

行至低潮，破局求变

---2025 年纸浆期货行情展望

高琳琳

投资咨询从业资格号：Z0002332

gaolinlin@gtjas.com

报告导读：

我们的观点：2025 年海外通胀降温，欧美纸业需求回暖，国内各纸企产能投放以及落后产能出清，利润改善后推动浆价上涨，还需关注国内场景气度、纸业开工节奏和淡旺季需求变动情况。预计明年纸浆价格寻底后上涨，年内高点或在 Q2/3。

我们的逻辑：2025 年纸浆供应压力延续，需求变化以国内消费变化为主。供给方面，国内纸浆预计新增产能 368.8 万吨，由于 2024 年下半年产能投放较多，2025 年上半年产量爬坡，将带来较大供应增量。海外预计新增产能 234 万吨，其中阔叶浆 199 万吨，占比 85%。需求方面，下游行业依旧是白卡纸新增产能最多，2025 年计划投产文化纸 190 万吨、白卡纸 431.2 万吨、生活用纸 33 万吨，扩张速度较 2024 年大幅提升。2024 年国内纸浆供应过剩，且需求端疲软叠加成本端利空，各成品纸利润整体下滑严重，双胶纸负利润持续半年，生活用纸利润在下半年转正。随着 2025 年宏观经济温和增长驱动纸成品终端需求，纸厂盈利情况改善，伴随行业上下游持续发展优化利润分配，纸浆供需矛盾或有所缓和。

投资展望：盘面缺乏明显驱动，供需博弈下以区间内高抛低吸为主。上半年多空因素交织，海外库存进入去化阶段，国内港口库存预计在年初累库后下降，纸浆新增产能不断投放，待终端需求温和复苏以及下游纸厂提价和开工率情况好转后，浆价或触底回升，下半年关注产能落地以及白卡纸和生活用纸消费的增速情况。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

1. 2024 年纸浆走势回顾.....	3
1.1 期现价格走势回顾.....	3
1.2 波动率表现回顾.....	4
2. 2025 年纸浆运行逻辑：行业寻底后企稳，年内高点或在 Q2/3.....	5
2.1 供应端：阔叶浆增量矛盾拖累，针阔叶结构性矛盾延续.....	5
2.1.1 欧美浆厂关停较多，俄针减量，针叶暂无进口压力.....	6
2.1.2 海外阔叶浆和国内规模纸企配套浆纸产能陆续投放.....	7
2.2 需求端：国内加速产能出清和整合，出口提供利润来源.....	9
2.2.1 欧美纸业需求稳中回升，高端出口提供利润来源.....	9
2.2.2 国内纸制品产能过剩严峻，出清整合成行业主线.....	12
3. 结论与投资展望.....	19
3.1 2025 年浆价判断.....	19
3.2 投资展望.....	19

(正文)

1. 2024 年纸浆走势回顾

1.1 期现价格走势回顾

第一季度：进口量历史高位，节后消费预期叠加减供情绪推动价格转势，外盘价格坚挺，盘面先降后升。

从 1 月 2 日的 5854 元/吨涨至 3 月 29 日的 6138 元/吨，涨幅 4.85%。供给方面，主要受 2023 年 Arauco、UPM 新增产能投放影响，一季度纸浆进口量处于历史高位，共 919 万吨，同比+9.27%，化机浆、阔叶浆开工率窄幅上涨，产量环比提升，但同比分别-12.62%/-2.41%。国内纸浆港口库存在经历两个月的累库后开始去库，3 月青岛港、常熟港、天津港和高栏港总库存 181.6 万吨，环比-11.2%。需求方面，各纸制品复苏明显，一季度双胶纸、铜版纸、白卡纸、生活用纸消费量分别为 240.7/106.0/286.8/288.9 万吨，同比+12.6%/+9.5%/+44.0%/+24.0%。经历节前造纸行业的传统淡季后，节后消费预期叠加 3 月芬兰运输工人罢工、Metsa Fiber Kimi 工厂爆炸减供情绪影响推动浆价转势，纸浆现货市场报价走强，且 Arauco、Suzano 纸浆价格报涨对盘面也有所支撑，盘面先降后升。

第二季度：国外供应扰动与国内产能释放对抗，5 月纸浆高位震荡，下游进入淡季后，盘面偏弱震荡。

4 月 1 日至 6 月 28 日期间，盘面从 6166 元/吨降至 5970 元/吨，跌幅 3.18%。供给方面，国外扰动多发如 Canfor 削减 Northwood 工厂生产线、Arauco 阔叶浆停机检修、Suzano 塞拉多项目推迟等助推盘面价格上涨，二季度纸浆进口量 865 万吨，同比-5.46%，6 月港口库存处于近三年最低水平，而国内江苏南通王子浆线重启、福建联盛新增 166 万吨阔叶浆产能释放供应端压力。需求方面，淡季氛围提升，4-6 月制造业 PMI 分别为 50.4/49.5/49.5，下游原纸行业开工负荷率走低，终端市场表现欠佳，利润明显下滑，6 月晨鸣、白云纸业等企业计划停机检修，厂家采购原材料积极性一般，对高价货接受意愿不强，纸企以刚需采购消化库存为主，纸浆价格难有上涨空间，盘面偏弱震荡。

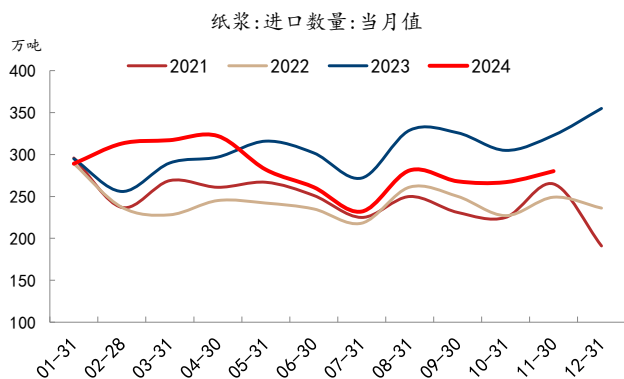
第三季度：外盘价格下调，供应压力仍在，季节性旺季到来后盘面上涨。

7 月 1 日至 9 月 30 日，纸浆从 5904 元/吨上涨至 5912 元/吨，涨幅 0.14%。供给方面，三季度纸浆进口量同比-15.75%，但仍处于近四年中上水平，7、8 月国际浆厂外盘价格下调叠加国内福建联盛阔叶浆稳定放量以及玖龙纸业阔叶浆投产预期，对市场情绪形成一定利空。消息面上，海外扰动明显减少，7 月底 Suzano 新厂正式投产，按木浆年产能 255 万吨，Klabin 将年产能 150 万吨纸浆的 Ortigueira 工厂停产 2 周，8 月底加拿大铁路工人罢工。需求端，下游逐渐迎来季节性旺季，成品纸产销数据表现较好，因库存周期原因，前期浆价下调还未带来实际成本降低，9 月双胶纸、白卡纸利润下跌，铜版纸、生活用纸利润上升，其中双胶纸生产毛利至 9 月底依旧为负值，纸厂开工率走低，9 月双胶纸、铜版纸，白卡纸、生活用纸开工率分别为 59.7%/62.6%/79.8%/63.8%，同比-13.29%/-3.84%/-9.83%/-6.92%。9 月美联储降息带动一定宏观情绪回暖，且外盘价格偏强，浆价触底后上涨。

第四季度：前期新增产能生产稳定，10 月旺季特征不明显，国内外需求疲软，纸浆震荡运行。

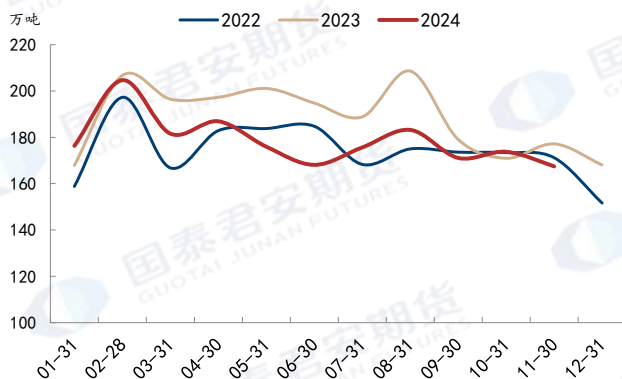
10 月 8 日至 12 月 11 日，纸浆从 5784 元/吨涨至 5830 元/吨，涨幅 0.80%。供给方面，前期纸浆新增产能生产基本稳定，国内港口库存整体呈累库态势，欧洲纸浆港口库存经历上一季度连续累库，预计四季度以去库存为主。需求方面，10 月旺季特征不明显，下游原纸市场需求疲软，双胶纸、铜版纸、白卡纸消费量环比下降且不及去年同期水平，原料购买情绪一般，纸厂开工率依旧下行。海外消费环境低迷，10 月美国制造业 PMI 为 46.5，欧元区经济景气指数 95.6，美国大选、人大常委会审议通过 8000 亿化债举措等宏观扰动影响较多，12 月起期货成交与持仓量明显下跌，纸浆震荡运行。

图 1：2021-2024 纸浆进口量



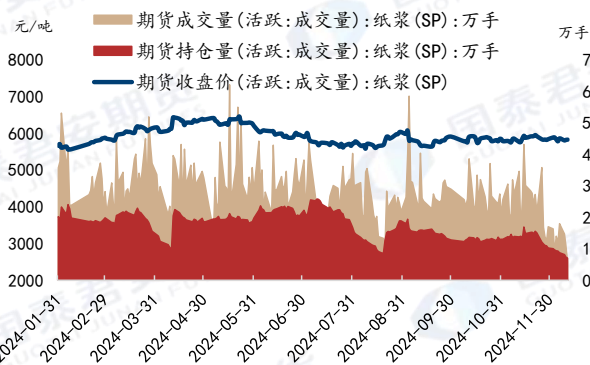
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 2：青岛港+常熟港+天津港+高栏港纸浆库存



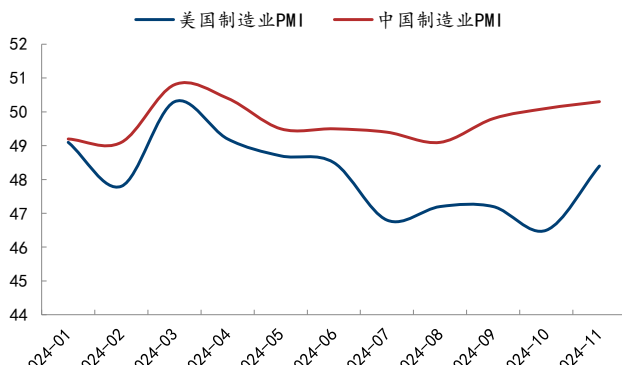
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 3：纸浆期货价格、成交与持仓



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 4：中美制造业 PMI



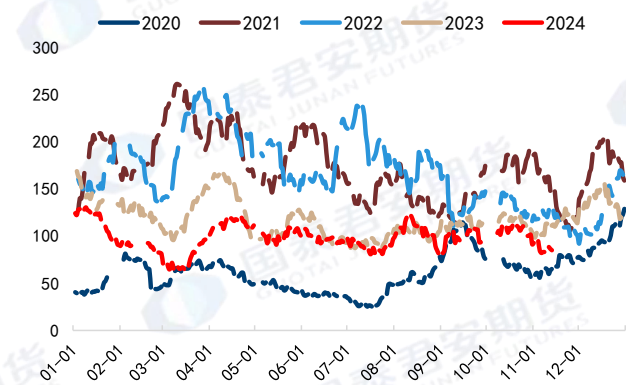
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

1.2 波动率表现回顾

真实波幅（ATR）又被称为平均真实波动范围，该指标在实际使用过程中是用来衡量市场波动的强烈度。ATR 指标在某种程度上，可以反映市场投资者的风险偏好。真实波幅（ATR）=TR 的 N 日简单移动平均，其中 $TR = | \text{最高价} - \text{最低价} |$ 和 $| \text{最高价} - \text{昨收} |$ 和 $| \text{昨收} - \text{最低价} |$ 的最大值。

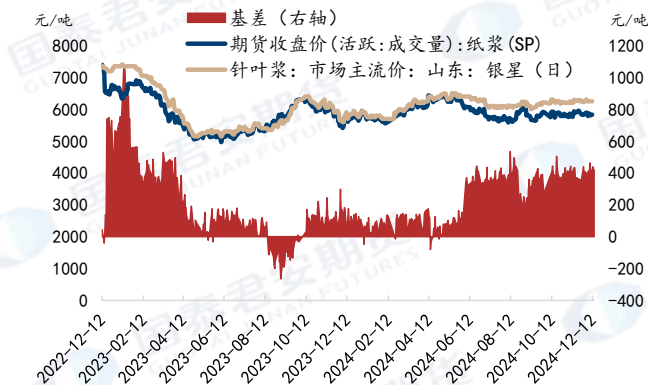
今年纸浆期货 ATR 在 1-3 月高位回落，4 月中旬和 8 月中旬出现小幅上升，其余时间较为平稳，2024 年整体波动率处于历史较低水平。2024 年初延续了 2023 年末纸浆进口的激增，港口有累库趋势，海外纸浆库存已从高位回落，而海外需求无明显复苏迹象，年初是消费淡季，但国内下游开工率、消费量均较高，加之 2023 年末红海地区的政治局势紧张，纸浆走势易受宏观资金扰动影响，ATR 相应较高。4 月中旬，供应端既有芬兰工人罢工、Metsa Fiber Kimi 工厂爆炸等对盘面形成利多，也存在港口严重累库等利空因素，纸浆价格维持在高位震荡，而终端消费表现处于近几年高位，多空矛盾较为剧烈，波动率也较高。8 月纸浆市场交易氛围偏淡，国内阔叶浆供应量有增加预期，也存在九月旺季到来需求量的增加预期，此时市场终端对价格预期消化不足，下游需求改善后支撑纸浆价格走势稳定，ATR 下跌。

图 5：纸浆期货波动率



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 6：纸浆（银星）基差走势图



资料来源：同花顺 iFinD，钢联，国泰君安期货研究

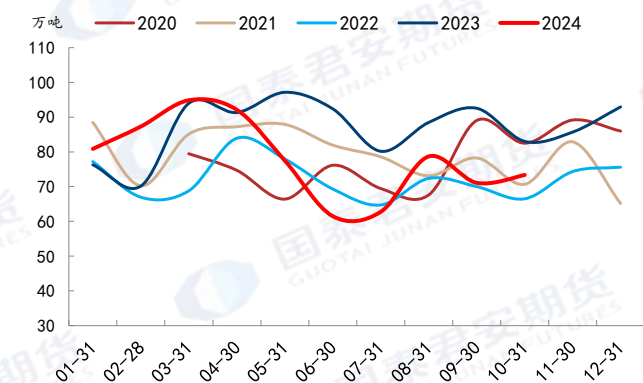
2. 2025 年纸浆运行逻辑：行业寻底后企稳，年内高点或在 Q2/3

2.1 供应端：阔叶浆增量矛盾拖累，针阔叶结构性矛盾延续

我国木浆进口依赖程度虽然较高，但近几年随着国内“林浆纸一体化”项目陆续推进投产的影响，进口木浆消费量占比由 2019 年的 64.7% 下降至 2023 年的 54.4%。2024 年一季度进口针阔叶浆均处于历史高位，3 月末外盘价格上涨，针叶浆品牌银星涨价 35 美元/吨，阔叶浆品牌明星涨价 60 美元/吨，针阔叶浆内外利润倒挂，针叶浆进口量开始大幅下降，阔叶浆进口量相对稳定但由于下半年国内浆线大量投产以及 2023 年基数较高，同比下降严重。2024 年 1-10 月累计进口针叶浆 780.0 万吨，同比-9.85%；1-10 月累计进口阔叶浆 1254.8 万吨，同比-5.59%。

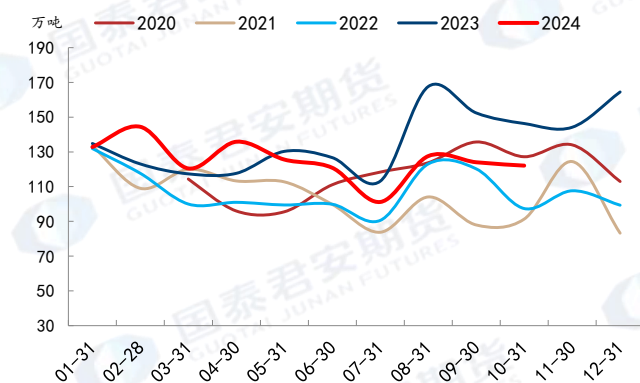
2024 年海外新增纸浆产能 255 万吨，国内纸浆新增 420 万吨产能已投产，预计还有 317.2 万吨产能将在年底释放。值得注意的是，2024 年海外新增产能均为阔叶浆，而国内新增产能也以阔叶浆为主。针阔叶浆供应端逐渐分化，针叶浆市场相对平稳而阔叶浆近几年国内产能增速仍在上升，2024H1 国内阔叶浆产量 308.2 万吨，同比+11.89%。二者价差从 2024 年 5 月起不断扩大，至 2024 年 12 月 2 日，山东银星进口报价 6300 元/吨，山东金鱼进口报价 4450 元/吨，价差 1850 元/吨。

图 7：2020-2024 针叶浆月度进口量



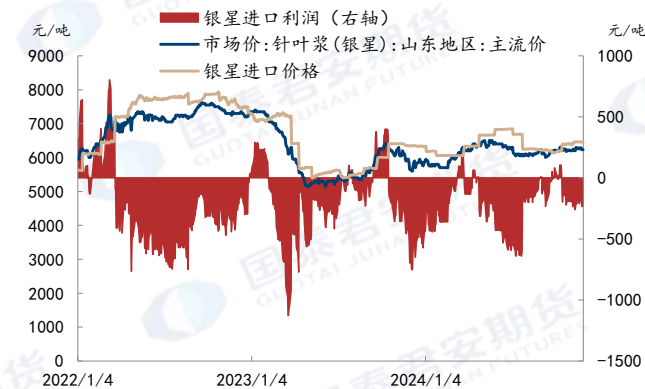
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 8：2020-2024 阔叶浆月度进口量



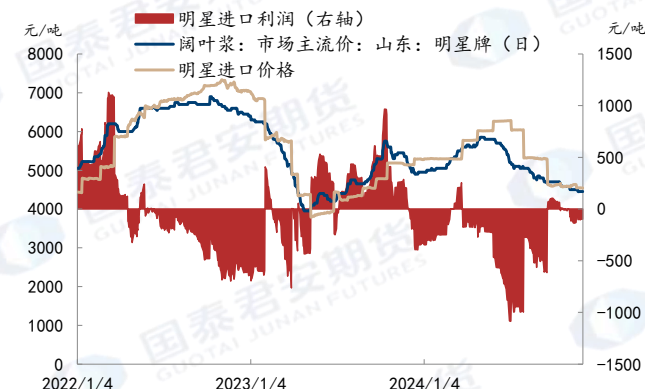
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 9：针叶浆进口利润



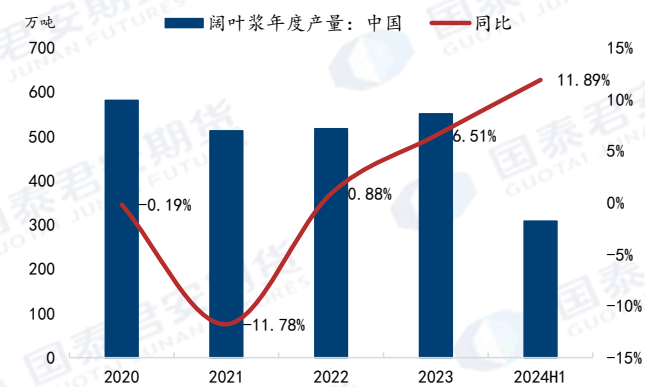
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究，进口价格计算方法为：外盘 CFR 报价*当日即期汇率*1.13 税率+80 港杂费

图 10：阔叶浆进口利润



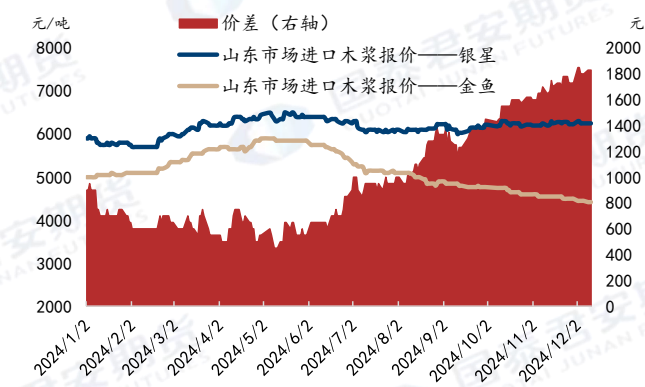
资料来源：同花顺 iFinD，钢联，国泰君安期货研究，进口价格计算方法为：外盘 CFR 报价*当日即期汇率*1.13 税率+80 港杂费

图 11：阔叶浆国内产量及同比



资料来源：隆众化工，国泰君安期货研究

图 12：针阔叶浆价差



资料来源：隆众化工，国泰君安期货研究

2.1.1 欧美浆厂关停较多，俄针减量，针叶暂无进口压力

近两年欧美浆厂因经营亏损、原料短缺、自然灾害等问题关停较多，针叶产能受影响较大。2023 年因厂线关停，纸浆减产 216.8 万吨，其中绝大多数为针叶浆，2024 年共减产 62 万吨，其中 AV Terrace Bay 因市场情况不佳停产其位于加拿大安大略省的浆厂，Canfor 则因纤维供应量下降无限期削减 Northwood 工厂的一条生产线，二者均为针叶浆。

俄针进口减量，2024 年 1-10 月俄针累计进口量为 93.9 万吨，同比-14.8%。首先，2023 年因欧美加息海外纸浆消费水平下降导致全球发运中国针叶浆的比例提升，而今年海外需求回暖，部分针叶浆回流至欧美；其次，因俄乌冲突，西方国家对俄罗斯采取经济制裁，俄针出口受限而更多销往中国，2024 年开始回归正常；最后，国内下游需求疲软，针叶浆消费量同比减少，纸企盈利情况不佳，进口意愿下降。

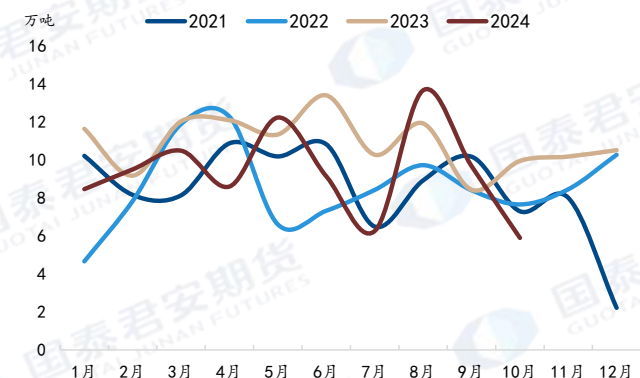
2024 年海外新增 255 万吨产能为阔叶浆，而减产 62 万吨产能均为针叶浆，针阔叶浆供应端分化严重，而 2028 年之前大型的针叶浆产能投放或只有 Kemi 工厂的 80 万吨针叶浆项目，预计 2025 年针叶浆进口压力较小。国内针叶浆月度表观消费量与进口量变动趋势基本保持一致，2024 年 1-10 月二者差值最小值为 7.1 万吨，差值最大值在今年 8 月，为 10.8 万吨。

表 1：海外浆厂关停情况

关停时间	浆厂	年产能（万吨）	浆种	国家
2023年Q2	Canfor - Prince George	28	针叶浆	加拿大
2023年H2	Stora Enso - Sunila	37.5	针叶浆	芬兰
2023年Q3	Westrock - Tacoma	6	漂白纸浆	美国
2023年Q3	Arauco - Licance	16	本色浆	智利
2023年Q4	Domtar - Espanola	28	针叶浆	加拿大
2023年Q4	GP - Foley Cellulose	51.3	针叶浆/溶解浆/绒毛浆	美国
2023年Q4	IP - Riegelwood/Pensacola	50	针叶浆/绒毛浆	美国
2023年合计减产		216.8		
2024年1月	AV Terrace Bay	32	针叶浆	加拿大
2024年5月	Canfor-Northwood	30	针叶浆	加拿大
2024年合计减产		62		

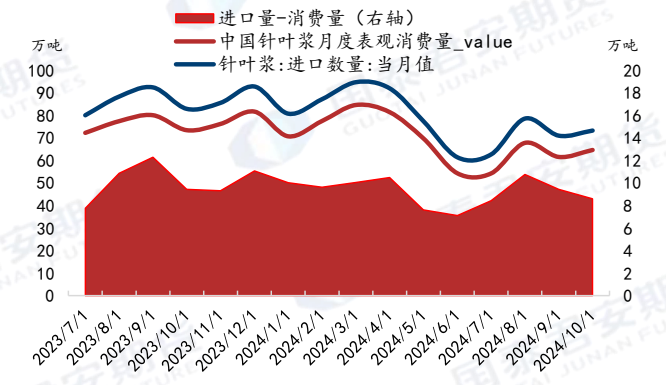
资料来源：公开资料收集，国泰君安期货研究

图 13：2021-2024 俄针月度进口量



资料来源：海关总署，国泰君安期货研究

图 14：针叶浆进口量与表观消费量对比



资料来源：卓创资讯、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

2.1.2 海外阔叶浆和国内规模纸企配套浆纸产能陆续投放

2024 年海外新增产能只有 7 月 Suzano 在巴西塞拉多工厂新增的 255 万吨阔叶浆产能，无新增针叶浆产能。2025 年产能预计新增 234 万吨，其中阔叶浆 199 万吨，占比 85%，针叶浆仅有 Paper Excellence 新增的 35 万吨产能（小型项目），阔叶浆包括 APP-OKI 新增的 110 万吨产能、lilim 新增的 15 万吨产能、Vietracimex 新增的 40 万吨产能以及 Suzano 计划改造其位于利梅拉工厂的漂白阔叶浆生产线，更新的产线产能将从 10 万/吨提升至 44 万吨/年。巴拉圭 Paracel 的 180 万吨漂阔浆项目由于经济困难，已推迟至 2027 年。

2024 年国内纸浆总产能预计新增 737.2 万吨，相比 2023 年增幅较大，其中已投产 420 万吨，剩余 317.2 万吨预计在年底投产，不确定性较大。新增产能以阔叶浆和化机浆为主，其中 521.2 万吨产能为林浆纸一体化配套项目，占比 70.7%。国内纸企中玖龙纸业和联盛纸业增长最多，分别新增 194 万吨化学浆、化机浆和 166 万吨化学浆，联盛纸业新增的 166 万吨产能中约 80-90 万吨产能将用于外售。2025 年国内纸浆总产能预计新增 368.8 万吨，相比 2024 年有较大减少，但由于 2024 年有较多产能计划于年底投放，实际投产情况可能延期至 2025 年。

表 2：海外纸浆投产情况

投产时间	公司	年产能（万吨）	浆种	国家
2024年7月	Suzano	255	阔叶浆	巴西
2025（待定）	Paper Excellence	35	针叶浆	加拿大
2025	APP-OKI	55	阔叶浆	印尼
2025	Iljim	15	阔叶浆	俄罗斯
2025（待定）	Vietracimex	40	阔叶浆	越南
2025	APP-OKI	55	阔叶浆	印尼
2025Q4	Suzano	34	阔叶浆	巴西

资料来源：公开资料收集，BMA，国泰君安期货研究

表 3：2024 年国内纸浆投产情况

投产时间	公司	年产能（万吨）	浆种	位置	项目类型
2024年1月	玖龙纸业	20	化机浆	广西北海	林浆纸
2024年3月	五洲特纸	30	化机浆	江西九江	-
2024年4月	湖北仙鹤	10	化机浆	湖北石首	林浆纸
2024年5月	广西仙鹤	20	化机浆	广西来宾	林浆纸
2024年7月	联盛纸业	166	化学浆	福建漳州	林浆纸
2024年7月	玖龙纸业	30	半化学浆	广西北海	林浆纸
2024年8月	玖龙纸业	34	针叶漂白化学浆	广西北海	林浆纸
2024年9月	广西仙鹤	40	漂白化学浆	广西来宾	林浆纸
2024年9月	玖龙纸业	60	化机浆	广西北海	林浆纸
2024年9月	湖北仙鹤	10	化学浆	湖北石首	林浆纸
2024年已投产合计		420			
2024年底	玖龙纸业	50	化学浆	广西北海	林浆纸
2024年底	广西建晖	30.6	本色化学浆	广西藤县	林浆纸
2024年底	广西建晖	30.6	漂白化机浆	广西藤县	林浆纸
2024年底	华泰集团	70	化学木浆	山东东营	浆纸
2024年底	宜宾纸业	20	化机浆	四川宜宾	浆纸
2024年底	宜宾纸业	25	化学浆	四川宜宾	浆纸
2024年底	山东金天和	20	生物化机浆	山东泰安	浆纸
2024年底	内蒙古五方墨	51	漂白化机浆	内蒙古	浆纸
2024年底/2025年初	岳阳林纸	20	化机浆	湖南岳阳	林浆纸
2024年合计		737.2			

资料来源：公开资料收集，国泰君安期货研究

表 4：2025 年国内纸浆计划投产

预计投产时间	公司	年产能（万吨）	浆种	位置	项目类型
2025年初	德州泰鼎	15	化机浆	山东德州	-
2025Q2	玖龙纸业	65	化学浆	湖北荆州	林浆纸
2025Q2	玖龙纸业	70	化机浆	湖北荆州	林浆纸
2025Q3	太阳纸业	35	漂白化学木浆	广西南宁	林浆纸
2025Q3	太阳纸业	15	机械木浆	广西南宁	林浆纸
2025年9月	宁波亚洲浆纸	40.8	化机浆	浙江宁波	-
2025年10月	联盛纸业	53	化机浆	福建漳州	林浆纸
2025	广西金桂	75	化机浆	广西钦州	林浆纸
2025年合计		368.8			

资料来源：公开资料收集，国泰君安期货研究

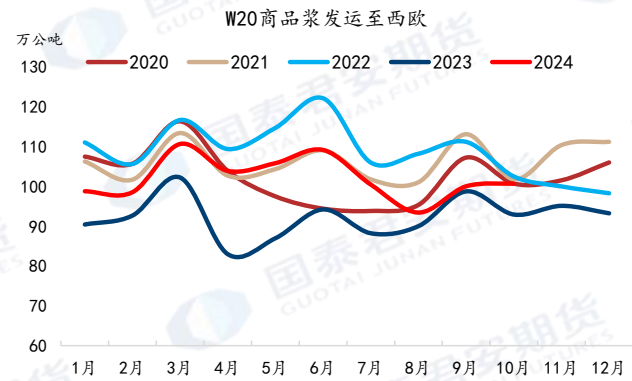
2.2 需求端：国内加速产能出清和整合，出口提供利润来源

2.2.1 欧美纸业需求稳中回升，高端出口提供利润来源

中国、欧洲和北美为商品浆的主要消费地，三者需求占比超过 70%，随着全球通胀下降以及进入降息周期等宏观利好因素，欧美纸业需求稳中回升。2024 年 1-10 月 W20 发运至西欧商品浆累计 1021.7 万公吨，同比+11.10%；发运至北美商品浆累计 642.0 万公吨，同比+4.76%。据 UPM2024 三季报，2024 年 1-9 月欧洲对图纸（graphic papers）的需求同比上升了 3%，新闻纸需求上升了 2%，杂志纸下降了 5%，高档纸（fine papers）上升了 9%。

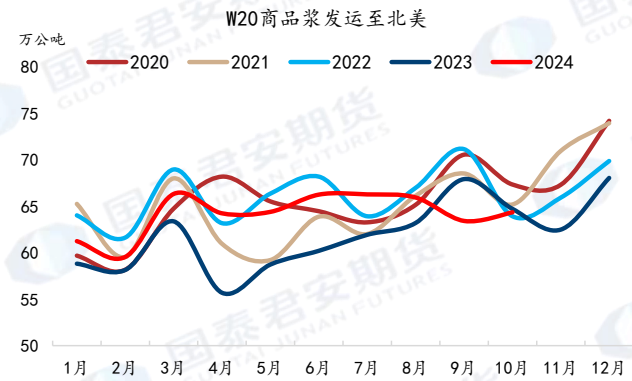
文化纸方面，欧美打印及书写用纸的需求量虽在历史偏低位置，但也出现边际修复，2024 年前三季度北美地区需求量同比上升 6.67%，西欧地区需求量同比上升 3.72%。白卡纸方面，近两年欧盟食品、饮料和烟草的零售价格指数回暖较快，2024 年 8 月、9 月同比均处于历史最高位，而美国零售和食品服务业（不包括机动车辆和零部件店）增速近几年有所放缓，2024 年 1-10 月累计销售额 56605.7 亿美元，同比+3.03%。生活用纸由于自身刚需的消费属性需求波动较小，欧美两大生活用纸企业在今年前三季度收入都有小幅下跌，Kimberly-Clark 前三季度收入同比-2.14%，主要受业务剥离和外汇折算的影响；Essity 前三季度收入同比-2.52%，主要原因是北美和欧洲的重组计划导致专业卫生用品领域的销售额下降。

图 15：W20 商品浆发运至西欧同比+11.10%



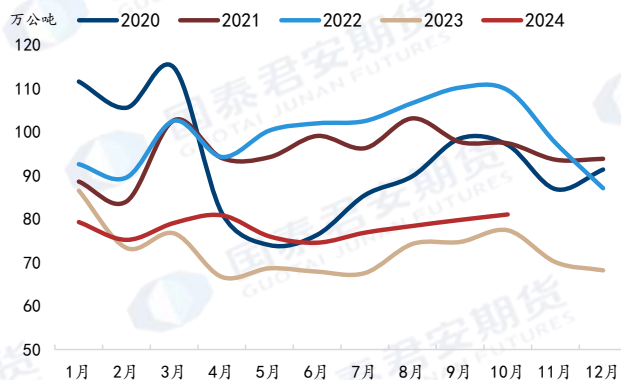
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 16：W20 商品浆发运至北美同比+4.76%



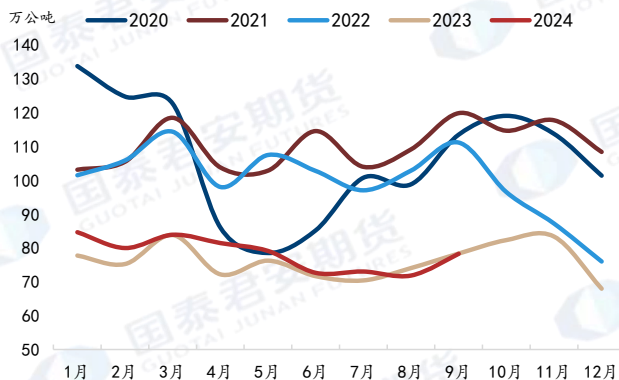
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 17: 北美打印与书写用纸月度需求量



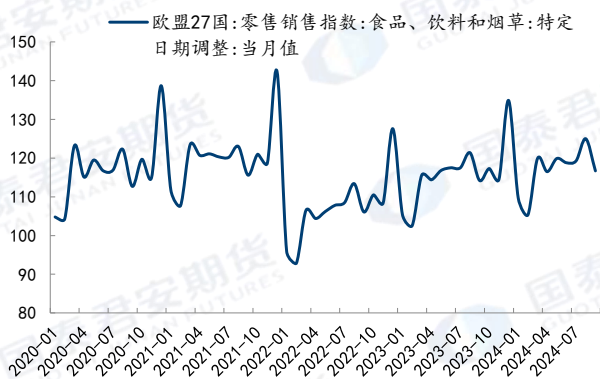
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 18: 西欧打印与书写用纸月度需求量



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 19: 欧盟 27 国零售销售指数:食品、饮料和烟草



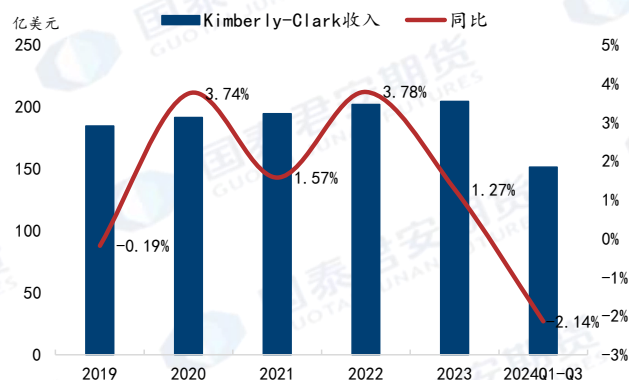
资料来源: 同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

图 20: 美国零售和食品服务销售额(不包括机动车辆和零部件店)及同比



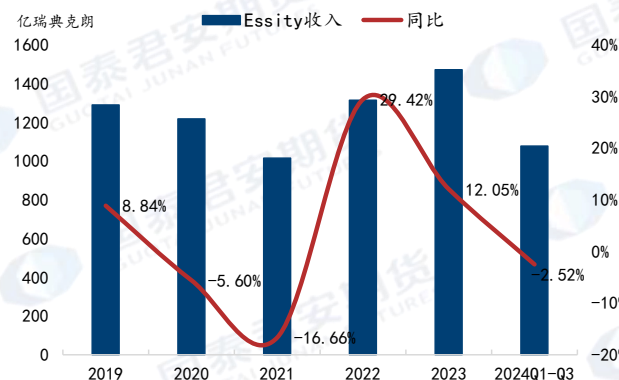
资料来源: 同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

图 21: Kimberly-Clark 前三季度收入同比-2.14%



资料来源: 公司公告, 国泰君安期货研究

图 22: Essity 前三季度收入同比-2.52%

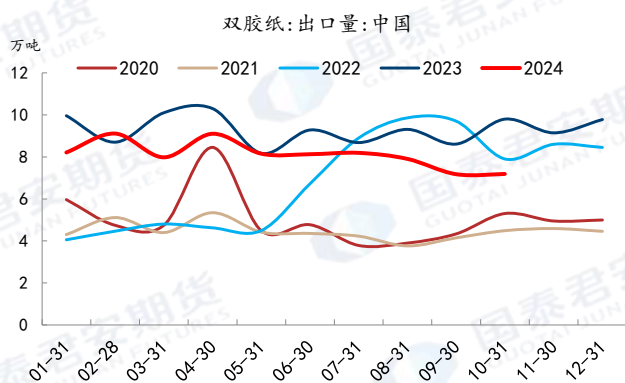


资料来源: 公司公告, 国泰君安期货研究

今年纸制品出口整体呈上升趋势，文化纸同比下降，白卡纸、生活用纸为近五年历史最高值。2024年1-10月，双胶纸累计出口81.2万吨，同比-12.6%；铜版纸累计出口48.8万吨，同比-16.5%；白板与白卡纸累计出口354.4万吨，同比+23.3%；生活用纸累计出口110.6万吨，同比+25.8%。一方面欧洲能源、人工成本上涨，另一方面国内纸企近几年产能集中投放，下游需求暂不能完全消化，故积极寻找海外市场。

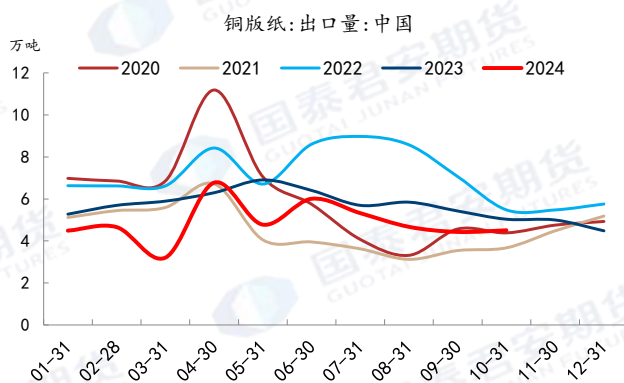
与国外纸企相比，国内纸企毛利率偏低，Suzano毛利率较高的主要原因包括其自有人工桉树林提供稳定且低成本的原料、出口产品平均售价的提升以及汇率的有利变动，太阳纸业因其拥有老挝林地以及提升产品多元化程度而相比国内其他纸企毛利率较高。目前国内纸企盈利状况不佳，随着欧美纸业需求逐渐回升，高端出口或成利润来源。

图 23：双胶纸出口处于历史高位，同比下降



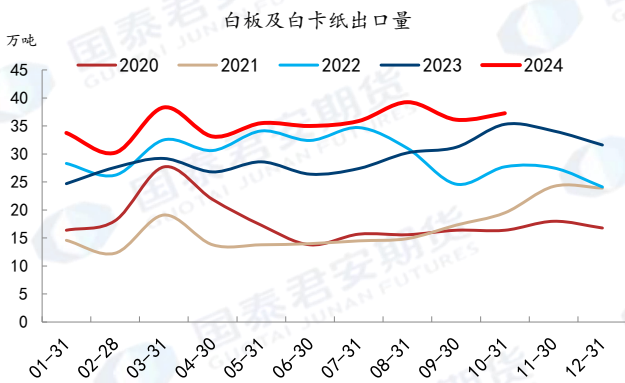
资料来源：隆众化工，国泰君安期货研究

图 24：铜版纸出口较为萎靡



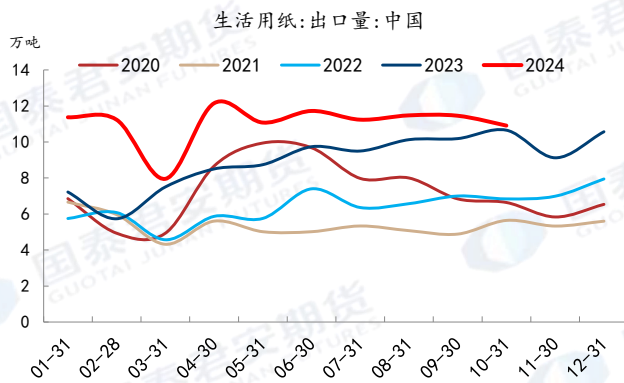
资料来源：隆众化工，国泰君安期货研究

图 25：白板与白卡纸出口量为近五年最高值



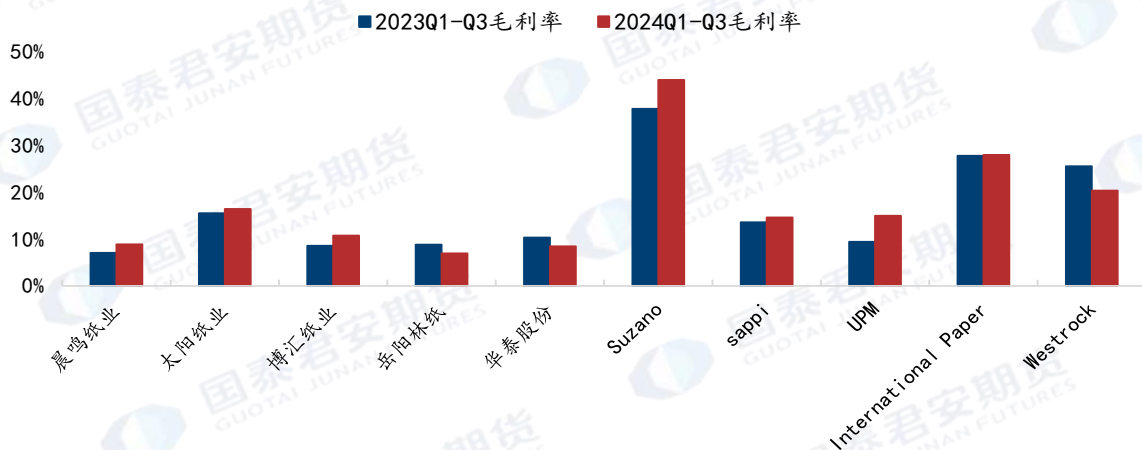
资料来源：卓创资讯，国泰君安期货研究

图 26：生活用纸出口量为近五年最高值



资料来源：隆众化工，国泰君安期货研究

图 27：国外纸企毛利率高于国内



资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，国泰君安期货研究

2.2.2 国内纸制品产能过剩严峻，出清整合成行业主线

产能投放角度，国内纸制品产能过剩严峻。自 2023 年进入产能扩张周期以来，国内纸企产能大量释放，2024 年新增产能 539.8 万吨，其中文化纸新增 162 万吨，且多为双胶纸；白卡纸增量 220 万吨，占比最大；生活用纸产能扩张提速，新增产能同比+17.2%。2025 年产能扩张延续，预计新增产能 734.2 万吨，其中文化纸产能 190 万吨，白卡纸产能 431.2 万吨，生活用纸产能 33 万吨，特种纸产能 80 万吨，考虑到目前纸制品行业盈利能力承压，投产不确定性较高，需关注后续产能落地情况。（生活用纸产能分散不便统计，计划产能可能与 33 万吨存较大偏差）

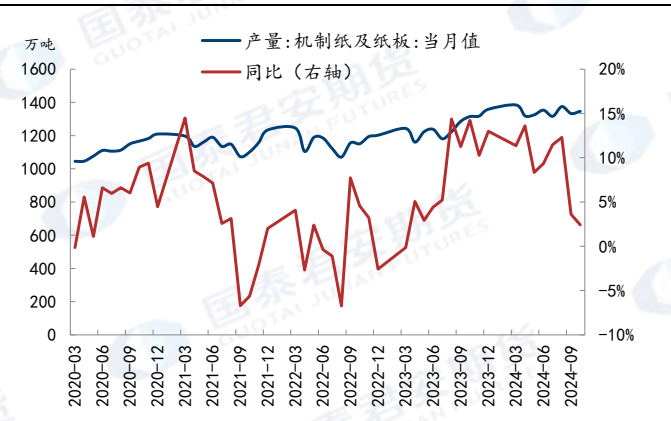
2024 年以来，多项政策鼓励高质量并购重组，其中国企是重要的参与主体。2024 年 4 月，国务院印发《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，提出加大并购重组改革力度，多措并举活跃并购重组市场，鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组等方式提高发展质量。2024 年 9 月证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，明确指出积极支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组，助力传统行业通过重组合理提升产业集中度，提升资源配置效率。目前国内双胶纸、生活用纸的竞争格局较为分散，而铜版纸、白卡纸的产能集中度则较高，随着市场需求的多元化发展和相关环保政策的趋严，纸制品工艺、质量等方面的要求日益提升，企业需要不断提高资源利用效率和创新能力，行业内的整合或成未来发展趋势。2024 年 1-10 月我国机制纸与纸板累计产量 12993.9 万吨，同比+10.6%，而造纸和纸制品业生产者价格指数从 2022 年 10 月起便保持下跌，原纸行业的盈利空间不断压缩。纸制品供给过剩而终端需求扩张不足，行业整体利润状况并不乐观，且产能利用率已明显下跌，预计 2025 年出清整合成行业主线。

表 5：国内纸质品投产情况

投产时间	公司	纸种	年产能（万吨）	地点	文化纸	白卡纸	生活用纸
2024年1月	华泰纸业	文化纸	52	山东东营	52	-	-
2024年1月	玖龙纸业	文化纸	55	广西北海	55	-	-
2024年2月	冠豪高新	白卡纸	30	广东湛江	-	30	-
2024年6月	中顺洁柔	生活用纸	10	四川达州	-	-	10
2024年9月	玖龙纸业	白卡纸	100	广西北海	-	100	-
2024年10月	金博士	生活用纸	16	湖北孝感	-	-	16
2024Q4	金桂浆纸	白卡纸	90	广西钦州	-	90	-
2024年12月	山东屹轩	文化纸	10	山东德州	10	-	-
2024年底	岳阳林纸	文化纸	45	湖南岳阳	45	-	-
2024	其他生活用纸	生活用纸	131.8	-	-	-	131.8
2024年合计			539.8		162	220	157.8
2025年3月	建晖纸业	食品卡纸	61.2	广西藤县	-	61.2	-
2025Q1	玖龙纸业	文化纸	60	湖北荆州	60	-	-
2025Q2	玖龙纸业	文化纸	70	广西北海	70	-	-
2025Q2	玖龙纸业	白卡纸	120	湖北荆州	-	120	-
2025H1	山东金天和	食品卡纸	30	山东泰安	-	30	-
2025年7月	博汇纸业	高档特种纸	80	江苏盐城	-	-	-
2025年10月	联盛纸业	白卡纸	100	福建漳州	-	100	-
2025年10月	联盛纸业	生活用纸	10	福建漳州	-	-	10
2025年10月	亚太森博	白卡纸	120	江苏如皋	-	120	-
2025	五洲特纸	文化纸	30	湖北汉川	30	-	-
2025	金博士	生活用纸	9	湖北孝感	-	-	9
2025年底	泰盛纸业	生活用纸	14	福建南平	-	-	14
2025年底	泰盛纸业	文化纸	30	福建南平	30	-	-
2025年合计			734.2		190	431.2	33

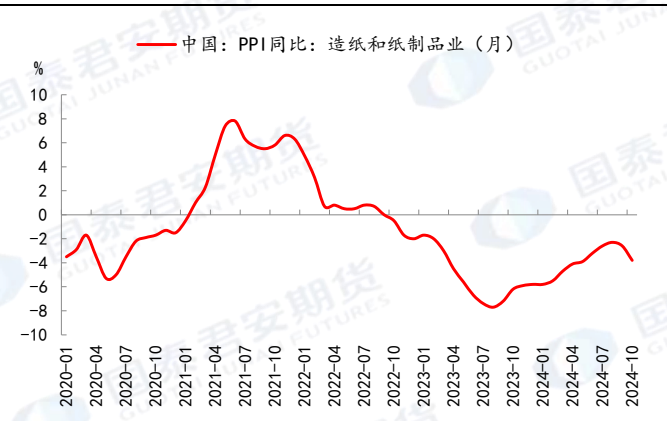
资料来源：公开资料收集，国泰君安期货研究

图 28：中国机制纸与纸板产量及同比



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 29：造纸和纸制品业 PPI 同比持续下跌

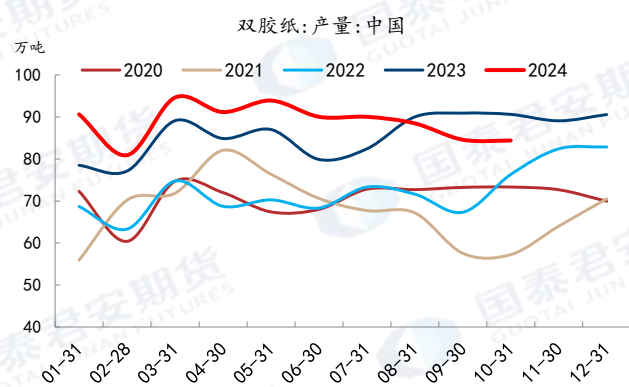


资料来源：钢联，国泰君安期货研究

从供需平衡状况来看，纸制品整体产量保持增长，铜版纸小幅下跌，需求增速均高于产量。2024 年 1-10 月，国内双胶纸、铜版纸、白卡纸和文化纸产量合计 3672.3 万吨，同比+10.53%，其中：双胶纸产量 888.8 万吨，同比+4.52%；铜版纸产量 372.8 万吨，同比-1.81%；白卡纸产量 1316.0 万吨，同比+25.00%；生活用纸产量 1094.8 万吨，同比+5.30%。需求上，2024 年 1-10 月，国内双胶纸表观消费量 831.7 万吨，同比+9.00%；铜版纸表观消费量 343.0 万吨，同比+2.73%；白卡纸理论消费量 1057.9 万吨，同比+31.04%；生活用纸表观消费量 1047.7 万吨，同比+7.41%。

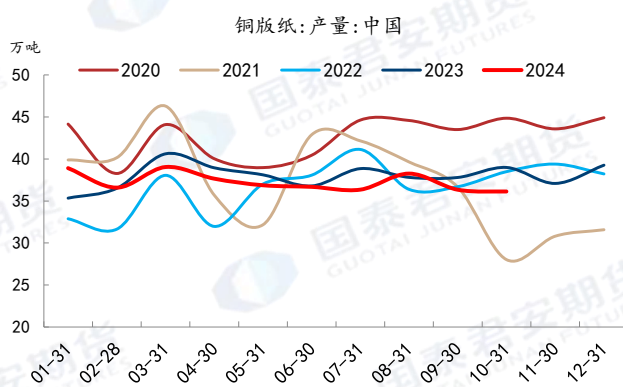
目前来看，国内纸制品供给与需求矛盾并不明显，虽然各纸成品消费量在绝对值上均小于产量，但在增速上均高于产量，未来纸制品需求增长的主要因素有消费升级与生活品质提升、“以纸代塑”等相关环保政策的持续推进以及新兴市场与应用领域的拓展等。考虑到 2025 年产能增速依旧处于高位，且今年 9、10 月份传统旺季消费复苏并不明显，对 2025 年纸浆供需状况持谨慎乐观态度。

图 30：双胶纸产量处于历史高位



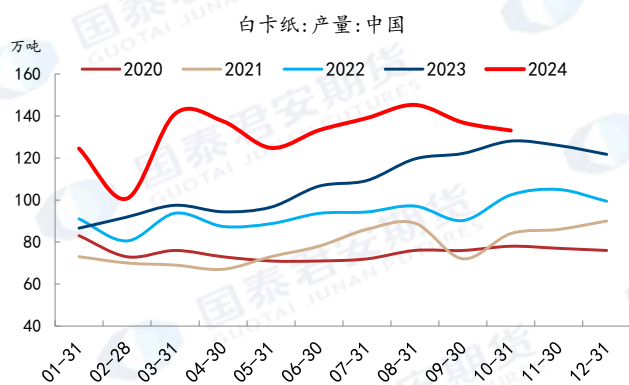
资料来源：隆众化工，国泰君安期货研究

图 31：铜版纸产量小幅下跌



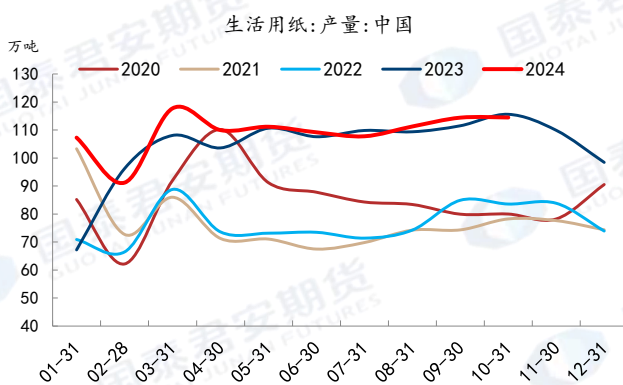
资料来源：隆众化工，国泰君安期货研究

图 32：白卡纸产量处于历史高位



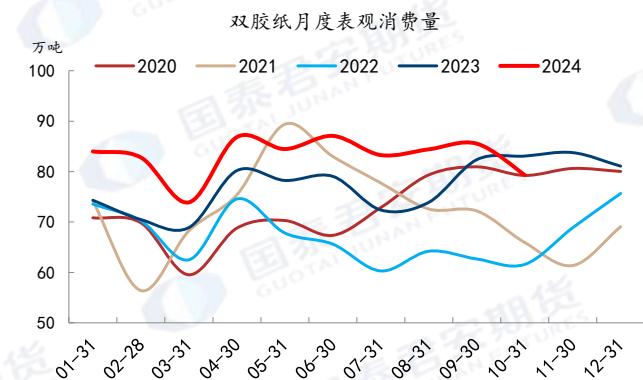
资料来源：隆众化工，国泰君安期货研究

图 33：生活用纸产量小幅上升



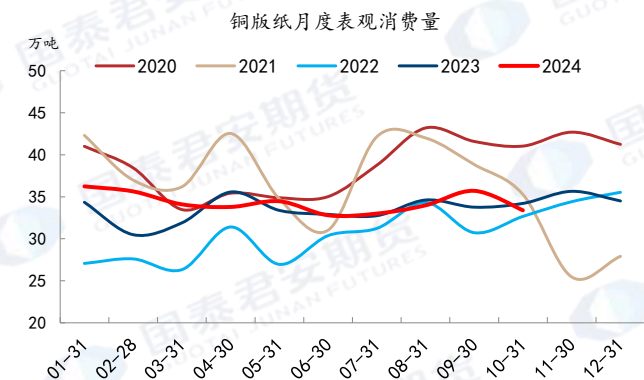
资料来源：隆众化工，国泰君安期货研究

图 34：双胶纸消费量处于历史高位



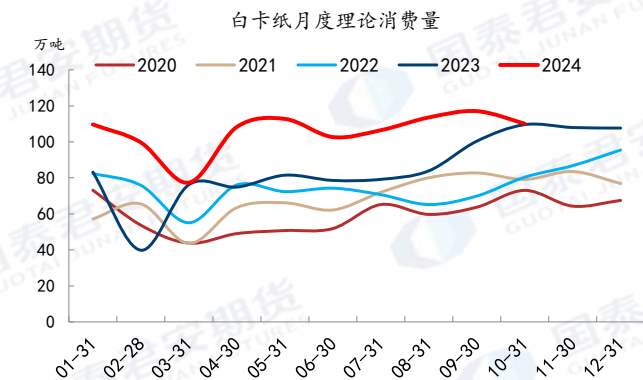
资料来源：隆众化工，国泰君安期货研究

图 35：铜版纸消费量同比+2.73%



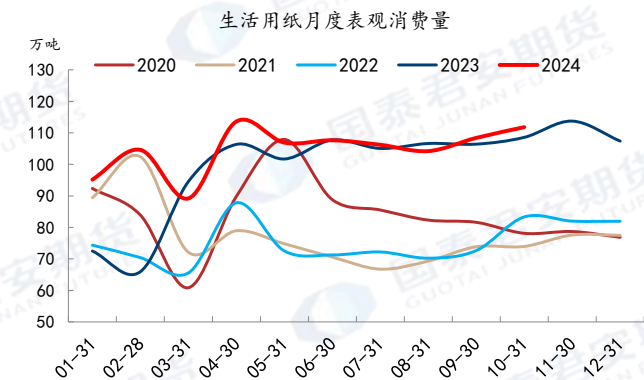
资料来源：隆众化工，国泰君安期货研究

图 36：白卡纸消费量同比大幅增长



资料来源：隆众化工，国泰君安期货研究

图 37：生活用纸消费量在 4 月边际大幅增长

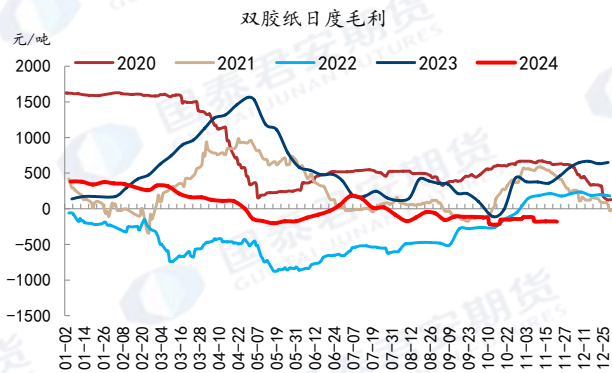


资料来源：隆众化工，国泰君安期货研究

从盈利情况来看，双胶纸近半年利润为负，生活用纸利润高基数回落，铜版纸、白卡纸较稳定。2024 年 1-10 月双胶纸日均毛利 15.7 元/吨，同比-97.1%；铜版纸日均毛利 599.2 元/吨，同比+4.2%；白卡纸日均利润 423.5 元/吨，同比-8.0%；生活用纸日均利润 58.6 元/吨，同比-87.6%。

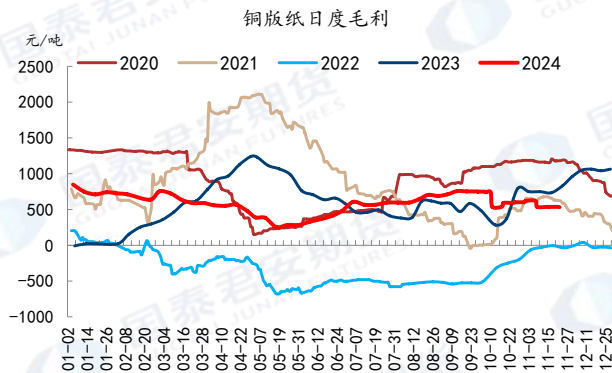
双胶纸、双铜纸价格在 4 月涨至年内最高点后开始回落，上游阔叶浆价格在 6 月开始下行，需求端疲软叠加成本端利空，双胶纸利润在今年 5 月起开始转负并持续至 11 月，铜版纸利润则在 5 月探底后回升。太阳纸业、亚太森博、金光纸业、玖龙纸业等大型纸企在 11 月下旬发布文化纸涨价函后，双胶纸、双铜纸利润在 12 月有所好转。白卡纸主要受供应大幅增加而需求不及预期的影响，全年利润承压，维持在历史偏低水平。生活用纸价格上半年有小幅上涨，后随着浆价回落以及产能释放开始下跌，整体均价相比 2023 年下跌 6.30%，6 月开始利润转正。受纸成品利润下降影响，主要纸企季度毛利率呈下降趋势，晨鸣纸业叠加财务违约影响第三季度毛利率仅为 0.8%，太阳纸业的盈利稳定性则较强。

图 38：双胶纸毛利 5 月起转负，仍未好转



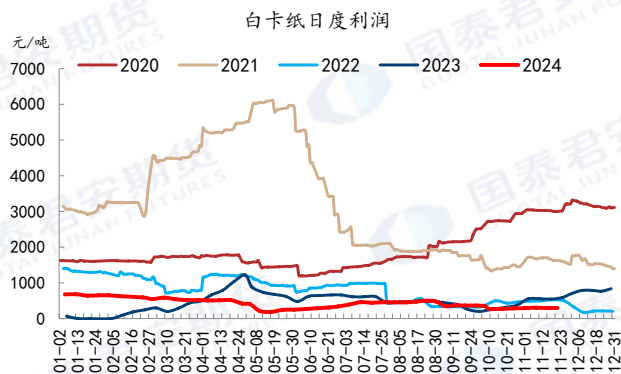
资料来源：隆众化工，国泰君安期货研究

图 39：铜版纸利润同比小幅降低



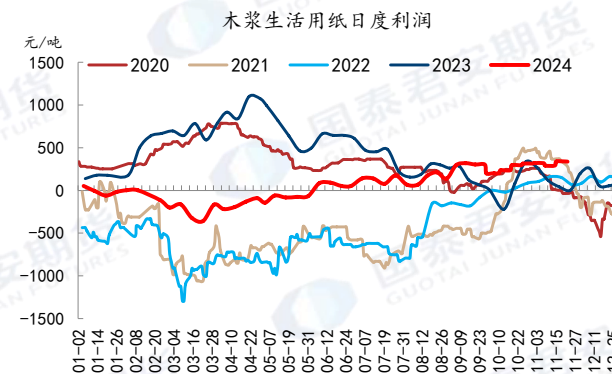
资料来源：隆众化工，国泰君安期货研究

图 40：白卡纸利润较稳定



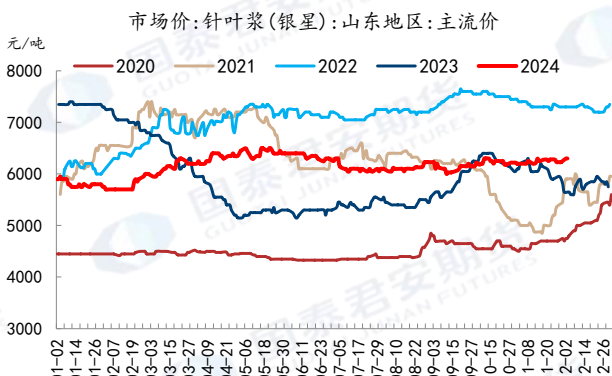
资料来源：隆众化工，国泰君安期货研究

图 41：生活用纸上半年亏损，下半年利润转正



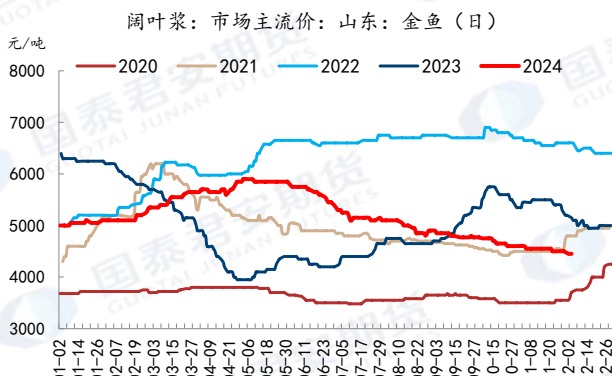
资料来源：隆众化工，国泰君安期货研究

图 42：针叶浆价格下半年稳定在历史偏高



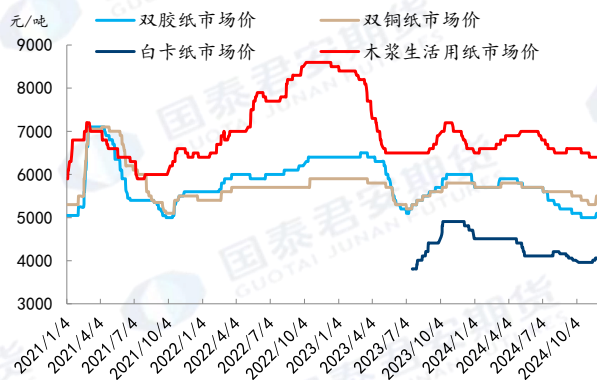
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 43：阔叶浆 6 月初价格开始下行



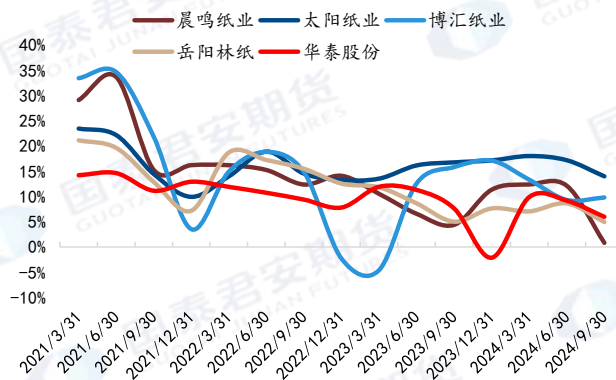
资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 44：纸制品整体价格下跌



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 45：主要浆纸企业季度毛利率环比降低

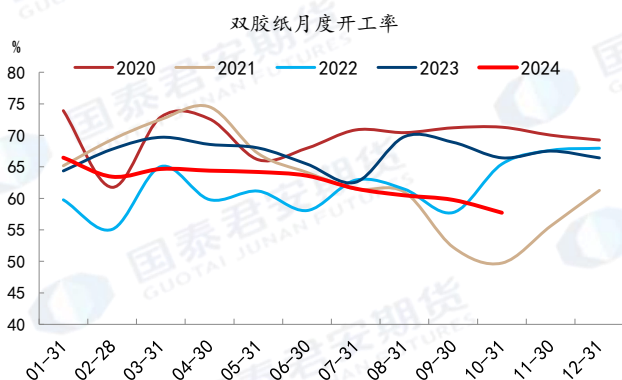


资料来源：同花顺 iFind，国泰君安期货研究

从市场景气度来看，开工率显著降低，社会库存整体向上偏移。由于盈利状况不佳，且前期产能扩张较快，下半年纸厂开工率维持下行，10月双胶纸、铜版纸、白卡纸和生活用纸开工率分别为57.7%、60.23%、72.9%、62.5%，长期来看，落后产能将加速出清。

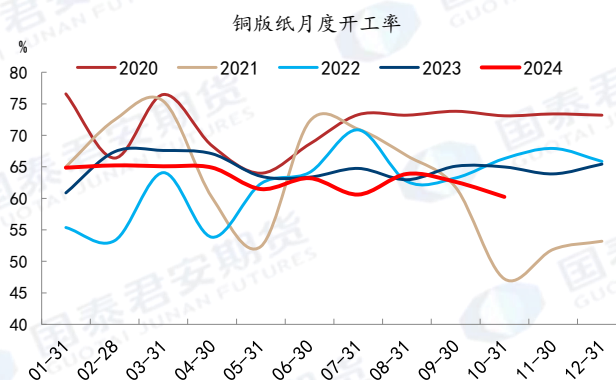
全年来看，纸成品社会库存整体向上偏移，白卡纸、生活用纸库存处于历史高分位，文化纸库存压力相对中等。双胶纸贸易商库存由年初49.2万吨上升至58.9万吨，铜版纸贸易商库存由年初37.2万吨上升至43.5万吨，白卡纸商业库存由年初230万吨上升至265万吨，生活用纸社会库存由年初129.0万吨下降至125.8万吨。下半年纸制品库存以去化为主，11月需求淡季来临，终端消费偏弱，高库存与低利润状态无明显改善，开工率仍未见上升趋势。

图 46：双胶纸开工同比降低，呈下降趋势



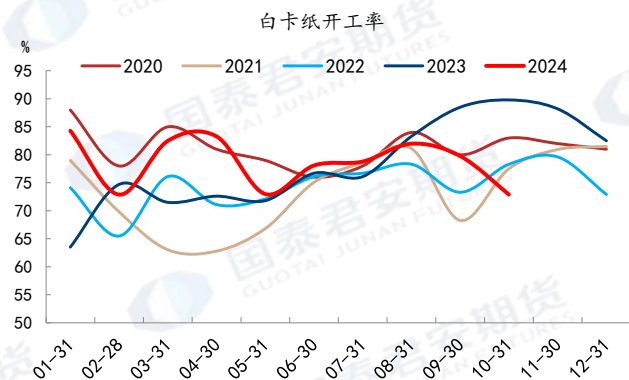
资料来源：隆众化工，国泰君安期货研究

图 47：铜版纸开工同比降低，呈下降趋势



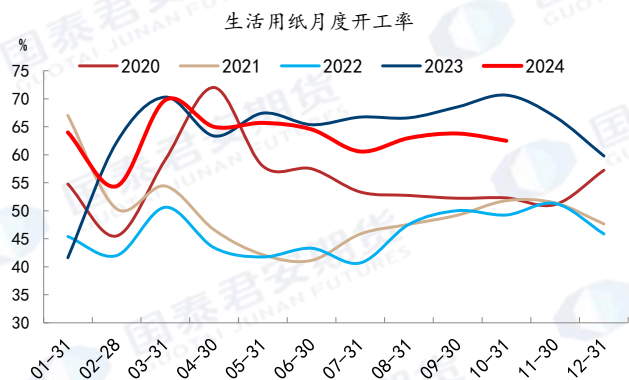
资料来源：隆众化工，国泰君安期货研究

图 48：白卡纸开工波动较大，下半年同比降低



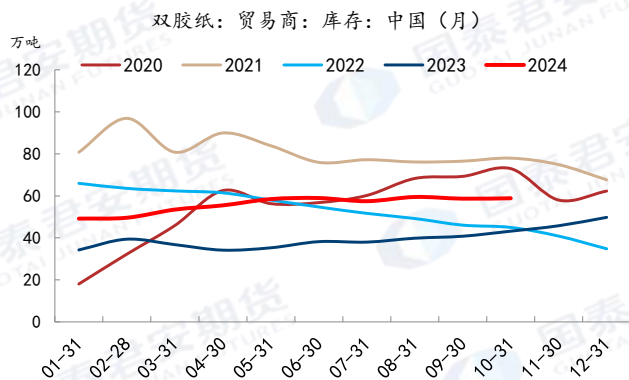
资料来源：隆众化工，国泰君安期货研究

图 49：生活用纸开工 4 月起回落，同比降低



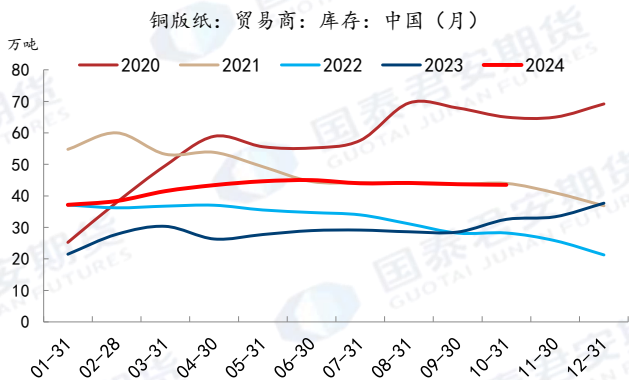
资料来源：隆众化工，国泰君安期货研究

图 50：双胶纸库存同比提升



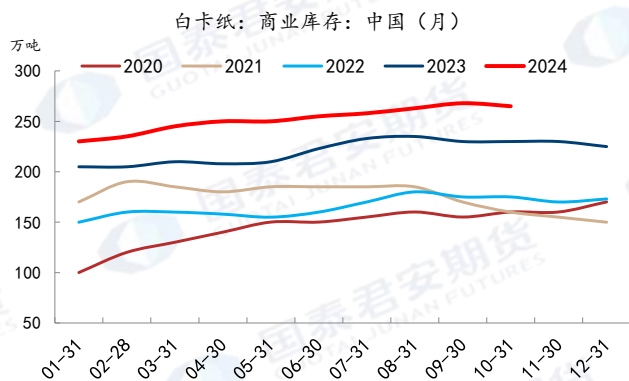
资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 51：铜版纸库存同比提升



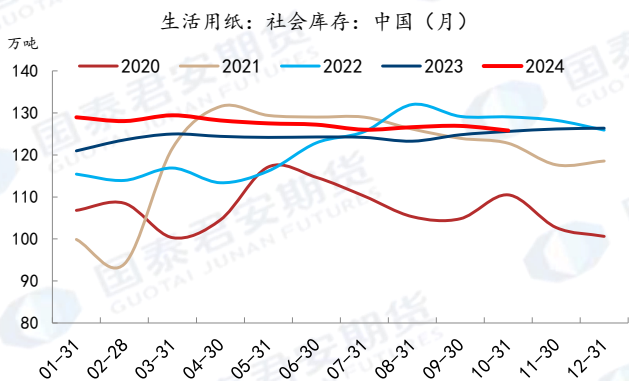
资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 52：白卡纸库存处于历史高位



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 53：生活用纸从 4 月开始小幅去库



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

3. 结论与投资展望

3.1 2025 年浆价判断

2025 年纸浆供应压力延续，需求变化以国内消费变化为主。供给方面，国内纸浆预计新增产能 368.8 万吨，由于 2024 年下半年产能投放较多，2025 年上半年产量爬坡，将带来较大供应增量。海外预计新增产能 234 万吨，其中阔叶浆 199 万吨，占比 85%。需求方面，下游行业依旧是白卡纸新增产能最多，2025 年计划投产文化纸 190 万吨、白卡纸 431.2 万吨、生活用纸 33 万吨，扩张速度较 2024 年大幅提升。2024 年国内纸浆供应过剩，且需求端疲软叠加成本端利空，各成品纸利润整体下滑严重，双胶纸负利润持续半年，生活用纸利润在下半年转正。随着 2025 年宏观经济温和增长驱动纸成品终端需求，纸厂盈利情况改善，伴随行业上下游持续发展优化利润分配，纸浆供需矛盾或有所缓和。全年来看，海外通胀降温，欧美纸业需求回暖，国内各纸企产能投放以及落后产能出清，利润改善后推动浆价上涨，还需关注国内场景气度、纸业开工节奏和淡旺季需求变动情况。预计明年纸浆价格寻底后上涨，年内高点或在 Q2/3。

3.2 投资展望

投资展望：**盘面缺乏明显驱动，供需博弈下以区间内高抛低吸为主。**上半年多空因素交织，海外库存进入去化阶段，国内港口库存预计在年初累库后下降，纸浆新增产能不断投放，待终端需求温和复苏以及下游纸厂提价和开工率情况好转后，浆价或持续上涨，下半年关注产能落地以及白卡纸和生活用纸消费的增速情况。

风险提示：新增产能投放延迟、人民币汇率波动对进口大宗商品影响、宏观事件冲击及地缘政治等引发的短期供需错配等。