

裕同科技 (002831.SZ)

收购华宝利电子，切入声学机器人领域，业务版图再扩张

事件：公司拟收购深圳华宝利电子有限公司 60% 股权。公司拟以 2.4 亿元人民币收购深圳华宝利电子 60% 股权，对应标的估值 4 亿元，系 2022-2024 年平均目标扣非净利润的 10 倍。

- **并表增厚业绩，三年扣非净利润目标合计 1.2 亿元。**本次交易对手方为共青城君爵（持股 51% 全部转让，系裕同实控人夫妇全资控股）、上海开亿（持股 19.6%，转让 9%），业绩承诺为 2022-2024 年扣非净利润值不低于 3400 万元（目标值 4000 万元的 85%）。交易双方的股权转让协议已于 2022 年 7 月 21 日签署，我们预计华宝利将纳入公司并表范围，增厚公司业绩（2021 年华宝利收入 3.3 亿元，净利润 6329 万元，其中剔除部分客户支付的研发投入后净利润约 3600 万）。
- **从包装切入零部件，“1+N”战略打开成长空间。**深圳华宝利主要从事声学类产品开发、制造和销售，包括扬声器、受话器、蜂鸣器等电声元器件，以及耳机、蓝牙音箱、机器人等电子产品。本次裕同科技收购华宝利，标志着公司从为消费电子客户提供包装产品，向零部件甚至整机领域迈进。随着移动智能穿戴产品与智能家居产品的不断普及，华宝利声学主业有望实现持续稳定增长，在声学领域外，华宝利还孵化了机器人代工业务等高潜业务，有望成功打造第二成长曲线，对裕同而言，华宝利的收购和并表外延式打开了公司长期成长空间。
- **客户资源强强联合，期待协同效应体现。**华宝利拥有稳定的研发团队，成熟的研发体系和丰富的研发经验，产品及服务获得客户的高度认可，目前主要客户均为世界知名企业，包括头部 VR 客户、游戏机客户以及百度和阿里巴巴等智能音箱客户。裕同在消费电子包装领域深耕多年，连同公司前期收购的仁禾包装，均具备良好的客户基础，且与华宝利客户部分重合，或者属于对方的目标客户。本次收购完成后，公司和华宝利可以充分利用现有客户资源，双向导流强强联合，在增加收入的同时，给客户id提供全面一体化的产品交付服务，增强客户粘性、提升公司核心竞争力，获取协同效应。
- **大包装布局持续推进，盈利拐点可期。**公司为消费电子包装绝对龙头，烟酒包装、环保纸塑、化妆品包装业务加速放量，已形成规模增长新驱动。盈利能力方面，大包装布局持续推进，带动利润率提升，工厂智能化与自动化推进，降本增效进入加速落地阶段。供给端整合渐入尾声，利润率进一步下降空间有限，我们判断裕同科技在收入端保持稳健增长的同时，利润率或将迎来向上拐点。
- **投资建议：**我们预期公司我们预计 2022 年、2023 年、2024 年归母净利润分别为 14.77 亿元、19.42 亿元、24.37，同比分别增长 45%、31%、25%，目前股价对应 2022 年 PE 为 17.2X，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**原材料价格剧烈波动风险，下游需求不及预期

强烈推荐

消费品/轻工纺服
目标估值：NA
当前股价：27.31 元

基础数据

总股本（万股）	93051
已上市流通股（万股）	51989
总市值（亿元）	254
流通市值（亿元）	142
每股净资产（MRQ）	10.1
ROE（TTM）	11.4
资产负债率	47.5%
主要股东	吴兰兰
主要股东持股比例	48.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	-13	-6
相对表现	-1	-2	12

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《裕同科技 (002831) — 收入高速增长利润短暂承压，大包装战略推进成效显著》2022-04-27
- 《裕同科技 (002831) — 系列报告 3：再现估值底部买点，长期成长逻辑愈发通顺》2022-03-23
- 《裕同科技 (002831) — Q3 收入超预期，盈利能力环比改善明显》2021-10-27

赵中平 S1090521080001
✉ zhaozhongping@cmschina.com.cn
毕先磊 研究助理
✉ bixianlei@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	11789	14850	18046	21828	26262
同比增长	20%	26%	22%	21%	20%
营业利润(百万元)	1353	1215	1809	2366	2958
同比增长	6%	-10%	49%	31%	25%
归母净利润(百万元)	1120	1017	1477	1942	2437
同比增长	7%	-9%	45%	31%	25%
每股收益(元)	1.20	1.09	1.59	2.09	2.62
PE	22.8	25.0	17.2	13.1	10.4
PB	3.0	2.7	2.4	2.1	1.8

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	10250	11021	11640	14016	16805
现金	2337	2664	1684	2021	2418
交易性投资	515	153	153	153	153
应收票据	102	5	6	7	9
应收款项	5223	5594	6774	8193	9857
其它应收款	161	107	131	158	190
存货	1518	1779	2039	2453	2940
其他	394	718	854	1031	1238
非流动资产	6337	7689	8014	8312	8583
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	4513	5001	5463	5879	6254
无形资产商誉	899	975	878	790	711
其他	925	1713	1674	1643	1618
资产总计	16587	18709	19655	22328	25388
流动负债	6493	7524	7124	8158	9183
短期借款	2835	3320	3028	3324	3505
应付账款	2654	2994	3448	4148	4971
预收账款	50	74	85	103	123
其他	954	1135	562	584	585
长期负债	1348	1619	1619	1619	1619
长期借款	1039	1192	1192	1192	1192
其他	309	427	427	427	427
负债合计	7841	9142	8743	9777	10802
股本	934	931	931	931	931
资本公积金	1994	2023	2023	2023	2023
留存收益	5578	6308	7579	9122	11034
少数股东权益	240	306	379	476	598
归属于母公司所有者权益	8506	9261	10533	12075	13988
负债及权益合计	16587	18709	19655	22328	25388

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1003	1168	1321	1555	1866
净利润	1120	1017	1477	1942	2437
折旧摊销	498	581	632	660	687
财务费用	200	210	265	247	259
投资收益	(39)	(108)	(85)	(92)	(92)
营运资金变动	(822)	(573)	(1048)	(1308)	(1555)
其它	46	40	81	105	131
投资活动现金流	(2025)	(1605)	(874)	(867)	(867)
资本支出	(1709)	(1852)	(959)	(959)	(959)
其他投资	(316)	247	85	92	92
筹资活动现金流	1631	444	(1427)	(351)	(602)
借款变动	689	737	(957)	296	181
普通股增加	57	(4)	0	0	0
资本公积增加	1279	29	0	0	0
股利分配	(246)	(262)	(205)	(400)	(524)
其他	(148)	(57)	(265)	(247)	(259)
现金净增加额	610	7	(980)	337	397

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	11789	14850	18046	21828	26262
营业成本	8626	11652	13418	16140	19342
营业税金及附加	64	81	98	119	143
营业费用	324	364	487	600	722
管理费用	764	814	1180	1408	1694
研发费用	497	586	794	960	1156
财务费用	254	181	265	247	259
资产减值损失	(87)	(94)	(80)	(80)	(80)
公允价值变动收益	57	(28)	40	47	47
其他收益	73	66	20	20	20
投资收益	48	99	25	25	25
营业利润	1353	1215	1809	2366	2958
营业外收入	7	8	7	7	7
营业外支出	26	19	50	50	50
利润总额	1333	1204	1765	2323	2915
所得税	185	136	215	283	357
少数股东损益	27	51	74	97	121
归属于母公司净利润	1120	1017	1477	1942	2437

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	20%	26%	22%	21%	20%
营业利润	6%	-10%	49%	31%	25%
归母净利润	7%	-9%	45%	31%	25%
获利能力					
毛利率	26.8%	21.5%	25.6%	26.1%	26.3%
净利率	9.5%	6.8%	8.2%	8.9%	9.3%
ROE	13.2%	11.0%	14.0%	16.1%	17.4%
ROIC	10.7%	8.3%	12.0%	13.4%	14.6%
偿债能力					
资产负债率	47.3%	48.9%	44.5%	43.8%	42.5%
净负债比率	24.6%	27.7%	21.5%	20.2%	18.5%
流动比率	1.6	1.5	1.6	1.7	1.8
速动比率	1.3	1.2	1.3	1.4	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	1.0	1.0
存货周转率	6.8	7.1	7.0	7.2	7.2
应收账款周转率	2.5	2.7	2.9	2.9	2.9
应付账款周转率	3.8	4.1	4.2	4.2	4.2
每股资料(元)					
EPS	1.20	1.09	1.59	2.09	2.62
每股经营净现金	1.07	1.25	1.42	1.67	2.01
每股净资产	9.11	9.95	11.32	12.98	15.03
每股股利	0.28	0.22	0.43	0.56	0.70
估值比率					
PE	22.8	25.0	17.2	13.1	10.4
PB	3.0	2.7	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	17.8	19.3	13.3	11.0	9.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵中平：香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

刘丽：对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券，2021年起任美妆时尚联席首席。

宋盈盈：CFA，清华大学环境工程本硕，北京大学国发院经济学双学士。2018-2020年，任招商证券环保公用事业行业分析师。2020年起任美妆时尚分析师。

毕先磊：山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

王鹏：华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。