

消费逐季恢复叠加海外布局，公司收入再增长

2024 年 08 月 27 日

➤ **事件。**裕同科技发布 2024 年中报，2024H1 实现营收/归母净利润/扣非净利润 73.53/4.97/5.22 亿元，同增 15.52%/15.15%/3.96%；24Q2 实现营收/归母净利润/扣非净利润 38.78/2.78/2.79 亿元，同比+12.28%/11.23%/-19.01%，主因公司通过套保对冲汇率损失计在非经常性损益当中，23Q2/24Q2 通过套保产生的非经常性损失分别为 1.16/0.40 亿元。

➤ **下游需求逐季转好，海外收入实现高增。**24H1 纸质精品包装/包装配套产品/环保纸塑产品收入分别为 51.81/13.9/5.47 亿元，分别同增 15.22%/11.1%/28.84%，占比分别为 70.46%/18.91%/7.44%。其中下游消费电子、烟酒消费均呈逐渐转好态势，（24H1 苹果/安卓手机出货 9.53/47.95 亿台，同比-4.6%/+9.83%），叠加公司持续拓展新客户，实现收入稳定增长。海外方面：24H1 海外收入为 22.19 亿元，同增 32.2%，占比 30.18%，公司先发优势较为明显，大客户对公司依赖程度较高，伴随客户外迁产能，公司海外工厂或将持续受益。

➤ **整体盈利保持稳定，海外工厂布局接近尾声。**24H1 毛利率/净利率同减 0.01/0.02pct 至 23.6%/6.86%，其中纸质精品包装/包装配套产品/环保纸塑产品毛利率分别同变+0.85/-2.06/1.17pct 至 24.2%/21.83%/21.58%，公司整体盈利能力较为平稳。海外方面：24H1 海外毛利率为 29.37%，较公司整体水平高 5.77pct，我们判断海外竞争压力较小以及各类费用较低。24Q2 毛利率/净利率+1.43%/-0.28pct 至 24.95%/7.22%。费用率层面，24Q2 销售/管理/研发/财务费用率同比变动+0.32/+0.55/+0.5/+3.84pcts 至 3.4%/6.88%/4.88%/-0.15%，财务费用率提升主因美元升值幅度较大所致（年中较 Q1 低点升值 0.6%），其他费用率提升主要为海外工厂一次性投入所致。24Q2 经营活动现金流净额同比-61.35%至 4.94 亿元，主因去年同期高基数，且今年公司处在增长期，对下半年消费较为乐观，且白卡纸价格处于低位（2024Q2 价格为 4329 元/吨，4 年分位数为 5.5%），采购支出较多所致（24Q2 购买商品、接受劳务支付现金为 27.73 亿元，同增 17.5%）。24Q2 公司资本支出为 2.28 亿元，同/环比分别增加 46.59%/7.78%，主因公司目前布局海外工厂，但目前海外布局亦接近尾声，预计未来 CAPEX 将持续下降。

➤ **投资建议：**公司凭借强生产管理和一体化服务能力，正逐步构建涵盖精品包装/外包装/商业包装等领域一站式印刷服务矩阵。伴随下游消费逐渐转好，我们预计 3C 包装将重回景气上行区间，叠加公司市场份额持续扩张，公司收入或将提速。利润端公司积极进行产品升级和效率升级。短期看好成本下行带动盈利修复，从中期看，持续关注公司 ROE 回升：1) 资本开支下降；2) 3C 主业盈利中枢企稳向上；3) 烟酒市场化招标之后，裕同凭借强生产服务效率获取高利润率订单。未来公司将继续积极推进全球化业务布局，随着北美、东南亚等地工厂逐步落地投产，海外收入将保持高增。我们预计 2024-2026 年归属母公司净利润为 16.1/18.5/20.7 亿元，对应 PE 为 13X/11X/10X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游终端需求不及预期；原材料价格上涨；行业内部竞争加剧；汇率波动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	15223	17247	19803	22525
增长率 (%)	-7.0	13.3	14.8	13.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	1438	1611	1851	2069
增长率 (%)	-3.3	12.0	14.9	11.8
每股收益 (元)	1.55	1.73	1.99	2.22
PE	14	13	11	10
PB	1.9	1.7	1.5	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

22.07 元



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

相关研究

- 裕同科技 (002831.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：需求恢复公司收入再提速，资本开支下降 ROE 持续回升-2024/04/26
- 裕同科技 (002831.SZ) 2023 年三季报点评：行业承压收入下滑速度收窄，智能化布局提升盈利水平-2023/10/31
- 裕同科技 (002831.SZ) 2023 半年报点评：消费不及预期短期承压，旺季来临有望触底反弹-2023/08/29
- 裕同科技 (002831.SZ) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：需求复苏不及预期 23Q1 短期承压，降本增效盈利修复可期-2023/05/08
- 裕同科技 (002831.SZ) 2022 年业绩预告点评：逆势凸显卓越，Q4 业绩增速依然惊艳-2022/12/26

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	15223	17247	19803	22525
营业成本	11230	12775	14796	16897
营业税金及附加	91	103	119	135
销售费用	417	466	495	563
管理费用	970	1104	1228	1397
研发费用	696	811	891	1014
EBIT	1902	2058	2353	2610
财务费用	28	88	93	85
资产减值损失	-46	-40	-46	-53
投资收益	-103	17	20	23
营业利润	1790	1947	2234	2494
营业外收支	-21	-20	-20	-20
利润总额	1769	1927	2214	2474
所得税	275	231	266	297
净利润	1494	1696	1948	2178
归属于母公司净利润	1438	1611	1851	2069
EBITDA	2766	2969	3417	3701

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3496	3111	3692	4657
应收账款及票据	5695	6379	7059	7720
预付款项	232	294	340	389
存货	1619	1780	2062	2354
其他流动资产	1406	1519	1563	1609
流动资产合计	12448	13082	14715	16730
长期股权投资	16	16	16	16
固定资产	6505	6652	6747	6772
无形资产	699	699	706	709
非流动资产合计	9738	9733	9591	9668
资产合计	22186	22816	24306	26398
短期借款	4224	4224	4224	4224
应付账款及票据	3779	3080	3567	4074
其他流动负债	1162	1396	1093	1238
流动负债合计	9165	8700	8884	9536
长期借款	739	739	739	739
其他长期负债	691	697	690	682
非流动负债合计	1429	1435	1428	1421
负债合计	10595	10136	10312	10957
股本	931	931	931	931
少数股东权益	540	625	722	831
股东权益合计	11592	12680	13993	15441
负债和股东权益合计	22186	22816	24306	26398

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-6.96	13.30	14.82	13.75
EBIT 增长率	1.94	8.20	14.35	10.92
净利润增长率	-3.35	12.02	14.91	11.76
盈利能力 (%)				
毛利率	26.23	25.93	25.28	24.99
净利润率	9.45	9.34	9.35	9.18
总资产收益率 ROA	6.48	7.06	7.62	7.84
净资产收益率 ROE	13.01	13.36	13.95	14.16
偿债能力				
流动比率	1.36	1.50	1.66	1.75
速动比率	1.13	1.23	1.35	1.43
现金比率	0.38	0.36	0.42	0.49
资产负债率 (%)	47.75	44.42	42.43	41.51
经营效率				
应收账款周转天数	136.48	135.00	130.00	125.00
存货周转天数	52.63	52.00	52.00	52.00
总资产周转率	0.70	0.77	0.84	0.89
每股指标 (元)				
每股收益	1.55	1.73	1.99	2.22
每股净资产	11.88	12.96	14.26	15.70
每股经营现金流	3.95	1.19	2.92	3.22
每股股利	0.95	0.68	0.78	0.88
估值分析				
PE	14	13	11	10
PB	1.9	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	8.13	7.57	6.58	6.08
股息收益率 (%)	4.29	3.09	3.56	3.97

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1494	1696	1948	2178
折旧和摊销	864	911	1063	1091
营运资金变动	1123	-1647	-473	-450
经营活动现金流	3673	1105	2715	2998
资本开支	-1112	-884	-941	-1188
投资	-173	0	0	0
投资活动现金流	-1927	-892	-921	-1166
股权募资	4	-15	0	0
债务募资	-703	124	-448	-7
筹资活动现金流	-1597	-598	-1213	-867
现金净流量	168	-385	581	965

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026