

公司研究

产销延续增长，一季度毛利率环比明显改善

——五洲特纸（605007.SH）2025 年一季报点评

要点

事件：

公司发布 2025 年一季报，实现营收 19.9 亿元，同比+15.2%，实现归母净利润 0.65 亿元，调整后同比-51.6%，归母扣非净利润 0.61 亿元，调整后同比-53.3%。

点评：

新产能持续投放，产销延续增长：2024 年三季度，公司湖北基地 PM11、PM15、和 PM16 三条包装纸生产线陆续投产，此外江西基地 PM20（数码转印纸）和 PM17（描图纸）产线亦于 2024 年完成投产，新建产能的投放驱动公司 1Q2025 产销同比快速增长。

库存浆成本下行+产品提价，毛利率环比大幅改善：1Q2025 公司毛利率为 8.8%，同比-4.2pcts，环比+3.1pcts。我们认为公司一季度毛利率环比提升，主要原因系：一方面，公司库存商品浆成本以及自制化机浆成本有所下降；另一方面，2025 年一季度公司产品有所提价。

1Q2025 公司期间费用率为 4.9%，同比持平，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.2%/1.3%/1.0%/2.4%，分别同比持平/-0.1/-0.6/+0.7 pcts。公司持续实施降本增效管理，管理费用率有所下降；我们认为公司财务费用率的提升，主要原因系新建产线投产后，可转债募集资金项目由在建工程转固，利息费用化所致。

展望 2025 年，产能规模将加速扩张：今年 4 月 10 日，公司湖北基地第四条包装纸生产线 PM18 已开始投产，此外，公司在建项目江西基地 PM19（文化纸）、湖北基地 PM12（7 万吨装饰原纸）、PM21（25 万吨格拉辛纸）产线均将在 2025 年投入生产，截至 2025 年末，公司纸产品预计将形成 280 万吨产能，驱动公司营收利润规模持续扩张。

盈利能力环比改善，维持“买入”评级：我们维持对公司 2025-2027 年的归母净利润预测，分别为 3.57/4.32/6.32 亿元，当前股价对应 PE 分别为 16/13/9 倍。公司一季度盈利能力环比改善，结合目前公司的估值水平以及未来业绩的成长性，维持“买入”评级。

风险提示：木浆价格涨幅、能源价格涨幅超预期，需求增长低于预期，市场竞争程度超预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6,519	7,656	9,938	11,548	13,386
营业收入增长率	9.35%	17.43%	29.82%	16.20%	15.91%
归母净利润（百万元）	273	362	357	432	632
归母净利润增长率	32.97%	32.61%	-1.33%	20.96%	46.24%
EPS（元）	0.57	0.76	0.75	0.91	1.32
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.27%	10.25%	9.47%	10.55%	13.75%
P/E	21	16	16	13	9
P/B	2.0	1.6	1.5	1.4	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-14

注：2023-2024 年股本数分别为 403.9/476.9 百万股，假设 2025-2027 年股本数均为 476.9 百万股

买入（维持）

当前价：11.88 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebsecn.com

联系人：吴子倩

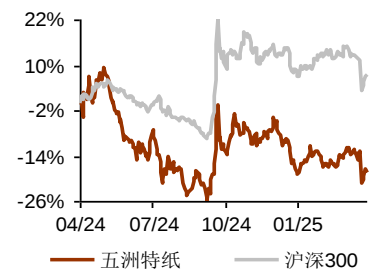
021-52523872

wuziqian@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.77
总市值(亿元):	56.66
一年最低/最高(元):	10.60/16.24
近 3 月换手率:	24.39%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.99	-0.53	-24.24
绝对	-5.19	-2.14	-18.32

资料来源：Wind

相关研报

产销量高速增长，持续推进产品多元化+浆纸一体化战略——五洲特纸（605007.SH）2024 年年报点评（2025-04-11）
新产能投放下营收稳健增长，浆纸一体化项目稳步推进中——五洲特纸（605007.SH）2024 年三季报点评（2024-10-25）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,519	7,656	9,938	11,548	13,386
营业成本	5,894	6,900	8,934	10,387	11,925
折旧和摊销	195	318	405	459	528
税金及附加	32	42	60	69	80
销售费用	17	16	23	27	31
管理费用	96	108	139	162	187
研发费用	88	103	149	173	201
财务费用	93	141	206	221	218
投资收益	-34	-12	-20	-20	-20
营业利润	299	409	414	500	730
利润总额	313	417	414	500	730
所得税	38	55	55	66	96
净利润	275	362	359	434	634
少数股东损益	2	0	2	2	2
归属母公司净利润	273	362	357	432	632
EPS(元)	0.57	0.76	0.75	0.91	1.32

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,077	-96	704	963	1,193
净利润	273	362	357	432	632
折旧摊销	195	318	405	459	528
净营运资金增加	-104	498	651	363	427
其他	713	-1,274	-708	-291	-394
投资活动产生现金流	-1,250	-1,979	-635	-1,645	-2,420
净资本支出	-1,570	-2,063	-500	-1,400	-2,200
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	319	84	-135	-245	-220
融资活动现金流	148	2,574	-184	875	1,447
股本变化	4	73	0	0	0
债务净变化	410	2,121	142	1,204	1,796
无息负债变化	487	536	175	302	315
净现金流	-24	494	-114	193	220

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	9.6%	9.9%	10.1%	10.1%	10.9%
EBITDA 率	9.6%	11.7%	10.6%	10.5%	11.3%
EBIT 率	6.6%	7.5%	6.6%	6.5%	7.3%
税前净利润率	4.8%	5.5%	4.2%	4.3%	5.5%
归母净利润率	4.2%	4.7%	3.6%	3.7%	4.7%
ROA	3.6%	3.2%	3.0%	3.1%	3.8%
ROE (摊薄)	11.3%	10.2%	9.5%	10.6%	13.7%
经营性 ROIC	6.2%	5.7%	5.9%	5.9%	6.4%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	68%	69%	68%	70%	72%
流动比率	0.74	0.79	0.84	0.85	0.82
速动比率	0.58	0.60	0.64	0.65	0.63
归母权益/有息债务	0.69	0.63	0.65	0.59	0.52
有形资产/有息债务	2.02	1.90	1.95	1.82	1.71

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	7,702	11,472	12,029	13,860	16,474
货币资金	568	1,307	1,193	1,386	1,606
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,107	1,140	1,676	1,940	2,239
应收票据	98	215	139	162	187
其他应收款 (合计)	2	2	25	29	33
存货	575	986	1,072	1,246	1,431
其他流动资产	272	417	417	417	417
流动资产合计	2,636	4,092	4,567	5,232	5,974
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,040	4,593	4,736	4,987	5,488
在建工程	2,165	1,617	1,423	1,592	2,139
无形资产	487	593	680	1,062	1,437
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	223	342	342	342	342
非流动资产合计	5,066	7,380	7,462	8,628	10,500
总负债	5,260	7,917	8,234	9,739	11,850
短期借款	2,021	2,853	3,449	3,823	4,619
应付账款	686	856	1,072	1,246	1,431
应付票据	394	619	536	623	716
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	58	66	66	66	66
流动负债合计	3,574	5,193	5,461	6,136	7,247
长期借款	733	1,562	1,562	1,562	1,562
应付债券	555	584	670	1,500	2,500
其他非流动负债	366	458	458	458	458
非流动负债合计	1,686	2,724	2,773	3,603	4,603
股东权益	2,442	3,555	3,795	4,121	4,625
股本	404	477	477	477	477
公积金	541	1,324	1,360	1,403	1,466
未分配利润	1,346	1,591	1,793	2,074	2,512
归属母公司权益	2,422	3,531	3,769	4,093	4,594
少数股东权益	20	24	26	28	30

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.25%	0.21%	0.23%	0.23%	0.23%
管理费用率	1.47%	1.41%	1.40%	1.40%	1.40%
财务费用率	1.42%	1.84%	2.08%	1.91%	1.63%
研发费用率	1.35%	1.34%	1.50%	1.50%	1.50%
所得税率	12%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.22	0.25	0.23	0.27	0.40
每股经营现金流	2.67	-0.20	1.48	2.02	2.50
每股净资产	6.00	7.40	7.90	8.58	9.63
每股销售收入	16.14	16.05	20.84	24.22	28.07

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	21	16	16	13	9
PB	2.0	1.6	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	13.6	12.2	10.8	10.5	9.6
股息率	1.9%	2.1%	1.9%	2.3%	3.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP