

# Q1 毛利率环比改善，下半年有望持续提升

五洲特纸 (605007.SH)

## 核心观点

23Q1 废纸产线技改文化纸下，虽收入销量短暂承压，且仍在消化高价库存浆，毛利率环比已有所改善。展望 2023 年，食品卡产能继续爬坡、箱板纸转产文化纸、新增描图转印产线投产，预计全年销量保持稳健增长；利润端，浆价超预期大幅回落，考虑原材料实际使用周期，有望全年逐步释放盈利弹性。

## 事件

公司发布 2023 年一季报：2023Q1 营收 12.58 亿元/-5.45%，归母净利润-2982 万元/-128.93%，扣非归母净利润-1426 万元/-113.93%；经营活动产生的现金流量净额-5701 万元；EPS（基本）为-0.07 元/股，同比变动-126.92%，ROE 加权为 1.36%/-6.12pct。

公司发布 2022 年年报：2022 年营收 59.62 亿元/+61.59%，归母净利润 2.05 亿元/-47.41%，扣非归母净利润 1.63 亿元/-53.85%；经营活动产生的现金流量净额 3619 万元/-86.70%，主要系开立票据支付材料款金额增加，与其相关票据保证金增加所致；EPS（基本）为 0.51 元/股，同比变动-47.96%，ROE 加权为 9.55%/-11.97pct。

单季度看，2022Q4 营收 14.12 亿元/+40.39%，归母净利润-1879 万元/-124.71%，扣非归母净利润-3157 万元/-148.57%。

## 简评

23Q1 收入短暂承压，毛利率环比改善。

1) 量价拆分：公司 50 万吨食品卡产线持续爬坡贡献，2022 年销售量 96.21 万吨(+64.3%)，对应全年平均吨售价 6197 元(-1.6%)，吨毛利 552 元 (-50.0%)，吨净利 213 元 (-68.0%)。单季度看，22Q4/23Q1 营收分别环比-10.5%/-10.9%，估计实现销售量约 22/18 万吨，环比持续下滑主要由于江西基地短暂停机、疫情达峰干扰发货等影响。

2) 盈利能力方面：2023Q1 毛利率为 3.42%/+7.64pct.，归母净利率为-2.37%/-1.04pct.，扣非归母净利率为-1.13%/+1.10pct.，预计 Q1 仍在消化高价木浆，但受益于前期提价，毛利率环比改善 7.64pct。

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:s1440519030001

SFC 编号:BOT812

发布日期：2023 年 05 月 14 日

当前股价：16.40 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
9.31/8.65	-9.46/-11.63	19.61/10.18
12 月最高/最低价 (元)		20.85/13.63
总股本 (万股)		40,055.27
流通 A 股 (万股)		8,290.32
总市值 (亿元)		68.65
流通市值 (亿元)		14.21
近 3 月日均成交量 (万)		396.36
主要股东		
赵磊		29.86%

## 股价表现



## 相关研究报告

- 2022-10-31 【中信建投轻工纺服及教育】五洲特纸 (605007):高浆价下盈利承压，看好 23 年业绩弹性
- 2022-08-29 【中信建投轻工纺服及教育】五洲特纸 (605007):食品卡投产推动收入高增，高浆价下盈利承压

**食品卡产线爬坡贡献增量，格拉辛纸量价齐升，境外业务快速成长。**1) 分产品来看，2022 年公司食品包装纸营收 33.74 亿元/+93.2%，毛利率 9.76%/-15.7pct，销量 54.78 万吨/+100.2%；格拉辛纸营收 15.19 亿元/+51.0%，毛利率 14.37%/-2.08pct，销量 17.36 万吨/+28.5%；转移印花纸营收 2.18 亿元/-16.7%，毛利率-5.63%/-8.6pct，销量 3.19 万吨/-24.6%；描图纸营收 0.98 亿元/+1.3%，毛利率 14.78%/-11.67pct，销量 0.75 万吨/+2.1%；工业包装纸营收 7.35 亿元，毛利率-5.05%，销量 20.12 万吨。2) 分地区来看，2022 年公司内销营收 52.10 亿元/+53.4%，毛利率 7.57%/-9.60pct；外销营收 7.33 亿元/+161.9%，毛利率 16.10%/-1.19pct。

**展望 2023 年：1) 浆价回落+转产文化纸+化机浆投产，下半年盈利改善空间更大。**截至 2023 年 5 月 10 日，内盘针叶浆、阔叶浆价格分别为 5529、3985 元/吨，已较前期高点分别下调 27.5%、41.8%，位于 2018 年以来历史浆价的 35%、26.4%分位，浆价回落超预期兑现。考虑到港和使用周期，我们预计 Q2 起低价浆的实际用量将逐步加大。另一方面，江西五星的 30 万吨化机浆项目预计 23Q4 投入使用，届时公司化机浆自给自足、成本优化。价格方面，由于格局端供过于求，白卡纸价格位于近五年最低水平，根据卓创资讯，截至 2023 年 5 月 12 日白卡纸吨价 4600 元，较年初下行 11.7%。公司主要产品食品白卡属于高档品类，且多采用直销方式，价格支撑好于社会白卡，预计 23 年公司盈利弹性逐步显现。2) **产线爬坡+产能建设，产销稳定提升。**截至 2023 年 4 月末，公司合计拥有年产 135 万吨原纸产能。展望 2023 年，年产 50 万吨食品卡产能有望于年内完全爬坡，数码转印纸、描图纸各新增一条产线（PM5-年产 2.2 万吨数码转印纸 23Q1 已试产/ PM17-年产 1.8 万吨描图纸预计 23Q4 投产），江西基地年产 30 万吨箱板纸改造转产文化纸（目前生产文化纸，充分受益木浆成本下行，23Q4 有望完成纸机改造转产特种纸），预计全年实现产销量 106 万吨（+10%）。

**投资建议：**预计五洲特纸 2023-2025 年营业收入分别为 67.9、75.6、91.0 亿元，同比增长 13.9%、11.4%、20.3%；归母净利润分别为 4.83、6.20、7.53 亿元，同比增长 135.2%、28.5%、21.4%；对应 P/E 为 14.2x、11.1x、9.1x，维持“买入”评级。

**风险提示：下游需求不及预期：**公司作为国内特种纸头部企业，主要产品包括食品卡纸、格拉辛纸等，下游主要为食品消费、商贸等行业，下游需求偏弱将影响公司产品销量、同时在浆价快速回落期难以支撑成品纸售价，最终对收入和盈利产生不利影响；**浆价波动风险：**公司木浆原材料占成本比重 50%-60%，木浆价格波动下，若公司判断失误将抬高公司的生产成本，对公司盈利产生重大影响；**产能建设不及预期：**公司化机浆项目、湖北新基地逐步建设，受到疫情、经济环等影响，产能建设不及预期将对公司收入和盈利产生不利影响。

**图表1：五洲特纸单季度财务（亿元）**

单季	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
营业总收入	7.61	8.74	10.49	10.05	13.31	16.42	15.77	14.12	12.58
yoy	40.9%	42.1%	27.5%	53.0%	74.8%	88.0%	50.3%	40.4%	-5.5%
归母净利润	0.15	0.17	0.05	0.08	0.08	0.07	0.01	-0.01	-0.02
yoy	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
扣非归母净利润	0.15	0.14	0.05	0.06	0.08	0.05	0.00	-0.02	-0.01
yoy	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	29.0%	21.6%	11.1%	11.1%	16.4%	14.1%	8.4%	-4.2%	3.4%
净利率	14.8%	17.0%	5.1%	7.6%	7.7%	6.7%	0.7%	-1.3%	-2.4%
扣非净利率	14.6%	14.3%	4.9%	6.5%	7.7%	5.5%	0.2%	-2.2%	-1.1%

资料来源：公司公告，中信建投

**图表2：五洲特纸盈利预测**

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2,198	3,228	3,614	3,794	4,758	<b>营业收入</b>	3,690	5,962	6,788	7,563	9,100
现金	757	777	981	1,092	1,314	营业成本	3,052	5,439	5,939	6,451	7,774
应收票据及应收账款合计	664	1,101	1,119	1,235	1,594	营业税金及附加	17	22	25	27	33
其他应收款	9	17	13	21	20	销售费用	8	10	11	12	15
预付账款	25	28	33	35	47	管理费用	60	81	108	115	136
存货	572	659	685	775	984	研发费用	54	65	67	89	99
其他流动资产	171	645	783	636	799	财务费用	38	123	74	93	100
<b>非流动资产</b>	2,347	3,339	3,455	3,660	3,903	资产减值损失	-2	-4	-4	-5	-5
长期投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	3	1	0	0
固定资产	1,680	1,407	1,859	2,156	2,485	其他收益	18	16	12	14	15
无形资产	82	309	353	406	470	投资净收益	-12	9	-4	-3	-2
其他非流动资产	585	1,624	1,242	1,098	949	<b>营业利润</b>	455	227	554	759	925
<b>资产总计</b>	4,546	6,567	7,069	7,455	8,661	营业外收入	29	20	20	20	20
<b>流动负债</b>	1,794	3,259	3,335	3,396	3,870	营业外支出	0	4	4	4	4
短期借款	1,047	2,020	2,238	2,231	2,433	<b>利润总额</b>	484	242	570	775	941
应付票据及应付账款合计	531	899	893	956	1,221	所得税	94	37	87	155	188
其他流动负债	217	341	204	209	216	<b>净利润</b>	390	205	483	620	753
<b>非流动负债</b>	636	1,104	1,016	961	905	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	80	350	292	236	180	<b>归属母公司净利润</b>	390	205	483	620	753
其他非流动负债	556	754	725	725	725	EBITDA	647	534	859	1,139	1,378
<b>负债合计</b>	2,430	4,364	4,351	4,357	4,775	EPS (元)	0.98	0.51	1.21	1.55	1.88
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股本	400	400	400	400	400	<b>主要财务比率</b>					
资本公积	461	464	464	464	464	<b>会计年度</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
留存收益	1,096	1,182	1,514	1,940	2,458	<b>成长能力</b>					
归属母公司股东权益	2,116	2,203	2,718	3,097	3,887	营业收入(%)	40.0	61.6	13.9	11.4	20.3
<b>负债和股东权益</b>	4,546	6,567	7,069	7,455	8,661	营业利润(%)	9.0	-50.3	144.6	37.0	21.8
						归属于母公司净利润(%)	15.2	-47.4	135.2	28.5	21.4
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	17.3	8.8	12.5	14.7	14.6
						净利率(%)	10.6	3.4	7.1	8.2	8.3
						ROE(%)	18.4	9.3	18.4	19.6	19.7
						ROIC(%)	16.2	8.6	15.6	17.6	18.3
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	53.5	66.4	61.6	58.5	55.1
						净负债比率(%)	22.1	84.4	64.0	47.7	37.6
						流动比率	1.2	1.0	1.1	1.1	1.2
						速动比率	0.9	0.8	0.9	0.9	1.0
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.9	1.1	1.0	1.0	1.1
						应收账款周转率	6.9	7.4	6.6	7.0	7.0
						应付账款周转率	8.1	9.6	9.6	9.6	9.6
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.98	0.51	1.21	1.55	1.88
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	-0.02	1.74	2.07	2.17
						每股净资产(最新摊薄)	5.29	5.51	6.55	7.91	9.55
						<b>估值比率</b>					
						P/E	17.6	33.4	14.2	11.1	9.1
						P/B	3.2	3.1	2.6	2.2	1.8
						EV/EBITDA	11.3	15.3	9.3	6.9	5.6

  

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	272	36	694	830	868
净利润	390	205	483	620	753
折旧摊销	127	200	210	283	356
财务费用	38	123	74	93	100
投资损失	12	-9	4	3	2
经营性应收项目的减少	-169	-1,034	-23	-118	-370
经营性应付项目的增加	33	663	-6	64	267
其他经营现金流	-127	551	-52	-51	27
<b>投资活动现金流</b>	-461	-1,508	-346	-492	-602
资本支出	604	989	351	199	445
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	143	-519	5	-293	-157
<b>筹资活动现金流</b>	741	982	-362	-220	-246
短期借款	286	973	0	0	0
长期借款	-40	270	-58	-55	-56
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	3	0	0	0
其他筹资现金流	495	-265	-303	-165	-190
<b>现金净增加额</b>	558	-497	-14	119	20

资料来源：公司公告，中信建投

## 分析师介绍

### 叶乐

中信建投轻工纺服及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2016 年加入中信建投证券研究发展部，2019 年“水晶球”中小市值入围，2020 年“新财富”海外最佳分析师第 5 名。目前专注于运动服饰、家居、造纸包装、美护、黄金珠宝、教育等消费服务产业研究。联系方式：18521081258，yele@csc.com.cn

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
 座 12 层  
 电话：(8610) 8513-0588  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南  
 塔 2103 室  
 电话：(8621) 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交  
 汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：(86755) 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：(852) 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk