

裕同科技(002831)

报告日期: 2025 年 04 月 30 日

Q1 经营稳健向好, 25 年期待利润修复

——裕同科技点评报告

投资要点

□ 公司公告

24A 实现营收 171.57 亿 (同比+12.71%, 下同)、归母净利 14.09 亿 (-2.05%)、扣非净利 15.14 亿 (+1.34%)。

24Q4 单季营收 48.98 亿 (+10.92%)、归母净利 2.95 亿 (-34.93%)、扣非净利 3.84 亿 (-16.01%), 主要系公司策略性处置武汉艾特、广东鸿铭股权以及确认员工持股计划股份支付费用所致。

25Q1 单季营收 36.99 亿 (+6.42%)、归母净利 2.41 亿 (+10.26%)、扣非净利 2.46 亿 (+1.37%), Q1 经营稳健。

□ 3C 基本盘牢固、环保持续向好

1) 3C 业务-基本盘: 根据 IDC 发布的最新报告, 2025Q1 全球智能手机出货量同比增长 1.5%至 3.049 亿部, 实现连续第三个季度增长, 带动公司手机等传统消费电子收入稳定增长。24A 前 5 名客户销售金额合计占比总收入 38.26% (23 年为 37.46%), 其中第一名+第二名合计 43.50 亿 (23 年为 38.47 亿), 大客户贡献体量。

2) 3C 业务供应链地位牢固: 市场此前担忧加征关税对公司美国业务影响, 我们认为: 1) 裕同纸包装交付给富士康等一级供应商, 并不直接体现在报关名单中、因此无需直接承担关税; 2) 间接影响来看, 3C 包装行业价格竞争激烈, 裕同依托每年在产线技改、工艺&材料优化上的努力, 才得以实现利润率的超额以及份额的提升, 产业链压价空间我们认为有限; 3) 量的角度看, 手机等 3C 作为必需品, 我们认为向终端较好顺价。

3) 烟包、酒包: 剥离武汉艾特, 降低经营风险。公司全面推进烟包业务智能化升级与全球化布局烟包业务实现 MES 系统全流程覆盖, 质量目标达成率提升至 99%, 构建起全过程可追溯的质量管理体系。

4) 环保包装: 环保包装 24 年收入 12.71 亿 (+19.45%), 伴随 3C 景气修复, 同时公司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首批订单已发运至欧美市场, 制定了首个国家级食品接触用无氟防油纤维基材料团体标准。公司在可持续包装联盟年度大会 · SPC Impact 2024 和荷兰 Sustainable Packaging Summit 上展示了环保包装最新产品, 获得多家知名行业媒体的广泛关注和报道, 看好裕同环保包装未来成长空间。

□ 智能工厂陆续投产, 全球供应链优势明显

1) 国内工厂: 贵州裕同、江苏裕同、东莞裕同、昆山裕锦、深圳石岩工厂等智能工厂建设中; 泸州裕同、重庆裕同、烟台裕同、海口裕同智能工厂建设规划和筹备中。

2) 海外工厂: 越南裕同二期、越南裕展等智能工厂建设中。2024 年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。24A 国内/海外收入分别同比 +4.9%/+36.81%, 海外业务增量可期。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。

□ 财务指标:

1) 24A 期间费用率同比-0.43pct, 管理与研发费用率同比-0.26pct, 财务费用率同比-0.37pct, 主要系报告期内贷款利率下降及汇兑收益增加所致, 汇兑收益 24 年为 0.87 亿 (23 年为 0.6 亿)。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 史凡可

执业证书号: S1230520080008

shifanke@stocke.com.cn

分析师: 傅嘉成

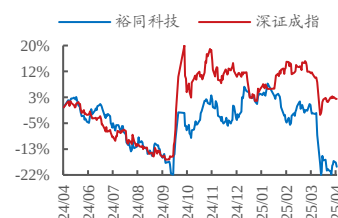
执业证书号: S1230521090001

fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 20.88
总市值(百万元)	19,429.12
总股本(百万股)	930.51

股票走势图



相关报告

- 《国补+新品催化景气》
2025.01.25
- 《多省市开启 3C 补贴活动, 兼具分红价值与成长弹性》
2024.12.23
- 《单季业绩再创新高, 期待 25 年 3C 大年催化》
2024.10.28

2) 24A 毛利率 24.80% (同比-1.43pct), 其中 24Q4 毛利率 23.82% (同比-4.33pct)。25Q1 毛利率 22.13% (同比+0.04pct)。

□ 盈利预测与估值

裕同是多元纸包装龙头,深挖客户份额、延伸服务链条,一站式解决方案能力和客户粘性不断增强,看好长期成长。预计 2025-2027 年收入 189.17 亿(+10.26%)、208.25 亿(+10.09%)、229.39 亿(+10.15%),归母净利 16.84 亿(+19.56%)、18.67 亿(+10.85%)、20.79 亿(+11.38%),对应 PE 分别为 11.54X、10.41X、9.34X,维持“买入”评级。

□ 风险提示: 产业链压价、原材料大幅涨价

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,157	18,917	20,825	22,939
(+/-) (%)	12.71%	10.26%	10.09%	10.15%
归母净利润	1,409	1,684	1,867	2,079
(+/-) (%)	-2.05%	19.56%	10.85%	11.38%
每股收益(元)	1.51	1.81	2.01	2.23
P/E	13.79	11.54	10.41	9.34

资料来源: 浙商证券研究所

表1: 裕同科技季度数据一览 (单位: 百万元)

单位: 百万元	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
营业总收入	3,799.93	4,885.90	4,325.44	2,911.81	3,453.55	4,441.22	4,416.12	3,475.81	3,877.61	4,905.21	4,898.31	3,699.01
YOY	12.00%	22.04%	-9.79%	-13.10%	-9.12%	-9.10%	2.10%	19.37%	12.28%	10.45%	10.92%	-1.76%
归母净利润	254.99	543.36	468.78	181.38	250.29	553.77	452.65	218.66	278.40	616.98	294.53	241.09
YOY	50.39%	63.86%	34.06%	-17.83%	-1.84%	1.92%	-3.44%	20.55%	11.23%	11.41%	-34.93%	-4.02%
扣非归母净利润	306.68	579.38	437.76	157.45	345.09	533.84	457.65	242.98	279.49	607.15	384.38	246.31
YOY	173.75%	80.86%	35.11%	-17.76%	12.53%	-7.86%	4.54%	54.32%	-19.01%	13.73%	-16.01%	-19.31%
毛利率	21.35%	25.37%	26.29%	23.72%	23.52%	28.07%	28.14%	22.09%	24.95%	27.57%	23.82%	22.13%
期间费用率	10.10%	9.27%	15.54%	16.95%	9.80%	13.22%	15.66%	13.89%	15.02%	11.95%	13.36%	14.61%
其中: 销售费用	86.44	134.57	99.25	74.20	106.45	105.56	131.25	93.76	131.97	132.51	146.32	103.46
销售费用率	2.27%	2.75%	2.29%	2.55%	3.08%	2.38%	2.97%	2.70%	3.40%	2.70%	2.99%	2.80%
其中: 管理费用	206.54	227.14	269.30	203.81	218.63	250.24	297.11	239.03	266.92	262.25	320.82	263.19
研发费用	145.34	201.60	194.03	149.51	151.28	204.58	190.51	160.14	189.27	188.60	205.94	181.59
管理+研发费用率	9.26%	8.77%	10.71%	12.13%	10.71%	10.24%	11.04%	11.48%	11.76%	9.19%	10.75%	12.02%
其中: 财务费用	-54.43	-110.15	109.49	66.04	-137.84	26.68	72.86	-10.28	-5.78	2.69	-18.44	-7.98
财务费用率	-1.43%	-2.25%	2.53%	2.27%	-3.99%	0.60%	1.65%	-0.30%	-0.15%	0.05%	-0.38%	-0.22%
归母净利率	6.71%	11.12%	10.84%	6.23%	7.25%	12.47%	10.25%	6.29%	7.18%	12.58%	6.01%	6.52%
账上净现金	(2632.54)	(2734.51)	(2486.30)	(1578.17)	(1319.37)	(1704.57)	(1234.29)	(753.40)	(1208.79)	(1482.88)	(1651.42)	(897.66)
货币资金	3542.33	2909.81	3317.16	3467.33	4024.95	3715.93	3495.88	3966.16	3755.95	3534.05	2878.80	3812.15
交易性金融资产	153.38	165.60	220.89	199.14	188.25	282.94	877.25	803.51	741.10	724.35	1181.70	1174.90
带息债务	6328.25	5809.92	6024.36	5244.64	5532.57	5703.44	5607.42	5523.07	5705.84	5741.29	5711.93	5884.70
存货	1,806.20	1,867.77	1,766.44	1,646.97	1,630.42	1,748.74	1,619.15	1,515.05	1,705.64	1,896.78	1,748.86	1,696.46
较上年同期增减	-113.43	-66.79	-12.65	54.66	-175.78	-119.03	-147.28	-131.92	75.22	148.03	129.71	-9.18
应收票据	3.27	2.92	7.42	5.55	2.42	3.20	2.63	2.07	1.56	1.86	1.43	0.28
较上年同期增减	-148.63	-139.79	2.61	1.12	-0.85	0.29	-4.79	-3.48	-0.86	-1.34	-1.20	-1.29
应收账款	5,015.97	5,945.44	6,069.21	4,502.48	4,259.00	5,403.62	5,691.89	4,771.20	4,819.23	5,785.45	6,402.20	5,323.31
较上年同期增减	801.04	1213.91	475.35	-764.77	-756.97	-541.82	-377.31	268.72	560.23	381.84	710.31	504.08
应付账款及应付票据	2808.29	3391.53	3020.49	2566.26	2614.69	3303.54	3779.31	3137.22	3293.11	3896.28	3840.98	3423.85
较上年同期增减	698.19	875.89	26.18	158.89	-193.61	-87.99	758.81	570.96	678.42	592.74	61.68	130.74
合同负债	90.94	77.22	100.31	100.40	86.16	85.19	77.96	81.84	95.98	84.92	70.66	81.72
较上年同期增减	37.12	25.03	26.30	36.22	-4.78	7.97	-22.35	-18.57	9.82	-0.27	-7.31	-14.26
经营性现金流净额	866.29	510.66	875.60	1038.10	1277.39	263.67	1094.27	797.91	493.66	321.07	367.46	1059.72
较上年同期增减	655.73	144.73	297.45	669.89	411.10	-246.99	218.67	-240.20	-783.72	57.40	-726.81	566.06
筹资性现金流净额	367.67	-865.09	114.92	-595.11	-579.86	-239.51	-182.45	-158.12	-459.34	-352.23	-442.61	193.70
较上年同期增减	674.12	-1122.17	-264.09	-615.44	-947.52	625.58	-297.37	436.98	120.51	-112.72	-260.16	653.04
资本开支	275.02	275.38	742.17	286.83	155.66	142.77	583.79	211.72	228.18	201.37	337.02	223.71
较上年同期增减	-187.76	-79.09	65.85	-22.80	-119.36	-132.61	-158.37	-75.11	72.52	58.60	-246.77	-4.48
ROE	2.72%	5.68%	4.69%	1.76%	2.41%	5.29%	4.19%	1.96%	2.51%	5.56%	2.59%	2.08%
YOY (±)	0.76%	1.91%	0.85%	-0.61%	-0.31%	-0.39%	-0.50%	0.20%	0.09%	0.27%	-1.59%	-0.43%
资产负债率	50.95%	50.08%	48.95%	44.83%	46.41%	47.93%	47.75%	45.24%	47.08%	48.50%	47.77%	46.01%
YOY (±)	6.40%	3.91%	0.08%	-2.70%	-4.53%	-2.15%	-1.19%	0.41%	0.67%	0.56%	0.02%	-1.08%

资料来源: Wind、公司公告, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	13,143	15,057	17,194	19,669
现金	2,879	4,592	5,067	7,351
交易性金融资产	1,182	1,182	1,182	1,182
应收账款	6,404	6,384	7,866	7,819
其它应收款	226	37	299	79
预付账款	238	294	310	338
存货	1,749	2,232	2,134	2,564
其他	466	337	337	337
非流动资产	9,378	10,078	10,513	10,785
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	26	35	43	52
固定资产	6,737	7,142	7,497	7,773
无形资产	593	584	566	557
在建工程	82	112	82	62
其他	1,941	2,206	2,325	2,340
资产总计	22,522	25,136	27,707	30,453
流动负债	9,488	10,351	10,978	11,561
短期借款	4,176	4,325	4,474	4,558
应付款项	3,841	4,369	4,781	5,202
预收账款	0	0	0	0
其他	1,471	1,656	1,723	1,802
非流动负债	1,272	1,272	1,272	1,272
长期借款	485	485	485	485
其他	786	786	786	786
负债合计	10,760	11,622	12,250	12,832
少数股东权益	279	347	424	508
归属母公司股东权益	11,483	13,167	15,033	17,113
负债和股东权益	22,522	25,136	27,707	30,453

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,980	3,031	1,515	3,158
净利润	1,451	1,751	1,944	2,164
折旧摊销	905	537	493	409
财务费用	48	213	220	226
投资损失	216	19	42	46
营运资金变动	(681)	513	(1,183)	309
其它	41	(1)	(1)	4
投资活动现金流	(560)	(1,254)	(968)	(731)
资本支出	(941)	(1,094)	(858)	(704)
长期投资	25	(142)	(69)	18
其他	355	(19)	(42)	(46)
筹资活动现金流	(1,412)	(64)	(71)	(142)
短期借款	(48)	149	149	83
长期借款	(253)	0	0	0
其他	(1,111)	(213)	(220)	(226)
现金净增加额	61	1,713	476	2,284

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,157	18,917	20,825	22,939
营业成本	12,903	14,074	15,494	17,067
营业税金及附加	112	110	128	141
营业费用	505	514	583	647
管理费用	1,089	1,192	1,291	1,399
研发费用	744	851	937	1,032
财务费用	(32)	184	174	175
资产减值损失	(59)	0	0	0
公允价值变动损益	26	0	0	0
投资净收益	(138)	(19)	(42)	(46)
其他经营收益	131	121	148	162
营业利润	1,766	2,085	2,316	2,579
营业外收支	(30)	10	10	10
利润总额	1,736	2,095	2,326	2,589
所得税	285	344	382	425
净利润	1,451	1,751	1,944	2,164
少数股东损益	42	67	77	85
归属母公司净利润	1,409	1,684	1,867	2,079
EBITDA	2,790	2,833	3,033	3,224
EPS（最新摊薄）	1.51	1.81	2.01	2.23

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	12.71%	10.26%	10.09%	10.15%
营业利润	-1.37%	18.10%	11.04%	11.38%
归属母公司净利润	-2.05%	19.56%	10.85%	11.38%
获利能力				
毛利率	24.80%	25.60%	25.60%	25.60%
净利率	8.21%	8.90%	8.96%	9.06%
ROE	12.27%	12.79%	12.42%	12.15%
ROIC	9.02%	9.91%	9.89%	9.92%
偿债能力				
资产负债率	47.77%	46.24%	44.21%	42.14%
净负债比率	24.03%	9.34%	6.05%	-7.18%
流动比率	1.39	1.45	1.57	1.70
速动比率	1.14	1.18	1.31	1.42
营运能力				
总资产周转率	0.77	0.79	0.79	0.79
应收账款周转率	2.84	3.00	3.00	3.00
应付账款周转率	4.52	4.50	4.43	4.48
每股指标(元)				
每股收益	1.51	1.81	2.01	2.23
每股经营现金	2.13	3.26	1.63	3.39
每股净资产	12.34	14.15	16.16	18.39
估值比率				
P/E	13.79	11.54	10.41	9.34
P/B	1.69	1.48	1.29	1.14
EV/EBITDA	10.05	7.41	6.81	5.73

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>