

裕同科技（002831.SZ）

优于大市

2025 年三季报点评：
Q3 利润率表现靓丽，期待收入加速增长

核心观点

Q3 收入个位数下滑，盈利表现靓丽。2025Q1-Q3 公司实现收入 126.0 亿元/+2.8%，归母净利润 11.8 亿元/+6.0%，扣非归母净利润 11.8 亿元/+4.9%；其中 2025Q3 收入 47.3 亿元/-3.7%，归母净利润 6.3 亿元/+1.6%，扣非归母净利润 6.2 亿元/+2.9%。受剥离武汉艾特与核心大客户新品交付周期推迟影响，Q3 公司收入小个位数下滑，随着武汉艾特基数影响消除，同时大客户部分收入递延确认，预计 Q4 收入有望提速。

Q3 毛利率提升，净利率回到历史高位。2025Q3 毛利率 28.7%/+1.2pct，毛利率提升主要系受益于内部精益生产与智能化改造；公司费用控制优异，Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.7%/5.6%/3.9%/0.6%，同比分别为 +0.0pct/+0.2pct/+0.03pct/+0.6pct，其中财务费用率提升主要系海外子公司本币贬值收益减少所致，在公司远期结售汇对冲下预计汇兑实际影响有限。2025Q3 净利率 13.3%/+0.7pct，为 2017 年以来单季度净利率新高，公司盈利能力稳步提升。

卡位全球产能优势，海外基地稳步推进。在全球供应链深度调整下，公司的全球化基地布局具备稀缺优势，目前公司在全球 10 个国家、40 座城市设有 40 多个生产基地及 4 大服务中心，2025 年新增印尼环保工厂建设，预计未来海外产能的比例将继续提升，海外增长提速有望拉动公司整体收入与利润回归中高速增长。

智能化进行加速推进。目前许昌、合肥、苏州、湖南、九江、龙岗、越南、江苏与贵州裕同的智能工厂已正式投入运营；重庆裕同、越南裕同二期、东莞裕同、昆山裕锦、越南裕展、苏州嘉艺新工厂、三河裕同等智能工厂正在建设中；烟台裕同、海口裕同和泸州裕同等智能工厂正在规划与筹备中。

风险提示：汇率及原材料价格大幅波动；市场竞争加剧；下游需求不及预期。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级

公司是全球 3C 包装龙头，环保纸塑与新消费包装等多元业务拓展打开长期成长空间，全球生产基地布局强化竞争优势。维持盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 16.8/19.1/21.1 亿元，同比+19%/14%/10%，摊薄 EPS=1.82/2.08/2.29 元，当前股价对应 PE=15.0/13.1/11.9x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	15,223	17,157	18,920	20,575	22,309
(+/-%)	-7.0%	12.7%	10.3%	8.8%	8.4%
归母净利润(百万元)	1438	1409	1679	1912	2112
(+/-%)	-3.3%	-2.1%	19.2%	13.8%	10.5%
每股收益(元)	1.55	1.51	1.82	2.08	2.29
EBIT Margin	11.9%	10.5%	11.6%	12.3%	12.5%
净资产收益率(ROE)	13.0%	12.3%	13.9%	15.0%	15.8%
市盈率(PE)	17.7	18.0	15.0	13.1	11.9
EV/EBITDA	14.9	14.9	12.3	11.1	10.2
市净率(PB)	2.30	2.21	2.08	1.97	1.88

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

轻工制造·包装印刷

证券分析师：陈伟奇

0755-81982606

chenweiqi@guosen.com.cn

S0980520110004

证券分析师：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

S0980520120004

证券分析师：邹会阳

0755-81981518

zouhuiyang@guosen.com.cn

S0980523020001

证券分析师：李晶

0755-81981518

lijing29@guosen.com.cn

S0980525080003

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

27.29 元

总市值/流通市值

25121/13945 百万元

52 周最高价/最低价

28.15/19.74 元

近 3 个月日均成交额

139.70 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

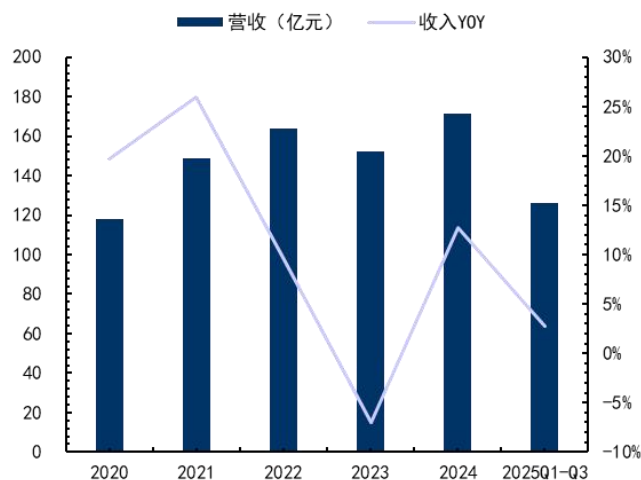
《裕同科技（002831.SZ）-2025 年中报点评：业绩稳健增长，员工持股计划彰显信心》——2025-09-01

《裕同科技（002831.SZ）-2024 年报&2025 年一季报点评：一季度营收利润稳健，海外基地强化国际客户开拓》——2025-05-06

《裕同科技（002831.SZ）-2024 年三季报点评：收入利润创单季新高，高分红回馈股东》——2024-11-06

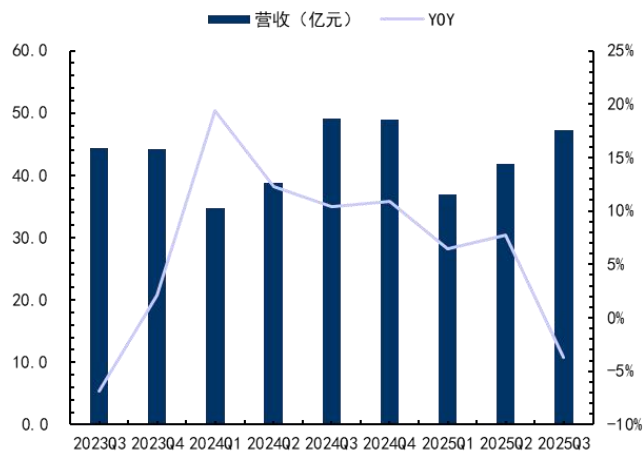
《裕同科技（002831.SZ）-国内精品纸包装龙头，3C 包装主业筑基、多元成长可期》——2024-09-02

图1：公司营业收入及增速



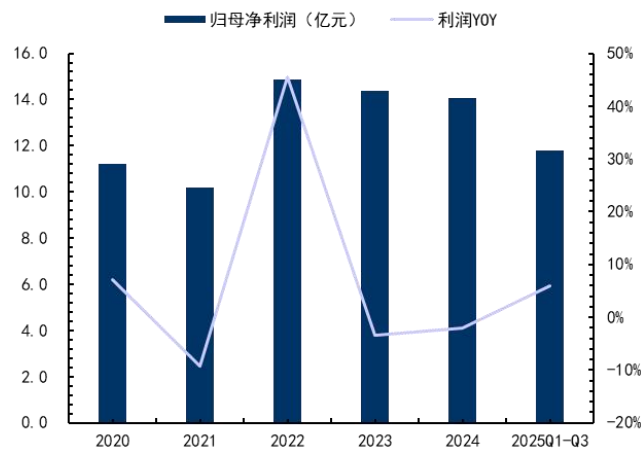
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速



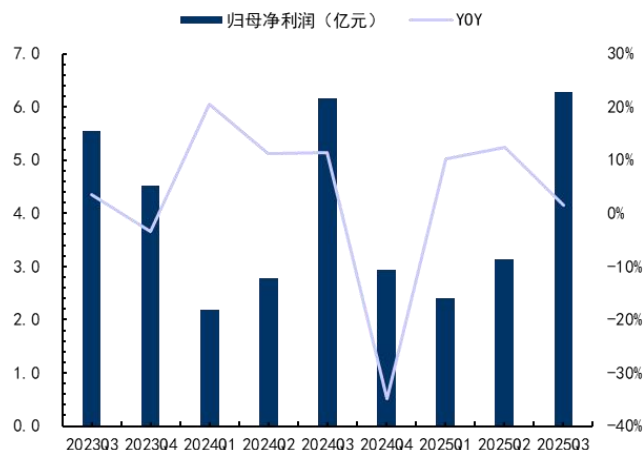
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速



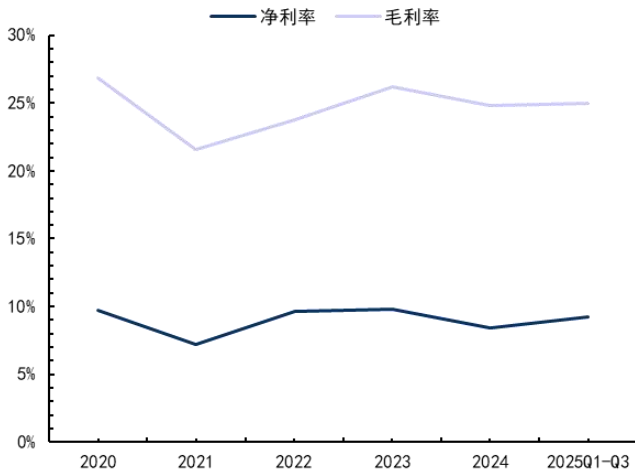
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速



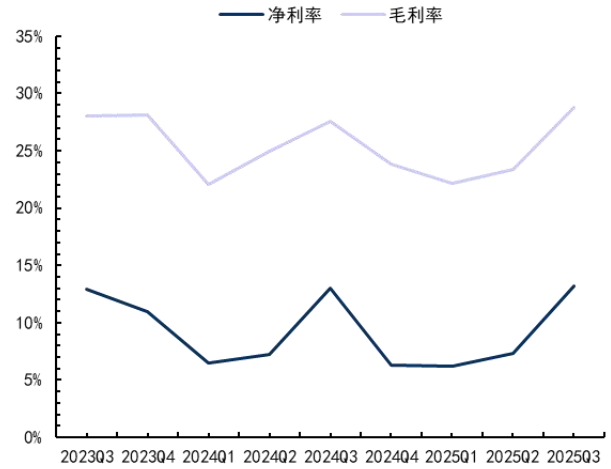
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率及净利率



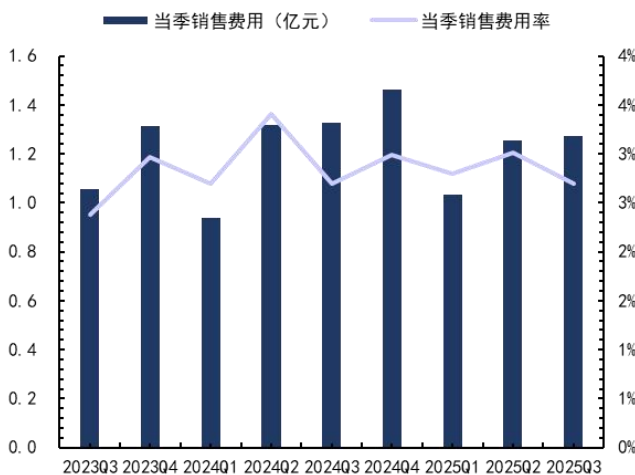
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度毛利率及净利率



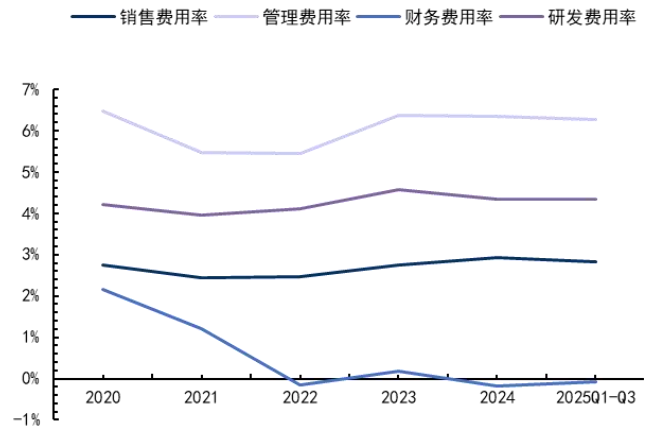
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司销售费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司期间费用情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				PEG	投资评级
			亿元	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	(25E)		
002831.SZ	裕同科技	27.3	251.2	1.5	1.8	2.1	2.3	18.0	15.0	13.1	11.9	1.0	优于大市	
002228.SZ	合兴包装	3.5	42.3	0.1	-	-	-	39.2	-	-	-	-	无评级	
002303.SZ	美盈森	4.3	66.2	0.2	0.2	0.3	0.4	19.5	18.9	15.0	12.4	0.8	无评级	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

注：合兴包装与美盈森盈利预测来自 wind 一致预期

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3496	2879	3047	3274	3902	营业收入	15223	17157	18920	20575	22309
应收款项	5801	6629	7229	7885	8564	营业成本	11230	12903	14145	15256	16447
存货净额	1619	1749	1979	2138	2288	营业税金及附加	91	112	114	134	156
其他流动资产	654	705	787	862	926	销售费用	417	505	511	556	625
流动资产合计	12448	13143	13803	15098	16640	管理费用	970	1089	1165	1244	1346
固定资产	6842	6818	6732	6325	5762	研发费用	696	744	795	864	937
无形资产及其他	699	593	564	535	507	财务费用	28	(32)	164	155	147
投资性房地产	2181	1941	1941	1941	1941	投资收益	(103)	(138)	(20)	(30)	(40)
长期股权投资	16	26	35	43	52	资产减值及公允价值变动	(15)	(33)	80	50	30
资产总计	22186	22522	23075	23943	24903	其他收入	(578)	(644)	(795)	(864)	(937)
短期借款及交易性金融负债	4588	4868	4573	4676	4706	营业利润	1790	1766	2087	2388	2641
应付款项	3779	3841	3771	3672	3774	营业外净收支	(21)	(30)	(15)	(15)	(20)
其他流动负债	798	779	967	1015	1075	利润总额	1769	1736	2072	2373	2621
流动负债合计	9165	9488	9310	9364	9554	所得税费用	275	285	342	403	446
长期借款及应付债券	739	485	485	485	485	少数股东损益	56	42	51	58	64
其他长期负债	691	786	906	1030	1142	归属于母公司净利润	1438	1409	1679	1912	2112
长期负债合计	1429	1272	1391	1515	1628	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	10595	10760	10701	10879	11182	净利润	1438	1409	1679	1912	2112
少数股东权益	540	279	303	325	348	资产减值准备	(4)	32	(33)	(3)	(3)
股东权益	11052	11483	12070	12739	13373	折旧摊销	596	615	718	733	748
负债和股东权益总计	22186	22522	23075	23943	24903	公允价值变动损失	15	33	(80)	(50)	(30)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	28	(32)	164	155	147
每股收益	1.55	1.51	1.82	2.08	2.29	营运资本变动	979	(598)	(709)	(818)	(623)
每股红利	0.83	1.20	1.19	1.35	1.61	其它	30	(23)	56	25	26
每股净资产	11.88	12.34	13.11	13.84	14.53	经营活动现金流	3054	1468	1632	1799	2230
ROIC	9.54%	9.83%	11%	12%	13%	资本开支	0	(548)	(490)	(246)	(123)
ROE	13.01%	12.27%	14%	15%	16%	其它投资现金流	(656)	(304)	422	(180)	(21)
毛利率	26%	25%	25%	26%	26%	投资活动现金流	(664)	(863)	(77)	(434)	(153)
EBIT Margin	12%	11%	12%	12%	13%	权益性融资	19	14	0	0	0
EBITDA Margin	16%	14%	15%	16%	16%	负债净变化	(835)	(253)	0	0	0
收入增长	-7%	13%	10%	9%	8%	支付股利、利息	(770)	(1121)	(1092)	(1243)	(1478)
净利润增长率	-3%	-2%	19%	14%	10%	其它融资现金流	979	1512	(295)	103	29
资产负债率	50%	49%	48%	47%	46%	融资活动现金流	(2212)	(1222)	(1386)	(1139)	(1449)
股息率	3.0%	4.4%	4.3%	4.9%	5.8%	现金净变动	179	(617)	169	226	628
P/E	17.7	18.0	15.0	13.1	11.9	货币资金的期初余额	3317	3496	2879	3047	3274
P/B	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9	货币资金的期末余额	3496	2879	3047	3274	3902
EV/EBITDA	14.9	14.9	12.3	11.1	10.2	企业自由现金流	0	977	1348	1764	2325
						权益自由现金流	0	2236	916	1739	2232

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032