

裕同科技(002831)/轻工

证券研究报告/公司点评

2024年9月3日

评级：买入（维持）

市场价格：22.95元

分析师：张潇

执业证书编号：S0740523030001

Email: zhangxiao06@zts.com.cn

分析师：郭美鑫

执业证书编号：S0740520090002

Email: guomx@zts.com.cn

分析师：邹文婕

执业证书编号：S0740523070001

Email: zouwj@zts.com.cn

分析师：吴思涵

执业证书编号：S0740523090002

Email: wush@zts.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	930.51
流通股本(百万股)	520.99
市价(元)	22.95
市值(百万元)	21355.29
流通市值(百万元)	11956.80

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

### 公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	16,362	15,223	17,124	18,939	20,923
增长率 yoy%	10.2%	-7.0%	12.5%	10.6%	10.5%
净利润(百万元)	1,488	1,438	1,651	1,917	2,188
增长率 yoy%	46.3%	-3.3%	14.8%	16.1%	14.2%
每股收益(元)	1.60	1.55	1.77	2.06	2.35
每股现金流量	2.82	3.95	1.35	8.43	3.55
净资产收益率	14%	12%	13%	13%	13%
P/E	14	15	13	11	10
PEG	2	2	2	2	1
P/B	0.3	-4.4	0.9	0.7	0.7

备注：股价取自 2024/09/02 收盘价

### 投资要点

- 事件：24H1 业绩稳健增长。**公司 24H1 实现营业收入 73.53 亿元，同比+15.52%；实现归母净利润 4.97 亿元，同比+15.15%；扣非后归母净利润 5.22 亿元，同比+3.96%。分季度看，Q1/Q2 分别实现营业收入 34.76/38.78 亿元，同比分别+19.37%/+12.28%；实现归母净利润 2.19/2.78 亿元，同比+20.55%/+11.23%；扣非后归母净利润 2.43/2.79 亿元，同比+54.32%/-19.01%。非经常性损益金额为-2541.04 万元，上年同期为-7087.3 万元，主要受交易性金融资产和负债产生的公允价值变动亏损减少所致。
- 环保纸塑产品逐步放量，海外业务增长靓丽。**分产品看，24H1 纸制精品包装、包装配套产品、环保纸塑产品、其他产品收入分别为 51.81、13.90、5.47、1.04 亿元，同比分别+15.22%、+11.10%、+28.84%、24.20%。分区域看，24H1 国内、国外收入分别为 51.34、22.19 亿元，同比分别+9.55%、+32.20%。
- 盈利能力维持稳定。**24H1 毛利率同比-0.01pp 至 23.6%；其中，纸制精品包装、包装配套产品、环保纸塑产品、其他产品毛利率分别为 24.20%、21.83%、21.58%、13.61%，同比分别+0.85pp、-2.06pp、+1.17pp、-18.46pp。期间费用率同比+1.41pp 至 14.48%，其中，销售费用率+0.23pp 至 3.07%；管理费用率同比+0.27pp 至 11.63%；研发费用率同比+0.02pp 至 4.75%；财务费用率同比+0.91pp 至-0.22%。销售净利率同比-0.02pp 至 6.86%。财务费用率上升主要由于报告期内购买理财产品减少所致。24Q2 毛利率同比+1.43pp 至 24.95%；销售净利率同比-0.28pp 至 7.22%。期间费用率同比+4.71pp 至 10.13%；其中，销售费用率+0.32pp 至 3.4%；管理费用率同比+0.55pp 至 6.88%；研发费用率同比+0.5pp 至 4.88%；财务费用率同比+3.84pp 至-0.15%。
- 存货及应收账款周转效率提升。**现金流方面，24H1 实现经营现金流 12.92 亿元，同比-44.22%；经营现金流/经营活动净收益比值为 216.85%；销售现金流/营业收入同比-17.52pp 至 117.47%。营运效率方面，24H1 净营业周期 95.01 天，同比下降 27.76 天；其中，存货周转天数 53.26 天，同比下降 9.61 天；应收账款周转天数 128.64 天，同比下降 17.39 天；应付账款周转天数 86.9 天；同比上升 0.77 天。
- 分红比例延续高位。**公司计划向全体股东每 10 股派现金 3.3 元，总派息 3.02 亿元，占归母净利润的 60.7%，延续较高分红比例，增强股东回馈。
- 投资建议：**公司海外布局持续完善，烟包、环保包装等有望贡献更强增长驱动，随着智能化工厂建设推进，制造优势有望持续扩大。考虑外部环境压力小幅下调盈利预测，预计 24-26 年归母净利润分别为 16.5、19.2、21.9 亿元（前值为 16.97、19.85、23.03 亿元），对应 PE 分别为 13、11、10X，维持“买入”评级。
- 风险提示事件：**下游需求修复不及预期、原材料成本波动、新客户拓展不及预期等。

## 盈利预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,496	5,137	7,553	10,554	营业收入	15,223	17,124	18,939	20,923
应收票据	3	5	227	87	营业成本	11,230	12,597	13,936	15,400
应收账款	5,692	6,175	900	994	税金及附加	91	103	114	126
预付账款	232	260	418	462	销售费用	417	470	500	532
存货	1,619	1,101	1,204	1,331	管理费用	970	1,074	1,169	1,270
合同资产	0	1,199	1,326	1,465	研发费用	696	753	814	879
其他流动资产	1,406	2,379	2,538	2,712	财务费用	28	111	105	79
流动资产合计	12,448	15,058	12,840	16,139	信用减值损失	5	-15	-20	-20
其他长期投资	701	701	701	701	资产减值损失	-46	-40	-50	-50
长期股权投资	16	16	16	16	公允价值变动收益	31	3	4	-3
固定资产	6,505	5,913	5,376	4,887	投资收益	-103	-40	20	20
在建工程	337	341	345	349	其他收益	110	130	120	122
无形资产	699	667	628	586	营业利润	1,790	2,046	2,371	2,706
其他非流动资产	1,480	1,562	1,640	1,700	营业外收入	13	2	3	1
非流动资产合计	9,738	9,201	8,706	8,239	营业外支出	34	20	20	20
资产合计	22,186	24,259	21,546	24,378	利润总额	1,769	2,028	2,354	2,687
短期借款	4,224	5,217	226	335	所得税	275	315	366	417
应付票据	979	673	790	932	净利润	1,494	1,713	1,988	2,270
应付账款	2,800	2,781	3,100	3,555	少数股东损益	56	62	72	82
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,438	1,651	1,916	2,188
合同负债	78	88	97	107	NOPLAT	1,518	1,807	2,077	2,337
其他应付款	260	260	260	260	EPS (按最新股本摊薄)	1.55	1.77	2.06	2.35
一年内到期的非流动负债	364	364	364	364					
其他流动负债	460	493	523	555	主要财务比率				
流动负债合计	9,165	9,875	5,361	6,108	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	739	639	639	639	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-7%	12%	11%	10%
其他非流动负债	691	691	691	691	EBIT增长率	1%	19%	15%	13%
非流动负债合计	1,429	1,329	1,329	1,329	归母公司净利润增长率	-3%	15%	16%	14%
负债合计	10,595	11,205	6,690	7,437	获利能力				
归属母公司所有者权益	11,052	12,453	14,183	16,185	毛利率	26.2%	26.4%	26.4%	26.4%
少数股东权益	540	602	673	755	净利率	9.8%	10.0%	10.5%	10.8%
所有者权益合计	11,592	13,054	14,856	16,940	ROE	12.4%	12.6%	12.9%	12.9%
负债和股东权益	22,186	24,259	21,546	24,378	ROIC	12.3%	12.6%	17.8%	17.3%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	47.8%	46.2%	31.0%	30.5%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	债务权益比	51.9%	52.9%	12.9%	12.0%
经营活动现金流	3,673	1,253	7,848	3,302	流动比率	1.4	1.5	2.4	2.6
现金收益	2,247	2,533	2,762	2,980	速动比率	1.2	1.4	2.2	2.4
存货影响	147	518	-103	-126	营运能力				
经营性应收影响	489	-474	4,945	52	总资产周转率	0.7	0.7	0.9	0.9
经营性应付影响	698	-325	437	596	应收账款周转天数	139	125	67	16
其他影响	92	-998	-194	-200	应付账款周转天数	84	80	76	78
投资活动现金流	-1,927	-208	-149	-146	存货周转天数	54	39	30	30
资本支出	-1,192	-89	-96	-103	每股指标 (元)				
股权投资	-7	0	0	0	每股收益	1.55	1.77	2.06	2.35
其他长期资产变化	-728	-119	-53	-43	每股经营现金流	3.95	1.35	8.43	3.55
融资活动现金流	-1,597	596	-5,283	-156	每股净资产	11.88	13.38	15.24	17.39
借款增加	-510	893	-4,991	109	估值比率				
股利及利息支付	-770	-360	-359	-364	P/E	15	13	11	10
股东融资	4	0	0	0	P/B	2	2	2	1
其他影响	-321	63	67	99	EV/EBITDA	34	30	28	25

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。