

裕同科技（002831）/轻工

证券研究报告/研究简报

2021年9月7日

评级：增持（首次）

市场价格：30.05

分析师：郭美鑫

执业证书编号：S0740520090002

Email: guomx@r.qlzq.com.cn

联系人：张舒怡

Email: zhangsy@r.qlzq.com.cn

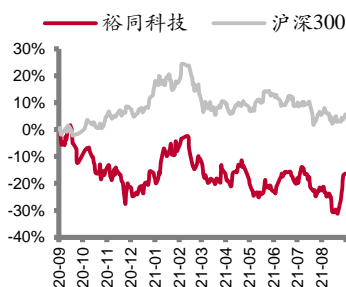
公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	9844.87	11788.94	14795.12	18212.79	21946.41
增长率 yoy%	14.8%	19.7%	25.5%	23.1%	20.5%
净利润（百万元）	1044.94	1120.16	1333.90	1658.92	2017.01
增长率 yoy%	10.5%	7.2%	19.1%	24.4%	21.6%
每股收益（元）	1.19	1.20	1.43	1.78	2.16
每股现金流量	1.47	1.08	-0.02	1.34	1.70
净资产收益率	15.70%	12.81%	13.45%	14.67%	15.54%
P/E	25.22	25.06	21.05	16.92	13.92
PEG	2.40	3.48	1.10	0.69	0.64
P/B	4.14	3.30	2.91	2.55	2.22

备注：股价取自 2021 年 9 月 6 日收盘价。

投资要点
基本状况

总股本(百万股)	930.51
流通股本(百万股)	519.87
市价(元)	30.05
市值(亿元)	279.62
流通市值(亿元)	156.22

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- **事件：裕同科技发布 2021 年半年度报告。**公司上半年实现营收 60.52 亿元，同增 40.42%，较 19H1 增长 64.28%；实现归母净利润 3.36 亿元，同增 2.57%，较 19H1 增长 13.46%；实现扣非净利润 2.64 亿元，同比减少 8.54%，较 19H1 增长 12.49%，非经常性损益主要为远期结售汇等套期保值产品投资损益。单季度看，21Q2 实现营收 3.93 亿元，同增 36.44%，较 19Q2 增长 78.69%；实现归母净利润 1.70 亿元，同比减少 8.56%，较 19Q2 增长 19.51%；实现扣非净利润 1.12 亿元，同比减少 34.62%，较 19Q2 减少 14.06%。业绩符合预期。
- **成本上行&海外产能整合，盈利短期承压：1) 盈利能力方面，**21H1 公司实现毛利率 20.90% (-4.95pct.)，原因系原材料价格上涨所致，归母净利率 5.55% (-2.06pct.)；其中 21Q2 单季度毛利率 18.56% (-7.69pct.)，归母净利率 5.00% (-2.46pct.)。**2) 期间费用方面，**21H1 销售费用率 2.75% (-0.64pct.)；管理费用率 6.60% (-0.64pct.)；研发费用率 4.50% (-0.23pct.)；财务费用率 1.20% (-0.50pct.)。费用率较去年同期整体下行。
- **产品端：纸质包装基础扎实，环保包装快速发展。1) 纸质精品包装：**上半年实现收入 46.51 亿元，同增 40.20%，营收占比 76.85% (-2.25pct.)，毛利率 20.86% (-5.41pct.)。近年，公司把握消费升级趋势，夯实电子消费品市场，拓展新兴细分市场，实现营收稳定增长。其中，消费电子包装和白酒包装的增长尤为显著，出色的产品交付能力已得到重要品牌客户的广泛认可。**2) 包装配套产品：**实现收入 10.60 亿元，同增 41.58%，营收占比 17.52% (+4.38pct.)，毛利率 19.08% (-3.67pct.)。**3) 环保纸塑产品：**实现收入 2.56 亿元，同增 51.20%，营收占比 4.24% (+2.43pct.)，毛利率 26.08% (-2.30pct.)。公司已形成以 3C 业务为核心，在智能物联、环保包装、酒包、商务印刷以及化妆品等重要领域深入发掘业务协同效应的多元布局，为整体营收增长带来全新动能。
- **海外生产基地广泛，国际化布局行业领先。1) 内销：**21H1 收入 51.50 亿元，同增 38.45%，营收占比 85.11% (-1.21pct.)，较 19H1 减少 2.46pct。**2) 外销：**21H1 收入 9.01 亿元，同增 52.83%，营收占比 14.89% (+1.21pct.)。公司的国际化布局始终走在行业前列，已于越南、印度、印尼、泰国建成多个生产基地，并于中国香港、美国、澳大利亚设立服务中心和办事处，根据国际客户需求，就近生产交付，以更低的生产成本提供更及时、专业的产品和服务。
- **智能化+数字化，带动企业新转型。1) 智能制造：**公司许昌智能制造产业园项目已投产，全面打通从原材料仓、印后车间、半成品仓、装配车间到成品仓库业务流，以业务为核心推动产业园整体信息化与数字化建设，从而实现业务流、信息流、物流三流融合。智能工厂建设代表了企业高端制造水平，带动企业管理升级转型，从而进一步提升企业整体竞争力。**2) 数字化管理：**上半年，公司启动的数字化人力资源管理项目一期已正式上线，对员工已实现大面积覆盖，初步实现人力资源管理的流程化和信息化。
- **投资建议：**公司 3C 业务保持高增，新业态多元布局完善，智能制造+数字印刷事业启航，成长空间打开。我们预期公司 2021-2023 年销售总收入为 147.95、182.13、219.46 亿元，同比增长 25.5%、23.1%、20.5%，实现归母净利润 13.34、16.59、20.17 亿元，同比增长 19.1%、24.4%、21.6%，EPS 为 1.43、1.78、2.16 元，给与“增持”评级。

■ 风险提示：原材料价格大幅波动风险、市场竞争加剧风险、劳动力成本上涨风险

内容目录

半年报业绩概览：营收同增 40.42%，利润同增 2.57%	- 4 -
公司整体财务状况：盈利表现有所下降，控费能力较强	- 4 -
公司分业务收入情况：3C 业务核心稳固，社会化包装协同布局完善	- 6 -
公司未来展望：3C 业务高增，智能化、数字化赋能	- 8 -
盈利预测与估值	- 9 -
盈利预测	- 9 -
投资建议	- 9 -
风险提示	- 11 -
客户订单需求不及预期风险	- 11 -
疫情反复风险	- 11 -
原材料价格上涨超预期风险	- 11 -

图表目录

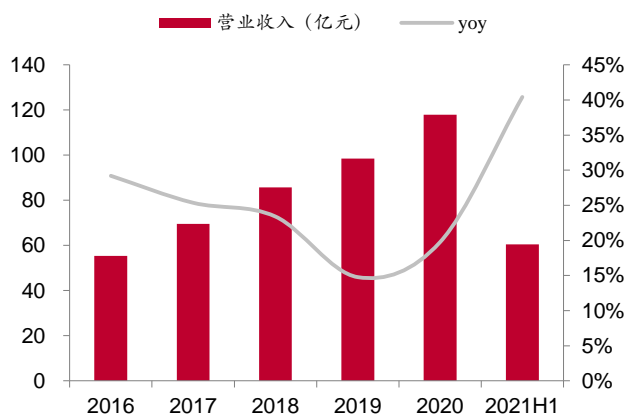
图表 1：裕同科技营业收入及增速	- 4 -
图表 2：裕同科技归母净利润及增速	- 4 -
图表 3：裕同科技销售毛利率	- 5 -
图表 4：裕同科技归母净利率	- 5 -
图表 5：中国白卡纸近年均价	- 5 -
图表 6：中国箱板纸近年均价	- 5 -
图表 7：裕同科技近年期间费用率	- 6 -
图表 8：裕同科技近年费用率情况	- 6 -
图表 9：裕同科技分产品营收（亿元）	- 6 -
图表 10：裕同科技分产品营收占比	- 6 -
图表 11：裕同科技各产品毛利率	- 7 -
图表 12：裕同科技内外销占比	- 7 -
图表 13：裕同科技三大财务报表	- 10 -

半年报业绩概览：营收同增 40.42%，利润同增 2.57%

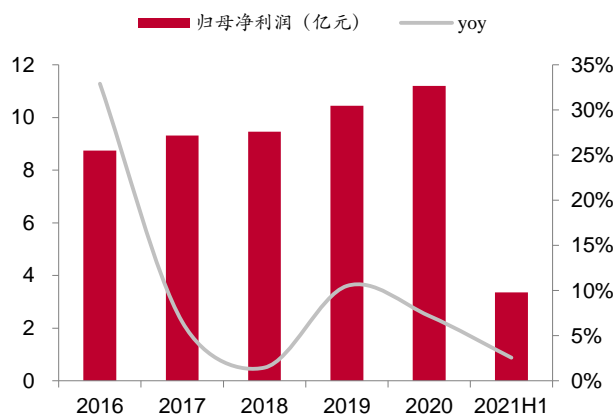
- **事件：裕同科技发布 2021 年半年度报告。**公司上半年实现营收 60.52 亿元，同增 40.42%，较 19H1 增长 64.28%；实现归母净利润 3.36 亿元，同增 2.57%，较 19H1 增长 13.46%；实现扣非净利润 2.64 亿元，同比减少 8.54%，较 19H1 增长 12.49%，非经常性损益主要为远期结售汇等套期保值产品投资损益。单季度看，21Q2 实现营收 33.93 亿元，同增 36.44%，较 19Q2 增长 78.69%；实现归母净利润 1.70 亿元，同比减少 8.56%，较 19Q2 增长 19.51%；实现扣非净利润 1.12 亿元，同比减少 34.62%，较 19Q2 减少 14.06%。整体表现基本符合预期。

公司整体财务状况：盈利表现有所下降，控费能力较强

- **营收五年 CAGR20.77%，保持高增态势。**公司 2016-2020 年营业收入分别为 55.42/69.48/85.78/98.45/117.89 亿元，五年 CAGR 为 20.77%，始终保持高速增长态势。其中，2021H1 营业收入为 60.52 亿元，同比增加 40.42%，较 2019H1 增长 64.28%，增长显著。
- **归母净利润五年 CAGR6.37%，稳中有升。**公司 2016-2020 年归母净利润分别为 8.75/9.32/9.46/10.45/11.20 亿元，五年 CAGR 为 6.37%，呈现稳中有升态势。其中，2021H1 归母净利润为 3.36 亿元，同比增长 2.57%，较 2019H1 增长 13.46%。

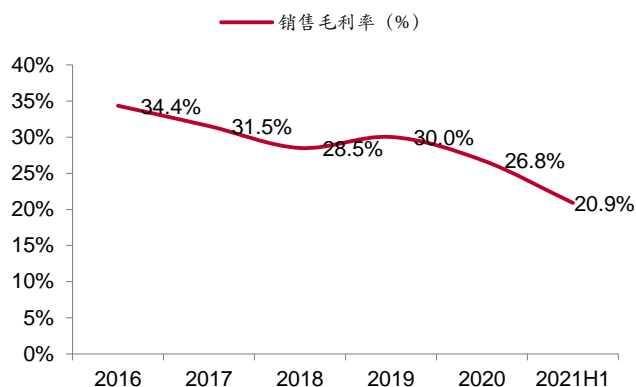
图表 1：裕同科技营业收入及增速


来源：公司公告、中泰证券研究所

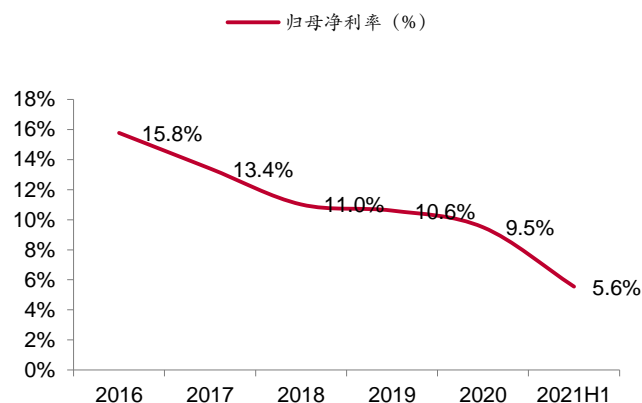
图表 2：裕同科技归母净利润及增速


来源：公司公告、中泰证券研究所

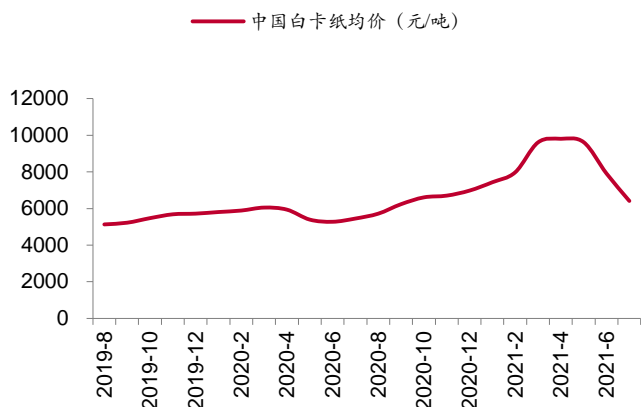
- **毛利率、净利率总体呈下行趋势。**公司 2016-2020 年销售毛利率分别为 34.4/31.5/28.5/30.0/26.8%，整体呈现下行趋势。其中，2021H1 销售毛利率为 20.9%。主要原因系原材料价格上涨所致。2019-2020 年，我国白卡纸、箱板纸均价持续走高，对公司毛利率造成一定影响。公司 2016-2020 年归母净利率分别为 15.8/13.4/11.0/10.6/9.5%，整体下行。其中，2021H1 归母净利率为 5.6%。

图表 3: 裕同科技销售毛利率


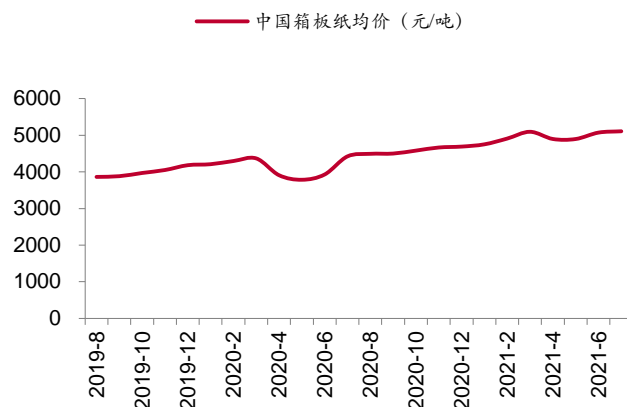
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 4: 裕同科技归母净利率


来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 5: 中国白卡纸近年均价


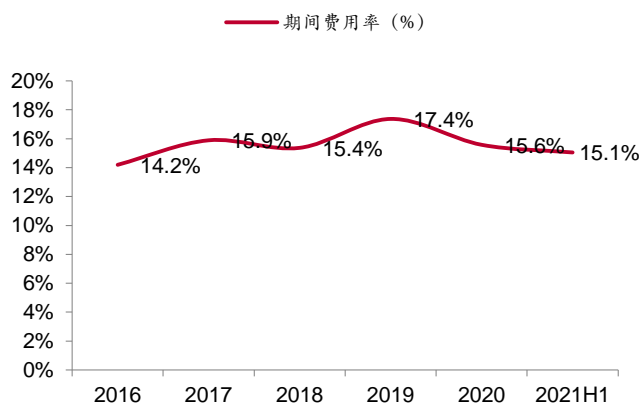
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 6: 中国箱板纸近年均价


来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

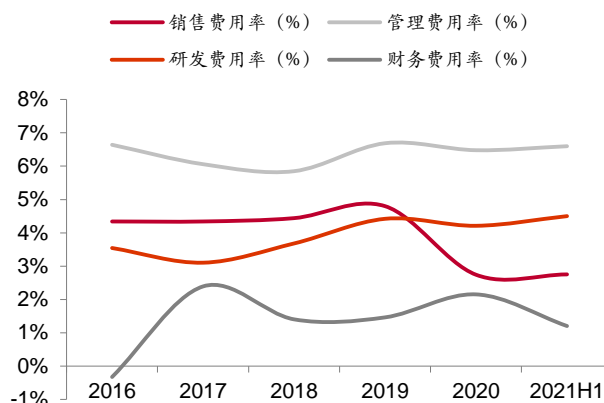
- 公司近几年费用率水平保持稳定。公司 2016-2020 年期间费用率分别为 14.2%/15.9%/15.4%/17.4%/15.6%，呈稳定态势。其中，2021H1 期间费用率为 15.1%。
- 细分来看，公司 2021H1 销售费用率 2.75% (-0.64pct.)；管理费用率 6.60% (-0.64pct.)；研发费用率 4.50% (-0.23pct.)；财务费用率 1.20% (-0.50pct.)。整体费用率下行明显，彰显公司良好控费能力。

图表 7：裕同科技近年期间费用率



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 8：裕同科技近年费用率情况

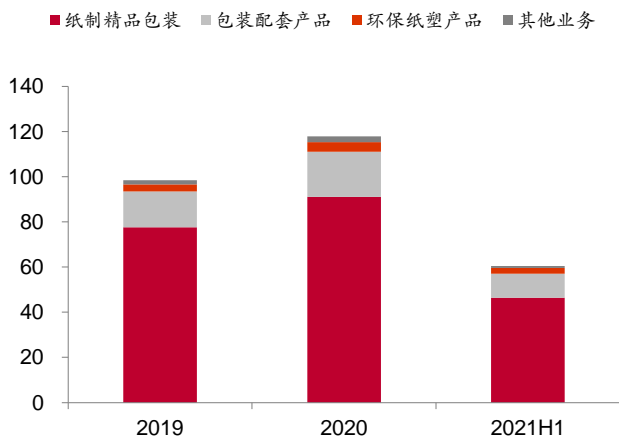


来源：公司公告、中泰证券研究所

公司分业务收入情况：3C 业务核心稳固，社会化包装协同布局完善

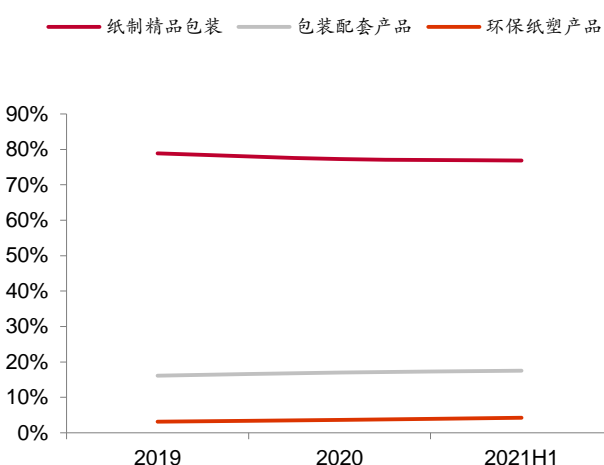
- **分产品看：**公司 2019 年纸制精品包装/包装配套产品/环保纸塑产品/其他业务产品分别实现营收 77.7/15.9/3.1/1.9 亿元，各业务占比分别为 78.9%/16.1%/3.1%/1.9%。2020 年纸制精品包装/包装配套产品/环保纸塑产品/其他业务产品分别实现营收 91.1/20.4/4.3/2.5 亿元，同比增长 17.3%/26.4%/38.6%/33.7%，各业务占比分别为 77.3%/17%/3.6%/2.1%。
- 其中，2021H1 纸制精品包装/包装配套产品/环保纸塑产品/其他业务产品分别实现营收 46.5/10.6/2.6/0.8 亿元，各业务占比分别为 76.9%/17.5%/4.2%/1.4%。纸制精品包装仍然作为营收主要贡献，占比基本稳定但略有下降趋势，包装配套产品及环保纸塑产品占比相应提升。
- 同时，公司对于新业务的前期探索铺设阶段基本完成，产能配置完善，业务增长蓄势待发，公司已形成以 3C 业务为核心，在智能物联、环保包装、酒包、商务印刷以及化妆品等重要领域深入发掘业务协同效应的多元布局，为整体营收增长带来全新动能。

图表 9：裕同科技分产品营收（亿元）



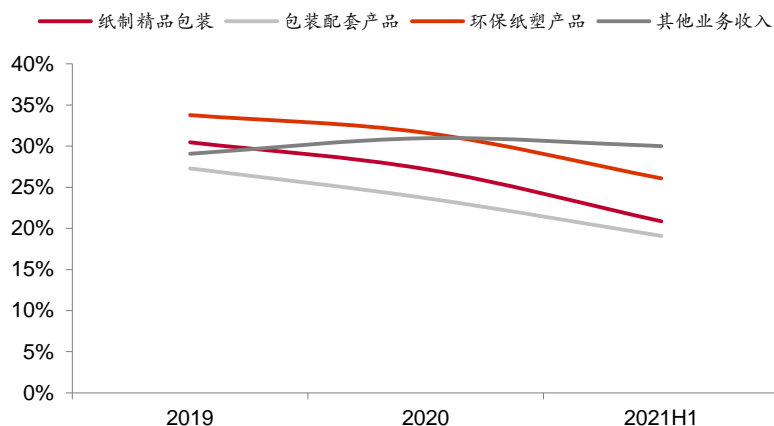
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 10：裕同科技分产品营收占比



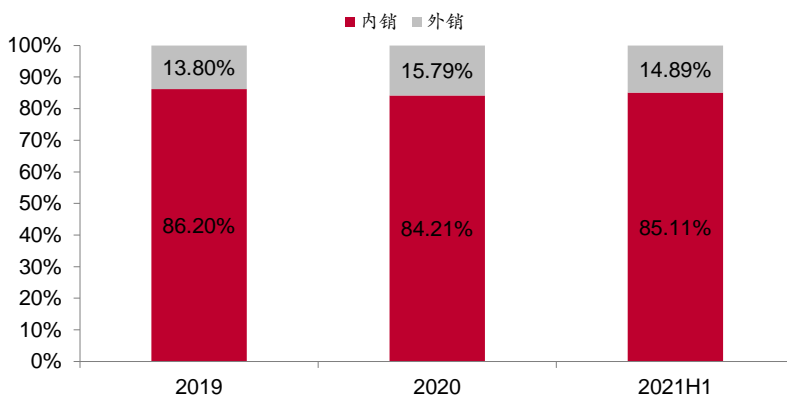
来源：公司公告、中泰证券研究所

- **毛利率情况：**公司 2019 年纸制精品包装/包装配套产品/环保纸塑产品/其他业务产品分别实现毛利率 30.5%/27.3%/33.8%/29.1%；2020 年纸制精品包装/包装配套产品/环保纸塑产品/其他业务产品分别实现毛利率 27.2%/23.7%/31.6%/31.0%。其中，各产品 2021H1 毛利率分别为 20.9%/19.1%/26.1%/30.0%，同比去年均有所下降。主要原因系原材料价格上涨导致成本相应提升。

图表 11：裕同科技各产品毛利率


来源：公司公告、中泰证券研究所

- **海外生产基地广泛，国际化布局行业领先。**2019 年，公司内销/外销营收分别为 84.9/13.6 亿元，占比分别为 86.2/13.8%；2020 年，公司内销/外销营收分别为 99.3/18.6 亿元，占比分别为 84.2/15.8%。其中，2021H1 内销/外销营收分别为 51.5/9.0 亿元，占比分别为 85.1/14.9%。公司的国际化布局始终走在行业前列，已于越南、印度、印尼、泰国成立多个生产基地，并于中国香港、美国、澳大利亚设立服务中心和办事处。**海外生产基地+国内制造工厂：**公司已形成全球化的网络布局，使公司具备强大的跨国交付能力，能够为国际客户提供及时、专业的产品和服务。

图表 12：裕同科技内外销占比


来源：公司公告、中泰证券研究所

公司未来展望：3C 业务高增，智能化、数字化赋能

- **3C 业务保持高增，新业态多元布局完善。**公司 2020 年前五大客户销售总额 44.3 亿元，同比增长 15.33%，表明消费电子核心业务仍在持续稳定增长。同时，2020 年宜宾裕同环保包装生产基地落地投产，海南环保包装项目进入试生产阶段，环保包装业务完成产业链全面布局，进入产能扩张放量期，为公司带来新的业绩增长点。从主营构成看，公司已形成以 3C 业务为核心，在智能物联、环保包装、酒包、商务印刷以及化妆品等重要领域深入发掘业务协同效应的多元布局，为整体营收增长带来全新动能。
- **展望未来，智能制造+数字印刷事业+数字化管理启航。**公司于 2020 年启动的许昌智能制造产业园，已开始投产，预计 2025 年前全面投产。该项目全面打通从原材料仓、印后车间、半成品仓、装配车间到成品仓库业务流，加速公司智能化转型。公司于 2020 年底成立数字印刷事业部，以先进数字印刷技术、数字媒体技术以及创意数字营销流程为品牌商交付优质数字资产内容，预计将打开印前媒体市场的全新增量空间。2021H1，公司启动的数字化人力资源管理项目一期已正式上线，初步实现人力资源管理的流程化和信息化。以达到提升工作效率和人力效益，降低管理成本的目标。

盈利预测与估值

盈利预测

- **核心假设：**公司逐步丰富多元化的产品矩阵，各类包装产品产销量稳步增长，在建工程如期投产释放产能；下游应用领域及新兴业态需求持续旺盛。
- 1) 纸制精品包装：公司作为国内领先的包装整体解决方案服务商，在规模、品牌、资金、技术水平等多方面均具备优势，将受益于包装行业整合期这一发展进程。我们预计纸制精品包装 2021-2023 年实现营业收入 112.6/137.0/164.3 亿元，同比增长 23.6%/21.7%/19.9%。
- 2) 包装配套产品：公司顺应包装行业高速发展进程，同时布局包装配套产品，有助于进一步打开市场空间。我们预计包装配套产品 2021-2023 年实现营业收入 26.0/32.6/38.9 亿元，同比增长 29.6%/25.4%/19.4%。
- 3) 环保纸塑产品：2020 年，公司环保包装生产基地-宜宾裕同实现投产、海南环保包装项目也已进入试生产阶段，公司环保包装一体化产业链布局进一步完善。我们预计环保纸塑产品 2021-2023 年实现营业收入 6.0/8.1/10.5 亿元，同比增长 40.2%/34.8%/30.0%。

投资建议

- 公司 3C 业务保持高增，新业态多元布局完善，智能制造+数字印刷事业启航，成长空间打开。我们预期公司 2021-2023 年销售收入为 147.95、182.13、219.46 亿元，同比增长 25.5%、23.1%、20.5%，实现归母净利润 13.34、16.59、20.17 亿元，同比增长 19.1%、24.4%、21.6%，EPS 为 1.43、1.78、2.16 元，给与“增持”评级。

图表 13: 裕同科技三大财务报表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,337	1,467	1,782	2,273	营业收入	11,789	14,795	18,213	21,946
应收票据	102	142	193	211	营业成本	8,626	10,786	13,314	16,036
应收账款	5,223	6,570	7,988	9,540	税金及附加	64	94	117	140
预付账款	265	293	370	438	销售费用	324	604	731	858
存货	1,518	1,688	2,107	2,556	管理费用	764	1,042	1,187	1,467
合同资产	0	0	0	0	研发费用	497	639	786	948
其他流动资产	805	1,686	1,616	1,625	财务费用	254	133	163	163
流动资产合计	10,250	11,846	14,056	16,643	信用减值损失	-62	-19	-25	-35
其他长期投资	23	23	23	23	资产减值损失	-25	-15	-21	-20
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	57	20	28	35
固定资产	4,513	5,245	5,885	6,436	投资收益	39	37	35	37
在建工程	368	372	363	418	其他收益	73	79	79	77
无形资产	685	789	884	1,003	营业利润	1,353	1,600	2,012	2,433
其他非流动资产	748	795	837	870	营业外收入	6	13	9	9
非流动资产合计	6,337	7,224	7,992	8,750	营业外支出	26	17	20	21
资产合计	16,587	19,070	22,048	25,393	利润总额	1,333	1,596	2,001	2,421
短期借款	2,835	3,093	3,350	3,608	所得税	186	235	300	358
应付票据	348	528	621	752	净利润	1,147	1,361	1,701	2,063
应付账款	2,305	2,585	3,219	3,905	少数股东损益	27	27	42	46
预收款项	0	35	43	48	归属母公司净利润	1,120	1,334	1,659	2,017
合同负债	50	63	78	94	NOPLAT	1,366	1,474	1,840	2,202
其他应付款	327	327	327	327	EPS (摊薄)	1.20	1.43	1.78	2.16
一年内到期的非流动负债	199	199	199	199					
其他流动负债	429	526	658	781	主要财务比率				
流动负债合计	6,493	7,356	8,495	9,714	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	1,039	1,489	1,939	2,389	成长能力				
应付债券	67	67	67	67	营业收入增长率	19.7%	25.5%	23.1%	20.5%
其他非流动负债	242	242	242	242	EBIT增长率	12.7%	9.0%	25.1%	19.4%
非流动负债合计	1,348	1,798	2,248	2,698	归母公司净利润增长率	7.2%	19.1%	24.4%	21.6%
负债合计	7,841	9,154	10,743	12,412	获利能力				
归属母公司所有者权益	8,506	9,649	10,996	12,626	毛利率	26.8%	27.1%	26.9%	26.9%
少数股东权益	240	267	309	355	净利率	9.7%	9.2%	9.3%	9.4%
所有者权益合计	8,746	9,916	11,305	12,981	ROE	12.8%	13.5%	14.7%	15.5%
负债和股东权益	16,587	19,070	22,048	25,393	ROIC	12.5%	11.7%	12.7%	13.2%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	47.3%	48.0%	48.7%	48.9%
					债务权益比	50.1%	51.3%	51.3%	50.1%
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	流动比率	1.6	1.6	1.7	1.7
经营活动现金流	1,003	-21	1,251	1,582	速动比率	1.3	1.4	1.4	1.5
现金收益	1,899	2,036	2,499	2,942	营运能力				
存货影响	-507	-169	-420	-449	总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9
经营性应收影响	-1,238	-1,401	-1,524	-1,619	应收账款周转天数	142	143	144	144
经营性应付影响	966	494	736	822	应付账款周转天数	80	82	78	80
其他影响	-117	-981	-40	-115	存货周转天数	53	54	51	52
投资活动现金流	-2,025	-1,430	-1,404	-1,476	每股指标 (元)				
资本支出	-1,572	-1,384	-1,360	-1,441	每股收益	1.20	1.43	1.78	2.16
股权投资	0	0	0	0	每股经营现金流	1.08	-0.02	1.34	1.70
其他长期资产变化	-453	-46	-44	-35	每股净资产	9.14	10.37	11.82	13.57
融资活动现金流	1,631	581	468	385	估值比率				
借款增加	731	708	708	708	P/E	25	21	17	14
股利及利息支付	-391	-436	-526	-621	P/B	3	3	3	2
股东融资	8	0	0	0	EV/EBITDA	8	7	6	5
其他影响	1,283	309	286	298					

来源: 中泰证券研究所

风险提示

客户订单需求不及预期风险

- 公司前五大客户销售收入占比相对较高，若公司核心客户生产经营状况出现较大波动，则公司订单需求或将面临下滑风险。

疫情反复风险

- 公司内外销同步协调，若疫情在国外持续蔓延，将会对细分领域的销售状况造成一定影响。

原材料价格上涨超预期风险

- 公司成本构成中原材料占比相对较大，若上游原材料价格大幅波动，公司生产成本可能进一步抬升，影响公司的盈利空间。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。