

裕同科技 (002831.SZ)

收购华宝利 60% 股权，业务矩阵再延展

事件：7月21日，公司公告收购华宝利电子 60% 股权，拟定估值及收购价分别为 4 亿元/2.4 亿元。2022-2024 年公司目标扣非净利润分别为 0.3/0.4/0.5 亿元，若 2022-2024 年累计扣非净利润大于 1.2 亿元，裕同将奖励其经营团队（3 年累计净利润-1.2 亿元）*20%。

业务矩阵再扩张，客户协同效应显现。华宝利主要从事声学类产品&机器人组装，此次收购可助力裕同加强 3C 业务布局，与自身 3C 包装形成协同效应。华宝利深耕声学领域数十年，与全球多个知名 3C 企业形成深度合作，大部分客户与裕同原有或目标客户重叠，未来协同合作将进一步增强客户粘性。

盈利能力领先裕同主业，预期维持较高增长。2021 年华宝利收入/净利润为 3.28/0.63 亿元，净利率达 19.3%，裕同主业同期净利率为 7.2%，并表后将有效改善公司盈利能力。此外，根据 Strategy Analytics & IDC 预测，2020-2025 年全球智能家居市场规模/全球智能穿戴设备 CAGR 分别为 15%/12%，伴随声像类产品使用频率持续提升，结合华宝利现有优质客户布局，预计收入有望维持较高增长。

主业成长多元，把握盈利拐点。短期来看，收入端疫后需求复苏，利润端原材料（22Q2 白卡/白板/双胶/铜版/箱板/瓦楞均价同比 -30%/-5%/-6%/-17%/+5%/+3%）&汇率（假设海外业务占比 40%，人民币贬值 5%，净利率将提升 2.5pct）影响趋弱。中期来看，收入端布局大消费，多元化打开成长空间；利润端生产效率提升、资本开支下降、大客户压价空间缩小、收入结构优化等因素驱动盈利进入中枢向上阶段。

投资评级：公司收入端布局大消费，多元化打开成长空间；利润端多重扰动趋弱，盈利拐点显现。未考虑华宝利并表，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 13.3/16.8/22.2 亿元，对应 PE19.1/15.1/11.5X，维持“买入”评级。

风险提示：纸价超预期上调，大客户持续压价。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	11,789	14,850	17,842	21,083	24,724
增长率 yoy (%)	19.7	26.0	20.1	18.2	17.3
归母净利润（百万元）	1,120	1,017	1,330	1,682	2,217
增长率 yoy (%)	7.2	-9.2	30.7	26.5	31.8
EPS 最新摊薄（元/股）	1.20	1.09	1.43	1.81	2.38
净资产收益率 (%)	13.1	11.2	12.8	14.3	16.2
P/E（倍）	22.7	25.0	19.1	15.1	11.5
P/B（倍）	3.0	2.7	2.4	2.2	1.9

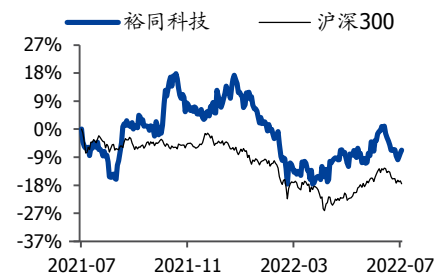
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 7 月 21 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	包装印刷
前次评级	买入
7月21日收盘价(元)	27.31
总市值(百万元)	25,412.33
总股本(百万股)	930.51
其中自由流通股(%)	55.87
30日日均成交量(百万股)	2.65

股价走势



作者

分析师 姜春波

执业证书编号：S0680521070003

邮箱：jiangchunbo@gszq.com

研究助理 姜文强

执业证书编号：S0680122040027

邮箱：jiangwenqiang1@gszq.com

相关研究

- 《裕同科技 (002831.SZ)：多元成长，把握盈利拐点》2022-07-12
- 《裕同科技 (002831.SZ)：3C 包装稳健、烟酒包装高增，利润弹性有望释放》2022-04-27
- 《裕同科技 (002831.SZ)：第二成长曲线搭建顺畅，3C 包装龙头再起航》2021-08-14

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	10250	11021	16094	17826	21731
现金	2337	2664	5266	6223	7298
应收票据及应收账款	5325	5599	7526	7983	10204
其他应收款	161	107	215	166	281
预付账款	265	296	377	418	515
存货	1518	1779	2134	2460	2857
其他流动资产	644	575	575	575	575
非流动资产	6337	7689	8477	9310	10269
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	4513	5001	5831	6689	7591
无形资产	685	725	796	883	959
其他非流动资产	1140	1963	1851	1739	1720
资产总计	16587	18709	24571	27136	32000
流动负债	6493	7524	12325	13623	16622
短期借款	2835	3320	7489	8529	10390
应付票据及应付账款	2654	2994	3708	4161	4947
其他流动负债	1005	1209	1128	933	1285
非流动负债	1348	1619	1512	1364	1197
长期借款	1106	1192	1085	937	770
其他非流动负债	241	427	427	427	427
负债合计	7841	9142	13837	14987	17819
少数股东权益	240	306	349	403	480
股本	934	931	931	931	931
资本公积	2191	2059	2059	2059	2059
留存收益	5656	6413	7469	8813	10596
归属母公司股东权益	8506	9261	10386	11746	13702
负债和股东权益	16587	18709	24571	27136	32000

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1003	1168	676	2121	1597
净利润	1147	1068	1373	1736	2294
折旧摊销	498	581	537	649	679
财务费用	254	181	273	352	426
投资损失	-39	-105	-54	-57	-64
营运资金变动	-862	-821	-1446	-548	-1726
其他经营现金流	5	263	-8	-11	-12
投资活动现金流	-2025	-1605	-1263	-1414	-1562
资本支出	1709	1852	789	833	959
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-316	247	-474	-581	-603
筹资活动现金流	1631	444	-979	-790	-821
短期借款	258	486	0	0	0
长期借款	348	86	-107	-148	-167
普通股增加	57	-4	0	0	0
资本公积增加	1299	-131	0	0	0
其他筹资现金流	-330	8	-872	-642	-654
现金净增加额	526	-82	-1567	-83	-787

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11789	14850	17842	21083	24724
营业成本	8626	11652	13827	16234	18790
营业税金及附加	64	81	111	128	143
营业费用	324	364	428	495	583
管理费用	764	814	963	1117	1286
研发费用	497	586	696	801	915
财务费用	254	181	273	352	426
资产减值损失	-25	-39	0	0	0
其他收益	73	66	0	0	0
公允价值变动收益	57	-28	8	11	12
投资净收益	39	105	54	57	64
资产处置收益	9	-6	0	0	0
营业利润	1353	1215	1605	2023	2657
营业外收入	7	8	12	9	9
营业外支出	26	19	18	20	21
利润总额	1333	1204	1599	2011	2645
所得税	185	136	226	276	351
净利润	1147	1068	1373	1736	2294
少数股东损益	27	51	43	54	77
归属母公司净利润	1120	1017	1330	1682	2217
EBITDA	2005	1986	2382	3007	3722
EPS (元)	1.20	1.09	1.43	1.81	2.38

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	19.7	26.0	20.1	18.2	17.3
营业利润(%)	6.2	-10.2	32.1	26.0	31.3
归属于母公司净利润(%)	7.2	-9.2	30.7	26.5	31.8
获利能力					
毛利率(%)	26.8	21.5	22.5	23.0	24.0
净利率(%)	9.5	6.8	7.5	8.0	9.0
ROE(%)	13.1	11.2	12.8	14.3	16.2
ROIC(%)	10.2	8.5	8.1	9.3	10.4
偿债能力					
资产负债率(%)	47.3	48.9	56.3	55.2	55.7
净负债比率(%)	21.8	29.3	36.1	31.6	31.7
流动比率	1.6	1.5	1.3	1.3	1.3
速动比率	1.3	1.1	1.1	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	2.5	2.7	2.7	2.7	2.7
应付账款周转率	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.20	1.09	1.43	1.81	2.38
每股经营现金流(最新摊薄)	1.08	1.25	0.73	2.28	1.72
每股净资产(最新摊薄)	9.13	9.95	11.16	12.62	14.72
估值比率					
P/E	22.7	25.0	19.1	15.1	11.5
P/B	3.0	2.7	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA	13.5	14.3	12.4	9.8	8.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 7 月 21 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com