



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

24&25Q1 造纸板块综述：周期触底、向上不足，龙头聚焦产业链上下游延伸、差异化竞争优势放大

轻工制造

2025 年 05 月 08 日

证券研究报告

行业研究

行业专题研究（普通）

轻工制造

投资评级 看好

上次评级 看好

姜文锬 新消费行业首席分析师

执业编号：S1500524120004

邮箱：

jiangwenqiang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编：100031

24&25Q1 造纸板块综述：周期触底、向上不足，龙头聚焦产业链上下游延伸、差异化竞争优势放大

2025 年 05 月 08 日

本期内容提要：

行业层面：造纸板块行业 CAPEX 领先于 PPI 领先于库存，2025 年行业预计延续供需压力，盈利周期持续磨底、龙头持续开发创新产品、产业链上下游延伸、进一步扩大规模效益和差异化优势，集中度延续提高态势。此外，龙头企业积极拓展海外市场布局消化产能。

浆纸系：成本改善、纸价回暖，盈利改善。24Q4 浆价周期触底，纸企成本环比平稳，盈利筑底；25Q1 低价浆逐步入库，年末提价顺利落地、纸价小幅攀升（24 年 11 月起晨鸣停产），纸企吨盈利小幅修复。我们预计 25Q2 纸企成本延续低位，盈利有望保持温和改善态势。细分来看：

1）纸浆：内外盘分化，后续或将持续低位震荡。24Q3 海内外浆线集中投产，供给冲击驱动浆价高位下滑，24Q4 整体延续底部震荡；25Q1 海外浆厂集中停机检修，25 年 1-3 月外盘纸浆连续三轮报涨，但国内需求疲软、下游纸贸易商&纸企议价能力显现，内盘价格自春节后下滑。展望未来，4 月 Arauco 阔叶/针叶报价分别-70/-45 美元/吨，25 年全球新增商品浆供给有限且供给扰动仍频繁发生，后续需求或将平稳，我们预计 Q2 浆价有望保持低位震荡，纸企成本有望维持低位。

2）文化纸：盈利能力逐季修复，龙头逆势表现突出。24Q4、25Q1 双胶纸/铜版纸均价分别为 5228/5435 元/吨（同比-14.5%/-9.1%、环比-4.0%/-2.0%）、5426/5673 元/吨（同比-6.3%/-2.1%、环比+3.8%/+4.4%）。24 年 11 月后受晨鸣停机影响，文化纸提价函稳步落地，叠加低价浆入库改善成本，纸企盈利 25Q1 底部回暖。其中**太阳纸业**凭借原材料战略布局优势及成本管控能力，底部利润持续抬升。新增供给方面，25 年仍有五洲特纸 15 万吨（预计 2025 年中投产）、玖龙纸业 130 万吨（预计 2025H1 投产）新增产能，我们预计 2025 年供给压力仍存。

3）白卡纸：纸价底部震荡，盈利温和改善。24Q4 白卡均价为 4195 元/吨（同比-14.3%、环比-4.5%），受益于晨鸣供给扰动、短期供需改善，25Q1 均价提升至 4307 元/吨（同比-9.6%、环比+2.7%）。**博汇纸业**具备完善产业链配套布局、并持续优化产品结构，纸价历史低点背景下仍实现正向盈利。新增供给方面，25 年仍有博汇 80 万吨（预计 2025 年投产）、玖龙纸业 120 万吨（预计 2025Q2 投产）、联盛 100 万吨、亚太森博 120 万吨待投产，我们预计 2025 年供给压力扩大。

4）特种纸：龙头优势扩大，份额提升。价格方面，24Q4 由于短期供需压力增大，我们预计特纸各细分品类价格均环比下滑，其中格拉辛、描图纸、工业用纸等格局优异&供需匹配，价格相对坚挺。25Q1 装饰原纸、食品卡等纸种价格触底回暖，但由于需求疲软，日用消费等预计延续承压趋势。销量方面，尽管需求平稳，但龙头积极扩产抢占份额，我们预计仙鹤、五洲、华旺等受益于新增产能爬坡，产销均逐季增长；吨盈利方面，低价浆

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

25Q1 持续入库，纸企吨盈利预计稳步提升。此外，龙头自制浆产能逐步放量，竞争优势愈发显著，其中仙鹤股份 25Q1 归母净利润为 2.36 亿元（同比-12.1%/环比+26.5%）、五洲特纸 25Q1 归母净利润 0.65 亿元（同比-51.7%/环比+85.5%）、华旺科技 25Q1 归母净利润 0.81 亿元（同比-45.1%/环比+33.7%）。新增供给方面，细分龙头 24-25 年集中投产，且大宗纸企产品逐步切入特纸领域，我们预计各细分赛道供需压力增加。

废纸系：价格震荡，盈利回暖。1) 成本方面，24Q4、25Q1 国废均价分别为 1530 元/吨（同比+3.8%、环比-2.9%）、1480 元/吨（同比-2.2%、环比-3.3%）；2) 价格方面，24Q4、25Q1 箱板纸/瓦楞纸均价分别为 3660/2746 元/吨（同比-4.8%/-6.2%、环比+1.1%/+5.2%）、3714/2821 元/吨（同比-3.1%/-1.2%、环比+1.5%/+2.7%）。废纸系 Q4 旺季提价顺利落地，整体盈利平稳改善，其中玖龙纸业 24H2 归母净利润为 4.69 亿元（剔除永续证券影响后同比+124.9%/环比+38.5%）、山鹰国际 24Q4/25Q1 分别亏损 4.0/0.4 亿元。展望未来，目前纸价重返底部区间，尽管成本优化，但我们预计 25Q2 纸企盈利或将延续承压。新增供给方面，2025 年龙头企业主要新增产能仅有五洲 25 万吨（2025Q1 已投产）、太阳纸业 120 万吨（预计 2025Q4 投产）、新乡亨利纸业 30 万吨（新增 10 万吨），我们预计表观供需压力缓和。

投资建议：关注浆纸一体、盈利改善的太阳纸业、仙鹤股份，关注盈利修复的华旺科技、五洲特纸、玖龙纸业等。

风险提示：国内需求低于预期，贸易摩擦超预期，竞争格局恶化

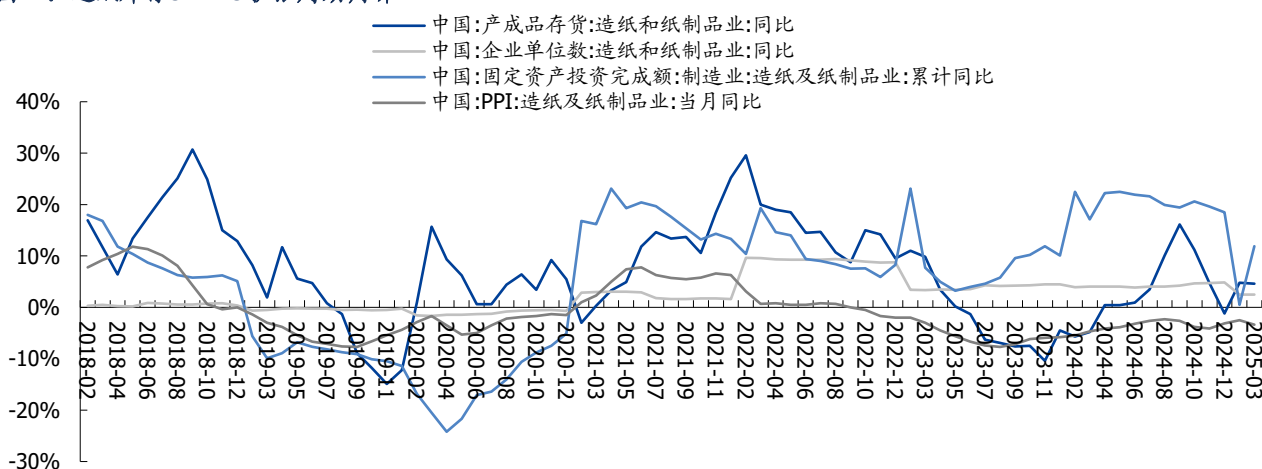
图 目 录

图 1: 造纸库存&PPI&扩张周期判断	5
图 2: 各造纸公司海外收入 (单位: 亿元)	5
图 3: 进口针叶阔叶浆价格	6
图 4: 内盘针叶阔叶浆价格	6
图 5: 各造纸公司收入&利润一览 (单位: 百万元)	7
图 6: 各造纸公司盈利能力一览 (单位: 百万元)	8
图 7: 细分品类纸价梳理	8
图 8: 特种纸分公司销量、均价、吨盈利梳理 (单位: 元/吨)	8
图 9: 各纸种新增供给	9

1. 造纸：周期触底、向上不足，龙头聚焦产业链上下游延伸、差异化竞争优势放大

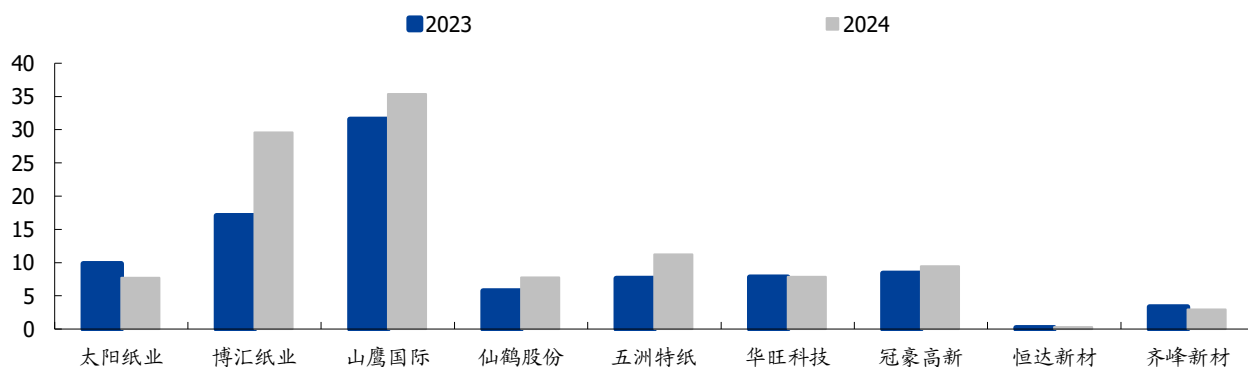
行业层面：供需压力仍存，加速海外扩张。造纸板块行业 CAPEX 领先于 PPI 领先于库存，24 年行业企业数量扩张 4.9%、固定资产投资完成额累计同比达 18.5%，全国机制纸及纸板产量 1.58 亿吨、同比增长 8.6%，规模以上造纸和纸制品业企业实现营业收入 1.46 万亿元、同比增长 3.9%，实现利润总额 519.7 亿元、同比增长 5.2%。2025 年行业预计延续供需压力，盈利周期持续磨底，龙头持续开发创新产品、产业链上下游延伸、进一步扩大规模效益和差异化优势，集中度延续提高态势，玖龙、太阳、山鹰、博汇、仙鹤、五洲、华旺等 24 年造纸销量分别增加 16.7%、12.8%、8.0%、6.2%、8.0%、25.9%、38.7%、4.9%；此外，企业积极拓展海外市场布局，山鹰、博汇、仙鹤、五洲、华旺等 24 年海外收入分别增加 12.1%、73.2%、35.7%、47.6%、1.0%。

图 1：造纸库存&PPI&扩张周期判断



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：各造纸公司海外收入（单位：亿元）



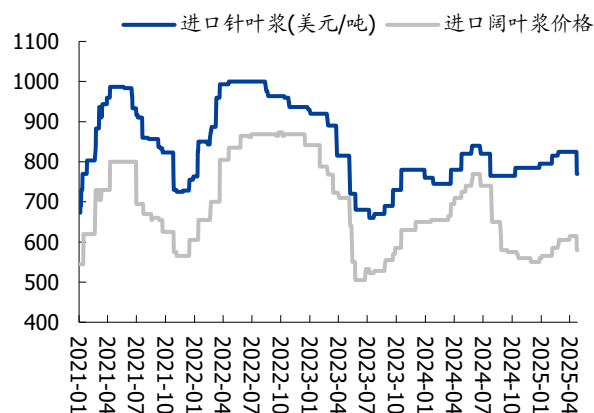
资料来源：Wind，信达证券研发中心

浆纸系：成本改善、纸价回暖，盈利改善。24Q4 浆价周期触底，纸企成本环比平稳，盈利筑底；25Q1 低价浆逐步入库，年末提价顺利落地、纸价小幅攀升（24 年 11 月起晨鸣停产），纸企吨盈利小幅修复。我们预计 25Q2 纸企成本延续低位，盈利有望保持温和改善态势。细分来看：

1) 纸浆：内外盘分化，后续或将持续低位震荡。24Q3 海内外浆线集中投产，供给冲击驱动浆价高位下滑，24Q4 整体延续底部震荡（进口阔叶/针叶浆价 10-12 月分别 -20/+30 美元/吨）；25Q1 海外浆厂集中停机检修，25 年 1-3 月外盘纸浆连续三轮

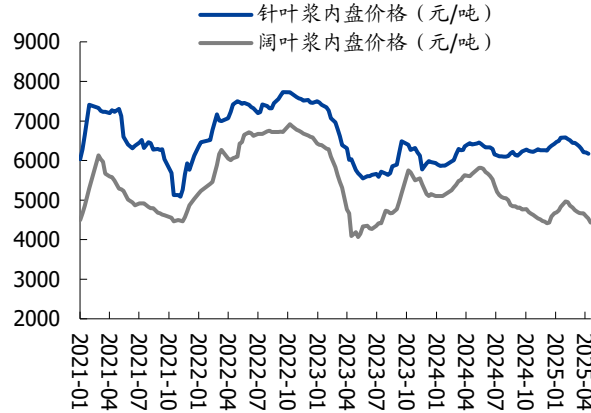
报涨（阔叶浆/针叶浆分别上涨 60/40 美金/吨），但国内需求疲软、下游纸贸易商&纸企议价能力显现，内盘价格自春节后下滑，阔叶/针叶 25Q1 末分别自年初高点下降 6.1%/3.5%。展望未来，4 月 Arauco 阔叶/针叶报价分别-50/-55 美元/吨，25 年全球新增商品浆供给有限且供给扰动仍频繁发生，后续需求或将平稳，我们预计 Q2 浆价有望保持低位震荡，纸企成本有望维持低位。

图 3：进口针叶阔叶浆价格



资料来源：卓创资讯，信达证券研发中心

图 4：内盘针叶阔叶浆价格



资料来源：卓创资讯，信达证券研发中心

2) 文化纸：盈利能力逐季修复，龙头逆势表现突出。我国在校学生人数呈现高位小幅下滑态势，教辅材需求将受一定影响，但社会书刊、办公用纸、高档包装、精美设计等领域需求增长相对稳健。24Q4、25Q1 双胶纸/铜版纸均价分别为 5228/5435 元/吨(同比-14.5%/-9.1%、环比-4.0%/-2.0%)、5426/5673 元/吨(同比-6.3%/-2.1%、环比+3.8%/+4.4%)。24 年 11 月后受晨鸣停机影响，文化纸提价函稳步落地，叠加低价浆入库改善成本，纸企盈利 25Q1 底部回暖。其中太阳纸业凭借原材料战略布局优势及成本管控能力，底部利润持续抬升，24Q4 实现归母净利润 6.42 亿元(同比-32.3%、环比-8.3%)、25Q1 实现归母净利润 8.86 亿元(同比-7.3%、环比+37.9%)。新增供给方面，25 年仍有五洲特纸 15 万吨(预计 2025 年中投产)、玖龙纸业 130 万吨(预计 2025H1 投产)新增产能，我们预计 2025 年供给压力仍存。

3) 白卡纸：纸价底部震荡，盈利温和改善。白纸板市场需求呈现旺季不旺、淡季不淡，社会白卡增速平稳，药包增速有所回落，化妆品包装、酒包整体表现不佳，而食品包装类增长相对突出。24Q4 白卡均价为 4195 元/吨(同比-14.3%、环比-4.5%)，受益于晨鸣供给扰动、短期供需改善，25Q1 均价提升至 4307 元/吨(同比-9.6%、环比+2.7%)。博汇纸业具备完善产业链配套布局、并持续优化产品结构，纸价历史低点背景下仍实现正向盈利，24Q4 归母净利润为 0.27 亿元(同比-90.3%、环比+47.0%)、25Q1 归母净利润 0.53 亿元(同比-46.9%、环比+100.3%)。新增供给方面，25 年仍有博汇 80 万吨(预计 2025 年投产)、玖龙纸业 120 万吨(预计 2025Q2 投产)、联盛 100 万吨、亚太森博 120 万吨待投产，我们预计 2025 年供给压力扩大。

4) 特种纸：龙头优势扩大，份额提升。价格方面，24Q4 由于短期供需压力增大，我们预计特纸各细分品类价格均环比下滑，其中格拉辛、描图纸、工业用纸等格局优异&供需匹配，价格相对坚挺。25Q1 装饰原纸、食品卡等纸种价格触底回暖，但由于需求疲软，日用消费等预计延续承压趋势。销量方面，尽管需求平稳，但龙头积极扩产抢占份额，我们预计仙鹤、五洲、华旺等受益于新增产能爬坡，产销均逐季增长；吨盈利方面，低价浆 25Q1 持续入库，纸企吨盈利预计稳步提升。此外，龙头自制浆产能逐步放量，竞争优势愈发显著，其中仙鹤股份 25Q1 归母净利润为 2.36 亿元(同比-12.1%/环比+26.5%)、五洲特纸 25Q1 归母净利润 0.65 亿元(同比-51.7%/环比+85.5%)、华旺科技 25Q1 归母净利润 0.81 亿元(同比-45.1%/环比+33.7%)。新增供给方面，细分龙头 24-25 年集中投产，且大宗纸企产品逐步切入特纸领域，我们预计各细分赛道供需压力增加。

废纸系：价格震荡，盈利回暖。1) 成本方面，24Q4、25Q1 国废均价分别为 1530 元/吨（同比+3.8%、环比-2.9%）、1480 元/吨（同比-2.2 %、环比-3.3%）；2) 价格方面，24Q4、25Q1 箱板纸/瓦楞纸均价分别为 3660/2746 元/吨（同比-4.8%/-6.2%、环比+1.1%/+5.2%）、3714/2821 元/吨（同比-3.1%/-1.2%、环比+1.5%/+2.7%）。废纸系 Q4 旺季提价顺利落地，整体盈利平稳改善，其中玖龙纸业 24H2 归母净利润为 4.69 亿元（剔除永续证券影响后同比+124.9%/环比+38.5%）、山鹰国际 24Q4/25Q1 分别亏损 4.0/0.4 亿元。展望未来，目前纸价重返底部区间，尽管成本优化，但我们预计 25Q2 纸企盈利或将延续承压。新增供给方面，2025 年龙头企业主要新增产能仅有五洲 25 万吨（2025Q1 已投产）、太阳纸业 120 万吨（预计 2025Q4 投产）、新乡亨利纸业 30 万吨（新增 10 万吨），我们预计表观供需压力缓和。

图 5：各造纸公司收入&利润一览（单位：百万元）

	营业收入规模及增速										收入+合同负债									
	2021	2022	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1		2021	2022	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	
太阳纸业	31996.64	39766.93	39544.34	10184.93	10338.89	10451.21	9751.48	40726.52	9897.73	32368.28	40294.63	40125.32	10737.65	11005.77	11091.29	10542.85	41517.89	10606.20		
YOY(±)	48.2%	24.3%	-0.6%	3.9%	8.4%	6.0%	-5.7%	3.0%	-2.8%	41.5%	24.5%	-0.4%	2.7%	8.6%	3.9%	-3.5%	3.5%	-1.2%		
博汇纸业	16276.12	18361.78	18693.06	4398.34	4863.69	4705.04	4963.32	18930.39	4564.18	16790.94	18905.70	19241.57	4932.10	5389.13	5235.67	5477.01	19444.08	5103.98		
YOY(±)	16.4%	12.8%	1.8%	5.7%	8.2%	-6.3%	-1.0%	1.3%	3.8%	17.2%	12.6%	1.8%	3.5%	2.9%	-7.6%	-1.6%	1.1%	3.5%		
山鹰国际	33032.81	34014.12	29333.34	6669.12	7585.57	7347.43	7627.13	29229.26	6766.07	33102.88	34100.95	29386.53	6733.00	7671.66	7504.81	7727.56	29329.68	6843.30		
YOY(±)	32.3%	3.0%	-13.8%	5.0%	2.6%	-2.9%	-4.9%	-0.4%	1.5%	32.1%	3.0%	-13.8%	4.0%	2.5%	-2.3%	-4.3%	-0.2%	1.6%		
晨鸣纸业	33019.81	32004.37	26608.57	6761.78	7122.95	5940.01	2904.73	22729.47	797.16	34402.10	33310.40	28052.25	8246.59	8640.05	7064.12	3179.56	23004.30	1056.46		
YOY(±)	7.4%	-3.1%	-16.9%	9.8%	11.1%	-17.0%	-57.8%	-14.6%	-88.2%	8.2%	-3.2%	-15.8%	6.6%	7.5%	-17.6%	-61.8%	-18.0%	-87.2%		
岳阳纸业	7838.05	9781.49	8640.73	1959.75	1613.90	1581.02	2979.84	8134.50	2108.52	8262.43	10172.93	8957.91	2293.34	1833.70	1744.90	3252.57	8407.23	2480.64		
YOY(±)	10.1%	24.8%	-11.7%	-22.3%	-25.8%	-17.8%	47.5%	-5.9%	7.6%	10.2%	23.1%	-11.9%	-21.0%	-26.1%	-20.7%	39.1%	-6.1%	8.2%		
仙鹤股份	6016.97	7738.31	8553.48	2209.00	2394.53	2658.45	3011.59	10273.58	2991.42	6707.09	7793.35	8669.35	2347.71	2538.16	2871.39	3169.65	10431.63	3114.32		
YOY	24.2%	28.6%	10.5%	20.2%	24.1%	8.7%	28.6%	20.1%	35.4%	24.0%	28.5%	11.2%	19.0%	25.2%	9.7%	29.0%	20.3%	32.7%		
五洲特纸	3689.52	5962.08	6519.31	1704.88	2034.66	2189.91	7655.63	1988.77	1745.84	3710.54	5990.52	6561.05	1777.17	1745.38	2097.12	2238.69	7704.41	2051.41		
YOY	40.0%	61.6%	9.3%	37.2%	7.7%	11.6%	18.1%	17.4%	15.2%	40.1%	61.4%	9.5%	38.7%	8.1%	11.0%	18.0%	17.4%	15.5%		
华旺科技	2940.19	3436.40	3975.79	951.86	994.69	904.55	917.38	3768.48	848.23	2949.41	3458.76	3988.85	974.42	1000.65	935.81	938.87	3789.98	870.95		
YOY	82.4%	16.9%	15.7%	4.1%	5.0%	-19.4%	-7.5%	-5.2%	-10.9%	82.1%	17.3%	15.3%	2.2%	2.7%	-17.3%	-6.6%	-5.0%	-8.7%		
顺泰高新	7397.82	8085.97	7403.37	1689.92	1764.25	1883.34	2250.90	7588.41	1556.75	7478.29	8305.31	7476.47	1760.85	1861.36	1948.81	2353.09	7690.60	1599.27		
YOY	203.2%	9.3%	-8.4%	4.0%	-3.2%	-2.7%	11.5%	2.5%	-7.9%	205.1%	11.1%	-10.0%	2.7%	-0.9%	-2.3%	12.5%	2.9%	-9.2%		
恒达新材	757.74	953.18	868.74	253.55	254.25	239.72	260.11	1007.63	242.49	759.33	956.45	869.93	254.40	254.88	240.75	262.48	1009.99	245.89		
YOY	12.8%	25.8%	-8.9%	27.7%	36.8%	4.8%	1.8%	16.0%	-4.4%	12.8%	26.0%	-9.0%	28.1%	36.2%	4.7%	2.3%	16.1%	-3.3%		
齐峰新材	3701.96	3118.64	3660.82	861.91	902.65	786.93	836.86	3388.35	837.08	3750.91	3143.91	3679.97	908.25	933.92	822.69	910.01	3461.50	918.41		
YOY	31.7%	-15.8%	17.4%	8.3%	-2.6%	-20.6%	-11.7%	-7.4%	-2.9%	31.3%	-16.2%	17.1%	8.4%	-2.8%	-20.4%	-5.8%	-5.9%	1.1%		
	归母净利润及增速										扣非归母净利润及增速									
	2021	2022	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1		2021	2022	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	
太阳纸业	2956.84	2808.77	3085.69	956.10	801.91	700.76	642.49	3101.26	886.07	2931.71	2771.07	3026.59	952.37	864.74	774.03	643.68	3234.81	883.10		
YOY(±)	51.4%	-5.0%	9.9%	69.0%	16.9%	-20.8%	-32.3%	0.5%	-7.3%	52.4%	-5.5%	9.2%	72.2%	30.0%	-10.7%	-31.6%	6.9%	-7.3%		
博汇纸业	1705.68	228.07	181.83	100.53	30.52	18.13	26.65	175.82	53.37	1712.77	221.03	120.65	94.75	14.34	10.19	28.43	147.70	51.95		
YOY(+)	104.5%	-86.6%	-20.3%	120.2%	-79.8%	-92.8%	-90.3%	-3.3%	-46.9%	108.4%	-87.1%	-45.4%	117.3%	-84.9%	-95.8%	-91.4%	22.4%	-45.2%		
山鹰国际	1515.67	-2256.45	156.23	39.06	74.48	-45.03	-519.16	-450.65	32.81	1200.10	-2406.64	-298.18	-15.48	-92.65	-332.10	-402.34	-842.56	-44.33		
YOY(±)	9.7%	-248.9%	106.9%	111.4%	6.1%	-129.1%	-290.4%	-388.5%	-16.0%	-16.1%	-300.5%	87.6%	95.9%	-57.0%	-528.7%	-766.0%	-182.6%	-186.4%		
晨鸣纸业	2065.51	189.29	-1281.29	58.20	-29.55	-738.74	-6700.69	-7410.78	-1451.63	1743.88	-361.46	-1942.12	-226.48	-44.38	-804.07	-6127.45	-7230.26	-1461.51		
YOY(±)	20.6%	-90.8%	-776.9%	121.1%	92.8%	-821.0%	-1206.2%	-478.4%	-2594.4%	55.8%	-120.7%	-437.3%	30.9%	90.8%	-82.8%	-787.4%	-264.6%	-545.3%		
岳阳纸业	298.08	615.56	-237.95	80.84	-129.46	-46.37	261.72	166.73	46.92	210.03	547.77	9.22	-40.71	-4.77	-2.21	-155.11	-202.81	34.98		
YOY(+)	-28.1%	106.5%	-138.7%	-7.6%	-939.3%	-452.1%	173.9%	170.1%	-42.0%	-44.3%	160.8%	-98.3%	-164.8%	36.5%	-122.3%	-177.0%	-2299.5%	185.9%		
仙鹤股份	1016.67	710.29	663.79	268.85	281.60	266.57	186.81	1003.83	236.23	958.17	556.95	594.86	236.87	262.12	243.07	191.08	933.15	223.95		
YOY	41.8%	-30.1%	-6.5%	120.1%	381.3%	32.5%	-33.7%	51.2%	-12.1%	48.4%	-41.9%	6.8%	106.0%	698.7%	45.3%	-31.7%	56.9%	-5.5%		
五洲特纸	390.16	205.20	272.86	133.82	98.57	94.59	34.86	361.84	64.68	353.26	163.04	251.75	131.65	92.83	91.36	11.30	327.14	61.31		
YOY	15.2%	-47.4%	33.0%	548.8%	457.7%	-20.5%	-79.0%	32.6%	-51.7%	12.8%	-53.8%	54.4%	1023.0%	626.4%	-3.4%	-92.9%	29.9%	-53.4%		
华旺科技	448.58	467.34	566.09	146.84	155.31	106.37	60.34	468.86	80.69	427.05	453.40	527.91	145.00	129.26	100.01	60.21	434.48	77.35		
YOY	72.5%	4.2%	21.1%	36.6%	20.9%	-33.9%	-64.3%	-17.2%	-45.1%	67.6%	6.2%	16.4%	50.0%	4.5%	-37.0%	-59.5%	-17.7%	-46.7%		
顺泰高新	138.71	387.11	-46.24	42.53	42.21	-14.76	113.73	183.72	0.65	0.69	375.53	-67.89	37.71	12.61	-17.42	18.17	51.08	0.13		
YOY	-22.3%	179.1%	-111.9%	435.8%	172.5%	22.6%	391.6%	497.3%	-98.5%	-99.6%	54453.5%	-118.1%	426.2%	118.8%	5.4%	75.4%	175.2%	-99.7%		
恒达新材	103.62	97.45	87.63	16.69	22.52	13.93	15.32	68.46	13.23	95.16	85.40	77.50	15.63	20.87	11.40	12.26	60.16	10.80		
YOY	15.4%	-6.0%	-10.1%	-2.7%	-9.6%	-20.5%	-12.2%	-21.9%	-20.7%	9.3%	-10.3%	-9.3%	-	-	-57.4%	-11.6%	-22.4%	-30.9%		
齐峰新材	165.24	8.48	236.78	51.18	57.86	-2.61	5.89	112.32	17.89	125.84	-6.36	217.57	47.69	51.15	-5.88	2.15	95.11	12.54		
YOY	3.3%	-94.9%	2693.6%	2893.4%	16.2%	-102.4%	-92.6%	-52.6%	-65.0%	-3.3%	-105.0%	3523.6%	797.8%	10.8%	-105.2%	-96.7%	-56.3%	-73.7%		

资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：各造纸公司盈利能力一览（单位：百万元）

	2021	2022	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	2021	2022	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1
太阳纸业	17.37%	15.17%	15.89%	17.99%	17.16%	13.96%	14.93%	16.01%	15.78%	9.24%	7.06%	7.80%	9.39%	7.76%	6.71%	6.59%	7.61%	8.95%
YOY(±)	-2.07%	-2.21%	0.72%	4.48%	1.03%	-2.77%	-2.19%	0.12%	-2.21%	0.19%	-2.18%	0.74%	3.62%	0.57%	-2.27%	-2.59%	-0.19%	-0.44%
博汇纸业	22.93%	11.65%	10.83%	13.30%	9.30%	9.79%	6.39%	9.59%	9.60%	10.48%	1.24%	0.97%	2.29%	0.63%	0.39%	0.54%	0.93%	1.17%
YOY(±)	5.87%	-11.28%	-0.82%	17.90%	-3.28%	-6.03%	-10.70%	-1.25%	-3.69%	4.51%	-9.24%	-0.27%	14.23%	-2.73%	-4.66%	-4.94%	-0.04%	-1.12%
山鹰国际	12.19%	7.23%	9.87%	9.88%	7.82%	5.73%	6.23%	7.35%	9.88%	4.59%	-6.63%	0.53%	0.59%	0.98%	-0.61%	-6.81%	-1.54%	0.48%
YOY(±)	-4.55%	-4.96%	2.64%	2.16%	-1.66%	-4.42%	-5.43%	-2.52%	-0.01%	-0.94%	-11.22%	7.17%	5.96%	0.03%	-2.66%	-10.21%	-2.07%	-0.10%
晨鸣纸业	23.61%	14.47%	8.13%	12.37%	12.11%	0.82%	-40.04%	2.57%	-131.92%	6.26%	0.59%	-4.82%	0.86%	-0.41%	-12.44%	-230.68%	-32.60%	-182.10%
YOY(±)	0.54%	-9.15%	-6.34%	1.86%	5.54%	-3.57%	-51.39%	-5.56%	-144.29%	0.69%	-5.66%	-5.41%	5.33%	6.02%	-11.32%	-223.23%	-27.79%	-182.96%
岳阳林纸	15.11%	15.41%	8.53%	7.05%	8.63%	4.95%	23.85%	13.11%	9.22%	3.80%	6.29%	-2.75%	4.13%	-8.02%	-2.93%	8.78%	2.05%	2.23%
YOY(±)	-3.86%	0.30%	-6.88%	-4.76%	-0.01%	-0.07%	16.21%	4.58%	2.17%	-2.02%	2.49%	-9.05%	0.66%	-8.73%	-6.32%	26.30%	4.80%	-1.90%
仙鹤股份	19.98%	11.51%	11.62%	18.01%	17.39%	14.58%	12.83%	15.46%	14.60%	16.90%	9.18%	7.76%	12.17%	11.76%	10.03%	6.20%	9.77%	7.90%
YOY(±)	-0.50%	-8.47%	0.11%	8.00%	9.14%	5.26%	-5.22%	3.84%	-3.42%	2.09%	-7.72%	-1.42%	5.52%	8.73%	1.80%	-5.84%	2.01%	-4.27%
五洲特纸	17.28%	8.78%	9.59%	12.96%	11.24%	10.68%	5.62%	9.87%	8.76%	10.57%	3.44%	4.19%	7.75%	5.78%	4.65%	1.59%	4.73%	3.25%
YOY(±)	-5.85%	-8.50%	0.81%	9.54%	4.49%	-0.03%	-9.49%	0.28%	-4.20%	-2.28%	-7.13%	0.74%	10.12%	4.67%	-1.88%	-7.35%	0.54%	-4.50%
华旺科技	21.86%	18.47%	19.05%	20.16%	17.19%	14.14%	11.24%	15.76%	13.67%	15.26%	13.60%	14.24%	15.43%	15.61%	11.76%	6.58%	12.44%	9.51%
YOY(±)	-2.69%	-3.38%	0.58%	6.08%	-1.60%	-6.47%	-10.87%	-3.29%	-6.49%	-0.87%	-1.66%	0.64%	3.66%	2.05%	-2.57%	-10.49%	-1.80%	-5.91%
冠豪高新	18.68%	14.22%	6.36%	14.03%	9.33%	8.66%	6.73%	9.44%	9.15%	1.88%	4.79%	-0.62%	2.52%	2.39%	-0.78%	5.05%	2.42%	0.04%
YOY(±)	-4.83%	-4.46%	-7.85%	4.03%	6.66%	2.58%	-0.31%	3.08%	-4.88%	-5.44%	2.91%	-5.41%	2.03%	5.59%	0.26%	3.91%	3.05%	-2.48%
恒达新材	24.49%	18.87%	18.35%	12.25%	15.79%	15.35%	13.90%	14.31%	13.58%	13.68%	10.22%	10.09%	6.58%	8.86%	5.81%	5.89%	6.79%	5.46%
YOY(±)	-1.99%	-5.62%	-0.53%	-3.84%	-6.64%	-8.14%	1.38%	-4.04%	1.33%	0.31%	-3.45%	-0.14%	-2.05%	-4.54%	-6.49%	-0.94%	-3.29%	-1.12%
齐峰新材	10.87%	7.85%	13.98%	13.51%	13.44%	6.43%	7.02%	10.25%	9.75%	4.46%	0.27%	6.47%	5.94%	6.41%	-0.33%	0.70%	3.31%	2.14%
YOY(±)	-3.52%	-3.02%	6.12%	7.50%	0.24%	-13.25%	-8.44%	-3.73%	-3.76%	-1.23%	-4.19%	6.20%	6.17%	1.04%	-11.38%	-7.67%	-3.15%	-3.80%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：细分品类纸价梳理（元/吨）

	双胶纸	铜版纸	白卡纸	A级国废黄板纸	瓦楞纸	箱板纸
23Q1	6693.85	5689.35	5105.97	1666.16	3125.88	4262.25
23Q2	6060.48	5429.92	4486.61	1584.03	2847.80	3945.43
23Q3	5559.77	5325.87	4380.47	1526.24	2763.30	3748.30
23Q4	6113.91	5977.26	4897.35	1575.44	2926.51	3843.39
24Q1	5788.33	5792.13	4761.89	1513.64	2854.69	3832.96
24Q2	5782.66	5740.32	4417.10	1441.87	2645.31	3655.62
24Q3	5444.52	5545.85	4393.15	1473.61	2609.01	3620.10
24Q4	5228.02	5434.68	4194.71	1530.29	2745.62	3660.17
25Q1	5425.85	5672.88	4307.12	1480.31	2820.60	3714.19
25Q2至今	5368.06	5720.00	4225.83	1445.30	2576.01	3551.08
24Q4环比	-4.0%	-2.0%	-4.5%	3.8%	5.2%	1.1%
24Q4同比	-14.5%	-9.1%	-14.3%	-2.9%	-6.2%	-4.8%
25Q1环比	3.8%	4.4%	2.7%	-3.3%	2.7%	1.5%
25Q1同比	-6.3%	-2.1%	-9.6%	-2.2%	-1.2%	-3.1%
25Q2至今比25Q1	-1.1%	0.8%	-1.9%	-2.4%	-8.7%	-4.4%

资料来源：卓创资讯，信达证券研发中心

图 8：特种纸分公司销量、均价、吨盈利梳理（单位：元/吨、吨）

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
销量	24.6	26.8	29.0	32.3	34.0
仙鹤股份 均价	8979.7	8948.2	8925.7	8375.0	8165.9
吨盈利	918.9	843.0	720.6	316.4	486.4
销量	8.75	8.75	8.75	10.75	10.75
华旺科技 均价	7.70	8.20	8.00	8.11	8.50
吨盈利	9642.23	9461.72	8932.44	8681.06	8685.03
销量	28.50	28.11	40.55	49.39	44.50
五洲特纸 均价	6057	6065	5018	4434	4469
吨盈利	469.55	350.67	233.26	70.58	145.34

资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心（均为测算数据，存在误差风险）

图 9：各纸种新增供给

	2024年			2025年		
	公司名称	产能规模	投产时间	公司名称	产能规模	预计投产时间
文化纸	华泰纸业	52万吨	2024-01	五洲特纸	15万吨	2025年中
	玖龙纸业	55万吨	2024-01	玖龙纸业-北海	70万吨	2025Q2
	岳阳林纸	45万吨	预计2024年底	玖龙纸业-荆州	60万吨	2025Q1
	2024年			2025年		
	公司名称	产能规模	投产时间	公司名称	产能规模	预计投产时间
白卡纸	玖龙纸业	120万吨	2024Q3	博汇纸业	80万吨	2025年
	冠豪高新	30万吨	2024Q2	玖龙纸业	120万吨	2025Q2
				亚太森博	120万吨	2025年10月
	2024年			2025年		
	公司名称	产能规模	投产时间	公司名称	产能规模	预计投产时间
包装纸	五洲特纸	78万吨	2024Q3	五洲特纸	25万吨	2025Q1
	山鹰国际-吉林	30万吨	2024-01	新乡亨利	10万吨	2025E
	山鹰国际-宿州	90万吨	预计9-12月分批投产	太阳纸业	120万吨	2025Q4
	河南龙源	35万吨	2024M8			

资料来源：纸视界，纸业网，纸业联讯，玖龙纸业年报，Wind，纸引未来网，亚太森博（江苏）浆纸有限公司二期年产 120 万吨高档白卡纸项目环评报告书，漳州发改委，中国轻工机械协会，拂晓报视频号，新乡亨利，隆众资讯，商都网，信达证券研发中心

投资建议：关注浆纸一体、盈利改善的太阳纸业、仙鹤股份，关注盈利修复的华旺科技、五洲特纸、玖龙纸业等。

风险提示

国内需求低于预期：若需求不及预期，各纸企量价均受影响，最终影响业绩释放。

贸易摩擦超预期：若贸易摩擦加剧导致出口放缓或海外原材料价格上涨，均会影响公司业绩。

竞争格局恶化：近年来各纸企加速投产，若竞争恶化或将引发价格战，影响未来成长性。

研究团队简介

姜文锬，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖家居、个护、宠物、智能眼镜、潮玩、包装等赛道。

骆崢，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年左右消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖 IP 零售、母婴、电商、美护等赛道。

龚轶之，CFA，毕业于伦敦政治经济学院。曾就职于国金证券研究所，4 年消费行业研究经验，跟随团队在水晶球、金麒麟、Wind 金牌分析师等评选中获得佳绩。主要覆盖民用电工、电动工具、照明、智能家居赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。