



买入（维持）

所属行业：轻工制造/包装印刷
当前价格(元)：22.07

证券分析师

毕先磊

资格编号：S0120524030001

邮箱：bixl3@tebon.cn

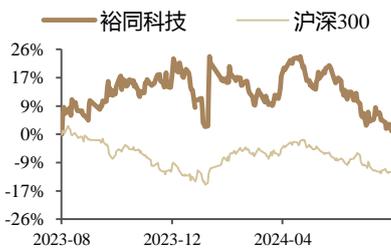
宋姝旺

资格编号：S0120524060004

邮箱：songsw@tebon.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.03	-13.52	-13.12
相对涨幅(%)	-2.54	-9.04	-5.42

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1.《裕同科技(002831.SZ)：经营总体稳健，Q2盈利环比修复》，2023.8.29

裕同科技(002831.SZ)：营利实现双增，中期分红回馈股东

投资要点

● **事件概述**：公司发布24年中报，2024H1公司收入/归母净利/扣非净利/经营性现金流分别为73.53/4.97/5.22/12.92亿元，同比增长15.52%/15.15%/3.96%/-44.22%；单季度看，2024Q2公司收入/归母净利/扣非净利分别为38.78/2.78/2.79亿元，同比增长12.28%/11.23%/-19.01%。上半年公司营收、净利稳步提升，公司经营性现金流同比下滑主要系本期销售增长致采购支出及人工支出增加所致。此外，公司拟实施中期分红，每10股分红3.3元，合计分红3.02亿元。

● **受益于下游消费电子需求带动纸包装稳增长，海外营收增速亮眼**。分产品看，24H1公司纸质精品包装、包装配套产品、环保纸塑产品、其他产品、其他业务收入分别实现营收51.81、13.90、5.47、1.04、1.31亿元，同比增长15.22%、11.10%、28.84%、24.20%、20.49%，占营收比分别为70.46%、18.91%、7.44%、1.41%、1.78%，各业务均实现增长，其中环保纸塑产品增速最快，而纸质包装及包装配套产品均实现双位数增长预计系下游消费电子需求带动。分地区看，24H1公司国内、国外分别实现营收51.34、22.19亿元，同比增长9.55%、32.20%，占营收比分别为69.82%、30.18%，境外增速更快，贡献营收比进一步提升。公司积极推进全球化业务布局，截至24H1公司海外首家智能工厂——越南智能工厂投入运营，并新启动了6个智能工厂建设，目前公司已在全球10个国家、40多座城市设有50多个生产基地及5大服务中心，全球化的制造优势及交付布局显著缩短产品的生产和运输时间，快速响应全球市场需求，为自身的可持续发展奠定坚实基础。

● **Q2毛利率受同环比提升，净利率受期间费用提升同比小幅下降但环比有所提升**。24H1公司毛利率23.6%，同比下降0.01pct，分产品看，纸质精品包装/包装配套产品/环保纸塑产品/其他产品毛利率分别提升0.85/-2.06/1.17/-18.46pct；净利率6.86%，同比下降0.03pct。从费用端来看，24H1公司销售/管理/研发/财务费用率分别为3.07%/6.88%/4.75%/-0.22%，同比提升0.23/0.24/0.03/0.91pct。销售费用增加主要系职工薪酬、业务招待费增长所致，管理费用增加系折旧摊销费增长所致，财务费用提升较多系去年同期美元升值幅度较大导致当期汇兑收益较多所致。单季度来看，24Q2公司毛利率24.95%，同比提升1.43pct，环比提升2.86pct；净利率7.22%，同比下降0.29pct，环比提升0.76pct。费用端来看，24Q2公司销售/管理/研发/财务费用率分别为3.40%/6.88%/4.88%/-0.15%，同比提升0.32/0.55/0.50/3.84pct。

● **盈利预测与投资建议**。作为多元业务齐头并进的包装龙头，公司继续加大新市场及新业务的开发力度，深化环保业务和酒包、烟包业务布局，业绩成长可期，受益于下游消费电子需求带动及环保纸塑趋势，我们调整公司盈利预测，我们预计公司24-26年营收分别为177.0/203.9/234.2亿元，24-26年EPS分别为1.85/2.13/2.50元/股，参照2024年8月26日收盘价22.07元/股，对应PE分别为12倍、10倍、9倍，维持“买入”评级。

● **风险提示**：市场竞争加剧风险、汇率波动风险、原材料价格波动风险、大客户集中风险、下游需求不及预期风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	930.51		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	520.99	营业收入(百万元)	16,362	15,223	17,700	20,386	23,416
52 周内股价区间(元):	21.85-27.00	(+/-)YOY(%)	9.5%	-7.0%	16.3%	15.2%	14.9%
总市值(百万元):	20,536.43	净利润(百万元)	1,488	1,438	1,725	1,985	2,323
总资产(百万元):	21,624.99	(+/-)YOY(%)	45.5%	-3.3%	19.9%	15.1%	17.0%
每股净资产(元):	11.77	全面摊薄 EPS(元)	1.60	1.55	1.85	2.13	2.50
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	23.7%	26.2%	26.3%	26.4%	26.4%
		净资产收益率(%)	14.5%	13.0%	13.8%	13.7%	13.8%
		资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	1.57	1.85	2.13	2.50
每股净资产	11.88	13.41	15.54	18.04
每股经营现金流	3.95	2.15	3.21	2.80
每股股利	0.95	0.73	0.81	0.88
价值评估(倍)				
P/E	17.52	11.91	10.35	8.84
P/B	2.32	1.65	1.42	1.22
P/S	1.35	1.16	1.01	0.88
EV/EBITDA	10.02	7.47	6.09	5.21
股息率%	3.4%	3.3%	3.7%	4.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	26.2%	26.3%	26.4%	26.4%
净利润率	9.8%	10.2%	10.2%	10.4%
净资产收益率	13.0%	13.8%	13.7%	13.8%
资产回报率	6.5%	7.2%	7.1%	7.6%
投资回报率	9.3%	10.5%	11.0%	11.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-7.0%	16.3%	15.2%	14.9%
EBIT 增长率	1.9%	23.5%	18.6%	15.2%
净利润增长率	-3.3%	19.9%	15.1%	17.0%
偿债能力指标				
资产负债率	47.8%	45.4%	45.9%	42.8%
流动比率	1.4	1.4	1.4	1.6
速动比率	1.1	1.1	1.2	1.3
现金比率	0.4	0.4	0.4	0.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	139.1	115.0	115.0	115.0
存货周转天数	54.3	53.3	53.7	53.5
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8
固定资产周转率	2.3	2.5	2.6	2.9

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,438	1,725	1,985	2,323
少数股东损益	56	79	87	103
非现金支出	905	717	806	874
非经营收益	150	290	324	359
营运资金变动	1,123	-807	-216	-1,058
经营活动现金流	3,673	2,004	2,986	2,601
资产	-1,112	-1,324	-1,301	-1,308
投资	-173	-340	-337	-338
其他	-642	-112	-132	-151
投资活动现金流	-1,927	-1,776	-1,769	-1,797
债权募资	-703	407	386	393
股权募资	4	0	0	0
其他	-898	-479	-193	-209
融资活动现金流	-1,597	-72	193	185
现金净流量	168	156	1,410	989

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 26 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	15,223	17,700	20,386	23,416
营业成本	11,230	13,052	15,009	17,229
毛利率%	26.2%	26.3%	26.4%	26.4%
营业税金及附加	91	106	122	141
营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	417	460	510	585
营业费用率%	2.7%	2.6%	2.5%	2.5%
管理费用	970	1,062	1,182	1,311
管理费用率%	6.4%	6.0%	5.8%	5.6%
研发费用	696	781	911	1,057
研发费用率%	4.6%	4.4%	4.5%	4.5%
EBIT	1,902	2,349	2,786	3,210
财务费用	28	113	217	205
财务费用率%	0.2%	0.6%	1.1%	0.9%
资产减值损失	-46	0	0	0
投资收益	-103	-112	-132	-151
营业利润	1,790	2,123	2,437	2,854
营业外收支	-21	0	0	0
利润总额	1,769	2,123	2,437	2,854
EBITDA	2,766	3,066	3,592	4,084
所得税	275	318	366	428
有效所得税率%	15.5%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	56	79	87	103
归属母公司所有者净利润	1,438	1,725	1,985	2,323

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,496	3,652	5,063	6,052
应收账款及应收票据	5,695	5,626	7,412	7,565
存货	1,619	2,249	2,225	2,901
其它流动资产	1,639	1,753	1,816	1,945
流动资产合计	12,448	13,281	16,515	18,462
长期股权投资	16	24	32	39
固定资产	6,505	7,208	7,760	8,194
在建工程	337	169	84	42
无形资产	699	676	645	617
非流动资产合计	9,738	10,684	11,515	12,287
资产总计	22,186	23,965	28,030	30,749
短期借款	4,224	4,631	5,017	5,411
应付票据及应付账款	3,779	3,506	4,979	4,720
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,162	1,304	1,438	1,598
流动负债合计	9,165	9,441	11,435	11,728
长期借款	739	739	739	739
其它长期负债	691	691	691	691
非流动负债合计	1,429	1,429	1,429	1,429
负债总计	10,595	10,870	12,864	13,158
实收资本	931	931	931	931
普通股股东权益	11,052	12,475	14,460	16,782
少数股东权益	540	619	706	810
负债和所有者权益合计	22,186	23,965	28,030	30,749

信息披露

分析师与研究助理简介

毕先磊：轻工组组长，曾任职于招商证券，所在团队获得 2023 年新财富轻工和纺织服装第 4 名、新浪财经金麒麟家居生活行业第 3 名，2022 年新财富轻工和纺织服装第 4 名、新浪财经金麒麟家居生活行业第 4 名、轻工制造水晶球第 4 名。

宋株旺：轻工分析师，曾任职于华西证券，悉尼大学硕士，主要覆盖家居、木门、卫浴、出口跨境、文具、包装及纺织制造等板块。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。