

五洲特纸(605007)

报告日期: 2024 年 10 月 26 日

产能爬坡顺利，浆纸一体化拓展

——五洲特纸点评报告

投资要点

□ 基本事件

2024Q1-Q3 公司实现营收 54.66 亿元（同比+17.18%），归母净利润 3.27 亿元（同比+205.87%），扣非归母净利润 3.16 亿元（同比+239.35%）；2024Q3 公司实现营收 20.35 亿元（同比+11.60%、环比+19.34%），归母净利润 9459 万元（同比-20.55%、环比-4.04%），扣非归母净利润 9136 万元（同比-3.38%、环比-1.59%）。

□ 湖北基地产能顺利拓展，浆纸一体化顺利推进

我们预计公司三季度湖北基地新产线产能爬坡顺利、产销量环比提升，格拉辛、转印纸、食品包装纸等主要纸种价盘基本稳固，公司自有 30 万吨化机浆优化成本结构，浆纸一体化平滑成本压力，吨利降幅较为可控。展望 24Q4，外盘阔叶浆 7-10 月持续走弱，考虑原料库存周期，Q4 用浆成本环比下降，预计部分纸种价盘或随成本波动及市场竞争格局变化有所调整，但公司浆纸一体化、多元化纸种推进顺利，湖北基地新产线随产能利用率提升，利润贡献有望提升。

□ 利润率环比下降，费用管控良好

（1）**利润率**：24Q3 公司销售毛利率 10.68%（同比-0.03pct、环比-0.56pct），实现归母净利率 4.65%（同比-1.88pct、环比-1.13pct），盈利能力环比略降。

（2）**期间费用率**：24Q3 期间费用率为 4.68%（同比+0.54pct），其中销售费用率为 0.19%（同比-0.30pct），管理+研发费用率为 2.86%（同比+0.33pct），财务费用率为 1.63%（同比+0.51pct）。

（3）**营运效率与资产质量**：24Q3 公司应收账款 11.25 亿元（同比-0.36 亿元），应收账款周转天数 55.11 天（同比-7.61 天），应付票据及账款合计 11.97 亿元（同比+2.74 亿元）。现金流方面，经营现金流净额为 1.26 亿元（同比-6.54 亿元），存货 8.55 亿元（同比+1.41 亿元），存货周转天数 39.95 天（同比-2.97 天）。24Q3 公司资产负债率为 72.06%（同比+4.54pct）。

□ 多元化特纸龙头，浆纸一体化布局不断深化

公司是国内食品包装纸龙头、多元化纸种版图拓张，浆纸一体化布局+产品多元化赋能成长。公司在江西基地投建的 30 万吨化机浆生产线 2024 年第一季度已经投入使用。新增产能方面，公司湖北基地两条工业包装纸生产线和一条纱管纸生产线产能爬坡顺利，目前衢州、江西、湖北三大造纸基地浆纸合计总产能已超 239 万吨，三地协同发展，资源优势互补利用，浆纸一体化、产品多元化不断深化，长期成长动力充足。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司 24-26 年营收分别为 77.41/88.25/100.47 亿元，同比分别+18.74%/+14.00%/+13.85%；归母净利润 4.39/6.46/8.35 亿元，同比分别+60.98%/+47.05%/+29.30%，对应 PE 13X/9X/7X，维持“增持”评级。

□ 风险提示

下游景气度修复不及预期，原材料成本大幅波动，新增产能投放过多，市场竞争恶化。

投资评级：增持(维持)

分析师：史凡可

执业证书号：S1230520080008

shifanke@stocke.com.cn

研究助理：洪百慧

hongbaihui@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 13.74
总市值(百万元)	5,549.35
总股本(百万股)	403.88

股票走势图



相关报告

- 1 《H1 产销靓丽增长，浆纸一体化顺利拓展》 2024.08.18
- 2 《Q1 业绩靓丽增长，浆纸一体化进展顺利》 2024.04.26
- 3 《Q4 业绩靓丽增长，23 年超额完成股权激励目标》 2024.04.10

财务摘要

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,519	7,741	8,825	10,047
(+/-) (%)	9.35%	18.74%	14.00%	13.85%
归母净利润	273	439	646	835
(+/-) (%)	32.97%	60.98%	47.05%	29.30%
每股收益(元)	0.68	1.09	1.60	2.07
P/E	20.34	12.63	8.59	6.64

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值
资产负债表

	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,636	2,640	2,908	3,496
现金	568	373	312	405
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1,205	1,448	1,753	2,021
其它应收款	2	27	17	27
预付账款	14	37	33	35
存货	575	681	717	934
其他	272	74	74	74
非流动资产	5,066	6,037	7,034	7,960
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2,040	2,375	2,677	2,959
无形资产	487	651	830	1,004
在建工程	2,165	2,639	3,160	3,638
其他	375	373	366	359
资产总计	7,702	8,677	9,941	11,456
流动负债	3,574	4,109	4,725	5,402
短期借款	2,021	2,507	2,994	3,319
应付款项	1,080	1,122	1,245	1,538
预收账款	0	0	0	0
其他	474	479	486	544
非流动负债	1,686	1,686	1,686	1,686
长期借款	733	733	733	733
其他	952	952	952	952
负债合计	5,260	5,795	6,411	7,087
少数股东权益	20	21	23	27
归属母公司股东权益	2,422	2,861	3,507	4,342
负债和股东权益	7,702	8,677	9,941	11,456

现金流量表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,077	747	1,007	1,377
净利润	275	440	648	839
折旧摊销	196	389	491	604
财务费用	97	79	74	57
投资损失	18	3	4	30
营运资金变动	545	(163)	(209)	(154)
其它	(54)	(1)	(2)	1
投资活动现金流	(1,250)	(1,350)	(1,480)	(1,552)
资本支出	(1,570)	(1,337)	(1,467)	(1,514)
长期投资	(51)	(9)	(9)	(8)
其他	371	(3)	(4)	(30)
筹资活动现金流	148	408	413	268
短期借款	0	487	487	325
长期借款	383	0	0	0
其他	(235)	(79)	(74)	(57)
现金净增加额	(24)	(195)	(60)	93

利润表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,519	7,741	8,825	10,047
营业成本	5,894	6,916	7,745	8,702
营业税金及附加	32	35	36	46
营业费用	17	14	19	23
管理费用	96	110	123	135
研发费用	88	91	113	141
财务费用	93	73	68	51
资产减值损失	(3)	(12)	(10)	(10)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(34)	(3)	(4)	(30)
其他经营收益	36	22	38	58
营业利润	299	508	745	967
营业外收支	14	13	12	9
利润总额	313	522	757	976
所得税	38	81	109	137
净利润	275	440	648	839
少数股东损益	2	1	2	3
归属母公司净利润	273	439	646	835
EBITDA	621	985	1,318	1,663
EPS (最新摊薄)	0.68	1.09	1.60	2.07

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	9.35%	18.74%	14.00%	13.85%
营业利润	32.02%	69.95%	46.52%	29.83%
归属母公司净利润	32.97%	60.98%	47.05%	29.30%
获利能力				
毛利率	9.59%	10.66%	12.24%	13.39%
净利率	4.19%	5.67%	7.32%	8.31%
ROE	11.27%	15.35%	18.42%	19.23%
ROIC	6.27%	7.31%	8.82%	9.91%
偿债能力				
资产负债率	68.29%	66.78%	64.49%	61.86%
净负债比率	120.83%	126.05%	118.41%	101.00%
流动比率	0.74	0.64	0.62	0.65
速动比率	0.55	0.45	0.44	0.45
营运能力				
总资产周转率	0.91	0.95	0.95	0.94
应收账款周转率	6.17	6.79	6.74	6.55
应付账款周转率	8.36	8.63	8.84	8.61
每股指标(元)				
每股收益	0.68	1.09	1.60	2.07
每股经营现金	2.67	1.85	2.49	3.41
每股净资产	6.00	7.08	8.68	10.75
估值比率				
P/E	20.34	12.63	8.59	6.64
P/B	2.29	1.94	1.58	1.28
EV/EBITDA	14.31	9.32	7.38	5.99

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>