

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

裕同科技(002831)

投资评级

上次评级

姜文镹 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱:

jiangwenqiang@cindasc.com

相关研究

裕同科技: 手机以旧换新陆续铺开,
AI 应用迭代加速, 核心包装企业有望
受益

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

裕同科技: 增长延续稳健, 全球布局完善

2025 年 05 月 07 日

事件: 公司发布 24&25Q1 业绩。公司 2024 年实现收入 171.57 亿元 (同比+12.7%), 归母净利润 14.09 亿元 (同比-2.1%), 扣非归母净利润 15.14 亿元 (同比+1.3%); 单 24Q4 收入 48.98 亿元 (同比+10.9%), 归母净利润 2.95 亿元 (同比-34.9%), 扣非归母净利润 3.84 亿元 (同比-16.0%), 利润波动主要系 24Q4 武汉艾特处置、员工持股计划计提、威海景美减值影响, 加回后实际经营利润稳健; 25Q1 收入 36.99 亿元 (同比+6.4%), 归母净利润 2.41 亿元 (同比+10.3%), 收入、利润延续稳健表现。

主业增长稳健, 新业务多点开花。公司 24H2 纸制精品包装/包装配套产品/环保纸塑产品/其他主营业务分别实现收入 72.36/11.09/7.24/5.14 亿元 (同比 +10.7%/-18.6%/+13.2%/+421.1%), 毛利率分别为 27.0%/25.8%/20.5%/10.8% (同比-2.1/+0.4/-2.8/-9.4pct), 纸制精品包装 (3C 包装、烟酒包装、大健康包装等) 增长延续稳健, 环保纸塑保持较快增速, 其他主营业务增长靓丽 (主要系为现有客户提供注塑产品)。伴随智能手机新品陆续推出、AI 功能持续叠加, 全球智能手机市场稳步扩容, 根据 IDC, 25Q1 全球智能手机出货量 3.0 亿部 (同比+1.5%), 其中三星/苹果/小米/OPPO/vivo 位居前五, 分别同比 +0.6%/+10.0%/+2.5%/-6.8%/+6.3%, 裕同主要供应头部品牌高端机型, 有望持续受益于国补推动+新机上市。此外, 酒包有望保持稳健增长、份额持续提升, 烟包业务剥离艾特后, 有望进一步聚焦、趋于高质量发展; 伴随客户需求升级, 环保纸塑、注塑产品有望延续靓丽增速。

全球基地布局完善, 智能工厂陆续推进。关税影响可控, 我们预计公司 25Q2 订单稳中向上、客户规划稳定, 公司十余年前即开始搭建全球交付能力, 且公司主要供应头部优质客户、自身抗风险能力较强, 公司供应份额有望逆势提升。公司前瞻布局海外产能, 截至 25 年 4 月, 公司已于全球 10 个国家拥有 100+个分子公司、40+个生产基地, 分别位于墨西哥、泰国、越南、菲律宾、印度、马来西亚、印尼等, 覆盖多种差异化纸包产品。此外, 智能工厂持续推进, 许昌、合肥、苏州、湖南、九江、龙岗、越南一期智能工厂已全面投运, 越南二期、贵州、江苏、东莞、昆山、深圳工厂陆续升级中, 泸州、重庆、烟台、海口等工厂亦处于前期筹备阶段, 龙头竞争力逐步增强, 有望带动各项业务毛利率稳步提升。

盈利能力稳健, 经营质量健康。公司 25Q1 毛利率/归母净利率分别为 22.1%/6.5% (同比基本持平/+0.2pct), 销售/管理/研发费用率分别为 2.8%/7.1%/4.9% (同比+0.1/+0.2/+0.3pct)。截至 25Q1 末, 存货/应收/应付账款周转天数分别为 54/143/83 天 (+2/+7/-1 天), 25Q1 经营性现金流净额为 10.6 亿元 (同比+2.6 亿元), 营运能力平稳、现金流改善。

盈利预测: 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 18.0/20.8/23.6 亿元, 对应 PE 分别为 11X、9X、8X。

邮编: 100031

风险因素: 全球贸易摩擦加剧风险, 下游需求不及预期风险

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	15,223	17,157	19,294	21,976	24,909
增长率 YoY %	-7.0%	12.7%	12.5%	13.9%	13.3%
归属母公司净利润 (百万元)	1,438	1,409	1,804	2,075	2,361
增长率 YoY%	-3.3%	-2.1%	28.1%	15.0%	13.8%
毛利率%	26.2%	24.8%	26.8%	27.1%	27.4%
净资产收益率ROE%	13.0%	12.3%	14.8%	16.0%	17.0%
EPS(摊薄)(元)	1.55	1.51	1.94	2.23	2.54
市盈率 P/E(倍)	13.56	13.84	10.81	9.39	8.26
市净率 P/B(倍)	1.76	1.70	1.60	1.50	1.40

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 5 月 6 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,448	13,143	15,077	16,929	19,257	营业总收入	15,223	17,157	19,294	21,976	24,909
货币资金	3,496	2,879	3,648	4,095	4,849	营业成本	11,230	12,903	14,117	16,014	18,077
应收票据	3	1	2	2	3	营业税金及附加	91	112	121	141	158
应收账款	5,692	6,402	7,207	8,205	9,302	销售费用	417	505	579	703	847
预付账款	232	238	276	305	349	管理费用	970	1,089	1,227	1,428	1,644
存货	1,619	1,749	1,954	2,165	2,449	研发费用	696	744	859	966	1,102
其他	1,406	1,873	1,989	2,157	2,306	财务费用	28	-32	43	27	18
非流动资产	9,738	9,378	8,964	8,537	8,104	减值损失合计	-46	-59	-20	-20	-20
长期股权投资	16	26	26	26	26	投资净收益	-103	-138	-96	-110	-125
固定资产(合计)	6,505	6,737	6,589	6,393	6,150	其他	148	126	0	0	0
无形资产	699	593	560	528	495	营业利润	1,790	1,766	2,231	2,566	2,918
其他	2,518	2,023	1,790	1,590	1,432	营业外收支	-21	-30	-10	-10	-10
资产总计	22,186	22,522	24,042	25,465	27,360	利润总额	1,769	1,736	2,221	2,556	2,908
流动负债	9,165	9,488	10,277	10,808	11,684	所得税	275	285	355	414	468
短期借款	4,224	4,176	4,176	4,176	4,176	净利润	1,494	1,451	1,866	2,142	2,441
应付票据	979	938	1,129	1,222	1,412	少数股东损益	56	42	63	67	79
应付账款	2,800	2,903	3,348	3,700	4,232	归属母公司净利润	1,438	1,409	1,804	2,075	2,361
其他	1,162	1,471	1,624	1,709	1,863	EBITDA	2,766	2,790	3,259	3,591	3,950
非流动负债	1,429	1,272	1,261	1,261	1,261	EPS(当年)(元)	1.57	1.54	1.94	2.23	2.54
长期借款	739	485	485	485	485						
其他	691	786	775	775	775						
负债合计	10,595	10,760	11,537	12,069	12,945						
少数股东权益	540	279	342	409	488						
归属母公司股东权益	11,052	11,483	12,162	12,988	13,927						
负债和股东权益	22,186	22,522	24,042	25,465	27,360						

重要财务指标						现金流量表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	15,223	17,157	19,294	21,976	24,909	经营活动现金流	3,673	1,980	2,774	2,594	3,100
同比(%)	-7.0%	12.7%	12.5%	13.9%	13.3%	净利润	1,494	1,451	1,866	2,142	2,441
归属母公司净利润	1,438	1,409	1,804	2,075	2,361	折旧摊销	864	905	996	1,007	1,023
同比(%)	-3.3%	-2.1%	28.1%	15.0%	13.8%	财务费用	157	48	100	100	100
毛利率(%)	26.2%	24.8%	26.8%	27.1%	27.4%	投资损失	-4	216	96	110	125
ROE%	13.0%	12.3%	14.8%	16.0%	17.0%	营运资金变动	1,123	-681	-296	-795	-619
EPS(摊薄)(元)	1.55	1.51	1.94	2.23	2.54	其它	38	41	11	30	30
P/E	13.56	13.84	10.81	9.39	8.26	投资活动现金流	-1,927	-560	-779	-800	-825
P/B	1.76	1.70	1.60	1.50	1.40	资本支出	-1,112	-941	-460	-490	-500
EV/EBITDA	10.02	10.05	6.61	5.88	5.15	长期投资	-173	25	-100	-100	-100
						其他	-642	355	-219	-210	-225
						筹资活动现金流	-1,597	-1,412	-1,225	-1,348	-1,522
						吸收投资	4	14	0	0	0
						借款	-489	-301	0	0	0
						支付利息或股息	-770	-1,121	-1,186	-1,350	-1,522
						现金流净增加额	168	61	770	447	753

研究团队简介

姜文铤，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖家居、个护、宠物、智能眼镜、潮玩、包装等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖电商、美护等赛道。

龚轶之，CFA，毕业于伦敦政治经济学院。曾就职于国金证券研究所，4 年消费行业研究经验，跟随团队在水晶球、金麒麟、Wind 金牌分析师等评选中获得佳绩。主要覆盖民用电工/电动工具/照明/智能家居赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分都不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。