

报告日期: 2021年10月27日

裕同科技(002831)

营收多元稳健成长,利润率处于回升通道

——裕同科技季报点评

✓ 分析师: 史凡可 执业证书编号: \$1230520080008分析师: 马莉 执业证书编号: \$1230520070002承 联系人: 傅嘉成 执业证书编号: \$1230521090001

: shifanke@stocke.com.cn

报告导读

公司发布 21Q3 季报: 前三季度营收 100.55 亿元 (+36.27%),归母净利润 6.68 亿元 (+1.70%); 其中 21Q3 营收 40.03 亿元 (+30.45%),归母利润 3.32 亿元 (+0.84%),业绩符合预期

投资要点

□ 营收增速持续领跑行业,烟酒包装表现靓丽

前三季度营收 100.55 亿元 (+36.27%), 持续领跑纸包装行业, 目前处于稳健成长期。其中: (1) 消费电子包装: 前三季度营收约 63 亿 (+13%), 公司与 A 客户、小米、vivo、OPPO、Facebook等海内外标杆 3C 客户合作持续加深, 优质消费电子客户订单持续导入。(2) 酒包: 前三季度营收约 9.8 亿元 (+105%), 酒包业务延续翻倍式成长, 公司酒包装平台已初步搭建, 酒包核心客户包括茅台、泸州老客等中高端白酒。(3) 烟包: 前三季度营收约 5.5 亿元 (+78%), 受益于中烟招标流程透明化, 裕同市场竞争力强, 制造和服务优势显著。预计随着大客户业务加深、新客户持续拓展, 公司烟酒业务盈利能力有望提升。(4) 环保纸塑: 前三季度营收约 4.6 亿 (+77%), 公司目前主要客户分布海外, 国内新入选美团"青山计划", 环保业务持续加码。

□ 原材料上涨&疫情影响毛利,规模效应三费收缩显著

裕同科技 21 Q3 毛利率 22.96% (-7.95pct), 毛利率下滑主要系 (1) 原材料价格 大幅上涨 (2) 疫情影响供应端和生产端 (3)消费电子行业芯片紧缺等因素影响 出货。期间费用率 12.44% (-4.56pct), 其中销售费用率 3.22% (+0.27pct), 管 理和研发费用率 8.69% (-2.33pct), 财务费用率-0.52% (-2.50pct), 受益规模化 效应以及公司智能工厂推进,期间费用率持续收缩。

公司 21Q3 存货 19.35 亿元, 较年初+4.16 亿元; 应收账款为 47.32 亿元, 较上年初-4.92 亿元。经营性现金流 3.66 亿元, 较上年同期增长 2.06 亿元; 筹资性现金流 2.57 亿元, 较上年同期增长 6.58 亿元。

□ 盈利预测及估值

预计公司 2021-2023 年收入 150.61/194.65/245.30 亿元, 同增 27.76%/29.24%、26.02%; 归母净利润 12.04/17.57/ 22.03 亿元, 同增 7.50%/45.88%/25.41%, 对应 PE 为 23.21X/15.91X/12.69X, 维持"买入"评级。

□ 风险提示

原材料价格大幅波动、东南亚疫情影响全球化布局进程、大客户订单不及预期、智能工厂推进不及预期等。

评级	买入
上次评级	买入
当前价格	¥ 29.92
单季度业绩	元/股
3Q/2021	0.36
2Q/2021	0.18
1Q/2021	0.18
4Q/2020	0.50

公司简介

裕同科技是高端品牌包装整体解决方案提供商,为客户提供"一体化产品制造和供应解决方案、创意设计与研发创新解决方案、全球化运营及服务解决方案"。

相关报告

1《【浙商轻工】裕同科技: 拟收购仁禾智能, 夯实综合服务能力》2021.10.19 2《【浙商轻工】裕同科技: 与莫迪维克 战略合作, 共创环保包装新风向》 2021.07.23

3《【浙商轻工】裕同科技: 3C业务稳步成长,大消费多元布局成效显著》 2021.04.28

4《【浙商轻工】裕同科技: Q4业绩预告符合预期,员工持股计划强化发展信心》2020.12.01

报告撰写人: 史凡可、马莉

联系人: 傅嘉成



财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	11789	15061	19465	24530
(+/-)	19.75%	27.76%	29.24%	26.02%
归母净利润	1120	1204	1757	2203
(+/-)	3.85%	7.50%	45.88%	25.41%
每股收益 (元)	1.20	1.29	1.88	2.36
P/E	24.95	23.21	15.91	12.69

表 1: 裕同科技收入拆分一览

单位: 亿元	17H1	17H2	2017	18H1	18H2	2018	19H1	19H2	2019	20H1	20H2	2020	21H1
营业收入	26.61	42.87	69.48	32.86	52.92	85.78	36.84	61.61	98.45	43.10	74.79	117.89	60.5
AOA	31.67%	21.76%	25.37%	23.49%	23.44%	23.46%	12.11%	16.42%	14.77%	16.99%	21.39%	19.75%	40.4
毛利率	31.19%	31.76%	31.54%	24.59%	30.93%	28.50%	28.02%	28.01%	30.03%	25.85%	28.01%	26.83%	20.9
					ł	安产品拆分							
纸质精品包装						68.28	29.05	49.89	78.94	34.09	57.00	91.09	46.
yoy									15.61%	17.36%	0.14	15.39%	36.4
占比						79.60%	78.85%	80.98%	80.18%	79.10%	76.21%	77.26%	76.8
毛利率						28.70%	28.55%	31.67%	30.52%	26.30%	27.72%	27.19%	20.8
包装配套产品						10.42	4.93	7.14	12.07	5.66	14.38	20.04	10.
yoy									15.86%	14.81%	1.01	66.04%	87.2
占比						12.14%	13.38%	11.59%	12.26%	13.13%	19.23%	17.00%	17.5
毛利率						31.09%	30.88%	32.08%	31.59%	27.07%	22.35%	23.68%	19.0
环保纸塑产品						1.46	0.69	1.10	1.79	0.78	3.49	4.27	2.
yoy									22.92%	13.86%	2.16	138.30%	228.2
占比						1.70%	1.86%	1.79%	1.82%	1.81%	4.67%	3.62%	4.2
毛利率						33.83%	29.37%	35.83%	33.36%	29.74%	32.03%	31.61%	26.0
其他						5.63	2.18	3.47	5.65	2.57	(0.08)	2.49	0.
yoy									0.43%	18.04%	-102.30%	-55.86%	-67.3
占比						6.56%	5.91%	5.64%	5.74%	5.96%	-0.11%	2.12%	1.3
毛利率						19.83%	14.04%	21.57%	18.67%	16.02%	-448.99%	30.96%	30.0
					按	产品拆分	(旧)						
彩盒	19.46	32.30	51.76	24.37	37.31	61.68	26.15	44.36	70.51				
yoy	35.05%	18.75%	24.39%	25.23%	15.51%	19.17%	7.30%	18.90%	14.32%				
占比	73.13%	75.34%	74.50%	74.16%	70.50%	71.90%	70.98%	72.00%	71.62%				
毛利率	32.03%	33.02%	32.65%	25.33%	32.39%	29.60%	30.43%	30.44%	31.36%				
纸箱	2.94	3.69	6.63	3.42	4.98	8.40	3.55	5.85	9.40				
yoy	37.38%	17.52%	25.57%	16.33%	34.96%	26.70%	3.80%	17.47%	11.90%				
占比	11.05%	8.61%	9.54%	10.41%	9.41%	9.79%	9.64%	9.50%	9.55%				
毛利率	21.23%	12.71%	16.49%	12.82%	20.88%	17.60%	14.97%	14.93%	19.38%				
说明书	2,47	4.05	6.52	2.97	3.89	6.86	3.08	4.08	7.16				
yoy	53.42%	37.76%	43.30%	20.24%	-3.95%	5.21%	3.70%	4.88%	4.37%				
占比	9.28%	9.45%	9.38%	9.04%	7.35%	8.00%	8.36%	6.62%	7.27%				
毛利率	37.16%	42.99%	40.78%	31.29%	45.35%	39.26%	33.37%	33.44%	39.42%				
不干胶贴纸	0.47	0.78	1.25	0.47	1.54	2.01	0.81	1.29	2.10				
yoy	-16.07%	27.87%	6.84%	0.00%	97.44%	60.80%	72.34%	-16.23%	4.48%				
占比	1.77%	1.82%	1.80%	1.43%	2.91%	2.34%	2.20%	2.09%	2.13%				
毛利率	31.71%	37.19%	35.13%	31.15%	25.24%	26.62%	24.72%	24.69%	28.11%				
其他	1.28	2.04	3.32	1.63	5.20	6.83	3.25	6.03	9.28				
yoy	-5.19%	39.73%	18.15%	27.34%	154.90%	105.72%	99.39%	15.96%	35.87%				
占比	4.81%	4.76%	4.78%	4.96%	9.83%	7.96%	8.82%	9.79%	9.43%				
毛利率	29.57%	21.89%	24.85%	24.15%	20.91%	21.68%	18.65%	18.46%	23.86%				
-0414	29.31/0	21.05/0	24.05/0	27.13/0	20.91/0	按渠道#		10.40/0	23.0076				
外销	17.00	29.30	46.30	19.00	29.92	48.92	19.28	36.83	56.11	37.20	(18.58)	18.62	9.
yoy	30.07%		20.92%	11.76%		5.66%		23.09%	14.70%		-150.45%	16.98%	-75.7
内销	9.61	13.56	23.17	13.86	23.00	36.86	17.56	24.78	42.34	5.90	93.37	99.27	51.
	34.59%	35.74%	35.26%	44.22%	69.62%	59.09%	26.70%	7.74%	14.87%	28.84%	276.80%	37.00%	
yoy	34.3970	33.7470		: 20年H11						20.04/0	2/0.00%	37.00%	112.8

资料来源:公司公告,浙商证券研究所



表 2: 裕同科技季度财务数据一览

单位: 百万元	2019O3	2019Q4	202001	202002	2020Q3	2020Q4	202101	202102	202103
营业总收入	2,662.47	3,498.62	1,823.24	2,486.60	3,069.06	4,410.04	2,658.89	3,392.80	4,003.49
YOY	22.79%	12.01%	2.14%	30.97%	15.27%	26.05%	45.83%	36.44%	30.45%
归母净利润	312.26	436.61	142.09	185.43	328.84	463.81	166.38	169.55	331.61
YOY	13.00%	8.33%	-7.86%	30.71%	5.31%	6.23%	-17.10%	-8.56%	0.84%
扣非归母净利润	305.75	427.16	117.02	171.36	321.33	375.04	151.72	112.03	320.34
YOY	12.63%	10.58%	12.39%	31.46%	5.10%	-12.20%	-29.66%	-34.62%	-0.31%
毛利率	33.75%	29.30%	25.31%	26.25%	30.55%	25.20%	23.88%	18.56%	22.96%
期间费用率	17.79%	14.36%	17.02%	17.11%	17.00%	13.16%	16.66%	13.79%	12.44%
其中: 销售费用	151.76	149.72	56.49	89.78	90.56	86.70	89.44	77.15	129.09
销售费用率	5.70%	4.28%	3.10%	3.61%	2.95%	1.97%	3.36%	2.27%	3.22%
其中: 管理费用	179.76	192.88	139.42	172.81	200.47	251.11	196.10	203.52	219.17
研发费用	122.28	134.34	87.24	116.76	137.85	155.00	132.18	140.22	128.79
管理+研发费用率	11.34%	9.35%	12.43%	11.65%	11.02%	9.21%	12.35%	10.13%	8.69%
其中: 财务费用	19.83	25.46	27.12	46.08	92.81	87.53	25.32	47.05	20.84
财务费用率	0.74%	0.73%	1.49%	1.85%	3.02%	1.98%	0.95%	1.39%	0.52%
归母净利率	11.73%	12.48%	7.79%	7.46%	10.71%	10.52%	6.26%	5.00%	8.28%
存货	1,026.79	1,011.32	1,084.20	1,088.26	1,390.62	1,518.31	1,848.00	1,919.62	1,934.57
较上年同期增减	48.75	67.56	212.31	132.86	363.83	506.99	763.80	831.37	543.95
应收票据	74.74	94.81	128.46	96.37	118.29	101.98	75.40	151.90	142.71
较上年同期增减	-16.86	-28.53	-24.52	1.74	43.54	7.18	-53.06	55.53	24.42
应收账款	3,564.23	4,069.26	3,271.32	3,449.82	4,146.19	5,223.13	4,580.82	4,214.93	4,731.53
较上年同期增减	613.37	172.70	493.68	853.05	581.96	1153.87	1309.50	765.10	585.34
应付账款及应付票据	1782.60	1907.76	1591.73	1656.04	2222.63	2653.55	2297.35	2110.10	2515.64
较上年同期增减	293.29	186.20	322.75	419.64	440.03	745.79	705.62	454.07	293.01
预收账款	36.16	40.74	0	36.28	41.03	50.24	52.08	53.83	52.20
较上年同期增减	-6.30	15.59	-27.94	6.84	4.87	9.50	52.08	17.54	11.17
经营性现金流净额	-145.30	313.25	307.83	316.67	159.84	218.67	12.90	210.56	365.93
较上年同期增减	-117.25	282.73	-442.92	-130.39	305.15	-94.58	-294.94	-106.11	206.08
筹资性现金流净额	333.56	-261.12	283.54	1260.09	-400.64	488.40	114.71	-306.46	257.08
较上年同期增减	265.14	-286.19	-264.03	1891.06	-734.20	749.53	-168.83	-1566.55	657.72
资本开支	194.02	346.00	249.50	453.58	263.30	742.86	358.29	462.79	354.46
较上年同期增减	-2.71	143.04	-50.19	229.61	69.29	396.86	108.79	9.21	91.16
ROE	5.35%	7.07%	2.22%	2.85%	4.91%	6.04%	1.93%	1.95%	3.77%
YOY (±)	0.00%	-0.28%	-0.48%	0.37%	-0.44%	-1.02%	-0.29%	-0.90%	-1.14%
资产负债率	48.47%	47.08%	46.13%	51.59%	52.54%	47.27%	44.30%	44.55%	46.17%
YOY (±)	1.65%	0.48%	0.22%	6.70%	4.07%	0.19%	-1.84%	-7.04%	-6.37%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所



表附录:三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2020	2021E	2022E	2023I
流动资产	10250	11111	13851	16931	营业收入	11789	15061	19465	24530
现金	2337	1501	1675	1694	营业成本	8626	11198	14244	17980
交易性金融资产	515	235	313	354	营业税金及附加	64	97	124	149
应收账项	5325	6744	8580	10959	营业费用	324	667	882	1114
其它应收款	161	142	202	274	管理费用	764	1532	2013	2556
预付账款	265	313	391	516	研发费用	0	602	779	981
存货	1518	1766	2411	2861	财务费用	254	154	127	116
其他	129	409	278	272	资产减值损失	(87)	79	99	111
非流动资产	6337	6916	7519	8115	公允价值变动损益	57	20	28	35
金额资产类	0	10	3	4	投资净收益	39	47	43	40
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	82	67	76	75
固定资产	4513	5142	5644	6062	营业利润	1353	1468	2122	2653
无形资产	685	824	962	1132	营业外收支	(20)	(11)	(11)	(14)
在建工程	368	298	231	229		1333	1457	2111	2639
其他	772	642	679	687	所得税	185	226	327	409
资产总计	16587	18027	21371	25046	1.4.	1147	1231	1784	2230
流动负债	6493	6346	8059	9452	少数股东损益	27	27	27	27
短期借款	2835	2237	2778	2679	归属母公司净利润	1120	1204	1757	2203
应付款项	2654	3230	4145	5316	EBITDA	1955	1917	2617	3195
预收账款	0	35	42	37	EPS(最新摊薄)	1.20	1.29	1.88	2.36
其他	1005	844	1093	1419	主要财务比率	1.20	1.2)	1.00	2.30
非流动负债	1348	1498	1346	1397	工女州分儿十	2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	1039	1039	1039	1039	成长能力	2020	2021E	2022E	2023E
其他	309	459	307	358	营业收入	19.75%	27.76%	29.24%	26.02%
					营业利润				
负债合计 少数股东权益	7841 240	7845 268	9404 295	10849 322	归属母公司净利润	3.50%	8.56%	44.55%	25.00%
						3.85%	7.50%	45.88%	25.41%
归属母公司股东权	8506	9915	11671	13874	获利能力	26 920/	25 (50/	26.920/	26.700/
负债和股东权益	16587	18027	21371	25046	毛利率	26.83%	25.65%	26.82%	26.70%
四人让日七					净利率	9.73%	8.18%	9.17%	9.09%
现金流量表					ROE	14.55%	12.72%	15.86%	16.84%
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	ROIC	9.97%	9.76%	11.78%	12.90%
经营活动现金流	1003	399	1024		偿债能力				
净利润	1147	1231	1784	2230	资产负债率	47.27%	43.52%	44.01%	43.32%
折旧摊销	498	381	440	489	净负债比率	51.94%	43.08%	41.92%	35.59%
财务费用	254	154	127	116	流动比率	1.58	1.75	1.72	1.79
投资损失	(39)	(47)	(43)	(40)	速动比率	1.34	1.47	1.42	1.49
营运资金变动	(40)	(1210)	(687)	(1089)					
其它	(818)	(109)	(597)	(374)	总资产周转率	0.81	0.87	0.99	1.06
投资活动现金流	(2025)	(758)	(1042)	(1079)	应收帐款周转率	2.54	2.55	2.60	2.57
资本支出	(819)	(871)	(798)	(829)	应付帐款周转率	4.47	4.46	4.59	4.49
长期投资	(3)	(9)	7	(2)	毎股指标(元)				
其他	(1203)	122	(251)	(248)	每股收益	1.20	1.29	1.88	2.36
筹资活动现金流	1631	(418)	263	(158)	每股经营现金	1.07	0.43	1.10	1.43
短期借款	258	(598)	541	(99)	每股净资产	9.11	10.61	12.49	14.85
长期借款	280	0	0	0	估值比率				
其他	1094	180	(278)	(59)	P/E	24.95	23.21	15.91	12.69
	610	(777)	246	95	P/B	3.29	2.82	2.39	2.01
现金净增加额	010	()							

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