

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

姜文锬 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

李晨 新消费行业分析师

执业编号: S1500525060001

邮箱: lichen1@cindasc.com

相关研究

裕同科技: 海外市场加速扩张, 发布股权激励彰显成长信心

裕同科技: 增长延续稳健, 全球布局完善

裕同科技: 手机以旧换新陆续铺开, AI 应用迭代加速, 核心包装企业有望受益

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: 并购华研科技, 增长模型逐步从包装配套向全产业链配套发展

2026年02月11日

事件: 公司拟以 4.49 亿元从观点投资 (裕同实控人 100%持股) 收购华研科技 51%股份。华研 24 年/25 年 1-8 月归母净利润分别为 0.71/0.40 亿元, 26-28 年扣非后归母净利润承诺目标分别为 0.75/1.0/1.55 亿元, 均值为 1.1 亿元, 给予 8XPE 后, 整体估值为 8.8 亿元。若 26-28 年华研实际业绩大于等于目标 120%, 则估值调整为 10XPE (整体估值不超过 1.32 亿元), 后续公司需以现金方式向观点投资支付差额 (若低于 80%目标值, 观点反之亦然); 此外, 若实际业绩大于承诺目标, 需向经营团队根据超出数值, 支付现金奖励。根据我们计算, 华研 27/28 年扣非后归母净利润承诺目标值增速分别为 33%/55%, 未来利润展望乐观, 有望为公司持续贡献报表增量。

发挥产业协同, 优化客户服务。 华研现有精密零部件及模组产品已经广泛应用于折叠手机、智能手表、智能眼镜 (AI 眼镜转轴全球领先, 从研发到产品可实现一站式服务) 等消费电子和智能终端产品, 应用终端涵盖谷歌、三星、META、亚马逊、微软、索尼等全球知名品牌客户。华研下游客户与公司主营高度重合, 收购后公司产业链成功横向延伸、进一步增强客户粘性, 实现协同发展; 此外, 公司可利用自身客户&平台资源, 为华研导入客户资源和资金支持。纵观此前公司收购华宝利 (声学器件及模组生产)、仁禾智能 (智能产品软包), 均成功实现双赢局面、意指为客户提供更多产品&服务, 真正意义为公司带来成长新动能。

主业经营稳健, 出海逻辑持续延续。 受益于 3C 旺季&客户产品迭代加速、更多包材配套机遇涌现, 我们预计 25Q4 公司基本盘有望延续稳健增长趋势。此外, 公司在原有烟酒/化妆品等基础上开拓卡牌及新消费包装等高端差异化市场、稳定贡献增量。目前公司东南亚及墨西哥布局基本完成, 海外交付&服务能力领先, 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, 有望通过 1) 产品横向扩张、2) 本土交付能力加强, 进一步提升核心客户全球供应份额。

盈利预测: 我们预计 25-27 年公司净利润为 16.1、18.5、21.1 亿元, 对应 PE 估值分别为 18.3X、15.9X、13.9X。

风险提示: 产能爬坡不及预期, 需求复苏不及预期, 收购事宜进度不及预期。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	15,223	17,157	19,136	22,149	25,409
增长率 YoY %	-7.0%	12.7%	11.5%	15.7%	14.7%
归属母公司净利润(百万元)	1,438	1,409	1,608	1,849	2,112
增长率 YoY%	-3.3%	-2.1%	14.2%	15.0%	14.3%
毛利率%	26.2%	24.8%	25.1%	25.4%	25.6%
净资产收益率ROE%	13.0%	12.3%	12.9%	13.3%	13.7%
EPS(摊薄)(元)	1.56	1.53	1.75	2.01	2.29
市盈率 P/E(倍)	20.43	20.86	18.27	15.89	13.91
市净率 P/B(倍)	2.66	2.56	2.36	2.12	1.90

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 2 月 10 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	15,189	17,715	20,818
货币资金	3,496	2,879	3,787	4,733	6,082
应收票据	3	1	2	2	3
应收账款	5,692	6,402	7,148	8,269	9,489
预付账款	232	238	281	314	365
存货	1,619	1,749	1,985	2,236	2,564
其他	1,406	1,873	1,986	2,160	2,316
非流动资产	9,738	9,378	8,962	8,534	8,101
长期股权投资	16	26	26	26	26
固定资产(合计)	6,505	6,737	6,589	6,393	6,150
无形资产	699	593	560	528	495
其他	2,518	2,023	1,787	1,588	1,430
资产总计	22,186	22,522	24,151	26,249	28,919
流动负债	9,165	9,488	10,051	10,688	11,686
短期借款	4,224	4,176	4,176	4,176	4,176
应付票据	979	938	1,146	1,262	1,477
应付账款	2,800	2,903	3,400	3,819	4,427
其他	1,162	1,471	1,329	1,431	1,605
非流动负债	1,429	1,272	1,294	1,294	1,294
长期借款	739	485	485	485	485
其他	691	786	809	809	809
负债合计	10,595	10,760	11,346	11,982	12,980
少数股东权益	540	279	335	395	466
归属母公司股东权益	11,052	11,483	12,470	13,872	15,474
负债和股东权益	22,186	22,522	24,151	26,249	28,919

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	19,136	22,149	25,409
同比(%)	-7.0%	12.7%	11.5%	15.7%	14.7%
归属母公司净利润	1,438	1,409	1,608	1,849	2,112
同比(%)	-3.3%	-2.1%	14.2%	15.0%	14.3%
毛利率(%)	26.2%	24.8%	25.1%	25.4%	25.6%
ROE%	13.0%	12.3%	12.9%	13.3%	13.7%
EPS(摊薄)(元)	1.56	1.53	1.75	2.01	2.29
P/E	20.43	20.86	18.27	15.89	13.91
P/B	2.66	2.56	2.36	2.12	1.90
EV/EBITDA	10.02	10.05	10.27	9.08	7.90

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	19,136	22,149	25,409
营业成本	11,230	12,903	14,337	16,528	18,910
营业税金及附加	91	112	120	142	161
销售费用	417	505	574	709	864
管理费用	970	1,089	1,225	1,440	1,677
研发费用	696	744	880	1,019	1,182
财务费用	28	-32	43	25	6
减值损失合计	-46	-59	-20	-20	-20
投资净收益	-103	-138	0	0	0
其他	148	126	73	20	22
营业利润	1,790	1,766	2,010	2,287	2,612
营业外收支	-21	-30	-30	-10	-10
利润总额	1,769	1,736	1,980	2,277	2,602
所得税	275	285	316	369	419
净利润	1,494	1,451	1,664	1,909	2,183
少数股东损益	56	42	56	60	71
归属母公司净利润	1,438	1,409	1,608	1,849	2,112
EBITDA	2,766	2,790	3,018	3,309	3,631
EPS(当年)(元)	1.57	1.54	1.75	2.01	2.29

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,673	1,980	2,626	2,205	2,689
净利润	1,494	1,451	1,664	1,909	2,183
折旧摊销	864	905	996	1,007	1,023
财务费用	157	48	100	100	100
投资损失	-4	216	0	0	0
营运资金变动	1,123	-681	-191	-866	-677
其它	38	41	58	54	59
投资活动现金流	-1,927	-560	-707	-714	-729
资本支出	-1,112	-941	-503	-514	-529
长期投资	-173	25	-100	-100	-100
其他	-642	355	-104	-100	-100
筹资活动现金流	-1,597	-1,412	-1,004	-545	-611
吸收投资	4	14	-10	0	0
借款	-489	-301	0	0	0
支付利息或股息	-770	-1,121	-489	-547	-611
现金流净增加额	168	61	908	946	1,349

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，2025 年 12 月起担任轻工行业负责人。

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 年以上消费行业研究经验，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，主要覆盖黄金珠宝、跨境电商、两轮车、宠物等赛道。

刘田田，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司。

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了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。