

2017年05月02日

裕同科技 (002831.SZ)

携巨头，成就辉煌，享消费电子红利

■ **包装行业具备孕育大公司的土壤**：从海外经验看，包装行业不乏大体量的企业，金属包装龙头波尔、瓦楞包装龙头 Westrock、塑料包装龙头 Amcor 等收入接近百亿美元，利润规模约 6-7 亿美元，市值基本 130 亿美元以上，折合人民币市值近千亿美元。我国是仅次于美国的第二大包装消费国，下游需求增长+包装消费升级，未来包装行业有望保持稳定增长。下游集中度的提升+龙头企业竞争优势明显(优质客户/成本优势/资金实力)，我国包装行业集中度有望逐步提升，龙头潜在成长空间大。

■ **裕同科技，消费电子包装绝对龙头**：裕同科技成立于 2002 年，是高端品牌包装整体解决方案提供商，产品覆盖彩盒、说明书、纸箱、不干胶贴纸等，其客户覆盖国外/国内消费电子巨头，包括苹果、华为、OV 等。长期以来，公司凭借高效的管理、良好的产品质量，一体化服务能力，已经成为众多知名品牌的供应商，在纸包装行业市占率国内第一，也奠定了公司长期增长的基础。

■ **业绩有望保持快速增长**：公司约 85% 的收入来自消费电子行业，智能手机、平板电脑快速普及带动消费电子行业增长保持在 10% 以上。随着消费电子行业进入深度整合期，下游龙头品牌市占率逐步提升，有望带动上游包装企业份额稳步增长。

■ **原材成本价格企稳**：公司主要原材料为瓦楞纸、白板纸、铜版纸、双胶纸，2016 年直接原材料占比约 54.6%，其中主要原材料占比约 25%。2016 年下半年以来，各大纸种价格大幅上涨，对公司毛利带来部分影响。随着淡季到来，3 月箱板瓦楞纸价格已经大幅回落，白板纸、铜版纸等价格涨价基本接近尾声，裕同作为用纸大户，受益纸价维稳。

■ **盈利预测与投资建议**：我们预计公司 17-19 年公司收入分别为 73.3 亿元、94 亿元、117.9 亿元，分别增长 32.3%、28.3%、25.3%；归属上市公司股东净利润分别为 11.4 亿元、14.6 亿元、18.1 亿元；分别增长 30.3%、27.8%、24.3%；EPS 2.85 元、3.64 元、4.53 元，首次覆盖给予"买入-A"评级，6 个月目标价 87.3 元。

■ **风险提示**：1) 富士康、和硕、华为等主要客户销售下滑；2) 原材料价格快速上涨难以完全转嫁。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	4,289.6	5,542.4	7,332.5	9,407.7	11,787.8
净利润	658.2	874.8	1,139.5	1,456.1	1,810.2
每股收益(元)	1.65	2.19	2.85	3.64	4.53
每股净资产(元)	5.42	10.68	13.53	17.18	21.70

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	43.8	32.9	25.3	19.8	15.9
市净率(倍)	13.3	6.7	5.3	4.2	3.3
净利润率	15.3%	15.8%	15.5%	15.5%	15.4%
净资产收益率	30.3%	20.5%	21.1%	21.2%	20.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	32.9%	33.1%	30.3%	33.9%	34.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

包装

投资评级 买入-A

首次评级

6 个月目标价：87.30 元

股价 (2017-05-02) 72.03 元

交易数据

总市值(百万元)	28,812.72
流通市值(百万元)	2,881.92
总股本(百万股)	400.01
流通股本(百万股)	40.01
12 个月价格区间	52.95/80.73 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.76	15.72	-0.08
绝对收益	3.92	20.15	

周文波

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515080001
zhouwb@essence.com.cn
021-35082778

雷慧华

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516090002
leihh@essence.com.cn
021-35082719

袁雯婷

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030002
yuanwt@essence.com.cn

相关报告

内容目录

1. 包装行业，巨头的摇篮	4
1.1. 海外包装巨头表现优异.....	4
1.2. 为什么包装业具备孕育巨头的潜力？.....	5
1.3. 国内包装步入稳定增长期，行业集中度提升潜在空间大.....	7
2. 起于优秀，臻于至善，裕同是消费电子包装的绝对龙头	10
2.1. 高端品牌包装佼佼者.....	10
2.2. 客户优质，管理高效，盈利卓越.....	12
3. 携手巨头，分享消费电子成长盛宴	15
3.1. 在消费电子浪潮中崛起.....	15
3.2. 消费电子行业发展稳定，市场深度整合利好龙头企业.....	16
3.3. 原材料价格趋稳.....	18
4. 盈利预测与投资建议	19
5. 风险提示	19

图表目录

图 1：世界三大包装企业简介.....	4
图 2：各大包装龙头企业营业收入情况对比.....	4
图 3：各大包装企业利润对比（2016）.....	5
图 4：各大包装企业市值对比.....	5
图 5：龙头企业股价表现.....	5
图 6：包装行业主要产品.....	6
图 7：全球包装产业结构.....	6
图 8：1989 年美国瓦楞纸行业竞争格局.....	7
图 9：2011 年美国瓦楞纸行业竞争格局.....	7
图 10：北美地区金属罐市场竞争格局.....	7
图 11：欧洲地区金属罐市场竞争格局.....	7
图 12：国内包装工业总产值及增速.....	8
图 13：食品饮料、制药、日用化工行业增速.....	8
图 14：包装业下游客户集中度.....	9
图 15：包装整体解决方案业务模式.....	9
图 16：裕同科技主要产品及服务对象.....	10
图 17：裕同科技营业收入情况.....	10
图 18：裕同科技净利润情况.....	11
图 19：裕同科技收入结构（2016）.....	11
图 20：裕同科技产能情况.....	11
图 21：裕同科技国内生产基地及服务中心.....	12
图 22：裕同科技客户资源.....	13
图 23：包装一体化.....	14
图 24：包装企业毛利率.....	14
图 25：包装企业净利率.....	14

图 26: 包装企业周转率.....	15
图 27: 包装企业 ROE.....	15
图 28: 裕同科技主要客户发展情况	15
图 29: 裕同科技收入按终端产品行业分 (2016H1)	15
图 30: 裕同不同单价彩盒销售收入 (万元)	16
图 31: 不同单价彩盒销售收入 (万元)	16
图 32: 裕同科技对华为销售额.....	16
图 33: 全球消费电子销售额	17
图 34: 全球智能手机出货量 (亿台)	17
图 35: 全球消费电子销售额	17
图 36: 全球智能手机出货量 (亿台)	17
图 37: 历代 iPhone 技术更新情况.....	18
图 38: 裕同科技成本构成.....	19
图 39: 白卡纸价格走势.....	19
图 40: 箱板纸纸价格走势	19
图 41: 铜版纸纸价格走势	19

1. 包装行业，巨头的摇篮

1.1. 海外包装巨头表现优异

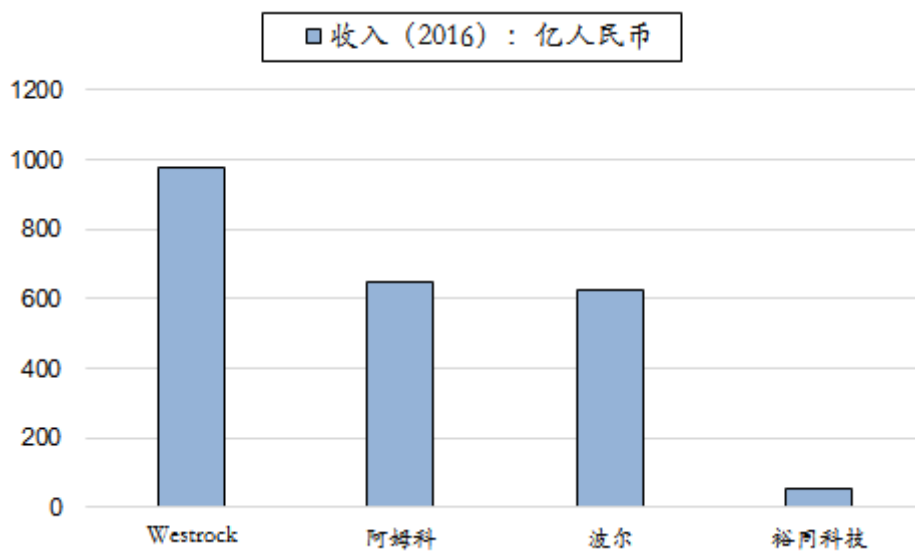
段包装行业从产品原料材质上看可以分为纸包装、塑料包装、金属包装、玻璃包装四大类。从海外经验看，包装行业不乏大体量的企业，如金属包装龙头波尔、瓦楞包装龙头 Westrock、塑料包装龙头 Amcor 等，收入普遍接近百亿美元，利润规模基本在 6-7 亿美元，市值基本在 130 亿美元以上，折合人民币市值近千亿。

图 1：世界三大包装企业简介

	成立时间	主要产品	国家	经营区域
阿姆科	1860年代	纸箱、软饮料包装，PET瓶、罐子	澳大利亚	澳大利亚、美国、欧洲、亚洲
Westrock	1973	瓦楞纸包装	美国	美国、欧洲
波尔	1922	金属罐包装	美国	美洲、亚洲、欧洲

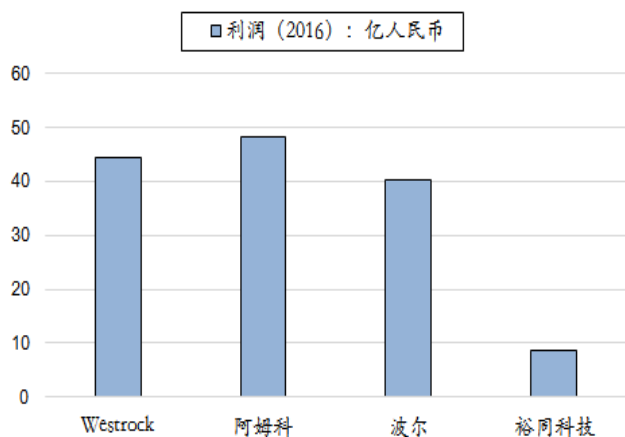
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 2：各大包装龙头企业营业收入情况对比



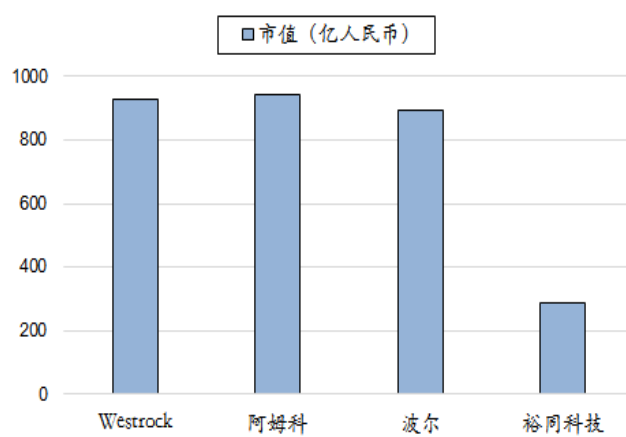
资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 3：各大包装企业利润对比（2016）



资料来源：Bloomberg, 安信证券研究中心

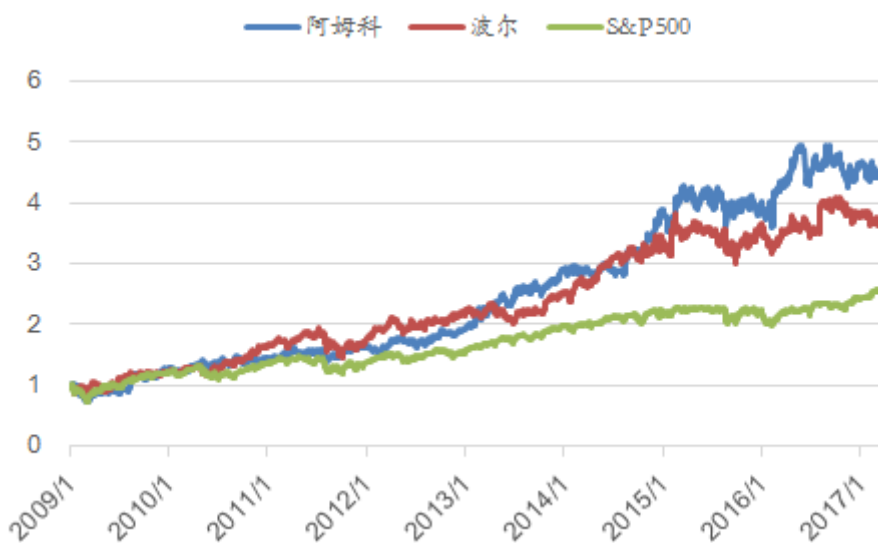
图 4：各大包装企业市值对比



资料来源：Bloomberg, 安信证券研究中心

包装龙头资本市场表现不凡。Westrock、波尔、阿姆科过去十年收入复合增速分别为 20.8%、3.2%、2.1%；净利润复合增速为 36.5%、5.9%、10.3%（Westrock 收入增速高部分因 12 年完成对 Rocktenn 收购）。2009 年-2017 年 4 月，波尔、阿姆科股价分别涨了近 4 倍、3 倍；同期 S&P500 涨幅仅约 1.5 倍。

图 5：龙头企业股价表现



资料来源：Bloomberg, 安信证券研究中心

1.2. 为什么包装业具备孕育巨头的潜力？

包装行业规模大：包装产品应用广泛，主要涉及 IT、食品饮料、日化等各个消费领域。据 Smithers Pira 统计，全球包装销售额 2010 年达 6700 亿美元，2016 年达 8200 亿美元，10-16 年复合增长率 3.4%。其中纸包装需求最大，规模占总体包装行业比例达到 39%，塑料包装、金属包装、玻璃包装分别占 34%、17%、6%。

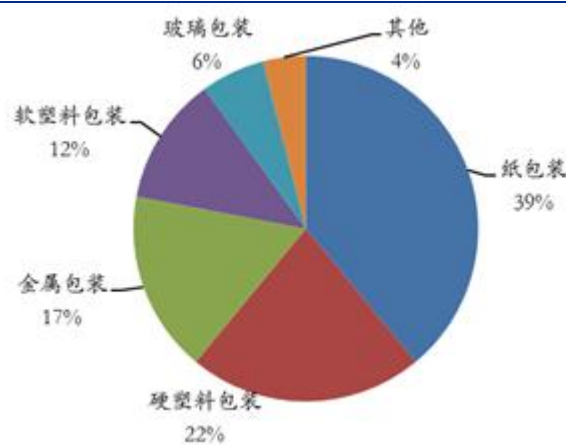
- **纸包装**：纸包装主要包括瓦楞纸箱包装、彩盒包装等，下游覆盖面广，包括食品饮料、家电、日化、医药、家具等行业。海外包装巨头包括美国国际纸业 (IP)、Smurfit-Stone、Westrock 等。国内企业如裕同科技、美盈森、合兴包装等。
- **金属包装**：主要用于食品饮料行业，主要产品为二片罐（主要用于各类饮品中）、三片罐（主要用于食品罐，部分饮料罐）及其他异形罐体，海外金属包装企业包括波尔、皇冠、雷盛等；国内企业如奥瑞金、宝钢包装、晟兴股份等。
- **塑料包装**：广泛用于各类快消品、化妆品、医疗用品等的外壳包装，海外塑料包装企业如 APTAR 等，国内如永新股份、通产丽星等。
- **玻璃包装**：食品、饮料包装的配套选择，占比相对较小。

图 6：包装行业主要产品



资料来源：安信证券研究中心

图 7：全球包装产业结构



资料来源：中国包装联合会，安信证券研究中心

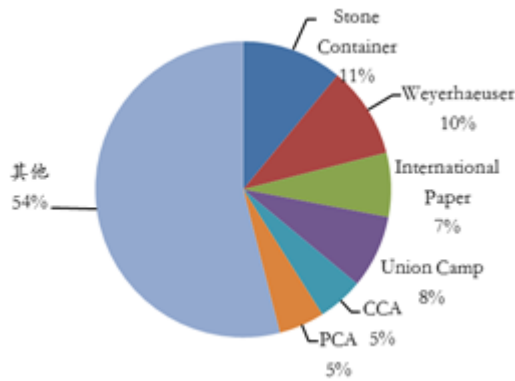
行业集中度高：包装行业市场规模一直保持相对稳定或者低速增长，但龙头企业由于市占率提升，业绩稳步增长。以瓦楞纸包装为例，1997-2011 年间，美国瓦楞纸包装前四大企业市场份额从 11% 提升至 34%；金属包装行业三巨头波尔、皇冠和雷盛销售额均接近百亿美元，三家公司份额占全球饮料罐数量的 60% 以上，在北美和欧洲的市场占有率更是高达 80% 以上。包装行业的集中度高的内在原因在于：

下游客户驱动行业集中度提升：包装龙头企业的成长过程往往是与核心客户共同成长的过程，企业通过稳定优质的产品、优质的服务、快速反应能力深度绑定客户，并依靠客户的成长带动自身业绩的快速增长。包装龙头企业是众多下游客户的优质供应商，下游集中度的提升也必然带动上游包装企业市占率的提升。龙头包装企业可将成功经验逐步复制到其它企业，扩展客户群。

龙头企业规模优势强：包装业务属于薄利多销型业务，规模优势是核心竞争力，龙头企业具有一定成本优势。加上下游企业对包装企业的产品设计能力、一体化服务能力、供货稳定性及及时性，甚至品牌运营服务能力要求不断提升，大型企业在技术、研发、产业链整合等方面的优势越加明显。

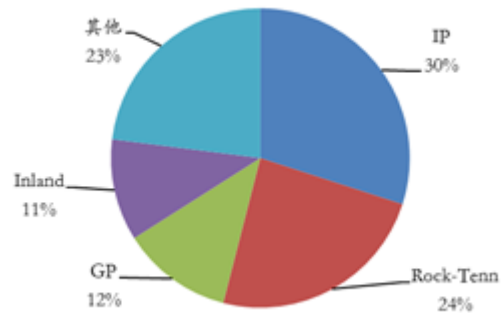
行业并购整合: 包装产品具有价值低, 运输成本高的特点, 往往需要贴近用户进行生产布局, 地域限制较强。龙头企业往往通过并购进行跨区域扩张或者获取新的优质客户。

图 8: 1989 年美国瓦楞纸行业竞争格局



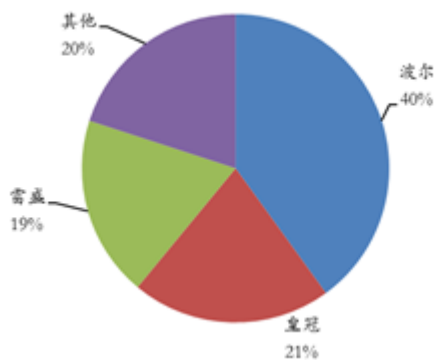
资料来源: AICC, 安信证券研究中心

图 9: 2011 年美国瓦楞纸行业竞争格局



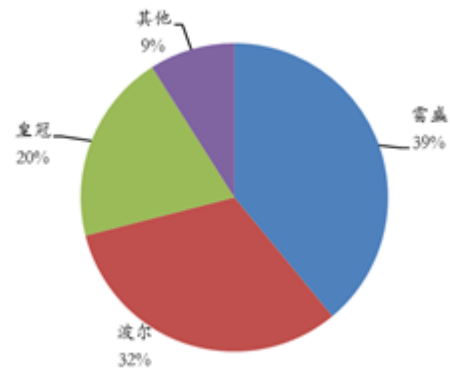
资料来源: AICC, 安信证券研究中心

图 10: 北美地区金属罐市场竞争格局



资料来源: 雷盛年报, 安信证券研究中心

图 11: 欧洲地区金属罐市场竞争格局



资料来源: 雷盛年报, 安信证券研究中心

1.3. 国内包装步入稳定增长期, 行业集中度提升潜在空间大

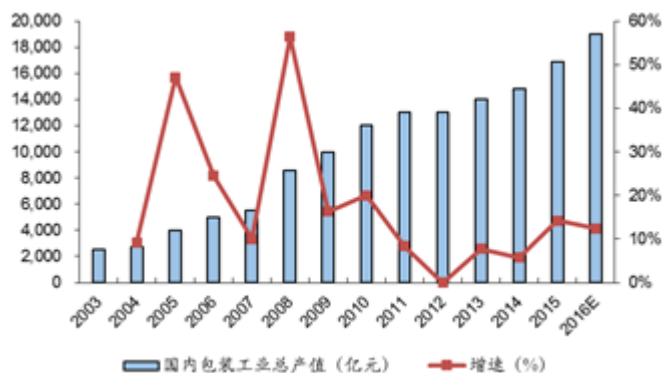
根据中国包装联合会统计, 2015 年我国包装业总产值约 1.7 万亿元, 03-15 年复合增长率约 15.8%, 是仅次于美国的包装工业大国。我们认为未来几年我国包装行业仍将保持稳定增长, 驱动在于:

包装应用范围渐广, 下游行业增长稳定: 从需求角度看, 包装行业的发展得益于下游日化、制药、食品饮料、电子等行业的稳步增长。此外, 部分新兴领域的出现, 带来了包装行业发展的新契机, 如网购的兴起推动了快递业务的高速发展, 从而带动了纸箱包装需求的提升。

消费升级推动包装产品附加值提升: 过去包装主要作为功能性产品存在, 主要起保护产品及方便携带/运输的作用, 产品差异性相对较小。近年来随着消费升级的推动及大众消费理念的变化, 消费者对于包装的装饰性及附加功能要求越来越高, 包装的精致化、个性化、轻量化等方面正逐步成为消费者购买产品的重要考虑因素之一, 从而带来包装产品附加值的提升。

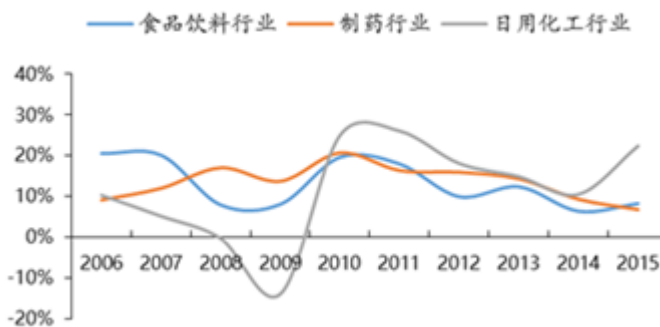
我国人均纸包装消费水平低，提升空间大：根据 Pira International 统计，我国人均纸包装消费约为 25 美元，低于全球平均水平，远低于加拿大、美国、日本人均纸包装消费水平，其中加拿大人均纸包装消费超过 200 美元。

图 12：国内包装工业总产值及增速



资料来源：中国包装联合会，安信证券研究中心

图 13：食品饮料、制药、日用化工行业增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

包装业高度分散，龙头企业市场份额不足 1%。根据中国包装联合会数据，我国包装企业总数达 30 万家，其中规模以上企业只有 2 万多家，90%左右为中小企业，龙头企业市场份额均不足 1%，行业高度分散；而在纸包装领域美国前四大企业市场份额就达 77%，台湾前三大企业份额也达到 50%。

我国包装行业集中度低的主要原因有：1) 小批量、个性化订单众多：包装行业下游涵盖食品饮料、医药、日化、家电通讯等诸多领域，包装种类纷杂、标准化程度低，难以实现规模经济；2) 我国大多数纸箱企业由于资金和地域限制，无异地扩张实力，加上销售半径的限制，销售区域多集中在其生产经营所在地附近，导致全国性市场的分散；3) 产品同质化高，大多数中小包装企业产品档次、附加值含量低，缺乏设计研发能力和自主创新能力，盈利水平较差（毛利率低于 20%）、投资回报率低；

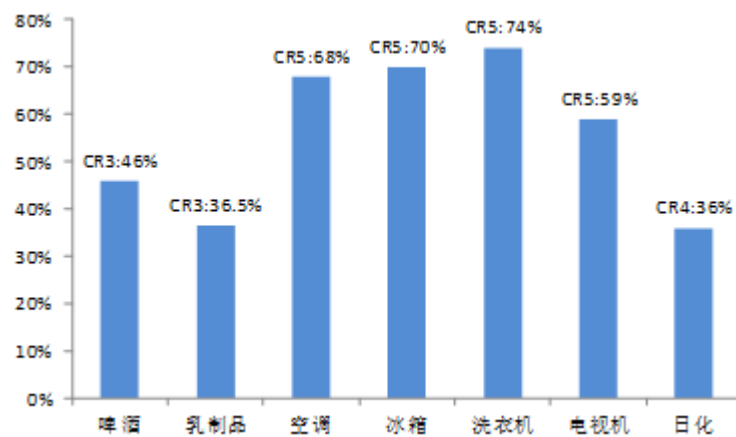
集中度潜在提升空间大。目前一批综合实力较强的企业已开始崭露头角，已具有一定的资金优势、规模优势、客户资源优势和服务整合优势。我们认为龙头企业规模优势+技术优势+管理优势，有望成为行业整合中的最大受益者，能够获得超越行业的增长。

- **下游客户集中度提升将推动包装行业集中度提升：**包装行业是典型的下游驱动型行业。随着中国经济的持续发展，食品饮料、消费电子、家电、日化、医药等行业已拥有一批实力较强的龙头企业，大部分行业目前集中度较高，且有进一步提升的趋势。
- **品牌化趋势：**行业集中度的提高必然伴随着弱势企业的退出，从而给龙头企业提供了广阔的存量市场，这一趋势在下游品牌化趋势带动包装档次升级的环境下更为明显。随着国民消费水平的提高，消费者的品牌意识、环保意识逐渐增强，促使下游企业在提高产

品自身竞争力的同时也要比拼包装的质量、美观等，更多的企业对包装供应商产品质量和附加服务的要求不断提高。在此过程中，中低端包装的市场份额可能逐渐萎缩，综合实力较强的企业有望获得更多下游优质客户的青睐，从而提升市场份额。

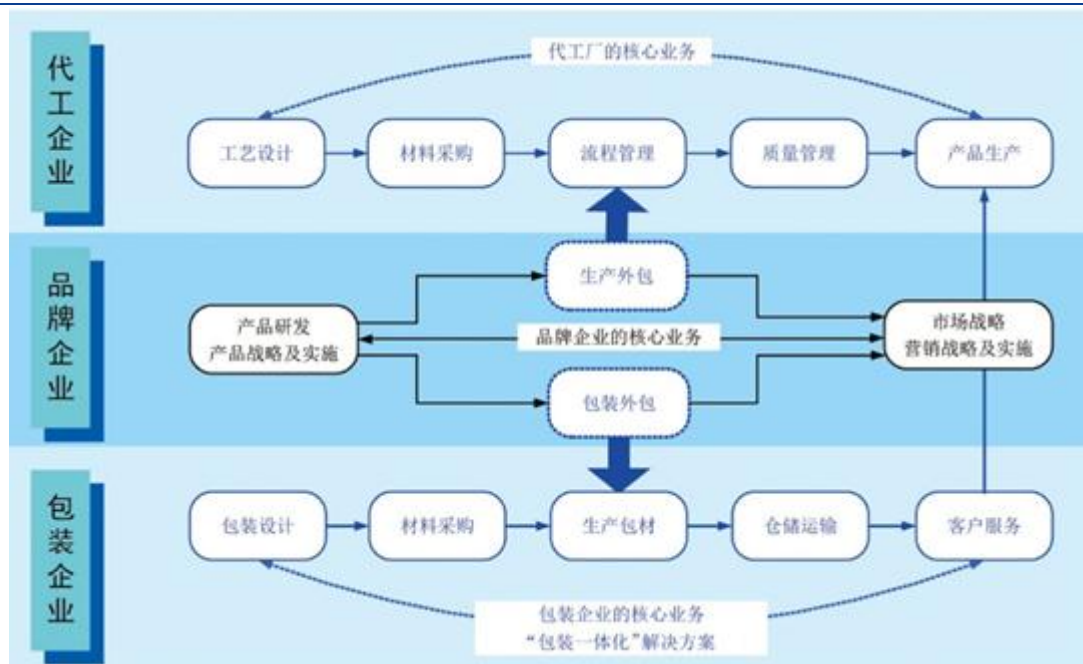
- **一体化包装方案解决者将受客户青睐。**我国包装行业跟美国的不同点在于，现阶段我国大多包装企业仍以生产制造为主，一体化企业占比较低。下游消费类电子企业为了更专注于核心业务，越来越倾向于选用具备包装一体化服务能力的企业。未来在龙头企业的带动下，我国纸质印刷包装行业的服务水平将逐步与国际接轨，为客户提供多种产品的“设计—生产—仓储—物流”的包装综合服务。

图 14：包装业下游客户集中度



资料来源：中怡康、wind，安信证券研究中心

图 15：包装整体解决方案业务模式



资料来源：裕同科技招股说明书，安信证券研究中心

小结:

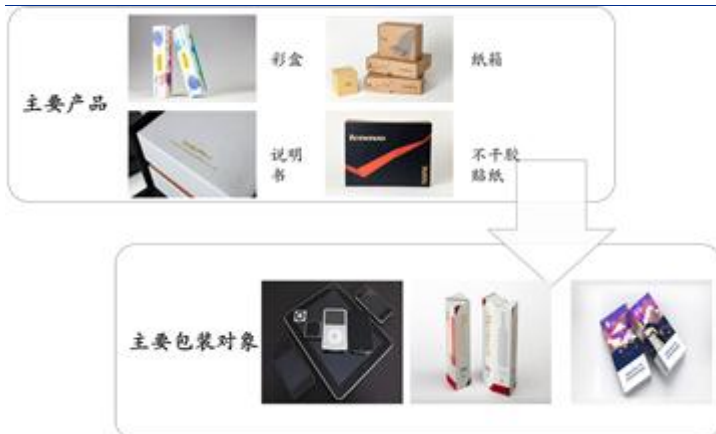
- 从海外经验看，包装行业不乏市值千亿的大型企业，且各龙头企业盈利及增长稳定，为投资者带来稳定而可观的投资收益。
- 我国是仅次于美国的第二大包装消费国，但人均包装消费水平仍偏低，下游需求增长+包装消费升级，未来包装行业有望保持稳定增长。
- 我国包装行业非常分散，且大多数企业盈利不高。随着下游行业集中度的提升，客观上有望驱动包装行业的整合，且龙头已具有一定竞争优势（优质客户/成本优势/资金实力），配合落后产能淘汰及中小企业退出，我国包装行业集中度有望逐步提升，细分领域包装龙头潜在成长空间大。

2. 起于优秀，臻于至善，裕同是消费电子包装的绝对龙头

2.1. 高端品牌包装佼佼者

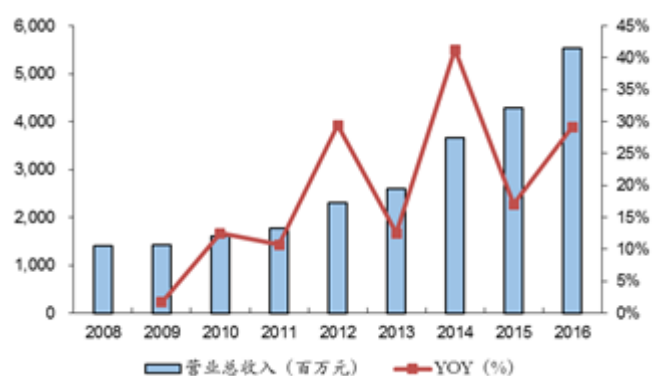
裕同科技成立于 2002 年，是高端品牌包装整体解决方案提供商，产品覆盖彩盒、说明书、纸箱、不干胶贴纸等全系列高端纸质包装印刷产品，其中彩盒包装是公司主要收入来源，2016 年达到 41.6 亿元，占比 75%，其次是纸箱，占比 10%。公司 65% 收入来自于外销，产品销往美国、越南等国家。2016 年，裕同科技实现营业收入 55.4 亿元，归属上市公司股东净利润 8.7 亿元。

图 16：裕同科技主要产品及服务对象



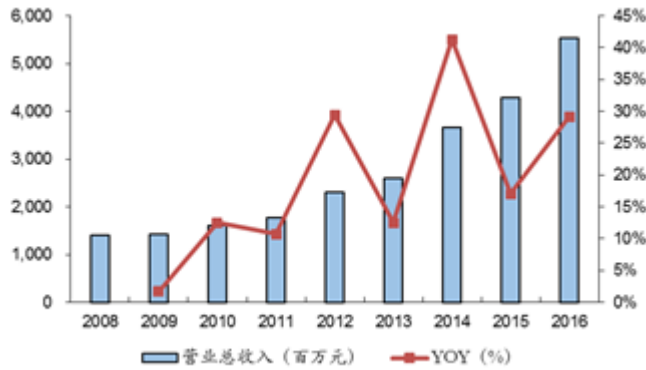
资料来源：裕同科技招股说明书，安信证券研究中心

图 17：裕同科技营业收入情况



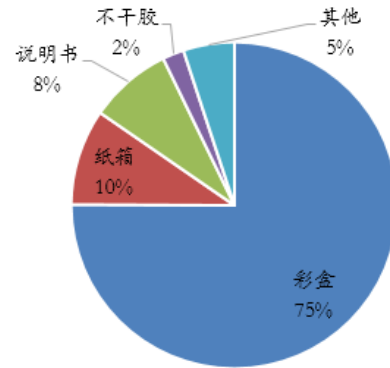
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 18: 裕同科技净利润情况



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 19: 裕同科技收入结构 (2016)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

为贴近下游客户，裕同在深圳、苏州、烟台、许昌、成都、合肥、廊坊等重点工业城市均设有完善的生产服务基地，共 28 家二级子公司，美国建立了服务中心。截至 2015 年底，公司拥有彩盒产能 9.8 亿印张，说明书产能 5.2 亿印张，纸箱产能 3.8 亿个。此次 IPO 募投项目计划分别在昆山（服务和硕、广达、联想等客户）、亳州（服务古井贡集团）、龙岗（服务富士康、华为、亚马逊、微软等客户）及武汉（服务联想、海尔集团和富士康）建设 4 个标准化生产基地，达产后公司将新增彩盒产能 4.1 亿印张，说明书产能 2.3 亿印张，纸箱产能 1.3 亿个。

图 20: 裕同科技产能情况

主要产品	2015年产能	募投资金新增产能	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: 裕同科技招股说明书, 安信证券研究中心

图 21：裕同科技国内生产基地及服务中心



资料来源：裕同科技官网，安信证券研究中心

此外，16年起裕同新增纸浆模塑产品，预计于18年建成投产的大岭山裕同环保包装项目，将拥有环保纸托产品年产能约3亿个。纸托可具有良好的防震、防冲击、防静电等效果，且绿色环保，无污染，广泛的用于电子、电器、零部件等包装中，替代传统发泡技术，与公司传统的彩盒业务形成有效的互补，加强客户粘性，提升产品附加值。

2.2. 客户优质，管理高效，盈利卓越

优质的客户群体

包装企业主要为其他企业提供产品/服务，产品相对同质化，因此行业自身的竞争格局及下游企业的盈利能力往往决定了包装企业的盈利水平。一方面，优质的品牌客户往往盈利能力较好，对包装的价格敏感度较低，一般不会对包装供应商过分压价，以确保产品质量；另一方面，优质客户往往会选择3-4家企业作为供应商，其中主力供应商1-2家，并有较稳定而长期的合作关系，供应商往往可以分享下游企业的高成长。

裕同的客户大多数国内外知名企业。过去，裕同以消费电子包装为主要服务领域，基本实现了消费类电子行业客户的全面覆盖，与富士康、华为等优质企业维持着长期的合作关系。近年来公司积极拓展社会消费品领域，也开发了一批优质企业客户，合作企业泸州老窖、Dior、Mars等均为国内外领先的大型消费品品牌企业。

- 移动智能终端领域：公司是华为、联想、三星、索尼认证的合格供应商并已保持多年业务合作，直接或通过仁宝、富士康、捷普、纬创资通、和硕、广达等知名代工厂商为终端客户提供产品和服务；
- 游戏机领域：公司是任天堂、索尼的主要供应商；
- 计算机领域：戴尔、惠普、联想三大计算机厂商也是公司重要客户。

- 社会消费品领域：成功与泸州老窖、古井贡、西凤、洋河、劲酒、福建中烟、MARY KAY（玫琳凯）、Dior（迪奥）、雀巢、Mars（玛氏）、无限极等一批大型消费品企业达成合作。新客户开发与成长也成为公司业绩重要增长点。

图 22：裕同科技客户资源

	领域	服务品牌
终端客户	移动智能终端	 HUAWEI、  SAMSUNG、  lenovo 联想、  SONY、  MOTOROLA ...
	计算机	 lenovo 联想、  hp、  DELL...
	游戏机	 Nintendo、  SONY...
	通信终端产品	 NETGEAR、  HUAWEI...
	食品和饮品	 青海一峰、  红牛、  雀巢 ...
	香烟	 红双喜、  贵州中烟工业有限责任公司、  福建中烟工业公司、  江西中烟工业有限责任公司 ...
电子制造服务业客户	 FOXCONN、  Quanta Computer、  PEGATRON 和成整合科技、  JABIL、  COMPAL、  wistron	

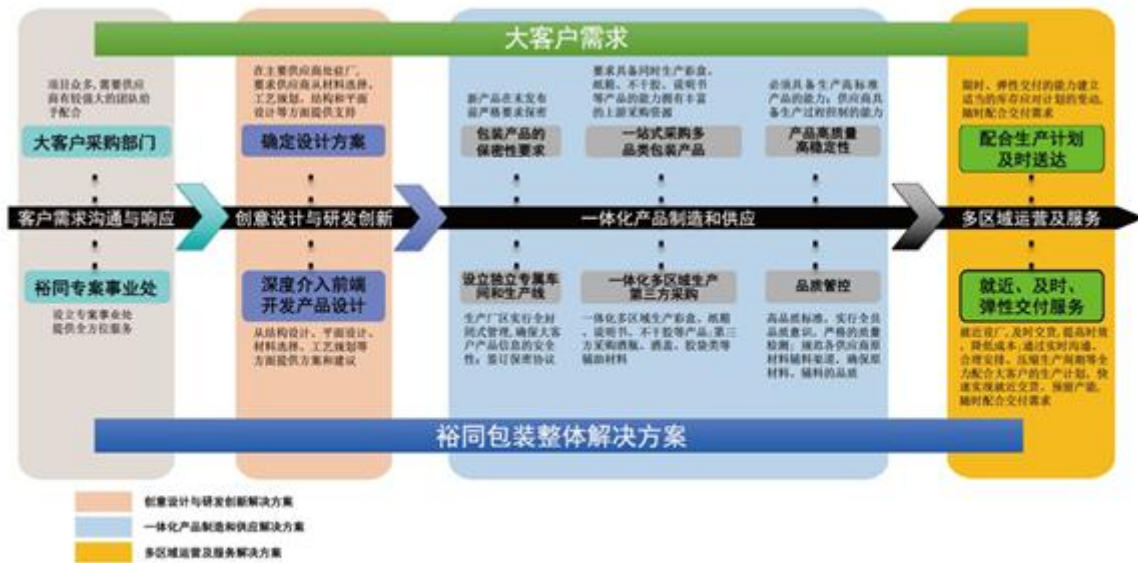
资料来源：裕同科技招股说明书，安信证券研究中心

卓越的管理

卓越的管理是公司的核心竞争力，也是公司在高度竞争的市场脱颖而出的关键。

- **模式上**，致力于为高端品牌客户提供包装整体解决方案，是业内少数能够提供一体化服务的包装供应商。公司通过构建专业的第三方采购业务，集成供应链，应用高效信息化系统，为客户提供包括策划、设计、生产、仓储、物流等在内的一体化服务，帮助客户实现一站式采购，有效增强了客户黏度，使公司逐步成为高端品牌客户供应链中重要的合作伙伴。
- **研发上**，公司始终将“坚持自主创新，保持技术领先”作为核心战略，设立集团研发中心、印刷技术中心、包装技术中心等研发部门，现已拥有专业研发人员超过 900 人，研发实力强，2016 年研发经费近 2 亿元。同时，裕同也是多项国家、行业标准的起草与制定的参与方。
- **生产上**，公司快速推动基于工业 4.0 的智能包装的研发和应用，并积极布局兼顾个性化印刷需求及电商模式的云印刷及云包装平台。公司通过柔性化的生产方式，可以为用户提供多种尺寸规格的包装材料。

图 23：包装一体化

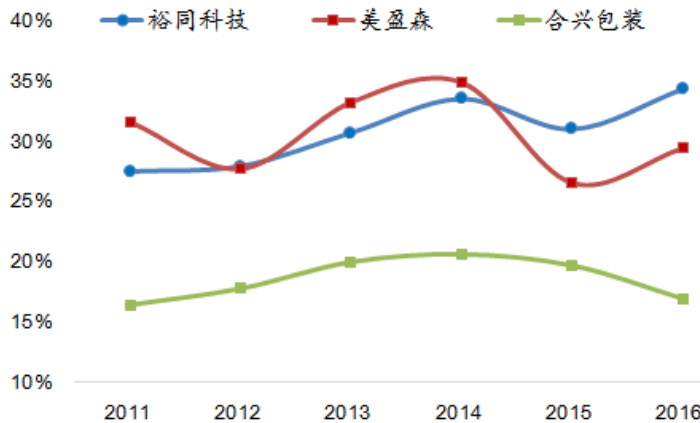


大客户需求及裕同包装整体解决方案示意图

资料来源：裕同科技招股说明书，安信证券研究中心

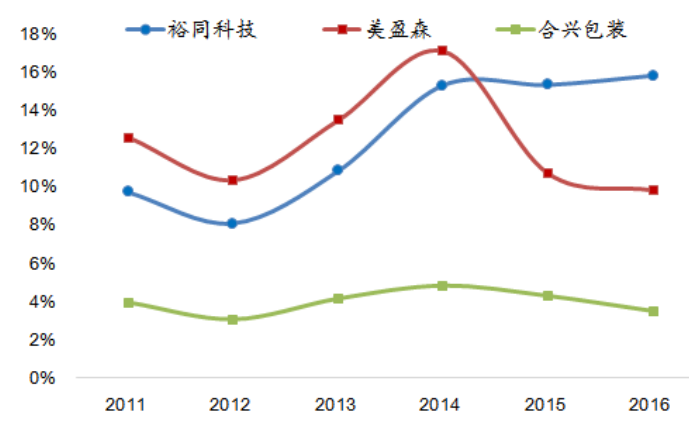
优质的客户+好的管理，公司盈利性强。11-16 年公司毛利率水平 27%-35%；净利率水平 10%-16%，利润率稳定处于行业领先水平，且近几年呈现上升趋势。加上公司资产周转率高，库存管理好，ROE 水平显著高于同行。

图 24：包装企业毛利率



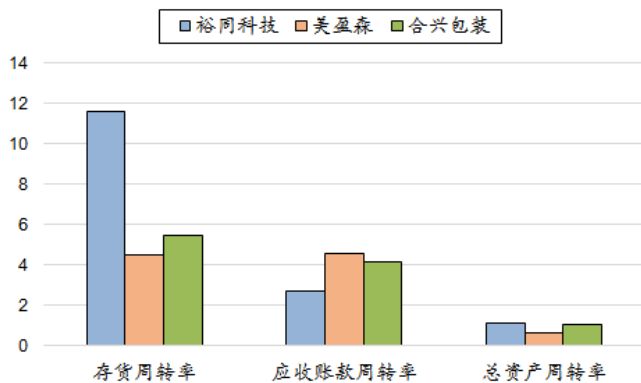
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 25：包装企业净利率



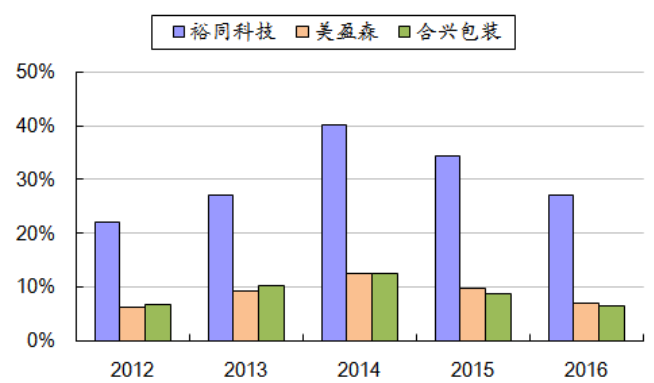
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 26: 包装企业周转率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 27: 包装企业 ROE



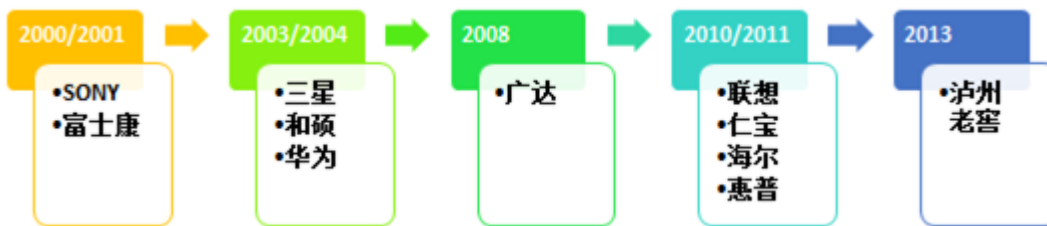
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

3. 携手巨头，分享消费电子成长盛宴

3.1. 在消费电子浪潮中崛起

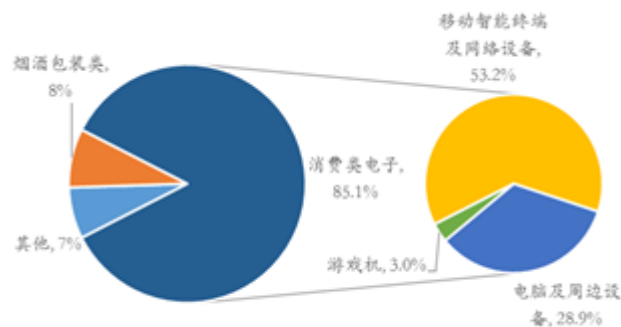
公司成立于 2002 年，与 SONY、富士康、华为、三星、联想、和硕等客户均合作多年，一直保持着长期稳定的合作关系。目前，公司的下游客户也以消费类电子为主，销售占比约 85%。

图 28: 裕同科技主要客户发展情况



资料来源: 裕同科技招股说明书, 安信证券研究中心

图 29: 裕同科技收入按终端产品行业分 (2016H1)

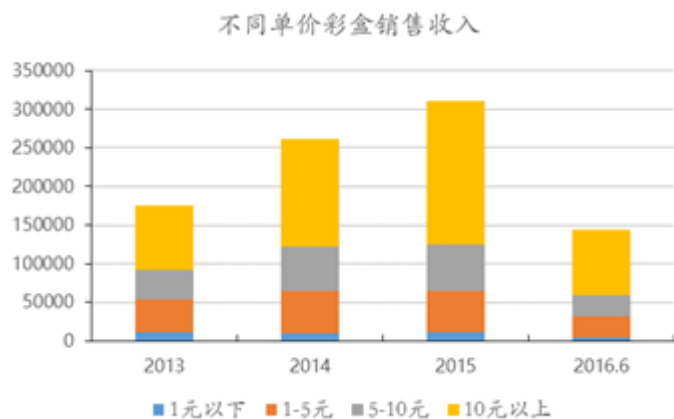


资料来源: 裕同科技招股说明书, 安信证券研究中心

裕同的成长与消费电子行业共振。2012 年以来，公司业绩一直保持高速增长：11-16 年公司收入、净利润复合增速分别为 19.2%、38%。公司的高增长主要受益于智能手机、平板电脑和可穿戴设备等消费电子产品包装需求的增加。从公司的收入结构看：

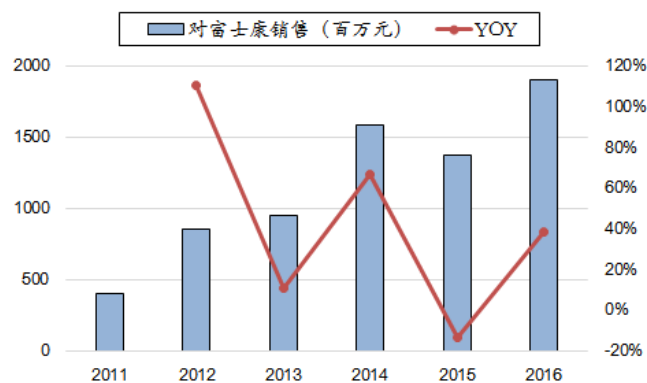
- 消费电子产品定位高端，单品价值大，对包装盒的要求也更高，2013-15 年，公司彩盒销售收入的增长主要受益 10 元以上中高端彩盒销售的增长，15 年 10 元以上彩盒销售 18.55 亿元，13-15 年复合增速 36%。
- 公司对富士康、和硕、华为等消费电子客户销售收入的高成长是过去几年业绩高成长的重要驱动。例如，2016 年公司对于富士康的销售占比为 34.3%，11-16 年销售额 CAGR 约 36%；对华为的销售 11-15 年 CAGR 也达到 38%。

图 30：裕同不同单价彩盒销售收入（万元）



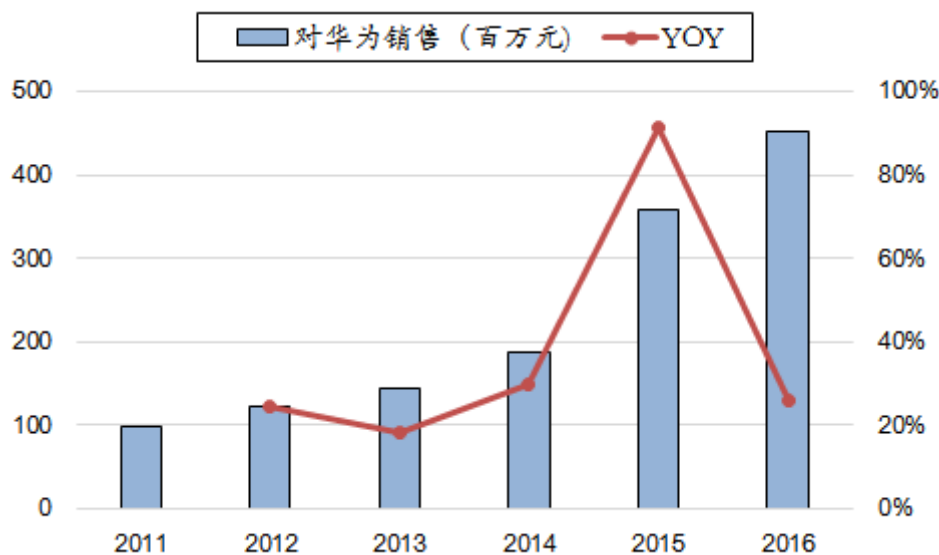
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 31：不同单价彩盒销售收入（万元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 32：裕同科技对华为销售额



资料来源：裕同科技招股说明书，安信证券研究中心

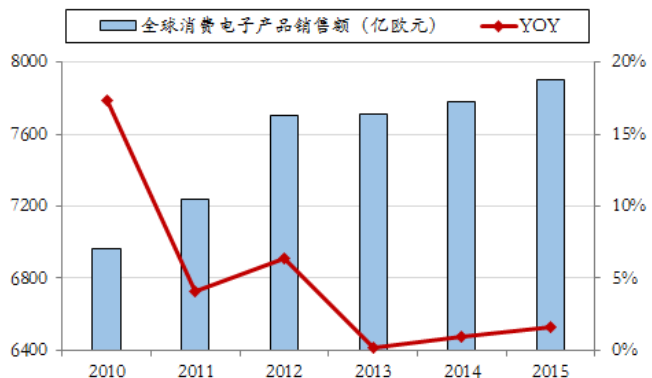
3.2. 消费电子行业发展稳定，市场深度整合利好龙头企业

全球消费电子行业稳定发展：近年来，以智能手机、平板电脑为代表的消费电子产品快速渗透，逐渐成为人们生活的重要组成部分，也带来消费电子市场规模快速扩张的黄金时期。随着智能手机、平板电脑渗透率的不断提升并逐渐接近饱和，使得消费电子产业增长逐渐趋于平稳。根据 GFK 数据显示，2015 年全球消费电子产品销售额达到 7900 亿欧元，近 5 年复合增长率约为 2.6%，行业步入稳定增长期，预计未来随着新兴经济体贡献的逐步加大，行

业仍将延续稳定增长趋势。

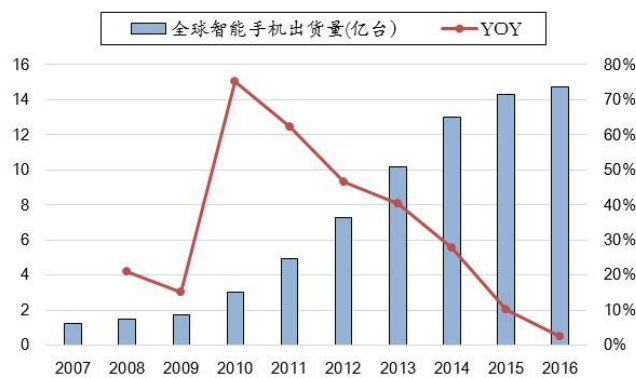
全球消费电子市场中手机占据半壁江山：据 CES 统计，2016 年全球消费电子市场中手机份额占比达到 51%，而其中智能手机占比达到 47%。具体来看，2015 年全球智能手机销售量达到 14.7 亿部，同比增长 2%，未来随着在发展中国家的进一步普及，全球智能手机市场也有望获得持续增长。

图 33：全球消费电子销售额



资料来源：GFK，安信证券研究中心

图 34：全球智能手机出货量（亿台）

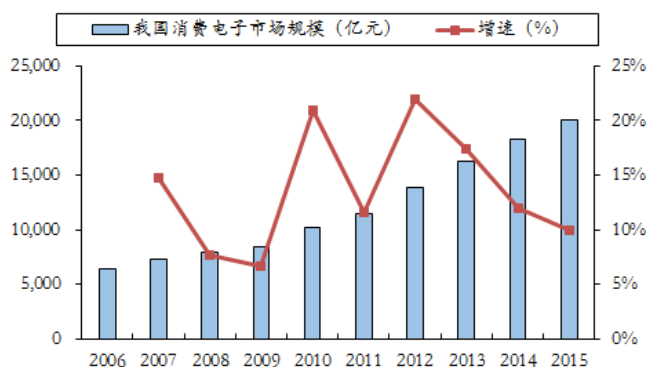


资料来源：CES，安信证券研究中心

我国消费电子行业仍处较快发展阶段。随着我国制造业水平和居民收入水平的不断提升，以及消费电子产品普及率的提升，我国逐步成为全球消费电子产品的最大消费国之一。根据工信部数据，2015 年我国消费电子市场规模约为 2 万亿元，近 5 年复合增速达到 14%。虽然随着渗透率的逐步饱和，近两年我国智能手机市场增速明显下滑，行业步入稳定期，与全球市场相比，我国消费电子行业规模仍保持较快增长。

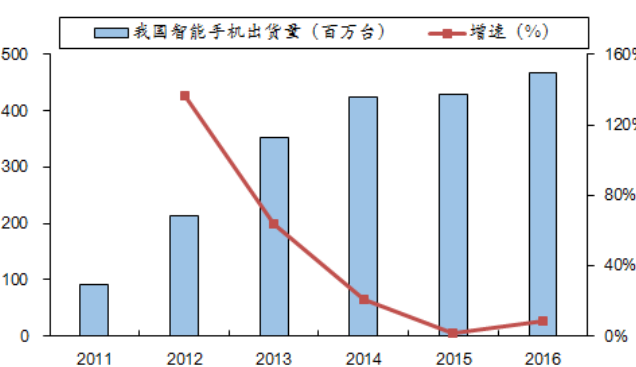
消费电子行业进入深度整合期，品牌集中度提高。以智能手机为例，IDC 数据显示，15 年全球智能手机 14.3 亿部，前五品牌三星、苹果、华为、联想、小米出货量占比 56.4%，16 年全球智能手机出货量 14.7 亿部，前五品牌三星、苹果、华为、OPPO、vivo 占比 57.3%，市场格局进一步集中。同时，随着手机度过高速增长阶段，在中高端市场，品牌手机产品种类也在精简，手机厂商将资源集中投入优势产品。在中低端机型中，除 OPPO、VIVO 坚持全部自主研发外，大部分厂商选择设计外包，使得外包厂商逐渐从原来的 IDH（研发设计）向 ODM 模式转型，提供包含设计及制造的一体化服务，设计能力及成本控制能力突出的手机代工厂商份额将提升。行业持续集中，裕同作为龙头品牌的包装供应商也将持续受益。

图 35：全球消费电子销售额



资料来源：工信部，安信证券研究中心

图 36：全球智能手机出货量（亿台）



资料来源：IDC，安信证券研究中心

17年苹果有望迎来大年。智能手机07年推出以来，十年间，市场渗透率提升已经遇到瓶颈，市场逐步变成存量竞争市场，换机需求正在替代新机购买，因此技术创新尤为重要。

市场对苹果产业链投资机会的挖掘通常聚焦在两个方面：1) 量的逻辑，即苹果效率的上市对零部件产品需求的拉动；2) “ASP”（平均销售价）的逻辑，即苹果产品升级/价格提升，带来的零部件需求规模的升级或使得许多新的组件得以应用。2016年苹果手机出货量2.16亿台，按照20元/个价格粗略计算，苹果包装盒需求在40亿元以上，此外还有纸托等其他纸包装配件。而对于其对包装产业链企业带来的机会，我们认为在两个方面：1) 苹果销量上升；2) 单个iphone新增其他包装需求，如纸托、单独销售的配件包装等。

纵观苹果历史，苹果作为智能手机的开创者，在技术创新及用户体验方面一直远超竞争对手，已经成为行业风尚的引领者，iPhone每一代的出货量也持续增长。16年1季度，iPhone销量首次出现下滑，二、三季度销量也分别同比下滑15%、5%，其中原因除了智能手机市场渗透趋于饱和以外，还与iPhone6S不管是外形还是功能创新方面都幅度较小有关。16年9月iPhone7推出，16Q4iPhone销量明显恢复，同比上涨4.7%，也消除了市场对苹果销量下滑的担忧。

2017年是iPhone问世十周年。根据苹果官网预告，17年发布的iphone8较iphone7将有非常大幅度的升级，OLED屏幕、3D摄像、玻璃外观等新组件的应用有望带动新一轮苹果换机潮，预期销量乐观。此外，Powermat CEO在采访中表示，17年的新iphone会标配无线充电功能。根据多家外媒推测，无线充电大概率不会采用随机附赠方式，而是采用独立包装，有望带来更大的包装需求量。

图 37：历代 iPhone 技术更新情况

	iPhone 4	iPhone 4s	iPhone 5	iPhone 5s	iPhone6/6 plus	iPhone6s/6s	iPhone7/7 plus	iPhone8
机身	玻璃		金属+陶瓷	增加金色、深	全金属	增加玫瑰金色	增加黑色、亮	双面玻璃
摄像头	500w+300w	800w+30w	800w+120w			1200w+500w	Plus后置双摄	双OIS光学防抖 双摄机型增加
声学			3个麦克风（前					底部双喇叭
接口	30针接口		Lightening接口				取消3.5mm耳机	Type-C
天线与通信	4G				NFC			增加天线数量
防护性							防水	防水增强
电池	1420mAh		增至1440mAh	增至1570mAh	增至			无线充电双电
屏幕与触控	3.5寸多点触控	4寸			4.7寸/5.5寸	3D touch		OLED增加新尺
其他功能				指纹识别				面部识别；隐 藏式指纹识 别；3D Sensing
核心升级		摄像头升级； Siri、iCloud等功 能；屏幕扩大	屏幕更大，正 反通用接口	指纹识别	NFC；进一步 扩大屏幕尺寸		双摄像头；取 消耳机	全面升级

资料来源：苹果官网等公开资料整理，安信证券研究中心

3.3. 原材料价格趋稳

公司主要原材料为瓦楞纸、白板纸、铜版纸、双胶纸，2016年直接原材料占比约54.6%，其中主要原材料占比约25%。2016年下半年以来，落后产能退出+环保淘汰+原材料成本提升等原因，各大纸种价格大幅上涨。其中，瓦楞纸价格从一度突破4500元/吨，底部起来涨幅超过50%，达到历史新高；白板纸、铜版纸价格涨幅也分别达到2000元/吨、2750元/吨，涨幅分别约40%、70%。

3月箱板瓦楞纸价格已经回落，随着淡季到来，目前白板纸、铜版纸等价格涨价基本接近尾声，裕同作为用纸大户，受益纸价维稳。

图 38：裕同科技成本构成



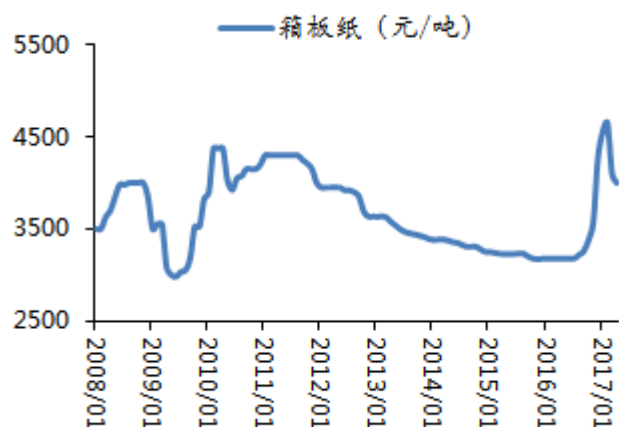
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 39：白卡纸价格走势



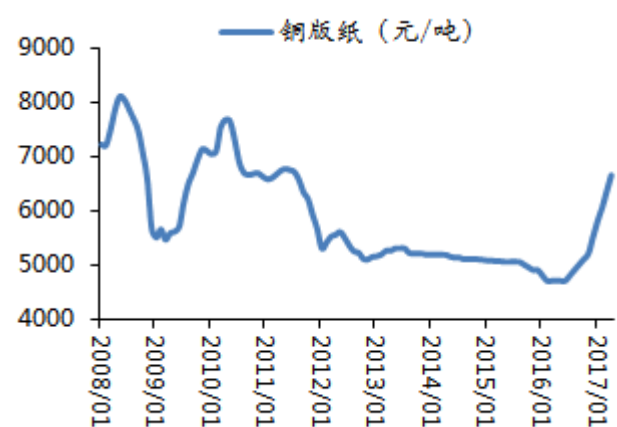
资料来源：卓创，安信证券研究中心

图 40：箱板纸价格走势



资料来源：卓创，安信证券研究中心

图 41：铜版纸价格走势



资料来源：卓创，安信证券研究中心

4. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 17-19 年公司收入分别为 73.3 亿元、94 亿元、117.9 亿元，分别增长 32.3%、28.3%、25.3%；归属上市公司股东净利润分别为 11.4 亿元、14.6 亿元、18.1 亿元；分别增长 30.3%、27.8%、24.3%；EPS 2.85 元、3.64 元、4.53 元，首次覆盖给予“买入-A”评级，6 个月目标价 87.3 元。

5. 风险提示

- 1) 富士康、和硕、华为等主要客户销售下滑
- 2) 原材料价格快速上涨难以完全转嫁

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,289.6	5,542.4	7,332.5	9,407.7	11,787.8	成长性					
减:营业成本	2,958.9	3,638.6	4,846.8	6,237.3	7,838.9	营业收入增长率	17.0%	29.2%	32.3%	28.3%	25.3%
营业税费	24.2	31.8	40.3	51.7	64.8	营业利润增长率	10.8%	36.6%	30.1%	27.6%	24.8%
销售费用	172.1	240.5	293.3	376.3	495.1	净利润增长率	17.1%	32.9%	30.3%	27.8%	24.3%
管理费用	374.2	564.5	718.6	922.0	1,155.2	EBITDA 增长率	3.9%	40.3%	34.6%	26.5%	21.7%
财务费用	-25.5	-18.1	55.0	61.1	42.7	EBIT 增长率	1.2%	38.9%	37.8%	26.9%	22.9%
资产减值损失	16.7	43.5	24.7	25.0	25.0	NOPLAT 增长率	2.5%	37.7%	39.1%	26.9%	22.9%
加:公允价值变动收益	-5.6	8.8	4.0	0.2	-1.5	投资资本增长率	36.9%	52.3%	13.4%	22.5%	11.2%
投资和汇兑收益	-0.0	-7.5	-0.6	-2.7	-3.6	净资产增长率	31.7%	97.1%	26.6%	26.9%	26.3%
营业利润	763.4	1,043.0	1,357.3	1,731.8	2,161.0	利润率					
加:营业外净收支	30.8	24.7	17.5	24.3	22.2	毛利率	31.0%	34.3%	33.9%	33.7%	33.5%
利润总额	794.2	1,067.7	1,374.8	1,756.1	2,183.2	营业利润率	17.8%	18.8%	18.5%	18.4%	18.3%
减:所得税	135.6	189.8	233.7	298.5	371.1	净利润率	15.3%	15.8%	15.5%	15.5%	15.4%
净利润	658.2	874.8	1,139.5	1,456.1	1,810.2	EBITDA/营业收入	19.7%	21.4%	21.7%	21.4%	20.8%
						EBIT/营业收入	17.2%	18.5%	19.3%	19.1%	18.7%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	73	84	75	65	54
货币资金	644.3	1,789.5	2,199.8	2,822.3	3,536.3	流动营业资本周转天数	88	106	111	111	113
交易性金融资产	-	-	0.0	0.0	0.0	流动资产周转天数	210	261	281	277	279
应收账款	1,786.8	2,905.6	3,327.1	4,643.3	5,352.2	应收账款周转天数	135	152	153	153	153
应收票据	20.8	21.8	42.7	41.5	58.4	存货周转天数	21	23	23	22	23
预付账款	41.1	57.6	77.1	95.1	120.5	总资产周转天数	324	386	390	363	348
存货	274.8	430.0	512.4	651.9	850.1	投资资本周转天数	185	208	203	187	174
其他流动资产	17.5	45.9	33.0	32.1	37.0	投资回报率					
可供出售金融资产	20.2	23.2	16.1	19.8	19.7	ROE	30.3%	20.5%	21.1%	21.2%	20.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	14.9%	11.7%	13.6%	13.8%	14.9%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	32.9%	33.1%	30.3%	33.9%	34.0%
投资性房地产	15.9	14.9	14.9	14.9	14.9	费用率					
固定资产	1,126.1	1,451.8	1,614.6	1,766.3	1,760.9	销售费用率	4.0%	4.3%	4.0%	4.0%	4.2%
在建工程	89.7	152.8	122.2	61.1	30.6	管理费用率	8.7%	10.2%	9.8%	9.8%	9.8%
无形资产	134.0	218.8	205.9	192.9	180.0	财务费用率	-0.6%	-0.3%	0.8%	0.6%	0.4%
其他非流动资产	236.5	360.6	237.2	248.7	241.5	三费/营业收入	12.1%	14.2%	14.6%	14.4%	14.4%
资产总额	4,407.6	7,472.5	8,402.9	10,590.0	12,202.1	偿债能力					
短期债务	1,147.9	835.0	1,135.0	1,101.5	589.2	资产负债率	50.6%	42.6%	35.4%	34.9%	28.7%
应付账款	593.9	931.8	1,051.8	1,497.1	1,735.7	负债权益比	102.6%	74.3%	54.7%	53.7%	40.2%
应付票据	163.1	220.8	252.1	370.1	421.2	流动比率	1.33	2.34	2.31	2.58	3.32
其他流动负债	193.4	253.6	243.0	237.6	250.0	速动比率	1.20	2.15	2.12	2.38	3.04
长期借款	102.5	110.9	-	107.4	-	利息保障倍数	-28.94	-56.48	25.66	29.35	51.67
其他非流动负债	31.3	832.2	290.8	384.8	502.6	分红指标					
负债总额	2,232.0	3,184.4	2,972.7	3,698.4	3,498.7	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	6.3	16.5	18.1	19.5	21.4	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	360.0	400.0	400.0	400.0	400.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,835.7	3,879.7	5,012.1	6,472.0	8,282.1						
股东权益	2,175.6	4,288.1	5,430.2	6,891.5	8,703.5						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	658.6	877.9	1,139.5	1,456.1	1,810.2	EPS(元)	1.65	2.19	2.85	3.64	4.53
加:折旧和摊销	127.8	177.8	180.7	222.3	248.9	BVPS(元)	5.42	10.68	13.53	17.18	21.70
资产减值准备	16.7	43.5	-	-	-	PE(X)	43.8	32.9	25.3	19.8	15.9
公允价值变动损失	5.6	-8.8	4.0	0.2	-1.5	PB(X)	13.3	6.7	5.3	4.2	3.3
财务费用	22.8	45.9	55.0	61.1	42.7	P/FCF	65.9	979.8	104.0	45.5	40.9
投资损失	0.0	7.5	0.6	2.7	3.6	P/S	6.7	5.2	3.9	3.1	2.4
少数股东损益	0.4	3.1	1.6	1.5	1.8	EV/EBITDA	-	23.0	17.4	13.6	10.6
营运资金的变动	-492.3	-920.7	-281.9	-922.4	-642.0	CAGR(%)	30.3%	27.3%	26.6%	30.3%	27.3%
经营活动产生现金流量	423.2	264.8	1,099.6	821.5	1,463.7	PEG	1.4	1.2	0.9	0.7	0.6
投资活动产生现金流量	-565.8	-809.6	-293.5	-306.4	-203.5	ROIC/WACC	3.2	3.2	3.0	3.3	3.3
融资活动产生现金流量	177.5	1,714.1	-395.8	107.4	-546.1	REP	-	2.2	2.1	1.5	1.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

周文波、雷慧华、袁雯婷声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034