

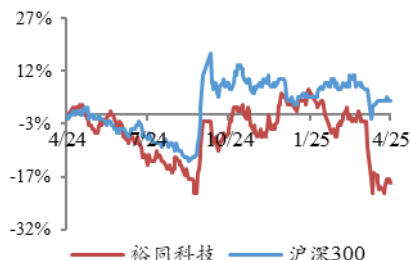
25Q1 稳健增长，注重股东回报

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-29

收盘价（元） 20.88
近 12 个月最高/最低（元） 28.29/19.74
总股本（百万股） 931
流通股本（百万股） 521
流通股比例（%） 55.99
总市值（亿元） 194
流通市值（亿元） 109

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucal@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

相关报告

- 1.裕同科技：国补活动叠加 AI 趋势，ICT 包装业务有望受益 2025-03-07
- 2.裕同科技：2024Q3 业绩稳健增长，国际化战略稳步推进 2024-10-29
- 3.24H1 业绩稳步增长，进一步加大股东分红 2024-08-28

主要观点：

● 公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报

公司发布 2024 年年报，2024 年实现营业收入 171.57 亿元，同比增长 12.71%；实现归母净利润 14.09 亿元，同比下降 2.05%。单季度来看，2024 年第四季度实现营业收入 48.98 亿元，同比增长 10.92%；实现归母净利润 2.95 亿元，同比下降 34.93%。2025 年第一季度实现营业收入 36.99 亿元，同比增长 6.42%；实现归母净利润 2.41 亿元，同比增长 10.26%。

● 24 年环保纸塑产品收入高增长，分产品毛利率承压

分产品来看，2024 年，公司纸制精品包装/包装配套产品/环保纸塑产品/其他产品收入分别为 124.18/25.00/12.71/6.18 亿元，分别同比变化+12.52%/-4.38%/+19.45%/+239.27%；毛利率分别为 25.82%/23.57%/20.98%/11.29%，分别同比-0.91/-1.13/-1.17/-14.37pct。公司是全球最大的精品纸包装生产商之一，产品在全球消费电子与智能硬件行业处于领先地位，在中国高端白酒行业及烟草行业中也具备较强的市场地位。同时，公司在以植物纤维为原料的国内环保包装领域占据领先地位。2024 年，公司环保包装业务在大客户引入方面取得积极进展，海外工厂新建及扩产步伐加快，市场份额稳步提升。公司创新研发的植物纤维非包装产品——可降解猫砂，首批订单已发运至欧美市场，进一步丰富了公司产品矩阵，增强了公司竞争力。

● 24 年毛利率和净利率下滑，25Q1 盈利能力有所提升

2024 年公司毛利率为 24.80%，同比-1.43pct；销售/管理/研发/财务费用率为 2.94%/6.35%/4.34%/-0.19%，同比+0.20/-0.02/-0.24/-0.37pct；归母净利率为 8.21%，同比-1.24pct。2024 年第四季度公司毛利率为 23.82%，同比-4.33pct；销售/管理/研发/财务费用率为 2.99%/6.55%/4.2%/-0.38%，同比+0.01/-0.18/-0.11/-2.03pct；归母净利率为 6.01%，同比-4.24pct。2025 年第一季度公司毛利率为 22.13%，同比+0.04pct；销售/管理/研发/财务费用率为 2.8%/7.12%/4.91%/-0.22%，同比+0.10/+0.24/+0.30/+0.08pct；归母净利率为 6.52%，同比+0.23pct。

● 注重股东回报，全球化产能布局

公司 2024 年度分红(含中期分红)及回购共 9.5 亿元，占当期归母净利润的比例为 67.5%。2018 年至今已实施回购约 7.2 亿元，2025 年，拟实施新一轮股份回购，回购金额约 1-2 亿元。公司拥有 100 余家分子公司，目前已在全球 10 个国家、40 座城市设有 40 多个生产基地及 4 大服务中心，能够贴近全球客户，提供专业、高效的服务。2024 年，公司进一步完善海外布局，聚焦价值客户，纵向深耕存量，横向拓展增量，积极拓展海外市场。公司墨西哥新工厂如期实现投产，有效支撑重型包装市场开拓；菲律宾新工厂如期实现投产，有力地支撑起皮盒包装新品类业务；海外工厂软硬件设施的智能化升级改造，提升了公司的核

心制造能力，助力服务客户水平提升。

● 投资建议

公司作为国内领先的包装一体化公司，立足于消费电子领域，进而多元化业务齐步发展，随着公司优质下游客户的拓展，新订单有望带来新增长。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 188.05/204.90/220.94 亿元(25-26 年前值为 191.16/209.98 亿元，分别同比增长 9.6%/9.0%/7.8%；归母净利润分别为 16.86/18.86/20.63 亿元（25-26 年前值为 18.24/20.36 亿元），分别同比增长 19.7%/11.9%/9.4%。截至 2025 年 4 月 29 日，对应 EPS 分别为 1.81/2.03/2.22 元，对应 PE 分别为 12/10/9 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

宏观环境的风险，市场竞争风险，原材料价格波动风险，核心人才流失风险，汇率波动风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17157	18805	20490	22094
收入同比（%）	12.7%	9.6%	9.0%	7.8%
归属母公司净利润	1409	1686	1886	2063
净利润同比（%）	-2.1%	19.7%	11.9%	9.4%
毛利率（%）	24.8%	25.3%	25.5%	25.6%
ROE（%）	12.3%	13.9%	14.6%	15.0%
每股收益（元）	1.54	1.81	2.03	2.22
P/E	17.60	11.52	10.30	9.42
P/B	2.20	1.60	1.51	1.42
EV/EBITDA	10.05	7.08	6.15	5.70

资料来源：wind，华安证券研究所（以 2025 年 4 月 29 日收盘价计算）

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13143	14395	16074	17391	营业收入	17157	18805	20490	22094
现金	2879	3254	4074	4597	营业成本	12903	14047	15265	16438
应收账款	6402	7008	7648	8241	营业税金及附加	112	110	126	136
其他应收款	226	173	201	237	销售费用	505	545	584	619
预付账款	238	293	305	325	管理费用	1089	1166	1260	1359
存货	1749	1973	2138	2280	财务费用	-32	57	44	39
其他流动资产	1649	1694	1708	1712	资产减值损失	-59	0	0	0
非流动资产	9378	9225	8968	8749	公允价值变动收益	26	0	0	0
长期投资	26	26	26	26	投资净收益	-138	-127	-147	-162
固定资产	6737	6563	6350	6074	营业利润	1766	2062	2324	2541
无形资产	593	552	511	471	营业外收入	29	30	30	30
其他非流动资产	2023	2083	2081	2179	营业外支出	58	50	50	50
资产总计	22522	23620	25042	26141	利润总额	1736	2042	2304	2521
流动负债	9488	9882	10495	10710	所得税	285	304	360	394
短期借款	4176	4126	4076	4026	净利润	1451	1738	1945	2127
应付账款	2903	3145	3553	3735	少数股东损益	42	52	58	64
其他流动负债	2409	2611	2866	2949	归属母公司净利润	1409	1686	1886	2063
非流动负债	1272	1261	1261	1261	EBITDA	2790	3084	3405	3578
长期借款	485	485	485	485	EPS（元）	1.54	1.81	2.03	2.22
其他非流动负债	786	775	775	775	主要财务比率				
负债合计	10760	11143	11756	11970	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	279	332	390	454	成长能力				
股本	931	931	931	931	营业收入	12.7%	9.6%	9.0%	7.8%
资本公积	1953	1953	1953	1953	营业利润	-1.4%	16.8%	12.7%	9.3%
留存收益	8599	9262	10013	10834	归属于母公司净利	-2.1%	19.7%	11.9%	9.4%
归属母公司股东权	11483	12146	12896	13717	获利能力				
负债和股东权益	22522	23620	25042	26141	毛利率（%）	24.8%	25.3%	25.5%	25.6%
现金流量表					净利率（%）	8.2%	9.0%	9.2%	9.3%
单位:百万元					ROE（%）	12.3%	13.9%	14.6%	15.0%
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC（%）	9.0%	9.9%	10.5%	10.9%
经营活动现金流	1980	2573	3123	2971	偿债能力				
净利润	1451	1738	1945	2127	资产负债率（%）	47.8%	47.2%	46.9%	45.8%
折旧摊销	905	986	1057	1018	净负债比率（%）	91.5%	89.3%	88.5%	84.5%
财务费用	48	143	142	161	流动比率	1.39	1.46	1.53	1.62
投资损失	216	127	147	162	速动比率	1.14	1.19	1.27	1.35
营运资金变动	-681	-431	-196	-530	营运能力				
其他经营现金流	2173	2179	2169	2691	总资产周转率	0.77	0.82	0.84	0.86
投资活动现金流	-560	-978	-976	-995	应收账款周转率	2.84	2.80	2.80	2.78
资本支出	-941	-728	-729	-734	应付账款周转率	4.52	4.65	4.56	4.51
长期投资	25	-100	-100	-100	每股指标（元）				
其他投资现金流	355	-149	-147	-162	每股收益	1.54	1.81	2.03	2.22
筹资活动现金流	-1412	-1219	-1328	-1453	每股经营现金流薄）	2.13	2.77	3.36	3.19
短期借款	-48	-50	-50	-50	每股净资产	12.34	13.05	13.86	14.74
长期借款	-253	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	17.60	11.52	10.30	9.42
资本公积增加	24	0	0	0	P/B	2.20	1.60	1.51	1.42
其他筹资现金流	-1135	-1169	-1278	-1403	EV/EBITDA	10.05	7.08	6.15	5.70
现金净增加额	61	375	820	523					

资料来源：公司公告，华安证券研究所（以 2025 年 4 月 29 日收盘价计算）

分析师与研究助理简介

分析师：徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

分析师：余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券，研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。