

裕同科技(002831)

报告日期: 2025 年 09 月 04 日

股权激励强化信心，分红回馈力度加大

——裕同科技点评报告

投资要点

□ 公司公告

25H1 实现营收 78.76 亿（同比+7.10%，下同）、归母净利 5.54 亿（+11.42%）、扣非净利 5.60 亿（+7.11%）。
25Q2 单季营收 41.76 亿（+7.71%）、归母净利 3.13 亿（+12.34%）。考虑公司在 24Q4 剥离了武汉艾特，预计内生增长更优。
同时公告中期分红 3.89 亿元，分红比例提高到 70%（24 年报为 60%），提升幅度超预期。

□ 发布员工持股计划，强化发展信心

本次员工持股计划募集资金总额不超过 2.08 亿元，受让回购专户股份的价格为 12.6 元/股，参考公告日 8 月 26 日公司收盘价 25.55 元/股，本次员工激励力度较大。参与对象包括 9 位高管人员以及不超过 390 人的员工，覆盖面广。考核目标为 2025-2027 年归母净利润以 2024 年为基础增长不低于 10%/20%/30%，触发值为 8%/18%/28%，若按 100%解锁比例的目标计算 2025-2027 年归母净利不低于 15.49/16.9/18.31 亿元。

□ 出海进程加速，看好盈利中枢抬升

1) 25H1 海外业务表现亮眼，实现收入 28.23 亿（+27.21%），表现优于国内收入为 50.53 亿（-1.59%），公司全球化生产基地布局的优势凸显。且海外业务盈利能力更强，毛利率达 28.79%，显著高于国内的 19.41%，主要得益于海外竞争格局较优，公司议价能力更强。
2) 海外产能布局上，新设印尼裕同环保科技有限公司，再下一城，已在全球 10 个国家设有 40 多个生产基地。
3) 关税影响可控：产品多交付给组装厂（如富士康），不直接报关出口美国。3C 包装在价值链上占比低，且价格竞争激烈，裕同依托每年在产线技改、工艺 & 材料优化上的努力，才得以实现利润率的超额，产业链压价空间我们认为有限。
4) 新业务注塑及新消费具备潜力：其他产品（主要为注塑业务）实现收入 3.79 亿（同比+57.84%），作为现有客户的配套业务，起量迅速。同时公司积极拓展潮玩、卡牌等新消费领域包装，虽体量较小、但具备潜力。

□ 财务指标

25Q2 毛利率同比-1.6pct，期间费用率合计-2.09pct，其中销售费用率-0.4pct，管理+研发费用率-1.13pct，财务费用率-0.57pct，整体归母净利率+0.31pct。

□ 盈利预测与估值

裕同是多元纸包装龙头，海外供应链的前瞻布局，使得公司在存量客户份额提升的同时，还能够挖掘当地市场包装业务，面临的竞争格局也更优，看好长期收入成长与盈利中枢上行，持续推荐。预计 2025-2027 年收入 188.78 亿（+10.03%）、211.12 亿（+11.83%）、235.34 亿（+11.47%），归母净利 16.68 亿（+18.44%）、18.62 亿（+11.59%）、20.58 亿（+10.53%），对应 PE 分别为 14.41X、12.91X、11.68X，维持“买入”评级。

□ 风险提示：产业链压价、原材料大幅涨价

投资评级：买入(维持)

分析师：史凡可

执业证书号：S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

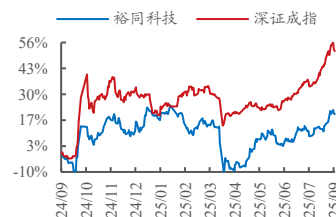
分析师：傅嘉成

执业证书号：S1230521090001
fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 26.12
总市值(百万元)	24,043.81
总股本(百万股)	920.51

股票走势图



相关报告

- 《Q1 经营稳健向好，25 年期待利润修复》 2025.04.30
- 《国补+新品催化景气》 2025.01.25
- 《多省市开启 3C 补贴活动，兼具分红价值与成长弹性》 2024.12.23

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,157	18,878	21,112	23,534
(+/-) (%)	12.71%	10.03%	11.83%	11.47%
归母净利润	1,409	1,668	1,862	2,058
(+/-) (%)	-2.05%	18.44%	11.59%	10.53%
每股收益(元)	1.53	1.81	2.02	2.24
P/E	17.07	14.41	12.91	11.68

资料来源：浙商证券研究所

表1：裕同科技财务数据一览（单位：百万元）

单位：百万元	2023A	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q3	2024Q4	2024A	2025Q1	2025Q2	2025H1
营业总收入	15222.70	3,475.81	3,877.61	7353.41	4,905.21	4,898.31	17156.94	3,699.01	4,176.71	7875.71
YOY	-6.96%	19.37%	12.28%	15.52%	10.45%	10.92%	12.71%	6.42%	7.71%	7.10%
归母净利润	1,438.09	218.66	278.40	497.05	616.98	294.53	1,408.56	241.09	312.75	553.84
YOY	-3.35%	20.55%	11.23%	15.15%	11.41%	-34.93%	-2.05%	10.26%	12.34%	11.42%
扣非归母净利润	1,494.04	242.98	279.49	522.46	607.15	384.38	1,514.00	246.31	313.28	559.59
YOY	-1.40%	54.32%	-19.01%	3.96%	13.73%	-16.01%	1.34%	1.37%	12.09%	7.11%
毛利率	26.23%	22.09%	24.95%	23.60%	27.57%	23.82%	24.80%	22.13%	23.35%	22.77%
期间费用率	13.87%	13.89%	15.02%	14.48%	11.95%	13.36%	13.44%	14.61%	12.93%	13.72%
其中：销售费用	417.47	93.76	131.97	225.73	132.51	146.32	504.56	103.46	125.64	229.10
销售费用率	2.74%	2.70%	3.40%	3.07%	2.70%	2.99%	2.94%	2.80%	3.01%	2.91%
其中：管理费用	969.79	239.03	266.92	505.95	262.25	320.82	1,089.01	263.19	261.02	524.21
研发费用	695.88	160.14	189.27	349.41	188.60	205.94	743.95	181.59	183.12	364.71
管理+研发费用率	10.94%	11.48%	11.76%	11.63%	9.19%	10.75%	10.68%	12.02%	10.63%	11.29%
其中：财务费用	27.74	-10.28	-5.78	-16.06	2.69	-18.44	-31.81	-7.98	-29.82	-37.81
财务费用率	0.18%	-0.30%	-0.15%	-0.22%	0.05%	-0.38%	-0.19%	-0.22%	-0.71%	-0.48%
归母净利率	9.45%	6.29%	7.18%	6.76%	12.58%	6.01%	8.21%	6.52%	7.49%	7.03%
存货	1,619.15	1,515.05	1,705.64	1,705.64	1,896.78	1,748.86	1,748.86	1,696.46	1,770.08	1,770.08
应收账款	5,691.89	4,771.20	4,819.23	4,819.23	5,785.45	6,402.20	6,402.20	5,323.31	5,433.71	5,433.71
应付账款及应付票据	3,779.31	3,137.22	3,293.11	3,293.11	3,896.28	3,840.98	3,840.98	3,423.85	3,598.01	3,598.01
预收账款	77.96	81.84	95.98	95.98	84.92	70.66	70.66	81.72	62.25	62.25
经营性现金流净额	3673.42	797.91	493.66	1,291.57	321.07	367.46	1,980.10	1,059.72	510.95	1,570.67
筹资性现金流净额	-1,596.93	-158.12	-459.34	-617.47	-352.23	-442.61	-1,412.31	193.70	-934.82	-741.12
资本开支	1,169.05	211.72	228.18	439.90	201.37	337.02	978.29	223.71	209.77	433.47
ROE	13.51%	1.96%	2.51%	4.52%	5.56%	2.59%	12.50%	2.08%	2.72%	4.86%
资产负债率	47.75%	45.24%	47.08%	47.08%	48.50%	47.77%	47.77%	46.01%	47.69%	47.69%

资料来源：Wind、公司公告，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	13,143	15,179	17,364	19,947
现金	2,879	4,675	4,926	7,296
交易性金融资产	1,182	1,182	1,182	1,182
应收账款	6,404	6,358	8,086	8,003
其它应收款	226	36	304	83
预付账款	238	298	320	352
存货	1,749	2,294	2,210	2,693
其他	466	337	337	337
非流动资产	9,378	10,078	10,513	10,785
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	26	35	43	52
固定资产	6,737	7,142	7,497	7,773
无形资产	593	584	566	557
在建工程	82	112	82	62
其他	1,941	2,206	2,325	2,340
资产总计	22,522	25,258	27,877	30,732
流动负债	9,488	10,489	11,169	11,881
短期借款	4,176	4,325	4,474	4,558
应付款项	3,841	4,495	4,943	5,478
预收账款	0	0	0	0
其他	1,471	1,668	1,751	1,846
非流动负债	1,272	1,272	1,272	1,272
长期借款	485	485	485	485
其他	786	786	786	786
负债合计	10,760	11,760	12,440	13,153
少数股东权益	279	347	424	508
归属母公司股东权益	11,483	13,151	15,013	17,070
负债和股东权益	22,522	25,258	27,877	30,732

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,980	3,029	1,203	3,154
净利润	1,451	1,736	1,939	2,143
折旧摊销	905	537	493	409
财务费用	48	128	132	135
投资损失	216	19	42	47
营运资金变动	(681)	611	(1,402)	415
其它	41	(2)	(1)	5
投资活动现金流	(560)	(1,254)	(969)	(733)
资本支出	(941)	(1,094)	(858)	(704)
长期投资	25	(142)	(69)	18
其他	355	(19)	(42)	(47)
筹资活动现金流	(1,412)	21	17	(52)
短期借款	(48)	149	149	83
长期借款	(253)	0	0	0
其他	(1,111)	(128)	(132)	(135)
现金净增加额	61	1,796	251	2,369

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,157	18,878	21,112	23,534
营业成本	12,903	14,291	15,982	17,815
营业税金及附加	112	110	129	145
营业费用	505	513	591	664
管理费用	1,089	1,133	1,267	1,412
研发费用	744	812	908	1,012
财务费用	(32)	47	24	37
资产减值损失	(59)	0	0	0
公允价值变动损益	26	0	0	0
投资净收益	(138)	(19)	(42)	(47)
其他经营收益	131	121	150	166
营业利润	1,766	2,067	2,309	2,553
营业外收支	(30)	10	10	10
利润总额	1,736	2,077	2,319	2,563
所得税	285	341	381	421
净利润	1,451	1,736	1,939	2,143
少数股东损益	42	67	77	85
归属母公司净利润	1,409	1,668	1,862	2,058
EBITDA	2,790	2,678	2,878	3,061
EPS（最新摊薄）	1.53	1.81	2.02	2.24

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	12.71%	10.03%	11.83%	11.47%
营业利润	-1.37%	17.03%	11.75%	10.56%
归属母公司净利润	-2.05%	18.44%	11.59%	10.53%
获利能力				
毛利率	24.80%	24.30%	24.30%	24.30%
净利率	8.21%	8.84%	8.82%	8.74%
ROE	12.27%	12.69%	12.40%	12.06%
ROIC	9.02%	9.25%	9.30%	9.37%
偿债能力				
资产负债率	47.77%	46.56%	44.63%	42.80%
净负债比率	24.03%	8.74%	6.98%	-6.88%
流动比率	1.39	1.45	1.55	1.68
速动比率	1.14	1.17	1.30	1.39
营运能力				
总资产周转率	0.77	0.79	0.79	0.80
应收账款周转率	2.84	3.00	3.00	3.00
应付账款周转率	4.52	4.50	4.43	4.48
每股指标(元)				
每股收益	1.53	1.81	2.02	2.24
每股经营现金	2.15	3.29	1.31	3.43
每股净资产	12.47	14.29	16.31	18.54
估值比率				
P/E	17.07	14.41	12.91	11.68
P/B	2.09	1.83	1.60	1.41
EV/EBITDA	10.05	7.73	7.16	5.98

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>