

2025 年 04 月 30 日

主业稳健增长，海外布局成效显著

裕同科技(002831)

评级:	买入	股票代码:	002831
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	28.29/19.74
目标价格:		总市值(亿)	194.29
最新收盘价:	20.88	自由流通市值(亿)	108.78
		自由流通股数(百万)	520.99

事件概述

公司发布 2024 年报及 2025 一季报，2024 年公司实现营收 171.57 亿元，同比增长 12.71%，归母净利润 14.09 亿元，同比减少 2.05%，扣非后归母净利 15.14 亿元，同比增加 1.34%，归母净利润下滑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；单季度看，24Q4 公司实现营收 48.98 亿元，同比增加 10.92%，归母净利润 2.95 亿元，同比减少 34.93%，扣非后归母净利 3.84 亿元，同比减少 16.01%。25Q1 公司实现营收 36.99 亿元，同比增加 6.42%，归母净利润 2.41 亿元，同比增加 10.26%，扣非后归母净利 2.46 亿元，同比增加 1.37%。现金流方面，2024 年经营活动产生的现金流量净额为 19.80 亿元，同比减少 46.10%。

此外，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 6 元（含税），不送红股，不以公积金转增股本。现金分红来源为自有资金。共预计分配现金股利 5.46 亿元。

分析判断：

►主要产品业绩稳定增长，海外布局进一步完善

分产品看，公司是行业领先、国际知名的品质包装方案商，产品包括纸质包装、植物纤维环保包装、软包装等，2024 年公司的主要业务纸制品包装业务实现营收 160.15 亿元，同比增长 8.10%，贡献营收比达 93.35%，面对多重不利因素，公司充分发挥一体化产品线、全球化布局和智能制造等多方面优势，强化客户开拓，稳步提升国际化发展水平，深化区域战略与专案战略，为公司持续发展注入了新动能。其中主要产品纸质精品包装实现营收 124.18 亿元，同比增长 12.52%，贡献营收比达 72.38%；包装配套产品实现营收 25.00 亿元，同比减少 4.38%。分地区看，24 年公司境外营收增长 36.81%至 50.97 亿元，贡献营收比达 29.71%，报告期内公司墨西哥、菲律宾新工厂实现投产，有效支撑了公司海外市场开拓。境内营收增加 4.90%至 120.59 亿元，占比 70.29%。

► 24 年公司盈利能力稳定，利息收入减少影响净利水平

盈利能力方面，2024 年公司毛利率 24.80%、同比减少 1.43pct，公司净利率 8.46%，同比减少 1.36pct；24Q4 毛利率 23.82%、同比减少 4.33pct，公司净利率 6.30%，同比减少 4.64pct；25Q1 毛利率 22.13%、同比增长 0.04pct，公司净利率 6.16%，同比减少 0.29pct。24 年公司纸制品包装业务盈利能力稳定，毛利率 25.62%，同比减少 0.47%。期间费用方面，2024 年公司期间费用率 13.44%，同比减少 0.43pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.94%/6.35%/4.34%/-0.19%，同比分别+0.20/-0.02/+0.24/-0.37pct。财务费用变动主要系报告期内贷款利率下降及汇兑收益增加所致。单季度来看，24Q4 公司期间费用率 13.36%，同比减少 2.30pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.99%/6.55%/4.20%/-0.11%，同比分别+0.01/-0.18/-0.11/-2.03pct；25Q1 公司期间费用率 14.61%，同比增加 0.72pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.80%/7.12%/4.91%/-0.22%，同比分别+0.10/+0.24/+0.30/+0.08pct。

投资建议：

公司是全球最大的精品盒生产商，产品在全球消费电子与智能硬件行业、中国高端白酒行业、中国烟草行业占据领先地位。公司多元化客户开拓渐显成效，烟包、化妆品、环保包装等其他领域快速发展，未来可期。由于

当前下游需求以平稳修复为主，我们下调盈利预测，预计 2025-2027 年营业收入为 191.23/212.04/234.79 亿元（前值 198.75/222.52/-亿元）；2025-2027 年 EPS 分别为 1.83/2.10/2.32 元（前值 2.03/2.32/-元），对应 2025 年 4 月 29 日收盘价 20.88 元/股，PE 分别为 11/10/9 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

原材料价格大幅波动风险；客户拓展不及预期风险；行业竞争加剧风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	15,223	17,157	19,123	21,204	23,479
YoY (%)	-7.0%	12.7%	11.5%	10.9%	10.7%
归母净利润(百万元)	1,438	1,409	1,705	1,957	2,159
YoY (%)	-3.3%	-2.1%	21.0%	14.8%	10.3%
毛利率 (%)	26.2%	24.8%	25.2%	25.8%	26.3%
每股收益 (元)	1.57	1.54	1.83	2.10	2.32
ROE	13.0%	12.3%	14.2%	15.5%	16.4%
市盈率	13.30	13.56	11.40	9.93	9.00

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	17,157	19,123	21,204	23,479	净利润	1,451	1,795	2,060	2,273
YoY (%)	12.7%	11.5%	10.9%	10.7%	折旧和摊销	905	761	906	1,056
营业成本	12,903	14,297	15,728	17,315	营运资金变动	-681	1,089	-521	16
营业税金及附加	112	115	127	141	经营活动现金流	1,980	3,790	2,621	3,563
销售费用	505	535	594	657	资本开支	-941	-559	-699	-927
管理费用	1,089	1,224	1,399	1,550	投资	25	-242	-169	-82
财务费用	-32	71	26	19	投资活动现金流	-560	-719	-706	-843
研发费用	744	841	997	1,174	股权募资	14	0	0	0
资产减值损失	-59	-50	-100	-120	债务募资	-401	430	30	130
投资收益	-138	-38	42	47	筹资活动现金流	-1,412	-898	-1,497	-1,603
营业利润	1,766	2,157	2,483	2,756	现金净流量	61	2,173	417	1,117
营业外收支	-30	-20	-30	-50	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	1,736	2,137	2,453	2,706	成长能力				
所得税	285	342	392	433	营业收入增长率	12.7%	11.5%	10.9%	10.7%
净利润	1,451	1,795	2,060	2,273	净利润增长率	-2.1%	21.0%	14.8%	10.3%
归属于母公司净利润	1,409	1,705	1,957	2,159	盈利能力				
YoY (%)	-2.1%	21.0%	14.8%	10.3%	毛利率	24.8%	25.2%	25.8%	26.3%
每股收益	1.54	1.83	2.10	2.32	净利率	8.2%	8.9%	9.2%	9.2%
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	6.3%	6.5%	7.2%	7.3%
货币资金	2,879	5,052	5,469	6,586	净资产收益率 ROE	12.3%	14.2%	15.5%	16.4%
预付款项	238	298	315	343	偿债能力				
存货	1,749	2,245	2,036	2,509	流动比率	1.39	1.67	1.62	1.80
其他流动资产	8,277	9,504	10,342	11,291	速动比率	1.14	1.38	1.37	1.51
流动资产合计	13,143	17,100	18,162	20,728	现金比率	0.30	0.49	0.49	0.57
长期股权投资	26	35	43	52	资产负债率	47.8%	44.5%	46.6%	43.5%
固定资产	6,737	6,589	6,577	6,634	经营效率				
无形资产	593	548	483	411	总资产周转率	0.77	0.78	0.79	0.83
非流动资产合计	9,378	9,269	9,071	8,843	每股指标（元）				
资产合计	22,522	26,369	27,233	29,571	每股收益	1.54	1.83	2.10	2.32
短期借款	4,176	4,376	4,476	4,676	每股净资产	12.34	12.88	13.54	14.19
应付账款及票据	3,841	4,188	5,027	5,005	每股经营现金流	2.13	4.07	2.82	3.83
其他流动负债	1,471	1,673	1,743	1,825	每股股利	0.93	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	9,488	10,237	11,246	11,506	估值分析				
长期借款	485	685	585	485	PE	13.56	11.40	9.93	9.00
其他长期负债	786	816	846	876	PB	2.20	1.62	1.54	1.47
非流动负债合计	1,272	1,502	1,432	1,362					
负债合计	10,760	11,739	12,677	12,868					
股本	931	931	931	931					
少数股东权益	279	369	472	586					
股东权益合计	11,762	12,357	13,067	13,790					
负债和股东权益合计	22,522	26,369	27,233	29,571					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。