

裕同科技 (002831.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

Q2 业绩延续稳健增长，股权激励抬升后续发展确定性

业绩简评

8 月 26 日公司发布 2025 年中报，25H1 营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为+7.10%/+11.42%/+7.11%到 78.76/5.54/5.60 亿元。25Q2，公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别+7.71%/+12.34%/+12.09%到 41.77/3.13/3.13 亿元。25H1，公司拟每股派发现金股利 0.43 元，对应的股利支付率为 70.18%。

经营分析

下游需求逐步恢复保障营收平稳增长，环保包装有望持续放量。25H1，公司纸制精品包装/包装配套产品/环保纸塑产品实现营收 54.61/12.97/5.84 亿元，同比分别+5.39%/-6.70%/+6.77%。截止 25 年 7 月，国内家用电器和烟酒类社零累计同比增速分别为+30.40%/+5.20%。下游需求的逐步恢复为公司实现业绩稳健增长奠定基础。纸浆模塑等环保包装业务增速平缓，主因公司在向海外转移产能过程中生产效率有所下降，后续产能搬迁完成后，叠加东南亚地区工包餐包等需求旺盛，环保包装业务有望持续放量。

25H1 营收稳健增长，环保包装因外部因素致短期增长有所放缓。

25H1，公司毛利率/净利率分别为 22.77%/6.80%，同比-0.82/-0.06pct。25Q2，公司毛利率/净利率分别为 23.35%/7.36%，同比-1.60/+0.14pct。25H1 纸制精品包装/包装配套产品/环保纸塑产品毛利率分别为 24.09%/22.31%/20.38%，同比分别-0.11/+0.48/-1.20pct。低毛利的纸塑和云创业务持续放量，带来稳健营收增长的同时拉低整体毛利表现。25H1 公司国内/海外毛利率分别为 19.41%/28.79%，近年来公司海外业务毛利领先国内 8-10pct 左右。预计后续随着国内部分产能向海外转移，且公司持续开拓 AI 产品及卡牌潮玩等海外新消费需求，海外营收占比有望持续提升，预计将显著抬升公司整体盈利表现。25H1，公司销售/管理/研发/财务费率分别为 2.91%/6.66%/4.63%/-0.48%，同比分别-0.16/-0.22/-0.12/+0.26pct，整体费用管控较优。

新发股权激励彰显长期发展信心，未来估值抬升路径清晰。公司新发 2.08 亿元的股权激励计划，解锁目标值为 25/26/27 年归母净利润较 24 年增长 10%/20%/30%，彰显长期发展信心。公司海外产能布局完善+竞争格局更优，稀缺产能逻辑持续兑现，带动利润率抬升趋势明显。21 年以来公司资本开支持续下降，为实现高分红奠定坚实基础。自 23 年以来股利支付率保持在 60%以上，成长性高股息资产属性突出。看好公司稳步兑现国内新需求+海外利润率提升的长期增长逻辑，未来增长路径清晰。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 25-27 年 EPS 分别为 1.86/2.12/2.43 元，当前股价对应 PE 为 13/12/10 倍，维持“买入”评级。

风险提示

新业务拓展不畅；海外产能投放不及预期；人民币汇率波动。

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓 (执业 S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

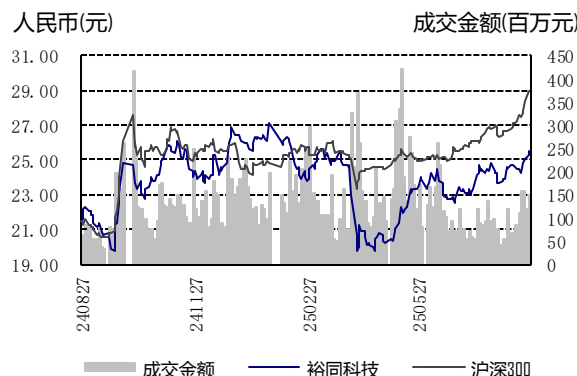
分析师：尹新悦 (执业 S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：25.55 元

相关报告：

1. 《裕同科技公司点评：Q3 稳健成长，国际化布局加快推进》，2024.10.29



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	15,223	17,157	19,002	21,080	23,244
营业收入增长率	-6.96%	12.71%	10.75%	10.94%	10.26%
归母净利润(百万元)	1,438	1,409	1,716	1,955	2,232
归母净利润增长率	-3.35%	-2.05%	21.81%	13.96%	14.14%
摊薄每股收益(元)	1.545	1.514	1.864	2.124	2.425
每股经营性现金流净额	3.95	2.13	2.08	2.94	3.29
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.01%	12.27%	14.10%	12.00%	16.12%
P/E	17.80	17.90	13.24	11.62	10.18
P/B	2.32	2.20	1.87	1.75	1.64

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	16,362	15,223	17,157	19,002	21,080	23,244
增长率		-7.0%	12.7%	10.8%	10.9%	10.3%
主营业务成本	-12,477	-11,230	-12,903	-14,156	-15,578	-17,084
%销售收入	76.3%	73.8%	75.2%	74.5%	73.9%	73.5%
毛利	3,885	3,993	4,254	4,845	5,502	6,160
%销售收入	23.7%	26.2%	24.8%	25.5%	26.1%	26.5%
营业税金及附加	-81	-91	-112	-114	-126	-139
%销售收入	0.5%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-404	-417	-505	-532	-590	-651
%销售收入	2.5%	2.7%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%
管理费用	-890	-970	-1,089	-1,197	-1,328	-1,464
%销售收入	5.4%	6.4%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
研发费用	-671	-696	-744	-798	-885	-999
%销售收入	4.1%	4.6%	4.3%	4.2%	4.2%	4.3%
息税前利润 (EBIT)	1,839	1,818	1,805	2,204	2,572	2,906
%销售收入	11.2%	11.9%	10.5%	11.6%	12.2%	12.5%
财务费用	25	-28	32	-100	-121	-104
%销售收入	-0.2%	0.2%	-0.2%	0.5%	0.6%	0.4%
资产减值损失	-45	-41	-73	0	-37	-27
公允价值变动收益	65	31	26	-42	-40	-60
投资收益	-91	-103	-138	-20	0	0
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%
营业利润	1,857	1,790	1,766	2,090	2,421	2,768
营业利润率	11.3%	11.8%	10.3%	11.0%	11.5%	11.9%
营业外收支	-51	-21	-30	10	-25	-35
税前利润	1,806	1,769	1,736	2,100	2,396	2,733
利润率	11.0%	11.6%	10.1%	11.1%	11.4%	11.8%
所得税	-229	-275	-285	-336	-383	-437
所得税率	12.7%	15.5%	16.4%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	1,577	1,494	1,451	1,764	2,012	2,296
少数股东损益	89	56	42	48	57	64
归属于母公司的净利润	1,488	1,438	1,409	1,716	1,955	2,232
净利率	9.1%	9.4%	8.2%	9.0%	9.3%	9.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,577	1,494	1,451	1,764	2,012	2,296
少数股东损益	89	56	42	48	57	64
非现金支出	845	905	978	659	748	787
非经营收益	155	150	232	300	355	371
营运资金变动	44	1,123	-681	-790	-383	-391
经营活动现金净流	2,621	3,673	1,980	1,933	2,733	3,063
资本开支	-1,527	-1,112	-941	-743	-618	-767
投资	-227	-173	25	-507	-55	-75
其他	-702	-642	355	-20	0	0
投资活动现金净流	-2,456	-1,927	-560	-1,270	-673	-842
股权募资	26	4	14	0	0	0
债权募资	543	-703	-401	1,806	-116	-110
其他	-931	-898	-1,025	-1,281	-1,461	-1,618
筹资活动现金净流	-362	-1,597	-1,412	525	-1,576	-1,729
现金净流量	-59	168	61	1,188	483	492

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,317	3,496	2,879	3,960	4,370	4,810
应收款项	6,348	5,964	6,759	7,133	7,761	8,343
存货	1,766	1,619	1,749	2,133	2,262	2,481
其他流动资产	738	1,369	1,757	1,707	1,740	1,775
流动资产	12,169	12,448	13,143	14,934	16,132	17,408
%总资产	57.8%	56.1%	58.4%	60.7%	62.7%	64.5%
长期投资	387	717	451	716	731	746
固定资产	6,330	6,842	6,818	6,897	6,801	6,768
%总资产	30.0%	30.8%	30.3%	28.0%	26.4%	25.1%
无形资产	1,600	1,517	1,210	1,229	1,230	1,263
非流动资产	8,897	9,738	9,378	9,689	9,583	9,573
%总资产	42.2%	43.9%	41.6%	39.3%	37.3%	35.5%
资产总计	21,066	22,186	22,522	24,623	25,715	26,981
短期借款	4,263	4,588	4,868	6,616	6,476	6,346
应付款项	3,356	4,039	4,031	3,712	4,085	4,480
其他流动负债	583	538	589	728	818	914
流动负债	8,202	9,165	9,488	11,055	11,379	11,740
长期贷款	1,574	739	485	485	485	485
其他长期负债	535	691	786	586	516	464
负债	10,311	10,595	10,760	12,127	12,380	12,689
普通股股东权益	10,241	11,052	11,483	12,169	12,951	13,844
其中：股本	931	931	931	931	931	931
未分配利润	7,278	8,076	8,616	9,302	10,084	10,977
少数股东权益	513	540	279	327	384	448
负债股东权益合计	21,066	22,186	22,522	24,623	25,715	26,981

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.599	1.545	1.514	1.864	2.124	2.425
每股净资产	11.006	11.877	12.340	13.220	14.069	15.039
每股经营现金净流	2.816	3.948	2.128	2.077	2.937	3.291
每股股利	0.330	0.950	0.930	1.106	1.261	1.439
回报率						
净资产收益率	14.53%	13.01%	12.27%	14.10%	15.10%	16.12%
总资产收益率	7.06%	6.48%	6.25%	6.97%	7.60%	8.27%
投入资本收益率	9.57%	8.94%	8.69%	9.36%	10.54%	11.45%
增长率						
主营业务收入增长率	10.18%	-6.96%	12.71%	10.75%	10.94%	10.26%
EBIT 增长率	35.90%	-1.13%	-0.74%	22.15%	16.68%	12.97%
净利润增长率	46.27%	-3.35%	-2.05%	21.81%	13.96%	14.14%
总资产增长率	12.60%	5.32%	1.51%	9.33%	4.44%	4.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	130.1	141.0	128.6	130.0	128.0	125.0
存货周转天数	51.9	55.0	47.6	55.0	53.0	53.0
应付账款周转天数	72.7	85.5	80.7	71.0	71.0	71.0
固定资产周转天数	127.9	156.0	143.3	133.8	119.8	107.5
偿债能力						
净负债/股东权益	21.37%	8.23%	10.99%	15.68%	10.58%	5.88%
EBIT 利息保障倍数	-72.5	65.5	-56.7	22.0	21.2	27.9
资产负债率	48.95%	47.75%	47.77%	49.25%	48.14%	47.03%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	2	21
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2024-04-07	增持	25.15	32.00~32.00
2	2024-10-29	买入	24.68	N/A

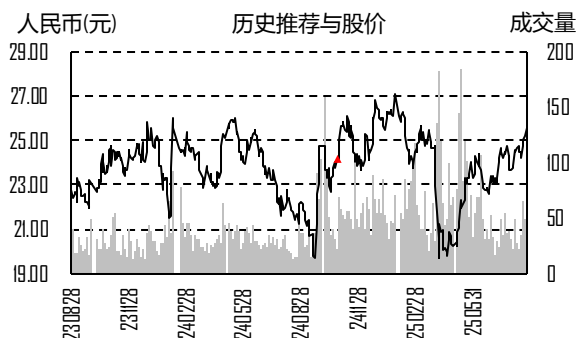
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806