

裕同科技 (002831.SZ) 收入增长超预期, 利润率提升逻辑逐步兑现

2021年10月27日

——公司信息更新报告

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	2021/10/27
当前股价(元)	32.00
一年最高最低(元)	36.50/24.30
总市值(亿元)	297.76
流通市值(亿元)	166.36
总股本(亿股)	9.31
流通股本(亿股)	5.20
近3个月换手率(%)	41.96

● 收入增长超预期, 多元化业务拐点明确, 维持“买入”评级

2021Q1-Q3, 公司收入 100.6 亿元 (+36.3%), 归母净利润 6.7 亿元 (+1.7%), 扣非后净利润 5.8 亿元 (-4.2%)。其中, 2021Q3 公司收入 40.0 亿元 (+30.5%), 归母净利润 3.3 亿元 (+0.8%), 扣非后净利润 3.2 亿元 (-0.3%)。公司收入增长超出市场预期, 盈利能力环比显著提升。考虑到 2021Q4 业绩增长仍有一定不确定性, 我们维持盈利预测不变, 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 23.9/17.5/14.1 倍。我们认为公司行业竞争格局不断优化, 多元化业务拐点明确, 维持“买入”评级。

● Q3 消费电子包装业务有所承压, 多元化业务快速发展, 收入整体超预期

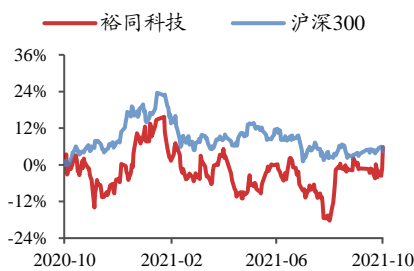
由于缺芯等因素带来的供给端压力且 2020Q3 基数较高, 我们预计 2021Q3 公司消费电子包装业务收入增长有所承压。但从整体收入增长超预期看, 我们预计公司酒包、烟包、环保包装及其他多元化业务收入快速增长。其中, 伴随市场化进程提速, 公司酒包、烟包业务 2021H1 起增速即显著提升。而环保包装业务伴随政策推进、产能落地, 我们预计也有望于 2021Q3 起逐步展现出较高增长潜力。而其他如化妆品包装、其他包装、云创等多元化业务也有望不断保持较快增长。

● 利润率提升逻辑逐步兑现, 2021Q4 利润率有望环比持续提升

2021Q3 公司毛利率为 23%, 同比下降 7.5pct, 主要系 Q3 为传统旺季, 因此公司在之前储备了较多高价的原材料库存。2021Q3 公司扣非净利率 8%, 同比下降 2.4pct。扣非后净利率降幅小于毛利率主要系, 2020Q3 财务费用高基数并且管理和研发费用伴随收入高增明显摊薄。展望 2021Q4, 由于 2021Q3 以来原材料价格已大幅下降, 因此我们预计 2021Q4 原材料涨价对毛利率的影响已基本消除。而费用端, 由于公司收入持续高增长, 我们预计费用的摊薄效应有望持续。因此, 相较 2021Q3, 我们预计 2021Q4 公司的利润率有望环比持续提升。而从长期看, 我们认为伴随行业竞争格局不断优化, 公司的长期盈利中枢也有望企稳。

● 风险提示: 多元化业务增速下滑、原材料大幅上涨、汇率大幅波动等

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司深度报告-重视三大拐点, 包装龙头再腾飞》-2021.9.7

《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

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)	28.5	26.6	23.9	17.5	14.1
P/B(倍)	4.7	3.5	3.1	2.8	2.4

数据来源: 聚源、开源证券研究所

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	28.5	26.6	23.9	17.5	14.1
P/B	4.7	3.5	3.1	2.8	2.4
EV/EBITDA	17.4	15.7	15.5	11.7	9.9

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