

五洲特纸（605007.SH）

价稳量增，新产能贡献增量

公司发布三季报：24Q1-3 实现收入 54.66 亿元(同比+17.2%)，归母净利润 3.27 亿元(同比+205.9%)，扣非归母净利润 3.16 亿元(同比+239.4%)；单 Q3 实现收入 20.35 亿元(同比+11.6%)，归母净利润 0.95 亿元(同比-20.6%)，扣非归母净利润 0.91 亿元(同比-3.4%)。根据我们测算，受益于湖北新增产能落地（瓦楞纸+沙管纸），预计公司单季度产销升至 40 万吨+（Q2 约 28 万吨），原有业务价盘预计维系稳健，但成本抬升、吨盈利略下滑。此外，湖北项目贡献重要增量，整体业绩符合预期。

细分赛道分化加速，特纸延续优异表现。1) 受制于供需压力，预计食品卡 Q3 产销略下滑，均价保持稳定（24Q3 市场白卡均价环比-0.5%）；2) 特纸格局优异，预计产销&价盘保持景气；3) 文化纸淡季价盘承压（24Q3 双胶纸/铜版纸环比分别-5.8%/-3.4%），产能利用率稳步提升。展望未来，终端需求压力仍存，预计 Q4 均价震荡向下，同时低价浆入库改善成本、叠加自产化机浆效率改善，公司吨盈利基本稳定。

横纵布局，成长路径清晰。2023 年公司 2.2 万吨数码转印纸、1.8 万吨描图纸相继落地，并收购 3.5 万吨工业衬纸产能；2024 年湖北一期落地（2 条产线投产，1 条产线试生产），合计设计产能高达 209.6 万吨。公司目前在建工程包含 25 万吨工业包装纸、25 万吨格拉辛、7 万吨装饰原纸、15 万吨文化纸及 4 万吨数码转印纸产线，产品矩阵持续优化，成长路径清晰。此外，30 万吨化机浆产能持续爬坡（食品&文化纸已达浆纸平衡），60 万吨化学浆目前已至环评二次公示，浆纸一体进程加快，有望弱化周期影响。

盈利短暂承压，费用表现平稳。2024Q3 毛利率为 10.7%（同比稳定，环比-0.6pct），归母净利率为 4.7%（同比-1.9pct，环比-1.1pct），承压主要系原材料高位。费用表现来看，2024Q3 期间费用率为 4.5%（同比+0.3pct），其中销售/研发/管理/财务费用率分别为 0.2%/1.3%/1.4%/1.6%（同比-0.3/-0.2/+0.2/+0.5pct），费用管控稳定。

现金流承压，营运能力稳定。2024Q3 净经营现金流为 1.26 亿元（同比-6.54 亿元），承压主要系收回定期存款减少所致。营运能力方面，截止 2024Q3，应收、应付、存货周转天数分别为 55.11/41.71/39.95 天（同比-7.6/+1.2/-3.0 天）。

盈利预测：我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 4.1、5.5、7.4 亿元，对应 PE 为 13.2X、9.8X、7.3X，维持“买入”评级。

风险提示：原材料波动、需求复苏不及预期，食品卡竞争加剧，产能爬坡不及预期。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5,962	6,519	7,776	9,865	12,090
增长率 yoy（%）	61.6	9.3	19.3	26.9	22.5
归母净利润（百万元）	205	273	408	551	743
增长率 yoy（%）	-47.4	33.0	49.6	35.0	34.8
EPS 最新摊薄（元/股）	0.51	0.68	1.01	1.36	1.84
净资产收益率（%）	9.3	11.3	15.1	18.0	20.8
P/E（倍）	26.3	19.8	13.2	9.8	7.3
P/B（倍）	2.5	2.2	2.0	1.8	1.5

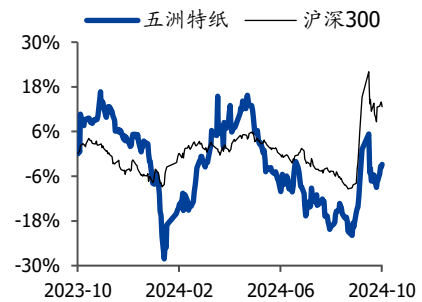
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 10 月 24 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	造纸
前次评级	买入
10 月 24 日收盘价（元）	13.37
总市值（百万元）	5,399.91
总股本（百万股）	403.88
其中自由流通股（%）	99.42
30 日日均成交量（百万股）	3.80

股价走势



作者

分析师 姜文轲

执业证书编号：S0680523040001

邮箱：jiangwenqiang1@gszq.com

相关研究

- 《五洲特纸（605007.SH）：吨盈利小幅下滑，成本缓解在即，产能快速扩张》 2024-08-19
- 《五洲特纸（605007.SH）：盈利小幅回落，产能快速释放》 2024-07-10
- 《五洲特纸（605007.SH）：成本可控、均价提升，浆纸一体化初成》 2024-04-25

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3228	2636	3552	3573	4001
现金	777	568	1107	493	248
应收票据及应收账款	1101	1205	1437	1823	2234
其他应收款	17	2	2	3	4
预付账款	28	14	17	21	26
存货	659	575	678	859	1048
其他流动资产	645	272	310	374	441
非流动资产	3339	5066	5951	6580	6982
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1407	2040	3501	4379	4875
无形资产	309	487	651	830	1004
其他非流动资产	1624	2540	1800	1371	1103
资产总计	6567	7702	9504	10153	10983
流动负债	3259	3574	4063	4468	4893
短期借款	2020	2021	2021	2021	2022
应付票据及应付账款	899	1080	1273	1612	1968
其他流动负债	341	474	768	834	904
非流动负债	1104	1686	2722	2592	2492
长期借款	350	733	1733	1603	1503
其他非流动负债	754	952	989	989	989
负债合计	4364	5260	6785	7060	7386
少数股东权益	0	20	22	24	28
股本	400	404	404	404	404
资本公积	464	496	506	506	506
留存收益	1182	1390	1655	2027	2528
归属母公司股东权益	2203	2422	2697	3069	3570
负债和股东权益	6567	7702	9504	10153	10983

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	36	1077	901	1170	1519
净利润	205	275	410	554	746
折旧摊销	204	196	506	699	876
财务费用	121	97	120	137	133
投资损失	-19	18	14	10	12
营运资金变动	-461	545	-144	-230	-248
其他经营现金流	-14	-54	-5	0	0
投资活动现金流	-1508	-1250	-1400	-1337	-1291
资本支出	-989	-1570	-1399	-1319	-1271
长期投资	0	-51	-9	-9	-7
其他投资现金流	-519	371	8	-10	-12
筹资活动现金流	982	148	1049	-447	-475
短期借款	973	0	0	0	0
长期借款	270	383	1000	-130	-100
普通股增加	0	4	0	0	0
资本公积增加	3	32	10	0	0
其他筹资现金流	-265	-271	38	-317	-375
现金净增加额	-497	-24	539	-614	-246

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5962	6519	7776	9865	12090
营业成本	5439	5894	6952	8802	10745
营业税金及附加	22	32	33	45	53
营业费用	10	17	16	23	28
管理费用	81	96	108	133	157
研发费用	65	88	114	144	173
财务费用	123	93	127	131	145
资产减值损失	-4	-3	0	0	0
其他收益	16	36	62	59	85
公允价值变动收益	3	0	0	0	0
投资净收益	9	-34	-14	-10	-12
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	227	299	475	636	861
营业外收入	20	20	0	0	0
营业外支出	4	6	0	0	0
利润总额	242	313	475	636	861
所得税	37	38	65	82	115
净利润	205	275	410	554	746
少数股东损益	0	2	1	3	3
归属母公司净利润	205	273	408	551	743
EBITDA	541	621	1108	1466	1883
EPS (元/股)	0.51	0.68	1.01	1.36	1.84

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	61.6	9.3	19.3	26.9	22.5
营业利润(%)	-50.3	32.0	58.8	34.0	35.3
归属母公司净利润(%)	-47.4	33.0	49.6	35.0	34.8
获利能力					
毛利率(%)	8.8	9.6	10.6	10.8	11.1
净利率(%)	3.4	4.2	5.3	5.6	6.1
ROE(%)	9.3	11.3	15.1	18.0	20.8
ROIC(%)	5.4	6.3	6.9	8.6	10.7
偿债能力					
资产负债率(%)	66.4	68.3	71.4	69.5	67.2
净负债比率(%)	105.8	120.8	134.9	134.2	119.5
流动比率	1.0	0.7	0.9	0.8	0.8
速动比率	0.8	0.6	0.7	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.9	0.9	1.0	1.1
应收账款周转率	7.4	6.2	6.4	6.6	6.5
应付账款周转率	9.6	8.4	9.3	9.6	9.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.68	1.01	1.36	1.84
每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	2.67	2.23	2.90	3.76
每股净资产(最新摊薄)	5.46	6.00	6.68	7.60	8.84
估值比率					
P/E	26.3	19.8	13.2	9.8	7.3
P/B	2.5	2.2	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA	18.3	14.3	8.2	6.5	5.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 10 月 24 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com