞纸厂库存天数为10、8天，终端相对景气，纸厂库存持续向下游转移
- **社会库存（产业链库存，不含纸厂）：**截至26年5月末，双胶纸、铜版纸社会库存天数分别为27、35天，白卡纸社会库存天数为52天，箱板纸、瓦楞纸社会库存天数为24、20天

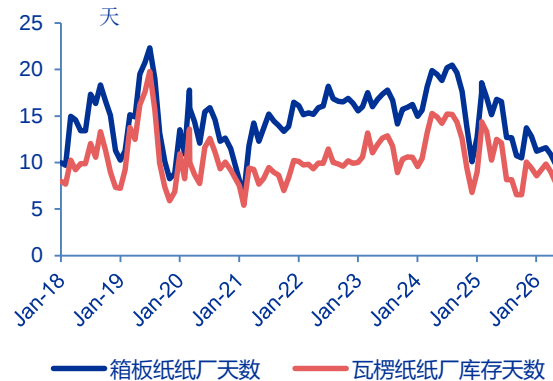
文化纸厂库存



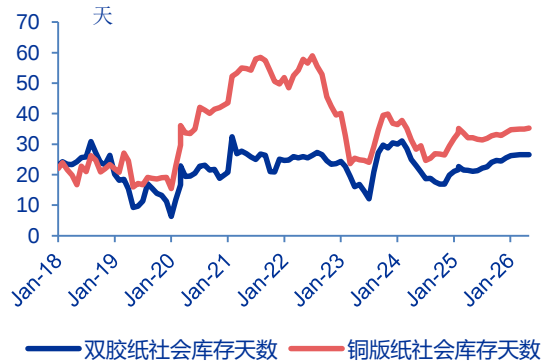
白卡纸厂库存



箱板瓦楞纸厂库存



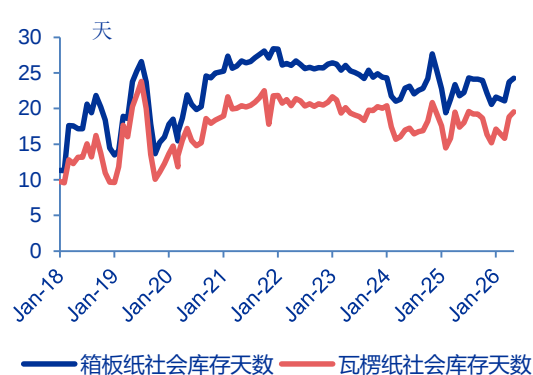
文化纸社会库存（不含纸厂）



白卡纸社会库存（不含纸厂）



箱板瓦楞纸社会库存（不含纸厂）



箱板瓦楞纸需求：具备增长韧性，26年表现超预期

■ 箱板瓦楞纸主要用于产品外包装（消费、制造等），与经济相关性，过去十年约5%的复合增长

- 箱板瓦楞纸主要用于产品的外包装，下游需求主要集中在消费及制造领域，此外箱板瓦楞纸通过产品外包装形式实现间接出口，受益于经济增长及以纸代塑，需求保持稳健增长
- 从季节性来看，下半年由于购物节、节假日较多，消费需求较为旺盛，通常景气度略高于上半年

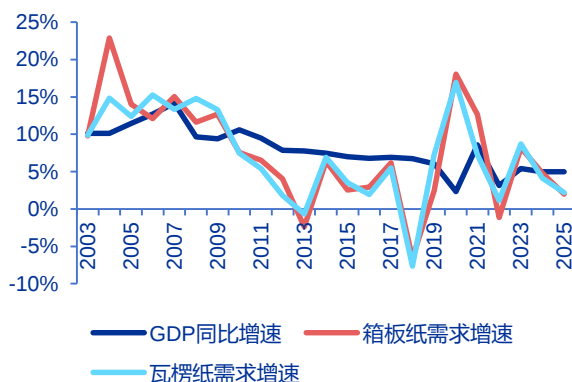
■ 2026年以来受出口拉动，需求表现提速

- 根据卓创资讯，2026年3-5月箱板瓦楞纸国内产量分别同比+10.2%、+16.1%、+10.8%；2026年3-5月箱板瓦楞纸国内消费量分别同比+9.9%、+6.4%、+9.6%，相较于前几年，需求表现提速明显

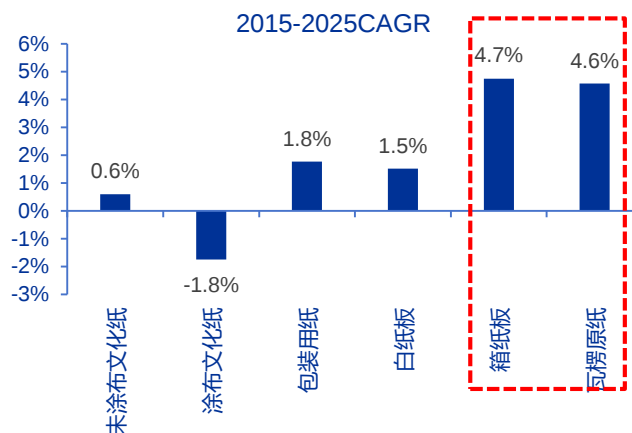
2026年以来需求表现提速

单位：万吨	箱板瓦楞纸月度表观消费量	yoy	箱板瓦楞纸月度消费量	yoy	箱板瓦楞纸月度产量	yoy
2025/1/31	496	-3.4%	465	-8.6%	432	-0.7%
2025/2/28	447	30.0%	426	14.8%	386	36.1%
2025/3/31	558	1.8%	545	3.3%	490	6.0%
2025/4/30	524	2.9%	520	8.3%	464	7.2%
2025/5/31	532	3.0%	526	4.4%	478	7.8%
2025/6/30	513	5.3%	511	3.8%	468	10.7%
2025/7/31	519	1.4%	516	1.5%	475	6.3%
2025/8/31	526	0.7%	556	8.0%	480	4.7%
2025/9/30	523	5.7%	527	4.7%	476	8.5%
2025/10/31	543	3.7%	568	7.1%	496	6.3%
2025/11/30	564	6.7%	572	6.8%	512	8.1%
2025/12/31	603	4.2%	584	-10.2%	531	4.5%
2026/1/31	592	19.5%	591	26.9%	530	22.5%
2026/2/28	331	-25.9%	328	-22.9%	299	-22.4%
2026/3/31	597	7.0%	599	9.9%	540	10.2%
2026/4/30	585	11.6%	553	6.4%	539	16.1%
2026/5/31	575	8.0%	577	9.6%	529	10.8%

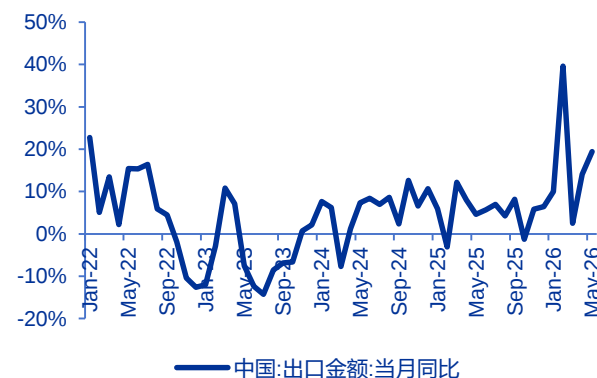
箱板瓦楞纸需求增速与GDP相关性高



箱板瓦楞纸需求韧性较强



26年以来国内出口改善明显



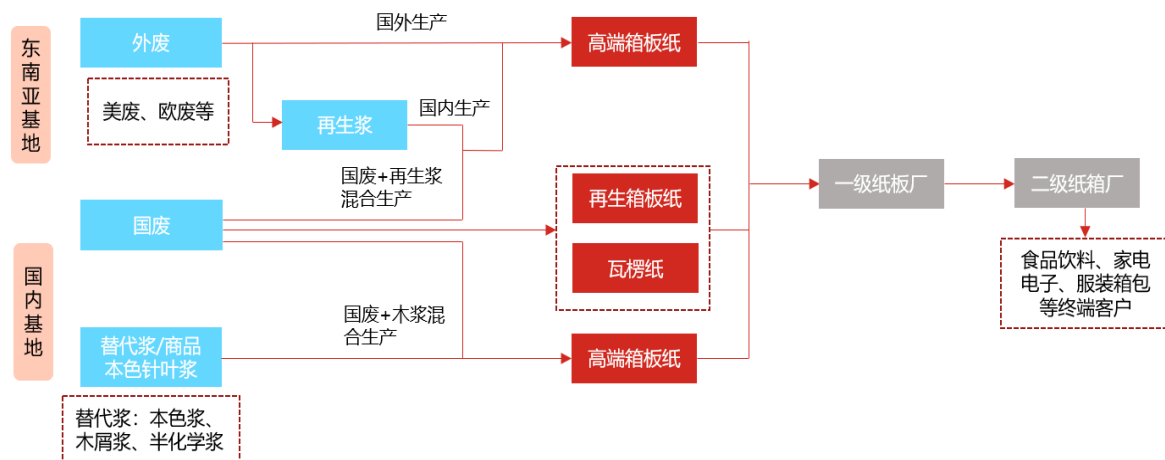
箱板瓦楞纸供给：进口纸冲击逐渐趋缓

- 箱板瓦楞纸自2017年以来持续受到进口纸的冲击，主要系1) 17年禁废令；2) 23年进口关税放开
- 禁废令发布以后，原先直接进口美废生产高端箱板纸的路径被切断（美国用原生木浆做纸箱，纤维质量好），导致出现三种衍生路径
- 1) 禁废后美废价格回落，东南亚用低价美废做箱板瓦楞纸运到国内→进口纸增加的主要原因，但美废上涨后优势被削弱，国内纸厂逐渐放弃去东南亚投产
- 2) 海外基地把美废加工成再生浆以后，可以进口到国内→美废低位时套利空间大，但比东南亚生产原纸多一道烘干流程，性价比较低
- 3) 头部纸厂在国内布局替代浆产能，或者直接购买商品本色浆，补充优质纤维，配合国废生产→美废价格上涨以后，木浆+国废路径成为主流，也抑制了进口纸的增加

国内纸厂在东南亚的产能投放已基本落地

企业名称	产品品类	年产能(万吨)	投产时间	所在地
玖龙纸业	箱板纸	45	2017年8月	越南
	木纤维	10	2023Q3	越南
	废纸浆	48	2019年9月	马来西亚
	牛卡纸	60	2023Q1	马来西亚
	瓦楞纸	30	2023Q3	马来西亚
理文造纸	箱板纸	55	2017年3月	越南
	废纸浆	24	2020年	印度尼西亚
	废纸浆	40	2020年4月	马来西亚
	包装纸	35	2020年11月	马来西亚
	包装纸	35	2021年3月	马来西亚
	包装纸	35	2022年8月	马来西亚
山鹰国际	废纸浆	40	2020年7月	泰国
	废纸浆	30	2020年9月	泰国
	废纸浆	40	2021年5月	泰国
	废纸浆	40	2019年6月	老挝
太阳纸业	箱板纸	40	2020年12月	老挝
	箱板纸	40	2021年1月	老挝
	废纸浆	80	2023年5月	马来西亚
景兴纸业	箱板瓦楞纸	60	2026年	马来西亚

箱板瓦楞纸产业链



箱板瓦楞纸供给：进口纸冲击逐渐趋缓

- **2024年下半年以来，进口纸逐渐缩量，主要源于：1) 木浆+国废路径成为主流，太阳、玖龙等运行效果显著；2) 国内纸价低位；3) 美废供需再平衡**
 - 24年下半年进口纸量逐渐减少，24H2箱板瓦楞纸进口量380万吨，同比-20%，25年、26M1-5进口量分别为685、207万吨，分别同比-17%、-21%
 - 1) 伴随本色浆等生产工艺逐渐成熟，太阳、玖龙等纸厂更多选择木浆+国废路径生产高端箱板瓦楞纸；目前国内主要纸厂在东南亚造纸产能基本落地（过去美废低位，套利空间大），基本无新增产能规划
 - 2) 国内纸价低位，东南亚需求快速增长，国内纸厂海外基地更多转向于当地销售
 - 3) 美废供需再平衡，价格逐渐走出低谷，进口纸优势削弱：美废出口量减少，一是通胀导致人工成本提升，过低的美废价格导致供给收缩，二是美国自身需求的增长；此外东南亚原纸及再生浆产能增加，带来美废需求的增长
- **过去进口纸的增量，来源于政策的边际变化带来的套利空间；国内替代浆工艺逐渐成熟，优质纤维缺口逐渐补足，进口纸需求减少；东南亚经济快速发展，对纸箱需求也在快速增加，预计后续进口纸冲击趋缓**

美废出口量逐渐减少

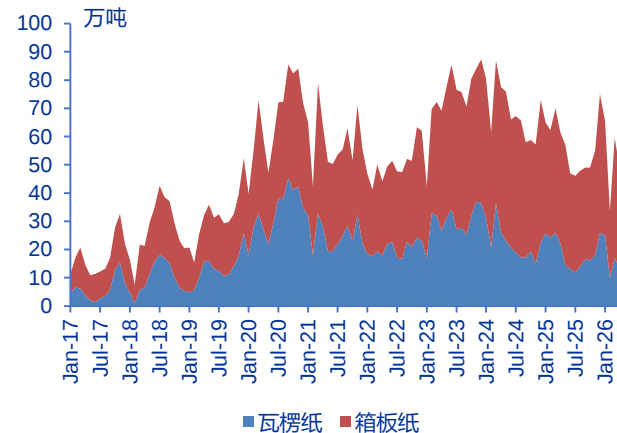


美废在150-250美金/吨的价格带窄幅波动



注：美废价格2021年起跟踪美废11#东南亚到港CIF价格；
2024年以后跟踪美废12#泰国报盘

2024年下半年以来进口纸缩量明显



箱板瓦楞纸：国内新增供给放缓，多为中小厂投放

■ 从产能增量维度：头部纸厂新增产能放缓，行业供给压力有望得到缓解

- 2023年以后大厂资本开支明显放缓，产能更多转为中小厂投放，根据统计，2023-25年行业投放产能分别为715、543、425万吨，主要以再生牛卡和瓦楞纸为主，区域从沿海逐渐向内陆转移（箱板瓦楞纸运距敏感，对大厂核心区域影响有限）
- 2026年行业新规划产能规模433万吨，但除太阳纸业70万吨、五洲特纸15万吨外，其余均为中小厂规划，投产不确定性较高，预计产能投产节奏继续放缓

行业后续新增产能规划（不完全统计）

公司名	纸种	产能（万吨）	地址	投产时间
桥裕纸业	箱板纸	35	广西	2026年1月
森林造纸	箱板纸	30	浙江	2026年3月
新乡鸿翔纸业	箱板纸	30	河南	2026年3月
林平发展	箱板纸	60	安徽	2026年3月
誉凯纸业	箱板瓦楞纸	30	江苏	2026年5月
太阳纸业	箱板纸	70	山东	2026Q3
金龙再生资源	箱板纸	30	浙江	2026Q3
曜德纸业	箱板纸	40	广东	2026Q3
西安惠宁纸业	箱板纸	20	云南	2026Q4
五洲特纸	箱板纸	15	湖北	2026Q3
河北锦宝石纸业	瓦楞纸	40	河北	2026Q3
兴东纸业	瓦楞纸	15	辽宁	2026Q4
黑龙江泽润生物	瓦楞纸	18	黑龙江	2026年
秦皇岛福泽纸业	瓦楞纸	15	河北	2026年
秦皇岛华云纸业	瓦楞纸	15	河北	2026年
抚宁县前韩宏嘉纸业	瓦楞纸	15	河北	2026年
红星荣和纸业	箱板纸	30	云南	2027年
河南亨利实业	瓦楞纸	30	河南	2027年
五洲特纸	箱板纸	30	湖北	2027年
龙源纸业	箱板纸	120	河南	2027年
龙源纸业	瓦楞纸	40	河南	2027年
泰鼎新材料	瓦楞纸	40	山东	2027年
建晖纸业	瓦楞纸	30	广西	2027年
桥裕纸业	箱板纸	33	广西	2028年
桥裕纸业	瓦楞纸		广西	年
兆隆纸业	箱板纸	20	安徽	2028年

■ 从结构维度：大厂聚焦于高端箱板纸，通过海外基地及国内替代浆产能建设，构筑原料端壁垒

- 海外基地的建设：**具备资金壁垒、时间壁垒，需克服文化冲突，国内太阳、玖龙、理文、山鹰等企业布局海外基地，获取海外优质纤维
- 浆纸一体增加资本开支，形成小厂进入壁垒。**小厂无海外再生浆产能布局，若想生产高端箱板纸，只能添加原生木浆。自建浆线资本开支较大，且对小厂不经济

各年度箱板瓦楞纸实际或预估新增产能情况

年份	新增产能规模（万吨）
2023A	715
2024A	543
2025A	425
2026E	433
2027E	320
E	

箱板瓦楞纸：大厂持续整合市场，箱板纸更为明显

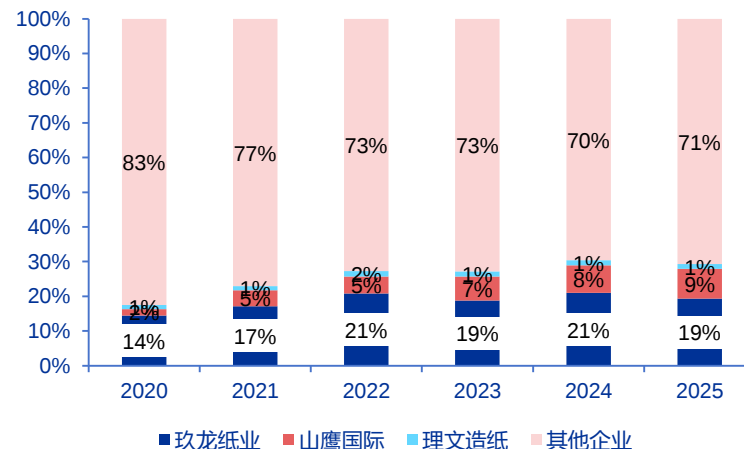
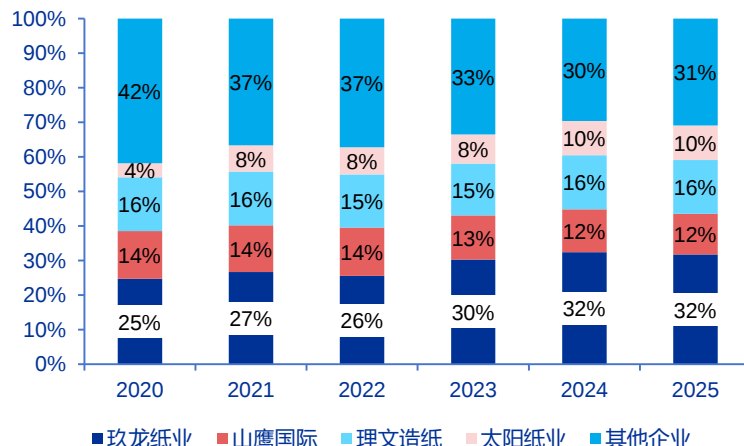
- 大厂具备海外基地或者国内替代纤维的优势，在高端箱板纸领域具备明显优势（再生箱板纸、瓦楞纸仅需固废生产），而且因为禁废，国内高端箱板纸供给不足，依赖于进口，大厂的原料优势更加凸显

- 低克重高端箱板纸因优异印刷性能、较好物理性能，持续替代低端再生牛卡。中小厂集中于再生牛卡和瓦楞纸生产，盈利表现较差。头部纸厂和中小厂之间的产品结构和盈利分化，加速行业整合
- 根据测算，2025年箱板纸CR4为69%，较2020年提升11pct，瓦楞纸行业CR3为29%（太阳基本无瓦楞纸产能），较2020年提升12pct，禁废后行业整合加速，其中箱板纸集中度更高
- 理文市占率相对稳定，太阳、玖龙凭借木浆优势，箱板纸市占率明显提升；山鹰因缺乏原料，产品结构中瓦楞纸占比逐渐提升

2020年以后行业产能淘汰加速

淘汰产能（万吨）	箱板纸	瓦楞纸	合计
2016	30	30	60
2017	43	0	43
2018	55	40	95
2019	47	50	97
2020	105	144	249
2021	143	170	313
2022	30	60	90
2023	118	83	201
2024	85	104	189
2025	96	52	148

箱板瓦楞纸持续整合，其中箱板纸集中度更高、整合更快（左图、右图分别为箱板纸、瓦楞纸集中度）



注：集中度基于表观消费量测算

箱板瓦楞纸：供需改善，行业景气逐渐修复

- **箱板瓦楞纸：24年以来开工率持续向上改善。**进口纸收缩、需求增长，以及供给增量减少，预计26-28年开工率分别为69.1%/71.3%/74.6%；参考历史景气高点，行业开工率也不足80%，目前已处于底部向上改善阶段
 - **供给端：**根据统计，2026-2028年新增产能规划为433/320/88万吨，假设未投产产能中，太阳纸业等上市公司全部按时投产，其余中小厂投产2/3；结合过去的行业产能淘汰情况，保守假设2026-2028年每年淘汰120万吨产能
 - **需求端：**2026年以来出口需求表现旺盛，假设2026年-2028年箱板瓦楞纸表观消费量分别同比增长6.6%/4.0%/4.0%
 - **进出口：**结合26Q1的进口量表现（同比下降20%），我们假设2026-2028年箱板瓦楞纸进口量分别同比下降9.2%/5.0%/5.0%；出口量假设持平2025年
 - **开工率：**预计2026-2028年行业开工率为69.1%/71.3%/74.6%，对标上两轮周期景气高点，2017-2018年开工率、2020-2021年行业年度开工率均不足80%，说明部分落后产能较难回到市场（主要因设备老化或腐蚀、人员流失、渠道需重新建立等），或产能利用率上限存在瓶颈。后续箱板瓦楞纸开工率逐渐提升，行业有望逐渐回归正常景气

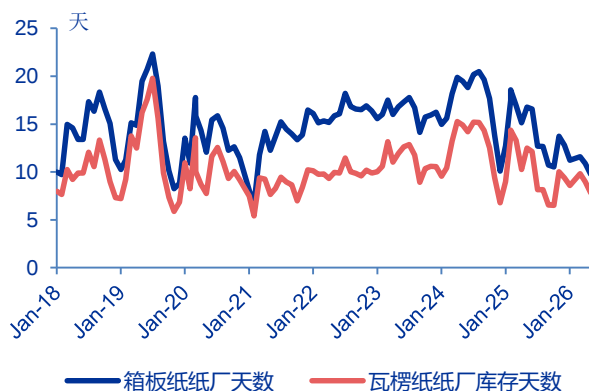
箱板瓦楞纸供需平衡表：2024年以来行业开工率逐渐上行，26年约69%

纸种	项目	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
箱板瓦楞纸	期末产能 (万吨)	7123	7307	7326	7666	8114	8468	8773	9032	9125	9064
	有效产能 (万吨)	6923	7215	7317	7496	7890	8270	8561	8931	9078	9094
	产量 (万吨)	4619	4846	4956	4779	4968	5272	5688	6172	6473	6785
	产量增速	3%	5%	2%	-3.6%	3.9%	6.1%	7.9%	8.5%	4.9%	4.8%
	开工率	66.7%	67.2%	67.7%	63.8%	63.0%	63.7%	66.4%	69.1%	71.3%	74.6%
	进口量 (万吨)	377.4	803.2	696.6	602.4	891.6	828.3	684.9	621.7	590.6	561.1
	出口量 (万吨)	11.9	12.2	12.9	14.2	14.4	22.7	25.9	25.9	25.9	25.9
	表观消费量 (万吨)	4984.5	5636.9	5640.0	5367.5	5845.4	6077.3	6347.0	6767.6	7038.3	7319.8
	表观消费量增速	.%	.%	-%	.%	.%	.%	.%	.%		

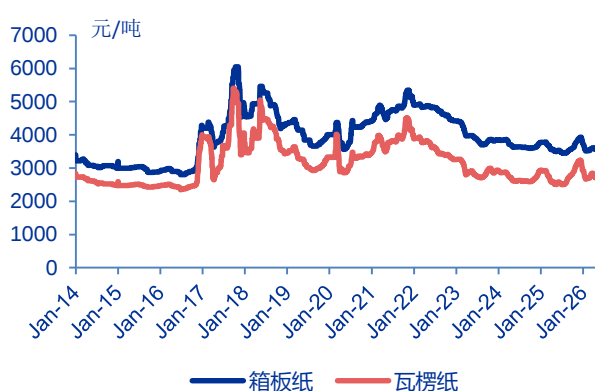
供需改善，成本上行，箱板瓦楞纸价有望持续提涨

- **2026年以来箱板瓦楞纸延续提价，景气持续上行；目前纸厂库存处于低位，下半年为箱板瓦楞纸需求旺季，纸价有望持续提涨；中长期维度，箱板瓦楞纸开工率已逐渐回归正常水平，景气有望持续修复**
 - 受益进口纸和国内供给缩量，出口需求表现景气，以及原料端废纸供需偏紧，箱板瓦楞纸4月以来持续提价
 - 根据卓创资讯，截至2026年6月24日，箱板纸/瓦楞纸价格分别为3777/3123元/吨，较4月底部上涨219/416元/吨，处于2014年以来的30%/25%分位；箱板纸/瓦楞纸吨毛利为316/159元/吨，考虑费用后处于盈亏平衡线附近，后续仍有较大提升空间
- **纸厂库存处于低位，纸厂无出货压力，掌握提价主动权**
 - 得益于出货顺畅，纸厂库存持续下降，根据卓创资讯，26年5月底箱板纸、瓦楞纸厂库存分别为86、53万吨，我们测算对应库存天数为10、8天（基于过去一年的产量计算，全年365天），处于历史偏低水平
- **国废受雨季影响供给紧张，价格上行，成本支撑纸价上涨**
 - 近日华中、江浙、西南等局部地区出现强降水天气，国废市场受到降水影响一方面回收量不足，另一方面纤维含水量超标。因废纸原料紧张，玖龙、山鹰、荣成、景兴等纸厂华东基地均有所减产，支撑纸价上行

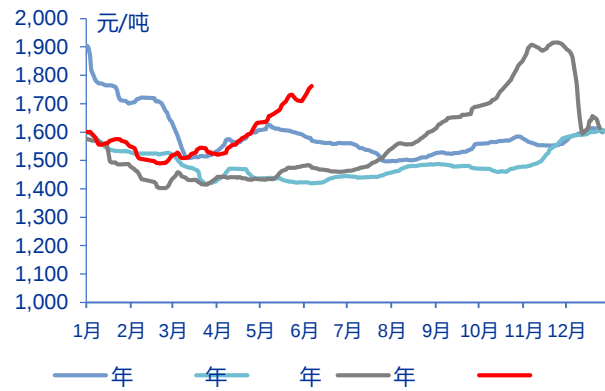
26年5月底纸厂平均库存不足10天



26年4月以来箱板瓦楞纸价格持续提涨



废黄纸板价格持续上涨，支撑纸价



木浆：成本决定价格底，供求边际变化影响价格

■ 木浆为全球定价的大宗商品，价格端波动较大

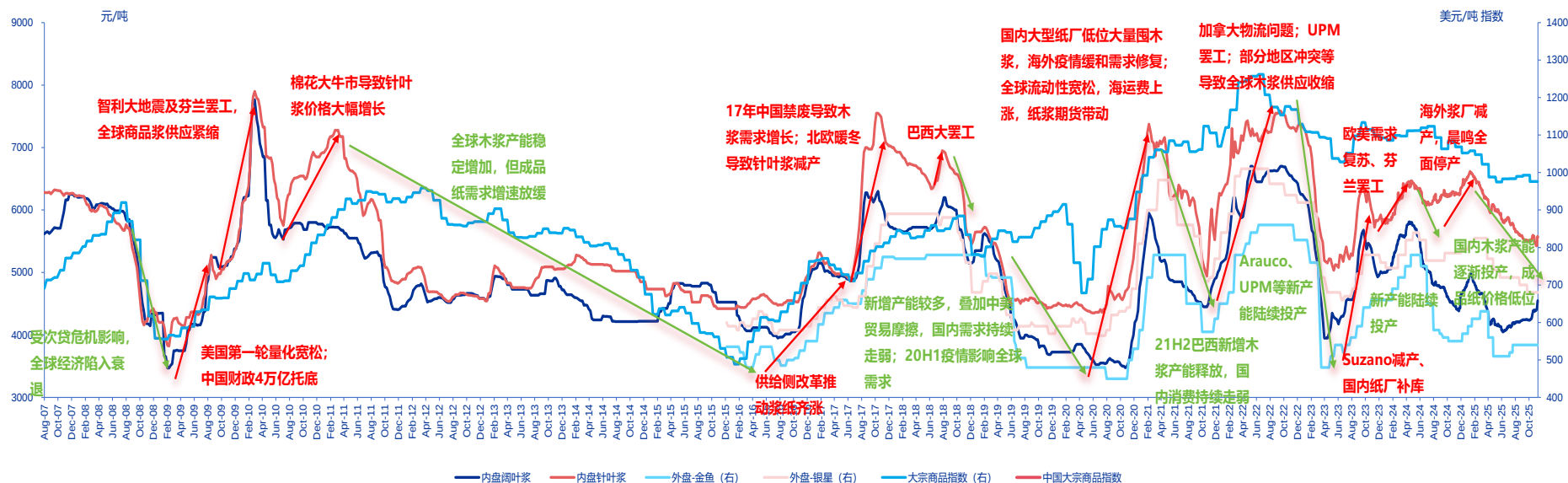
- 国内缺乏木材资源禀赋，木浆资源进口依赖度高。目前全球头部浆厂主要集中于南美、印尼等区域，根据Suzano公告，2024年前十大浆厂产能市占率达到65%（针叶浆+阔叶浆），其中Suzano为第一大浆厂，占比18%，考虑Suzano等企业以阔叶浆为主，阔叶浆集中度更高
- 木浆作为大宗商品，周期属性较强，复盘历史浆价走势，**全球经济周期波动、新增产能投放、主产地供给扰动、造纸供给侧改革**等因素，均会对浆价产生较大影响

2018年11月国内纸浆期货上市，纸浆被赋予的金融属性进一步放大了供应端信息扰动和浆价波动；2019年Suzano合并全球第一大浆厂鹦鹉，阔叶浆行业进一步整合，此后浆价波动越发频繁，海外浆厂协同性明显提升

海外浆厂集中度高（2024年）

浆厂	产能（百万吨）	产能占比
Suzano	13.4	18%
APP+PE+Domtar	6.5	9%
UPM	4.8	6%
Arauco	4.6	6%
CMPC	4.4	6%
APRIL+Bracell	4.4	6%
Metsa	4.00	5%
IP	2.5	3%
Stora Enso	2.5	3%
Llim pulp	2.4	3%

2019年以后浆价呈现明显易涨难跌趋势



供给：26年行业新增产能放缓，供需趋于改善

- 木浆环节持续保持高ROE，海外浆厂持续扩产，国内纸厂也积极布局浆纸一体化（获取木浆超额ROE，减少木浆烘干运输等中间环节成本），导致23年以来木浆产能持续投放，木浆供需压力加大
- 展望2026年供给：2025年化学浆投产规模有所放缓，对26年冲击有限；2026年规划产能基本在年底投放，实际爬坡在2027年，2026年木浆供需偏紧

2024-2027年木浆产能统计（不完全统计）

地区	工厂	品种	投产时间	产能 (万吨)	地点
海外	Suzano	阔叶浆	2024年7月	255	巴西
	联盛纸业	化学浆	2024年7月	166	福建
	玖龙纸业	化学浆	2024Q3	110	北海
国内		漂阔浆、漂针浆、本色针叶、本色阔叶	2025年6月	65	湖北
	仙鹤股份	化学浆	2024年9月	10	湖北
		化学浆	2024年9月	40	广西
	华泰集团	漂阔浆、漂针浆、绒毛浆	2025年4月	70	山东
	太阳纸业	漂阔浆	2025年9月	35	广西
	广西建晖	本色阔叶浆	2025年11月	40	广西
		2024年化学浆		581	
	2025年化学浆		210		
地区	工厂	品种	计划投产时间	产能 (万吨)	地点
海外	OKI	阔叶浆	2026年底	140	印尼
			2027年	140	印尼
	Arauco	阔叶浆	2027Q4	350	巴西
	太阳纸业	化学浆	2026Q3	60	山东
国内		化学浆	2026Q4	70	重庆
	玖龙纸业	化学浆	2026Q4	50	天津
		化学浆	2027Q2	80	广西
		化学浆	2027Q3	50	广东
	仙鹤股份	化学浆	2026年底	70	广西
	五洲特纸	化学浆	2027年4月	60	江西
		年化学浆			
	2027年化学浆		680		

浆价高位震荡：浆厂成本强支撑和需求弱现实的博弈

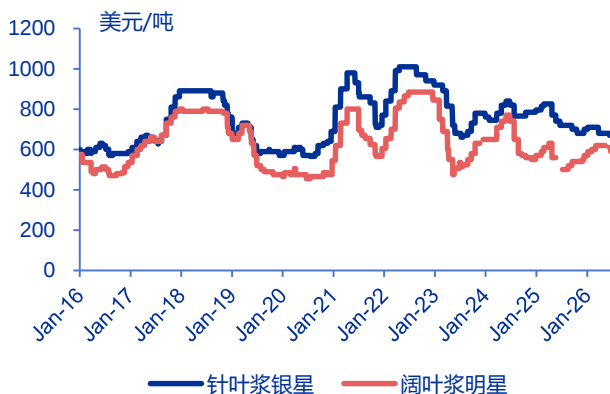
■ 海外浆厂控产意愿强烈，供给扰动不断，叠加新增产能放缓，2026年以来阔叶浆持续强势

- 2025年7月以来，海外浆厂主动减产，部分高成本浆厂关停，外盘浆价逐渐企稳改善
- 新增产能趋缓：**2024、2025年国内外化学浆投产581、210万吨，主要为国内浆线；2026年底印尼OKI预计投产1条140万吨产线，自用为主，其余国内规划产能也多在26年底投产，2026年供给端压力有明显缓解

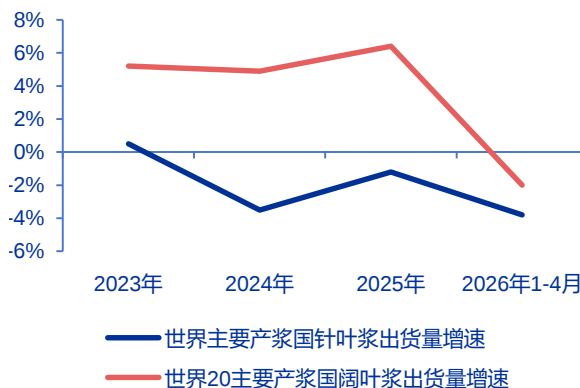
■ 需求弱现实，浆价向上动力不足，价格小幅回落，但海外浆厂成本构筑浆价隐形底，预计浆价高位震荡

- 需求弱现实：**根据PPPC，2026年1-4月世界20主要产浆国针叶浆、阔叶浆出货量分别同比-2.0%、-3.8%，尤其是针叶浆因成本较高，持续被阔叶浆替代，2024年以来需求持续下滑；针叶浆银星6月报 670 美元/吨，降 10 美元/吨；阔叶浆金鱼6月报价 590 美元/吨，降20美元/吨，主要反应终端需求的疲软
- 木浆成本构筑隐形底：**阔叶浆厂现金成本虽低，但考虑运费、折旧及费用后的完全成本较高，即使是巴西地区，完全成本在400美金/吨左右，且随巴西雷亚尔汇率波动；针叶浆成本普遍偏高，根据Hawkins Wright，基于585美金阔叶浆、690美金的针叶浆的CIF中国价格，当前4%的商品阔叶浆，以及18%的商品针叶浆产能处于亏现金流状态，现金成本对浆价尤其针叶浆价形成有利支撑
- 截至2026年6月24日，国内针叶浆、阔叶浆均价分别为4776、4432元/吨，价差缩窄至343元/吨，阔叶浆供需偏紧，价差持续收缩背景下，对针叶浆价格亦有支撑作用

26年以来外盘浆价保持中高位震荡



阔叶浆需求增速明显好于针叶浆



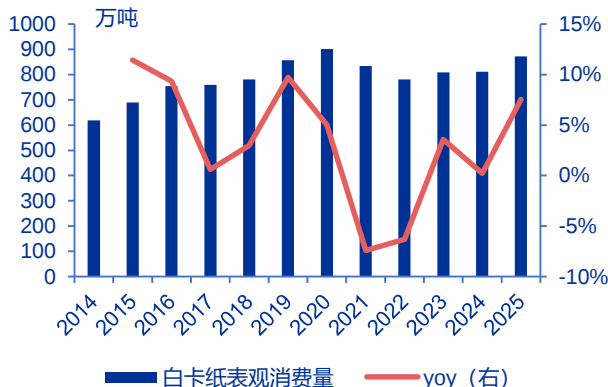
针阔叶浆价差明显缩窄



白卡纸需求：中长期受益以纸代塑、白代灰，出口占比持续提升，需求成长性较强

- **白卡纸需求：白卡国内需求主要集中于消费领域（食品饮料、日化、家电等），经济相关性高；且受益替代灰底白板纸、以纸代塑需求，长期成长性充足**
 - 除最常见的普通社会卡以外，还包含烟卡、酒包、高端社卡、食品卡等，产品结构相对高端：**1) 替代灰底白板纸**：相较于灰底白板纸，白卡纸挺度、耐破度、平滑度及适印性等指标都更加优异，且灰底白板纸主要产地富阳因环保出现产能腾退，进一步加速白卡纸替代；**2) 以纸代塑**：在环保趋势推动下，以纸代塑重要性不断提升，食品卡需求快速增长
 - 根据卓创资讯，2025年白卡纸表观消费量872万吨，同比增长7.5%，需求改善明显，2021-2025年白卡纸需求量复合CAGR为1.1%，体现较强韧性；白卡纸和消费相关性高，若后续经济复苏，有望进一步释放弹性
- **出口需求：中国白卡纸在全球具备制造成本优势（人工、能源、生产效率），加速对海外出口**
 - 2025年白板及白卡纸出口量472万吨（其中以白卡为主），同比增长10%，2021-2025年复合CAGR为23.6%
- **对比文化纸，白卡具备中长期成长逻辑（以纸代塑、经济增长）；对比箱板，白卡代表是高端包装需求，后续如果经济好转或者政策端有催化的话，向上弹性更大**

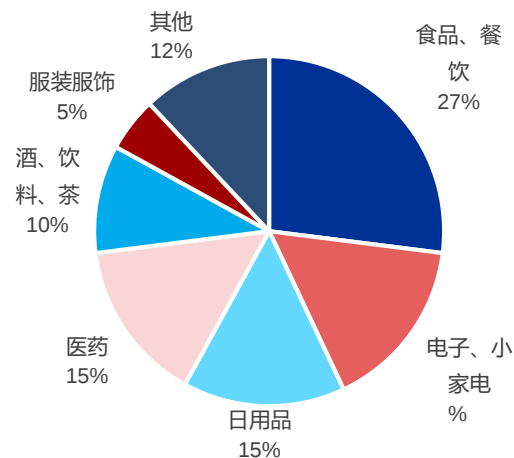
白卡纸长期成长性高，但受经济影响，近几年内需增速有所放缓



白纸板（白卡纸及灰底白）出口量持续增长，贡献需求增量



白卡纸下游需求结构



白卡纸供给：新增产能较多，2026年供给压力逐渐缓解

■ 白卡纸2021年盈利大幅提升，刺激行业内资本开支增加，新增产能于2022-2025年陆续投放

- 2021年上半年白卡纸价格一度突破1万元/吨，纸厂投资回报期大幅缩短，同时出于对白卡纸行业长期需求增长的看好，导致白卡行业新增产能较多，在2022-2025年相对集中投产
- 2022-2025年行业新增产能分别达到260、230、150、240万吨（假设2021年12月视为2022年产能），2022年出口消化大量新增产能，且浆价保持高位，纸价表现相对坚挺，但2023年出口增速放缓，纸价快速迅速走弱，2024-2025年纸价持续在底部盘整

■ 白卡纸行业新增玩家较多，且多为跨界玩家（如玖龙、联盛等），行业集中度在过去几年有所下行，导致行业竞争有所加剧

■ 2026年仍有山东金天和以及博汇纸业产能规划，但此前多次延期，仍需关注实际落地情况，供给压力相较于前几年有所缓解

白卡纸新增产能较多

公司名	纸种	产能（万吨）	地址	投产时间
广西金桂	白卡纸	90	广西钦州	2021年12月
五洲特纸	食品卡	50	江西九江	2021年12月
太阳纸业	白卡纸	90	广西北海	2021年12月
泰鼎纸业	白卡纸	30	山东省	2022年7月
仙鹤股份	食品卡	30	浙江衢州	2023年4月
联盛纸业	白卡纸	100	福建漳州	2023年5月
亚太森博	白卡纸	100	江苏如皋	2023年10月
冠豪高新	白卡纸	30	广东湛江	2024年4月
玖龙纸业	白卡纸	120	广西北海	2024年9月
联盛纸业	白卡纸	120	福建漳州	2025年7月
玖龙纸业	白卡纸	120	湖北荆州	2025年8月
山东金天和	食品卡	30	山东泰安	2026年
博汇纸业	白卡纸	80	江苏盐城	2026年

行业加入较多新玩家，导致集中度有所降低，行业竞争加剧

产能情况(万吨)	2022	2023	2024	2025	集中度	2022	2023	2024E	2025E
APP+博汇纸业	655	655	655	655	APP+博汇纸业	45.9%	41.5%	38.4%	33.6%
晨鸣纸业	204	204	204	204	晨鸣纸业	14.3%	12.9%	12.0%	10.5%
太阳纸业	241	241	241	241	太阳纸业	16.9%	15.3%	14.1%	12.4%
五洲特纸	78	78	78	78	五洲特纸	5.5%	4.9%	4.6%	4.0%
冠豪高新	60	60	90	90	冠豪高新	4.2%	3.8%	5.3%	4.6%
玖龙纸业		115	180	300	玖龙纸业	-	7.3%	10.5%	15.4%
亚太森博	52	152	152	152	亚太森博	3.6%	9.6%	8.9%	7.8%
联盛纸业					联盛纸业	-	.%	.%	.%
仙鹤股份			30	30	仙鹤股份	-	-	1.8%	1.5%

白卡纸供需及价格：供需偏弱，2027年有望迎来拐点

■ 白卡纸：2026年预计仍需消化玖龙、联盛新产能压力，短期弹性有限；2027年产能压力逐渐缓解，供需逐渐迎来改善

- 白卡供需：**预计26-28年开工率分别为64.8%/64.5%/67.3%，分别同比-8.4、-0.1、+2.8pct；1) 供给端：晨鸣全面复产，以及玖龙、联盛产能爬坡，26年仍有供给压力，观察博汇、金天和新产能在26年的投产情况，若继续延期，26年供需可能好于上述测算；2) 需求端：结合纸厂及社会库存变化，及26Q1表观消费量表现（同比+25.5%），假设26-28年白卡纸表观消费量同比增长7.7%/4%/4%，净出口量同比增长4.8%、5%、5%
- 26年以来受新产能爬坡及晨鸣复产影响，纸价震荡偏弱，截至2026年6月24日，白卡纸均价为4038元/吨（普通社卡），仍处于2014年以来的底部
- 根据卓创资讯，截至2026年6月24日，普通社卡的吨毛利为-412元/吨，白卡纸规模纸厂处于盈亏边缘，部分纸厂甚至已亏至现金流；高端社卡、烟卡、食品卡等差异化产品结构相对高端，盈利相对好于普通社卡

白卡纸价处于历史底部



■ 展望未来：2027年有望迎来供需拐点，考虑后续需求增长和产能增量尾声，白卡纸预计将逐渐改善；白卡需求与经济、出口相关性高，若后续内需、出口恢复，白卡纸有望展现较强弹性

短期白卡纸仍有新增产能压力，中长期供需有望改善

纸种	项目	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
白卡纸	期末产能 (万吨)	1092	1122	1267	1427	1580	1707	1947	2057	2057	2057
	有效产能 (万吨)	1063	1107	1195	1347	1504	1635	1627	1966	2057	2057
	产量 (万吨)	904	933	866	1034	1060	1102	1191	1273	1327	1384
	产量增速	6%	3%	-7%	19.4%	2.5%	3.9%	8.0%	6.9%	4.3%	4.3%
	开工率	85.1%	84.2%	72.5%	76.8%	70.5%	67.4%	73.2%	64.8%	64.5%	67.3%
	净出口量 (万吨)	46.8	31.9	32.4	252.9	251.1	291.0	318.8	334.0	350.7	368.2
	表观消费量 (万吨)	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	表观消费量增速	10%	5%	-7%	-6%	4%	0%	7.5%	7.7%	4.0%	4.0%

文化纸需求：整体表现偏弱，出口消化产能增量

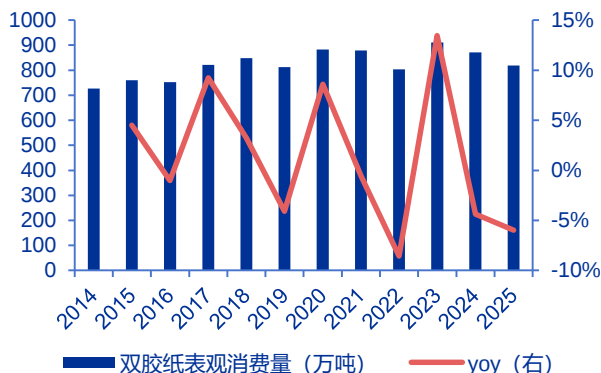
■ 双胶纸教辅材料需求占比较高，短期需求相对稳定，中长期受出生人口下降影响

- **需求结构：**2025年教辅教材需求占比41%，剩余为本册、社会图书、彩页等，受招标制和下游出版社特性等因素影响，对双胶纸品质重视度高于价格
- 根据卓创资讯，2024年双胶纸表观消费量871万吨，2014-2024年复合增速1.8%，需求体现较强的稳定性，但2018年往后出生人口减少影响逐渐体现，目前已逐渐体现在入学人数端，对文化纸长期需求有一定影响
- 2025年双胶纸表观消费量819万吨，同比下降6%，主要受入学人数减少、一教一辅政策要求、社会图书需求疲软等因素影响，2026年在低基数背景下，有望底部企稳改善

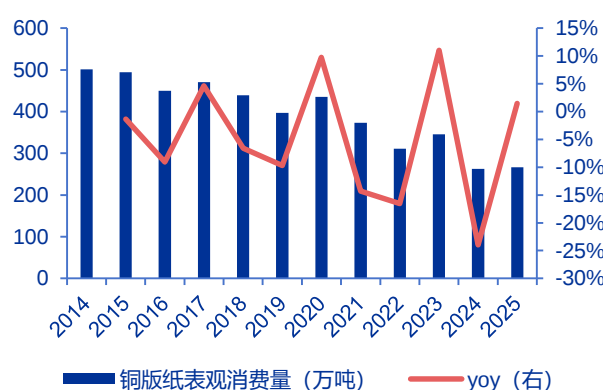
■ 铜版纸国内需求逐渐萎缩，出口占比持续提升

- **需求结构：**下游主要为教辅教材+广告宣传，2025年教辅教材/画册单页占比25%/31%
- 受无纸化因素影响，铜版纸需求有所萎缩，2025年铜版纸表观消费量267万吨，同比增长1.5%，2014-2025年复合CAGR为-5.6%，国内铜版纸企业逐渐加大出口，抵消内需减少的影响

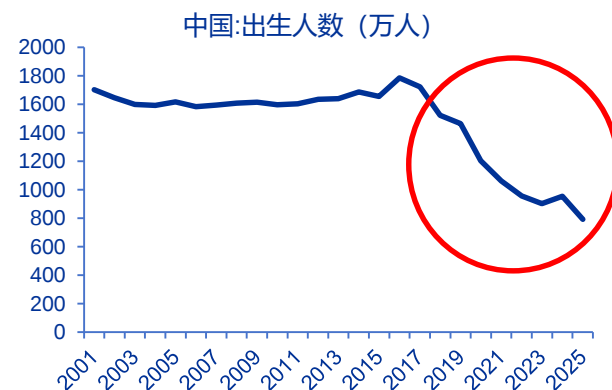
2025年双胶纸表观消费量下滑6%



2025年铜版纸表观消费量增长1.5%



后续出生人口下降影响会逐渐体现在文化纸需求端



文化纸供给：跨界玩家加大扩产，双胶纸集中度提升空间大

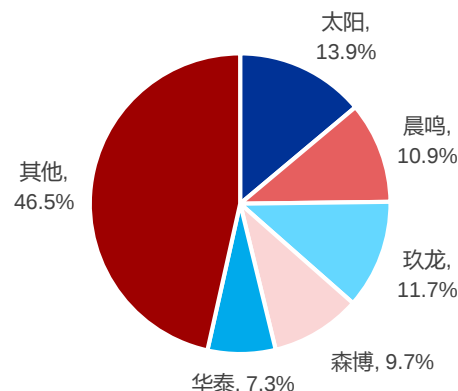
■ 供给格局：铜版纸因市场萎缩，集中度较高，行业无新增产能投放；双胶纸跨界玩家仍有产能投放，但集中度也有较大提升空间

- **供给分布集中**：文化纸单值较高，对运距并不敏感，头部企业大多只有1-2个基地，利于规模效应释放
- **铜版纸**：行业过去10年均无新增产能，竞争格局稳定，2025年CR4为88%（金光、晨鸣、太阳及华泰），高集中度，跟随浆价和双胶纸波动
- **双胶纸**：因新增产能影响，2024-2025年供给端存在一定压力；**2026年需观察新产能爬坡、联盛产能投放和晨鸣复产影响**；目前集中度处于偏低水平，大厂份额仍有提升空间

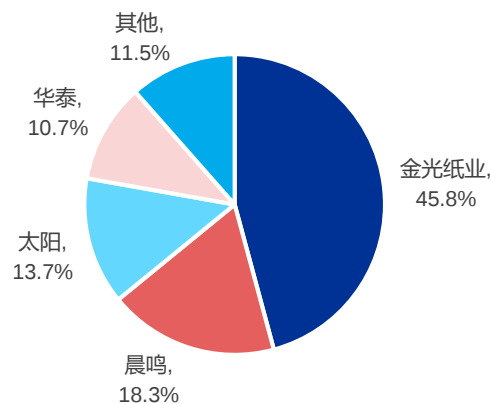
文化纸新增产能（不完全统计）

公司名	产能（万吨）	地址	投产时间
太阳纸业	55	广西北海	2021年9月
亚太森博	45	广东江门	2022年3月
博汇纸业	45	山东淄博	2022年10月
太阳纸业	20	广西南宁	2023年4月
太阳纸业	35	广西北海	2023年1月
联盛纸业	60	福建漳州	2023年6月
亚太森博	50	山东日照	2023年8月
华泰股份	52	山东广饶	2024年1月
玖龙纸业	55	广西北海	2024年1月
玖龙纸业	60	湖北荆州	2025年2月和4月
玖龙纸业	70	广西北海	2025年7月、2025年底
太阳纸业	40	广西南宁	2025Q4
五洲特纸		江西九江	Q
联盛纸业	120	福建漳州	2026年

2025年双胶纸CR4为46%



2025年铜版纸CR4为88%



文化纸供需：2026年仍有供给压力，2027年有望逐渐企稳改善

■ 文化纸（双胶纸/铜版纸）：需求表现较为平淡，近年来新增产能较多，叠加部分企业复产，开工率处于低位

- **供给端**：26年晨鸣各基地陆续复产，叠加玖龙等新产能爬坡，供给压力较大，**仍需关注联盛产能投放节奏及晨鸣生产情况**
- **需求端**：新产能爬坡及复产影响下，2026年以来渠道有所累库，体现为表观消费量增加，假设2026-2028年双胶纸表观消费量分别同比增长6.2%/1%/1%，铜版纸表观消费量分别同比增长4.4%/1%/1%
- **进出口**：假设26-28年文化纸进口量持平25年；国内供需压力较大，纸厂持续加大对海外市场开拓，参考26Q1文化纸出口表现（双胶纸、铜版纸分别同比增长13.2%/8.4%），假设铜版纸/双胶纸26-28年出口量分别同比+9.6%/10.9%，后续每年增长5%
- **开工率**：预计2026-2028年铜版纸开工率分别为68.5%/70.5%/72.5%，双胶纸开工率分别为49.9%/48.1%/48.8%，双胶纸开工率处于低位，后续需观察中小产能出清情况，短期预计持续磨底，铜版纸因无新产能投放，供需相对较好，但因和双胶纸的转产关系，预计同样承压

文化纸供需平衡表测算

纸种	项目	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
铜版纸	有效产能（万吨）	692	692	692	692	692	692	622	692	692	692
	产量（万吨）	538	513	431	459	488	431	443	474	488	502
	产量增速	-2%	-5%	-16%	6.4%	6.5%	-11.8%	3.0%	6.9%	2.9%	2.9%
	开工率	77.7%	73.9%	62.3%	66.3%	70.6%	62.2%	71.3%	68.5%	70.5%	72.5%
	进口量（万吨）	27.4	29.1	37.5	22.0	20.4	22.4	20.7	20.7	20.7	20.7
	出口量（万吨）	168.4	105.0	95.5	168.5	163.1	190	197.5	216.5	227.3	238.7
	表观消费量（万吨）	396.9	436.8	373.1	312.2	345.6	262.8	266.6	278.4	281.1	284.0
	表观消费量增速	-10.3%	10.1%	-14.6%	-16.3%	10.7%	-24.0%	1.5%	4.4%	1.0%	1.0%
双胶纸	有效产能（万吨）	1169	1199	1283	1377	1476	1638	1515	1900	1997	1997
	产量（万吨）	861	849	825	862	1003	948	887	947	961	974
	产量增速	0%	-1%	-3%	4.5%	16.4%	-5.5%	-6.4%	6.8%	1.4%	1.4%
	开工率	73.7%	70.8%	64.3%	62.6%	68.0%	57.9%	58.6%	49.9%	48.1%	48.8%
	进口量（万吨）	35.4	92.3	106.9	29.1	17.8	19.9	16.7	16.7	16.7	16.7
	出口量（万吨）	83.9	58.8	53.4	88.4	110.0	96.8	84.7	93.9	98.6	103.5
	表观消费量（万吨）	812.8	882.9	878.2	802.4	910.8	870.8	819.0	870.0	878.7	887.5
	表观消费量增速	-.%	%.%	-.%	-.%	%.%	-.%	-.%	%.%	%.%	%.%

注：2025年有效产能剔除晨鸣停产产能，因此2026年晨鸣复产会带来有效产能增加

文化纸价格：纸价处于历史低位，成本构筑价格支撑

■ 文化纸价格创历史新低，2026年行业预计延续磨底

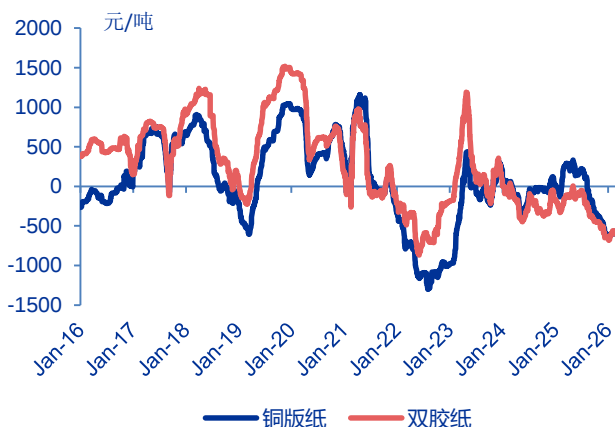
- 受新产能冲击和晨鸣复产影响，2026年以来文化纸价格震荡下行，招投标季亦无明显提振，截至2026/6/24，双胶纸/铜版纸价格分别为4538/4450元/吨，处于2014年以来的最低位
- 目前纸厂库存压力较大，截至26年5月末，双胶纸、铜版纸厂库存天数分别为22、26天，高库存背景下提价相对困难，预计价格持续磨底
- 上游浆厂强势，浆价保持较高水平，头部纸厂浆纸一体化布局相对完善，抗风险能力更强，中小厂外采木浆，亏损较为严重（根据卓创资讯，截至2026/6/24，双胶纸/铜版纸吨毛利分别为-599/-632元/吨，考虑费用后预计亏损严重），逐渐出清；考虑中小厂的盈利状态，预计纸价下跌空间极为有限

■ 中长期展望：供需压制，文化纸行业磨底多年，部分纸厂已处于亏损状态；预计26年行业仍受新增产能投产或爬坡、晨鸣复产等因素影响，供需仍有压力；27年往后，行业新增产能基本结束，中小厂加速出清，预计行业逐渐企稳

文化纸尤其双胶纸价格处于历史底部



文化纸企业多数处于亏损状态



文化纸厂库存逐渐累积



太阳纸业：林浆纸一体化、品种多元化布局，成本优势显著

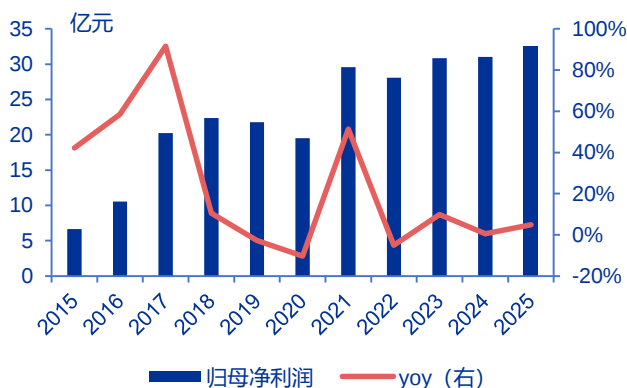
■ 经四十余年发展，公司布局了山东、广西、老挝三大生产基地，并实现了林浆纸垂直一体化、纸种多元化的全面发展格局

- **多品种布局，且相互可切换：**公司早期产品以文化纸为主，盈利受周期影响较为明显，后续逐渐拓展溶解浆、生活用纸、箱板瓦楞纸等多元产品，降低单品类依赖，且公司文化纸与箱板纸、溶解浆与化学浆之间可相互转产，顺应行业景气切换
- **新开拓广西、老挝基地，强化林浆纸一体化成本优势：**公司拥有145万吨化学浆+155万吨化机浆，平抑上游原料成本波动；广西基地老挝布局林地，木片自给率逐渐提升，保证原料供应稳定性
- **成长周期股属性：**2015-2025年收入CAGR为13.7%，2025年归母净利润32.51亿元，同比增长4.8%，2015-2025年CAGR为17.2%，行业普遍亏损时仍保持稳定盈利；26Q1单季归母净利润9.06亿元，同比增长2.3%，环比增长20.7%，表现超预期

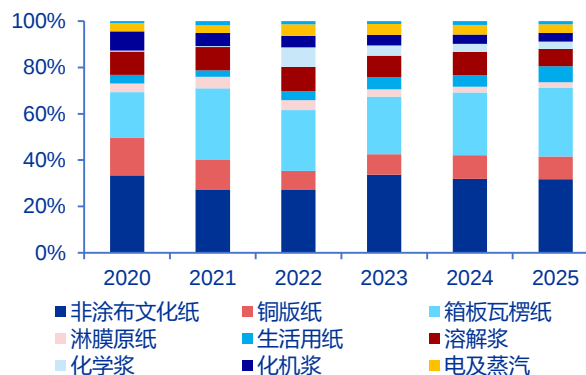
■ 成本优势显著，产能持续扩张增厚底部利润，股权激励彰显增长信心

- **成本优势来源于：**1) **底层管理：**管理层前瞻、稳定，充分的员工激励；2) **原材料：**文化纸林浆纸一体化布局，具备老挝林、广西木片优势，箱板瓦楞纸开拓木浆+国废生产路径，禁废后弯道超车，体量较小坚定高端产品结构；3) **能源成本：**靠近兖矿具备煤炭采购优势，自备电厂降低能源成本；4) **折旧制造成本：**产能逆周期投放，人工效率高，建设周期短，单吨资本开支低
- 25年投产浆纸产能超200万吨，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
- **高股权激励目标彰显信心：**2026-2028年扣非净利润增长率不低于10%/20%/30%，对应2026-2028年扣非利润目标为35.11/38.30/41.49亿元，本次将激励费用归入经常性损益，若还原激励费用对应利润目标为36.35/40.03/42.11亿元，彰显业绩信心

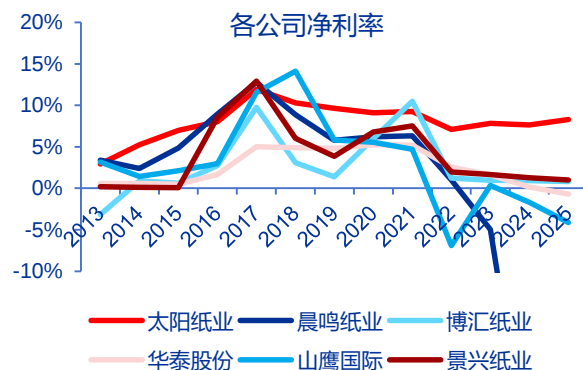
公司利润呈现波动向上增长



收入结构：浆纸多品种布局



太阳净利率稳定、持续领先



玖龙纸业：浆纸一体化布局逐渐完善，盈利超预期改善

■ 玖龙纸业为箱板瓦楞纸领军企业，积极推动浆纸一体化、纸种多元化布局

- 公司在国内拥有东莞、太仓等十大生产基地，并在海外如美国、越南、马来西亚布局产能，实现全球化布局；截至25年末，公司拥有造纸产能2537万吨，纤维原料产能819万吨（其中木浆产能543万吨）
- **得益于木浆自给率提升，及行业景气向上，盈利改善趋势明显：** FY2026H1实现净利润22.12亿元，同、环比增长225.1%、45.4%，FY2026H1销量1240万吨，同、环比增长8%、23%，吨毛利431元，同比、环比+152、+28元/吨，还原永续债利息后的吨净利175元/吨，同比、环比+116、+26元/吨
- **箱板瓦楞纸弹性最大：** 玖龙纸业拥有箱板瓦楞纸产能超1700万吨，受益行业beta改善，向上弹性大
- **浆纸一体化优势持续强化：** 公司木浆产量快速爬坡，FY24、25木浆产量为160、300万吨，预计FY26木浆产量提升至480万吨，后续仍有250万吨木浆产能规划，进一步增厚利润
- **资本开支拐点确定：** FY2026公司资本开支预期为125亿元，预计FY2027资本开支环比大幅收缩，公司自由现金流有望转正

■ 永续债提前赎回，利息费用有望大幅节降：此前公司发行4亿美金永续债，息票率为14%，每年永续债利息支出超4亿人民币，本次使用低息贷款及自有现金置换后，利息支出有望大幅下降

FY2024以来玖龙吨盈利逐渐从底部向上改善



玖龙持续推动浆纸一体化、纸种多元化布局

产能 (万吨)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
造纸	1877	2112	2287	2537	2537	2537
卡纸	1138	1343	1343	1343	1343	1343
瓦楞纸	340	370	370	370	370	370
白板纸 (含白卡)	260	260	380	500	500	500
文化纸	112	112	167	297	297	297
特种纸	27	27	27	27	27	27
原材料	256	473	684	819	939	1069
木浆	186	218	408	543	663	793
再生浆	70	70	70	70	70	70
木纤维						
合计	2133	2585	2971	3356	3476	3606

特种纸：典型利基市场，出口需求表现旺盛

■ 赛道小而美，竞争格局差异较大；整体国内需求有所下滑，部分赛道需求表现旺盛

- **小而美的特种纸赛道：**特种纸各细分领域规模较小，其中最大的应用领域为装饰原纸和食品包装纸，需求突破百万吨，其余品类基本在50万吨以下
- **特种纸整体规模略有下滑，部分赛道需求表现旺盛：**从2011-2018年的产量复合增速来看，格拉辛纸、热敏纸、真空镀铝原纸、不锈钢衬纸、装饰原纸等细分赛道增速领先，分别为75.0%/18.4%/14.4%/10.6%/10.3%
- 随着特种纸企业技术突破，实现进口替代，并逐步实现出口，**2025年特种纸出口量达到256万吨，2015-2025年复合增速达到13%**

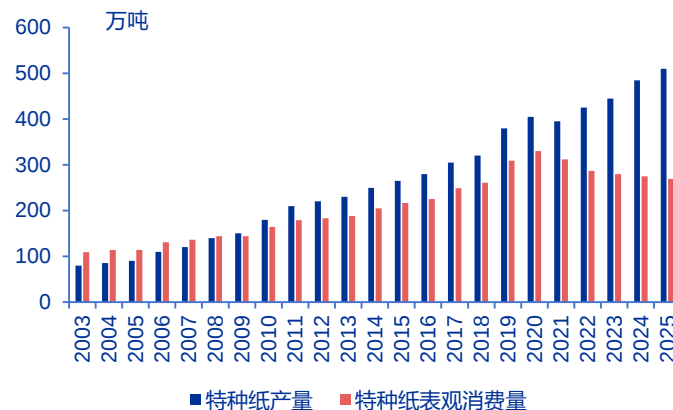
■ 大多数特种纸企业有着自己的优势单品类，凭借产品力、渠道力稳居细分市场隐形冠军地位

特种纸下游应用领域广泛

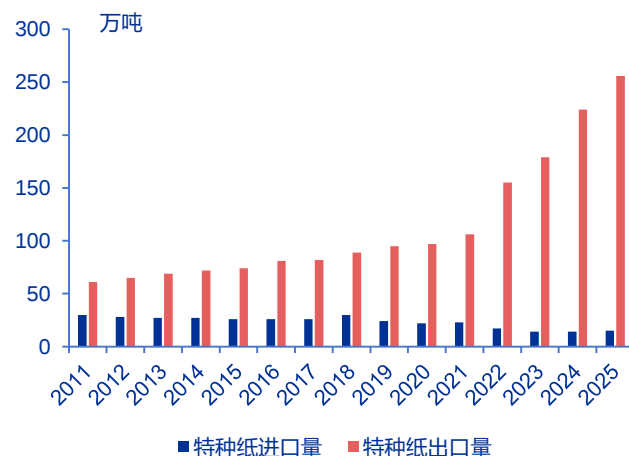
应用领域	主要纸种	2011	2012	2013	2014	2015	2017	2018
烟草	卷烟纸	14.2	14.5	14.7	15.0	14.6	13.2	13.0
	卷烟配套用纸	9.5	9.7	9.9	10.0	9.8	8.9	8.8
	烟包纸	14.5	14.9	15.1	15.4	15.0	-	-
建筑	装饰原纸	56.4	-	38.9	-	79.6	104.5	112.2
	壁纸原纸	11.4	-	18.3	-	15.7	18.3	15.0
商业交流	无碳纸	47.0	49.0	51.0	53.0	56.0	50.0	47.0
	热敏纸	15.0	22.0	25.0	28.0	31.0	42.0	49.0
工业	不锈钢衬纸	4.1	4.7	5.5	6.4	6.7	8.0	8.3
	电解电容器纸	1.6	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6	1.7
特种包装	医用包装纸	4.4	4.6	4.8	5.2	5.5	6.6	6.8
	食品包装纸	97.1	101.0	109.7	113.5	120.6	-	-
标签	真空镀铝原纸	3.2	3.8	5.3	6.6	8.0	8.2	8.2
	格拉辛纸	0.6	0.8	3.3	5.5	15.6	22.4	30.2
印刷	热转印纸	10.1	11.8	12.6	14.4	15.5	18.6	19.2
	圣经纸	-	-	-	-	-	-	-

注：上图为分纸种产量数据（万吨），空白格表示产量未披露

特种纸产量持续提升，但表观消费量略有下滑



特种纸出口增加较为明显



特种纸：盈利稳定性强于大宗纸，资本开支有所收窄

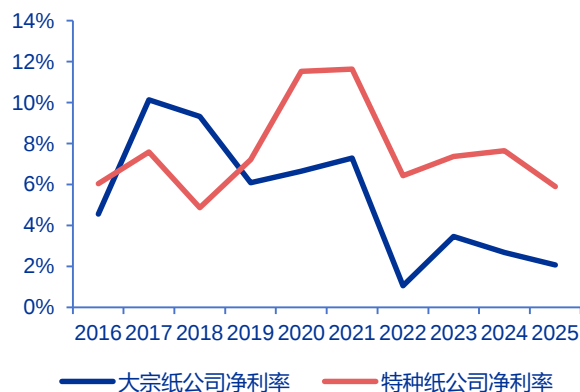
■ 特种纸：高集中度的利基市场，客户粘性强，具备更强盈利稳定性；25年受行业新增产能冲击，盈利有所走弱

- 特种纸下游直接对接终端客户，且主要细分赛道集中度较高，销售价格相对稳定，浆价下行时体现更强的盈利稳定性；25年五家特种纸公司实现归母净利润16.99亿元，同比下滑15.8%，主要系行业新增产能释放，供需有所走弱
- 特种纸扩产周期逐渐放缓，后续供需有望迎来改善：**此前特种纸公司密集上市（仙鹤2018年、五洲2020年、华旺2020年），引发新一轮资本开支扩张，并于23-24年达到顶峰，25年五家特纸公司资本开支40.10亿元，同比下降43.8%

■ 浆纸一体化企业体现更强盈利稳定性；海外竞争格局及盈利好于国内，国内纸厂加速出海

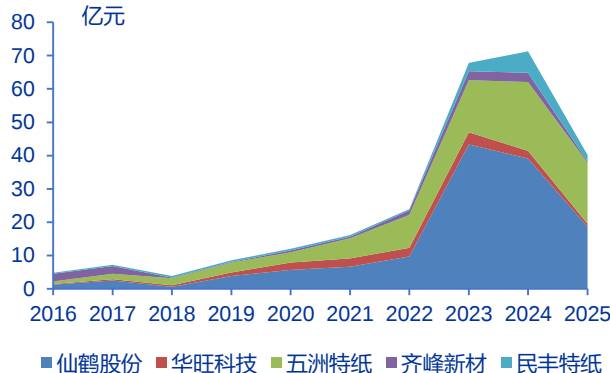
- 25年仙鹤股份实现归母净利润10.19亿元，同比略微增长；仙鹤产品结构定位高端，纸价相对稳定，盈利稳定性强于行业；此外湖北、广西木浆已相继投产，浆纸一体化有助于成本波动的平滑
- 国内因新增产能投放，竞争较为激烈，但中国企业在全球竞争力充足，头部企业加速出海；海外竞争格局较为缓和，外销盈利能力好于国内，有利于纸厂盈利中枢提升

特种纸盈利稳定性强于大宗纸



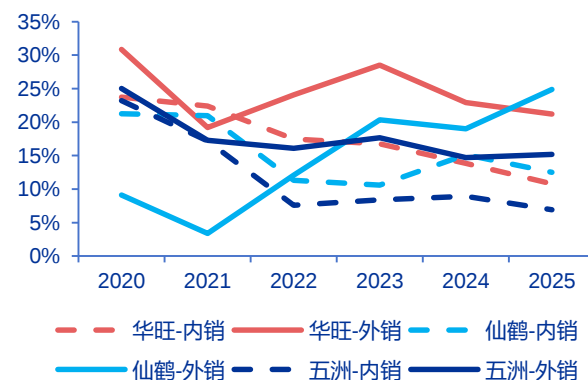
注：大宗纸包括太阳、博汇、华泰、山鹰、景兴；特种纸包括仙鹤、华旺、五洲、齐峰、民丰

2025年特种纸行业资本开支阶段性放缓



注：上图为各公司购买固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

特纸公司国外业务毛利率明显高于国内



注：上图为各公司国内外业务毛利率对比，同一家公司用同一种颜色

装饰原纸：供需拐点确定，具备消费和地产向上期权

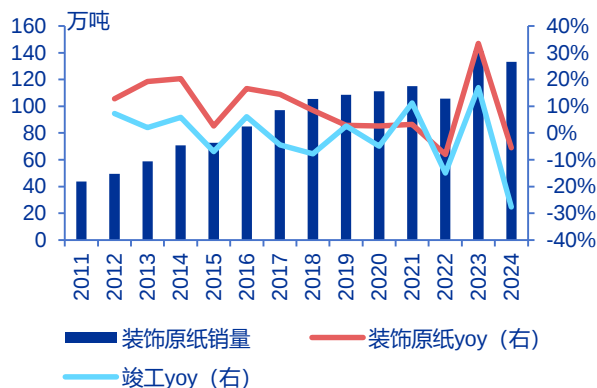
装饰原纸应用于家居人造板贴面，环保、性价比高、花色仿真效果突出，应用领域和渗透率提升，整体需求平稳增长

- 欧洲为装饰原纸起源地，国内起步虽晚，但具备贴近全球最大市场、人工成本低、设备更新快、排产周期短等优势，发展迅速；国内装饰原纸生产技术及供应链持续升级，木纹、岩板等花色仿真效果突出，且环保性能高、成本和性价比优势明显，应用领域从地板、定制家具向门墙延伸，建筑外立面应用逐步推广，应用领域和渗透率提升
- 根据林产工业协会数据，2023年、2024年装饰原纸需求分别同比增长+33%、-5%，同期竣工分别+17%、-28%，装饰原纸需求体现出明显超额，25年预计需求仍有下滑，26年随着竣工收窄，需求有望体现弹性，具备消费和地产向上期权

产能投放尾声，部分产能转产其他纸种，验证行业进入壁垒

- 23年为行业景气最高点，24-25年为行业产能密集投放期，叠加欧洲反倾销、竣工加速下行，行业供需明显恶化；装饰原纸对接印刷厂，产品定制化程度高，部分新进入者选择转产其他特种纸，且后续行业暂无新增产能规划，预计供给压力逐渐缓解
- 行业竞争格局稳定，头部集中度高：2024-2025年行业供需恶化，加速行业出清，叠加产品需求向中高端升级，华旺和夏王开工率仍保持高位，市场持续向中高端装饰纸头部企业集中，2024年国内装饰原纸CR3达到77%（根据中国林产工业协会数据及各公司公告测算），2024年华旺/夏王/齐峰市占率分别为24%/26%/27%，较17年+9/+5/-12pct

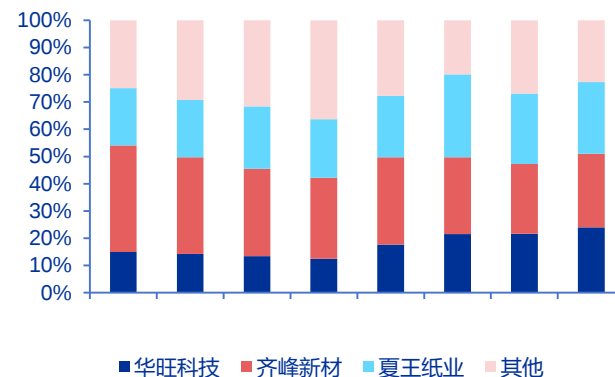
装饰原纸需求相较于地产体现超额



装饰原纸新增产能统计

公司	时间	投产规模 (万吨)
华旺科技	2023Q2	8
	2024年10月	8
仙鹤股份	2024年初	16
齐峰新材	2024年8月	8
吉鼎新材料	2025年3月	4
泰盛科技	2025年9月	7
	2026年1月	7
五洲特纸	年月	
阳光王子	2026年1月	12

2024年华旺/夏王/齐峰市占率分别为24%/26%/27%，较17年+9/+5/-12pct



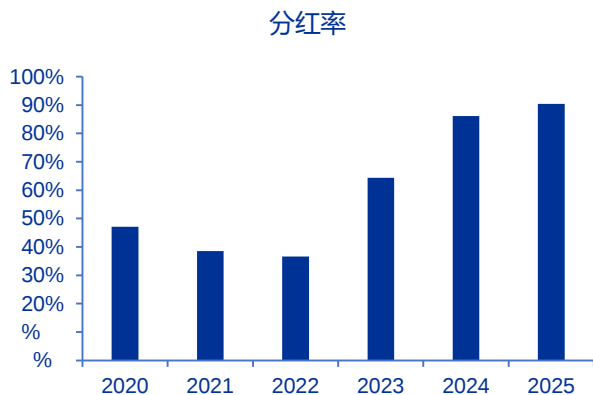
华旺科技：中长期出海空间广阔，优质高股息资产

■ 公司深耕中高端产品，产品品质差异化竞争，成本管控和制造效率领先，盈利低波动，进军全球装饰原纸市场

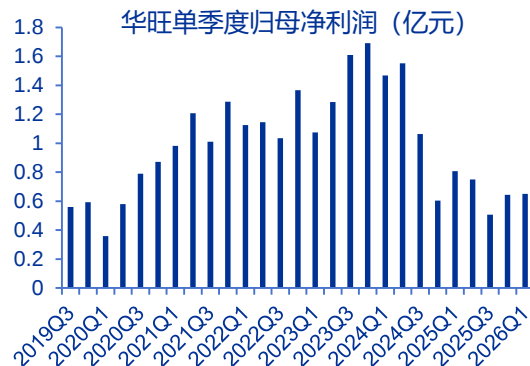
- 2025年后装饰原纸新增产能放缓，部分产能转产其他纸种，供给拐点出现，后续伴随地产和消费改善，装饰原纸需求有望边际好转；头部企业加大外销市场拓展，提升全球市占率
- 深耕中高端产品**，树立全球业内品牌认知度；关键进口设备+数控软件+精细化管理，以及科学排产经验积累，提供多样和差异化SKU产品包，**强柔性化生产能力**；**定制化产品属性**，提升客户印刷效率和效果，形成强客户粘性，**具备议价能力**
- 木浆**：经营木浆贸易业务，与装饰原纸的木浆采购形成采购规模优势，带来成本节省；**钛白粉**：公司与中核钛白共同研发装饰原纸专用钛白粉，采购价格较市场价更具优势，且与中核钛白关系稳固，同样可实现低价原材料储备
- 海外装饰原纸市场规模与国内接近，空间广阔；**公司产品质量、生产效率全球市场领先**，目前反倾销税率落定，后续加大外销市场扩张，提升全球市占率
- 25Q4以来盈利触底改善**：25Q4公司归母净利润0.64亿元，环比增长26.9%，26Q1归母净利润进一步提升至0.65亿元，若还原信用减值和汇兑损失，实际改善更为明显；26Q2公司产能利用率进一步提升，且多次提价，吨盈利改善确定性高

■ 公司经营现金流稳健，资产结构健康，伴随资本开支放缓，2025年分红率达到90%，安全边际高

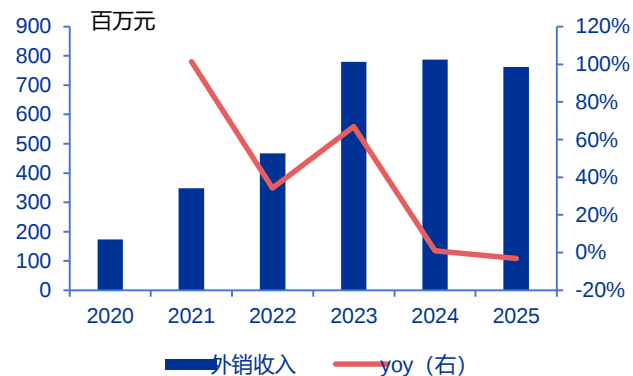
2025年华旺分红率达到90%



2025Q4华旺盈利开始触底改善



2024年以来外销受反倾销影响，目前税率落定，后续外销有望加速



仙鹤股份：多纸种布局，浆纸一体化进程加速

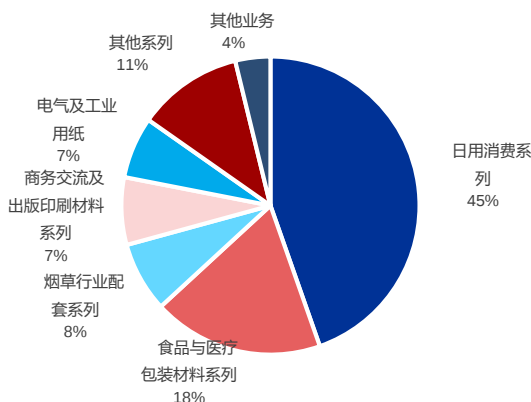
■ 多纸种布局，平滑行业周期波动，核心产品收入稳健增长

- 25年仙鹤股份收入、归母净利润分别同比+20.1%、+0.9%，虽然受浆价下行和行业竞争加剧影响，但公司凭借多元化的产品结构、木浆自给率提升和外销增量，仍保持较强的盈利稳定性
- 公司产品结构多元化：**25年日用消费系列（热敏纸、热转印纸、格拉辛纸等）、食品与医疗包装材料系列、烟草行业配套系列、电气及工业用纸系列、商务交流及防伪用纸系列、其他系列收入占比分别为45%、18%、8%、7%、7%、11%
- 伴随公司产能扩张，核心产品收入稳健增长，深受客户认可：**25年日用消费系列、食品与医疗包装材料系列、烟草行业配套系列收入分别同比增长14.0%、23.1%、30.5%，此外受益木浆外售增加，其他系列同比增长82%至14.13亿元
- 公司多项产品处于行业领先地位：**公司烟草行业配套系列产品在同类产品市场占有率近45%；国内热敏纸市场占有率近25%，并具有深加工技术和能力；低定量出版印刷材料系列国内市场占有率达到90%；公司合营企业夏王纸业国际市场占有率接近20%；转印用纸国内市场占有率超过30%

■ 湖北、广西基地陆续投产，浆纸一体化布局逐渐完善；积极开拓外销市场，打开增长空间

- 木浆产量快速爬坡：**24年浆线陆续投产，广西+湖北木浆产能达到100万吨，25年湖北仙鹤、广西仙鹤木浆产量分别为22.37、32.38万吨，相较于外采木浆仍有明显成本优势；后续广西二期投产，木浆自给率有望进一步提升
- 积极开拓外销市场，推动欧洲、东南亚、中东等全球市场的布局，25年外销业务收入达10.26亿元人民币，同比增长31.9%

公司收入结构多元化（2025年）



伴随木浆产能投放，盈利稳定性明显增强



公司湖北、广西浆线产能达到百万吨

地区	产品类别	产能 (万吨)	投产时间
广西	化学浆	40	2024年9月
	化机浆	20	2024年5月
湖北	芦苇浆	10	2024年4月
	化机浆	10	2024年4月
	化学浆	20	2024年9月

盈利预测及估值

公司代码	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
		2026/6/24	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
002078.SZ	太阳纸业	341	32.51	36.16	40.86	11	9	8
	YOY		4.8%	11.2%	13.0%			
600966.SH	博汇纸业	68	1.55	3.44	5.86	44	20	12
	YOY		-12%	121.2%	70.3%			
605377.SH	华旺科技	51	2.71	3.57	4.39	19	14	12
	YOY		-42.2%	31.8%	23.0%			
603733.SH	仙鹤股份	179	10.13	12.70	15.49	18	14	12
	YOY		0.9%	25.4%	22.0%			
2689.HK	玖龙纸业	273	17.67	37.89	50.75	15	7	5
	YOY		135.4%	114.4%	33.9%			

注：玖龙纸业市值按2026年6月24日港元兑人民币0.86975的汇率换算为人民币，2026年预测对应玖龙纸业FY2026预测，以此类推；仙鹤股份为Wind一致预期，其余为申万轻工预测

风险提示

- **消费持续表现疲软的风险：**造纸需求和消费相关性高，如果后期终端需求持续表现疲软，可能导致需求不足，纸价提涨困难。
- **行业新增供给较多的风险：**过去纸厂积极扩张产能，目前新增产能逐渐落地，仍需观察新增产能对行业供需的冲击。
- **上游原材料价格波动的风险：**国内木浆进口依赖度高，浆价波动较为频繁，若浆价持续上行，可能侵蚀木浆自给比例较低企业的利润。

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@swyhsc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swyhsc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swyhsc.com

A股投资评级说明

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。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

港股投资评级说明

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)：	： 股价预计将上涨20%以上；
增持 (Outperform)	： 股价预计将上涨10-20%；
持有 (Hold)	： 股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持 (Underperform)	： 股价预计将下跌10-20%；
卖出 (SELL)	： 股价预计将下跌20%以上。

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。

本报告采用的基准指数： 恒生中国企业指数 (HSCEI)

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。

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”）在中华人民共和国内地（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。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，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。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或向人作出邀请。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告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，任何人无权在任何情况下使用他们。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

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)

屠亦婷

tuyt@swsresearch.com

黄莎

huangsha@swsresearch.com

张海涛

zhanght@swsresearch.com