

## 目 录

胶版印刷纸上市前瞻.....	2
第一部分 前言概要.....	2
【基本面回顾】 .....	2
【策略推荐】 .....	2
第二部分 基本面情况.....	3
一、 造纸产业链分析.....	3
二、 胶版印刷纸的供应分析.....	4
三、 胶版印刷纸的需求分析.....	8
(一) 我国双胶纸需求结构 .....	8
(二) 我国双胶纸需求结构详解 .....	8
(三) 我国双胶纸进出口结构变动情况 .....	10
第三部分 胶版印刷纸定价分析.....	12
一、 胶版印刷纸的现货价格.....	12
二、 胶版印刷纸的成本分析.....	14
第三部分后市展望及策略推荐.....	15
免责声明.....	17

# 胶版印刷纸期货上市前瞻

## 第一部分 前言概要

### 【基本面回顾】

从市场逻辑和供需趋势来看，未来双胶纸市场仍面临一定的下行压力。供应端，大型工厂多稳定生产，某大厂开工在即，但个别纸机有检修可能，整体供应变化不大，微增。需求端，下游消费延续平淡，出版订单进入空档期，社会面订单未见明显起色，消费端整体趋于冷淡。成本端，木浆价格窄幅震荡，对纸张的支撑力度有限。综合来看，预计短期内双胶纸市场价格仍将维持弱势盘整格局，上涨动力不足。

### 【策略推荐】

#### 1. 单边：

市场供大于求，弱势难改，整体思路以逢高做空思路为主，但目前盘面已经给予了现货200元/吨左右的贴水，消化了部分的利空，市场需要择机参与。

#### 2. 套利：

期现套利：建议优先聚焦期现套利，尤其库存压力的交割厂库，若期现价差超持有成本，可通过正向套利持仓至交割赚无风险收益；

跨期套利：首日因次主力合约流动性不足慎参与，基本面上，中长期因双胶纸产能过剩（近端大厂复工、远端新增低价浆纸一体化产能）大概率走back结构，建议反套；但如OP2601-OP2603升水超80元（月间转抛成本约40元）可做正向无风险套利；

跨品种套利，纸-浆套利（OP-SP）核心逻辑为交易纸厂利润，当前纸厂利润中低且预计进一步压缩，合适价格下可买纸浆期货、卖双胶纸期货。

**风险提示：**首日资金情绪可能主导短期走势，出现极端行情，注意好仓位和止损控制

### 交易咨询业务资格：

证监许可[2011]1428号

研究员：朱四祥

电 话：18616321836

邮 箱：

zhusixiang\_qh@chinastock.com.cn

期货从业资格证号：F03127108

投资咨询资格证号：Z0020124

### 作者承诺

本人已在中国期货业协会授予的期货从业资格证书上签字，并以勤勉的职业态度完成本报告。作者声明：本报告的数据均来自合规渠道，基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。

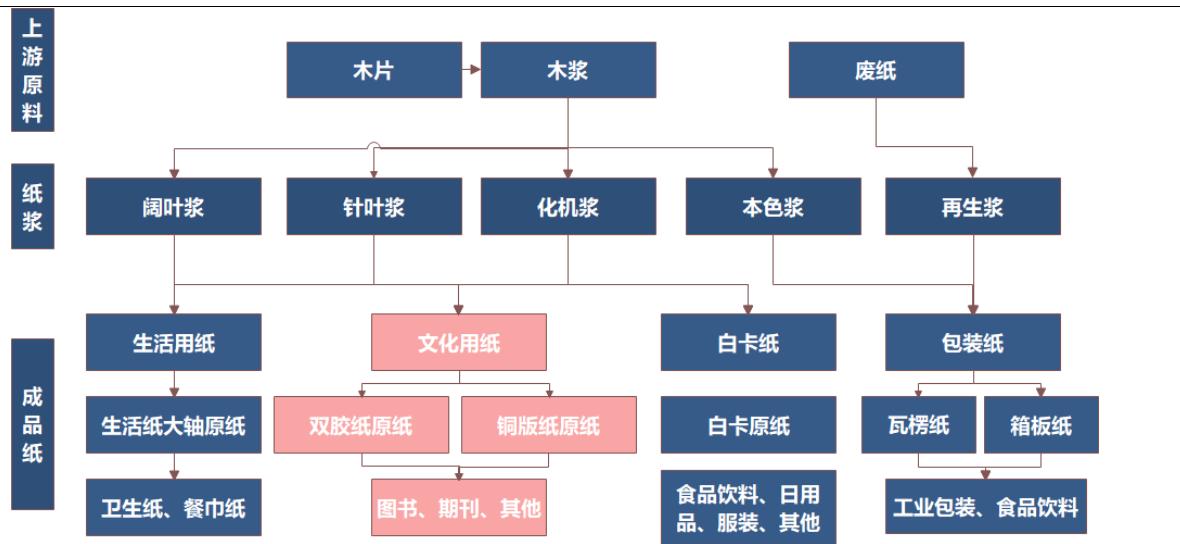


## 第二部分 基本面情况

### 一、造纸产业链分析

造纸中游的成品纸按“核心用途”可分为文化纸、包装纸、生活纸、特种纸四大类（特种纸为小众高端品类，如卷烟纸、防伪纸）。

图1：造纸产业链全景图



数据来源：银河期货

**文化纸：“信息传播与书写”的核心载体**，以“记录文字、呈现图像”为核心功能，主要用于印刷、书写、绘图的纸类，对“印刷适性”（如油墨吸附、色彩还原）和“书写流畅性”要求极高。

**文化纸的主要分类为，胶版印刷纸：**最通用的印刷纸，木浆含量高（50%-100%），主要克重定量 70-120g/m<sup>2</sup>，适合胶印（平版印刷），如教材、期刊、宣传册；**铜版纸：**表面涂覆高岭土等涂料，高光平滑，色彩还原度高，分亚光 / 亮光，适合彩色画册、海报、化妆品包装；**新闻纸：**以机械木浆 / 废纸浆为主，成本低、吸墨快，定量 45-52g/m<sup>2</sup>，专用于报纸印刷（如日报、晚报）；**书写纸：**纸质均匀、书写流畅，分有光 / 无光，定量 50-80g/m<sup>2</sup>，如笔记本、信纸、作业本；**字典纸：**超薄、紧密、不透明度高，定量 25-40g/m<sup>2</sup>，适合工具书（如字典、百科全书），减少厚度。



主要关注的性能要求，**印刷适性**：平滑度（油墨转移均匀）、白度（≥80%，提升色彩对比度）、抗水性（避免印刷晕染）、表面强度（防止掉毛掉粉）；**物理性能**：抗张强度（印刷时不易断裂）、不透明度（避免透印，如双面印刷无字迹渗透）；**环保性**：高端文化纸需符合“无荧光剂”“低 VOCs”标准（如儿童绘本、教材）。

## 二、胶版印刷纸的供应分析

### （一）全球双胶纸供应分布

总体规模 2023 年全球双胶纸总产量约 4572 万吨，占全球纸及纸板总产量的 11.2%，同比下降 5.1%（2014-2023 年年均增长率 -1.6%）。亚洲占全球产量的 66.2%（中国、印度尼西亚、日本为核心），欧洲占 15.6%（德国、瑞典、芬兰），北美占 10.1%，南美占 5.8%。自 2009 年起，中国未涂布印刷书写纸（超半数为双胶纸）产量全球第一。2024 年中国双胶纸产量 948 万吨，占国内未涂布纸产量的 51.4%，全国纸及纸板总产量的 7.0%。

### （二）我国双胶纸供应分布

#### 一、总体格局：高度集中于华东、华南，三省占比超 66%

区域集中度：全国超 80%的产能集中于华东（54%-58%）、华南（18%-22%）、华中（8%-10%）三大区域，其中山东、广东、江苏三省合计占比 66.71%（2024 年数据），形成“华东主导、华南扩张、华中补充”的格局。产能规模：2024 年全国总产能 1652 万-1800 万吨（不同统计口径差异），2025 年预计新增 155 万-185 万吨，华南地区成为扩产主力。

**1. 华东地区（山东、江苏、浙江）——传统产能核心。**产能占比：2024 年占全国 54.90%-58.42%，其中山东省独居 39.68%（全国第一），江苏占 10.29%，浙江占 5%。代表企业：晨鸣纸业（山东寿光）、太阳纸业（山东兗州）、华泰股份（山东东营）、亚太森博（山东日照）等，CR4 企业均在此区域布局。

产业集群优势：毗邻长三角印刷产业带（占全国印刷产值 40%），贴近教材教辅、商务印刷核心需求；原料配套：山东拥有国内最大化机浆产能（占全国 35%），江苏依托进口木片港口（如连云港）降低成本；政策历史：早期造纸业规划集中，形成“林浆纸一体化”基础（如晨鸣、太阳自备林场）。

**2. 华南地区（广东、广西、福建）——新兴扩产热点。**产能占比：2024 年占 18%-20%，

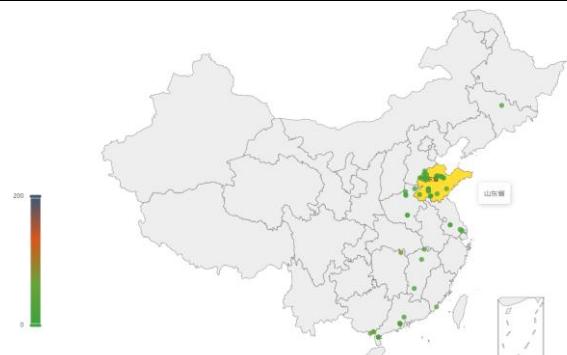
2025年预计新增100万吨（占全国新增54%），广西产能占比从8.11%升至10%。代表企业：玖龙纸业（东莞、北海）、金光纸业（广州）、联盛纸业（福建）等，2025年广西60万吨新产能投产。

**原料成本优势：**毗邻东南亚木片进口地（越南、印尼木片占我国进口78%），港口物流成本较华东低15%-20%；**林业资源丰富：**广西人工林面积全国第一（占12%），广东/福建推进“林浆纸一体化”（如玖龙北海项目配套50万亩林场）；**环保政策倾斜：**华南允许新建大型浆纸项目（华东受“长江大保护”限制），2024年华南纸浆产能占全国41.87%。

**3. 华中地区（河南、湖北）——区域性补充。**产能占比：2024年约8%-10%，河南占7.84%（全国第四），湖北占2%。代表企业：岳阳林纸（湖南）、龙丰纸业（河南），聚焦本地教材教辅需求（河南义务教育人口占全国12%）。

贴近华中印刷市场（郑州、武汉为区域印刷中心），降低长途运输成本，但原料依赖外购（木浆进口需经华东港口）。

图2：我国双胶纸工厂分布图



数据来源：银河期货，Mysteel

图3：我国双胶纸产能分布图

省份	2020	2021	2022	2023	2024	2025
广西壮族自治区	30	85	85	85	140	140
山东省	566	574	632	674	726	726
福建省	-	-	-	60	60	60
江苏省	105	105	120	105	105	105
湖北省	-	-	-	-	-	60
天津市	-	--	-	-	-	30
江西省	36	66	66	66	66	66
广东省	185	185	215	235	235	235
湖南省	85	85	85	85	130	130
吉林省	30	30	30	30	30	30
宁夏回族自治区	20	20	20	20	20	-
安徽省	9	9	9	9	-	-
河北省	10	10	10	10	10	10
河南省	106	106	106	106	106	106

数据来源：银河期货，Mysteel

2020-2025年新增产能中，华南占比从25%升至54%，华东占比从60%降至35%，反映“原料导向”替代“需求导向”。**企业集中度：**CR4从2018年29%升至2024年43%-48%，晨鸣、太阳、亚太、华泰四强占全国产能40%以上，且均布局“林浆纸一体化”。**产能利用率分化：**华东老产能因环保成本高、设备老化，利用率仅55%-60%；华南新建产能（如玖龙北海）因原料自给率高，利用率达65%-70%。

### (三) 我国双胶纸产能变动情况

2017-2021年，双胶纸产能增长速度不快，产能增速仅在4%，供需增速一致性较高。但由于目前行业原木浆采购话语权较弱，周期内利润波动幅度较大。2022-2024年，随着亚太森博、博汇纸业、福建联盛、玖龙纸业等企业大型装置陆续投产，国内双胶纸扩能进入一个高速期，并在2024年达到近五年高峰。2024年双胶纸新增产能171万吨，产能增速达10.3%。主要由于前期阶段性可观的行业利润吸引投资，加之在校人口基数及刚性需求支撑，一定程度促进下游消费情况。在此基础上，国内部分大型工厂产能进一步扩张。随着大型工厂计划装置逐步投产，双胶纸生产规模呈现出大型化、集中化的趋势。

未来预计产能继续扩张，华南占比突破25%，2025年预计新增155万-185万吨，其中华南占100万吨（广西为主），华东仅新增35万吨。2027年总产能或达1800万-1950万吨，华南产能占比从2024年20%升至25%-28%，与华东差距缩小。华南凭借“东南亚木片+自备林场”成本优势（木片进口成本较华东低15%-20%），成为唯一产能净增长区域。华东受“长江大保护”限制，新增产能基本停滞，转向高附加值产品（如100g/m<sup>2</sup>以上高白度双胶纸）

**中长期（2026-2030）：**行业将经历“价格战→亏损停产→并购整合”三阶段，预计2027年CR4突破50%，华南产能占比达25%以上。

图4：2016-2025年胶版印刷纸产量变化趋势图



数据来源：银河期货，Mysteel

图5：2016-2026年胶版印刷纸新增产能变化趋势图



数据来源：银河期货，Mysteel

### (四) 我国双胶纸库存变动情况

双胶纸库存分为厂内库存（生产商）和贸易商库存，2020年以来呈现“厂内累库为主、贸易商谨慎”的分化特征。**厂内库存（核心压力源）：**2020-2021年：产能扩张初期，需求受疫



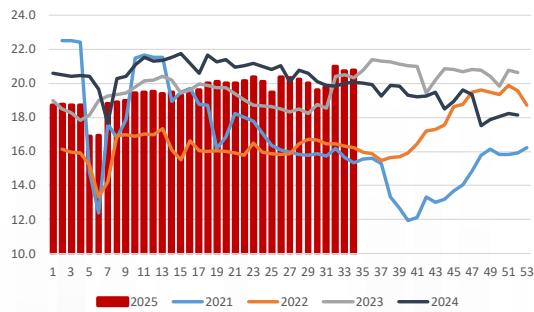
情扰动，库存维持 40-70 万吨；**2022-2023 年：“双减”政策+疫情封控导致需求下滑，厂内库存升至 70-120 万吨；2024 年：**新增产能集中释放（全年新增 155 万吨），叠加需求增速仅 0.2%，厂内库存突破 100 万吨（2024 年下半年达 115 万吨，同比增 15 万吨），创历史新高；**2025 年：**截至 8 月，厂内库存同比继续增加，持续位于 100 万吨上方。**贸易商库存（低位波动）：**2020-2023 年：下游按需采购，库存维持 38-80 万吨，2023 年因春季招标需求短暂去化；2024 年：需求疲软下谨慎补库，全年累库仅 10 万吨，库存中枢 40-60 万吨；**2025 年：**贸易商信心不足，库存仍处历史同期中性偏低水平。

**库存变动的核心驱动因素，产能扩张与需求错配（主因）：**2020-2024 年新增产能超 600 万吨，2024 年产能利用率仅 57.37%，供应增速（年均 7.1%）远超需求增速（2024 年仅 0.2%），厂内库存被迫累积。教材需求见顶、社会需求数字化替代，导致下游“以销定采”，贸易商拒绝囤货。**季节性波动与政策影响：**春季招标（3-5 月）为需求旺季，2023 年因线下复学需求集中释放，厂内库存短期去化；2024 年招标量降 6.5%，累库压力提前显现。**成本与利润倒逼：**2022 年高浆价（吨成本超 5000 元）叠加需求疲软，企业被迫停机减产，库存被动累积；2023 年浆价回落但纸价跌幅更深，利润恶化，企业加速去库。2024 年吨毛利接近盈亏平衡，企业倾向“低价抛货去库”，厂内库存增速放缓但绝对值仍高。

产能过剩下的“厂内高库存、贸易商低库存”格局，2024 年成为转折点，厂内库存首次突破 100 万吨，贸易商因需求疲软持续“去渠道化”，库存分化加剧。产能扩张（2020-2025 年增 600 万吨）远超需求（年均增 1%），库存成为“产能泄洪池”，2025 年累库风险仍存。

图 6：双胶纸产量

单位：万吨



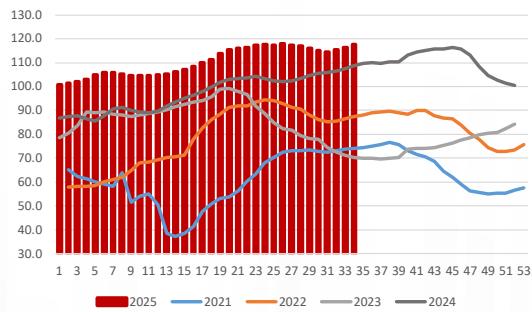
数据来源：银河期货，Mysteel

图 8：双胶纸社会库存

单位：万吨

图 7：双胶纸成品纸库存

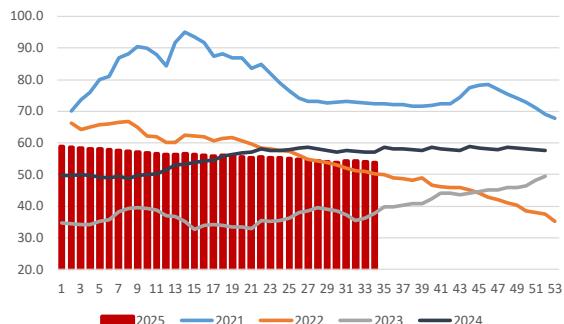
单位：万吨



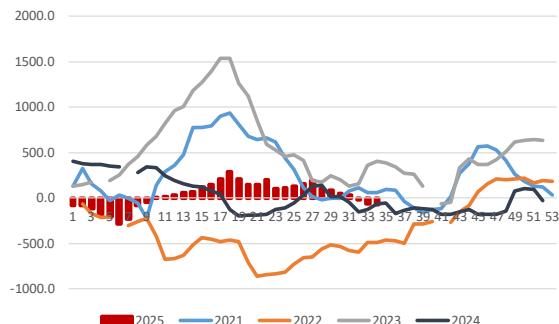
数据来源：银河期货，Mysteel

图 9：双胶纸加工利润

单位：元/吨



数据来源：银河期货，Mysteel



数据来源：银河期货，Mysteel

### 三、胶版印刷纸的需求分析

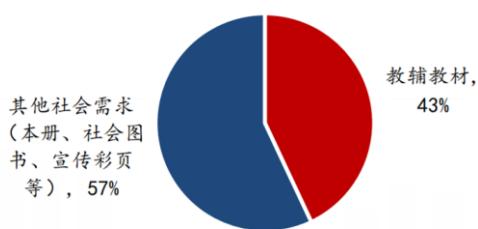
(一) 我国双胶纸需求结构。双胶纸的下游需求相对集中，主要集中在文化印刷领域。

**图书印刷：**这是双胶纸最核心的应用领域，占据了总消费量的约 88%-90%。**教辅教材**（如学生课本）是绝对主力，约占图书类需求的 36%-43%。这部分需求与在校学生人数紧密相关，具有一定的刚性特征。**社会图书**（如一般书籍、杂志）占据了剩余的份额，但更容易受到数字阅读的冲击。

**包装印刷：**双胶纸也应用于食品、药品、化妆品等产品的包装盒以及高档礼品盒、商标标签等。其良好的印刷适性和一定的抗水性能使其在这一领域占有一席之地。

**办公与广告文教：**包括笔记本、试卷、办公用纸、广告宣传册、海报等。这部分需求与商业活动的活跃度相关。

图 10：双胶纸下游需求结构



数据来源：银河期货

(二) 我国双胶纸需求结构详解

**1、教材教辅：**短期政策托底，长期人口承压，需求特点，刚性需求为主，但结构分化。

**义务教育课本：**政策主导下的刚性需求，2024 年用量 152 万吨(占教材教辅总需求 42%)，

受学龄人口基数支撑(1.5亿在校生),但长期受出生人口下滑影响(2024年出生人口954万,较2016年降46.6%)。教辅资料:受“双减”政策影响,小学低年级需求下降,但中考、高考类图书及线上零售渠道(如内容电商)增长显著(2024年内容电商渠道码洋增长72.7%)。5-6年级和中考类图书因升学压力,刚需性强于低年级。

图 11 义务教育阶段课程类别与科目设置

类别	科目	年级
国家课程	道德与法治	一至九年级
	语文	一至九年级
	数学	一至九年级
	外语	二至九年级
	历史、地理	七至九年级
	科学	一至六年级
	物理、化学、生物学(或科学)	七至九年级
	信息科技	三至八年级
	体育与健康	一至九年级
	艺术	一至九年级
地方课程	劳动	一至九年级
	综合实践活动	一至九年级
校本课程	由省级教育行政部门规划设置	
校本课程	由学校按规定设置	

数据来源:银河期货,公开资料

图 12 普通高中科目设置

科目	必修学分	选择性必修学分	选修学分
语文	8	0~6	0~6
数学	8	0~6	0~6
外语	6	0~8	0~6
思想政治	6	0~6	0~4
历史	4	0~6	0~4
地理	4	0~6	0~4
物理	6	0~6	0~4
化学	4	0~6	0~4
生物学	4	0~6	0~4
技术(含信息技术和通用技术)	6	0~18	0~4
艺术(或音乐、美术)	6	0~18	0~4
体育与健康	12	0~18	0~4
综合实践活动	8		
劳动	6		
合计	88	≥42	≥14

数据来源:银河期货,公开资料

虽然近年我国出生人口总体呈现下降趋势,但在校学生数量主要由前18年至前7年的出生人口所决定。根据前期出生人口数量进行推测,预计2025-2027年在校学生数量分别为1.95、1.91和1.86亿人,同比分别下降0.66%、2.07%和2.89%,从在校生人数看,当前在校生人数仍在高位,但将随新生儿数量减少而下降。预计在2016-2017年这波出生人口高峰进入中学阶段前,即至少2029年之前,初高中学生数将维持高位,而小学生数量即将开始逐年减少。

图 13: 教辅教材需求变动

时间	出生人口数(万人)	在校学生情况			
		2024年	2025年	2026年	2027年
2007年	1,594	—	—	—	—
2008年	1,608	—	—	—	—
2009年	1,615	高中或中等职业学校	高中或中等职业学校	—	—
2010年	1,596	高中或中等职业学校	高中或中等职业学校	—	—
2011年	1,604	初三	初二	初三	—
2012年	1,635	初二	初三	初三	—
2013年	1,640	初一	初二	初三	—
2014年	1,687	六年级	初一	初二	初三
2015年	1,655	五年级	六年级	初一	初二
2016年	1,786	四年级	五年级	六年级	初一
2017年	1,723	三年级	四年级	五年级	六年级
2018年	1,523	二年级	三年级	四年级	五年级
2019年	1,465	一年级	二年级	三年级	四年级
2020年	1,203	—	一年级	二年级	三年级
2021年	1,062	—	—	一年级	二年级
2022年	956	—	—	—	一年级
2023年	902	—	—	—	—
2024年	954	—	—	—	—

时间	在校学生数量(万人)			
	小学	初中	高中或中等职业学校	合计
2024年	10,014	4,835	4,817	19,666
2025年	9,839	4,879	4,819	19,537
2026年	9,355	4,962	4,815	19,132
2027年	8,762	4,982	4,835	18,579

数据来源:银河期货,统计局

图 14 年出生人口数



数据来源:银河期货,统计局

教辅教材的渠道与政策驱动，线上销售成为主流：2024年教辅图书网店渠道码洋占比超80%，内容电商通过精准营销触达家长群体（如算法推荐痛点产品）。政策调整需求结构：“双减”政策后，需求从学校集中采购转向零售市场，2024年零售市场码洋占比升至25.33%，同比增长18.73%。

## 2、社会图书：数字化冲击下的结构性分化

**文学类图书加速萎缩：**2024年文学类销量同比降12%，电子书用户达5.8亿（同比增10%），替代效应显著。

**大众期刊受广告缩减冲击：**广告收入降30%导致页码减少25%，用纸量降15%。

**学术与少儿类需求韧性：**学术图书：因专业性和存档需求保持稳定，2024年用量同比增2%，被引频次高（如《质的研究方法与社会科学研究》被引21588次），高克重产品占比提升至20%。少儿图书：家长偏好纸质阅读，2024年销量增3%，且注重环保纸张（如安全油墨、高白度纸）。

出版要求差异显著。文学类：注重内容创新性和语言风格，受市场偏好影响大。学术类：强调规范性和权威性，格式要求严格（如参考文献体例）。少儿类：需兼顾教育性与趣味性，纸张安全性要求高（如无荧光剂）。

图10 书籍课本图片需求 单位：万种，亿册(张)，%，

类型	品种		总印数			
	数量	增长速度	所占比重	数量	增长速度	所占比重
书籍	43.87	8.62	82.91	75.24	15.40	63.50
社科人文	35.94	8.74	67.93	71.74	16.03	60.55
科学技术	7.51	8.84	14.19	3.20	2.89	2.70
综合	0.42	-4.55	0.79	-0.11	0.30	15.38
课本	9.01	6.29	17.03	-0.31	43.21	36.47
其中：中学	0.54	0.50	1.02	-0.08	18.81	11.51
小学	0.53	6.57	1.00	0.00	19.51	15.08
图片	0.03	2.97	0.06	0.00	0.03	-20.28
合计	52.91	8.20	100.00	0.00	118.48	14.86
					100.00	0.00

数据来源：银河期货，Mysteel

图11 少儿图书，期刊需求 单位：万种，亿册(张)，%，

类型	少儿图书总印数结构			
	总印数	增减数量	增长速度	所占比重
新版图书	35787	-1126	-3.05	36.90
重印图书	60981	7462	13.94	62.87
租型图书	226	226	—	0.23
合计	96994	6562	7.26	100.00
				0.00

表21 少儿图书总印数结构

类型	期刊产品结构			
	总印数	数量	增长速度	所占比重
哲学、社会科学	104449	-1.76	51.99	-0.25
文化、教育	48384	-0.34	24.08	0.23
文学、艺术	10230	-6.60	5.09	-0.29
自然科学、技术	24664	-2.72	12.28	-0.18
综合	13180	6.71	6.56	0.49
合计	200907	-1.29	100.00	0.00

单位：万册，%，百分点



口 107 万-出口 71 万），创历史峰值。2023 年政策转折：2023 年 1 月进口关税降为 0%后，印尼对华出口骤降至 10 万吨左右（占比 50%），全年进口量 17 万吨（近 7 年最低），中国恢复净出口。2024 年结构分化：进口量 19.9 万吨，印尼占比 50.7%（同比降 32%），日本（占 28%）、俄罗斯（占 12%）份额上升，进口来源多元化。

## 2、出口量：2023 年冲高后小幅回落，目的地更分散

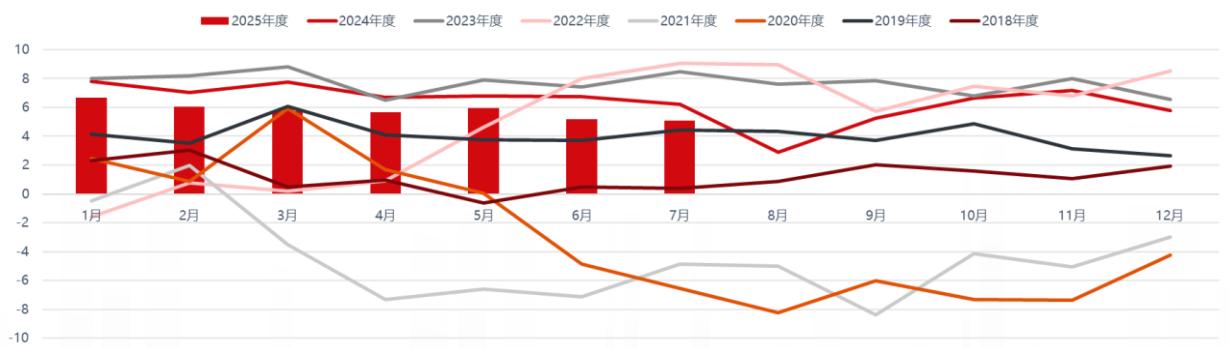
2023 年出口爆发：国内产能过剩叠加海外需求回暖，出口量达 110 万吨（同比增 65%），净出口 92 万吨（近年最高），主要流向东南亚（菲律宾+15%）、中东（阿联酋+20%）及澳大利亚。2024 年韧性不足：出口量 96.8 万吨（同比降 12%），日本占比从 2018 年 19 万吨降至 12.5 万吨（降 34%），但菲律宾、越南需求增长（合计占 22%），出口去向超 170 个国家/地区，前三大市场占比仅 28%。国内双胶纸吨价较东南亚低 5%-8%，2024 年印尼本土产能扩张（增 5%），挤压中国对东南亚出口空间。

## 3、贸易平衡：从“被动进口”转向“主动出口”

净出口常态化：2020-2021 年净进口（-36 万、-54 万），2023 年转正（+92 万），2024 年维持+76.9 万吨，出口依存度 9.95%（占产量 10%），成为消化过剩产能的重要渠道。进口零关税（2023 年起）降低国内原料成本，但未逆转净出口趋势；出口无退税（2004 年取消），依赖成本优势。

图 7：双胶纸净出口量

单位：万吨



数据来源：银河期货，中国海关

未来关注点：①印尼供应波动：2021 年印尼因疫情转向中国倾销，2023 年后本土及欧洲需求恢复，对华出口缩减，直接影响中国进口量。②国内产能过剩：2020-2024 年新增产能超



600万吨，2024年产能利用率57.38%，出口成为“产能泄洪口”。③需求结构变化：国内教材需求见顶（2024年学龄人口降2.1%），海外新兴市场（菲律宾教育投入、中东商务印刷）成为增量。

## 第三部分 胶版印刷纸定价分析

### 一、胶版印刷纸的现货价格

#### （一）胶版印刷纸的历史价格

2020年疫情冲击，低点4800元/吨：2-4月因学校停课、出版社停工，需求骤降30%，叠加浆价回落，价格创近五年新低。反弹至5200元/吨：5月后教材招标启动（秋季教材印刷），叠加海外订单转移（东南亚产能不足），价格快速回升。2021年供应链危机，峰值6200元/吨：海运费用从200美元/柜涨至800美元/柜，木浆进口成本增加15%，纸厂提价函密集发布（累计涨1200元/吨）。年末回落至5800元/吨：北美浆厂产能恢复（UPM新增210万吨），国内新增产能（太阳纸业100万吨）投产，供应压力缓解。2022年成本与政策博弈，高位震荡：俄乌冲突导致欧洲木浆出口减少（占中国进口量18%），针叶浆价突破8000元/吨，纸厂成本压力传导至终端。环保限产影响：华东、华南地区执行能耗双控，开工率降至65%，价格维持在6000元/吨以上。2023年产能过剩与浆价崩塌，价格破位下行：阔叶浆价从6500元/吨暴跌至3972元/吨（跌幅38%），但纸厂因库存高企（115万吨）仅降价6.5%，价差扩大至2291元/吨（历史均值1218元）。新增产能冲击：福建联盛50万吨产线投产，华南地区吨成本较华东低150-200元，低价倾销加剧市场竞争。2024年期货上市与需求疲软，招标价博弈：秋季教材招标价较市场价低3-5%（如12月招标价5388元/吨），出版社通过期货套保锁定低价。社会需求萎缩：电子书用户达5.8亿（同比增10%），大众期刊用量降15%，价格中枢下移至5000元/吨。2025年行业深度调整，成本支撑失效：木浆成本降至4800-4900元/吨，但纸价跌破成本线（4640元/吨），吨亏损达117元，行业进入产能出清阶段。出口韧性显现：东南亚市场占比提升至30%（菲律宾、越南），国内吨价较当地低5-8%，支撑出口量96.76万吨。

### 二、价格变动的核心驱动因素

1. 原材料成本：木浆占比 70%的强关联，浆价波动：2022 年针叶浆价格涨幅 11.1%直接推升双胶纸成本，而 2023 年浆价跌幅 15%使成本下降约 1000 元/吨。区域成本差异：华南产区依托东南亚木片进口，吨成本较华东低 150-200 元，支撑出口价格优势（东南亚价差 5%-8%）。

2. 供需关系：产能过剩与需求分化。供应端：2023-2025 年新增产能超 600 万吨（如太阳、联盛），产能利用率不足 60%，企业被迫降价抢单。需求端：刚性需求：教材教辅占比 40%，但 2024 年学龄人口降 7%，需求年降 2%-3%；弹性需求：社会图书、期刊受数字化冲击（电子书用户 5.8 亿），用量年均降 6%-15%。

图 11：双胶纸价格走势图 单位：元/吨



数据来源：银河期货，Mysteel

图 12：双铜纸价格走势图



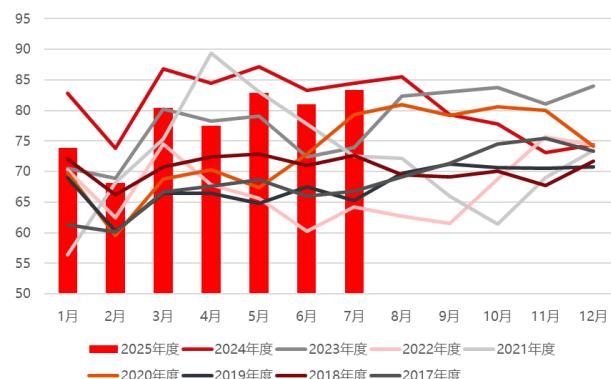
数据来源：银河期货，Mysteel

### 三、胶版印刷纸价格有明显的季节性

由于教辅教材方面招投标存在一定节奏，因此需求具备明显的季节性特征，淡旺季较为明显，一年之中的 3-5 月、9-12 月的传统招投标旺季对应双胶纸的需求旺季，其余月份则稍微平淡。

图 13：双胶纸表观消费量

单位：万吨



数据来源：银河期货，Mysteel

图 14：双胶纸需求的季节性

纸种	一月		二月		三月		四月		五月		六月	
	淡季	淡季	旺季	旺季	旺季	旺季	淡季	淡季	淡季	淡季	淡季	淡季
双胶纸							3-5月开始为秋季学生教辅教材备货，及开印期：复印纸、薄本、不干胶底纸等需求加大					教辅教材扫尾期
双胶纸							9-12月为学生春季教材备货及开印期：另接近年底，各类统计报表增多，信封信纸市场启动					春季教材&报表印制扫尾期

数据来源：银河期货，Mysteel

## 二、胶版印刷纸的成本分析

双胶纸主要成本为木浆。双胶纸的成本可以分为原料成本（纤维+化学品）、能源成本（电力，煤炭，蒸汽）和其他成本（人力+折旧+其他）。

原料成本约占 80%，其中木浆 70-75%，化工辅料 5-10%。1 吨双胶纸大约消耗 0.16 吨针叶浆、0.52 吨阔叶浆和 0.12 吨化机浆，因此双胶纸价格与木浆价格尤其是阔叶浆价格相关度较高。能源成本约占 10%，头部纸企大多配有自备电厂，其能源成本主要与煤炭价格有关，吨纸耗煤约 0.5-0.6t（耗电约 500 度，耗蒸汽约 1.5t）。其他成本约占 10%，其中折旧 4%，人工 2%，制造费用 4%。

龙头企业优势凸显，头部企业通过改产和并购扩大规模，2025 年 CR10 市场份额达 75%。浆纸一体化企业木浆自给率超 60%，成本优势显著。中小企业生存困境，原料价格波动及环保改造投入，致中小纸企利润率降至-2%，部分转产或退出。



## 第三部分后市展望及策略推荐

从市场逻辑和供需趋势来看，未来双胶纸市场仍面临一定的下行压力。供应端，大型工厂多稳定生产，某大厂开工在即，但个别纸机有检修可能，整体供应变化不大，微增。需求端，下游消费延续平淡，出版订单进入空档期，社会面订单未见明显起色，消费端整体趋于冷淡。成本端，木浆价格窄幅震荡，对纸张的支撑力度有限。综合来看，预计短期内双胶纸市场价格仍将维持弱势盘整格局，上涨动力不足。

### 一、产业套期保值方面：

#### 1. 纸厂（空方套保为主）

适用场景：厂内库存偏高、2025年有新增产能投产、长单价格未锁定。

首日策略：若期货开盘价高于现货+加工利润（当前约100-150元/吨）（即>视为“高估”，可建立卖出套保，例：某华东纸厂库存5万吨，3个月预计产量10万吨，若2601合约开盘4500元/吨（高于现货4200元/吨+加工利润150元/吨），可卖出 $(5+10) \times 50\% = 7.5$ 万吨，锁定吨利润150元。风险提示：若首日价格快速回落至成本线以下，可暂停套保，避免“套保在低位”，后续待价格反弹再补仓。

#### 2. 出版社/下游采购商（多方套保为主）

适用场景：有3-6个月教材采购需求（如春季教材招标）、当前现货库存低于安全线、担心后续涨价反弹推升纸价。

首日策略：若期货开盘价低于招标价+采购成本（运输+仓储约50-80元/吨），视为“低估”，可建立买入套保，特殊注意：教材采购多为政策招标价（2024年招标价较市场价低3%-5%），套保价格需结合招标价预期，避免与实际采购价脱节。

#### 3. 贸易商（双向套保，灵活应对）

适用场景：现货库存高、同时有上游采购订单和下游销售订单，需对冲“买涨卖跌”风险。首日策略：若期货价高估，卖出套保对应库存；若低估，买入套保对应下游订单缺口，套保比例根据“库存-订单差”动态调整，首日总套保仓位不超过50%。

### 二、单边交易方面：观察为主，不急于入。



根据供需基本面，整体思路以逢高做空思路为主，目前盘面已经给予了现货 200 元/吨左右的贴水，消化了部分的利空，市场需要择机参与。

多头方面：价格跌破成本线+成交量放大+木浆现货价格反弹，可轻仓做多。

空头方面：价格突破（现货+加工利润）+成交量放大，可轻仓做空。

禁忌：不追“早盘第一波涨跌”，因首日资金情绪易极端，如开盘秒涨/秒跌可能是短期资金炒作，而非基本面驱动。

### 三、套利交易方面：聚焦期现套利，谨慎跨期套利

首日套利机会建议以“期现套利”为主，核心是捕捉“期现差偏离无风险套利区间”的机会。尤其是对于库存压力的交割库工厂，若期现差大于持有成本，正向套利，持仓至交割，赚取无风险利润。

跨期套利方面：（跨期套利因次主力合约流动性不足，可能出现较大偏移。首日不建议过多参与）基本面来看，双胶纸处于产能过剩周期，近端前期停机大厂逐步复工复产，远端明年有 100 多万吨新增产能陆续投放，且投放产能均为浆纸一体化工厂，生产成本较低，市场大概率走 back 结构，建议反套思路为主。

从无风险套利角度来看，双胶纸厂库的月间转抛成本约 40 元左右，OP2601-OP2603 无风险套利空间为 80 元，03 合约若出现 80 以上的升水，可适当做正向套利。

跨品种套利方面：纸-浆套利（OP-SP）核心逻辑为交易纸厂利润，目前造纸利润属于历史中等偏低位置，预期未来利润或可能进一步压缩，在合适的价格，可关注买入纸浆期货、卖出双胶纸期货套利的机会。

## 免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

### 联系方式

银河期货有限公司/大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街8号北京IFC国际财源中心A座31/33层

上海：上海市虹口区东大名路501号上海白玉兰广场28层

网址：[www.yhqh.com.cn](http://www.yhqh.com.cn)

电话：400-886-7799