

裕同科技 (002831.SZ)

25Q1 业绩稳健向好，海外布局初见成效

24 年公司营收同比+12.71%，其中海外业务收入同比+36.8%，主要因为公司加速布局海外产能、开拓空白市场初见成效。24 年公司归母净利同比-2.05%，其中 24Q4 同比-34.93%，主要因为公司策略性处置武汉艾特及广东鸿铭股权、确认员工持股计划股份支付费用；25Q1 归母净利润同比+10.26%，业绩稳健向好。24 年公司净利率 8.46%，同比-1.36pct，25Q1 公司净利率 6.16%，同比-0.29pct，盈利能力有所承压。当前市值对应 25 年 PE 为 10.8X，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 公司发布 2024 年报及 2025Q1 季报

- 1) 2024 年：24 年公司实现营收 171.57 亿（同比+12.71%）、归母净利 14.09 亿（同比-2.05%）、扣非净利 15.14 亿（同比+1.34%）。24Q4 单季营收 48.98 亿（同比+10.92%）、归母净利 2.95 亿（同比-34.93%）、扣非净利 3.84 亿（同比-16.01%），主要因为公司策略性处置武汉艾特及广东鸿铭股权、确认员工持股计划股份支付费用。
- 2) 25Q1：25Q1 单季营收 36.99 亿（同比+6.42%）、归母净利 2.41 亿（同比+10.26%）、扣非净利 2.46 亿（同比+1.37%），25Q1 经营稳健。

□ 纸包装核心业务稳中向好，海外市场增长强劲

- 1) 分产品来看：(1) 纸质精品包装：24 年营收 124.2 亿元，同比+12.5%，主要因为下游消费电子等行业需求回暖；(2) 包装配套产品：24 年营收 25.0 亿元，同比-4.4%；(3) 环保纸塑产品：24 年营收 12.7 亿元，同比+19.5%。
- 2) 分区域来看：(1) 国内：24 年营收 120.6 亿元，同比+4.9%；(2) 国外：营收 51.0 亿元，同比+36.8%，其中 24H1/H2 国外业务分别实现营收 22.2/28.8 亿元，同比分别+32.2%/+40.6%。海外业务快速增长，主要因为公司加速布局海外产能、开拓空白市场，2 年菲律宾和墨西哥工厂如期投产，24 年底公司在全球 10 个国家设有 40 多个生产基地、4 大服务中心，25 年有望继续贡献业绩增量。

□ 盈利能力有所承压，24Q4 费用率有所优化

- 1) 2024 年：(1) 盈利能力：24 年公司毛利率 24.80%，同比-1.43pct；净利率 8.46%，同比-1.36pct；24Q4 毛利率 23.82%，同比-4.33pct，净利率 6.3%，同比-4.65pct。(2) 费用率：24 年公司期间费用率 13.44%，同比-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/-0.23/-0.37pct；24Q4 公司期间费用率 13.36%，同比-2.30pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.99%/6.55%/4.20%/-0.38%，同比分别+0.02/-0.18/-0.11/-2.03pct。综合来看，24 年净利率同比下滑，主要因为利息收入减少。
- 2) 25Q1：(1) 盈利能力：25Q1 公司毛利率 22.13%、同比+0.04pct；

强烈推荐（维持）

消费品/轻工纺服
目标估值：NA
当前股价：20.7 元

基础数据

总股本（百万股）	931
已上市流通股（百万股）	521
总市值（十亿元）	19.3
流通市值（十亿元）	10.8
每股净资产（MRQ）	12.6
ROE（TTM）	12.2
资产负债率	46.0%
主要股东	吴兰兰
主要股东持股比例	48.0%

股价表现



相关报告

- 1、《裕同科技 (002831) —24H1 业绩稳增，AI 手机或驱动换机潮》2024-08-28
- 2、《裕同科技 (002831) —提高分红比例高股息标的，3C+烟包+环保有望超预期》2024-01-26
- 3、《裕同科技 (002831) —降本增效叠加下游复苏，盈利能力拐点向上》2023-10-31

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

王月 S1090523080003

wangyue20@cmschina.com.cn

净利率 6.16%，同比-0.29pct。（2）费用率方面：25Q1 公司期间费用率 14.61%，同比+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。

- 运营能力保持稳定，现金流充裕。24 年/25Q1 公司存货周转天数分别为 47 天/54 天，相对保持稳定；24 年/25Q1 应收账款周转天数分别为 127 天（同比+7 天）/143 天（同比-12 天）。24 年/25Q1 经营活动现金净流入 19.8 亿元（同比-16.9 亿元）/10.6 亿元（同比+2.6 亿元）。
- 维持“强烈推荐”投资评级。由于 2024 年宏观经济需求较弱，公司下游客户受到影响，24 年业绩低于预期，因此下调盈利预测。我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 17.8 亿元、20.8 亿元和 23.5 亿元，分别同比+26%、+17%和+13%，相应 PE 分别 10.8x、9.3x 和 8.2x，维持“强烈推荐”投资评级。
- 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。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	15223	17157	19073	21067	22880
同比增长	-7%	13%	11%	10%	9%
营业利润(百万元)	1790	1766	2219	2580	2912
同比增长	-4%	-1%	26%	16%	13%
归母净利润(百万元)	1438	1409	1782	2079	2352
同比增长	-3%	-2%	26%	17%	13%
每股收益(元)	1.55	1.51	1.91	2.23	2.53
PE	13.4	13.7	10.8	9.3	8.2
PB	1.7	1.7	1.6	1.4	1.3

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	12448	13143	12930	13949	15224
现金	3496	2879	1683	1662	1995
交易性投资	877	1182	1182	1182	1182
应收票据	3	1	2	2	2
应收款项	5692	6402	7117	7861	8538
其它应收款	107	226	251	277	301
存货	1619	1749	1916	2105	2275
其他	654	705	779	859	932
非流动资产	9738	9378	9447	9516	9583
长期股权投资	16	26	26	26	26
固定资产	6505	6737	6948	7141	7317
无形资产商誉	1283	992	893	803	723
其他	1934	1624	1580	1545	1517
资产总计	22186	22522	22377	23464	24808
流动负债	9165	9488	8373	8389	8557
短期借款	4224	4176	3380	2969	2756
应付账款	3779	3841	4207	4624	4997
预收账款	78	71	77	85	92
其他	1084	1400	709	710	711
长期负债	1429	1272	1272	1272	1272
长期借款	739	485	485	485	485
其他	691	786	786	786	786
负债合计	10595	10760	9645	9660	9828
股本	931	931	931	931	931
资本公积金	1515	1438	1438	1438	1438
留存收益	8606	9114	10030	11040	12145
少数股东权益	540	279	333	396	467
归属于母公司所有者权益	11052	11483	12399	13408	14513
负债及权益合计	22186	22522	22377	23464	24808

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3673	1980	2111	2377	2699
净利润	1494	1451	1835	2141	2423
折旧摊销	725	738	737	737	738
财务费用	157	48	166	133	119
投资收益	(4)	216	(19)	(19)	(19)
营运资金变动	1283	(416)	(608)	(614)	(562)
其它	17	(57)	0	0	0
投资活动现金流	(1927)	(560)	(786)	(786)	(786)
资本支出	(1169)	(978)	(805)	(805)	(805)
其他投资	(758)	418	19	19	19
筹资活动现金流	(1597)	(1412)	(2520)	(1612)	(1580)
借款变动	(952)	(293)	(1488)	(410)	(213)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(98)	(78)	0	0	0
股利分配	(608)	(1189)	(866)	(1069)	(1247)
其他	61	147	(166)	(133)	(119)
现金净增加额	149	7	(1195)	(21)	332

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	15223	17157	19073	21067	22880
营业成本	11230	12903	14132	15533	16788
营业税金及附加	91	112	125	138	150
营业费用	417	505	477	527	572
管理费用	970	1089	1106	1222	1327
研发费用	696	744	827	913	992
财务费用	28	(32)	166	133	119
资产减值损失	(38)	(90)	(40)	(40)	(40)
公允价值变动收益	31	26	26	26	26
其他收益	110	131	131	131	131
投资收益	(103)	(138)	(138)	(138)	(138)
营业利润	1790	1766	2219	2580	2912
营业外收入	12	29	29	29	29
营业外支出	34	58	58	58	58
利润总额	1769	1736	2189	2550	2882
所得税	275	285	354	409	459
少数股东损益	56	42	54	63	71
归属于母公司净利润	1438	1409	1782	2079	2352

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-7%	13%	11%	10%	9%
营业利润	-4%	-1%	26%	16%	13%
归母净利润	-3%	-2%	26%	17%	13%
获利能力					
毛利率	26.2%	24.8%	25.9%	26.3%	26.6%
净利率	9.4%	8.2%	9.3%	9.9%	10.3%
ROE	13.5%	12.5%	14.9%	16.1%	16.8%
ROIC	9.3%	8.6%	12.0%	13.6%	14.5%
偿债能力					
资产负债率	47.8%	47.8%	43.1%	41.2%	39.6%
净负债比率	24.0%	23.8%	17.3%	14.7%	13.1%
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.7	1.8
速动比率	1.2	1.2	1.3	1.4	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
存货周转率	6.6	7.7	7.7	7.7	7.7
应收账款周转率	2.6	2.8	2.8	2.8	2.8
应付账款周转率	3.3	3.4	3.5	3.5	3.5
每股资料(元)					
EPS	1.55	1.51	1.91	2.23	2.53
每股经营净现金	3.95	2.13	2.27	2.56	2.90
每股净资产	11.88	12.34	13.32	14.41	15.60
每股股利	0.95	0.93	1.15	1.34	1.52
估值比率					
PE	13.4	13.7	10.8	9.3	8.2
PB	1.7	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	11.6	11.9	8.8	8.0	7.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。