

裕同科技（002831.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月8日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	27.08
总市值	249.28亿
PE-TTM	17.01
PB-MRQ	2.20

估值结果

	价值	306.23亿
DDM估值	上行空间	23%
	状态	合理估值
	价值	302.33亿
动态估值	上行空间	21%
	状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

裕同科技为纸质包装龙头企业，专注于为全球客户提供一站式包装解决方案及可持续智造服务。公司成功绑定了包括苹果在内的消费电子龙头，是苹果的全球一供。

消费电子是公司最核心的下游需求，但随着下游消费电子需求逐渐放缓，公司未来的成长空间可能不算太大。高端包装行业客户看重价格的同时，亦关注良率和供应链的稳定，不属于完全的价格竞争。公司未来跟随客户进入利润更加丰厚的海外市场，整体盈利情况有望改善，盈利趋势尚可。包装行业呈现出“大行业，小公司”的特点，市场份额非常分散，公司绑定苹果等大客户，产业格局属于中等水平。作为苹果等消费电子龙头的供应商，公司拥有较强的规模优势和客户粘性，护城河相对较高。

基于我们对精品包装行业需求相对平稳的假设，公司消费电子领域市占率有望持续提升，目前公司的估值水平偏低估，有一定修复的空间。

我们区别于市场的观点

市场认为消费电子行业趋于0增长，公司未来可能没有成长的空间，且利润水平可能会下降。但我们认为，公司积极跟随客户出海，市场占有率或将持续提升；海外市场的利润水平相对较高，公司的利润水平有望改善。除了消费电子行业，公司还积极开发潮玩、食品、健康等新领域，这也使得公司的业务仍具有一定的想象空间。此外，公司近期推出了首次的股权激励计划，有利于提高员工的积极性，提振公司业绩。

风险提示

原材料成本占成本约60%，原材料价格波动或对公司业绩形成不利影响；消费电子行业需求下降或超预期，客户存在降本需求，若客户持续压价，对公司的利润或构成不利影响。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 人力资源密集度	5
3.3 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	7
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	9

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	5
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	7
表2：公司整体业绩预测	8
表3：公司分业务业绩预测	8
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	9

1. 基本信息

作为行业领先的品质包装方案商，裕同科技多年稳居中国印刷包装企业百强榜首。公司为世界500强企业和知名品牌提供一站式包装解决方案及可持续智造服务，业务广泛覆盖消费电子、酒、个人护理、食品、医疗保健、烟草等六大核心领域。

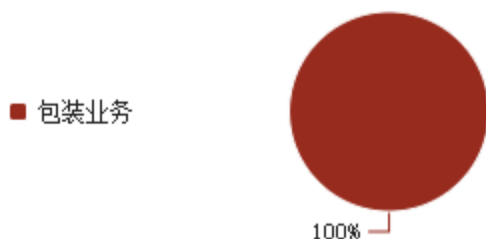
2. 业务介绍

对于裕同科技公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

包装业务：

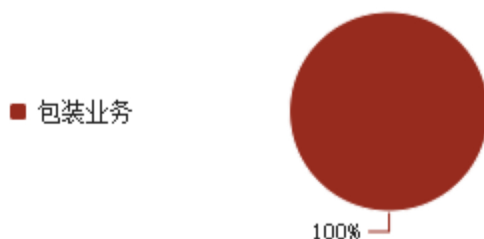
公司提供从设计、研发、生产到物流的全链条服务，覆盖创意设计、结构优化、智能制造等环节，为下游各行业提供一站式包装解决方案。公司深耕包装行业，其产品可大致分为纸质包装、软包装、植物纤维模压制品、可降解新材料制品、文化创意印刷等几大类。我们对该业务的界定为我国纸包装行业。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

裕同科技是一家行业领先的品质包装方案商，其业务模式可以简单理解为：通过大规模的生产基地和大量的人力投入，为众多知名品牌提供从包装设计、研发到生产、配送的一站式服务，行业的资产强度和人力资源密集型程度相对较高。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

裕同科技资产相对较重，这主要体现在它拥有众多的生产基地和大量的生产设备等固定资产。截至目前，公司在全球10个国家设有50多个生产基地，国内有大约40个，海外也有8个基地。公司的固定资产周转天数达138天，资产强度较高。

3.2 人力资源密集度

低 较低 中等 较高 高

包装行业具有人力密集型的特点，纸包装印后环节（折盒、组装）需大量人工，雇佣员工较多。2024年，裕同科技支付给职工以及为职工支付的现金/营业收入超过20%。

3.3 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

上游造纸行业集中度，造纸企业众多，为裕同科技提供了丰富的选择空间，因而公司的供应商集中度较低（2024年前五大供应商采购额占比仅为11.14%）。

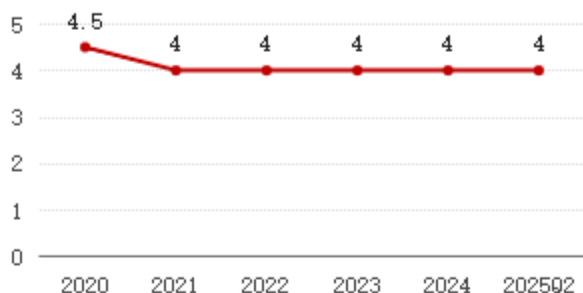
4. 历史经营绩效

随着消费电子行业的增速放缓，公司的成长能力有所下降，但盈利能力尚可。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

裕同科技的盈利能力强且稳定，ROE近年长期维持在12%以上，盈利水平较高。公司拥有较强的盈利能力，原因在于其绑定了下游优质客户（如苹果），并形成了较强的规模优势。

4.2 历史成长能力

★★★☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



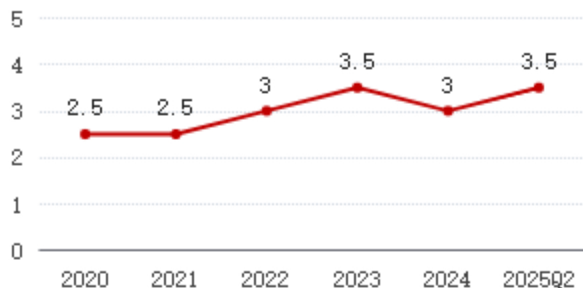
数据来源：公司财报，壹评级

裕同科技的成长能力一般，原因在于包装行业属于成熟型行业。公司近3年的营业收入CAGR在4%左右，增速不高。其成长能力近年来震荡下滑，主要系下游消费电子行业的需求有所放缓。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



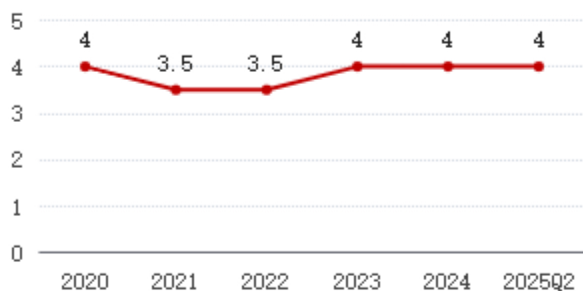
数据来源：公司财报，壹评级

裕同科技的业务控制力水平和财务健康水平较为一般，主要系下游客户较为强势，公司的产业链地位相对较低。但自2020年以来，随着资本开支的下降，经营活动产生的现金流量净额 / 营业收入从8.51%提升至11.54%，公司的现金流水平出现了一定程度的改善。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的股东回报星级处于较高水平，主要系公司的盈利能力较好，近年ROE近年长期维持在12%以上，有充足的盈利用来分红。公司近年注重股东回报，股利支付率从2022年的20.14%提升至2025年的70.18%，股东回报能力明显提升。

5. 四维评级

公司的成长空间不大，近年增长明显趋缓，关注公司能否在消费电子领域以外的业务取得突破。包装行业的同质化程度较高，且公司深度绑定苹果等大客户，大客户较为强势（存在年降压力），产业链地位相对较低，产业格局一般。但公司存在明显的规模优势，具备一定的超额利润，护城河较深。

5.1 成长空间

★★☆☆☆

公司的包装业务下游以消费电子行业为主，随着消费电子行业增长放缓，公司的成长性较为一般。

包装业务(2星)：

裕同科技的核心业务为纸包装业务，下游客户主要为消费电子企业。随着消费电子行业的增速逐渐走低，公司近年的营业收入增速明显趋缓。公司未来几年的营业收入增速可能维持在5%左右，整体增速相对较低，成长空间相对有限。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司近年加大了海外开拓的步伐，并跟随客户逐步进入盈利能力更强的海外市场，其盈利能力有望改善。

包装业务(3星):

整体包装行业的盈利能力较为一般，但公司产品定位为相对高端的包装产品，存在一定的进入壁垒，整体的盈利能力尚可。公司近年加大了海外开拓的步伐，并跟随客户逐步进入盈利能力更强的海外市场，公司的盈利能力有望改善。

5.3 产业格局

★★★★☆

行业高度分散，但大客户较为强势，产业格局相对一般。

包装业务(3星):

公司深度绑定苹果等大客户，大客户较为强势（存在年降压力），产业链地位不高。但从同业竞争的角度来看，行业高度分散，且公司下游的客户粘性较好，整体的产业格局中等。

5.4 护城河

★★★★☆

公司为纸包装龙头，存在较强的规模经济护城河，产品的生产成本低，构成了公司强大的竞争优势。此外，经过和苹果等客户长时间的通力合作，客户的转换成本较高，也有利于公司维持一定的超额利润。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
包装业务	(3星)经壹评级调整，公司的ROIC超过12%，具有一定的超额利润。公司是我国的纸包装龙头，市占率排名第一。公司的规模优势较强，产品竞争力较好，下游的客户也较为优质，现金流较好，业务控制力较高。整体来看，公司的护城河宽度较高。	(4.5星)公司的超额收益可以解释为规模优势护城河和转换成本护城河。1) 规模优势护城河：作为包装龙头，公司在全球10个国家设有50多个生产基地，规模优势强大，产品的生产成本低，构成了公司强大的竞争优势，较难复制；2) 转换成本护城河：公司与经过和苹果等客户长时间的通力合作，已经深度和客户绑定，客户的粘性较好，转换成本较高，这也意味着公司的护城河持续性较强。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于我们对精品包装行业需求相对平稳的假设，公司在消费电子领域市占率持续提升，利润水平也有望改善。目前公司的估值水平偏低估，估值上有一定修复的空间。

6.1 核心假设及逻辑

公司业务主要为包装业务，未来预测核心假设及逻辑如下：

1、消费电子行业增速假设：公司下游需求中，消费电子领域占超过65%份额，因此公司业务增速更多受到消费电子的影响。由于当前消费电子产品已经趋于成熟，创新点不足，整个行业增长速度有所下滑。我们预测2025-2029年消费电子出货量维持小个位数的增长。

2、市占率假设：尽管下游消费电子行业的增速逐渐放缓，但公司积极跟随客户出海，在海外市场有望持续获取市场份额。我们预测2025-2029年公司在消费电子包装市场的市占率逐步从34%提升至39%左右。

3、收入预测假设：基于以上假设，我们预测公司的收入仍能维持稳健的增长速度，但受到消费电子增速下行的影响，公司2025-2029年的收入增速逐渐从约7%下滑至约5%。

4、盈利能力假设：公司积极跟随客户出海，拓展利润水平更高的海外市场，毛利率亦将随之提升。2025-2029年毛利率小幅度提升至26%左右。

公司未来的成长空间在于非消费电子领域，我们了解到公司仍在积极开发雀巢、泡泡玛特等客户，关注裕同能否顺利拓展非消费电子领域的客户。

表2：公司整体业绩预测

裕同科技	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	163.6	152.2	171.6	184.2	196.7	208.0	218.8	229.0
归母净利润(亿)	14.9	14.4	14.1	15.8	17.5	19.0	20.3	20.3
归母净利润增速(%)	46.3	-3.3	-2.1	12.1	10.8	8.4	6.8	0.3
经营性净利润(亿)	15.6	14.8	14.7	15.9	17.7	19.2	20.5	20.6
经营性净利润增速(%)	58.1	-4.8	-0.5	7.9	11.0	8.6	6.9	0.3
经营性归母净利润(亿)	14.7	14.3	14.3	15.4	17.1	18.6	19.9	20.0
经营性归母净利润增速(%)	56.6	-2.9	0.4	7.8	11.0	8.6	6.9	0.3

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

包装业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	163.6	152.2	171.6	184.2	196.7	208.0	218.8	229.0
收入增速(%)	10.2	-7.0	12.7	7.4	6.8	5.8	5.2	4.7
经营性净利润(亿)	15.6	14.8	14.7	15.9	17.7	19.2	20.5	20.6
经营性净利率(%)	9.5	9.7	8.6	8.6	9.0	9.2	9.4	9.0
经营性净利润增速(%)	58.1	-4.8	-0.5	7.9	11.0	8.6	6.9	0.3

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
包装业务	3.2%	中低	较好	强	7.8%	15.78	20.0
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
包装业务(亿)	70.3	234.2	304.5	—	2.5	0.3	302.3
公司整体测算(亿)	70.3	234.2	304.5	—	2.5	0.3	302.3

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
包装业务(亿)	177.9	130.5	308.4	—	2.5	0.3	306.2
公司整体测算(亿)	177.9	130.5	308.4	—	2.5	0.3	306.2

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司的估值确定性相对一般，收入主要取决于苹果等消费电子行业的需求情况。若消费电子需求超预期下行，客户会有较强的压价需求，则或对公司的盈利能力产生不利影响。但公司作为苹果的全球一供，下游客户关系较为稳定，公司的历史收入的波动性不大，整体估值的确定性尚可。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。