

裕同科技 (002831.SZ)

收入延续高增，盈利短暂承压

核心观点：

- 裕同发布三季报，21Q1-3 实现营收 100.55 亿元，同比增长 36.27%，归母净利润 6.68 亿元，同比增长 1.70%，扣非后同比下降 4.20%；21Q3 实现营收 40.03 亿元，同比增长 30.45%，归母净利润 3.32 亿元，同比增长 0.84%，扣非同比下降 0.31%，业绩符合预期。
- 收入保持快速放量，新领域全面发展。21Q3 来看，①延伸领域酒包、烟标与其他消费品包装，收入预计保持高增，除下游行业相对景气之外，主要因公司制造交付能力强，可替代客户原有的部分包装厂商，从而实现新客户持续拓展+老客户供应份额提升，当前大包装领域份额仍低，预计未来增长趋势延续。②环保纸塑领域收入保持向上景气，顺应行业政策趋势，未来有望持续贡献增量，展现公司业务延展能力。③消费电子包装收入有一定压力，预计增速有一定回落，主要因客户芯片紧俏带来供给出货承压，但需求保持稳定，后续该业务有望改善。
- 受制于原材料高价库存，盈利短暂承压。①21Q3 毛利率同比下降 7.95pct 至 22.96%，主要系 Q2 上游纸价上涨，而公司 Q3 仍在消化 Q2 高价原材料库存所致，但当前纸价明显回落，高价库存也已消化完毕，叠加智能工厂大幅降低人工成本，预计 Q4 盈利改善，利润增速有望向收入增速靠拢。②21Q3 销售费用率同比上升 0.27pct，管理/研发/财务费用率同比分别下降 1.06/1.27/2.50pct，收入增长推动规模效应释放，且去年同期汇兑损失今年有所改善，财务费用下降明显。
- 盈利预测与投资建议。预计 21-23 年归母净利润 12.2/17.0/21.6 亿元，考虑裕同收入增长的可持续性 & 利润改善预期，考虑其在包装领域的龙头地位以及可比公司估值情况，给予裕同 21 年 25 倍 PE，对应合理价值为 32.67 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示：行业竞争加剧，品类拓展不及预期，原材料价格波动。

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	9,845	11,789	15,487	19,446	23,870
增长率 (%)	14.8	19.7	31.4	25.6	22.8
EBITDA (百万元)	1,726	2,013	2,118	2,700	3,276
归母净利润 (百万元)	1,045	1,120	1,216	1,696	2,163
增长率 (%)	10.5	7.2	8.6	39.5	27.5
EPS (元/股)	1.19	1.20	1.31	1.82	2.32
市盈率 (P/E)	22.29	25.54	24.49	17.56	13.77
ROE (%)	16.4	13.2	12.5	14.9	15.9
EV/EBITDA	14.58	15.10	15.12	11.88	9.75

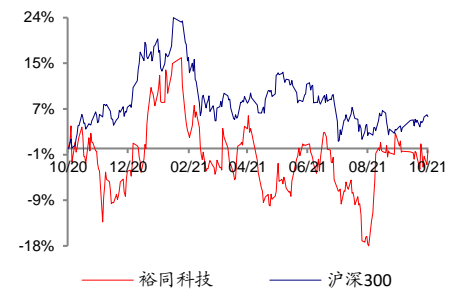
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	32.00 元
合理价值	32.67 元
前次评级	买入
报告日期	2021-10-28

相对市场表现



分析师：

曹倩雯



SAC 执证号：S0260520110002



caoqianwen@gf.com.cn

分析师：

糜韩杰



SAC 执证号：S0260516020001



SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

请注意，曹倩雯并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

裕同科技 (002831.SZ) :新	2021-08-29
客户强势拓展，H1 收入高增	
裕同科技 (002831.SZ) :品	2021-05-02
类拓展逐步推进，环保包装	
放量可期	
裕同科技	2021-03-03
(002831.SZ) :ROE 步入拐	
点，客户多元与成本领先共	
筑全球纸包龙头	

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	7,424	10,250	11,804	14,149	16,725	经营活动现金流	1,366	1,003	939	1,403	1,566
货币资金	1,521	2,337	1,900	1,800	1,700	净利润	1,068	1,147	1,249	1,737	2,217
应收及预付	4,327	5,590	7,192	9,083	11,132	折旧摊销	408	498	520	542	574
存货	1,011	1,518	1,904	2,403	2,976	营运资金变动	-290	-862	-1,123	-1,168	-1,509
其他流动资产	565	805	808	862	917	其它	180	219	294	292	284
非流动资产	5,150	6,337	6,901	7,537	8,093	投资活动现金流	-975	-2,025	-1,006	-1,099	-1,058
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-1,049	-1,612	-1,083	-1,176	-1,130
固定资产	3,865	4,513	5,013	5,493	5,943	投资变动	0	3	0	0	0
在建工程	197	368	352	429	460	其他	74	-416	77	78	72
无形资产	430	685	765	843	919	筹资活动现金流	-11	1,631	-370	-404	-608
其他长期资产	658	772	772	772	772	银行借款	4,950	6,667	2	-34	-251
资产总计	12,575	16,587	18,705	21,686	24,818	股权融资	15	8	-4	0	0
流动负债	5,009	6,493	7,362	8,605	9,521	其他	-4,976	-5,044	-368	-370	-356
短期借款	2,577	2,835	2,837	2,803	2,551	现金净增加额	365	526	-437	-100	-100
应付及预收	1,948	2,654	3,423	4,384	5,317	期初现金余额	751	1,116	2,337	1,900	1,800
其他流动负债	483	1,005	1,103	1,418	1,652	期末现金余额	1,116	1,642	1,900	1,800	1,700
非流动负债	912	1,348	1,348	1,348	1,348						
长期借款	759	1,039	1,039	1,039	1,039						
应付债券	0	67	67	67	67						
其他非流动负债	153	241	241	241	241						
负债合计	5,920	7,841	8,710	9,953	10,869						
股本	877	934	931	931	931						
资本公积	891	2,191	2,194	2,194	2,194						
留存收益	4,780	5,656	6,872	8,568	10,731						
归属母公司股东权益	6,362	8,506	9,722	11,418	13,581						
少数股东权益	293	240	273	314	369						
负债和股东权益	12,575	16,587	18,705	21,686	24,818						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	9,845	11,789	15,487	19,446	23,870
营业成本	6,889	8,626	11,711	14,616	17,956
营业税金及附加	71	64	100	124	145
销售费用	472	324	403	467	549
管理费用	659	764	1,007	1,245	1,504
研发费用	435	497	669	836	1,014
财务费用	144	254	330	333	321
资产减值损失	-22	-25	0	0	0
公允价值变动收益	6	57	0	0	0
投资净收益	30	39	77	78	72
营业利润	1,273	1,353	1,469	2,038	2,595
营业外收支	-10	-20	1	1	1
利润总额	1,263	1,333	1,470	2,039	2,596
所得税	196	185	221	302	379
净利润	1,068	1,147	1,249	1,737	2,217
少数股东损益	23	27	33	41	55
归属母公司净利润	1,045	1,120	1,216	1,696	2,163
EBITDA	1,726	2,013	2,118	2,700	3,276
EPS (元)	1.19	1.20	1.31	1.82	2.32

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	14.8%	19.7%	31.4%	25.6%	22.8%
营业利润增长	11.2%	6.2%	8.6%	38.7%	27.3%
归母净利润增长	10.5%	7.2%	8.6%	39.5%	27.5%
获利能力					
毛利率	30.0%	26.8%	24.4%	24.8%	24.8%
净利率	10.8%	9.7%	8.1%	8.9%	9.3%
ROE	16.4%	13.2%	12.5%	14.9%	15.9%
ROIC	11.1%	10.1%	9.6%	11.6%	13.0%
偿债能力					
资产负债率	47.1%	47.3%	46.6%	45.9%	43.8%
净负债比率	89.0%	89.6%	87.1%	84.8%	77.9%
流动比率	1.48	1.58	1.60	1.64	1.76
速动比率	1.25	1.30	1.30	1.32	1.39
营运能力					
总资产周转率	0.78	0.71	0.83	0.90	0.96
应收账款周转率	2.42	2.26	2.31	2.29	2.30
存货周转率	9.73	7.76	8.13	8.09	8.02
每股指标 (元)					
每股收益	1.19	1.20	1.31	1.82	2.32
每股经营现金流	1.56	1.07	1.01	1.51	1.68
每股净资产	7.25	9.11	10.45	12.27	14.60
估值比率					
P/E	22.29	25.54	24.49	17.56	13.77
P/B	3.66	3.36	3.06	2.61	2.19
EV/EBITDA	14.58	15.10	15.12	11.88	9.75

广发造纸轻工行业研究小组

张兆函：资深分析师，厦门大学理学学士，澳洲国立大学统计与应用金融硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

曹倩雯：资深分析师，北京大学硕士，2020年11月加入广发证券，曾就职于方正证券、太平洋证券。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。