

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

姜文镒 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

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

邮编: 100031

裕同科技：海外市场加速扩张，发布股权激励彰显成长信心

2025 年 08 月 28 日

报告内容摘要：

事件： 公司发布 2025 上半年业绩报告。2025H1 收入实现 78.76 亿元（同比+7.1%），归母净利润为 5.54 亿元（同比+11.4%），扣非归母净利润为 5.60 亿元（同比+7.1%）。单 Q2 收入为 41.77 亿元（同比+7.7%），归母净利润为 3.13 亿元（同比+12.3%），扣非归母净利润为 3.13 亿元（同比+12.1%）。

点评： 受益于下游消费领域以及区域扩张，公司收入实现平稳增长；利润表现更优主要系公司深度推动信息&智能化，费用管控持续优化。

多元矩阵共驱成长，增长机遇持续涌现。 2025H1 精品包装/配套产品/环保纸塑/其他产品（含华宝利及注塑收入）收入分别为 54.61/12.97/58.34/3.79 亿元（同比分别+5.4%/+3.5%/+6.8%/+57.8%）。我们预计，受益于 3C 客户产品迭代加速、更多包材配套机遇涌现，3C 精品基本盘有望延续稳健增长趋势；消费方面，公司在原有烟酒/化妆品等方面持续开拓新兴领域，未来有望在卡牌及新消费包装（规模大、工艺水平要求高）等高端差异化市场持续放量；环保纸塑方面，尽管 25H1 受关税&双反扰动，但公司得益于越南产能布局优势、整体保持平稳，目前越南子公司反倾销税率仅为 3.86%（国内相关公司均在 300%+），未来成长有望加速。

海外扩张顺利，全球产能加速布局。 公司目前已在全球 10 个国家、40 座城市设有 40 多个生产基地及 4 大服务中心，凭借全球产能布局，公司海外交付&服务能力领先，25H1 外销收入同比增速达 27.2%。目前公司东南亚及墨西哥布局基本完成，未来计划在未来 2-3 年内考虑在欧洲、中东、美国等地布局新基地，有望进一步提升核心客户全球供应份额（目前海外产能占比 20%，长期目标高达 50%）。此外，当前阶段海外产能均处爬坡阶段，公司预计 2-3 年稳定后净利率进一步提升，中长期盈利扩张逻辑顺畅。

盈利能力稳定，费用管控优异。 25Q2 公司毛利率为 23.35%（同比-1.6 pct），归母净利率为 7.49%（同比+0.3 pct），销售/研发/管理/财务费用率分别为 3.0%/4.4%/6.3%/-0.7%（同比分别-0.4/-0.5/-0.6/-0.6 pct）。25Q2 公司经营性净现金流为 5.11 亿元（同比+0.17 亿元），存货/应收账款/应付账款周转天数分别为 52.07/135.26/83.31 天（同比分别-1.19/+6.61/-3.58 天）。

盈利预测： 公司发布 2025 年员工持股计划，业绩考核目标值为 25-27 年较 24 年归母净利润分别增长 10%/20%/30%（触发值为 8%/18%/28%），彰显成长信心并深度绑定核心骨干。此外，25H1 公司分红率上调至 70%（24 年为 60%），与股东共享成长红利。我们预计 25-27 年公司净利润为 16.1、18.1、20.2 亿元，对应 PE 估值分别为 14.9X、13.2X、11.8X。

风险提示： 海外产能爬坡不及预期、汇率超预期波动，海外需求复苏不及预期。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	15,223	17,157	19,120	21,772	24,669
增长率 YoY %	-7.0%	12.7%	11.4%	13.9%	13.3%
归属母公司净利润 (百万元)	1,438	1,409	1,605	1,810	2,021
增长率 YoY%	-3.3%	-2.1%	14.0%	12.8%	11.6%
毛利率%	26.2%	24.8%	25.0%	25.2%	25.5%
净资产收益率ROE%	13.0%	12.3%	12.8%	13.0%	13.1%
EPS(摊薄)(元)	1.56	1.53	1.74	1.97	2.20
市盈率 P/E(倍)	16.58	16.93	14.85	13.17	11.80
市净率 P/B(倍)	2.16	2.08	1.91	1.72	1.55

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 08 月 27 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,448	13,143	14,827	16,897	19,595
货币资金	3,496	2,879	3,431	4,101	5,233
应收票据	3	1	2	2	3
应收账款	5,692	6,402	7,142	8,128	9,212
预付账款	232	238	281	310	355
存货	1,619	1,749	1,986	2,203	2,491
其他	1,406	1,873	1,985	2,153	2,301
非流动资产	9,738	9,378	9,621	9,527	9,317
长期股权投资	16	26	26	26	26
固定资产(合计)	6,505	6,737	7,041	6,979	6,851
无形资产	699	593	560	528	495
其他	2,518	2,023	1,994	1,994	1,945
资产总计	22,186	22,522	24,448	26,424	28,911
流动负债	9,165	9,488	10,350	10,895	11,784
短期借款	4,224	4,176	4,176	4,176	4,176
应付票据	979	938	1,146	1,243	1,436
应付账款	2,800	2,903	3,401	3,763	4,303
其他	1,162	1,471	1,626	1,713	1,868
非流动负债	1,429	1,272	1,257	1,257	1,257
长期借款	739	485	485	485	485
其他	691	786	772	772	772
负债合计	10,595	10,760	11,607	12,153	13,041
少数股东权益	540	279	335	394	461
归属母公司股东权益	11,052	11,483	12,506	13,877	15,409
负债和股东权益	22,186	22,522	24,448	26,424	28,911

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	15,223	17,157	19,120	21,772	24,669
同比(%)	-7.0%	12.7%	11.4%	13.9%	13.3%
归属母公司净利润	1,438	1,409	1,605	1,810	2,021
同比(%)	-3.3%	-2.1%	14.0%	12.8%	11.6%
毛利率(%)	26.2%	24.8%	25.0%	25.2%	25.5%
ROE%	13.0%	12.3%	12.8%	13.0%	13.1%
EPS(摊薄)(元)	1.56	1.53	1.74	1.97	2.20
P/E	16.58	16.93	14.85	13.17	11.80
P/B	2.16	2.08	1.91	1.72	1.55
EV/EBITDA	10.02	10.05	8.51	7.42	6.39

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	15,223	17,157	19,120	21,772	24,669
营业成本	11,230	12,903	14,340	16,285	18,378
营业税金及附加	91	112	120	139	156
销售费用	417	505	554	642	789
管理费用	970	1,089	1,205	1,372	1,603
研发费用	696	744	841	980	1,110
财务费用	28	-32	43	32	18
减值损失合计	-46	-59	-20	-20	-20
投资净收益	-103	-138	-115	-87	-99
其他	148	126	135	50	32
营业利润	1,790	1,766	2,017	2,265	2,526
营业外收支	-21	-30	-40	-40	-40
利润总额	1,769	1,736	1,977	2,225	2,486
所得税	275	285	316	356	398
净利润	1,494	1,451	1,661	1,869	2,089
少数股东损益	56	42	56	59	68
归属母公司净利润	1,438	1,409	1,605	1,810	2,021
EBITDA	2,766	2,790	3,067	3,430	3,805
EPS(当年)(元)	1.57	1.54	1.74	1.97	2.20

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	3,673	1,980	2,782	2,529	3,067
净利润	1,494	1,451	1,661	1,869	2,089
折旧摊销	864	905	1,047	1,174	1,300
财务费用	157	48	100	100	100
投资损失	-4	216	115	87	99
营运资金变动	1,123	-681	-185	-776	-598
其它	38	41	43	75	77
投资活动现金流	-1,927	-560	-1,539	-1,322	-1,346
资本支出	-1,112	-941	-1,198	-1,035	-1,047
长期投资	-173	25	-100	-100	-100
其他	-642	355	-241	-187	-199
筹资活动现金流	-1,597	-1,412	-687	-537	-590
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	-489	-539	-590
现金流净增加额	168	61	552	670	1,132

研究团队简介

姜文镒，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。

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 年左右消费行业研究经验，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 IP 零售、母婴、电商、美护等赛道。

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理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。