

裕同科技 (002831.SZ) 重视三大拐点, 包装龙头再腾飞

2021年09月07日

——公司深度报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

王宇俊 (联系人)

lvming@kysec.cn

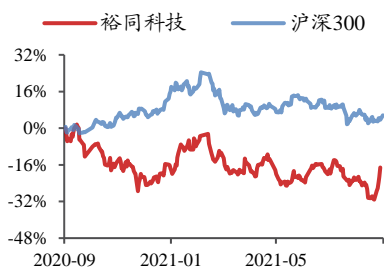
wangyujun@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790120080064

日期	2021/9/6
当前股价(元)	30.05
一年最高最低(元)	38.31/24.30
总市值(亿元)	279.62
流通市值(亿元)	156.22
总股本(亿股)	9.31
流通股本(亿股)	5.20
近3个月换手率(%)	41.59

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

- 《公司信息更新报告-多元业务加速扩张, 盈利能力拐点可期》-2021.8.30
- 《公司信息更新报告-3C 包装主业稳定, 环保包装等新业务加速扩张》-2021.4.29
- 《公司信息更新报告-业绩预告符合预期, 短期扰动带来长期布局机会》-2020.12.1

● 重视三大拐点, 包装龙头再腾飞, 维持“买入”评级

我们认为裕同科技正迎来三大拐点, 即原材料成本回落带来的短期盈利能力拐点、竞争格局优化带来的长期盈利能力中枢企稳或上行拐点以及多元业务发展提速的拐点, 公司盈利能力和市场预期都有望显著改善。维持盈利预测不变, 我们预计 2021-2023 年公司归母净利润为 12.5/17.0/21.1 亿元, 对应 EPS 为 1.34/1.83/2.27 元, 当前股价对应 PE 分别为 22.4/16.4/13.3 倍, 维持“买入”评级。

● 短期盈利拐点: 原材料成本回落, 2021H2 毛利率有望回升

2021H1, 裕同科技主要的原料用纸价格均大幅上涨。但上游原材料价格自 2021 年 6 月起有明显回落, 并且从供需结构和下游整体需求看, 我们预计再度大幅回升的可能性较低。因此, 我们认为 2021Q2 预计是裕同科技盈利能力的阶段性低点。2021Q3 公司毛利率有望企稳回升 (考虑到 2021Q2 备有部分高价原材料库存, 因此回升幅度或有限), 而 2021Q4 则将迎来显著的盈利能力向上拐点。

● 竞争格局优化拐点: 行业加速出清, 公司内生竞争力提升

公司的长期痛点在于上市以来一直被核心客户压价, 导致净利率和 ROE 不断下降。但从核心客户供应商名单等信息上观察到在前期部分竞争对手被淘汰, 现在主要竞争对手和裕同科技存在差距且盈利承压的情况下, 我们认为核心客户的压价空间愈发有限, 裕同科技盈利能力中枢的长期企稳或者向上的拐点或也在临近。而竞争格局优化的背后则是公司产能、效率等内生竞争力的积累和提升。

● 多元化发展拐点: 酒包、烟包等业务增长提速, 环保包装空间大

公司上市时主要以消费电子包装业务为主, 并且核心 A 客户为其收入的主要来源。近年, 公司逐渐开始向酒包、烟包、环保包装等多元化业务扩张。但之前由于疫情等原因, 多元化业务扩张速度一直较为平稳。然而, 从 2021H1 的数据可以看到, 公司多元化业务正在快速放量, 多元化发展也已迎来拐点。酒包、烟包业务市场化速度加快带动收入大幅增长, 环保包装业务政策催化下前景广阔。

● 风险提示: 原材料价格大幅波动; 汇率大幅波动; 下游需求不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,845	11,789	15,007	18,204	21,936
YOY(%)	14.8	19.7	27.3	21.3	20.5
归母净利润(百万元)	1,045	1,120	1,248	1,703	2,110
YOY(%)	10.5	7.2	11.4	36.4	23.9
毛利率(%)	30.0	26.8	25.0	27.0	27.3
净利率(%)	10.6	9.5	8.3	9.4	9.6
ROE(%)	16.0	13.1	13.0	15.7	16.8
EPS(摊薄/元)	1.12	1.20	1.34	1.83	2.27
P/E(倍)	26.8	25.0	22.4	16.4	13.3
P/B(倍)	4.4	3.3	2.9	2.6	2.2

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 核心逻辑：短期盈利拐点，长期竞争格局优化.....	4
2、 短期盈利拐点：原材料成本回落，2021H2 毛利率有望回升.....	4
3、 竞争格局优化拐点：行业加速出清，内生竞争力提升.....	8
4、 多元化发展拐点：酒包、烟包等加速，环保包装空间大.....	12
5、 盈利预测与投资建议.....	15
6、 风险提示.....	15
附：财务预测摘要.....	16

图表目录

图 1： 2021 年 6 月以来，白板纸价格明显回落.....	5
图 2： 2021 年 6 月以来，铜板纸价格明显回落.....	5
图 3： 2021 年 6 月以来，双胶纸价格明显回落.....	5
图 4： 瓦楞纸价格一直处于较低水平.....	5
图 5： 2021Q3，我国白板纸社会库存仍较高.....	6
图 6： 2021Q3，我国双铜纸社会库存连创新高.....	6
图 7： 2021Q3，我国双胶纸社会库存创新高.....	6
图 8： 2021Q3，我国瓦楞纸社会库存处于较高水平.....	6
图 9： 白板纸和白卡纸走势关联度较高.....	7
图 10： 2021H2，白卡纸新产能释放压力较大.....	7
图 11： 2021Q2，裕同科技毛利率到达上市以来最低水平.....	7
图 12： 上市后，裕同科技 ROE 逐年走低.....	8
图 13： 上市后，裕同科技净利率逐年走低.....	8
图 14： 裕同科技和美盈森收入差距不断扩大（亿元）.....	9
图 15： 2020 年后，裕同科技和美盈森净利率拉开差距.....	9
图 16： 当纳利盈利能力长期面对较大压力.....	10
图 17： 裕同科技产能已形成全球化布局.....	11
图 18： 裕同科技生产人效不断提升.....	11
图 19： 裕同科技不断投入固定资产.....	11
图 20： 2021H1，酒包、烟包收入占比显著提升.....	12
图 21： 2021H1，酒包、烟包和其他产品收入增速提升.....	12
图 22： 2020 年，公司源于第一大客户收入同比增长 14%.....	12
图 23： 2021H1，裕同科技消费电子包装客户多元化.....	12
图 24： 2021H1，公司烟包、酒包收入快速增长（亿元）.....	13
图 25： 2021H1，公司多个酒包客户订单放量.....	13
图 26： 烟包行业企业毛利率较高（图为毛利率）.....	13
图 27： 酒包行业的柏星龙毛利率较高（图为毛利率）.....	13
图 28： 公司环保包装产品包括纸托、环保餐具等.....	14
图 29： 公司环保包装业务收入逐步增长.....	14
图 30： 公司化妆品包装收入稳步增长.....	14
图 31： 公司炫光膜业务快速发展.....	14
表 1： 公司直接材料成本占比高.....	4

表 2: 公司主要原材料包括白板纸、铜版纸、瓦楞纸等.....	4
表 3: 2020 年苹果公布的核心供应商名录中共有 7 家包装供应商.....	8
表 4: 苹果前期部分核心包装供应商已被淘汰.....	10

1、核心逻辑：短期盈利拐点，长期竞争格局优化

我们为什么在这个时点推荐裕同科技：

（1）短期盈利拐点

上游原材料价格自 2021 年 6 月起有明显回落，并且从供需结构和下游整体需求看，我们预计再度大幅回升的可能性较低。因此，我们认为 2021Q2 预计是裕同科技盈利能力的阶段性低点。2021Q3 公司毛利率有望企稳回升（考虑到 2021Q2 备有部分高价原材料库存，因此回升幅度或有限），而 2021Q4 则将迎来显著的拐点。

（2）长期竞争格局优化&多元化拓展拐点

竞争格局优化拐点：裕同科技的长期痛点在于上市以来一直被核心客户压价，导致净利率和 ROE 不断下降。但从核心客户供应商名单等信息上观察到近年来行业正在加速优化，而这个竞争格局的优化有望带来长期维度的盈利能力拐点。

多元化拓展拐点：公司上市时主要以消费电子包装业务为主，并且核心 A 客户为其收入的主要来源。近年，公司逐渐开始向酒包、烟包、环保包装等多元化业务扩张。但之前由于疫情等原因，多元化业务扩张速度一直较为平稳。然而，从 2021H1 的数据可以看到，公司多元化业务正在快速放量，多元化发展也已迎来拐点。

2、短期盈利拐点：原材料成本回落，2021H2 毛利率有望回升

公司成本端受上游纸价上涨影响较大。2017-2020 年，公司成本中直接材料占比均在 55%-60% 之间，占比较高。而细拆来看，公司直接材料主要为纸。其中，瓦楞纸占比最高，白板纸和铜版纸也相对较高。2019 年，瓦楞纸、白板纸、铜版纸和双胶纸分别占裕同科技总成本的 12.5%、9.7%、8.7% 和 1.7%。

表1：公司直接材料成本占比高

	2017	2018	2019	2020
直接材料	56.5%	59.4%	57.6%	58.7%
直接人工	17.2%	16.1%	15.5%	14.0%
制造费用	25.5%	23.5%	25.0%	22.7%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表2：公司主要原材料包括白板纸、铜版纸、瓦楞纸等

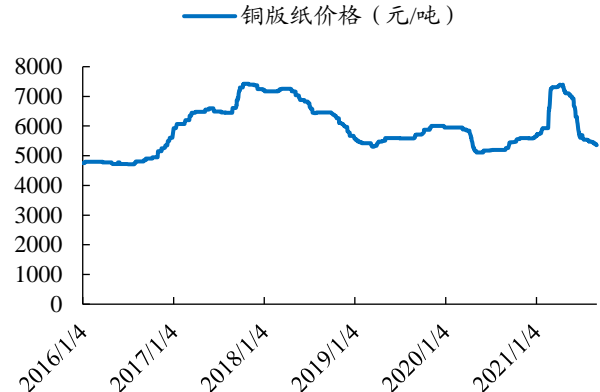
单位：亿元	2017			2018			2019		
	采购量	采购金额	成本占比	采购量	采购金额	成本占比	采购量	采购金额	成本占比
白板纸	12.74	5.49	11.6%	14.89	6.19	10.2%	15.9	6.57	9.7%
双胶纸	1.38	0.79	1.7%	1.24	0.77	1.3%	2.16	1.17	1.7%
铜版纸	7.37	4.18	8.9%	7.81	4.47	7.4%	11.91	5.86	8.7%
瓦楞纸	6.99	6.65	14.1%	8.59	8.04	13.3%	9.73	8.45	12.5%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

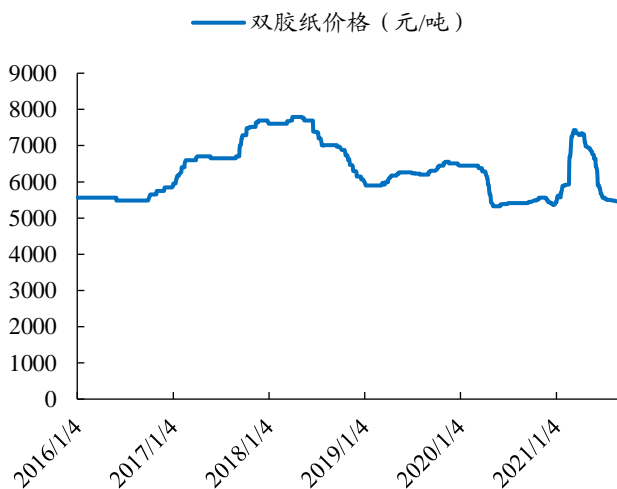
2021H1 上游纸价大幅上涨，但 6 月以来均有明显回落。2021H1，由于疫情后需求复苏、大宗商品价格普涨、“禁废、禁塑”政策催化等多重因素影响下，白板纸、铜版纸、双胶纸等裕同科技主要的原料用纸价格均大幅上涨。但 2021 年 6 月以来，白板纸、铜版纸和双胶纸都出现了明显回落，基本回到了这轮涨幅之前的价格。而瓦楞纸价格则一直处于相对较低水平。

图1：2021 年 6 月以来，白板纸价格明显回落


数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图2：2021 年 6 月以来，铜版纸价格明显回落


数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图3：2021 年 6 月以来，双胶纸价格明显回落


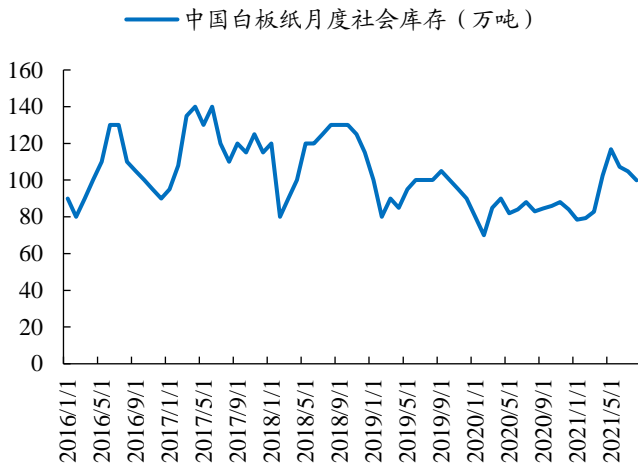
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图4：瓦楞纸价格一直处于较低水平

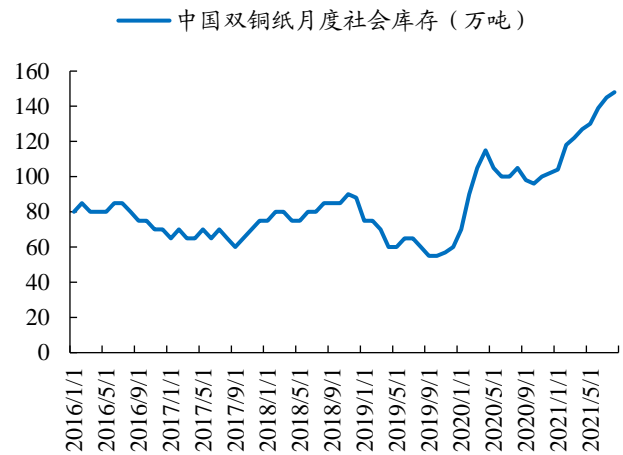

数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

并且，我们认为未来一段时间内纸价再度大幅回升的可能性也不大：

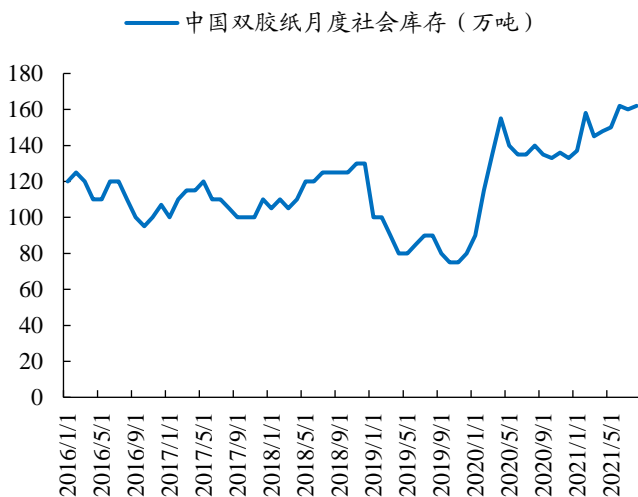
(1) 主要纸品社会库存压力仍较大。其中，2021Q3 我国白板纸社会库存仍较高。而文化纸方面，双铜纸、双胶纸 2021Q3 以来社会库存接连创出新高。此外，瓦楞纸虽然价格涨幅并不大，但其社会库存也处于较高水平。因此，从下游库存看，仍需要一定的消化时间。

图5: 2021Q3, 我国白板纸社会库存仍较高


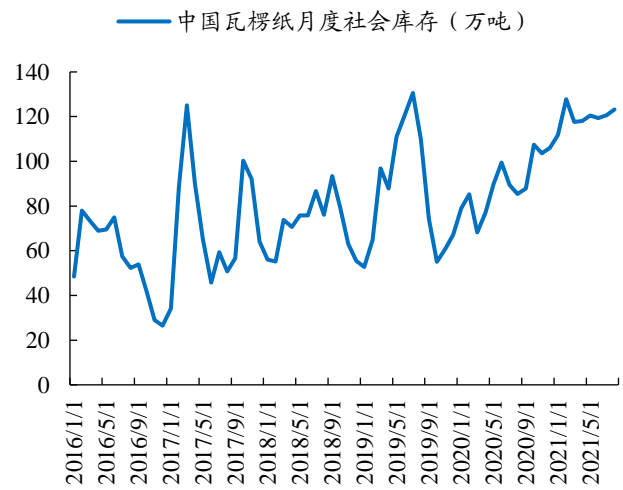
数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

图6: 2021Q3, 我国双铜纸社会库存连创新高


数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

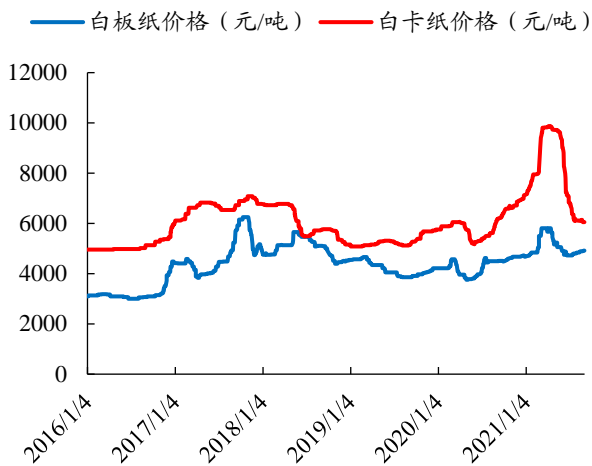
图7: 2021Q3, 我国双胶纸社会库存创新高


数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

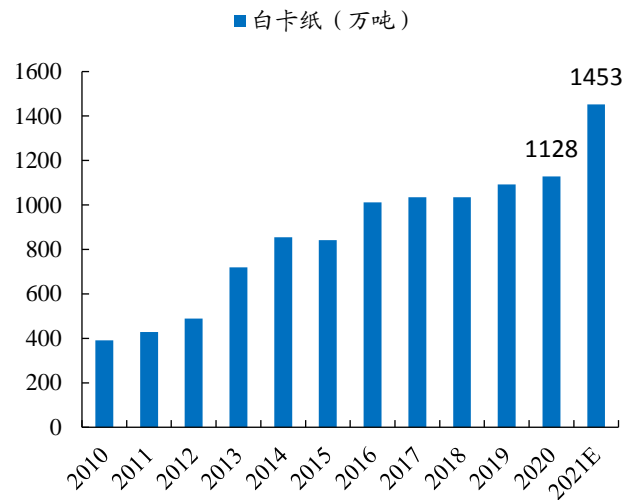
图8: 2021Q3, 我国瓦楞纸社会库存处于较高水平


数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

(2) 其他因素或也会对上游纸价形成一定压制因素。首先, 由于白板纸和白卡纸存在一定的替代性需求, 因此从历史看, 白板纸价格和白卡纸价格走势关联度较高。而根据卓创资讯, 2021年白卡纸产能预计将达到1453万吨, 相较2020年末增加325万吨。并且, 新增产能预计将集中于2021H2释放。因此, 我们预计白卡纸价格短期内回升压力仍较大, 或也会对白板纸价格形成一定压制。其次, 双胶纸、铜版纸等文化纸方面, 近期“双减”政策的出台或也会对下游需求造成一定影响。而瓦楞纸等包装纸方面, 由于竞争格局等因素, 纸价短期内大幅上涨的可能性也较低。

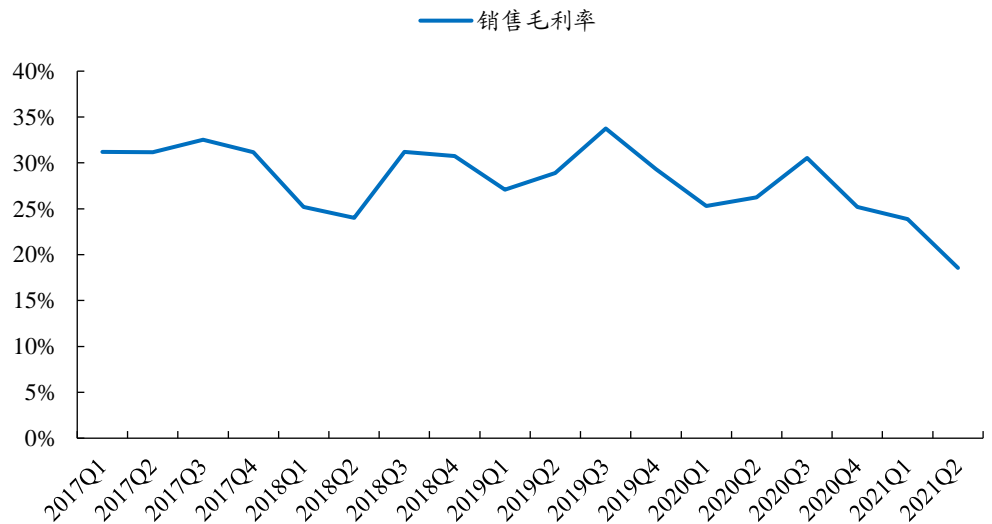
图9：白板纸和白卡纸走势关联度较高


数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图10：2021H2，白卡纸新产能释放压力较大


数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

裕同科技毛利率有望于 2021Q3 回升，并在 2021Q4 出现明显拐点。受原材料价格大幅上涨、海外工厂由于疫情部分停工等影响，2021Q2 裕同科技毛利率到达上市以来最低水平。根据我们前文分析，2021 年 6 月以来上游原材料价格已经明显回落，因此我们预计公司毛利率压力有望逐步缓解。其中，2021Q3 由于公司仍会使用部分 Q2 的高价原材料库存，因此我们预计毛利率会有所回升但幅度有限。而 2021Q4，我们预计原材料价格再大幅回升的可能性不大，因此公司毛利率有望出现明显拐点。

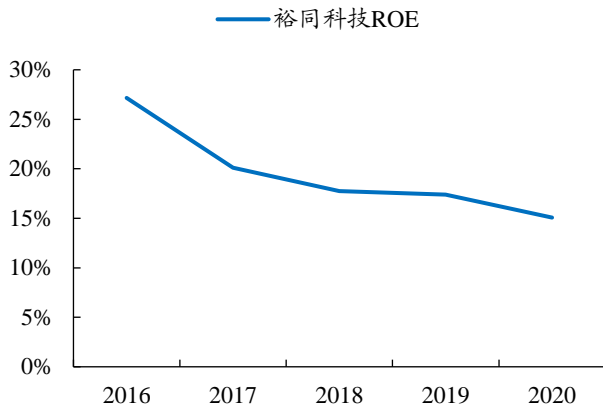
图11：2021Q2，裕同科技毛利率到达上市以来最低水平


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、竞争格局优化拐点：行业加速出清，内生竞争力提升

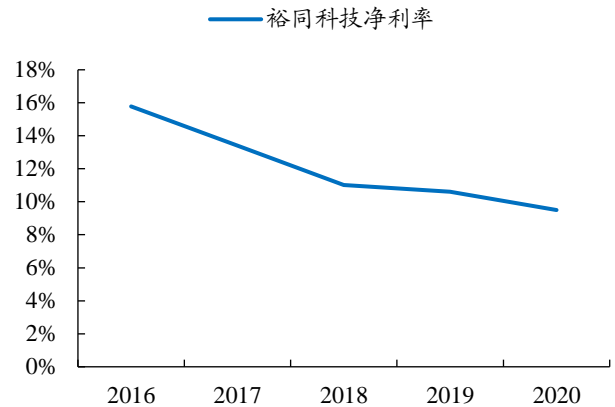
上市后，裕同科技 ROE 逐年走低，竞争格局拐点何时到来成为市场关注核心。我们前文阐释了纸价周期波动带来的盈利能力短期拐点机会。但如果把时间维度拉长，由于核心客户的压价，上市以后裕同科技净利率和 ROE 逐年走低并成为了压制股价的主要因素之一。因此，相较于短期的周期波动，行业竞争格局何时能够出现优化拐点带动裕同科技 ROE 和净利率中枢企稳或者上行是市场更为关注的核心点。

图12：上市后，裕同科技 ROE 逐年走低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：上市后，裕同科技净利率逐年走低



数据来源：Wind、开源证券研究所

由于技术门槛低等原因，包装行业集中度提升的速度一直较为缓慢。但我们还是观察到了一些信号，或许意味着行业竞争格局优化的拐点正在逐渐清晰。

首先，我们从公司核心客户苹果公布的 2020 年核心供应商名录进行分析。2020 年，苹果公布的核心供应商名录中共有 7 家包装供应商。其中，中国台湾正美以生产标签为主，金箭印刷以印刷为主，与裕同科技主业差异较大。而重返核心供应商名单的上海实业和凯成科技在收入体量上与裕同科技的差距较大。因此，在苹果公布的供应商名单中，裕同科技的竞争对手主要为当纳利、斯道拉恩索和美盈森。

表3：2020 年苹果公布的核心供应商名录中共有 7 家包装供应商

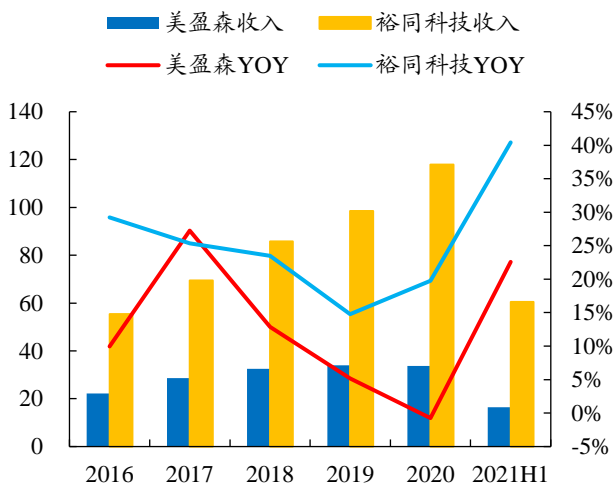
苹果包装供应商	入围厂区	进入时间	概况
中国台湾正美	广东、河南、江苏	长期	以标签为主
美盈森	重庆(新增)、广东、江苏、越南(新增)	2017 年进入	进入供应链时间较晚
上海实业	河南、江苏、山东、四川	2020 年进入	收入体量和裕同差距较大
当纳利	广东、江苏、上海、四川	长期	核心供应商之一，盈利能力压力大
裕同科技	广东、河南、江苏、上海(新增)、四川、印度、越南	长期	核心包装供应商
斯道拉恩索	广东、河北、江苏、浙江、芬兰	2017 年进入	核心供应商之一，进入时间较晚
金箭印刷	江苏	2018 年新增	印刷为主
凯成科技	重庆、广东	2017 年进入	2019 年营收 13.75 亿元

资料来源：苹果官网、重庆晨报、中国台湾正美官网、开源证券研究所

(1) 相较于美盈森

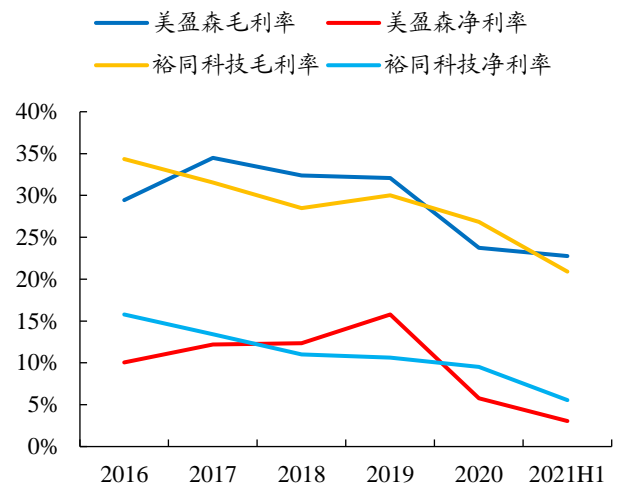
从收入规模看，裕同科技和美盈森已经逐渐拉开差距。除 2017 年外，2016 年-2021H1，裕同科技在基数更高的情况下收入增速明显高于美盈森。2016-2020 年，裕同科技和美盈森的收入复合增速分别为 20.8% 和 11.0%，两者的收入差距不断扩大。2020 年，美盈森和裕同科技的收入分别为 33.7 亿元和 117.9 亿元。并且，2020 年后，裕同科技和美盈森在净利率上也逐渐体现出差距。而这个差距主要体现在费用率上，主要即收入增长带来的规模效应以及内部管理效率的差异。因此，我们认为从收入规模、内部管理效率等多方面看，裕同科技的优势已经较为明显。

图14: 裕同科技和美盈森收入差距不断扩大(亿元)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图15: 2020年后, 裕同科技和美盈森净利率拉开差距



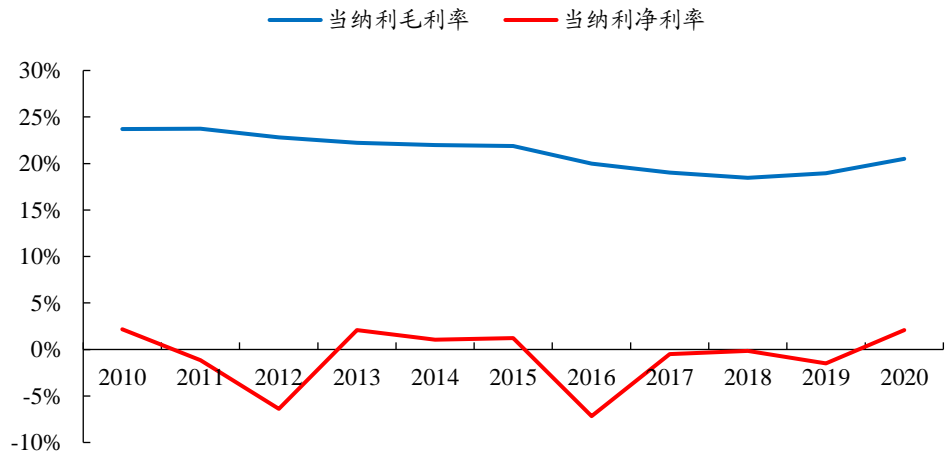
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

(2) 相较于当纳利、斯道拉恩索

当纳利和斯道拉恩索（2010 年收购正元国际）有一定相似之处，他们入围苹果供应商核心名单的工厂主要在中国大陆。因此，作为外资控股的中国工厂，在管理流程和决策的灵活度以及对于市场反馈的敏锐度上存在一定的缺陷。此外，由于包装行业盈利水平相对较低，如果没有较为灵活的激励机制，人才流失也较为严重。

另一方面，当纳利集团本身长期也面对较大的盈利能力压力。2010-2020 年，当纳利的净利率长期在盈亏平衡点附近摇摆。为缓解资金压力，当纳利已于 2019 年关闭深圳工厂并以约 2.5 亿美元出售。而 2020 年 12 月，彭博社报道，当纳利希望以 8 亿美元出售其核心的亚太区业务进而缓解盈利压力。虽然之后当纳利回应“目前公司没有参与讨论出售亚太区印刷包装业务”，但其也表示“作为长期战略的一部分，当纳利不断审查其业务组合，并定期探索出售其部分业务以增加股东价值的机会”。

因此，整体看，我们认为一方面相较于外资控股的国内工厂，裕同科技在管理效率、市场反映的敏锐度等方面都具有优势。另一方面，当纳利集团本部盈利能力面对较大压力，对其亚太区的业务发展或也会带来一定阻力。

图16: 当纳利盈利能力长期面对较大压力


数据来源: Wind、开源证券研究所

如果我们梳理苹果包装供应商名单的历年变化,也可以发现**苹果对供应商筛选严格,前期部分核心包装供应商已被淘汰**。比如,华彩印刷作为 iPhone4/5 的包装核心供应商于 2018 年退出苹果核心供应商名单。而苹果包装前期供应商之一的中国台湾正隆也于 2020 年退出。前文所提当纳利,其捷克厂区也于 2020 年退出。裕同科技虽然也是苹果早期核心供应商之一,但其并没有被苹果淘汰,反而其入围供应商名单的厂区在不断增加(2020 年共入围 7 个厂区,数量最多,其中新增上海厂区)。

可以看到,上市以来核心客户不断压价虽然使裕同科技的盈利能力不断承压,但却对其竞争对手产生了更大的冲击。因此,在前期部分竞争对手被淘汰,现在主要竞争对手和裕同科技存在差距且盈利承压的情况下,我们认为核心客户的压价空间愈发有限,裕同科技盈利能力中枢的长期企稳或者向上的拐点或也在临近。

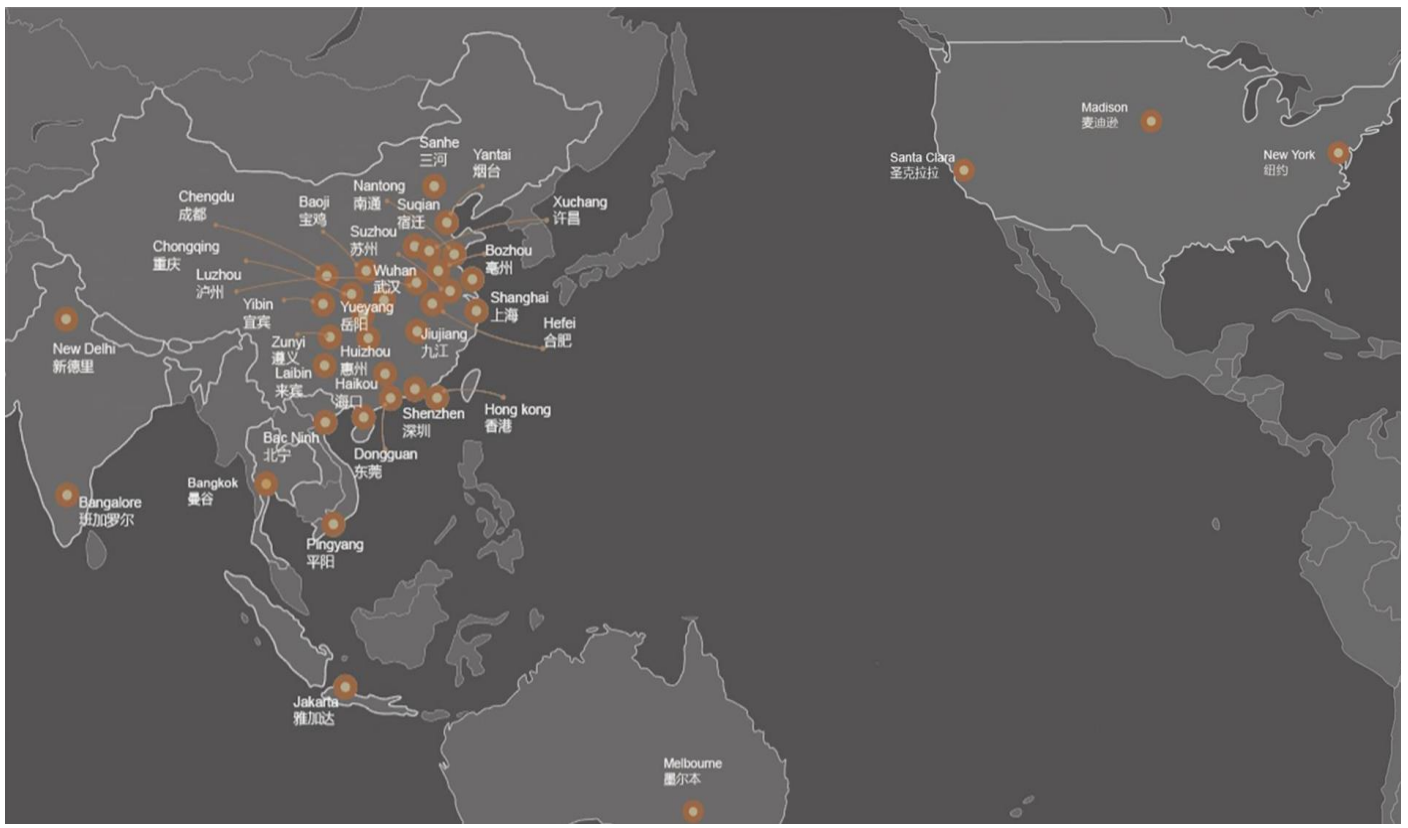
表4: 苹果前期部分核心包装供应商已被淘汰

包装企业	概况
中国台湾正隆	苹果包装前期核心供应商之一, 2020 年退出
中国台湾明翔科技	2020 年退出
当纳利	捷克布拉格厂区 2020 年退出
华彩印刷	iPhone4/5 包装核心供应商, 2018 年退出

资料来源: 苹果官网、中国好包装网、开源证券研究所

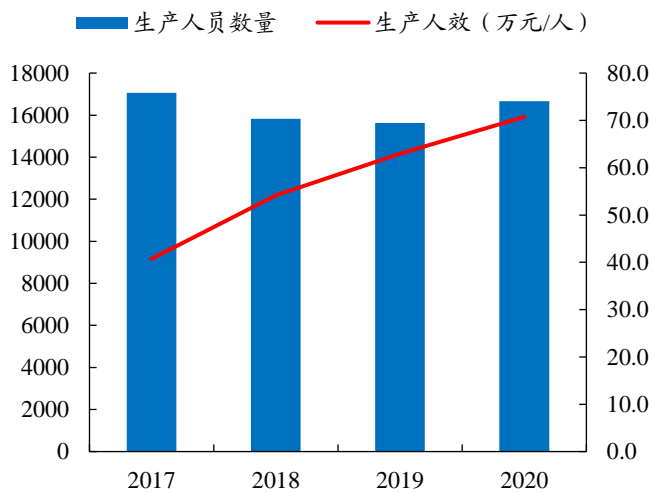
而竞争格局优化的背后则是裕同科技内生竞争力的积累和提升。上市后,裕同科技就不断加大固定资产的投入。2020 年末,裕同科技固定资产为 45.1 亿元,2016-2020 年的复合增速为 32.8%。固定资产的高投入虽然使得周转率阶段性下降,但也带来了以下优势:(1)产能布局全球化,进一步增强对客户需求的响应能力;(2)规模效应和产能升级带来的效率提升。2017-2020 年,公司生产人效由 40.7 万元/人提升至 70.7 万元/人,复合增速达 20.2%。许昌智能工厂投产后也有望进一步带动效率提升;(3)壁垒提升。包装属于利润率不高的重资产行业。因此,在公司产能不断扩张的情况下,和原有竞争对手相比优势在扩大,并且新玩家进入的难度也较大。

图17: 裕同科技产能已形成全球化布局



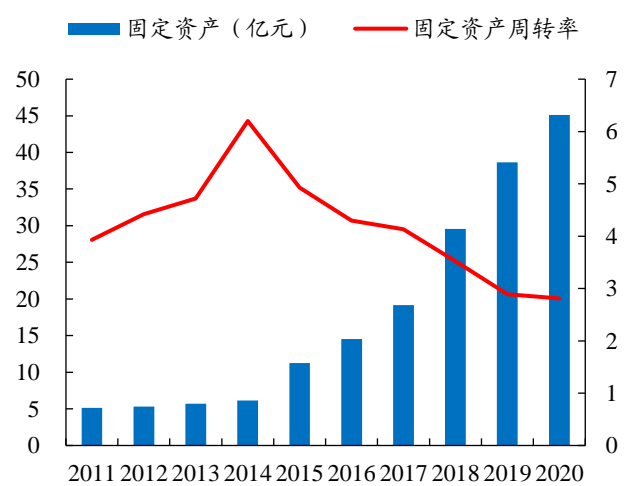
资料来源: 裕同科技官方网站

图18: 裕同科技生产人效不断提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图19: 裕同科技不断投入固定资产

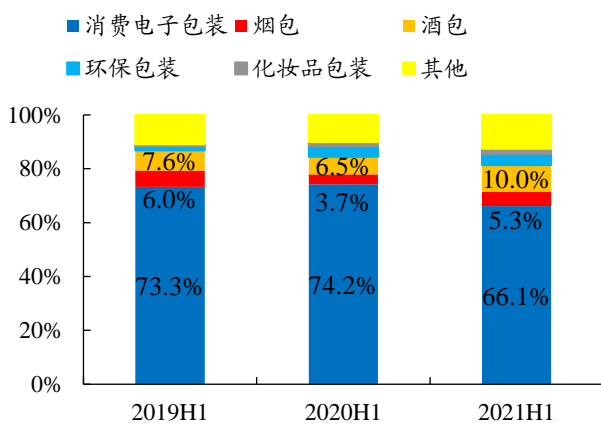


数据来源: Wind、开源证券研究所

4、多元化发展拐点：酒包、烟包等加速，环保包装空间大

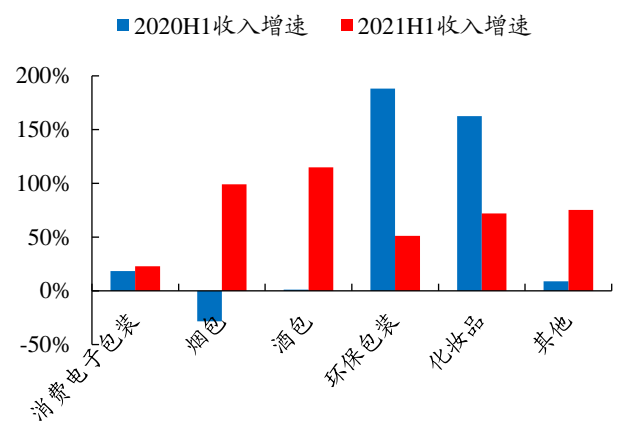
除了短期盈利拐点、消费电子主业毛利率长期中枢有望企稳或回升外，多元化业务增长迎来拐点是裕同科技另一大看点。裕同科技在酒包、烟包、环保包装等多元化业务上已布局数年。但前期由于疫情等原因，多元化业务的增长速度一直较为平稳。2019H1 和 2020H1，公司主业消费电子包装的收入占比基本保持稳定，多元化业务的收入占比并未有明显提升。而 2021H1，公司烟包、酒包业务的收入占比明显提升，分别达到 5.3%和 10%，消费电子包装收入占比下降至 66.1%。同时，烟包和酒包收入同比增速分别大幅提升至 99%和 115%。此外，公司环保包装、化妆品包装和其他产品也都呈现快速增长态势。因此，从数据上看，公司多元化业务也迎来了增长的拐点，并有望成为未来驱动公司增长的主要驱动力之一。

图20：2021H1，酒包、烟包收入占比显著提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

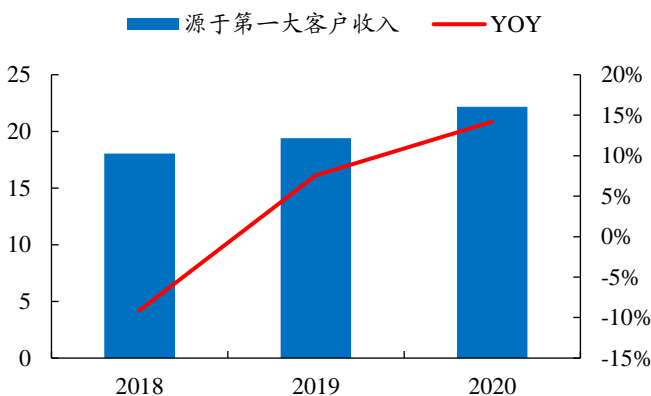
图21：2021H1，酒包、烟包和其他产品收入增速提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

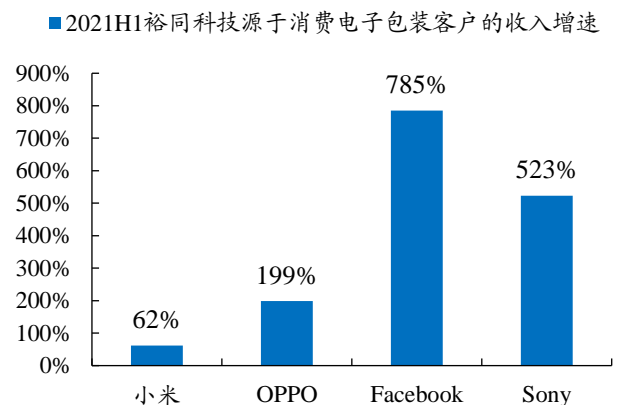
首先，多元化发展也体现在公司消费电子包装主业的客户多元化。由于基数较高，2018-2020 年公司源于第一大客户的收入增速一直低于整体收入增速。客户多元化正成为公司消费电子包装业务增长的核心驱动力。由于公司长期服务大客户形成了优质的产品力、服务能力和良好口碑，因此在开拓新客户时具有较强竞争力。2021H1，公司消费包装业务中除大客户以外的优质客户普遍取得了高速增长。其中，源于小米、OPPO、Facebook 和 Sony 的收入分别同比增长 62%、199%、785%和 523%。

图22：2020 年，公司源于第一大客户收入同比增长 14%



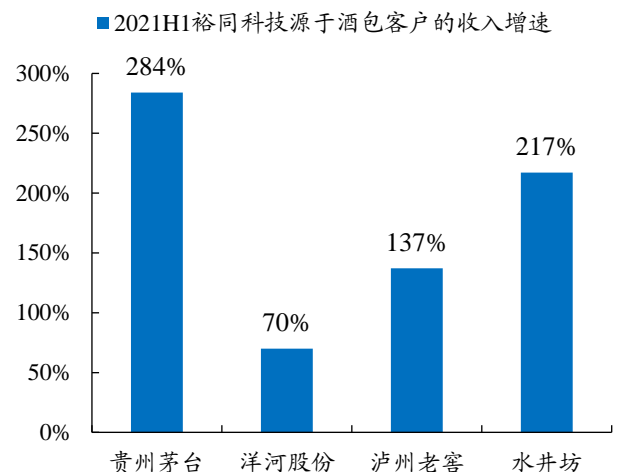
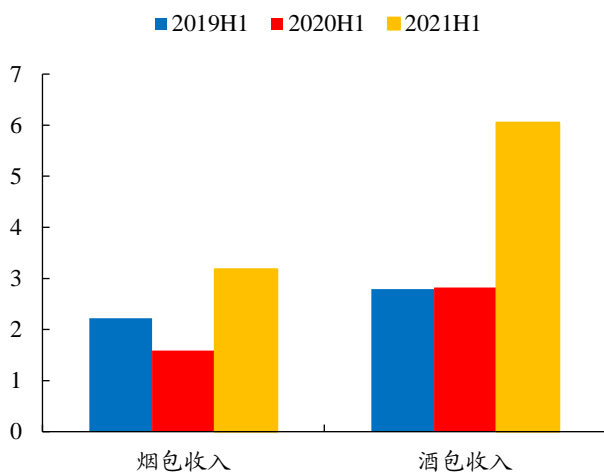
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图23：2021H1，裕同科技消费电子包装客户多元化



数据来源：公司公告、开源证券研究所

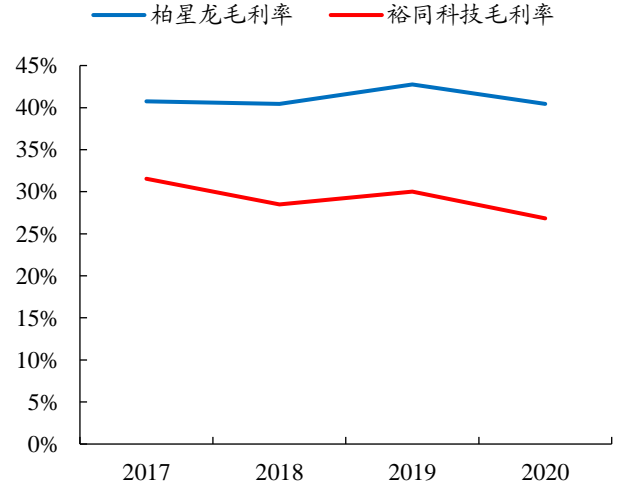
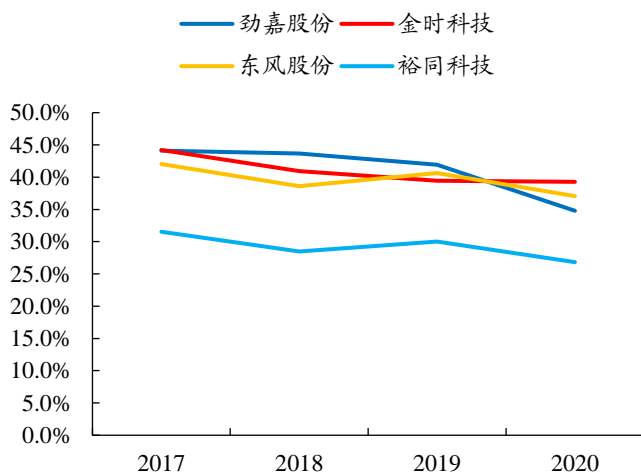
烟包、酒包行业市场化进程加速，公司 2021H1 相关业务快速增长。烟包和酒包行业市场逻辑类似。伴随招投标环节的市场化，裕同科技等综合能力强的新入局者，将有更多机会参与到烟包和酒包的市场竞争中。这一市场化进程的推进在 2020 年受疫情影响有所放缓，但 2021 年在疫情影响结束后，整个市场化进程在加速推进。2021H1，公司烟包和酒包收入均取得快速增长，收入规模分别达到 3.18 亿元和 6.05 亿元。在烟包业务上，公司与江西中烟、四川中烟、安徽中烟和云南中烟等均展开了深入合作。而在酒包业务上，2021H1 公司多个酒包客户订单放量，源于贵州茅台、洋河股份、泸州老窖和水井坊的收入分别同比增长 284%、70%、137%和 217%。

图24: 2021H1, 公司烟包、酒包收入快速增长 (亿元)
图25: 2021H1, 公司多个酒包客户订单放量


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

烟包和酒包业务利润率较高，对公司整体利润率水平或有一定拉动作用。从劲嘉股份、金时科技、东风股份等从事烟包业务的已上市公司看，他们的毛利率水平基本稳定在 35% 以上，显著高于裕同科技的毛利率水平。而酒包方面，主营酒包业务的柏星龙毛利率水平基本稳定在 40% 以上，同样显著高于裕同科技的毛利率水平。因此，裕同科技向烟包和酒包业务拓展或对于整体利润率水平有一定拉动作用。

图26: 烟包行业企业毛利率较高 (图为毛利率)
图27: 酒包行业的柏星龙毛利率较高 (图为毛利率)


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

政策推动下，公司环保包装业务发展空间广阔。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》。意见中提出，到2022年底，一次性塑料制品的消费量明显减少，替代产品得到推广。政策推动下，公司环保餐具等产品的市场空间有望逐步被打开。根据中商情报网的数据，2020年我国一次性餐盒消耗量预计达450亿个，以0.3元的单价计算，则对应市场规模约135亿元。同时，考虑到公司环保包装业务供应海外市场以及应用场景也有望不断拓宽，因此最终对应的市场规模预计会更大。

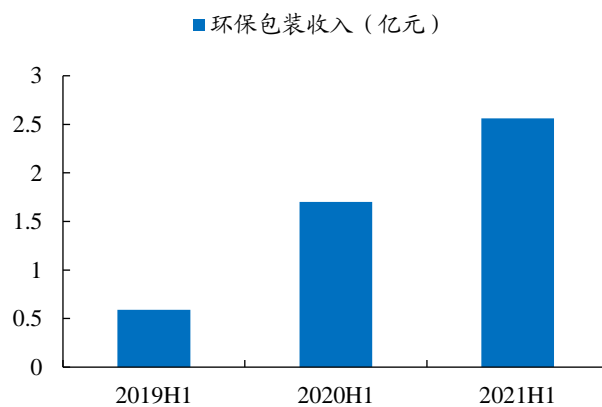
公司环保包装项目有望逐步落地。公司东莞植物纤维制品生产基地已投产。2018年投资建设的宜宾环保纸塑项目，已逐步投产，2022年全部达产后年产值预计约为12亿元。2019年，公司于海南投建环保及高端包装产业基地项目，预计2023年全部达产后年产值将达6.4亿元。此外，2019年公司与湘桂糖业集团成立合资公司，主要生产销售环保型蔗渣浆板，用于制造环保餐具。项目产能为6.8万吨，能够部分覆盖宜宾、海南两大环保项目原材料需求，有效降低原材料成本。

图28: 公司环保包装产品包括纸托、环保餐具等



资料来源：裕同科技官方网站

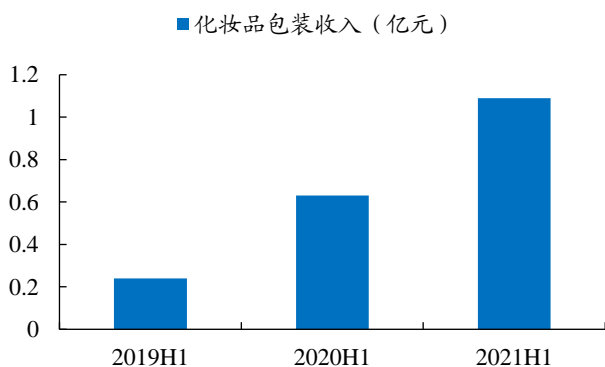
图29: 公司环保包装业务收入逐步增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

化妆品包装、云创、炫光膜等业务也有望不断放量。化妆品包装方面，2018年9月，公司布局塑料精密包装业务，收购江苏德晋70%股权，在定量泵等产品上具有一定优势。2021H1，公司化妆收入稳步增长，欧莱雅等下游客户订单显著放量。云创方面，C2M模式服务大客户保持稳定的同时逐步探索平台化业务。此外，公司依靠印刷等方面的技术积累，在手机背板炫光膜等业务上也有不断拓展的空间和能力。

图30: 公司化妆品包装收入稳步增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图31: 公司炫光膜业务快速发展



资料来源：新材料在线、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

我们认为裕同科技正迎来三大拐点，即原材料成本回落带来的短期盈利能力拐点、竞争格局优化带来的长期盈利能力中枢企稳或上行拐点以及多元业务发展提速的拐点，公司盈利能力和市场预期都有望显著改善。维持盈利预测不变，我们预计2021-2023年公司归母净利润为12.5/17.0/21.1亿元，对应EPS为1.34/1.83/2.27元，当前股价对应PE分别为22.4/16.4/13.3倍，维持“买入”评级。

6、风险提示

原材料价格大幅波动；汇率大幅波动；下游需求不及预期等

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	7424	10250	11552	13408	16015
现金	1521	2337	1501	1820	2194
应收票据及应收账款	4164	5325	7109	7844	10104
其他应收款	79	161	84	214	146
预付账款	163	265	270	384	401
存货	1011	1518	1519	2185	2300
其他流动资产	486	644	1069	960	871
非流动资产	5150	6337	7271	7636	7754
长期投资	0	0	-0	-1	-1
固定资产	3865	4513	5362	5659	5652
无形资产	430	685	763	842	940
其他非流动资产	855	1140	1146	1135	1163
资产总计	12575	16587	18822	21043	23768
流动负债	5009	6493	7743	8832	10039
短期借款	2577	2835	3459	3907	4191
应付票据及应付账款	1908	2654	3297	3730	4705
其他流动负债	524	1005	988	1195	1143
非流动负债	912	1348	1321	1118	852
长期借款	759	1106	1080	877	610
其他非流动负债	153	241	241	241	241
负债合计	5920	7841	9065	9951	10891
少数股东权益	293	240	265	308	357
股本	877	934	934	934	934
资本公积	891	2191	2191	2191	2191
留存收益	4780	5656	6617	7941	9584
归属母公司股东权益	6362	8506	9493	10784	12521
负债和股东权益	12575	16587	18822	21043	23768

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1366	1003	419	1666	1729
净利润	1068	1147	1273	1746	2158
折旧摊销	408	498	472	557	564
财务费用	144	254	319	333	385
投资损失	-30	-39	-46	-39	-38
营运资金变动	-290	-862	-1583	-912	-1316
其他经营现金流	66	5	-16	-19	-25
投资活动现金流	-975	-2025	-1343	-864	-619
资本支出	1064	1709	934	365	118
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	88	-316	-409	-498	-501
筹资活动现金流	-11	1631	-536	-930	-1021
短期借款	681	258	0	0	0
长期借款	-206	348	-26	-203	-267
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	-510	-727	-754
现金净增加额	365	526	-1460	-129	89

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	9845	11789	15007	18204	21936
营业成本	6889	8626	11252	13289	15952
营业税金及附加	71	64	96	117	140
营业费用	472	324	390	546	658
管理费用	659	764	980	1201	1448
研发费用	435	497	630	819	987
财务费用	144	254	319	333	385
资产减值损失	-22	-25	-30	-36	-44
其他收益	84	73	70	70	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	0	0	0
营业利润	1273	1353	1501	2062	2543
营业外收入	7	7	5	5	5
营业外支出	17	26	13	14	16
利润总额	1263	1333	1493	2054	2533
所得税	196	185	220	308	374
净利润	1068	1147	1273	1746	2158
少数股东损益	23	27	25	43	48
归母净利润	1045	1120	1248	1703	2110
EBITDA	1831	2005	2134	2816	3306
EPS(元)	1.12	1.20	1.34	1.83	2.27

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	14.8	19.7	27.3	21.3	20.5
营业利润(%)	11.2	6.2	11.0	37.4	23.3
归属于母公司净利润(%)	10.5	7.2	11.4	36.4	23.9
获利能力					
毛利率(%)	30.0	26.8	25.0	27.0	27.3
净利率(%)	10.6	9.5	8.3	9.4	9.6
ROE(%)	16.0	13.1	13.0	15.7	16.8
ROIC(%)	12.2	10.2	9.8	12.0	13.2
偿债能力					
资产负债率(%)	47.1	47.3	48.2	47.3	45.8
净负债比率(%)	29.3	21.8	34.9	30.2	23.3
流动比率	1.5	1.6	1.5	1.5	1.6
速动比率	1.2	1.3	1.2	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	2.4	2.5	2.4	2.4	2.4
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	1.34	1.83	2.27
每股经营现金流(最新摊薄)	1.47	1.08	0.45	1.79	1.86
每股净资产(最新摊薄)	6.84	9.13	10.19	11.58	13.45
估值比率					
P/E	26.8	25.0	22.4	16.4	13.3
P/B	4.4	3.3	2.9	2.6	2.2
EV/EBITDA	16.4	14.8	14.6	11.1	9.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn