

裕同科技(002831)

报告日期: 2023年07月16日

3C 景气有望迎修复, 成本弹性持续释放, 优质低估

——裕同科技点评报告

投资要点

- **公司公告回购股份进展:** 截至6月30日, 以集中竞价方式累计回购股份0.4%, 总金额接近1亿, 后续可能用于股权激励。我们认为当前时点裕同科技具备较强的投资价值, 经历前期3C景气下行拖累后经营与估值双双筑底, 重申公司作为包装板块优质白马的推荐逻辑。
- **核心业务: 智能手机景气预期开始修复, AR有望带来新需求**

 - 1) **下半年全球智能手机出货有望修复:** 根据TechInsights预测, 2023年全球智能手机出货量11.6亿部(同比下降2.8%), 分季度来看, Q1/Q2/Q3/Q4预计分别增速为-14.2%/-7.7%/0%/11.4%, 经历低基数下的修复后, 在2024年将重返增长通道, 预计2024年全球出货量达到12.11亿部(同比增长4%)。
 - 2) **渠道去库压力逐渐减小:** 22年10月开始全球智能手机批发商进货量(Sell in)和终端零售(Sell out)的差额开始转负, 渠道持续去库, 到23年4月基本实现打平, 23年5月进货量高于销售量、表明批发商开始主动补库; 同时需求端, 小米、荣耀、vivo、Apple等主流品牌4-5月销售量yoy环比向好。
 - 3) **5G渗透率提升拉动增量需求:** 2024年全球5G智能手机销量占比有望提升至72%(TechInsights预测), 而22年初时该渗透率仅为51%, 且24年5G手机出货量增速高于整体、预计保持双位数增长, 4G向5G升级的换机需求将持续驱动大盘增长。
 - 4) **A客户Vision Pro发布, 仁禾智能订单有望受益:** 7月10日, A客户宣布计划在2024年初开始在美国市场零售6月6日刚发布的Vision Pro头显, 并在其零售店铺内配备体验区域, 经历6年研发后开始正式商业化。裕同子公司仁禾智能作为软包材核心供应商, 研发能力突出、净利率优势明显, 看好订单高增。
- **增量业务: 环保海外+国内潜力高, 烟酒包装持续受益市场格局优化**

 - 1) **环保包装:** 公司环保纸塑生产基地布局早(宜宾+海南工厂)、产能随需求逐步释放。海外方面, 公司今年5月在德国interpack包装展会展出了全新的无氟餐饮包装解决方案, 产品满足欧美市场的禁氟趋势。国内方面, 在20年新版“限塑令”的要求下, 全国将在2025年前对不可降解塑料袋、一次性塑料餐具、快递塑料包装等采取禁止、限制; 除海南等前期进度较快的省份外, 近期江西南昌(计划7-10月重点治理“主动提供一次性塑料制品”等行为)、四川省(有序推广塑料替代产品)均已经开始加大禁塑力度。22年裕同环保包装收入11.2亿(+62%), 看好未来延续高增、成为公司3C包装以外的第二成长支柱。
 - 2) **酒包:** 公司深耕中高端白酒客户市场, 与茅台、泸州老窖、洋河、古井贡、西凤等中高端酒企达成合作, 并持续提升自身份额。今年高端白酒需求相对稳健, 且下半年中秋国庆期间白酒礼赠需求提升, 叠加公司酒包设计能力突出, 客户认可度强, 预计酒包业务增长提速。
 - 3) **烟包:** 伴随中烟反腐持续推进, 涉案烟草包装企业后续或被移出烟草供应链, 裕同作为后进入者有望获取增量订单, 公司已经合作大部分省中烟公司, 配合岳阳、武汉江夏、武汉东西湖、河南许昌四大烟包制造基地有望放量。
- **成本端: 纸价延续弱势+智能工厂布局, Q2盈利能力有望继续提升**

 - 1) **纸价采购均价持续下降:** 23Q2箱板/瓦楞/白板/白卡单吨均价同比-18.55%、-23.53%、-19.30%、-29.59%, 且环比23Q1均有7~12%的下滑, Q2毛利率预期表现优秀。下半年考虑包装纸供需格局, 预期纸价弱势环比企稳、小幅提振, 但同比来看仍较22H2更低。

投资评级: 买入(维持)

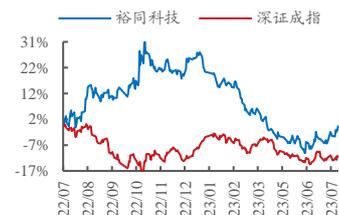
分析师: 史凡可
执业证书号: S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

分析师: 傅嘉成
执业证书号: S1230521090001
fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥25.93
总市值(百万元)	24,128.22
总股本(百万股)	930.51

股票走势图



相关报告

- 1 《3C客户去库节奏影响收入, 利润率表现优异》2023.04.27
- 2 《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
- 3 《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

2) 智能工厂: 许昌智能工厂 2022 年全面投产, 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。

□ **产业格局不断清晰, 多领域扩张份额持续抬升**

根据中国包装联合会统计, 2022 年我国纸包行业市场规模约 3045 亿元 (-5%), 我们计算 2022 年裕同科技、合兴包装、劲嘉股份、美盈森、东风股份 CR5 合计 14.71% (21 年为 14.06%, 17 年为 7.81%), 集中度持续提升、且向上空间仍然很大。其中裕同科技从 17 年的 2.48% 提高至 22 年的 5.37%, 依托稳定的供应链交付能力和产品品质赢得客户信赖, 核心客户份额提升、开拓新客户能力增强。

□ **盈利预测与估值**

裕同是多元纸包装龙头, 深挖客户份额、延伸服务链条, 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 175.8 亿 (+7.44%)、203.64 亿(+15.84%)、236.6 亿 (+16.19%), 归母净利 16.4 亿(+10.24%)、18.75 亿(+14.33%)、21.78 亿 (+16.12%), 对应 PE 分别为 14.6X、12.77X、11X, 维持“买入”评级。

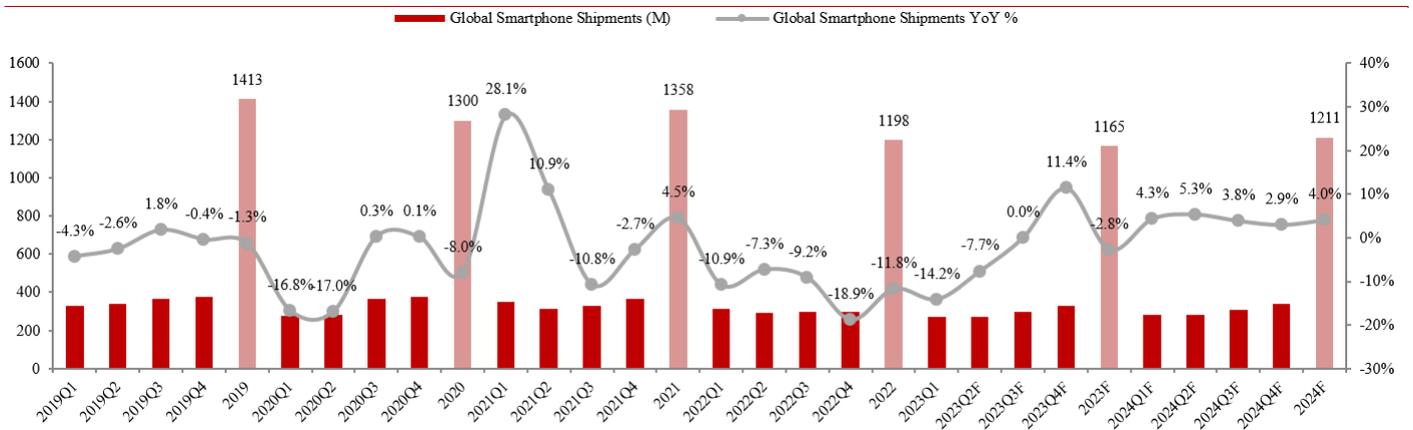
□ **风险提示: 原材料上涨、需求不及预期**

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	16,362	17,580	20,364	23,660
(+/-) (%)	9.49%	7.44%	15.84%	16.19%
归母净利润	1,488	1,640	1,875	2,178
(+/-) (%)	45.46%	10.24%	14.33%	16.12%
每股收益(元)	1.60	1.76	2.02	2.34
P/E	16.10	14.60	12.77	11.00

资料来源: 浙商证券研究所

表1: 全球智能手机出货量及预测



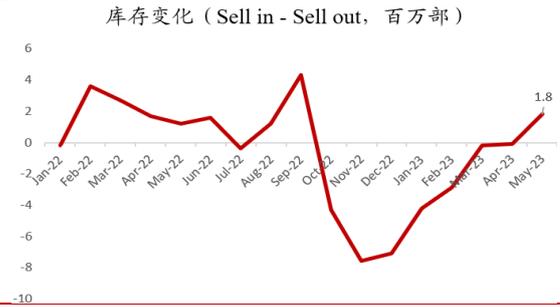
资料来源: TechInsights, 浙商证券研究所

图1: 主流手机品牌全球销售量月度 yoy

销售量yoy	1月	2月	3月	4月	5月
Apple	-25.0%	-17.1%	-19.6%	1.4%	-3.3%
小米	-10.1%	-5.2%	-3.6%	-3.8%	-1.0%
华为	-8.3%	-18.2%	0.0%	16.7%	14.3%
荣耀	-4.3%	-4.5%	9.5%	-13.0%	2.5%
OPPO	-4.8%	-5.0%	14.5%	-8.0%	-8.8%
vivo	-4.9%	-6.4%	-2.7%	-4.2%	2.9%

资料来源: TechInsights, 浙商证券研究所

图2: 全球智能手机渠道库存变化



资料来源: TechInsights, 浙商证券研究所

表2: 大宗纸季度均价走势 (单位: 元/吨)

	箱板纸	瓦楞纸	白板纸	白卡纸	铜版纸	双胶纸
2021Q1	4930	4074	5730	8441	6476	6457
2021Q2	4960	3994	5355	9087	6835	6644
2021Q3	5104	4165	5042	6173	5446	5458
2021Q4	5170	4248	5240	6021	5362	5517
2022Q1	4883	3856	4852	6124	5484	5886
2022Q2	4844	3724	4588	6372	5592	6155
2022Q3	4699	3458	4107	5632	5490	6253
2022Q4	4479	3321	4078	5299	5658	6663
2023Q1	4262	3126	4080	5106	5689	6694
2023Q2	3945	2848	3703	4486	5430	6058
q2同比	-18.55%	-23.53%	-19.30%	-29.59%	-2.90%	-1.58%
q2环比	-7.44%	-8.90%	-9.26%	-12.14%	-4.56%	-9.50%

资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

表3: 纸包装产业规模及格局变化

亿元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
纸包行业主营收入 (亿元)	1869.43	2410.25	2567.07	2657.41	2433.02	2518.99	2486.54	2799.84	2977.63	2883.84	2810.88	3192.03	3045.47
YOY	-	28.93%	6.51%	3.52%	-8.44%	3.53%	-1.29%	12.60%	6.35%	-3.15%	-2.53%	13.56%	-5.01%
裕同科技	16.09	17.81	23.06	25.94	36.65	42.90	55.42	69.48	85.78	98.45	117.89	148.50	163.62
占比	0.86%	0.74%	0.90%	0.98%	1.51%	1.70%	2.23%	2.48%	2.88%	3.41%	4.19%	4.65%	5.37%
合兴包装	15.21	19.18	21.15	24.42	27.16	28.52	35.42	63.23	121.66	110.97	120.07	175.49	153.75
占比	0.81%	0.80%	0.82%	0.92%	1.12%	1.13%	1.42%	2.26%	4.09%	3.85%	4.27%	5.50%	5.05%
劲嘉股份	20.24	23.00	21.52	21.37	23.23	27.20	27.77	29.45	33.74	39.89	41.91	50.67	51.89
占比	1.08%	0.95%	0.84%	0.80%	0.95%	1.08%	1.12%	1.05%	1.13%	1.38%	1.49%	1.59%	1.70%
东风股份	13.57	15.35	17.65	18.02	20.02	22.19	23.42	28.02	33.28	31.73	30.69	38.05	37.44
占比	0.73%	0.64%	0.69%	0.68%	0.82%	0.88%	0.94%	1.00%	1.12%	1.10%	1.09%	1.19%	1.23%
美盈森	7.29	8.40	10.34	13.06	15.63	20.16	22.19	28.57	32.49	33.92	33.65	36.05	41.30
占比	0.39%	0.35%	0.40%	0.49%	0.64%	0.80%	0.89%	1.02%	1.09%	1.18%	1.20%	1.13%	1.36%
CR5	3.87%	3.47%	3.65%	3.87%	5.04%	5.60%	6.60%	7.81%	10.31%	10.92%	12.25%	14.06%	14.71%

资料来源: 中国包装联合会, 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)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	12,169	14,254	16,266	19,400
现金	3,317	4,055	4,843	5,841
交易性金融资产	221	221	221	221
应收账款	6,077	7,180	8,054	9,683
其它应收款	122	157	170	194
预付账款	293	353	389	450
存货	1,766	2,064	2,364	2,787
其他	373	224	224	224
非流动资产	8,897	9,625	10,364	11,128
金融资产类	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	23,879	26,630	30,529
流动负债	8,202	9,405	10,281	12,002
短期借款	3,878	4,400	4,922	5,446
应付款项	3,020	3,666	3,977	4,917
预收账款	0	0	0	0
其他	1,303	1,339	1,382	1,639
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	11,514	12,390	14,111
少数股东权益	513	513	513	513
归属母公司股东权益	10,241	11,851	13,726	15,904
负债和股东权益	21,066	23,879	26,630	30,529

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,621	1,707	1,803	1,981
净利润	1,577	1,640	1,875	2,178
折旧摊销	800	507	517	406
财务费用	24	207	233	259
投资损失	91	18	41	71
营运资金变动	44	(665)	(870)	(940)
其它	84	1	7	7
投资活动现金流	(2,456)	(1,254)	(1,304)	(1,248)
资本支出	(1,527)	(1,105)	(1,094)	(956)
长期投资	(9)	(131)	(170)	(220)
其他	(920)	(18)	(41)	(71)
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)	738	788	998

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	16,362	17,580	20,364	23,660
营业成本	12,477	13,317	15,497	17,982
营业税金及附加	81	93	106	122
营业费用	404	449	508	593
管理费用	890	1,020	1,136	1,327
研发费用	671	718	823	965
财务费用	(25)	174	193	211
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)	(18)	(41)	(71)
其他经营收益	72	88	94	110
营业利润	1,857	1,878	2,147	2,493
营业外收支	(51)	0	0	0
利润总额	1,806	1,878	2,147	2,493
所得税	229	238	272	316
净利润	1,577	1,640	1,875	2,178
少数股东损益	89	0	0	0
归属母公司净利润	1,488	1,640	1,875	2,178
EBITDA	2,666	2,577	2,904	3,188
EPS (最新摊薄)	1.60	1.76	2.02	2.34

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	9.49%	7.44%	15.84%	16.19%
营业利润	51.31%	1.14%	14.33%	16.12%
归属母公司净利润	45.46%	10.24%	14.33%	16.12%
获利能力				
毛利率	23.75%	24.25%	23.90%	24.00%
净利率	9.09%	9.33%	9.21%	9.20%
ROE	14.53%	13.84%	13.66%	13.69%
ROIC	9.71%	9.56%	9.79%	10.12%
偿债能力				
资产负债率	48.95%	48.22%	46.53%	46.22%
净负债比率	95.87%	93.12%	87.01%	85.95%
流动比率	1.48	1.52	1.58	1.62
速动比率	1.21	1.23	1.29	1.33
营运能力				
总资产周转率	0.82	0.78	0.81	0.83
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	1.76	2.02	2.34
每股经营现金	2.82	1.83	1.94	2.13
每股净资产	11.01	12.74	14.75	17.09
估值比率				
P/E	16.10	14.60	12.77	11.00
P/B	2.34	2.02	1.74	1.51
EV/EBITDA	12.56	10.26	9.01	8.06

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>