

供需改善+纤维自给， 高端箱板盈利改善

造纸行业深度报告

行业评级：看好

分析师 史凡可

邮箱 shifanke@stocke.com.cn

电话 18811064824

证书编号 S1230520080008

曾伟

zengwei@stocke.com.cn

13505600928

S1230524090011

目录

C O N T E N T S

01

供需格局分析

02

纤维优势探讨

03

优质标的推荐

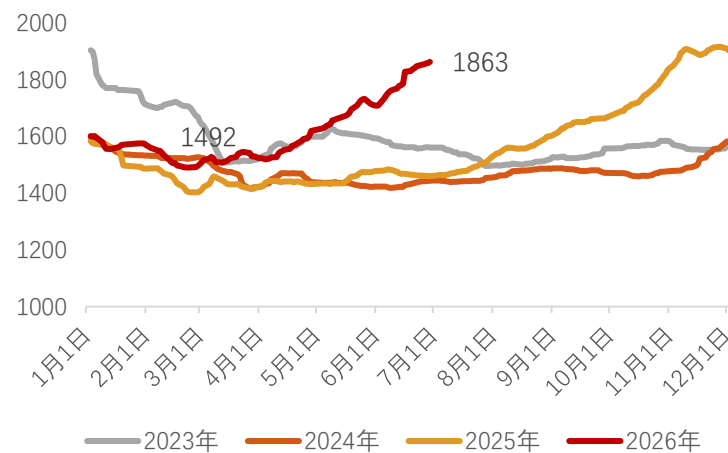
04

风险提示

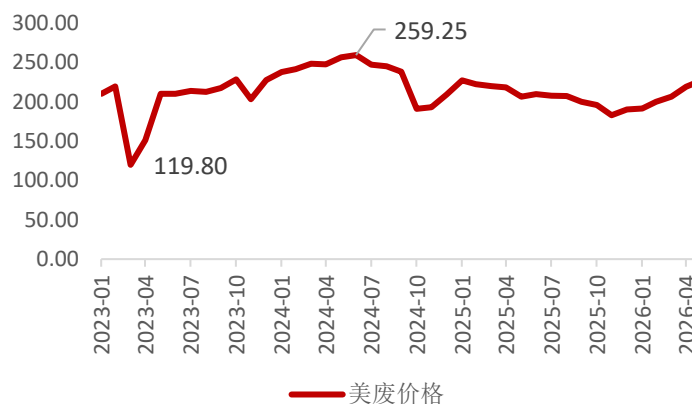
箱板纸5月以来淡季提涨超预期

箱板纸26年淡季涨价超预期，为22年以来首次。箱板纸、瓦楞纸26年2月-7月价格累计上涨幅度均达300元+。本轮价格上涨我们认为主要由箱板纸供需边际改善叠加能源成本上升共同推动，期待7月-11月旺季表现。

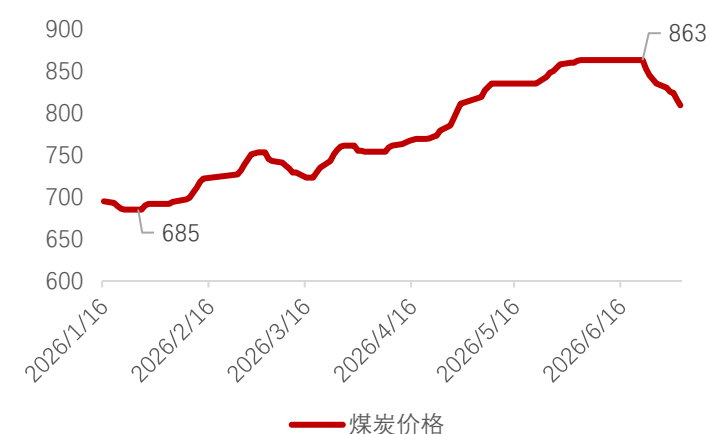
国废价格（元/吨）



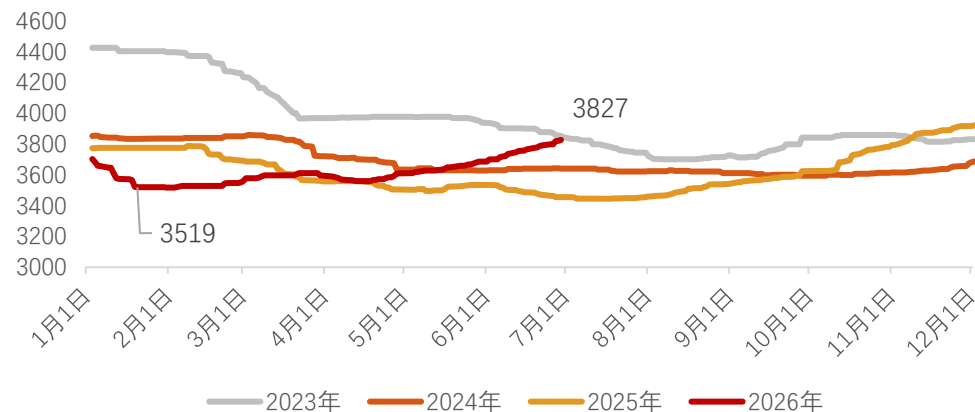
美废价格（美元/吨）



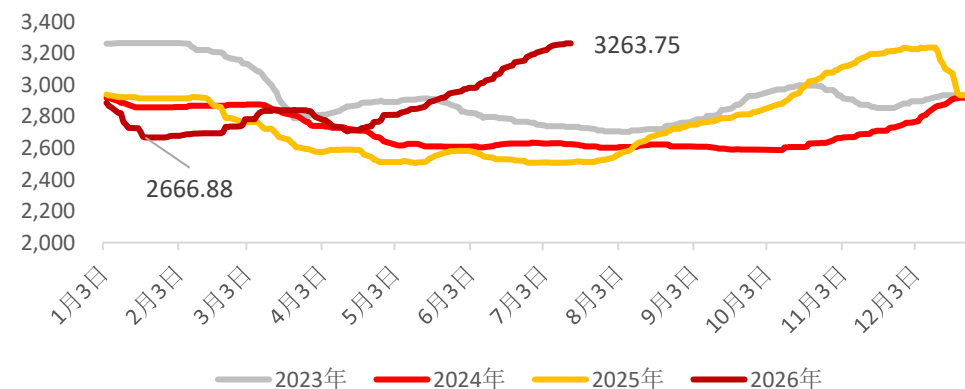
煤炭价格（元/吨）



箱板纸出厂价（元/吨）



瓦楞纸出厂价（元/吨）



行业正迎来 ‘供给收缩’ 与 ‘成本推涨’ 的双重拐点

行业开工率边际上行。从供给端看，国内产能扩张步入尾声且缺乏后续计划，叠加美废和能源成本高企导致进口利润承压、进口量下滑，而出口渠道明显改善，这使得供给收缩具备极强的持续性；从需求端看，虽然缺乏爆发性增长，但整体呈现温和复苏与边际改善的态势。在供需格局改善的同时，海外美废与能源成本的持续提涨，将倒逼进口纸价格上行，从而在成本与供需的双重驱动下，国内纸价的上行有较强持续性。

箱板纸供需平衡表

箱板纸（万吨）	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
产能	3564	3762	3990	4055	4202	4526	4777	4889	5044	5104
yoy		6%	6%	2%	4%	8%	6%	2%	3%	1%
产量	2479	2503	2695	2769	2692.3	2806	2987	3218	3365	3523
yoy		1%	8%	3%	-3%	4%	6%	8%	5%	5%
开工率	70%	67%	68%	68%	64%	62%	63%	66%	67%	69%
进口量	207	220	407	394	359	533	560	457	389	400
出口量	7	7	7	8	11	9	13	19	11	12
消费量	2649	2730	3013	3074	3049	3353	3561	3634	3743	3911
yoy		3%	10%	2%	-1%	10%	6%	2%	3%	5%
消费量/产能	74%	73%	76%	76%	73%	74%	75%	74%	74%	77%
停产产能		47	105	138	20	183	114	161	175	90
新增产能		245	333	203	167	507	365	273	330	150
CR4产能集中度	46%	46%	52%	52%	52%	55%	52%	51%		

瓦楞纸供需平衡表

瓦楞纸（万吨）	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
总产能	3158	3361	3317	3271	3464	3588	3628	3884	3924	3964
yoy		6%	-1%	-1%	6%	4%	1%	7%	1%	1%
产量	2001	2107	2152	2187	2087	2162	2285	2470	2573	2650
yoy		5%	2%	2%	-5%	4%	6%	8%	106%	206%
开工率	63%	63%	65%	67%	60%	60%	63%	64%	66%	67%
进口量	117	157	397	302	243	359	268	228	194	200
出口量	5	5	5	5	4	5	9	6	6	6
消费量	2134	2253	2489	2455	2331	2525	2565	2681	2761	2844
yoy		6%	10%	-1%	-5%	8%	2%	5%	3%	3%
消费量/产能	68%	67%	75%	75%	67%	70%	71%	69%	70%	72%
停产产能			97	115	37	121	138	104	140	100
新增产能			53	69	230	245	178	360	180	140
CR4产能集中度	22%	22%	23%	22%	21%	21%	22%	23%		

箱板，瓦楞纸市占率情况

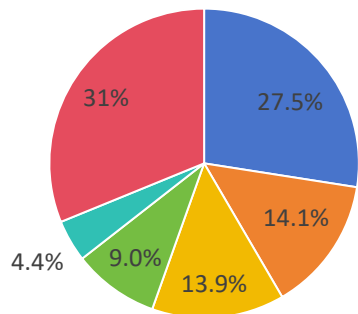
箱板纸：资源略有壁垒，行业CR5呈现上升趋势，2025年行业CR5市占率达69%。其中玖龙市占率27.5%、山鹰14.1%、理文13.9%、太阳9.0%、荣成4.4%。

瓦楞纸：资源壁垒低，行业CR4占比呈下降趋势，2025年行业CR4占比22.6%。其中玖龙市占率最高为14.3%、山鹰3.3%、荣成3.0%、理文2.1%。

核心公司产能梳理：（1）**玖龙：**1343万吨箱板纸，370万吨瓦楞纸，749万吨纸浆；（2）**太阳：**440万吨箱板纸，535万吨纸浆；（3）**理文：**678万吨箱板纸，80万吨瓦楞纸，95万吨纸浆；（4）**五洲：**98万吨瓦楞纸，30万吨纸浆；（5）**林平：**110万吨箱板纸，35万吨瓦楞纸。

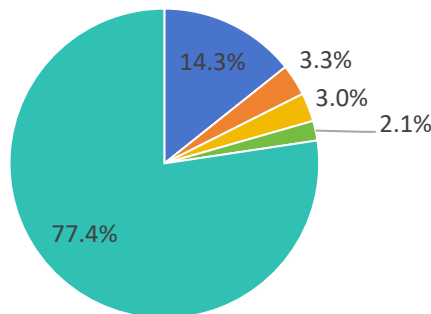
2025年箱板纸CR5情况

■ 玖龙 ■ 山鹰 ■ 理文 ■ 太阳 ■ 荣成 ■ 剩余

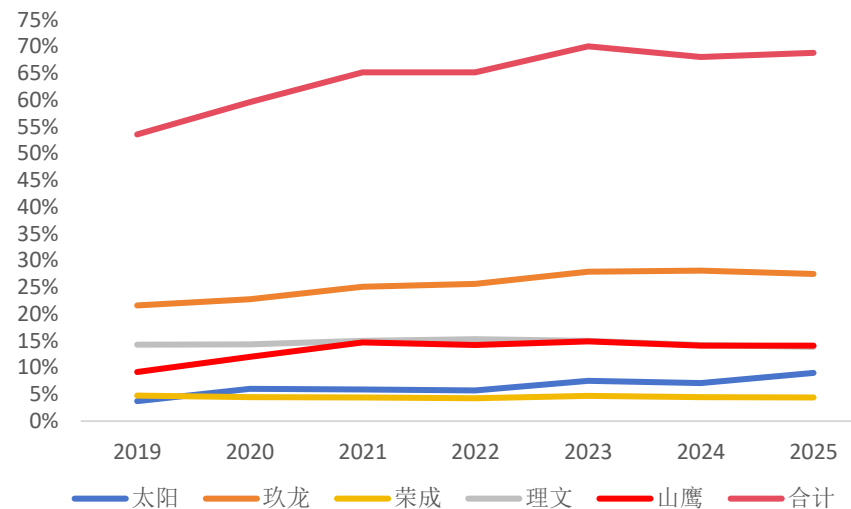


2025年箱瓦楞纸CR4情况

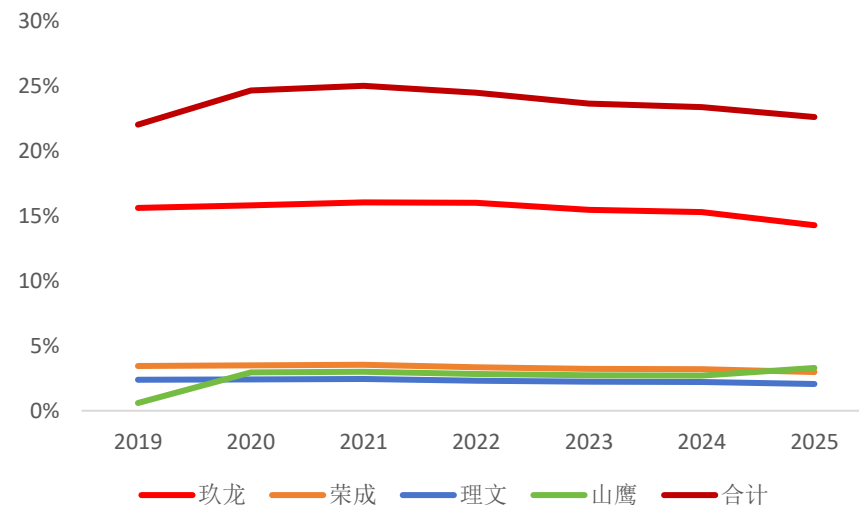
■ 玖龙 ■ 山鹰 ■ 荣成 ■ 理文 ■ 剩余



箱板纸市占率走势



瓦楞纸市占率走势



01

供需格局分析



需求端：韧性凸显、稳健增长

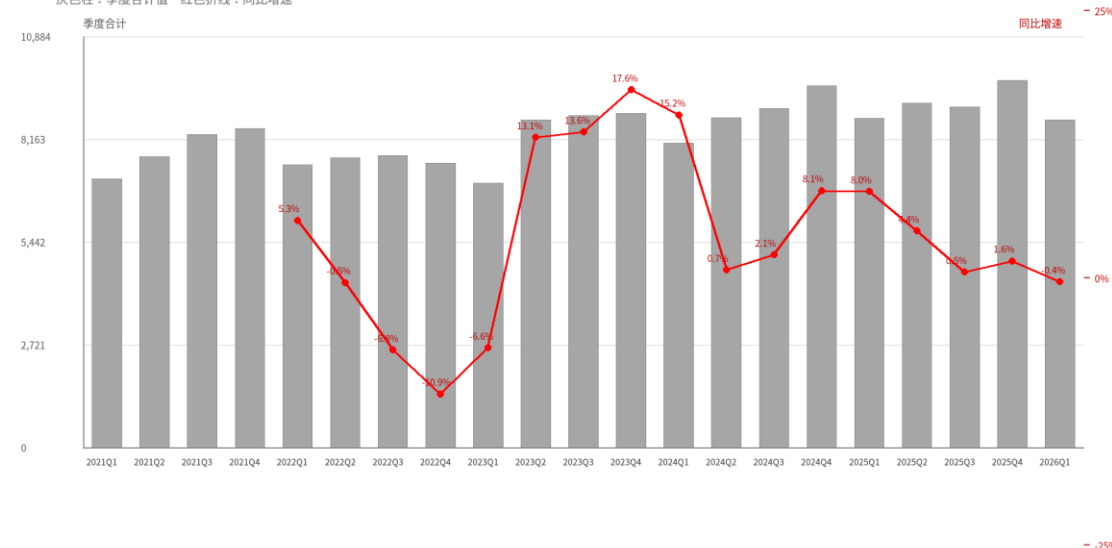
箱板纸表观消费量逐步修复，截至5月底，箱板纸表观消费量同比上涨3.6%。箱板纸需求前五大占比中，食品饮料38%，家电电子14%，服装鞋类箱包12%，日化9%，快递业务8%。

内销层面，2026年上半年箱板纸下游行业的综合同比增速约3.9%，整体表现良好，其中食品和饮料零售额分别增长7.4%和6.0%，服装鞋帽增长6.7%，化妆品和日用品分别增长6.3%和4.4%，快递业务量增长5.0%，医药制造业增长3.3%；家电电子表现分化，传统家电零售下降7.4%，但通讯器材增长14.4%；汽车终端零售下降12.6%。27年考虑家电和汽车在国补基数结束后增长恢复，预期需求增速环比能有继续线上改善。

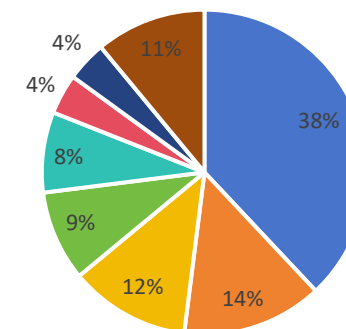
箱板纸季度表观消费量与增速

中国箱板纸表观消费量：季度合计及同比增速

灰色柱：季度合计值 红色折线：同比增速



箱板纸需求结构



需求端：3C电子行业高景气推动外销需求

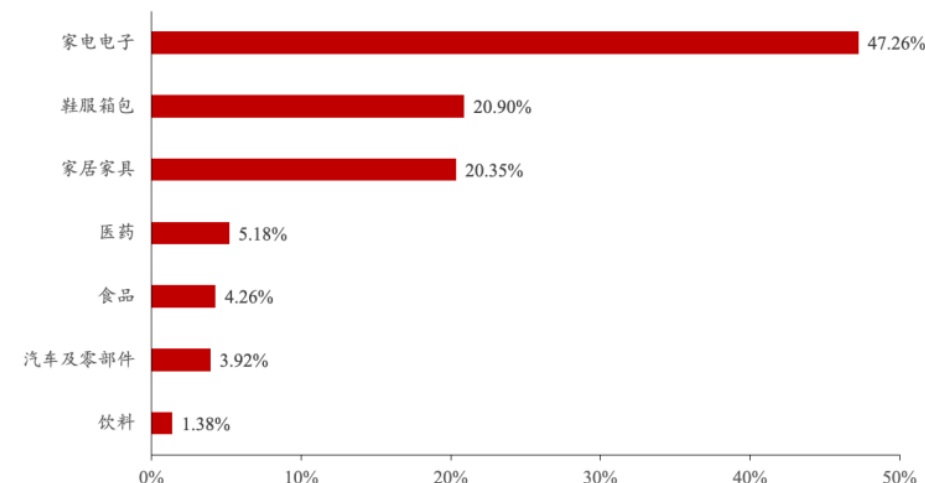
箱板瓦楞纸外销跟随包装物出口，预计占国内总消费量20%。我们根据国家统计局规模以上企业出口营收占比测算间接出口占国内消费量的14%，通过核心品类出口规模与纸包装预计价值量占比测算间接出口占国内消费量约21%，综合预计通过包装物间接出口的比例在15%-20%之间，直接出口占比较小。

外销层面，截止5月箱板下游主要品类出口增速9%，考虑间接出口占比，对应拉动表观消费需求1.8%。箱板纸主要跟随包装物出口，根据国家统计局规模以上企业2026出口交货值，家电电子，汽车零部件，医药等下游行业出口增长明显，手机、笔记本电脑、智能手表、高阶智能家居等 3C 产品汽车零部件，医药产品属于高价值、易碎的精密仪器。为了防止长途海运/空运中的颠簸、潮湿和挤压，它们使用的外包装箱不能用普通瓦楞纸，必须使用高强瓦楞纸和优质箱板纸，行业高出口景气预计将进一步刺激箱板纸的需求。

箱板纸下游企业出口交货值

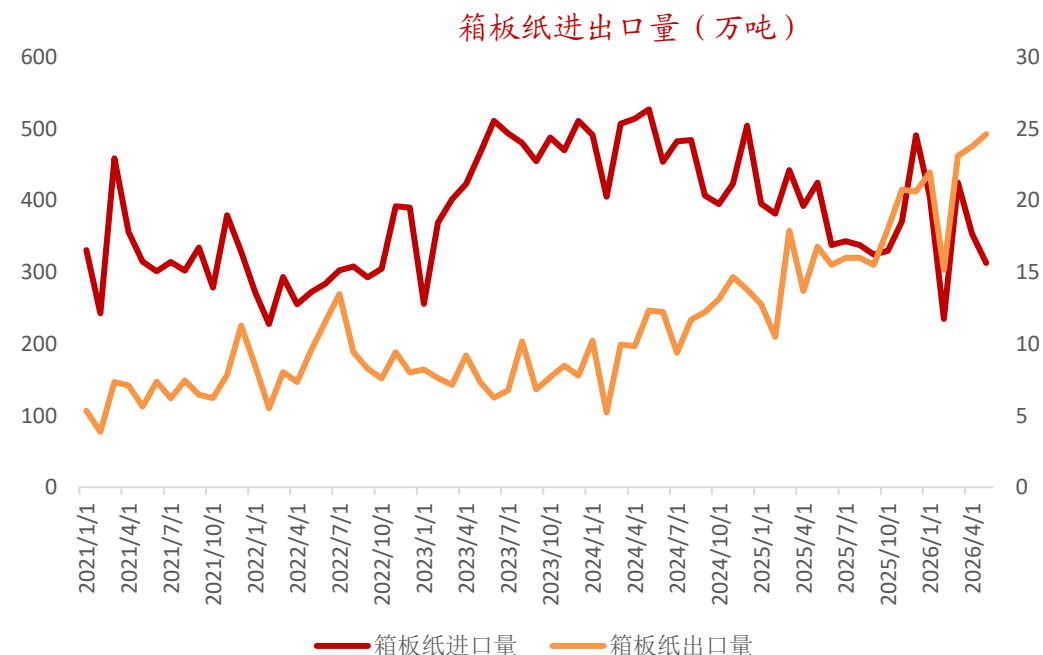
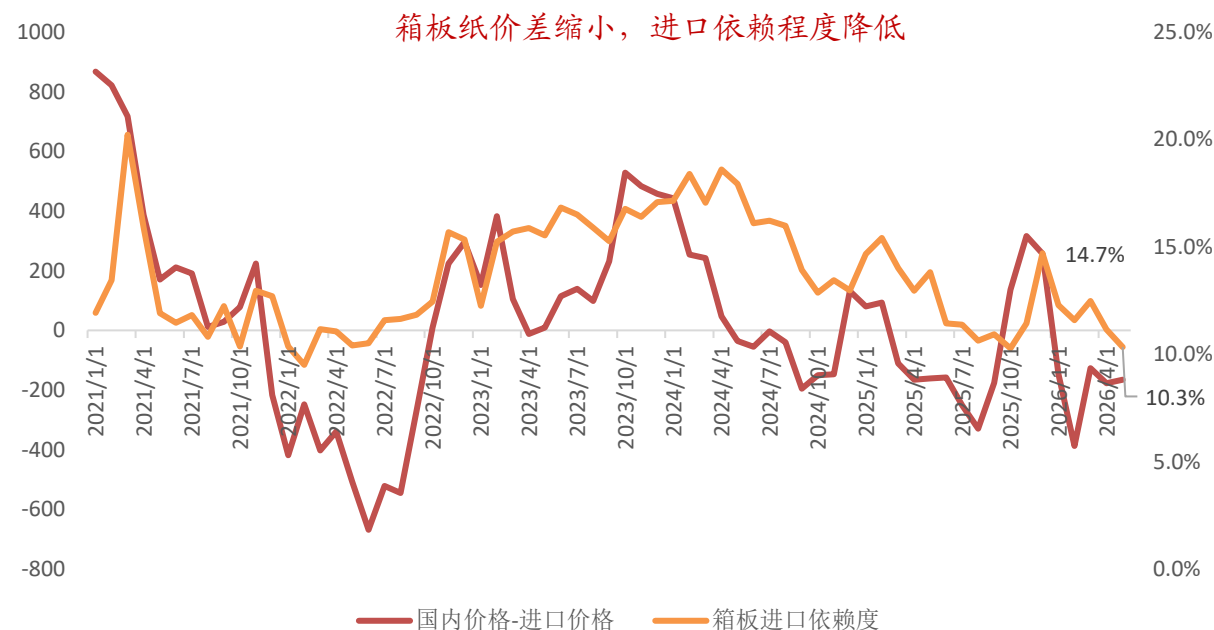
行业	出口交货值（亿）	累计同比增长
食品饮料	676.6	-0.7%
家电电子	25448.7	6.1%
服装鞋类及箱包	949.5	-3.2%
家具用具	540.2	-6.3%
汽车零部件	5214.4	29.2%
医药	995.6	4.2%

箱板瓦楞下游企业出口营收占比



供给端：国内纸价超额下跌驱动近年进口依赖度下降

东南亚进口纸对国内箱板纸的冲击持续减少。东南亚箱板纸在限制美废进口后较国内箱板纸具有低价美废的成本纤维优势，22年国内进口关税取消导致东南亚价格优势扩大，24年进口纸巅峰达到527万吨。26年受战争推动能源成本提升叠加美废价格从190美金提涨纸至227美金，进口纸优势缩小，对国内纸机产能利用率冲击显著减少，我国进口依赖度从25年15%左右高点下降至10%左右。

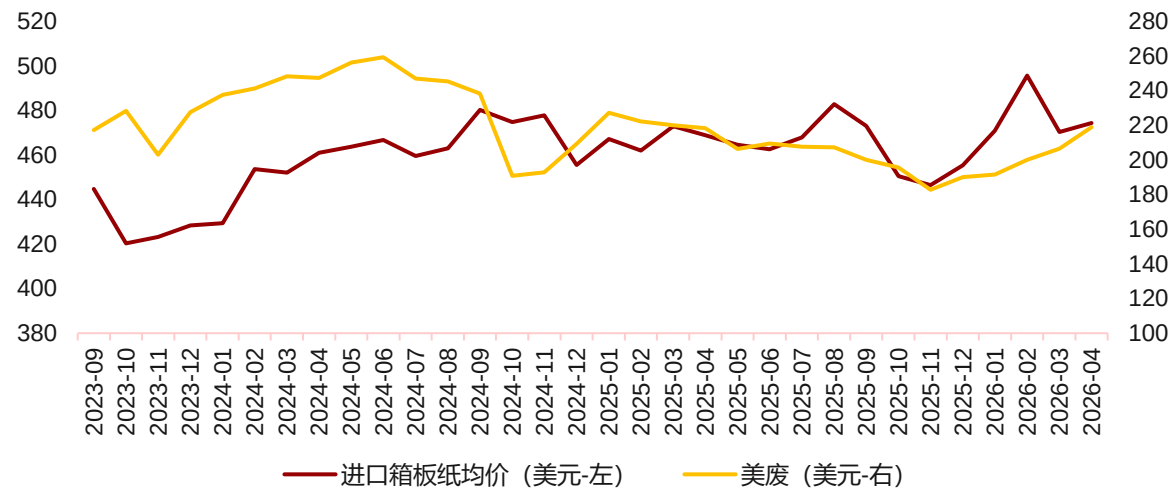


供给端：东南亚成品纸成本跟踪

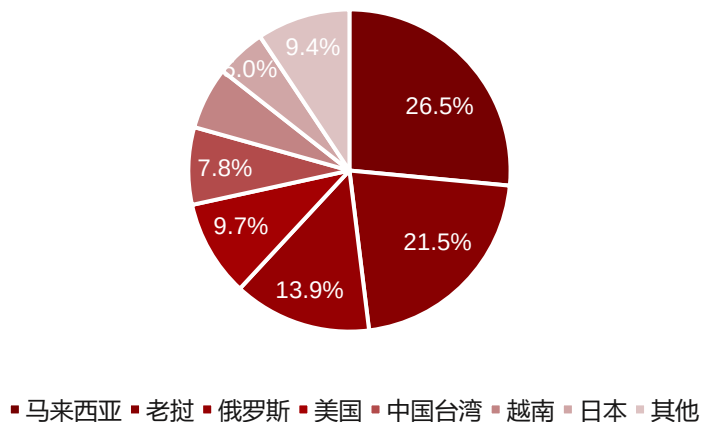
我国箱板纸进口主要源自马来西亚、老挝等东南亚国家，25年进口结构中，马来西亚/老挝分别占比26.5%/21.5%。区域结构占比看，老挝成本优势下，25年进口份额较24年提升4.2pct，但总量基本稳定，马来等其他区域总量下滑明显。

考虑原油等成本持续高位推动美国通胀与海运价格提涨，美废预计维持较高水平或仍有提价空间，另一方面，能源成本提涨也是推动制造成本提升，综合看进口箱板纸提价并打开国内纸价上行空间的趋势仍将持续，需要关注东南亚箱板纸成本变化。

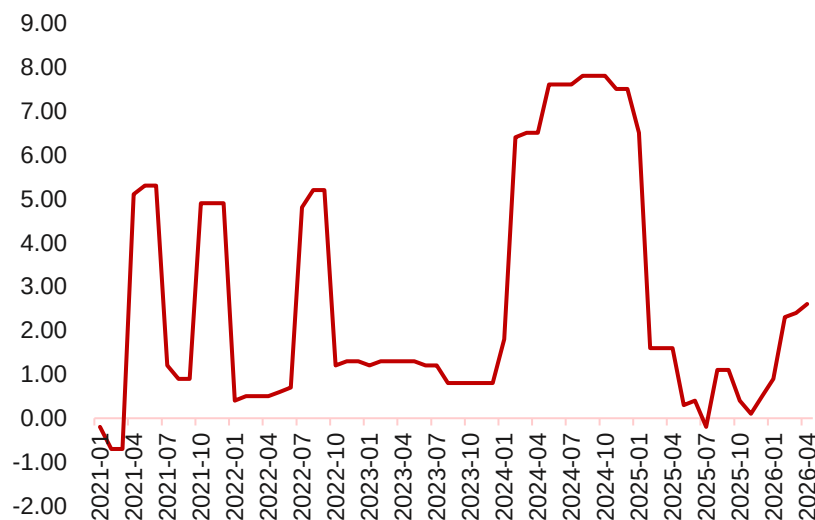
进口箱板纸均价主要跟随美废波动



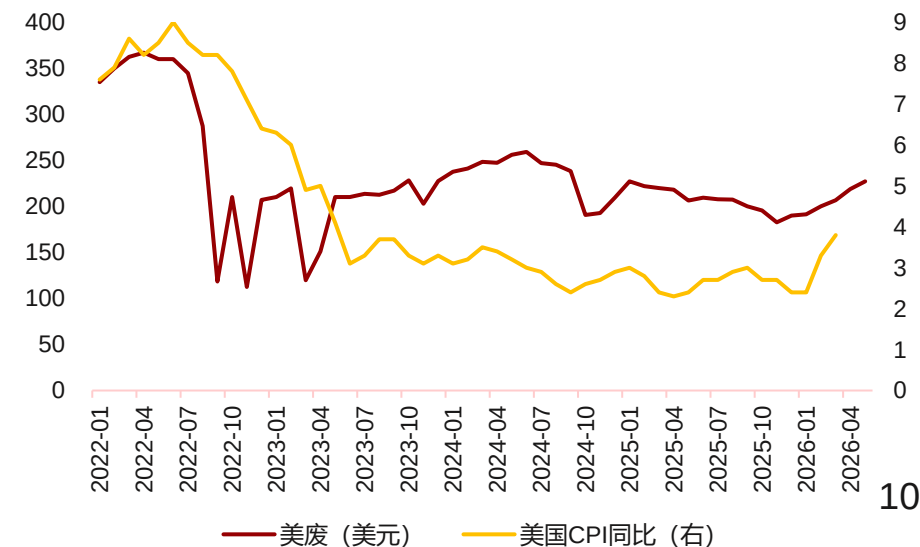
我国箱板纸进口来源分布



马来西亚:彭亨:水力,电力,煤气和其他燃料:CPI同比



美国通胀与美废价格变化



供给端：行业新增产能少、淘汰产能较多

新增产能方面，预计26年新增产能332.8万吨、淘汰产能175万吨，行业头部企业中仅太阳纸业规划一条70万吨产线拟于2026年末投产，头部纸企产能增速放缓，本轮周期扩产进程已接近尾声。中小企业产能受限较多，最终产量显著少于产能。近年开工率稳定在65%上下波动，较去年同期有显著改善，后续预期能够延续。

箱板纸新增产能

企业名称	新增产能(万吨/年)	投产日期
桂平市桥裕纸业有限公司	32.8	2026.01
安徽鑫光新材料科技股份有限公司	25	2026H1
山东太阳纸业有限公司	70	2026.09
江苏誉凯实业有限公司	35	2026H2
临沭县华星纸业有限公司	20	2026.05
汕头市曜德纸业有限公司	35	2026H1
台州森林造纸有限公司	30	2026.03
安徽林平循环发展股份有限公司	60	2026.03
新乡县鸿翔纸业有限公司	25	2026.03
合计	332.8	

箱板纸开工率(%)



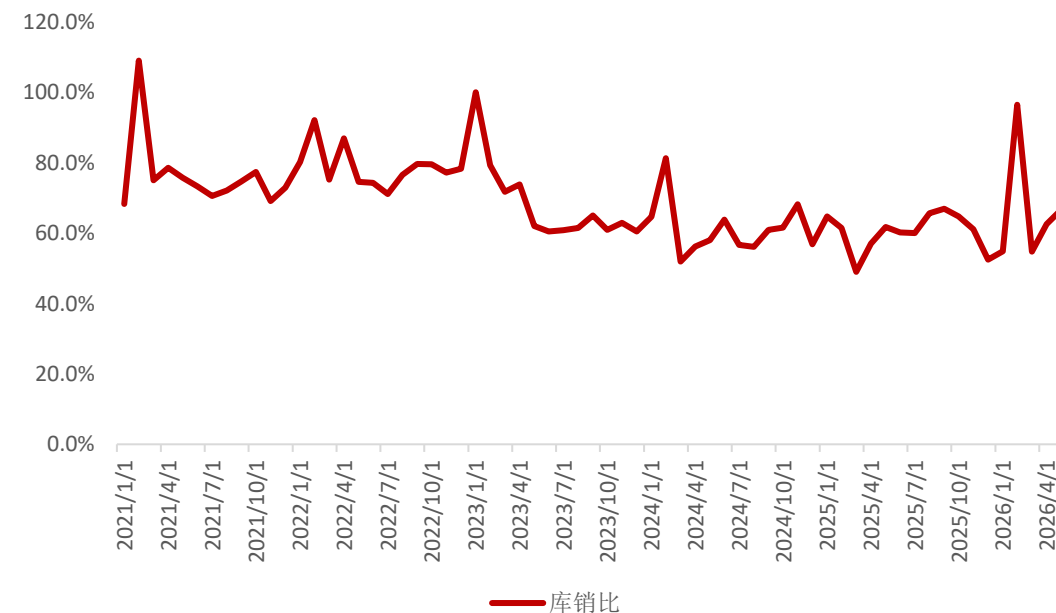
库存：下游累库情绪较重

库存方面，截至5月底，社会库存同比增长11.8%、环比增长2.3%，下游持续补库。库销比方面，26年以来除去2月份均保持在18-19天，自21年来呈现下降趋势。当前库销比接近25年高点，绝对位置仍处历史较低点，累库仍有空间。

箱板纸库存情况（万吨）



箱板纸库销比 (%)



供给端：关注文化纸转产影响

文化纸转产：第一，进入2026年，双胶纸行业盈利持续走低，上半年出版招标延后，纸价进一步下跌。二季度以来，包装纸价格接连上涨，特种纸盈利长期高位，部分产线转产瓦楞纸、热敏原和牛皮纸。第二，近两年双胶纸需求减量明显，文化教育政策长期影响，本轮集中转产是纸企在过剩压力增加和需求偏空预期下的被动反应。跟踪截至目前，文化纸转产箱板瓦楞加总预期达385万吨，占箱板瓦楞总产能4.4%。

本轮文化纸转产幅度占26年文化纸产能约20%。或推动文化纸开工率达到2024年水平，吨纸盈利考虑纸浆后有望恢复至2024年（400元+）。我们假设产能利用率恢复至2025年水平，对应吨纸含浆利润也可达到200-300元，则与高端箱板稳态可实现利润接近，达到动态平衡。

文化纸供需平衡表

省份	影响产能（万吨/年）	转产纸种
山东省	110	箱板、瓦楞纸、特种纸
广东省	65	箱板、瓦楞纸
广西壮族自治区	110	箱板、瓦楞纸、热敏原纸
湖南省	20	箱板
江西省	55	箱板、瓦楞纸
江苏省	25	箱板、瓦楞纸
合计	385	

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
产能	1163	1174	1224	1341	1412	1540	1652	1812	1912	1887
yoy		1%	4%	10%	5%	9%	7%	10%	6%	-1%
产量	861	861	849	825	862	1003	948	887	865	865
yoy		0%	-1%	-3%	4%	16%	-5%	6%	106%	206%
开工率	74%	73%	69%	61%	61%	65%	57%	49%	45%	46%
进口量	60	35	92	107	29	18	20	17	17	17
出口量	74	84	59	53	88	110	97	85	85	85
消费量	848	813	883	867	813	901	903	797	797	797
yoy		-4%	9%	-2%	-6%	11%	0%	-12%	0%	0%
消费量/产能	73%	69%	72%	65%	58%	58%	55%	44%	42%	42%
停产产能	8	14			4	77	40	50	50	25
新增产能					75	205	152	210	150	0
CR4产能集中度	29%	33%	39%	41%	44%	46%	43%	47%		

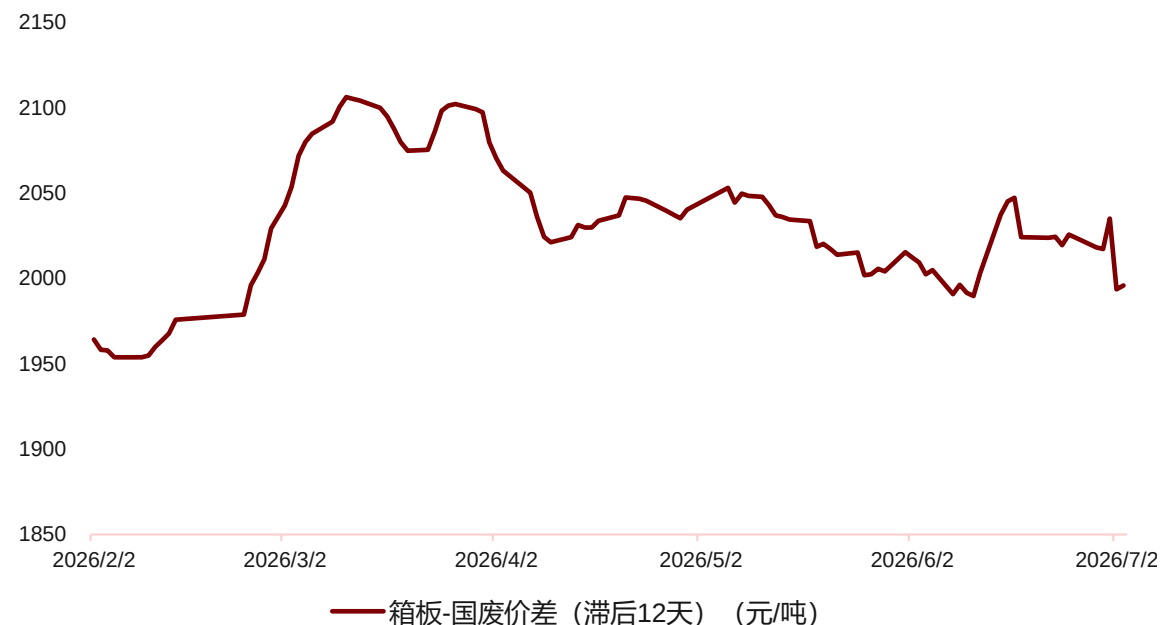
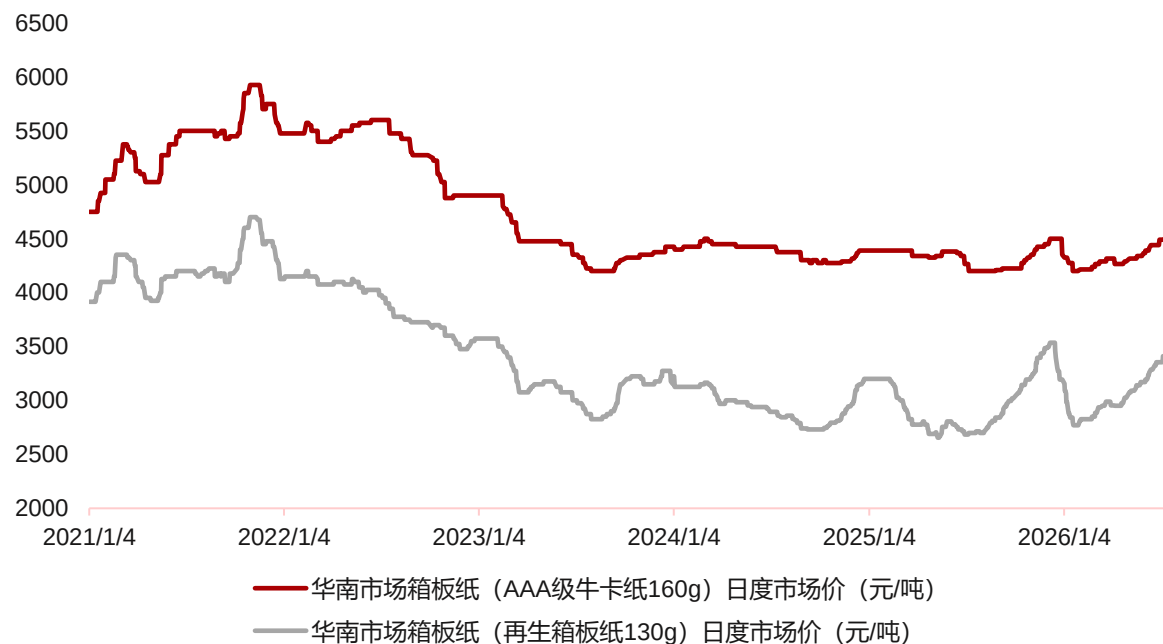
02

纤维优势探讨

高端牛卡与纸浆布局成为盈利分化主线

高端箱板与低端箱板原材料结构有明显差异。高端箱板即牛卡主要使用未漂白硫酸盐针叶木浆。硫酸盐法也称牛皮纸法，能够较好地保留纤维强度，因此“牛卡”通常表现出较高的耐破和抗张性能。低端箱板即再生箱板主要使用回收的废瓦楞纸箱。废纸在回收过程中需要重新加水碎解，但纤维每循环一次，都会受到机械处理和烘干的影响，逐渐变短、变硬，纤维之间的结合能力也会下降。

原材料差异导致成本推涨行情盈利走势分化。高端箱板主要原材料为纸浆（木片），本轮国废推涨的行情下，纸价与国废之间的差价并未明显扩张，对应低端箱板吨利润没有显著扩大，但是高端箱板木片成本稳定，提价带动利润显著扩张。



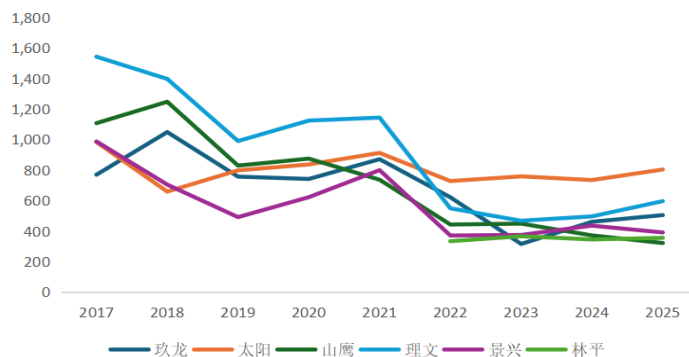
高端牛卡与纸浆布局成为盈利分化主线

盈利分化：从吨净利角度看，太阳纸业领跑行业，玖龙、理文、林平发展第二梯队，山鹰、景兴较弱。

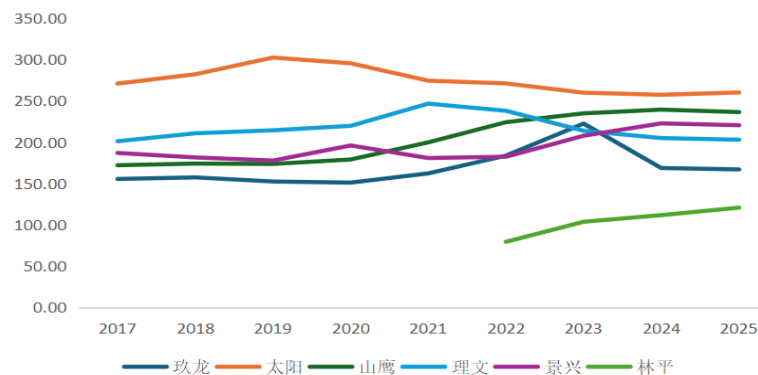
自给浆与费用控制能力构筑太阳超额利润。太阳、玖龙、理文由于具有自给浆，产品结构更优，高端牛卡占比高，吨毛利领跑行业，太阳产品结构最佳盈利表现最好。费用端，太阳单吨低资本开支低折旧、低负债率带来低财务费用共同驱动利润超额。

林平发展强费用控制低毛利但吨净利突出。林平发展由于不具备自给浆，高端产品占比低，吨毛利水平与山鹰、景兴接近，但由于负债率、产销折旧低以及低端再生产品具有50%增值税即征即退优惠政策，综合吨费用水平较低。

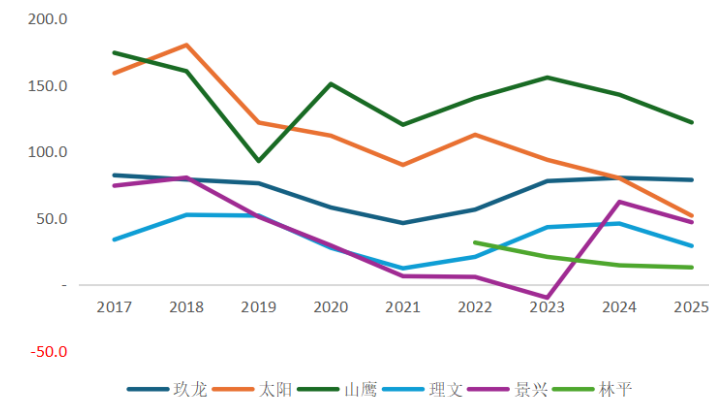
箱板/瓦楞纸吨现金毛利



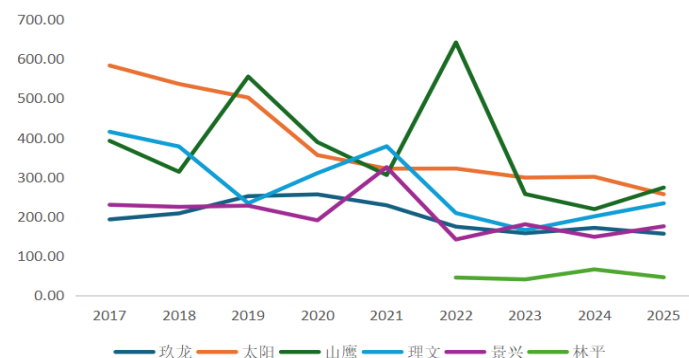
箱板/瓦楞纸吨折旧



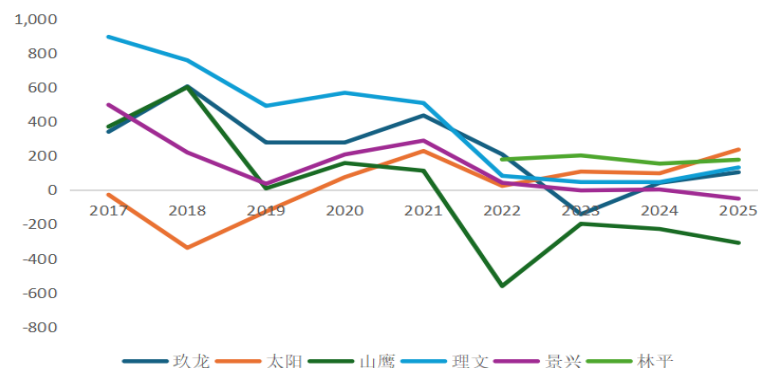
箱板/瓦楞纸吨财务费用



箱板/瓦楞纸吨其他费用



箱板/瓦楞纸吨净利润



五大纸企纸浆/纸产能布局情况

核心箱板大厂浆/纸梳理一览:

公司	产地	浆产能	合计	纸产能
太阳纸业	老挝	70万吨	505万吨	箱板纸440万吨，文化纸210万吨，合计696万吨
	山东	195万吨		
	北海	125万吨		
	广西	115万吨		
山鹰国际	泰国	110万吨	144万吨	箱板纸产能772万吨/年，瓦楞纸120万吨/年，合计1,713万吨/年
	广西	34万吨		
理文造纸	广西	30万吨	95万吨	箱板瓦楞纸758万吨，合计758万吨
	江西	20万吨		
	重庆	45万吨		
玖龙纸业	湖北	135万吨	749万吨	箱板纸产能1,343万吨/年，瓦楞纸370万吨/年，文化纸227万吨，白卡纸180万吨，合计2120万吨/年
	重庆	91万吨		
	广西	250万吨		
	马来西亚	48万吨		
	越南	10万吨		
	东莞	91万吨		
	天津	10万吨		
	福建	21万吨		
	河北	21万吨		
	辽宁	62万吨		
五洲特纸	江西	30万吨	30万吨	瓦楞纸98万吨，文化纸30万吨，合计128万吨

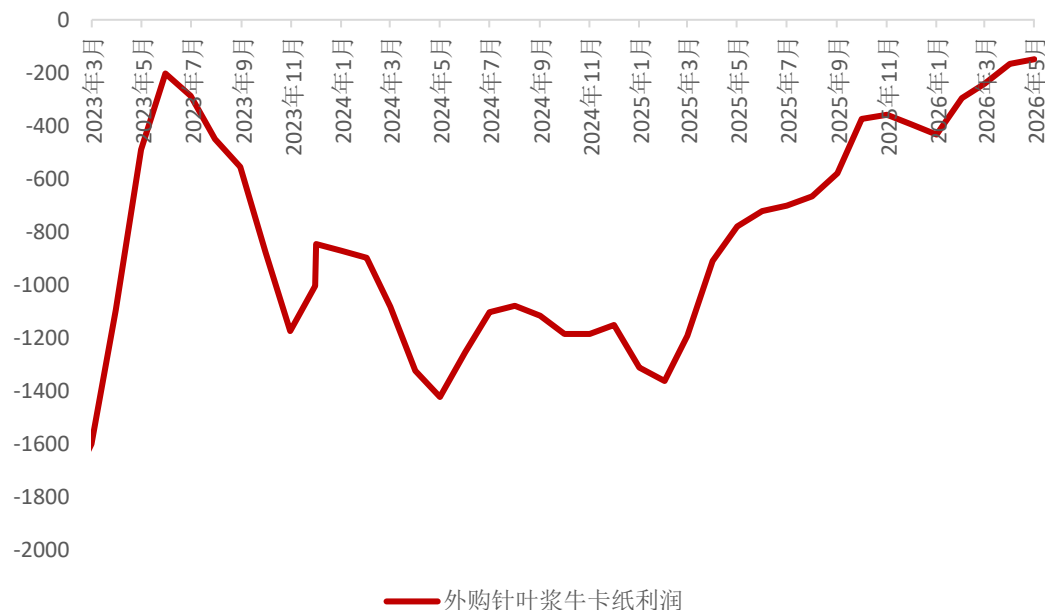
自给浆高端牛卡纸成本及利润测算

高端牛卡盈利比较优势测算：

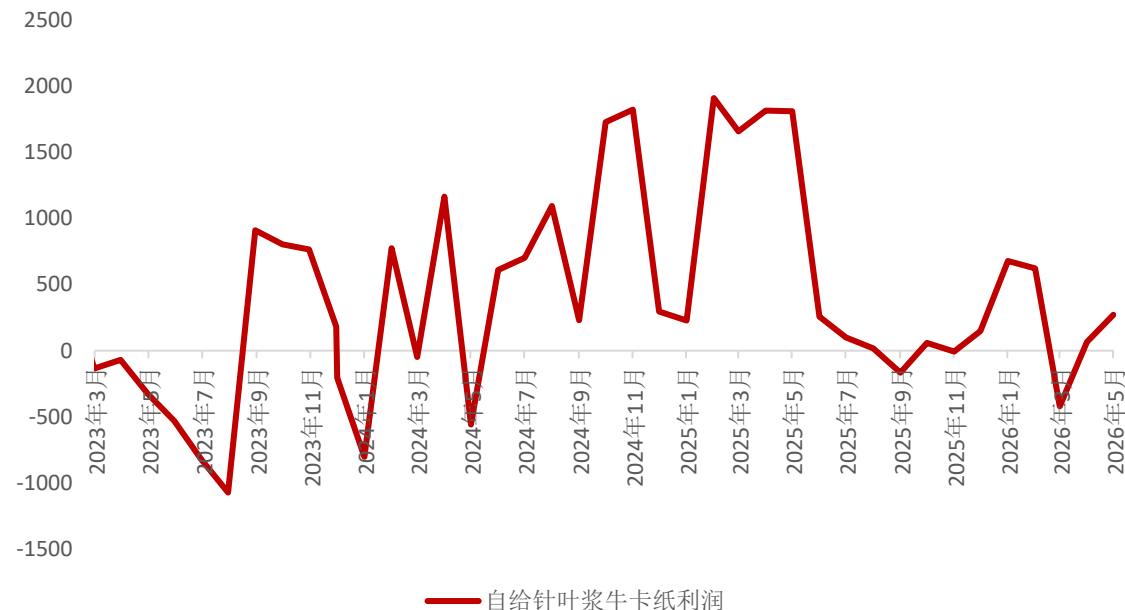
我们测算企业自给针叶浆的成本在3191元/吨，较市场购买针叶浆的成本低1500元/吨左右。

在90%针叶浆加10%的固废配比下，吨纸平均利润在287元左右。对比外购浆生产的牛卡纸盈利为-148元/吨左右，有435元的优势。

外购浆牛卡纸盈利曲线（元/吨）



自给浆牛卡纸盈利曲线（元/吨）



03

优质标的推荐

供需改善、估值底部仍有修复空间

供给：新增产能有限，且淘汰产能较多，整体产能增量稳定，进口纸随着美废提涨对国内供给冲击有所减弱。

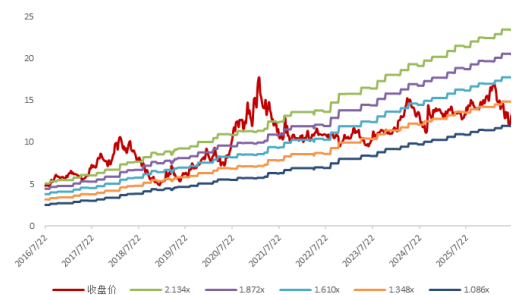
需求：国内下游需求保持韧性，出口电子、家电等需求强势综合拉动需求稳健增长。

原料：针叶浆需求较弱，针叶木片价格区间稳定波动，阔叶浆下游主要产品开工率较低，预计仍有下跌空间。

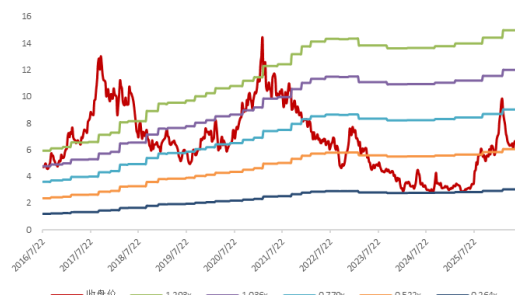
集中度：纸浆布局使得龙头对中长尾废纸系企业优势显著扩大，箱板纸行业集中度有望延续提升。

综合看，废纸系供需改善，盈利优化趋势明显，当前估值仍处于历史底部区间，持续推荐。

太阳纸业PB-Band



玖龙纸业PB-Band



公司/代码	指标	2020	2021	2022	2023	2024	2025
玖龙纸业	最高市值/亿元	476	650	348	325	212	276
	最低市值/亿元	262	308	195	150	116	118
	纸产能/万吨	1,647	1,757	1,817	2,002	2,167	2,347
	浆产能/万吨	85	85	85	462	514	749
	总浆纸产能/万吨	1,732	1,842	1,902	2,464	2,681	3,096
	最高吨市值/元	2,747	3,530	1,830	1,320	792	890
	最低吨市值/元	1,511	1,670	1,027	609	433	382
	ROE	11%	16%	7%	-5%	2%	4%
	分红率	28%	14%				
	最高PE	12	16	9	9	19	12
	最低PE	7	4	3	7	18	7
太阳纸业	最高市值/亿元	441	571	353	364	463	451
	最低市值/亿元	203	293	267	285	317	366
	纸产能/万吨	519	579	594	696	711	870
	浆产能/万吨	280	330	435	485	485	535
	总浆纸产能/万吨	799	909	1,029	1,181	1,196	1,405
	最高吨市值/元	5,521	6,280	3,434	3,081	3,869	3,208
	最低吨市值/元	2,537	3,228	2,596	2,414	2,654	2,606
	ROE	13%	17%	13%	13%	11%	11%
	分红率	13%	18%	20%	27%	27%	26%
	最高PE	19	27	14	14	17	14
	最低PE	10	9	9	11	9	11
理文造纸	最高市值/亿元	250	312	203	150	119	127
	最低市值/亿元	158	183	90	78	78	78
	纸产能/万吨	653	688	723	758	758	758
	浆产能/万吨	80	80	80	80	80	80
	总浆纸产能/万吨	733	768	803	838	838	838
	最高吨市值/元	3,417	4,058	2,532	1,784	1,419	1,515
	最低吨市值/元	2,157	2,382	1,121	934	926	931
	ROE	14%	10%	4%	4%	5%	7%
	分红率	37%	36%	36%	35%	35%	35%
	最高PE	10	13	8	16	15	10
	最低PE	5	6	4	7	6	6

太阳、玖龙历史表现复盘

太阳纸业		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
营业收入 (亿元)		226.49	214.83	318.57	395.89	393.25	405.21	391.84
yoy		4.7%	-5.1%	48.3%	24.3%	-0.7%	3.0%	-3.3%
毛利率		22.2%	19.0%	17.0%	14.8%	15.4%	15.6%	
归母净利润 (亿元)		21.78	19.53	29.57	28.09	30.86	31.01	32.58
yoy		-2.7%	-10.3%	51.4%	-5.0%	9.9%	0.5%	5.0%
产能/万吨	纸	412	519	579	594	696	711	870
	浆	250	280	330	435	485	485	535
总销量 (万吨)		471	477	630	741	812	897	960
单吨收入 (元)		4809	4504	5057	5343	4843	4517	4082
吨净利 (元)		462	409	469	379	380	346	339
销售费用率		4.1%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%
管理费用率		4.3%	4.9%	4.2%	4.6%	4.8%	4.3%	3.8%
财务费用率		2.5%	2.5%	1.8%	2.1%	1.9%	1.8%	1.2%
资产负债率		54%	55%	56%	52%	48%	45%	48%
有息负债 (亿元)		124.94	132.12	161.62	171.06	169.13	164.12	199.46
资本开支 (亿元)		40.91	63.09	72.49	47.12	47.74	55.81	79.29
ROE		16.0%	12.7%	17.0%	13.4%	12.6%	11.3%	11.0%
单吨市值 (元)		4,656	5,704	6,367	5,305	4,677	5,461	4,612
PE		8.8	15.2	12.5	11.2	10.5	12.5	12.3
PB		1.4	1.9	2.1	1.5	1.3	1.4	1.4
玖龙纸业		FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
营业收入 (亿元)		547.92	515.25	615.74	645.38	567.39	594.96	632.41
yoy		3.5%	-6.0%	19.5%	4.8%	-12.1%	4.9%	6.3%
毛利率		15.4%	17.6%	19.0%	10.8%	2.7%	9.6%	11.5%
归母净利润 (亿元)		38.60	41.68	71.01	32.75	-23.83	7.51	17.67
yoy		-50.8%	8.0%	70.4%	-53.9%	-172.8%	-131.5%	135.4%
总市值 (亿)		327	310	421	349	260	169	137
产能/万吨	纸	1,552	1,647	1,757	1,817	2,002	2,167	2,347
	木浆	16	16	15	15	217	238	473
总销量		1,410	1,650	1,650	1,600	1,660	1,960	2,150
吨收入 (元)		3,886	3,123	3,732	4,034	3,418	3,036	2,941
吨净利 (元)		274	253	430	205	-144	38	82
销售费用率		2.9%	3.1%	2.9%	3.0%	3.7%	3.9%	4.2%
管理费用率		3.1%	3.6%	3.4%	3.6%	4.5%	3.6%	3.6%
财务费用率		1.5%	1.1%	0.8%	0.9%	1.9%	2.3%	2.5%
资产负债率		53%	49%	50%	56%	63%	65%	66%
有息负债 (亿元)		310	263	341	442	568	672	754
资本开支 (亿元)		58	48	61	126	177	128	148
ROE		10.5%	10.7%	16.5%	7.0%	-5.2%	1.7%	3.8%
单吨市值 (元)		2,109	1,885	2,395	1,922	1,297	780	582
PE		8.5	7.4	5.9	10.7	-10.9	22.5	7.7
PB		0.94	0.82	1.02	0.77	0.56	0.38	0.30

理文、林平历史表现复盘

理文造纸		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
营业收入（亿元）		275.58	258.68	325.11	291.70	249.37	259.95	266.42
yoy		-15.4%	-6.1%	25.7%	-10.3%	-14.5%	4.2%	2.5%
毛利率		18.8%	22.2%	17.5%	9.2%	10.0%	12.0%	14.6%
归母净利润（亿元）		32.36	35.24	31.23	11.85	10.51	13.13	19.41
yoy		-33.7%	8.9%	-11.4%	-62.0%	-11.3%	24.9%	47.9%
产能/万吨	纸	708	743	788	823	868	868	878
	浆	18	18	18	25	120	95	95
总销量（万吨）		629	622	629	600	647	714	746
单吨收入（元）		4381	4162	5170	4858	3852	3641	3572
吨净利（元）		514	567	497	197	162	184	260
销售费用率		2.2%	2.8%	3.1%	2.7%	2.4%	2.5%	2.5%
管理费用率		4.2%	4.5%	4.8%	4.2%	4.5%	5.0%	5.0%
财务费用率		1.0%	0.7%	0.2%	0.4%	1.1%	1.3%	0.8%
资产负债率		40%	34%	36%	43%	47%	49%	47%
有息负债（亿元）		114.64	97.89	115.97	145.85	179.84	203.56	189.73
资本开支（亿元）		31.96	28.11	27.13	42.36	33.55	25.04	17.15
ROE		13.8%	13.5%	10.1%	3.8%	3.7%	4.6%	6.6%
单吨市值（元）		3,447	3,080	3,622	1,895	1,379	1,154	1,238
PE		7.5	6.5	9.1	13.1	11.4	7.6	5.6
PB		1.2	1.0	1.1	0.6	0.5	0.4	0.8

林平发展		2022	2023	2024	2025
营业收入（亿元）		28.64	27.75	24.66	26.43
yoy			-3.1%	-11.2%	7.2%
毛利率		7.2%	9.1%	8.7%	8.5%
归母净利润（亿元）		1.54	2.12	1.53	1.85
yoy			37.0%	-27.8%	21.2%
产能/万吨	纸	95	120	120	115
	浆				
总销量（万吨）		87	105	100	106
单吨收入（元）		3286	2632	2464	2505
吨净利（元）		177	201	153	176
销售费用率		0.3%	0.3%	0.4%	0.3%
管理费用率		4.2%	4.7%	4.8%	4.7%
财务费用率		0.9%	0.8%	0.6%	0.5%
资产负债率		50%	40%	38%	44%
有息负债（亿元）		5.48	4.30	2.72	6.59
资本开支（亿元）		0.81	0.05	2.95	4.32
ROE		16.6%	20.2%	12.3%	12.9%

推荐太阳、玖龙

太阳纸业：

高端牛卡提价弹性释放，资源优势壁垒深厚、确定性凸显。箱板，公司箱板纸产能约440万吨，高端牛卡占比高，高端牛卡以木片、自制浆为核心原料，成本相对稳定，纸价上涨可更充分转化为利润增量，公司是本轮提价中盈利弹性最确定的标的。产能，26Q4山东颜店60万吨化学浆、70万吨高档包装纸投产，27年广西南宁50万吨本色化学浆、60万吨特种纸接续落地，浆纸配套与产品结构持续优化。公司虽然仍处资本开支期，但新项目投产后资产周转率与经营现金流有望逐步改善，叠加股权激励目标彰显管理层信心，盈利增长确定性最为突出，当前估值仍处历史偏低水平，未来既有箱板纸提价带来的周期弹性，也有产能释放带来的成长支撑，持续推荐。

玖龙纸业：

高端箱板盈利弹性最强，资本开支拐点推动报表修复。箱板，公司拥有国内最大的箱板瓦楞纸产能规模，随着浆线持续投产，高端牛卡占比提升（箱板纸产能总计1343万吨），本轮箱板提价弹性最强。产能端，26Q4重庆、天津分别新增70/50万吨化学浆，27Q2北海新增80万吨化机浆、27Q3东莞新增50万吨化机浆，自制浆比例提升将降低外购浆成本、强化高端牛卡竞争力。与此同时，公司大规模纸机扩张已基本结束，FY27资本开支将从FY26约125亿元下降，经营现金流将由覆盖投资转向正自由现金流，进入降负债、降财务费用和恢复分红阶段；4亿美元高息永续债回购完成后，预计每年还可节省大额利息费用，资产负债表与归母盈利同步改善，随着盈利修复、自由现金流转正及杠杆下降，公司估值体系有望逐步重估，持续推荐。



风险提示

- 1、原材料价格波动：废纸、木片、纸浆及能源价格受供需、国际通胀、海运和汇率等因素影响，存在较大波动风险。若原材料上涨无法顺利向下游传导，行业利润可能承压。
- 2、产能投放过于集中：若新增及转产产能短期集中释放，可能导致阶段性供给过剩，库存上升并压制纸价。行业供需改善和盈利修复或因此不及预期。
- 3、下游需求不及预期：若食品饮料、家电电子、快递及出口等下游需求恢复偏弱，箱板纸消费增速可能放缓。旺季需求不及预期将影响纸价和企业盈利。
- 4、竞争格局恶化：若行业企业通过低价抢单、扩大折扣或超计划生产争夺市场，可能导致纸价上涨难以落地。行业竞争加剧将压缩企业利润空间。