下载日志已记录，仅供内部参考

不同周期下的箱瓦纸进口影响

造纸

■ 造纸 9 月专题

评级： 增持

姓名	电话	邮箱	登记编号
刘佳昆(分析师)	021-38038184	liujiakun@gtht.com	S0880524040004
周捷骋(研究助理)	021-23185639	zhoujiecheng@gtht.com	S0880126050011

相关报告

本报告导读：

9 月纸价表现薄弱，文化纸、白纸板、箱瓦纸、废纸价格环比下跌，木浆下游需求转强，进口现货价格多数上行。

投资要点：

- **投资建议：**推荐全产业链资源布局、经营能力优势突出的太阳纸业，细分赛道龙头华旺科技、博汇纸业、山鹰国际、玖龙纸业。
- **文化纸：纸价下跌，浆价上涨强化成本支撑。**截至 9 月 28 日，70g 木浆高白双胶纸市场均价 4439 元/吨，环比-2.07%，同比-7.54%；70g 木浆本白双胶纸市场均价 4148 元/吨，环比-0.53%，同比-7.68%。主要影响因素：1）月初部分纸企执行发货优惠，成交重心下移；2）新单不及预期、库存累积，山东、广东和江西部分产线停机；3）经销商以刚需出货为主，出版招标启动偏慢，仅北京个别出版社招标，需求带动有限；4）部分木浆价格上涨增强成本支撑，但原纸交投偏淡，成本利好难以兑现。
- **白纸板：旺季不旺，纸价承压。**截至 9 月 28 日，A 级 250g 灰底白板纸市场均价 3618 元/吨，环比-2.00%，同比+15.33%，主流成交含税参考价 3510-3770 元/吨。主要影响因素：1）废纸价格回落，成本支撑减弱；2）中秋订单不及预期，需求偏弱，经销商以消化库存为主；3）白卡纸持续降价，替代效应增强，白板纸企业出货承压、库存增加，陆续让利促销，加重市场看空情绪。
- **箱瓦纸：月内价格下跌，成交价格下跌。**截至 9 月 28 日，中国箱板纸市场月均价 3744 元/吨，环比-3.03%，同比+4.99%。主要影响因素：1）月初规模纸厂放宽返利、中小纸厂降价，成交重心下移；中下旬规模纸厂收窄部分返利刺激采购，但中小厂家跟涨意愿较弱，成交重心变化有限；2）下游订单较 8 月略有改善，但增量有限，补库积极性不高，交投平稳；3）废纸价格先跌后涨，月均价下降，成本支撑减弱。
- **废纸：国废价格环比下跌，库存略有下降。**截至 9 月 28 日，废黄板纸市场月均价 1877 元/吨，环比-2.34%，同比+14.68%。主要影响因素：1）天气扰动减弱，叠加 8 月下旬至 9 月上旬纸企频繁降价收货，打包站出货增加，供应趋松，价格承压；2）中下旬部分纸企释放提价信号，但传导有限，提振不足；3）下游成品纸订单改善不及预期，制约废黄板纸走势。
- **木浆：需求端成本端转好，现货市场多数上行。**本月进口木浆现货均价多数上涨，成交以刚需补库为主。主要影响因素：1）纸浆期货冲高回落，带动针叶浆现货价格先扬后抑，但外盘稳中有升提供成本支撑，月均价仍上涨；2）8 月阔叶浆现货涨势叠加 9 月外盘提价，推动 9 月均价明显上升；3）包装用纸刚需稳定，叠加智利本色浆外盘提价，推动本色浆均价继续上涨；4）化机浆基本面改善有限，业者稳价观望，均价保持平稳。
- **风险提示：海外木浆供应链扰动、下游消费需求不及预期等。**

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 本月造纸专题：不同周期下箱瓦进口影响复盘.....3
1.1. 2015-2016 年：深度倒挂+进口规模低，无价格反馈.....5
1.2. 2017-2019 年：东南亚产能扩张，价差收窄，进口量稳步抬升.....6
1.3. 2020 年：需求脉冲+价差大幅转正，进口放量增强反馈.....7
1.4. 2021-2022 年：成本共振下的中等负反馈.....8
1.5. 2023-2025 年：产能过剩，价差倒挂下偏弱负反馈.....9
1.6. 2026 年至今：需求修复+成本联动，负反馈增强.....10
1.7. 后续展望：预计维持中等负反馈，进口量上行存在困难.....11
2. 文化纸：9 月纸价偏弱运行，浆价上涨强化成本支撑.....12
2.1. 价格：9 月文化纸价格下跌，成本支撑有望推动 10 月纸价企稳.....12
2.2. 供需：9 月供需差扩大，四季度供应收缩但需求支撑有限.....12
2.3. 盈利：成本端压力小幅抬升，盈利小幅下滑.....14
3. 白纸板：旺季不旺，纸价承压.....14
3.1. 价格：白卡纸价延续下跌，白板纸价转跌.....14
3.2. 供需：白板、白卡纸供需边际略改善.....15
3.3. 盈利：成本改善有限，毛利率减少.....16
4. 箱瓦纸：月内纸价下跌，成交价格下跌.....17
4.1. 价格：纸厂放宽返利政策，月内价格下跌.....17
4.2. 供需：9 月开工率环比下跌，市场供需差收窄.....17
4.3. 盈利：瓦楞纸降幅大于成本降幅，盈利环比有所下滑.....19
5. 废纸：国废价格环比下跌，库存略有下降.....19
5.1. 价格：提价传导有限，国废价格环比下跌.....19
5.2. 供需：纸厂开工意向下降，废黄板纸消费量环比下跌.....20
6. 木片：采购量上涨，库存上涨.....21
7. 木浆：旺季需求有望改善供需，现货市场多数上行.....22
7.1. 价格：进口木浆现货市场均价上涨居多，刚需交投主导节奏.....22
7.2. 供需：预计供应端持续保持充足状态.....24
8. 投资建议.....25
9. 风险提示.....26

下载日志已记录，仅供内部参考

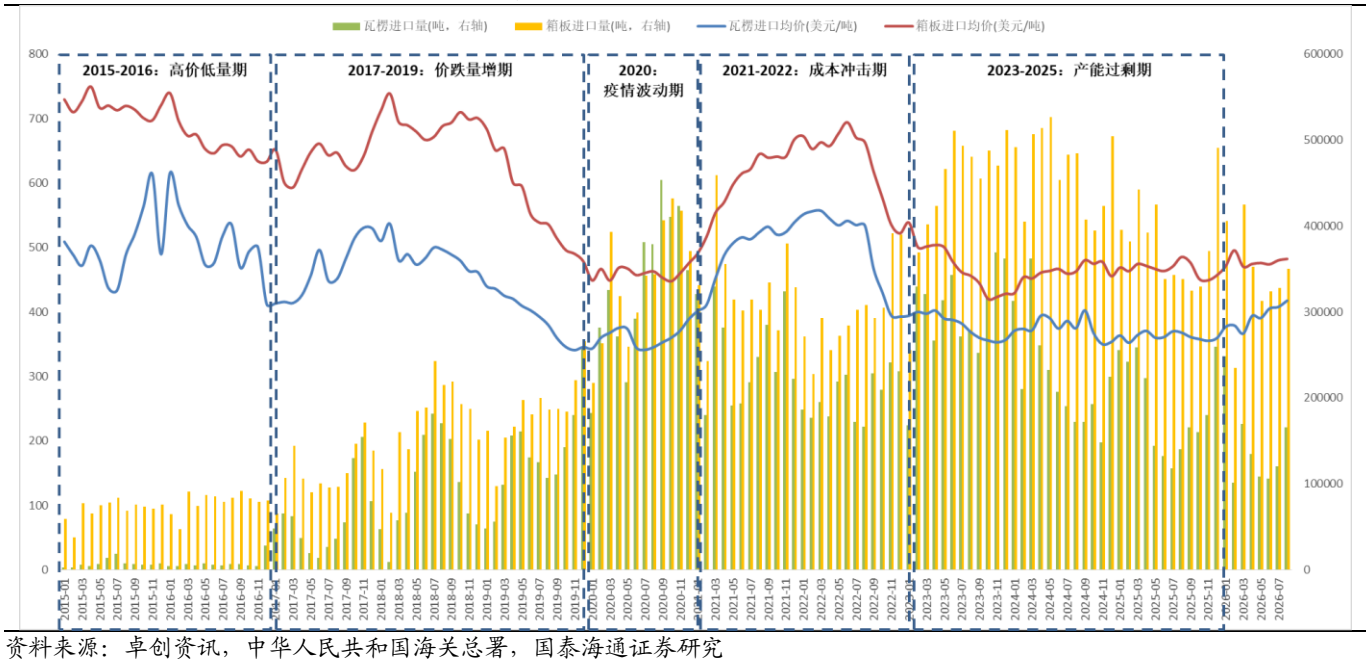
1. 本月造纸专题：不同周期下箱瓦进口影响复盘

箱板瓦楞纸进口是国内造纸市场的重要边际供给变量，2015 年以来，我国箱瓦纸进口市场随全球产能转移、国内政策变化、内外需求变动等影响，呈现一定的量价周期，我们将进口均价与进口量的节奏整体划分为六个阶段，核心驱动始终围绕内外完税套利空间的变化。

价格端，进口 CIF 均价整体经历了品种分化的高位回落、疫情波动、成本冲高、低位磨底、温和修复五个阶段：2015-2016 年箱板纸进口均价维持 650-750 美元/吨的历史高位，瓦楞纸为 400-600 美元/吨；2017-2019 年随东南亚产能释放、美废成本下行，箱板纸进口价逐步回落至 450-500 美元/吨的区间，瓦楞纸最低至 340 美元/吨；2020 年疫后需求脉冲，价格先抑后扬；2021-2022 年全球成本冲击下，箱板纸最高回升至近 695 美元/吨，瓦楞纸最高至近 550 美元/吨；2023-2025 年回落至箱板 450-500 美元/吨、瓦楞 350-400 美元/吨区间；2026 年以来企稳回升，截至 2026 年 8 月瓦楞纸进口均价 417.6 美元/吨，箱板纸 482.3 美元/吨。

从进口量看，整体随国内供需缺口、内外套利窗口切换，中枢经历了「极低—稳步抬升—脉冲冲高—分化回落—低位磨底」的过程：2015-2016 年箱板纸月均进口 7.5 万吨，瓦楞纸月均仅 0.7 万吨；2017-2019 年箱板纸月均升至 15.7 万吨，瓦楞纸升至 9.7 万吨；2020 年 9 月瓦楞纸单月进口冲至 45.4 万吨历史高点，全年月均显著提升至 33 万吨；2023-2025 年品种分化，箱板纸月均升至 43 万吨，2024 年 5 月单月冲至 52.7 万吨高点，瓦楞纸月均维持 24 万吨；2026 年 1-8 月箱瓦月均进口较 2025 年同期小幅回落。

图1：2015-2026M7 箱瓦纸进口量价变动情况



资料来源：卓创资讯，中华人民共和国海关总署，国泰海通证券研究

从进口区域结构看，当前东南亚、东亚及中国港澳台已成为我国箱瓦纸最核心进口来源地。

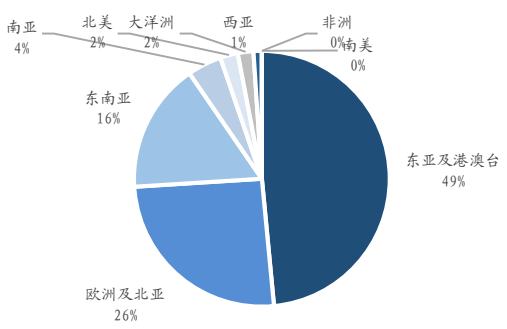
瓦楞纸：东亚及中国港澳台、欧洲及北亚主导；2026 年 1-8 月东亚及中国港澳台占比 48.5%，前三大来源为韩国（24.5%）、中国台湾（占比 19.0%）、俄罗斯（占比 17.5%），传统产能地区为核心来源。

箱板纸：东南亚占绝对主导，2026 年 1-8 月东南亚进口占比 46.8%，前三大

下载日志已记录，仅供内部参考

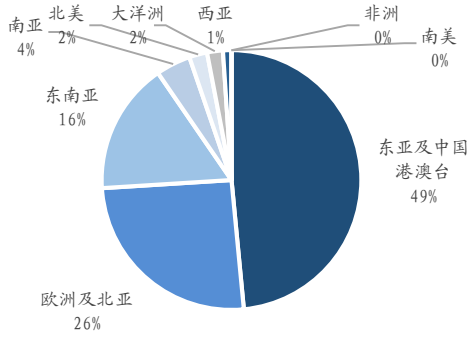
来源为老挝（占比 20.6%）、马来西亚（占比 16.7%）、俄罗斯（占比 11.6%），东南亚凭借美废成本优势与关税优惠进入中国。

图2：瓦楞纸分地区进口量结构



资料来源：卓创资讯，中华人民共和国海关总署，国泰海通证券研究

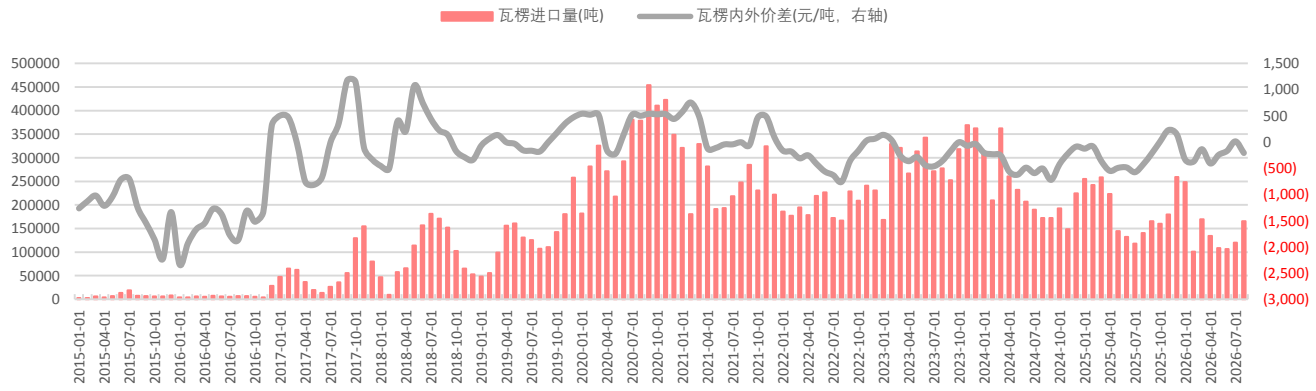
图3：箱板纸分地区进口量结构



资料来源：卓创资讯，中华人民共和国海关总署，国泰海通证券研究

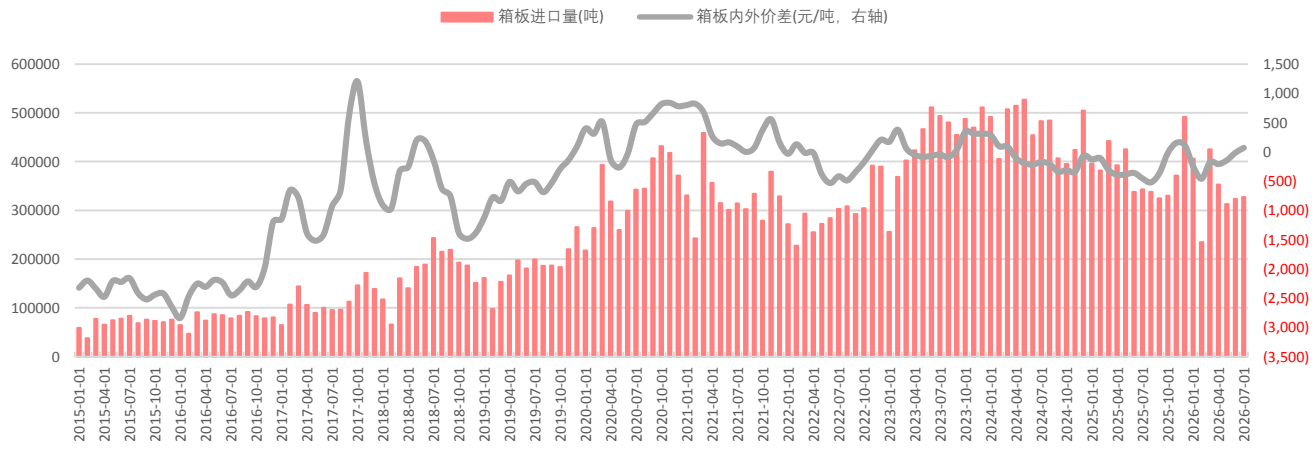
完税价差驱动进口量，进口量反馈国内报价。我们认为进口量的核心驱动为内外完税价差导致的真实套利空间。考虑到海外订单签订、排船运输到港口通关会耗费一定时间，故当期完税价差的变化往往领先到港进口量的变动。经过我们测算，当期内外价差与滞后 1 个月进口量的相关系数，箱板纸达 0.74，瓦楞纸达 0.60，构成进口量变动较为核心的驱动指标。

图4：瓦楞纸进口量与内外价差变动情况



资料来源：卓创资讯，中华人民共和国海关总署，国泰海通证券研究测算
注：外盘进口为完税价格，内盘为含税价，价差 = 国内价格 – 进口价格

图5：箱板纸进口量与内外价差变动情况



资料来源：卓创资讯，中华人民共和国海关总署，国泰海通证券研究
注：外盘进口为完税价格，内盘为含税价，价差 = 国内价格 – 进口价格

下载日志已记录，仅供内部参考

整体来看，当内外价差（国内价-国外价）为正且覆盖渠道正常利润时，贸易商进口意愿提升，导致后续到港进口量同步增加；当价差收窄至盈亏平衡线以下、进口亏损时，进口订单快速缩减，到港量随之回落

为判断进口量对价格变动的真实影响，我们使用「进口量增速 vs 未来 1 个月国内纸价增速」的相关系数作为进口纸对国内价格反馈影响的标准。十年整体测算来看，进口量的直接影响有限：全样本进口量环比增速与未来 1 个月纸价环比增速的相关系数，瓦楞纸仅-0.11，箱板纸仅-0.24，进口量变动只能解释较少的未来价格波动，价格趋势仍由国内供需、国废成本完全主导。但分阶段来看，进口量的边际负向影响受到进口依存度、国内供需、海外产能情况等因素而变动，具体分为三个状态：

无实质影响（2015-2019）：系数绝对值均低于 0.25，瓦楞早期进口依存度不足 1%，仅 2019 年存在极弱边际影响，进口较难改变价格增速。

中等边际影响（2020-2025）：2020-2022 年箱板纸系数-0.33 至-0.52，瓦楞最强在-0.38，进口量变化仅小幅影响价格上涨/下跌斜率，不主导趋势；2023-2025 年国内产能陆续投放，进口量增速与未来 1 月国内价格增速维持中等负相关。

结构性强边际影响（2026 年至今）：瓦楞纸系数-0.62，是当前最强的边际信号，但箱板纸仍仅-0.27，影响仅集中在瓦楞品种。

图6：进口量增速与未来 1 个月国内价格增速对应分阶段相关系数

相关系数：进口量增速 vs 未来1月国内价格增速		
阶段	瓦楞纸	箱板纸
1.2015-2016 高价低量期	0.00	-0.14
2.2017-2019 价跌量增期	-0.16	-0.23
3.2020 疫情波动期	-0.09	-0.33
4.2021-2022 成本冲击期	-0.37	-0.52
5.2023-2025 产能过剩期	-0.38	-0.42
6.2026至今 温和修复期	-0.62	-0.27
全周期	**-0.11**	**-0.24**

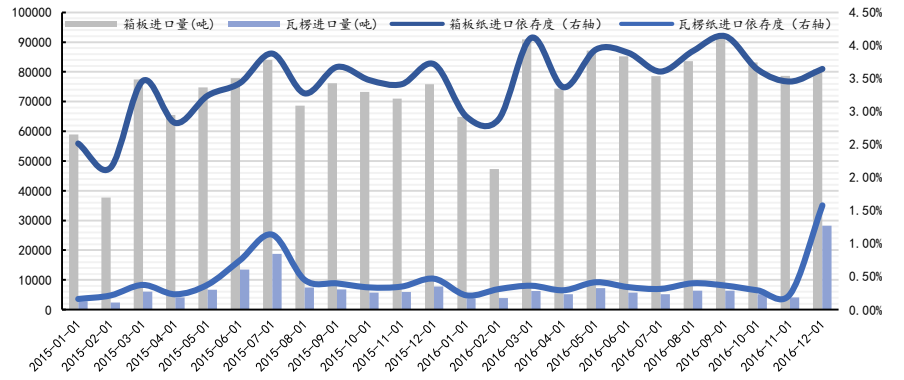
数据来源：卓创资讯，中华人民共和国海关总署，国泰海通证券研究

1.1. 2015-2016 年：深度倒挂+进口规模低，无价格反馈

价量特征：早期海外箱瓦纸产能尚未大规模向东南亚布局，箱板纸进口均价维持 650-750 美元/吨的历史高位，瓦楞纸进口均价 400-600 美元/吨；进口规模极低，箱板纸月均进口 7.5 万吨，瓦楞纸月均仅 0.7 万吨，**进口依存度均较低。**

图7：2015-2016 年箱瓦进口量与进口依存度情况

下载日志已记录，仅供内部参考

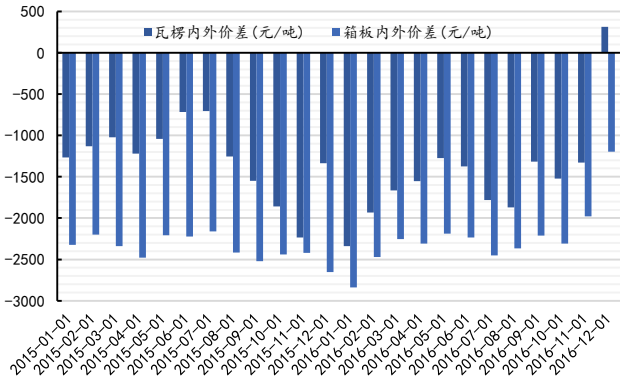


数据来源：卓创资讯，中华人民共和国海关总署，国泰海通证券研究

价差驱动：该阶段内外完税价差处于历史十年最深倒挂水平，箱板纸进口完税价格显著高于国内含税价，瓦楞纸倒挂程度亦较大，一方面系海外产能集中于美国、日本等高成本区域，美废、能源成本、运费等因素推动进口完税价格高于国内价格；另一方面国内供给侧改革仍在进展中，国内纸价处于周期低位，**进口纸基本无套利空间，进口价变动对国内价格反馈较差。**

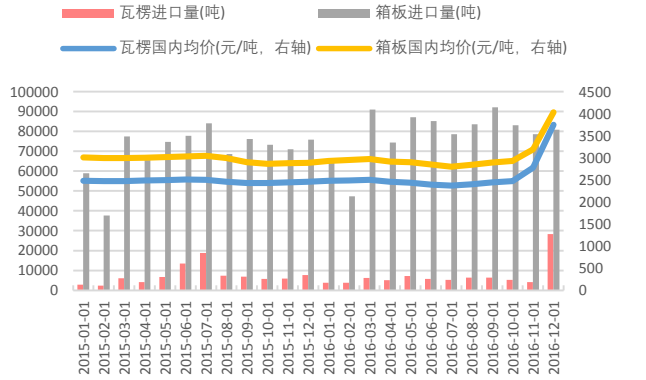
国内价格反馈：进口量环比增速与未来国内价格增速相关系数方面，瓦楞 0.00，箱板-0.14，进口依存度不足 1%，进口纸对价格变动几乎没有影响，属于无实质影响阶段。

图8：箱瓦纸内外价差情况



资料来源：卓创资讯，中华人民共和国海关总署，国泰海通证券研究；
注：外盘进口为完税价格，内盘为含税价，价差 = 国内价格 – 进口价格

图9：箱瓦进口量对纸价基本无影响



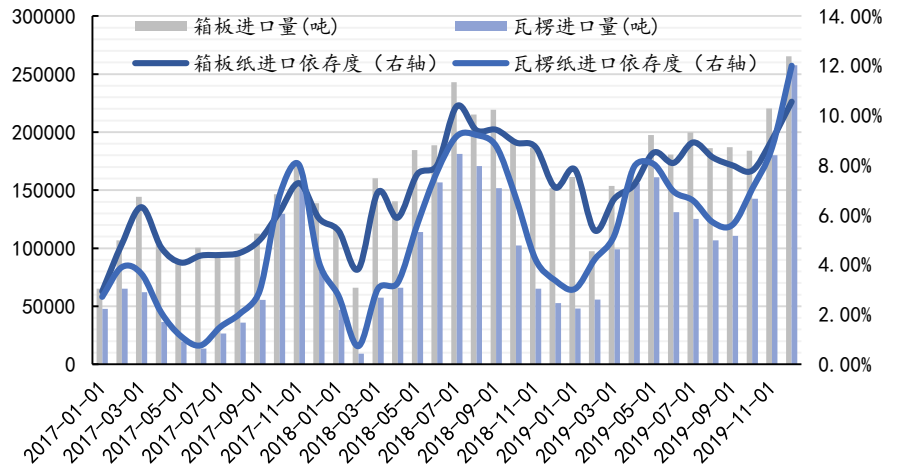
资料来源：卓创资讯，中华人民共和国海关总署，国泰海通证券研究

1.2. 2017-2019 年：东南亚产能扩张，价差收窄，进口量稳步抬升

价量特征：期间东南亚箱瓦纸新产能逐步投放，凭借当地成本优势、零关税政策等，进口完税价格持续下行，箱板纸进口价从 700 美元以上回落至 480 美元/吨，瓦楞纸回落至 340 美元/吨；进口规模快速抬升，箱板纸月均进口 15.7 万吨，瓦楞纸月均升至 9.7 万吨，进口依存度提升。

图10：2017-2019 年箱瓦进口量与进口依存度情况

下载日志已记录，仅供内部参考

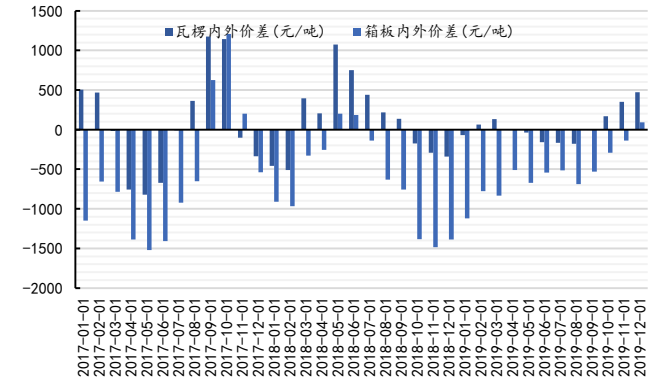


数据来源：卓创资讯，中华人民共和国海关总署，国泰海通证券研究

价差驱动：价差从深度倒挂快速收窄，瓦楞纸阶段平均价差转正至 82 元/吨，基本接近平衡，进口贸易商开始获得薄利；箱板纸平均价差仍为-594 元/吨，但随产能成本下行持续收窄。我们认为主要系“禁废令”影响下部分阶段抬升国废及国内箱瓦纸价，而进口箱瓦纸受美废价格下行，以及东南亚产能扩张影响下，成本支撑减弱而价格下行，进口窗口逐步打开。

国内价反馈：进口量环比增速与未来国内价格增速相关系数方面，瓦楞-0.16，箱板-0.23，涨价期进口仅补缺口，下跌期仅边际小幅加剧下跌，国内价格的核心驱动仍为国内需求与产能，属于无实质影响阶段。

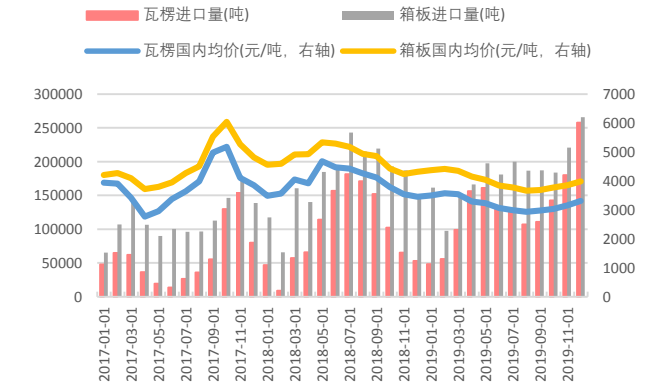
图11：箱瓦纸内外价差情况



资料来源：卓创资讯，中华人民共和国海关总署，国泰海通证券研究；

注：外盘进口为完税价格，内盘为含税价，价差 = 国内价格 – 进口价格

图12：箱瓦进口量对纸价影响有限



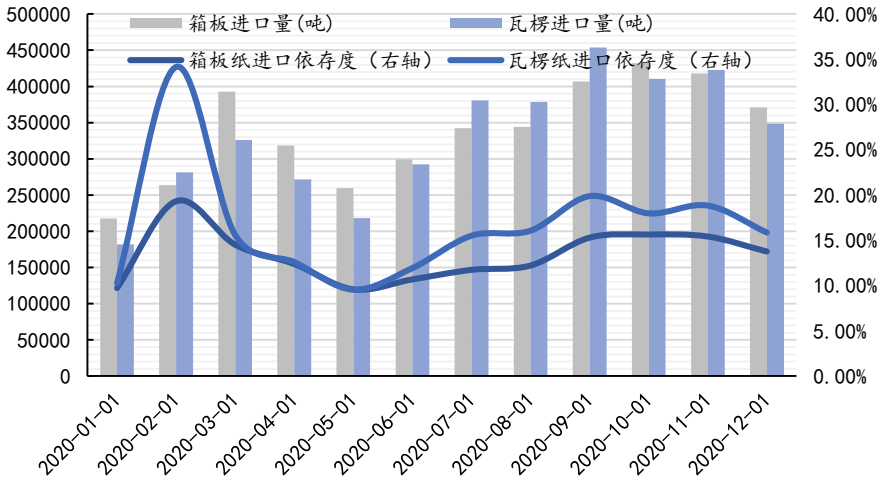
资料来源：卓创资讯，中华人民共和国海关总署，国泰海通证券研究

1.3. 2020 年：需求脉冲+价差大幅转正，进口放量增强反馈

价量特征：2020 年上半年受疫情冲击，国内包装需求短期停滞，进口通关受阻；下半年国内率先复工复产，包装需求复苏，而海外供应链仍受疫情扰动，出现阶段性供需错配，国内箱瓦纸供需收紧，进口开启放量，2020 年 9 月瓦楞纸单月进口冲至 45.4 万吨历史高点，箱板纸进口同步抬升，推动进口依存度至历史较高位。

图13：2020 年箱瓦进口量与进口依存度情况

下载日志已记录，仅供内部参考

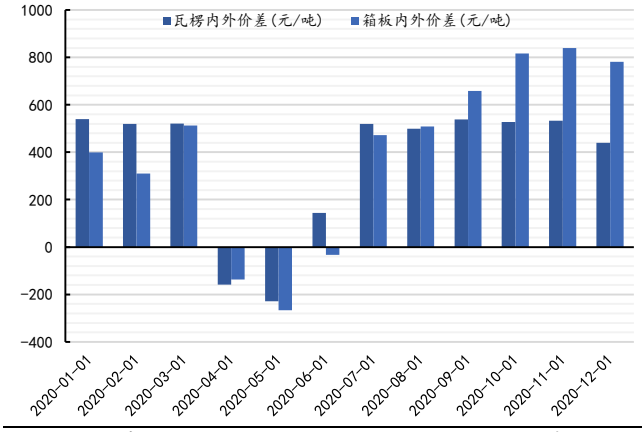


数据来源：卓创资讯，中华人民共和国海关总署，国泰海通证券研究

价差驱动：期间内外价差创下 2015 年以来的最高水平，瓦楞纸平均价差 366 元/吨，箱板纸平均价差 405 元/吨。背后原因系国内需求率先复苏带动国内纸价持续上行，而海外供应链受扰动导致产能开工不足，进口 CIF 价格上涨节奏慢于国内纸价，套利窗口打开。

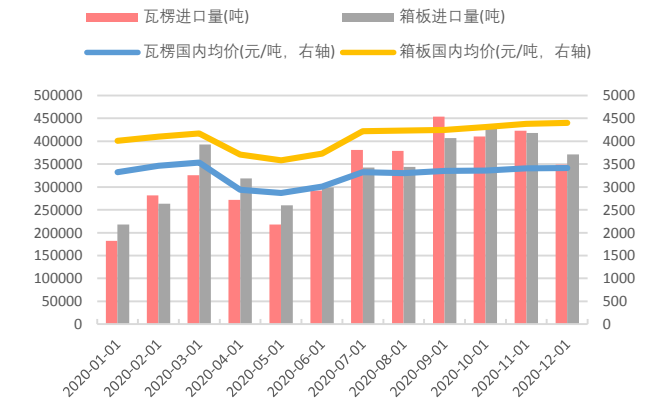
国内价反馈：进口量环比增速与未来国内价格增速相关系数方面，瓦楞-0.09，箱板-0.33，进口量仅在 9 月后压制纸价上涨节奏，但未改变趋势，属于中等偏弱边际影响。

图14：箱瓦纸内外价差情况



资料来源：卓创资讯，中华人民共和国海关总署，国泰海通证券研究；
注：外盘进口为完税价格，内盘为含税价，价差 = 国内价格 – 进口价格

图15：箱瓦进口量 9 月后一定程度压制纸价上涨



资料来源：卓创资讯，中华人民共和国海关总署，国泰海通证券研究

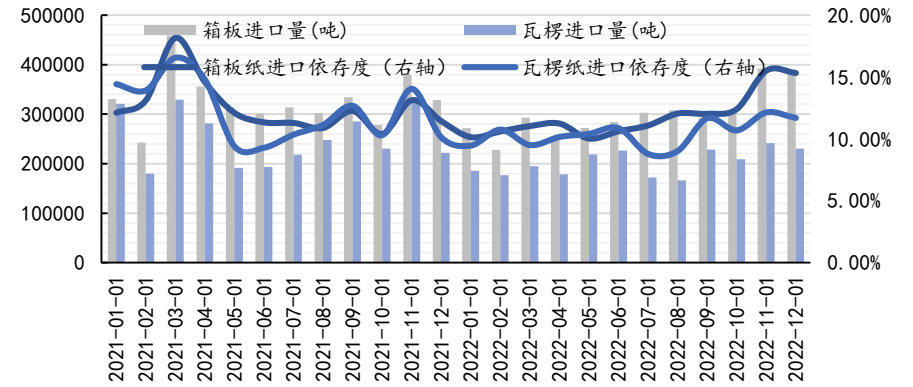


1.4. 2021-2022 年：成本共振下的中等负反馈

价量特征：2021 年外废清零，国内国废供给收紧；全球疫后复苏带动美废涨价，地缘冲突推高能源价格与海运费，进口成本全面上行，箱板纸 CIF 最高 694 美元，瓦楞最高 557 美元；进口箱瓦纸放量有限，箱板月均 31 万吨左右，瓦楞纸进口小幅波动。

图16：2021 年箱瓦进口量与进口依存度情况

下载日志已记录，仅供内部参考

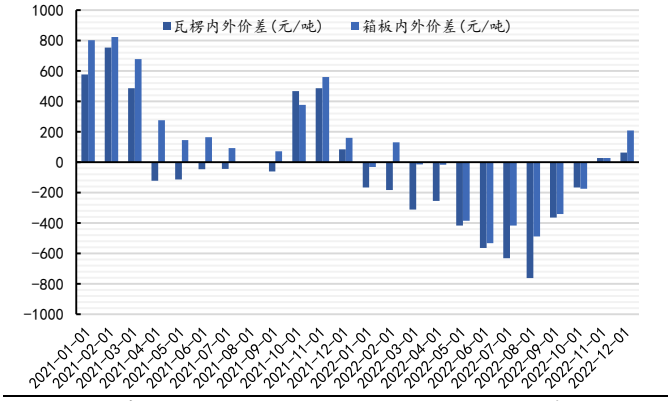


数据来源：卓创资讯，中华人民共和国海关总署，国泰海通证券研究

价差驱动：内外成本同步抬升，价差窄幅波动，瓦楞平均价差-53 元，箱板+88 元，未出现大幅套利窗口，进口量整体平稳。

国内价反馈：进口量环比增速与未来国内价格增速相关系数方面，瓦楞-0.37，箱板-0.52，成本端联动性强，箱板纸存在中等边际压制，但整体不改变成本与需求驱动的价格趋势。

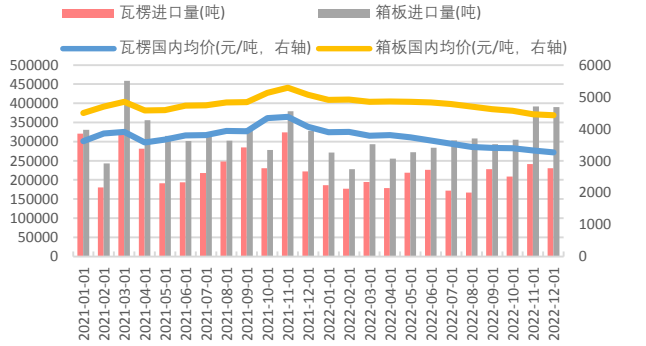
图17：箱瓦纸内外价差情况



资料来源：卓创资讯，中华人民共和国海关总署，国泰海通证券研究；

注：外盘进口为完税价格，内盘为含税价，价差 = 国内价格 – 进口价格

图18：箱瓦进口量部分阶段影响纸价上行



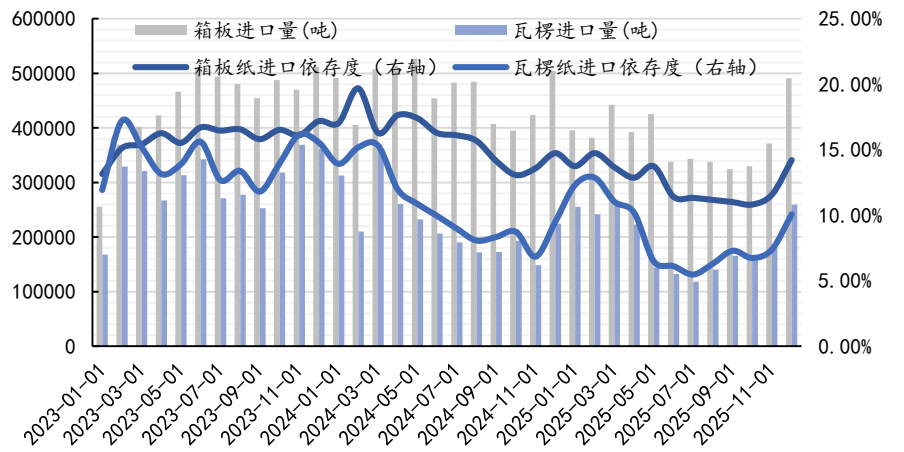
资料来源：卓创资讯，中华人民共和国海关总署，国泰海通证券研究

1.5. 2023-2025 年：产能过剩，价差倒挂下偏弱负反馈

价量特征：期间国内箱瓦纸新产能集中释放，市场整体供过于求，纸价长期低位磨底；进口量呈现明显分化，箱板纸月均进口量升至 43 万吨，2024 年 5 月单月冲至 52.7 万吨高点，瓦楞纸月均维持 24 万吨左右。

图19：2021 年箱瓦进口量与进口依存度情况

下载日志已记录，仅供内部参考

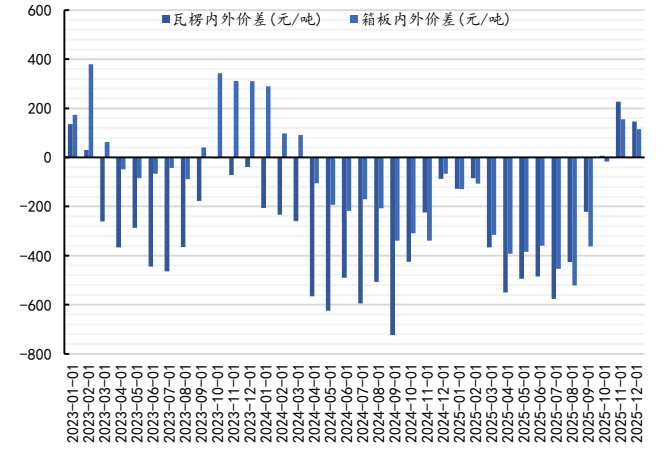


数据来源：卓创资讯，中华人民共和国海关总署，国泰海通证券研究

价差驱动：这一阶段内外价差整体小幅倒挂，瓦楞纸平均价差-284 元/吨，箱板纸平均价差-82 元/吨。2023 年进口纸零关税政策一定程度驱动进口量上行，后续国内产能过剩导致纸价长期低迷，虽然进口价格受海外供需、成本支撑削弱等影响也在回落，但国内价格下跌更快，整体套利空间收窄，仅阶段性、结构性品种存在进口机会。

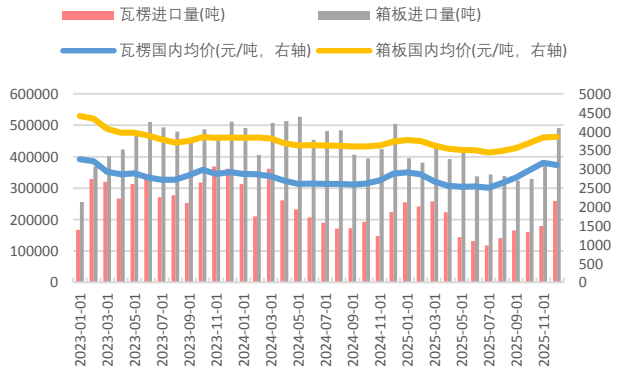
国内价反馈：进口量环比增速与未来国内价格增速相关系数方面，瓦楞-0.38，箱板-0.42，仅存在中等边际影响，国内过剩产能更多主导价格趋势。

图20：箱瓦纸内外价差情况



资料来源：卓创资讯，中华人民共和国海关总署，国泰海通证券研究；
注：外盘进口为完税价格，内盘为含税价，价差 = 国内价格 – 进口价格

图21：箱瓦进口量对纸价影响中等偏弱



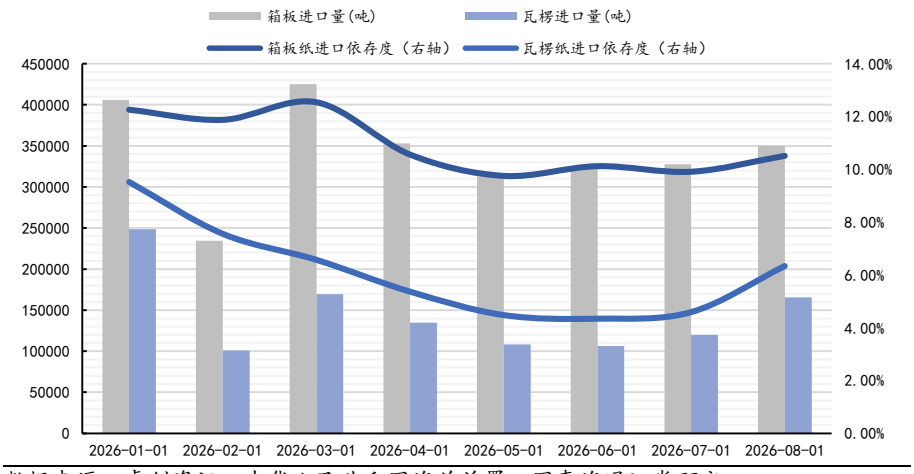
资料来源：卓创资讯，中华人民共和国海关总署，国泰海通证券研究

1.6. 2026 年至今：需求修复+成本联动，负反馈增强

价量特征：2026 年以来，美废价格经过 2024-2025 年的持续下行后触底回升，海外能源成本上涨，国废价格 Q2 以来中枢抬升，包装需求边际复苏，内外纸价均开启反弹；进口量整体维持低位，1-8 月总进口 389 万吨，较 2025 年同期小幅回落。

图22：2026 年 1-8 月箱瓦进口量与进口依存度情况

下载日志已记录，仅供内部参考

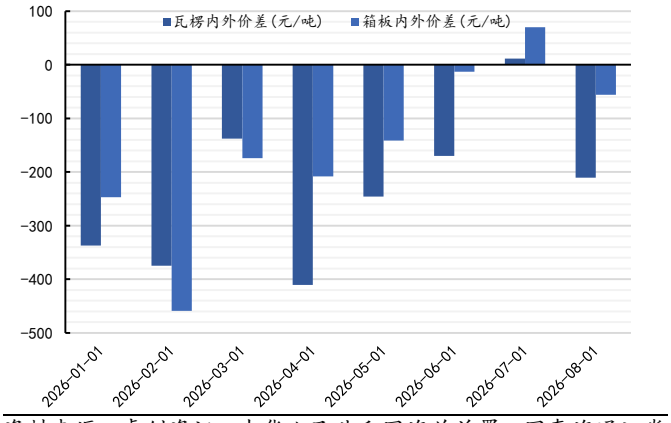


数据来源：卓创资讯，中华人民共和国海关总署，国泰海通证券研究

价差驱动：2026 年初价差仍处于倒挂状态，箱板纸平均价差-234 元/吨、瓦楞纸-153 元/吨，但进入二季度后，国内纸价淡季不淡，预期上行，价差快速收窄并转正，截至 2026 年 8 月，瓦楞纸价差 12 元/吨，箱板纸价差 70 元/吨。

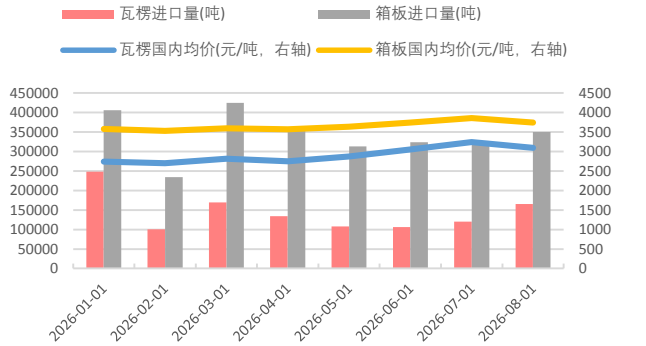
国内价反馈：进口量环比增速与未来国内价格增速相关系数方面，瓦楞-0.62，箱板-0.27，瓦楞纸已经出现较强的边际影响，是近十年最强信号，但箱板仍仅为中等偏弱影响，影响集中在瓦楞品种。

图23：箱瓦纸内外价差情况



资料来源：卓创资讯，中华人民共和国海关总署，国泰海通证券研究；
注：外盘进口为完税价格，内盘为含税价，价差 = 国内价格 – 进口价格

图24：箱瓦进口量对纸价负反馈增强



资料来源：卓创资讯，中华人民共和国海关总署，国泰海通证券研究

1.7. 后续展望：预计维持中等负反馈，进口量上行存在困难

26 年下半年来看，我们认为箱瓦进口量对价格的直接影响仍将维持在较低水平：虽然当前瓦楞纸进口量增速对国内纸价增速存在较强负反馈，但缺乏进口量上行基础。

成本端，美废企稳回升、进口价温和上行，叠加能源、运费等成本因素削弱价格优势；**供给端，**进口量仅小幅回升，一定程度或压制纸价反弹斜率，但不改变需求修复或成本驱动带来的上涨趋势，其中瓦楞品种边际影响略强于箱板，但在低进口依存度下，出现极端供给冲击可能性较小。

下载日志已记录，仅供内部参考

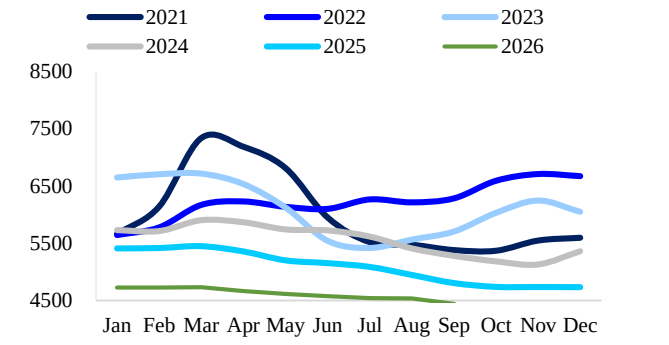
2. 文化纸：9 月纸价偏弱运行，浆价上涨强化成本支撑

2.1. 价格：9 月文化纸价格下跌，成本支撑有望推动 10 月纸价企稳

9 月份双胶纸市场偏弱运行。卓创资讯数据显示，截至 9 月 28 日，本月 70g 木浆高白双胶纸市场均价为 4439 元/吨，环比-2.07%，同比-7.54%。影响价格走势的主要因素有：1）月初部分纸企执行发货优惠，带动市场成交重心下移；2）月内纸企新单承接情况不及预期，库存压力逐步累积，山东、广东和江西地区部分产线停机；3）经销商出货多以满足刚性需求为主，出版招标启动节奏偏慢，月内仅北京地区个别出版社招标，需求端对纸价带动一般；4）上游木浆市场部分浆种价格有所上涨，成本面对双胶纸支撑增强，但原纸交投活跃度偏低，成本利好难以兑现。

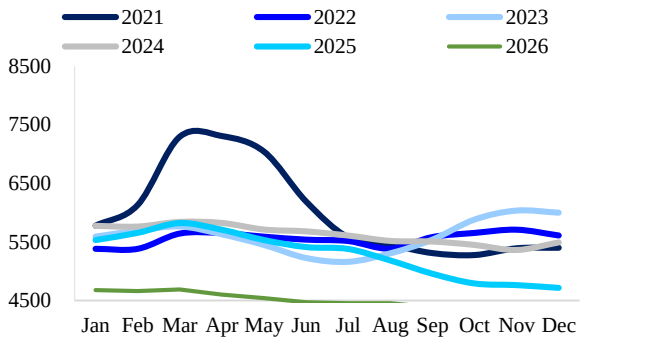
9 月份双铜纸市场窄幅下跌。卓创资讯数据显示，截至 9 月 28 日，本月 157g 双铜纸市场均价为 4378 元/吨，环比-1.62%，同比-11.66%。影响价格走势的主要因素有：1）月初纸企报盘相对稳定，但随着出货偏弱态势延续，部分规格实际成交价格有所松动；2）纸企盈利压力较大，生产积极性有所降低，下半月部分产线开工下滑，供应端小幅减量；3）经销商多谨慎备货，出口订单减少，内贸竞争加剧；4）上游进口木浆市场价格上涨居多，但对原纸市场传导不佳。

图25：双胶纸市场均价（元/吨）



数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

图26：双铜纸市场均价（元/吨）



数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

2.2. 供需：9 月供需差扩大，四季度供应收缩但需求支撑有限

9 月供需关系有所转弱。根据卓创资讯，9 月刚需订单支撑消退，文化纸供需差有所扩大。四季度新产能虽有投放计划，但盈利偏弱或继续制约纸企开工，双胶纸、双铜纸供应预计减少；需求端下一轮出版招标提货或延至 2027 年初，年内支撑不足，社会印刷亦难有明显增量。整体来看，未来三个月文化纸市场供需矛盾或阶段性加剧。

表1：双铜纸市场供需差扩大（万吨）

指标	8 月	9 月 E	10 月 E	11 月 E	12 月 E
产量	37.2	34.3	31.0	32.0	33.0
进口量	1.5	1.5	1.7	1.7	1.5
总供应量	38.7	35.8	32.7	33.7	34.5
消费量	20.0	17.8	17.7	16.7	16.5
出口量	15.7	14.0	14.0	15.0	15.0
总需求量	35.7	31.8	31.7	31.7	31.5
供需差	3.0	4.0	1.0	2.0	3.0

数据来源：卓创资讯，中华人民共和国海关总署，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

表2：双胶纸市场供需差扩大（万吨）

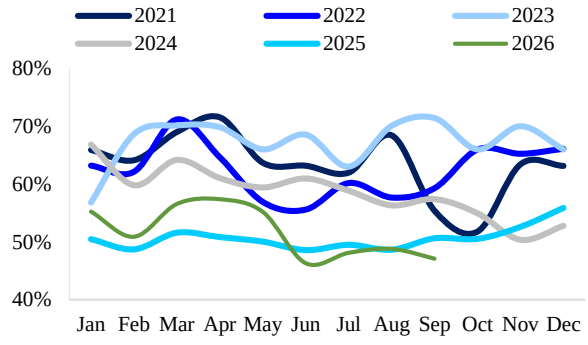
指标	8月	9月E	10月E	11月E	12月E
产量	65.6	60.6	61.0	62.5	61.0
进口量	0.8	0.8	0.8	1.0	0.9
总供应量	66.4	61.4	61.8	63.5	61.9
消费量	57.1	50.4	48.8	47.5	52.9
出口量	8.3	8.0	9.0	9.0	8.0
总需求量	65.4	58.4	57.8	56.5	60.9
供需差	1.0	3.0	4.0	7.0	1.0

数据来源：卓创资讯，中华人民共和国海关总署，国泰海通证券研究

双胶纸：9月双胶纸产量预估值为60.57万吨，环比-7.63%，较上月趋势由增转降；生产企业开工负荷率为47.07%，环比-1.70pct。月内纸企接单压力增加，山东、广东和江西地区部分产线短暂停机，带动行业开工下滑。

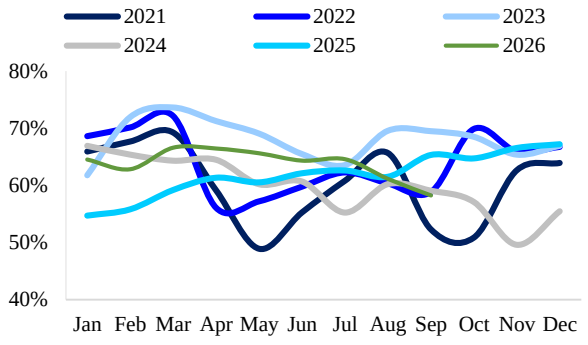
双铜纸：9月双铜纸产量预估值为34.33万吨，环比-7.81%，降幅环比扩大2.47个百分点；生产企业开工负荷率为58.24%，环比-2.89pct。月内江苏和山东地区个别产线开工下滑，供应环比小幅缩减。

图27：双胶纸开工率



数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

图28：双铜纸开工率

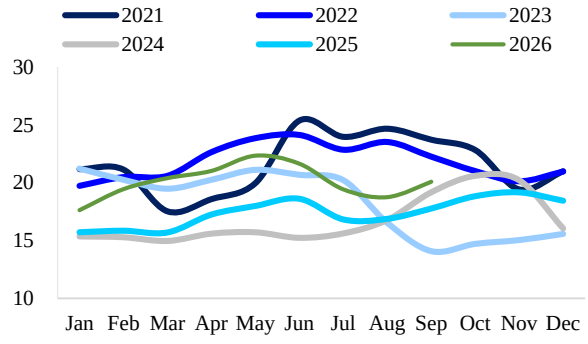


数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

双胶纸：9月份双胶纸企业库存天数环比+7.09%，较上月趋势由降转升。出版订单提货完毕，月内仅个别省份存在加印订单，社会面需求维持疲软态势，纸企出货缓慢，库存压力增加。

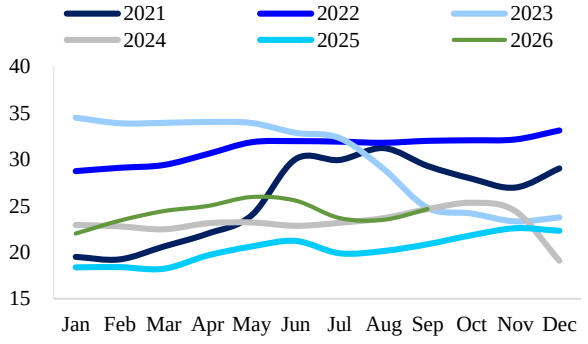
双铜纸：9月份双铜纸企业库存天数环比+4.97%，较上月趋势由降转升。部分纸企出口接单减少，国内市场交投活跃度偏低，纸企库存缓慢增多。

图29：双胶纸企业库存天数（天）



数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

图30：双铜纸企业库存天数（天）



数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

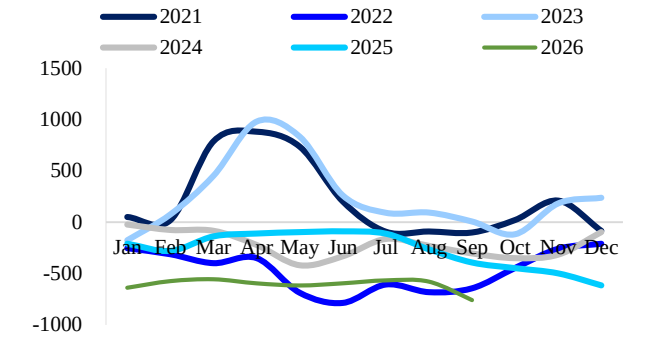
下载日志已记录，仅供内部参考

2.3. 盈利：成本端压力小幅抬升，盈利小幅下滑

双胶纸：根据卓创资讯，截至 9 月 28 日，本月双胶纸行业平均理论毛利率为-15.00%，环比-4.83pct。9 月份高白双胶纸市场偏弱下滑，截至 9 月 28 日，当月均价环比-2.07%。月内进口针叶浆、阔叶浆市场均价上涨，化机浆均价持平，双胶纸主要原料成本月均值环比+2.95%。原料端继续施压，而纸价同步走低，行业理论亏损幅度环比扩大。

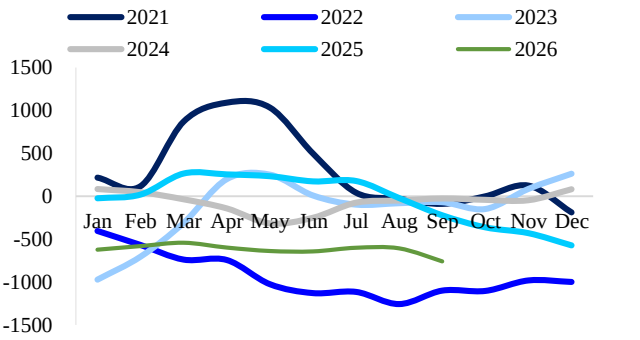
双铜纸：根据卓创资讯，截至 9 月 28 日，本月双铜纸行业平均理论毛利率为-14.40%，环比-3.89pct。9 月份双铜纸市场窄幅下跌，截至 9 月 28 日，当月均价环比-1.62%。月内上游木浆价格整体偏强，进口针叶浆、阔叶浆市场均价环比上涨，化机浆市场均价环比持平，主要原料成本月均值环比+2.79%。成本抬升叠加纸价下跌，双铜纸理论盈利空间继续收窄，月度盈利水平环比下滑。

图31：双胶纸湿法未涂布法税后单吨毛利（元）



数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

图32：双铜纸湿法涂布法税后单吨毛利（元）



数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

3. 白纸板：旺季不旺，纸价承压

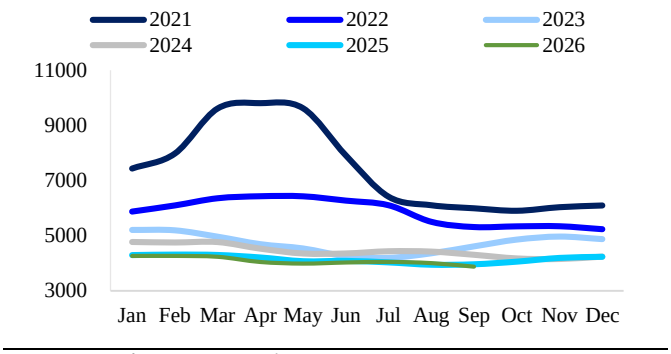
3.1. 价格：白卡纸价延续下跌，白板纸价转跌

9 月白卡纸市场价格延续下跌。截至 9 月 28 日，250-400g 平张白卡纸市场成交含税月均价为 3876 元/吨，环比-3.17%，同比-2.20%。至月底，市场主流品牌价格区间为 3510-3810 元/吨，少数中高端品牌价格为 4200-4400 元/吨。本月价格走势主要受以下因素影响：1）月初纸厂库存已累积至偏高水平，但多数规模企业暂无明确检修计划，市场竞争压力较大，企业通过让利促进出货；2）传统需求旺季表现不及预期，中上旬纸厂也未释放协同稳市意向，市场看跌情绪持续蔓延，经销商出货价格相继下调；3）原料木浆价格整体上行，成本压力持续处于高位，下旬规模纸厂陆续发布 10 月价格提涨 200 元/吨通知，市场逐步呈现止跌企稳态势。

9 月白板纸市场价格下跌。截至 9 月 28 日，A 级 250g 灰底白板纸市场均价为 3618 元/吨，环比-2.00%，同比+15.33%。目前，A 级 250g 白板纸市场主流成交含税参考价为 3510-3770 元/吨。本月白板纸价格走势主要受以下因素影响：1）原料废纸价格有所回落，成本端支撑力度减弱；2）中秋订单释放低于预期，市场整体需求疲弱，经销商仍以消化前期库存为主；3）相关白卡纸价格持续下跌，对白板纸的替代效应进一步增强，白板纸企业出货承压，库存压力不断上升，陆续推出价格优惠政策，进一步加重市场看空情绪。

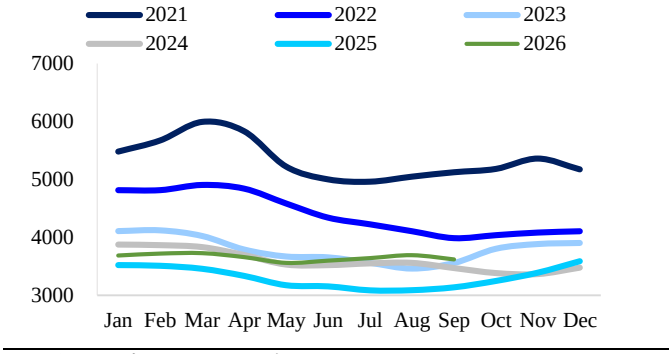
下载日志已记录，仅供内部参考

图33：白卡纸市场均价（元/吨）



数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

图34：白板纸市场均价（元/吨）



数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

3.2. 供需：白板、白卡纸供需边际略改善

白卡纸 9 月供需差略收窄。根据卓创资讯，8 月中秋节订单陆续释放，但需求增量低于供应增量，供需差整体扩大。9 月市场需求增长有限，部分纸厂控制生产，供需差小幅收窄。10 月受国庆假期影响，需求有所减弱，但自然生产天数增加或带动企业产量上升，市场供需差预计扩大。11-12 月，国内元旦及春节前订单逐步释放，企业生产积极性提高，但出口可能转弱，市场供需差仍有扩大风险。

表3：白卡纸市场 9 月供需差略缩小（万吨）

指标	8 月	9 月 E	10 月 E	11 月 E	12 月 E
产量	114.92	104.72	110.80	112.00	118.50
进口量	2.52	2.40	2.00	3.00	2.50
总供应量	390.44	387.12	388.80	392.00	400.00
消费量	79.78	79.12	77.60	80.00	81.00
出口量	30.66	32.00	34.20	33.00	32.00
总需求量	110.44	111.12	111.80	113.00	113.00
供需差	280.00	276.00	277.00	279.00	287.00

数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

白板纸 9 月供需差略有缩小。根据卓创资讯，8 月随着中秋临近，少量订单逐步释放，叠加部分产线计划停机检修，供需差或有所收窄；9-10 月随着中秋订单接近尾声，消费量预计下降，供应与需求同步减弱，供需差或趋于扩大；11-12 月电商、圣诞、春节等订单相继释放，带动消费量增加，供需差逐步收窄。

表4：白板纸市场 9 月供需差略缩小（万吨）

指标	8 月	9 月 E	10 月 E	11 月 E	12 月 E
产量	61.30	65.84	60.50	67.50	65.50
进口量	0.63	0.60	0.59	0.65	0.63
总供应量	197.53	194.44	187.09	193.65	192.83
消费量	63.85	62.94	55.29	61.15	65.83
出口量	5.68	5.50	5.30	6.30	6.00
总需求量	69.53	68.44	60.59	67.45	71.83
供需差	128.00	126.00	126.50	126.20	121.00

数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

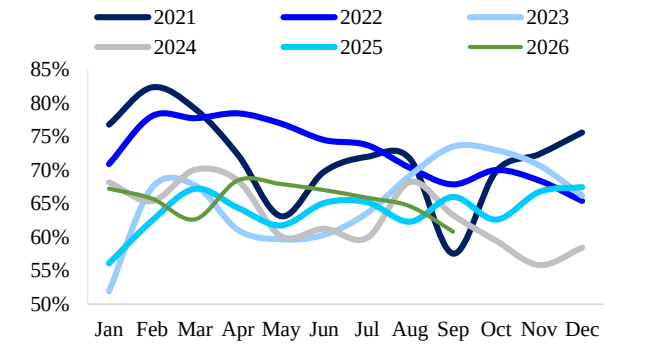
白卡纸：根据卓创资讯，9 月白卡纸开工负荷率环比-3.77 pct，同比-5.18 pct；产量预估值环比-8.88%，同比-1.68%。月内，华中及华东地区个别企业停机

下载日志已记录，仅供内部参考

检修 5-8 天不等，华南个别规模企业暂无白卡纸产出。受普通白卡纸价格整体下行、盈利水平下降影响，部分企业增加了低克重、食品卡等差异化产品的排产。

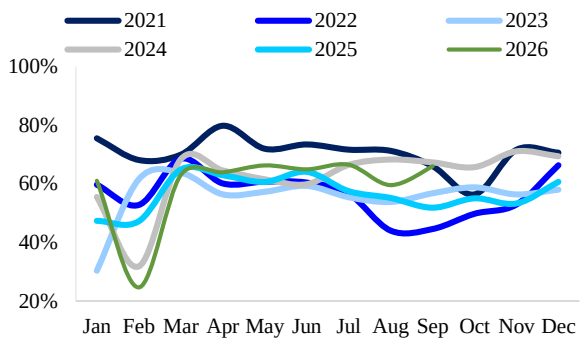
白板纸：根据卓创资讯，9 月白板纸生产企业开工负荷率预估值环比+6.54 pct，同比+14.21 pct；产量预估值环比+7.41%，同比+20.01%。本月多数纸厂保持正常生产，个别纸厂停机检修，或调整排产，生产牛卡纸、涂布牛卡纸等其他纸种。整体来看，9 月白板纸产量有所增长。

图35：白卡纸开工率



数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

图36：白板纸开工率

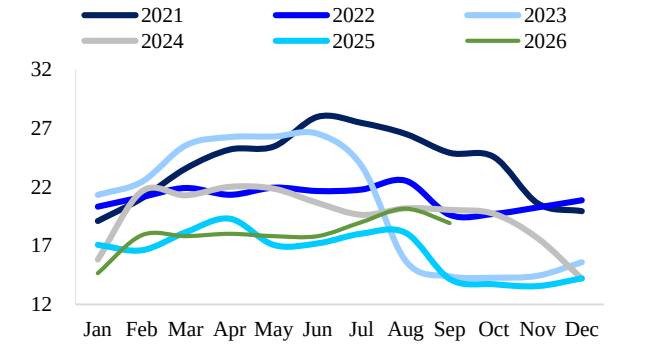


数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

白卡纸：9 月白卡纸生产企业库存量较上月有所下降。截至 9 月 28 日，企业平均库存不足 19 天，库存量环比-6.10%。纸厂通过让利促进销售，叠加 9 月纸价再度触及年内新低及规模企业发布涨价通知，经销商拿货积极性有所提升。同时，食品卡等订单整体小幅改善，企业增加差异化产品排产，缓解普通白卡纸的产销压力，推动整体库存下降。

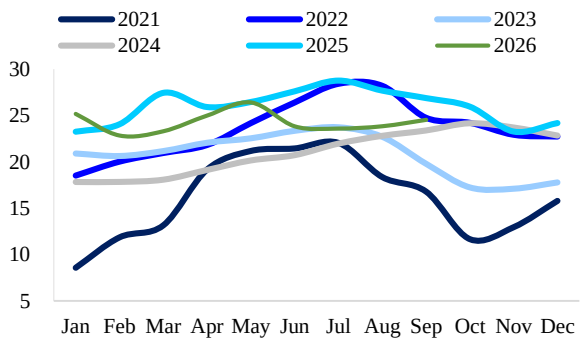
白板纸：9 月白板纸生产企业库存较上月有所上升。截至 9 月 28 日，白板纸企业库存天数维持在 25 天左右，库存量环比+2.78%，涨幅扩大 2.65 个百分点。9 月中秋礼盒订单释放不及预期，经销商仍以消化前期库存为主，叠加白卡纸替代效应影响，纸厂出货承压，库存压力持续增加。

图37：白卡纸企业库存天数（天）



数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

图38：白板纸企业库存天数（天）



数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

3.3. 盈利：成本改善有限，毛利率减少

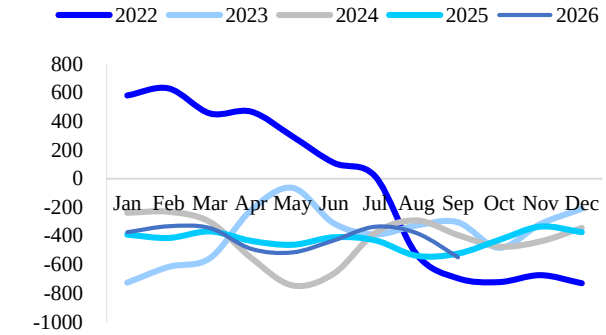
白卡纸：截至 9 月 28 日，白卡纸毛利率环比-5.06pct，同比-0.91 pct。本月主要原料木浆价格整体上涨，白卡纸成本较上月+1.41%。叠加白卡纸价格整体下行，行业毛利率有所收窄。

白板纸：截至 9 月 28 日，白板纸毛利率环比-0.91 pct，同比+4.98pct。本月白板纸市场价格与原料废纸价格同步下行，总成本均价较上月-0.95%，成本

下载日志已记录，仅供内部参考

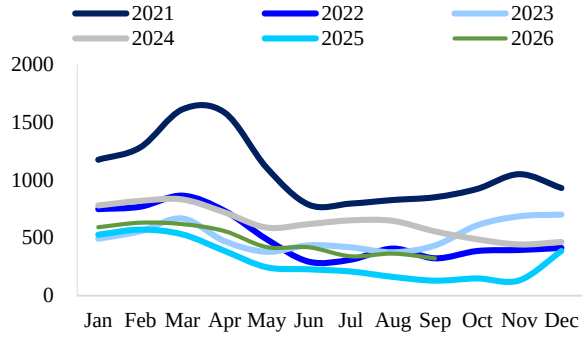
降幅小于白板纸价格降幅，导致行业毛利率有所下降。

图39：白卡纸湿法未涂布法税后单吨毛利（元）



数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

图40：白板纸湿法涂布法税后单吨毛利（元）



数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

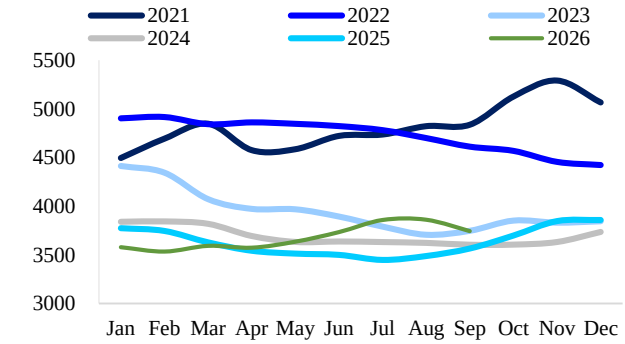
4. 箱瓦纸：月内纸价下跌，成交价格下跌

4.1. 价格：纸厂放宽返利政策，月内价格下跌

9 月箱板纸均价环比下跌，月内价格下跌。截至 9 月 28 日，中国箱板纸市场月均价 3744 元/吨，环比-3.03%，同比+4.99%。本月价格走势主要受以下因素影响：1）月初规模纸厂放宽大客户返利政策，中小纸厂同步下调出厂价格，市场成交重心明显下移。中下旬，规模纸厂通过收窄部分返利刺激下游包装厂采购，但中小厂家跟涨意愿较弱，市场成交重心变化有限；2）下游包装厂订单较 8 月略有改善，但增量有限，原纸补库积极性不高，市场交投整体平稳；3）上游原料废纸价格先跌后涨，月均价有所下降，成本端支撑减弱。

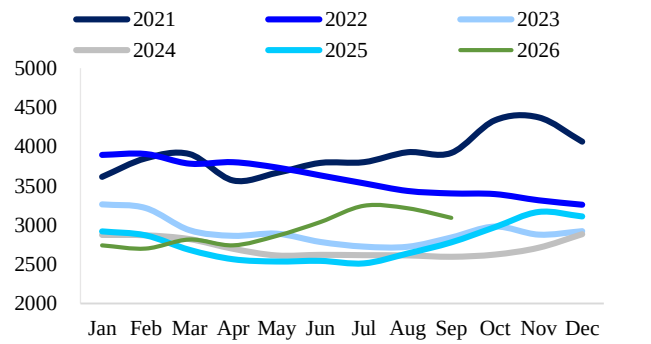
9 月瓦楞纸均价环比下跌，月内价格下跌。截至 9 月 28 日，中国 AA 级 120g 瓦楞纸市场月均价 3093 元/吨，环比-3.70%，同比+11.22%。本月价格走势主要受以下因素影响：1）月初市场供需矛盾较为突出，多数纸厂库存压力偏大，主要通过降价促进出货；月中规模纸厂同步发布停机及涨价通知，提振市场看涨预期，但下游需求未见明显增长，涨价未能带动市场全面回升，多数中小纸厂保持价格稳定，仅个别纸厂小幅调价；2）废黄板纸价格先跌后涨，但月均价整体回落，成本端对纸价的支撑有限；3）下游包装厂采购积极性整体偏低，月内仍以刚需补库为主，部分包装厂小幅增加补库。整体产销呈现先降后增态势，但终端订单释放不及预期，仍对市场形成一定制约。

图41：箱板纸市场均价（元/吨）



数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

图42：瓦楞纸市场均价（元/吨）



数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

4.2. 供需：9 月开工率环比下跌，市场供需差收窄

8 月瓦楞及箱板纸市场供需差收窄。根据卓创资讯，9 月瓦楞及箱板纸市场

下载日志已记录，仅供内部参考

供需差有所收窄。10 月部分纸厂停机，叠加下游包装厂补库，供需差或进一步缩小。11 月供需差预计先降后增，随着电商、圣诞及节日订单陆续释放，需求增量预期较强，供需差或继续收窄。综合来看，预计未来三个月市场供需差逐步缩小。

表5：箱板纸市场 9 月供需差收窄（万吨）

指标	8 月	9 月 E	10 月 E	11 月 E
总供给	657	667	646	652
总需求	321	343	326	337
供需差	336	324	320	315

数据来源：卓创资讯，中华人民共和国海关总署，国泰海通证券研究

表6：瓦楞纸市场 9 月供需差收窄（万吨）

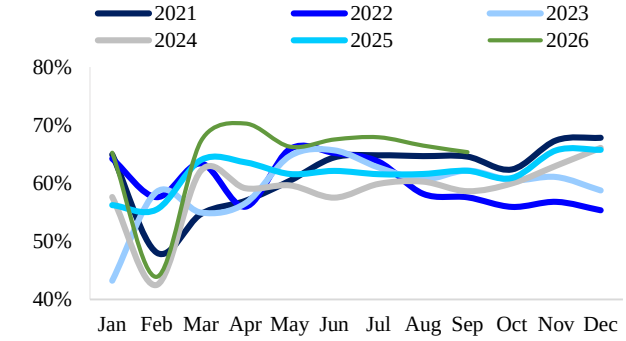
指标	8 月	9 月 E	10 月 E	11 月 E
总供给	472	481	462	470
总需求	246	266	250	263
供需差	226	215	212	207

数据来源：卓创资讯，中华人民共和国海关总署，国泰海通证券研究

瓦楞纸：根据卓创资讯，9 月瓦楞纸开工负荷率预估值 62.64%，环比-0.22 pct，同比+0.16 pct；产量预计环比-3.50%。本月纸厂盈利承压，叠加月底双节影响，停机检修有所增加。其中，江西、安徽、福建等地区开工负荷率下降较为明显，分别下滑 7.13、4.65、9.08 个百分点。10 月纸厂停机检修预计进一步增加，开工负荷率或有所下降。

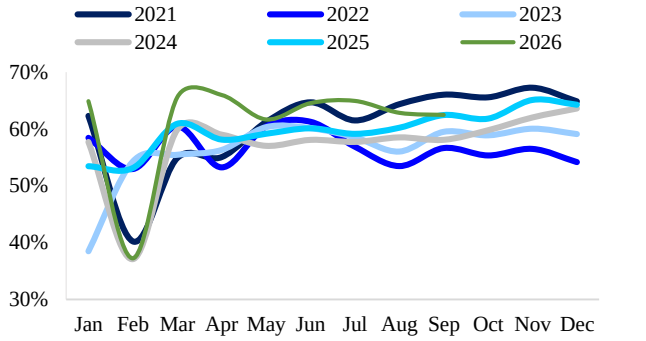
箱板纸：根据卓创资讯，9 月箱板纸行业开工负荷率预估值 65.49%，环比-0.96 pct，同比+3.38 pct；产量预计环比-2.07%。本月纸厂停机检修有所增加，主要受库存压力较大及双节检修安排影响。其中，云南、贵州、广东等地区开工负荷率下降较为明显，分别下滑 13.82、9.98、3.70 个百分点。10 月纸厂停机检修预计进一步增加，开工负荷率或有所下降。

图43：箱板纸开工率



数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

图44：瓦楞纸开工率

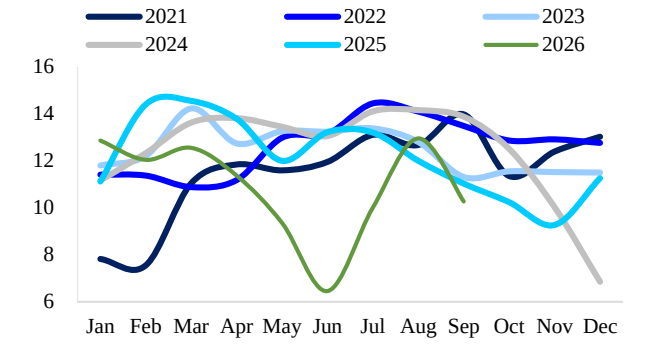


数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

箱板纸、瓦楞纸企业库存环比减少。截至 9 月 28 日，全国瓦楞纸企业库存 82.07 万吨，环比-12.08%，同比+61.08%；全国箱板纸企业库存 116.55 万吨，环比-7.61%，同比+12.45%。本月多数瓦楞及箱板纸企业平均库存天数有所下降。市场成交存在明显地区差异，价格涨跌互现，下游仍以刚需采购为主，华南地区出货较好，其余地区表现相对平淡，整体需求较上月小幅增长。下月纸厂停机预计增加，库存量有望继续下降。

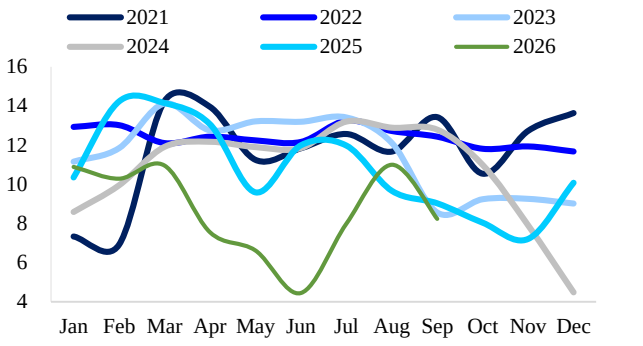
下载日志已记录，仅供内部参考

图45：箱板纸企业库存天数（天）



数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

图46：瓦楞纸企业库存天数（天）



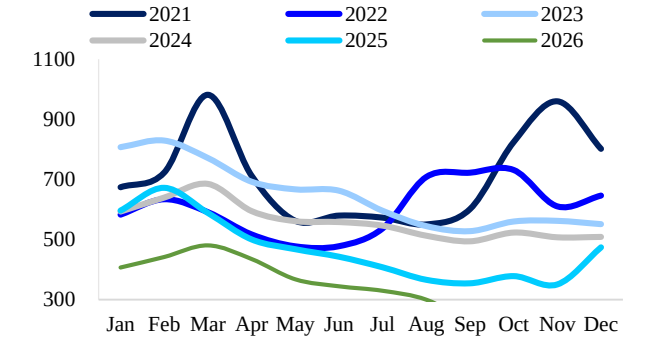
数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

4.3. 盈利：瓦楞纸降幅大于成本降幅，盈利环比有所下滑

瓦楞纸：根据卓创资讯，截至 9 月 28 日，瓦楞纸毛利率环比-1.59 pct。原料方面，废纸价格环比-2.34%，玉米淀粉价格环比-2.55%，带动综合成本环比-2.48%。本月瓦楞纸市场均价环比-3.70%，纸价降幅大于综合成本降幅，导致行业毛利率环比下降。

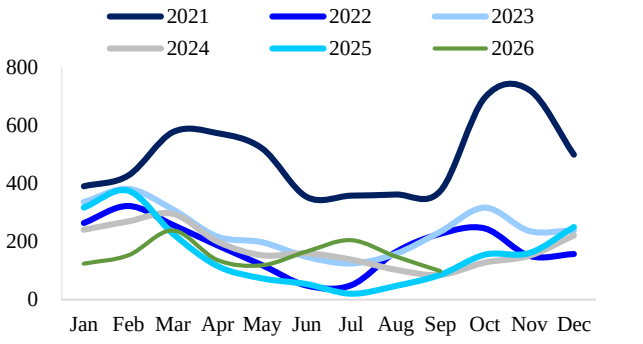
箱板纸：根据卓创资讯，截至 9 月 28 日，箱板纸毛利率环比-1.96 pct。原料方面，国废黄板纸均价环比-2.34%，带动综合成本环比-0.91%。本月箱板纸市场均价环比-3.03%，纸价与成本同步下降，但纸价降幅大于成本降幅，导致 9 月箱板纸行业毛利率环比下降。

图47：箱板纸湿法未涂布法税后单吨毛利（元）



数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

图48：瓦楞纸湿法涂布法税后单吨毛利（元）



数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

5. 废纸：国废价格环比下跌，库存略有下降

5.1. 价格：提价传导有限，国废价格环比下跌

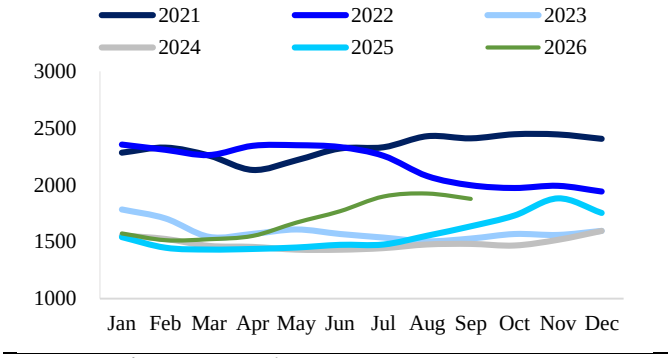
废黄板纸市场价格下跌。截至 9 月 28 日，废黄板纸市场月均价 1877 元/吨，环比-2.34%，同比+14.68%。本月价格走势主要受以下因素影响：1）天气因素扰动减弱，叠加 8 月下旬至 9 月上旬纸企频繁下调收购价格，打包站出货积极性有所提高，市场供应趋于宽松，对价格形成下行压力；2）中下旬部分纸企陆续释放提价信号，但传导范围有限，对市场的提振作用不足；3）下游成品纸订单改善不及预期，对废黄板纸市场走势形成制约。

再生纤维浆报盘价上涨。9 月东南亚地区进口美废 12#再生纤维浆报盘价持续上涨，市场主流报盘区间为 285-300 美元/吨，实际成交价格可协商。本月价格走势主要受以下因素影响：1）东南亚再生纤维浆企业进口美废价格继续上行，对再生纤维浆报盘形成成本支撑；2）国内成品纸需求放缓，叠加废纸价格下跌，纸企进口再生纤维浆意愿有所减弱；3）市场关注 10 月即

下载日志已记录，仅供内部参考

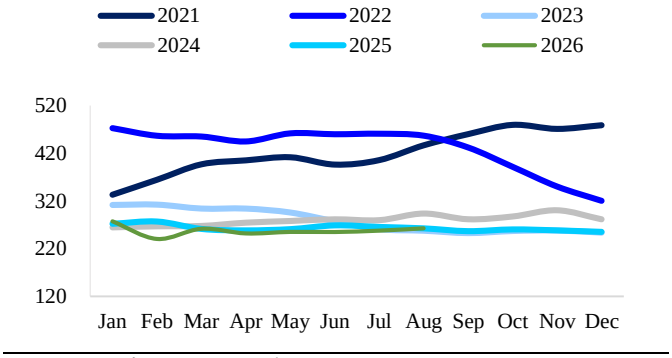
将实施的进口再生纤维浆新监管政策，观望情绪进一步加重。

图49：国废黄板纸市场均价（元/吨）



数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

图50：再生纤维浆进口均价（美元/吨）



数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

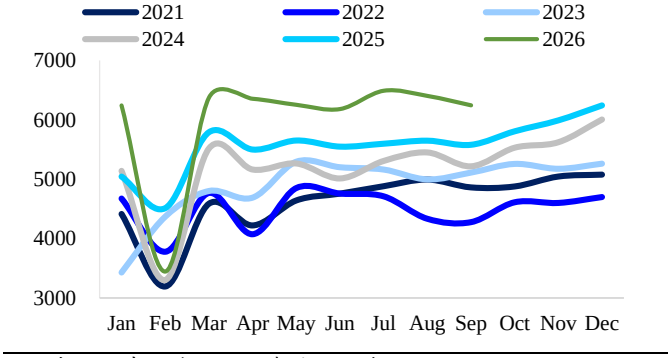
5.2. 供需：纸厂开工意向下降，废黄板纸消费量环比下跌

根据卓创资讯，预计 10 月废黄板纸市场价格先抑后扬。价格运行区间或为 1860-1890 元/吨。国庆假期期间，部分纸企计划检修，废黄板纸消费量预计减少，对价格形成一定压力；节后市场供应或恢复增长，但低利润可能抑制打包站出货意愿，供应端带来的下行压力相对有限；中下旬若成品纸传统旺季需求兑现，有望带动废黄板纸价格上涨。11 月纸企暂无更多检修计划，叠加终端或启动春节前备货，纸企开工有望稳中向好。但成品纸盈利空间有限，可能制约废黄板纸价格涨幅，预计 11 月价格运行区间为 1870-1910 元/吨。12 月部分打包站或因年终回款需求增加出货，叠加下游成品纸需求转淡、纸企降低成本意愿增强，废黄板纸价格或有所承压，预计 12 月价格运行区间为 1850-1870 元/吨。

国废黄板纸：根据卓创资讯，9 月废黄板纸消费量预估值环比-2.23%。本月下游纸厂开工水平普遍有所下降，其中，瓦楞纸厂上旬及月末均有个别停机检修或减产；箱板纸厂虽有个别新增产能投放，但部分纸厂仍存在检修情况；白板纸厂开工相对稳定，但废黄板纸用量较少，对需求的提振有限。上述因素共同导致 9 月废黄板纸消费量环比小幅下降。

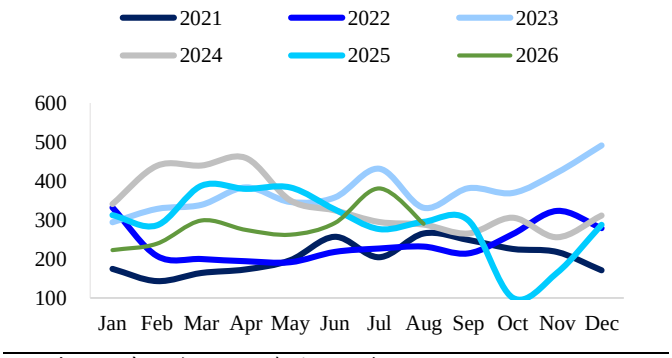
再生纤维浆进口量：8 月国内再生纤维浆进口量 29.04 万吨，环比-23.78%，同比-1.59%。1-8 月累计进口 225.57 万吨，同比-14.81%。8 月进口再生纤维浆均价 262.79 美元/吨，环比+1.88%，同比-0.08%。8 月国内再生纤维浆进口呈现量减价涨态势。进口量下降，一方面受国内成品纸需求放缓影响，另一方面，市场在 10 月新监管政策实施前进口意愿有所减弱。8 月进口再生纤维浆价格持续上涨，主要受东南亚进口废纸价格上行带来的成本支撑。

图51：国废黄板纸消费量（千吨）



数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

图52：再生纤维浆月度进口量（千吨）

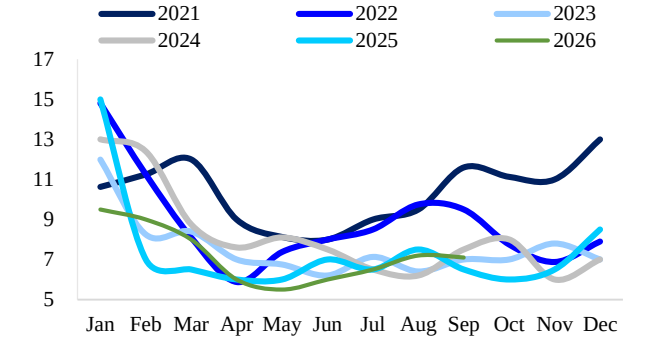


数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

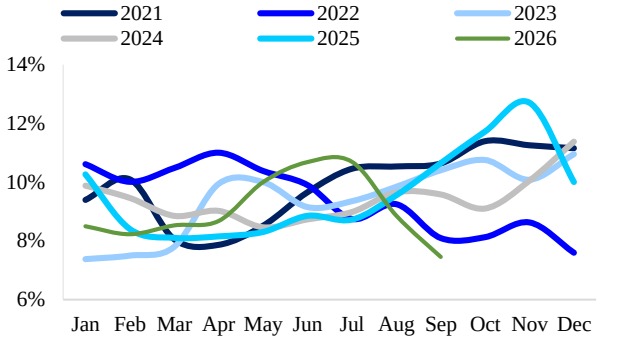
纸厂国废库存下降。8 月国废黄板纸月度库存天数 7.1 天，环比-0.1 天。盈利方面，9 月废黄板纸打包站毛利率预估值环比-1.40pct。月内废黄板纸市场价格虽阶段性上涨，但实际涨幅有限。加之前期价格下跌时，部分打包站回收价格降幅小于纸厂收购价格降幅，导致打包站利润在月内多数时间承压。

图53：国废黄板纸库存天数（天）



数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

图54：废纸打包站月度毛利率

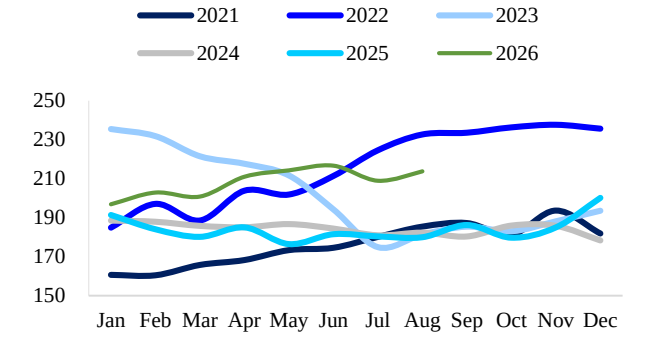


数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

6. 木片：采购量上涨，库存上涨

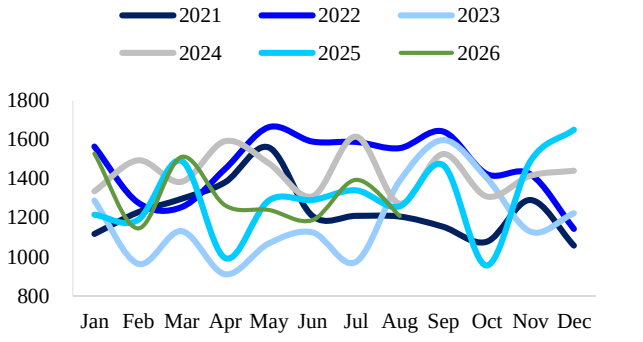
木片进口量同比下跌。8 月中国木片进口量 120.94 万吨，环比-13.28%，同比-3.95%。8 月中国木片月度进口均价 213.77 美元/吨，环比+2.30%，同比+18.78%。

图55：中国木片月度进口均价（美元/吨）



数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

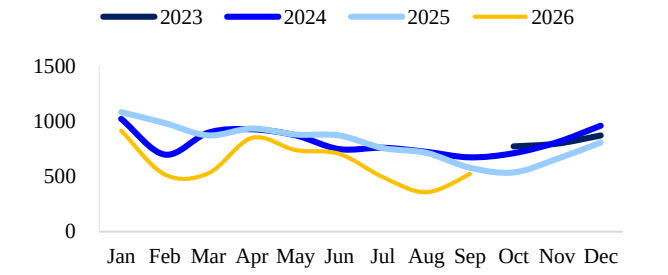
图56：中国木片月度进口量（千吨）



数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

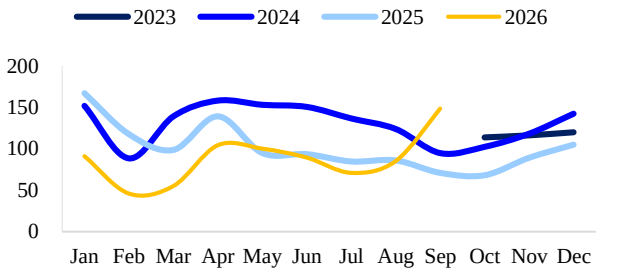
国内木片采购量环比上涨。9 月国内山东市场木片采购量 52.29 万吨，环比+46.22%，同比+9.46%。9 月国内河南市场木片采购量 14.85 万吨，环比+74.65%，同比+109.23%。

图57：山东市场木片月度采购量（千吨）



数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

图58：河南市场木片月度采购量（千吨）



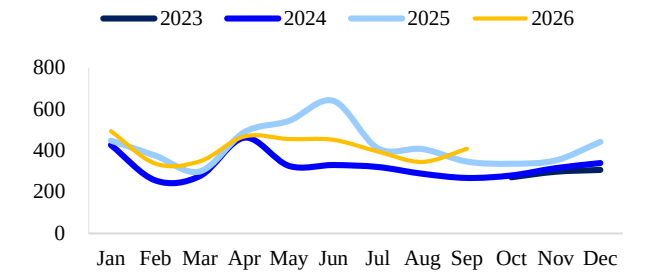
数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

国内木片库存环比上涨。9 月国内山东省木片月度原料库存 40.88 万吨，环

下载日志已记录，仅供内部参考

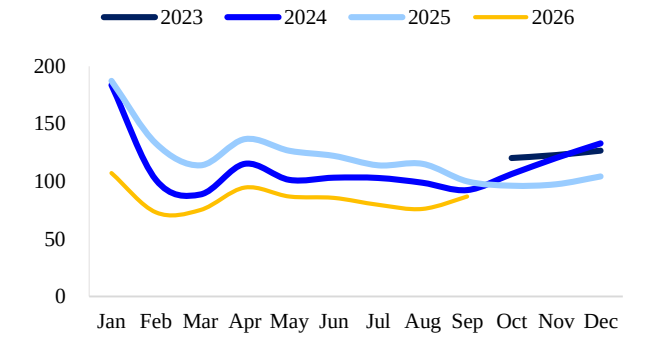
比+18.59%，同比+18.22%；9 月国内河南省木片月度原料库存 8.68 万吨，环比+14.18%，同比-13.24%。

图59：山东省木片月度原料库存（千吨）



数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

图60：河南省木片月度原料库存（千吨）



数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

7. 木浆：旺季需求有望改善供需，现货市场多数上行

7.1. 价格：进口木浆现货市场均价上涨居多，刚需交投主导节奏

本月进口木浆现货市场均价多数上涨，整体成交仍以刚需补库为主。价格走势主要受以下因素影响：1）上海期货交易所纸浆期货主力合约价格冲高后回落，经由基差报价传导，进口针叶浆现货价格先涨后跌。但外盘价格稳中有升，对远期成本形成支撑，月度现货均价仍有所上涨；2）8 月进口阔叶浆现货均价上涨为后续价格上行奠定基础，叠加 9 月外盘价格由稳转涨、成本支撑增强，9 月现货均价明显提高；3）包装用纸刚性需求保持稳定，叠加智利本色浆外盘提价，需求与成本共同推动进口本色浆均价继续上涨；4）进口化机浆现货市场基本面改善有限，市场参与者以稳价观望为主，均价保持平稳。

针叶浆：截至 9 月 28 日，进口针叶浆月均价 4976 元/吨，环比+2.18%，同比-11.22%。月初市场交投清淡，进口针叶浆现货价格偏弱运行。中下旬，随着上海期货交易所纸浆主力合约价格明显反弹，叠加进口成本支撑，部分贸易商挺价意愿增强，推动现货价格明显上涨，但实际成交跟进有所放缓。临近月底，期货盘面回落，进口针叶浆现货价格随之小幅回调。

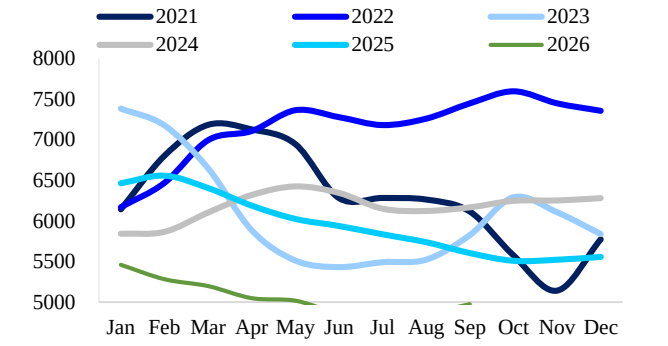
阔叶浆：截至 9 月 28 日，进口阔叶浆月均价 4560 元/吨，环比+3.78%，同比+8.08%。新一轮阔叶浆外盘报价上调，后续进口成本压力加大。国内现货贸易商可售货源相对有限，叠加下游纸厂节前备货需求释放，进口阔叶浆市场交投尚可，现货价格继续偏强运行。

本色浆：截至 9 月 28 日，进口本色浆月均价 5571 元/吨，环比+5.11%，同比+12.79%。本色浆外盘报价保持稳定，进口成本未见明显上涨，但国内贸易商现货供应偏紧，推动月内进口本色浆报价有所上调。下游纸厂以刚需询单为主，高价货源成交有所放缓。

化机浆：截至 9 月 28 日，化机浆月均价 3578 元/吨，环比持平，同比-6.61%。进口化机浆市场供应较为充足，受成本压力影响，贸易商低价出货意愿较弱。下游纸厂询价采购积极性未见明显改善，需求增量有限，进口化机浆现货价格保持稳定。

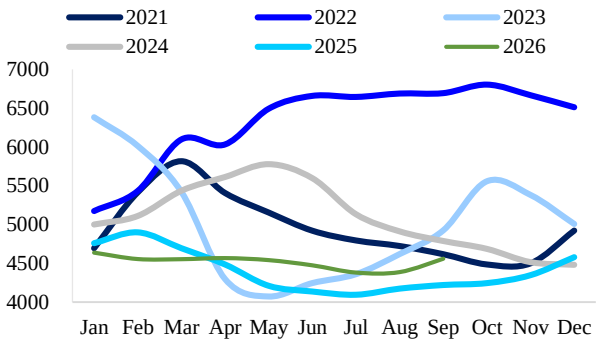
下载日志已记录，仅供内部参考

图61：针叶浆市场均价（元/吨）



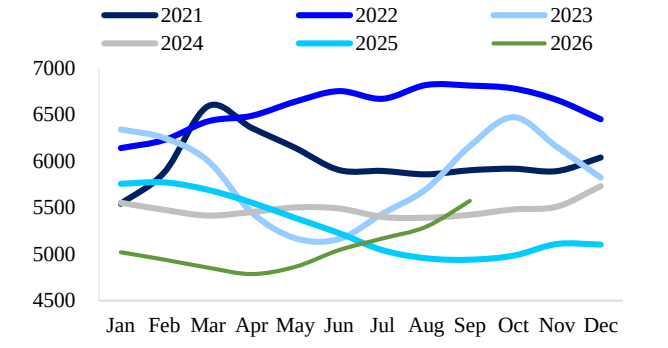
数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

图62：阔叶浆市场均价（元/吨）



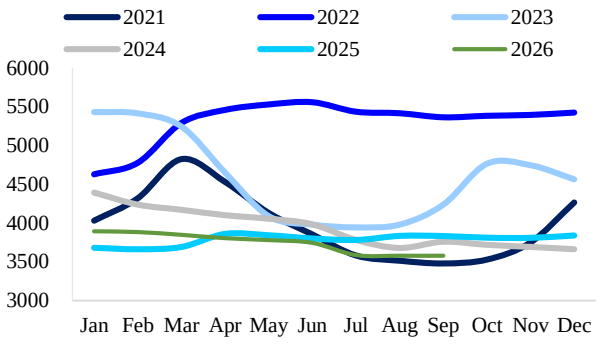
数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

图63：本色浆市场均价（元/吨）



数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

图64：化机浆市场均价（元/吨）



数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

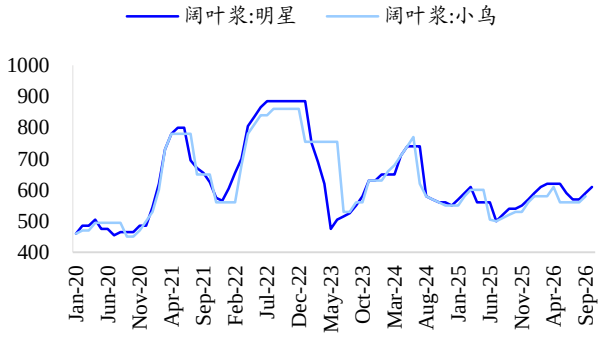
外盘木浆报价基本稳定。智利 Arauco 公司 10 月木浆外盘报价，针叶浆银星 680 美元/吨；本色浆金星 660 美元/吨；阔叶浆明星 610 美元/吨。

图65：针叶浆外盘报价（美元/吨）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图66：阔叶浆外盘报价（美元/吨）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图67：本色浆外盘报价（美元/吨）



图68：化机浆外盘报价（美元/吨）



下载日志已记录，仅供内部参考

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

7.2. 供需：预计供应端持续保持充足状态

根据卓创资讯，预计市场供需矛盾加剧，浆价上行仍存阻力。9-12 月国产浆企多数维持正常生产，部分新增产能或陆续投放，产量预计小幅增长，叠加前期累积库存，市场整体供应仍较为宽松。需求方面，尽管“金九银十”为传统旺季，但实际需求不及预期，下游原纸企业原料采购量有限，9-12 月市场理论耗浆量增幅预计不大。综合来看，9-12 月需求增幅预计低于供应增幅，供需矛盾或进一步加剧，对浆价上涨形成制约。

表7：卓创预计木浆市场供需矛盾加剧（万吨）

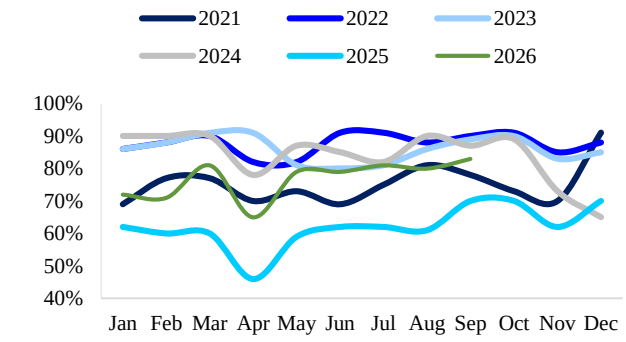
指标	8 月	9 月 E	10 月 E	11 月 E	12 月 E
期初库存	289.08	308.82	338.68	366.25	401.60
产量	192.11	193.84	200.79	194.32	207.19
进口量	208.20	205.00	200.00	215.00	200.00
总供应量	689.39	707.66	739.47	775.57	808.79
下游消耗量	379.10	367.38	371.67	372.37	380.58
出口量	1.47	1.60	1.55	1.60	1.55
总需求量	380.57	368.98	373.22	373.97	382.13
期末库存	308.82	338.68	366.25	401.60	426.66
合理库存	284.96	315.10	342.49	377.39	402.06
平衡差	23.86	23.58	23.76	24.21	24.60

数据来源：卓创资讯，中华人民共和国海关总署，国泰海通证券研究

阔叶浆：根据卓创资讯，9 月阔叶浆月度行业开工负荷率预估值 83.00%，较上月上升 3 个百分点，由降转升；产量预估值 65.54 万吨，环比+0.34%，同比+19.45%。1-9 月累计产量预估值同比+27.56%

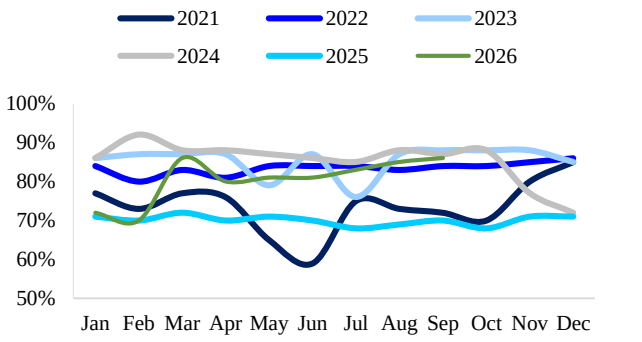
化机浆：根据卓创资讯，9 月化机浆月度行业开工负荷率预估值 86.00%，较上月上升 1 个百分点；产量预估值 44.46 万吨，环比-2.90%，同比+20.55%。1-9 月累计产量预估值同比+13.44%。

图69：阔叶浆开工率（%）



数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

图70：化机浆开工率（%）

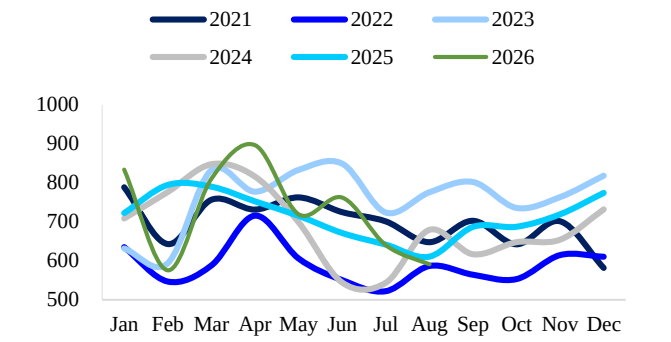


数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

9 月国内各浆种开工表现不一。9 月国内各浆种开工情况有所分化。竹浆少数样本企业停机检修，行业开工负荷率较上月下降；蔗渣浆多数样本企业正常生产，行业开工负荷率较上月提高；阔叶浆多数样本企业排产稳定，个别企业增加产量，带动行业开工负荷率上升；化机浆多数样本企业保持稳定排产，受自然天数较上月减少 1 天影响，行业开工负荷率较上月小幅提高。

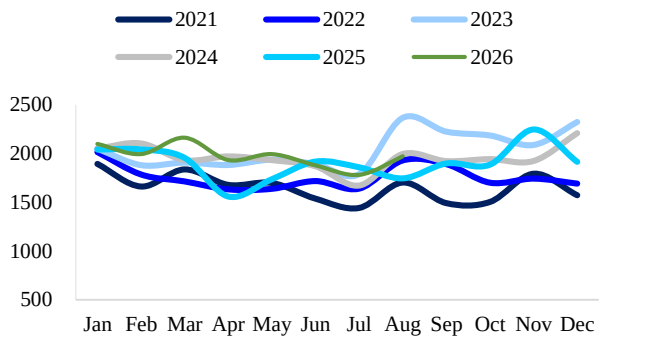
下载日志已记录，仅供内部参考

图71：针叶浆消费量（千吨）



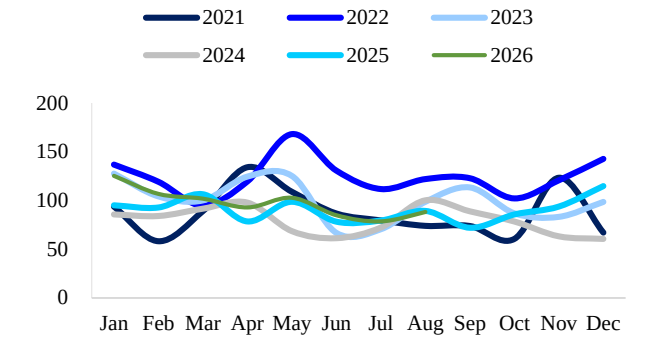
数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

图72：阔叶浆消费量（千吨）



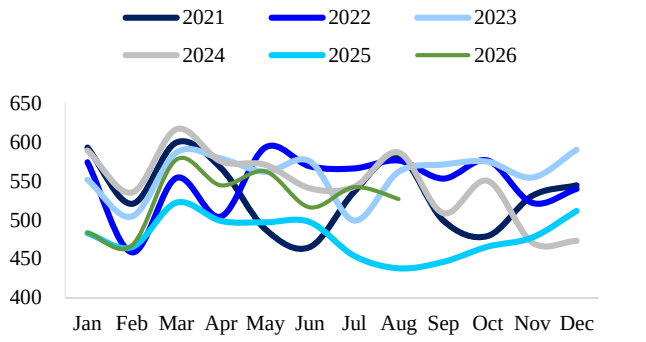
数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

图73：本色浆消费量（千吨）



数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

图74：化机浆消费量（千吨）

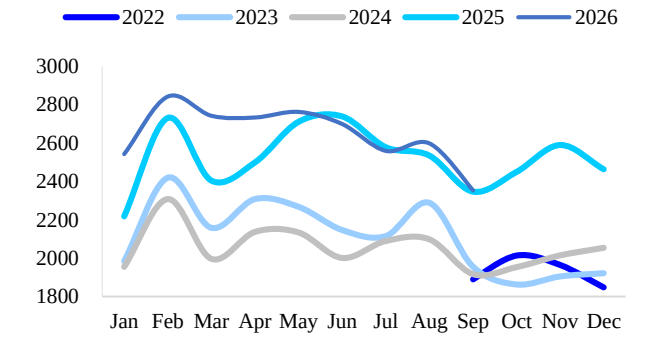


数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

国内库存：9 月下旬，国内青岛港、常熟港、高栏港、天津港及保定地区纸浆库存合计约 203.58 万吨，环比-8.98%，跌幅扩大。

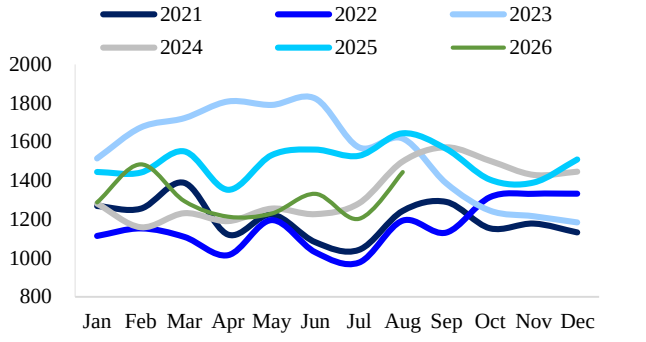
欧洲库存：8 月欧洲化学纸浆消费量 66.14 万吨，同比-5.91%；欧洲化学纸浆库存量 63.92 万吨，同比-7.17%。库存天数 24 天，较去年同期下降 2 天。

图75：中国纸浆月度港口库存（千吨）



数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

图76：欧洲木浆月度港口库存（千吨）



数据来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

8. 投资建议

推荐全产业链资源布局、经营能力优势突出的太阳纸业，细分赛道龙头华旺科技、博汇纸业、山鹰国际、玖龙纸业。

下载日志已记录，仅供内部参考

表8：重点公司盈利预测表

代码	公司	股价（元）	EPS（元）			PE			评级
			2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	
002078.SZ	太阳纸业	13.77	1.16	1.34	1.47	11.87	10.30	9.36	增持
605377.SH	华旺科技	8.05	0.49	0.56	0.63	16.43	14.31	12.70	增持
600966.SH	博汇纸业	4.81	0.12	0.22	0.34	39.04	22.18	14.27	增持
600567.SH	山鹰国际	1.32	-0.20	-0.06	0.03	-	-	37.73	增持
2689.HK	玖龙纸业	5.30	0.38	0.77	0.95	11.97	5.91	4.79	增持

数据来源：Wind，国泰海通证券研究（注：收盘价为 2026 年 10 月 11 日收盘价）；玖龙纸业股价单位为港元，EPS 单位为元，按 1 港元 =0.86 人民币换算

9. 风险提示

海外木浆供应链扰动、下游消费需求不及预期等。

下载日志已记录，仅供内部参考

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666