

裕同科技(002831)

报告日期: 2023 年 04 月 27 日

3C 客户去库节奏影响收入，利润率表现优异

——裕同科技点评报告

投资要点

□ 裕同科技发布 2022 年报&2023 年一季度

22A 营收 164 亿 (+9.5%)，归母净利润 14.88 亿 (+45.46%)，扣非归母净利润 15.15 亿 (+67%)，原材料成本回落+智能工厂降本增效拉动显著。

22Q4 单季营收 43 亿 (-11.5%)、归母利润 4.69 亿 (+31.92%); **23Q1** 营收 29 亿 (-14.37%)、归母利润 1.81 亿 (-18.5%)。

同时公司公告 1.4 亿收购易威艾、主要系租赁物业收购为自有。22 年 12 月发布回购 1-2 亿计划，22 年计划派息金额 3 亿，持续回馈股东。

□ 并购标的超额达成业绩承诺，23 年继续向好

1) 仁禾智能 22 年实现收入 4.42 亿、净利润 1.13 亿 (超额完成 22 年 6700 万的业绩承诺目标)，自 22 年 4 月 30 日起并表，贡献裕同收入 2.8 亿，期间利润 0.84 亿 (全年利润超过 1 亿)，按 60%股权计算贡献利润 0.5 亿，若剔除仁禾并表影响，22 年收入 160.8 亿 (+7.6%)、利润 14.37 亿 (+40.53%)。

2) 华达利 22 年实现 2.39 亿、净利润 0.35 亿 (此前业绩承诺目标为 22 年 0.3 亿)。自 22 年 9 月完成收购，期间收入 0.93 亿、利润 0.11 亿，为同一控制下合并，已回溯 21 年总收入利润中。

两项并购均超额完成业绩承诺，我们认为裕同为其带来的客户和订单导入也在持续兑现中，23 年预计表现更优。

□ 环保包装高歌猛进，3C 客户去库节奏影响

分业务拆分:

1) 22A 消费电子包装收入 110.1 亿 (+17%)、22Q4+0.4%，全年若剔除仁禾并表贡献增长 14%，主要系核心客户份额提升及新客开拓，22Q4-23Q1 受到下游 3C 客户景气下行、去库压力影响增速放缓，预计 23Q2 有望回暖。

2) 22A 环保包装收入 11.2 亿 (+62%)、得益于欧洲限塑刚性要求落地、海外性需求保持高增；22Q4 收入+18%，下游主要也是 3C 客户故增速短暂放缓；毛利率 27.13% (-4.48%) 主要系产能爬坡、23 年有望改善。未来 3 年国内机遇显著，美团等平台已开始提出明确外卖餐盒替换计划，预计贡献增量。

3) 22A 酒包收入 12.2 亿 (-8%)、22Q4-17%，下游消费受疫情影响、积压库存，公司环保材料在酒包领域的应用前景值得关注。

4) 22A 烟包收入 8.5 亿 (-3%)、22Q4-5%，18 家中烟公司中已经合作 13 家，有望在行业洗牌中展现成长。

5) 22A 化妆品包装业务 3.5 亿 (+3%)，其他领域业务 18.12 亿 (-18%)，主要系猿辅导等教育类业务下滑较多。

□ 盈利能力预期稳中向好，现金流亮眼

1、22 全年毛利率 23.75% (+2.21pct)，22Q4 毛利率为 26.29% (+5.13pct)，23Q1 毛利率为 23.72% (+2.91pct)，均同比向好。系：(1) 原材料成本：22Q4 箱板/瓦楞/白板/白卡单吨均价同比下滑 13%、19%、16%、17%；23Q1 同比下滑 13%、22%、22%、12%。(2) 许昌智能工厂全面投产，合肥、武汉智能工厂完成升级改造，成都、苏州、湖南建设正式立项，后续还规划泸州、海口等多个智能工厂，预期大幅降低人工成本、提升效率。

2、22 全年期间费用率为 11.86% (-1.25%)，汇兑收益贡献约 7800 万。23Q1 期间费用率同比+4.09pct，系收入规模效应未体现。

3、现金流：22 年经营现金流为 26.21 亿 (+124%)，22Q4 单季为 8.76 亿

投资评级：买入(维持)

分析师：史凡可

执业证书号：S1230520080008

shifanke@stocke.com.cn

分析师：傅嘉成

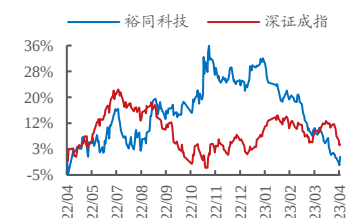
执业证书号：S1230521090001

fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥25.74
总市值(百万元)	23,951.42
总股本(百万股)	930.51

股票走势图



相关报告

- 1 《22 年业绩预告靓丽，成本下行&效率提升——裕同科技点评报告》 2022.12.22
- 2 《Q3 表现超预期，3C 包装逆势高增、环保放量——裕同科技点评报告》 2022.10.26
- 3 《Q2 盈利超预期，3C 逆势成长、环保包装放量高增——裕同科技点评报告》 2022.08.26

(+51.45%)，23Q1 为 10.38 亿 (+181.93%)，购买材料支出减少、销售回款能力增强。

□ 盈利预测与估值

裕同是多元纸包装龙头，深挖客户份额、延申服务链条，一站式解决方案能力和客户粘性不断增强，看好长期成长。预计 2023-2025 年收入 190 亿 (+16.1%)、227 亿(+19.4%)、266 亿 (+17%)，归母净利 17.43 亿(+17.15%)、21.02 亿(+20.57%)、24.71 亿 (+17.59%)，对应 PE 分别为 13.74X、11.4X、9.69X，维持“买入”评级。

□ 风险提示：原材料上涨、需求不及预期、疫情影响超预期

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	16,362	18,996	22,682	26,617
(+/-) (%)	9.49%	16.10%	19.40%	17.35%
归母净利润	1,488	1,743	2,102	2,471
(+/-) (%)	45.46%	17.15%	20.57%	17.59%
每股收益(元)	1.60	1.87	2.26	2.66
P/E	16.10	13.74	11.40	9.69

资料来源：浙商证券研究所

表1：裕同科技季度数据一览（单位：百万元）

单位：百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营业总收入	2,658.89	3,392.80	4,003.49	4,794.94	3,350.83	3,799.93	4,885.90	4,325.44	2,911.81
YOY	45.83%	36.44%	30.45%	8.73%	26.02%	12.00%	22.04%	-11.52%	-14.37%
归母净利润	166.38	169.55	331.61	349.69	220.75	254.99	543.36	468.78	181.38
YOY	-17.10%	-8.56%	0.84%	-24.60%	32.68%	50.39%	63.86%	31.92%	-18.49%
扣非归母净利润	151.72	112.03	320.34	324.00	191.45	306.68	579.38	437.76	157.45
YOY	-29.66%	-34.62%	-0.31%	-13.61%	26.18%	173.75%	80.86%	35.11%	-18.52%
毛利率	23.88%	18.56%	22.96%	21.16%	20.81%	21.35%	25.37%	26.29%	23.72%
期间费用率	16.66%	13.79%	12.44%	11.20%	12.86%	10.10%	9.27%	15.54%	16.95%
其中：销售费用	89.44	77.15	129.09	68.78	83.95	86.44	134.57	99.25	74.20
销售费用率	3.36%	2.27%	3.22%	1.43%	2.51%	2.27%	2.75%	2.29%	2.55%
其中：管理费用	196.10	203.52	219.17	195.00	186.99	206.54	227.14	269.30	203.81
研发费用	132.18	140.22	128.79	185.28	130.32	145.34	201.60	194.03	149.51
管理+研发费用率	12.35%	10.13%	8.69%	7.93%	9.47%	9.26%	8.77%	10.71%	12.13%
其中：财务费用	25.32	47.05	20.84	88.02	29.71	-54.43	-110.15	109.49	66.04
财务费用率	0.95%	1.39%	0.52%	1.84%	0.89%	-1.43%	-2.25%	2.53%	2.27%
归母净利率	6.26%	5.00%	8.28%	7.29%	6.59%	6.71%	11.12%	10.84%	6.23%
存货	1,848.00	1,919.62	1,934.57	1,779.09	1,592.32	1,806.20	1,867.77	1,766.44	1,646.97
较上年同期增减	763.80	831.37	543.95	260.77	-255.68	-113.43	-66.79	-12.65	54.66
应收账款	75.40	151.90	142.71	4.81	4.43	3.27	2.92	7.42	5.55
较上年同期增减	-53.06	55.53	24.42	-97.17	-70.97	-148.63	-139.79	2.61	1.12
应收账款	4,580.82	4,214.93	4,731.53	5,593.86	5,267.24	5,015.97	5,945.44	6,069.21	4,502.48
较上年同期增减	1309.50	765.10	585.34	370.73	686.43	801.04	1213.91	475.35	-764.77
应付账款及应付票据	2,297.35	2,110.10	2,515.64	2,994.31	2,407.37	2,808.29	3,391.53	3,020.49	2,566.26
较上年同期增减	705.62	454.07	293.01	340.76	110.02	698.19	875.89	26.18	158.89
预收账款	52.08	53.83	52.20	74.01	64.18	90.94	77.22	100.31	100.40
较上年同期增减	12.28	17.54	11.17	23.77	12.10	37.12	25.03	26.30	36.22
经营性现金流净额	12.90	210.56	365.93	578.15	368.22	866.29	510.66	875.60	1,038.10
较上年同期增减	-294.94	-106.11	206.08	359.48	355.32	655.73	144.73	297.45	669.89
筹资性现金流净额	114.71	-306.46	257.08	379.01	20.34	367.67	-865.09	114.92	-595.11
较上年同期增减	-168.83	-1566.55	657.72	-109.39	-94.37	674.12	-1122.17	-264.09	-615.44
资本开支	358.29	462.79	354.46	676.31	309.62	275.02	275.38	742.17	286.83
较上年同期增减	108.79	9.21	91.16	-66.55	-48.67	-187.76	-79.09	65.85	-22.80
ROE	1.93%	1.95%	3.77%	3.84%	2.37%	2.72%	5.68%	4.69%	1.76%
YOY (±)	-0.29%	-0.90%	-1.14%	-2.20%	0.44%	0.76%	1.91%	0.85%	-0.61%
资产负债率	44.30%	44.55%	46.17%	48.87%	47.53%	50.95%	50.08%	48.95%	44.83%
YOY (±)	-1.84%	-7.04%	-6.37%	1.60%	3.23%	6.40%	3.91%	0.08%	-2.70%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表2: 裕同科技收入拆分一览(单位: 百万元)

单位: 亿元	19A	20A	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	21A	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	22A
总收入	98.45	117.89	26.59	33.93	40.03	47.95	148.50	33.51	38.00	48.86	43.25	163.62
yoy	14.77%	20%	46%	36%	30%	9%	26%	26%	12%	22%	-12%	9.5%
消费电子包装	75.00	87.30	18.80	20.72	25.11	29.38	94.00	22.00	23.81	34.79	29.5	110.1
yoy	-	16%	-	-	3%	-	8%	18%	15%	39%	0.4%	17%
占比	76%	74%	71%	61%	63%	61%	63%	66%	63%	71%	68%	67%
环保包装	3.10	4.20	1.16	1.21	2.24	2.29	6.90	2.20	2.62	3.68	2.7	11.2
yoy	-	35%	-	-	149%	-	65%	90%	116%	64%	18%	62%
酒包装	6.60	7.70	2.84	3.21	4.11	3.14	13.30	3.70	3.43	2.47	2.6	12.2
yoy	-	17%	-	-	89%	-	71%	30%	7%	-40%	-17%	-8%
烟包装	5.00	5.50	1.66	1.52	2.36	3.26	8.80	1.55	1.67	2.19	3.1	8.5
yoy	-	10%	-	-	47%	-	60%	-7%	9%	-7%	-5%	-3%
化妆品包装	2.00	2.90	0.74	0.34	0.75	1.56	3.40	1.00	0.23	0.75	1.52	3.5
yoy	-	45%	-	-	60%	-	16%	34%	-33%	-1%	-3%	3%
其他领域业务	6.75	10.29	1.39	6.92	5.46	8.33	22.10	3.06	6.24	4.98	3.83	18.12
yoy	-	52%	-	-	372%	-	115%	120%	-10%	-9%	-54%	-18%

资料来源: 公司公告、公司公众号, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	12,169	14,998	17,015	20,984
现金	3,317	3,357	4,690	5,322
交易性金融资产	221	221	221	221
应收账款	6,077	8,248	8,716	11,236
其它应收款	122	180	185	225
预付账款	293	383	434	506
存货	1,766	2,386	2,546	3,249
其他	373	224	224	224
非流动资产	8,897	9,625	10,364	11,128
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	9	12	16	21
固定资产	5,733	6,264	6,698	6,804
无形资产	745	843	889	937
在建工程	597	344	136	236
其他	1,814	2,163	2,625	3,130
资产总计	21,066	24,623	27,380	32,112
流动负债	8,202	10,047	10,701	12,962
短期借款	3,878	4,400	4,922	5,446
应付款项	3,020	4,229	4,285	5,721
预收账款	0	0	0	0
其他	1,303	1,418	1,495	1,795
非流动负债	2,109	2,109	2,109	2,109
长期借款	1,574	1,574	1,574	1,574
其他	535	535	535	535
负债合计	10,311	12,156	12,811	15,071
少数股东权益	513	513	513	513
归属母公司股东权益	10,241	11,954	14,056	16,527
负债和股东权益	21,066	24,623	27,380	32,112

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,621	1,011	2,353	1,626
净利润	1,577	1,743	2,102	2,471
折旧摊销	800	507	517	406
财务费用	24	207	233	259
投资损失	91	19	45	80
营运资金变动	44	(1,466)	(552)	(1,599)
其它	84	1	8	8
投资活动现金流	(2,456)	(1,255)	(1,310)	(1,258)
资本支出	(1,527)	(1,105)	(1,095)	(957)
长期投资	(9)	(131)	(170)	(220)
其他	(920)	(19)	(45)	(80)
筹资活动现金流	(362)	284	289	265
短期借款	528	522	522	524
长期借款	382	0	0	0
其他	(1,272)	(237)	(233)	(259)
现金净增加额	(59)	40	1,332	633

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	16,362	18,996	22,682	26,617
营业成本	12,477	14,437	17,261	20,229
营业税金及附加	81	100	118	137
营业费用	404	485	565	667
管理费用	890	1,103	1,266	1,493
研发费用	671	776	917	1,085
财务费用	(25)	174	199	212
资产减值损失	(29)	0	0	0
公允价值变动损益	65	0	0	0
投资净收益	(91)	(19)	(45)	(80)
其他经营收益	72	95	104	124
营业利润	1,857	1,996	2,406	2,830
营业外收支	(51)	0	0	0
利润总额	1,806	1,996	2,406	2,830
所得税	229	253	305	358
净利润	1,577	1,743	2,102	2,471
少数股东损益	89	0	0	0
归属母公司净利润	1,488	1,743	2,102	2,471
EBITDA	2,666	2,696	3,176	3,536
EPS (最新摊薄)	1.60	1.87	2.26	2.66

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	9.49%	16.10%	19.40%	17.35%
营业利润	51.31%	7.49%	20.57%	17.59%
归属母公司净利润	45.46%	17.15%	20.57%	17.59%
获利能力				
毛利率	23.75%	24.00%	23.90%	24.00%
净利率	9.09%	9.18%	9.27%	9.29%
ROE	14.53%	14.58%	14.95%	14.95%
ROIC	9.71%	10.06%	10.73%	11.10%
偿债能力				
资产负债率	48.95%	49.37%	46.79%	46.93%
净负债比率	95.87%	97.50%	87.93%	88.44%
流动比率	1.48	1.49	1.59	1.62
速动比率	1.21	1.20	1.29	1.31
营运能力				
总资产周转率	0.82	0.83	0.87	0.89
应收账款周转率	2.78	2.68	2.73	2.73
应付账款周转率	4.95	4.73	4.83	4.83
每股指标(元)				
每股收益	1.60	1.87	2.26	2.66
每股经营现金	2.82	1.09	2.53	1.75
每股净资产	11.01	12.85	15.11	17.76
估值比率				
P/E	16.10	13.74	11.40	9.69
P/B	2.34	2.00	1.70	1.45
EV/EBITDA	12.56	10.06	8.29	7.42

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>