

五洲特纸（605007）

证券研究报告

2025 年 04 月 14 日

稳步推进浆纸一体化

公司发布 2024 年年度报告

24Q4 公司实现收入 21.9 亿,同比+18.1%;归母净利润 0.3 亿元,同比-78.8%;扣非归母净利润 0.1 亿元,同比-92.9%;

24 年公司实现收入 76.6 亿,同比+17.4%;归母净利润 3.6 亿元,同比+33.2%;扣非归母净利润 3.3 亿元,同比+30.6%。

24 年公司毛利率 9.9%,同比+0.28pct,归母净利率 4.7%,同比+0.54pct。

24 年公司收入及业绩增加主要系湖北基地三条生产线相继投产,致产销量和销售收入增加,以及公司实施降本增效管理致利润回升。25 年公司加速推进浆纸一体化建设,我们预计新增产能放量支撑收入增长,此外,公司持续优化机械浆生产成本和灵活调整商品浆采购策略,整体降低公司用浆成本,并加强精益化管理,我们预计盈利有望改善。

分产品：结构多元、市场领导力增强，浆纸一体化稳步推进

24 年食品包装材料系列收入 31.5 亿元,同比-5.2%,销量 60.5 万吨,同比-1.4%,单价 5202.59 元/吨,同比-3.8%,毛利率 4.1%,同比+0.73pct。公司食品包装纸下游客户囊括了国内重要的容器包装厂家,为国内食品包装纸的头部企业。

24 年日用消费材料系列收入 24.5 亿元,同比+9.8%,销量 27.9 万吨,同比+9.6%,单价 8774.05 元/吨,同比+0.19%,毛利率 21.2%,同比+1.19pct。公司共有 2 条格拉辛纸产线,拥有 21 万吨的生产能力;2 条描图纸产线,年生产能力 1.7 万吨;3 条数码转印纸产线,总产能 11.2 万吨,日用消费材料的主要客户有 AveryDennison (艾利丹尼森)、冠豪高新等国内外知名企业,公司在日用消费材料系列产品市场具有很强的领导力。

24 年出版印刷材料系列收入 10.1 亿元,同比+22.0%,销量 22.6 万吨,同比+29.8%,单价 4454.51 元/吨,同比-6.1%,毛利率 3.8%,同比-1.82pct。产品主要应用于教辅教材、党政期刊、儿童图书、商品说明书以及办公复印纸等领域,下游需求刚性较强,对外部经济环境变化敏感度较低,公司在江西基地建有文化纸产线,设计产能 30 万吨。

24 年工业包装材料系列收入 7.5 亿元,销量 31.7 万吨,单价 2358.57 元/吨,毛利率 4.2%,同比+31.40pct。公司湖北基地工业包装纸产线是实现大基地规模经济效益的重要手段,PM11、PM15 和 PM16 三条生产线均按计划完成设备安装和土建项目施工建设,并分别在 24Q3 内顺利投产,为配合工业包装纸的产销工作,公司提前在原材料采购储备,客户销售,仓储物流安排等方面做了充分的准备工作,有条不紊地推进各项工作,沉着应对市场竞争,实现投产即收效,为湖北基地的后续发展打下了良好的基础。

纸浆方面,公司自制的化机浆主要以木材为原材料,具有得浆率高,成纸松厚度高,挺度高,不透明度高,适印性好等特点,24 年年末 30 万吨化机浆已基本达产。

25 年伴随新产能落地,产销预计延续高增

截至 24 年末公司已建成产线 16 条,设计总产能 213.40 万吨,另有在建的湖北新基地 3 条造纸生产线、江西基地 1 条造纸生产线将于 2025 年内陆续投产,预计到 2025 年底,公司总产能将达到 280 万吨以上。

2025 年,公司在建产线项目为江西基地 5 万吨文化纸项目 (PM19)、湖北基地 7 万吨装饰原纸项目 (PM12)、湖北基地 30 万吨工业包装纸项目 (PM18)、湖北基地 25 万吨格拉辛项目 (PM21),以上这些项目将在 2025 年底全部投入生产使用,到 2025 年末,公司将拥有 20 条产线,总产能达到 280 万吨以上,形成更大的规模优势,配套的九江物流码头和 60 万吨

投资评级

行业	轻工制造/造纸
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	11.84 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	476.90
流通 A 股股本(百万股)	401.55
A 股总市值(百万元)	5,646.50
流通 A 股市值(百万元)	4,754.35
每股净资产(元)	7.08
资产负债率(%)	69.01
一年内最高/最低(元)	16.49/10.60

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
张彤	联系人
zhangtong@tfzq.com	

股价走势



资料来源:聚源数据

相关报告

- 1 《五洲特纸-季报点评:产能有序释放,静待盈利改善》 2024-11-04
- 2 《五洲特纸-半年报点评:产能释放提速,浆纸一体发展》 2024-08-19
- 3 《五洲特纸-季报点评:盈利稳健,浆纸一体成效初现》 2024-05-13

化学浆项目目前已进入准建设阶段。

调整盈利预测，维持“买入”评级

公司积极推进浆纸一体化，原料自给能力及综合成本持续优化，考虑 2025 年内仍有较多产能投放，且集中在头部厂商，行业竞争格局日趋激烈，我们调整盈利预测，预计 25-27 年归母净利润分别为 4.8/6.1/7.1 亿元(25-26 年前值分别为 5.8/7.6 亿元)，对应 PE 分别为 12X/9X/8X。

风险提示：原材料成本上涨；新产能投放不及预期；行业竞争加剧等

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,519.31	7,655.63	9,122.26	10,309.23	11,111.21
增长率(%)	9.35	17.43	19.16	13.01	7.78
EBITDA(百万元)	645.31	899.64	1,192.71	1,427.94	1,645.65
归属母公司净利润(百万元)	272.86	361.84	477.53	608.34	713.21
增长率(%)	32.97	32.61	31.97	27.39	17.24
EPS(元/股)	0.57	0.76	1.00	1.28	1.50
市盈率(P/E)	20.69	15.60	11.82	9.28	7.92
市净率(P/B)	2.33	1.60	1.44	1.26	1.10
市销率(P/S)	0.87	0.74	0.62	0.55	0.51
EV/EBITDA	13.23	10.98	8.42	6.81	5.63

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	568.15	1,306.84	729.78	824.74	888.90	营业收入	6,519.31	7,655.63	9,122.26	10,309.23	11,111.21
应收票据及应收账款	1,204.55	1,355.28	1,636.61	1,854.64	1,852.81	营业成本	5,893.82	6,899.90	8,132.68	9,144.35	9,823.47
预付账款	14.34	24.81	36.90	25.52	40.25	营业税金及附加	31.91	42.14	32.84	36.08	37.78
存货	575.11	985.69	595.66	1,131.60	669.37	销售费用	16.51	16.30	15.51	16.49	16.67
其他	274.04	419.58	291.49	330.23	344.36	管理费用	95.62	107.83	123.15	137.11	144.45
流动资产合计	2,636.19	4,092.19	3,290.44	4,166.74	3,795.68	研发费用	88.02	102.74	118.59	123.71	131.11
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	92.64	141.18	150.34	151.17	138.72
固定资产	2,039.81	4,593.03	4,843.10	5,266.60	5,910.15	资产/信用减值损失	(3.55)	(11.43)	(7.49)	(9.08)	(8.54)
在建工程	2,164.70	1,617.00	1,995.30	1,891.89	1,195.14	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	486.60	592.54	706.13	772.79	854.36	投资净收益	(33.69)	(12.33)	(10.30)	(9.89)	(8.48)
其他	375.15	577.34	429.03	459.12	487.16	其他	38.89	(39.69)	0.00	(0.00)	(0.00)
非流动资产合计	5,066.27	7,379.91	7,973.56	8,390.41	8,446.81	营业利润	299.13	408.99	531.36	681.34	802.00
资产总计	7,702.45	11,472.10	11,264.00	12,557.14	12,242.48	营业外收入	20.08	10.59	16.75	15.81	14.39
短期借款	2,020.66	2,852.88	3,365.30	3,532.47	2,775.32	营业外支出	6.47	2.15	3.20	3.94	3.09
应付票据及应付账款	1,079.57	1,475.01	1,150.83	1,984.85	1,407.58	利润总额	312.75	417.44	544.92	693.21	813.29
其他	432.48	816.54	571.40	667.39	706.53	所得税	37.98	55.10	65.39	83.19	97.59
流动负债合计	3,532.70	5,144.44	5,087.53	6,184.71	4,889.43	净利润	274.77	362.34	479.53	610.03	715.70
长期借款	733.33	1,562.39	1,232.65	824.22	1,147.86	少数股东损益	1.91	0.50	2.00	1.69	2.48
应付债券	555.29	583.70	583.70	574.23	580.54	归属于母公司净利润	272.86	361.84	477.53	608.34	713.21
其他	397.19	577.55	399.86	458.20	478.54	每股收益（元）	0.57	0.76	1.00	1.28	1.50
非流动负债合计	1,685.81	2,723.64	2,216.20	1,856.65	2,206.94						
负债合计	5,260.26	7,916.86	7,303.73	8,041.36	7,096.37						
少数股东权益	20.11	24.03	25.71	27.26	29.44	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股本	403.90	476.90	476.90	476.90	476.90	成长能力					
资本公积	496.03	1,254.64	1,254.64	1,254.64	1,254.64	营业收入	9.35%	17.43%	19.16%	13.01%	7.78%
留存收益	1,390.36	1,660.50	2,060.27	2,619.08	3,245.20	营业利润	32.02%	36.73%	29.92%	28.22%	17.71%
其他	131.80	139.17	142.75	137.91	139.94	归属于母公司净利润	32.97%	32.61%	31.97%	27.39%	17.24%
股东权益合计	2,442.19	3,555.24	3,960.27	4,515.79	5,146.12	获利能力					
负债和股东权益总计	7,702.45	11,472.10	11,264.00	12,557.14	12,242.48	毛利率	9.59%	9.87%	10.85%	11.30%	11.59%
						净利率	4.19%	4.73%	5.23%	5.90%	6.42%
						ROE	11.27%	10.25%	12.14%	13.55%	13.94%
						ROIC	9.39%	9.52%	8.21%	8.79%	9.67%
						偿债能力					
						资产负债率	68.29%	69.01%	64.84%	64.04%	57.97%
						净负债率	120.83%	121.88%	121.34%	99.82%	79.28%
						流动比率	0.74	0.79	0.65	0.67	0.78
						速动比率	0.58	0.60	0.53	0.49	0.64
						营运能力					
						应收账款周转率	5.66	5.98	6.10	5.91	5.99
						存货周转率	10.57	9.81	11.54	11.94	12.34
						总资产周转率	0.91	0.80	0.80	0.87	0.90
						每股指标（元）					
						每股收益	0.57	0.76	1.00	1.28	1.50
						每股经营现金流	2.26	-0.20	2.11	3.11	2.90
						每股净资产	5.08	7.40	8.25	9.41	10.73
						估值比率					
						市盈率	20.69	15.60	11.82	9.28	7.92
						市净率	2.33	1.60	1.44	1.26	1.10
						EV/EBITDA	13.23	10.98	8.42	6.81	5.63
						EV/EBIT	18.95	16.99	14.51	11.50	9.73

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com