



裕同科技 (002831.SZ)

买入 (维持评级)

公司深度研究

证券研究报告

红利+增长属性显著，出海深化有望 助力国际龙头估值重塑

公司简介

公司核心客户面临的市场竞争态势已相对好转，盈利表现自 2022 年以来已有明显好转。国内消费电子基本盘已呈企稳态势，环保纸塑等业务处于快速发展期。在更优报价、智能化改造等优势加持下，海外毛利率显著高于国内。预计随着海外产能的持续放量，公司整体营收规模有望保持稳健增长，盈利表现有望持续提升。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。

投资逻辑：

优质客户业绩扰动影响已逐渐消散，盈利表现企稳回升。2016 至 2021 年，公司的毛利率/净利率由 34.4%/15.8%持续下降至 21.5%/7.2%，主因公司开拓新业务和原核心客户业绩表现欠佳。

2021 年以来，苹果手机出货量重拾稳健增长，公司核心客户的业绩扰动影响已逐渐消散。且公司的环保纸塑及烟酒包装等高毛利业务持续贡献业绩增量，拉动公司盈利表现已呈企稳回升态势。

环保纸塑及重型包装、潮玩新消费需求不断涌现，有望贡献增长新增量。限塑令下环保纸包装成为重要替代选项，公司在成本管控和海外交付等方面打造立体竞争优势，我国汽车出口整体保持较高景气度支撑高行业需求，环保纸塑有望持续放量。24 年 9 月，裕同墨西哥基地正式投产，提升服务墨西哥本地及欧美市场客户的响应速度，有效支撑重型包装等新需求开拓。AI 类新硬件产品、卡牌潮玩等情绪消费带来的业务机会亦可提供相当的增长弹性。

海外市场毛利率显著高于国内，有望持续抬升整体盈利表现。2025H1，公司海外毛利率较国内高 9.38pct，主因海外基地在税收政策、人力成本、客户报价等方面具备显著优势。且公司较同业布局更早，在获取低生产成本、低门槛政策支持和提早绑定优质客户等方面具备先发优势。24 年以来，菲律宾和墨西哥基地相继投产，叠加公司将国内智能工厂经验复制至海外，海外高毛利优质增长空间持续释放，有望持续显著抬升整体盈利表现。

新发股权激励抬升发展确定性，未来有望保持高分红。25 年 8 月，公司新发 2.1 亿元的股权激励计划，抬升未来发展的确定性。公司国内已无大规模产能建设，海外以轻资产运营为主，24 年资本开支较 21 年最高点的 18.52 亿元减少 47.19%至 9.78 亿元。23 年以来股利支付率在 60%以上，基本盘业务稳健发展+新需求贡献高增长弹性，叠加股权激励明确未来业绩指引，公司成长性高股息资产属性突出，未来有望保持高分红水平。

盈利预测、估值和评级

预计 2025-2027 年公司营业收入 190.02/210.80/232.44 亿元，同比 +10.75%/+10.94%/+10.26%，公司归母净利润 16.60/18.47/21.01 亿元，同比+17.86%/+11.25%/+13.75%。2025-2027 年 EPS 分别为 1.80/2.01/2.28 元，对应 PE 分别为 15X/13X/11X。参考可比公司 PE 均值，给予公司 2025 年 17XPE，对应目标股价为 30.66 元。维持“买入”评级。

风险提示

下游需求不及预期；原材料价格大幅波动；海外市场拓展不及预期；汇率大幅波动；核心客户流失。

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

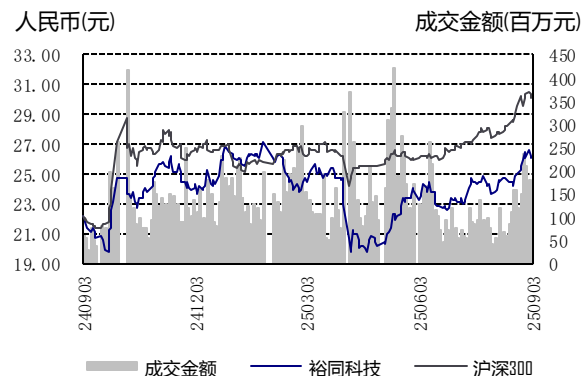
市价 (人民币)：26.12 元

目标价 (人民币)：30.66 元

相关报告：

1.《裕同科技公司点评：Q2 业绩延续稳健增长，股权激励抬升后续发展...》，2025.8.27

2.《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	1,660	1,847	2,101
归母净利润增长率	-3.35%	-2.05%	17.86%	11.25%	13.75%
摊薄每股收益 (元)	1.545	1.514	1.804	2.006	2.282
每股经营性现金流净额	3.95	2.13	1.99	2.82	3.15
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.01%	12.27%	13.67%	12.00%	15.31%
P/E	17.80	17.90	14.48	13.02	11.44
P/B	2.32	2.20	1.98	1.87	1.75

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、公司盈利表现企稳回升，市占率仍有较大提升空间.....	4
1.1、优质客户业绩扰动影响已逐渐消散，盈利表现企稳回升.....	4
1.2、成本管控+高品质交付优势下，公司市占率有望进一步提升.....	7
二、新消费需求涌现，拉动贡献业绩增长新增量.....	7
2.1、以旧换新补贴刺激消费电子需求有效释放.....	7
2.2、纸代塑比例持续提升，公司环保纸塑业务发展空间广阔.....	8
2.3、重型包装及卡牌潮玩等新需求保持高景气度，墨西哥基地投产有力支撑市场开拓.....	9
三、海外产能布局完善，有望持续抬升整体利润率.....	10
3.1、多重优势加持下，海外业务利润空间显著高于国内.....	10
3.2、提早布局先发优势明显，深度切入国际客户供应链.....	13
3.3、新发股权激励抬升后续发展确定性，未来有望保持高分红水平.....	15
四、盈利预测.....	16
五、风险提示.....	17

图表目录

图表 1：裕同科技业绩复盘.....	4
图表 2：公司纸制品包装营业成本分解（单位：亿元）.....	5
图表 3：2024 年公司直接材料占比为 60.9%.....	5
图表 4：白板白卡纸价格变动.....	5
图表 5：瓦楞箱板纸价格变动.....	5
图表 6：公司营业收入变动.....	6
图表 7：公司毛利率和净利率变动.....	6
图表 8：苹果手机在中国出货量变动.....	6
图表 9：公司核心客户覆盖消费电子及烟酒等头部品牌.....	6
图表 10：公司前五大客户营收及变动.....	6
图表 11：公司前五大客户营收占比保持在 40%左右.....	6
图表 12：公司营收增速快于纸包装行业整体增速.....	7
图表 13：纸包装行业 CR5 和裕同科技市占率持续提升.....	7
图表 14：国补对家电和家具类社零刺激效果明显.....	8
图表 15：国家不断推出促进绿色环保包装相关法规.....	8
图表 16：公司环保纸塑包装业务营收变动.....	9



图表 17: 公司环保纸塑包装营收占比仍较低	9
图表 18: 纸包装较木箱包装性能优势突出	10
图表 19: 中国汽车零件出口规模逐年攀升	10
图表 20: 公司海外业务营收保持较快增长	11
图表 21: 公司海外业务毛利率高于国内	11
图表 22: 裕同海外子公司享受税收优惠情况	11
图表 23: 公司智能工厂建设实施效果	11
图表 24: 公司生产人员人效稳步提升	12
图表 25: 2024 年海外生产基地所在地工资水平对比 (单位: 美元/年)	13
图表 26: 公司海外生产基地一览	13
图表 27: 其他纸包装企业布局海外产能较晚	14
图表 28: 海外劳动力成本上涨较快 (单位: 美元/年)	14
图表 29: 公司全球化布局卓有成效	15
图表 30: 公司资本开支水平逐渐下降	15
图表 31: 2023 年以来公司股利支付率提升至 60%以上	16
图表 32: 2023 年以来公司股息率在 3.4%以上	16
图表 33: 裕同科技营收拆分	17
图表 34: 裕同科技可比估值	17

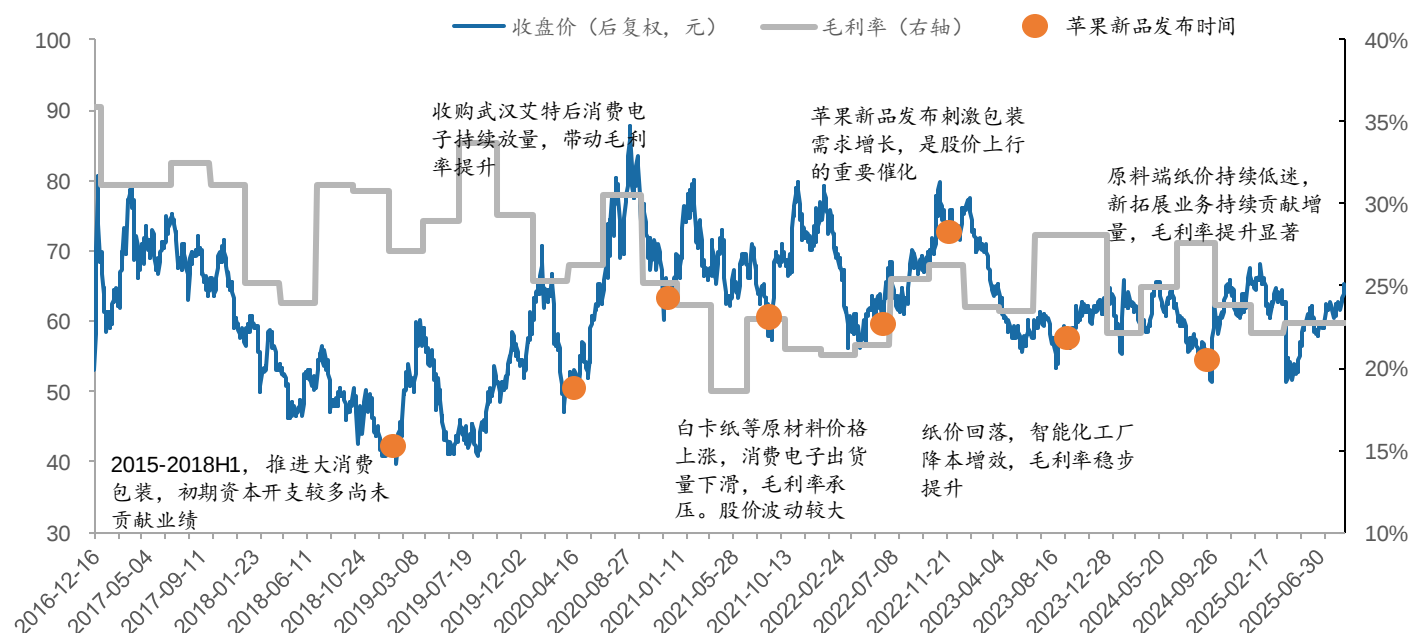


一、公司盈利表现企稳回升，市占率仍有较大提升空间

1.1、优质客户业绩扰动影响已逐渐消散，盈利表现企稳回升

复盘公司往期业绩表现，主要受三重因素影响：1) 上游原材料端瓦楞箱板纸和白板白卡纸是公司原材料主要来源，其价格变动直接影响纸包装成本。2) 裕同所处的纸包装行业处于供应链中游，产品特性决定公司议价能力较弱，需深度切入客户供应链以保证稳定贡献业绩。长期以来公司前五大客户营收占比较高，下游大客户业绩表现往往是影响公司业绩表现的重要因素。3) 公司自身发展节奏，如 2015-2018 年公司推进大消费包装，前期投入资本开支较多尚未贡献实质利润表现，使业绩表现欠佳。之后烟酒包装业务持续放量，且公司持续推进智能化工厂建设，降本增效效果显著，带动业绩回暖明显。

图表1：裕同科技业绩复盘



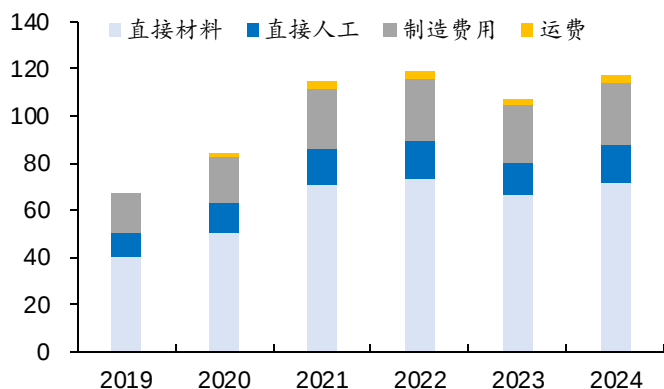
来源：wind，国金证券研究所

原材料成本占比在 60%左右，上游纸价直接影响利润表现。分包装需求看，公司所需原材料主要有两种：以运输货物包装为主的瓦楞箱板纸，以及以终端消费产品包装为主的白板白卡纸。以成品纸为主的原材料成本是公司纸包装营业成本的主要来源，占比保持在 60%左右，直接影响公司利润水平。如 2021 年初至 2022 年初白卡纸等原材料价格快速上涨，直接造成公司毛利率短期承压明显。而 2023 年中以来，纸价有所回落且长期保持低位运行，刺激公司毛利率稳步回升。

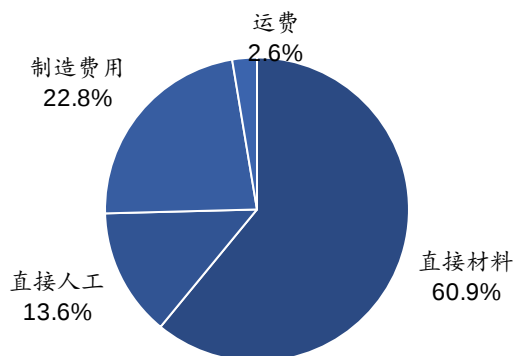
纸价处于相对低位，利好公司利润水平改善。截止 2025.08.29，国内瓦楞/箱板纸价为 2990/5295 元/吨，2025 年以来的均价较 2024 年均价-1.1%/+2.3%，白板/白卡纸价为 3900/4260 元/吨，2025 年以来的均价较 2024 年均价-5.4%/-4.3%。截止 2025.08.28，中国主流港口纸浆库存水平为 208.4 万吨，纸浆库存长期处于较高水平。且巴西等地纸浆货源陆续到港，国内纸浆供给压力仍较大，叠加下游需求未有实质性改善，进一步压制成品纸价上涨，预计未来纸价仍将保持较弱态势运行，利好公司利润水平持续修复。



图表2：公司纸制品包装营业成本分解（单位：亿元）



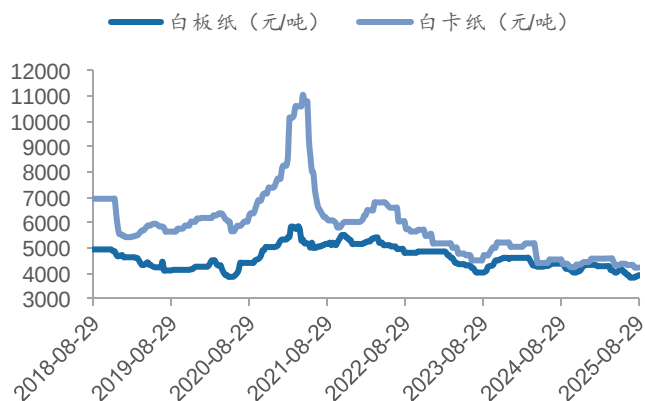
图表3：2024 年公司直接材料占比为 60.9%



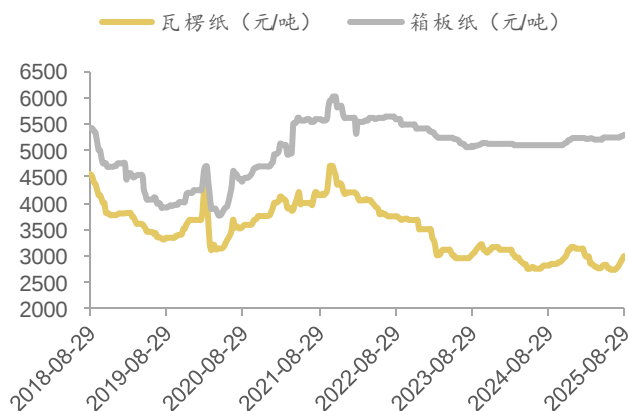
来源：公司财报，国金证券研究所

来源：公司财报，国金证券研究所

图表4：白板白卡纸价格变动



图表5：瓦楞箱板纸价格变动



来源：ifind，国金证券研究所

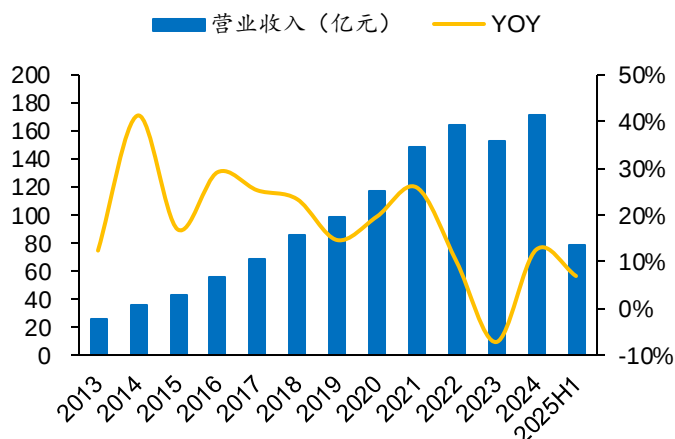
来源：ifind，国金证券研究所

核心客户营收占比较高，其经营状况直接影响公司业绩表现。纸包装行业整体议价能力较弱，且由于产品运输半径的限制，在产能分布上往往与下游客户深度绑定。公司基本实现 3C 行业客户全面覆盖，是苹果、华为、联想、三星、索尼等头部公司的供应商。近年来公司积极拓展多行业客户资源、降低单一客户经营波动风险，消费电子类客户销售占比有所下降，2014-2022 年 3C 包装销售占比从 87.3% 降至 67.3%。公司前五大客户的营收占比整体保持下降趋势，2017-2024 年从 54% 降至 38%，整体业务范围、客户范围不断拓展。

优质客户业绩扰动影响已逐渐消散，盈利表现已企稳回升。2016-2021 年间，公司毛利率与净利率水平不断下降，主因 1) 公司原有客户以高利润率的消费电子客户如苹果等为主，虽贡献较高利润率但营收体量有限。为扩大营收来源，公司推进大消费包装战略，持续拓展除苹果外的其他消费电子和食品饮料、日化品等客户，为公司持续贡献营收增量的同时相应的拉低了整体盈利表现。2) 华为等其他国产手机品牌的竞争日益激烈，公司核心客户苹果手机的出货量自 2015 年以来便一直走低，市场份额受国产手机挤压严重。为保证足够盈利空间，苹果向包括裕同在内的上游供应商压低价格，使得裕同利润率进一步走低。而 2021 年以来，苹果手机出货量重拾稳健增长态势，裕同核心客户的业绩扰动影响已逐渐消散。且公司的环保纸塑及烟酒包装等高毛利业务持续贡献业绩增量，拉动公司盈利表现已呈企稳回升态势。

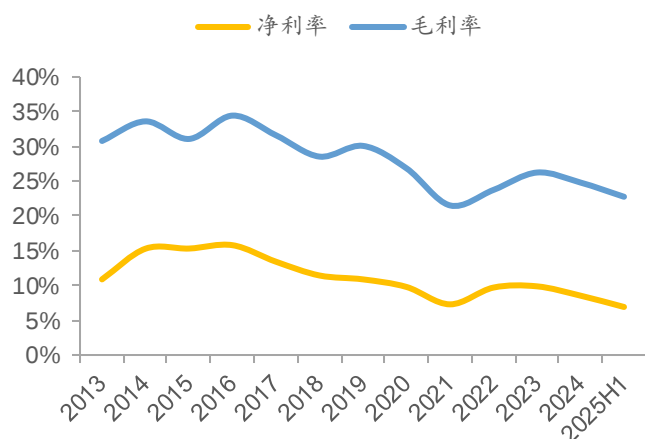


图表6：公司营业收入变动



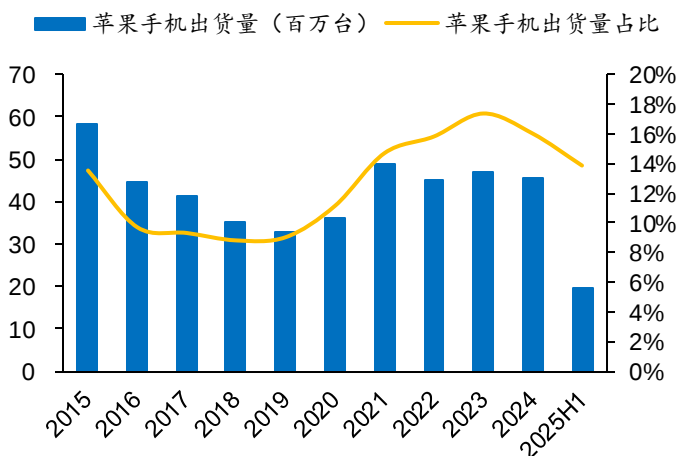
来源：公司公告，国金证券研究所

图表7：公司毛利率和净利率变动



来源：公司公告，国金证券研究所

图表8：苹果手机在中国出货量变动



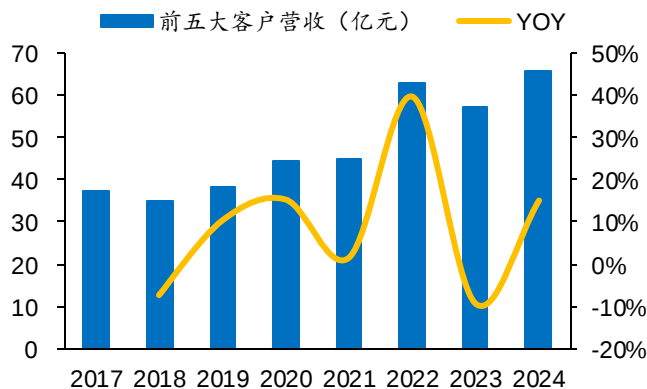
来源：IDC，国金证券研究所

图表9：公司核心客户覆盖消费电子及烟酒等头部品牌

业务	核心客户
ICT	Google, SAMSUNG, MI, SONY
酒包	贵州茅台集团, 五粮液, WULIANGYE
烟包	中国烟草, 红塔集团
环保	钟薛高, ITOCHU, MULTIVAC, STARBUCKS
化妆品	Dior, SHISEIDO, L'OREAL PARIS, Unilever

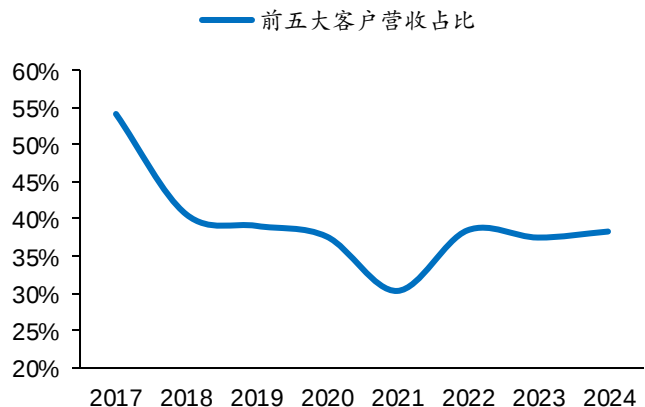
来源：公司官方微信公众号，国金证券研究所

图表10：公司前五大客户营收及变动



来源：公司公告，国金证券研究所

图表11：公司前五大客户营收占比保持在40%左右



来源：公司公告，国金证券研究所



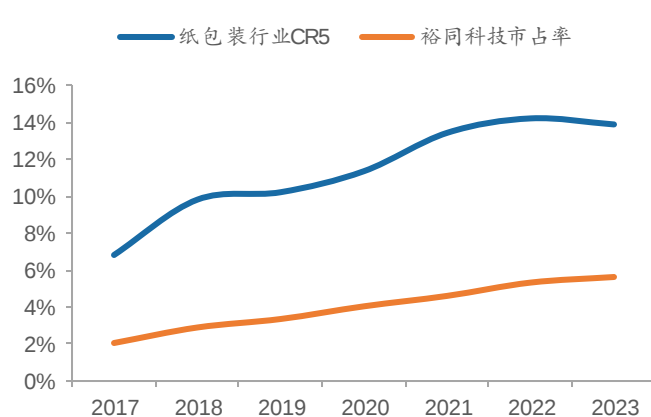
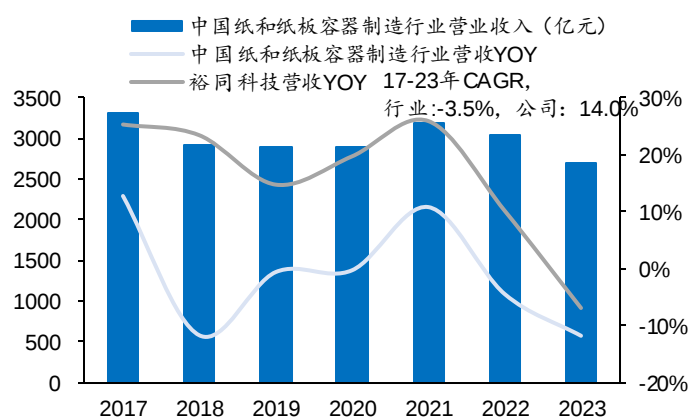
1.2、成本管控+高品质交付优势下，公司市占率有望进一步提升

纸包装行业整体进入门槛低，头部企业积极抢占市场份额，行业集中度仍较低。纸包装对进入企业的资金规模和技术水平要求较低，产品特性又导致同质化严重，行业内充斥着大量只服务于本地客户、辐射范围有限的中小型包装企业。与2017年相比，当前纸包装行业整体营收规模小幅下降，而CR5持续提升，这表明中小包装企业产能在头部公司积极扩张+环保监管政策下加速出清，且在头部企业前期规划产能逐步落地投产的背景下，这一趋势有加速进行的可能。

成本管控与交付优势加持下，公司市占率提升空间仍较大。与中小型企业相比，头部企业如裕同科技、合兴包装在自动化生产、产能布局与在手客户资源上具备显著优势，其市占率持续提升。2017-2023年，全国纸包装行业营收规模CAGR为-3.45%，而裕同科技CAGR为13.97%，行业营收规模增速显著快于行业整体。2017-2023年，纸包装行业的CR5由6.86%提升6.97pct至13.83%，其中裕同科技的市占率由2.10%提升3.58pct至5.67%。公司作为国内纸包装行业龙头，市场地位稳固，环保纸塑包装等新需求和海外市场持续业绩增量。且公司持续推进智能工厂建设，低成本运营与高质量产品交付优势明显，叠加公司掌握丰富优质的客户资源，公司市场份额仍有较大的提升空间。

图表12：公司营收增速快于纸包装行业整体增速

图表13：纸包装行业CR5和裕同科技市占率持续提升



来源：中国包装联合会，公司公告，国金证券研究所

来源：中国包装联合会，公司公告，国金证券研究所

二、新消费需求涌现，拉动贡献业绩增长新增量

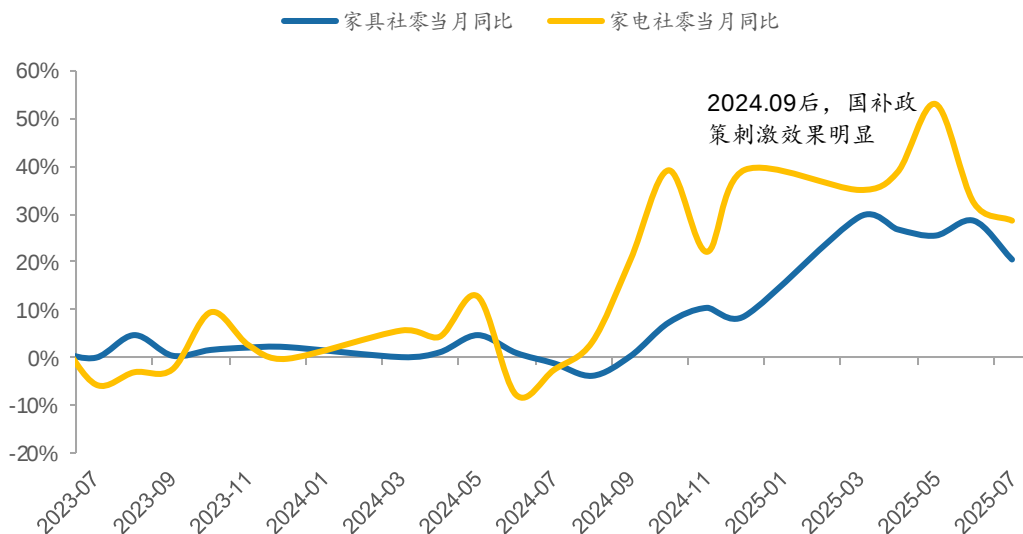
2.1、以旧换新补贴刺激消费电子需求有效释放

全国范围内3C以旧换新补贴全面开启。2025.01.15，商务部等5部门办公厅关于印发《手机、平板、智能手表（手环）购新补贴实施方案》的通知，将2025年“国补”政策的范围正式扩大到手机、平板、智能手表等常用的3C数码产品领域。补贴标准为按产品销售价格的15%给予补贴，每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过500元。随后，地方各省市陆续发布相关政策推动线下商户的落地，此外京东、天猫平台也上线补贴转区，多个省市的额度可在线上使用、迎合电商购物群体的使用习惯。

参考家电和家具类社零补贴效果，3C电子产品销量有望持续改善。参考2024年9月以来针对家具家居和家电类的国补政策效果（2025年1-7月，家电类与家具类社零增速分别为30.4%和22.6%，较2024年分别+28.1/+20.6pct），预计在3C国补政策刺激下，换机潮与智能设备需求将不断涌现，裕同作为纸包装行业龙头，深度绑定下游主要3C公司，有望从中深度受益。



图表14：国补对家电和家具类社零刺激效果明显



来源：国家统计局，国金证券研究所

2.2、纸代塑比例持续提升，公司环保纸塑业务发展空间广阔

限塑令下环保要求趋严，环保纸包装成为重要替代选项。相较于传统的塑料包装产品，纸浆模塑以天然纤维素材料制成，不会对环境造成污染，并且可以循环利用。因此在整治环境污染、达成“双碳”目标的背景下，以纸代塑的环保包装受政策支持愈发清晰明确。2020年，发改委、生态环境部等部委发布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，明确提出在塑料污染问题的电商、快递、外卖等新兴领域，推广使用纸袋等非塑料制品。《“十四五”塑料污染治理行动方案》提出，科学稳妥推广塑料替代产品，充分考虑纸制品等全生命周期资源环境影响。依据产品性能的不同，纸浆模塑主要可分为一次性餐饮具、精品工业包装和普通工业包装三类。而为整治塑料污染问题而推广的环保纸包装，其主要应用方向为快递和外卖等领域。

图表15：国家不断推出促进绿色环保包装相关法规

发布时间	文件名	政策内容
2020 年	《关于进一步加强塑料污染治理的意见》	在塑料污染问题突出领域和电商、快递、外卖等新兴领域，形成一批可复制、可推广的塑料减量和绿色物流模式。推广使用环保布袋、纸袋等非塑料制品和可降解购物袋。
2020 年	《关于加快推进快递包装绿色转型的意见》	到 2025 年，电商快件基本实现不再二次包装，可循环快递包装应用规模达 1000 万个，快递包装基本实现绿色转型。
2020 年	《固体废物污染环境防治法》修订	电子商务、快递、外卖等行业应当优先采用可重复使用、易回收利用的包装物，优化物品包装，减少包装物的使用，并积极回收利用包装物。
2021 年	《邮件快件包装管理办法》	鼓励寄递企业积极使用可循环、易回收、可降解的替代产品。
2021 年	《“十四五”塑料污染治理行动方案》	科学稳妥推广塑料替代产品，充分考虑竹木制品、纸制品、可降解塑料制品等全生命周期资源环境影响。
2023 年	轻工业稳增长工作方案（2023—2024 年）	加强纸制品和包装纸设计研发，适应多元化个性化市场需求。
2025 年	《快递暂行条例》修订	推进快递包装绿色化、减量化、可循环，鼓励使用可降解可重复利用的环保包装材料。

来源：中国政府网，国金证券研究所

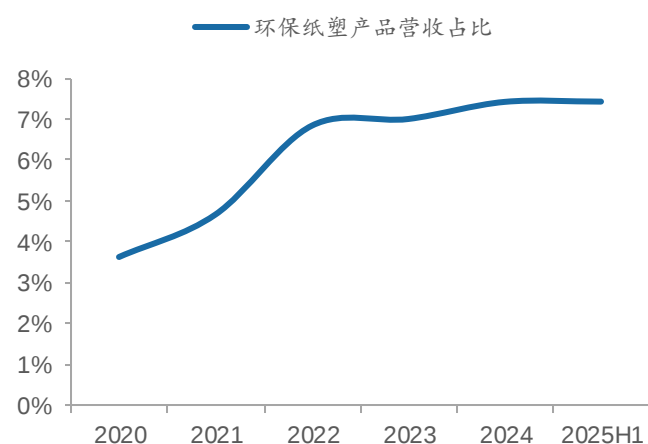
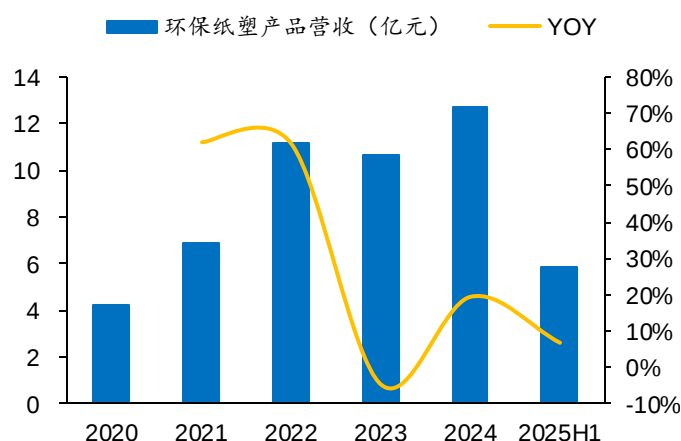


公司环保纸塑业务优势突出，发展空间仍广阔。公司环保包装业务涵盖以植物纤维为基础的材料、包装及各类非包装产品，在成本管控、品质创新和海外交付等方面打造立体竞争优势。公司不断加大环保纸塑业务的研发力度，在植物纤维非包装产品、生物基功能材料和环保新工艺研发等方面持续取得新突破，进一步巩固公司在绿色包装技术领域的领先地位。同时公司在引进大客户方面取得积极进展，海外市场订单量稳步提升。2024 年，公司在环保纸塑业务上取得营收 12.71 亿元，同比+19.45%，2020-2024 年营收 CAGR 为 31.39%。截止 2024 年，公司环保纸塑业务营收占比仅为 7.41%，营收占比仍较低。凭借优异的产品性能优势与丰富的客户资源，公司环保纸塑业务有望持续放量，营收占比仍有较大提升空间。

产能搬迁致使 25H1 纸塑业务平稳增长，未来有望持续放量。2025H1，公司环保纸塑包装业务实现营收增长 6.77%至 5.84 亿元。环保包装营收增速相对平稳，主因公司为规避关税风险，前瞻布局主动将纸浆模塑产能搬迁至海外，在转移产能的过程中损失了一部分生产效率。且 25H1 受美国征收额外关税影响，部分客户观望情绪严重，直接影响公司接单情况不及预期。展望未来，公司将环保业务产能转移至越南和印尼后，可享受较低关税税率。且东南亚地区工业生产人力需求旺盛，对餐包和工包的消费需求巨大。产能搬迁完成+关税影响消散+当地消费需求广阔，未来公司环保纸塑有望持续放量。

图表16：公司环保纸塑包装业务营收变动

图表17：公司环保纸塑包装营收占比仍较低



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

2.3、重型包装及卡牌潮玩等新需求保持高景气度，墨西哥基地投产有力支撑市场开拓

环保优势突出，重型纸包装有望持续替代木箱包装。重型纸包装多采用高定量牛皮纸、瓦楞原纸、箱板纸等高强度纸张，确保包装整体的抗张强度、耐破度和抗冲击性上，主要适用于重型或大宗物品包装，包括汽车、重型机械设备的运输包装，以及瓷砖、管材、板材等易碎建材的防护包装与传统的木箱相比，重型纸包装的原材料生长周期短至 1-2 年，生产过程中消耗的水资源及碳排放量大幅降低。且纸包装的循环利用率更高，实际生产成本更低。



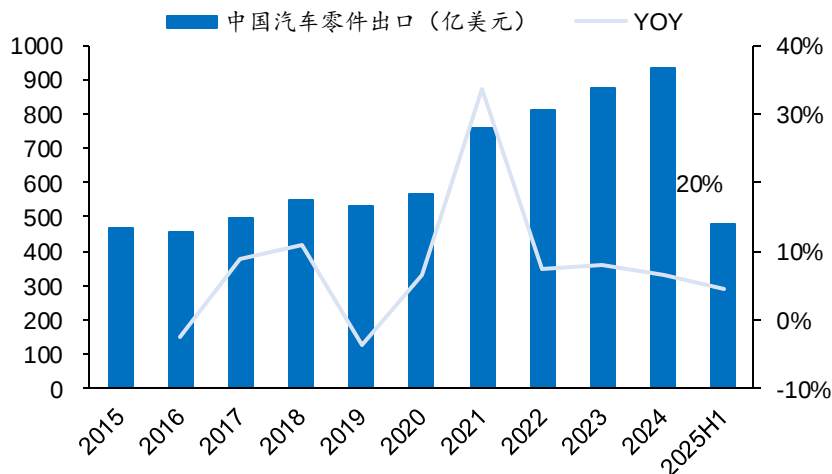
图表18：纸包装较木箱包装性能优势突出

	纸包装	木箱包装
原材料组成对比	原料中再生纤维占比达 75%-90%，竹纤维、甘蔗渣等非木纤维生长周期缩短至 1-2 年	依赖原生木材，森林砍伐率年均增长 2.3%，松木生长周期需 20-30 年
资源消耗对比	生产 1 吨纸包装耗水 15-20 吨。同等承重条件下，纸包装材料用量比木箱减少 60%	生产 1 吨木箱耗水 40-50 吨
碳排放对比	生产 1 吨纸包装产生二氧化碳 420kg	生产 1 吨木箱产生二氧化碳 1020kg
回收再利用	纸包装回收率 91%，单箱平均循环次数 5-8 次，再生纤维强度保留率 ≥80%	木箱回收率 38%，单箱平均循环次数 2-3 次
生产过程污染对比	纸包装厂中水回用率超 90%，铅、镉含量 ≤1ppm	木箱涂漆工序产生苯系物 VOCs 等有害物质，防腐剂砷含量达 5-10ppm
自然降解对比	自然环境下，无涂层纸包装 6 个月降解	木箱需 3-5 年才能分解

来源：工业包装俱乐部微信公众号，国金证券研究所

公司目前已有一定专利技术储备，主要服务于汽车零部件出口。裕同目前在重型纸包装领域已积累有一定技术储备，以多层瓦楞纸专利技术服务汽车零部件出口，如 2024 年 12 月公示的重型瓦楞纸包装箱和高强度复合瓦楞纸制造技术，整体使用强度高，在满足包装需求的同时还具备节约储运空间、满足环保要求等优点。就下游需求而言，2019-2024 年我国汽车零件出口金额 CAGR 为 11.99%，汽车出口整体保持较高景气度，为裕同发展重型包装提供相对稳定的包装需求。2024 年 9 月，裕同墨西哥基地正式投产，大大提升服务墨西哥本地及欧美市场客户的响应速度，有效支撑重型包装市场开拓。

图表19：中国汽车零件出口规模逐年攀升



来源：ifind，国金证券研究所

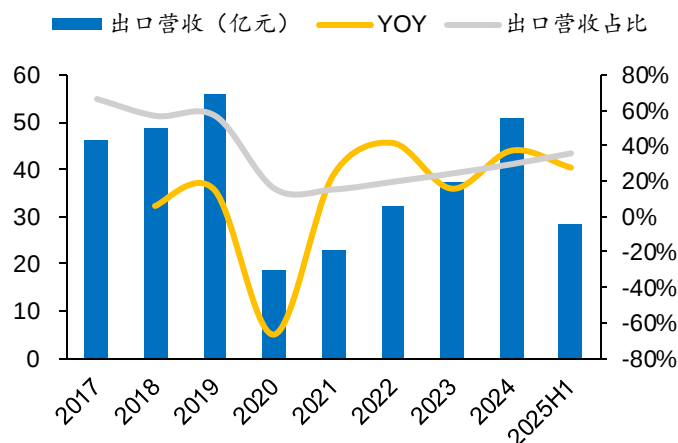
三、海外产能布局完善，有望持续抬升整体利润率

3.1、多重优势加持下，海外业务利润空间显著高于国内

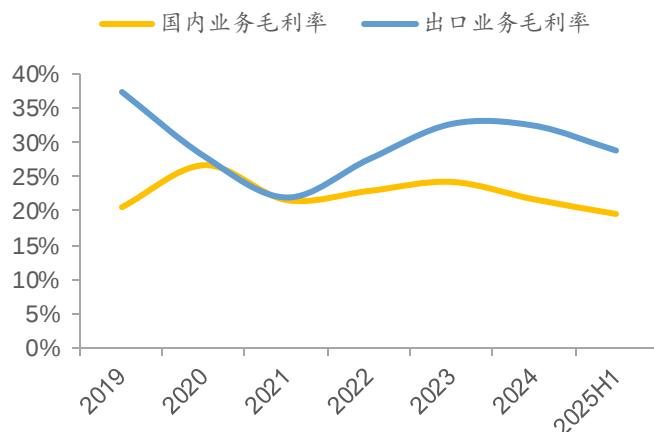
海外业务毛利率更高，有望抬升公司整体利润率。2020 年以来，公司海外业务毛利率显著高于国内，且毛利率优势持续扩大（2020 年：1.33%，2025H1：9.38%）。2023 年，子公司越南裕华净利率为 23.66%，较公司整体净利率的 9.82% 大幅领先 13.84pct。海外市场的盈利表现优于国内，主因：1）公司海外基地主要集中在越南等地，当地政府对外资企业的支持力度更大，公司享受的综合税率更低。2）海外基地在人力成本、厂房租金、水电等生产要素的价格更低。3）海外纸包装行业的竞争格局更优，客户提供的报价更高。预期随着公司持续将国内智能工厂建设经验复制至海外，海外新建产能逐渐渡过爬坡期后，海外业务的毛利率优势将会进一步释放，进一步抬升公司整体利润率。



图表20：公司海外业务营收保持较快增长



图表21：公司海外业务毛利率高于国内



来源：公司公告，国金证券研究所。注：2020 年开始，公司变更原有进出口业务
的统计口径，使得出口业务营收发生较大波动。

来源：公司公告，国金证券研究所

海外基地享受多项税收优惠，综合税率更低。裕同海外基地多集中在东南亚等地，越南、菲律宾等国对外资企业给予较多税收优惠政策。如越南裕同、越南裕华、越南裕展和菲律宾裕展生产基地位于当地保税区内，免收增值税。平阳裕同享受二免四减税收优惠，即第一个获利年度起前 2 年免税，后 4 年减税 50%。平阳裕同自 2020 年开始投产获利，2023-2026 年相应税收减半缴纳。

图表22：裕同海外子公司享受税收优惠情况

	增值税	所得税	税收优惠
越南裕同	经营所在地为保税区，增值税为 0	20%	-
越南裕华	经营所在地为保税区，增值税为 0	20%	若新增固定资产原价所占比重大于投资前固定资产原价总额的 20%，企业可选择延续现有项目的剩余优惠期或针对新增收入免税/减税，
越南裕展	经营所在地为保税区，增值税为 0	20%	
菲律宾裕同	经营所在地为保税区，增值税为 0	20%	自开始运营之日起六年内免所得税，之后十年适用 5%所得税
印度裕同	5%、12%、18%和 28%	25%	-
平阳裕同	10%	25%	自第一个获利年度起前 2 年免税，后 4 年减税 50%的税收
印尼裕同	11%	22%	-
墨西哥裕同	16%	30%	-

来源：公司公告，国金证券研究所

较早推进智能工厂建设，生产人员人效稳步提升。2019 年，裕同便开始打造智能制造多维架构，在智能工厂、智能生产、智能物流和智能服务等方面提出相应的解决方案。2019 年，裕同选择许昌作为首家智能工厂建设试点，2021 年投产并于 2023 年全面投入运营。在此基础上，裕同全面推广其他工厂的智能化改造，生产人效稳步提升。2024 年，公司生产人员人效为 104.08 万元/人，2019-2024 年 CAGR 为 10.57%。

国内智能工厂经验复制海外，保持较高生产效率。2024 年内，公司 7 个基地新导入智能物流系统，国内智能工厂覆盖度进一步提升，海外首家智能工厂成功落地越南。截止 2024 年底，公司已在全球 15 个基地完成智能物流系统导入，显著提高物料流转的效率和准确性；33 个基地已导入 SAP 系统，基本覆盖公司主要业务版块，为公司提供统一的管理平台，加强公司对各业务流程的控制和优化，提高决策的准确性和响应速度。公司逐步将国内智能工厂建设经验复制至海外新投产基地，预计将显著提升海外基地的生产运营效率，进一步提升海外业务的盈利空间。

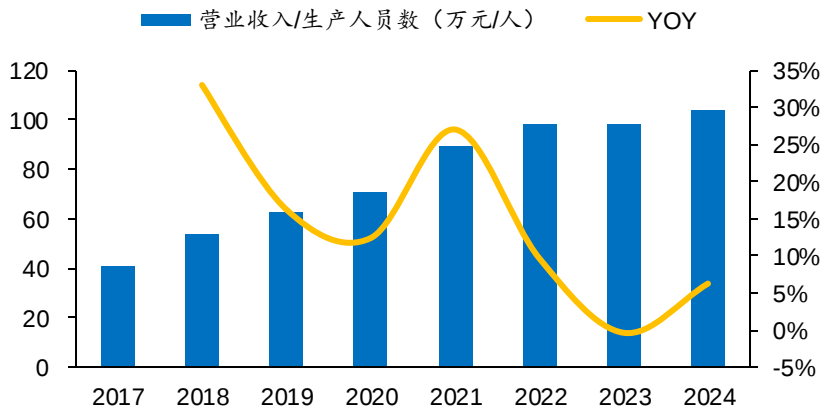
图表23：公司智能工厂建设实施效果



设计维度	具体实施效果
智能工厂	以 MES 系统为智能工厂框架的中心，下层打通数据采集，上层与 ERP 汇合，横向与 WMS、SCADA（数据采集）、AGV 的建制实现业务流、信息流和物流的三流融合，达成了车间仓库透明、车间数据实时采集、场内物流搬运少人化或无人化的目标。
智能生产	MES 系统功能包括安灯系统、品质管理、人员上岗、物料追溯等。智能车间在提升效率和品质的同时，也保持设备的稳定运转，在整个生产过程中可根据实时生产需求随时送料。WMS 与 AGV 系统打通后，物料可以做到“先进先出”，半成品 SAP 自动过账，进而对库存超期、呆滞问题进行实时预警。
智能物流	从码头物料入库开始，AGV 系统自动将物料配送检验，合格后会自动入库。通过 AGV 系统自动搬运到多层货架并自动入库、出库。出库时，通过工单信息可自动先进先出，整个车间基本实现搬运无人化。
智能服务	打造集中的战情指挥中心，将系统实时抓取的底层关键数据以及参数指标发送到战情指挥中心，管理层可以随时随地了解车间情况、设备状态以及经营状况等。

来源：《裕同科技印刷包装智能工厂建设思路》，国金证券研究所

图表24：公司生产人员人效稳步提升

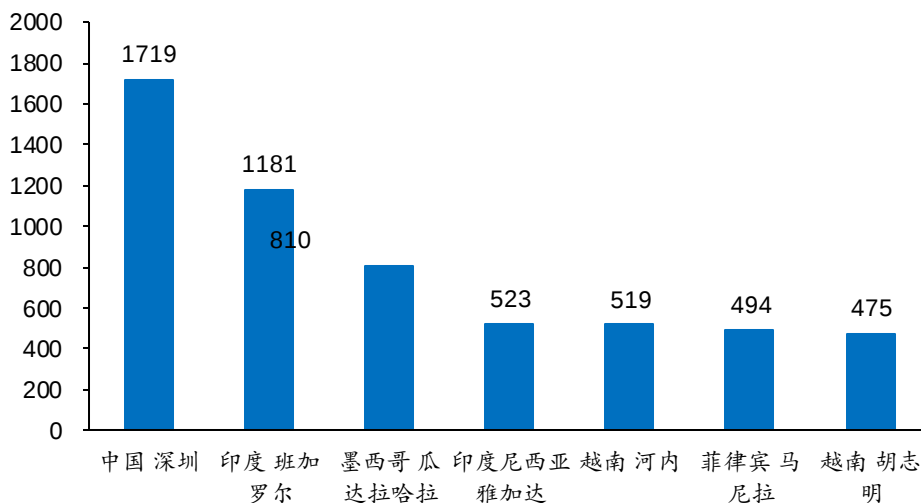


来源：公司公告，国金证券研究所

海外人力成本显著低于国内，高生产效率弥补部分人效差距。2024 年，包括越南河内、印尼马尼拉等裕同海外基地所在地的工资水平平均保持在 500 美元/年左右，工资水平更高的印度班加罗尔和墨西哥瓜达拉哈拉也只是在 1000 美元/年，远远低于裕同总部所在地深圳的 1700 美元/年。海外人工成本远低于国内，且即使海外工人生产素质不及国内，但公司持续推进海外智能工厂建设，高生产运营效率可弥补部分人效差距，预计海外工厂最终生产效率仍较优。



图表25：2024 年海外生产基地所在地工资水平对比（单位：美元/年）



来源：ifind，国金证券研究所

3.2、提早布局先发优势明显，深度切入国际客户供应链

截止 2024 年底，公司已在全球 10 个国家、40 座城市设有 40 余个生产基地和 4 个服务中心。凭借完善的全球化布局，公司深度切入国际客户供应链，快速响应客户需求，海外营收保持平稳增长。2024 年，公司海外业务实现营收 50.97 亿元，同比增长 36.81%，营收占比为 29.71%，2020-2024 年营收 CAGR 为 28.63%。2025H1，公司海外业务营收同比增长 27.21%至 28.23 亿元，海外营收占比为 35.84%，海外业务营收表现优于国内。

较同业提早布局海外产能，先发优势明显。公司早在 2010 年便成立越南裕同，目前越南基地已形成 3000 人的规模产能，生产链条完善，较同业公司具备一定的先发优势。公司海外基地的先发优势主要体现在：1）海外产能布局，从规划至投产需要 3-5 年的建设培育周期，裕同提前布局。充分享受东南亚等地较低的人力成本和完备的政策支持。而随着当地政府逐渐收紧对外资企业的政策优惠力度和包括人力、地租等生产要素价格的上涨，后进入企业已无法获得成本优势。2）裕同的海外布局规划一直跟随国际客户产能迁移而灵活调整，凭借优异的成本管控和高品质交付优势深度切入客户供应链。公司提早布局，已服务多个国际客户较长时间，形成了稳定的供应格局，市场地位稳固。

图表26：公司海外生产基地一览

国家	成立时间	公司名	所在地	主营范围
越南	2010 年 4 月	越南裕同印刷包装有限公司	越南北宁省	礼盒彩盒、说明书、纸箱
	2016 年 1 月	越南裕展包装科技有限公司	越南北宁省	彩盒、纸箱、纸袋等
	2016 年 9 月	平阳裕同包装科技有限责任公司	越南平阳省	彩盒、礼盒、纸箱等
	2020 年 1 月	越南裕华包装科技有限公司	越南北宁省	纸盒、纸箱、手机标签
印度	2017 年 2 月	裕同印刷包装（印度）私人有限公司	印度班加罗尔	包装材料、包装盒
印度尼西亚	2018 年 10 月	印尼裕同包装科技有限公司	印尼西爪哇省	包装材料、包装盒
泰国	2019 年 10 月	裕同-艺宝（泰国）有限公司	泰国北榄	包装材料、包装盒
马来西亚	2022 年 8 月	马来西亚裕同包装科技有限公司	马来西亚吉打州	纸质包装、植物纤维模压制品、可降解新材料制品
	2022 年 10 月	马来西亚裕展包装科技有限公司	马来西亚柔佛州	纸质包装、植物纤维模压制品、可降解新材料制品
菲律宾	2023 年 12 月	菲律宾裕同包装科技有限公司	菲律宾利帕地区	新开拓皮盒包装
墨西哥	2024 年 3 月	墨西哥裕同有限公司	墨西哥瓜达拉哈拉哈利斯科州	新开拓重型包装

来源：公司公告，国金证券研究所

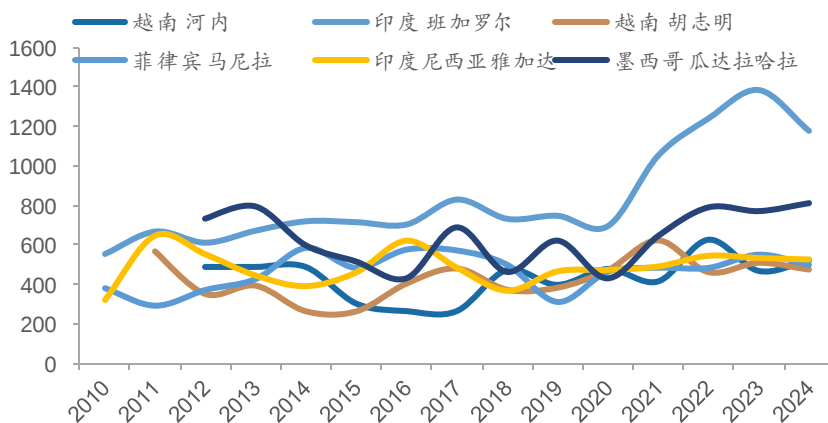


图表27：其他纸包装企业布局海外产能较晚

	首次布局海外时间	海外产能布局
合兴包装	2016 年	2020 年后加大在东南亚的自建投入，形成了覆盖纸箱、彩盒、环保包装的完整产品线。海外产能十分侧重快消品市场，在细分领域打造了多元化的业务组合。
美盈森	2017 年	自 2017 年在越南北宁省设立首家海外工厂以来，目前已在越南、泰国、马来西亚、墨西哥等国家建立生产基地，形成以东南亚为核心的海外产能网络。
紫江企业	2018 年	2018 年，在埃塞俄比亚投资设立“紫星包装”。2024 年底，子公司紫日包装在越南的工厂项目获得越南投资许可。
大胜达	2025 年	计划在泰国建设生产基地。项目达产后，将拥有年产 5000 万平方米瓦楞纸箱的生产能力，可同时承接跨国企业在东南亚的包装配套订单。

来源：印刷经理人，紫江企业官网，大胜达公司公告，国金证券研究所

图表28：海外劳动力成本上涨较快（单位：美元/年）



来源：ifind，国金证券研究所

菲律宾和墨西哥基地按时投产，海外业务增长空间持续释放。2024 年 7 月，公司菲律宾基地正式开业，在传统的彩盒、礼盒、说明书等产品外，开拓皮盒包装新品类。9 月，公司在美洲的首个生产基地——墨西哥基地开业，大大拓宽客户服务辐射范围的同时，有效支撑重型包装市场的拓展。目前两个基地虽已正式投产，但仍处产能爬坡期。预计后续随着产能利用率的上升，公司持续开拓当地客户资源、有效承接客户需求，海外业务增长空间持续释放。

以优质客户明确需求为导向推进海外产能，有望贡献业绩增量。公司海外产能扩张始终坚持以优质客户明确的产能需求为导向审慎进行，核心客户要求产能迁移时，公司会首先进行市场需求考察和投资回报周期测算，并在 1-2 年内完成工厂建设并投产，兼顾及时满足客户需求与审慎扩张节奏。目前药包、奢侈品、日化等行业的欧美客户中，大部分包装需求仍是由国内或东南亚产业链承接，难以及时满足高端定制化需求。而公司在成本管控和高品质交付具备显著优势，预期未来随着国际化布局的进一步完善，公司有望切入欧美客户当地供应链，持续贡献高营收高净利率业绩增量。



图表29：公司全球化布局卓有成效



来源：裕同科技官方微信公众号，国金证券研究所

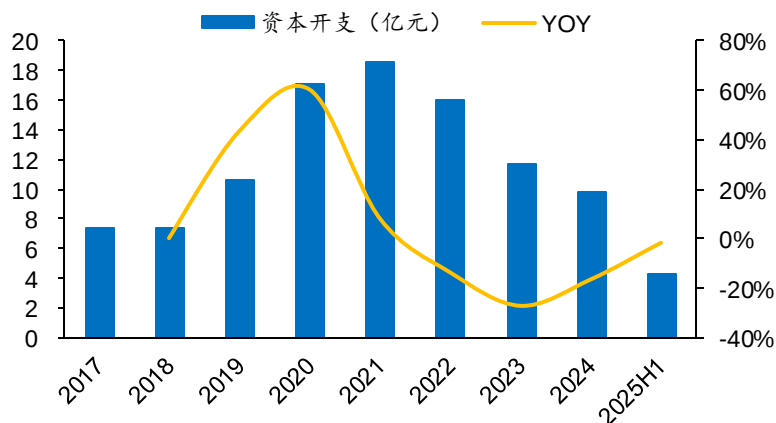
3.3、新发股权激励抬升后续发展确定性，未来有望保持高分红水平

国内产能建设完善，海外基地以轻资产运营为主，整体资本开支水平有限。公司深耕国内市场多年，已形成以深圳为总部、覆盖沿海及中西部地区完备的产能布局，目前产能可完全满足国内客户需求。海外产能建设上，公司倾向于轻资产运营，不大规模购置土地厂房等重资产，采用租赁模式利用当地已有的成熟工业体系，因此虽然过去几年海外项目持续投产，但整体资本开支却逐年下降，公司资本开支为 9.78 亿元，同比减少 16.34%，较最高点 2021 年的 18.52 亿元减少 47.19%。公司国内已无大规模产能建设，海外项目以轻资产运营为主，预计未来资本开支将保持较为可控的水平。

新发股权激励抬升未来发展确定性，未来增长路径清晰。2025 年 8 月，公司发布 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。公司基本盘业务增长稳健，消费电子、环保纸塑包装提供的业绩增长已具备较强的确定性，同时新业务拓展（如 AI 类新硬件产品、卡牌潮玩等情绪价值消费需求）带来的业务机会也可提供相当的增长弹性。基本盘稳健增长+新需求贡献新增量，公司实现股权激励利润指引目标已有明确的增长路径。

成长性高股息资产属性突出，未来有望保持高分红水平。2024 年 8 月，公司发布质量回报双提升行动方案，宣布 2023-2025 年度，公司每年现金分红比例不少于归母净利润的 60%。2023 与 2024 年，公司股利支付率分别为 60.29%与 60.22%，对应的股息率分别为 3.44%和 3.45%，2025H1 股利支付率为 70.18%，分红水平较 2022 年之前大幅提升。公司作为国内纸包装行业龙头，市场地位稳固，环保纸塑包装等新需求和海外市场持续业绩增量，叠加资本开支保持较低水平，公司未来有望保持高分红水平。

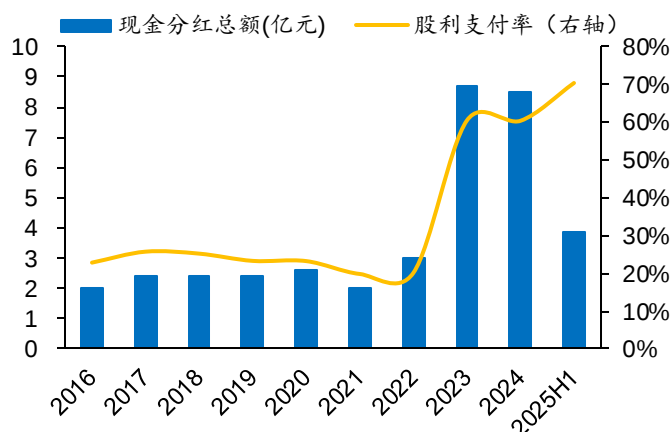
图表30：公司资本开支水平逐渐下降



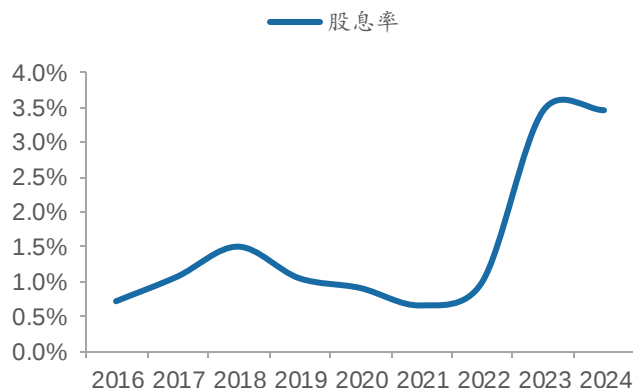
来源：公司公告，国金证券研究所



图表31：2023年以来公司股利支付率提升至60%以上



图表32：2023年以来公司股息率在3.4%以上



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

四、盈利预测

分业务：

1) 消费电子包装：国内市场看，核心客户新品迭代叠加国补政策延续，有力刺激电子3C产品需求释放。且公司稳步拓展包装新需求，在机器人、IP潮玩卡牌和重型包装等多个方向上均有布局。海外市场上，公司深度切入核心客户国际供应链，稳步拓展海外产能以就近承接客户需求，持续贡献业绩增量。预计未来消费电子包装板块将保持稳健复苏的态势，预计2025-2027年营收同比+12.0%/+8.0%/+7.0%。

2) 酒包业务：公司在酒包装领域已有较高的客户覆盖度，近年来顺利绑定优质客户，与大客户合作加深后后续增长动力充沛。2023年成都裕同智能工厂一期建设完成，酒包业务自动化、信息化程度持续加强。预计2025-2027年营收同比+20.0%/+15.0%/+15.0%。

3) 烟包业务：2024年10月，公司战略性剥离武汉艾特相关业务，烟包整体经营并未受损。且近年来公司全面推进烟包业务的全球化和智能化布局，智能制造体系下烟包业务的质量管理和生产效率大大提升，同时整合国内已有研发资源，积极开拓俄罗斯等海外客户。伴随烟包投招标市场化程度的持续加深，公司烟包业务迎来发展新机遇，预计2025-2027年营收同比-40.0%/+20.0%/+20.0%。

4) 环保纸塑业务：国家政策与行业新需求推动下，环保纸塑包装的发展趋势已十分明朗，市场规模不断扩大。公司不断加大环保纸塑业务的研发力度，在成本管控、品质创新和海外交付等方面打造立体竞争优势，市场份额稳步提升。公司有力承接海内外客户环保纸塑需求，预计2025-2027年营收同比+30.0%/+20.0%/+18.0%。

5) 化妆品包装：公司多年来致力于化妆品包装专项制造能力及精品礼盒的印后自动化水平，以优质的创新能力和快速稳定的交付优势实现多个高端客户份额的持续增长，预计2025-2027年营收同比+15.0%/+15.0%/+15.0%。

毛利率：整体来看，核心客户面临的市场竞争态势已相对好转，公司整体盈利态势自2022年以来已有明显好转。国内市场来看，传统的消费电子业务毛利率已呈企稳态势，环保纸塑、烟酒包装及公司新开拓的机器人、IP潮玩卡牌和重型包装等业务有更高的毛利率且处于快速发展期。海外市场上，在更优的客户报价、智能化改造、税收政策等优势加持下，海外业务毛利率显著高于国内。预计未来随着海外产能的持续放量，公司整体毛利率有望持续提升，预计2025-2027年毛利率分别为25.5%/26.1%/26.5%。

费用端：

销售费用：公司目前已打造成熟的营销网络和销售团队，整体销售费率保持在较为可控的水平，预计2025-2027年销售费率分别为2.90%/3.00%/3.00%。

管理费用：公司虽在海外仍有一定的产能投产规划，但智能化改造下人力成本支出整体可控，降本增效成果显著。公司新发股权激励计划，预计2025-2027年管理费用有一定增加，2025-2027年管理费率分别为6.65%/6.70%/6.75%。

研发费用：纸包装行业新需求不断涌现，公司为抓住新客户新机遇，近年来在新技术新工



艺研发上一直保持较高投入，预计 2025-2027 年研发费率分别为 4.20%/4.20%/4.30%。

图表33：裕同科技营收拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（亿元）	163.6	152.2	171.6	190.0	210.8	232.4
毛利率	23.7%	26.2%	24.8%	25.5%	26.1%	26.5%
YOY (%)	10.2%	-7.0%	12.7%	10.8%	10.9%	10.3%
ICT包装（亿元）	110.1	102.4	113.7	127.3	137.5	147.1
YOY (%)	17.1%	-7.0%	11.0%	12.0%	8.0%	7.0%
酒包业务（亿元）	12.2	11.6	13.9	16.7	19.2	22.1
YOY (%)	-8.3%	-5.0%	20.0%	20.0%	15.0%	15.0%
烟包业务（亿元）	8.5	8.8	10.5	6.3	7.6	9.1
YOY (%)	-3.4%	3.0%	20.0%	-40.0%	20.0%	20.0%
环保业务（亿元）	11.2	10.6	13.6	17.6	21.2	25.0
YOY (%)	62.3%	-5.4%	28.0%	30.0%	20.0%	18.0%
化妆品包装（亿元）	3.5	3.2	3.3	3.8	4.4	5.0
YOY (%)	2.9%	-10.0%	5.0%	15.0%	15.0%	15.0%
其他业务（亿元）	18.1	15.7	16.6	18.3	21.0	24.2
YOY (%)	-18.0%	-13.1%	5.6%	10.0%	15.0%	15.0%

来源：ifind，国金证券研究所

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。

我们预计 2025-2027 年公司营业收入 190.02 /210.80 /232.44 亿元，同比 +10.75%/+10.94%/+10.26%，公司归母净利润 16.60/18.47/21.01 亿元，同比 +17.86%/+11.25%/+13.75%。2025-2027 年 EPS 分别为 1.80/2.01/2.28 元，对应 PE 分别为 15X/13X/11X。参考可比公司 PE 均值，给予公司 2025 年 17XPE，对应目标股价为 30.66 元。维持“买入”评级。

图表34：裕同科技可比估值

代码	名称	股价（元）	EPS					PE			
			2023	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
600210.SH	紫江企业	7.47	0.37	0.53	0.56	0.52	0.64	12.40	13.46	14.37	11.67
002701.SZ	奥瑞金	5.56	0.30	0.31	0.49	0.53	0.61	18.36	11.46	10.59	9.16
002228.SZ	合兴包装	3.28	0.09	0.08	0.14	0.19	-	39.21	23.43	17.26	-
002735.SZ	王子新材	16.11	0.20	-0.18	0.39	0.66	0.95	-51.64	41.31	24.41	16.96
002014.SZ	永新股份	11.25	0.67	0.76	0.83	0.92	1.01	14.35	13.50	12.23	11.13
平均值									20.63	15.77	12.23
002831.SZ	裕同科技	26.12	1.55	1.51	1.80	2.01	2.28	17.26	14.48	13.02	11.44

来源：ifind，国金证券研究所

五、风险提示

- 下游需求不及预期风险。公司的下游客户包括消费电子、烟酒、化妆品等领域的头部企业，若未来下游消费不景气，会导致公司业绩不达预期。
- 原材料价格波动的风险。在成本结构中，原材料占比相对较高，若未来原材料价格或供应情况发生大幅波动，将导致公司盈利能力发生波动。
- 海外市场拓展不及预期。公司着力开拓海外市场，海外市场占比不断提升。虽然公司



始终坚持以核心客户的需求转移为建设海外产能的核心导向，但仍存在海外市场产能建设和客户需求拓展不及预期的风险。

- 汇率波动的风险。FY2024 公司海外市场营收占比 29.7%，如果公司未来以外币结算的收入持续增加，或者人民币大幅升值，公司又无法通过有效手段进行规避，将可能对经营业绩产生不利影响。
- 核心客户流失风险。2015 年公司开启全面发展战略降低客户集中风险，但近年来五大客户营收占比保持在 40%左右，依旧保持较高水平。若未来核心客户流失，将对公司营收带来不利影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
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	-551	-632	-697
%销售收入	2.5%	2.7%	2.9%	2.9%	3.0%	3.0%
管理费用	-890	-970	-1,089	-1,264	-1,412	-1,569
%销售收入	5.4%	6.4%	6.3%	6.7%	6.7%	6.8%
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	2,119	2,445	2,754
%销售收入	11.2%	11.9%	10.5%	11.2%	11.6%	11.9%
财务费用	25	-28	32	-101	-124	-109
%销售收入	-0.2%	0.2%	-0.2%	0.5%	0.6%	0.5%
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	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,857	1,790	1,766	2,024	2,292	2,612
营业利润率	11.3%	11.8%	10.3%	10.6%	10.9%	11.2%
营业外收支	-51	-21	-30	10	-25	-35
税前利润	1,806	1,769	1,736	2,034	2,267	2,577
利润率	11.0%	11.6%	10.1%	10.7%	10.8%	11.1%
所得税	-229	-275	-285	-325	-363	-412
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	1,708	1,904	2,164
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	1,660	1,847	2,101
净利率	9.1%	9.4%	8.2%	8.7%	8.8%	9.0%

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	1,708	1,904	2,164
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	281	358	377
营运资金变动	44	1,123	-681	-792	-387	-392
经营活动现金净流	2,621	3,673	1,980	1,856	2,624	2,936
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	0	0	0
投资活动现金净流	-2,456	-1,927	-560	-1,250	-673	-842
股权募资	26	4	14	0	0	0
债权募资	543	-703	-401	1,848	-61	-52
其他	-931	-898	-1,025	-1,248	-1,399	-1,545
筹资活动现金净流	-362	-1,597	-1,412	600	-1,460	-1,597
现金净流量	-59	168	61	1,206	491	497

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,317	3,496	2,879	3,978	4,395	4,840
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	14,952	16,158	17,439
%总资产	57.8%	56.1%	58.4%	60.7%	62.8%	64.6%
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%	37.2%	35.4%
资产总计	22,186	22,522	24,641	25,741	27,012	
短期借款	4,263	4,588	4,868	6,658	6,573	6,501
应付款项	3,356	4,039	4,031	3,713	4,087	4,483
其他流动负债	583	538	589	724	810	905
流动负债	8,202	9,165	9,488	11,095	11,470	11,889
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	12,167	12,471	12,838
普通股股东权益	10,241	11,052	11,483	12,147	12,885	13,726
其中：股本	931	931	931	931	931	931
未分配利润	7,278	8,076	8,616	9,280	10,019	10,859
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	24,641	25,741	27,012

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.599	1.545	1.514	1.804	2.006	2.282
每股净资产	11.006	11.877	12.340	13.195	13.998	14.911
每股经营现金净流	2.816	3.948	2.128	1.995	2.820	3.155
每股股利	0.330	0.950	0.930	1.070	1.191	1.355
回报率						
净资产收益率	14.53%	13.01%	12.27%	13.67%	14.33%	15.31%
总资产收益率	7.06%	6.48%	6.25%	6.74%	7.18%	7.78%
投入资本收益率	9.57%	8.94%	8.69%	8.98%	10.01%	10.84%
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%	17.41%	15.42%	12.64%
净利润增长率	46.27%	-3.35%	-2.05%	17.86%	11.25%	13.75%
总资产增长率	12.60%	5.32%	1.51%	9.41%	4.46%	4.94%
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%	15.90%	11.17%	6.81%
EBIT 利息保障倍数	-72.5	65.5	-56.7	20.9	19.8	25.3
资产负债率	48.95%	47.75%	47.77%	49.38%	48.45%	47.53%

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	8	8	8	10	29
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究