

行业洞察

理文造纸为什么强？它把成本优势做成了一套系统

发布时间 2026年8月11日

发布主体 BIOTEN

[在线查看文章 PDF](#)



成本优化是目的，系统控制才是能力



理文造纸有限公司
Lee & Man Paper Manufacturing Limited

理文造纸为什么强？

它把成本优势做成了一套系统



CHINA PAPER LEADERS · NO.03

理文造纸为什么强？ 它把成本优势做成了一套系统

穿透“低成本”标签，拆解一吨纸背后的原料、能源、基地、产品与资本效率

真正的成本优势，不是某一种原料买得便宜，也不是某一台纸机跑得更快，而是把合格纤维、能源蒸汽、设备效率、物流半径、产品结构和资金占用同时组织好，让每一吨合格纸的完全成本更可控、利润更可恢复、现金更可兑现。

中国造纸协会《中国造纸工业2025年度报告》公开摘要显示，2025年全国纸及纸板产量同比增长3.74%，消费量增长1.80%，供给增速继续快于需求；在重点造纸企业产量排序中，理文造纸位列第三。对于以包装纸为核心的企业，规模仍然重要，但行业真正拉开差距的地方，已经从“能不能生产”转向“在弱需求、原料波动和重资产约束下，能不能保持合理边际利润”。



2025年，理文造纸收入266.42亿港元，同比增长2.5%；年度盈利19.41亿港元，同比增长43.0%。若按普通股股东应占盈利口径，则同为约19.41亿港元，同比增长47.9%；两种增速的差异，主要来自2024年年度盈利中另有约0.45亿港元归属于永续资本证券持有人。按年报数据测算，毛利率由约11.97%升至14.62%，提高2.65个百分点；包装纸对外收入只增长0.4%，对应分部盈利却增长约65.5%。收入变化不大、利润弹性明显释放，是理解理文的第一个关键入口。

2026年7月，公司进一步发布正面盈利预告：截至2026年6月30日止六个月，预计盈利约13.3亿至13.9亿港元，较上年同期8.11亿港元增长约64%至71%，公告给出的主要原因是集团边际利润上升。公司随后通知董事会拟于8月3日审议中期业绩；截至2026年8月9日本文核验时，港交所可检索披露中尚未检得正式中期业绩公告。因此，这一信号仍应按未经审核管理账目的初步估算理解，不能替代完整业绩中的收入、销量、吨纸盈利和现金流数据。

因此，这篇文章不把“利润增长”直接等同于“所有能力都在变强”，而是追问一个更有产业价值的问题：理文怎样把原料采购、浆纸一体化、能源环保、跨区域基地、生活用纸和资

本纪律，连接成一套能够共同影响吨纸成本与边际利润的系统？

FOUR NUMBERS · 四个关键数字

266.42亿港元	19.41亿港元
2025年收入 同比增长2.5%	2025年普通股股东应占盈利 同比增长47.9%
14.62%	13.3—13.9亿港元
2025年毛利率 同比提高2.65个百分点	2026年上半年预计盈利 同比增长64%—71%

口径说明：19.41亿港元采用普通股股东应占盈利口径；若按综合损益表“年度盈利”口径，同比增长43.0%。毛利率及变动值依据年报计算。2026年上半年数据来自正面盈利预告，为初步未经审核数据；截至2026年8月9日核验时，尚未检得正式中期业绩公告。

EVIDENCE LEVEL · 先分清三类证据

已实现结果：2025年收入、利润、分部表现、负债和现金流，来自经审计年报。

初步经营信号：2026年上半年盈利区间来自正面盈利预告，尚不能拆分量、价、成本与现金贡献。

规划及建设线索：PM7技改、贵港项目和未来技术部署，不计入现有产能或已实现业绩。

理文真正强的不是“某一个成本点更低”，而是让纤维、浆、能源、纸机、基地、产品和资金形成联动，把低成本从阶段性结果变成持续调节能力；这并不等于它在每个时期、每个品种都拥有行业最低绝对成本。

CORE JUDGMENT

先说结论：理文强在“系统成本能力”

理文造纸的竞争力可以拆成六个相互咬合的控制面：

完全成本化：管理每一吨合格纸，而不是只比较废纸或木浆采购价

浆纸选择权：在自制浆、外购浆和再生纤维之间动态寻找更优组合

能源基础设施：把蒸汽、电力、固废处理和碳约束纳入同一工程系统

基地网络化：以中国核心市场与东南亚基地重构供应半径和风险边界

产品组合化：以包装纸为底盘，以生活用纸和木浆改变盈利结构

资本纪律化：让技改、负债、库存和现金流共同接受回报率检验

01 · FULL COST SYSTEM

第一层：成本不是采购价格，而是一吨合格纸的总结果

包装纸企业最常见的误判，是把低成本等同于废纸便宜、煤价下降或纸机规模大。真正决定竞争力的，是原料进入工厂以后，经过分选、制浆、配浆、抄造、施胶、干燥、复卷和运输，最终形成可交付合格品时的完全成本。

成本公式

合格吨纸完全成本 = 合格纤维到机成本 + 能源与蒸汽 + 化学品 + 损耗与成品率 + 折旧维护 + 物流 + 库存及资金占用。

2025年，理文包装纸分部对外收入201.78亿港元，只同比增长0.4%；分部盈利却由7.66亿港元升至12.68亿港元，增长约65.5%。据此测算，包装纸分部盈利相当于对外收入的比例由约3.81%升至6.29%。这里的“分部盈利”不等于毛利或净利润；公开分部数据也不足以把改善精确拆分到售价、原料、品种结构和制造效率。但它至少说明，利润修复不能由收入规模扩张单独解释，包装纸业务的边际条件发生了明显变化。

公司披露2025年吨净利润为257港元。这个数字的意义不在于孤立比较高低，而在于观察利润对吨纸成本、售价和产品结构的敏感度：对于数百万吨级企业，单吨几十港元的持续改善，经过规模放大后就可能形成数亿港元的利润差异。

理文的成本能力不应被理解成“永远拥有最低成本”。更准确的说法是：它建立了较多可以持续调节的成本杠杆，因此在行业价格和原料条件变化时，具备更快恢复边际利润的基础。

02 · PULP OPTIONALITY

第二层：浆纸一体化的价值，不是追求最高自给率

按2025年年报列示的八个生产基地简单汇总，理文拥有约758万吨纸及纸制品年产能、95万吨木浆年产能和120万吨生活用纸年产能。设计产能不等于实际产量，但这组结构说明，理文的木浆并不是一个孤立对外销售业务，而是包装纸与生活用纸的重要原料支点。

2025年，木浆分部对外收入下降32.6%至4.47亿港元，分部间销售仍达到19.13亿港元。这意味着只看木浆对外收入，会低估其对内部供应稳定、浆料配方和产业链利润的贡献。浆厂的战略价值往往体现在内部替代和风险缓冲，而不只体现在对外卖浆。

但“有自制浆”不自动等于“浆成本最低”。自产浆仍要承担木片到厂、得率、化学品、能源、折旧、装置负荷和物流成本。专业的浆纸一体化，应当允许企业在自制浆、外购商品浆与再生纤维之间，根据价格差、纤维强度、洁净度、纸机适配和客户质量要求动态选择。

理文年报对其经营策略的表述也指向这种平衡：继续完善垂直整合，同时优化浆线设备与流程，并通过内部生产与外部采购的配合降低原料价格波动影响。其护城河不是封闭自给，而是原料路径更多、切换能力更强。

专业判断

浆纸一体化最有价值的指标，不是单独追求浆自给率，而是“合格纤维选择权”：在质量不降级的前提下，能否持续选择完全成本更优、供应风险更低的纤维组合。

03 · ENERGY INFRASTRUCTURE

第三层：能源环保不是后台成本，而是制造系统的一部分

纸机需要连续、稳定的电力和蒸汽；废纸制浆又会产生塑料杂质、浆渣和污泥。对大型包装纸企业而言，能源价格、机组效率、固废去向和环保合规不是四件分开的事情，而是一张同时影响吨纸成本与连续生产的基础设施网络。

理文2025年报披露，集团每吨纸综合能耗低于0.34吨标准煤；生产用水循环使用比例超过80%。这些数据属于公司ESG报告口径，却能够解释为什么能源管理是其成本系统的重要组成：单位消耗的持续下降，会直接影响纸机在低价竞争环境中的承受力。

更值得关注的是固废能源化。重庆理文一条1000吨/日固废焚烧线于2024年投产，年报披露其2025年发电1.16418亿千瓦时、产生高压蒸汽103.9万吨，同时减少原煤消耗4.49万吨、减少固废排放12.87万吨。这里是已经披露的年度运行结果，而不是项目规划值。

广东和马来西亚基地的废渣能源综合利用项目，则分别披露了3.5亿元、3亿元人民币投入及其设计效益。它们把废渣、废塑料、浆渣、污泥和沼气转化为蒸汽与电力，理论上可同

时减少外购能源与末端处置压力；但项目经济性仍要扣除投资、折旧、运维、排放控制和原料热值波动。

理文的能源优势，不是“环保没有成本”，而是通过热电联产、固废能源化、节能改造和过程控制，把原本分散的能源采购、废物处置与合规成本，尽可能转化为可管理、可回收的系统成本。

04 · SUPPLY RADIUS

第四层：八个基地不是规模拼图，而是供应半径设计

包装纸单位价值相对有限，产品体积大、运输半径敏感，原料和成品物流会显著影响到厂成本与客户响应。理文年报列示东莞、江苏、广东、重庆、江西、越南、马来西亚和广西崇左八个基地，形成华南、华东、西南、华中与东南亚相互衔接的生产网络。

国内基地靠近中国包装消费、纸箱加工和制造业客户；重庆、江西与广西又为浆、生活用纸和区域市场提供不同支点。越南和马来西亚合计列示约195万吨纸及纸制品年产能，使理文不必只从中国工厂服务东南亚，也获得不同原料、贸易和市场环境下的第二供应半径。

2025年，理文来自中国外部客户的收入占比约84%，上年约89%，其余主要来自马来西亚和越南客户。海外收入权重上升，是区域基地开始转化为市场结构的信号；但它同样会带来跨国采购、汇率、质量一致性、产销协同和当地政策等管理复杂度。

因此，基地越多并不天然越强。网络化能力的关键，是每个基地能否获得合适原料、稳定开机、覆盖有效客户，并减少重复库存与跨区倒运。只有当市场响应与物流节约超过组织复杂度，基地网络才真正形成成本护城河。

真正的网络指标

看基地布局，不能只数工厂和产能，更要看原料到厂成本、成品配送半径、区域产销率、跨基地调拨、客户交付周期，以及每个基地的投入资本回报。

05 · PROFIT MIX

第五层：包装纸是底盘，生活用纸正在改变利润结构

2025年，包装纸贡献理文75.7%的对外收入，仍是绝对核心；生活用纸收入60.17亿港元，同比增长15.1%，占对外收入22.6%；木浆对外收入占比约1.7%。从收入结构看，理文仍是一家以箱板纸、瓦楞芯纸等包装原纸为底盘的企业。

但利润结构已经不完全相同。生活用纸分部盈利10.63亿港元，同比增长12.9%，按三个分部盈利合计测算，占比约43.7%；包装纸约占52.2%。生活用纸以不到四分之一的收入，贡献超过四成的分部盈利，说明它已经不是边缘副业，而是理文利润组合的重要支柱。

生活用纸的需求节奏、品牌渠道和价格形成机制与工业包装纸不同，可以降低单一包装纸周期的暴露；包装纸又为规模制造、客户网络和现金周转提供底盘；木浆承担内部纤维供应。三者共同构成“工业品规模 + 消费品价值 + 上游原料”的组合。

不过，组合并不等于自动对冲。2025年生活用纸分部盈利增速低于收入增速，据年报数据测算，其分部盈利相当于对外收入的比例由约18.01%小幅降至17.66%。消费品业务还要承担品牌、渠道、促销、成品库存和品质稳定等要求，不能只用产能扩张解释长期竞争力。

理文的产品结构优势，不是“业务越多越安全”，而是不同业务能否共享浆、能源、制造和供应链能力，同时保持各自的客户价值与资本回报。

06 · CAPITAL DISCIPLINE

第六层：技改与资本纪律，要让每一吨创造更高回报

2026年公开备案和环境评价信息显示，广东理文拟投资7.2亿元对PM7生产线进行原地技术改造，备案公示的计划建设周期为2026年6月至2027年6月。据环评报批稿公开信息的行业摘要，改造前后产能维持30万吨/年，产品克重拟由120—250克/平方米调整至60—160克/平方米，并升级纸机幅宽、工作车速、制浆筛选、流浆箱和膜转移施胶等系统。上述内容属于项目方案，不是已实现技改效果。

这类项目最值得研究的地方，是“产能不变”。它不是通过新增名义吨数获取增长，而是尝试以低克重、高品质、效率和能耗改善，提高每一吨纸的产品适配与资产产出。若客户可以在满足抗压、耐破、环压和加工要求的前提下降低包装用纸克重，价值就可能从“吨价”转向“单箱材料成本与性能”。

资本端也出现修复。2025年理文包含资本化金额的总财务成本由9.35亿港元降至7.36亿港元，银行借款由219.82亿港元降至210.06亿港元，净负债比率（年报口径）由0.73降至0.63；经营活动现金净额由4.26亿港元升至35.20亿港元。

但现金流改善不能只看一个总数。2025年营运资金变动前经营现金流为26.73亿港元，同比增长约24.8%；最终经营现金流还受到现金流量表所列存货减少9.52亿港元、应收及预付款减少1.62亿港元、应付账款增加6.74亿港元推动。回款端有所改善，应收账款周转天数由47天缩短至41天。

需要特别区分：现金流量表列示的“存货减少9.52亿港元”，不能直接理解为期末库存余额下降；资产负债表中的存货余额实际上由44.19亿港元升至48.22亿港元。公开报表没有完整拆解两种口径之间的桥接因素。与此同时，原料和成品库存周转天数分别由54天、14天升至60天、18天，应付账款周转天数由43天延长至61天，说明部分现金流改善伴随库存周转变慢与供应商账期延长。

这组数据给出一个更完整的判断：

理文的盈利、负债和现金状况在改善，但原料与成品库存效率、供应商账期和技改回报仍需持续观察。真正的资本纪律，是利润率、库存、应付、负债和自由现金流同步改善，而不是依赖其中一个指标。

六条最新线索，正在重写理文的成本边界

2026年3月 | 利润修复获得年报确认

2025年收入增长2.5%；普通股股东应占盈利增长47.9%（年度盈利口径增长43.0%）。包装纸分部在收入基本持平的情况下显著修复盈利，至少说明经营改善不能由规模扩张单独解释；各因素贡献仍需结合更细的量价成本数据判断。

2026年3月至7月 | PM7从“更多吨”转向“更好吨”

7.2亿元技改保持30万吨年产能不变，拟转向更低克重的高档牛皮箱板纸，并同步升级制浆、抄纸和自动控制系统。当前属于备案及公开环境评价阶段，不能提前写成已建成结果。

2026年经营方向 | 自动化与人工智能进入制造流程

公司在年报中提出积极部署自动化、人工智能及其他技术应用，以优化生产流程和工作流，并推进电站技术升级。它说明智能制造已被纳入降本框架，但尚需等待节拍、能耗、质量与人员效率等量化成果。

2026年5月至6月 | 贵港项目进入设备安装

贵港地方公开信息显示，“贵港理文纸业项目”规划总投资275亿元：一期规划投资100亿元，建设100万吨漂白化学浆及80万吨高档生活用纸和制品；二期规划投资175亿元，布局生物基可降解高端新材料。一期于5月开始设备安装，预计2027年年中投产。该项目不在理文造纸2025年报列示的八个生产基地内，本文不将规划产能计入上市公司现有产能；其投资、资产和收益如何纳入上市公司合并口径，仍需正式披露确认。

2026年7月 | 上半年边际利润继续抬升

正面盈利预告预计上半年盈利同比增长64%至71%，公司明确给出的原因是边际利润上升。公司通知董事会拟于8月3日审议中期业绩；截至8月9日本文核验时，尚未检得正式业绩公告。后续需验证改善来自售价、原料、产品结构、产量、费用还是多因素叠加。

2026—2028年 | 海外销售接口继续制度化

持续关连交易公告设定2026—2028年包装纸协议年度上限，分别为2.798亿、5.423亿和5.694亿港元。交易按个别订单开展，双方均不承担独家交易义务；年度上限不是锁定订单、销售承诺或收入预测。其价值在于为海外销售提供制度化接口，并利用马来西亚与越南基地的成本和区位优势，而不是提前确认收入。

CONCLUSION

成本优化是目的，系统控制才是能力

理文造纸真正强的，不是拥有一个永远不变的最低成本，而是把成本拆成多个可以管理的变量：纤维怎么选、浆从哪里来、能源如何循环、基地覆盖多远、产品怎样组合、纸机如何技改、资金怎样周转。

当这些变量互相协同时，收入小幅变化也可能释放更大的利润弹性；当其中一环失衡，浆厂负荷、能源装置、海外基地、生活用纸渠道和库存资金又会同时放大复杂度。这也是“系统优势”与“重资产风险”共存的真实边界。

接下来判断理文能否继续变强，应重点看五件事：

2026年中期盈利预告能否落实为销量、吨纸利润与经营现金流的同步改善？

PM7技改能否实现低克重产品的质量稳定、客户认证和能耗目标？

生活用纸能否维持较高利润贡献，同时避免渠道费用和库存侵蚀？

海外基地和贵港相关项目能否形成清晰的市场、资本与合并口径回报？

负债下降的同时，原料库存、成品库存和供应商账期能否共同回归更优水平？

理文最深的竞争力，是把“便宜”变成一套工程，把成本变成可控变量，再把可控成本转化为利润韧性和市场选择权。

NEXT ISSUE · 系列预告

下一篇：山鹰国际为什么强？它真正运营的是一张循环网络

“中国纸业强企业样本研究”不做简单企业介绍，持续拆解头部纸企的资源、成本、产品、管理与产业链能力。

博碳包装·产业洞察·研究说明

中国造纸协会《中国造纸工业2025年度报告》：行业运行及重点企业信息

理文造纸《2025年年度报告》：港交所披露原文

理文造纸2026年中期正面盈利预告：港交所披露原文

理文造纸2026年中期业绩董事会会议通知：港交所披露原文

理文造纸基地与产能布局：企业官网

广东理文PM7生产线技改备案：广东省投资项目在线审批监管平台信息摘要

广东理文PM7环境影响报告书公众参与公示：东莞市环境保护产业协会公示原页技术信息摘要

贵港理文纸业项目建设进展：贵港日报·贵港新闻网

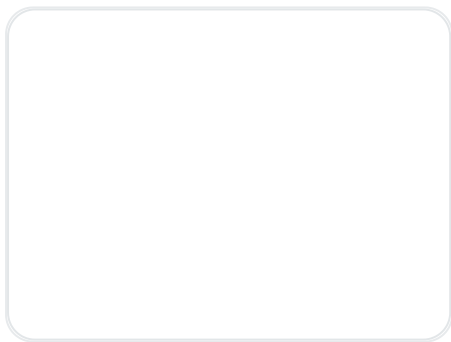
2026—2028年包装纸协议：港交所披露原文

本文为产业研究与一般性信息，不构成投资、商业或法律意见。本文对企业战略、竞争力和产业机会的分析包含基于公开资料的专业判断，不代表企业官方表述，也不意味着任何合作或产品采用关系。2025年数据来自经审计年报；2026年中期盈利预告为初步未经审核数据；设计产能、规划投资、备案、环境评价、设备安装和预计投产时间，不等于实际产量、有效产能、建成投产或商业回报。贵港项目为地方公开项目进展，不在理文造纸2025年报列示的八个生产基地内，现有公开资料不足以确认其全部投资、资产和收益如何纳入香港上市公司合并口径。企业应结合正式公告、项目批复、实际投产和具体应用要求进行核验。信息核验截至2026年8月9日。

[阅读原文](#)

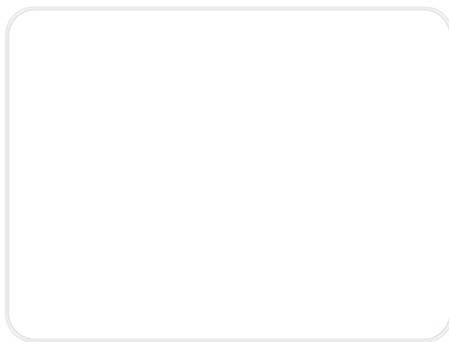
[← 返回行业洞察](#)

相关文章



2026-08-11

太阳纸业为什么强？答案藏在一根纤维里



2026-08-10

中国造纸企业20强，都强在哪里？



2026-08-10

玖龙纸业真正强的，不只



都佰城新材料技术（上海）有限公司

+86 400 677 9978

Bioten@dbc.cn

01 博碳观察



04 博碳生物



02 公司动态



05 博碳包装



03 行业洞察



06 博碳开发者



© 2010-2026 DBC 都佰城

www.dbc.cn 中国 · 上海市闵行区朱建路158弄15号楼 [沪ICP备2022003654号-1](#) [隐私与数据使用](#) [网站地图](#)