

# 裕同科技（002831）：盈利能力趋势向好，短期需求承压不改长期增长前景

2023年4月28日

推荐/维持

裕同科技 公司报告

**事件：**公司发布2022年及2023年Q1业绩。2022年公司实现收入163.62亿元，同比+9.49%；归母净利润14.88亿元，同比+45.46%；其中Q4单季收入43.25亿元，同比-11.52%；归母净利润4.69亿元，同比+31.92%。2023年Q1公司实现收入29.12亿元，同比-14.37%；归母净利润1.81亿元，同比-18.49%。

**2022下半年以来下游景气度转弱，拖累收入增速。(1) 电子产品包装：**全年收入110.10亿元(+17%)，其中Q4收入29.50亿元(+0.3%)。公司凭借成本、品质、环保等优势提升市占率，前三季度增长良好，Q4受下游行业出货承压加剧的影响，增速明显回落。**(2) 烟酒包装：**全年收入20.70亿元(-6%)，其中Q4收入5.70亿元(-11%)。疫情导致客户产销不畅，公司下半年销售承压。**(3) 环保包装：**全年收入11.17亿元(+62%)，其中Q4收入2.67亿元(+15%)。全球限塑推动行业发展，公司积极布局实现销售高增；由于消费电子客户占比较高，Q4增速有所回落。**(4) 其他行业：**全年收入21.65亿元(-18%)，其中Q4收入5.38亿元(-45%)，收入下滑或由于部分领域包装需求承压（如教育类客户），以及疫情影响所致。

**收购深圳仁禾与华宝利协同发展，业绩承诺目标顺利达成。**公司2022年先后收购智能电子产品软材制造商深圳仁禾、声学产品制造商深圳华宝利各60%股权。深圳仁禾、华宝利全年收入4.42亿、2.39亿元，净利润1.13亿、0.35亿元，均达成业绩承诺目标（净利润0.67亿、0.35亿元），贡献归母净利润0.50亿（自购买日计算）、0.21亿元。公司作为消费电子包装龙头，可为两家公司导入客户资源，共同为客户提供一体化产品服务，增强客户粘性。

**静待需求转暖，多元包装领域竞争优势奠定增长前景。**2023年Q1，公司电子产品包装、烟酒包装收入估计仍同比承压，主要由于下游行业仍处去库存阶段。随着国内消费修复、行业去库存推进，公司订单有望在后续季度陆续改善。公司在多个包装细分领域建立竞争优势，多元包装布局保证中长期增长：**(1) 消费电子包装领域，**公司打造智能工厂降本增效，全球化生产布局顺应客户发展趋势；**(2) 烟酒包装领域，**公司发挥自动化制造优势，未来有望复制智能工厂模式，在行业格局变革中占据更高份额；**(3) 环保包装领域，**全球限塑推动需求增长，公司在服务工业客户上具备客户资源优势，亦成功开拓航空餐饮、连锁商超等国际餐饮类客户。

**毛利率提升亮眼，趋势有望延续。**2022年公司毛利率23.75% (+2.21 pct.)，2023年Q1为23.72% (+2.91 pct.)，主要受益于：**(1) 原材料价格同比下降，**瓦楞纸/白板纸/白卡纸价2022年同比-5%/-5%/-20%，2023年Q1同比-15%/-7%/-17%，考虑需求复苏节奏，全年包装纸价上涨空间或有限；**(2) 智能工厂落地和推广，**2022年公司已有许昌、合肥、武汉智能工厂投入运营，并逐步开启苏州、成都、湖南智能工厂建设，奠定毛利率趋势性提升的基础。

**费用率短期上行，预计随未来收入回暖而回落。**2022年公司期间费用率13.38% (-0.84 pct.)，2023年Q1为16.95% (+4.09%)，财务费用率受汇兑损益影响，2022年同比下降，2023年Q1同比上升；销售与管理费用率

## 公司简介：

公司作为高端品牌包装整体解决方案提供商，为客户提供“一体化产品制造和供应解决方案、创意设计与研发创新解决方案、全球化运营及服务解决方案”。公司在专注消费类电子产品纸质包装的同时，积极开展业务多元化，拓展高档烟酒、化妆品及高端奢侈品等行业包装业务。公司立足国内，并积极拓展海外市场，终端客户包括华为、联想、三星、索尼、雀巢等国内外知名品牌企业，并为仁宝、富士康等知名代工厂商提供产品和服务。

资料来源：公司公告、同花顺

## 未来3-6个月重大事项提示：

无

## 发债及交叉持股介绍：

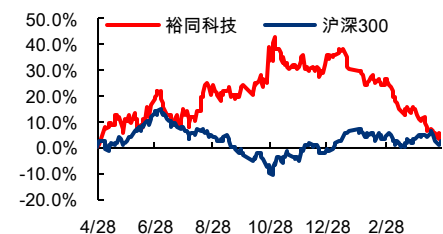
无

资料来源：同花顺、东兴证券研究所

## 交易数据

52周股价区间（元）	34.66-24.48
总市值（亿元）	236.91
流通市值（亿元）	132.48
总股本/流通A股（万股）	93,051/93,051
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	0.93

## 52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

## 分析师：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080005

## 研究助理：沈逸伦

2022 年前三季度同比优化下降，2022Q4 以来由于收入端承压而同比上升，后续有望随销售提振而回落。

**盈利预测与投资评级：**预计公司 2023-2025 年归母净利润为 16.42、20.42、24.73 亿元人民币，增速分别为 10%、24%、21%，目前股价对应 PE 分别为 14、12、10 倍。维持“推荐”评级。

**风险提示：**需求复苏弱于预期，智能工厂推进不及预期，人民币汇率大幅升值，疫情波动影响。

010-66554044  
执业证书编号：

shenyl@dxzq.net.cn  
S1480121050014

## 财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14,850.13	16,362.10	17,843.93	21,512.49	25,430.37
增长率(%)	25.97%	10.18%	9.06%	20.56%	18.21%
归母净利润(百万元)	1,017.22	1,487.87	1,642.45	2,042.27	2,472.98
增长率(%)	-6.93%	47.68%	10.39%	24.34%	21.09%
净资产收益率(%)	10.98%	14.53%	13.87%	15.16%	16.01%
每股收益(元)	1.09	1.60	1.77	2.19	2.66
PE	23.29	15.92	14.42	11.60	9.58
PB	2.56	2.31	2.00	1.76	1.53

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



附表：公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		
<b>流动资产合计</b>	11021	12169	13130	15671	18381	<b>营业收入</b>	14850	16362	17844	21512	25430		
货币资金	2664	3317	3569	4302	5086	<b>营业成本</b>	11652	12477	13428	16135	19010		
应收账款	5594	6069	6619	7980	9433	营业税金及附加	81	81	88	107	126		
其他应收款	107	122	133	161	190	营业费用	364	404	446	531	628		
预付款项	296	293	293	293	293	管理费用	814	890	981	1179	1394		
存货	1779	1766	1901	2284	2691	财务费用	181	-25	85	79	74		
其他流动资产	265	224	224	224	224	研发费用	586	671	839	1011	1195		
<b>非流动资产合计</b>	7689	8897	9556	10179	10695	资产减值损失	-93.80	-44.65	-44.61	-53.78	-63.58		
长期股权投资	0	9	9	9	9	公允价值变动收益	-28.19	64.95	0.00	0.00	0.00		
固定资产	5001	5733	6560	7072	7524	投资净收益	105.18	-90.54	0.00	0.00	0.00		
无形资产	725	745	761	776	791	加:其他收益	65.55	71.83	71.83	71.83	71.83		
其他非流动资产	531	488	488	488	488	<b>营业利润</b>	1215	1857	2003	2488	3011		
<b>资产总计</b>	18709	21066	22686	25850	29076	营业外收入	8.47	14.22	10.00	10.00	10.00		
<b>流动负债合计</b>	7524	8202	8127	9534	10633	营业外支出	19.02	65.28	20.00	20.00	20.00		
短期借款	3320	3878	3582	4307	4677	<b>利润总额</b>	1204	1806	1993	2478	3001		
应付账款	2511	2462	2613	3140	3700	所得税	136	229	252	314	380		
预收款项	74	100	129	163	204	<b>净利润</b>	1068	1577	1741	2165	2621		
一年内到期的非流动负债	665	384	384	384	384	少数股东损益	51	89	99	123	148		
<b>非流动负债合计</b>	1619	2109	2109	2109	2109	归属母公司净利润	1017	1488	1642	2042	2473		
长期借款	1192	1574	1574	1574	1574	<b>主要财务比率</b>							
应付债券	0	0	0	0	0		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		
<b>负债合计</b>	9142	10311	10236	11643	12742	<b>成长能力</b>							
少数股东权益	306	513	612	734	883	营业收入增长	25.97%	10.18%	9.06%	20.56%	18.21%		
实收资本(或股本)	931	931	931	931	931	营业利润增长	-10.18	52.85%	7.89%	24.22%	21.01%		
资本公积	2059	1896	1896	1896	1896	归属于母公司净利润增长	-9.19%	46.27%	10.39%	24.34%	21.09%		
未分配利润	6038	7278	8551	10134	12050	<b>获利能力</b>							
归属母公司股东权益合计	9261	10241	11838	13472	15451	毛利率(%)	21.54%	23.75%	24.75%	25.00%	25.25%		
<b>负债和所有者权益</b>	18709	21066	22686	25850	29076	净利率(%)	7.19%	9.64%	9.76%	10.06%	10.31%		
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>							
	单位:百万元					<b>ROE(%)</b>							
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		
<b>经营活动现金流</b>	1168	2621	2085	1893	2368	<b>偿债能力</b>							
净利润	1068	1577	1741	2165	2621	资产负债率(%)	49%	49%	45%	45%	44%		
折旧摊销	581.46	662.62	790.94	826.82	934.34	流动比率	1.46	1.48	1.62	1.64	1.73		
财务费用	181	-25	85	79	74	速动比率	1.23	1.27	1.38	1.40	1.48		
应收帐款减少	-371	-475	-550	-1361	-1453	<b>营运能力</b>							
预收帐款增加	24	26	29	34	41	总资产周转率	0.84	0.82	0.82	0.89	0.93		
<b>投资活动现金流</b>	-1605	-2456	-1405	-1396	-1386	应收账款周转率	3	3	3	3	3		
公允价值变动收益	-28	65	0	0	0	应付账款周转率	6.17	6.58	7.03	7.48	7.44		
长期投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>							
投资收益	105	-91	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.09	1.60	1.77	2.19	2.66		
<b>筹资活动现金流</b>	444	-362	-428	237	-198	每股净现金流(最新摊薄)	0.01	-0.21	0.27	0.79	0.84		
应付债券增加	-67	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	9.95	11.01	12.72	14.48	16.60		
长期借款增加	153	382	0	0	0	<b>估值比率</b>							
普通股增加	-4	0	0	0	0	P/E	23.29	15.92	14.42	11.60	9.58		
资本公积增加	-131	-163	0	0	0	P/B	2.56	2.31	2.00	1.76	1.53		
<b>现金净增加额</b>	7	-198	252	734	784	EV/EBITDA	13.85	11.03	9.52	7.80	6.44		

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	环保包装：替塑空间广阔，关注纸浆模塑与可降解塑料制品龙头	2023-04-19
公司普通报告	裕同科技（002831）：消费电子与环保包装增速亮眼，盈利能力延续回升趋势	2022-10-27
公司深度报告	裕同科技（002831）：具备多重竞争优势的包装龙头，看好多元化扩张与盈利能力提升	2022-10-10

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

### 常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，现任轻工制造行业分析师，研究方向为造纸、包装、电子烟。

## 研究助理简介

### 沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年加入东兴证券研究所，轻工制造行业研究助理，主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；
- 推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；
- 中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；
- 回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；
- 看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

## 东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街5号新盛大厦B座16层	虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层	福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526