

裕同科技(002831)

报告日期: 2023年08月29日

下游需求不振拖累经营, 23H2 预期环比向好

——裕同科技点评报告

投资要点

□ 公司公告 2023 年中报

23H1 实现收入 63.65 亿(-12.45%), 归母净利润 4.32 亿元(-10.82%, 回溯后、下同), 扣非归母净利润 5.03 亿元(-0.77%), 非经主要为套保工具亏损; 23Q2 实现收入 34.54 亿(-10.76%), 归母净利 2.5 亿元(-4.3%), 扣非归母净利润 3.45 亿(+12.53%), 受 3C、酒等下游需求不振影响收入端短期承压, 纸价低位+智能工厂提效下 Q2 毛利率仍然表现较好。

分红: 公告宣布发放中期派息, 向全体股东每 10 股派现金人民币 3.27 元(含税), 总计派息 3 亿元, 占半年归母净利润比例 69%(近年分红比例在 20%左右)。伴随公司资本开支节奏放缓(21 年 18.52 亿、22 年 16 亿、23H1 为 4.4 亿), 公司加强分红回报股东。

□ 成本端: 纸价延续弱势+智能工厂布局, 毛利率表现持续向好

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。23H1/23Q2 毛利率为 23.61%/23.52%, 分别同比+2.51pct/+2.16pct。

2) 智能工厂: 期内湖南裕同智能工厂建设一期顺利落地, 协同许昌智能工厂烟包生产基地, 锻造烟包生产智造能力; 苏州裕同智能工厂建设基本完成, 更充分满足华东市场消费电子、化妆品和食品等包装需求; 成都裕同智能工厂建设完成, 西南市场消费电子和酒包智能工厂新典范; 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预期。智能工厂的建设将持续降低人工成本、提升效率。

□ 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) 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, 看好订单表现。

□ 增量业务: 环保国内潜力高, 烟酒包装

1) 环保包装: 23H1 收入 4.25 亿(-12%), 主要系公司环保业务目前大头仍然服务 3C 类客户为主, 受 3C 景气拖累同步下降。餐包方面, 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, 看好裕同环保包装未来成长空间。

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; 下半年中秋国庆期间白酒礼赠需求提升, 预期转好。

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	¥22.69
总市值(百万元)	21,113.35
总股本(百万股)	930.51

股票走势图



相关报告

- 《3C 景气有望迎修复, 成本弹性持续释放, 优质低估》2023.07.16
- 《3C 客户去库节奏影响收入, 利润率表现优异》2023.04.27
- 《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) **烟包**: 23H1 经营短期承压, 主要系烟草企业全面推进卷烟产品改版增加二维码标识、重新安排部分产品生产计划, 考虑卷烟产销在国内为计划经济体系, 上半年减少的单量预计在下半年追回。裕同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。

□ 套保策略+汇率波动对利润产生一定不利影响

1) 23Q2 期间费用率为 9.8% (-0.3pct), 其中销售/管理+研发费用率/财务费用率分别为 3.1%/10.7%/-4.0% (同比+0.8pct/+1.5pct/-2.6pct), 财务费用变动主因汇兑收益及利息收入增加。

2) 由于公司采取套保策略, 23H1 汇兑收益为 0.95 亿, 但公允价值变动亏损 1.22 亿 (基本为远期结售汇合约)、投资收益 (处理金融工具取得 411 万), 综合来看汇率波动给公司税前利润的负向影响为 0.22 亿。

□ 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 166.97 亿 (+2.04%)、193.11 亿 (+15.66%)、223.64 亿 (+15.81%), 归母净利 15.07 亿 (+1.25%)、17.47 亿 (+15.94%)、20.2 亿 (+15.67%), 对应 PE 分别为 14.0X、12.09X、10.45X, 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	16,697	19,311	22,364
(+/-) (%)	9.49%	2.04%	15.66%	15.81%
归母净利润	1,488	1,507	1,747	2,020
(+/-) (%)	45.46%	1.25%	15.94%	15.67%
每股收益(元)	1.60	1.62	1.88	2.17
P/E	14.19	14.01	12.09	10.45

资料来源: 浙商证券研究所

表 1: 裕同科技收入结构

单位: 亿元	20A	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	21A	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	22A	23H1
总收入	117.89	26.59	33.93	40.03	47.95	148.50	33.51	38.00	48.86	43.25	163.62	63.65
yoy	20%	46%	36%	30%	9%	26%	26%	12%	22%	-12%	9.5%	-12%
消费电子包装	87.30	18.80	20.72	25.11	29.38	94.00	22.00	23.81	34.79	29.5	110.1	-
yoy	16%	-	-	3%	-	8%	18%	15%	39%	0.4%	17%	-
占比	74%	71%	61%	63%	61%	63%	66%	63%	71%	68%	67%	-
环保包装	4.20	1.16	1.21	2.24	2.29	6.90	2.20	2.62	3.68	2.7	11.2	4.25
yoy	35%	-	-	149%	-	65%	90%	116%	64%	18%	62%	-12%
酒包装	7.70	2.84	3.21	4.11	3.14	13.30	3.70	3.43	2.47	2.6	12.2	-
yoy	17%	-	-	89%	-	71%	30%	7%	-40%	-17%	-8%	-
烟包装	5.50	1.66	1.52	2.36	3.26	8.80	1.55	1.67	2.19	3.1	8.5	-
yoy	10%	-	-	47%	-	60%	-7%	9%	-7%	-5%	-3%	-
化妆品包装	2.90	0.74	0.34	0.75	1.56	3.40	1.00	0.23	0.75	1.52	3.5	-
yoy	45%	-	-	60%	-	16%	34%	-33%	-1%	-3%	3%	-
其他领域业务	10.29	1.39	6.92	5.46	8.33	22.10	3.06	6.24	4.98	3.83	18.12	-
yoy	52%	-	-	372%	-	115%	120%	-10%	-9%	-54%	-18%	-

资料来源: 裕同科技公众号、公司公告, 浙商证券研究所

表 2: 裕同科技季度重点财务数据

单位: 百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
营业总收入	2,658.89	3,392.80	4,003.49	4,794.94	3,350.83	3,799.93	4,885.90	4,325.44	2,911.81	3,453.55
YOY	45.83%	36.44%	30.45%	8.73%	26.02%	12.00%	22.04%	-11.52%	-14.37%	-10.76%
归母净利润	166.38	169.55	331.61	349.69	220.75	254.99	543.36	468.78	181.38	250.29
YOY	-17.10%	-8.56%	0.84%	-24.60%	32.68%	50.39%	63.86%	31.92%	-18.49%	-4.30%
扣非归母净利润	151.72	112.03	320.34	324.00	191.45	306.68	579.38	437.76	157.45	345.09
YOY	-29.66%	-34.62%	-0.31%	-13.61%	26.18%	173.75%	80.86%	35.11%	-17.76%	12.53%
毛利率	23.88%	18.56%	22.96%	21.16%	20.81%	21.35%	25.37%	26.29%	23.72%	23.52%
期间费用率	16.66%	13.79%	12.44%	11.20%	12.86%	10.10%	9.27%	15.54%	16.95%	9.80%
其中: 销售费用	89.44	77.15	129.09	68.78	83.95	86.44	134.57	99.25	74.20	106.45
销售费用率	3.36%	2.27%	3.22%	1.43%	2.51%	2.27%	2.75%	2.29%	2.55%	3.08%
其中: 管理费用	196.10	203.52	219.17	195.00	186.99	206.54	227.14	269.30	203.81	218.63
研发费用	132.18	140.22	128.79	185.28	130.32	145.34	201.60	194.03	149.51	151.28
管理+研发费用率	12.35%	10.13%	8.69%	7.93%	9.47%	9.26%	8.77%	10.71%	12.13%	10.71%
其中: 财务费用	25.32	47.05	20.84	88.02	29.71	-54.43	-110.15	109.49	66.04	-137.84
财务费用率	0.95%	1.39%	0.52%	1.84%	0.89%	-1.43%	-2.25%	2.53%	2.27%	-3.99%
归母净利率	6.26%	5.00%	8.28%	7.29%	6.59%	6.71%	11.12%	10.84%	6.23%	7.25%
存货	1,848.00	1,919.62	1,934.57	1,779.09	1,592.32	1,806.20	1,867.77	1,766.44	1,646.97	1,630.42
较上年同期增减	763.80	831.37	543.95	260.77	-255.68	-113.43	-66.79	-12.65	54.66	-175.78
应收票据	75.40	151.90	142.71	4.81	4.43	3.27	2.92	7.42	5.55	2.42
较上年同期增减	-53.06	55.53	24.42	-97.17	-70.97	-148.63	-139.79	2.61	1.12	-0.85
应收账款	4,580.82	4,214.93	4,731.53	5,593.86	5,267.24	5,015.97	5,945.44	6,069.21	4,502.48	4,259.00
较上年同期增减	1,309.50	765.10	585.34	370.73	686.43	801.04	1,213.91	475.35	-764.77	-756.97
应付账款及应付票据	2,297.35	2,110.10	2,515.64	2,994.31	2,407.37	2,808.29	3,391.53	3,020.49	2,566.26	2,614.69
较上年同期增减	705.62	454.07	293.01	340.76	110.02	698.19	875.89	26.18	158.89	-193.61
预收账款	52.08	53.83	52.20	74.01	64.18	90.94	77.22	100.31	100.40	86.16
较上年同期增减	12.28	17.54	11.17	23.77	12.10	37.12	25.03	26.30	36.22	-4.78
经营性现金流净额	12.90	210.56	365.93	578.15	368.22	866.29	510.66	875.60	1,038.10	1,277.39
较上年同期增减	-294.94	-106.11	206.08	359.48	355.32	655.73	144.73	297.45	669.89	411.10
筹资性现金流净额	114.71	-306.46	257.08	379.01	20.34	367.67	-865.09	114.92	-595.11	-579.86
较上年同期增减	-168.83	-1,566.55	657.72	-109.39	-94.37	674.12	-1,122.17	-264.09	-615.44	-947.52
资本开支	358.29	462.79	354.46	676.31	309.62	275.02	275.38	742.17	286.83	155.66
较上年同期增减	108.79	9.21	91.16	-66.55	-48.67	-187.76	-79.09	65.85	-22.80	-119.36
ROE	1.93%	1.95%	3.77%	3.84%	2.37%	2.72%	5.68%	4.69%	1.76%	2.41%
YOY (±)	-0.29%	-0.90%	-1.14%	-2.20%	0.44%	0.76%	1.91%	0.85%	-0.61%	-0.31%
资产负债率	44.30%	44.55%	46.17%	48.87%	47.53%	50.95%	50.08%	48.95%	44.83%	46.41%
YOY (±)	-1.84%	-7.04%	-6.37%	1.60%	3.23%	6.40%	3.91%	0.08%	-2.70%	-4.53%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表 3: 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	13,736	15,893	18,485
现金	3,317	4,428	4,651	6,062
交易性金融资产	221	221	221	221
应收账款	6,077	6,514	7,933	8,834
其它应收款	122	143	167	177
预付账款	293	335	369	425
存货	1,766	1,871	2,328	2,541
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	23,362	26,258	29,613
流动负债	8,202	9,021	10,171	11,506
短期借款	3,878	4,400	4,922	5,446
应付款项	3,020	3,330	3,918	4,489
预收账款	0	0	0	0
其他	1,303	1,291	1,331	1,571
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	11,131	12,280	13,615
少数股东权益	513	513	513	513
归属母公司股东权益	10,241	11,717	13,464	15,485
负债和股东权益	21,066	23,362	26,258	29,613

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,621	2,129	1,266	2,420
净利润	1,577	1,507	1,747	2,020
折旧摊销	800	507	517	406
财务费用	24	207	233	259
投资损失	91	17	39	67
营运资金变动	44	(158)	(1,306)	(369)
其它	84	51	36	37
投资活动现金流	(2,456)	(1,303)	(1,332)	(1,273)
资本支出	(1,527)	(1,155)	(1,124)	(986)
长期投资	(9)	(131)	(170)	(220)
其他	(920)	(17)	(39)	(67)
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)	1,111	223	1,411

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	16,362	16,697	19,311	22,364
营业成本	12,477	12,648	14,696	16,997
营业税金及附加	81	88	101	115
营业费用	404	427	481	560
管理费用	890	969	1,078	1,254
研发费用	671	682	781	912
财务费用	(25)	174	189	213
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)	(17)	(39)	(67)
其他经营收益	72	83	89	104
营业利润	1,857	1,775	2,030	2,343
营业外收支	(51)	(50)	(30)	(30)
利润总额	1,806	1,725	2,000	2,313
所得税	229	218	253	293
净利润	1,577	1,507	1,747	2,020
少数股东损益	89	0	0	0
归属母公司净利润	1,488	1,507	1,747	2,020
EBITDA	2,666	2,473	2,781	3,036
EPS (最新摊薄)	1.60	1.62	1.88	2.17

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	9.49%	2.04%	15.66%	15.81%
营业利润	51.31%	-4.41%	14.37%	15.44%
归属母公司净利润	45.46%	1.25%	15.94%	15.67%
获利能力				
毛利率	23.75%	24.25%	23.90%	24.00%
净利率	9.09%	9.02%	9.04%	9.03%
ROE	14.53%	12.86%	12.97%	13.05%
ROIC	9.71%	9.15%	9.40%	9.74%
偿债能力				
资产负债率	48.95%	47.65%	46.77%	45.98%
净负债比率	95.87%	91.00%	87.86%	85.10%
流动比率	1.48	1.52	1.56	1.61
速动比率	1.21	1.25	1.28	1.33
营运能力				
总资产周转率	0.82	0.75	0.78	0.80
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	1.62	1.88	2.17
每股经营现金	2.82	2.29	1.36	2.60
每股净资产	11.01	12.59	14.47	16.64
估值比率				
P/E	14.19	14.01	12.09	10.45
P/B	2.06	1.80	1.57	1.36
EV/EBITDA	12.56	10.54	9.48	8.39

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>