

五洲特纸(605007)

报告日期: 2026年04月25日

## 特种纸价格传导顺畅, 盈利显著改善

### ——五洲特纸点评报告

#### 投资要点

##### 公司公告 2025A&2026Q1 业绩

25年收入88.84亿, 同比+16%; 归母净利润2.45亿, 同比-32%; 扣非利润2.27亿, 同比-30%, 其中Q4收入24.28亿, 同比+11%, 归母净利0.64亿, 同比+83%, 扣非归母0.58亿, 同比+414%, 此外26Q1收入22.8亿, 同比+14.6%; 归母0.99亿, 同比+54%; 扣非后0.99亿, 同比+61%。

##### 25年盈利筑底, 26年提价改善

公司25A食品卡/日用消费/文化纸/箱瓦纸销量52.9/34.8/22.4/106.7万吨, 吨售价分别同比-363/-1720/-467/+172元/吨, 吨毛利分别同比-61/-773/-86/+77元/吨。季度表现来看, 25Q4-26Q1特种纸提涨(食品卡、热转印、格拉辛), 盈利筑底改善。

我们预计25Q4公司销量61万吨, 吨售价3980元/吨, 环比+106元/吨; 吨净利105元/吨, 环比+7元/吨。26Q1吨毛利环比继续改善。

##### 周期底部费用控制良好, 资本开支25年有所减弱

2025年毛利率7.89%, 同比-1.98pct, 期间费用率4.79%, 同比-0.02pct, 其中管理与研发费用率2.31%, 同比-0.44pct, 财务费用率2.17%, 同比+0.32pct, 费用控制良好。25年资本开支18.43亿元, 较24年20.63亿元, 有所下降, 随着公司纸浆产能投产, 资本开支有望延续逐步下降趋势。26Q1公司毛利率9.39%, 同比+0.63%, 期间费用率5.68%, 同比+0.77%, 综合盈利维持稳定。

##### 原材料自给率逐步优化, 中期提升盈利中枢

截至25年底公司拥有原材料产能30万吨, 主要为化学浆, 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。主要应用于公司的食品包装材料系列和出版印刷材料系列的生产, 自产浆成本低于外购浆, 化机浆产能有利于提升盈利能力。

公司积极推进浆自给率提升, 60万吨化学浆产能投产将充分抬升盈利中枢。公司25H1公告规划子公司江西五洲投资29.4亿元, 建设年产60万吨化学浆项目, 随着自产浆投产, 公司化学浆外采依赖将有所减弱, 同时可以节省纸产品的生产成本。

##### 盈利预测与投资建议

考虑公司成功提价应对原材料上涨, 我们上调盈利预测, 预计公司26-28年实现收入103.1/115.4/124.8亿元, 分别增长16%/12%/8%, 实现归母净利润4.5/6.0/7.1亿元, 分别同比+83%/+35%/+18%, 对应PE 16/12/10X, 维持增持评级。

##### 风险提示

下游景气度波动, 原材料价格大幅波动, 主要产品价格大幅下降。

#### 投资评级: 增持(维持)

分析师: 史凡可

执业证书号: S1230520080008  
shifanke@stocke.com.cn

分析师: 曾伟

执业证书号: S1230524090011  
zengwei@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥15.51
总市值(百万元)	7,378.57
总股本(百万股)	475.73

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《产能爬坡顺利, 浆纸一体化拓展》2024.10.26
- 《H1产销靓丽增长, 浆纸一体化顺利拓展》2024.08.18
- 《Q1业绩靓丽增长, 浆纸一体化进展顺利》2024.04.26

## 财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	8,884	10,308	11,541	12,484
(+/-) (%)	16.05%	16.03%	11.96%	8.17%
归母净利润	245	447	604	712
(+/-) (%)	-32.36%	82.79%	35.00%	17.94%
每股收益(元)	0.51	0.94	1.27	1.50
P/E	30.15	16.49	12.22	10.36

资料来源: 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	3,241	4,531	4,365	5,635
现金	320	1,417	762	1,821
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1,190	2,298	1,828	2,526
其它应收款	5	2	55	0
预付账款	45	36	45	50
存货	1,210	492	1,390	952
其他	473	286	286	286
<b>非流动资产</b>	9,383	10,433	11,558	12,630
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	6,693	8,099	9,445	10,532
无形资产	683	792	895	998
在建工程	1,126	657	332	216
其他	881	884	886	885
<b>资产总计</b>	12,624	14,963	15,924	18,266
<b>流动负债</b>	5,851	7,740	8,091	9,714
短期借款	3,800	4,690	5,580	6,489
应付款项	1,148	2,050	1,525	2,220
预收账款	0	0	0	0
其他	903	1,000	987	1,005
<b>非流动负债</b>	3,084	3,084	3,084	3,084
长期借款	1,916	1,916	1,916	1,916
其他	1,168	1,168	1,168	1,168
<b>负债合计</b>	8,935	10,824	11,175	12,798
少数股东权益	39	42	47	54
归属母公司股东权	3,650	4,097	4,701	5,414
<b>负债和股东权益</b>	12,624	14,963	15,924	18,266

### 利润表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	8,884	10,308	11,541	12,484
营业成本	8,183	9,345	10,381	11,157
营业税金及附加	67	77	83	93
营业费用	27	32	25	29
管理费用	112	137	150	162
研发费用	94	115	127	137
财务费用	193	142	155	183
资产减值损失	(9)	(12)	(10)	(10)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(14)	(29)	(27)	(24)
其他经营收益	75	82	92	100
<b>营业利润</b>	270	502	676	791
营业外收支	(5)	2	1	(1)
<b>利润总额</b>	265	504	677	790
所得税	17	53	68	71
<b>净利润</b>	248	451	609	719
少数股东损益	4	3	5	7
<b>归属母公司净利润</b>	245	447	604	712
EBITDA	908	1,723	2,075	2,425
EPS (最新摊薄)	0.51	0.94	1.27	1.50

### 主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营业收入	16.05%	16.03%	11.96%	8.17%
营业利润	-33.88%	85.58%	34.63%	17.11%
归属母公司净利润	-32.36%	82.79%	35.00%	17.94%
<b>获利能力</b>				
毛利率	7.89%	9.34%	10.05%	10.63%
净利率	2.75%	4.34%	5.23%	5.71%
ROE	6.71%	10.92%	12.85%	13.16%
ROIC	4.16%	5.09%	5.76%	6.04%

### 现金流量表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	(57)	2,472	974	2,850
净利润	248	451	609	719
折旧摊销	432	1,039	1,209	1,419
财务费用	192	150	160	185
投资损失	1	29	27	24
营运资金变动	(903)	795	(1,038)	494
其它	(29)	9	8	9
<b>投资活动现金流</b>	(1,796)	(2,115)	(2,359)	(2,514)
资本支出	(1,839)	(2,084)	(2,330)	(2,488)
长期投资	0	(2)	(3)	(3)
其他	43	(29)	(27)	(24)
<b>筹资活动现金流</b>	1,379	740	730	724
短期借款	947	890	890	909
长期借款	354	0	0	0
其他	78	(150)	(160)	(185)
<b>现金净增加额</b>	(481)	1,097	(655)	1,060

	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	70.78%	72.33%	70.18%	70.07%
净负债比率	181.15%	156.42%	168.91%	143.93%
流动比率	0.55	0.59	0.54	0.58
速动比率	0.29	0.48	0.33	0.45
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.74	0.75	0.75	0.73
应收账款周转率	8.39	7.01	7.34	7.54
应付账款周转率	9.75	8.98	9.21	9.30
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.51	0.94	1.27	1.50
每股经营现金	-0.12	5.20	2.05	5.99
每股净资产	7.67	8.61	9.88	11.38
<b>估值比率</b>				
P/E	30.15	16.49	12.22	10.36
P/B	2.02	1.80	1.57	1.36
EV/EBITDA	14.44	7.78	7.20	6.10

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>