

## 裕同科技 (002831.SZ) 2024Q1 利润增速亮眼，需求复苏及龙头地位凸显成长再加速

2024年04月30日

投资评级：买入（维持）

——公司信息更新报告

日期	2024/4/29
当前股价(元)	26.88
一年最高最低(元)	29.00/22.31
总市值(亿元)	250.12
流通市值(亿元)	140.04
总股本(亿股)	9.31
流通股本(亿股)	5.21
近3个月换手率(%)	36.08

吕明（分析师）	周嘉乐（分析师）	骆扬（联系人）
lvming@kysec.cn	zhoujiale@kysec.cn	luoyang@kysec.cn
证书编号：S0790520030002	证书编号：S0790522030002	证书编号：S0790122120029

**● 2024Q1 利润增速亮眼，需求复苏及龙头地位凸显，维持“买入”评级**  
 公司 2023 全年实现营业收入 152.2 亿元（同比-7.0%，下同），归母净利润 14.4 亿元（-3.3%），扣非归母净利润 14.9 亿元（-1.4%）。2024Q1 实现营业收入 34.8 亿元（+19.4%），归母净利润 2.2 亿元（+20.6%），扣非归母净利润 2.4 亿元（+54.3%）。考虑到未来需求仍存在不确定性我们下调 2024-2025 年，并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 17.97/20.08/23.30 亿元（2024-2025 原值为 18.05/21.33 亿元），对应 EPS 为 1.93/2.16/2.50 元，当前股价对应 PE 为 13.9/12.5/10.7 倍，看好公司龙头地位凸显，市占率持续提升，维持“买入”评级。

**● 盈利能力：毛利率显著提升，控费降本增效持续**  
 2023 年公司毛利率为 26.2%（+2.5pct），毛利率大幅上升主系公司降本增效策略以及原材料成本下降所致，期间费用率为 13.9%（+2.0pct），其中销售/管理/研发/财务费用率分别为+2.7%/+6.4%/+4.6%/+0.2%，分别同比+0.3/+0.9/+0.5/+0.3pct。综合影响下，2023 年公司销售净利率为 9.8%（+0.2pct），扣非净利率为 9.8%（+0.6pct）。2024Q1 公司毛利率 22.1%（-1.6pct）；期间费用率为 13.9%（-3.1pct）。综合影响下，公司销售净利率为 6.5%（+0.3pct），扣非净利率 7.0%（+1.6pct）。  
**营运能力方面**，2024Q1 公司经营现金流为 8.0 亿元（-23.1%），主系 2023 年末账期延长所致；资本支出为 2.1 亿元（-26.2%），主系公司智能工厂建设已基本完成，我们预计未来 CAPEX 有望持续下降。

**● 收入拆分：2023 下游需求受冷各业务承压，2024Q1 需求回暖收入改善**  
 2023 年公司纸制精品包装/包装配套产品/环保纸塑产品分别实现收入 110.4/26.1/10.6 亿元，同比-6.6%/-7.9%/-4.7%，各业务下滑我们预计主系下游需求受冷导致业务订单量减少，烟包业务预计维持正增长。2024Q1 公司收入恢复正常增速，我们预计随着后续需求回暖各业务呈现稳定向好态势。

**● 公司亮点：全球化交付布局基本完成，高分红持续回馈股东**  
**供应链方面**，公司全球化交付布局已基本完成，目前已在越南、印度等地建立 7 大生产基地，国内各地工厂智能化进度持续推进，2023 年完成了湖南、苏州、成都等地智能工厂建设，展望 2024 年，公司将持续推动海外生产基地顺利投产，启动墨西哥、菲律宾等地新工厂建设，我们看好公司全球化布局等进一步完善带来供应链壁垒深铸，带动公司营收业绩进一步增长。**分红方面**，2023H2 公司拟每 10 股派息 6.2 元，总计分红 5.7 亿元，加上 2023H1 分红 3 亿元总计分红 8.7 亿元，占公司 2023 年年度归母净利润 60.3%，以 2024 年 4 月 29 日收盘价计算，公司股息率为 3.5%，同时公司计划 2024 年实施新一轮股份回购，回购金额为 1-2 亿，高分红持续回馈公司股东。

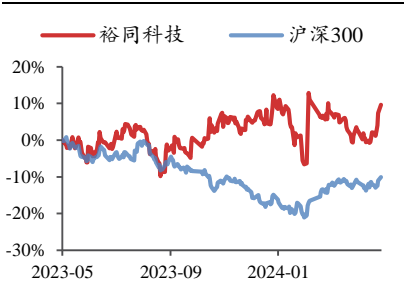
**● 风险提示：**下游需求不及预期、行业竞争加剧、原材料价格上涨

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	16,362	15,223	17,988	20,828	23,677
YOY(%)	9.5	-7.0	18.2	15.8	13.7
归母净利润(百万元)	1,488	1,438	1,797	2,008	2,330
YOY(%)	45.5	-3.3	24.9	11.8	16.0
毛利率(%)	23.7	26.2	26.4	26.6	26.8
净利率(%)	9.1	9.4	10.0	9.6	9.8
ROE(%)	14.7	12.9	13.9	13.7	13.8
EPS(摊薄/元)	1.60	1.55	1.93	2.16	2.50
P/E(倍)	16.8	17.4	13.9	12.5	10.7
P/B(倍)	2.4	2.3	1.9	1.7	1.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

- 《2023Q3 盈利能力改善，持续看好中长期竞争优势—公司信息更新报告》  
-2023.11.20
- 《2023Q2 净利率同比改善，看好中长期竞争优势—公司信息更新报告》  
-2023.8.29

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	12169	12448	14136	16198	18539
现金	3317	3496	3656	5183	5346
应收票据及应收账款	6077	5695	6390	7061	8330
其他应收款	122	107	187	140	222
预付账款	293	232	412	326	508
存货	1766	1619	2232	2206	2857
其他流动资产	594	1300	1259	1282	1276
<b>非流动资产</b>	8897	9738	10286	10756	11209
长期投资	9	16	23	30	37
固定资产	5733	6505	7084	7600	8028
无形资产	745	699	735	770	765
其他非流动资产	2411	2518	2444	2357	2379
<b>资产总计</b>	21066	22186	24422	26954	29748
<b>流动负债</b>	8202	9165	9605	10329	10981
短期借款	3878	4224	4224	4224	4224
应付票据及应付账款	3020	3779	4237	5020	5476
其他流动负债	1303	1162	1144	1085	1280
<b>非流动负债</b>	2109	1429	1348	1241	1116
长期借款	1574	739	658	551	426
其他非流动负债	535	691	691	691	691
<b>负债合计</b>	10311	10595	10954	11571	12097
少数股东权益	513	540	620	719	832
股本	931	931	931	931	931
资本公积	1896	1928	1928	1928	1928
留存收益	7703	8542	10118	11929	14063
<b>归属母公司股东权益</b>	10241	11052	12848	14664	16819
<b>负债和股东权益</b>	21066	22186	24422	26954	29748

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	2621	3673	1770	3137	1656
净利润	1577	1494	1876	2108	2443
折旧摊销	663	725	713	821	802
财务费用	-25	28	87	32	-69
投资损失	91	103	12	25	58
营运资金变动	44	1098	-856	222	-1499
其他经营现金流	272	225	-63	-71	-77
<b>投资活动现金流</b>	-2456	-1927	-1243	-1292	-1274
资本支出	1602	1169	1254	1285	1248
长期投资	-21	-7	-7	-7	-7
其他投资现金流	-833	-751	18	-1	-20
<b>筹资活动现金流</b>	-362	-1597	-368	-317	-218
短期借款	528	346	0	0	0
长期借款	382	-835	-81	-107	-125
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-232	32	0	0	0
其他筹资现金流	-1040	-1140	-287	-210	-93
<b>现金净增加额</b>	-59	168	160	1527	164

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	16362	15223	17988	20828	23677
营业成本	12477	11230	13239	15288	17334
营业税金及附加	81	91	98	114	130
营业费用	404	417	486	666	781
管理费用	890	970	1133	1395	1622
研发费用	671	696	809	927	1044
财务费用	-25	28	87	32	-69
资产减值损失	-29	-46	0	0	0
其他收益	72	110	0	0	0
公允价值变动收益	65	31	31	24	38
投资净收益	-91	-103	-12	-25	-58
资产处置收益	-9	3	0	0	0
<b>营业利润</b>	1857	1790	2186	2452	2855
营业外收入	14	12	12	13	12
营业外支出	65	34	32	36	37
<b>利润总额</b>	1806	1769	2166	2429	2830
所得税	229	275	289	321	387
<b>净利润</b>	1577	1494	1876	2108	2443
少数股东损益	89	56	80	100	112
<b>归属母公司净利润</b>	1488	1438	1797	2008	2330
EBITDA	2708	2694	3051	3394	3747
EPS(元)	1.60	1.55	1.93	2.16	2.50

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	9.5	-7.0	18.2	15.8	13.7
营业利润(%)	51.3	-3.6	22.1	12.1	16.5
归属于母公司净利润(%)	45.5	-3.3	24.9	11.8	16.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	23.7	26.2	26.4	26.6	26.8
净利率(%)	9.1	9.4	10.0	9.6	9.8
ROE(%)	14.7	12.9	13.9	13.7	13.8
ROIC(%)	11.0	10.1	11.2	11.3	11.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	48.9	47.8	44.9	42.9	40.7
净负债比率(%)	24.9	17.1	11.5	-0.5	-2.0
流动比率	1.5	1.4	1.5	1.6	1.7
速动比率	1.2	1.1	1.2	1.3	1.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	2.8	2.6	3.0	3.1	3.1
应付账款周转率	5.0	4.3	4.3	4.3	4.3
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.60	1.55	1.93	2.16	2.50
每股经营现金流(最新摊薄)	2.82	3.95	1.90	3.37	1.78
每股净资产(最新摊薄)	11.01	11.88	13.81	15.76	18.07
<b>估值比率</b>					
P/E	16.8	17.4	13.9	12.5	10.7
P/B	2.4	2.3	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	10.3	9.9	8.6	7.3	6.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn