

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

裕同科技(002831)

投资评级 买入

上次评级 买入

李宏鹏 轻工行业首席分析师

执业编号: S1500522020003

邮箱: lihongpeng@cindasc.com

## 相关研究

- 1、《裕同科技(002831): 竞争王者, 盈利修复通道开启》
- 2、《裕同科技(002831): 大包装驱动高速增长, 盈利修复可期》
- 3、《裕同科技(002831): 降本增效盈利修复, Q2 利润增速靓丽》

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## H1 利润率稳健、静待需求回暖, 中期分红回馈股东

2023年08月29日

**事件:** 裕同科技发布半年报, 2023年上半年实现营业收入63.65亿元, 同比下降12.45%, 实现归母净利润4.32亿元, 同比下降10.82%, 扣非归母净利润5.03亿元, 同比下降0.77%。公司单Q2实现营业收入34.54亿元, 同比下降10.76%, 实现归母净利润2.5亿元, 同比下降4.3%, 扣非归母净利润3.45亿元, 同比增长12.52%。公司中期每10股分红3.27元, 拟合计分红约3亿元。

**点评:**

- **上半年消费环境影响营收承压, 智能工厂&海外工厂打造持续落地, 下半年有望迎来旺季, 环比改善可期。**公司2023年上半年实现营业收入63.65亿元, 同比下降12.45%, 单Q2实现营业收入34.54亿元, 同比下降10.76%。上半年市场复苏较为缓慢, 经营有所承压; 公司持续发挥一体化产品线、全球化布局和智能制造等多方面优势, 以客户为中心, 着重加大解决方案能力、专业产品线能力及项目管理能力等能力建设, 实现了存量客户满意度进一步提升。分产品看, 上半年公司纸制精品包装、包装配套产品、环保纸塑产品、其他产品分别实现收入44.97亿元、12.52亿元、4.25亿元、0.83亿元, 分别同比-13.15%、-9.64%、-12.26%、-30.37%。分地区看, 上半年公司国内、国外分别实现收入46.87亿元、16.79亿元, 分别同比-18.98%、+12.98%。产能方面, 公司智能工厂升级持续推进, 上半年湖南裕同一期、苏州裕同、成都裕同建设落地, 打造智造护城河; 海外马来西亚新工厂、印度工厂新厂区建设完成; 同时公司预计越南纸塑项目、越南智能工厂年内投产。
- **毛利率提升、净利率平稳, 经营性现金流显著改善。**1) **毛利率方面**, 公司上半年实现毛利率23.61%, 同比+2.51pct; 单Q2实现毛利率23.52%, 同比+2.17pct。分产品看, 上半年纸制精品包装、包装配套产品、环保纸塑产品、其他产品毛利率分别为23.35%、23.89%、20.41%、37.20%, 分别同比+3.26pct、+1.19pct、-4.96pct、+10.99pct。2) **期间费用方面**, 公司上半年销售、管理、研发、财务费用率分别为2.84%、6.64%、4.73%、-1.13%, 分别同比变化+0.46pct、+1.13pct、+0.87pct、-0.78pct。3) **净利润方面**, 公司上半年实现归母净利润4.32亿元, 同比下降10.82%, 净利率为6.88%, 同比-0.1pct; 单Q2归母净利润2.5亿元, 同比下降4.3%, 净利率为7.5%, 同比+0.29pct。4) **运营方面**, 公司上半年实现经营现金流净额为23亿元, 同比增长85%, 主要为采购支出下降, 同时期收到到期账款金额增加; 投资活动现金流净额-10亿元, 同比-15%; 筹资活动现金流净额-12亿元, 同比-416%, 主要为借款金额减少。
- **盈利预测和投资评级:** 公司作为纸包装龙头发力布局大包装, 酒包&烟包&环保包装等新业务增长动能强劲, 自动智能化产线与高客户粘性构筑制造、经营壁垒。预计公司2023-2025年归母净利润分别为16.00亿元、18.49亿元、21.63亿元, 同比分别增长7.5%、15.6%、17.0%。

目前股价对应 2023 年、2024 年 PE 分别为 13x、11x，维持“买入”评级。

**风险因素：**市场竞争风险，原材料价格波动风险

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	14,944	16,362	16,836	19,452	22,216
增长率 YoY %	26.8%	9.5%	2.9%	15.5%	14.2%
归属母公司净利润 (百万元)	1,023	1,488	1,600	1,849	2,163
增长率 YoY%	-8.7%	45.5%	7.5%	15.6%	17.0%
毛利率%	21.6%	23.7%	24.3%	24.5%	24.6%
净资产收益率ROE%	11.0%	14.5%	13.8%	14.1%	14.5%
EPS(摊薄)(元)	1.10	1.60	1.72	1.99	2.32
市盈率 P/E(倍)	30.65	20.68	13.20	11.42	9.76
市净率 P/B(倍)	3.36	3.00	1.82	1.61	1.42

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 08 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	11,202	12,169	13,149	15,129	17,672	
货币资金	2,696	3,317	4,163	4,799	5,921	
应收票据	5	7	8	9	10	
应收账款	5,714	6,069	6,225	7,195	8,221	
预付账款	297	293	299	345	394	
存货	1,803	1,766	1,809	2,094	2,394	
其他	686	716	644	687	733	
<b>非流动资产</b>	7,770	8,897	9,426	9,687	9,694	
长期股权投资	0	9	9	9	9	
固定资产(合计)	5,022	5,733	6,460	6,782	6,809	
无形资产	725	745	785	825	865	
其他	2,023	2,411	2,173	2,071	2,011	
<b>资产总计</b>	18,971	21,066	22,575	24,816	27,366	
<b>流动负债</b>	7,656	8,202	8,285	8,888	9,521	
短期借款	3,350	3,878	3,878	3,878	3,878	
应付票据	498	558	570	658	750	
应付账款	2,578	2,462	2,513	2,900	3,307	
其他	1,230	1,303	1,323	1,452	1,585	
<b>非流动负债</b>	1,635	2,109	2,109	2,109	2,109	
长期借款	1,192	1,574	1,574	1,574	1,574	
其他	443	535	535	535	535	
<b>负债合计</b>	9,291	10,311	10,394	10,997	11,630	
少数股东权益	344	513	609	720	850	
归属母公司股东权益	9,336	10,241	11,571	13,099	14,886	
<b>负债和股东权益</b>	18,971	21,066	22,575	24,816	27,366	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	14,944	16,362	16,836	19,452	22,216	
同比(%)	26.8%	9.5%	2.9%	15.5%	14.2%	
归属母公司净利润	1,023	1,488	1,600	1,849	2,163	
同比(%)	-8.7%	45.5%	7.5%	15.6%	17.0%	
毛利率(%)	21.6%	23.7%	24.3%	24.5%	24.6%	
ROE%	11.0%	14.5%	13.8%	14.1%	14.5%	
EPS(摊薄)(元)	1.10	1.60	1.72	1.99	2.32	
P/E	30.65	20.68	13.20	11.42	9.76	
P/B	3.36	3.00	1.82	1.61	1.42	
EV/EBITDA	16.68	12.56	8.46	7.18	6.03	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	14,94	16,362	16,836	19,452	22,216	
营业成本	11,717	12,477	12,737	14,695	16,761	
营业税金及附加	81	81	83	96	110	
销售费用	366	404	416	481	549	
管理费用	821	890	916	1,058	1,208	
研发费用	589	671	691	798	911	
财务费用	182	-25	-82	156	146	
减值损失合计	-39	-29	-40	-40	-40	
<b>投资净收益</b>	105	-91	-34	64	73	
其他	-25	112	-35	55	65	
<b>营业利润</b>	1,227	1,857	1,966	2,247	2,628	
营业外收支	-10	-51	-25	-3	-3	
<b>利润总额</b>	1,217	1,806	1,941	2,244	2,625	
所得税	138	229	246	284	332	
<b>净利润</b>	1,079	1,577	1,696	1,960	2,293	
少数股东损益	56	89	96	111	130	
<b>归属母公司</b>	1,023	1,488	1,600	1,849	2,163	
EBITDA	2,040	2,666	2,714	3,113	3,519	
EPS(当年)(元)	1.10	1.60	1.72	1.99	2.32	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	1,173	2,621	2,652	2,175	2,508	
净利润	1,079	1,577	1,696	1,960	2,293	
折旧摊销	700	800	720	789	843	
财务费用	212	24	218	218	218	
投资损失	-108	91	34	-64	-73	
营运资金变动	-831	44	-190	-802	-848	
其它	121	84	174	74	75	
<b>投资活动现金流</b>	-1,581	-2,456	-1,318	-1,000	-792	
资本支出	-1,780	-1,527	-1,284	-1,064	-865	
长期投资	-21	-227	80	0	0	
其他	220	-702	-114	64	73	
<b>筹资活动现金流</b>	442	-362	-488	-539	-594	
吸收投资	34	26	8	0	0	
借款	4,046	5,925	0	0	0	
支付利息或股息	-417	-382	-496	-539	-594	
<b>现金流净增加额</b>	-55	-59	846	636	1,122	

## 研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，2015年8月入职招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第4、第2、第3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022年加入信达证券

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成成分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,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,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。