

2019年10月31日

Q3 收入增长提速，拓展多元化客户渐显成效

裕同科技 (002831)

事件概述 (详见正文分析):

公司发布 2019 年三季度报，前三季度公司实现营收 63.46 亿元，同比增长 16.35%；归母净利润为 6.08 亿元，同比增长 12.13%；扣非后归母净利润为 5.40 亿元，同比增长 14.14%。其中，19Q1/Q2/Q3 营收分别同比增长 10.54%/13.59%/22.79%，归母净利润分别同比增长 10.69%/11.81%/13.00%，扣非归母净利润分别同比增长 31.51%/6.26%/12.63%。

收入端：客户多元化助力收入增速逐季提高：公司前三季度收入同比增速逐季提升，预计主要受益彩盒业务回暖。2018 年公司多项外延并购落地，收购武汉艾特切入烟标业务、拟收购江苏德晋 70% 股权进入塑包领域，同时投入不超过人民币 6 亿元拓展宜宾环保纸塑项目。此外，公司加大对智能硬件、烟酒、大健康等市场的开发力度，拓展茅台、五粮液、四川中烟等优质大客户，部分订单逐渐落地放量。

盈利端：年初至报告期末原材料瓦楞纸、白板纸、铜版纸均价分别下降 14.38%、6.98%、1.93%，原材料价格中枢下移推动前三季度公司毛利率同比上升 3.21pct 至 30.42%。期间费用率整体上升 2.76pct 至 19.04%，净利率受费用上升拖累，同比下降 0.54pct 至 9.88%。

投资建议

我们认为多元化客户开拓渐显成效，与茅台、五粮液、四川中烟等优质大客户合作将推动收入持续增长。预计 2019-2021 年营收分别为 101.0/120.8/144.5 亿元，归母净利润分别为 10.9/12.9/15.1 亿元，EPS 分别为 1.24/1.47/1.72 元，参考可比公司 2020 年平均 21 倍 PE，我们给予公司 19 倍 PE 估值，EPS1.47 元，对应目标价 27.93 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

原材料价格大幅波动、客户拓展不及预期、行业竞争加剧。

盈利预测与估值

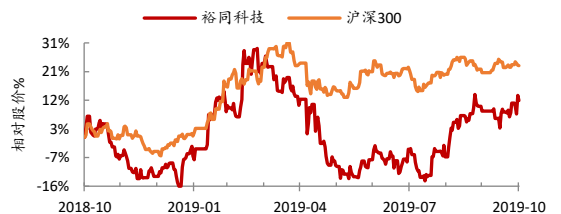
财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6947.74	8578.24	10100.03	12079.91	14450.03
YoY (%)	25.36%	23.47%	17.74%	19.60%	19.62%
归母净利润(百万元)	931.90	945.58	1090.09	1289.13	1511.67
YoY (%)	6.53%	1.47%	15.28%	18.26%	17.26%
毛利率 (%)	31.54%	28.50%	30.19%	29.06%	28.58%
每股收益 (元)	1.06	1.08	1.24	1.47	1.72
ROE	18.64%	16.73%	16.26%	17.42%	18.69%
市盈率	21.78	21.46	18.62	15.74	13.43

资料来源：公司公告，华西证券研究所

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：首次覆盖
目标价格：27.93
最新收盘价：23.14

股票代码：002831
52 周最高价/最低价：59.09/17.75
总市值(亿)：202.96
自由流通市值(亿)：60.07
自由流通股数(百万)：259.61



分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080002
联系电话：17701086910

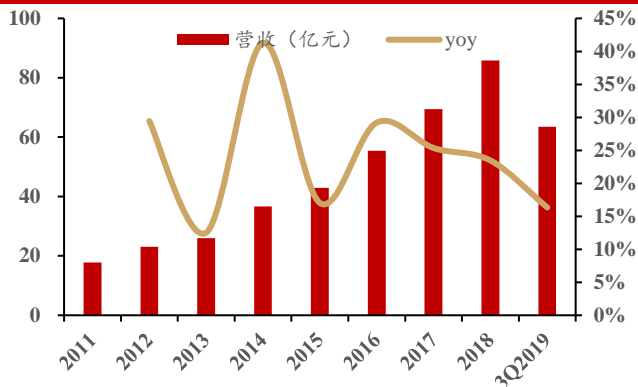
分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519100001
联系电话：13651997419

1、事件：裕同科技披露 2019 年第三季度财务报告

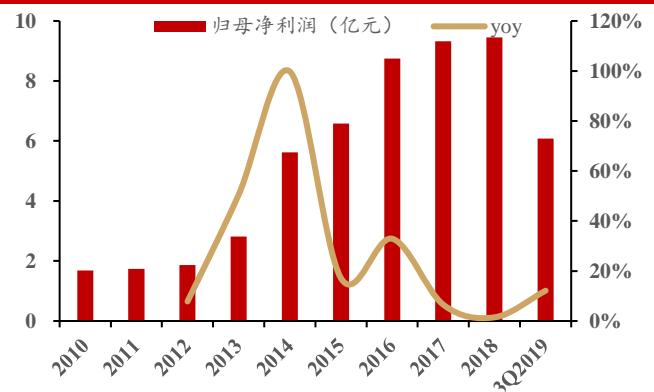
公司发布 2019 年三季报，前三季度公司实现营收 63.46 亿元，同比增长 16.35%；实现归母净利润 6.08 亿元，同比增长 12.13%；实现扣非后归母净利润 5.40 亿元，同比增长 14.14%。其中，Q1/Q2/Q3 营收分别同比增长 10.54%/13.59%/22.79%，归母净利润分别同比增长 10.69%/11.81%/13.00%，扣非归母净利润分别同比增长 31.51%/6.26%/12.63%。前三季度经营活动现金流净额为 10.53 亿元，同比增长 36.98%，增速及绝对值均高于同期利润，现金流整体情况良好。

图 1 2019Q1-Q3 收入同比增长 16.4%



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 2 2019Q1-Q3 归母净利润同比增长 12.1%



资料来源：Wind，华西证券研究所

2、收入端：客户多元化助力收入增速逐季提高

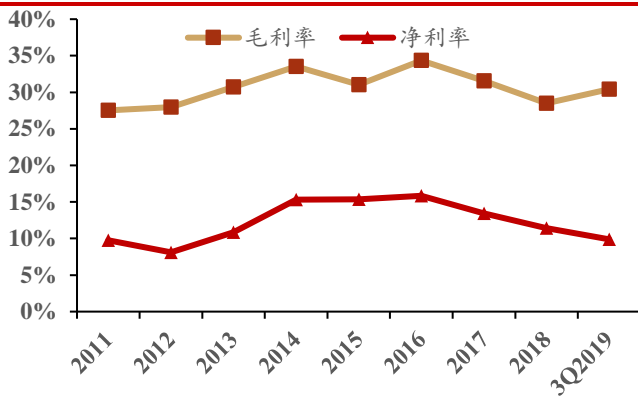
公司前三季度收入同比增速逐季提升，预计主要受益彩盒业务回暖。2018 年公司多项外延并购落地，收购武汉艾特切入烟标业务、收购江苏德普 70% 股权进入塑包领域，同时投入不超过人民币 6 亿元拓展宜宾环保纸塑项目。此外，公司加大对智能硬件、烟酒、大健康等市场的开发力度，拓展茅台、五粮液、四川中烟等优质大客户，部分订单逐渐落地放量助力彩盒业务回暖。

3、盈利水平：原材料价格中枢下降推动毛利率上行，费用增加拖累净利率

费用方面，Q1-Q3 期间费用率整体上升 2.76pct 至 19.04%，单三季度期间费用率同比上升 2.97pct 至 17.79%，主要系期内研发投入和利息支出增加所致。前三季度公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别同比+0.58pct、+0.78pct、+1.00pct、+0.40pct 至 5.08%、7.34%、4.74%、1.87%，单三季度销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别同比+1.42pct、+0.65pct、+0.80pct、+0.11pct 至 5.70%、6.75%、4.59%、0.74%。

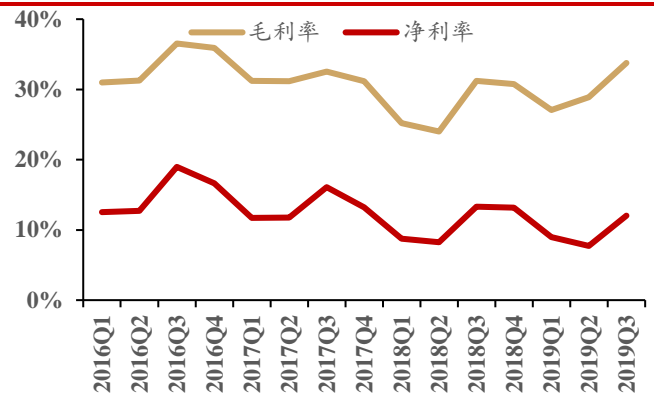
盈利能力方面，前三季度公司毛利率、净利率分别+3.21pct、-0.54pct 至 30.42%、9.88%；其中单三季度毛利率、净利率分别为 33.75%、12.01%，环比分别+4.85pct、+4.30pct，同比分别+2.55pct、-1.31pct。毛利率提升主要受益原材料价格下行（年初至报告期末原材料瓦楞纸、白板纸、铜版纸均价分别下降 14.38%、6.98%、1.93%），但费用增加对净利率有所拖累。

图3 前三季度毛利率有所提高



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图4 19Q3 毛利率和净利率环比改善



资料来源: Wind, 华西证券研究所

4、其他重要财务指标

现金流: 经营活动产生的现金流净额 10.53 亿, 同比增长 36.98%; 筹资活动产生的现金流净额 2.50 亿, 同比增长 356.11%, 主要系期内支付回购股份及借款增加所致。

应收账款及票据: 期末应收账款及票据 36.39 亿, 同比增长 19.61%。

应付账款及票据: 期末应付账款及票据 17.83 亿, 同比增长 19.69%。

预收账款: 期末预收账款 3600 万, 同比下降 14.85%。

存货: 期末存货 10.27 亿, 同比增长 4.98%; 存货周转率下降 0.22pct 至 4.48%。

5、公司投资逻辑

1) 消费电子: 一方面, 公司通过切入亚马逊、哈曼供应链拓展智能电子设备市场; 另一方面, 5G 换机需求有望推动公司助力 3C 电子包装收入持续增长。

2) 新业务: 积极推进客户多元化, 烟酒包装客户有望逐步放量。 公司于 18 年收购武汉艾特积极切入烟标领域, 2019H1 艾特保持较高增速, 收入同比增长 63%。此外, 公司也加强酒包市场开发, 拓展包括茅台、五粮液等优质大客户。2018 年前五大客户收入同比下降 13.4pct 至 40.6%, 客户结构多元化已初见成效。

6、盈利预测与投资建议

基本假设: 1) 收入端: 多元化客户开拓渐显成效, 酒包、烟标客户有望逐步放量; 2) 成本端: 参考同比公司成本变化和具体情况预估成本的变动; 3) 费用端: 按照公司历史费用水平进行平均来计算。

根据以上假设所预测的数据, 我们预计裕同科技 2019-2021 年将实现营业收入 101.0/120.8/144.5 亿元, 归母净利润为 10.9/12.9/15.1 亿元, 对应 PE 为 19X/16X/13X, 预计裕同科技 2019 年 EPS 为 1.24 元。

我们认为多元化客户开拓渐显成效, 与茅台、五粮液、四川中烟等优质大客户合作将推动收入持续增长。参考可比公司 2020 年平均 21 倍 PE, 我们给予公司 19 倍 PE 估值, 对应目标价 27.93 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

7、风险提示：

原材料价格大幅波动（公司成本受包装纸、双胶纸价影响较大）、客户拓展不及预期（除传统 3C 电子客户外，公司逐步开拓烟标、酒包客户，客户拓展不及预期将影响公司收入）、行业竞争加剧（包装印刷行业集中较低，行业如果竞争加剧将影响企业收入及盈利）。

表 1 分产品收入和毛利率预测表

		2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
合计									
	营业收入（百万元）	3665.4	4289.6	5542.4	6947.7	8578.2	10100.0	12079.9	14450.0
	YoY		17.0%	29.2%	25.4%	23.5%	17.7%	19.6%	19.6%
	毛利率	33.5%	31.0%	34.3%	31.5%	28.5%	30.2%	29.1%	28.6%
彩盒									
	营业收入（百万元）	2617.5	3108.0	4161.4	5176.2	6167.9	7290.4	8763.1	10542.0
	YoY		18.7%	33.9%	24.4%	19.2%	18.2%	20.2%	20.3%
	毛利率	37.2%	34.0%	35.7%	32.7%	29.6%	31.0%	30.0%	29.5%
纸箱									
	营业收入（百万元）	548.3	535.5	527.8	663.0	839.8	1007.7	1249.6	1524.5
	YoY		-2.3%	-1.4%	25.6%	26.7%	20.0%	24.0%	22.0%
	毛利率	25.0%	24.2%	25.5%	16.5%	17.6%	24.0%	22.0%	22.0%
说明书									
	营业收入（百万元）	306.9	304.1	454.7	651.6	686.2	720.5	756.5	794.3
	YoY		-0.9%	49.5%	43.3%	5.3%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	23.0%	26.5%	38.4%	40.8%	39.3%	40.0%	39.0%	38.5%
不干胶贴纸									
	营业收入（百万元）	89.8	108.5	117.5	124.6	201.0	261.3	326.6	408.2
	YoY		20.8%	8.3%	6.1%	61.3%	30.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	29.5%	32.2%	37.3%		26.6%	30.0%	29.0%	29.0%
其他主营业务									
	营业收入（百万元）	71.7	195.6	281.0	332.3	683.5	820.2	984.2	1181.0
	YoY		172.8%	43.7%	18.3%	105.7%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	17.4%	9.6%	23.2%	24.9%	21.7%	22.0%	22.0%	22.0%
其他业务									
	营业收入（百万元）	31.2	37.9						
	YoY		-	21.8%					
	毛利率	31.9%	28.8%						

资料来源：公司年报，Wind，华西证券研究所

表 2 可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元）			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
002303.SZ	美盈森	6.1	0.26	0.27	0.16	23.3	22.4	37.9
002803.SZ	吉宏股份	22.4	0.71	1.46	1.98	31.5	15.3	11.3
002228.SZ	合兴包装	4.1	0.17	0.23	0.27	24.1	18.1	14.9
	平均						19	21

资料来源：Wind、公司公告，华西证券研究所（注：浙江永强、乐歌股份采用 wind 一致预期）

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	8578.24	10100.03	12079.91	14450.03	净利润	978.64	1090.09	1289.13	1511.67
YoY(%)	23.47%	17.74%	19.60%	19.62%	折旧和摊销	235.15	0.00	0.00	0.00
营业成本	6133.45	7051.14	8569.82	10320.73	营运资金变动	-549.16	-132.01	-656.31	-738.09
营业税金及附加	57.67	64.38	78.00	93.54	经营活动现金流	798.89	968.09	599.24	743.98
销售费用	380.52	505.00	604.00	679.15	资本开支	-730.60	-76.68	-75.72	-68.42
管理费用	501.85	747.40	845.59	1011.50	投资	-475.36	0.00	0.00	0.00
财务费用	120.36	31.38	-26.35	-38.37	投资活动现金流	-772.77	-56.68	-55.72	-48.42
资产减值损失	2.30	2.18	3.03	4.12	股权募资	7.35	-55.00	-240.00	-420.00
投资收益	41.63	20.00	20.00	20.00	债务募资	480.94	-1815.80	70.00	90.00
营业利润	1144.71	1243.55	1475.99	1735.75	筹资活动现金流	79.91	-2705.33	-528.39	-741.29
营业外收支	17.46	24.00	23.00	22.00	现金净流量	106.03	-1793.93	15.14	-45.73
利润总额	1162.17	1267.55	1498.99	1757.75	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	183.53	177.46	209.86	246.09	成长能力 (%)				
净利润	978.64	1090.09	1289.13	1511.67	营业收入增长率	23.47%	17.74%	19.60%	19.62%
归属于母公司净利润	945.58	1090.09	1289.13	1511.67	净利润增长率	1.47%	15.28%	18.26%	17.26%
YoY(%)	1.47%	15.28%	18.26%	17.26%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.08	1.24	1.47	1.72	毛利率	28.50%	30.19%	29.06%	28.58%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率率	11.41%	10.79%	10.67%	10.46%
货币资金	822.59	-971.34	-956.21	-1001.94	总资产收益率 ROA	8.54%	11.29%	11.82%	12.34%
预付款项	182.29	181.03	229.95	277.91	净资产收益率 ROE	16.73%	16.26%	17.42%	18.69%
存货	943.76	870.59	1085.18	1310.04	偿债能力 (%)				
其他流动资产	4880.24	5234.57	6109.46	7134.10	流动比率	1.68	2.26	2.27	2.26
流动资产合计	6828.88	5314.84	6468.38	7720.12	速动比率	1.40	1.81	1.81	1.79
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.20	-0.41	-0.34	-0.29
固定资产	2957.99	2957.99	2957.99	2957.99	资产负债率	46.61%	27.91%	29.80%	31.87%
无形资产	372.34	372.34	372.34	372.34	经营效率 (%)				
非流动资产合计	4241.36	4342.04	4440.76	4531.18	总资产周转率	0.86	0.97	1.17	1.25
资产合计	11070.23	9656.88	10909.14	12251.30	每股指标 (元)				
短期借款	1895.80	20.00	30.00	40.00	每股收益	1.08	1.24	1.47	1.72
应付账款及票据	1721.56	1809.46	2196.14	2639.54	每股净资产	6.45	7.64	8.44	9.22
其他流动负债	459.12	521.28	619.73	739.83	每股经营现金流	0.91	1.10	0.68	0.85
流动负债合计	4076.48	2350.75	2845.88	3419.37	每股股利	0.00	0.00	0.88	1.01
长期借款	166.78	226.78	286.78	366.78	估值分析				
其他长期负债	916.05	117.89	117.89	117.89	PE	21.46	18.62	15.74	13.43
非流动负债合计	1082.83	344.67	404.67	484.67	PB	6.22	3.03	2.74	2.51
负债合计	5159.32	2695.42	3250.55	3904.04					
股本	400.01	399.51	397.51	394.51					
少数股东权益	257.63	257.63	257.63	257.63					
股东权益合计	5910.92	6961.47	7658.60	8347.27					
负债和股东权益合计	11070.23	9656.88	10909.14	12251.30					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，7年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司、方正证券，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，4年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。