

公司研究

涨价函逐步落地，一季度毛利率环比明显提升

——五洲特纸（605007.SH）2025 年报及 2026 年一季报点评

买入（维持）

当前价：14.55 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：吴子倩

执业证书编号：S0930525070004

021-52523872

wuziqian@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.76
总市值(亿元)	69.22
一年最低/最高(元)	10.93/17.98
近3月换手率	163.07%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.46	8.79	4.25
绝对	-0.95	8.66	29.60

资料来源：Wind

相关研报

营收稳健增长，市场竞争加剧，毛利率尚待修复——五洲特纸（605007.SH）2025 年三季报点评（2025-10-26）

产品降价影响二季度利润表现，下半年业绩有望环比修复——五洲特纸（605007.SH）2025 年中报点评（2025-08-20）

要点

事件：公司发布 2025 年报及 2026 年一季报，2025 年实现营收 88.8 亿元，同比+16.1%，实现归母净利润 2.4 亿元，同比-32.4%；其中 1Q/2Q/3Q/4Q2025 实现营收 19.9/21.3/23.4/24.3 亿元，同比+15.2%/+25.1%/+14.8%/+10.9%，1Q/2Q/3Q/4Q2025 实现归母净利润 6468/5699/5928/6380 万元，同比-51.6%/-42.2%/-37.6%/+83.0%。1Q2026，公司实现营收 22.8 亿元，同比+14.6%，实现归母净利润 9946 万元，同比+53.8%。

点评：

新产能顺利落地，产销双增驱动收入端较快增长：2025 年，公司完成机制纸销量 220.0 万吨，同比增长 50.0%。分产品看，食品包装/日用消费/出版印刷/工业包装/工业配套材料销量分别为 52.9/34.8/22.4/106.7/3.1 万吨，分别同比-12.6%/+24.6%/-1.1%/+236.8%/-19.8%。2025 年，公司湖北基地 30 万吨工业包装纸项目、7 万吨装饰原纸/硅油纸/防油纸项目、25 万吨格拉辛纸项目顺利投产，驱动公司产销规模持续扩张。

2025 年，食品包装/日用消费/出版印刷/工业包装/工业配套材料的单吨销售均价分别为 4839/7054/3987/2530/7797 元，同比-364/-1719/-467/+172/+294 元，我们认为造纸业务均价整体同比下滑主要原因系市场竞争加剧、以及原材料价格下跌带动纸价下行所致。

产品逐步提价，26Q1 毛利率环比明显修复：2025 年公司毛利率为 7.9%，同比-2.0pcts；4Q2025 毛利率为 7.6%，同比+2.0pcts，环比基本持平。分产品看，2025 年食品包装/日用消费/出版印刷/工业包装/工业配套材料毛利率分别为 3.1%/15.5%/2.0%/7.0%/12.9%，分别同比-1.0/-5.8/-1.7/+2.8/+2.8pcts。我们认为，食品包装/日用消费/出版印刷毛利率同比降低主要原因系产品价格同比下滑所致，工业包装纸毛利率提升主要原因系产品均价同比上涨、以及规模效应释放所致。

根据卓创资讯数据，1Q/2Q/3Q/4Q 2025 纸杯原纸吨均价为 6800/6489/6300/6438 元，同比-300/-418/-500/-362 元，4Q2025 环比+138 元，1Q/2Q/3Q/4Q 2025 阔叶浆单吨均价分别为 4782/4284/4161/4404 元，同比-402/-1383/-789/-151 元，4Q2025 环比+243 元。

1Q2026 公司毛利率为 9.4%，同比+0.6pcts，环比+1.8pcts。根据卓创资讯数据，1Q2026 纸杯原纸吨均价为 6500 元，同比-300 元，环比+62 元，1Q2026 阔叶浆吨均价为 4585 元，同比-197 元，环比+181 元。

我们认为 1Q2026 公司毛利率环比明显提升，主要原因系年初以来公司涨价函密集发布，产品价格上涨的幅度高于库存成本的涨幅。

2025 年公司期间费用率为 4.8%，同比持平，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.3%/1.3%/1.1%/2.2%，分别同比+0.1/-0.1/-0.3/+0.3pcts。我们认为，公司财务费用率升高，主要原因系纸机产线陆续转固、相应项目贷款利息费用化所致。1Q2026 期间费用率为 5.7%，同比+0.8pcts，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.3%/1.3%/1.9%/2.1%，分别同比+0.1pcts/持平/+1.0pcts/-0.3pcts。

未来盈利能力有望持续优化，维持“买入”评级：截至 2025 年末，公司已拥有产能 276.3 万吨，浙江、江西、湖北多基地布局有望充分发挥产能弹性调配和物流成本的优化作用，此外 60 万吨化学浆项目目前已启动土建施工，预计将于 2027 年 6 月前投产，九江物流码头项目预计 2027 年投入使用，未来自制化学浆和物流码头项目的建设完成，将进一步在成本端赋能，提升公司产业链的自主可控能力。考虑到涨价函逐步落地，我们上调公司 2026-2027 年的归母净利润预测，分别至 4.1/5.5 亿元（上调幅度为 37%/36%），并新增 2028 年归母净利润预测至 7.0 亿元，当前股价对应 2026-2028 年 PE 分别为 17/13/10 倍。综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：木浆价格波动超预期，新增产能投放不及预期，市场竞争程度超预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	7,656	8,884	10,078	11,085	12,088
营业收入增长率	17.43%	16.05%	13.44%	9.98%	9.05%
净利润（百万元）	362	245	406	552	704
净利润增长率	32.61%	-32.36%	65.88%	36.01%	27.49%
EPS（元）	0.76	0.51	0.85	1.16	1.48
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.25%	6.71%	10.20%	12.52%	14.23%
P/E	19	28	17	13	10
P/B	2.0	1.9	1.7	1.6	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-17

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	7,656	8,884	10,078	11,085	12,088
营业成本	6,900	8,183	9,129	9,902	10,677
折旧和摊销	318	432	573	643	716
税金及附加	42	67	55	61	66
销售费用	16	27	31	34	37
管理费用	108	112	127	140	152
研发费用	103	94	111	122	133
财务费用	141	193	221	266	295
投资收益	-12	-14	-15	-15	-15
营业利润	409	270	448	608	774
利润总额	417	265	443	603	769
所得税	55	17	35	48	62
净利润	362	248	408	555	707
少数股东损益	0	4	2	3	4
归属母公司净利润	362	245	406	552	704
EPS(元)	0.76	0.51	0.85	1.16	1.48

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-96	-57	1,239	1,335	1,593
净利润	362	245	406	552	704
折旧摊销	318	432	573	643	716
净营运资金增加	419	509	157	194	192
其他	-1,195	-1,244	103	-55	-20
投资活动产生现金流	-1,979	-1,796	-1,707	-2,340	-1,315
净资本支出	-2,063	-1,839	-1,600	-2,100	-1,100
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	84	43	-107	-240	-215
融资活动现金流	2,574	1,379	652	1,055	-227
股本变化	73	-1	0	0	0
债务净变化	2,121	1,350	950	1,443	235
无息负债变化	536	-332	351	147	148
净现金流	494	-481	184	50	50

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	9.9%	7.9%	9.4%	10.7%	11.7%
EBITDA 率	11.7%	10.3%	12.6%	13.9%	15.0%
EBIT 率	7.5%	5.5%	6.9%	8.1%	9.0%
税前净利润率	5.5%	3.0%	4.4%	5.4%	6.4%
归母净利润率	4.7%	2.8%	4.0%	5.0%	5.8%
ROA	3.2%	2.0%	2.9%	3.4%	4.1%
ROE (摊薄)	10.2%	6.7%	10.2%	12.5%	14.2%
经营性 ROIC	6.1%	4.2%	5.4%	6.0%	6.9%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	69%	71%	72%	73%	71%
流动比率	0.79	0.55	0.54	0.48	0.47
速动比率	0.60	0.35	0.36	0.32	0.32
归母权益/有息债务	0.63	0.52	0.50	0.47	0.51
有形资产/有息债务	1.90	1.68	1.69	1.64	1.69

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	11,472	12,624	14,257	16,280	17,204
货币资金	1,307	320	504	554	604
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,140	977	1,300	1,424	1,546
应收票据	215	213	242	266	290
其他应收款 (合计)	2	5	10	11	12
存货	986	1,210	1,278	1,386	1,495
其他流动资产	417	473	509	539	569
流动资产合计	4,092	3,241	3,888	4,230	4,570
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	4,593	6,693	6,903	7,344	7,559
在建工程	1,617	1,126	1,632	2,274	2,231
无形资产	593	683	768	851	933
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	342	628	628	628	628
非流动资产合计	7,380	9,383	10,369	12,050	12,634
总负债	7,917	8,935	10,236	11,826	12,209
短期借款	2,853	3,800	5,313	6,756	7,601
应付账款	856	822	1,004	1,089	1,174
应付票据	619	325	548	594	641
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	66	85	97	107	117
流动负债合计	5,193	5,851	7,166	8,756	9,750
长期借款	1,562	1,916	1,916	1,916	1,916
应付债券	584	611	611	611	0
其他非流动负债	458	459	459	459	459
非流动负债合计	2,724	3,084	4,257	4,791	4,791
股东权益	3,555	3,689	4,021	4,454	4,994
股本	477	476	476	476	476
公积金	1,324	1,310	1,351	1,406	1,476
未分配利润	1,591	1,716	2,006	2,380	2,847
归属母公司权益	3,531	3,650	3,980	4,410	4,947
少数股东权益	24	39	41	44	47

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	0.21%	0.31%	0.31%	0.31%	0.31%
管理费用率	1.41%	1.26%	1.26%	1.26%	1.26%
财务费用率	1.84%	2.17%	2.19%	2.40%	2.44%
研发费用率	1.34%	1.05%	1.10%	1.10%	1.10%
所得税率	13%	6%	8%	8%	8%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.25	0.16	0.26	0.35	0.45
每股经营现金流	-0.20	-0.12	2.60	2.81	3.35
每股净资产	7.40	7.67	8.37	9.27	10.40
每股销售收入	16.05	18.68	21.19	23.30	25.41

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	19	28	17	13	10
PB	2.0	1.9	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	13.0	15.4	11.8	10.6	9.2
股息率	1.7%	1.1%	1.8%	2.4%	3.1%

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

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 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
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼