

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

五洲特纸(605007)

投资评级 无评级

上次评级

姜文锬 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

李晨 新消费行业分析师

执业编号: S1500525060001

邮箱: lichen@cindasc.com

相关研究

五洲特纸: 盈利见底, 景气复苏可期

五洲特纸: 产能加速扩张, 盈利逐步回暖

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

五洲特纸: 产能稳步扩张, 盈利修复可期

2025 年 10 月 26 日

事件: 公司发布 2025 年三季报。2025Q1-3 公司实现收入 64.57 亿元 (同比+18.1%), 归母净利润 1.81 亿元 (同比-44.7%), 扣非归母净利润 1.69 亿元 (同比-46.4%)。单 Q3 公司实现收入 23.35 亿元 (同比+14.8%), 归母净利润 0.59 亿元 (同比-37.6%), 扣非归母净利润 0.55 亿元 (同比-40.3%)。

价格稳定, 成本优化, 吨盈利环比平稳。根据我们测算, 受益于前期新投项目产能持续爬坡, 我们预计公司 Q3 销量环比提升约 6 万吨, 产销保持景气; 价格方面, 我们预计呈现明显分化趋势, 热转印等部分前期承压纸种或已底部回暖, 格拉辛高位略承压、食品卡整体平稳、包装纸延续提升、文化纸压力仍存, 但根据我们测算, 整体均价 Q3 仅小幅回落 (环比约-60 元/吨)。此外, 受益于前期低价浆持续入库优化成本, 吨盈利环比保持稳定。

产能稳步落地, 多品类矩阵初成。截止 2025H1, 公司设计总产能达 244.4 万吨, 其中食品卡 78 万吨、日用消费系列 33.9 万吨、文化纸 30 万吨、工业配套材料 4.5 万吨、包装纸 98 万吨。近日, 公司新增 7 万吨特纸、25 万吨格拉辛纸产能, 未来仍有文化纸投产规划。此外, 公司 30 万吨化机浆已开始优化公司成本结构, 60 万吨化学浆产线准备土建施工, 中长期自制浆比例提升明确, 盈利中枢有望向上。

盈利能力环比稳定。2025Q3 公司毛利率为 7.6% (同比-3.1pct, 环比-0.04pct), 归母净利率为 2.5% (同比-2.1pct, 环比-0.13pct)。费用方面, 25Q3 期间费用率为 5.0% (同比+0.5pct), 其中销售/研发/管理/财务费用率分别为 0.3%/0.9%/1.5%/2.2% (同比分别+0.1pct/-0.4pct/+0.1pct/+0.6pct)。

营运能力优化, 现金流表现靓丽。营运能力方面, 存货/应收/应付账款周转天数分别为 47.85 天/42.98 天/35.36 天 (同比分别+7.9 天/-12.13 天/-6.35 天); 经营现金流净额为 2.55 亿元 (同比+1.30 亿元)。

盈利预测: 我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.5、4.0、5.3 亿元, 对应 PE 为 22.6X、14.3X、10.8X。

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

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	6,519	7,656	8,809	10,170	10,431
增长率 YoY %	9.3%	17.4%	15.1%	15.4%	2.6%
归属母公司净利润(百万元)	272	362	250	395	525
增长率 YoY%	32.4%	33.2%	-30.9%	58.0%	33.0%
毛利率%	9.6%	9.9%	8.1%	9.4%	10.8%
净资产收益率ROE%	11.2%	10.2%	6.8%	10.0%	12.2%
EPS(摊薄)(元)	0.57	0.76	0.52	0.83	1.10
市盈率 P/E(倍)	20.82	15.63	22.63	14.32	10.77
市净率 P/B(倍)	2.34	1.60	1.53	1.43	1.31

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 10 月 24 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	2,637	4,092	3,167	3,490	3,605	
货币资金	568	1,307	545	529	587	
应收票据	98	215	196	221	251	
应收账款	1,107	1,140	856	989	1,014	
预付账款	14	25	73	83	67	
存货	575	986	1,125	1,279	1,292	
其他	275	420	372	389	394	
非流动资产	5,089	7,380	9,228	9,528	9,761	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合	2,040	4,593	5,350	5,569	5,743	
无形资产	501	593	567	541	515	
其他	2,549	2,194	3,311	3,418	3,502	
资产总计	7,726	11,472	12,395	13,019	13,365	
流动负债	3,598	5,193	5,745	6,002	5,995	
短期借款	2,021	2,853	3,553	3,553	3,553	
应付票据	394	619	405	486	491	
应付账款	686	856	743	844	853	
其他	498	865	1,045	1,119	1,098	
非流动负债	1,686	2,724	2,930	3,030	3,030	
长期借款	733	1,562	1,762	1,862	1,862	
其他	952	1,161	1,167	1,167	1,167	
负债合计	5,284	7,917	8,675	9,032	9,025	
少数股东权益	20	24	25	26	28	
归属母公司	2,422	3,531	3,696	3,961	4,313	
负债和股东权益	7,726	11,472	12,395	13,019	13,365	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	6,519	7,656	8,809	10,170	10,431	
同比(%)	9.3%	17.4%	15.1%	15.4%	2.6%	
归属母公司净利润	272	362	250	395	525	
同比(%)	32.4%	33.2%	-30.9%	58.0%	33.0%	
毛利率(%)	9.6%	9.9%	8.1%	9.4%	10.8%	
ROE%	11.2%	10.2%	6.8%	10.0%	12.2%	
EPS(摊薄)(元)	0.57	0.76	0.52	0.83	1.10	
P/E	20.82	15.63	22.63	14.32	10.77	
P/B	2.34	1.60	1.53	1.43	1.31	
EV/EBITDA	14.34	11.86	12.46	9.87	8.27	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	6,519	7,656	8,809	10,170	10,431	
营业成本	5,894	6,900	8,100	9,211	9,305	
营业税金及	32	42	41	51	53	
销售费用	17	16	26	31	31	
管理费用	97	108	113	130	134	
研发费用	88	103	97	122	125	
财务费用	93	141	215	229	232	
减值损失合	-3	-4	0	0	0	
投资净收益	-34	-12	-9	-11	-16	
其他	35	80	80	82	84	
营业利润	298	409	288	466	620	
营业外收支	14	8	0	0	0	
利润总额	311	417	288	466	620	
所得税	38	55	37	70	93	
净利润	274	362	251	396	527	
少数股东损	2	0	1	1	1	
归属母公司	272	362	250	395	525	
EBITDA	620	882	938	1,196	1,420	
EPS(当	0.68	0.90	0.52	0.83	1.10	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	1,075	-96	916	1,071	1,294	
净利润	274	362	251	396	527	
折旧摊销	196	320	434	500	568	
财务费用	97	143	224	246	248	
投资损失	18	0	9	11	16	
营运资金变	545	-910	15	-81	-63	
其它	-54	-11	-17	-1	-1	
投资活动现	-1,270	-1,979	-2,274	-810	-815	
资本支出	-1,589	-2,063	-2,199	-799	-799	
长期投资	-51	0	0	0	0	
其他	371	84	-75	-11	-16	
筹资活动现	169	2,574	599	-276	-421	
吸收投资	24	829	0	0	0	
借款	384	1,661	900	100	0	
支付利息或	-144	-224	-307	-376	-421	
现金流净增	-24	494	-762	-15	58	
加额						

研究团队简介

姜文锬，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆崢，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年左右消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖 IP 零售、母婴、电商、美护等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。