

裕同科技 (002831.SZ) 2022 年盈利能力提升明显, 2023Q1 业绩短期承压

2023 年 04 月 27 日

——公司信息更新报告
投资评级: 买入 (维持)
吕明 (分析师)
周嘉乐 (分析师)

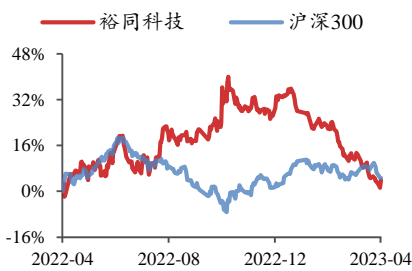
lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

日期	2023/4/26
当前股价(元)	25.74
一年最高最低(元)	34.93/23.30
总市值(亿元)	239.51
流通市值(亿元)	133.94
总股本(亿股)	9.31
流通股本(亿股)	5.20
近 3 个月换手率(%)	42.03

股价走势图


数据来源: 聚源

相关研究报告

《消费电子超预期增长, 盈利能力现向上拐点趋势—公司信息更新报告》-2022.10.25

《2022H1 收入利润增速靓丽, 盈利能力拐点得以验证—公司信息更新报告》-2022.8.25

《收购优质消费电子标的, 3C 业务边界持续拓展—公司信息更新报告》-2022.7.24

● 2023Q1 业绩短期承压, 长期看好多元业务稳健成长, 维持“买入”评级

2022 年营收 163.62 亿元/+9.49%, 归母净利 14.88 亿元/+45.46%, 扣非归母净利 15.15 亿元/+67.03%。分季度看, 2022Q4 公司营收 43.25 亿元/-11.52%, 归母净利 4.69 亿元/+31.92%, 扣非归母净利 4.38 亿元/+35.11%。全年营收逆势稳健增长, 经营韧性体现。2023Q1 营收 29.12 亿元/-14.37%, 归母净利 1.81 亿元/-18.49%, 主因一季度为传统淡季且受下游客户去库存影响, 预计二季度订单逐步修复。2023Q1 业绩承压, 我们下调盈利预测、新增 2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润 17.41/20.80/24.74 亿元 (2023-2024 年原 19.24/24.58 亿元), 对应 EPS 为 1.87/2.24/2.66 元, 当前股价对应 PE 为 13.8/11.5/9.7 倍, 公司大包装战略布局成效显著, 看好多元业务稳健成长, 维持“买入”评级。

● 收入拆分: 2022 年消费电子包装业务逆势较快增长, 环保包装业务延续高增

分客户类型看: 2022 年消费电子包装/酒包/烟包/环保包装/化妆品包装收入分别为 110.1 亿元/+17.1%、12.2 亿元/-8.5%、8.5 亿元/-3.4%、11.2 亿元/+62.3%、3.5 亿元/+2.6%, 2022Q4 分别实现收入 29.5 亿元/+0.4%、2.6 亿元/-17.1%、3.1 亿元/-7.3%、2.7 亿元/+17.4%、1.5 亿元/-6.9%。分产品看: 2022 年纸质精品包装/包装配套/环保纸塑分别实现收入 118.1 亿元/+3.8%、28.4 亿元/+13.3%、11.2 亿元/+61.6%, 环保纸塑快速增长, 总收入占比提至 6.8%/+2.2pct。

● 盈利能力: 2022 年提升明显, 2023Q1 短期承压

2022 年毛利率 23.75%/+2.21pct, 2022Q4 毛利率 26.29%/+5.13pct, 预计系成本压力改善。2023Q1 毛利率为 23.72%/+2.91pct, 环比-2.57pct, 预计系订单量、开工率环比下降较明显。2022 年公司费用端控费效果突出, 期间费用率同比-1.25pct 至 11.86%。2022 年净利率 9.09%/+2.24pct, 2022Q4/2023Q1 净利率分别为 10.84%/+3.54pct、6.23%/-0.36pct, 一季度盈利能力略承压主要系收入规模下滑, 对费用的分摊效果减弱, 期间费用率同比+4.09pct。

● 风险提示: 多元业务增速下滑、原材料价格波动, 消费环境持续疲软。
财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14,944	16,362	18,980	22,396	26,204
YOY(%)	26.8	9.5	16.0	18.0	17.0
归母净利润(百万元)	1,023	1,488	1,741	2,080	2,474
YOY(%)	-8.7	45.5	17.0	19.5	18.9
毛利率(%)	21.6	23.7	23.9	24.1	24.4
净利率(%)	6.8	9.1	9.2	9.3	9.4
ROE(%)	11.1	14.7	14.4	14.9	15.3
EPS(摊薄/元)	1.10	1.60	1.87	2.24	2.66
P/E(倍)	23.4	16.1	13.8	11.5	9.7
P/B(倍)	2.6	2.3	2.0	1.7	1.5

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2022 年盈利能力提升明显，2023Q1 业绩短期承压.....	3
2、 盈利能力：2022 年提升明显，2023Q1 短期承压.....	4
3、 盈利预测与投资建议.....	5
4、 风险提示.....	5
附：财务预测摘要.....	6

图表目录

图 1： 2022 年公司收入同比+9.49%.....	3
图 2： 2022 年公司归母净利润同比+45.46%.....	3
表 1： 2023Q1 公司实现单季度归母净利润为 1.81 亿元，同比-18.49%.....	3

1、2022 年盈利能力提升明显，2023Q1 业绩短期承压

2022 年收入逆势增长，龙头经营韧性体现。2022 年公司营收 163.62 亿元/+9.49%，归母净利润 14.88 亿元/+45.46%，扣非归母净利 15.15 亿元/+67.03%。分季度看，2022Q4 公司营收 43.25 亿元/-11.52%，归母净利润 4.69 亿元/+31.92%，扣非归母净利 4.38 亿元/+35.11%。在全球经济增速放缓，下游终端需求疲软下，公司全年营收逆势稳健增长，龙头经营韧性体现。

受下游需求疲软影响，2023Q1 收入下滑，利润短期承压。2023Q1 公司营收 29.12 亿元/-14.37%，归母净利润 1.81 亿元/-18.49%，扣非归母净利 1.57 亿元/-17.76%，主要系一季度为传统淡季且下游客户去库存影响，预计二季度订单逐步修复。

图1：2022 年公司收入同比+9.49%

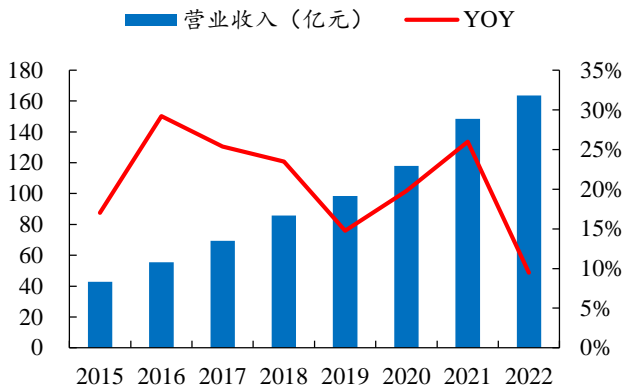
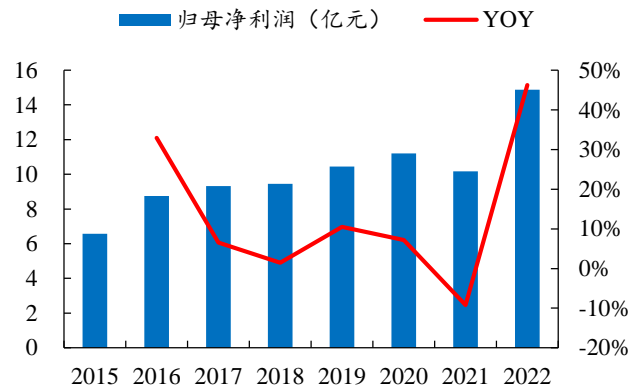


图2：2022 年公司归母净利润同比+45.46%



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：2023Q1 公司实现单季度归母净利润为 1.81 亿元，同比-18.49%

	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
单季营收 (亿元)	47.95	33.51	38.00	48.86	43.25	29.12
YOY	8.73%	26.02%	12.00%	22.04%	-11.52%	-14.37%
单季归母净 利润(亿元)	3.50	2.21	2.55	5.43	4.69	1.81
YOY	-24.60%	32.68%	50.39%	63.86%	31.92%	-18.49%
单季扣非归 母净利润 (亿元)	3.24	1.91	3.07	5.79	4.38	1.57
YOY	-13.61%	26.18%	173.75%	80.86%	35.11%	-17.76%

数据来源：Wind、开源证券研究所

分业务看：2022Q4 消费电子包装业务增长放缓，环保包装业务延续较快增长

(1) 消费电子包装业务：2022 年收入 110.1 亿元/+17.1%，占比 67.3%/+4.0pct。2022Q4 收入 29.5 亿元/+0.4%，占比 68.2%/+6.9pct。考虑到消费电子包装业务占比较

大、2023Q1 公司整体收入下滑，并且消费电子市场疲软，我们预计 2023Q1 消费电子包装业务有一定幅度下滑。

短期去看，我们预计随着消费电子终端需求的回暖以及下游客户的库存走低，公司订单在 Q2 有望边际改善。

公司是精品包装龙头，往后看核心客户收入端稳健增长叠加公司在客户订单份额持续提升，支撑公司消费电子包装业务稳健增长。另外，2022 年公司成功收购了仁禾智能和华宝利，公司未来将和收购标的进一步协同客户资源，增加客户粘性，为包装客户提供一体化产品服务，有望打开新的增长点。

(2) 酒包业务：2022 年收入 12.2 亿元/-8.5%，占比 7.4%/-1.5pct。2022Q4 收入 2.6 亿元/-17.1%，占比 5.9%/-0.5pct。

2022 年酒包受国内消费整体疲软的不利影响，核心客户需要时间消化库存，且新客户导入后订单转化为收入有所滞后。2023 年随着疫后消费逐渐复苏，客户库存水位走低，我们预计酒包需求有望逐渐回暖。

(3) 烟包业务：2022 年收入 8.5 亿元/-3.4%，占比 5.2%/-0.7pct。2022Q4 收入 3.1 亿元/-7.3%，占比 7.1%/+0.2pct。

受益于国内烟包装市场化趋势，公司在制造端和服务端的优势有望扩大，预计未来新客户持续导入下，烟包业务收入增速有望重回快速增长通道。

(4) 环保包装业务：2022 年收入 11.2 亿元/+62.3%，占比 6.8%/+2.2pct。2022Q4 收入 2.7 亿元/+17.4%，占比 6.2%/+1.4pct。

受益于欧洲限塑政策落地，海外需求旺盛，2022 年公司的环保包装业务继续保持快速增长趋势，并在研发创新、智能制造、生产布局、市场拓展和品牌营销等多方面持续发力。公司的植物纤维制品九大生产基地已相继投产，产品供应能力稳定。公司未来预计将加大在环保领域的投入和建设，收入规模保持快速增长。

(5) 化妆品包装业务：2022 年收入 3.5 亿元/+2.6%，占比 2.1%/-0.2pct。2022Q4 收入 1.5 亿元/-6.9%，占比 3.4%/+0.1pct。

公司未来持续深入与高端品牌合作，打造行业领先的销、产-供智能化服务体系，为化妆品客户提供一站式包装服务解决方案，规模有望提升。

分产品看：2022 年纸质精品包装/包装配套/环保纸塑分别实现收入 118.1 亿元/+3.8%、28.4 亿元/+13.3%、11.2 亿元/+61.6%，环保纸塑快速增长，总收入占比提升至 6.8%/+2.2pct。

2、盈利能力：2022 年提升明显，2023Q1 短期承压

2022 年公司毛利率 23.75%/+2.21pct，2022Q4 毛利率 26.29%/+5.13pct，预计主要系原材料价格改善缓解成本压力。2023Q1 毛利率为 23.72%/+2.91pct，环比-2.57pct，预计主要系 2023Q1 为消费电子淡季，订单总量环比下降，开工率环比 2022Q4 下降较明显。

2022 年公司费用端控费效果突出，期间费用率同比-1.25 pct 至 11.86%，主要系：

(1) 收入规模稳健提升；(2) 智能工厂大范围投产实现降本增效，2022 年公司许昌智能工厂实现全面投产，合肥、武汉智能工厂也已完成升级改造，实现了业务流、

信息流和物流三流融合（成都、苏州、湖南智能工厂建设也正式立项实施）。

拆分来看：

- (1) 销售费用率同比+0.02pct 至 2.47%。
- (2) 管理费用率同比-0.04pct 至 5.44%。
- (3) 研发费用率同比+0.15pct 至 4.10%。
- (4) 财务费用率同比-1.38pct 至-0.16%，主要系 2022 年公司几千万元的汇兑收益。

综合影响下，2022 年公司净利率 9.09%/+2.24pct，扣非净利率 9.26%/+3.15pct，2022Q4/2023Q1 净利率分别为 10.84%/+3.54pct、6.23%/-0.36pct，一季度盈利能力略承压主要系收入规模下滑，对费用的分摊效果减弱，期间费用率同比+4.09pct。

3、盈利预测与投资建议

2022 年营收 163.62 亿元/+9.49%，归母净利 14.88 亿元/+45.46%，扣非归母净利 15.15 亿元/+67.03%。分季度看，2022Q4 公司营收 43.25 亿元/-11.52%，归母净利 4.69 亿元/+31.92%，扣非归母净利 4.38 亿元/+35.11%。全年营收逆势稳健增长，经营韧性体现。2023Q1 营收 29.12 亿元/-14.37%，归母净利 1.81 亿元/-18.49%，主因一季度为传统淡季且受下游客户去库存影响，预计二季度订单逐步修复。2023Q1 业绩承压，我们下调盈利预测、新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 17.41/20.80/24.74 亿元（2023-2024 年原 19.24/24.58 亿元），对应 EPS 为 1.87/2.24/2.66 元，当前股价对应 PE 为 13.8/11.5/9.7 倍，公司大包装战略布局成效显著，看好多元业务稳健成长，维持“买入”评级。

4、风险提示

多元业务增速下滑、原材料价格波动、消费环境持续疲软。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	11202	12169	13948	15775	18738
现金	2696	3317	3706	4285	4969
应收票据及应收账款	5719	6077	6699	7784	9262
其他应收款	110	122	180	191	227
预付账款	297	293	392	422	526
存货	1803	1766	2373	2511	3152
其他流动资产	576	594	598	581	602
非流动资产	7770	8897	9494	10285	11224
长期投资	0	9	18	26	35
固定资产	5022	5733	6342	7159	7991
无形资产	725	745	820	881	947
其他非流动资产	2023	2411	2314	2218	2251
资产总计	18971	21066	23442	26060	29961
流动负债	7656	8202	8996	9850	11547
短期借款	3350	3878	3878	4211	4899
应付票据及应付账款	3076	3020	4037	4269	5411
其他流动负债	1230	1303	1081	1370	1238
非流动负债	1635	2109	1881	1653	1422
长期借款	1192	1574	1345	1118	887
其他非流动负债	443	535	535	535	535
负债合计	9291	10311	10877	11503	12969
少数股东权益	344	513	583	676	799
股本	931	931	931	931	931
资本公积	2128	1896	1896	1896	1896
留存收益	6418	7703	9210	11057	13317
归属母公司股东权益	9336	10241	11982	13881	16193
负债和股东权益	18971	21066	23442	26060	29961

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1173	2621	1982	2234	2110
净利润	1079	1577	1810	2173	2597
折旧摊销	583	663	648	766	770
财务费用	182	-25	116	96	81
投资损失	-105	91	-21	-19	-14
营运资金变动	-831	44	-512	-704	-1230
其他经营现金流	265	272	-60	-79	-95
投资活动现金流	-1581	-2456	-1200	-1509	-1674
资本支出	1854	1602	1237	1548	1701
长期投资	0	-21	-9	-9	-9
其他投资现金流	273	-833	45	48	36
筹资活动现金流	442	-362	-392	-478	-440
短期借款	516	528	0	333	688
长期借款	86	382	-228	-228	-231
普通股增加	-4	0	0	0	0
资本公积增加	-63	-232	0	0	0
其他筹资现金流	-93	-1040	-164	-583	-897
现金净增加额	-55	-59	389	246	-4

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	14944	16362	18980	22396	26204
营业成本	11717	12477	14444	16999	19810
营业税金及附加	81	81	109	121	141
营业费用	366	404	456	538	655
管理费用	821	890	1033	1299	1520
研发费用	589	671	797	929	1114
财务费用	182	-25	116	96	81
资产减值损失	-39	-29	0	0	0
其他收益	66	72	0	0	0
公允价值变动收益	-30	65	25	29	22
投资净收益	105	-91	21	19	14
资产处置收益	-6	-9	0	0	0
营业利润	1227	1857	2106	2513	2992
营业外收入	10	14	10	11	11
营业外支出	20	65	27	31	34
利润总额	1217	1806	2089	2492	2970
所得税	138	229	279	319	372
净利润	1079	1577	1810	2173	2597
少数股东损益	56	89	69	93	123
归属母公司净利润	1023	1488	1741	2080	2474
EBITDA	2001	2708	2915	3425	3911
EPS(元)	1.10	1.60	1.87	2.24	2.66

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	26.8	9.5	16.0	18.0	17.0
营业利润(%)	-9.3	51.3	13.4	19.3	19.1
归属于母公司净利润(%)	-8.7	45.5	17.0	19.5	18.9
获利能力					
毛利率(%)	21.6	23.7	23.9	24.1	24.4
净利率(%)	6.8	9.1	9.2	9.3	9.4
ROE(%)	11.1	14.7	14.4	14.9	15.3
ROIC(%)	8.6	11.0	11.1	11.8	12.2
偿债能力					
资产负债率(%)	49.0	48.9	46.4	44.1	43.3
净负债比率(%)	27.6	24.9	16.0	10.7	8.1
流动比率	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6
速动比率	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	2.7	2.8	3.0	3.1	3.1
应付账款周转率	4.8	5.0	5.0	5.0	5.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.10	1.60	1.87	2.24	2.66
每股经营现金流(最新摊薄)	1.26	2.82	2.13	2.40	2.27
每股净资产(最新摊薄)	10.03	11.01	12.88	14.92	17.40
估值比率					
P/E	23.4	16.1	13.8	11.5	9.7
P/B	2.6	2.3	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	13.4	9.9	9.0	7.6	6.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn