

行业洞察

UPM不想只做纸了？看懂一家百年纸企的材料化转型

发布时间 2026年8月19日

发布主体 BIOTEN

[在线查看文章 PDF](#)



UPM真正想摆脱的不是纸，而是所有业务共用一套资本规则。

UPM真正想摆脱的不是纸，而是所有业务共用一套资本规则。

全球造纸产业观察 / GLOBAL PAPER INDUSTRY

博碳包装 · 产业洞察

全球造纸产业观察 / GLOBAL PAPER INDUSTRY

UPM不想只做纸了？ 看懂一家百年纸企的 材料化转型

吨位 · 平方米 · 分子 · 资本回报



图文纸合资、胶合板分拆、功能材料高回报、Leuna继续爬坡：UPM没有告别纸，而是在给不同资产重写资本规则。UPM中文名称；芬欧汇川

CURRENT CONTEXT · 中国造纸业2026上半年

机制纸及纸板产量 | 8313.2万吨 · 同比+6.0%

规上行业收入 | 6897.9亿元 · 同比+5.5%

规上行业利润 | 196.1亿元 · 同比+27.5%

行业PPI | 累计同比-1.6%

产量、规上财务和PPI属于不同统计边界，不能相除计算吨利润。它们共同说明的是“量增、价弱、利修”，不是全面提价。

核心判断 · CORE JUDGEMENT

UPM正在同时重写价值单位和资本规则：在吨位尺度管理纤维成本，在平方米尺度经营标签、离型与包装功能，在分子尺度验证木质化学品；不同业务最终都要穿过客户资格、资本回报与经营现金流。

当更多吨位不再自然形成价格权，纸企还应该继续用同一套扩产逻辑管理全部业务吗？芬兰UPM提供了一个有冲突的海外样本。

2025年，它的图文纸业务仍实现1.81亿欧元可比息税前利润和17.8%的可比资本回报率，2026年却准备把它与Sappi欧洲图文纸合并；胶合板业务资本回报率达到24.3%，UPM仍计划将其分拆上市；投资估算已达13.70亿欧元的Leuna木质生物化学品工厂，则仍在爬坡。

UPM正在让成熟纸种、纸浆、标签与特种纸、新生物化学品接受不同规则，并由资本回报和现金流判断每条路线是否成立。

研究边界

UPM产业根系可追溯至1871—1872年，现UPM-Kymmene于1996年开始运营。“百年纸企”描述产业根系。

图文纸合资已签最终协议且Sappi股东已批准，但交易未交割；欧盟Phase II及美中等许可仍待。WISA分拆仍待8月31日股东大会等条件。

UPM半年报未经审计；Plywood列为终止经营。分部ROCE、CEPI成员区、中国统计和技术性能均不相互替代。

真正的材料化，是让成熟资产、增长资产和技术储备接受不同的资本纪律。

01 · WHY CHINA SHOULD READ UPM

中国为什么现在需要看UPM

UPM今天首先把自己定义为材料解决方案公司，但纸浆仍是最大的资本底盘，Specialty Materials依然生产标签基纸、离型纸、柔性包装纸、办公纸和部分图文纸。材料化没有让纸消失。

2026年上半年，UPM持续经营业务销售47.81亿欧元，同比约-3%；可比息税前利润4.71亿欧元，同比+17%，利润率9.8%。经营现金流却从4.68亿降至2.25亿欧元，营运资本增加3.39亿欧元，净债务升至33.13亿欧元。

持续经营资本开支由1.98亿降至1.09亿欧元，占销售额2.3%，全年预计约3亿欧元。资本开支收缩并未自动换来更强现金流，营运资本和项目爬坡同样占用现金。

中国行业处在量增、价格仍弱、利润先修复的阶段。下一笔资本投向新纸机、存量改造、浆线、功能材料或降债，需要一张比“未来市场很大”更严谨的业务账。

资料：国家统计局与UPM半年报；统计和企业数据不作横向比值。

02 · FIVE CAPITAL ACCOUNTS

一家公司，五张不同的资本账

如果只看产品名称，很容易把UPM理解成从传统纸业迁往高附加值材料。平均投入资本与可比资本回报率给出的答案更复杂。

2026 H1 · 平均投入资本 / 可比ROCE

Fibres | 82.48亿欧元 / 4.9%

Adhesive Materials | 8.55亿欧元 / 17.9%

Specialty Materials | 6.73亿欧元 / 23.7%

Communication Papers | 8.90亿欧元 / 10.1%

Other Operations | 14.32亿欧元 / -6.3%

分部职责不同，不能机械排名；Other还包含生物燃料、生物化学品和集团服务。但数据足以说明：最大的资本底盘不一定拥有最高回报，功能材料已形成可观察的资本效率，新生物材料也不会因为“新”就天然高回报。

纸浆内部差异更大。Fibres South上半年可比息税前利润率22.5%，Fibres North仅2.6%，二季度单季亏损1000万欧元。同样叫自制浆，林木生产率、木片、物流、能源、汇率、检修和装置效率会给出完全不同的结果。

对中国浆纸一体化企业，一体化只能说明资产结构，不能替代到厂木材成本、单位现金成本、能源、物流和资本回报。

03 · MATURE BUSINESS GOVERNANCE

图文纸合资与WISA分拆：成熟业务先解决治理问题

CEPI成员区 · 2025供需坐标

图文纸 | 产量-7.3% · 表观消费-7.1%

包装纸及纸板 | 产量-0.1%

特种纸及纸板 | 产量+1.2%

2020—2025 | 产能-5.1% · 实际产量-9.8% · 开工率84.9%→80.7%

产能退出慢于产量下降，欧洲成熟纸种首先成为供需治理问题。CEPI成员区包含英国和挪威，不等同于EU27。

UPM图文纸业务2025年仍有7.3%可比利润率和17.8%资本回报率；到2026上半年，平均售价下降4%，利润率降至3.7%，但资本回报率仍有10.1%。业务仍有价值，需求、价格和产能治理却越来越困难。

UPM与Sappi拟议JV将双方图文纸放进50/50独立平台，企业价值14.20亿欧元，预计年协同约1亿欧元。Sappi股东已经批准，但欧盟Phase II和美中等许可仍待。

欧委会分别审查CM杂志纸、WFC涂布无木浆纸、C1S纸基标签面材和PSL压敏标签材料。前两项涉及横向产能与价格，后两项涉及面材竞争、股东协调和投入品限制。产业边界不是企业自己画完就算完成。

风险也没有凭空消失。UPM拟取得现金、股东贷款应收和50%权益，部分养老金与其他负债转入JV；直接经营敞口被改造成权益、贷款和未来分红风险。

WISA分拆同样要支付真实成本。H1销售2.40亿欧元、可比EBITDA率13.8%，经营现金流却由正转为小幅负值；分拆与上市成本预计3100万—3300万欧元。独立经营需要重建报告、系统、法律、融资与治理。截至8月18日，股东大会尚未召开。

Stora Enso选择进一步聚焦包装，Mondi继续把无涂布纸与瓦楞包装放进协同体系。欧洲纸企的共同趋势不是都不做纸，而是停止用同一套资本逻辑管理所有纤维资产。

04 · FUNCTION AND MOLECULE

材料化有两条路：表面功能与木质分子

UPM材料业务包含三种成熟度：已经盈利的自粘材料，仍以纸为主体的功能基材，以及仍在工业放大的木质化学品。三者不能压成一条高端化曲线。

界面材料 | Adhesive Materials上半年销售8.61亿欧元，基本持平；可比息税前利润7600万欧元，利润率8.9%。它经营的是面材、胶黏剂、离型底材、涂布、分切和应用技术组成的自粘系统。标签选择应服从主包装的回收流程，而不是纸和塑料谁绝对胜出。

功能基材 | Specialty Materials交付量+3.4%、销售额-4.1%、可比息税前利润+9.6%。半年报说明，利润增量主要来自折旧下降，销量和可变成本改善只是大体抵消价格下降。材料名称不能代替功能溢价。

常熟是中国最具体的接口。官网披露年产能约140万吨，并设亚洲研发能力；产品安全资料显示常熟PM3生产Solide Lucent阻隔基纸。基纸的食品接触管理与性能不覆盖涂层、油墨、胶黏剂和最终包装，也不能推导单厂利润或订单。

完整结构，而不是单张纸

阻隔方案 | UPM Asendo基纸 + Michelman涂层 + BOBST工艺；OTR 140 cc/m²·day，条件23°C、50%RH。

再浆方案 | oneBARRIER特定结构材料得率94.6%；技术得率不等于市场实际回收率。

这两个案例说明，可回收纸基包装不必追求绝对无铝、无涂层或无聚合物。关键是完整结构能否在目标工艺中解离、筛分，并保留足够质量的纤维。

木质分子 | Leuna最新投资估算13.70亿欧元，是2020年初始5.50亿欧元的约2.49倍。年份、范围与价格条件不同，这组变化用于说明新型工业装置的放大风险，而非情绪化判断。

工业糖已经商业交付；可再生功能填料和其他木质素衍生物仍预计Q3交付；BioMEG、BioMPG尚无商业交付确认；2027满产和正利润仍是管理层目标。

可再生功能填料也不是碳黑或白炭黑的一比一替代。它密度约1.3g/cm³，偏极性并有吸湿倾向，主要处于低到中等增强范围，需要重新配方、混炼、成型和终件认证；“负碳”只适用于公司披露的摇篮到工厂大门边界。

Lappeenranta利用粗塔罗油生产可再生柴油与石脑油，已商业运行十年。它证明副产物可以形成独立商品，也说明成熟商业线和首台套分子路线必须使用不同回报时钟。

05 · CHINA ACTION COORDINATES

中国造纸产业链的行动坐标

中国造纸协会数据显示，2025年特种纸及纸板产量增长5.15%，消费量却下降2.18%，出口增长14.29%。转向特种纸不等于国内功能需求、售价和利润已经同步增长。

纸浆企业 | 跟踪到厂木材成本、单位现金成本、能源、物流、检修损失、实现浆价和汇率；不让“自制浆”替代成本证明。

综合纸厂 | 跟踪利用率、产销率、实现价格、库存天数、资本回报率，以及维护性与扩张性资本开支；成熟纸种、增长纸种和技术储备不能共享一个回报时钟。

特种纸与功能纸 | 跟踪认证周期、稳定良率、复购率、每平方米实现价格、出口集中度和加工投诉；高端名称不等于功能溢价。

化学品与涂层企业 | 同时记录原纸、涂布量、线速、温湿度、阻隔、热封、离型、食品接触、再浆和单位应用成本；桶装材料性能不能替代最终包装。

设备企业 | 跟踪能耗、水耗、蒸汽、停机、爬坡、多基材切换、在线检测和投资回收期；机会不仅是新纸机，也包括低涂布量、多层水性涂布、干燥、分切和再浆评价设备。

包装加工与品牌采购 | 跟踪成型速度、废品率、材料减量、货架期、客诉、回收适配和复购；材料单价降低，如果带来更多废品或产品损耗，并不等于包装成本下降。

未来两三年观察：图文纸JV能否获批并治理供需；功能材料能否在补库存消退后保持销量与资本回报；Leuna能否扩大交付并降低分部损失；资本开支和营运资本能否回到现金流；常熟等中国资产能否把基纸、涂层、设备和客户验证连接起来。

CONCLUSION · THREE VALUE SCALES

UPM没有告别纸它在同时重写价值单位和资本规则

纸浆仍是纤维底盘，功能纸仍是先进材料的重要组成，常熟仍承载亚洲纸张与研发，拟议JV也意味着UPM计划继续持有图文纸业务50%权益。

真正发生的变化，是每吨纤维要证明资源成本，每平方米材料要证明加工功能，木质分子要证明客户资格与工业放大，每一笔资本最终要证明回报和现金。

这套重构方向清楚，但尚未完成：合资和分拆仍待，功能材料利润改善不全来自售价，Leuna仍在爬坡，集团现金流也没有与利润同步增强。

未来的竞争单位，将同时包括每吨纤维的资源成本、每平方米材料的功能价值，以及每一笔资本能否形成可重复的客户现金流。

本文采用“监管和行业统计确定市场现状、正式财报拆解资本回报、企业技术资料限定材料状态、本文分析连接中国决策”的方法，核验截至2026年8月18日。事实、企业披露、计算值、本文判断和管理层预测分别表述。

中国产量、规上财务、PPI与纸种统计范围不同，未计算行业吨利润。CEPI成员区不等于EU27。UPM分部投入资本和ROCE用途不同，不作为简单业务排行榜。

UPM半年报未经审计，Plywood列为终止经营；持续经营销售利润、集团现金流债务没有混写。交易企业价值、预计协同、分拆成本和项目目标未写成已实现结果。

功能纸、胶黏材料、阻隔包装、木质化学品和功能填料的性能均限定具体基材、结构、条件、回收流程与生命周期边界。基纸不覆盖最终包装，技术可回收不等于规模回收，首次交付不等于稳定利用率、复购或正现金流。

文中产业协同为研究建议，不构成合作背书、产品认证、投资建议或交易依据。

博碳观察数据与核验来源

01 | UPM《2026年半年度报告》

02 | UPM《2025年年度报告》

03 | UPM与Sappi图文纸合资最终协议

04 | 欧盟委员会M.12270第二阶段审查

05 | 欧盟官方公报M.12270

06 | CEPI《Key Statistics 2025》

07 | Sappi 2026财年第三季度报告

08 | UPM WISA分拆专题

09 | WISA 8月17日补充招股书

10 | UPM公司历史

11 | UPM战略与业务组合

12 | UPM Adhesive Materials

13 | UPM Specialty Materials

14 | UPM常熟纸厂

15 | 常熟Solide Lucent产品安全资料

16 | UPM—Michelman—BOBST共同方案

17 | UPM oneBARRIER结构说明

18 | UPM ProCycle标签组合

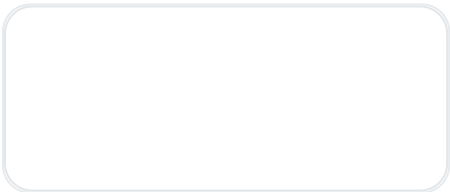
19 | UPM Leuna初始投资公告

- 20 | UPM BioMotion RFF技术特征
- 21 | UPM RFF生命周期边界
- 22 | UPM Lappeenranta生物精炼厂
- 23 | Stora Enso 2026年半年报
- 24 | Mondi 2026年半年报
- 25 | 国家统计局：规上工业企业利润
- 26 | 国家统计局：2026年6月PPI
- 27 | 国家统计局：机制纸及纸板产量
- 28 | 中国造纸协会《中国造纸工业2025年度报告》

[阅读原文](#)

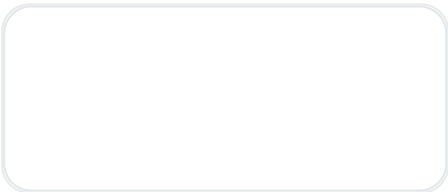
[← 返回行业洞察](#)

相关文章



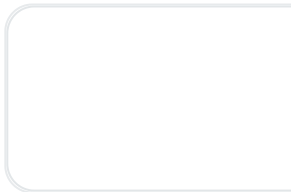
2026-08-18

荣成纸业强在哪里？307万吨背后的再生纸与包装网络



2026-08-18

中国纸业强在哪里？从林浆纸到特种纸、生态与算力



2026-08-18

全球餐饮包装十大区域政图，需求在哪里，谁在采



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 →

02 公司动态 →

03 行业洞察 →

04 博碳生物 →

05 博碳包装 →

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](#)