



造纸：周期磨底进入尾声，龙头优势成本制胜

投资要点

- 造纸复盘：**回顾近10年，造纸周期随浆价、产能与政策博弈沉浮，2016-18年、以及2020-22年为造纸的两次上行周期，行业迎来量价齐升，龙头盈利与估值双升。2022-2025年行业进入大规模扩产周期，叠加需求端受终端需求偏弱影响，供需关系转向供强需弱，纸价和吨净利持续下行，至2024-25年行业普遍陷入微利或亏损。2026年新增产能逐步收尾，2024-25年投放的产能继续爬坡，我们判断26年造纸行业整体处于供给消化尾声。在周期磨底中，造纸企业盈利弹性高度依赖成本控制，成本制胜成为穿越周期的核心逻辑。具备上游资源壁垒与一体化成本优势的龙头抵御风险能力更强，份额与盈利韧性持续提升。
- 木浆：供给压力边际缓解，支撑浆价平稳运行。**木浆价格从前期低位逐步企稳。供给端，海外浆厂控产保价意愿较强，叠加部分产区发货延迟、进口量小幅下滑，国内新增浆产能释放节奏放缓，支撑未来浆价底部抬升。需求端，下游纸企盈利低迷、开工不足，对木浆采购偏谨慎，港口库存阶段性高位，抑制浆价快速上行。整体看，阔叶浆表现强于针叶浆，价格处于历史中低位区间。展望后市，随着国内供需逐步平衡、海外浆厂持续控产，浆价再大幅下行的可能性偏小，高自制浆比例的龙头企业将充分受益于成本红利与盈利弹性。
- 文化纸：供需双弱，盈利能力预计底部企稳。**文化纸（双胶、铜版）2025年-2026Q1表现较弱，处于行业筑底阶段。需求端受传统出版物需求下滑、人口结构变化等因素影响持续疲软。供给端前期产能集中投放，价格持续探底，多数企业处于微利或亏损状态。行业加速洗牌，中小企业持续出清，龙头凭借渠道与成本优势稳定份额。短期看，文化纸仍处淡季，价格与盈利修复乏力；中长期看，随着产能出清深化、内需回暖及出口拓展，行业有望逐步筑底回升，浆纸一体化龙头抗风险能力更强，具备率先修复潜力。
- 白卡纸：需求弹性较好，产能投放边际放缓。**白卡纸为盈利修复弹性较强纸种，需求端受益于“以纸代塑”政策推进、食品药品及高端包装需求增长，叠加出口拉动，需求韧性较足。供给端历经前期扩产，2026年新增产能较少，后续产能投放节奏或根据纸种盈利能力判断。价格端自2025年8月低点回升，受龙头复产及25年产能爬坡影响，26年价格或经历低位震荡后逐步回升。白卡纸头部企业凭借产能规模、产品结构与成本优势，具备穿越周期的能力。
- 箱板瓦楞纸：龙头扩产接近尾声，价格传导较好。**箱板瓦楞纸呈现分化修复、底部回暖态势。箱板纸供给端扩产接近尾声，2026年新增产能极少，龙头聚焦高端化与原料自供，集中度持续提升。需求端受益于电商物流、消费包装复苏，春节后补库需求带动价格小幅上行。瓦楞纸因门槛低、同质化高，仍处中小厂混战格局，价格与盈利修复滞后于箱板纸。成本端废纸价格稳中有升，对纸价形成支撑。行业竞争由价格战转向成本、产业链与区域布局的综合比拼。
- 风险提示：**下游需求复苏不及预期的风险、原材料价格大幅波动的风险、产能投放超预期的风险、环保及行业政策变化的风险、汇率波动的风险。

西南证券研究院

分析师：蔡欣

执业证号：S1250517080002

电话：023-67511807

邮箱：cxin@swsc.com.cn

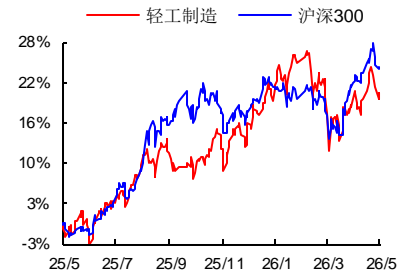
分析师：沈琪

执业证号：S1250525070006

电话：023-67506873

邮箱：shenq@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	158
行业总市值(亿元)	11,216.71
流通市值(亿元)	11,188.80
行业市盈率TTM	38.2
沪深300市盈率TTM	14.6

相关研究

- 轻工行业2026年投资策略：掘金情绪消费，重估周期价值（2026-01-08）
- 轻工行业2025年中期投资策略：布局个护等新消费成长股及优质出口链标的（2025-07-29）

目 录

1 周期回顾：浆价支撑、产能博弈与政策共振	1
2 木浆：供给压力边际缓解，有望支撑浆价走稳	2
3 文化纸：供需双弱，盈利能力预计底部企稳	6
4 白卡纸：需求弹性较好，产能投放边际放缓	8
5 箱板瓦楞纸：龙头扩产接近尾声，品类价格传导较好	11
6 相关个股	14
6.1 太阳纸业：林浆纸一体化优势凸显，中长期成长稳健	14
6.2 博汇纸业：白卡纸龙头，整合预期打开成长空间	16
6.3 玖龙纸业：包装纸龙头，浆纸一体化布局增厚利润	18
7 风险提示	20

图 目 录

图 1: 多维驱动下的造纸周期, 以浆价、产能、政策为核心.....	2
图 2: 中国木浆年表观消费量(万吨)超 3800 万吨, 阔叶浆占比近 60%.....	3
图 3: 中国木浆年进口量(万吨)约 2800 万吨, 进口依赖度超 70%.....	3
图 4: 国内主要港口纸浆库存高企.....	3
图 5: 欧洲消费边际改善, 纸浆港口库存有所回落.....	3
图 6: 双胶纸、铜版纸消费量.....	6
图 7: 双胶纸、铜版纸与浆价(元/吨)走势对比.....	6
图 8: 文化纸、铜版纸周度开工率.....	7
图 9: 双胶纸、铜版纸毛利率走低.....	7
图 10: 铜版纸竞争格局.....	8
图 11: 双胶纸竞争格局.....	8
图 12: 白卡纸、白板纸消费量.....	9
图 13: 白卡纸、白板纸与浆价(元/吨)走势对比.....	9
图 14: 2023 年白卡纸消费结构占比.....	9
图 15: 白卡下游部分消费品产量增速仍有压力.....	9
图 16: 白卡纸竞争格局.....	10
图 17: 白板纸竞争格局.....	10
图 18: 白卡纸、白板纸周度开工率.....	11
图 19: 白卡纸、白板纸毛利率.....	11
图 20: 箱板纸、瓦楞纸消费量.....	12
图 21: 箱板纸、瓦楞纸与废旧黄板纸(元/吨)走势对比.....	12
图 22: 箱板纸竞争格局.....	13
图 23: 瓦楞纸竞争格局.....	13
图 24: 箱板纸、瓦楞纸周度开工率.....	13
图 25: 箱板纸、瓦楞纸毛利率.....	13
图 26: 太阳纸业分产品营收(亿元).....	15
图 27: 太阳纸业分产品营收占比.....	15
图 28: 太阳纸业营业收入及增速.....	15
图 29: 太阳纸业净利润及增速.....	15
图 30: 博汇纸业营业收入及增速.....	17
图 31: 博汇纸业营业净利润及增速.....	17
图 32: 博汇纸业境内/境外营收(亿元)及增速.....	17
图 33: 博汇 24 年(内环)/25 年(外环)境内外主营收入占比.....	17
图 34: 截至 25 年年底玖龙纸业分产品产能(万吨).....	19
图 35: 玖龙纸业 FY2025 年营收(亿元)分产品拆分.....	19
图 36: 玖龙纸业营收及增速.....	19
图 37: 玖龙纸业净利润及增速.....	19

表 目 录

表 1: 2021 年后主要海外木浆投产及预计投产情况.....	4
表 2: 2026 年海外木浆停产、减产和转产情况.....	4
表 3: 中国硬木纸浆供应增长.....	5
表 4: 我国 2023 年及之后文化纸主要产能变化.....	6
表 5: 我国 2023 年及之后白卡纸主要产能变化.....	10
表 6: 我国 2021 年以后箱板纸、瓦楞纸主要产能（万吨）变化.....	12
表 7: 太阳纸业近年来产能投放.....	14
表 8: 博汇纸业产能结构及待投产能.....	16
表 9: 博汇纸业产品销售量.....	17
表 10: 玖龙纸业产能结构及待投产能.....	18

1 周期回顾：浆价支撑、产能博弈与政策共振

回顾近 10 年（2016-2026 年）中国造纸行业，大致可分为 4 个阶段。

2016-2018 年：供给侧改革主导，行业景气上行。 1) 供给端出清，格局优化：2016 年起造纸行业纳入供给侧改革，环保限产、淘汰落后产能，CR10 由 2010 年的 29% 提升至 2017 年的 40%，供给格局明显优化。2) 原料供给收缩，成本支撑强劲下价格传导顺畅：2017 年起废纸进口配额大幅缩减，2018 年获批进口废纸额度减少约 91.33%，2017 年外废进口配额同比-26.4%，2018 年外废进口配额同比-35.4%，废纸价格大幅上涨；叠加海外浆厂投产不足，浆价高位运行，成本端顺畅传导至纸价。3) 需求端稳健：宏观经济平稳运行，包装、印刷需求韧性充足，纸及纸板消费量增速高于产量，出口向好进一步托底需求。

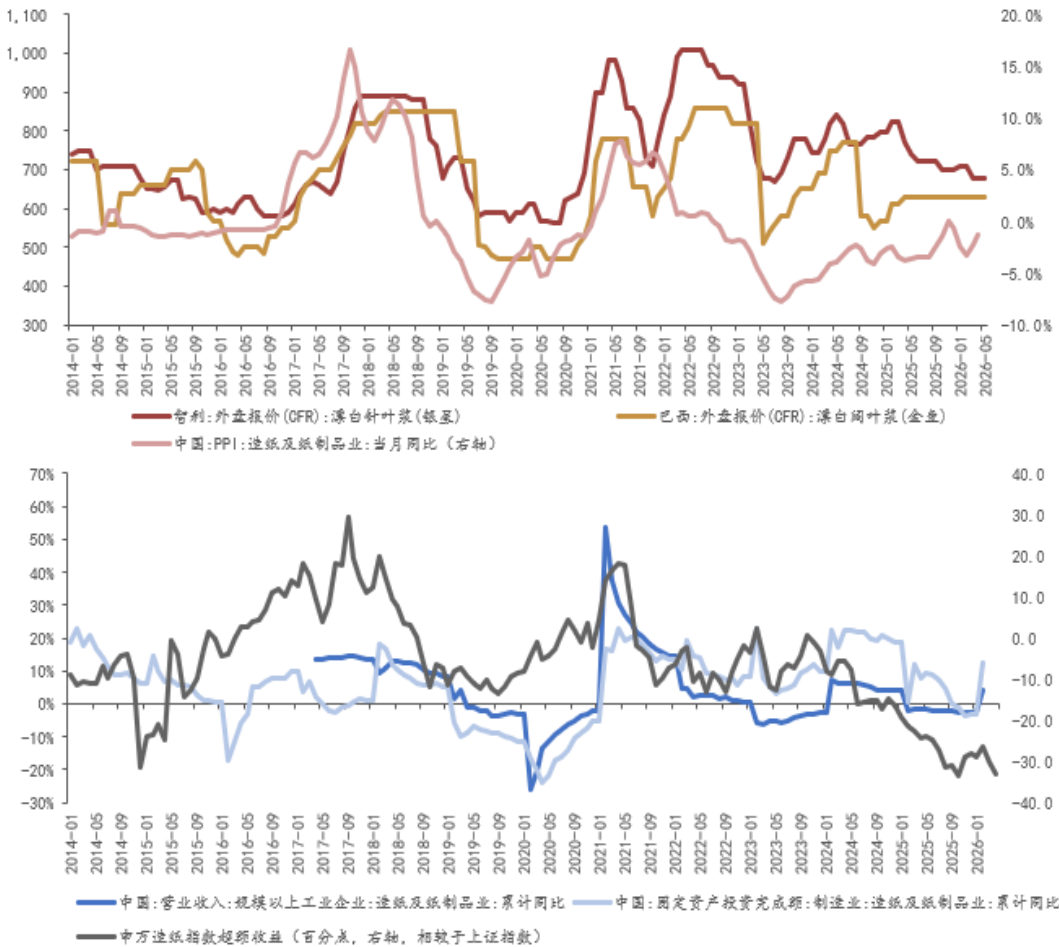
2019 年：成本与需求双杀，行业进入下行周期。 1) 浆价下行，成本支撑减弱：巴西 Suzano 等海外浆厂新增产能释放，全球浆价高位回落，阔叶浆 19 年年末较年初现货价回落 1200 元/吨左右。2) 外需走弱，内需承压：中美贸易摩擦冲击包装纸出口，箱板瓦楞纸需求下滑；叠加地产后周期拖累家电、消费包装，纸及纸板消费量增速仅 2.54%，行业进入主动去库存阶段。

2020-2021 年上半年：政策+需求+原料三重共振。 1) 政策催化，品类涨价潮起：“以纸代塑”政策驱动白卡纸需求爆发，白卡纸价格从 20 年 6 月的 5100 元/吨上涨至 21 年 3 月的 10000 元/吨以上；箱板瓦楞纸、文化纸、食品纸、装饰原纸等跟涨。2) 需求强势爆发：国内疫情受控后电商、快递包装需求激增，2020 年纸及纸板销量同比+10.5%；全球供应链错位，海外产能受限，中国纸品出口大幅增长，需求端持续超预期。3) 原料供给重构，浆价大幅上行：2020 年底废纸进口禁令全面落地，原料结构向木浆切换；叠加海外浆厂受疫情、罢工影响停产，全球木浆供需紧张平衡，2021 年 5 月针叶浆/阔叶浆外盘报价分别为 980/780（美元/吨），年涨幅超 50%。

2021 年下半年-2025 年：供给放量+成本高企，行业漫长磨底。 1) 供给端大幅扩张，产能严重过剩：2021-2025 年纸及纸板产量 CAGR 为 4.7%，造纸行业产能利用率普遍处于 70% 以下（除白卡纸）。2) 成本端高位挤压，盈利大幅回落：海外浆厂检修、供应链扰动推动木浆价格企稳，木浆系造纸企业毛利率跌至 10% 以下，行业大范围亏损。3) 需求端持续疲软，内外需双弱：国内终端需求疲软拖累包装等纸种需求；海外纸品出口增速转负，需求端持续承压，供需格局持续偏弱。

2026 年我们预计仍处于周期筑底阶段：新增产能逐步收尾，2024-25 年投放的产能继续爬坡，26 年造纸行业整体处于供给消化尾声。在周期磨底中，造纸企业盈利弹性高度依赖成本控制，成本制胜成为穿越周期的核心逻辑。具备上游资源壁垒与一体化成本优势的龙头抵御风险能力更强，份额与盈利韧性持续提升。向上游延伸布局成为头部企业的一致选择与长期主流趋势，龙头企业纷纷加码林浆纸一体化，通过自建浆线、布局海外速生林基地、拓展废纸回收体系、布局非木浆资源等方式提升原料自给率，从源头锁定纤维资源、降低对外购商品浆的依赖。同时，部分企业同步向上延伸能源环节，配套自备电厂与绿电项目，进一步压缩综合能耗成本，构筑全链条成本护城河。

图 1：多维驱动下的造纸周期，以浆价、产能、政策为核心

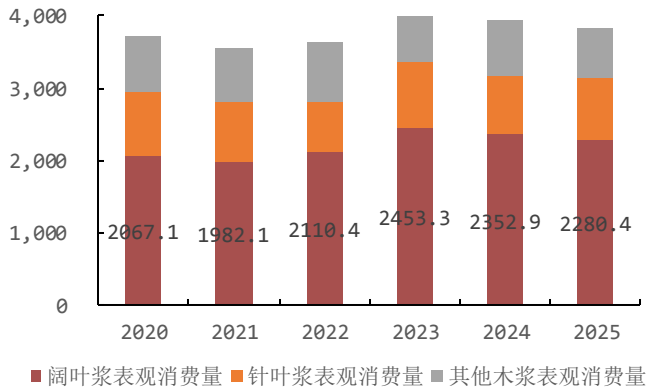


数据来源：Wind，西南证券整理（浆价单位：美元/吨，造纸超额收益率以2016年1月为基数）

2 木浆：供给压力边际缓解，有望支撑浆价走稳

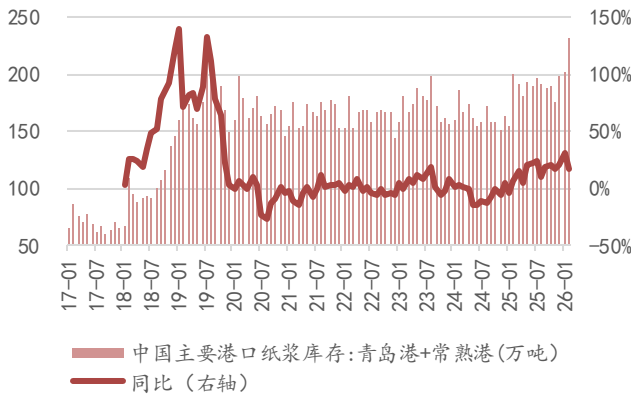
需求：国内市场方面，2025年中国木浆表观消费量为3821.1万吨，同比-2.8%；其中阔叶浆2280.4万吨（-3.1%）、针叶浆856.6万吨（+3.7%），分别占比59.7%、22.4%。目前我国仍然依赖进口浆，2025年木浆进口量为2793.6万吨，同比+7.0%，进口依赖度为73.1%，同比+6.7pp；其中阔叶浆进口量1694.3万吨，同比+8.7%，进口依赖度74.3%；针叶浆进口量862.5万吨，同比+3.6%，进口依赖度近100%。近年来，国内承接了大量海外新增浆供给，进口量同比增加，但国内需求较弱、自制浆产能提速，港口库存持续高企。展望来看，伴随国内自制浆产能陆续投产，对外采购商品浆需求可能进一步下降。**欧美市场方面**，受美国关税政策波动、欧洲行业罢工等影响，2025年初以来需求同比走弱。展望2026年，欧美造纸需求淡季已过、港口库存有所回落，叠加行业整合提速，预计欧美纸浆供需格局有望逐步改善。

图 2：中国木浆年表观消费量（万吨）超 3800 万吨，阔叶浆占比近 60%



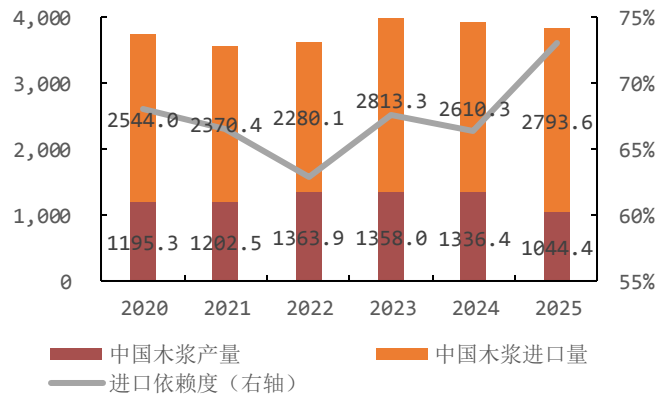
数据来源：卓创资讯，西南证券整理

图 4：国内主要港口纸浆库存高企



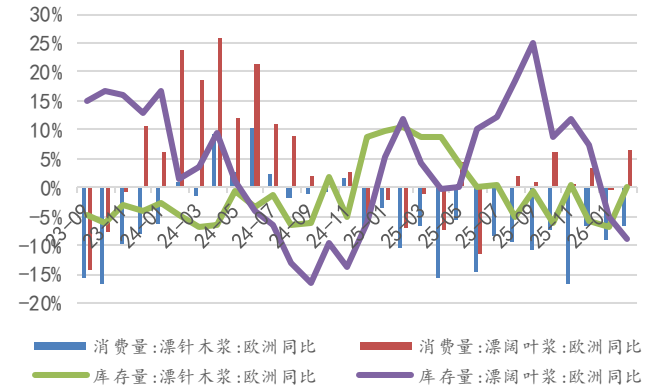
数据来源：IFind，西南证券整理

图 3：中国木浆年进口量（万吨）约 2800 万吨，进口依赖度超 70%



数据来源：卓创资讯，西南证券整理

图 5：欧洲消费边际改善，纸浆港口库存有所回落



数据来源：IFind，西南证券整理

供给：阔叶浆 2026 年供应压力边际缓和，针叶浆延续供给偏紧。

阔叶浆：2026 年为海外浆厂产能投放小年，供给压力边际缓解。2021-2025 年全球阔叶浆迎来集中产能投放，持续压制浆价，主要项目包括：BracellStar（280 万吨/年，2021 年）、Arauco MAPA（156 万吨/年，2022 年）、UPM PasosdelosToros（210 万吨/年，2023 年）、CMPC Guiba（35 万吨/年，2023 年）；Suzano Cerrado（255 万吨/年，2024 年），以及 2025 年 Ence Paysandú（130 万吨/年）相继投产。

从目前已经确定的浆产能项目来看，2026 年全球商品浆几乎无新产能投放：APP 旗下 OKI 二期项目扩建由于印尼政府吊销部分纸浆生产商环境许可证等因素影响，启动时间预计推迟至 2026 年年底。叠加 Suzano 于 25 年 8 月宣布未来 12 个月减产 3.5% 以及 Bracell 宣布 26 年转产一条阔叶浆线至溶解浆，2026 年供给压力边际缓和。其他的项目，包括巴拉圭的 Parcel 项目计划于 2027 年投产，但因其经济环境紧缩，项目融资困难、木材及物流制约明显，落地存不确定性；Arauco 的 Sucuriú 项目已获得该项目第一阶段的环境许可，土地推进顺利，项目确定性较高。整体来看，2026 年阔叶浆市供应增量有限，2027-2030 年随 OKI 二期、Sucuriú 等项目落地，供应将逐步回升。

针叶浆：供给端呈现持续收紧态势。当前浆价低位运行叠加成本刚性，欧洲主要生产商普遍实施超计划停机与检修安排。展望后续，全球暂无大型新增针叶浆产能落地，主产区产能老化问题突出，叠加加拿大 Domtar Crofton（狮牌）浆厂永久关停（涉及年产能约 38 万吨），行业供给刚性约束显著，预计针叶浆供给格局将延续偏紧。

表 1：2021 年后主要海外木浆投产及预计投产情况

投产时间	企业	浆厂	国家	浆种	产能（万吨）
21Q3	Bracell	Star	巴西	阔叶浆	280
22Q4	Arauco	MAPA	智利	阔叶浆	156
23Q1	UPM	PasodelosToros	乌拉圭	阔叶浆	210
23Q3	MetsäFibre	Kemi	芬兰	针叶浆/阔叶浆/本色浆	150
23Q3	CMPC	Guiba	巴西	阔叶浆	35
24Q3	Suzano	Cerrado	巴西	阔叶浆	255
25Q4	Ence	Paysand ú	乌拉圭	阔叶浆	130
25Q5	Suzano	Limeira	巴西	绒毛浆	34
26Q4E	APP	OKI2	印度尼西亚	阔叶浆	120
2027E	Paracel	Paracel	巴拉圭	阔叶浆	180
2027E	Arauco	Sucuri ú	巴西	阔叶浆	350
2029E	CMPC	Natureza	巴西	阔叶浆	250
未披露	Bracell	StarIII	巴西	阔叶浆/溶解浆	280

数据来源：纸业联讯、纸视界、RISI，西南证券整理

表 2：2026 年海外木浆停产、减产和转产情况

企业/工厂	国家/地区	浆种	产能(万吨)	退出时间
永久退出（2026 年落地）				
DomtarCrofton(狮牌)	加拿大 BC 省	漂白针叶浆	38	2026 年 1 月 4 日起永久关停
企业/工厂	国家/地区	浆种	产能(万吨)	退出时间
2026 年已公告大幅减产/临停(芬兰为主，针叶浆)				
MetsäFibreJoutseno	芬兰	漂白针叶浆	69	2026 年大幅减产/动态临停
MetsäFibreRauma	芬兰	漂白针叶浆	65	2026 年 1 月 7 日起逐步复产
UPM（芬兰基地）	芬兰	针叶浆为主(含桦木浆)	合计约 237	2026 年计划性检修/减产
Suzano 全部工厂	巴西	漂白阔叶浆	约 50	25 年 8 月宣布未来 12 个月减产 3.5%
企业/工厂	国家/地区	浆种	产能(万吨)	退出时间
2026 年已公告转产(阔叶浆→溶解浆为主)				
BracellLenç ó isPaulista	巴西	漂白阔叶浆→溶解浆	60	2026 年推进，月份未定
AltriBiotek	葡萄牙	漂白阔叶浆→溶解浆	26	2026 年底完成改造
ThunderBay	加拿大	阔叶浆→针叶浆	33→30	2026 年推进转产

数据来源：纸业联讯、RISI，西南证券整理

国内浆方面：2026年新增木浆较少，长期国产替代趋势不改。

根据已公示的投产信息，2025年我国本土新增纸浆产能达370万吨/年，2026年我国新增木浆主要以改扩建为主，计划约新增192.5万吨/年，2027年及未来还有860万吨以上的产能待释放。产能的逐步释放将推动国产浆供应量持续增长，对进口浆形成一定替代作用。

表 3：中国硬木纸浆供应增长

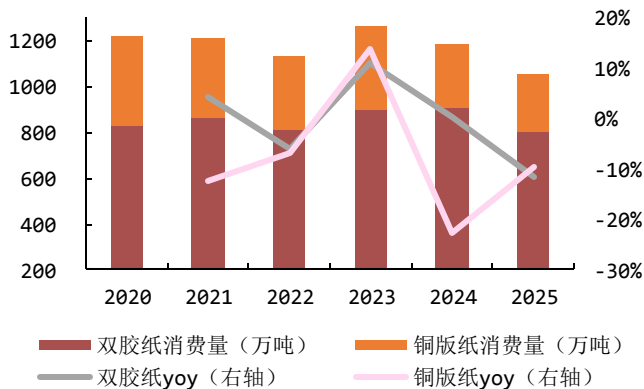
公司	浆种	产能（万吨）	投产时间
联盛漳州（漳浦）	化学浆	166	24Q3
仙鹤股份（广西）	漂白化学浆	40	24Q3
玖龙纸业（北海）	化学浆、化机浆	110、60	24Q3
玖龙纸业（湖北）	化学浆、化机浆	65、70	25Q2
山东华泰股份	化学浆	70	25Q2
太阳纸业（南宁）	化学浆	35	25Q4
冠豪高新（湛江中纸）	化机浆	40	25Q4
玖龙纸业（天津）	本色化学浆	50	25Q4
广西建晖纸业	本色针叶化学浆	40	25Q4
2025年投产木浆产能合计：		370	
太阳纸业（山东）	漂白化学浆	60	26Q4E
太阳纸业（南宁）	本色化学浆	50	26Q4E
山东博汇纸业	化学浆	9.5	26Q4E
山东博汇纸业	化机浆	40	26Q4E
广西植护元创	漂白阔叶木浆	33	26H2E
2026年预计投产木浆产能合计：		192.5	
云南云景	化学浆	80	--
理文造纸（广西）	漂白化学浆	100	--
玖龙纸业（北海）	本色化学浆	80	--
玖龙纸业（重庆）	本色针叶木浆	60	--
世纪阳光（山东）	漂白化学浆	50	--
金天和纸业	化机浆	25	--
五洲特种纸业（湖北）	本色化学浆	50	--
金红叶纸业（南通）	化学浆	200	--
联盛浆纸（漳州）	化学浆、化机浆	120、96	2032E
2027年及未来潜在产能合计：		861	

数据来源：纸业网、纸视界、卓创咨询、RISI、TTOBMA，西南证券整理

3 文化纸：供需双弱，盈利能力预计底部企稳

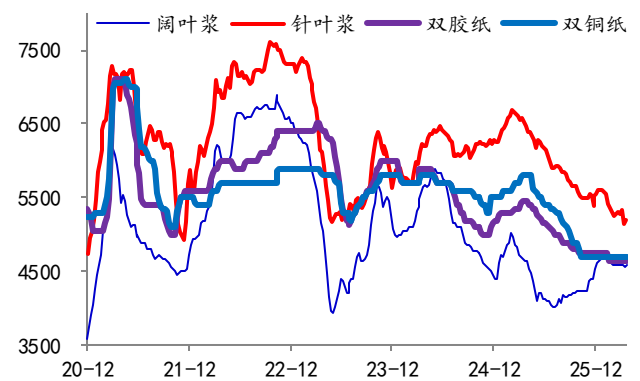
回顾需求端：2021-2025 年我国双胶纸/铜版纸消费量 CAGR 为 -0.8%/-8.3%，文化纸需求端增长潜力有限主要受制于电子阅读与无纸化办公的普及；2023 年疫情后商务与社会图书需求回暖，叠加党建读物、主题出版集中放量，文化纸需求阶段性回升。**供给端：**前期文化纸相较于受需求支撑的包装纸，产能投产积极性不高，在造纸行业整体处于筑底阶段、多数纸种陷入亏损困境的背景下，文化纸凭借稳健的价格走势与盈利表现，获得一定的市场关注。但伴随 2023-2025 年新增产能集中投放，文化纸供需两端的压力开始逐步显现。头部企业如玖龙纸业、华泰股份等通过新建基地、技改升级和产能置换，不断扩大规模。亚太森博通过日照基地投产文化纸总产能提升至 200 万吨。同时，行业加速淘汰落后产能，推进“浆纸一体化”布局以降低成本，华泰股份等企业通过改造新闻纸机大幅提升文化纸产能（新闻纸产能由 140 万吨压减到 40 万吨，文化纸产能由 10 万吨增加到 160 万吨）。**纸价以及盈利能力方面：**文化纸从 2021 年初高点（双胶纸最高达 7000-8000 元/吨）震荡下行，2025 年供给过剩，叠加教材教辅需求回落导致双胶纸消费量下滑，2025 年纸价快速走低至 4600-4700 元/吨，行业产能利用率跌破 55%。龙头企业吨净利已处于微薄区间；中小纸厂开工率普遍偏低，行业竞争日趋激烈，价格战频发，整体盈利水平承压。

图 6：双胶纸、铜版纸消费量



数据来源：卓创资讯，西南证券整理

图 7：双胶纸、铜版纸与浆价（元/吨）走势对比



数据来源：IFind，西南证券整理

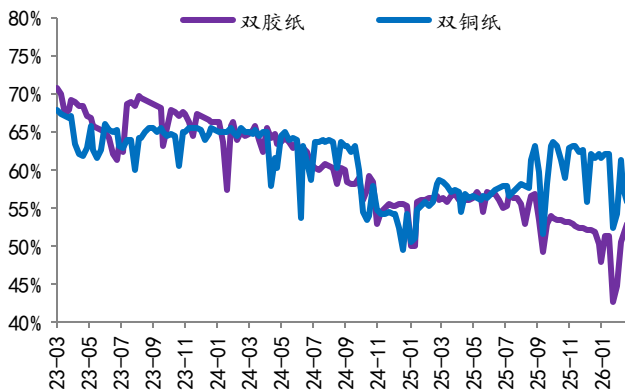
表 4：我国 2023 年及之后文化纸主要产能变化

公司	纸种	产能 (万吨)	投产时间
五洲特纸 (江西)	文化纸	30	23Q1
太阳纸业 (南宁)	文化纸	20	23Q2
联盛浆纸 (漳浦)	文化纸	40	23Q2
亚太森博 (山东)	文化纸	50	23Q3
迁安博达纸业	轻涂胶板纸	8	23Q3
2023 年投产产能合计:		148	
玖龙纸业 (北海)	高档文化纸	55	24Q1
太阳纸业 (山东)	铜版卡/烟卡	48	24Q3
岳阳林纸	高档文化纸	45	24Q4
华泰纸业 (山东)	文化纸	150	2024
2024 年投产产能合计:		298	

公司	纸种	产能(万吨)	投产时间
玖龙纸业(荆州)	文化纸	60	25Q1
玖龙纸业(北海)	高档文化纸	25	25Q3
玖龙纸业(北海)	高档文化纸	30	25Q4
2025年投产产能合计:		115	
五洲特纸(江西)	文化纸(双胶纸为主)	5	26Q1
法门寺纸业(陕西)	拆除文化纸产能	-2.6	26Q1
玖龙纸业(太仓)	文化纸→热敏纸	-8	26Q1
博汇纸业(山东)	瓦楞纸→文化纸	50	26Q4E
五洲特纸(江西省)	高档信息纸	30	--
山东屹轩纸业	高档文化纸	10	预计2024年但延期
联盛纸业(漳浦)	高档文化纸	120	--
2026年及未来潜在产能合计:		204.4	

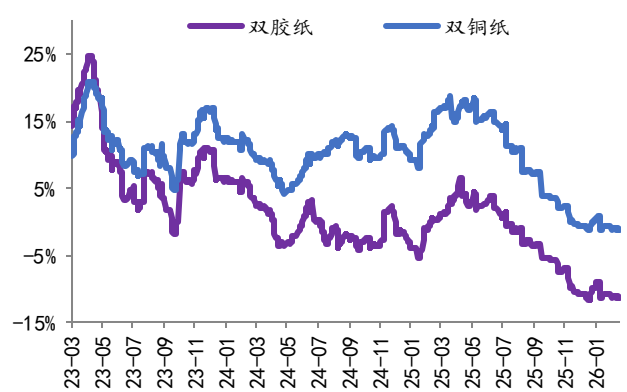
数据来源:中国造纸协会、纸业网、纸视界,西南证券整理(数据截至2026年3月,不完全统计)

图8:文化纸、铜版纸周度开工率



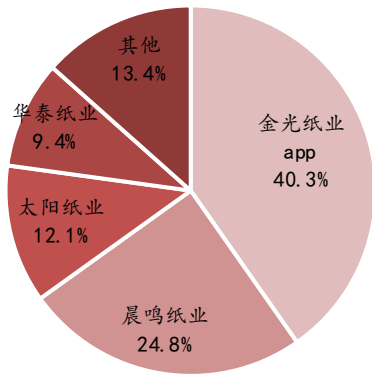
数据来源:钢联数据,西南证券整理

图9:双胶纸、铜版纸毛利率走低

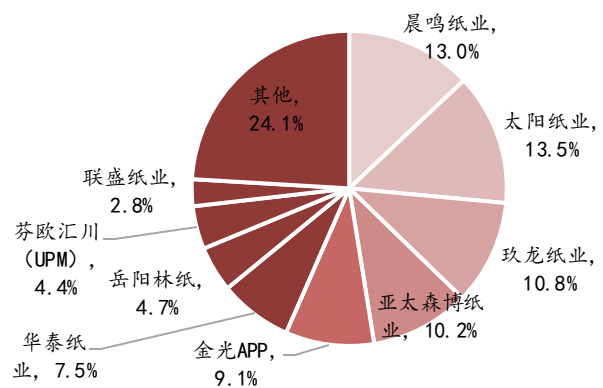


数据来源:钢联数据,西南证券整理

分纸种来看,双胶纸主要应用于教材教辅、书刊印刷及办公图文,需求受政策采购、开学季及教育消费影响更为直接;铜版纸多用于高端画册、广告宣传、包装封面等场景,需求与商业印刷、消费复苏关联度更高。双胶纸在中低端出版、商业印刷、教材教辅领域对铜版纸(尤其哑光铜)形成经济性替代,但高端高光、精细视觉、包装封面等场景,铜版纸仍不可替代。**供给上铜版纸作为造纸板块首个实现高度集中的赛道,其格局演变具有参考价值。**2009年“四万亿”政策刺激下,2010-2015年龙头企业加速产能扩张,叠加环保与能耗管控趋严,中小产能快速出清。2015年后,行业率先达成高度集中格局,CR4产能(金光APP、晨鸣、太阳、华泰)集中度超85%,当前行业需求平稳,龙头凭借规模与成本优势主导市场,中小厂缺乏扩产能力与动力,行业以协作为主,龙头护价稳利态度明确。**双胶纸具备复刻铜版纸集中化格局的基础**,双胶纸目前行业集中度偏低,2025年CR4销量份额不足50%,主要因2023-2025年,行业新增产能超550万吨,且主要集中于龙头企业。行业招标投标模式推进及龙头的成本优势,中小产能出清成为必然,双胶纸有望复制铜版纸的集中化路径。

图 10：铜版纸竞争格局


数据来源：卓创资讯，西南证券整理

图 11：双胶纸竞争格局


数据来源：卓创资讯，西南证券整理

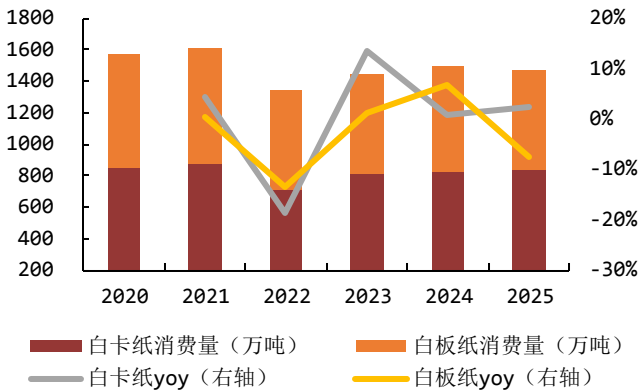
展望来看：文化纸需求可能仍受人口结构与教育政策的双重约束，整体预计维持稳中略降态势。供给上 2026 年行业主要在建产能包括联盛浆纸（120 万吨），五洲特纸（30 万吨），博汇纸业（50 万吨，瓦楞纸转文化纸）等合计超 200 万吨产能待投放，叠加晨鸣纸业进一步复产，文化纸产能可能于 2026-2027 年达峰。文化纸作为本轮产能扩张后发品种，供需重回平衡的时点亦将滞后于其他纸种。从竞争格局来看，文化纸供给端集中度提升可能为行业核心发展方向，成本依旧是决定长期盈利的关键，目前文化纸龙头企业均深度布局浆纸一体化，龙头间成本差距预计缩小，未来随着林浆纸一体化模式日趋成熟，行业成本曲线将更趋平缓，木片资源战略价值凸显，林地布局能力与优质木片获取效率将成为龙头企业长期竞争的核心壁垒。未来龙头企业有望协同合作实现盈利稳定，而非陷入价格端的无序内卷，实现有竞争力的吨盈利水平。

4 白卡纸：需求弹性较好，产能投放边际放缓

回顾需求端：2021-2025 年我国白卡纸/白板纸消费量 CAGR 为 -0.1%/-2.7%，白卡纸表现优于白板纸。白卡纸是选用优质漂白化学木浆制造并充分施胶的单层或多层结合的纸；而普通白板纸面层采用漂白化学木浆，底层多用废纸浆以降低成本。白卡纸在物理强度、表面平整度、食品接触安全性上优于白板纸（灰底/废纸基），适配高端印刷与功能包装。头部企业聚焦白卡纸技术升级（如低克重、特种涂层）与产品附加值提升。2020-2021 年受益于“以纸代塑”及疫情后包装需求表现强劲，2022 年以后因消费疲软、内需复苏乏力，需求增速放缓。2023 年白卡纸下游产品中食品餐饮、电子小家电、日用品、医药，酒/饮料/茶占比分别为 27%、16%、15%、15%、10%。食品餐饮类已成为白卡下游品类第一大类，食品卡作为替代塑料餐具的主要材料，受益于外卖、咖啡茶饮行业的爆发，需求增速较为亮眼。而其他终端消费品需求疲软对白卡纸需求形成一定的压制。据国家统计局数据显示，2025 年国内中成药/白酒/乳制品/智能手机产量分别为 181.4 万吨/354.9 万千升/2950.3 万吨/12.7 亿台，分别同比 -7.7%/-12.1%/-1.1%/-0.9%。

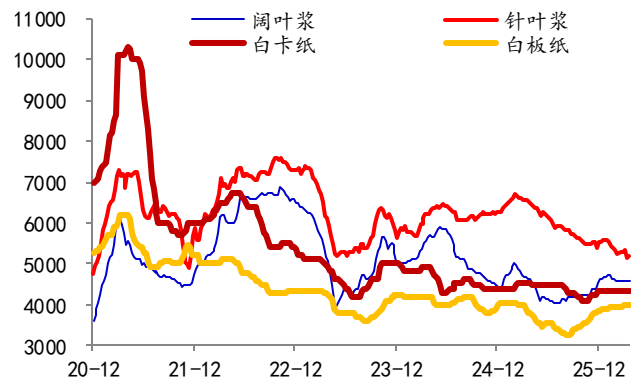
供给端：受 2021 年高盈利刺激，行业开启大规模产能扩张，2023-2025 年国内新增产能超 640 万吨，至 2025 年总产能突破 2200 万吨，产能利用率持续跌破 65%。2025 年白卡 CR6 超过 75%，且均为林浆纸一体化发展成熟的龙头企业。行业扩张收尾，供需平衡仍需要时间消化。**纸价及盈利方面：**2021 年 3 月白卡触及近万元/吨的历史高位后震荡下行，供给集中释放下，白卡纸价格一路回落，2025 年中跌至 4000 元/吨左右，年末虽因龙头限产保价小幅反弹，但仍处周期底部。

图 12：白卡纸、白板纸消费量



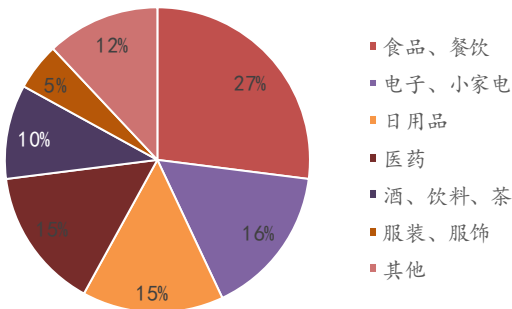
数据来源：卓创资讯，西南证券整理

图 13：白卡纸、白板纸与浆价（元/吨）走势对比



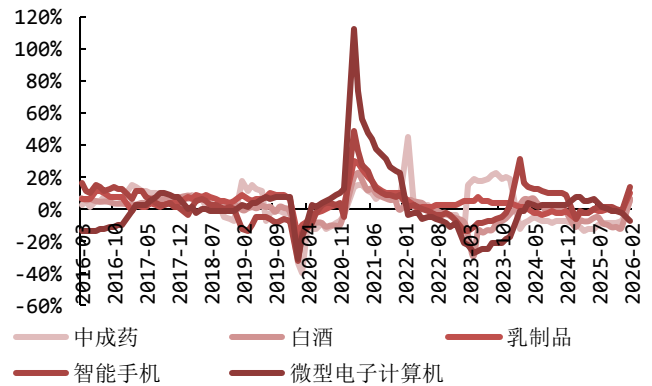
数据来源：IFind，西南证券整理

图 14：2023 年白卡纸消费结构占比



数据来源：隆众资讯、《中华纸业》，西南证券整理

图 15：白卡下游部分消费品产量增速仍有压力



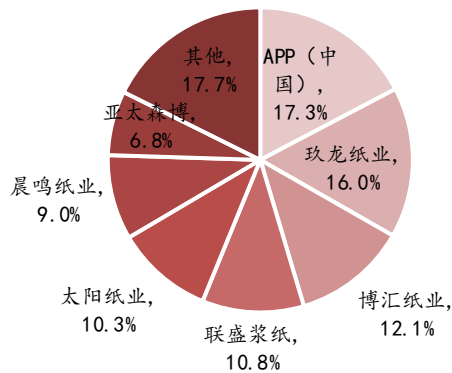
数据来源：IFind，西南证券整理

展望来看：白卡纸需求预计跟随宏观消费复苏及以纸代塑在食品、餐饮、快消品领域的渗透提升，考虑到部分消费品对高端包装基材有偏好，整体需求增速有望小幅抬升，长期增长确定性增强。供给层面，2026 年行业新增产能显著收缩，确定性投放仅金天合 50 万吨、方盛 30 万吨，且最快于 Q4 逐步释放，全年供给端以存量产能爬坡为主，无大规模集中投放压力。大规模新增供给预计推迟至 2027 年及以后，包括此前规划的金光 APP、博汇纸业等扩产项目已多次延期。伴随白卡行业新增产能进入尾声，前期集中投放的产能逐步消化，供需格局有望趋向再平衡。白卡价格方面，2026 年供给端存量产能爬坡、需求温和修复，供需仍呈宽松态势，行业价格与利润中枢大概率维持偏弱水平，整体处于周期底部区间。成本端受木浆价格波动影响，盈利空间受限，中小纸企盈利承压，龙头凭借规模与成本优势维持相对稳健。长期来看伴随供给增量放缓、需求持续修复，供需错配改善，白卡价格有望逐步企稳回升，利润中枢随价格上行与成本优化同步修复，基本面迎来边际改善。市场竞争格局预计集中度再提升。2025 年 CR6 龙头企业（金光 APP、玖龙、博汇、联盛、太阳、晨鸣等）合计市占率超 75%，展望后续，龙头企业自制浆可有效对冲木浆价格波动，成本优势显著，龙头主导定价与行业规则；缺乏原料自供能力的企业盈利弹性弱、抗风险能力低，市场份额持续被挤压，中小企业持续出清。同时，龙头聚焦高端化、差异化布局，通过产能整合、技术升级巩固壁垒。行业再平衡后，白卡纸盈利弹性预计将再次凸显。

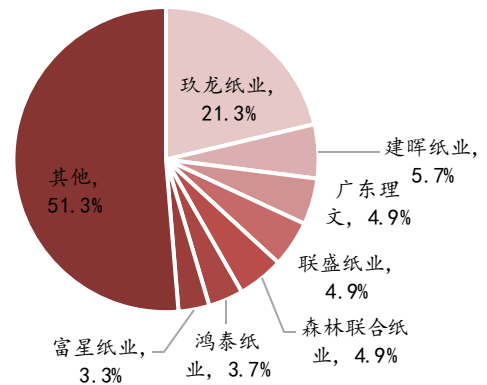
表 5：我国 2023 年及之后白卡纸主要产能变化

公司	纸种	产能 (万吨)	投产时间
仙鹤股份 (浙江)	食品卡	30	23Q2
联盛纸业(漳浦)	白卡纸	120	23Q2
亚太森博 (江苏)	高档白卡纸	100	23Q3
2023 年投产产能合计:		250	
冠豪高新 (广东)	高档涂布白卡纸	30	24Q2
玖龙纸业 (北海)	高档白卡纸	120	24Q3
2024 年投产产能合计:		150	
联盛纸业(漳浦)	涂布白卡纸	120	25Q3
玖龙纸业 (湖北)	普通白卡纸 (社会卡)	120	25Q3
2025 年投产产能合计:		240	
金天和 (山东)	涂布白卡纸	50	2026E
方盛纸业	白卡纸	30	2026E
江苏博汇	白卡纸	80	2027E
APP(广西金桂)	白卡纸	110	2027E
新乡新亚	白卡纸	40	2028E
亚洲浆纸	白卡纸	102	2029E
广西思索	高档文化纸	45	2029E
江苏博汇	白卡纸	100	2033E
2026 年及未来潜在产能合计:		557	

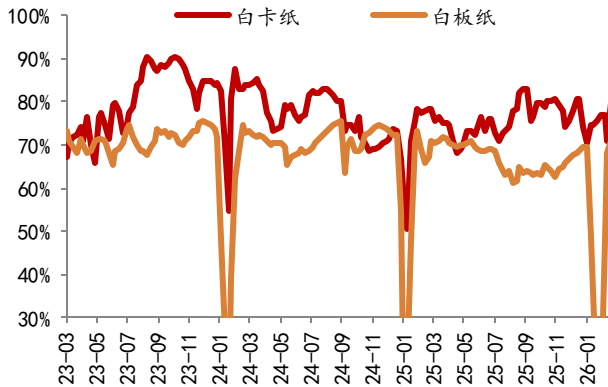
数据来源：中国造纸协会、纸业网、纸视界，西南证券整理（数据截至 2026 年 3 月，不完全统计）

图 16：白卡纸竞争格局


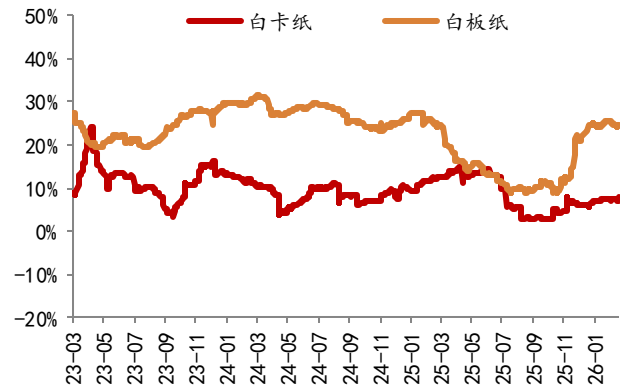
数据来源：卓创资讯，西南证券整理

图 17：白板纸竞争格局


数据来源：卓创资讯，西南证券整理

图 18：白卡纸、白板纸周度开工率


数据来源：钢联数据，西南证券整理

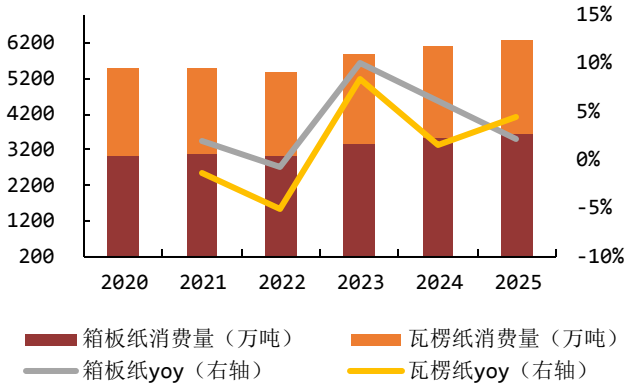
图 19：白卡纸、白板纸毛利率


数据来源：钢联数据，西南证券整理

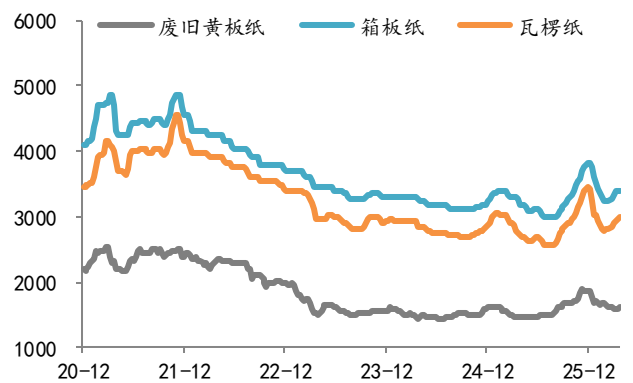
5 箱板瓦楞纸：龙头扩产接近尾声，品类价格传导较好

回顾需求端：2021-2025 年我国箱板纸/瓦楞纸消费量 CAGR 为 3.8%/1.5%，产品向高强度、低克重、功能化升级。箱板纸需求主要关联高端商品包装、家电家居、电商精品件，需求韧性相对较强；瓦楞纸则较依赖低端快递物流、生鲜运输、基础工业品包装，受宏观消费波动与电商件结构影响更明显。行业需求整体随国内消费复苏缓慢回暖，但受海外需求走弱、国内地产低迷等因素制约。**供给端：**2021 年-2025 年箱板/瓦楞纸分别净新增产能 1015/615 万吨。前期主要是头部龙头扩产，转向高端纸种布局，后期新增产能集中于内陆中小纸企，且多聚焦低端产能，实际产能利用率普遍偏低，未形成有效供给增量。太阳纸业作为少数龙头布局者，聚焦高端箱板纸赛道，与中小纸企形成差异化竞争，进一步挤压低端产能生存空间。同时，2025 年进口量延续下滑走势，主要是东南亚产能投放已进入尾声；美废价格逐步走出低谷，东南亚企业依赖美废生产的成本优势削弱，进口纸价格竞争力下降。加之国内纸价处于历史低位区间，进口纸盈利空间受限，企业进口意愿不足。整体来说，供需结构呈改善趋势。

价格和利润端，2021 年疫情后消费与出口爆发，包装需求激增，叠加“禁废令”（禁止进口固体废物）实施，原料紧缺、成本上升支撑纸价高位运行（箱板纸 4500 元/吨以上，瓦楞纸 4000 元/吨以上）。2022 年起，需求走弱、新增产能集中投放，供需转向宽松；原料价格高位回落，纸价震荡下滑。2025 年上半年延续低迷，纸价相较于 2021 年高点普遍下降 1000 元/吨。25 年 7 月后在“反内卷”政策、原料上涨、龙头提价带动下纸价反弹。相较于浆纸系，废纸系（箱板纸、瓦楞纸）价格传导与提价更为顺畅，主要系废纸系原料定价高度市场化且单一集中、行业供需格局更优、龙头定价权更强，同时下游包装需求刚需且分散、对价格敏感度低于文化纸等浆纸系产品，叠加废纸系库存周转快、产业链博弈简单，使得成本上涨能较快通过提价向下游传导。

图 20：箱板纸、瓦楞纸消费量


数据来源：卓创资讯，西南证券整理

图 21：箱板纸、瓦楞纸与废旧黄板纸（元/吨）走势对比


数据来源：iFind，西南证券整理

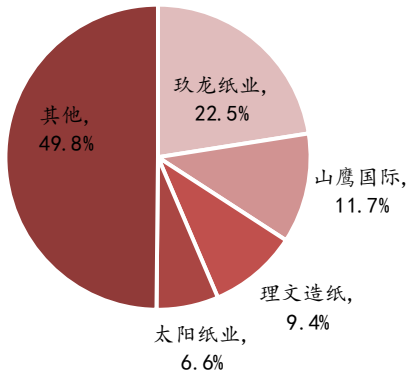
表 6：我国 2021 年以后箱板纸、瓦楞纸主要产能（万吨）变化

年份	箱板纸新增产能	箱板纸淘汰产能	箱板纸净增加产能	瓦楞纸新增产能	瓦楞纸淘汰产能	瓦楞纸净增加产能
2030E	20	0	20	45	0	45
2029E	30	0	30	0	0	0
2028E	15	0	15	0	0	0
2027E	80	0	80	40	0	40
2026E	100	125	-25	102	45	57
2025	240	116	124	267	132	135
2024	285	40	245	193	90	103
2023	507	113	394	265	43	222
2022	250	30	220	172	60	112
2021	175	143	32	203	160	43

数据来源：卓创资讯，西南证券整理

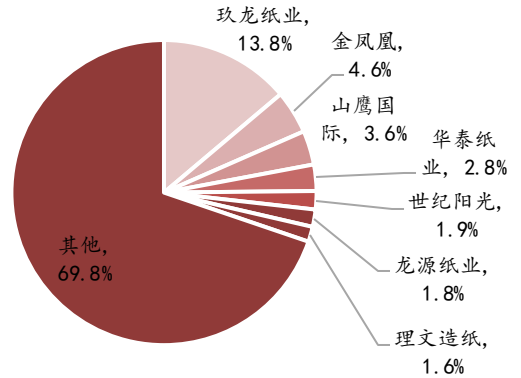
从细分品类发展特征来看，箱板纸与瓦楞纸的行业运行逻辑呈现显著分化。**箱板纸赛道正加速向原料自给化与产品高端化方向升级**，头部企业普遍将核心资源投向牛卡纸等高附加值品类，例如玖龙纸业亦持续强化纤维资源布局以提升高端产品供给能力，通过提高原料自供比例、优化产品结构，有效缓解了“禁废令”政策实施后高端原料供应紧张的问题。然后，瓦楞纸行业因进入门槛较低、产品同质化程度较高，且原料以国内废纸为主，龙头企业难以形成持续稳定的成本优势，行业格局呈现中小企业充分竞争、头部集中度偏低特征，成为中小产能集中扩产的主要领域。整体而言，箱板纸行业竞争格局正持续向头部企业集中，环保政策趋严与原料供给壁垒共同推动中小产能加速出清，瓦楞纸市场则仍相对分散。行业竞争模式已逐步从传统价格竞争转向成本控制、产业链配套及区域布局等综合实力的比拼。

图 22：箱板纸竞争格局



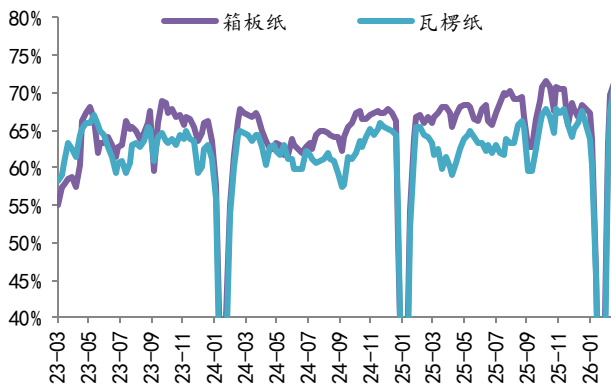
数据来源：卓创资讯，西南证券整理

图 23：瓦楞纸竞争格局



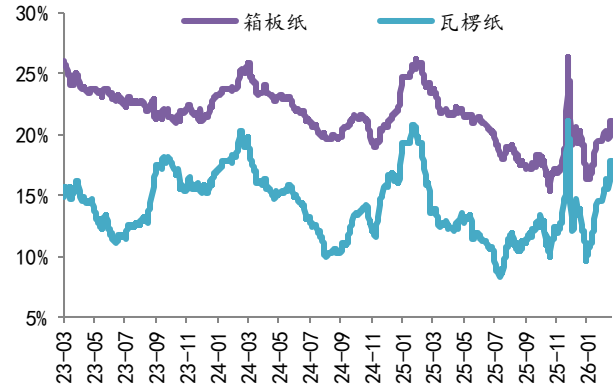
数据来源：卓创资讯，西南证券整理

图 24：箱板纸、瓦楞纸周度开工率



数据来源：钢联数据，西南证券整理

图 25：箱板纸、瓦楞纸毛利率



数据来源：钢联数据，西南证券整理

展望来看，包装用纸行业供需结构持续优化，有望带动价格中枢稳步修复。**需求端**，受益于国内消费市场温和复苏，行业整体需求有望实现温和增长。**供给端**，行业新增产能压力显著缓解，根据卓创资讯，2026 年箱板纸产能预计负增长（净淘汰 25 万吨），瓦楞纸产能净增长 57 万吨。包装纸中太阳纸业山东基地规划一条 70 万吨产线拟于 2026 年末投产，玖龙、理文、山鹰等头部企业暂无新增产能投放计划，行业龙头本轮周期扩产进程已接近尾声。行业逐步进入存量产能消化、需求持续修复、产能利用率逐步抬升的阶段，价格中枢具备温和修复基础。

6 相关个股

6.1 太阳纸业：林浆纸一体化优势凸显，中长期成长稳健

太阳纸业（002078.SZ）创建于1982年，2006年深交所上市，是国内林浆纸一体化标杆企业。构建山东、广西、老挝三大基地协同格局，构建起“产业用纸、生物质新材料、快速消费品”三大业务板块协同发展的产业格局，形成以文化用纸、包装用纸、生活用纸、特种纸及特种纤维溶解浆为主导的多元化产品体系，截至2025年末浆纸总产能超1400万吨。

产能投放支撑规模稳步扩张。公司近几年产能投放集中在广西南宁基地以及山东颜店基地。在南宁基地，以“525”万吨林浆纸一体化项目为核心（一期/二期），通过2023-2025年分阶段投产包装纸、特种纸、多品类浆线及生活用纸，逐步完善区域闭环，实现林浆纸一体化产能结构升级。2025年，广西基地的高档包装纸PM11和PM12（120万吨）分别于2025年8月、10月投产；40万吨特种纸（PM9）、35万吨漂白化学木浆、15万吨机械木浆于2025年9月投产。30万吨生活用纸（PM16、PM17、PM18、PM19）于2025年11月投产。2026年及以后，广西基地将从单纯的“产能制造基地”升级为特种纸与高纯度纤维的核心产出地，同时完善上下游配套，构建最具成本优势的林浆纸闭环。南宁三期约125.5万吨浆纸项目计划在2028年逐步投产，届时将进一步提升公司产能规模。在山东颜店基地，公司同步推进特种纸扩产、漂白化学浆及高档包装纸项目。2025年山东颜店基地3.7万吨特种纸基新材料（PM46）于Q2投产。14万吨特种纸（PM43）于2026年1月投产。预计有60万吨高档漂白化学浆生产线及配套、70万吨高档包装纸生产线及配套（PM47）于2026年Q3投放。

林浆纸一体化领先者，头部纸企降碳手段更丰富。公司持有老挝46万公顷林地使用权，已种植约6万公顷速生桉木林，并以每年1万公顷以上的速度持续扩张，构建起全球领先的海外原料林体系。依托老挝低廉的土地成本、人工成本及政策税收优惠，基地实现了低成本木片的自主供应，木片成本较国内低30%-40%，为全产业链降本奠定基础。另外，“十五五”时期作为实现碳达峰目标的关键窗口期，绿色低碳发展将成为重要导向，造纸行业有望被纳入全国碳市场，公司凭借林浆纸一体化布局与绿电项目优势，有望充分受益于相关政策支持；在此预期下，行业龙头已提前开展低碳布局，例如太阳纸业在山东基地新建项目配套碱回收及余热发电装置，广西基地也已落地生物质发电项目，头部企业可通过提升绿电使用比例有效降低碳排放，而随着碳市场逐步覆盖工业主要排放行业，碳排放成本将直接转化为企业运营成本，进而倒逼行业落后产能出清，推动资源持续向具备综合降碳能力的头部企业集中。

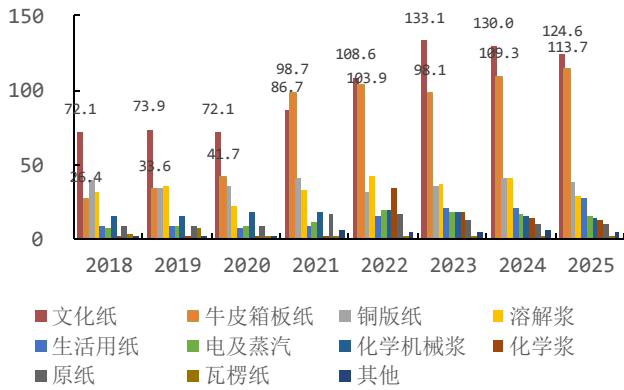
表 7：太阳纸业近年来产能投放

广西基地项目	种类	产能（万吨）	投产时间
广西太阳 15 万吨生活用纸项目一期	生活用纸（PM9、PM10、PM11、PM1）	15	2023 年 Q1
广西南宁 525 万吨林浆纸一体化技改及配套产业园（一期）项目	高档包装纸（PM2、PM3、PM11、PM12）	220	PM2 和 PM3（100 万吨）2023 年 Q3 投产；PM11 和 PM12（120 万吨）分别于 2025 年 8 月、10 月投产
	本色化学木浆	50	2023 年 Q3 投产
	漂白化学浆（技改）	15	2023 年 Q3 技改完成
广西南宁林浆纸一体化技改及配套产业园（二期）工程	特种纸（PM9）	40	2025 年 9 月投产
	漂白化学木浆	35	
	机械木浆	15	

广西基地项目	种类	产能(万吨)	投产时间
广西南宁年产30万吨生活用纸及后加工生产线(二期)工程	生活用纸(PM16、PM17、PM18、PM19)	30	2025年11月投产
山东基地项目	种类	产能(万吨)	投产时间
山东颜店年产3.7万吨特种纸基新材料项目	特种纸基新材料(PM46)	3.7	2025年Q2投产
山东颜店14万吨特种纸项目(二期)工程	特种纸(PM43)	14	2026年1月投产
山东颜店年产60万吨漂白化学浆及碱回收等配套工程项目	高档漂白化学浆生产线及配套	60	预计2026Q3进入试产阶段
山东颜店年产70万吨高档包装纸项目	高档包装纸生产线及配套(PM47)	70	预计2026Q3进入试产阶段

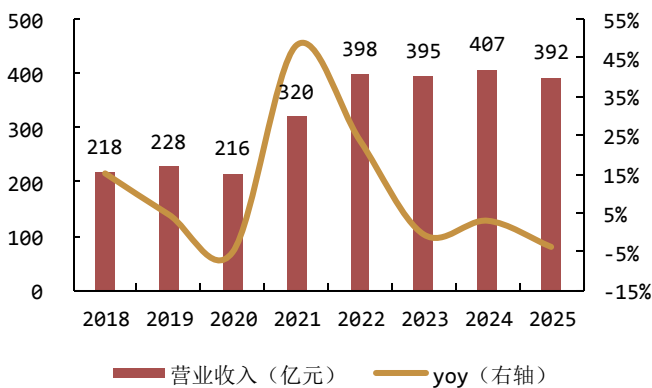
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 26：太阳纸业分产品营收(亿元)



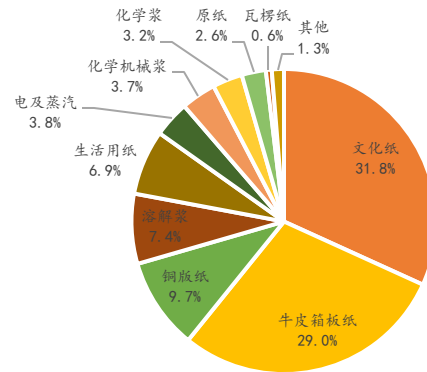
数据来源：wind，西南证券整理

图 28：太阳纸业营业收入及增速



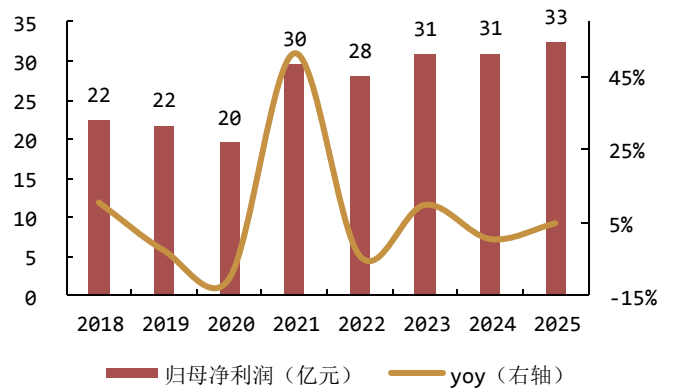
数据来源：钢联数据，西南证券整理

图 27：太阳纸业分产品营收占比



数据来源：wind，西南证券整理

图 29：太阳纸业净利润及增速



数据来源：钢联数据，西南证券整理

6.2 博汇纸业：白卡纸龙头，整合预期打开成长空间

博汇纸业（600966.SH）成立于1994年，2004年上市，并于2020年被全球林浆纸一体化巨头金光集团 APP（中国）收购，成为其旗下唯一 A 股上市平台。博汇纸业主营白纸板、文化纸、箱板纸和石膏护面纸等，其中白纸板为核心产品，按照下游应用领域细分为烟卡、食品卡、社会卡和铜版卡等类型。

白卡纸龙头，供需格局有望改善。截至2025年年底，公司在山东和江苏拥有两大生产基地，合计产能约410万吨（白卡纸约265万吨、文化纸约95万吨、箱板/瓦楞/石膏护面纸合计约50万吨），配套化机浆总产能约140万吨（山东40万吨、江苏100万吨），并拥有化学浆产能9.5万吨（山东）。2026年预计通过改扩建提升20万吨化机浆（山东40万吨→60万吨）、22.5万吨化学浆（山东9.5万吨→32万吨）。主要在建或新规划的项目包括“江苏80万吨特种纸板”、“江苏100万吨高档包装纸板”预计在2027年及以后释放。公司作为白卡纸龙头，其盈利能力与白卡纸价格高度相关，白卡纸2026年新增产能减少，供需格局有望边际改善。白卡纸自2025年8月底以来已进行多轮提价，价格触底回升下盈利能力有望改善。

背靠金光集团，资产注入预期临近。金光纸业解决同业竞争承诺期限预计于2026年9月到期。金光纸业（中国）投资有限公司于2020年9月底完成对博汇纸业的收购，根据2020年8月26日《要约收购报告书》中出具的《关于避免同业竞争的承诺函》，承诺在收购完成后6年内（即2026年9月底）逐步解决与博汇纸业的同业竞争问题。收购人金光投资主营纸浆、文化用纸、白板纸、生活用纸等业务板块，旗下涉及的白板纸同业竞争的工厂包括宁波亚洲浆、广西金桂浆（合计约385万吨），宁波中华62万吨产能已通过设备淘汰+上市公司采购完成整合。若金光纸业的白卡纸产能顺利注入，博汇纸业的白卡产能有望达到约600万吨，龙头优势进一步巩固。背靠金光集团，管理与成本优化，2026年9月前有望注入约385万吨优质浆纸产能，规模与盈利双升。

产品结构高端，海外市场有望延续高增。公司持续优化产品结构，向高附加值的特种纸和新型纸板迈进，积极布局“以纸代塑”和低碳产品。公司已研发并量产“零塑纸杯纸”、高强本色牛底无菌液包纸等，并已批量供应国内外连锁咖啡品牌。公司外销占比超20%，全链路溯源合规，海外市场有望延续高增。

表 8：博汇纸业产能结构及待投产能

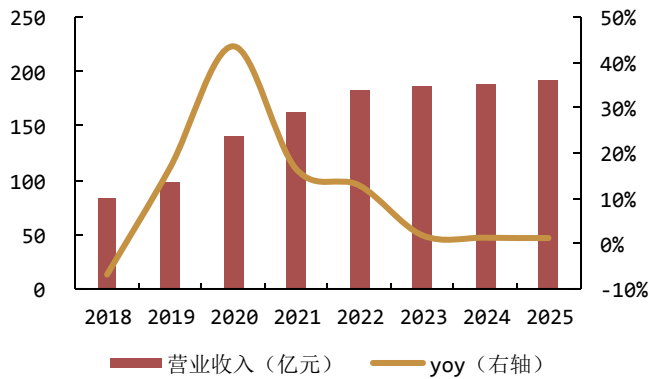
产能（万吨）	山东淄博	江苏大丰	合计
白卡纸	65	200	265
文化纸	95（50由瓦楞技改）	—	95
箱板纸	50	—	50
化机浆	40	100	140
化学木浆	9.5	—	9.5
2025年合计	纸 210+浆 49.5	纸 200+浆 100	纸 410+浆 149.5
2026年新增（E）	20化机浆、22.5化学浆	—	—
2027年及以后（E）	—	80特种纸板 100高档包装纸板	—

数据来源：卓创资讯，西南证券整理

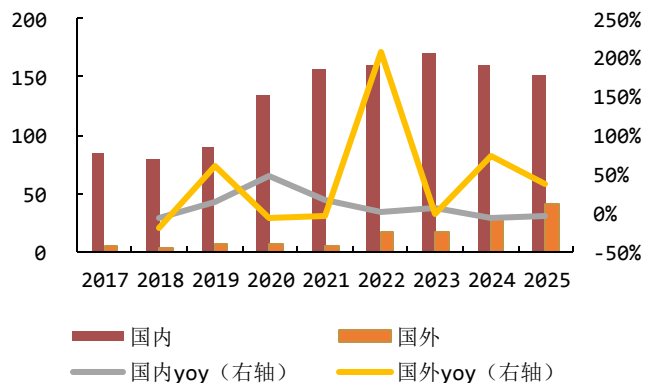
表 9：博汇纸业产品销售量

销售量(万吨)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
机制纸销售量	178.4	169.4	224.8	311.7	312.6	354.5	429.5	456.2	235.0
yoy		-5.0%	32.7%	38.6%	0.3%	13.4%	21.2%	6.2%	8.8%
产销比		98.6%	102.0%	97.0%	100.3%	103.6%	97.5%	99.3%	103.5%
细分品类	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
白纸板	139.0	134.0	175.9	227.0	225.2	255.5	279.7	289.5	—
文化纸	11.2	11.5	12.3	22.5	33.2	37.4	84.1	97.8	—
石膏护面纸	13.7	12.2	12.0	17.0	12.2	11.1	11.6	16.3	—
箱板纸	14.4	11.7	22.3	42.1	41.6	50.5	54.2	52.6	—
瓦楞纸	—	—	2.3	3.1	0.4	—	—	—	—

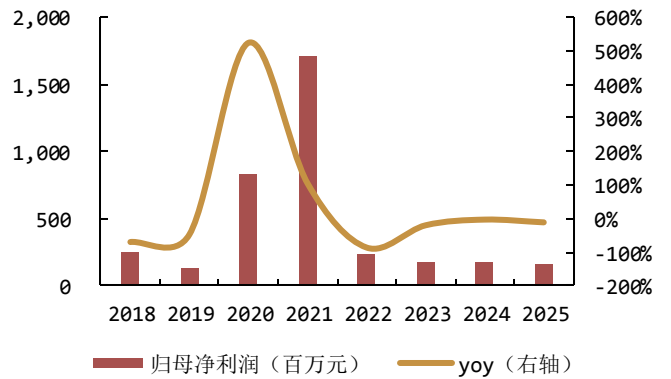
数据来源：卓创资讯，西南证券整理

图 30：博汇纸业营业收入及增速


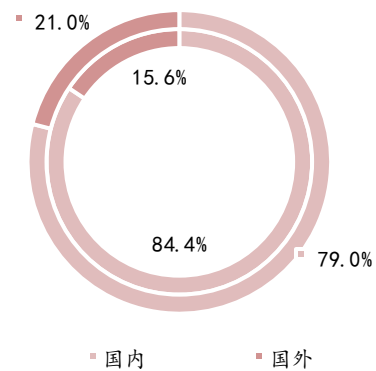
数据来源：wind，西南证券整理

图 32：博汇纸业境内/境外营收（亿元）及增速


数据来源：wind，西南证券整理

图 31：博汇纸业营业净利润及增速


数据来源：wind，西南证券整理

图 33：博汇 24 年(内环) /25 年(外环) 境内外主营收入占比


数据来源 wind，西南证券整理

6.3 玖龙纸业：包装纸龙头，浆纸一体化布局增厚利润

玖龙纸业（02689.HK）1995年创立于广东东莞，2006年于港交所上市，目前为全球产能第一的造纸集团和浆纸一体化的龙头企业，主营牛卡纸、高强瓦楞纸、白卡纸、文化纸等包装与工业用纸。历经三十余年发展，公司已基本完成以规模扩张驱动成长的第一阶段，当前正处于依托浆纸一体化夯实盈利中枢的第二阶段。截至目前，公司在国内布局东莞、太仓、重庆、天津、泉州、沈阳、乐山、河北、湖北、北海共10大造纸基地；海外在越南设有1个造纸基地，在马来西亚布局1个浆厂与1个造纸基地，在美国拥有4个浆纸厂及1个包装厂，全球化产能布局日趋完善。截至2025年年底，公司纤维原料总设计年产能约为820万吨（木浆540万吨、再生浆70万吨、木纤维210万吨）；造纸总设计年产能约为2540万吨；下游包装厂总设计年产能约29.0亿平方米。

浆纸一体化战略深化，构建绝对成本护城河：公司造纸产线布局已基本完成，未来资本开支的重点全面转向自产浆，根据公司后续扩产计划，随着后续新建木浆项目完全落地后，公司纤维原料总设计年产能将提升至1070万吨，其中木浆790万吨、再生浆70万吨、木纤维206万吨，共同支撑高端箱板、白卡纸与文化纸等产品的原料需求。自制浆相对外购成本低，产能投产后预计带来丰厚利润增厚。

零关税进口冲击边际减弱，国产纸价低位运行，显著压缩进口纸价格优势：自2023年箱板纸、瓦楞纸实施进口零关税后，初期海外低价纸凭借5%-6%的关税红利形成显著成本优势，进口量激增并对国内市场造成冲击。近两年进口冲击已呈现边际减弱趋势，国内行业盈利持续下滑，主动压低了国产纸价，压缩了进口纸的套利空间与价格优势。

浆纸价格剪刀差扩大，价格底部企稳：2026年箱板纸行业新产能有限、龙头主动控量稳价，包装纸需求随出口与电商回暖持续修复。售价端，公司在2月底至3月初密集发布了多轮涨价函，上调主要纸品价格；成本端，国际木浆价格持续上涨，Suzano等海外浆厂已连续提价，支撑行业挺价意愿。公司凭借已投产的纸浆产能锁定低成本，伴随销售价格上涨，产能利用率和吨盈利中枢有望自低位抬升。

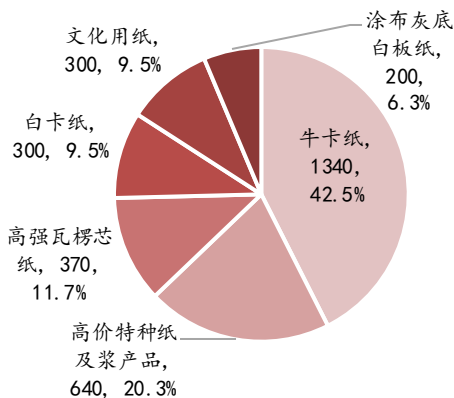
表 10：玖龙纸业产能结构及待投产能

基地	造纸产能布局			原料端产能布局 (万吨)		
	造纸品类	产能 (万吨)	纸机数量 (个)	木浆	木纤维	再生浆
国内造纸 (2313 万吨)、制浆基地						
东莞基地	牛卡纸、高强瓦楞原纸、涂布灰底白板纸、白卡纸及文化用纸	585	16	60	21	-
太仓基地	卡纸、高强瓦楞原纸及文化用纸	303	8	-	36	-
重庆基地	牛卡纸、高强瓦楞原纸及涂布灰底白板纸	190	4	50	21	-
天津基地	卡纸、高强瓦楞芯纸及涂布灰底白板纸	215	5	-	10	-
泉州基地	牛卡纸及环保牛卡纸	100	3	-	21	-
沈阳基地	高档牛卡纸、牛卡纸	160	3	32	24	-
乐山基地	高强瓦楞原纸及特种纸 (主要为雪杉牌电容器纸及绝缘纸)	35	-	-	-	-
河北基地	牛卡纸及高强瓦楞原纸	100	3	-	21	-
湖北基地	牛卡纸、文化用纸及白卡纸	300	-	195	21	-
北海基地	高档牛卡纸、白卡纸及文化纸	325	-	190	-	-
马来西亚/越南造纸 (135 万吨)、制浆基地						

基地	造纸产能布局			原料端产能布局 (万吨)		
	造纸品类	产能 (万吨)	纸机数量 (个)	木浆	木纤维	再生浆
马来西亚基地	牛卡纸、高强瓦楞原纸	90	2	-	-	48
越南基地	牛卡纸及环保牛卡纸	45	2	-	10	-
美国造纸、制浆基地						
Rumford(缅因州)	单面涂布纸、铜版纸及涂布机械浆纸、浆	55	3	浆纸一体化工厂		
Biron(威斯康辛州)	涂布机械浆纸	34	2	浆纸一体化工厂		
OldTown(缅因州)	浆厂	-	-	浆厂		
Fairmont(西维珍尼亚州)	再生纸浆厂	-	-	-	-	22
2026年及以后资本开支计划						
重庆基地	70万吨化学浆, 预计2026Q4投产					
天津基地	50万吨化学浆, 预计2026Q4投产					
天津基地	80万吨化学浆, 预计2027Q2投产					
东莞基地	50万吨化学浆, 预计2027Q3投产					

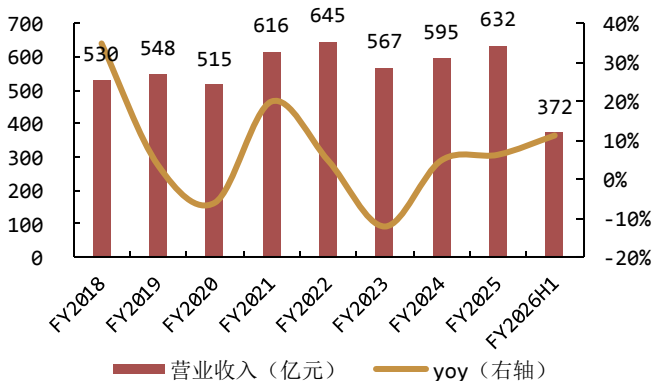
数据来源: 公司官网, 西南证券整理 (为部分产能)

图 34: 截至 25 年年底玖龙纸业分产品产能 (万吨)



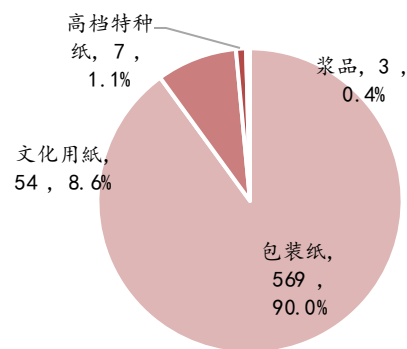
数据来源: wind, 西南证券整理

图 36: 玖龙纸业营收及增速



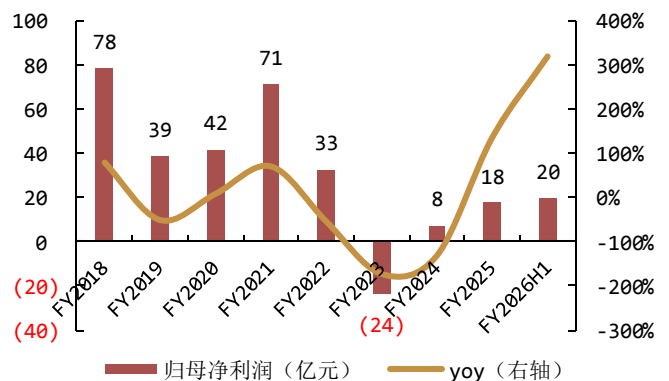
数据来源: wind, 西南证券整理

图 35: 玖龙纸业 FY2025 年营收 (亿元) 分产品拆分



数据来源: wind, 西南证券整理

图 37: 玖龙纸业净利润及增速



数据来源: wind, 西南证券整理

7 风险提示

下游需求复苏不及预期的风险、原材料价格大幅波动的风险、产能投放超预期的风险、环保及行业政策变化的风险、汇率波动的风险。

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
北京	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn

	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
