




裕同科技(002831)

点评报告

营收多元稳健成长，原材料上涨利润承压

——裕同科技点评报告

 分析师: 史凡可
 分析师: 马莉
 联系人: 傅嘉成
 : shifanke@stocke.com.cn

执业证书编号: S1230520080008
 执业证书编号: S1230520070002

评级
买入

上次评级

买入

当前价格

¥24.71

单季度业绩
元/股

2Q/2021

0.18

1Q/2021

0.18

4Q/2020

0.50

3Q/2020

0.37

报告导读

公司发布 21H1 报告: 21H1 营收 60.52 亿 (+40.42%), 归母净利润 3.36 亿 (+2.57%), 扣非归母净利 2.64 亿 (-8.54%)。21Q2 营收 33.93 亿 (+36.44%), 归母净利润 1.70 亿 (-8.57%), 扣非归母净利 1.12 亿 (-34.62%)。

投资要点

□ 营收多元稳健成长，烟酒包装平台雏形显现

21Q2 营收 33.93 亿元，同比增速 36.44%；归母净利润 1.70 亿元，同比增速 -8.57%。分业务来看：

(1) **消费电子业务**: 21H1 消费电子包装营收 40 亿左右 (去年同期 32 亿, +25%)。分客户来看, 其中 A 客户占比 40-50%, 增速 10% 左右, 预期随着下半年 A 客户新机上市及可穿戴设备渗透率提升, A 客户相关业务营收将持续稳步增长; 公司与小米、华为、vivo、OPPO、Sony 等海内外标杆 3C 客户合作持续加深, 21Q2 小米手机销量晋升全球第二, 我们预计小米产品放量带动相关业务增速增长 62%。另外, 上半年 OPPO(+199%)、Sony(+523%)、Facebook(+785%) 等大客户放量显著。

(2) **烟酒业务**: 21H1 酒包业务营收 6.05 亿 (去年同期 2.82 亿, +214.5%), 烟包业务营收 3.18 亿 (去年同期 1.59 亿, +100%), 烟、酒包装均已实现翻倍式成长。大客户中茅台 (+284%)、洋河 (+70%)、泸州老窖 (+137%)、水井坊 (+217%) 增速亮眼。裕同烟酒包装平台雏形显现, 预计随着大客户业务加深、新客户持续拓展, 公司烟酒业务将逐步贡献盈利。

(3) **环保纸塑业务**: 21H1 营收 2.56 亿 (去年同期 1.70 亿, +50.6%), 受益海内外环保政策, 预计未来环保业务将为裕同带来成长动能。

□ 原材料上涨&海外工厂整合毛利承压，三费收缩显著

裕同科技 21Q2 毛利率 18.56% (-7.69%), 主要系: (1) 上半年以白卡为代表的原材料价格波动明显, 直接材料占营业成本比例提升 (2) 海外工厂资源整合, 以及疫情影响下, 二季度越南、印度、印尼工厂部分人工闲置导致直接人工成本提高。预计伴随主要原材料白卡纸、白板纸等价格回落, 以及裕同海外工厂资源整合完毕, 公司利润率充分摸底后有望回升。

公司 21Q2 期间费用率 13.79% (-3.32%), 其中销售费用率 2.27% (-1.34%), 管理和研发费用率合计 10.13% (-1.51%), 财务费用率 1.39% (-0.47%), 三费收缩显著, 主要系营收规模高速增长, 规模效应显现。

□ 应收账款周转加快，经营性现金流承压

公司 21Q2 存货 19.29 亿元, 较去年同期增加 8.31 亿元, 存货周转天数为 64.63 天 (+11.84 天); 应收票据 1.52 亿元, 较去年同期减少 5553 万元; 应收账款 42.15 元, 较去年同期增加 7.65 亿元, 应收账款周转天数为 140.36 天 (-1.52 天); 应付账款及应付票据 21.10 亿元, 较去年同期增加 4.54 亿元, 应付账款周转天数为 75.17 天 (+5.33 天); 预付账款 53.83 万元, 较去年同期增加 1755 万

公司简介

裕同科技是高端品牌包装整体解决方案提供商, 为客户提供“一体化产品制造和供应解决方案、创意设计与研发创新解决方案、全球化运营及服务解决方案”。

相关报告

1 《【浙商轻工】裕同科技: 与莫迪维克战略合作, 共创环保包装新风向》
 2021.07.23

2 《【浙商轻工】裕同科技: 业务稳步成长, 大消费多元布局成效显著》
 2021.04.28

3 《【浙商轻工】裕同科技: 业绩预告符合预期, 员工持股计划强化发展信心》

4 《【浙商轻工】裕同科技: 客户新品延期、汇兑影响 增长动力》2020.11.02

报告撰写人: 史凡可、马莉

联系人: 傅嘉成

行业公司研究——造纸 II 行业一

告

元。

经营性现金流金额 2.11 亿元，较去年同期减少 1.06 亿元；筹资性现金流-3.51 亿元，较去年同期减少 16.11 亿元；资本开支 8.21 亿元，较去年同期增长 3.68 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

裕同纸包装龙头稳固，大消费包装多领域布局预计带来多元成长动能。预计公司 2021-2023 年收入 145.24/188.13/230.89 亿元，同增 23.20%/29.52%/22.73%；归母净利润 13.18/16.93/ 20.61 亿元，同增 17.70%/28.42%/21.71%；对应 PE 为 17.51X/13.63X/11.20X，维持“买入”评级。

□ 风险提示

原材料价格大幅波动、东南亚疫情影响全球化布局进程、大客户订单不及预期、智能工厂推进不及预期等。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	11788.94	14524.47	18812.71	23089.08
(+/-)	19.75%	23.20%	29.52%	22.73%
净利润	1120.16	1318.37	1693.08	2060.61
(+/-)	3.85%	17.70%	28.42%	21.71%
每股收益(元)	1.20	1.41	1.81	2.21
P/E	20.61	17.51	13.63	11.20

图 1：裕同科技季度财务数据一览

单位：百万元	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
营业总收入	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	3,392.81
YOY	10.54%	13.59%	22.79%	12.01%	2.14%	30.97%	15.27%	26.05%	45.83%	36.44%
归母净利润	154.21	141.87	312.26	436.61	142.09	185.43	328.84	463.81	166.38	169.54
YOY	10.69%	11.81%	13.00%	8.33%	-7.86%	30.71%	5.31%	6.23%	17.10%	-8.57%
扣非归母净利润	104.12	130.35	305.75	427.16	117.02	171.36	321.33	375.04	151.72	112.03
YOY	31.51%	6.26%	12.63%	10.58%	12.39%	31.46%	5.10%	-12.20%	29.66%	-34.62%
毛利率	27.09%	28.90%	33.75%	29.30%	25.31%	26.25%	30.55%	25.20%	23.88%	18.56%
期间费用率	20.92%	19.01%	17.79%	14.36%	17.02%	17.11%	17.00%	13.16%	16.66%	13.79%
其中：销售费用	75.81	95.04	151.76	149.72	56.49	89.78	90.56	86.70	89.44	77.15
销售费用率	4.25%	5.01%	5.70%	4.28%	3.10%	3.61%	2.95%	1.97%	3.36%	2.27%
其中：管理费用	137.16	148.91	179.76	192.88	139.42	172.81	200.47	251.11	196.10	203.52
研发费用	87.25	91.45	122.28	134.34	87.24	116.76	137.85	155.00	132.18	140.22
管理+研发费用率	12.57%	12.66%	11.34%	9.35%	12.43%	11.65%	11.02%	9.21%	12.35%	10.13%
其中：财务费用	73.23	25.61	19.83	25.46	27.12	46.08	92.81	87.53	25.32	47.05
财务费用率	4.10%	1.35%	0.74%	0.73%	1.49%	1.85%	3.02%	1.98%	0.95%	1.39%
归母净利率	8.64%	7.47%	11.73%	12.48%	7.79%	7.46%	10.71%	10.52%	6.26%	5.00%
存货	871.89	955.40	1,026.79	1,011.32	1,084.20	1,088.26	1,390.62	1,518.31	809.19	1,919.62
较上年同期增减	49.92	151.12	48.75	67.56	212.31	132.86	363.83	506.99	-275.01	831.36
应收账款	152.98	94.63	74.74	94.81	128.46	96.37	118.29	101.98	0.00	151.90
较上年同期增减	61.07	-21.95	-16.86	-28.53	-24.52	1.74	43.54	7.18	-128.46	55.53
应付账款	2,777.64	2,596.77	3,564.23	4,069.26	3,271.32	3,449.82	4,146.19	5,223.13	825.06	4,214.93
较上年同期增减	-32.26	246.61	613.37	172.70	493.68	853.05	581.96	1153.87	-2446.26	765.11
应付账款及应付票据	1268.98	1236.40	1782.60	1907.76	1591.73	1656.04	2222.63	2653.55	1715.22	2110.10
较上年同期增减	-50.59	-28.57	293.29	186.20	322.75	419.64	440.03	745.79	123.49	454.06
预收账款(合同负债)	27.94	29.44	36.16	40.74	39.79	36.28	41.03	50.24	52.08	53.83
较上年同期增减	0.93	-3.30	-6.30	15.59	11.85	6.84	4.87	9.50	12.29	17.55
经营性现金流净额	750.75	447.06	-145.30	313.25	307.83	316.67	159.84	218.67	12.90	210.55
较上年同期增减	546.97	-145.58	-117.25	282.73	-442.92	-130.39	305.15	-94.58	-294.94	-106.12
筹资性现金流净额	547.57	-630.97	333.56	-261.12	283.54	1260.09	-400.64	488.40	114.71	-305.83
较上年同期增减	301.28	-371.11	265.14	-286.19	-264.05	1891.06	-734.20	749.53	-168.83	-1565.92
资本开支	299.70	223.97	194.02	346.00	249.50	453.58	263.30	742.86	358.29	821.08
较上年同期增减	122.66	60.89	-2.71	143.04	-50.19	229.61	69.29	396.86	108.79	367.50
ROE	2.70%	2.48%	5.35%	7.07%	2.22%	2.85%	4.91%	6.04%	1.93%	1.95%
YOY(±)	-0.05%	-0.02%	0.00%	-0.28%	-0.48%	0.37%	-0.44%	-1.02%	-0.29%	-0.90%
资产负债率	45.92%	44.89%	48.47%	47.08%	46.13%	51.59%	52.54%	47.27%	44.30%	44.55%
YOY(±)	1.14%	-0.50%	1.65%	0.48%	0.22%	6.70%	4.07%	0.19%	-1.84%	-7.04%

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：亿元	17H1	17H2	2017	18H1	18H2	2018	19H1	19H2	2019	20H1	20H2	2020	21H1
营业收入	26.61	42.87	69.48	32.86	52.92	85.78	36.84	61.61	98.45	43.10	74.79	117.89	60.52
yoy	31.67%	21.76%	25.37%	23.49%	23.44%	23.46%	12.11%	16.42%	14.77%	16.99%	21.39%	19.75%	40.42%
毛利率	31.19%	31.76%	31.54%	24.59%	30.93%	28.50%	28.02%	28.01%	30.03%	25.85%	28.01%	26.83%	20.90%
按产品拆分(新)													
纸质精品包装						68.28	29.05	49.89	78.94	34.09	57.00	91.09	46.51
yoy									15.61%	17.36%	0.14	15.39%	36.43%
占比						79.60%	78.85%	80.98%	80.18%	79.10%	76.21%	77.26%	76.85%
毛利率						28.70%	28.55%	31.67%	30.52%	26.30%	27.72%	27.19%	20.86%
包装配套产品						10.42	4.93	7.14	12.07	5.66	14.38	20.04	10.60
yoy									15.86%	14.81%	1.01	66.04%	87.28%
占比						12.14%	13.38%	11.59%	12.26%	13.13%	19.23%	17.00%	17.52%
毛利率						31.09%	30.88%	32.08%	31.59%	27.07%	22.35%	23.68%	19.08%
环保纸塑产品						1.46	0.69	1.10	1.79	0.78	3.49	4.27	2.56
yoy									22.92%	13.86%	2.16	138.30%	228.21%
占比						1.70%	1.86%	1.79%	1.82%	1.81%	4.67%	3.62%	4.24%
毛利率						33.83%	29.37%	35.83%	33.36%	29.74%	32.03%	31.61%	26.08%
其他						5.63	2.18	3.47	5.65	2.57	(0.08)	2.49	0.84
yoy									0.43%	18.04%	-102.30%	-55.86%	-67.32%
占比						6.56%	5.91%	5.64%	5.74%	5.96%	-0.11%	2.12%	1.39%
毛利率						19.83%	14.04%	21.57%	18.67%	16.02%	-448.99%	30.96%	30.00%
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	(18.58)	18.62	9.01
yoy	30.07%	16.18%	20.92%	11.76%	2.12%	5.66%	1.47%	23.09%	14.70%	15.31%	-150.45%	16.98%	-75.78%
内销	9.61	13.56	23.17	13.86	23.00	36.86	17.56	24.78	42.34	5.90	93.37	99.27	51.50
yoy	34.59%	35.74%	35.26%	44.22%	69.62%	59.09%	26.70%	7.74%	14.87%	28.84%	276.80%	37.00%	772.88%

注：20年H1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					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	10250	10675	13578	15900	营业收入	11789	14524	18813	23089
现金	2337	1501	1675	1694	营业成本	8626	10608	13768	16932
交易性金融资产	515	235	313	354	营业税金及附加	64	94	120	140
应收账款	5325	6504	8293	10315	营业费用	324	643	852	1048
其它应收款	161	137	196	258	管理费用	764	1477	1945	2406
预付账款	265	297	378	486	研发费用	0	581	753	924
存货	1518	1593	2445	2520	财务费用	254	154	127	116
其他	129	409	278	272	资产减值损失	(87)	79	99	111
非流动资产	6337	6910	7512	8099	公允价值变动损益	57	20	28	35
金额资产类	0	10	3	4	投资净收益	39	47	43	40
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	82	67	76	75
固定资产	4513	5142	5644	6062	营业利润	1353	1603	2047	2485
无形资产	685	824	962	1132	营业外收支	(20)	(11)	(11)	(14)
在建工程	368	298	231	229	利润总额	1333	1592	2036	2471
其他	772	636	672	671	所得税	185	247	315	383
资产总计	16587	17585	21090	23999	净利润	1147	1346	1720	2088
流动负债	6493	5791	7727	8497	少数股东损益	27	27	27	27
短期借款	2835	1883	2615	2104	归属母公司净利润	1120	1318	1693	2061
应付款项	2654	3060	4006	5007	EBITDA	1955	2052	2542	3027
预收账款	0	34	41	35	EPS (最新摊薄)	1.20	1.41	1.81	2.21
其他	1005	814	1065	1352	主要财务比率				
非流动负债	1348	1498	1346	1397		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	1039	1039	1039	1039	成长能力				
其他	309	459	307	358	营业收入	19.75%	23.20%	29.52%	22.73%
负债合计	7841	7289	9073	9894	营业利润	3.50%	18.55%	27.68%	21.36%
少数股东权益	240	268	295	322	归属母公司净利润	3.85%	17.70%	28.42%	21.71%
归属母公司股东权益	8506	10029	11722	13782	获利能力				
负债和股东权益	16587	17585	21090	23999	毛利率	26.83%	26.96%	26.81%	26.66%
					净利率	9.73%	9.26%	9.14%	9.04%
					ROE	14.55%	13.85%	15.18%	15.78%
					ROIC	9.97%	10.81%	11.46%	12.57%
					偿债能力				
					资产负债率	47.27%	41.45%	43.02%	41.23%
					净负债比率	51.94%	41.50%	41.65%	33.20%
					流动比率	1.58	1.84	1.76	1.87
					速动比率	1.34	1.57	1.44	1.57
					营运能力				
					总资产周转率	0.81	0.85	0.97	1.02
					应收帐款周转率	2.54	2.51	2.60	2.54
					应付帐款周转率	4.47	4.35	4.63	4.44
					每股指标(元)				
					每股收益	1.20	1.41	1.81	2.21
					每股经营现金	1.07	0.81	0.89	1.87
					每股净资产	9.11	10.74	12.55	14.75
					估值比率				
					P/E	20.61	17.51	13.63	11.20
					P/B	2.71	2.30	1.97	1.67
					EV/EBITDA	15.38	12.01	9.90	8.14

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1003	754	833	1745
净利润	1147	1346	1720	2088
折旧摊销	498	381	440	489
财务费用	254	154	127	116
投资损失	(39)	(47)	(43)	(40)
营运资金变动	(40)	(1149)	(609)	(918)
其它	(818)	70	(803)	10
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	(772)	455	(571)
短期借款	258	(952)	732	(512)
长期借款	280	0	0	0
其他	1094	180	(278)	(59)
现金净增加额	610	(777)	246	95

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 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>