

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

上次评级

姜文镗 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: 产能稳步扩张, 盈利修复可期

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: 盈利改善, 规模化&多品种优势逐步显现

2026年04月19日

事件: 公司发布 2025 年报&2026 一季报。25 全年实现收入 88.84 亿元(同比+16.1%), 归母净利润 2.45 亿元(同比-32.4%); 25Q4 实现收入 24.28 亿元(同比+10.9%), 归母净利润 0.64 亿元(同比+83.0%); 26Q1 实现收入 22.79 亿元(同比+14.6%), 归母净利润 0.99 亿元(同比+53.8%)。

量价有望齐升, 盈利扩张。根据我们测算, 26Q1 公司整体销量约 58 万吨(由于春节影响, 环比略降), 后续伴随新增产能爬坡, 整体销量有望持续提升; 价格方面, 我们判断格拉辛、热转印等日用消费系列春节后提价顺利落地、均价环比上行, 其余纸种受益于公司自身优化产品结构, 价格端保持稳定。尽管海外浆厂持续提价, 但我们判断公司凭借规模采购&化机浆自给, 成本提升幅度有望弱于行业, 整体吨盈利 Q1 实现 170+元(环比约+70 元/吨)。展望未来, 我们预计自 26Q2 起, 公司有望呈现量价齐升趋势, 且浆价趋于平稳, 吨盈利或将延续环比改善趋势。

产能仍在扩张区间, 多元矩阵搭建完成。截至 2025 年底, 公司总造纸产能达到 276.3 万吨(25 年新增 30 万吨包装纸/25 万吨格拉辛/7 万吨特种薄纸), 其中工业包装材料 98 万吨/食品包装纸 78 万吨/格拉辛 46 万吨/文化纸 30 万吨/热转印 11.2 万吨/硅油纸 7 万吨/工业配套材料 4.5 万吨/描图纸 1 万吨。展望未来, 我们预计公司 26 年造纸产能增长边际放缓, 后续伴随九江物流码头、60 万吨化学浆落地, 公司经营效率、盈利中枢有望进一步提升。

盈利拐点显现。26Q1 公司毛利率为 9.39%(同比+0.6pct、环比+1.8pct), 净利率为 4.36%(同比+1.1pct、环比+1.7pct); 费用表现来看, 26Q1 期间费用率为 5.68%(同比+0.8pct), 其中销售/研发/管理/财务费用率分别为 0.32%/1.94%/1.30%/2.12%(同比分别+0.1/+1.0/+0.04/-0.3pct), 未来受益于规模优势, 费用率有望持续节降。

现金流表现优异, 营运能力保持稳定。26Q1 经营性现金流净额为 1.32 亿元(同比+1.90 亿元); 存货/应收/应付周转天数分别为 55.3/38.0/35.2 天(同比+5.4/-10.1/-1.0 天)。

盈利预测: 我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 5.0、6.2、7.2 亿元, 对应 PE 为 14.0X、11.2X、9.6X。

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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	7,656	8,884	10,321	11,470	11,945
增长率 YoY %	17.4%	16.1%	16.2%	11.1%	4.1%
归属母公司净利润(百万元)	362	245	496	620	720
增长率 YoY%	33.2%	-32.4%	102.5%	25.2%	16.1%
毛利率%	9.9%	7.9%	10.3%	10.9%	11.3%
净资产收益率ROE%	10.2%	6.7%	12.4%	14.0%	14.7%
EPS(摊薄)(元)	0.76	0.51	1.04	1.30	1.51
市盈率 P/E(倍)	19.13	28.28	13.96	11.16	9.61
市净率 P/B(倍)	1.96	1.90	1.73	1.57	1.41

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 4 月 17 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	4,092	3,241	3,546	4,367	5,673	
货币资金	1,307	320	228	740	1,921	
应收票据	215	213	269	287	305	
应收账款	1,140	977	1,147	1,268	1,324	
预付账款	25	45	42	51	50	
存货	986	1,210	1,336	1,479	1,516	
其他	420	477	525	542	558	
非流动资产	7,380	9,383	10,192	10,045	9,346	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	4,593	6,693	7,596	7,563	7,242	
无形资产	593	683	660	637	615	
其他	2,194	2,007	1,937	1,845	1,489	
资产总计	11,472	12,624	13,738	14,412	15,019	
流动负债	5,193	5,851	6,527	6,717	6,820	
短期借款	2,853	3,800	4,000	4,100	4,100	
应付票据	619	325	386	416	436	
应付账款	856	822	1,040	1,088	1,158	
其他	865	903	1,101	1,113	1,126	
非流动负债	2,724	3,084	3,176	3,226	3,226	
长期借款	1,562	1,916	2,016	2,066	2,066	
其他	1,161	1,168	1,160	1,160	1,160	
负债合计	7,917	8,935	9,702	9,942	10,046	
少数股东权益	24	39	43	50	57	
归属母公司股东权益	3,531	3,650	3,993	4,420	4,917	
负债和股东权益	11,472	12,624	13,738	14,412	15,019	

重要财务指标		单位:百万 元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	7,656	8,884	10,321	11,470	11,945	
同比(%)	17.4%	16.1%	16.2%	11.1%	4.1%	
归属母公司净利润	362	245	496	620	720	
同比(%)	33.2%	-32.4%	102.5%	25.2%	16.1%	
毛利率(%)	9.9%	7.9%	10.3%	10.9%	11.3%	
ROE%	10.2%	6.7%	12.4%	14.0%	14.7%	
EPS(摊薄)(元)	0.76	0.51	1.04	1.30	1.51	
P/E	19.13	28.28	13.96	11.16	9.61	
P/B	1.96	1.90	1.73	1.57	1.41	
EV/EBITDA	11.86	14.44	9.17	7.77	6.53	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	7,656	8,884	10,321	11,470	11,945	
营业成本	6,900	8,183	9,258	10,224	10,590	
营业税金及附加	42	67	67	81	81	
销售费用	16	27	31	33	33	
管理费用	108	112	134	147	153	
研发费用	103	94	134	149	155	
财务费用	141	193	197	208	195	
减值损失合计	-11	-1	-10	-10	-10	
投资净收益	-12	-14	-21	-23	-24	
其他	87	77	104	128	133	
营业利润	409	270	573	723	836	
营业外收支	8	-5	2	-2	0	
利润总额	417	265	574	721	836	
所得税	55	17	75	94	109	
净利润	362	248	500	627	727	
少数股东损益	0	4	4	7	7	
归属母公司净利润	362	245	496	620	720	
EBITDA	882	908	1,543	1,776	1,930	
EPS(当年)(元)	0.90	0.51	1.04	1.30	1.51	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流	-96	-57	1,420	1,493	1,844	
净利润	362	248	500	627	727	
折旧摊销	320	432	772	847	899	
财务费用	143	192	207	214	217	
投资损失	0	1	21	23	24	
营运资金变动	-910	-903	-88	-229	-33	
其它	-11	-29	9	10	9	
投资活动现金流	-1,979	-1,796	-1,601	-723	-222	
资本支出	-2,063	-1,839	-1,487	-700	-199	
长期投资	0	0	0	0	0	
其他	84	43	-114	-23	-24	
筹资活动现金流	2,574	1,379	88	-257	-441	
吸收投资	829	0	0	0	0	
借款	1,661	1,301	300	150	0	
支付利息或股	-224	-274	-361	-407	-441	
现金流净增加额	494	-481	-92	513	1,180	

研究团队简介

姜文镒，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，2025 年 12 月起担任轻工行业负责人。

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 年以上消费行业研究经验，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，主要覆盖黄金珠宝、跨境电商、两轮车、宠物等赛道。

刘田田，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司。

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。