

2023年08月28日

Q2 仍处筑底阶段，静待需求回暖

裕同科技(002831)

评级:	买入	股票代码:	002831
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	34.93/22.35
目标价格:		总市值(亿)	211.13
最新收盘价:	22.69	自由流通市值(亿)	118.07
		自由流通股数(百万)	520.35

事件概述

裕同科技发布 2023 半年报。2023H1 公司实现营收 63.65 亿元，同比-12.45%；归母净利润 4.32 亿元，同比-10.82%；扣非归母净利润 5.03 亿元，同比-0.77%。分季度看，Q2 单季度实现营业收入 34.54 亿元，同比-9.12%；归母净利润 2.50 亿元，同比-4.30%。现金流方面，2023H1 公司经营活动产生的现金流量净额为 23.15 亿元，同比+84.86%，主要系报告期内采购支出下降，同时 2022 年下半年销售较同期有所增长，致本期收回到期账款金额增加所致。

此外，公司拟每 10 股派发现金红利 3.27 元（含税），持续回馈广大投资者。

分析判断：

► 收入端：行业去库存周期下收入承压，23 年底部位置有望确立。

公司是全球最大的精品盒生产商，产品在全球消费电子与智能硬件行业、中国高端白酒行业、中国烟草行业占据领先地位，由于当前全球智能手机去库存仍未结束（据 Counterpoint Research 最新预测，2023 年全球智能手机出货量将同比下降 6%）以及国内消费需求增长不及预期影响，公司收入受到一定影响，短期较承压。分产品看，2023H1 公司纸制精品包装产品、包装配套产品、环保纸塑产品分别实现收入 44.97、12.52、4.25 亿元，同比分别-13.15%、-9.64%、-12.26%。分地区看，2023H1 公司国内、国外市场分别实现收入 46.87、16.79 亿元，同比分别-18.98%、+12.98%，海外市场保持较快增速。报告期内，公司于业内率先在越南、印度、印尼、泰国和马来西亚建立了 8 个生产基地，当前在全球已建有 50 余家生产基地和服务中心，持续深化全球布局，构建稳定供应体系。

► 盈利端：智能工厂加速下毛利率提升明显，期间费用率有所上升。

盈利能力方面，2023H1 公司毛利率、净利率分别为 23.61%、6.88%，同比分别+2.51pct、-0.10pct。其中，Q2 单季度毛利率、净利率分别为 23.52%、7.50%，同比分别+2.16pct、+0.29pct，我们预计公司智能工厂布局全面加速下，降本增效明显。（报告期内，公司湖南裕同智能工厂建设一期顺利落地，苏州裕同智能工厂建设基本完成，成都裕同智能工厂建设完成，其他区域如泸州裕同、重庆裕同、九江裕同、烟台裕同和越南裕同等重点生产基地的智能化建设也在持续规划推进中）。分业务看，2023H1 公司纸制精品包装产品、包装配套产品、环保纸塑产品毛利率分别为 23.35%、23.89%、20.41%，同比分别+3.26pct、+1.19pct、-4.96pct。期间费用率方面，2023H1 公司期间费用率为 13.07%，同比+1.68pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 2.84%、6.64%、4.73%、-1.13%，同比分别+0.46pct、+1.13pct、+0.87pct、-0.78pct。

投资建议

公司多元化客户开拓渐显成效，消费电子大客户份额较稳定，烟包、化妆品、环保包装等其他领域快速发展，未来可期。考虑到当前行业消费需求仍偏弱，我们调整此前盈利预测，公司 2023-2025 年营业收入分别由 180.45/208.28/237.55 亿元调整至 164.21/197.34/232.97 亿元；2023-2025 年 EPS 分别由 1.82/2.15/2.47 元调整至 1.62/1.98/2.35 元，对应 2023 年 8 月 28 日收盘价 22.69 元/股，PE 分别为 14/11/10 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

原材料价格大幅波动风险；客户拓展不及预期风险；行业竞争加剧风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14,944	16,362	16,421	19,734	23,297
YoY (%)	26.8%	9.5%	0.4%	20.2%	18.1%
归母净利润(百万元)	1,023	1,488	1,512	1,844	2,183
YoY (%)	-8.7%	45.5%	1.6%	22.0%	18.4%
毛利率 (%)	21.6%	23.7%	25.1%	26.1%	26.5%
每股收益 (元)	1.09	1.61	1.62	1.98	2.35
ROE	11.0%	14.5%	13.5%	14.8%	15.5%
市盈率	20.76	14.08	13.97	11.45	9.67

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	16,362	16,421	19,734	23,297	净利润	1,577	1,600	1,952	2,310
YoY (%)	9.5%	0.4%	20.2%	18.1%	折旧和摊销	800	610	720	759
营业成本	12,477	12,306	14,589	17,114	营运资金变动	44	-201	-1,803	-256
营业税金及附加	81	89	109	130	经营活动现金流	2,621	2,135	975	2,936
销售费用	404	427	553	676	资本开支	-1,527	-519	-630	-511
管理费用	890	985	1,302	1,538	投资	-227	-231	-270	-320
财务费用	-25	99	97	119	投资活动现金流	-2,456	-744	-842	-746
研发费用	671	755	947	1,165	股权募资	26	-89	0	0
资产减值损失	-29	0	0	0	债务募资	543	522	522	524
投资收益	-91	-33	20	47	筹资活动现金流	-362	-233	-215	-283
营业利润	1,857	1,851	2,286	2,736	现金净流量	-59	1,158	-81	1,906
营业外收支	-51	-20	-30	-50					
利润总额	1,806	1,831	2,256	2,686	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	229	231	305	376	成长能力				
净利润	1,577	1,600	1,952	2,310	营业收入增长率	9.5%	0.4%	20.2%	18.1%
归属于母公司净利润	1,488	1,512	1,844	2,183	净利润增长率	45.5%	1.6%	22.0%	18.4%
YoY (%)	45.5%	1.6%	22.0%	18.4%	盈利能力				
每股收益	1.61	1.62	1.98	2.35	毛利率	23.7%	25.1%	26.1%	26.5%
					净利率	9.1%	9.2%	9.3%	9.4%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	7.1%	6.7%	7.2%	7.7%
货币资金	3,317	4,475	4,394	6,301	净资产收益率 ROE	14.5%	13.5%	14.8%	15.5%
预付款项	293	326	366	428	偿债能力				
存货	1,766	1,773	2,396	2,507	流动比率	1.48	1.56	1.60	1.69
其他流动资产	6,793	7,159	9,340	10,172	速动比率	1.21	1.29	1.30	1.41
流动资产合计	12,169	13,733	16,497	19,409	现金比率	0.40	0.51	0.43	0.55
长期股权投资	9	12	16	21	资产负债率	48.9%	48.2%	48.5%	47.7%
固定资产	5,733	5,241	4,667	4,052	经营效率				
无形资产	745	849	904	964	总资产周转率	0.82	0.75	0.82	0.86
非流动资产合计	8,897	8,970	9,071	9,043	每股指标 (元)				
资产合计	21,066	22,703	25,568	28,452	每股收益	1.61	1.62	1.98	2.35
短期借款	3,878	4,400	4,922	5,446	每股净资产	11.01	12.00	13.39	15.09
应付账款及票据	3,020	3,159	4,037	4,428	每股经营现金流	2.82	2.29	1.05	3.16
其他流动负债	1,303	1,270	1,333	1,591	每股股利	0.33	0.33	0.00	0.00
流动负债合计	8,202	8,829	10,292	11,466	估值分析				
长期借款	1,574	1,574	1,574	1,574	PE	14.08	13.97	11.45	9.67
其他长期负债	535	535	535	535	PB	3.00	1.89	1.69	1.50
非流动负债合计	2,109	2,109	2,109	2,109					
负债合计	10,311	10,938	12,401	13,575					
股本	931	927	927	927					
少数股东权益	513	601	709	836					
股东权益合计	10,755	11,765	13,167	14,877					
负债和股东权益合计	21,066	22,703	25,568	28,452					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，10年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。