

裕同科技 (002831.SZ)

第二成长曲线搭建顺畅, 3C 包装龙头再起航

高端纸包龙头, 产品布局多元化。创立于 2002 年, 高端包装整体解决方案商, 服务于全球数百个高端品牌, 全球 3C 包装市占率领先, 同时业务延伸至烟酒、化妆品&大健康、环保纸塑等多行业, 第二成长曲线搭建顺畅。2016-2020 年收入从 55.42 亿元增至 117.89 亿元 (CAGR 为 20.77%), 归母净利润从 8.74 亿元增至 11.20 亿元 (CAGR 为 6.39%)。

成本管控&产品设计&全球贴近式服务构建核心竞争壁垒。1) 精细化成本管控, 规模效应凸显。裕同通过高效管理、流程优化、提升自动化水平等途径形成明确制造优势, 此外持续推进智能化降本提效, 许昌智能工厂逐步落地。2) 重视产品设计, 研发投入强度持续提升。公司始终将“坚持自主创新, 保持技术领先”作为核心战略, 研发投入和研发费用均行业领先, 累计拥有上百项行业领先技术。3) 全球贴近式服务, 一体化交付。目前, 全球已拥有 72 家子公司和 7 家分公司, 在全球设有 30 多个生产基地, 多地区设有服务中心, 就近为全球客户提供服务。

行业广阔, 龙头市占率向上趋势明确。预计 2021-23 年中国纸包行业 CAGR 为 5.1%, 稳健成长; 集中度较低, CR5 仅为 0.34%。3C 包装: 5G 技术驱动换机需求, 智能穿戴&智能家居需求高增, 行业景气向上。烟酒包: 招标逐步市场化, 切入优质客户供应链, 有望从中受益。环保纸塑: 禁塑令打开成长空间, 产能逐步投产, 贡献主要增长。化妆品&大健康: 消费升级带动行业景气向上, 外延收购江苏德晋, 绑定优质客户。云创业: 业务结构多元化, 聚焦定制服务, 缩短交付周期等, 发展前景可观。

客观扰动因素逐步消退。1) 3C 景气对业绩影响减弱, 大客户压价空间缩小。公司第二成长曲线发展空间巨大, 收入占比持续提高, 对于 3C 景气依赖弱化。此外 A 客户纸包供应商数量逐步减少, 且其他供应商盈利能力较为一般, 进一步压价空间有限。2) 规模采购降低原材料价格波动, 纸价明显下行。公司与上游造纸厂合作, 通过规模化采购使公司采购价低于市场价, 享有一定量的返利优惠且价格体系更稳定。3) 汇兑损益有望得到有效控制。公司积极调整负债结构、增加美元负债、降低美元资产, 并使用远期结售汇等汇率对冲工具, 预计未来汇兑损益将得到有效控制。

盈利预测与投资建议:我们预计裕同科技 2021-2023 年营业收入为 149.6/187.0/230.4 亿元, 分别同比增长 26.9%/25.0%/23.2%, 归母净利润为 13.5/18.3/23.9 亿元, 分别同比增长 20%/36%/30.8%, 对应 PE 分别为 19.6X/14.4X/11.0X。裕同科技竞争优势明确, 3C 包装稳健成长, 第二成长曲线搭建顺畅, 未来增长动能充足, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 疫情反复; 原材料价格波动; 3C 景气下滑; 烟酒包拓展不畅, 测算误差风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	9,845	11,789	14,961	18,703	23,043
增长率 yoy (%)	14.8	19.7	26.9	25.0	23.2
归母净利润 (百万元)	1,045	1,120	1,345	1,828	2,391
增长率 yoy (%)	10.5	7.2	20.0	36.0	30.8
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.12	1.20	1.45	1.96	2.57
净资产收益率 (%)	16.0	13.1	13.9	16.6	18.3
P/E (倍)	25.2	23.5	19.6	14.4	11.0
P/B (倍)	4.1	3.1	2.7	2.4	2.0

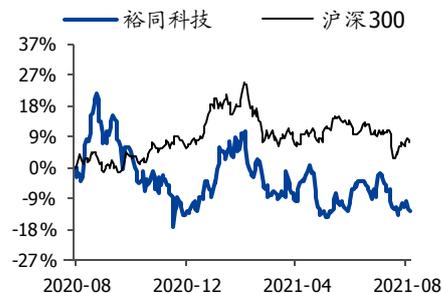
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 12 日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	包装印刷
前次评级	
8月12日收盘价(元)	27.37
总市值(百万元)	25,468.16
总股本(百万股)	930.51
其中自由流通股(%)	55.87
30日日均成交量(百万股)	2.87

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号: S0680518030002

邮箱: juxinghai@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	7424	10250	14871	18526	22385
现金	1521	2337	5317	6647	8190
应收票据及应收账款	4164	5325	6717	8338	10211
其他应收款	79	161	144	238	233
预付账款	163	265	277	400	435
存货	1011	1518	1772	2259	2674
其他流动资产	486	644	644	644	644
非流动资产	5150	6337	7197	8218	9462
长期投资	0	0	0	-1	-1
固定资产	3865	4513	5289	6225	7326
无形资产	430	685	763	842	940
其他非流动资产	855	1140	1144	1151	1197
资产总计	12575	16587	22068	26744	31847
流动负债	5009	6493	10906	14197	17331
短期借款	2577	2835	6644	8961	11190
应付票据及应付账款	1908	2654	3280	3989	4906
其他流动负债	524	1005	982	1246	1236
非流动负债	912	1348	1306	1227	1123
长期借款	759	1106	1065	986	882
其他非流动负债	153	241	241	241	241
负债合计	5920	7841	12212	15424	18455
少数股东权益	293	240	267	313	368
股本	877	934	934	934	934
资本公积	891	2191	2191	2191	2191
留存收益	4780	5656	6692	8113	9975
归属母公司股东权益	6362	8506	9589	11006	13024
负债和股东权益	12575	16587	22068	26744	31847

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1366	1003	869	1351	1998
净利润	1068	1147	1372	1874	2446
折旧摊销	408	498	469	576	652
财务费用	144	254	194	357	427
投资损失	-30	-39	-46	-39	-38
营运资金变动	-290	-862	-1105	-1398	-1463
其他经营现金流	66	5	-15	-19	-26
投资活动现金流	-975	-2025	-1267	-1539	-1832
资本支出	1064	1709	860	1022	1244
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	88	-316	-407	-517	-587
筹资活动现金流	-11	1631	-431	-800	-852
短期借款	681	258	0	0	0
长期借款	-206	348	-42	-79	-104
普通股增加	477	57	0	0	0
资本公积增加	-480	1299	0	0	0
其他筹资现金流	-484	-330	-389	-721	-748
现金净增加额	365	526	-829	-988	-686

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	9845	11789	14961	18703	23043
营业成本	6889	8626	11221	13747	16822
营业税金及附加	71	64	96	120	147
营业费用	472	324	449	561	691
管理费用	659	764	913	1085	1290
研发费用	435	497	598	748	922
财务费用	144	254	194	357	427
资产减值损失	-22	-25	0	0	0
其他收益	84	73	57	64	70
公允价值变动收益	6	57	16	19	25
投资净收益	30	39	46	39	38
资产处置收益	-5	9	-1	0	1
营业利润	1273	1353	1609	2208	2878
营业外收入	7	7	14	13	10
营业外支出	17	26	14	16	18
利润总额	1263	1333	1609	2205	2870
所得税	196	185	237	330	424
净利润	1068	1147	1372	1874	2446
少数股东损益	23	27	27	46	55
归属母公司净利润	1045	1120	1345	1828	2391
EBITDA	1831	2005	2286	3108	3941
EPS (元)	1.12	1.20	1.45	1.96	2.57

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	14.8	19.7	26.9	25.0	23.2
营业利润 (%)	11.2	6.2	19.0	37.2	30.4
归属母公司净利润 (%)	10.5	7.2	20.0	36.0	30.8
获利能力					
毛利率 (%)	30.0	26.8	25.0	26.5	27.0
净利率 (%)	10.6	9.5	9.0	9.8	10.4
ROE (%)	16.0	13.1	13.9	16.6	18.3
ROIC (%)	12.2	10.2	8.8	10.1	11.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	47.1	47.3	55.3	57.7	57.9
净负债比率 (%)	29.3	21.8	28.0	32.8	32.5
流动比率	1.5	1.6	1.4	1.3	1.3
速动比率	1.2	1.3	1.2	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5
应付账款周转率	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.12	1.20	1.45	1.96	2.57
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.47	1.08	0.93	1.45	2.15
每股净资产 (最新摊薄)	6.84	9.13	10.30	11.82	13.99
估值比率					
P/E	24.6	22.9	19.1	14.0	10.7
P/B	4.0	3.0	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	15.2	13.7	12.4	9.4	7.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021年8月12日收盘价

内容目录

1 高端纸包龙头，产品布局多元化	5
1.1 全球高端纸包龙头，布局从 3C 走向消费	5
1.2 绑定核心员工，管理层从业经验丰富	7
1.3 客户矩阵多元，拓展大消费市场	7
1.4 成本管控&产品设计&全球贴近式服务构建核心竞争壁垒	8
1.4.1 精细化成本管控，人均创利业内领先	8
1.4.2 产品设计业内领先，研发投入强度提升	9
1.4.3 全球贴近式服务，一体化交付	10
2 行业广阔，龙头市占率向上趋势明确	11
2.1 纸包行业稳健成长，龙头业务布局多元	11
2.2 3C 包装：5G 技术周期驱动+智能穿戴需求高增，行业景气向上	11
2.3 酒包：行业增长稳健，招标逐步市场化	15
2.4 烟标：招标逐步市场化，外延绑定优质客户	17
2.5 环保纸塑：禁塑令打开成长空间，产能落地保障成长	18
2.6 化妆品和大健康：消费升级带动行业景气向上	19
2.7 云创：业务稳定发展，成长空间可观	20
3 客观扰动逐步消退，经营趋于稳健	21
3.1 3C 景气对业绩影响减弱，大客户压价空间缩小	21
3.2 规模采购降低原材料价格波动，纸价明显下行	21
3.3 汇兑损益有望得到有效控制	23
4 财务分析	23
5 盈利预测与估值	26
5.1 核心假设与盈利预测	26
5.2 投资建议	27
6 风险提示	27

图表目录

图表 1: 裕同科技一图看	5
图表 2: 裕同科技发展沿革	6
图表 3: 裕同科技股价复盘	7
图表 4: 裕同科技-股权结构	7
图表 5: 裕同科技-主要客户	8
图表 6: 裕同科技-量价拆分	9
图表 7: 人均薪酬、人均创利-横向对比 (单位: 元)	9
图表 8: 研发支出&费用率-横向对比	10
图表 9: 研发人数-横向对比	10
图表 10: 裕同科技-生产基地	10
图表 11: 2019~2023 年中国纸包装行业市场规模 (亿美元)	11
图表 12: 行业规模及行业市占率	11
图表 13: 包装行业和纸制品包装行业企业数量	11
图表 14: 包装行业和纸制品包装行业企业营业收入	11
图表 15: 全球智能手机出货量 (亿台)	12
图表 16: 全球平板电脑出货量 (亿台)	12
图表 17: 全球智能可穿戴设备出货量 (亿台)	12
图表 18: 全球 PC 电脑出货量 (亿台)	12
图表 19: 中国手机出货量	12
图表 20: 中国 5G 手机出货量及占比	12
图表 21: 2016-2020 年中国智能家居行业市场规模统计及预测	13
图表 22: 2020 年中国智能家居产业链供应链设备占比	13
图表 23: 2020 年智能家居渗透率前五国家及中国	13
图表 24: 全球智能手机品牌占有率	13
图表 25: A 客户纸包装需求预测 (亿元)	14
图表 26: 其他 3C 客户纸包装预测 (亿元)	15

图表 27: 2019 年茅台招标入围名单.....	16
图表 28: 公司酒包收入拆分及预测 (亿元)	17
图表 29: 中国卷烟产量及销量 (亿支)	18
图表 30: 中国烟标行业市场规模.....	18
图表 31: 全球加热不燃烧新型烟草消费规模 (亿美元)	18
图表 32: 裕同近三年中标烟包情况.....	18
图表 33: 中国在线外卖用户规模 (万人)	19
图表 34: 禁塑令梳理.....	19
图表 35: 2012-2020 年国内限额以上企业化妆品类零售值及增速.....	19
图表 36: 2018 年各国人均化妆品消费额对比 (美元)	19
图表 37: 国际高端品牌市占率.....	20
图表 38: 裕同收购多家公司切入化妆品包装.....	20
图表 39: 中国化妆品行业市场规模 (亿元)	20
图表 40: 中国大健康行业市场规模 (亿元)	20
图表 41: 中国印刷业市场规模及增长.....	21
图表 42: 2012-2018 年中国印刷 O2O 用户规模及增长.....	21
图表 43: 前五大客户销售收入占比.....	21
图表 44: 全球智能手机、苹果手机、小米手机同比增速.....	21
图表 45: 裕同直接材料及占营业成本比重 (亿元)	22
图表 46: 纸类原材料占直接材料比例.....	22
图表 47: 裕同前五名供应商采购金额及占比 (亿元)	22
图表 48: 裕同主要纸类原材料价格 (元/吨)	22
图表 49: 铜版纸市场价与采购价对比 (元/吨)	22
图表 50: 白板纸市场价与采购价对比 (元/吨)	22
图表 51: 双胶纸市场价与采购价对比 (元/吨)	23
图表 52: 裕同汇兑损益及占当期利润比例 (万元)	23
图表 53: 即期人民币兑美元汇率.....	23
图表 54: 盈利能力-横向对比.....	24
图表 55: 费用率横向对比 (%)	25
图表 56: 营运能力-横向对比.....	25
图表 57: 投资回报-横向对比.....	26
图表 58: 裕同科技-收入/利润拆分及预测.....	27
图表 59: 裕同科技-估值建议.....	27

1 高端纸包龙头，产品布局多元化

1.1 全球高端纸包龙头，布局从 3C 走向消费

国内高端品牌包装整体解决方案服务商。裕同科技成立于 2002 年，提供高端品牌包装整体解决方案，服务于数十家世界 500 强客户及数百个高端品牌，客户主要分布于消费电子、烟酒、化妆品、食品、大健康等领域，目前公司在全球消费电子包装领域市占率领先。公司实行集团化管理，在华东、华南、华北、华中、西南以及越南、印度、印尼、泰国等地均设有生产基地，并在美国、澳大利亚、香港等地区设有服务中心，就近为全球客户提供服务。2016-2020 年公司收入从 55.42 亿元增长至 117.89 亿元（CAGR 为 20.77%），归母净利润从 8.74 亿元增长至 11.20 亿元（CAGR 为 6.39%）。

为方便统计和理解，公司 2020 年年报将产品重新划分为三大系列。具体来看，纸制精品包装营收 91.09 亿元（同比增长 17.31%），包装配套产品营收 20.04 亿元（同比增长 26.38%），环保纸塑产品营收 4.27 亿元（同比增长 38.61%）。

图表 1: 裕同科技一图看

单位：亿元	2015	2016	2017	2018	2019	2020
营业收入	42.9	55.42	69.48	85.78	98.45	117.89
YOY		29.18%	25.37%	23.46%	14.77%	19.75%
毛利率	31.05%	34.35%	31.54%	28.50%	30.03%	26.83%
	按产品拆分					产品图片
精品盒	41.08	41.61	51.76	61.68	70.51	
YOY		1.29%	24.39%	19.17%	14.32%	
占比	72.45%	75.08%	74.50%	71.90%	71.62%	
毛利率	33.98%	35.70%	32.65%	29.60%	31.36%	
纸箱	5.36	5.28	6.63	8.40	9.4	
YOY		-1.49%	25.57%	26.70%	11.90%	
占比	12.48%	9.53%	9.54%	9.79%	9.55%	
说明书	3.04	4.55	6.52	6.86	7.16	
YOY		49.67%	43.30%	5.21%	4.37%	
占比	7.09%	8.21%	9.38%	8.00%	7.27%	
不干胶贴纸	1.8	1.17	1.25	2.01	2.1	
YOY		-35.00%	6.84%	60.80%	4.48%	
占比	2.53%	2.11%	1.80%	2.34%	2.13%	
毛利率	32.18%	37.25%	35.13%	26.62%	28.11%	
纸制精品包装						91.09
YOY						17.31%
占比						77.26%
毛利率						27.19%
包装配套产品						20.04
YOY						26.38%
占比						17.00%
毛利率						23.68%
环保纸塑产品						4.27
YOY						38.61%
占比						3.62%
毛利率						31.61%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

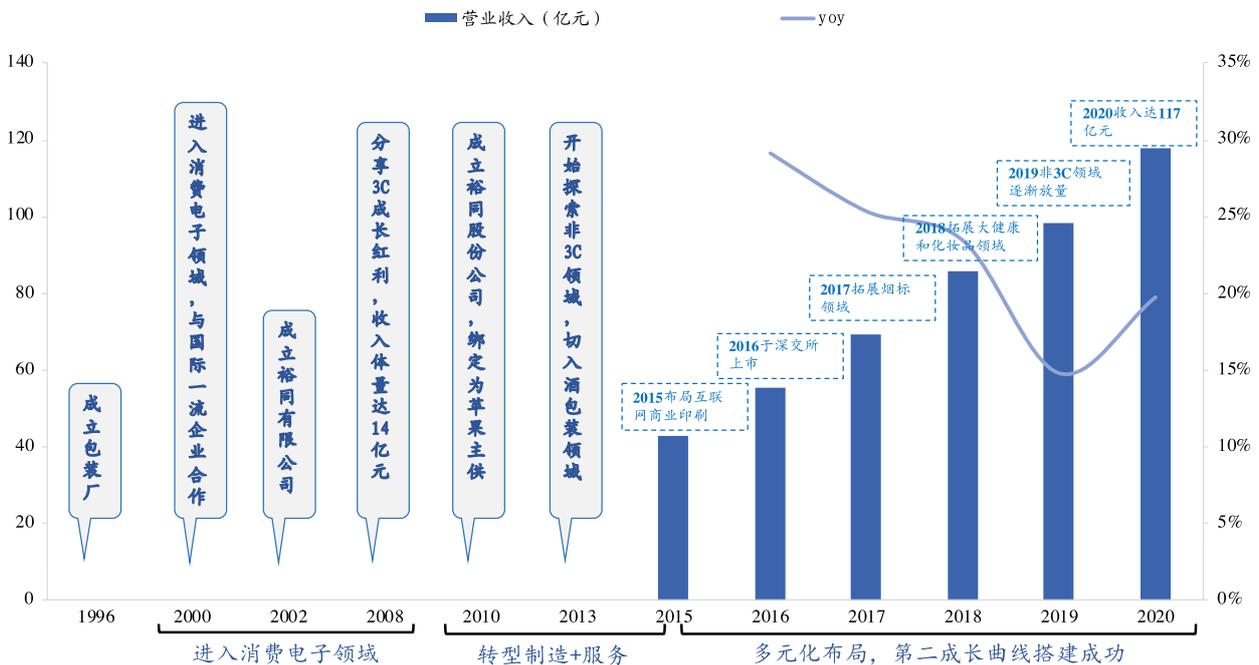
纵观公司发展，裕同科技大体经历了以下三个阶段：

➤ **2000-2008 年，成功进入消费电子领域。**1996 年包装厂成立，2000 年公司把握

索尼新款游戏机发展机遇，正式进入消费电子领域。随着中国加入 WTO，裕同成功切入微软、三星、东芝等国际一流 IT 企业供应链，分享 3C 成长红利。

- **2009-2015 年，转型“制造+服务”，享受 3C 成长红利。**公司于 2008 年金融危机后转型高端品牌包装整体方案提供商，以“制造+服务”为理念，提供从设计、制造、物流到品牌管理等一系列服务。2010、2017、2019 年分别成立越南裕同、印度裕同、澳大利亚裕同，产能基地布局全球化。伴随 3C 领域发展，尤其是 A 客户成长，公司收入利润增长提速，2009-2015 年收入由 14.3 亿元增长至 42.9 亿元（CAGR 达 21.4%），利润由 1.25 亿元增长至 8.75 亿元（CAGR 达 32.1%），ROE 维持 20%以上。
- **2015 年至今，多元化布局，第二成长曲线搭建顺利。**公司 2015 年开启全面发展战略，研发环保包装、智慧物联、云包装等多个领域，2016 年 A 股上市，目前业务布局延伸至烟酒、化妆品、日化&大健康、环保纸塑等多个业务板块，第二成长曲线搭建顺利。

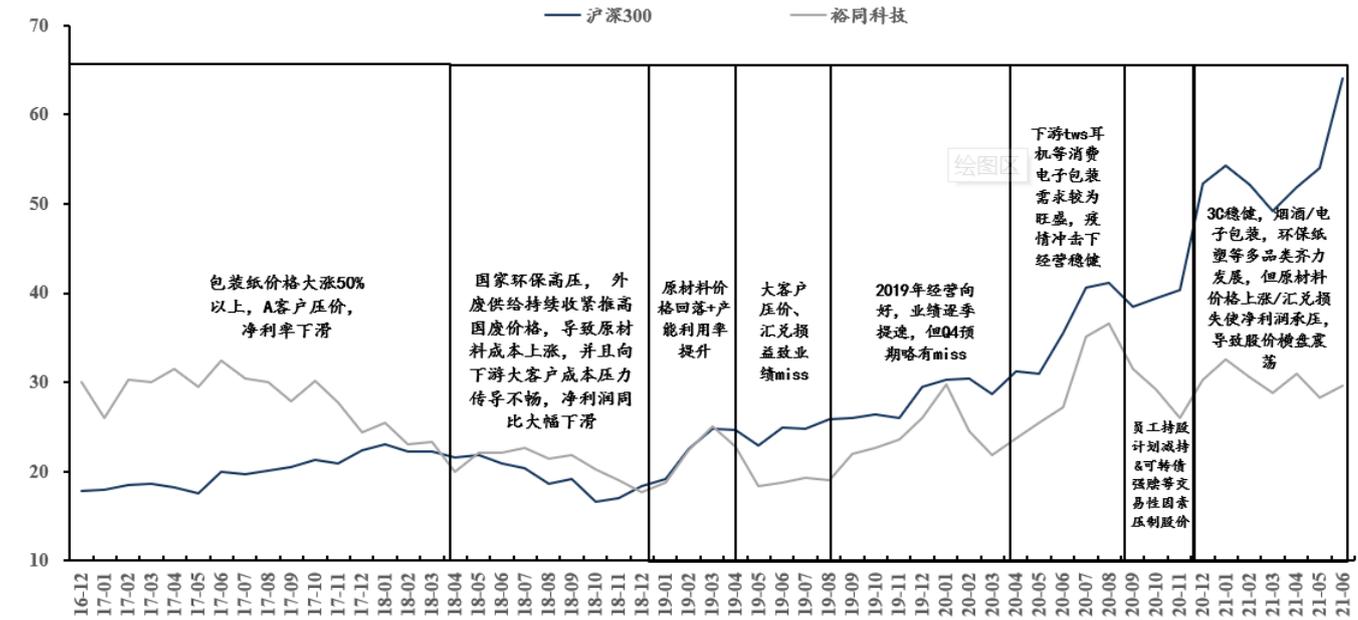
图表 2: 裕同科技发展沿革



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

历史股价波动主要系 3C 景气和纸价、汇兑影响。公司前一轮成长主要来源于 3C 赛道高速成长，但红利期后 3C 客户持续压价导致公司利润端承压。2017、2018 年公司收入增长 25.36%、23.47%，但由于汇兑和纸价上涨扰动，利润表现承压；2020 年疫情下公司收入仍然增长 19.75%，利润受汇兑&新产品投产爬坡影响仅增长 7.20%。当前时点，前期市场质疑的 A 客户压价、汇兑损益等问题正在逐渐消除或减弱，此外产品结构中高毛利产品占比上升，许昌智能工厂建设落地后生产效率提高，预期公司中长期盈利较上一轮周期更为可观且稳定；同时第二成长曲线搭建舒畅，预期公司收入增长有望再次提速。

图表 3: 裕同科技股价复盘



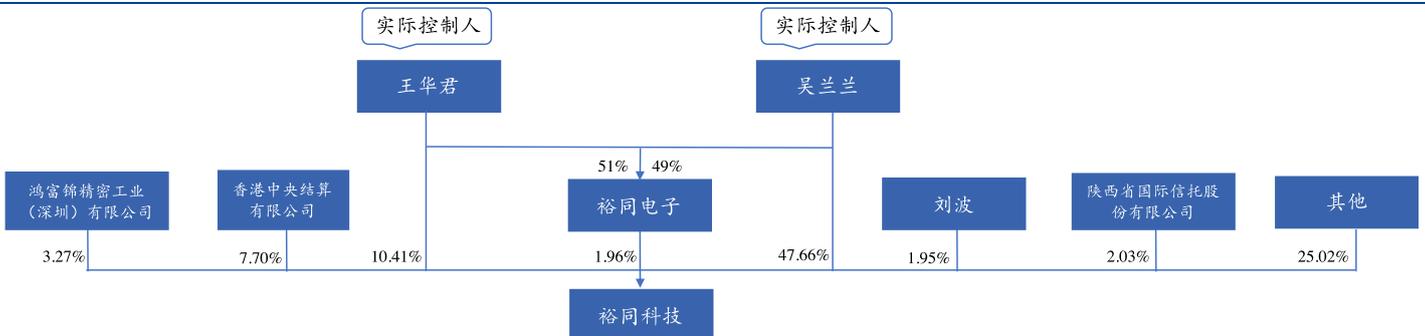
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.2 绑定核心员工, 管理层从业经历丰富

股权集中, 大客户持股实现利益绑定。截止 2021 年 Q1, 公司实际控制人为王华君、吴兰兰夫妇, 分别直接持股公司 10.41%、47.66%, 并通过裕同电子间接持股 1.96%, 二人合计持股达 60.03%, 员工持股计划持股 2.03%, 股权集中。此外, 富士康母公司鸿富锦精密持股 3.27%, 公司与下游核心大客户共赢。

管理机制完善, 员工持股保障长期发展。董事长王华君、副董事长吴兰兰历任深圳市宝安区松岗镇龙成纸品厂业务员、主管, 其他高管同样具备制造、包装等从业经历, 管理经验丰富。同时, 裕同推出“裕备生”培养和发展计划、开发高管领导力提升系列课程、高级技术人才培养项目等一系列关键人才培养发展项目, 内部培养机制完善, 为公司人才储备提供基础。此外, 公司于 2020 年 12 月发布第二期员工持股计划(草案), 激励对象包括中高层管理人员与其他核心员工, 其中其他核心员工持股占比高达 89%。公司通过员工持股计划与核心员工进行利益绑定, 有利于公司长期稳定发展。

图表 4: 裕同科技-股权结构



资料来源: Wind, 国盛证券研究

1.3 客户矩阵多元, 拓展大消费市场

3C 业务稳健成长，多元化布局大消费市场。3C 包装是公司传统优势领域，公司作为 A 客户、华为、联想、三星、索尼等认证的供应商，在全球 3C 包装领域市占率领先。此外，公司通过内生外延方式积极切入烟酒消费、大健康、化妆品等大消费包装领域，其中烟标 17 年收购武汉艾特、酒包 13 年切入、大健康 18 年投建环保纸塑项目、化妆品 18 年收购江苏德晋，逐步摆脱单一行业周期影响及大客户集中风险，打开成长天花板。

图表 5: 裕同科技-主要客户

行业类别	主要客户&开始合作年份
移动智能终端	A 客户、华为、联想、小米 (2014 年)、三星、索尼 (2000 年)、中兴、酷派、摩托罗拉、努比亚
游戏机	任天堂、索尼 (2000 年)
电脑	联想、戴尔、惠普
智能硬件	A 客户、华为、小米 (2014 年)、亚马逊 (2018 年)、谷歌 (2018 年)、微软、乐视
通信终端	华为、Netgear
烟酒消费	红塔集团、云南中烟、福建中烟、四川中烟 (2018 年)、安徽中烟、湖南中烟、贵州中烟、江西中烟、泸州老窖、古井贡酒、洋河 (2017 年)、茅台 (2018 年)、五粮液 (2018 年)、劲酒、西凤
奢侈品/化妆品/饰品	LV、迪奥、Gucci、施华洛世奇 (2017 年)、莹特丽、玫琳凯、宝洁 (2019 年)、联合利华 (2019 年)
食品	小罐茶 (2018 年)、雀巢、喜之郎、德芙
大健康	无限极、东阿阿胶 (2017 年)
电子科技	联宝 (2018 年)、赫比 (天津) 电子 (2013 年)、fitbit、昌硕科技
其他	戴森 (2018 年)、DHL (2018 年)、哈曼 (2017 年)、蓝思 (2019 年)、央数文化 (2015 年)、海尔集团
消费电子代工厂	仁宝、富士康、捷普、纬创资通、和硕、广达

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.4 成本管控&产品设计&全球贴近式服务构建核心竞争壁垒

1.4.1 精细化成本管控，人均创利业内领先

精细化成本管控，规模效应凸显。包装属于人力密集型行业，不同客户产品差异化明显，难以形成强规模效应，但裕同通过高效管理、流程优化、提升自动化水平等途径形成明确制造优势，2017-2019 年精品盒、说明书、纸箱单位成本从 2.13、0.42、1.73 元/个下降至 1.75、0.37、1.57 元/个，规模效应显现。公司持续推进智能化降本提效，许昌智能工厂逐步落地，预期公司自动化程度逐步提升，进一步优化生产效率。此外，公司通过高效管理与高薪激励员工，人均薪酬和人均创利业内领先，2020 年分别为 12.23 万元、5.16 万元，显著高于同业可比公司。

图表 6: 裕同科技-量价拆分

精品盒	2017	2018	2019	纸箱	2017	2018	2019
营业收入/亿元	51.76	61.68	70.51	营业收入/亿元	6.63	8.4	9.4
YOY	24.39%	19.17%	14.32%	YOY	25.57%	26.70%	11.90%
营业成本/亿元	34.86	43.42	48.39	营业成本/亿元	5.54	6.92	7.58
YOY	30.27%	24.56%	11.45%	YOY	40.97%	24.91%	9.54%
毛利率	32.65%	29.60%	31.36%	毛利率	16.49%	17.60%	19.38%
销量(亿个)	15.06	21.76	27.69	销量(亿个)	3.2	4.31	4.83
YOY		44.49%	27.25%	YOY		34.69%	12.06%
单价(元/个)	3.44	2.83	2.55	单价(元/个)	2.07	1.95	1.94
单位成本(元/个)	2.31	2	1.75	单位成本(元/个)	1.73	1.61	1.57
说明书	2017	2018	2019	不干胶贴纸	2017	2018	2019
营业收入/亿元	6.52	6.86	7.16	营业收入/亿元	1.25	2.01	2.1
YOY	43.30%	5.21%	4.37%	YOY	6.84%	60.80%	4.48%
营业成本/亿元	3.86	4.17	4.34	营业成本/亿元	0.81	1.47	1.51
YOY	11.65%	8.03%	4.08%	YOY	1.70%	81.48%	2.72%
毛利率	40.78%	39.26%	39.42%	毛利率	35.13%	26.62%	28.11%
销量(亿个)	9.17	9.42	11.62	销量(亿张)	14.81	14.51	15.15
YOY		2.73%	23.35%	YOY		-2.03%	4.41%
单价(元/个)	0.71	0.73	0.62	单价(元/张)	0.08	0.14	0.14
单位成本(元/个)	0.42	0.44	0.37	单位成本(元/张)	0.05	0.1	0.1

资料来源: 公司公告, 可转债跟踪评级报告, 国盛证券研究所

图表 7: 人均薪酬、人均创利-横向对比(单位: 元)

人均薪酬	2016	2017	2018	2019	2020
裕同科技	72608	77256	93972	108520	122291
合兴包装	74851	84520	99423	108095	90400
美盈森	70236	87472	107733	97779	96153
人均创利	2016	2017	2018	2019	2020
裕同科技	51724	45592	45476	51107	51554
合兴包装	80988	26315	28211	31190	27995
美盈森	45769	62254	92359	109241	37318

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.4.2 产品设计业内领先, 研发投入强度提升

重视产品设计, 研发投入强度持续提升。公司始终将“坚持自主创新, 保持技术领先”作为核心战略, 累计拥有上百项行业领先技术; 公司设有裕同研究院, 两个设计中心, 并在成都、武汉、上海、烟台等多个中心城市成立设计分部, 先后获得多项国际性设计大奖。公司为提供全方位的创新设计和整体包装解决方案, 提升产品附加值, 2015-2020年研发投入从 1.13 亿元提升至 4.97 亿元, 研发费用率从 2.63% 提升至 4.22%, 研发人员数量从 637 提升至 2069 人, 均明显领先同行。

图表 8: 研发支出&费用率-横向对比

单位: 亿元		2015	2016	2017	2018	2019	2020
裕同科技	研发支出	1.13	1.96	2.16	3.16	4.35	4.97
	研发费用率	2.63%	3.54%	3.11%	3.68%	4.42%	4.22%
合兴包装	研发支出	0.3	0.41	0.95	1.17	1.37	1.94
	研发费用率	1.05%	0.90%	1.09%	0.96%	1.23%	1.62%
美盈森	研发支出	0.54	0.68	1.13	1.27	1.47	1.43
	研发费用率	2.68%	3.06%	3.96%	3.91%	4.33%	4.25%
劲嘉股份	研发支出	1.07	1.37	1.27	1.4	1.75	2.03
	研发费用率	3.93%	4.93%	4.31%	4.15%	4.39%	4.84%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 研发人数-横向对比

单位: 人		2015	2016	2017	2018	2019	2020
裕同科技		637	931	993	1361	1751	2069
合兴包装		206	205	215	255	321	606
美盈森		315	416	428	442	455	499
劲嘉股份		406	539	469	492	541	538

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.4.3 全球贴近式服务，一体化交付

全球贴近式服务，一体化交付。目前，全球已拥有 72 家子公司和 7 家分公司，在华东、华南、华北、华中、西南以及越南、印度、印尼、泰国等地设有 30 多个生产基地，并在美国、澳大利亚、中国香港等地区设有服务中心，就近为全球客户提供服务，大幅提升交付能力和服务响应速度。此外，公司为客户提供“一站式采购”解决方案，不仅为客户提供自产的包装盒、说明书、纸箱等系列产品，同时代替客户采购各类辅助包装产品，真正解决客户采购繁杂的痛点。

图表 10: 裕同科技-生产基地



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

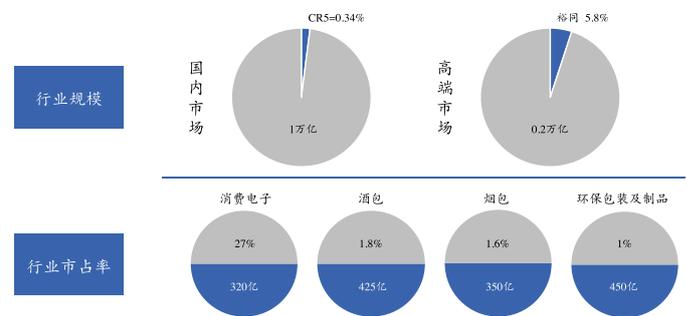
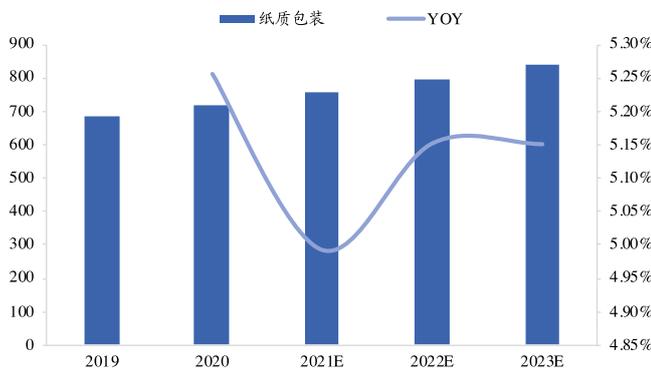
2 行业广阔，龙头市占率向上趋势明确

2.1 纸包行业稳健成长，龙头业务布局多元

行业稳健成长，龙头业务布局多元化。根据科尔尼预测，2020年中国纸包装行业市场规模达721亿美元，预计2021-23年行业CAGR约5.1%，稳健成长。根据中国包装联合会统计，2020年全国包装行业规模以上企业实现销售收入1.0万亿元，其中规模以上包装生产企业有8183家，其中纸质包装生产企业有2510家，可见包装行业进入门槛低，中小生产厂商多依附于本地需求，CR5仅为0.34%。国内高端包装市场规模约2000亿元，裕同科技聚焦中高端包装市场，市占率为5.8%；具体到各个下游细分领域，消费电子市场/酒包/烟包/环保包装市场规模分别为320亿元、425亿元、350亿元、450亿元，裕同市占率分别为27%、1.8%、1.6%、1%。

图表 11: 2019~2023 年中国纸包装行业市场规模 (亿美元)

图表 12: 行业规模及行业市占率

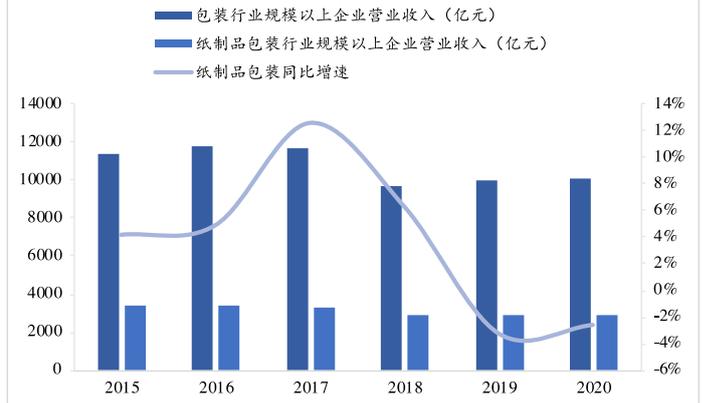
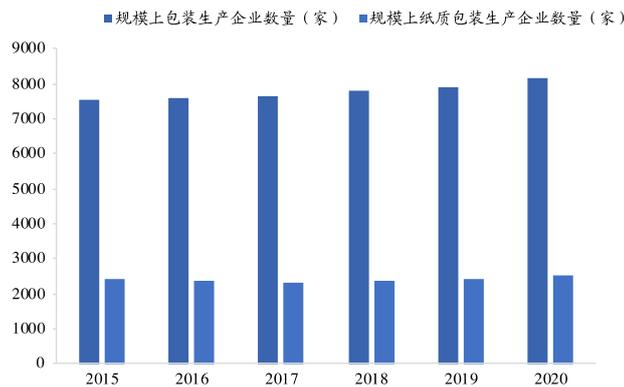


资料来源: 科尔尼分析, 国盛证券研究所

资料来源: 公司公开业绩交流会, 国盛证券研究所

图表 13: 包装行业和纸制品包装行业企业数量

图表 14: 包装行业和纸制品包装行业企业营业收入



资料来源: 中国包装联合会, 国盛证券研究所

资料来源: 中国包装联合会, 国盛证券研究所

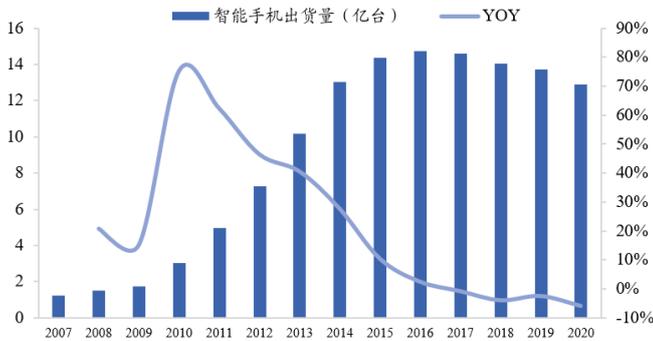
2.2 3C 包装: 5G 技术周期驱动+智能穿戴需求高增, 行业景气向上

5G 技术周期驱动+智能穿戴设备需求高增驱动 3C 行业景气上行。伴随 3C 行业增长红利消退, 目前传统市场需求略显疲软, 其中 2020 年智能手机出货量为 12.91 亿台, 2016-2020 年 CAGR 为-3.24%; 平板电脑出货量为 1.64 亿台, 2014-2019 年 CAGR 为-1.61%, 2020 年居家隔离、有所上升; PC 电脑出货量稳定在 2.6 亿台, 2020 年居家办

公、有所上升。从当前时点来看，5G技术周期驱动换机需求叠加智能穿戴设备异军突起，3C行业景气有望向上。

- **5G技术周期驱动换机需求：**自2019年6月5G商用牌照发放以来，5G手机出货量快速增长，2021年1-6月国内5G手机出货量为1.28亿台，同比增长100.9%，预期5G换机潮带动2021年全球智能手机出货量同比增速反弹至+10-15%。
- **智能穿戴设备高景气：**2014-2020年出货量由0.3亿台增长到4.45亿台，热销产品主要为AirPods、Apple Watch、小米手环等。智能穿戴设备更新换代速度为1.5年左右，同时AR/VR设备等新品类层出不穷，市场发展火热。

图表 15: 全球智能手机出货量(亿台)



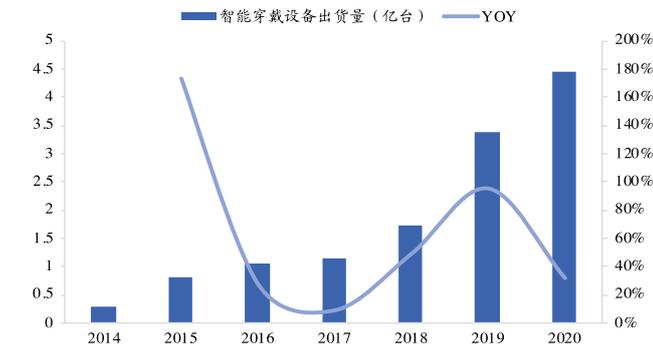
资料来源: IDC, 国盛证券研究所

图表 16: 全球平板电脑出货量(亿台)



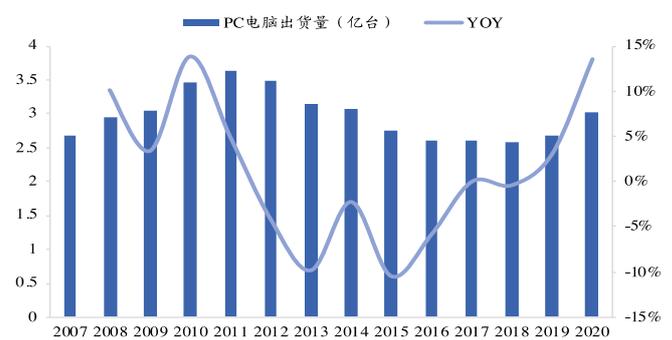
资料来源: IDC, 国盛证券研究所

图表 17: 全球智能可穿戴设备出货量(亿台)



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

图表 18: 全球PC电脑出货量(亿台)



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

图表 19: 中国手机出货量



资料来源: 中商产业研究院大数据库, 国盛证券研究所

图表 20: 中国5G手机出货量及占比



资料来源: 中国信通院, 国盛证券研究所

全球智能家居市场火热，绑定海内外优质客户享受成长红利。根据 Strategy Analytics

预测，2021全球智能家具市场规模将达1230亿美元，到2025年将增长至1730亿美元（2020-2025年CAGR为15.0%）。根据艾媒数据中心统计，2020年中国智能家居市场规模1705亿元（2016-2020年CAGR为28.8%），目前我国智能家居市场渗透率相对较低，仅为4.83%，相较于美国、挪威等发达国家13%以上，仍处于高速发展阶段。裕同科技海外和亚马逊、哈曼、谷歌等达成战略合作，国内作为智能家居核心玩家小米、海尔和华为的3C包装供应商，有望享受行业成长红利。

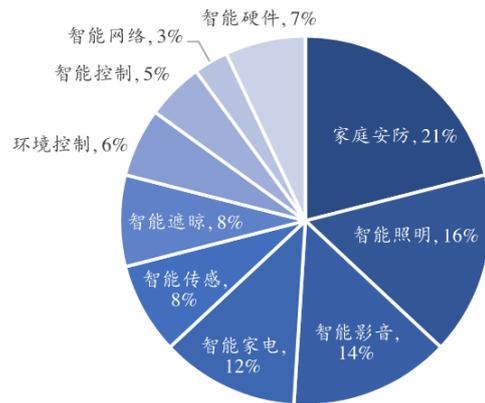
3C 竞争格局集中，增长来自存量市场。下游传统电子消费市场增长红利逐渐消退，裕同科技作为全球3C领域包装龙头，未来的增长着眼于存量市场的份额提升，尤其是电子产品品牌集中度日益提升的现状下，公司将致力于提高现有客户的体内份额；与此同时，公司重点把握5G更新换代的红利以及智能穿戴市场和智能家居市场高速增长，预期3C板块整体成长稳健。

图表 21: 2016-2020 年中国智能家居行业市场规模统计及预测



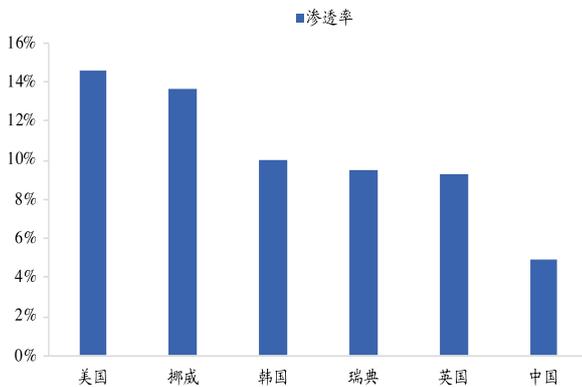
资料来源: 艾媒数据中心, 国盛证券研究所

图表 22: 2020 年中国智能家居产业链供应链设备占比



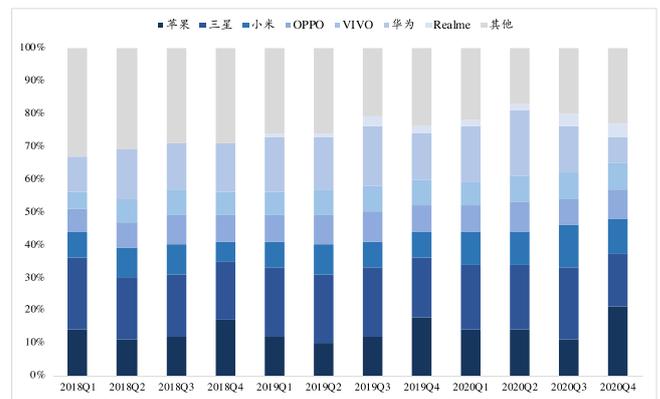
资料来源: 2020 中国智能家居生态发展白皮书, 国盛证券研究所

图表 23: 2020 年智能家居渗透率前五国家及中国



资料来源: Statista, 国盛证券研究所

图表 24: 全球智能手机品牌占有率



资料来源: Mobile Devices Monitor, 国盛证券研究所

我们根据历史纸价走向与 A 客户子产品特性，估算 2018-2020 年包装单价，同时，根据公司历年财报以及 IDC 统计，对 A 客户包装总需求进行如下预测：

单价：假设 A 客户 2020 年手机包装盒单价为 12.6 元/部、平板电脑包装盒单价为 19 元/部、PC 电脑包装盒单价为 19.9 元/部、无线耳机包装单价为 6 元/部、智能手表包装单价为 14 元/部，2021 年单价受纸价上涨 1%，之后考虑客户压价、逐年回落 1%。

出货量：根据 IDC 预测，2021 年智能手机出货量增长 17%，假设未来保持 8% 增长；平板电脑和 PC 电脑在疫情期间快速增长，未来增速预期有所放缓，假设 2021-23 年平板增长率为 30%、20%、15%，未来保持 10% 增长，2021 年 PC 电脑出货量增长率为 30%，未来保持 10% 增长；可穿戴设备处于高速发展阶段，2021 年全球无线耳机竞争

加剧，假设蓝牙耳机今年出货量增长率为-11.1%，之后回升至每年5%增长，2021-2025年智能手表出货量增长率稳定在30%；同时A客户于2021年开始拓展AR/VR产品包装，假设包装单价为30元/部，2022-2025年出货量增长率分别为100%、80%、60%、50%。

包装需求空间：根据各产品出货量和包装单价，推算出2021-2025年A客户纸包装总需求为61.5亿(+16.4%)、69.0亿(+12.1%)、76.9亿(+11.6%)、85.4亿(+11.0%)、95.3亿(+11.6%)。

图表 25: A客户纸包装需求预测(亿元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
A客户纸包装总需求(亿元)	44.7	47.2	52.9	61.5	69.0	76.9	85.4	95.3
YoY	5.0%	5.6%	12.0%	16.4%	12.1%	11.6%	11.0%	11.6%
智能手机出货量(百万部)	209	191	206	241	260	281	304	328
智能手机包装单价(元/部)	13.2	12.8	12.6	12.7	12.6	12.4	12.3	12.2
智能手机包装需求(亿元)	28	25	26	31	33	35	37	40
平板电脑出货量(百万部)	43	50	53	69	83	95	105	115
平板电脑包装单价(元/部)	19.6	19.2	19.0	19.2	19.0	18.8	18.6	18.4
平板电脑包装需求(亿元)	8	10	10	13	16	18	20	21
PC电脑出货量(百万部)	18	18	23	30	33	36	40	44
PC电脑包装单价(元/部)	20.5	20.1	19.9	20.1	19.9	19.7	19.5	19.3
PC电脑包装需求(亿元)	4	4	5	6	7	7	8	8
无线耳机出货量(百万部)	24	83	118	80	84	88	93	97
无线耳机包装单价(元/部)	7	6	6	6	6	6	6	6
无线耳机包装需求(亿元)	2	5	7	5	5	5	6	6
智能手表出货量(百万部)	23	28	34	44	57	74	97	126
智能手表包装单价(元/部)	15	15	14	14	14	14	14	14
智能手表包装需求(亿元)	3	4	5	6	8	10	13	17
AR/VR产品出货量(百万部)				1	2	3	5	8
AR/VR产品包装单价(元/部)				30	30	30	30	30
AR/VR产品包装需求(亿元)				0.3	1	1	2	2

资料来源: IDC, 国盛轻工测算, 国盛证券研究所(备注: 2018-2020年包装单价均为国盛轻工自行估算。)

我们根据历史纸价走向与华为/小米/Oppo&VIVO的产品定位, 估算2018-2020年包装单价, 同时根据公司历年财报以及IDC统计的出货量, 对消费电子客户包装总需求进行如下预测:

- **华为:** 1) 单价: 假设2020年华为手机盒单价为5.9元/部、平板包装单价为7.8元/部、可穿戴设备包装单价为4.9元/部。2021年单价受纸价上涨1%, 之后逐年回落1%。2) 出货量: 根据IDC统计, 华为手机受芯片影响, 假设今年智能手机出货量降低60%, 2022-2025年分别增长15%、15%、10%、10%; 平板业务受剥离荣耀影响, 假设2021年出货量降低30%, 2022-2025年保持5%增长; 可穿戴设备处于高速发展期, 华为推出智能手表、耳机、手环和眼镜等产品, 假设2021-2025年出货量增速为20%、25%、25%、23%、20%。3) 包装需求空间: 根据各产品出货量和包装单价, 推算出2021-2025年华为纸包装总需求为8.0亿(-45.1%)、9.2亿(+16.0%)、10.7亿(+16.3%)、12.2亿(+13.2%)、13.7亿(+12.4%)。
- **小米:** 1) 单价: 假设2020年小米手机盒单价为9.2元/部, 其他产品包装单价为12.9元/部。2021年单价受纸价上涨1%, 之后逐年回落1%。2) 出货量: 根据IDC统计, 小米推动高端手机布局初显成效, 假设今年全年出货量增长25%, 2022-2025年增长22%、20%、18%、15%; 除手机外的产品, 如智能家居、可穿戴设备等, 处于快速发展阶段, 假设2021-2025年增速为30%、30%、30%、25%、25%。3) 包装需求空间: 根据各产品出货量和包装单价, 推算出2021-2025年小米纸包装总需求为25.8亿(+27.9%)、31.8亿(+23.4%)、38.9亿(+22.2%)、46.5亿(+19.4%)、54.6亿(+17.6%)。
- **Oppo&VIVO:** 1) 单价: 假设2020年O&V手机盒的平均单价为9.2元/部。2021年单价受纸价上涨1%, 之后逐年回落1%。2) 出货量: O&V持续拓展线下

门店，假设 2021-2025 年出货量同比增长 30%、20%、20%、15%、15%。包装需求空间：根据各产品出货量和包装单价，推算出 2021-2025 年 O&V 纸包装总需求为 27.5 亿 (+31.3%)、32.6 亿 (+18.8%)、38.8 亿 (+18.8%)、44.1 亿 (+13.9%)、50.2 亿 (+13.9%)。

图表 26: 其他 3C 客户纸包装预测 (亿元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
华为纸包装总需求 (亿元)	14.1	16.8	14.5	8.0	9.2	10.7	12.2	13.7
YoY	35.8%	19.5%	-13.9%	-45.1%	16.0%	16.3%	13.2%	12.4%
华为手机出货量 (百万部)	206	241	189	76	87	100	110	121
华为手机盒单价 (元/部)	6.0	5.9	5.9	5.9	5.9	5.8	5.8	5.7
华为手机包装需求 (亿元)	12	14	11	4	5	6	6	7
华为平板出货量 (百万部)	15	14	16	11	12	12	13	14
华为平板包装单价 (元/部)	8.0	7.9	7.8	7.9	7.8	7.8	7.7	7.6
华为平板包装需求 (亿元)	1	1	1	1	1	1	1	1
华为可穿戴设备出货量 (百万部)	11	29	44	52	65	82	100	120
华为可穿戴设备包装单价 (元/部)	5.0	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.8	4.8
华为可穿戴设备包装需求 (亿元)	0.6	1.4	2.1	2.6	3.2	4.0	4.8	5.7
小米纸包装总需求 (亿元)	14.9	17.3	20.2	25.8	31.8	38.9	46.5	54.6
YoY	36.0%	16.2%	16.5%	27.9%	23.4%	22.2%	19.4%	17.6%
小米手机出货量 (百万部)	123	126	148	185	225	270	319	367
小米手机盒单价 (元/部)	9.6	9.4	9.2	9.3	9.2	9.1	9.0	8.9
小米手机包装需求 (亿元)	12	12	14	17	21	25	29	33
小米可穿戴设备出货量 (百万部)	23	42	51	66	86	111	139	174
小米可穿戴设备包装单价 (元/部)	13.4	13.2	12.9	13.0	12.9	12.8	12.7	12.5
小米可穿戴设备包装需求 (亿元)	3	5	7	9	11	14	18	22
O&V手机包装需求 (亿元)	20.6	21.7	20.9	27.5	32.6	38.8	44.1	50.2
YoY	8.6%	5.4%	-3.5%	31.3%	18.8%	18.8%	13.9%	13.9%
O&V手机出货量 (百万部)	214	230	227	295	354	425	488	561
O&V手机盒单价 (元/部)	9.6	9.4	9.2	9.3	9.2	9.1	9.0	8.9

资料来源: IDC, Canals, 国盛轻工测算, 国盛证券研究所 (备注: 2018-2020 年包装单价均为国盛轻工自行估算。)

2.3 酒包: 行业增长稳健, 招标逐步市场化

中高端白酒招标逐步市场化, 利好包装龙头企业。根据“十四五”发展指导意见, 到 2025 年白酒行业产量稳定控制在 800 万千升, 年均增长 1.3%; 销售收入达到 8000 亿元, 年均增长 6.3% (2020 年为 5836 亿元), 行业增长稳健。中高端酒企注重防伪性和包装质感, 逐渐从三产公司向市场化招标过渡, 研发设计能力强、具有规模优势的龙头企业有望从中受益。公司在 2017-2018 年成功切入洋河、五粮液、泸州老窖等多家优质酒类客户供应链, 并入围 2019 年茅台招标名单, 客户结构优异。目前公司在酒包领域仍处于起步阶段、市占率较低, 预期伴随客户合作不断加深, 酒包板块将快速增长。

图表 27: 2019年茅台招标入围名单

酒类外包装纸箱供应商招标	酒类纸制礼盒（手工盒）及配套提袋供应商招标
1、贵州省仁怀市申仁包装印务有限责任公司	1、深圳市裕同包装科技股份有限公司
2、重庆俊东包装印务有限公司	2、上海仁彩印务有限公司
3、成都市裕同印刷有限公司	3、贵州省仁怀市申仁包装印务有限责任公司
酒类纸制卡盒及配套提袋供应商	4、重庆俊东包装印务有限公司
1、上海仁彩印务有限公司	5、深圳市雅图染印刷包装公司
2、贵州省仁怀市申仁包装印务有限责任公司	6、浙江程大包装材料有限公司
3、重庆俊东包装印务有限公司	7、四川中飞包装有限公司
4、泸州裕同包装科技有限公司	8、什邡洪熙包装有限公司
5、深圳市雅图染印刷包装公司	9、重庆醉美包装印务有限公司
	10、杭州恒达印刷包装有限公司
	11、江苏中彩印务有限公司
	12、深圳朋凯印刷有限公司

资料来源：纸业网，国盛证券研究所

茅台定位超高端，我们预计酒包供应单价为 10 元/个，泸州老窖定位中高端，预计单价 7 元/个，古井贡/西凤/洋河相对偏中端，预计酒包单价为 6 元/个，按每吨白酒为 1000 升、每瓶 500ml 的比例推算出瓶装销量，同时根据公司历年财报以及各酒企销量，得出主要酒类客户包装总需求如下：

- **泸州老窖：** 单价&销量： 假设 2021-2025 年酒包供应均价维持在 7 元/个；销量 2021 年增长 8%，未来增长率保持 2%。推算出 2021-2025 年泸州老窖包装需求为 18.3 亿 (+8%)、18.6 亿 (+2%)、19 亿 (+2%)、19.4 亿 (+2%)、19.8 亿 (+2%)。
- **古井贡酒：** 单价&销量： 假设 2021-2025 年酒包供应均价维持在 6 元/个；销量 2021 年增长 5%，未来四年增长率保持 2%。推算出 2021-2025 年古井贡酒包装需求为 11 亿 (+5%)、11.2 亿 (+2%)、11.4 亿 (+2%)、11.6 亿 (+2%)、11.9 亿 (+2%)。
- **西凤：** 单价&销量： 假设 2021-2025 年酒包供应均价维持在 6 元/个；销量 2021 年增长 8%，未来四年增长率保持 3%。推算出 2021-2025 年公司西凤包装需求为 8.2 亿 (+8%)、8.4 亿 (+3%)、8.7 亿 (+3%)、9 亿 (+3%)、9.2 亿 (+3%)。
- **洋河：** 单价&销量： 假设 2021-2025 年酒包供应均价维持在 6 元/个；销量 2021 年增长 5%，未来四年增长率保持 1%。推算出 2021-2025 年洋河包装需求为 20 亿 (+5%)、20.2 亿 (+1%)、20.4 亿 (+1%)、20.6 亿 (+1%)、20.8 亿 (+1%)。
- **茅台：** 单价&销量： 假设 2021-2025 年酒包供应均价维持在 10 元/个；未来销量增长率保持 5%。推算出 2021-2025 年公司茅台包装需求为 13.5 亿 (+5%)、14.1 亿 (+5%)、14.8 亿 (+5%)、15.6 亿 (+5%)、16.4 亿 (+5%)。

图表 28: 酒包需求测算 (亿元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
酒包需求 (亿元)	76.6	75.0	66.6	70.9	72.6	74.4	76.2	78.1
YoY	-27.4%	-2.0%	-11.2%	6.5%	2.4%	2.4%	2.4%	2.5%
泸州老窖纸包装需求 (亿)	20.5	20.0	16.9	18.3	18.6	19.0	19.4	19.8
YoY	-5.0%	-2.6%	-15.3%	8.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
宜宾泸州老窖销量 (吨)	146,426	142,685	120,915	130,588	133,200	135,864	138,581	141,353
销量 (亿瓶)	2.93	2.85	2.42	2.61	2.66	2.72	2.77	2.83
供应均价 (元/个)	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
古井贡纸包装需求 (亿)	9.9	10.8	10.2	11.0	11.2	11.4	11.6	11.9
YoY	-1.4%	8.7%	-5.6%	7.4%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
亳州古井贡销量 (吨)	82,819	90,319	86,931	91,277	93,103	94,965	96,864	98,801
销量 (亿瓶)	1.66	1.81	1.74	1.83	1.86	1.90	1.94	1.98
供应均价 (元/个)	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
西凤纸包装需求 (亿)	8.0	8.4	7.6	8.2	8.4	8.7	9.0	9.2
YoY	2.0%	5.0%	-10.0%	8.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
陕西西凤销量 (吨)	66,880	70,224	63,201	68,257	70,305	72,414	74,587	76,824
销量 (亿瓶)	1.34	1.40	1.26	1.37	1.41	1.45	1.49	1.54
供应均价 (元/个)	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
洋河纸包装需求 (亿)	25.7	22.9	19.1	20.0	20.2	20.4	20.6	20.8
YoY	-0.9%	-10.8%	-16.7%	5.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
江苏洋河销量 (吨)	214,051	190,877	158,960	166,908	168,577	170,262	171,965	173,685
销量 (亿瓶)	4.28	3.82	3.18	3.34	3.37	3.41	3.44	3.47
供应均价 (元/个)	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
茅台包装需求 (亿)	12.4	12.9	12.8	13.5	14.1	14.8	15.6	16.4
YoY	3.5%	3.9%	-0.9%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
贵州茅台销量 (瓶)	62,238	64,645	64,056	67,259	70,622	74,153	77,860	81,753
销量 (亿瓶)	1.24	1.29	1.28	1.35	1.41	1.48	1.56	1.64
供应均价 (元/个)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0

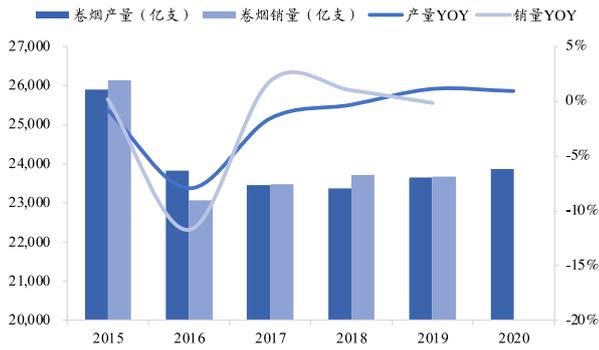
资料来源: 公司公告, 国盛轻工测算, 国盛证券研究所 (备注: 2018-2020 年酒包供应单价均为国盛轻工自行估算。)

2.4 烟标: 招标逐步市场化, 外延绑定优质客户

国内烟标市场规模稳定, 推动市场化迎发展机遇。伴随烟草体系推进反腐进程, 以及卷烟产品消费结构升级带来的包装升级需求, 烟草公司不断调整招投标机制, 市场化招标趋势明确, 龙头包装企业有望在市场竞争中受益。2020 年新一轮烟标招投标中, 裕同科技中标至少 5 家中烟公司、21 个标包, 增量客户云南中烟、湖南中烟有望贡献未来增长。此外, 全球控烟政策趋严、烟草结构调整, 电子烟产品景气, 公司目前的电子烟客户以境外客户为主, 并逐步向国内电子烟市场拓展。

外延收购武汉艾特, 贡献收入增长。2017 年 12 月公司以 0.58 亿收购烟标供应商武汉艾特纸塑 20% 股权, 于 2018 年 3 月以 1.67 亿再次收购其 31% 股份实现控股, 从而切入烟标供应体系, 并取得黄鹤楼、白沙、宽窄等知名品牌烟标供应商资质。武汉艾特 2020 年实现营收 4.07 亿元 (+3.19%), 净利润 6456 万元 (+8.04%)。

图表 29: 中国卷烟产量及销量(亿支)



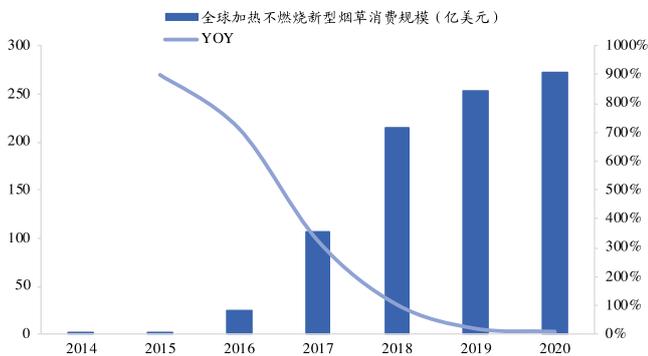
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 30: 中国烟标行业市场规模



资料来源: 华经产业研究院, 国盛证券研究所

图表 31: 全球加热不燃烧新型烟草消费规模(亿美元)



资料来源: Passport, 国盛证券研究所

图表 32: 裕同近三年中标烟包情况

烟草公司	年份	竞标公司	中标数
四川中烟	2018-2020年	武汉艾特纸塑包装有限公司	3
	2019-2020年	武汉艾特纸塑包装有限公司	7
福建中烟	2017-2019年	深圳市裕同包装科技股份有限公司	2
	2019-2021年	深圳市裕同包装科技股份有限公司	2
云南中烟	2020年	武汉艾特纸塑包装有限公司	1
		深圳市裕同包装科技股份有限公司	1
安徽中烟	2018-2021年	武汉艾特纸塑包装有限公司	1
		深圳市裕同包装科技股份有限公司	1
湖南中烟	2018-2020年	武汉艾特纸塑包装有限公司	2
	2020-2021年	武汉艾特纸塑包装有限公司	1

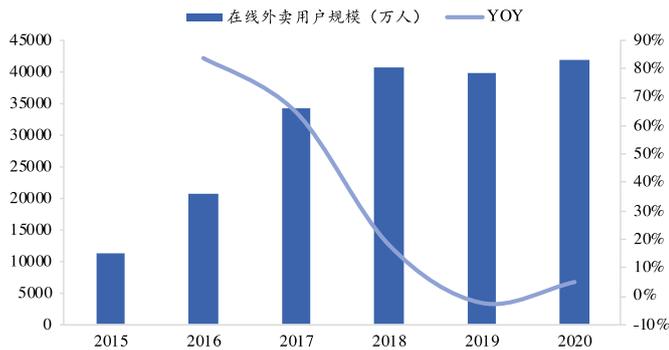
资料来源: 观研报告网, 国盛证券研究所

2.5 环保纸塑: 禁塑令打开成长空间, 产能落地保障成长

环保政策趋严, 环保包装方兴未艾。自 2007 年限塑令正式实施至今, 我国环保政策日趋严格, 2020 年 1 月国家发改委联合生态环境部发布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》, 提出在外卖领域率先推广使用生物基产品、可降解塑料袋等替代产品; 目标到 2022 年, 一次性塑料制品消费量明显减少; 到 2025 年, 重大城市塑料污染得到有效控制。2011-2020 年中国外卖用户规模由约 1.14 亿人增长至 4.19 亿人 (CAGR 为 29.83%); 由此带动 2020 年中国市场外卖餐盒消费量超过 442 亿个且维持高速增长, 在禁塑令等政策驱动下环保包装发展潜力巨大。

布局环保纸塑, 产能释放贡献增量。裕同科技于 2018 年开始建设宜宾环保纸塑项目, 目前逐步投产, 2022 年全面达产后年产值将达 12 亿元。同时, 公司东莞植物纤维制品生产基地已投产, 2023 年全面达产后年产值将达 10 亿元; 海南环保包装项目已进入试生产阶段, 环保包装产业链布局逐步完善, 产能释放带动收入高增。

图表 33: 中国在线外卖用户规模 (万人)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 34: 禁塑令梳理

规定	描述
禁止生产、销售的塑料制品	禁止生产和销售厚度小于0.025毫米的超薄塑料购物袋、厚度小于0.01毫米的聚乙烯农用地膜。禁止以医疗废物为原料制造塑料制品。全面禁止废塑料进口。到2020年底,禁止生产和销售一次性发泡塑料餐具、一次性塑料棉签;禁止生产含了微珠的日化产品。
禁止、限制使用的塑料制品	<p>1.【不可降解塑料袋】到2020年底,直辖市、省会城市、计划单列市城市建成区的商场、超市、药店、书店等场所以及餐饮打包外卖服务和各类展会活动,禁止使用不可降解塑料袋,集贸市场规范和限制使用不可降解塑料袋。到2022年底,实施范围扩大至全部地级以上城市建成区和沿海地区县建成区。到2025年底,上述地区的农贸市场,禁止使用不可降解塑料袋。</p> <p>2.【一次性塑料餐具】到2020年底,全国范围餐饮行业禁止使用不可降解一次性塑料吸管;地级以上城市建成区、景区景点的餐饮堂食服务,禁止使用不可降解一次性塑料餐具。到2022年底,实施范围扩大至县城建成区、景区景点餐饮堂食服务。到2025年底,地级以上城市餐饮外卖领域不可降解一次性塑料餐具,消耗强度下降30%。</p> <p>3.【宾馆、酒店一次性塑料用品】到2022年底,全国范围星级宾馆、酒店等场所不再主动提供一次性塑料用品;到2025年底,实施范围扩大至所有宾馆、酒店、民宿。</p> <p>4.【快递塑料包装】到2022年底,北京、上海、江苏、浙江、福建、广东等省市的邮政快递网点,先行禁止使用不可降解的塑料包装袋、一次性塑料编织袋,降低不可降解的塑料使用量。到2025年底,扩大至全国范围实施。</p>

资料来源:《关于进一步加强塑料污染治理的意见》, 国盛证券研究所

2.6 化妆品和大健康: 消费升级带动行业景气向上

化妆品市场前景广阔, 公司外延切入绑定优质客户。近年来美妆市场受益于消费升级、颜值经济和直播带货快速增长; 根据国家统计局数据, 2020 年我国限额以上化妆品类零售额达 3400 亿元 (2014-2020 年 CAGR 为 10.9%)。目前我国人均化妆品支出较低, 仅为 38 美元/年, 与欧美国家等发达国家人均支出 250+美元/年相比, 仍有显著提升空间, 市场前景广阔。高端化妆品包装样式要求较高, 考验包装企业的生产、设计和研发能力, 利好行业龙头企业。2018 年裕同科技收购化妆品塑包供应商江苏德普 70% 股权, 其下游客户覆盖国内外知名化妆品品牌, 如蓝月亮、联合利华、曼秀雷敦等。2020 年再次收购 30%, 实现完全控股。

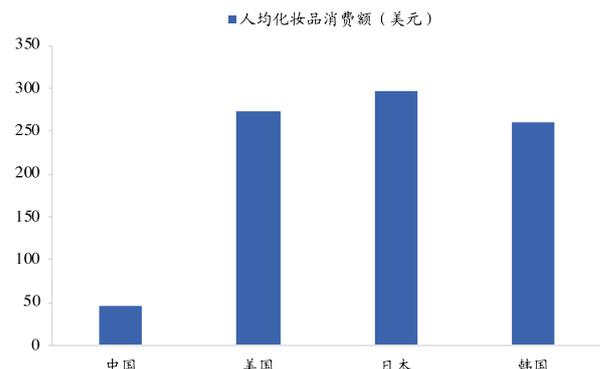
持续开拓食品、保健品等大健康包装。公司在食品包装领域不断深耕, 建立良好合作关系的优质客户有雀巢、德芙、小罐茶等, 2018 年获得小罐茶“年度最佳供应商奖”。在大健康领域, 公司合作客户有无限极口服液、东阿阿胶等。截止 2019 年, 中国化妆品和大健康行业市场规模增速都保持在 10% 以上, 未来化妆品及大健康包装有望快速放量。

图表 35: 2012-2020 年国内限额以上企业化妆品类零售值及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 36: 2018 年各国人均化妆品消费额对比 (美元)



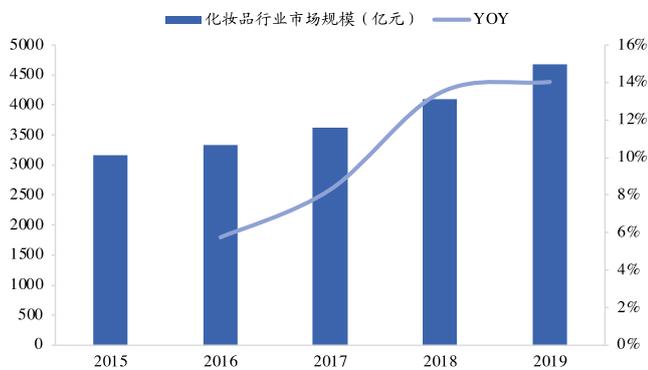
资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

图表 37: 国际高端品牌市占率

	2016	2017	2018
兰蔻	2.10%	2.50%	3.00%
雅诗兰黛	2.00%	2.40%	2.90%
萃雅	2.10%	2.10%	2.00%
SK-2	0.80%	1.10%	1.60%
雅姿	1.80%	1.50%	1.30%
迪奥	0.90%	1.00%	1.10%
资生堂	0.70%	0.80%	1.00%
雅漾	1.00%	1.00%	0.90%
后	0.70%	0.70%	0.80%
海蓝之谜	0.50%	0.60%	0.80%

资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

图表 39: 中国化妆品行业市场规模 (亿元)



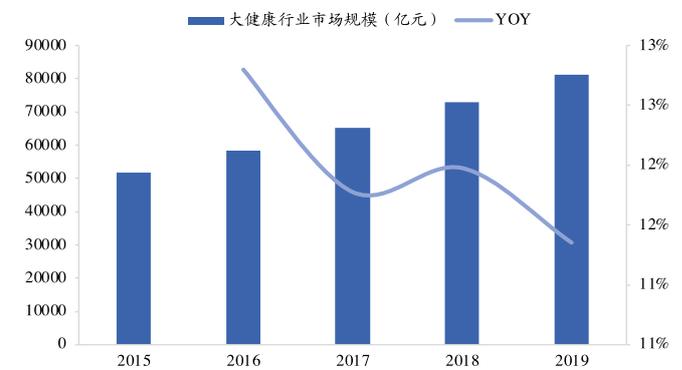
资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

图表 38: 裕同收购多家公司切入化妆品包装

公司名称	公告日	交易标的	标的方所在行业	对价 (百万元)
裕同科技	2018/3/21	艾特纸塑31%股权	纸包装	167
	2017/12/2	艾特纸塑20%股权	纸包装	58
	2017/12/2	上海嘉艺90%股权	纸包装	188
	2018/9/27	江苏德晋70%股权	塑料包装	180

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究

图表 40: 中国大健康行业市场规模 (亿元)



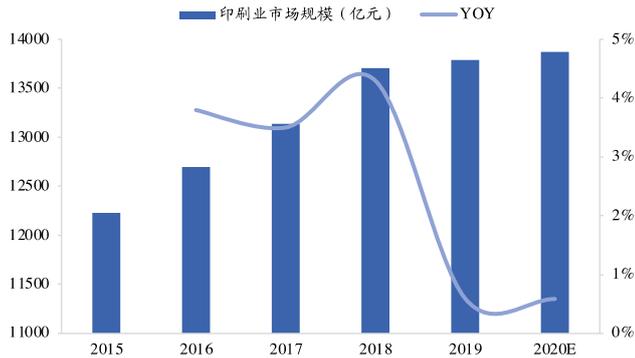
资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究

2.7 云创: 业务稳定发展, 成长空间可观

云创业务多元化, 贴近客户需求。公司云创业务依托互联网, 提供多元化服务: 1) C2M 模式服务大客户: 打通 M 端, 完善供应链管理, 实现多点供应, 为客户提供更优质的服务; 2) 个性化定制业务: 实现定制酒从酒厂到消费者手中全程追溯监控, 提高企业与消费者直接对接的便利程度, 缩短时效、减小物流成本; 3) 发展文创 IP 产品: 主攻旅游纪念品以及 IP 产品。

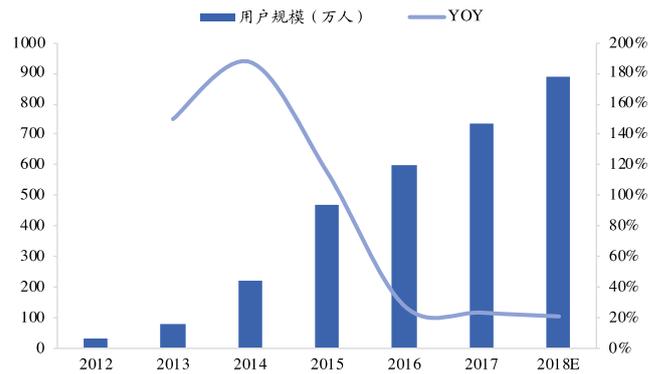
对标海外龙头企业, 云创大有可为。Cimpress 是全球大规模定制和网络印刷领域领先者, 以大规模定制为核心提供名片、宣传册、贺卡等产品, 在 25 个国家和地区拥有网络平台, 服务 130 多个国家超过 2000 万客户。2020 年实现营收 24.81 亿美元, 扣非归母净利 8.34 亿美元, 2012-2020 财年收入、利润 CAGR 高达 24.88%、17.33%。若能复制该公司成长路径, 提升定制服务能力, 缩短交付周期等, 云创业务发展前景可观。中国印刷业市场规模增速较缓, 云创业务属于印刷业中的新兴细分领域, 未来发展前景可观。

图表 41: 中国印刷业市场规模及增长



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

图表 42: 2012-2018 年中国印刷 O2O 用户规模及增长



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

3 客观扰动逐步消退, 经营趋于稳健

3.1 3C 景气对业绩影响减弱, 大客户压价空间缩小

3C 景气周期, 第二成长曲线搭建顺畅。伴随 5G 技术推动换机需求以及智能穿戴爆发 (AirPods、智能手表等), 预期 2021 年全球智能手机出货量同比增速反弹至+10-15%。2021 年第一季度公司客户 A 客户、小米智能手机出货量同比增长 50.3%/64.8%, 预期全年出货量同比+21%/+25%。此外, 公司第二成长曲线发展空间巨大, 收入占比持续提高, 公司对于 3C 景气依赖度逐步弱化。

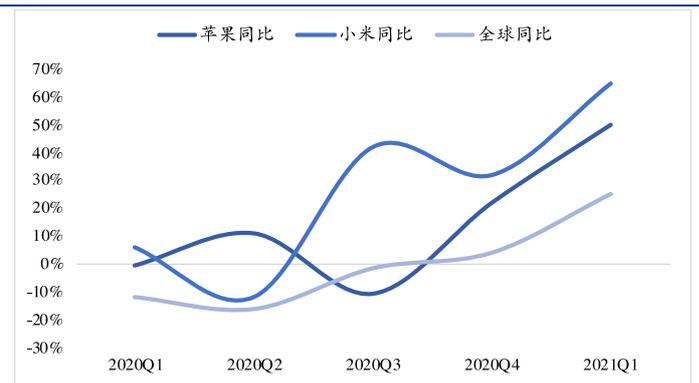
大客户压价空间缩小。自 2015 年以来全球智能手机出货量增长遭遇瓶颈, 公司对 A 客户依赖性高, 产品议价能力较弱、利润受到挤压。目前 A 客户纸包装供应商数量逐步减少, 且其他供应商盈利能力较为一般, 为保障其余供应商盈利, A 客户未来进一步压价空间将十分有限。

图表 43: 前五大客户销售收入占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 44: 全球智能手机、苹果手机、小米手机同比增速



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

3.2 规模采购降低原材料价格波动, 纸价明显下行

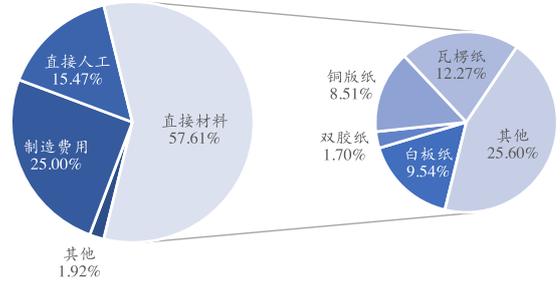
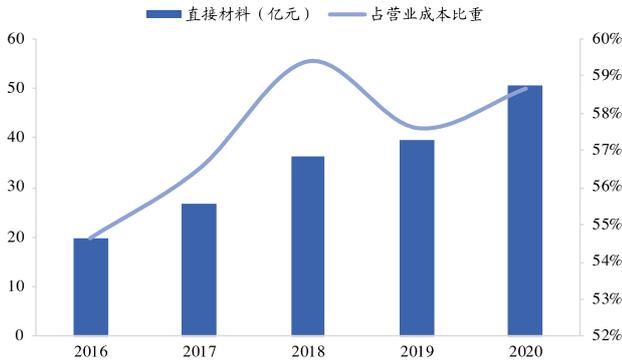
规模化采购降低纸价波动影响。公司主营产品营业成本中直接材料占比过半, 其中主要原材料为白板纸、双胶纸、铜版纸和瓦楞纸等。公司与上游造纸厂合作, 通过规模化采购使公司采购价低于市场价, 享有一定的返利优惠且价格体系更稳定。

纸价下行缓解成本压力, 供应商分散降低风险。2021 年 5 月以来, 白卡纸、双胶纸和

铜版纸市场价格持续下跌，公司原材料价格压力有所减弱。截止 2019 年，公司拥有合格供应商 2654 家，其中与 775 家供应商建立了长期稳定的战略合作关系，2020 年公司前五大供应商采购金额占总采购金额的比例为 18.1%，供应商集中度较低。

图表 45: 裕同直接材料及占营业成本比重 (亿元)

图表 46: 纸类原材料占直接材料比例

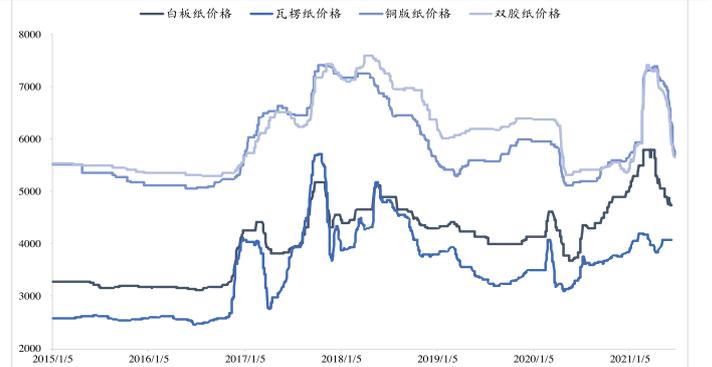
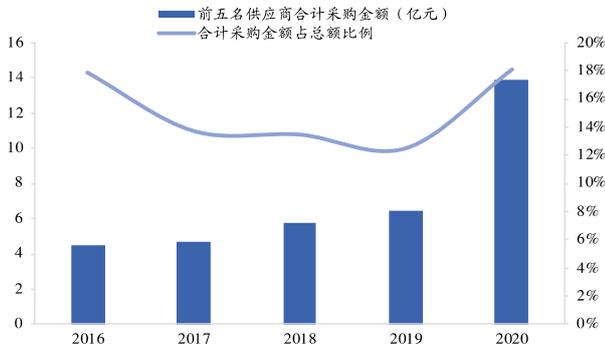


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: 裕同科技可转债跟踪评级报告, 国盛证券研究所

图表 47: 裕同前五名供应商采购金额及占比 (亿元)

图表 48: 裕同主要纸类原材料价格 (元/吨)

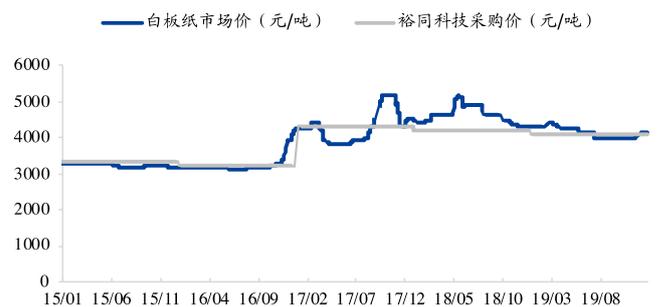
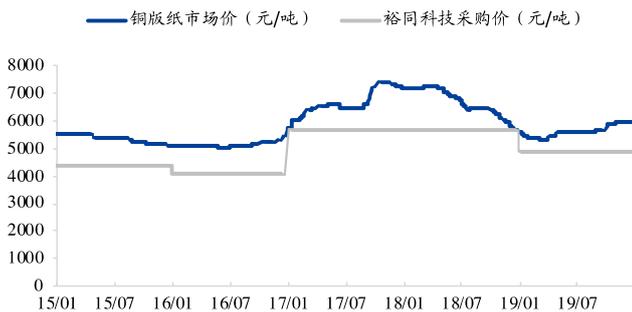


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 49: 铜版纸市场价与采购价对比 (元/吨)

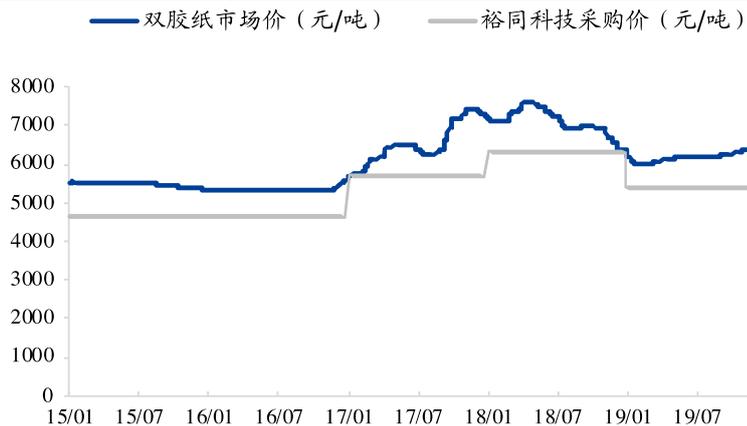
图表 50: 白板纸市场价与采购价对比 (元/吨)



资料来源: 招股说明书, 可转债可跟踪评级报告, 国盛证券研究所

资料来源: 招股说明书, 可转债可跟踪评级报告, 国盛证券研究所

图表 51: 双胶纸市场价与采购价对比 (元/吨)

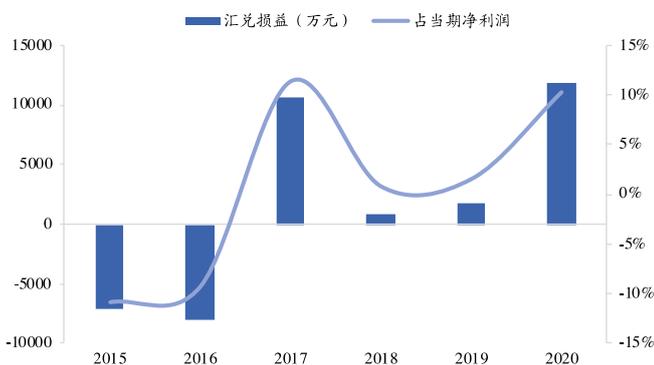


资料来源: 招股说明书, 可转债可跟踪评级报告, 国盛证券研究所

3.3 汇兑损益有望得到有效控制

汇兑损益有望得到有效控制。公司出口业务占比较高, 大客户采用美元定价和结算, 同时存在大额应收帐款, 导致公司常年产生汇兑损益。近年来, 公司为将汇兑损益对净利润的影响控制在 5%以内, 积极调整负债结构、增加美元负债、降低美元资产, 并使用远期结售汇等汇率对冲工具, 预计未来汇兑损益将得到有效控制。

图表 52: 裕同汇兑损益及占当期利润比例 (万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 53: 即期人民币兑美元汇率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4 财务分析

体量领先, 盈利稳定性有望增强。2020 年裕同营业收入为 117.89 亿元 (+19.75%), 归母净利润为 11.20 亿元 (+7.20%), 收入、利润体量均处于行业领先。由于原材料价格、汇率等因素影响, 公司利润率表现波动较大, 预期伴随公司下游客户结构优化, 同时逐步锁汇, 盈利稳定性有望增强。

图表 54: 盈利能力-横向对比

公司名称	指标 (亿元)	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1
裕同科技	营业收入	55.42	69.48	85.78	98.45	117.89	26.59
	YOY (%)	29.20	25.36	23.47	14.77	19.75	45.83
	毛利率 (%)	34.35	31.54	28.50	30.03	26.83	23.88
	归母净利润	8.75	9.32	9.46	10.45	11.20	1.66
	YOY (%)	32.91	6.53	1.47	10.51	7.20	17.10
	净利率 (%)	15.84	13.42	11.41	10.84	9.73	6.54
合兴包装	营业收入	45.60	87.48	121.66	110.97	120.07	37.49
	YOY (%)	59.87	146.95	39.08	-8.79	8.20	94.13
	毛利率 (%)	16.62	14.34	12.54	13.03	11.36	9.68
	归母净利润	4.17	1.42	2.33	2.67	2.90	0.61
	YOY (%)	263.16	37.64	64.49	14.48	8.73	66.17
	净利率 (%)	9.63	2.17	2.35	2.62	2.73	1.96
美盈森	营业收入	22.19	28.57	32.49	33.92	33.65	8.19
	YOY (%)	10.06	28.75	13.70	4.41	-0.79	51.56
	毛利率 (%)	29.45	34.49	32.40	32.07	23.73	23.67
	归母净利润	2.23	3.48	4.01	5.35	1.94	0.40
	YOY (%)	1.32	55.86	15.23	33.42	-63.74	-13.04
	净利率 (%)	9.84	12.07	12.08	15.64	5.63	4.74
劲嘉股份	营业收入	27.77	29.45	33.74	39.89	41.91	11.95
	YOY (%)	2.09	6.06	14.56	18.22	5.08	31.71
	毛利率 (%)	41.33	44.11	43.66	41.95	34.80	34.66
	归母净利润	5.71	5.74	7.25	8.77	8.24	2.52
	YOY (%)	-20.81	0.65	26.27	20.88	-6.07	17.19
	净利率 (%)	22.97	22.84	24.17	24.23	20.61	21.62

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

重视研发, 费用率有望回落。2015-2020 年公司期间费用率从 14.2% 增长至 15.6%, 处于行业较高水平, 主要系公司重视研发, 布局第二成长曲线, 2020 年研发费用率达 4.22%。预期伴随公司智能工厂投建、及第二成长曲线搭建顺畅后, 管理费用率、研发费用率等都有望下降。

图表 55: 费用率横向对比 (%)

公司名称	指标 (%)	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1
裕同科技	销售费用率	4.34	4.34	4.44	4.80	2.74	3.36
	管理费用率	10.18	9.16	9.53	11.11	10.69	12.35
	财务费用率	-0.33	2.39	1.40	1.46	2.15	0.95
	研发费用率	3.54	3.11	3.68	4.42	4.22	4.96
	期间费用率合计	14.20	15.89	15.37	17.37	15.59	16.66
合兴包装	销售费用率	5.48	4.41	3.96	4.40	2.63	2.44
	管理费用率	5.74	4.90	3.84	4.90	4.87	4.17
	财务费用率	1.77	1.44	0.98	0.67	0.62	0.62
	研发费用率	0.90	1.09	0.96	1.23	1.62	1.68
	期间费用率合计	12.99	10.76	8.78	9.97	8.12	7.23
美盈森	销售费用率	6.97	7.75	7.34	7.14	5.26	6.65
	管理费用率	10.56	11.24	10.19	10.57	11.12	11.43
	财务费用率	-1.68	-0.07	-0.59	0.20	1.33	-0.47
	研发费用率	3.06	3.96	3.91	4.33	4.25	3.42
	期间费用率合计	18.90	18.92	16.94	17.92	17.72	17.60
劲嘉股份	销售费用率	3.15	3.57	3.47	3.64	1.73	1.57
	管理费用率	14.63	13.27	12.67	10.96	11.12	9.09
	财务费用率	0.21	0.34	-0.17	-0.08	-0.12	-0.03
	研发费用率	4.93	4.31	4.15	4.39	4.84	3.68
	期间费用率合计	17.99	17.18	15.97	14.53	12.73	10.63

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

运营效率领先, 且有望进一步提升。2020 年公司总资产周转率 0.81, 逐年下降主要系上市后新增产能较多, 但仍明显好于同为高端包装行业的美盈森和劲嘉股份, 其中 2020 年应收帐款周转率为 2.54, 明显低于同行, 主要系公司下游 3C 客户议价能力较强。预计伴随公司第二成长曲线成长, 公司资产周转率有望进一步提升。

图表 56: 营运能力-横向对比

公司名称	指标 (天、次)	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1
裕同科技	存货周转天数	34.87	43.13	48.52	51.08	52.79	74.84
	存货周转率	10.32	8.35	7.42	7.05	6.82	1.20
	应收账款周转天数	150.51	158.35	149.69	145.64	141.88	165.93
	应收账款周转率	2.39	2.27	2.40	2.47	2.54	0.54
	总资产周转率	0.93	0.84	0.86	0.83	0.81	0.16
合兴包装	存货周转天数	69.41	53.30	40.89	42.50	41.98	38.36
	存货周转率	5.19	6.75	8.80	8.47	8.58	2.35
	应收账款周转天数			79.32	84.53	82.72	70.49
	应收账款周转率			4.54	4.26	4.35	1.28
	总资产周转率	1.08	1.47	1.81	1.64	1.64	0.45
美盈森	存货周转天数	86.34	99.98	108.29	109.04	104.44	113.36
	存货周转率	4.17	3.60	3.32	3.30	3.45	0.79
	应收账款周转天数	94.75	97.24	103.11	110.74	118.41	119.02
	应收账款周转率	3.80	3.70	3.49	3.25	3.04	0.76
	总资产周转率	0.55	0.53	0.53	0.50	0.46	0.11
劲嘉股份	存货周转天数	115.45	147.29	141.52	130.88	101.45	83.46
	存货周转率	3.12	2.44	2.54	2.75	3.55	1.08
	应收账款周转天数	93.58	90.58	76.23	61.19	51.96	54.19
	应收账款周转率	3.85	3.97	4.72	5.88	6.93	1.66
	总资产周转率	0.46	0.40	0.41	0.47	0.47	0.12

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

ROE 明显领先，且有望触底提升。2020 年裕同 ROE 为 13.17%，明显高于同行，彰显公司优异的经营能力。近年公司 ROE 下滑主要系产能建设带动资产周转下降，原材料波动及费用投放加大影响净利率表现。伴随公司未来资本开支减少，同时费用率回落，ROE 有望触底回升。

图表 57: 投资回报-横向对比

公司名称	指标	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1
裕同科技	销售净利率 (%)	15.84	13.42	11.41	10.84	9.73	6.54
	总资产周转率	0.93	0.84	0.86	0.83	0.81	0.16
	权益乘数	1.74	1.179	1.87	1.89	1.9	1.8
	ROE (%)	20.48	18.64	16.73	16.43	13.17	1.91
	ROA (%)	14.78	11.33	9.76	9.03	7.87	1.06
	ROIC (%)	19.57	14.80	13.32	12.42	11.01	1.51
合兴包装	销售净利率 (%)	9.63	2.17	2.35	2.62	2.73	1.96
	总资产周转率	1.08	1.47	1.81	1.64	1.64	0.45
	权益乘数	2.67	2.33	2.32	1.98	2.15	2.18
	ROE (%)	21.49	5.53	8.51	8.81	8.40	1.74
	ROA (%)	10.44	3.20	4.24	4.29	4.47	0.89
	ROIC (%)	17.22	7.83	8.98	7.81	7.84	1.71
美盈森	销售净利率 (%)	9.84	12.07	12.08	15.64	5.63	4.74
	总资产周转率	0.55	0.53	0.53	0.50	0.46	0.11
	权益乘数	1.19	1.33	1.39	1.39	1.48	1.45
	ROE (%)	5.65	8.05	8.97	10.41	4.01	0.82
	ROA (%)	5.43	6.42	6.38	7.78	2.61	0.54
	ROIC (%)	6.27	7.25	7.96	10.00	3.38	0.71
劲嘉股份	销售净利率 (%)	22.97	22.84	24.17	24.23	20.61	21.62
	总资产周转率	0.46	0.40	0.41	0.47	0.47	0.12
	权益乘数	1.39	1.21	1.21	1.20	1.18	1.36
	ROE (%)	12.70	8.91	11.17	12.66	11.09	3.33
	ROA (%)	10.59	9.09	9.99	11.45	9.77	2.63
	ROIC (%)	13.45	11.43	11.98	13.66	11.46	3.27

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

5 盈利预测与估值

5.1 核心假设与盈利预测

结合公司历年财报以及对公司的发展假设，我们对公司业务进行如下拆分及合理预测：

纸制精品包装：5G 技术周期驱动叠加智能穿戴设备需求高增驱动 3C 业务稳健成长，第二成长曲线烟酒包装受益于招标市场化切入优质客户、化妆品和大健康包装景气向上。2021-2023 年预计实现收入 115.2 亿 (+26.47%)、142.8 亿 (+23.96%)、173.5 亿 (+21.5%)。

包装配套产品：公司为客户提供“一站式采购”解决方案，不仅为客户提供自产的包装盒、说明书、纸箱等系列产品，同时代替客户采购各类辅助包装产品，真正解决客户采购繁杂的痛点。2021-2023 年预计实现收入 25.1 亿 (+25.25%)、31.2 亿 (24.3%)、39.5 亿 (26.6%)。

环保纸塑产品：禁塑令打开成长空间，公司宜宾环保纸塑项目目前逐步投产，2022 年全面达产后年产值将达 12 亿元。同时，公司东莞植物纤维制品生产基地已投产，海南环保包装项目已进入试生产阶段。2021-2023 年预计实现收入 7 亿 (+63.93%)、10.6 亿 (+51.43%)、15 亿 (+41.51%)。

预计 2021-2023 年实现收入 149.6 亿 (+26.9%)、187 亿 (+25%)、230.4 亿 (+23.2%)，实现毛利率 25%、26.5%、27%。2021 年毛利率下降主要系上半年原材料价格处于历史高位。

图表 58: 裕同科技-收入/利润拆分及预测

单位: 亿元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	98.4	117.9	149.6	187.0	230.4
YOY	14.80%	19.70%	26.90%	25.00%	23.20%
毛利率	30.00%	26.80%	25.00%	26.50%	27.00%
纸制精品包装	77.6	91.1	115.2	142.8	173.5
YOY		17.31%	26.47%	23.96%	21.50%
毛利率	30.46%	27.19%	25.24%	26.33%	27.32%
占比	78.87%	77.26%	77.01%	76.36%	75.30%
包装配套产品	15.9	20.0	25.1	31.2	39.5
YOY		26.38%	25.25%	24.30%	26.60%
毛利率	27.29%	23.68%	23.03%	23.85%	24.31%
占比	16.11%	17.00%	16.78%	16.68%	17.14%
环保纸塑产品	3.1	4.3	7.0	10.6	15.0
YOY		38.61%	63.93%	51.43%	41.51%
毛利率	33.77%	31.61%	29.62%	30.46%	30.61%
占比	3.13%	3.62%	4.68%	5.67%	6.51%

资料来源: 公司公告, 国盛轻工测算, 国盛证券研究所

5.2 投资建议

我们预计裕同科技 2021-2023 年营业收入为 149.6/187/230.4 亿元, 分别同比增长 26.9%/25%/23.2%, 归母净利润为 13.5/18.3/23.9 亿元, 分别同比增长 20%/36%/30.8%, 对应 PE 分别为 19.6X/14.4X/11.0X。我们选取美盈森、劲嘉股份作为可比公司, 以 2021 年 8 月 10 日市值作为参考, 该 2 家公司对应 21 年 PE 平均值为 13.79X。裕同科技竞争优势明确, 消费电子包装稳定增长, 烟酒、化妆品、环保纸塑和大健康包装逐步放量, 未来增长动能充足, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 59: 裕同科技-估值建议

代码	公司名称	市值 (亿元)	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
002303.SZ	美盈森	50.23	0.24	0.26	-	13.47	12.46	-
002191.SZ	劲嘉包装	143.7	0.68	0.80	0.94	14.46	12.22	10.44
平均值						13.79	12.23	10.44

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (备注: 除裕同科技外, 其余数据均来自 2021 年 8 月 10 日 wind 一致预期)

6 风险提示

疫情反复。若疫情在国内外持续蔓延, 将影响细分领域客户销售。

原材料价格波动。原材料的价格波动对公司盈利水平有较大影响。

3C 景气下滑。3C 景气下滑将带动公司收入明显下滑。

烟酒包装拓展不畅。烟酒包装为公司主要发展方向, 若拓展不畅影响公司收入表现。

测算误差风险。公司各业务未来营业收入为国盛轻工测算, 存在相关测算误差风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com