



买入（维持）

所属行业：轻工制造
当前价格(元)：25.46

证券分析师

徐偲

资格编号：S0120523020002

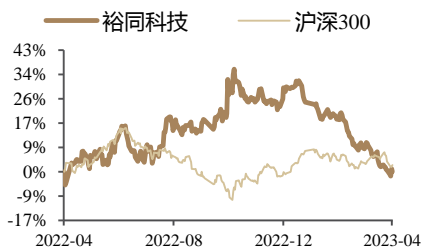
邮箱：xucai@tebon.com.cn

研究助理

成浅之

邮箱：chengqz@tebon.com.cn

市场表现



| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|-------|--------|--------|
| 绝对涨幅(%) | -7.92 | -15.64 | -19.68 |
| 相对涨幅(%) | -6.96 | -13.85 | -15.07 |

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《裕同科技(002831)：多元业务齐头并进包装龙头企业业绩高增》，2022.11.2

裕同科技 (002831.SZ)：22 年业绩稳健，新市场新品类取得突破

投资要点

- 事件：**裕同科技发布 2022 年年报与 2023 年一季报。2022 年公司实现营业收入 163.62 亿元，同比增长 9.49%；归母净利润 14.88 亿元，同比增长 45.46%；扣非归母净利润 15.15 亿元，同比增长 67.03%。2022Q4 单季实现营业收入 43.25 亿元，同比降低 11.52%；归母净利润 4.69 亿元，同比增长 31.92%；扣非归母净利润 4.38 亿元，同比增长 35.11%。2023Q1 单季实现营业收入 29.12 亿元，同比降低 14.37%；归母净利润 1.81 亿元，同比降低 18.49%；扣非归母净利润 1.57 亿元，同比降低 17.76%。
- 22 年全年营收稳健增长，新市场新品类取得突破。分产品来看：**22 年纸制精品包装/包装配套产品/环保纸塑产品分别实现营业收入 118.13/28.38/11.17 亿元，同比增长 3.77%/13.28%/61.58%。公司继续加大新市场及新业务的开发力度，环保业务和化妆品包装等业务带动公司业绩逆势增长。分地区来看：22 年外销/内销分别实现营业收入 32.30/131.32 亿元，同比增长 37.72%/4.24%，公司通过拓展欧美市场客户，已成功合作航空餐饮和连锁商超等大型国际客户，外销表现亮眼。公司发挥全球化布局优势，率先在越南、印度、印尼和泰国、马来西亚建立了 7 个生产基地，并于中国香港、美国和澳大利亚设立了服务中心和办事处。
- 盈利能力稳步提升，控费能力良好。**2022 年公司综合毛利率 23.75%，相比去年提升 2.21pct，23Q1 毛利率为 23.72%，同比提升 2.91pct。公司通过加强与上游纸厂的合作及战略采购等措施积极降低原材料价格上涨风险，使毛利率稳中有升。23Q1 净利率为 6.14%，同比下降 0.58pct。**期间费用方面，**2022 年公司销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 2.47%/5.44%/-0.16%/4.10%，分别同比变动+0.02pct/-0.04pct/-1.38pct/+0.15pct，控费能力良好。23Q1 销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率为 2.55%/7.00%/2.27%/5.13%，同比变动+0.04pct/+1.42pct/+1.38pct/+1.25pct，财务费用率的上涨主要系报告期内人民币升值幅度较大导致的汇兑损失。
- 智能化建设有序推进，收购增强产业协同。**伴随许昌智能工厂的投产、配套信息化管理系统的落地以及数字孪生系统的开发应用，公司有序推进多家分子公司智能工厂建设，推动公司生产运营提质增效、构建核心竞争力。2022 年，公司完成了对软制品制造商深圳仁和声学类产品开发和制造商深圳华宝利的收购，有望共享客户资源，增强协同效应。未来公司也将积极把握行业战略整合期的优质收购机遇，持续延伸业务边界。
- 盈利预测和投资建议：**作为多元业务齐头并进的包装龙头，公司继续加大新市场及新业务的开发力度，深化环保业务和酒包、烟包业务布局，业绩成长可期。预计 23-25 年公司营业收入分别为 187.44/214.02/243.32 亿元，归母净利润分别为 17.27/20.33/24.28 亿元，EPS 分别为 1.86/2.18/2.61 元，当前股价对应 23-25 年 PE 为 13.72/11.65/9.76x，维持“买入”评级。
- 风险提示：**市场竞争风险，需求不及预期风险，原材料价格波动风险

| 股票数据 | | 主要财务数据及预测 | | | | | |
|---------------|-------------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总股本(百万股): | 930.51 | | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流通 A 股(百万股): | 520.35 | 营业收入(百万元) | 14,944 | 16,362 | 18,744 | 21,402 | 24,332 |
| 52 周内股价区间(元): | 24.28-34.66 | (+/-)YOY(%) | 26.8% | 9.5% | 14.6% | 14.2% | 13.7% |
| 总市值(百万元): | 23,690.88 | 净利润(百万元) | 1,023 | 1,488 | 1,727 | 2,033 | 2,428 |
| 总资产(百万元): | 19,701.20 | (+/-)YOY(%) | -8.7% | 45.5% | 16.0% | 17.7% | 19.4% |
| 每股净资产(元): | 11.17 | 全面摊薄 EPS(元) | 1.10 | 1.60 | 1.86 | 2.18 | 2.61 |
| 资料来源: 公司公告 | | 毛利率(%) | 21.6% | 23.7% | 24.2% | 24.5% | 24.8% |
| | | 净资产收益率(%) | 11.0% | 14.5% | 14.4% | 14.5% | 14.8% |

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 1.61 | 1.86 | 2.18 | 2.61 |
| 每股净资产 | 11.01 | 12.86 | 15.05 | 17.66 |
| 每股经营现金流 | 2.82 | 1.55 | 3.00 | 2.44 |
| 每股股利 | 0.33 | 0.73 | 0.81 | 0.88 |
| 价值评估(倍) | | | | |
| P/E | 20.52 | 13.72 | 11.65 | 9.76 |
| P/B | 3.00 | 1.98 | 1.69 | 1.44 |
| P/S | 1.45 | 1.26 | 1.11 | 0.97 |
| EV/EBITDA | 12.56 | 9.07 | 7.58 | 6.46 |
| 股息率% | 1.0% | 2.9% | 3.2% | 3.5% |
| 盈利能力指标(%) | | | | |
| 毛利率 | 23.7% | 24.2% | 24.5% | 24.8% |
| 净利润率 | 9.6% | 9.7% | 10.1% | 10.6% |
| 净资产收益率 | 14.5% | 14.4% | 14.5% | 14.8% |
| 资产回报率 | 7.1% | 7.1% | 7.5% | 7.7% |
| 投资回报率 | 9.7% | 10.6% | 11.0% | 11.3% |
| 盈利增长(%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 9.5% | 14.6% | 14.2% | 13.7% |
| EBIT 增长率 | 39.2% | 24.3% | 18.0% | 17.0% |
| 净利润增长率 | 45.5% | 16.0% | 17.7% | 19.4% |
| 偿债能力指标 | | | | |
| 资产负债率 | 48.9% | 48.3% | 45.9% | 45.0% |
| 流动比率 | 1.5 | 1.5 | 1.6 | 1.6 |
| 速动比率 | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 1.3 |
| 现金比率 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.5 |
| 经营效率指标 | | | | |
| 应收帐款周转天数 | 129.6 | 130.3 | 130.1 | 130.2 |
| 存货周转天数 | 51.5 | 51.3 | 51.4 | 51.4 |
| 总资产周转率 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 固定资产周转率 | 2.9 | 2.9 | 3.0 | 3.3 |

| 现金流量表(百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润 | 1,488 | 1,727 | 2,033 | 2,428 |
| 少数股东损益 | 89 | 101 | 120 | 142 |
| 非现金支出 | 845 | 626 | 668 | 735 |
| 非经营收益 | 155 | 200 | 256 | 275 |
| 营运资金变动 | 44 | -1,209 | -287 | -1,311 |
| 经营活动现金流 | 2,621 | 1,444 | 2,790 | 2,269 |
| 资产 | -1,527 | -1,329 | -1,375 | -1,362 |
| 投资 | -227 | -246 | -284 | -271 |
| 其他 | -702 | -25 | -59 | -55 |
| 投资活动现金流 | -2,456 | -1,601 | -1,718 | -1,689 |
| 债权募资 | 543 | 524 | 525 | 525 |
| 股权募资 | 26 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -931 | -166 | -187 | -208 |
| 融资活动现金流 | -362 | 358 | 339 | 317 |
| 现金净流量 | -59 | 202 | 1,411 | 898 |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 27 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

| 利润表(百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 16,362 | 18,744 | 21,402 | 24,332 |
| 营业成本 | 12,477 | 14,208 | 16,159 | 18,298 |
| 毛利率% | 23.7% | 24.2% | 24.5% | 24.8% |
| 营业税金及附加 | 81 | 96 | 108 | 124 |
| 营业税金率% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |
| 营业费用 | 404 | 450 | 507 | 572 |
| 营业费用率% | 2.5% | 2.4% | 2.4% | 2.4% |
| 管理费用 | 890 | 993 | 1,113 | 1,253 |
| 管理费用率% | 5.4% | 5.3% | 5.2% | 5.1% |
| 研发费用 | 671 | 759 | 870 | 988 |
| 研发费用率% | 4.1% | 4.0% | 4.1% | 4.1% |
| EBIT | 1,866 | 2,320 | 2,739 | 3,205 |
| 财务费用 | -25 | 204 | 213 | 206 |
| 财务费用率% | -0.2% | 1.1% | 1.0% | 0.8% |
| 资产减值损失 | -29 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | -91 | -25 | -59 | -55 |
| 营业利润 | 1,857 | 2,082 | 2,456 | 2,931 |
| 营业外收支 | -51 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 1,806 | 2,082 | 2,456 | 2,931 |
| EBITDA | 2,666 | 2,946 | 3,407 | 3,940 |
| 所得税 | 229 | 254 | 304 | 361 |
| 有效所得税率% | 12.7% | 12.2% | 12.4% | 12.3% |
| 少数股东损益 | 89 | 101 | 120 | 142 |
| 归属母公司所有者净利润 | 1,488 | 1,727 | 2,033 | 2,428 |

| 资产负债表(百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 3,317 | 3,519 | 4,929 | 5,827 |
| 应收账款及应收票据 | 6,077 | 7,549 | 7,966 | 9,690 |
| 存货 | 1,766 | 2,286 | 2,328 | 2,895 |
| 其它流动资产 | 1,009 | 1,135 | 1,187 | 1,330 |
| 流动资产合计 | 12,169 | 14,489 | 16,410 | 19,743 |
| 长期股权投资 | 9 | 15 | 22 | 28 |
| 固定资产 | 5,733 | 6,471 | 7,035 | 7,452 |
| 在建工程 | 597 | 298 | 149 | 75 |
| 无形资产 | 745 | 771 | 795 | 820 |
| 非流动资产合计 | 8,897 | 9,837 | 10,817 | 11,703 |
| 资产总计 | 21,066 | 24,326 | 27,227 | 31,446 |
| 短期借款 | 3,878 | 4,402 | 4,928 | 5,452 |
| 应付票据及应付账款 | 3,020 | 3,923 | 3,973 | 4,969 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它流动负债 | 1,303 | 1,310 | 1,482 | 1,610 |
| 流动负债合计 | 8,202 | 9,635 | 10,383 | 12,031 |
| 长期借款 | 1,574 | 1,574 | 1,574 | 1,574 |
| 其它长期负债 | 535 | 535 | 535 | 535 |
| 非流动负债合计 | 2,109 | 2,109 | 2,109 | 2,109 |
| 负债总计 | 10,311 | 11,744 | 12,492 | 14,141 |
| 实收资本 | 931 | 931 | 931 | 931 |
| 普通股股东权益 | 10,241 | 11,968 | 14,001 | 16,429 |
| 少数股东权益 | 513 | 614 | 734 | 876 |
| 负债和所有者权益合计 | 21,066 | 24,326 | 27,227 | 31,446 |

信息披露

分析师与研究助理简介

徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。2018 年加入中泰证券，2020 年起负责轻工团队。2021 年加入国元证券，担任大消费方向负责人，主导轻工、纺服、新零售行业研究。2023 年 2 月入职德邦证券，负责轻工+中小盘研究。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

| 1. 投资评级的比较和评级标准： | 类别 | 评级 | 说明 |
|--|--------|------|--------------------------------|
| 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； | 股票投资评级 | 买入 | 相对强于市场表现 20%以上； |
| | | 增持 | 相对强于市场表现 5%~20%； |
| | | 中性 | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | | 减持 | 相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上； |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。 |

法律声明

。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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。