

裕同科技(002831)

拟收购仁禾智能，夯实综合服务能力

——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 执业证书编号: S1230521090001
 ✉️ : shifanke@stocke.com.cn

报告导读

10月16日,裕同科技与仁禾智能签署《深圳市仁禾智能实业有限公司之股权转让意向协议》,拟收购仁禾智能60%股权,拟定估值为6.7亿元(2021-2023年平均目标扣非净利润的10X),拟定收购价为6.7亿元*60%=4.02亿元(含税)。公司设立业绩超额奖励,若仁禾2021-2023年累计审计扣非净利润大于2.01亿元,奖励原股东(累计净利润-2.01亿元)*20%。

投资要点

□ 仁禾智能:智能穿戴软材料供应商,深度绑定 Facebook

仁禾智能是市场领先的软制品制造商,主要产品包括VR/AR、智能家居等智能电子产品的软包装、软材料以及配套结构件,是一家综合制造解决方案提供商,平台涵盖创新、设计、工程开发服务和制造生产,核心客户包括 Facebook、Amazon 等。18年至今仁禾营收体量持续翻倍,主要系随大客户 Facebook Oculus 系列产品高速放量(今年营收预期5亿元,约90%来自 Facebook),公司较早切入 Facebook,与大客户共同研发软材料产品,目前相比竞争对手以形成较强竞争力,盈利能力领先(净利率20%+)。我们预计仁禾将同步智能穿戴产品与智能家居产品发展趋势,继续深度绑定大客户实现高增长。

□ 影响:裕同顺利切入软材赛道,一站式服务加强、客户粘性提高

(1) 切入软材赛道,提升公司综合实力。此次收购将大幅增强裕同在软材料相关产品的研发生产能力,使公司顺利切入软材料赛道,进一步推动裕同在大消费包装及软材料领域的深度布局,实现裕同产业协同及综合能力的持续提升

(2) 合并高增大客户纸包装+软材料订单,提升客户粘性。仁禾智能的目标客户和裕同现有客户群体部分重合(仁禾主要产品属于消费电子周边产品领域,裕同消费电子包装占比7成)。裕同在消费电子包装领域深耕多年,客户基础良好,预计此次收购将提升裕同一站式服务能力,增强客户粘性。

(3) 协同效应显著,营收提速、利润率结构性提升。依托可穿戴设备尤其是AR/VR高成长,仁禾近三年收入持续翻倍,预计并表后将给裕同整体带来营收增量;消费电子领域的软材料应用包括手机、iPad等电子产品的保护壳、智能手表的表带、音箱的包布、AV/VR设备的绑带等,研发生产要求较高,目前利润率高于裕同目前彩盒主业,预计收购仁禾后,裕同未来利润率将结构性提升。

□ 盈利预测及估值

裕同包装龙头地位稳固,大消费包装布局预计带来多元成长动能,收购仁禾智能后顺利切入软材料领域,有望带来盈利增量。预计公司2021-2023年收入150.62/197.82/253.13亿元,同增27.76%/31.34%/27.96%;归母净利润12.04/17.86/22.73亿元,同增7.50%/48.33%/27.28%;对应PE为22.42X/15.11X/11.88X,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。

评级

买入

上次评级 买入
 当前价格 ¥28.90

单季度业绩

元/股

2Q/2021	0.18
1Q/2021	0.18
4Q/2020	0.50
3Q/2020	0.37

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:3C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:Q4业绩预告符合预期,员工持股计划强化发展信心》2020.12.01
- 4 《【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

报告撰写人:史凡可、马莉
 联系人:傅嘉成

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	11789	15061	19782	25313
(+/-)	19.75%	27.76%	31.34%	27.96%
归母净利润	1120	1204	1786	2273
(+/-)	3.85%	7.50%	48.33%	27.28%
每股收益(元)	1.20	1.29	1.91	2.43
P/E	24.10	22.42	15.11	11.88

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	11111	14070	17408	营业收入	11789	15061	19782	25313
现金	2337	1501	1675	1694	营业成本	8626	11198	14477	18558
交易性金融资产	515	235	313	354	营业税金及附加	64	97	126	154
应收账款	5325	6744	8720	11309	营业费用	324	667	896	1149
其它应收款	161	142	206	283	管理费用	764	1532	2045	2638
预付账款	265	313	397	533	研发费用	0	602	791	1013
存货	1518	1766	2480	2963	财务费用	254	154	127	116
其他	129	410	278	272	资产减值损失	(87)	79	99	111
非流动资产	6337	6936	7550	8150	公允价值变动损益	57	20	28	35
金额资产类	0	30	30	30	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	1468	2157	2736
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	1457	2146	2722
其他	772	642	683	696	所得税	185	226	332	422
资产总计	16587	18047	21619	25557	净利润	1147	1231	1813	2301
流动负债	6493	6223	8146	9772	少数股东损益	27	27	27	27
短期借款	2835	2106	2775	2781	归属母公司净利润	1120	1204	1786	2273
应付款项	2654	3230	4213	5487	EBITDA	1955	1917	2652	3279
预收账款	0	35	43	38	EPS (最新摊薄)	1.20	1.29	1.91	2.43
其他	1005	851	1116	1465	主要财务比率				
非流动负债	1348	1642	1477	1489		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	1039	1039	1039	1039	成长能力				
其他	309	604	439	450	营业收入	19.75%	27.76%	31.34%	27.96%
负债合计	7841	7865	9624	11261	营业利润	3.50%	8.56%	46.93%	26.84%
少数股东权益	240	268	295	322	归属母公司净利润	3.85%	7.50%	48.33%	27.28%
归属母公司股东权益	8506	9915	11701	13974	获利能力				
负债和股东权益	16587	18047	21619	25557	毛利率	26.83%	25.65%	26.82%	26.68%
					净利率	9.73%	8.18%	9.17%	9.09%
					ROE	14.55%	12.72%	16.11%	17.29%
					ROIC	9.97%	9.86%	11.95%	13.14%
					偿债能力				
					资产负债率	47.27%	43.58%	44.51%	44.06%
					净负债比率	51.94%	41.31%	40.93%	35.19%
					流动比率	1.58	1.79	1.73	1.78
					速动比率	1.34	1.50	1.42	1.48
					营运能力				
					总资产周转率	0.81	0.87	1.00	1.07
					应收帐款周转率	2.54	2.55	2.62	2.58
					应付帐款周转率	4.47	4.46	4.62	4.52
					每股指标(元)				
					每股收益	1.20	1.29	1.91	2.43
					每股经营现金	1.07	0.43	0.98	1.35
					每股净资产	9.11	10.61	12.53	14.96
					估值比率				
					P/E	24.10	22.42	15.11	11.88
					P/B	3.17	2.72	2.31	1.93
					EV/EBITDA	15.38	15.02	11.03	8.92

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1003	399	915	1265
净利润	1147	1231	1813	2301
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)	(1211)	(754)	(1189)
其它	(818)	(109)	(669)	(412)
投资活动现金流	(2025)	(778)	(1048)	(1078)
资本支出	(819)	(871)	(798)	(829)
长期投资	(3)	(28)	0	(0)
其他	(1203)	121	(251)	(248)
筹资活动现金流	1631	(398)	380	(92)
短期借款	258	(728)	668	7
长期借款	280	0	0	0
其他	1094	331	(288)	(99)
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 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>