

裕同科技（002831）

证券研究报告

2025 年 11 月 01 日

25Q3 盈利能力稳步提升

公司发布 2025 年三季报

25Q3 公司实现收入 47.3 亿元,同比-3.7%;归母净利润 6.3 亿元,同比+1.6%;扣非归母净利润 6.2 亿元,同比+2.9%;

25Q1-3 公司实现收入 126.0 亿元,同比+2.8%;归母净利润 11.8 亿元,同比+6.0%;扣非归母净利润 11.8 亿元,同比+4.9%;

25Q3 公司毛利率 28.7%,同比+1.2pct,归母净利率 13.3%,同比+0.7pct,盈利能力表现靓丽。

公司坚持高比例现金分红+回购,上市以来合计实施现金分红 37.9 亿元,合计回购 8.7 亿元,高度重视股东回报。

积极推进海外布局,先发优势明确

据公司公告,截至 2025 年 5 月公司海外产能占比 20%左右,中长期海外占比会持续提高,国内、海外长期来看有机会做到各自 50%的产能分配比例。由于海外竞争格局优于国内,因此在净利率方面更具优势,短期海外产能爬坡阶段利润率难有明显提升,2-3 年后海外产能进入一个相对稳定的阶段后净利率水平有望提升。

目前公司考虑通过与客户共建或者与当地企业合作的形式实现海外扩张,进而降低本地化经营风险;此外并购也是选择之一,目前会优先考虑一些规模小,但在细分领域有竞争力、有本土化优势的企业,降低公司海外经营风险,同时为公司的国际化团队做一些补充。

相比竞争对手而言,首先,公司海外产能具备先发优势,越南生产基地已形成 3000 人规模产能,而当地同行多为中小型工厂;国内包装企业若只服务于国内客户,竞争压力会很大,而服务国际客户就需要在海外进行布局,但现在布局东南亚等地需 3-5 年建设培育周期,而东南亚等地劳动力成本逐年上涨,优秀人才短缺,因此后建厂的企业难以获得成本优势。其次,公司国内已经建设完成多个智能化工厂,可以将经验快速复制到海外,在人均效率及成本控制上将明显领先于本地工厂。最后,公司已服务诸多国际大客户,形成了稳定的供应格局,近期有多个海外包装企业主动找到公司寻求本土化合作,公司也将积极抓住部分海外地区消费升级的机遇。

调整盈利预测,维持“买入”评级

根据 25Q1-3 业绩情况,考虑当前消费环境影响,我们预计 25-27 年归母净利润分别为 16.0/18.4/21.2 亿元(前值分别为 16.0/18.9/22.6 亿元),对应 PE 分别为 16X/14X/12X。

风险提示:消费电子需求不及预期,海外工厂经营风险,关税风险等

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	15,222.70	17,156.94	18,304.39	19,888.39	21,984.90
增长率(%)	(6.96)	12.71	6.69	8.65	10.54
EBITDA(百万元)	3,083.78	3,110.93	2,784.02	3,112.31	3,589.80
归属母公司净利润(百万元)	1,438.09	1,408.56	1,601.58	1,836.54	2,116.77
增长率(%)	(3.35)	(2.05)	13.70	14.67	15.26
EPS(元/股)	1.56	1.53	1.74	2.00	2.30
市盈率(P/E)	17.47	17.83	15.69	13.68	11.87
市净率(P/B)	2.27	2.19	2.10	2.00	1.89
市销率(P/S)	1.65	1.46	1.37	1.26	1.14
EV/EBITDA	8.27	8.12	8.99	7.65	6.52

资料来源:wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/包装印刷
6 个月评级	买入(维持评级)
当前价格	27.33 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	920.51
流通 A 股股本(百万股)	510.99
A 股总市值(百万元)	25,157.63
流通 A 股市值(百万元)	13,965.44
每股净资产(元)	12.51
资产负债率(%)	47.59
一年内最高/最低(元)	28.15/19.74

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
张彤	分析师
SAC 执业证书编号: S1110525100002	
zhangtong@tfzq.com	

股价走势



资料来源:聚源数据

相关报告

- 1 《裕同科技-半年报点评:成长扎实稳健》 2025-09-19
- 2 《裕同科技-年报点评报告:全球产能布局优势凸显》 2025-05-06
- 3 《裕同科技-公司点评:3C 以旧换新或带动包装需求向上》 2024-12-30

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,495.88	2,878.80	3,660.88	4,295.88	4,678.88
应收票据及应收账款	5,694.53	6,403.63	6,970.59	7,674.34	8,243.89
预付账款	232.02	238.40	262.40	278.13	315.21
存货	1,619.15	1,748.86	2,127.77	2,046.87	2,427.66
其他	1,406.49	1,873.46	1,672.31	1,883.24	1,741.46
流动资产合计	12,448.07	13,143.15	14,693.94	16,178.46	17,407.09
长期股权投资	16.17	26.00	26.00	26.00	26.00
固定资产	6,504.73	6,736.67	6,341.82	5,868.32	5,306.16
在建工程	337.20	81.72	162.20	169.54	146.68
无形资产	699.42	592.59	554.30	516.00	477.71
其他	2,180.70	1,941.39	1,638.58	1,583.06	1,614.91
非流动资产合计	9,738.22	9,378.36	8,722.90	8,162.92	7,571.45
资产总计	22,186.29	22,521.51	23,416.84	24,341.38	24,978.55
短期借款	4,224.34	4,176.41	4,723.01	4,056.00	3,985.00
应付票据及应付账款	3,779.31	3,840.98	3,842.78	4,832.76	4,580.00
其他	1,083.72	1,400.01	1,458.23	1,353.12	1,566.87
流动负债合计	9,087.37	9,417.40	10,024.01	10,241.87	10,131.87
长期借款	738.64	485.30	476.00	452.00	430.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	690.71	786.20	670.80	715.91	724.30
非流动负债合计	1,429.35	1,271.50	1,146.80	1,167.91	1,154.30
负债合计	10,594.68	10,759.56	11,170.81	11,409.78	11,286.18
少数股东权益	540.04	279.41	310.09	344.36	381.71
股本	930.51	930.51	920.51	920.51	920.51
资本公积	1,928.29	1,952.59	1,698.58	1,698.58	1,698.58
留存收益	8,541.58	9,081.23	9,689.83	10,369.35	11,110.22
其他	(348.81)	(481.78)	(372.99)	(401.19)	(418.65)
股东权益合计	11,591.61	11,761.96	12,246.03	12,931.61	13,692.37
负债和股东权益总计	22,186.29	22,521.51	23,416.84	24,341.38	24,978.55

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,494.46	1,451.04	1,601.58	1,836.54	2,116.77
折旧摊销	725.11	737.51	702.66	784.46	863.32
财务费用	157.40	47.85	(24.42)	(29.49)	(32.77)
投资损失	(3.96)	216.23	56.40	96.79	98.36
营运资金变动	1,095.23	(838.53)	(380.39)	104.11	(957.36)
其它	205.18	366.00	80.75	92.60	106.73
经营活动现金流	3,673.42	1,980.10	2,036.58	2,885.01	2,195.05
资本支出	900.55	214.92	465.41	234.89	231.60
长期投资	7.30	9.83	0.00	0.00	0.00
其他	(2,835.04)	(785.16)	(871.80)	(611.69)	(569.96)
投资活动现金流	(1,927.18)	(560.41)	(406.40)	(376.79)	(338.36)
债权融资	(537.25)	58.05	350.16	(629.65)	(10.96)
股权融资	(895.54)	(956.83)	(1,198.27)	(1,243.56)	(1,462.74)
其他	(164.13)	(513.53)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(1,596.93)	(1,412.31)	(848.10)	(1,873.21)	(1,473.70)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	149.31	7.38	782.08	635.00	383.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	15,222.70	17,156.94	18,304.39	19,888.39	21,984.90
营业成本	11,230.05	12,902.74	13,735.90	14,825.85	16,274.26
营业税金及附加	91.47	112.16	91.52	99.44	120.92
销售费用	417.47	504.56	508.86	546.93	593.59
管理费用	969.79	1,089.01	1,116.57	1,193.30	1,297.11
研发费用	695.88	743.95	768.78	835.31	923.37
财务费用	27.74	(31.81)	(24.42)	(29.49)	(32.77)
资产/信用减值损失	(40.99)	(72.78)	(50.00)	(32.10)	(44.18)
公允价值变动收益	30.66	25.79	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(102.69)	(137.55)	(56.40)	(96.79)	(98.36)
其他	113.00	255.09	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,790.31	1,765.79	2,000.78	2,288.14	2,665.90
营业外收入	12.50	28.53	27.00	20.56	22.15
营业外支出	33.61	58.21	25.00	23.00	41.02
利润总额	1,769.20	1,736.11	2,002.78	2,285.71	2,647.02
所得税	274.74	285.07	320.44	356.57	423.52
净利润	1,494.46	1,451.04	1,682.33	1,929.14	2,223.50
少数股东损益	56.37	42.48	80.75	92.60	106.73
归属于母公司净利润	1,438.09	1,408.56	1,601.58	1,836.54	2,116.77
每股收益（元）	1.56	1.53	1.74	2.00	2.30

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-6.96%	12.71%	6.69%	8.65%	10.54%
营业利润	-3.58%	-1.37%	13.31%	14.36%	16.51%
归属于母公司净利润	-3.35%	-2.05%	13.70%	14.67%	15.26%
获利能力					
毛利率	26.23%	24.80%	24.96%	25.45%	25.98%
净利率	9.45%	8.21%	8.75%	9.23%	9.63%
ROE	13.01%	12.27%	13.42%	14.59%	15.90%
ROIC	12.97%	13.24%	14.42%	16.10%	19.59%
偿债能力					
资产负债率	47.75%	47.77%	47.70%	46.87%	45.18%
净负债率	15.80%	21.04%	16.48%	5.60%	2.17%
流动比率	1.36	1.39	1.47	1.58	1.72
速动比率	1.18	1.20	1.25	1.38	1.48
营运能力					
应收账款周转率	2.59	2.84	2.74	2.72	2.76
存货周转率	8.99	10.19	9.44	9.53	9.83
总资产周转率	0.70	0.77	0.80	0.83	0.89
每股指标（元）					
每股收益	1.56	1.53	1.74	2.00	2.30
每股经营现金流	3.99	2.15	2.21	3.13	2.38
每股净资产	12.01	12.47	12.97	13.67	14.46
估值比率					
市盈率	17.47	17.83	15.69	13.68	11.87
市净率	2.27	2.19	2.10	2.00	1.89
EV/EBITDA	8.27	8.12	8.99	7.65	6.52
EV/EBIT	10.25	10.12	12.02	10.23	8.58

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 邮编：100088 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com