

裕同科技(002831)

报告日期: 2021年4月28日

3C 业务稳步成长, 大消费多元布局成效显著

——裕同科技点评报告

✍ 分析师: 史凡可 执业证书编号: S1230520080008
 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
 ☎ 联系人: 傅嘉成
 ✉ : shifanke@stocke.com.cn

报告导读

公司发布 20 年报和 21 年一季报: 20 年营收 117.89 亿 (+19.75%), 归母净利润 11.20 亿 (+7.20%), 扣非归母净利 9.85 亿 (+1.80%)。其中 20Q4 单季营收 44.10 亿 (+26.05%), 归母净利润 4.64 亿 (+6.23%), 扣非归母净利 3.75 亿 (-12.20%)。21Q1 营收 26.59 亿 (+45.83%), 归母净利润 1.66 亿 (+17.10%), 扣非归母净利 1.52 亿 (+29.66%)。

投资要点

□ 3C 业务稳步成长, 大消费多元布局成效显著

分业务来看, 公司 (1) 3C 业务保持高速增长, 我们预计近 20% 的营收成长来源于 A 客户。另外, A 客户以外消费电子客户订单持续导入, 包括小米、OPPO、任天堂、歌尔等都有较好增速。(2) 大消费包装深化布局, 烟标方面, 受益于中烟招标流程透明化, 裕同市场竞争力强、新增中标较多; 酒包方面, 公司目前是茅台、泸州老窖、古井贡酒、洋河等中高端白酒的核心供应商, 新酒企客户也在持续导入; 云创方面, C2B 商业模式创新, 多元客户+多云业务驱动快速增长。环保纸塑方面, 受益于国内“禁塑令”以及美团合作推进, 公司以销定产不断进行新产能布局, 预计未来几年环保纸塑业务将会迅速放量。另外, 公司智能工厂和数字化进程提高制造效率和降低人工成本成效显著, 目前智能工厂主要服务于 A 客户, 后续将复制成功经验于环保、烟酒等业务。

□ 期间费用率降低, 汇兑损益和非经常性损益影响利润增速

公司 20 年期间费用率同比减少 2.00% 至 19.79%, 其中销售费用率同比减少 2.06% 至 2.74%; 管理费用率同比减少 0.42% 至 10.69%, 财务费用率同比增加 0.69% 至 2.15%; 研发费用率同比减少 0.21% 至 4.21%。

20 年净利润增速低于营收, 主要系汇兑损益和非经常性损益影响。20 年财务费用科目下汇兑损益 1.19 亿元, 公允价值变动收益 5717.16 万元主要来源于公司套期保值产品, 我们估计对冲后 20 年实际汇兑损失在 5000-6000 万。近期开始公司已经加强净资产敞口对冲措施, 预计未来财务费用波动减小, 汇率对公司利润影响显著降低。

□ 应收账款周转加快, 资本开支维持较高水平

公司 21Q1 存货 18.48 亿元, 较去年同期增加 76.38 亿元, 存货周转天数为 74.84 天 (+5.6 天); 应收票据 7540 万元, 较去年同期减少 5306 万元; 应收账款 45.81 亿元, 较去年同期增加 13.10 亿元, 应收账款周转天数为 165.93 天 (-15.23 天); 应付账款及应付票据 22.97 亿元, 较去年同期增加 7.06 亿元, 应付账款周转天数为 94.35 天 (+4.31 天); 预付账款 5208 万元, 较去年同期增加 1228 万元。经营性现金流金额 1290 万元, 较去年同期减少 2.95 亿元; 资本开支 3.58 亿元, 较去年同期增长 1.09 亿元, 估计主要系智能工厂和环保项目资本持续投放。

□ 盈利预测及估值

公司 21Q1 业绩表现超出市场预期, 消费电子业务保持稳步发展、大消费包装

评级

买入

上次评级 买入
 当前价格 ¥32.14

单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
1Q/2021	0.19
4Q/2020	0.50
3Q/2020	0.39
2Q/2020	0.22



公司简介

相关报告

- 1 《【浙商轻工】裕同科技: Q4 业绩预告符合预期, 员工持股计划强化发展信心》2020.12.01
- 2 《【浙商轻工】裕同科技: 客户新品延期、汇兑影响 Q3 表现, 看好 Q4 增长动力》2020.11.02
- 3 《【浙商轻工】裕同科技: 二季度表现超过预期, 综合包装龙头发展渐入佳境》2020.08.28

报告撰写人: 史凡可、马莉

联系人: 傅嘉成

点评报告

行业公司研究—轻工制造行业

证券研究报告

多领域布局预计带来成长动能。预计公司 2021-2023 年收入 145.66 /179.44 /219.46 亿元，同增 23.55% /23.19% /22.30%；归母净利润 13.67/16.77/20.45 亿元，同增 22.06% /22.69% /21.90%；PE 为 21.96X/17.90X/14.68X，维持“买入”评级。

□ **风险提示** 新业务放量不达预期，行业竞争加剧

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	11788.94	14565.78	17944.28	21946.14
(+/-)	19.75%	23.55%	23.19%	22.30%
净利润	1120.16	1367.22	1677.48	2044.83
(+/-)	3.85%	22.06%	22.69%	21.90%
每股收益(元)	1.20	1.46	1.80	2.19
P/E	26.80	21.96	17.90	14.68

图 1：裕同科技季度财务数据一览

单位: 百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
营业总收入	1,614.84	1,671.51	2,168.31	3,123.59	1,785.11	1,898.67	2,662.47	3,498.62	1,823.24	2,486.60	3,069.06	4,410.04	2,658.89
YOY	16.18%	31.46%	16.40%	28.88%	10.54%	13.59%	22.79%	12.01%	2.14%	30.97%	15.27%	26.05%	45.83%
归母净利润	139.32	126.88	276.35	403.03	154.21	141.87	312.26	436.61	142.09	185.43	328.84	463.81	166.38
YOY	-14.14%	-14.88%	-7.81%	25.63%	10.69%	11.81%	13.00%	8.33%	-7.86%	30.71%	5.31%	6.23%	17.10%
扣非归母净利润	79.17	122.67	271.45	386.27	104.12	130.35	305.75	427.16	117.02	171.36	321.33	375.04	151.72
YOY	-49.99%	-7.43%	9.09%	34.23%	31.51%	6.26%	12.63%	10.58%	12.39%	31.46%	5.10%	-12.20%	29.66%
毛利率	25.19%	24.01%	31.20%	30.74%	27.09%	28.90%	33.75%	29.30%	25.31%	26.25%	30.55%	11.58%	6.47%
期间费用率	21.81%	12.84%	14.81%	13.77%	20.92%	19.01%	17.79%	14.36%	17.02%	17.11%	17.00%	13.16%	16.66%
其中: 销售费用	79.00	74.05	92.84	134.62	75.81	95.04	151.76	149.72	56.49	89.78	90.56	86.70	89.44
销售费用率	4.89%	4.43%	4.28%	4.31%	4.25%	5.01%	5.70%	4.28%	3.10%	3.61%	2.95%	1.97%	3.36%
其中: 管理费用	176.20	171.14	132.35	144.20	137.16	148.91	179.76	192.88	139.42	172.81	200.47	251.11	196.10
管理费用率	0.00	0.00	82.34	111.19	87.25	91.45	122.28	134.34	87.24	116.76	137.85	155.00	132.18
管理+研发费用率	10.91%	10.24%	9.90%	8.18%	12.57%	12.66%	11.34%	9.35%	12.43%	11.65%	11.02%	9.21%	12.35%
其中: 财务费用	96.95	-30.52	13.70	40.22	73.23	25.61	19.83	25.46	27.12	46.08	92.81	87.53	25.32
财务费用率	6.00%	-1.83%	0.63%	1.29%	4.10%	1.35%	0.74%	0.73%	1.49%	1.85%	3.02%	1.98%	0.95%
归母净利润率	8.63%	7.59%	12.74%	12.90%	8.64%	7.47%	11.73%	12.48%	7.79%	7.46%	10.71%	10.52%	6.26%
存货	821.97	804.28	978.04	943.76	871.89	955.40	1,026.79	1,011.32	1,084.20	1,088.26	1,390.62	1,518.31	1,848.00
较上年同期增减	449.87	368.12	205.08	234.16	49.92	151.12	48.75	67.56	212.31	132.86	363.83	506.99	763.80
应收账款	91.91	116.58	91.60	123.34	152.98	94.63	74.74	94.81	128.46	96.37	118.29	101.98	75.40
较上年同期增减	37.06	73.39	54.24	82.64	61.07	-21.95	-16.86	-28.53	-24.52	1.74	43.54	7.18	-53.06
应收账款	2,809.90	2,350.17	2,950.86	3,896.55	2,777.64	2,596.77	3,564.23	4,069.26	3,271.32	3,449.82	4,146.19	5,223.13	4,580.82
较上年同期增减	469.97	402.01	532.82	659.07	-32.26	246.61	613.37	172.70	493.68	853.05	581.96	1,153.87	1,309.50
应付账款及应付票据	1,319.56	1,264.97	1,489.31	1,721.56	1,268.98	1,236.40	1,782.60	1,907.76	1,591.73	1,656.04	2,222.63	2,653.55	2,297.35
较上年同期增减	426.93	411.10	233.90	346.06	-50.59	-28.57	293.29	186.20	322.75	419.64	440.03	745.79	705.62
预收账款	27.01	32.74	42.46	25.15	27.94	29.44	36.16	40.74	39.79	36.28	41.03	50.24	52.08
较上年同期增减	16.28	22.20	27.18	9.40	0.93	-3.30	-6.30	15.59	11.85	6.84	4.87	9.50	12.28
经营性现金流净额	203.78	592.64	-28.05	30.52	750.75	447.06	-145.30	313.25	307.83	316.67	159.84	218.67	12.90
较上年同期增减	-333.06	141.45	66.40	340.50	546.97	-145.58	-117.25	282.73	-442.92	-130.39	305.15	-94.58	-294.94
筹资性现金流净额	246.29	-259.86	68.42	25.06	547.57	-630.97	333.56	-261.12	283.54	1,260.09	-400.64	488.40	114.71
较上年同期增减	323.29	-232.96	83.02	-293.04	301.28	-371.11	265.14	-286.19	-264.03	1,891.06	-734.20	742.53	-168.83
资本开支	177.03	163.09	196.73	202.96	299.70	223.97	194.02	346.00	249.50	453.58	263.30	742.86	358.29
较上年同期增减	-52.86	-5.46	-20.83	82.18	122.66	60.89	-2.71	143.04	-50.19	229.61	69.29	396.86	108.79
ROE	2.75%	2.50%	5.35%	7.35%	2.70%	2.48%	5.35%	7.07%	2.22%	2.85%	4.91%	6.04%	1.93%
YOY(±)	-0.97%	-0.87%	-1.25%	0.73%	-0.05%	-0.02%	0.00%	-0.28%	-0.48%	0.37%	-0.44%	-1.03%	-0.29%
资产负债率	44.77%	45.39%	46.83%	46.61%	45.92%	44.89%	48.47%	47.08%	46.13%	51.59%	52.54%	47.27%	44.30%
YOY(±)	5.78%	5.25%	4.64%	2.50%	1.14%	-0.50%	1.65%	0.48%	0.22%	6.70%	4.07%	0.19%	-1.83%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 2: 裕同科技收入结构一览 (单位: 百万元)

单位: 亿元	17H1	17H2	2017	18H1	18H2	2018	19H1	19H2	2019	20H1	2020
营业收入	26.61	42.87	69.48	32.86	52.92	85.78	36.84	61.61	98.45	43.10	117.89
yoy	31.67%	21.76%	25.37%	23.49%	23.44%	23.46%	12.11%	16.42%	14.77%	16.99%	19.75%
毛利率	31.19%	31.76%	31.54%	24.59%	30.93%	28.50%	28.02%	28.01%	30.03%	25.85%	26.83%
按行业拆分											
纸制品包装	26.61	42.87	69.48	32.86	52.92	85.78	36.84	61.61	98.45	43.10	117.89
yoy	0.32	0.22	0.25	0.23	0.23	0.23	0.12	0.16	14.77%	16.99%	19.75%
占比	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
毛利率	31.19%	31.76%	31.54%	24.59%	30.93%	28.50%	28.02%	28.01%	30.03%	25.85%	26.83%
按产品拆分(新)											
纸制精品包装						68.28	29.05	49.89	78.94	34.09	91.09
yoy									15.61%	17.36%	15.39%
占比						79.60%	78.85%	80.98%	80.18%	79.10%	77.26%
毛利率						28.70%	28.55%	31.67%	30.52%	26.30%	27.19%
包装配套产品						10.42	4.93	7.14	12.07	5.66	20.04
yoy									15.86%	14.81%	66.04%
占比						12.14%	13.38%	11.59%	12.26%	13.13%	17.00%
毛利率						31.09%	30.88%	32.08%	31.59%	27.07%	23.68%
环保纸型产品						1.46	0.69	1.10	1.79	0.78	4.27
yoy									22.92%	13.86%	138.30%
占比						1.70%	1.86%	1.79%	1.82%	1.81%	3.62%
毛利率						33.83%	29.37%	35.83%	33.36%	29.74%	31.61%
其他						5.63	2.18	3.47	5.65	2.57	2.49
yoy									0.43%	18.04%	-55.86%
占比						6.56%	5.91%	5.64%	5.74%	5.96%	2.12%
毛利率						19.83%	14.04%	21.57%	18.67%	16.02%	30.96%
按产品拆分(旧)											
彩盒	19.46	32.30	51.76	24.37	37.31	61.68	26.15	44.36	70.51		
yoy	35.05%	18.75%	24.39%	25.23%	15.51%	19.17%	7.30%	18.90%	14.32%		
占比	73.13%	75.34%	74.50%	74.16%	70.50%	71.90%	70.98%	72.00%	71.62%		
毛利率	32.03%	33.02%	32.65%	25.33%	32.39%	29.60%	30.43%	30.44%	31.36%		
纸箱	2.94	3.69	6.63	3.42	4.98	8.40	3.55	5.85	9.40		
yoy	37.38%	17.52%	25.57%	16.33%	34.96%	26.70%	3.80%	17.47%	11.90%		
占比	11.05%	8.61%	9.54%	10.41%	9.41%	9.79%	9.64%	9.50%	9.55%		
毛利率	21.23%	12.71%	16.49%	12.82%	20.88%	17.60%	14.97%	14.93%	19.38%		
说明书	2.47	4.05	6.52	2.97	3.89	6.86	3.08	4.08	7.16		
yoy	53.42%	37.76%	43.30%	20.24%	-3.95%	5.21%	3.70%	4.88%	4.37%		
占比	9.28%	9.45%	9.38%	9.04%	7.35%	8.00%	8.36%	6.62%	7.27%		
毛利率	37.16%	42.99%	40.78%	31.29%	45.35%	39.26%	33.37%	33.44%	39.42%		
不干胶贴纸	0.47	0.78	1.25	0.47	1.54	2.01	0.81	1.29	2.10		
yoy	-16.07%	27.87%	6.84%	0.00%	97.44%	60.80%	72.34%	-16.23%	4.48%		
占比	1.77%	1.82%	1.80%	1.43%	2.91%	2.34%	2.20%	2.09%	2.13%		
毛利率	31.71%	37.19%	35.13%	31.15%	25.24%	26.62%	24.72%	24.69%	28.11%		
其他	1.28	2.04	3.32	1.63	5.20	6.83	3.25	6.03	9.28		
yoy	-5.19%	39.73%	18.15%	27.34%	154.90%	105.72%	99.39%	15.96%	35.87%		
占比	4.81%	4.76%	4.78%	4.96%	9.83%	7.96%	8.82%	9.79%	9.43%		
毛利率	29.57%	21.89%	24.85%	24.15%	20.91%	21.68%	18.65%	18.46%	23.86%		
按渠道拆分											
外销	17.00	29.30	46.30	19.00	29.92	48.92	19.28	36.83	56.11	37.20	18.62
yoy	30.07%	16.18%	20.92%	11.76%	2.12%	5.66%	1.47%	23.09%	14.70%	15.31%	16.98%
内销	9.61	13.56	23.17	13.86	23.00	36.86	17.56	24.78	42.34	5.90	99.27
yoy	34.59%	35.74%	35.26%	44.22%	69.62%	59.09%	26.70%	7.74%	14.87%	28.84%	37.00%

注: 20年内外销口径调整, 部分客户核算由国外变为国内

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	10250	10688	12958	15273
现金	2337	1501	1675	1694
交易性金融资产	515	235	313	354
应收账款	5325	6522	7910	9805
其它应收款	161	138	187	245
预付账款	265	296	357	458
存货	1518	1587	2237	2445
其他	129	409	278	272
非流动资产	6337	6911	7502	8086
金额资产类	0	10	3	4
长期投资	0	0	0	0
固定资产	4513	5142	5644	6062
无形资产	685	824	962	1132
在建工程	368	298	231	229
其他	772	637	662	658
资产总计	16587	17598	20460	23359
流动负债	6493	5755	7064	7840
短期借款	2835	1853	2208	1793
应付款项	2654	3054	3794	4720
预收账款	0	34	39	33
其他	1005	814	1023	1294
非流动负债	1348	1498	1346	1397
长期借款	1039	1039	1039	1039
其他	309	459	307	358
负债合计	7841	7253	8410	9237
少数股东权益	240	268	295	322
归属母公司股东权	8506	10078	11755	13800
负债和股东权益	16587	17598	20460	23359
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1003	1040	1402	1961
净利润	1147	1538	1846	2229
折旧摊销	498	381	440	489
财务费用	254	151	142	136
投资损失	(39)	(47)	(43)	(40)
营运资金变动	(40)	(1175)	(369)	(830)
其它	(818)	193	(614)	(23)
投资活动现金流	(2025)	(758)	(1042)	(1079)
资本支出	(819)	(871)	(798)	(829)
长期投资	(3)	(9)	7	(2)
其他	(1203)	122	(251)	(248)
筹资活动现金流	1631	(1059)	(115)	(787)
短期借款	258	(1241)	177	(708)
长期借款	280	0	0	0
其他	1094	182	(292)	(79)
现金净增加额	610	(777)	246	95

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	11789	14566	17944	21946
营业成本	8626	10588	13038	15965
营业税金及附加	64	94	114	133
营业费用	324	645	813	996
管理费用	764	1481	1855	2287
研发费用	0	583	718	878
财务费用	254	151	143	138
资产减值损失	(87)	79	99	111
公允价值变动损益	57	20	28	35
投资净收益	39	47	43	40
其他经营收益	82	67	76	75
营业利润	1353	1661	2029	2466
营业外收支	(20)	(11)	(11)	(14)
利润总额	1333	1650	2017	2452
所得税	185	256	312	380
净利润	1147	1395	1705	2072
少数股东损益	27	27	27	27
归属母公司净利润	1120	1367	1677	2045
EBITDA	1955	2107	2539	3029
EPS (最新摊薄)	1.20	1.46	1.80	2.19
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	19.75%	23.55%	23.19%	22.30%
营业利润	3.50%	22.82%	22.12%	21.55%
归属母公司净利润	3.85%	22.06%	22.69%	21.90%
获利能力				
毛利率	26.83%	27.31%	27.34%	27.25%
净利率	9.73%	9.57%	9.50%	9.44%
ROE	14.55%	14.32%	14.98%	15.63%
ROIC	9.97%	11.16%	11.72%	12.80%
偿债能力				
资产负债率	47.27%	41.22%	41.10%	39.54%
净负债比率	51.94%	41.29%	40.10%	32.20%
流动比率	1.58	1.86	1.83	1.95
速动比率	1.34	1.58	1.52	1.64
营运能力				
总资产周转率	0.81	0.85	0.94	1.00
应收帐款周转率	2.54	2.51	2.55	2.53
应付帐款周转率	4.47	4.35	4.53	4.43
每股指标(元)				
每股收益	1.20	1.46	1.80	2.19
每股经营现金	1.07	0.84	1.31	1.79
每股净资产	9.11	10.79	12.58	14.77
估值比率				
P/E	26.80	21.96	17.90	14.68
P/B	3.53	2.98	2.55	2.18
EV/EBITDA	15.38	14.98	12.49	10.32

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“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 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

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>