

裕同科技 (002831.SZ)

聚焦高端品牌包装，优质客户助力业绩增长

● 聚焦高端品牌提供整体解决方案，2016 年业绩彰显高成长性

裕同科技为高端品牌客户提供整体解决方案，业绩快报显示 2016 年公司实现营业收入 55.37 亿元 (+29.1%)，归属上市公司股东净利润为 8.74 亿元 (+32.9%)。公司在消费电子领域优势明显，其中移动智能终端及网络设备的包装产品销售增速较快，规模效应提升利润水平；公司在研发及自动化方面积极投入，产品附加值的提升带来更大的利润空间。

● 纸包装行业整体向好，龙头公司受益集中度提升

纸包装行业集中度整体较低，公司在其所处细分市场份额相对较高，具有一定优势。未来高端包装领域的产业整合、优质资产的寻购将成为公司外延式发展的方向。下游消费类电子和烟酒行业整体景气度的回升趋稳则预示纸质印刷包装行业前景稳定向好。

● 优质客户、高端品牌路线、成本结构改善保障业绩稳增长

下游优质大客户需求的增加推动业绩迅速增长。目前公司具备较强的综合竞争优势，客户更换包装供应商的可能性较低。公司注重走高端品牌路线，主营彩盒、纸箱业务，聚焦高端消费类电子产品包装，产品综合毛利率显著高于可比公司，产品结构改善降低原材料占成本比重。

● 盈利预测与投资建议

预计公司 2017-18 年净利润分别为 11.7/15.7 亿元，EPS 分别为 2.93/3.93 元。当前股价对应 2016 年市盈率 27.6 倍，我们看好公司在服务高质量品牌客户方面的发展以及行业拓展整合能力，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

公司下游客户目前以消费电子行业为主，行业景气情况及重点客户经营状况会影响包装需求，对订单情况产生影响；原材料包括白板纸、铜版纸、双胶纸和瓦楞纸等，其价格变化存在不确定性。

盈利预测：

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,665.44	4,289.63	5,537.45	7,267.30	9,635.30
增长率(%)	41.29%	17.03%	29.09%	31.24%	32.58%
EBITDA(百万元)	875.69	887.93	1,360.68	1,686.66	2,145.94
净利润(百万元)	562.03	658.20	874.49	1,172.31	1,571.84
增长率(%)	99.77%	17.11%	32.86%	34.06%	34.08%
EPS(元/股)	3.747	1.828	2.429	2.931	3.930
市盈率(P/E)	-	-	27.61	22.88	17.07
市净率(P/B)	-	-	7.93	4.72	3.70
EV/EBITDA	0.37	0.71	18.73	15.55	11.93

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

67.06 元

报告日期

2017-02-27

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	400/40
流通 A 股市值(百万元)	2,683
每股净资产(元)	10.68
资产负债率(%)	51.21
一年内最高/最低(元)	85.29/44.12

相对市场表现



分析师：赵中平 S0260516070005

0755-23953620

zhaozhongping@gf.com.cn

分析师：申烨 S0260514080002

020-87578446

shenye@gf.com.cn

相关研究：

联系人：任尚伟 020-87574791

rensw@gf.com.cn

目录索引

一、本文逻辑与投资要点	4
(一) 聚焦高端品牌提供整体解决方案, 2016 年业绩彰显高成长性	4
(二) 纸包装行业整体向好, 龙头公司受益集中度提升	4
(三) 优质客户、高端品牌路线、成本结构改善保障业绩稳增长	4
(四) 盈利预测与投资建议	5
二、聚焦高端品牌包装, 打造整体解决方案龙头	6
(一) 主营彩盒业务, 服务消费类电子客户群	6
(二) 包装整体解决方案服务商模式顺应行业发展潮流	7
(三) 募投项目提升产能, 多点布局做大做强	8
三、纸包装行业整体向好, 龙头公司受益集中度提升	11
(一) 纸包装行业集中度低, 公司细分市场份额高	11
(二) 上游主要原材料价格不同程度上涨	13
(三) 下游行业景气度回升带来需求增长	14
四、优质客户、高端品牌路线、成本结构改善保障业绩稳增长	17
(一) 客户质优助力中期业绩稳增长	17
(二) 走高端品牌产品路线优势凸显	21
(三) 成本结构改善缓和原材料价格影响	24
五、盈利预测与投资建议	25
六、风险提示	25

图表索引

图 1: 公司主营彩盒、纸箱业务 (%)	6
图 2: 公司主要客户群营收占比情况 (%)	6
图 3: 大客户需求及裕同包装整体解决方案示意图	7
图 4: 公司股权结构	8
图 5: 公司生产和服务基地覆盖多个主流经济发展区	11
图 6: 2016 年初至 2017 年 2 月主要原材料价格走势 (元/吨)	14
图 7: 主要客户群体营收占比情况 (%)	15
图 8: 电子信息行业景气度回升	16
图 9: 下游行业带动造纸及纸制品行业景气度回升	16
图 10: 公司营收和净利润迅速增长 (百万元)	17
图 11: 彩盒销售额增长明显 (百万元)	17
图 12: 2008-2015 年和硕经营业绩情况 (百万新台币)	19
图 13: 2006-2015 年华为经营业绩情况 (百万元)	19
图 14: 公司纸箱毛利率逐渐超越可比公司相似产品	22
图 15: 公司彩盒毛利率一直高于可比公司相似产品	22
图 16: 彩盒和纸箱加权平均毛利率高于可比公司平均	23
图 17: 可比公司综合毛利率比较	23
图 18: 瓦楞纸和白板纸占营业成本比重下降明显	24
图 19: 彩盒营业成本占比逐年上升	24
表 1: 公司主要产品介绍一览表	6
表 2: 公司最新前十大股东持股情况	8
表 3: 公司本次发行募集资金投向情况 (百万元)	9
表 4: 募投项目的合理性和必要性说明	9
表 5: 募投项目新增产能和建设进度情况	10
表 6: 本次募投项目新增产能与现有产能对比	10
表 7: 若干单位下游产品对应彩盒数和纸箱数的假设说明	12
表 8: 公司下游产品市场容量测算基准数据	13
表 9: 公司市场占有率的测算	13
表 10: 2016 年 1-6 月公司前 5 大客户情况	18
表 11: 公司与 2015 年前十大客户的历史合作情况	19
表 12: 客户更换包装供应商的成本收益分析	19
表 13: 公司具备较强的综合竞争优势	20
表 14: 裕同科技与可比公司之间比较一览表	21
表 15: 公司聚焦高端类品牌包装	23
表 16: 可比公司估值对比	25

一、本文逻辑与投资要点

（一）聚焦高端品牌提供整体解决方案，2016 年业绩彰显高成长性

作为提供纸质印刷包装产品的研发、设计、生产和销售一体化服务的包装整体解决方案服务商，裕同科技已基本实现消费类电子行业客户的全覆盖，目前正积极向烟酒食品、化妆品、大健康和互联网+等领域拓展。公司为高端品牌客户提供的“创意设计 with 研发创新解决方案、一体化产品制造和供应解决方案、多区域运营及服务解决方案”有效增强了高端品牌客户黏度，使公司逐步成为高端品牌客户供应链中重要的合作伙伴。此外，民营资本控股背景和极高的股权集中度从一个侧面显示出公司具有的活力以及大股东超强的监督能力。

业绩快报显示2016年公司实现营业收入55.37亿元（+29.1%），归属上市公司股东净利润为8.74亿元（+32.86%）。公司在消费电子领域优势明显，其中移动智能终端及网络设备的包装产品销售增速较快，规模效应提升利润水平；公司作为龙头企业，在研发及自动化方面积极投入，产品附加值的提升带来更大的利润空间。

（二）纸包装行业整体向好，龙头公司受益集中度提升

国内纸质印刷包装行业由于门槛低、运输范围受限等原因，中低端领域行业集中度低，高端领域则由于拥有高端品牌客户、高精生产技术和高服务质量的优质大企业较少，集中度相对较高。由于公司主要面向高端消费类电子和烟酒行业，专注深耕优质大客户，未来产业整合过程中，高端包装领域的产业整合、优质资产的寻购将成为公司外延式发展的一个关注点。虽然按照行业总产值口径来看裕同市占率相比低，但其实在细分市场的份额已具有一定优势。

裕同瓦楞纸箱业务比重较小叠加境外采购原材料未有涨价，此轮原材料价格上涨对公司造成的不利影响小。公司未对单一供货商形成采购依赖得益于近年来上游造纸企业产能扩张和竞争加剧。纸质包装固有的优点增加了消费类电子产品对其的需求，公司下游端主要客户群消费类电子和烟酒行业整体景气度的回升趋稳预示纸质印刷包装行业前景稳定向好。

（三）优质客户、高端品牌路线、成本结构改善保障业绩稳增长

公司客户集中度较高，下游大客户需求的增加推动业绩迅速增长。公司的前五大客户包括国际知名消费类电子企业华为和联想，全球知名代工企业富士康、和硕和广达，具有卓越的市场地位、优秀的业绩表现和良好的商业信用。若客户试图更换包装产品供应商以获取更好的产品和服务，则会面临筛选成本、经营连续性成本、信息不对称成本和商业秘密成本。目前公司在产品品质、产能储备、生产工艺、设计与研发能力、交付能力、售后及增值服务方面均能满足现有客户的要求，具备较强的综合竞争优势，客户更换包装产品供应商的可能性较低。

公司注重走高端品牌路线，主营彩盒、纸箱业务，聚焦高端消费类电子产品包装，产品综合毛利率显著高于可比公司。其中，彩盒毛利率处于相对较高水平，近年来产品结构改善和规模效益提升了纸箱的毛利率，显示出细分市场产品强大的生命力。

与此同时，营业成本中主要原材料占比下降、结构改善，公司受原材料涨价影响相对较小。

（四）盈利预测与投资建议

纸包装行业整体集中度低，裕同科技在高端客户领域已经积累获得相对较高的市场份额，具有一定优势，将受益于行业整合大趋势。公司注重走高端品牌路线，产品综合毛利率高于同行，并持续改善产品结构、提升规模效益，未来拓展客户能力和行业整合实力有望进一步增强。

预计公司2017-18年净利润分别为11.7/15.7亿元，EPS分别为2.93/3.93元。当前股价对应2016年市盈率27.6倍，我们看好公司在服务高质量品牌客户方面的发展以及行业拓展整合能力，首次覆盖给予“买入”评级。

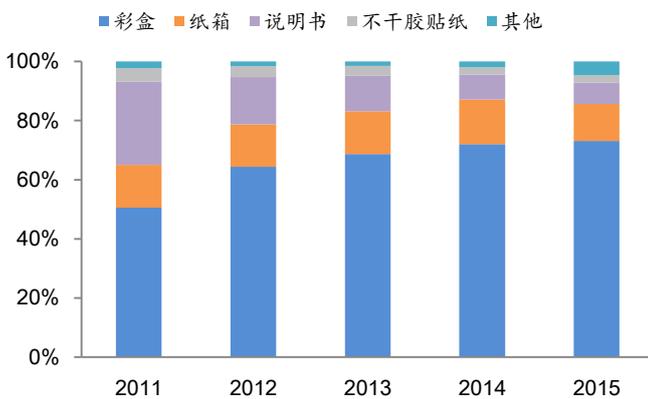
二、聚焦高端品牌包装，打造整体解决方案龙头

作为提供纸质印刷包装产品的研发、设计、生产和销售一体化服务的包装整体解决方案服务商，裕同科技已基本实现消费类电子行业客户的全覆盖，目前正积极向烟酒食品、化妆品、大健康和互联网+等领域拓展。公司为高端品牌客户提供的“创意设计 & 研发创新解决方案、一体化产品制造和供应解决方案、多区域运营及服务解决方案”有效增强了高端品牌客户黏度，使公司逐步成为高端品牌客户供应链中重要的合作伙伴。此外，民营资本控股背景和极高的股权集中度从一个侧面显示出公司具有的活力以及大股东超强的监督能力。

（一）主营彩盒业务，服务消费类电子客户群

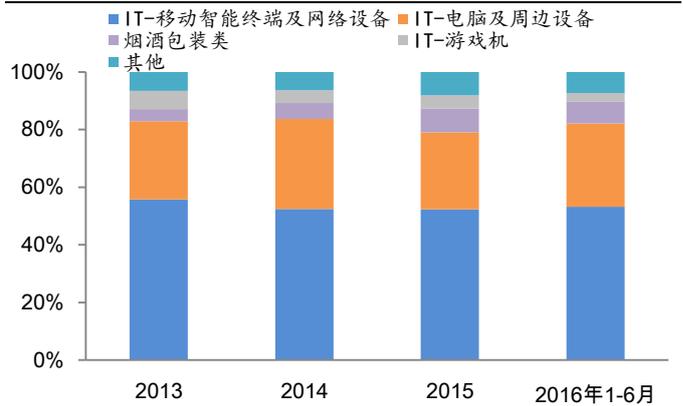
公司的主营业务为纸质印刷包装产品的研发、设计、生产和销售，主要产品包括彩盒（含精品盒）、纸箱、说明书和不干胶贴纸等印刷包装产品，主要功能是为高端消费类产品提供外观美化、防伪及正版宣示、功能说明以及运输保护等。公司已基本实现了消费类电子行业客户的全面覆盖，主要客户涵盖了该行业主要领域，包括移动智能终端、计算机、游戏机、终端通信设备等，且均为各自领域内全球首屈一指的知名企业。同时，公司积极向烟酒食品、化妆品、大健康和互联网+等领域拓展。

图1：公司主营彩盒、纸箱业务（%）



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图2：公司主要客户群营收占比情况（%）



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

表 1：公司主要产品介绍一览表

产品类别	包装标的对象	运用的技术工艺	结构特点	2015年产能
彩盒（含精品盒）	液晶显示器、电脑键盘、内存卡、手机、电话机、打印机、相机、电饭煲、化妆品、烟包、酒盒等	高网线数彩色胶印 UV 技术、高精度凹印技术、高速连线水油印刷技术、全自动上光 UV 加工技术、全自动过 PP 加工技术、全自动烫金银技术、全自动丝印局部 UV 技术、全自动模切加工技术、全自动粘盒技术等	环保性好、可折叠、易加工、高强度、质轻	9.75 亿印张
说明书	液晶显示器、手机、电话机、打印机、笔记本电脑、电饭煲、DVD、相机、空调等	高网线数彩色胶印技术、全自动折页加工技术、全自动骑钉龙技术、全自动胶装胶技术等	轻便、易折叠、环保可回收	5.23 亿印张

纸箱	电脑、电脑显示屏、空调、洗衣机等	可多色凸印生产技术、半自动啤切技术、可拼装包装箱生产技术等	结构牢固、刚性好、承重性好、方便装卸	3.79 亿个
不干胶贴纸	液晶显示器、手机、电话机、打印机、笔记本电脑、电饭煲、DVD、相机、空调等	高网线数彩色胶印技术、覆膜模切技术、全自动上光 UV 加工技术	用于防伪、正版授权声明、适用多类型产品、规格，灵活性强	11.74 亿个

资料来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

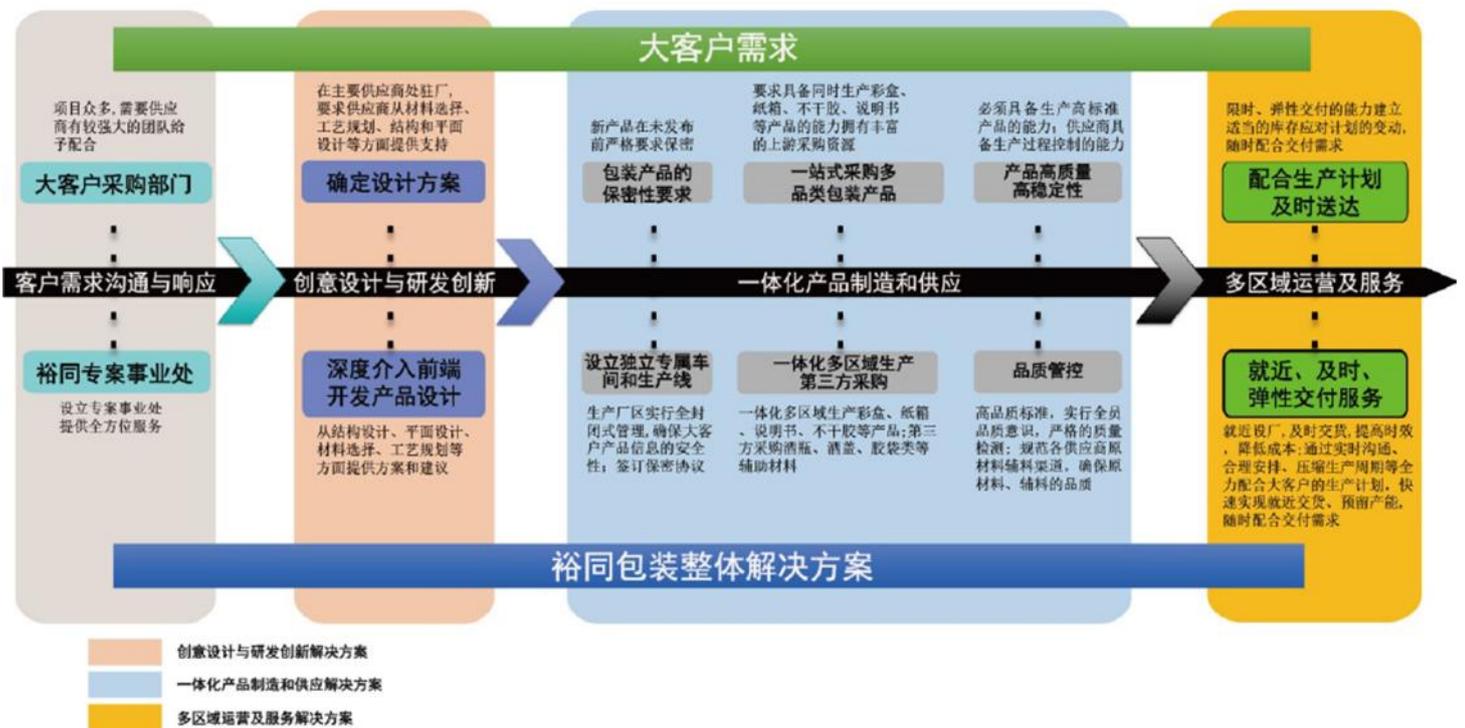
（二）包装整体解决方案服务商模式顺应行业发展潮流

在下游端客户越来越专注于自身核心业务而将产品包装环节外包和包装行业竞争愈发激烈的背景下，部分有实力的包装企业出于满足市场需求、扩大客户群和稳定业绩增长的目的，纷纷从传统的包装供应商向包装整体解决方案服务商转型。

公司在长期服务客户的基础上，致力于为高端品牌客户提供包装整体解决方案（CPS），为客户量身打造专属的、个性化的包装一体化服务。公司从创意设计、研发创新、生产到交付各环节均紧密围绕客户实际需求，优化供应链效率并降低成本，从而为客户创造最大价值。为高端品牌客户提供的包装整体解决方案有效增强了高端品牌客户黏度，使公司逐步成为高端品牌客户供应链中重要的合作伙伴。

具体而言，公司为高端品牌客户提供的包装整体解决方案包括：（1）创意设计与研发创新解决方案，具体包括品牌策划、平面与结构设计、工艺设计、材料研发、可溯源及防伪方案；（2）一体化产品制造和供应解决方案，具体包括全系列产品生产和第三方采购，帮助客户实现“一站式采购”；（3）多区域运营及服务解决方案，具体包括多点布局、就近供货和全球服务支持。

图3：大客户需求及裕同包装整体解决方案示意图

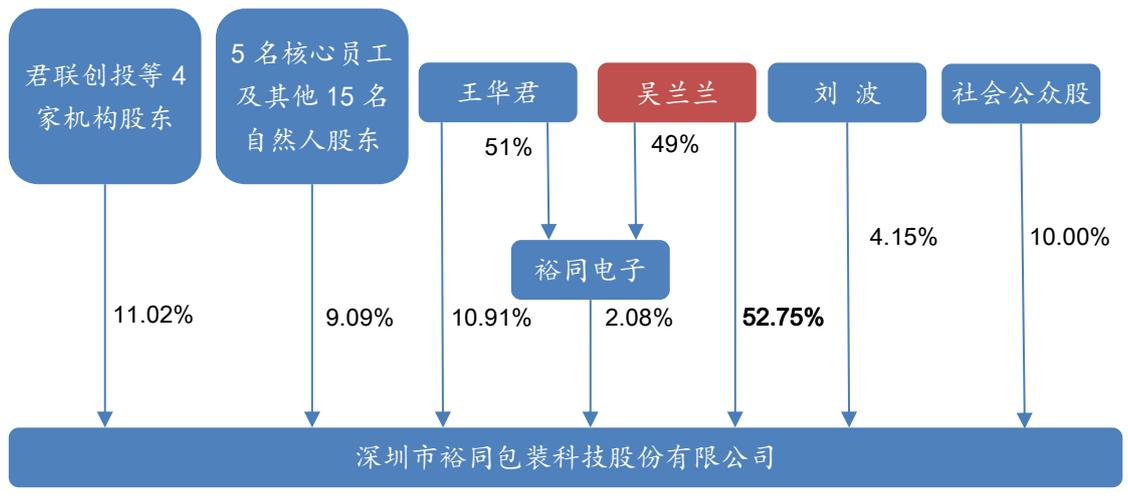


资料来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

（三）募投项目提升产能，多点布局做大做强

本次公开发行前后，公司的控股股东和实际控制人均为吴兰兰女士。公司本次发行前总股本为36000万股，本次公开发行新股4001万股，发行后，吴兰兰女士持有公司21099.87万股，占公司总股本的52.75%。其中，王华君与吴兰兰是夫妻关系，两者合计持有公司约64%的股份。

图4：公司股权结构



资料来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表2：公司最新前十大股东持股情况

排名	股东名称	持股数量 (百万股)	占总股本比例 (%)	股本性质
1	吴兰兰	211.00	52.75	限售流通 A 股
2	王华君	43.65	10.91	限售流通 A 股
3	鸿富锦精密工业 (深圳) 有限公司	17.93	4.48	限售流通 A 股
4	北京君联睿智创业投资中心 (有限合伙)	17.75	4.44	限售流通 A 股
5	刘波	16.59	4.15	限售流通 A 股
6	孙嫚均	16.35	4.09	限售流通 A 股
7	深圳市裕同电子有限公司	8.33	2.08	限售流通 A 股
8	湖南湖大海捷津杉创业投资有限公司	6.26	1.57	限售流通 A 股
9	罗鸣	5.55	1.39	限售流通 A 股
10	徐金洲	3.49	0.87	限售流通 A 股
	合计	346.90	86.72	

资料来源：WIND、广发证券发展研究中心

裕同科技IPO募集资金总额为14.7亿元，募集资金净额为13.9亿元，主要用于产能扩建、信息化系统升级改造、印刷包装工程技术研发中心和补充流动性资金。与已有产能相比，募投项目新增产能提升明显，有助于公司多点布局，未来进一步做大做强。

表 3: 公司本次发行募集资金投向情况 (百万元)

序号	项目名称	项目总投资额			募集资金使用额
		建设投资金额	铺底流动资金	小计	
1	产能扩建项目	1092.22	80.31	1172.53	1112.99
	(1) 高端印刷包装产品生产基地项目	313.76	27.06	340.82	281.29
	(2) 苏州昆迅包装技术有限公司包装说明书、包装箱、包装彩盒生产项目	173.96	14.05	188.01	188.01
	(3) 裕同(武汉)高档印刷包装产业园项目	417.33	29.19	446.52	446.52
	(4) 亳州市裕同印刷包装有限公司	187.16	10.01	197.18	197.18
2	信息化系统升级改造项目	46.03	-	46.03	46.03
3	裕同印刷包装工程技术研发中心	59.17	1.50	60.67	60.67
4	补充流动资金	-	-	-	169.51
	合计	1197.42	81.81	1279.23	1389.20

资料来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

表 4: 募投项目的合理性和必要性说明

序号	项目名称	合理性和必要性
1	高端印刷包装产品生产基地项目	是对深圳东莞等珠三角地区产能储备的进一步补充, 深圳裕同石岩厂区产能已经难以充分满足公司现有客户的新增订单以及新客户的拓展需求。为了更好的服务富士康、华为、小米、联想、亚马逊、微软等新老客户, 开发中兴、酷派等潜在客户, 公司在深圳龙岗厂区新建了高端印刷包装产品生产基地。
2	苏州昆迅包装技术有限公司包装说明书、包装箱、包装彩盒生产项目	为了配合现有客户和硕、广达等华东代工厂、联想苏州产线以及新增客户乐视等进行布局。另外, 公司重点发展方向化妆品包装也已经取得突破, 已与玫琳凯、莹特丽等新增客户展开合作; 新开发的客户央数也已建立合作关系并批量供货。
3	裕同(武汉)高档印刷包装产业园项目	主要是为了配合联想武汉产线, 其在原有项目基础上新建建设项目扩大生产, 同时联想收购摩托罗拉后的相关产能也逐步转移至武汉, 另外还有较大规模的平板产量; 富士康产能逐渐在向内地转移, 武汉亦有可能成为重要的承接方; 海尔集团已是公司客户, 公司武汉基地建成后将承接部分海尔(武汉)业务; 以可口可乐、百威啤酒为代表的食品客户, 以枝江大曲、劲酒、稻花香为代表的白酒客户, 亦是公司重点开发目标。
4	亳州市裕同印刷包装有限公司	主要是以服务于古井贡集团为中心, 古井贡全部纸品订单将优先满足园区 3 家包装生产企业, 古井贡集团 2015 年纸包装采购金额约 6 亿元左右, 估计公司未来每年将获得 1.5-2 亿元的订单(约合 3,000-4,000 万只酒盒), 目前公司已经通过其他子公司承接古井贡订单, 待项目投产后即可上量; 周边优质白酒客户还有口子窖、金种子、洋河双沟等优质客户; 另外亳州有“中华药都”之称, 医药包装需求量巨大, 也是公司未来重点开发目标。

资料来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

表 5: 募投项目新增产能和建设进度情况

序号	项目名称	产品类型	设计产能	实际产能	项目进度
1	高端印刷包装产品生产基地项目	彩盒(含精品盒)(万印张)	18432	18215	已建设完毕,已完全投产并已达到预期
		说明书(万印张)	11981	17500	
		烟标(万印张)	2765	3240	
2	苏州昆迅包装技术有限公司包装说明书、包装箱、包装彩盒生产项目	彩盒(含精品盒)(万印张)	5069	5500	尚处于规划建设中
		说明书(万印张)	8294	3600	
		纸箱(万个)	5760	4000	
3	裕同(武汉)高档印刷包装产业园项目	彩盒(含精品盒)(万印张)	18432	25000	尚处于规划建设中
		说明书(万印张)	8294	10000	
		纸箱(万个)	4147	4000	
4	亳州市裕同印刷包装有限公司	彩盒(含精品盒)(万印张)	9677	2000	完成建设一半,且该部分已投产,当前建设产能已初步达产
		酒盒(万印张)		5000	
		纸箱(万个)	4147	3000	
5	信息化系统升级改造项目	-	-	-	尚处于建设之中,当前投入了四分之一左右
6	裕同印刷包装工程技术研发中心	-	-	-	基本建设完毕,且已基本达到预期

注:彩盒(含精品盒)、说明书、烟标设计产能单位按照印刷机印刷能力用“万印张”表示、纸箱设计产能单位用“万个”表示;按照发改委备案文件,彩盒(含精品盒)、纸箱实际产能单位用“万个”表示、说明书实际产能单位用“万本”表示;烟标实际产能用“万套”表示。

资料来源:招股说明书、广发证券发展研究中心

公司现有产能、募集资金投资项目主要新增产能及二者对比如下。

表 6: 本次募投项目新增产能与现有产能对比

主要产品	2015年产能	募集资金投资项目新增产能	新增产能占现有产能比例
彩盒(万印张)	97540	41289	42.33%
说明书(万印张)	52251	22855	43.74%
纸箱(万个)	37939	13352	35.19%

资料来源:招股说明书、广发证券发展研究中心

此外,公司于2017年2月14日在印度班加罗尔投资设立全资子公司裕同印刷包装(印度)私人有限公司,注册资金为200万美元。该子公司印度裕同主要经营范围为生产、销售、采购、批发、经销、设计、制造各种成品、半成品或者组合式包装产品,包括用于商业和日常生活中的纸制、板制、玻璃材料、塑料材料等不同型材的包装材料、包装盒、包装袋等。本次投资是公司了解到一些知名的消费类电子产品客户,如小米、华为、OPPO、vivo等也在或者拟在印度投资建设项目而及时作出的行动,旨在为这些客户提供更加完善的就近交货与服务,更好地提供一体化包装印刷整体解决方案。同时,印度经济整体表现强劲,其所推出的“印度制造”计划,以及积极改善的营商经营环境和政策,将有利于印度招商引资,加大国际性知名公司在印度投资设厂的可能性,所以公司积极布局印度工厂也符合公司进行国际化布局的需要。

三、纸包装行业整体向好，龙头公司受益集中度提升

国内纸质印刷包装行业由于门槛低、运输范围受限等原因，中低端领域行业集中度低，高端领域则由于拥有高端品牌客户、高精生产技术和高服务质量的优质大企业较少，集中度相对较高。由于公司主要面向高端消费类电子和烟酒行业，专注深耕优质大客户，未来产业整合过程中，高端包装领域的产业整合、优质资产的寻购将成为公司外延式发展的一个关注点。虽然按照行业总产值口径来看裕同市占率相比低，但其实在细分市场的份额已具有一定优势。

裕同瓦楞纸箱业务比重较小叠加境外采购原材料未有涨价，此轮原材料价格上涨对公司造成的不利影响小。公司未对单一供货商形成采购依赖得益于近年来上游造纸企业产能扩张和竞争加剧。纸质包装固有的优点增加了消费类电子产品对其的需求，公司下游端主要客户群消费类电子和烟酒行业整体景气度的回升趋稳预示纸质印刷包装行业前景稳定向好。

（一）纸包装行业集中度低，公司细分市场份额高

纸包装行业分散，整合空间巨大。 高端领域拥有高端品牌客户、高精生产技术和高服务质量的优质大企业较少，集中度相对较高；但在中低端领域，纸包装供应商之间竞争激烈，集中度很低。国内纸包装行业集中度低的原因主要有三：一是纸包装行业准入门槛较低，中低端领域进入壁垒不高，导致中小企业大量涌入，企业自身资金实力不够无法进行外延拓展；二是纸包装受限于运输半径，空间格局上纸包装企业倾向于分散分布，规模小、实力弱的企业无法实现多地布局，整体集中度较低；三是下游行业品牌集中度不高，无法带动纸包装供应商协同发展。若部分下游行业呈现较高的集中度，大客户倾向于选择能够提供优质产品和服务的包装供应商，这一方面两者的良好合作关系将给这些供应商带来业绩的增长，另一方面资金实力的增强将带动这些供应商进行资产构建和收购兼并，多地布局生产基地以满足大客户以及更多优质客户的包装需求。总体而言相对于欧美发达国家，我国包装行业集中度偏低，重复建设现象严重，行业核心竞争力不强，行业整合是未来发展的趋势。

图5：公司生产和服务基地覆盖多个主流经济发展区



资料来源：公司网站、广发证券发展研究中心

由于公司主要面向高端消费类电子和烟酒行业，专注深耕优质大客户，高端包装领域的产业整合、优质资产的寻购将成为公司未来外延式发展的一个关注点。目前公司已经在长三角地区、环渤海湾经济区、珠三角地区以及中原人口密集区设立生产基地，多地布局打破了运输范围的限制，就近服务当地产业包装需求，一方面维系与大客户的合作关系从而保障公司的业绩增长，另一方面为公司未来的空间布局整合、产业整合奠定坚实的基础。此外，公司已经在香港设立营销服务中心，在越南北宁省建立了生产服务基地，向客户在海外提供印刷包装整体解决方案。公司也积极筹划在台湾成立设计及技术服务中心，在美国和欧洲等地设立营销及技术服务中心，进一步提升公司在全球范围内为客户提供整体解决方案的服务能力。

公司在其细分客户市场已积累起颇具优势的市场份额。根据公司招股说明书，公司2013-2015年的市占率分别为0.39%、0.53%和0.58%；如果以公司主要客户类型（智能手机、笔记本电脑、平板电脑、电子计算机整机、卷烟和白酒）作为计算市占率的分母，测算结果得出2013-2015年以及2016年1-6月裕同科技细分市场占有率分别达到2.0%、2.6%、2.5%和2.3%。在集中度低的纸包装行业，裕同科技在其细分市场的份额相对处于高水平，并有望继续提升。

我们测算涉及的包装产品下游行业为消费类电子行业和烟酒行业。公司的下游主要客户属于消费类电子行业和烟酒行业，2015年两者占公司营收比重分别为83%、8%，合计占比达91%左右，因此消费类电子行业包装与烟酒行业包装总需求量之和作为总体市场容量具有合理性。**测算涉及的公司产品主要为彩盒（含精品盒）与纸箱。**公司招股说明书显示，2013-2015年彩盒与纸箱的营收占比均超过80%，2015年达到86%左右，两者的毛利占比更是达到近90%，将公司产品彩盒与纸箱作为测算主体具有合理性。**测算选取具有代表性的智能手机、笔记本电脑、平板电脑、电子计算机整机、卷烟和白酒。**为统一单位和计算方便，其中，卷烟国家统计局数据以支为单位，本此测算按200支/标准条和50000支/标准箱转化为测算基准数据；白酒国家统计局数据以升为单位，本次测算按500毫升/瓶转化为以瓶为单位的测算基准数据。每单位产品对应彩盒数和纸箱数的假设说明如下。

表 7：若干单位下游产品对应彩盒数和纸箱数的假设说明

下游产品类型	彩盒（烟标）数量	纸箱数量
智能手机	一对一	20 个对应 1 个
笔记本电脑	-	10 个对应 1 个
平板电脑	一对一	10 个对应 1 个
电子计算机整机	-	一对一
卷烟	1 标准条对应 1 个	1 标准箱对应 1 个
白酒	1 瓶对应 1 个	10 瓶对应 1 个

数据来源：工业和信息化部、中国电子信息产业统计年鉴、国家统计局、广发证券发展研究中心

由于市场容量数据的可得性问题，本次测算依照产品出货量、销量、再到产量的先后顺序确定基准测算数据，即若产品的出货量数据不可得则以其销量代替，若其销量数据不可得则以其产量代替，部分市场容量数据缺失则依据历年CARG计算填补。将原始数据按照上述假设说明的方法转换成为测算基准数据，得到下表。

表 8: 公司下游产品市场容量测算基准数据

下游产品类型	2013	2014	2015	2016年1-6月
智能手机(亿部)	4.23	3.89	4.57	2.35
笔记本电脑(亿台)	2.73	2.77	2.89	1.51
平板电脑(亿台)	0.17	0.23	0.36	0.28
电子计算机整机(亿台)	3.77	4.06	3.60	1.51
卷烟(亿标准条)	128.80	130.40	130.64	57.65
白酒(亿瓶)	245.24	251.43	262.56	131.05

数据来源: 工业和信息化部、中国电子信息产业统计年鉴、国家统计局、广发证券发展研究中心

根据公司下游产品市场容量测算基准数据和若干单位产品对应彩盒数和纸箱数的假设进行测算, 测算结果如下。

表 9: 公司市场占有率的测算

测算项目	2013	2014	2015	2016年1-6月
下游所需彩盒数量合计(亿个)	378.44	385.95	398.12	191.33
下游所需纸箱数量合计(亿个)	29.31	30.22	30.94	15.14
彩盒与纸箱合计(亿个)	407.75	416.16	429.06	206.47
公司当期彩盒销量(亿个)	6.34	7.97	8.06	3.75
公司当期纸箱销量(亿个)	1.59	2.82	2.65	1.08
彩盒与纸箱销量合计(亿个)	7.93	10.78	10.72	4.83
市场占有率本次测算值	2.0%	2.6%	2.5%	2.3%

数据来源: 工业和信息化部、中国电子信息产业统计年鉴、国家统计局、广发证券发展研究中心

测算结果显示2013-2015年以及2016年1-6月裕同科技细分市场占有率分别达到2.0%、2.6%、2.5%和2.3%。我们认为, 在行业集中度非常低的纸包装领域, 裕同科技已经取得颇具优势的市场份额, 未来将受益于龙头企业的优势地位和口碑信誉, 进一步拓展客户, 提升市场占有率。

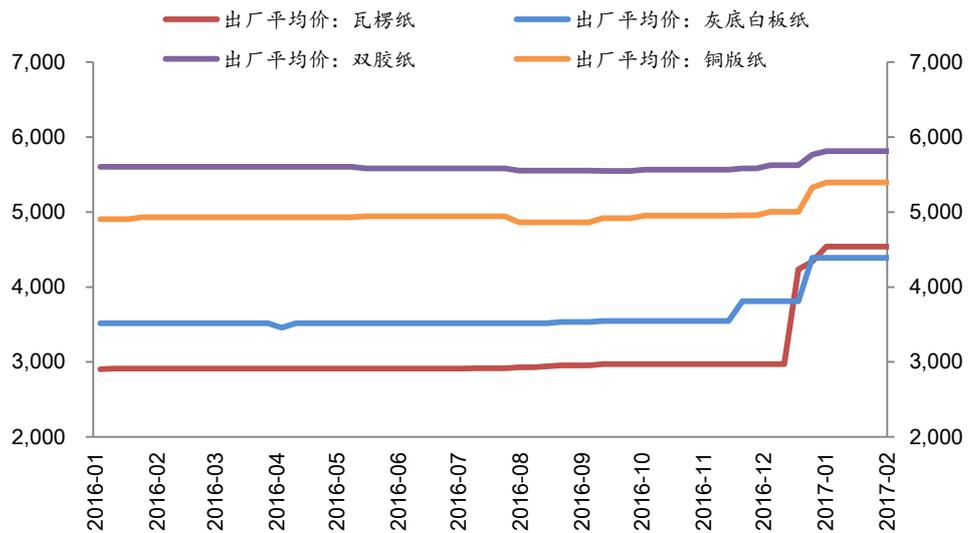
(二) 上游主要原材料价格不同程度上涨

近期主要原材料价格均有不同程度上涨, 但对公司不利影响小。公司的主要原材料为白板纸、铜版纸、双胶纸和瓦楞纸, 截止2017年1月30日, 瓦楞纸较2016年初上涨约56%, 为4类主要原材料中涨幅最大品种; 白板纸上涨约25%, 铜版纸上涨约10%, 双胶纸上涨约4%。此次主要原材料价格的上涨并未给公司带来过多不利影响, 主要系: (1) 瓦楞纸箱在公司营业收入的比重比较小, 近五年占比稳定在13-15%左右, 单从瓦楞纸箱业务来看, 对公司的影响也相对较小; (2) 公司大客户用的主要原材料纸为其指定从境外采购, 这些材料基本没有涨价, 公司向前五大客户销售额合计占总营收比重约为60-70%, 较高的客户集中度叠加境外采购原材料, 将大大降低国内主要原材料价格影响对公司的不利影响; (3) 公司从多方面降低原料纸价格波动的不利影响, 如试用新技术、新型材料, 提高公司的集团规模采购, 与供应商建立长期合作的价格协商机制等等。此外, 主要原材料占比下降带来的成本结构改善也缓和了原材料价格上涨的不利影响, 我们在第四章讨论成本结构和原材料价

格影响时会进行深入的分析。

公司并未对单一供应商形成采购依赖。2013-2015年，公司前五大原材料供应商采购额合计占当期总采购额的比重分别达到15.75%、15.35%和12.90%，最大供应商占比不足3%，供应商集中度较低，且呈逐年下降趋势。公司采购对象均为大型造纸企业，且近几年皆大规模扩大产能，供应商间竞争激烈，公司可灵活在众多可选供应商间根据产品性价比、交货期限等调配采购用量。由于不存在对单一供应商采购依赖，公司可以较为灵活地控制成本，利润受损的风险降低。

图6: 2016年初至2017年2月主要原材料价格走势 (元/吨)

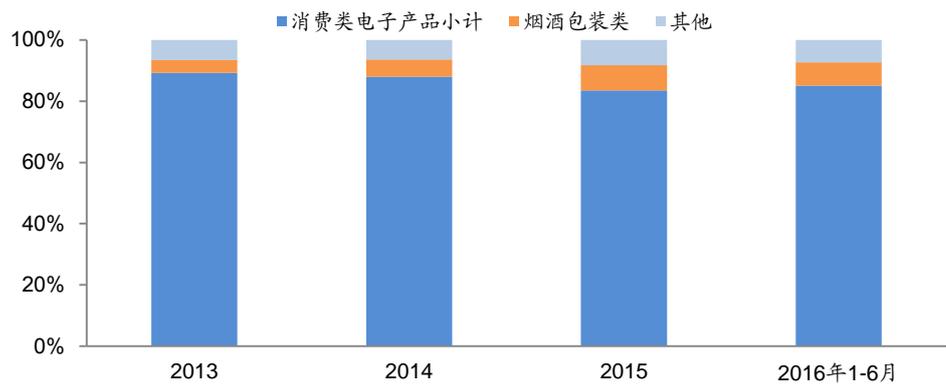


资料来源: WIND、广发证券发展研究中心

(三) 下游行业景气度回升带来需求增长

中短期内公司业绩的增长主要需要靠消费类电子行业和烟酒行业需求的增长。公司主要的客户群体依次为移动智能终端及网络设备、电脑及周边设备、烟酒类包装和游戏机。移动智能终端及网络设备、烟酒类包装和其他客户群体营收呈逐年增加趋势，电脑及周边设备和游戏机的包装营收2015年则处于增长停滞状态。其中，移动智能终端及网络设备、电脑及周边设备和游戏机统称为消费类电子产品，近三年营收占比均达到80%以上；烟酒类包装营收占比近三年逐年上升，2015年达到8.33%。2015年消费类电子和烟酒类包装客户群体营收占比合计达到91%左右，占公司营收的绝大部分。

图7：主要客户群体营收占比情况（%）



资料来源：WIND、广发证券发展研究中心

消费类电子行业推动纸包装行业发展的同时促进高端包装产品附加值的提升。

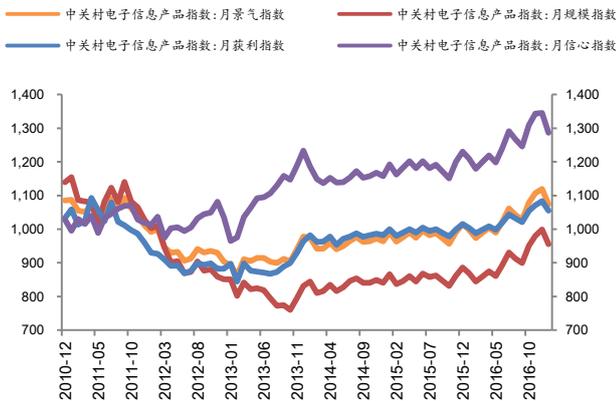
上世纪九十年代，我国凭借良好的制造业配套资源和较强的成本优势，承接了全球消费类电子产品生产基地的转移，成为世界最主要的消费类电子产品生产基地之一。根据中国工业和信息化部统计的资料，2010年中国规模以上电子信息制造企业主营业务收入总体规模为63645亿元，2015年已提升至111318亿元，年复合增长率为11.73%；2010年中国规模以上电子信息制造企业利润总体规模为2825亿元，2015年已提升至5602亿元，年复合增长率为14.67%。纸质包装由于具有成本低、性能好、环保和易于规模化生产等优点而被广泛地用于消费类电子产品的包装，无论是公司生产的用于销售包装的彩盒、说明书和不干胶贴纸等，还是用于运输包装的瓦楞纸箱，均在消费类电子产品包装中占有较高的比重，消费类电子行业的快速发展为纸质包装行业注入了源源不断的发展动力。

包装产品功能演进方面，近年来随着科学技术的不断发展和国民收入水平的不断提高，消费类电子产品的科技含量大大提高。作为展现消费类电子产品品质、传递品牌价值的重要载体，纸质包装产业也开始由原来的注重包装便于运输和保护产品的功能，转向发挥包装展现形象和促进销售的功能。下游行业的需求不断促进着纸质包装行业提高包装质量和包装表现力，凸显客户品牌价值；此外经营方式转变方面，消费类电子企业为了专注于其设计研发等核心业务，更倾向于选择具备包装一体化服务能力的企业。因此，裕同之类的可提供包装设计、制造、采购和运输一体化服务的综合型包装企业更具竞争优势。

消费类电子行业和烟酒行业景气度回升趋稳，纸包装行业前景稳定向好。根据工业和信息化部统计，2015年智能手机出货量达4.57亿部，相较于2012年的2.58亿部，复合年增长率达到21%；中国电子信息产业统计年鉴显示，2011-2014年笔记本电脑的复合年增长率为4.34%；Wind资讯数据显示，2011-2014年平板电脑的复合年增长率达到50%以上；根据国家统计局数据，2015年白酒产量131.3亿升，相较于2011年的102.6亿升，复合年增长率为6.37%。下游行业发展带动了包装需求的增长。中商情报网的统计资料显示，中国包装工业的总体产值从2005年的4017亿元增长至2015年的16900亿元，复合年增长率达到15.45%左右。过去十年间，我国包装工业中各主要子行业产值对包装工业整体贡献率基本稳定。2015年纸质包装业产值约7378亿元，约占包装行业总产值43.66%，是国内包装业产值贡献率第一大子行

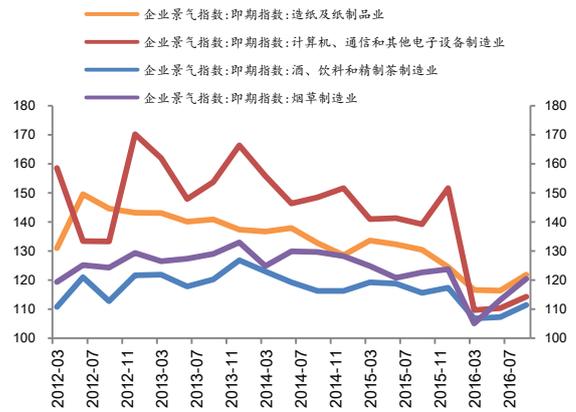
业。

图8：电子信息行业景气度回升



数据来源：中关村电子指数网、广发证券发展研究中心

图9：下游行业带动造纸及纸制品行业景气度回升



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

国内方面，根据国家统计局资料显示，造纸及纸制品业与其下游端行业的景气度在2016年第一季度均有明显的下降，但是之后两个季度又有所回升趋稳；中关村电子指数网则显示，电子信息行业产品的相关指数，2012年末开始呈回升趋势，于2016年末各指数达到了近3年来的高点。

全球方面，纸质包装产值呈逐年稳定增长的态势，根据Research and Markets的统计，2014年全球纸质包装产值达到了2150亿美元，并将保持年均6%的增长。2020年，全球纸质包装产值预计将达到3050亿美元。

四、优质客户、高端品牌路线、成本结构改善保障业绩稳增长

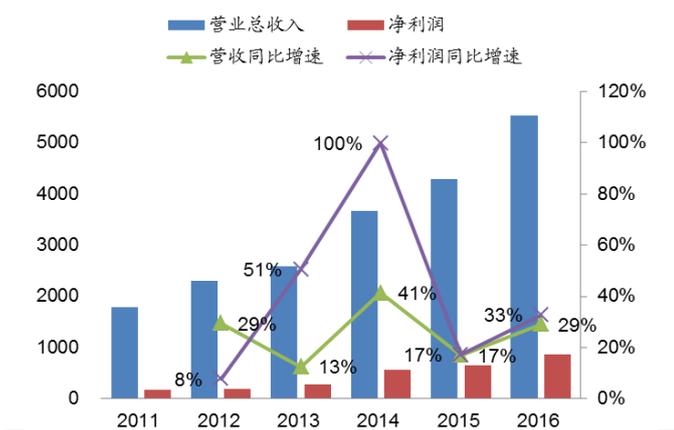
公司客户集中度较高，下游大客户需求的增加推动业绩迅速增长。公司的前五大客户包括国际知名消费类电子企业华为和联想，全球知名代工企业富士康、和硕和广达，具有卓越的市场地位、优秀的业绩表现和良好的商业信用。若客户试图更换包装产品供应商以获取更好的产品和服务，则会面临筛选成本、经营连续性成本、信息不对称成本和商业秘密成本。目前公司在产品品质、产能储备、生产工艺、设计与研发能力、交付能力、售后及增值服务方面均能满足现有客户的要求，具备较强的综合竞争优势，客户更换包装产品供应商的可能性较低。

公司注重走高端品牌路线，主营彩盒、纸箱业务，聚焦高端消费类电子产品包装，产品综合毛利率显著高于可比公司。其中，彩盒毛利率处于并将较长期处于可比公司高水平，近年来产品结构改善和规模效益提升了纸箱的毛利率，显示出细分市场产品强大的生命力。与此同时，营业成本中主要原材料占比下降，结构改善，公司受原材料涨价影响相对较小。

（一）客户质优助力中期业绩稳增长

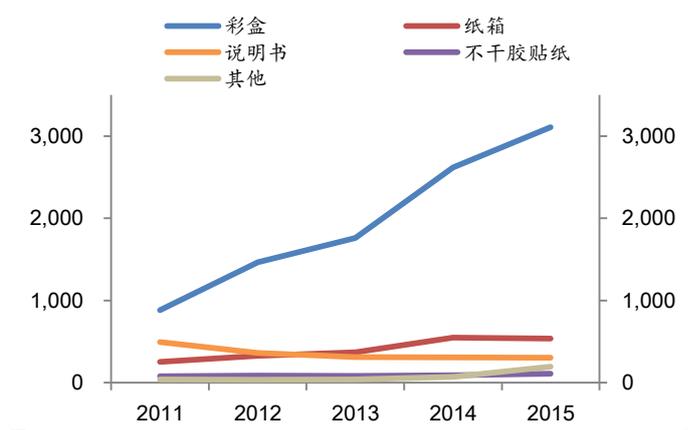
国内外客户需求推动营收和净利润迅速增长。2016年业绩快报显示裕同科技实现营收55.4亿元，同比增长29%，近5年营收复合年增长率达到25%；实现净利润8.7亿元，同比增长33%，近5年净利润复合年增长率达到38%。营收增长迅速主要系高端消费类电子产品优质客户对彩盒的订单需求增加使得营收大幅增长所致。2015年彩盒的销量由2013年的6.34亿印张增加到8.06亿印张，复合年增长率达到13%。

图10：公司营收和净利润迅速增长（百万元）



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图11：彩盒销售额增长明显（百万元）



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

国外高端品牌客户需求保障公司业绩增长，国内市场逐步扩大。营收和净利润地区分布方面，公司的国外营收占比明显高于中国大陆地区，近5年均高达60%以上，净利润国外占比近5年则均高于70%；近4年出口国外的产品毛利率均高于30%，2015年达到37%，而内销中国大陆的产品毛利率维持在20%左右，远低于前者。原因主要系富士康、广达等国际大客户的需求旺盛，出口国外的产品以高端彩盒包装

为主。2015年内销中国大陆的营收占比较去年上升7个百分点，净利润占比较上年上升5个百分点，主要系国内华为等大客户的订单需求增加所致。

客户群优质且集中度高。2013-2016年上半年，公司对前五名客户合计的营收占比分别达到66.45%、70.09%、62.93%和55.33%，公司来自主要客户的销售额占营业收入的比重相对较高。公司客户集中度较高是主要系其所处行业特征及公司自身战略所致。一方面由于公司主要客户为消费类电子行业知名企业，其所处的细分市场集中度本就较高，在既定产能下公司优先选择优质客户开展合作，并基于大客户服务策略与优质客户合作不断深化；另一方面下游品牌终端厂商为维护其品牌竞争力并保守产品机密，往往会构建相对封闭的供应链条，以减少被竞争对手抄袭和模仿的风险，这决定了包装企业具有主要为某几家下游客户配套的特点。主要为大客户服务以及客户群集中度高特点一定程度上可以保证合作关系的稳定。此外，公司还能够从与大客户的接触和合作中更好地了解 and 把握下游行业对高端品牌包装的需求，从而完善包装整体解决方案经营模式，提供更高质量的产品和更优质的服务，这对公司拓展新客户具有举足轻重的作用。

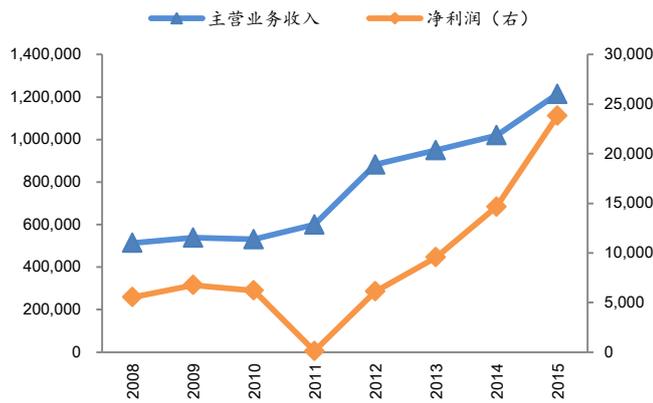
表 10：2016 年 1-6 月公司前 5 大客户情况

排名	客户名称	销售额（百万元）	占营收比重
1	富士康	532	26.31%
2	和硕	216	10.71%
3	华为	203	10.05%
4	联想	100	4.93%
5	广达	67	3.33%
合计			55.33%

数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

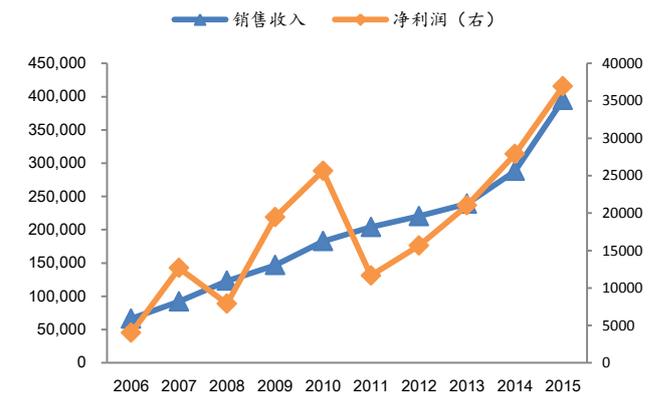
公司核心客户全球市场份额高，前五大主要客户近5年的经营业绩均有不错的表现，为公司带来了持续的订单收入。目前公司的前五大客户包括国际知名消费类电子企业华为和联想，全球知名代工企业富士康、和硕和广达，具有卓越的市场地位、优秀的业绩表现和良好的商业信用。富士康代工产品在全球销量和大中华区销量均保持增长趋势；华硕的代工子公司和硕近年来营收大幅增长，净利润自2011年以来的增速更是迅猛；华为近年来销售收入一直呈现不断增长趋势，2011年以来净利润也是快速增长；联想集团自2011年以来营收和净利润均呈增长趋势，2015年有所回落，其中净利润亏损1.28亿元，主要系近年来PC市场受智能手机冲击明显，联想2015年国内销售额下滑严重，同比减少16%，同时联想收购摩托罗拉进军智能手机市场并未见效，摩托罗拉更多地只能为联想带来营销渠道而非智能手机技术支持两个主要因素造成，但这中期内不会改变联想在PC市场的优势地位；广达近5年来营收和净利润大致呈现下滑趋势，营收自2013年开始则有所回升。

图12: 2008-2015年和硕经营业绩情况(百万新台币)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图13: 2006-2015年华为经营业绩情况(百万元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

客户关系稳定且可持续。公司与主要的优质大客户一直保持长期稳定的合作关系，截至目前未出现主要核心客户终止合作的情形。从客户更换包装供应商的成本收益分析来看，公司与大客户的交易具有稳定可持续性。

表 11: 公司与 2015 年前十大客户的历史合作情况

序号	主要客户	合作起始时间	合作时间
1	富士康	2001	超过十年
2	和硕	2004	超过十年
3	华为	2004	超过十年
4	联想	2010	超过五年
5	广达	2008	超过五年
6	泸州老窖	2013	新开发客户，五年以下
7	普惠	2011	超过五年
8	仁宝集团	2010	超过五年
9	三星	2003	超过十年
10	海尔集团	2010	超过五年

数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

若主要客户试图更换包装供应商，其进行的成本收益权衡如下:

表 12: 客户更换包装供应商的成本收益分析

更换成本	成本分析
	<p>(1) 筛选成本</p> <p>由于主要客户为国内外知名消费电子制造商，为满足产品质量和规模生产要求，对合作的包装产品供应商实行严格的筛选制度，会对其在资金和销售规模、研发设计能力、生产能力、品质控制能力、市场响应速度及社会责任等方面进行综合考量，这需要耗费大量的人力和财力成本。</p>
	<p>(2) 经营连续性成本</p> <p>新更换的包装供应商短时间内可能无法适应客户的订单需求，如生产技术人员生产线培训、处于产品良率爬坡、人员沟通不及时等等初始磨合时期的时间人力物力耗费都进入成本。</p>
	<p>(3) 信息不对称成本</p> <p>主要客户对保持长期合作的包装产品供应商的整体实力更为了解。若更换包装供应商，那些倾向于得到销售订单和市</p>

	<p>场份额的包装企业会开展鼓吹自己的优势能力、粉饰报表等行为，从而产生逆向选择和道德风险，无法持续稳定供货、无法设计和生产制造出符合客户要求的产品以及无法提供便捷优质的服务均是其可能的不良后果。</p> <p>(4) 商业秘密成本</p> <p>由于主要客户为国内外知名消费电子制造商，产品保密性要求高，这些客户往往要求设立专属车间和产线。若客户频繁更换包装供应商，一会增大商业机密泄露的风险，二由于客户频繁更换供应商，会对客户的信誉和形象造成不利影响，而建设专属车间和生产线又需要投入大量的固定成本，这会使客户失去优质的包装供应商。</p>
更换收益	<p>更好的产品和服务</p> <p>若新更换的包装供应商整体实力更为雄厚，则可以获得更高质量的产品、更优质的服务。</p>

数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

若客户试图更换包装产品供应商以获取更好的产品和服务，必须面临筛选成本、经营连续性成本、信息不对称成本和商业秘密成本。目前公司在产品品质、产能储备、生产工艺、设计与研发能力、交付能力、售后及增值服务方面均能满足现有客户的要求，具备较强的综合竞争优势，客户更换包装产品供应商的可能性较低。

表 13: 公司产能储备、生产工艺、设计研发能力等情况

客户对包装产品要求	裕同科技具备的能力和优势
产品品质高	<p>公司产品以高端消费品牌为导向，有效地为客户树立市场形象，节约生产成本，提高生产效率。</p> <p>所获荣誉有“广东省首届十大最具竞争力印刷企业”、“国家印刷示范企业”、“2014 年度中国包装百强企业”、“广东省著名商标”等等。2015 年获得深圳市企业联合会颁发的“深圳百强企业”称号，根据权威杂志《印刷经理人》组织评选的“2015 年度中国印刷企业 100 强”排行榜，公司以位列全国印刷企业第二名并获得“2015 年中国印刷业最佳雇主企业”，获“中国包装优秀品牌”，“2015 年中国制造业 500 强企业”等荣誉称号；2016 年，公司获得“2016 年中国制造业 500 强企业”、“深圳知名品牌”等荣誉称号；并被权威杂志《印刷经理人》组织评为“2016 年度中国印刷企业 100 强”排行榜全国印刷企业第一名。</p>
产能储备足	<p>公司提供一体化产品制造和供应解决方案，不断完善产能布局，增加产能储备。公司在珠三角、长三角、华北地区、西南地区以及越南设立生产基地以满足当地的生产需要。本次募投项目实施地区为深圳龙岗、昆山、武汉和亳州，新增产能具体为：彩盒新增 4.13 亿印张，说明书 2.29 亿印张，纸箱 1.34 亿个，新增产能占现有产能比例分别达到 42%、44%、35%。目前深圳龙岗项目已建成投产，亳州项目建设已完成一半且该部分已投产，当前建设产能已初步达产。此外苏州昆山项目和武汉项目尚处于规划建设中。</p>
生产工艺精	<p>公司制版、印刷、表面处理和成型等生产工艺流程正朝着自动化、智能化改进。</p>
设计研发能力强	<p>公司研发技术水平处于行业领先地位，经过长期的经营和积累，公司建立了对包装产业的深刻理解，在印前、印中、印后、检测和新材料应用领域均积累了一系列先进的、有机配合的、且具有较大用户价值和市场价值的核心技术，且部分技术先进程度已跨入国际先进行列。</p> <p>公司于 2009 年首次被评为国家级“高新技术企业”。子公司苏州裕同及烟台裕同于 2011 年被评为国家级“高新技术企业”；2011 年被中国包装联合会认定为“中国纸包装印刷材料研发中心”；2013 年被深圳市包装行业协会评选为“行业研发领军企业”、“科技创新领军企业”等；2016 年公司获得中国合格评定国家认可委员会颁发的《实验室认可证书》；同时公司还参与多项国家标准及行业标准的起草。</p> <p>公司目前已拥有 93 项实用新型专利、12 项发明专利和 7 项外观专利，并有多项专利正在申请中。公司拥有完整的研发组织体系和极具竞争力的技术研发团队，核心研发成员拥有较强的专业知识和 10 多年行业工作经验，整体技术研发实力已经稳居国内全行业先进水平。</p>
交付及时、售后服务及增值服务优	<p>公司提供多区域运营及服务解决方案，包括多点布局、就近供货和全球服务支持。就近设厂、及时交货、提高时效、降低成本；通过实时沟通、合理安排、压缩生产周期等全力配合大客户的生产计划，快速实</p>

现就近交货、预留产能，随时配合交货需求。在我国印刷包装行业仍处于“碎片化”的格局下，公司的一体化多点布局策略具有明显的先发优势，不但可为客户提供及时、快捷和个性化服务，并且大大降低了采购、生产、物流和库存成本，提高公司利润率。

数据来源：同花顺、公司网站、广发证券发展研究中心

（二）走高端品牌产品路线优势凸显

细分市场以高端消费类电子产品为导向凸显独特战略定位。目前A股上市公司中纸质包装公司共有6家，经过公司提供的产品对比，选出3家可比公司进行比较，分别为美盈森（002303）、合兴包装（002228）和新通联（603022）。裕同科技与可比公司的战略定位、主要产品和主要原材料比较如下：

（1）战略定位方面，裕同科技、美盈森和新通联已步入包装整体服务解决方案供应商的道路，合兴包装最近两年更是在此基础上提出并重点实施智能包装集成服务（IPS）和包装产业供应链云平台（PSCP）项目。摒弃传统包装供应商的角色转而提供高附加值产品和综合服务、构建包装供应链平台已成为今后纸质包装企业发展的大势所趋。公司定位自身为高端品牌包装整体解决方案提供商，明显区别于其他三家可比公司。独特的战略定位预示着公司今后将继续深耕现有大客户，从分量、分额以及产品系列上下功夫，不断提升份额，在高端品牌包装领域中长久立足并占据优势。

（2）产品方面，美盈森、合兴包装和新通联的主要产品均以瓦楞纸为主要原材料的包装产品为主，而裕同科技以白板纸、白卡纸为主要原材料的彩盒营收占公司总营收70%以上，以瓦楞纸为主要原材料的纸箱仅占10%以上。产品结构的差异决定了客户结构的差异和产品毛利率的差异。

（3）主要客户群方面，裕同科技主要集中于高端品牌消费类电子产品，显著区别于其他三家可比公司的分散分布。客户群的适当集中将从简化原材料采购工作从而降低采购成本，通过对若干种产品长期、大批量的生产从而降低单位生产成本，以及通过与大客户的长期紧密合作，逐步深入理解、把握客户对产品外观设计、色泽度、产品质量、交货、物流配送等要求，从而降低销售费用，与客户共同成长等方面为公司带来裨益。目前公司与这些高端品牌消费类电子产品客户保持良好稳定的合作关系，预计国内外消费类电子产品终端市场持续发生重大不利变化、或公司主要客户生产经营发生波动而失去供应商资格短期内为小概率事件。

（4）主要原材料方面，裕同科技各主要原材料占营业成本比重从大到小依次为瓦楞纸、白板纸、铜版纸和双胶纸，其他三家可比公司纸类原材料瓦楞原纸均占绝对比重。

表 14：裕同科技与可比公司之间比较一览表

公司名称	（1）裕同科技	（2）美盈森	（3）合兴包装	（4）新通联
战略定位	高端品牌包装整体解决方案提供商，为客户提供“创意设计与研发创新解决方案、一体化产品制造和供应解决方案、多区域运营及服务解	“进一步完善包装一体化服务体系，整合资源，降低营运成本，打造国际化的绿色包装一体化服务供应商”的发展战略，公司以轻型包装产品与重型包装产	打造“百亿制造、千亿服务的包装产业资源整合及共享平台”的战略目标，全面实行产业升级。公司计划未来 3 年在提	公司未来仍将专注于轻型包装产品与重型包装产品的研发、生产与销售，并为客户提供包装产品研发、设计、测试，整

	决方案”	品的生产为依托,根据客户需求提供包装产品设计、包装方案优化、第三方采购与包装产品物流配送、供应商库存管理、辅助包装作业等包装一体化服务。	升现有产能利用率、加快整合并购实现百亿产值的基础上,重点实施智能包装集成服务(IPS)、包装产业供应链云平台(PSCP)项目。	体包装方案优化、第三方采购、包装产品物流配送、供应商库存管理以及现场辅助包装作业等包装一体化服务。
主要原材料	白板纸、铜版纸、双胶纸、瓦楞纸	瓦楞纸、胶合板	箱板纸、瓦楞纸	瓦楞纸板、速生商用木材
主要产品	彩盒、说明书、纸箱、不干胶贴纸	轻型包装产品、重型包装产品(均属于瓦楞包装产品)	瓦楞纸箱、瓦楞纸板	轻型瓦楞包装产品、重型瓦楞包装产品
主要客户群	客户群集中于移动智能终端及网络设备、电脑及周边设备、游戏机等消费类电子产品、烟酒包装类产品等	客户群广泛分布于电子通讯、智能终端、食品饮料保健品、家具家居、电商、快递速运、新能源汽车产业链及智能机器人等优势产业	客户群广泛分布于电子电器、食品饮料、家具家居、医药等行业	客户群广泛分布于微型计算机、电子信息类、办公电子设备、汽车零部件、机电设备等

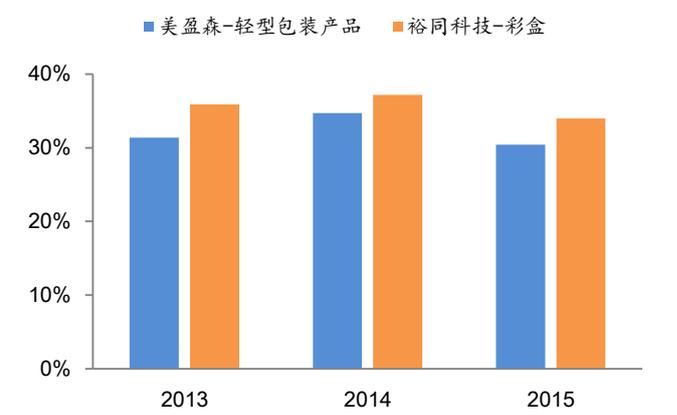
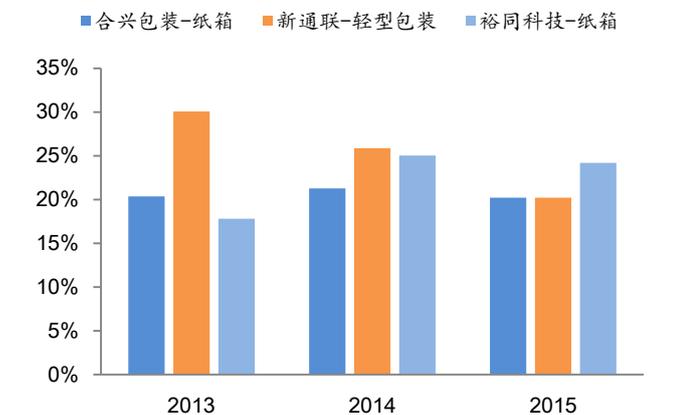
数据来源: Wind、公司网站、广发证券发展研究中心

根据产品的主要包装对象筛选裕同科技彩盒和纸箱的可比产品,发现美盈森的轻型包装产品与裕同科技的彩盒具有可比性,合兴包装的瓦楞纸箱、新通联的轻型包装与裕同科技的纸箱具有可比性。

彩盒毛利率处于并将较长期处于可比公司中的较高水平。通过可比产品毛利率比较发现,最近3年裕同科技彩盒的毛利率分别达到35.89%、37.15%、33.98%,高于美盈森的轻型包装产品。原因主要系产品工艺复杂程度和客户群体的细微差别。裕同科技的大客户诸如富士康、华硕和广达等高端消费类电子产品代工企业的上端客户,以及诸如华为、联想等具有雄厚实力的知名品牌企业均对包装产品品质提出了很高的工艺要求,裕同采用复杂的工艺技术、提供配套的优质服务使得彩盒的附加值增加。自2014年以来下游客户的激烈市场竞争形势,裕同2015年给部分下游客户的部分彩盒产品进行了主动价格调整,导致彩盒毛利率的下降。综合考虑到未来市场竞争、公司客户拓展能力以及与大客户的长期良好合作关系,预计今后彩盒毛利率相对可比公司依旧处于较高水平。

图14: 公司纸箱毛利率逐渐超越可比公司相似产品

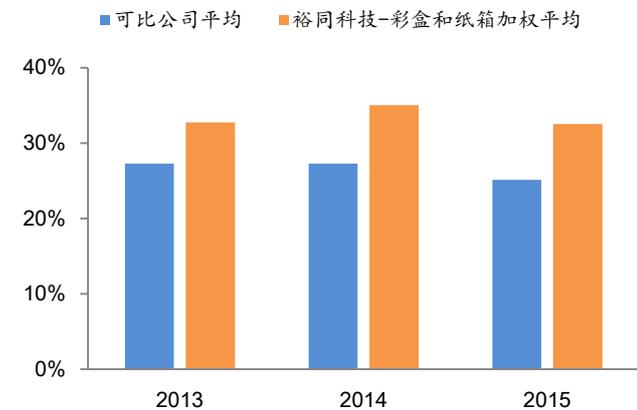
图15: 公司彩盒毛利率一直高于可比公司相似产品



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

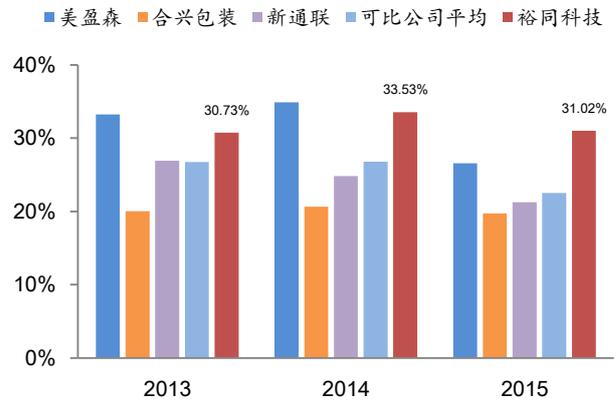
数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

图16: 彩盒和纸箱加权平均毛利率高于可比公司平均



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

图17: 可比公司综合毛利率比较



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

纸箱产品结构改善和规模效益提升毛利率。通过可比产品毛利率比较发现,最近3年裕同科技纸箱的毛利率分别达到17.80%、25.04%、24.19%,自2014年开始超越可比公司。原因主要系该年富士康、联想等主要客户的订单数量大幅增加,同时规模效益和自动化率提升引起该部分产品毛利率提高,另外来自卫宝等低毛利率产品在2014年停止生产,引起纸箱产品2014年毛利率较2013年升高约7个百分点。综合考虑到纸箱的低附加值和受原材料瓦楞纸价格上涨影响等因素,以及公司客户拓展、与大客户的长期良好合作关系可能带来纸箱配套需求的增长,预计今后纸箱毛利率相对可比公司依旧处于较高水平。

裕同科技的综合毛利率和可比产品(彩盒和纸箱)平均毛利率显著高于可比公司,细分市场产品生命力强。总体来看,裕同科技最近3年的综合毛利率分别达到30.73%、33.53%、31.02%,2015年显著高于可比公司;最近3年可比产品平均毛利率分别达到32.74%、35.05%、32.54%,显著高于可比公司平均毛利率水平。以上均得益于裕同科技以高端消费类电子产品品牌为导向的客户构成以及以提供优质品质和服务的高附加值彩盒为主的产品构成,细分市场做大做精做强成为裕同区别于其他可比公司的特征,也成为其优势所在。

表 15: 公司聚焦高端类品牌包装

公司名称	可比产品一类	主要包装对象	主要服务群体
美盈森	轻型包装产品	网络电话机、路由器、液晶显示器、手机、打印机及耗材、小型服务器、台式电脑、家庭影院、空调、相机、DVD等	消费类电子客户为主
裕同科技	彩盒	液晶显示器、电脑键盘、内存卡、手机、电话机、打印机、相机、电饭煲、化妆品、烟包、酒盒等	面向高端品牌产品,高端消费类电子客户为主,其他如烟酒
公司名称	可比产品二类	主要包装对象	主要服务群体
合兴包装	瓦楞纸箱	食品、医药、轻工产品、针棉织品、家用电器、机电产品、果菜类、烟酒包装等	主要是一般产品包装
新通联	轻型包装	日用百货类、电子电器类产品、食品饮料类产品外包装及物流运输包装	主要是一般产品包装

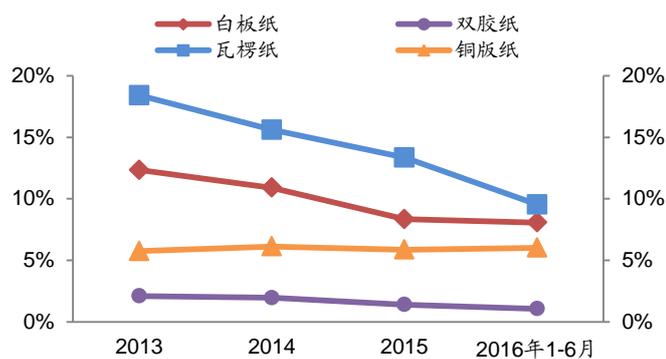
裕同科技	纸箱	电脑、电脑显示屏、空调、洗衣机等	高端消费类电子客户为主，其他如烟酒
------	----	------------------	-------------------

数据来源：Wind、公司网站、广发证券发展研究中心

（三）成本结构改善缓和原材料价格影响

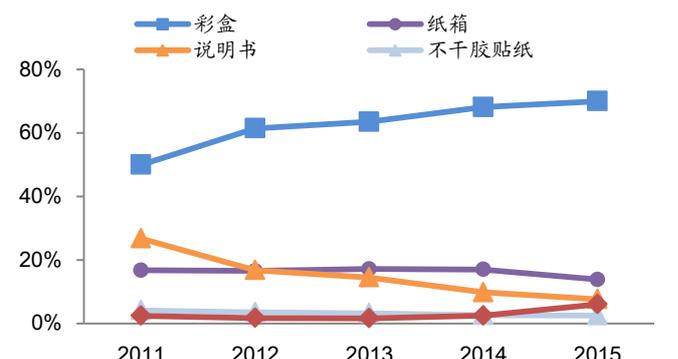
主要原材料占比下降，公司营业成本结构改善。公司产品的主要原材料为白板纸、铜版纸、双胶纸和瓦楞纸，其中瓦楞纸为原材料中占营业成本最大比重品种。2013-2016年上半年，主要原材料占营业成本合计由2013年的38%左右下降到2016年上半年的24%左右；除铜版纸占比保持稳定之外，瓦楞纸、白板纸和双胶纸占比均有所下降，其中瓦楞纸降幅明显，由2013年的18%左右下降到2016年上半年的10%左右。原因主要系产品结构改善，近5年来公司扩大彩盒产量，彩盒的营业成本占比逐年上升，而以瓦楞纸为主要原材料的纸箱占比较为稳定，2015年则有所下降。由于公司主导产品彩盒的直接材料占营业成本比重近年来一直维持在47%左右，远低于纸箱的80%左右，彩盒产销量的增加在增加彩盒占营业成本比重的同时必然减少主要原材料占营业成本合计的比重。

图18：瓦楞纸和白板纸占营业成本比重下降明显



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

图19：彩盒营业成本占比逐年上升



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

主营业务成本构成方面，公司2013年至2016年上半年期间，直接材料占比下降约4%，直接人工上升约3%，制造费用占比稳定，主要系公司产品结构改善和劳动力价格的上涨所致。直接材料和主要原材料在营业成本中占比的下降可以缓和原材料价格变动的对营业成本的影响。由于去产能和环保事件影响，2016年以来各类纸质主要原材料均有不同程度上涨。其中，瓦楞纸较2016年初上涨约56%，为4类主要原材料中涨幅最大品种；白板纸上涨约25%，铜版纸上涨约10%，双胶纸上涨约4%。一方面，公司直接材料占比下降，能够在一定程度上缓和原材料涨价的不利影响；另一方面，由于公司有相当部分原材料采购自境外，此轮国内原材料涨价之时来自境外的原材料并没有涨价，因而本轮价格上涨对营业成本的实际影响也有所减弱。

五、盈利预测与投资建议

纸包装行业整体集中度低，裕同科技在高端客户领域已经积累获得相对较高的市场份额，具有一定优势，将受益于行业整合大趋势。公司注重走高端品牌路线，产品综合毛利率高于同行，并持续改善产品结构、提升规模效益，未来拓展客户能力和行业整合实力有望进一步增强。

预计公司2017-2018年净利润分别为11.7/15.7亿元，EPS分别为2.93/3.93元。我们看好公司在服务高质量品牌客户方面的发展以及行业拓展整合能力，首次覆盖给予“买入”评级。

表 16: 可比公司估值对比

股票代码	证券简称	最新股价(元)	EPS (元)			PE		
			2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
002303.SZ	美盈森	9.76	0.15	0.25	0.37	75	39	26
002228.SZ	合兴包装	5.38	0.32	0.10	0.13	50	54	41
603022.SH	新通联	28.37	0.45	-	-	79	-	-
平均						68	46	34

数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

公司作为纸包装龙头企业，市占率处于优势地位，同时可拓展的市场空间仍十分广阔，2016年净利润同比增长32.9%，考虑消费电子行业和重点客户的经营景气情况以及公司产品结构，预计能够维持30%以上的净利润增速。2016年业绩快报披露归属上市公司股东净利润为8.74亿元，当前股价对应2016年市盈率27.6倍。可比公司2017年市盈率平均34倍。

六、风险提示

公司下游客户目前以消费电子行业为主，行业景气情况及重点客户经营状况会影响包装需求，对订单情况产生影响；原材料包括白板纸、铜版纸、双胶纸和瓦楞纸等，其价格变化存在不确定性。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	2223	2785	3310	4234	5851
货币资金	480	644	554	727	1327
应收及预付	1499	1849	2021	2684	3565
存货	234	275	396	483	619
其他流动资产	11	17	340	340	340
非流动资产	1098	1622	2555	2776	3059
长期股权投资	0	0	940	1093	1298
固定资产	613	1126	1247	1296	1338
在建工程	232	90	90	90	90
无形资产	166	193	238	260	296
其他长期资产	88	214	41	37	37
资产总计	3322	4408	5865	7010	8910
流动负债	1661	2098	2590	1091	1419
短期借款	800	1148	1792	33	0
应付及预收	858	923	798	1058	1419
其他流动负债	3	28	0	0	0
非流动负债	9	134	225	225	225
长期借款	0	102	102	102	102
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	9	31	122	122	122
负债合计	1670	2232	2815	1316	1644
股本	150	360	360	400	400
资本公积	0	0	0	1431	1431
留存收益	1538	1836	2710	3883	5454
归属母公司股东权	1649	2169	3044	5687	7259
少数股东权益	2	6	6	7	7
负债和股东权益	3322	4408	5865	7010	8910

现金流量表

单位: 百万元

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	462	423	492	905	1103
净利润	562	659	875	1172	1572
折旧摊销	120	128	155	181	200
营运资金变动	-290	-410	-803	-532	-709
其它	69	47	266	84	40
投资活动现金流	-422	-566	-1090	-382	-462
资本支出	-428	-573	-149	-229	-257
投资变动	6	-11	-940	-153	-204
其他	0	18	0	0	0
筹资活动现金流	52	214	507	-350	-41
银行借款	1274	2030	644	-1759	-33
债券融资	-1116	-1579	-42	0	0
股权融资	1	0	0	1471	0
其他	-108	-237	-95	-62	-8
现金净增加额	91	71	-91	173	600
期初现金余额	372	480	644	554	727
期末现金余额	463	551	554	727	1327

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	41.3	17.0	29.1	31.2	32.6
营业利润增长	87.6	10.8	36.2	34.1	34.8
归属母公司净利润增长	99.8	17.1	32.9	34.1	34.1
获利能力(%)					
毛利率	33.5	31.0	35.8	34.9	34.1
净利率	15.3	15.4	15.8	16.1	16.3
ROE	34.1	30.3	28.7	20.6	21.7
ROIC	31.7	22.8	28.2	30.5	33.4
偿债能力					
资产负债率(%)	50.3	50.6	48.0	18.8	18.4
净负债比率	0.2	0.3	0.4	-0.1	-0.2
流动比率	1.34	1.33	1.28	3.88	4.12
速动比率	1.17	1.18	1.11	3.39	3.64
营运能力					
总资产周转率	1.27	1.11	1.08	1.13	1.21
应收账款周转率	3.05	2.67	2.91	2.88	2.87
存货周转率	11.35	11.34	8.99	9.79	10.27
每股指标(元)					
每股收益	3.75	1.83	2.43	2.93	3.93
每股经营现金流	3.08	1.18	1.37	2.26	2.76
每股净资产	11.00	6.03	8.45	14.22	18.15
估值比率					
P/E	-	-	27.6	22.9	17.1
P/B	-	-	7.9	4.7	3.7
EV/EBITDA	0.4	0.7	18.7	15.6	11.9

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3665	4290	5537	7267	9635
营业成本	2436	2959	3557	4734	6351
营业税金及附加	24	24	28	39	55
销售费用	151	172	276	366	459
管理费用	299	374	471	623	825
财务费用	40	-25	106	70	12
资产减值损失	14	17	59	41	54
公允价值变动收益	-18	-6	0	0	0
投资净收益	6	0	0	0	0
营业利润	689	763	1040	1395	1880
营业外收入	13	44	33	37	36
营业外支出	16	13	14	14	14
利润总额	686	794	1059	1418	1902
所得税	124	136	184	245	330
净利润	562	659	875	1172	1572
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	562	658	874	1172	1572
EBITDA	876	888	1361	1687	2146
EPS(元)	3.75	1.83	2.43	2.93	3.93

广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平： 分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 申 烨： 分析师，南京大学金融学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 任尚伟： 研究助理，北京大学经济学硕士，香港大学金融学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。