

2019年12月21日

中高端纸包王者，景气将至拐点确立 买入（维持）

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002
021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 傅嘉成

执业证号：S0600119080001
fujch@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	8,578	10,021	13,007	16,299
同比（%）	23.5%	16.8%	29.8%	25.3%
归母净利润（百万元）	946	1,070	1,395	1,754
同比（%）	1.5%	13.2%	30.3%	25.8%
每股收益（元/股）	2.36	1.22	1.59	2.00
P/E（倍）	23.39	20.67	15.86	12.61

投资要点

■ **纸包装领域的龙头白马，进入第三轮快速发展期。**裕同科技公司是 3C 纸包装领域龙头（全球市占率约 15%），近年布局白酒、烟草、化妆品、日化&大健康、环保餐盒、云创互联网印刷等多个业务板块进入第三轮快速发展期，客户结构持续多元化，多极增长态势逐渐形成。19Q1-Q3 单季度收入增速分别为 10.54%、13.59%、22.79%，逐季向上，收入拐点确立。公司股权结构高度集中，通过员工持股计划绑定上下利益，并持续回购增强信心。

■ **多领域顺利布局，助力收入进入快速增长通道。**我国纸包装行业空间广阔，竞争格局分散（18 年 CR5 仅 10.52%），裕同主攻中高端商业包装市场，份额提升逻辑在于切入新赛道。（1）**3C 包装**：短期看好明年 5G 驱动，长期依赖客户份额深挖及新客户开拓。公司在核心 A 客户中的份额持续提升，耳机业务有望成为增长亮点，此外公司与华为、小米等客户的合作持续深入，并新开拓亚马逊、戴森等优质国际大客户，3C 包装业务有望维持稳健增长。（2）**酒包**：受益于需求升级、市场化推进，大有可为。我们测算中高端酒包市场空间约 250 亿，公司与泸州老窖、古井贡酒、洋河、茅台取得合作，酒包业务有望迅速放量；且伴随酒包公开招标进程公司市场份额有望快速提高。（3）**烟标**：高附加值业务，外延深化布局。我们测算市场规模约 350 亿元，公司 13-16 年陆续开拓了红塔、贵州中烟等客户，并于 17 年收购武汉艾特，内生+外延共驱增长。（4）**日化、化妆品、大健康**：锦上添花，外延江苏德晋增强客户协同。（5）**环保包装**：受益于禁塑，加大资本开支投入，或为重要增长动力。伴随我国外卖用户规模体量维持每年 15-20% 的复合增速，以及禁塑令下环保餐盒渗透率的提升，我们认为公司投资建设环保纸塑项目将持续贡献增长动力。（6）**云创**：C2B 商业模式创新，增长潜力较大。公司设立云创子公司服务支付宝、平安、学而思等大客户做商业印刷，同时拓展个性化定制和文创 IP 业务，未来增长空间较为可观。

■ **强客户开拓能力，生产效率具优势，盈利不利因素释放**：我们认为裕同作为中高端 3C 包装行业翘楚，能够顺利切入其他领域，在于其多年积累的（1）强劲研发实力；（2）包装整体解决方案；（3）贴近式产能布局打造了极致的客户服务和开拓能力。公司历年现金流增长稳健，支撑资本开支扩张，IPO 募投项目、可转债项目持续扩充产能，保障新业务扩张。17-18 年在纸价高位、汇兑不利、新业务投入较大等多重不利因素下，公司的 ROE、净利率水平已经触底，伴随上述不利因素解除，我们看好公司业绩弹性逐步释放、驱动估值回升。

■ **盈利预测与投资评级**：我们预计公司 2019-2021 年收入 100.21/ 130.07/162.99 亿元，同增 16.8%/29.8%/25.3%；归母净利润 10.70/13.95/17.54 亿元，同增 13.2%/30.3%/25.8%；对应 PE 为 20.67X/15.86X/12.61X，持续给予“买入”评级。

■ **风险提示**：上游原材料价格大幅波动，下游客户集中度较高，新业务拓展不达预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	25.22
一年最低/最高价	16.60/28.34
市净率(倍)	3.69
流通 A 股市值(百万元)	22059.01

基础数据

每股净资产(元)	6.84
资产负债率(%)	48.47
总股本(百万股)	877.10
流通 A 股(百万股)	874.66

相关研究

- 1、《裕同科技 (002831)：收入、利润环比提速，看好多领域布局+云创奠基长期成长》2019-10-30
- 2、《裕同科技 (002831)：客户开拓成效显著，多领域布局筑基成长》2019-08-29
- 3、《裕同科技 (002831)：多元化布局持续推进，项目扩张支持公司发展》2019-04-30

内容目录

1. 优质的中高端包装龙头	5
1.1. 纸包装领域的龙头白马，进入第三轮快速发展期	5
1.2. 团队优异，股权结构集中，与大客户、高管利益绑定	6
1.3. 多领域布局开成长天花板，客户结构逐渐多元化	7
2. 多领域布局助力收入进入快速增长通道	8
2.1. 纸包产业广阔，细分赛道各有千秋	8
2.2. 3C 包装：短期看好明年 5G 驱动，长期依赖客户份额深挖及新客户开拓	10
2.3. 非 3C 包装：多领域开拓，业绩多极化增长	13
2.3.1. 酒包：受益于需求升级、市场化推进，大有可为	13
2.3.2. 烟标：高附加值业务，外延深化布局	14
2.3.3. 日化、化妆品、大健康：锦上添花，外延增强客户协同	15
2.3.4. 环保包装：受益于禁塑，加大资本开支投入，或为重要增长动力	16
2.3.5. 云创：C2B 商业模式创新，增长潜力较大	17
3. 强客户开拓能力，生产效率具优势，盈利不利因素释放	18
3.1. 三大优势打造客户粘性 & 新业务开拓能力	18
3.1.1. 优势一：研发设计实力突出，智能工厂提升效率	18
3.1.2. 优势二：整体解决方案提高服务价值	19
3.1.3. 优势三：贴近式产能布局，即时供货能力强	19
3.2. 产能投放节奏较快，保障新业务扩张	20
3.3. 盈利端压力释放，看好 ROE 和净利率向上	21
4. 盈利预测与投资评级	23
4.1. 核心假设与盈利预测	23
4.2. 投资评级	24
5. 风险提示	25

图表目录

图 1: 裕同科技股权结构 (19 年三季报)	7
图 2: 多领域布局进展	8
图 3: 国内纸包行业竞争格局 (亿元)	9
图 4: 2017 年北美纸包行业竞争格局	9
图 5: 中国包装市场金字塔结构及裕同从红海进入蓝海的演进	9
图 6: 2016-2018 年公司前五大客户收入占比	10
图 7: 前五大客户 VS 非前五大客户收入增速对比	10
图 8: 智能手机出货量&增速	10
图 9: PC 电脑出货量&增速	10
图 10: 智能穿戴设备出货量&增速	10
图 11: 平板电脑出货量&增速	10
图 12: 裕同科技季度增速 vs 全球手机出货量	11
图 13: 13-19 年白酒年产量及 YOY (万千升, 当月累计)	14
图 14: 中高端及高端酒包市场规模测算	14
图 15: 裕同科技烟酒类包装占比逐年提升	14
图 16: 茅台纸质包装供应商名单	14
图 17: 中国外卖用户规模&YOY	16
图 18: 云创科技产业互联网业务合作客户	17
图 19: 裕同科技研发力度持续加大	19
图 20: 公司包装设计荣获 2018 红点设计大奖	19
图 21: 裕同整体包装解决方案	19
图 22: 裕同科技国内生产基地建设一览	20
图 23: 裕同科技资本开支 VS 经营现金流 (亿元)	21
图 24: 裕同科技 IPO 募投项目	21
图 25: 裕同科技可转债项目 (万元)	21
图 26: 白卡纸价格及裕同科技毛利率 (元/吨)	22
图 27: 裕同科技成本结构 (2016H1)	22
图 28: 美元兑人民币即期汇率 (截止 19 年 12 月 19 日)	22
图 29: 裕同科技汇兑亏损情况 (万元)	22
图 30: 裕同科技历史年度经营能力指数一览	23
图 31: 裕同科技 ROE 有望触底上行	23
表 1: 裕同科技收入结构一览 (亿元)	5
表 2: 裕同科技历史年度数据一览 (百万元)	6
表 3: 员工持股计划详情	7
表 4: 客户结构持续多元化	8
表 5: 裕同科技 A 客户收入拆分测算及预测 (亿元)	12
表 6: 裕同科技其他 3C 客户拆分及预测 (亿元)	13
表 7: 烟标行业市场规模测算&竞争格局 (单位: 亿元, 万箱, 元/箱)	15
表 8: 裕同科技外延收购一览	16
表 9: 环保餐盒市场&裕同科技业务规模测算	17

表 10: 不同领域客户需求存在差异	18
表 11: 裕同科技收入拆分及预测 (亿元)	24
表 12: 同行估值对比	24

1. 优质的中高端包装龙头

1.1. 纸包装领域的龙头白马，进入第三轮快速发展期

中高端包装整体解决方案提供商，3C 领域龙头。深圳市裕同包装科技股份有限公司成立于 2002 年，作为高端品牌包装整体方案提供商，技术实力和销售规模均处于业内领先地位。公司在全球 3C 纸包装领域市占率第一（约 15%），是我国纸包行业第二大龙头（仅次于合兴包装），18 年收入 85.78 亿元（+23.47%）。公司产品矩阵丰富，涵盖彩盒（3C、白酒、卷烟、化妆品内包装）、纸箱（外包装）、说明书及不干胶贴纸（盒内印刷品）等。除包装产品本身外，公司创意设计、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，从而成为包装整体解决方案服务商，与核心优质客户富士康、和硕等合作深度绑定。

表 1：裕同科技收入结构一览（亿元）

	16H1	16H2	2016	17H1	17H2	2017	18H1	18H2	2018	19H1
营业收入	20.21	35.21	55.42	26.61	42.87	69.48	32.86	52.92	85.78	36.84
yoy				31.69%	21.76%	25.36%	23.48%	23.44%	23.47%	12.09%
毛利率	31.13%	36.20%	34.35%	31.19%	31.76%	31.54%	24.59%	30.93%	28.50%	28.02%
按产品拆分										
彩盒	14.41	27.20	41.61	19.46	32.30	51.76	24.37	37.31	61.68	26.15
yoy				35.05%	18.75%	24.39%	25.23%	15.51%	19.17%	7.30%
占比	71.30%	77.25%	75.08%	73.13%	75.34%	74.50%	74.16%	70.50%	71.90%	70.98%
毛利率	32.76%	37.26%	35.70%	32.03%	33.02%	32.65%	25.33%	32.39%	29.60%	30.43%
纸箱	2.14	3.14	5.28	2.94	3.69	6.63	3.42	4.98	8.40	3.55
yoy				37.38%	17.52%	25.57%	16.33%	34.96%	26.70%	3.70%
占比	10.59%	8.92%	9.53%	11.05%	8.61%	9.54%	10.41%	9.41%	9.79%	9.64%
毛利率	25.53%	25.50%	25.51%	21.23%	12.71%	16.49%	12.82%	20.88%	17.60%	14.97%
说明书	1.61	2.94	4.55	2.47	4.05	6.52	2.97	3.89	6.86	3.08
yoy				53.42%	37.76%	43.30%	20.24%	-3.95%	5.21%	3.62%
占比	7.97%	8.35%	8.21%	9.28%	9.45%	9.38%	9.04%	7.35%	8.00%	8.36%
毛利率	32.12%	41.87%	38.42%	37.16%	42.99%	40.78%	31.29%	45.35%	39.26%	33.37%
不干胶贴纸	0.56	0.61	1.17	0.47	0.78	1.25	0.47	1.54	2.01	0.81
yoy				-16.07%	27.87%	6.84%	0.00%	97.44%	60.80%	72.55%
占比	2.77%	1.73%	2.11%	1.77%	1.82%	1.80%	1.43%	2.91%	2.34%	2.20%
毛利率	34.97%	39.34%	37.25%	31.71%	37.19%	35.13%	31.15%	25.24%	26.62%	24.72%
其他	1.35	1.46	2.81	1.28	2.04	3.32	1.63	5.20	6.83	3.25
yoy				-5.19%	39.73%	18.15%	27.34%	154.90%	105.72%	99.47%
占比	6.68%	4.15%	5.07%	4.81%	4.76%	4.78%	4.96%	9.83%	7.96%	8.82%
毛利率	20.05%	26.07%	23.18%	29.57%	21.89%	24.85%	24.15%	20.91%	21.68%	18.65%
按渠道拆分										
外销	13.07	25.22	38.29	17.00	29.30	46.30	19.00	29.92	48.92	19.28
yoy				30.07%	16.18%	20.92%	11.76%	2.12%	5.66%	1.47%
内销	7.14	9.99	17.13	9.61	13.56	23.17	13.86	23.00	36.86	17.56
yoy				34.59%	35.74%	35.26%	44.22%	69.62%	59.09%	26.66%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

依托强大客户服务能力，持续开拓增长动力。裕同科技经历了三次快速发展期：

第一轮快速发展期（2000-2008 年）：2000 年公司把握索尼推出新款游戏机机遇，董事长王华君亲自带队投入大量资源成为主供。随着中国加入 WTO，裕同成功切入微软、三星、东芝等国际一流 IT 企业合作，分享 3C 成长红利，2008 年公司收入体量达到 14 亿元。

第二轮快速发展期（2009-2016 年）：公司于 08 年金融危机后转型高端品牌包装整

体方案提供商，2010 年开始绑定为富士康主供，收入利润增长进入快车道。2009-2016 年收入由 14.3 亿增长至 55.42 亿，CAGR 达 21.35%，利润由 1.25 亿增长至 8.75 亿，CAGR 达 32.09%，ROE 维持 20% 以上。15 年成为包装印刷领域第一大龙头。

第三轮快速发展期（2016 年以后）：公司 13 年开始探索非 3C 领域包装业务，布局白酒、烟草、化妆品、日化&大健康、环保餐盒等多个业务板块，贡献增长动力。2017、2018 年公司收入维持 25.36%、23.47% 的高增长，但利润端受到汇兑和纸价上涨扰动。19 年前三季度受大客户出货量放缓、智能工厂建设投入较大影响，公司收入、利润增速相对放缓，伴随上述因素解除及新业务放量，公司收入、盈利有望持续向上。

表 2：裕同科技历史年度数据一览（百万元）

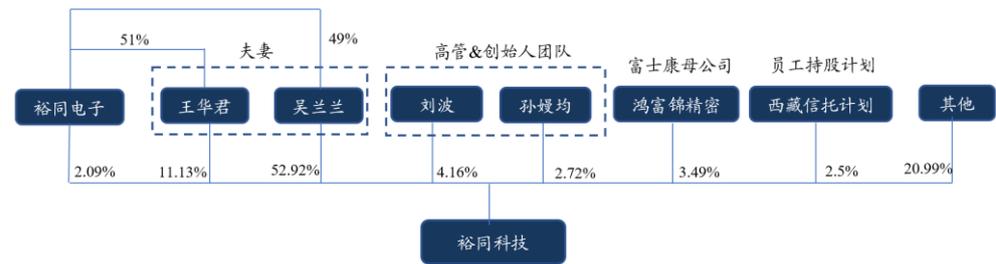
单位：百万元	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019Q1-Q3
营业总收入	1406.49	1430.18	1608.59	1781.04	2305.51	2594.20	3665.44	4289.63	5542.36	6947.74	8578.24	6346.25
YOY		1.68%	12.47%	10.72%	29.45%	12.52%	41.29%	17.03%	29.20%	25.36%	23.47%	16.35%
归母净利润	101.39	124.70	167.94	173.37	186.93	281.34	562.03	658.20	874.82	931.90	945.58	608.34
YOY		23.00%	34.68%	3.23%	7.82%	50.50%	99.77%	17.11%	32.91%	6.53%	1.47%	12.13%
毛利率	19.12%	22.87%	26.63%	27.52%	27.96%	30.73%	33.53%	31.02%	34.35%	31.54%	28.50%	30.42%
期间费用率	10.04%	10.84%	13.22%	15.19%	17.39%	17.02%	13.37%	12.14%	14.20%	15.89%	15.37%	19.04%
其中：销售费用	40.67	48.99	69.27	84.60	146.21	147.51	151.19	172.11	240.45	301.49	380.52	322.60
销售费用率	2.89%	3.43%	4.31%	4.75%	6.34%	5.69%	4.12%	4.01%	4.34%	4.34%	4.44%	5.08%
其中：管理费用	65.21	81.28	118.57	146.46	198.94	228.97	299.07	374.22	564.48	636.57	501.85	465.83
研发费用												315.57
管理+研发费用率	4.64%	5.68%	7.37%	8.22%	8.63%	8.83%	8.16%	8.72%	10.18%	9.16%	9.53%	12.08%
其中：财务费用	35.37	24.69	24.86	39.40	55.84	65.02	39.68	-25.50	-18.15	166.23	120.36	118.66
汇兑亏损	5.05	0.99	3.78	6.44	2.38	25.32	(2.76)	(71.06)	(80.66)	106.67	8.44	-
财务费用率	2.51%	1.73%	1.55%	2.21%	2.42%	2.51%	1.08%	-0.59%	-0.33%	2.39%	1.40%	1.87%
归母净利率	7.21%	8.72%	10.44%	9.73%	8.11%	10.84%	15.33%	15.34%	15.78%	13.41%	11.02%	9.59%
资产减值损失	10.71	5.74	0.69	1.95	6.74	3.12	13.83	16.69	43.49	77.43	2.30	7.81
投资净收益	0.00	-9.44	-3.74	0.00	0.00	15.35	5.82	-0.01	-7.54	72.58	41.63	25.03
营业外收入	4.61	7.52	14.02	8.55	16.80	13.08	13.02	43.69	32.91	17.61	25.25	23.13
营业外支出	1.85	2.62	4.54	3.23	8.39	14.72	15.98	12.93	8.22	4.85	7.79	10.67
经营性现金流净额	66.85	268.73	77.08	96.22	309.14	267.27	461.54	423.19	264.84	583.60	798.89	1052.51
较上年同期增减		201.87	-191.65	19.15	212.92	-41.87	194.27	-38.35	-158.35	318.76	215.29	284.14
筹资性现金流净额	0.44	-51.18	170.31	151.90	16.31	-193.90	47.50	177.51	1714.09	199.60	79.91	250.16
较上年同期增减		-51.62	221.49	-18.41	-135.59	-210.21	241.40	130.02	1536.58	-1514.49	-119.69	195.31
资本开支	66.96	75.62	171.34	174.53	115.38	169.67	429.70	577.03	803.35	736.78	739.81	717.69
较上年同期增减		8.66	95.72	3.19	-59.14	54.29	260.03	147.33	226.32	-66.57	3.03	180.84
ROE				22.57%	20.21%	24.33%	34.07%	30.34%	20.48%	18.64%	16.73%	10.15%
YOY (±)					-2.37%	4.12%	9.74%	-3.73%	-9.86%	-1.84%	-1.91%	-0.07%
资产负债率	68.40%	58.85%	59.36%	60.72%	60.19%	52.40%	50.28%	50.64%	42.61%	44.11%	46.61%	48.47%
YOY (±)		-9.56%	0.51%	1.36%	-0.53%	-7.79%	-2.12%	0.36%	-8.02%	1.49%	2.50%	1.65%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 团队优异，股权结构集中，与大客户、高管利益绑定

大客户持股增强协同，控制权高度集中。公司实际控制人为王华君、吴兰兰夫妇，分别直接持股公司 11.13%、52.92%，并通过裕同电子间接持股 2.09%，二人合计持股达 66.14%，公司高管&创始人团队合计持股 6.88%、员工持股计划持股 2.5%，股权高度集中在实际控制人及管理层手中。此外，富士康母公司鸿富锦精密持股 3.5%，公司与下游核心大客户富士康实现利益绑定。19 年 12 月 16 日，IPO 原始股 6.15 亿股（吴兰兰 4.64 亿股、王华君 0.96 亿股、裕同电子 1834 万股、刘波 3649 万股）解禁，占总股本 70.12%，预计减持意愿较弱、风险可控。

图 1：裕同科技股权结构（19 年三季度）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

员工持股绑定利益，持续回购增强信心。18 年 1 月 15 日公司公告第一期员工持股计划草案，并于 5 月 29 日完成购买，买入公司股票 9971 万股，占总股本 2.49%。参加对象中董监高持股比例为 20.54%，公司其他员工持股比例为 79.46%。19 年 6 月公司继续公告拟以 1-2 亿元回购股份，预计回购股份 0.75%；此前 18 年 11 月-19 年 2 月公司已以 1 亿元回购 0.61% 股份，两次回购衔接紧密，彰显公司发展信心。

表 3：员工持股计划详情

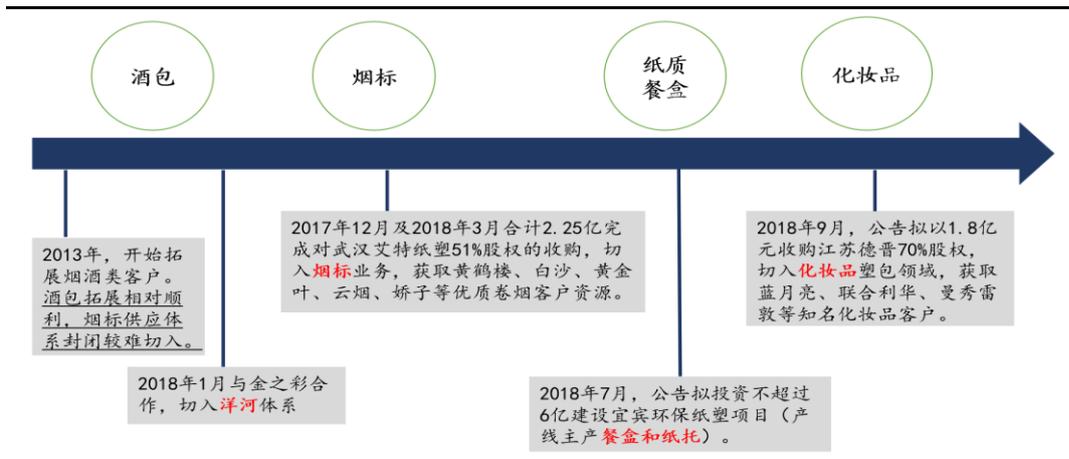
持有人	职务	持有持股计划的份额（万份）	占持股计划的比例
王华君	董事长、总裁	1950	10.54%
刘中庆	副总裁	580	3.14%
祝勇利	副总裁、财务总监	490	2.65%
张思芳	副总裁、董事会秘书	390	2.11%
唐自伟	职工代表监事、审计部高级总监	195	1.05%
彭静	职工代表监事、资金部副总监	195	1.05%
其他符合参与标准的员工		14700	79.46%
合计		18500	100.00%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 多领域布局开成长天花板，客户结构逐渐多元化

早期分享优质 3C 客户成长红利，开拓大包装战略进军增量市场。早期公司董事长王华君亲自带队开拓索尼、富士康、三星（14 年后因越南政治因素停止供货）、华为、联想等优质 3C 客户并成为主要供应商，伴随 2000 年后十余年 3C 黄金发展期尤其是 A 客户的放量，公司 3C 包装体量迅速增长。2014 年以后公司又陆续开拓小米、VO、哈曼、戴森等新客户，贡献增量。随着 3C 领域增长红利消退后，公司通过内生和外延并举的方式切入酒包装（13 年开始切入）、烟标（17 年收购武汉艾特）、环保餐盒（18 年投建环保纸塑项目）、化妆品包装（18 年收购江苏德晋），合作客户均为中高端优质客户，此外公司 15 年成立云创布局互联网商业印刷，多极增长态势逐渐形成。

图 2：多领域布局进展



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 4：客户结构持续多元化

客户	合作开始时间
索尼	2000
富士康	2001
任天堂、三星	2003
华为、和硕、netgear	2004
广达、摩托罗拉	2008
联想	2010
仁宝、海尔、捷普、纬创	2010
戴尔、惠普	2011
泸州老窖、古井贡酒	2013
红塔、贵州中烟、福建中烟、江西中烟	2013-2016
小米、玖凯琳	2014
乐视	2015
无限极	2016
贵州茅台、东阿阿胶	2017
vivo/oppo、哈曼	2017
西凤酒	2017
洋河	2018
亚马逊、谷歌、戴森、DHL	2018
施华洛世奇、小罐茶	2018
蓝月亮、联合利华、曼秀雷敦、韩后、雅芳等	2018年并购江苏德晋

数据来源：公司公告，公司年报，东吴证券研究所

2. 多领域布局助力收入进入快速增长通道

2.1. 纸包产业广阔，细分赛道各有千秋

纸包装行业空间广阔，竞争格局分散：根据中国包装联合会，2010-2018 年纸包行

业规模以上企业主营收入由 1832.65 亿增长至 2919.05 亿，CAGR 为 6%；前五大龙头裕同科技 (0.88%→2.94%)、合兴包装、劲嘉股份、东风股份、美盈森合计市占率由 3.95% 提高至 10.52%，龙头市占率持续提升，但对比北美 CR4 超过 80% 仍有很大提升空间。

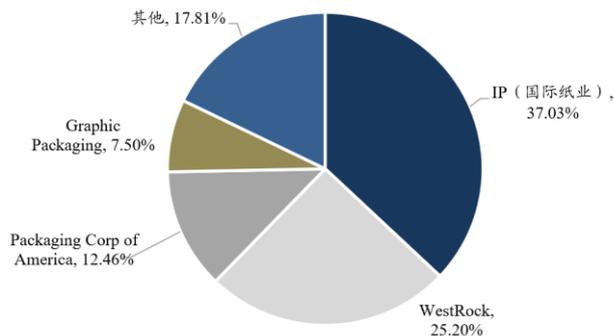
图 3：国内纸包行业竞争格局（亿元）

亿元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
纸包行业主营收入	1832.65	2362.83	2516.56	2605.13	2385.15	2469.43	2437.62	2744.76	2919.05
YOY	-	28.93%	6.51%	3.52%	-8.44%	3.53%	-1.29%	12.60%	6.35%
裕同科技	16.09	17.81	23.06	25.94	36.65	42.90	55.42	69.48	85.78
占比	0.88%	0.75%	0.92%	1.00%	1.54%	1.74%	2.27%	2.53%	2.94%
合兴包装	15.21	19.18	21.15	24.42	27.16	28.52	35.42	63.23	121.66
占比	0.83%	0.81%	0.84%	0.94%	1.14%	1.16%	1.45%	2.30%	4.17%
劲嘉股份	20.24	23.00	21.52	21.37	23.23	27.20	27.77	29.45	33.74
占比	1.10%	0.97%	0.86%	0.82%	0.97%	1.10%	1.14%	1.07%	1.16%
东风股份	13.57	15.35	17.65	18.02	20.02	22.19	23.42	28.02	33.28
占比	0.74%	0.65%	0.70%	0.69%	0.84%	0.90%	0.96%	1.02%	1.14%
美盈森	7.29	8.40	10.34	13.06	15.63	20.16	22.19	28.57	32.49
占比	0.40%	0.36%	0.41%	0.50%	0.66%	0.82%	0.91%	1.04%	1.11%
CR5	3.95%	3.54%	3.72%	3.95%	5.14%	5.71%	6.74%	7.97%	10.52%

注：18年统计口径发生变化，纸包行业同比口径增长6.35%，以前年度数据均按增速口径进行调整

数据来源：中国包装联合会，东吴证券研究所

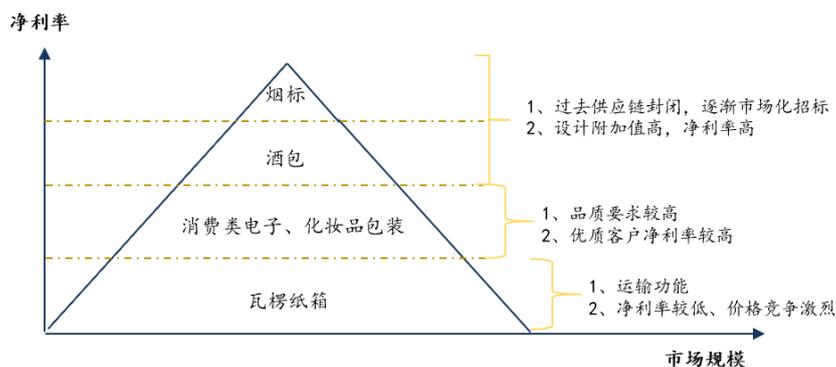
图 4：2017 年北美纸包行业竞争格局



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

裕同主攻中高端商业包装市场，份额提升逻辑在于切入新赛道。按用途不同，纸包又可进一步划分为商业展示包装（彩盒）和运输包装（纸箱），其中商业包装对外观设计、印刷工艺、防伪性能等多方面有更高的要求，因此产品附加值更高。裕同凭借多年来在消费类电子包装领域积累的研发、制造、服务优势，得以顺利切入其他商业包装细分赛道。我们认为新业务的放量是裕同提升份额的主要通道。据我们测算，全球以智能手机为代表的消费类电子包装市场规模约 300-400 亿元（全球），18 年裕同 3C 包装收入 56 亿，市占率约达 15%；而国内预计酒盒/烟标/环保包装市场规模可达 500 亿/350 亿/200 亿，提供了较大的增量市场。

图 5：中国包装市场金字塔结构



数据来源：东吴证券研究所整理

新品类和新客户拓展、贡献主要增长，客户集中风险降低。2017 年以来，公司加速品类和客户拓展，加速烟标、酒包等领域拓展，收入增长的核心动力切换至新客户的贡献，2018 年公司前五大客户占比下降至 40.56%（14 年约 70%），前五大客户/非前五大客户收入增速分别为 -7.27% 和 59.56%。

图 6：2016-2018 年公司前五大客户收入占比

2016	客户名称	销售额 (亿元)	占年度销售总额比例	推测客户
1	第一名	19.00	34.28%	富士康
2	第二名	7.07	12.75%	和硕
3	第三名	4.51	8.14%	华为
4	第四名	2.34	4.23%	联想
5	第五名	2.22	4.01%	广达
	合计	35.14	63.41%	
2017	客户名称	销售额 (亿元)	占年度销售总额比例	
1	第一名	19.85	28.56%	富士康
2	第二名	7.42	10.69%	和硕
3	第三名	3.98	5.72%	华为
4	第四名	3.67	5.28%	小米
5	第五名	2.61	3.75%	广达
	合计	37.52	54.00%	
2018	客户名称	销售额 (亿元)	占年度销售总额比例	
1	第一名	18.04	21.03%	富士康
2	第二名	6.15	7.17%	小米
3	第三名	4.53	5.29%	和硕
4	第四名	3.14	3.66%	华为
5	第五名	2.93	3.42%	广达
	合计	34.79	40.56%	

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 7：前五大客户 VS 非前五大客户收入增速对比

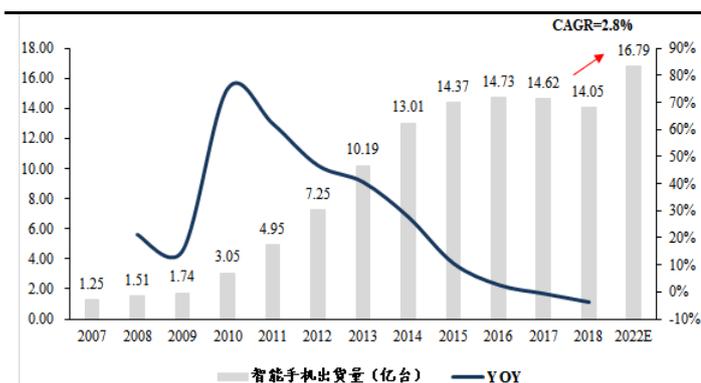


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2.2. 3C 包装：短期看好明年 5G 驱动，长期依赖客户份额深挖及新客户开拓

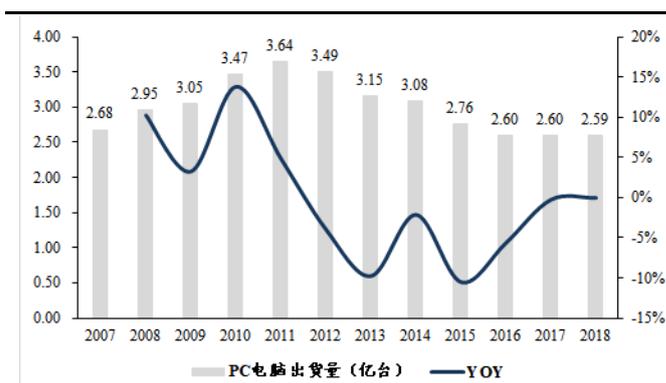
消费类电子出货量接近天花板，增量市场空间有限。公司历史季度收入增速和消费类电子有较好的拟合，短期来看我们认为伴随核心客户机型热销叠加 5G 换机潮到来，明年公司 3C 包装需求景气向上。中长期来看，3C 领域成长红利已经消退：2018 年全球智能手机出货量 14.05 亿台（同比-3.91%），迎来较大幅度下滑；PC 电脑出货量 2.59 亿台，自 2011 年以来持续下滑；平板电脑出货量 1.74 亿台（同比+6.3%）；智能穿戴设备出货量 1.72 亿台（同比+49%）。按照单个包装盒 15 元左右均价，我们测算全球 3C 包装市场规模约 300-400 亿元，裕同科技的份额约在 15%，我们判断公司未来的增长将主要源于提高现有客户份额，同时拓展新客户。

图 8：智能手机出货量&增速



数据来源：IDC，东吴证券研究所

图 9：PC 电脑出货量&增速



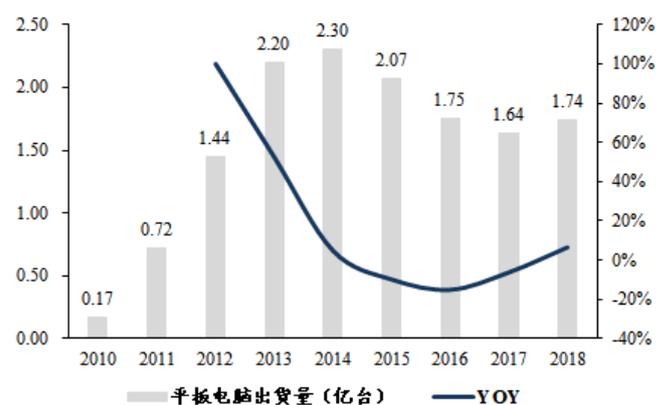
数据来源：IDC，东吴证券研究所

图 10：智能穿戴设备出货量&增速

图 11：平板电脑出货量&增速

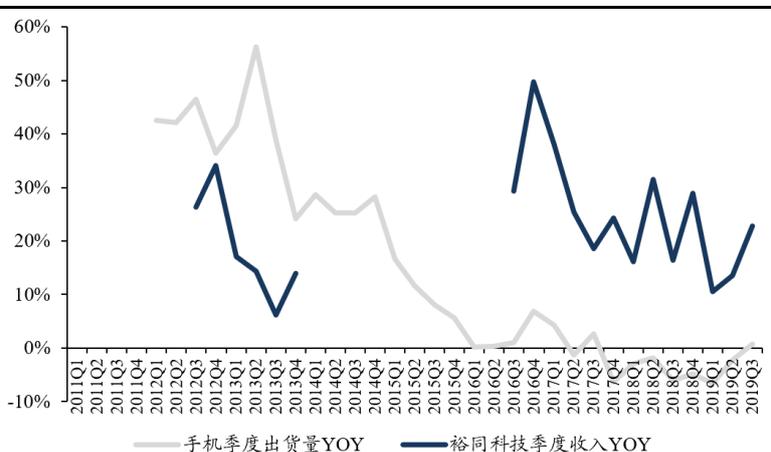


数据来源: IDC, 东吴证券研究所



数据来源: IDC, 东吴证券研究所

图 12: 裕同科技季度增速 vs 全球手机出货量



数据来源: IDC, Wind, 东吴证券研究所

核心 A 客户份额持续提升, 耳机成为增长亮点。公司主要通过富士康、和硕、广达三个代工厂为 A 客户提供间接包装服务, 结合公司历年前五大客户的收入、GFK 数据库统计的出货量数据以及我们对 A 客户手机、智能手表、蓝牙耳机、平板电脑等产品单价/裕同份额的假定, 我们对公司 A 客户业务进行如下收入拆分及合理预测:

(1) 手机: 16-19 年 A 客户对手机供应链有所压价, 我们假定其包装产品单价 (包含手机盒、说明书等) 由 14-15 元/个下降至约 12 元/个; 且根据 GFK 统计, A 客户手机出货量由 16 年 2.15 亿部下滑至 19 年预期 1.84 亿部, 由于新品销售较为超预期、20 年有望回暖至 2 亿部左右。得益于裕同持续强化对 A 客户的服务水平和相对同行较高的生产效率, 得到的份额逐年上升, 我们假设 16-19 年裕同在 A 客户手机的份额由 50% 逐步提高至 70%, 且伴随明年公司许昌智能工厂 (主要生产 A 客户产品) 投产, 份额将有望提高至 80%。我们据此测算公司 18 年 A 客户手机业务收入约 14-15 亿元, 19-20 年伴随份额提升, 有望实现 15-16 亿、19-20 亿收入。

(2) 蓝牙耳机: 19 年 TWS 蓝牙耳机大热, 目前 A 客户蓝牙耳机在 TWS 耳机市占

率约 70%，18 年销量为 0.35 亿副，预计 19-20 年出货量有望增长至 0.6、1.1 亿副，假设包装盒单价约 5-10 元、裕同占据 50-60% 份额，按均值测算 19-20 年耳机业务有望贡献收入 2.81 亿 (+53%)、4.54 亿 (+62%)，将成为 A 客户增速最快的品类。

(3) 智能手表：根据 GFK，A 客户在智能手表领域市占率约 50-55%，预测 19-20 年出货量约 0.24、0.3 亿部。我们假定裕同占据其 50-70% 的包装份额，假设包装盒单价约 15 元，按均值测算公司 19-20 年智能手表有望贡献收入 2.16 亿 (+7%)、2.7 亿 (+25%)。

(4) 平板&笔记本电脑：我们预计裕同在 A 客户的平板&笔记本电脑中的份额均在 30% 左右，单价假定在 10-15 元，结合出货量按均值测算 19-20 年预计合计贡献 2 亿左右收入，成长性相对其他品类较弱。

综合来看，我们认为公司明年 A 客户业务具备增长亮点，预计今年实现 22-23 亿收入，明年预计实现 28-29 亿 (+28%) 左右。

表 5：裕同科技 A 客户收入拆分测算及预测（亿元）

	2016	2017	2018	2019H1	2019 E	2020 E
A 客户总收入	20-25	20-25	20.72	9.63	22.49	28.75
手机收入	15.62	14.58	14.37	6.17	15.46	19.43
出货量（百万部）	215	216	209	83	184	202
裕同科技份额	45-55%	45-55%	50-60%	60-70%	65-75%	80%
包装销量（百万套）	107.70	108.00	114.95	53.63	128.80	161.92
包装单价（元/套）	14-15	13-14	12-13	11-12	12.00	12.00
智能手表收入	-	-	2.03	1.37	2.16	2.70
出货量（百万部）	-	-	23	16	24	30
裕同科技份额	-	-	50-70%	50-70%	50-70%	50-70%
包装销量（百万套）	-	-	13.50	9.60	14.40	18.00
包装单价（元/套）	-	-	15.00	15.00	15.00	15.00
蓝牙耳机收入	-	-	1.83	1.08	2.81	4.54
出货量（百万部）	-	-	35	23	60	110
裕同科技份额	-	-	50-60%	50-60%	50-60%	50-60%
包装销量（百万套）	-	-	19.25	12.65	33.00	60.50
包装单价（元/套）	-	-	9-10	8-9	8-9	7-8
平板&笔记本电脑收入	-	-	2.50	1.00	2.00	2.00

注：按均值测算，如 45-55% 的份额取 50% 进行计算

数据来源：GFK，东吴证券研究所整理

其他 3C 客户：客户结构多元化，新客户贡献未来成长。除 A 客户外，公司直接向华为、联想、小米等优质客户提供包装服务，此外近年来持续开拓 3C 新客户，有望实现较快增长：

(1) 华为：根据公司前五大客户披露，我们推测 16-18 年公司华为业务收入由 4.51 亿下滑至 3.14 亿，对应测算份额持续下滑，预计系华为对供应链压价较多、利润率较薄，公司接单减少；伴随工厂效率提升，公司 19 年开始重振华为业务，预计其销量和份额均稳步回升（份额假定回升至 25-35%），按 5-7 元/套的单价我们测算 19-20 年华为有望贡献收入 4.13 亿、4.32 亿。

(2) 小米生态链：公司 2014 年切入小米提供包装服务，由于小米生态链产品品类丰富、具有较大的成长空间，我们预计该业务今年公司有望实现 6-8 亿收入，20 年预计

能实现 10 亿以上收入。

(3) 联想：根据公司前五大客户披露，我们推测 16 年公司联想业务收入约 2.34 亿元，近年来维持在 2 亿左右。

(4) 新客户：公司持续开拓 VIVO&OPPO、亚马逊、谷歌、DHL、戴森等新客户，并为英美烟草、帝国烟草生产电子烟包装盒，持续看好新开拓客户的放量。

我们预计公司 19-21 年除 A 客户以外的 3C 包装业务有望实现 37-45 亿、45-50 亿收入，对应增速约 20-30%，成长性较好。

表 6：裕同科技其他 3C 客户拆分及预测（亿元）

单位：亿元	2016	2017	2018	2019H1	2019 E	2020 E
华为	4.51	3.98	3.14	2.12	4.13	4.32
总出货量（百万部）	139	153	206	118	230	240
裕同科技份额	41%	37%	25%	25-35%	25-35%	25-35%
裕同销量（百万个）	56	57	52	35	69	72
单价（元/个）	7-10	6-8	5-7	5-7	5-7	5-7
小米生态链	-	2-3	5-6	3-4	6-8	10+
联想	2.34	2.00	2.00	0.5-1	2+	2+
其他客户（VIVO、亚马逊等）	15-17	17-20	20-25	10-12	25-30	30-35
合计	20-22	25-30	30-35	15-20	37-45	45-50

数据来源：GFK，东吴证券研究所整理

2.3. 非 3C 包装：多领域开拓，业绩多极化增长

2.3.1. 酒包：受益于需求升级、市场化推进，大有可为

纸质酒包装市场容量大，供应链有望市场化。2018 年白酒产量为 871.2 万千升（+3.14%），根据口子窖、金徽酒等招股说明书，我们估计纸盒包装成本约占白酒企业营业成本 18%-20%，单个酒盒成本预计可达 10 元/个，测算得酒包市场容量约在 500 亿元。考虑到低端酒盒盈利性较差，预计裕同仍将以开拓中高端酒企客户为主，我们测算茅五泸高端酒包市场规模约 80+亿元，其余中高端酒包规模约 160+亿元，对应裕同目标市场空间约 250 亿。过去酒包装市场基本直接由酒企三产公司承做，运作极不市场化，伴随酒盒的渠道展示功能性增强+防伪要求提高，有望推进市场化进程。过去白酒品牌多采用广告宣传品牌，外层酒包装并不受到重视。随着各大白酒品牌终端渠道份额竞争加剧，酒包的展示功能及营销价值逐渐凸显；此外，中高端酒的防伪需求日益升级，加大了对酒包企业研发设计能力的要求，原有三产公司已难以满足。以茅台为首的酒企已经开启酒包公开招标，我们认为份额有望向研发设计能力突出的龙头如裕同科技集中。

图 13: 13-19 年白酒年产量及 YOY (万千升, 当月累计)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 14: 中高端及高端酒包市场规模测算

	2017	2018
茅台总销量 (吨)	60108	62238
单个酒盒价格 (元)	12.00	12.00
茅台酒包市场 (亿元)	14.43	14.94
五粮液总销量 (吨)	180000	191596
单个酒盒价格 (元)	10.00	10.00
五粮液酒包市场 (亿元)	36.00	38.32
泸州老窖总销量 (吨)	154121	146426
单个酒盒价格 (元)	10.00	10.00
泸州老窖酒包市场 (亿元)	30.82	29.29
茅五泸高端酒包市场规模 (亿元)	81.25	82.54
中高端酒包市场规模 (亿元)	162.50	165.08
裕同目标酒包市场规模	243.75	247.62

注: 中高端酒包市场规模假定其销量为茅五泸 4 倍, 包装盒单价为其 50% 粗略估计

数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所整理

持续合作优质白酒品牌, 中长期可扩张空间大。(1) 公司 13 年起取得与泸州老窖、古井贡酒的合作, 预计其供应商份额达到 30% 以上, 驱动公司 13-15 年烟酒类包装业务 (主要为酒包) 由 1.07 亿快速增长至 3.54 亿, 对收入的贡献提升至 8.33%。(2) 2018 年 1 月 3 日公司公告与金之彩集团 (洋河集团酒包重要供应商) 共同投资设立项目实施公司江苏裕同包装科技有限公司, 公司持股 51%, 金之彩集团持股 49%, 切入洋河体系, 从 19 年开始贡献增量。(3) 19 年 8 月 29 日茅台公布酒类纸制礼盒 (手工盒) 及配套提袋、酒类纸制卡盒及配套提袋、酒类外包装纸箱中标结果, 裕同全部入围供应商名录, 证明了自身优异的客户开拓能力, 预计将于 20 年开始贡献主要增量。短期来看, 今年由于洋河开始陆续放量, 我们估计公司酒包业务有望做到 6-8 亿收入, 明年伴随洋河继续放量及茅台开始放量, 有望做到 10 亿收入。中长期来看, 裕同科技凭借突出的客户开拓能力及研发设计优势, 有望在中高端目标酒包市场中做到 20% 份额, 则对应酒包业务空间可做到 50+ 亿元, 大有可为。

图 15: 裕同科技烟酒类包装占比逐年提升

单位: 百万元	2013	2014	2015
营业总收入	2,594.20	3,665.44	4,289.63
电子类包装收入	2,287.69	3,200.12	3,549.36
yoy		39.88%	10.91%
占比	89.29%	88.05%	83.48%
烟酒类包装收入	106.72	203.56	354.25
yoy		90.74%	74.02%
占比	4.17%	5.60%	8.33%
其他	167.7	230.61	348.09
yoy		37.51%	50.95%
占比	6.55%	6.35%	8.19%

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 16: 茅台纸质包装供应商名单

酒类外包装纸箱供应商招标	酒类纸制卡盒及配套提袋供应商	酒类纸制礼盒 (手工盒) 及配套提袋供应商招标
1、贵州省仁怀市中仁包装印务有限责任公司	1、上海仁彩印务有限公司	1、深圳市裕同包装科技股份有限公司
2、重庆俊东包装印务有限公司	2、贵州省仁怀市中仁包装印务有限责任公司	2、上海仁彩印务有限公司
3、成都市裕同印刷有限公司	3、重庆俊东包装印务有限公司	3、贵州省仁怀市中仁包装印务有限责任公司
	4、泸州裕同包装科技有限公司	4、重庆俊东包装印务有限公司
	5、深圳市雅图墨印刷包装公司	5、深圳市雅图墨印刷包装公司
		6、浙江程大包装材料有限公司
		7、四川中飞包装股份有限公司
		8、什部洪照包装有限公司
		9、重庆醉美包装印务有限公司
		10、杭州恒达印刷包装有限公司
		11、江苏中彩印务有限公司
		12、深圳朋凯印刷有限公司

数据来源: 招标网, 东吴证券研究所

2.3.2. 烟标: 高附加值业务, 外延深化布局

烟标市场三产持续出清, 裕同有望受益于市场化招投标。烟标为包装领域中最高档

品类之一，对外观设计、材质、防伪均有较高要求，对应附加值也较高，以劲嘉股份为例其烟标业务净利率高达 20% 以上。我国卷烟年销量约 4700 万大箱，代表企业劲嘉股份烟标单价约 730 元/大箱，我们测算市场规模约 350 亿元。其中劲嘉等龙头占据 30-40% 份额、中烟客户积累深厚；中小地方性烟标企业占 30-40%；卷烟旗下三产公司占 30-40%。公司于 13-16 年陆续开拓了红塔、贵州中烟、福建中烟等客户，但收入体量较小。伴随烟草体系反腐进程，以及卷烟产品消费结构升级带来的包装升级需求，我们预期烟草公司将持续进行招投标机制市场化改革，利好落后三产企业产能退出及新的有竞争力的企业进入。裕同科技将持续跟进云南中烟、湖南中烟、江西中烟等客户的合作，保障烟标业务的有力开拓，假设中长期裕同科技在烟标市场中做到 5-10% 的份额（含外延），则对应收入空间可达 17.5-35 亿元。

表 7：烟标行业市场规模测算&竞争格局（单位：亿元，万箱，元/箱）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
劲嘉股份	19.30	18.70	20.03	23.91	23.42	23.75	25.66
东风股份	16.05	15.79	18.05	20.18	20.64	25.09	28.21
澳科控股	28.84	29.22	27.74	27.12	22.51	20.20	21.70
贵联控股	13.40	14.51	13.09	12.12	12.22	9.95	10.84
永吉股份	3.19	3.39	3.46	3.23	3.21	3.15	3.75
新宏泽	2.74	3.37	2.75	2.43	2.67	2.66	2.73
卷烟销量（万箱）	4950.00	4993.97	5099.14	4979.04	4699.20	4737.77	4751.00
劲嘉烟标单价（元/箱）	751.20	796.40	761.60	761.50	731.90	726.31	726.77
行业规模测算	371.84	397.72	388.35	379.15	343.93	344.11	345.29
CR6	22.46%	21.37%	21.92%	23.47%	24.62%	25.72%	28.27%

数据来源：公司年报，国家统计局，东吴证券研究所整理

外延收购武汉艾特，具较强成长性。2017 年 12 月公司公告以 0.58 亿收购武汉艾特纸塑（烟标供应商，17 年收入 2.79 亿，净利润 0.37 亿）20% 股权，随后于 2018 年 3 月以 1.67 亿再次收购其 31% 股份实现控股，从而切入烟标封闭供应体系，获取黄鹤楼、白沙、宽窄等知名品牌烟标供应商资质。19H1 艾特实现收入实现收入 1.71 亿（+63%）、净利润 2381 万元（+14%），业务高速增长。我们预计艾特今年有望贡献 4 亿收入、明年有望延续高增。

2.3.3. 日化、化妆品、大健康：锦上添花，外延增强客户协同

(1) 外延切入化妆品包装，获取国际优质客户：化妆品包装盒规格尺寸种类繁多，其市场规模较难准确估计，但美妆市场显著受益于消费升级和颜值经济，我们判断化妆品包装赛道成长空间较大。2018 年 9 月，公司以 1.8 亿元收购江苏德晋（化妆品塑包供应商，17 年收入 0.71 亿）70% 股权，其下游客户覆盖国内外知名化妆品品牌，如蓝月亮、联合利华、曼秀雷敦等，此外德晋还具备制造电子烟等精密塑胶件的基础，未来可拓展业务范畴较广。**(2) 大健康包装持续开拓：**公司持续开拓食品、保健品优质客户如小罐茶、无限极口服液等，19 年受到整体大健康市场疲软影响，我们预计公司大健康包装业务实现收入约 2 亿左右，明年有望实现 2-2.5 亿元。中长期来看，我们认为化妆品、大健康包装也是公司重要的增长点之一。

表 8：裕同科技外延收购一览

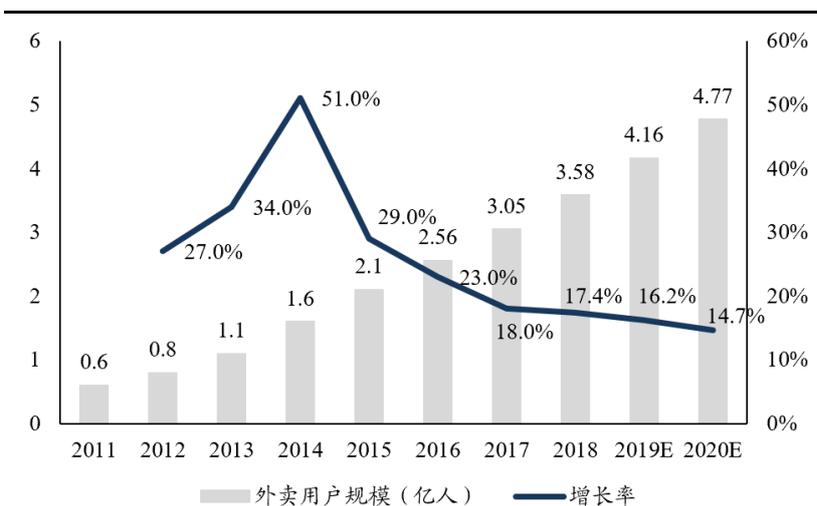
公司名称	公告日	交易标的	标的方所在行业	对价(百万元)
裕同科技	2018-03-21	艾特纸塑31%股权	纸包装	167
	2017-12-02	艾特纸塑20%股权	纸包装	58
	2017-12-02	上海嘉艺90%股权	纸包装	188
	2018-09-27	江苏德晋70%股权	塑料包装	180

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3.4. 环保包装：受益于禁塑，加大资本开支投入，或为重要增长动力

外卖市场体量庞大，环保餐盒有望受益于限塑令。据艾媒咨询统计，中国外卖用户规模由 2011 年底的 6000 万人增长至 2018 年底的约 3.58 亿人，且 2019-2020 有望维持 15% 左右的增长；据元哲咨询统计，17 年中国市场外卖餐盒消费量超过 100 亿个且有望维持 15% 的复合增速。当前外卖餐盒主要以聚丙烯材质为主，2017 年 11 月发改委表示将研究调整“限塑令”，研究制定在外卖等行业率先限制一系列不可降解塑料包装使用的相关实施方案，环保餐盒发展潜力较大。

图 17：中国外卖用户规模&YOY



数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所

布局环保纸塑，产能释放贡献增量。2018 年 7 月公司公告将投资 6 亿建设宜宾环保纸塑项目（产线主产餐盒和纸托），预计 2020 年全面达产后将实现年产值 12 亿人民币。19 年 3 月公司公告拟公开发行可转债募资不超过 14 亿元，其中 6 亿元用于宜宾环保纸塑项目建设。目前公司东莞植物纤维制品生产基地已投产，伴随宜宾基地明年投产将保障销量增长。结合外卖餐盒数量、环保餐盒渗透率、单价（普通餐盒 0.5-1.2 元/个，环保餐盒更高档）、裕同模拟市占率的假定，我们测算公司环保餐盒业务 19-20 年有望实现 2.38 亿、4.87 亿的翻倍式增长，考虑到禁塑长期趋势我们认为该业务潜力较大，远期来看裕同可做到 30+ 亿收入规模；纸托业务因为环保同样受到越来越多 3C 客户的青睐，我们预计 19-20 年实现 3-4 亿的收入。

表 9：环保餐盒市场&裕同科技业务规模测算

	2017	2018	2019 E	2020 E	未来空间测算 & 份额推演		
					悲观	中性	乐观
—环保包装（亿元）	2.00	3-3.5	5-5.5	8-9	17.96	40.00	74.40
纸托	1-2	2-3	3	3-4	5.00	10.00	15.00
餐盒	0.20	0.92	2.38	4.87	12.96	30.00	59.40
外卖餐盒数量（亿个）	100.00	115.00	132.25	152.09	150.00	200.00	250.00
YOY	-	15%	15%	15%	-	-	-
环保餐盒渗透率	5%	10%	15%	20%	40%	50%	60%
环保餐盒单价（元/个）	2.00	2.00	2.00	2.00	1.80	2.00	2.20
环保餐盒市场规模（亿元）	10.00	23.00	39.68	60.84	108.00	200.00	330.00
模拟市占率	2%	4%	6%	8%	12%	15%	18%

数据来源：元哲咨询，东吴证券研究所整理

2.3.5. 云创：C2B 商业模式创新，增长潜力较大

2015 年裕同设立云创进军互联网云印刷领域，目前主要拥有以下三种模式：（1）**C2M 模式服务大客户**：云创给支付宝做收款码（18 年预计销量数千万个），先连接支付宝，最终服务于支付宝背后几千万客户，这是目前正在构建的核心能力；19 年新拓展平安、学而思、松下等新客户。（2）**个性化定制业务**：例如，公司的个性化定制酒直接在裕同实现罐装，并使得定制酒从酒厂到消费者手中，裕同将实现全程追溯监控。目前该项目已经开始运作，整体市场反映好，提高了大企业与企业直接对接的便利程度，缩短时效，减小物流成本。未来将该模式拓展到更多品牌，如三只松鼠。（3）**发展文创 IP 产品**：16 年云创开始进军文创，未来希望能够主攻旅游纪念品（90% 以上的纪念品来自义乌）以及 IP 产品，包括新华书店、光线传媒、中影集团、洛可可等 IP 合作。

图 18：云创科技产业互联网业务合作客户



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

他山之石：海外互联网商务印刷龙头 Cimpress 增势迅猛。Cimpress 是全球大规模定制和网络印刷领域领先者，通过大规模定制模式提供名片、宣传册、贺卡等产品，在 25 个国家和地区拥有网络平台，服务 130 多个国家超过 2000 万客户。19 财年实现营收 27.51 亿美元，扣非归母净利 1.15 亿美元，06-19 财年收入、利润 CAGR 高达 25%、15%。

公司取得成功的核心在于定制服务能力强（费用率也较高）、产能布局完善缩短交付周期（在北美、欧洲、澳大利亚、印度、日本、巴西、中国均建有生产基地）。公司毛利率 50% 以上、净利率约 4pct, 12 月 19 日市值 33.82 亿美元, 对应 19 财年静态 PE 约 29X。对标海外来看, 我们认为云创大有可为, 预计云创 19 年收入有望增长至 5-6 亿, 20 年预计将增长至 10 亿; 中长期看, 随着公司其他 2B 客户及个性化定制、文创业务的发展, 预计云创业务收入空间较为可观。

3. 强客户开拓能力, 生产效率具优势, 盈利不利因素释放

3.1. 三大优势打造客户粘性 & 新业务开拓能力

不同领域客户需求存差异, 强服务能力是关键。跨领域布局既带来了增量市场空间, 但由于不同领域的客户对包装的需求存在差异, 如烟酒包装重视防伪和外观设计, 因此对企业的研发实力和服务能力提出较高要求。我们认为裕同作为中高端 3C 包装行业翘楚, 能够顺利切入其他领域, 在于其多年积累的 (1) 强劲研发实力; (2) 包装整体解决方案; (3) 贴近式产能布局打造了极致的客户服务和开拓能力。

表 10: 不同领域客户需求存在差异

包装类型	客户举例	包装特点	外观设计要求	材质要求	防伪需求	产品附加值
消费类电子包装	苹果、华为、小米、Vivo、联想	简约大气、有质感, 有盒内配套说明书的需求	中	高	低	中高
烟标包装	山东中烟 安徽中烟 重庆中烟 江苏中烟 贵州中烟等	硬盒包装受欢迎, 而且显得高档; 以送礼为目的的一级和二级香烟一般设计豪华, 另一部分一二级香烟设计简约但精致, 但是无论简约还是豪华的香烟均要求质感要好; 烟草包装对防伪性要求很高, 包装材料需要具有较好的防伪性, 对印刷和防伪工艺的要求高于其他包装品	高	高	高	高
酒包装	茅台、五粮液、泸州老窖	茅台酒外包装较为注重防伪, 包装彩盒不仅质地要较硬, 还要有韧性, 包装盒上的图案要有凹凸感; 另一方面, 茅台的包装设计讲究有意境, 原因在于茅台多为商务或送礼用酒。	中	高	高	中高
化妆品包装	曼秀雷敦、韩后、百雀羚、雅芳等	纸盒包装突出品牌 LOGO, 印刷图案和字迹应整洁、清晰、不易脱落, 色泽应均匀一致等。	中	中	低	中
药品包装	同济堂、天安药业	药品包装侧重包含国家规定的说明及防伪标志, 对外观要求较低; 生产环境有国家相关标准要求	低	低	中	中

数据来源: 东吴证券研究所整理

3.1.1. 优势一: 研发设计实力突出, 智能工厂提升效率

研发投入强度逐年提升、设计能力持续强化。2012-2019Q3 公司研发费用率由 1.23% 提高至 4.75%, 持续领先同行。公司将产品的研发设计打造为其核心竞争力, 为客户提供创意设计+研发创新双重解决方案。公司积极建设裕同研究院、3D 印刷技术工程实验室等研发平台, 截止 18 年底主导和参与国家及行业标准 24 项, 拥有多项包装技术专利, 并获得中国纸包装印刷材料研发中心、全国高端印刷标准化创新实践基地、深圳市技术中心、深圳新型绿色包装材料工程技术研究中心等资质, 研发实力强劲。

图 19：裕同科技研发力度持续加大

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1-Q3
裕同科技	1.23%	1.53%	2.19%	2.64%	3.54%	3.10%	3.68%	4.74%
劲嘉股份	3.36%	4.60%	4.43%	3.93%	4.94%	4.30%	4.16%	4.04%
合兴包装	1.23%	1.20%	1.14%	1.05%	1.15%	1.50%	0.96%	1.24%
美盈森	1.77%	2.86%	3.38%	2.68%	3.06%	3.96%	3.91%	3.87%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 20：公司包装设计荣获 2018 红点设计大奖



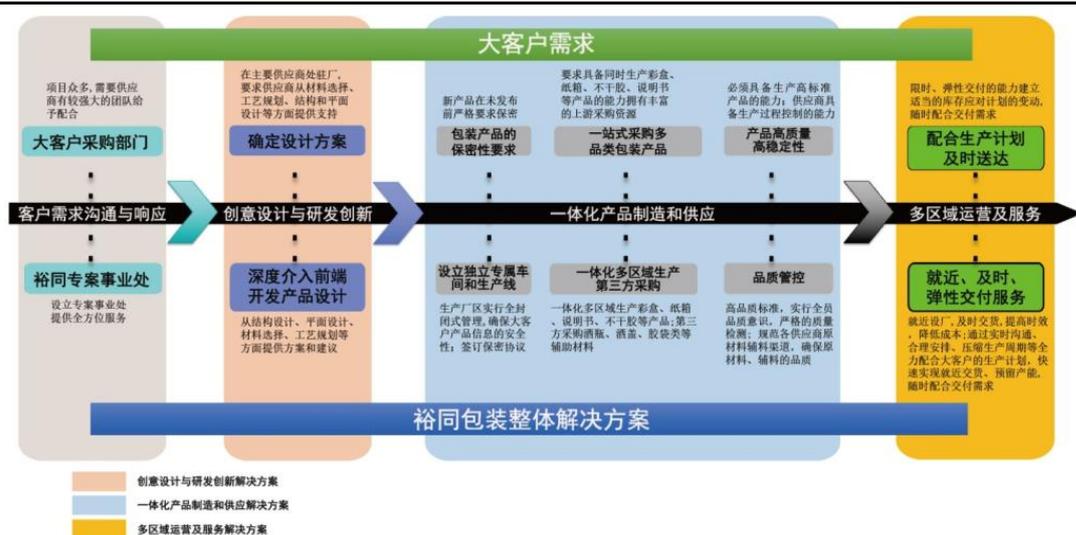
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

智能工厂建设有望带动效率提升，获得超越社会平均的生产效率。2018 年公司的平均成本结构：人力占比 16.1%、材料占比 59.4%、制造成本占比 23.5%。公司投资许昌工厂智能化改造，预计到 20 年下半年可投产，我们预期交付后相应生产人工成本下降 10%+（降本增效），对利润率实现较大拉动，届时公司成本优势将远超竞争对手。

3.1.2. 优势二：整体解决方案提高服务价值

一体化产品制造，帮助客户实现“一站式采购”。公司为客户提供自产+第三方采购相结合的“一站式采购”解决方案，为客户节约时间、提高效率。前者给客户自产的不同型号、大小的包装盒、说明书等一整套产品，无需再另找其他供应商；后者在前者基础上，根据客户总采购订单要求，与各种辅助包装产品供应商组成专业的第三方采购服务网络，代替客户作为购货方向各个辅助包装产品供应商发出订单，与公司提供的包装产品进行组合后一并交给客户，真正解决客户采购繁杂的痛点，降低其采购成本，也使公司可以深度挖掘现有客户的订单增量。

图 21：裕同整体包装解决方案



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

3.1.3. 优势三：贴近式产能布局，即时供货能力强

贴近式产能布局：牢牢贴近客户及时作出响应。截止 19H1，裕同已拥有 57 家子公

司，公司的生产基地已经在深圳、苏州、烟台、许昌、武汉、成都等地建厂，扎扎实实做好贴近式产能布局，并在香港设立了营销服务中心。国外方面，公司在越南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。国内外产能基地的完善布局保障了公司可以对客户的需求做出及时响应、强化服务能力。

图 22：裕同科技国内生产基地建设一览



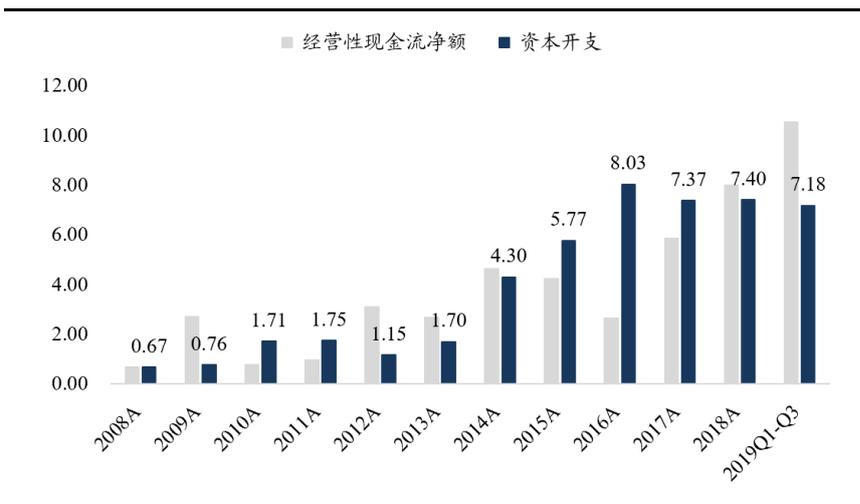
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

各工厂各司其职、分工明确。根据招股说明书募投项目及公司年报披露，深圳龙岗工厂主要辐射华南区域，客户覆盖富士康、华为、小米、联想、亚马逊、微软；苏州昆山工厂辐射华东区域，客户覆盖富士康、和硕、广达、联想、乐视、玫琳凯。河南许昌工厂主做富士康业务，目前正在转型智能工厂；湖北武汉工厂辐射华中区域，客户覆盖富士康、海尔、可口可乐、百威、劲酒等；四川成都工厂辐射西南区域，富士康、仁宝、纬创、小米、联想、水井坊、剑南春；安徽亳州工厂主要做白酒客户，古井贡、口子窖、金种子、洋河等；东莞大岭山工厂客户与深圳龙岗工厂基本相同，此外还生产部分环保餐盒；深圳德晋工厂生产精密塑胶件。

3.2. 产能投放节奏较快，保障新业务扩张

现金流增长稳健，资本开支扩张力度持续加大：基于与优质客户多年的合作，公司历年账上现金充裕、回款速度较快。2008 年以来公司资本开支力度持续加大、且与现金流的增长基本相匹配。(1)公司 IPO 募投项目在深圳、苏州(18 年 8 月改为苏州+成都)、武汉、亳州扩产 5.16 亿个彩盒(含酒盒)、2.86 亿张说明书、1.4 亿个纸箱、2765 万套烟标产能，总投资额达到 11.73 亿元。截止 19H1 已投入 9.15 亿，预计后续还有 2.6 亿左右的资本开支。(2) 19 年 3 月公司公告可转债发行预案，宜宾环保纸塑项目预计投资 6 亿(预计 2022 年全部达产，产值 12 亿元)，许昌工厂智能化改造项目投资 2.5 亿、完工后产值有望大幅提升，此外越南、印尼工厂分别投资 1.265、0.51 亿元。(3) 19 年公司拟在惠州市潼湖生态智慧区投资 6 亿元建设智能包装产业基地，预计将于 2024 年实现全部达产，对应年产值约 7 亿元。

图 23：裕同科技资本开支 VS 经营现金流（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 24：裕同科技 IPO 募投项目

项目名称	投资金额 (万元)	地址	产品	年新增产能 (万印张/个)		预计投产时间
				设计产能	实际产能	
高端印刷包装产品生产基地项目	34082.4	深圳龙岗	彩盒	18,432	18,215	2017年1月1日
			说明书	11,981	17,500	
			烟标	2,765	3,240	
苏州昆迅包装技术有限公司包装生产项目(18年8月新增成都裕同实施主体)	18801	江苏苏州昆山	彩盒	5,069	5,500	2020年6月30日
			说明书	8,294	3,600	
			纸箱	5,760	4,000	
裕同(武汉)高档印刷包装产业园项目	44651.88	湖北武汉	彩盒	18,432	25,000	2020年6月30日
			说明书	8,294	10,000	
			纸箱	4,147	4,000	
亳州市裕同印刷包装有限公司高档印刷包装项目	19717.55	安徽亳州	彩盒	9,677	2,000	2020年6月30日
			酒盒	4,147	5,000	
			纸箱	4,147	3,000	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 25：裕同科技可转债项目（万元）

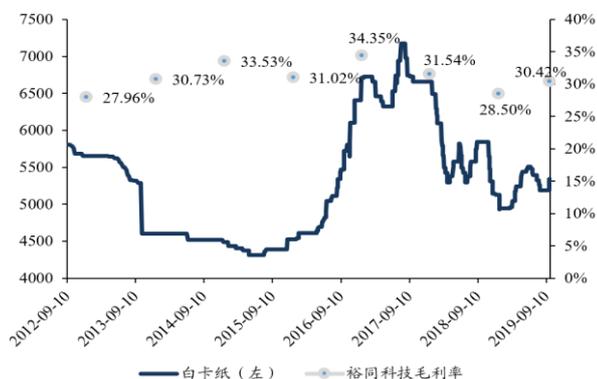
单位：万元	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金
1	宜宾裕同环保纸塑产业基地建设项目	60,000.00	56,152.03
2	许昌裕同包装产业基地建设项目	25,000.00	25,000.00
3	越南裕同包装产业基地建设项目	12,650.00	12,260.00
4	印尼裕同包装产业基地建设项目	5,100.00	4,590.00
5	补充流动资金项目	41,997.97	41,997.97
	合计:	143,847.97	140,000.00

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3. 盈利端压力释放，看好 ROE 和净利率向上

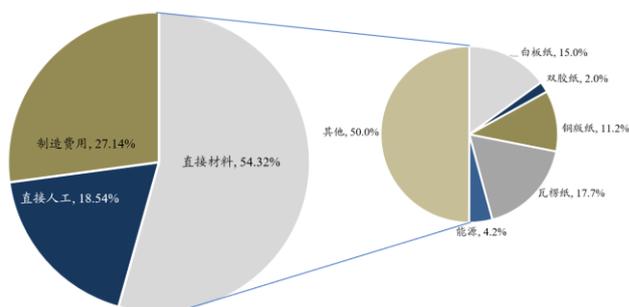
纸价压制因素逐渐解除，毛利率持续回升。根据 2016H1 数据，主要纸品采购额占直接原材料成本比重达 46%，而直接材料占主营业务成本 54.32%，我们推算纸张成本占公司营业成本 25%，公司毛利率跟随纸价变化呈现一定波动。2016 年底开始，受行业供需及原材料影响，纸价大幅上涨，拖累 17-18 年公司毛利率连年下滑至 28.5% (18H1 低点 24.6%)。自 18 年初开始，白卡纸竞争格局恶化、下游需求不振纸价已从高位下滑。19 年 1-9 月白卡纸均价 5219 元/吨 (同比-13.03%)，其中 7-9 月均价 5268 元/吨 (同比-11.65%)。对应公司 19Q1-Q3 毛利率 30.42%，同比提高 3.21pct。

图 26：白卡纸价格及裕同科技毛利率（元/吨）



数据来源：卓创资讯，Wind，东吴证券研究所

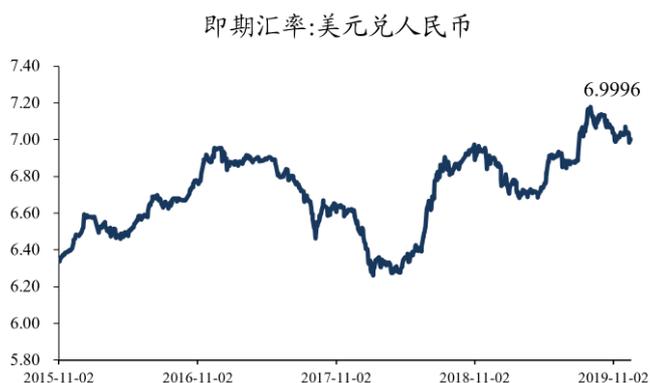
图 27：裕同科技成本结构（2016H1）



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

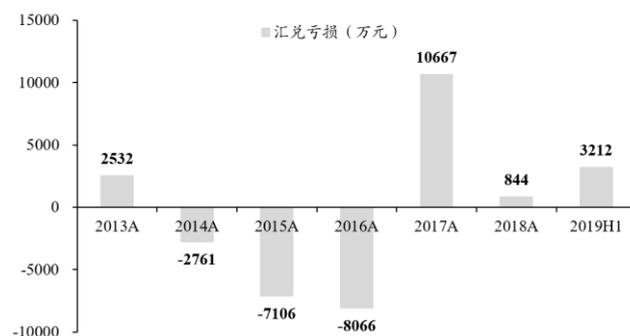
汇率波动对盈利扰动幅度收窄、风险降低。裕同出口业务占比较高(19H1 为 52%)，并主要以美元结算，故汇率波动对公司的收入和利润带来一定扰动：例如 2015-2017 年公司的汇兑亏损分别为-7106 万、-8066 万和 10667 万，绝对值占当年归母净利润的 10.8%、9.22%、11.45%。但近年来公司持续加强套保等汇兑避险措施，盈利受到的影响收窄。19 年 Q1 人民币兑美元较年初升值幅度达到 2%，给公司带来较多汇兑亏损(19H1 为 3212 万元，主要发生在 Q1)；截止 19 年 9 月底，人民币兑美元较年初贬值幅度达到 4.19%，对公司利润带来正向拉动作用。19Q2+19Q3 财务费用合计 0.46 亿，其中利息净支出 0.52 亿，若不考虑占比较小手续费，预计公司 19Q2、Q3 汇兑实现正收益。值得注意的是，10 月 11 日贸易战谈判取得实质性进展、12 月 13 日中美协商将逐步减少加征关税，人民币兑美元 Q4 升值幅度近 2%，公司 Q4 或将面临一定的汇兑损失风险。

图 28：美元兑人民币即期汇率（截止 19 年 12 月 19 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 29：裕同科技汇兑亏损情况（万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

伴随新业务进入放量期，ROE 有望触底上行。上市以来，公司的 ROE 水平持续走低，主因多重不利因素干扰盈利、前期资本开支投入较大所致。伴随新产能扩建带来固定成本摊薄，以及新业务、新客户拓展加速上量（开拓初期通常利润率相对较低），我

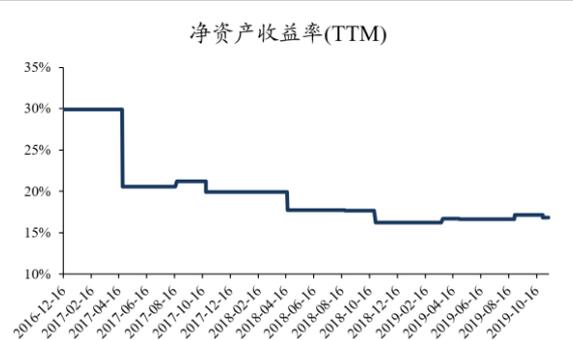
们认为公司 ROE 和净利率有望持续提升，有望驱动估值回升。

图 30：裕同科技历史年度经营能力指数一览

	ROE(%)	销售净利率(%)	权益乘数	资产周转率(次)
2019-09-30	10.44	9.88	1.99	0.55
2018-12-31	17.75	11.41	1.88	0.86
2017-12-31	20.10	13.42	1.77	0.84
2016-12-31	27.16	15.84	1.84	0.93
2015-12-31	34.47	15.35	2.02	1.11
2014-12-31	40.06	15.33	2.05	1.27
2013-12-31	27.03	10.84	2.28	1.09
2012-12-31	22.08	8.11	2.53	1.08
2011-12-31	25.20	9.73	2.51	1.03
2010-12-31	31.85	10.44	2.45	1.25
2009-12-31	29.34	9.50	2.95	1.14

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 31：裕同科技 ROE 有望触底上行



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 核心假设与盈利预测

公司 3C 领域地位牢固，切入多领域转型综合包装龙头。我们对各业务进行如下展望：

(1) 消费类电子包装：20 年伴随核心客户机型热销叠加 5G 换机潮到来，相关包装需求有望提升；同时受益于智能工厂投产带来生产效率和盈利能力提升，预计公司在 A 客户份额有望继续提高。此外，非 A 客户的开拓也将贡献不俗增长。预计 19、20 年 3C 包装业务收入有望达到 63.12 亿、77.57 亿 (+23%)。

(2) 烟酒类包装：酒包方面 19 年洋河放量、20 年茅台开始放量，且与五粮液等新客户的合作渐入佳境，预计 19-20 年实现收入 7 亿、10 亿 (+43%)。烟标方面内生+外延合力发展，其中艾特预计维持 60-70% 的高增速，本部烟标业务伴随招投标透明化有望受益，预计 19-21 年烟标实现收入 6 亿、10 亿 (+67%)。

(3) 其他社会化包装：我们预计日化、化妆品、大健康合计 19-20 年实现收入 13 亿、13.5 亿 (+3.85%)，成长性相对较弱。环保餐盒伴随新建厂房陆续投产，以及顺应限塑大势，有望获得高速增长，预计 19-20 年实现收入 5 亿、8 亿 (+60%)。

(4) 云创新业务：云创业务目前正处于成长快车道，伴随新产能扩张和终端渠道布局完善，有望逐步成为新的增长点，预计 19-20 年实现收入 5.5 亿、10 亿 (+82%)。

(5) 毛利率和费用率：毛利率方面，19 年白卡纸价低位成本压力缓解公司毛利率预期回升，20-21 年预期随毛利率偏低的新业务扩张将有所下调；19 年公司投建智能工厂等加大了较多研发开支导致费用率上升较多，20-21 年随新业务放量、生产效率提升有望逐步降低。

表 11：裕同科技收入拆分及预测（亿元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E
总收入	55.42	69.48	85.78	100.21	130.07
YoY	29.20%	25.36%	23.47%	16.82%	29.80%
消费电子合计	42-45	50-53	52-57	63.12	77.57
苹果（手机、耳机等）	20-25	20-25	20.7	22.5	28.8
华为（手机等）	4.5	4.0	3.1	4.1	4.3
小米	-	2-3	5-6	8.0	10.0
联想	2.3	2.0	2.0	2.0	2.5
其他（Google、OV、亚马逊等）	15-17	17-20	20-25	26.5	32.0
酒包	1-2	2-3	5-6	7.00	10.00
烟标（内生+外延）	1-2	2.00	4-4.5	6.00	10.00
化妆品+大健康+日化	10.00	11.00	12.50	13.00	13.50
环保包装	1-2	2.00	3-3.5	5.00	8.00
云创	-	1-2	4-4.5	5.50	10.00
创新产品	-	-	-	0.50	1.00
毛利率	34.35%	31.54%	28.50%	30.80%	30.40%
期间费用率	14.20%	15.89%	15.37%	17.33%	16.79%
归母净利润	8.75	9.32	9.46	10.70	13.95
YOY	32.91%	6.52%	1.47%	13.17%	30.33%
归母净利率	15.78%	13.41%	11.02%	10.68%	10.72%

注：16-18 年部分业务收入系估计区间，19-20 年按均值预测，例如某业务裕同份额假定为 45-55%，则按 50% 计算。

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

4.2. 投资评级

纸质包装行业规模大，国际经验看有机会孕育龙头。公司是 A 股中高端综合包装的领军企业，拥有华为、联想、富士康等优质客户资源，规模借研发、制造等综合优势有望持续通过切入新客户、新业务领域打开成长瓶颈；随着成本、费用、汇率等压制因素缓解，叠加内部降本增效管理理顺，业绩弹性有望逐步释放。我们预计公司 2019-2021 年收入 100.21/130.07/162.99 亿元，同增 16.8%/29.8%/25.3%；归母净利润 10.70/13.95/17.54 亿元，同增 13.2%/30.3%/25.8%；对应 PE 为 20.67X/15.86X/12.61X，持续给予“买入”评级。

表 12：同行估值对比

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	2019 E归母 净利润(百 万元)	2020 E归母 净利润(百 万元)	PE(2019E)	PE(2020E)
002831.SZ	裕同科技	221	1070.12	1394.65	20.67	15.86
002191.SZ	劲嘉股份	167	898.00	1071.00	18.60	15.59
002303.SZ	美盈森	81	414.00	477.00	19.53	16.95
002228.SX	合兴包装	48	261.34	314.49	18.39	15.28

注：标红为 Wind 一致预期，收盘数据为 12 月 20 日。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 风险提示

(1) 上游原材料价格大幅波动：白卡纸、铜版纸、双胶纸、瓦楞纸等是公司的主要原料，16年底开始主要纸种价格上涨，虽然公司采取囤货锁价的方式平抑成本波动，如果未来纸价仍持续大幅上涨且对下游传导不畅，会对公司毛利率造成不利影响。

(2) 下游客户集中度较高：公司下游客户主要有采取间接合作模式的富士康、广达、和硕和直接合作模式的华为、联想，主要客户集中度近80%，如下游客户出货不及预期或双方合作出现问题，会对公司整体经营造成较大影响。

(3) 新业务拓展不达预期：公司享受的3C领域增长红利已经逐渐消退，新业务的突破将成为公司收入持续增长的重要动力，如果新客户及新业务的拓展低于预期，则可能面临收入增速降档的风险。

裕同科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	6829	6192	8658	8579	营业收入	8578	10021	13007	16299
现金	823	1303	1496	2119	减:营业成本	6133	6935	9053	11397
应收账款	3897	3168	4474	4304	营业税金及附加	58	62	83	105
存货	944	688	1369	957	营业费用	381	482	626	782
其他流动资产	1166	1034	1319	1199	管理费用	817	1201	1501	1874
非流动资产	4241	4995	5440	5900	财务费用	120	55	57	40
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	2	52	71	69
固定资产	2958	3910	4489	5058	加:投资净收益	42	11	15	33
在建工程	400	438	286	134	其他收益	37	33	33	34
无形资产	372	213	207	200	营业利润	1145	1279	1666	2099
其他非流动资产	511	435	458	508	加:营业外净收支	17	6	9	8
资产总计	11070	11188	14098	14479	利润总额	1162	1285	1674	2107
流动负债	4076	3551	5402	4454	减:所得税费用	184	203	264	333
短期借款	1896	1608	2558	2334	少数股东损益	33	12	15	20
应付账款	1441	1321	2170	1431	归属母公司净利润	946	1070	1395	1754
其他流动负债	740	621	673	689	EBIT	1247	1404	1828	2246
非流动负债	1083	1100	1118	1138	EBITDA	1447	1375	1846	2246
长期借款	167	183	202	222					
其他非流动负债	916	916	916	916	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	5159	4650	6520	5592	每股收益(元)	2.36	1.22	1.59	2.00
少数股东权益	258	99	126	161	每股净资产(元)	14.13	7.34	8.50	9.95
归属母公司股东权益	5653	6439	7452	8726	发行在外股份(百万股)	400	877	877	877
负债和股东权益	11070	11188	14098	14479	ROIC(%)	12.2%	13.0%	13.8%	15.4%
					ROE(%)	17.9%	17.4%	20.0%	21.5%
					毛利率(%)	28.5%	30.8%	30.4%	30.1%
					销售净利率(%)	11.0%	10.7%	10.7%	10.8%
					资产负债率(%)	46.6%	41.6%	46.2%	38.6%
					收入增长率(%)	23.5%	16.8%	29.8%	25.3%
					净利润增长率(%)	1.5%	13.2%	30.3%	25.8%
					P/E	23.39	20.67	15.86	12.61
					P/B	3.91	3.44	2.97	2.53
					EV/EBITDA	18.29	18.52	14.71	11.40

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

