



分析师：徐皓亮

执业证号：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

➤ **事件。**公司 2022 年实现营收/归母净利润/扣非净利润 163.62/14.88/15.15 亿元，同比变动+9.49%/+45.46%/+67.03%；22Q4 实现营收/归母净利润/扣非净利润 43.25/4.69/4.38 亿元，同比变动-11.52%/+31.92%/+35.11%。23Q1 实现营收/归母净利润/扣非净利润 29.12/1.81/1.57 亿元，同减 14.37%/18.49%/17.76%。

➤ **疫情影响下游需求偏弱，22Q4 收入同比变动-11.52%。**22Q4 消费电子/酒包/烟包/环保/化妆品包装收入 29.5/2.6/3.1/2.7/1.5 亿元，同变 0.3%/-16.1%/-6.1%/17.4%/-6.2%，占比 68.2%/6.0%/7.2%/6.2%/3.5%。其中消费电子受下游客户去库存影响（22Q4 苹果/安卓手机出货同降 11.4%/20.1%），收入保持稳定；酒包、烟包以及化妆品业务受疫情影响，下游消费需求较为疲软导致业绩承压；环保包装业务伴随欧洲限塑政策落地需求持续增长。

➤ **原材料价格变动带动毛利率上升。**22 年毛利率/净利率同增 2.21/2.45pct，其中纸质精品包装/包装配套产品/环保纸塑产品毛利率分别同变 2.77/1.19/-4.05pct，毛利率上升主因原材料价格下跌，环保纸塑产品毛利率下降主因公司采取以价换量的策略。公司 22 年收购仁禾承诺业绩为扣非后净利润 0.67 亿元，2022 年全年仁禾扣非后净利润为 1.1 亿元。22Q4 毛利率/净利率同增 5.13/3.67pcts 至 26.29%/11.30%，毛利率上升主因 22Q4 白卡纸价格环比下降 397 元/吨（-6.9%）。费用率层面，22 年销售/研发/管理/财务费用率同变 0.02/0.15/-0.04/-1.38pct，其中财务费用率变化主因美元升值产生汇兑收益 1.5 亿元，22Q4 销售/管理/研发/财务费用率同比变动 0.86/2.16/0.62/0.70pcts，我们判断管理费用率上升主因公司裁员产生一次性费用，在此情况下 2022 年裕同科技人均创收 75 万元，同比上升 11.6%。公司研发投入主要用于新材料、环保包装以及功能包装等项目。22Q4 经营活动现金流净额同比增长 51%至 8.76 亿元，主因购买原材料减少叠加原材料降价所致。

➤ **下游需求疲软 23Q1 业绩承压，降本增效持续推动盈利水平有望提高。**23Q1 收入 29.12 亿元，同减 14.37%，主要受一季度消费电子需求疲软影响，根据 Canalys 数据，2023Q1 中国大陆智能手机市场出货同比下滑 11%，其中苹果/安卓出货量同比下降 2.9%/12.3%。23Q1 毛利率/净利率同比变动+2.91/-0.58pct 至 23.72%/6.14%，毛利率增加主因原材料白卡纸 23Q1 同比下降 1212 元/吨（-19.3%），同时下游需求疲软导致开工率不足对毛利率造成负面影响。23Q1 销售/管理/研发/财务费用率同增 0.04/1.42/1.25/1.38pct 至 2.55%/7.00%/5.13%/2.27%，其中管理费用增加主因公司持续优化人员产生的一次性费用，财务费用增加主因人民币升值幅度较大导致汇兑损失增加所致（23Q1 人民币汇率前低后高，季末较低点升高 2.4%）。23Q1 应收账款及票据

推荐

维持评级

当前价格：

24.84 元

相关研究

1.裕同科技 (002831.SZ) 2022 年业绩预告
点评：逆势凸显卓越，Q4 业绩增速依然惊艳
-2022/12/26

较 2022 年末降低 15.7 亿元至 45.1 亿元，主因公司在一季度收回 22 年部分账款。23Q1 公司资本支出环比下降 61.4%至 2.9 亿元，目前公司已经基本完成智能工厂建设，预计未来 CAPEX 将持续下降。

➤ **投资建议。** 公司凭借强生产管理和一体化服务能力，正逐步构建涵盖精品包装/外包装/商业包装等领域一站式印刷服务矩阵。未来伴随疫情逐步好转，我们预计 3C 包装将重回景气上行区间，叠加公司市场份额持续扩张，公司收入或将提速。利润端伴随大客户降价接近尾声，同时公司积极进行产品升级和效率升级。短期看好成本下行带动盈利修复，从中期看，持续关注公司 ROE 回升：1) 资本开支下降；2) 同行业公司盈利没有继续下降空间，3C 主业盈利中枢企稳向上；3) 烟酒市场化招标后，裕同凭借强生产服务效率获取高利润率订单。我们预计 2023-2025 年净利润为 17.0/20.0/24.2 亿元，对应 PE 为 14X/12X/10X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：** 下游终端需求不及预期；原材料价格上涨；行业内部竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	16,362	19,048	22,521	26,808
增长率 (%)	9.5	16.4	18.2	19.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,488	1,701	2,004	2,417
增长率 (%)	45.5	14.3	17.8	20.6
每股收益 (元)	1.60	1.83	2.15	2.60
PE	16	14	12	10
PB	2.3	2.0	1.7	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 5 月 8 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	16,362	19,048	22,521	26,808
营业成本	12,477	14,656	17,165	20,396
营业税金及附加	81	95	113	134
销售费用	404	476	563	670
管理费用	890	1,048	1,171	1,394
研发费用	671	762	901	1,072
EBIT	1,866	2,067	2,676	3,223
财务费用	-25	-60	159	195
资产减值损失	-29	-46	-54	-64
投资收益	-91	-29	-45	-54
营业利润	1,857	2,055	2,417	2,911
营业外收支	-51	-20	-20	-20
利润总额	1,806	2,035	2,397	2,891
所得税	229	244	288	347
净利润	1,577	1,791	2,110	2,544
归属于母公司净利润	1,488	1,701	2,004	2,417
EBITDA	2,666	2,955	3,683	4,063

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,317	5,877	9,080	12,746
应收账款及票据	6,077	6,509	7,388	8,648
预付款项	293	337	395	469
存货	1,766	2,042	2,392	2,842
其他流动资产	716	775	835	908
流动资产合计	12,169	15,540	20,089	25,613
长期股权投资	9	9	9	9
固定资产	5,733	6,000	6,257	6,222
无形资产	745	744	742	740
非流动资产合计	8,897	8,918	8,799	8,965
资产合计	21,066	24,458	28,888	34,579
短期借款	3,878	3,878	5,078	6,278
应付账款及票据	3,020	3,534	4,138	4,917
其他流动负债	1,303	1,580	1,241	1,465
流动负债合计	8,202	8,992	10,458	12,661
长期借款	1,574	2,774	3,974	5,174
其他长期负债	535	519	512	654
非流动负债合计	2,109	3,293	4,486	5,828
负债合计	10,311	12,285	14,943	18,488
股本	931	931	931	931
少数股东权益	513	603	708	836
股东权益合计	10,755	12,173	13,945	16,090
负债和股东权益合计	21,066	24,458	28,888	34,579

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	9.49	16.41	18.23	19.04
EBIT 增长率	39.25	10.79	29.44	20.45
净利润增长率	45.46	14.33	17.82	20.58
盈利能力 (%)				
毛利率	23.75	23.06	23.78	23.92
净利润率	9.09	8.93	8.90	9.01
总资产收益率 ROA	7.06	6.96	6.94	6.99
净资产收益率 ROE	14.53	14.70	15.14	15.84
偿债能力				
流动比率	1.48	1.73	1.92	2.02
速动比率	1.21	1.44	1.63	1.74
现金比率	0.40	0.65	0.87	1.01
资产负债率 (%)	48.95	50.23	51.73	53.47
经营效率				
应收账款周转天数	135.39	125.00	120.00	118.00
存货周转天数	51.68	52.00	52.00	52.00
总资产周转率	0.82	0.84	0.84	0.84
每股指标 (元)				
每股收益	1.60	1.83	2.15	2.60
每股净资产	11.01	12.43	14.22	16.39
每股经营现金流	2.82	2.90	3.06	3.12
每股股利	0.33	0.36	0.43	0.52
估值分析				
PE	16	14	12	10
PB	2.3	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	9.68	8.33	6.33	5.46
股息收益率 (%)	1.31	1.46	1.72	2.08

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,577	1,791	2,110	2,544
折旧和摊销	800	888	1,007	840
营运资金变动	44	-262	-643	-945
经营活动现金流	2,621	2,697	2,845	2,906
资本开支	-1,527	-819	-908	-1,027
投资	-227	0	0	0
投资活动现金流	-2,456	-950	-953	-1,081
股权募资	26	-58	0	0
债务募资	543	1,357	1,879	2,542
筹资活动现金流	-362	812	1,311	1,840
现金净流量	-59	2,560	3,203	3,666

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026