

轻工制造

2022 年 07 月 26 日

报告原因：调整投资评级

买入（上调）

市场数据：2022 年 07 月 25 日

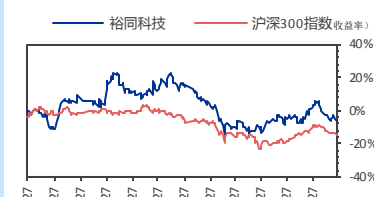
收盘价（元）	26.31
一年内最高/最低（元）	35.74/23.3
市净率	2.6
息率（分红/股价）	0.84
流通 A 股市值（百万元）	13678
上证指数/深证成指	3250.39/12291.59

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2022 年 03 月 31 日

每股净资产（元）	10.08
资产负债率%	47.53
总股本/流通 A 股（百万）	931/520
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《裕同科技（002831）点评：2021 年年报及 2022 年一季报点评：大消费包装放量，22Q1 起利润触底回升》2022/04/28

《裕同科技（002831）点评：2021 年三季报点评：烟酒增速靓丽，利润率环比修复》2021/10/27

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com
黄莎 A0230522010002
huangsha@swsresearch.com
庞盈盈 A0230522060003
panqyy@swsresearch.com

联系人

丁智艳
(8621)23297818×7580
dingzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

裕同科技 (002831)

——多元化业务步入收获期，盈利拐点初步验证

投资要点：

- **多业务领域布局扩张，全球高端纸包装龙头地位稳固。**公司是高端纸包装整体方案提供商，下游客户从 3C 成功拓展至烟酒、环保纸塑、化妆品、食品等大消费领域，并积极探索轻资产的平台型商业模式。2016 年上市以来收入增速持续领跑行业，龙头地位更加稳固。
- **新业务步入收获期，优质的客户、完善布局的生产基地、智能化的技术研发形成正向循环，持续保证效率领先，盈利拐点已经到来：**
- **收入端：2016-2021 年收入 CAGR 达 21.8%，当前募投项目陆续达产，搭乘下游大消费包装“东风”，多元包装迅速放量，第二增长曲线陡峭。**具体看：1) 3C：5G 换机潮下智能手机出货量止跌回升，智能物联网硬件设备处于高景气周期，公司通过收购仁禾智能、华宝利电子切入新领域，传统优势业务迎来“第二春”；2) 烟酒：高利润率的烟酒包装招标市场化，为市场化龙头带来机遇，公司具备效率、设计、及时稳定交付等优势，市占率正快速提升；3) 环保纸塑：进入政策红利期，仅餐饮外卖领域就能带来约 500 亿元环保替代性需求，公司深化布局原料、研发、产品全产业链，筑高竞争壁垒，当前产能、订单正快速落地；4) 化妆品：行业高速增长，公司顺利承接一批国际优质客户，始终坚持聚焦重点品牌客户战略，建立专业团队和产线，最大化纸塑协同，有望分享行业红利。
- **利润端：过去几年外部压力下行业持续洗牌，公司坚持修炼内功，高效率奠定盈利 alpha，并带动行业竞争格局优化，竞争升维；当前行业整合红利持续释放，公司综合竞争能力得到跃升，我们判断 2022 年业绩拐点已至，持续看好未来几年的利润弹性。**具体看：1) 全球化产能布局+国际化管理能力，保证响应速度和交付质量，能够留存和拓展不同领域头部客户；新业务产能爬坡陆续完成，进入规模效应释放期；2) 智能工厂降本增效：降低 50%人力成本，预计带动净利润率提升约 4%，已进入复制阶段；3) 提供“一站式”解决方案，延长价值链，拓展轻资产的商业模式；4) 高效率带动行业竞争升维，公司率先步入“生产效率提升-收入规模提速-资本开支增加-规模效应凸显-降本增效”的正循环，带动行业核心竞争要素从劳动力效率向资源调度和配置效率转变，从而由劳动力密集型的比拼过渡向资本技术维度的竞争，竞争格局优化的拐点已至，公司作为引领者，市占率持续攀升的同时，盈利也会先于同行修复；5) 从产业链角度进一步验证盈利拐点到来，第一大客户前期的核心供应商部分已经淘汰，新进入者业务体量和一体化服务能力与公司存在差距，公司的产业链话语权强化，议价能力提升，来自下游的盈利压力开始缓解。
- **短期视角下 2022 年业绩修复的确定性强：1) 收入端：22H2 是 3C 旺季，公司在第一大客户份额提升；仁禾智能 22Q2 并表，已经具有 Meta、字节跳动 Pico、腾讯黑色沙漠等标杆客户，贡献数亿元收入增量；5 月以来烟酒类社零同比增速转正，大消费包装需求回暖；2) 利润端：22Q1 盈利拐点已经验证，后续纸价回落、美元升值、海外工厂恢复运营、低基数效应等利好因素叠加，全年盈利修复的确定性强，利润增速有望超过收入增速。**
- **多元化业务步入收获期，盈利拐点初步验证，全球高端纸包装龙头厚积薄发。**2021 年来多元化业务迅速放量；通过贴近式全球化布局、自动化升级、一体化交付持续提高效率，奠定盈利 alpha。我们维持公司 2022-2024 年归母净利润 14.35/17.96/22.57 亿元，分别同比 41%/25%/26%。当前市值对应的 PE 分别为 17/14/11 倍，估值水平仅处于上市以来的 25.4%分位，2022 年 PEG 为 0.6，估值极具性价比；给予公司 2022 年 25 倍 PE（PEG=0.8），市值约为 360 亿元，对应 46%的上涨空间，**上调评级至“买入”！**

财务数据及盈利预测

	2021	2022Q1	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	14,850	3,351	18,257	21,740	25,750
同比增长率（%）	26.0	26.0	22.9	19.1	18.4
归母净利润（百万元）	1,017	221	1,435	1,796	2,257
同比增长率（%）	-9.2	32.7	41.0	25.2	25.7
每股收益（元/股）	1.09	0.24	1.54	1.93	2.43
毛利率（%）	21.5	20.8	23.1	23.7	24.1
ROE（%）	11.0	2.4	13.7	15.0	16.5
市盈率	24		17	14	11

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

裕同科技是全球消费电子包装龙头，3C 领域全球市占率约 30%；自上市以来逐渐向烟酒、环保纸塑、化妆品等大消费领域拓展，当前新业务基本完成产能爬坡，多元化业务迅速放量，搭乘下游大消费包装“东风”，第二增长曲线陡峭。

公司全球化布局、自动化升级、一体化交付初具规模，支撑其效率领先、强客户粘性 & 客户拓展能力；率先步入“生产效率提升-收入规模提速-资本开支增加-规模效应凸显-降本增效”的正循环，带动行业从劳动力密集型的比拼升级到资本技术竞争，整合加快，公司作为领跑者，市占率提升，话语权强化，盈利企稳回升，22Q1 初步验证拐点逻辑。预计公司 2022-2024 年归母净利润 14.35/17.96/22.57 亿元，分别同比 41%/25%/26%；22 年 PEG 仅为 0.6，估值极具性价比，上调评级至“买入”！

关键假设点

消费电子：假设 2022-24 年第一大客户收入低个位数增长，受益于智能物联网硬件设备放量，其他 3C 客户维持 15%-20% 的高增速；毛利率稳定在 23% 左右。

大消费包装：**1) 酒包**：头部酒企业份额稳步提升，2022-24 年收入同比 +40%/+37%/+35%；**2) 烟标**：预计能够把握招标市场化机遇，2022-24 年收入同比 +42%/+30%/+25%；烟酒包装毛利率高于 3C，预计维持 30% 左右；**3) 环保纸塑**：20 亿元产值正有序释放，2022-24 年收入同比 +60%/+33%/+25%，随着达产率提升，毛利率提升，分别为 29%/30%/31%。

有别于大众的认识

1) 市场认为智能手机景气度下行，3C 包装企业遭遇发展瓶颈。我们认为 5G 换机潮+智能物联网带来新景气周期，公司收购仁禾智能，绑定 Meta；收购智能硬件代工华宝利电子，有望承接客户，拓展业务边界。**公司能够复制 3C 行业成功经验**，3C 更新快，竞争激烈，对供应商市场化服务能力要求高，公司在质量、设计、交付效率等方面具备优势，切入增速相对稳定、利润率更高的烟酒包装行业，经营空间更大。

2) 市场认为纸包装竞争生态差，盈利能力受挤压。我们认为当前已经进入公司综合竞争能力跃升和行业竞争格局优化逻辑相互强化的阶段，公司凭借高效率先步入“生产效率提升-收入规模提速-资本开支增加-规模效应凸显-降本增效”的正循环，带动行业竞争升维，格局优化，而公司作为引领者，市占率持续攀升，盈利率先复苏。

股价表现的催化剂

新业务客户开发超预期，盈利拐点得到验证

核心假设风险

智能物联网硬件设备出货量不及预期，环保政策落地节奏扰动，新业务盈利性较弱

目录

1. 公司复盘：全球高端纸包龙头盈利重回高增	7
2. 大消费包装“东风”已至，多元化业务放量	11
2.1 纸包装行业持续整合，龙头市占率提升	11
2.2 公司募投项目进入投产期，新业务业绩开始兑现	12
2.3 3C 包装：智能物联网设备高景气，传统优势业务迎来“第二春”	13
2.4 酒包：设计能力凸显，头部酒企导入基本完成	15
2.5 烟标：招标市场化程度提升，为市场化企业提供扩张机遇	17
2.6 环保纸塑：进入政策红利期，公司深化布局全产业链	19
2.7 化妆品：聚焦优质品牌客户，分享行业高增长红利	20
3. 高效率奠定盈利 alpha，业绩拐点已经验证	21
3.1 全球化布局基本完成，国际化管理能力保证交付质量	21
3.2 智能工厂降本增速显著，已经进入复制阶段	22
3.3 提供“一站式”解决方案，增加客户黏性，升级商业模式	23
3.4 引领行业竞争升维，利润弹性率先体现	24
3.5 产业链话语权持续提升，议价能力强化	26
3.6 短期视角下公司 2022 年业绩修复的确定性高	28
4. 盈利预测与估值分析	29
4.1 盈利预测	30
4.2 估值分析	31
风险提示	32

图表目录

图 1：2021 年收入 148.5 亿元，同比+26.0%.....	7
图 2：公司收入结构中高价值的彩盒占比超过 70%.....	7
图 3：公司下游客户以消费电子为主，并逐渐拓展至大消费领域.....	7
图 4：截至 22Q1，王华君、吴兰兰夫妻合计持股 60.46%.....	8
图 5：公司分红率保持在 20%及以上.....	8
图 6：2018 年来公司连续推出三次股份回购计划.....	8
图 7：公司经历过利润承压的阶段，2022 年业绩拐点或至.....	9
图 8：2021 年归母净利润 10.17 亿元，同比-9.2%.....	10
图 9：2016 年来公司的毛利率、净利率阶段性回落.....	10
图 10：2016 年后智能手机出货量下滑.....	10
图 11：2016-2018、2021 年纸价上行压制利润率.....	10
图 12：2021 年纸包装行业规模 3192 亿元，同比+13.6%.....	11
图 13：2021 年纸包装行业利润总额 132.29 亿元，同比-5.33%.....	11
图 14：2021 年纸包装 CR6 达到 11.7%.....	12
图 15：头部纸包企业的收入增速远超行业.....	12
图 16：2021 年来多元化业务收入增速快速上行.....	13
图 17：客户集中度持续下行，收入结构更为均衡.....	13
图 18：5G 渗透率提升带动手机出货量重回增长.....	13
图 19：智能物联网硬件出货量快速增长.....	13
图 20：Meta 的 Oculus 销量和市占率快速攀升.....	15
图 21：仁禾智能收入高速增长.....	15
图 22：公司持续拓展高端及次高端白酒客户.....	17
图 23：公司在酒包领域斩获多个设计奖项.....	17
图 24：2019 年来中标公司增加，中标集中度下降.....	18
图 25：2021 年各上市公司烟标市占率排名.....	18
图 26：烟标公司净利率基本在 20%以上.....	19
图 27：子公司武汉艾特收入及利润规模稳步提升.....	19
图 28：环保包装受到行业政策的鼓励.....	19
图：- 年中国餐饮外卖订单规模 CAGR 高达 %.....	

图 30：公司的环保纸塑产品	20
图 31：公司全球化布局	22
图 32：公司的包装整体解决方案	23
图 33：2016-2021 年裕同科技人均创收 CAGR 高达 15.4%，领先同业	24
图 34：裕同科技的研发支出比重超过头部平均	25
图 35：裕同科技人工成本持续下降	25
图 36：2015-2020 年裕同科技资本开支 CAGR 高达 24.3%，领先其他头部	25
图 37：2021 年资本开支增速开始下行，后续存在利润弹性	25
图 38：东南亚国家劳动力占比下降拐点尚不明显	26
图 39：东南亚制造业工资水平远低于国内	26
图 40：公司的收入体量和增速均远超同期竞争者	27
图 41：公司的盈利能力超过同期竞争者	27
图 42：下半年是智能手机销售旺季	28
图 43：2022 年 5 月以来烟酒类社零增速开始回暖	28
图 44：公司主营业务成本拆分	28
图 45：22Q2 以来纸价同比回落趋势明显	29
图 46：东南亚工厂利润率高于公司整体水平	29
图 47：2022 年 3 月以来美元进入升值周期	29
图 48：22Q1 公司盈利修复迹象已现	29
图 49：公司仅处于上市以来的估值的 25.4%分位	31

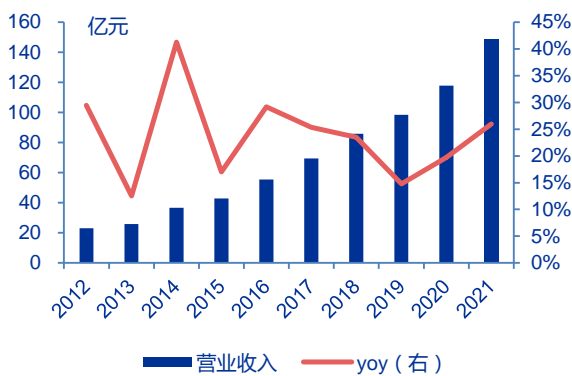
表 1：公司上市以来的多元化拓展举措.....	12
表 2：2021 年来消费电子包装行业规模重回增长，2025 年规模近 500 亿元.....	14
表 3：2021 年高端白酒包装规模约 200 亿元	15
表 4：主要酒包供应商情况梳理.....	16
表 5：裕同科技 3 家子公司入选贵州茅台包装供应商	16
表 6：2021 年烟标市场规模约 340 亿元	18
表 7：2021 年化妆品包装行业规模约 120 亿元	21
表 8：智能工厂预计带来净利润率提升约 4%	23
表 9：裕同科技 IPO 及可转债募投项目.....	26
表 10：裕同科技第一大客户包装供应商变化.....	27
表 11：可比公司估值	31
表 12：利润表	33
表 13：资产负债表.....	34
表 14：现金流量表.....	35

1. 公司复盘：全球高端纸包龙头盈利重回高增

裕同科技是全球高端纸包装龙头企业，定位高端纸包装整体方案服务商。公司提供从策划、设计、研发、生产、大数据服务、第三方采购、仓储管理、物流配送等端到端服务的整体解决方案。2021 年纸质精品包装、其他材质包装、环保包装分别占营收的 76.7%、16.9%、4.7%。下游客户以消费电子为主，包含华为、小米、亚马逊、谷歌等，2021 年在全球消费电子包装领域市占率约 30%，龙头地位显著；当前已经拓展了烟、酒、化妆品、奢侈品、食饮品等大消费领域的头部客户，在细分赛道市占率稳步提升，2021 年在高端酒包、烟标领域的市占率分别为 6.7%、2.6%。

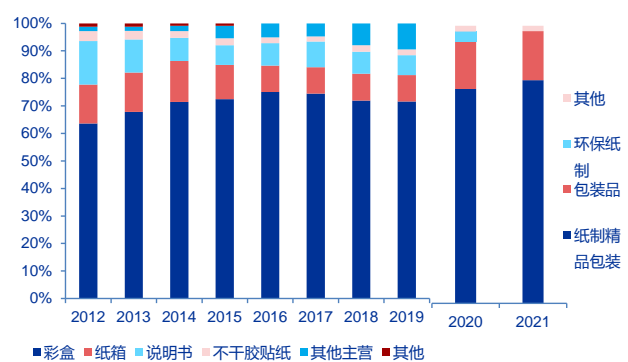
公司自上市以来营收规模快速扩张，营业收入自 2016 年的 55.4 亿元增至 2021 年的 148.5 亿元，CAGR 达 21.8%，2020 年营收规模首次超过 100 亿元，成为国内高端纸包装领域首家“百亿俱乐部”成员。

图 1：2021 年收入 148.5 亿元，同比+26.0%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：公司收入结构中高价值的彩盒占比超过 70%



资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：2020 年公司调整收入分类口径，2019 年彩盒（含精品盒）、纸箱、说明书和不干胶贴纸分别占比 71.6%、9.5%、7.3%、2.1%

图 3：公司下游客户以消费电子为主，并逐渐拓展至大消费领域

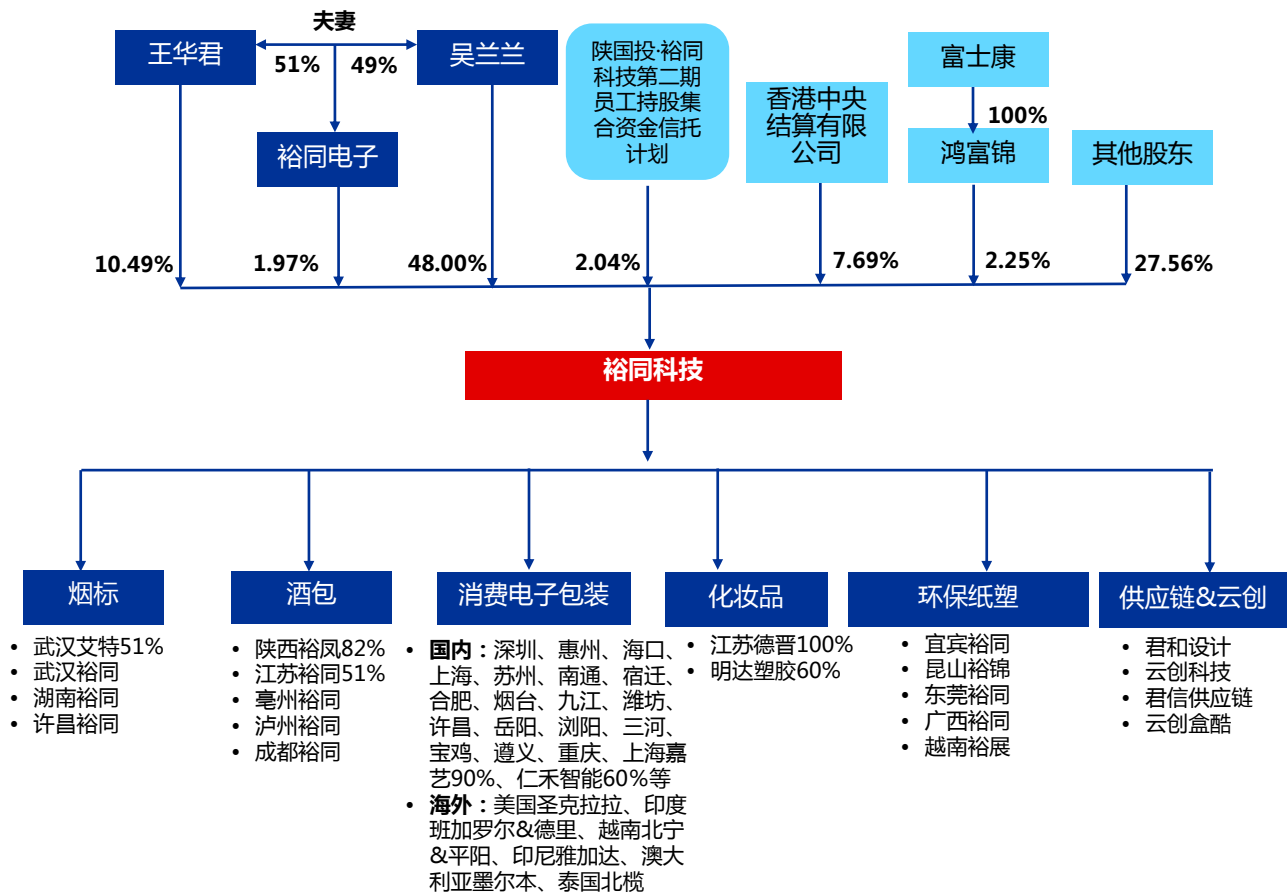
领域/行业	客户（括号中表示开始合作时间）
消费电子	移动智能终端 富士康 (2001)、三星 (2003)、华为 (2004)、小米 (2014)、VIVO (2017)、OPPO 等
	计算机 联想 (2010)、惠普 (2011)、戴尔 (2011)
	游戏机 索尼 (2000)、任天堂
	通信终端产品 华为 (2004)、Netgear
	其他消费电子客户 海尔集团 (2010)、赫比电子 (2013)、央数文化 (2015)、乐视 (2015)、哈曼 (2017)、戴森 (2018)、DHL (2018)、亚马逊 (2018)、谷歌 (2018)、比亚迪、Brother、思科等
泛消费	烟标 福建中烟、云南中烟、江西中烟、四川中烟 (2018)、湖北中烟、湖南中烟等
	酒包 泸州老窖 (2013)、古井贡 (2013)、西凤酒 (2013)、茅台 (2017)、洋河 (2018)、水井坊 (2019) 等
	化妆品 玫琳凯 (2014)、施华洛世奇 (2017)、蓝月亮 (2018)、联合利华 (2018)、韩束 (2018) 等
	大消费 雀巢 (2016年前)、东阿阿胶 (2017)、小罐茶 (2017)、美团外卖 (2019)、良品铺子、三只松鼠等

资料来源：公司公告，申万宏源研究

股权结构集中，大客户、员工持股强调利益共享，稳定的分红和回购节奏彰显“白马”属性。公司的实际控制人为王华君与吴兰兰夫妻，截至 22Q1，吴兰兰持股 48.00%，王华君持股 10.49% 双方还通过深圳市裕同电子公司间接持股 1.97% 夫妻二人合计持有 60.46% 的股份。第一大客户富士康通过鸿富锦精密工业有限公司持有公司 2.25% 的股份，成为第四大股东，通过持股进一步绑定核心客户；截至 2021 年 3 月，公司已经完成第二期员工持股计划，成交均价 31.42 元/股，规模达 2085 万股，占公司总股本的 2.22%，覆盖董事、监事、高级管理人员及核心职工近 人，增强利益协同。

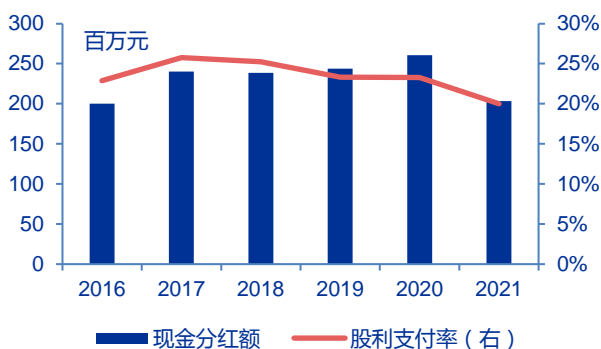
公司每年的分红率均稳定在 20% 及以上，给予投资者较稳定的业绩预期。自 2018 年来连续实行 3 次股份回购计划：2018 年 10 月公告的回购预案累计回购 243.6 万股，占总股本的 0.26%，已经用作员工持股计划；2019 年 6 月公告的回购预案累计回购 425.4 万股，占总股本的 0.46%，已经用作员工持股计划；2021 年 9 月再一次公告回购计划，预计回购资金总额 2（含）-4 亿元，用作后续可能推出的股权激励计划，截至 2022 年 6 月底累计回购 929 万股，回购进度 96%，稳定的股份回购节奏彰显公司对未来发展的信心。

图 4：截至 22Q1，王华君、吴兰兰夫妻合计持股 60.46%



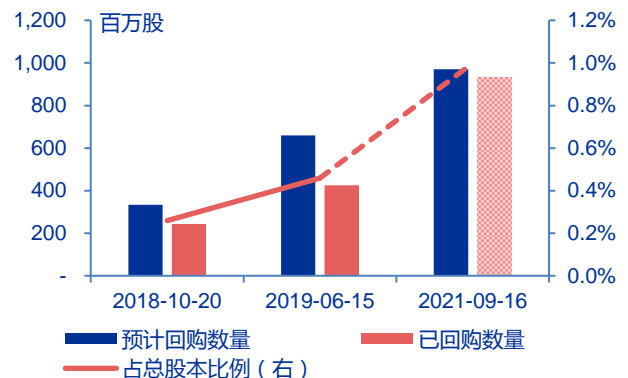
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：公司分红率保持在 20% 及以上



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 6：2018 年来公司连续推出三次股份回购计划



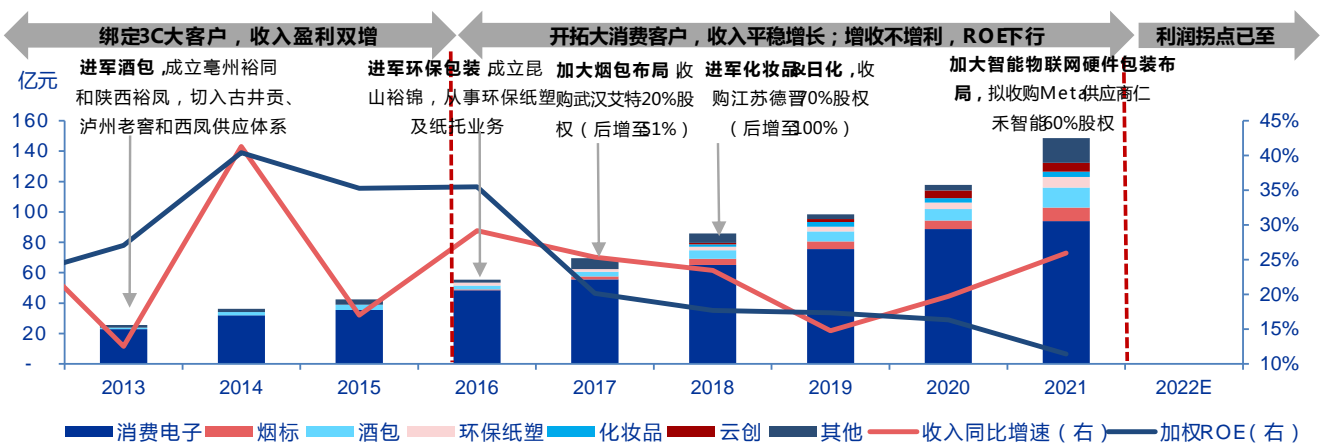
资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：2021 年回购仍在进行中，当前回购进度 96%

复盘历史，公司在 2016 年上市后收入保持中高速增长，利润阶段性承压，2022 年业绩拐点或至：

2016 年之前：绑定消费电子大客户，把握智能手机爆发时代，收入、利润均高速增长。裕同科技成立于 1996 年，21 世纪初恰逢众多消费类电子品牌在中国寻找代工厂，公司抓住机遇在 2000 年打入消费电子龙头—索尼的供应商体系，并借此机会积累服务国际客户的经验。自 2007 年 iPhone 手机面世后，智能手机迎来爆发式增长，全球智能手机出货量自 2007 年的 1.25 亿部增至 2016 年的峰值 14.73 亿部，CAGR 达 32%；爆款频出、快速迭代的智能手机行业极大带动了高端商业纸包市场的规模化需求。公司借助大客户的标杆效应，拿下全球智能手机龙头客户，并陆续进入三星、华为等手机厂商的供应商体系，**2008-2016 年，公司收入自 14.1 亿元增至 55.4 亿元，CAGR 达 18.7%。**

智能机低渗透率背景下，手机厂商更多竞争增量市场，降价压力小，愿意和供应商分享行业红利。**同期归母净利润自 1.0 亿元增至 8.7 亿元，CAGR 达到 31.0%，2016 年底公司成功上市。**

图 7：公司经历过利润承压的阶段，2022 年业绩拐点或至



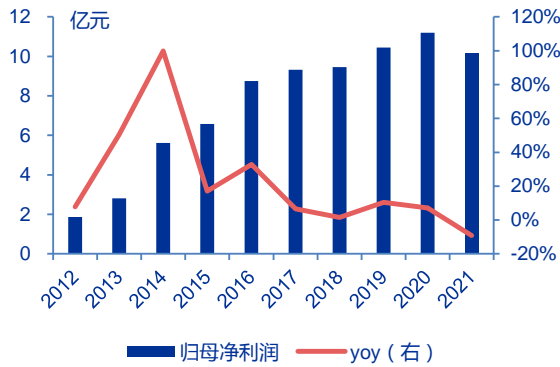
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2016-2021 年：开拓烟酒、日化等大消费领域头部客户，抵御传统 3C 遭遇增长瓶颈，收入平稳增长。2016-2021 年公司营业收入自 55.4 亿元增至 148.5 亿元，CAGR 高达 21.8%，主要系：2010 年来开拓多元化包装业务，2013 年成立亳州裕同，收购泸州包装，合资设立陕西裕凤，成功切入古井贡、泸州老窖和西凤酒的供应体系；除酒包外，公司也积极通过自设厂房或外延并购等形式布局烟标、化妆品、奢侈品、食品等行业，获得了包括玫琳凯、施华洛世奇、四川中烟、福建中烟、东阿阿胶等优质客户的认可。

3C 行业红利期消退、纸价高位运行，新业务产能爬坡等因素压制盈利，上市以来利润持续承压。同期归母净利润自 8.75 亿元增至 10.17 亿元，CAGR 仅为 3.1%；此外，毛利率、利润率分别自 2016 年的 34.4%、15.8% 降至 2021 年的 21.5%、7.2%，明显阶段性承压。主要系：1) 3C 行业红利期消退：智能手机行业进入存量竞争的时代，手机厂商为了抢占市场份额，大多选择压降成本以获取价格优势，2017、2018、2019 年公司主要产品精品盒售价分别同比下降 10.5%、17.5%、10.2%；2) 纸价上行增加采购成本：2016-2018 年，造纸行业新产能建设持续放缓，部分存量产能因环保趋严及供给侧改革淘汰，供给收缩拉动纸价上行，公司主营业务成本中原纸采购额占比自 2016 年上半年的 45% 增至 2021 年上半年的 55%。

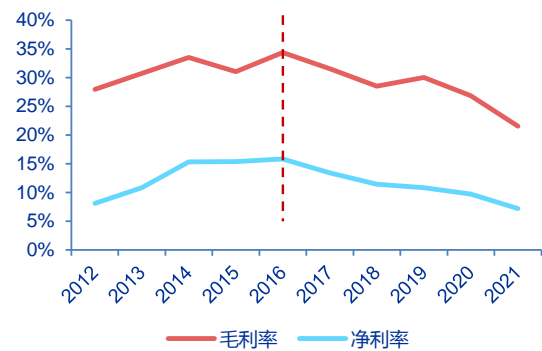
2017 年的 36.3%，2021 年纸价高位震荡，原纸采购占成本比重维持在 30%以上；3）新建产能处于爬坡期，订单未放量：烟酒、环保包装等行业开拓初期导入成本较高；此外，2016 年 IPO 募投项目基本在 2020 年 6 月建成投产，2020 年的可转债募投项目预计集中在 2022-2024 年完全投产，上市以来产能基本处于爬坡期，压制利润率。

图 8：2021 年归母净利润 10.17 亿元，同比-9.2%



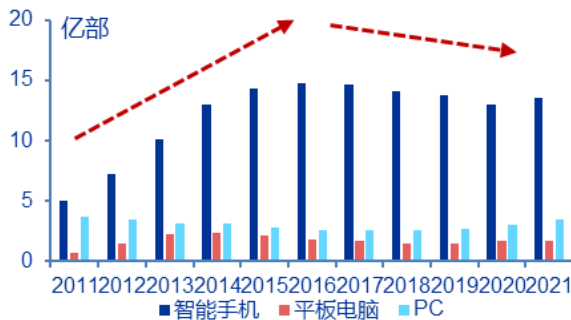
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 9：2016 年来公司的毛利率、净利率阶段性回落



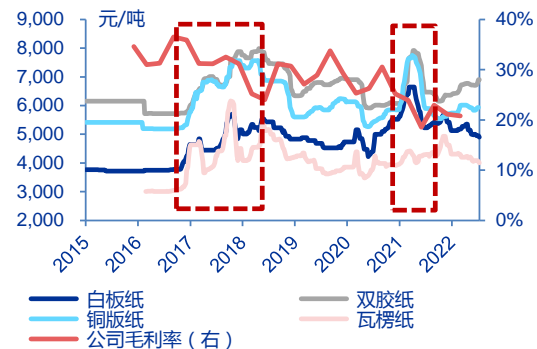
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 10：2016 年后智能手机出货量下滑



资料来源：IDC，申万宏源研究

图 11：2016-2018、2021 年纸价上行压制利润率



资料来源：纸业联讯，公司公告，申万宏源研究

我们认为，当前公司基本面已经发生了根本性的变化，2022 年或迎来业绩拐点，利润率重回增长，主要基于：

1) 收入端：前期募投项目进入投产期，大消费包装快速放量。2022 年来前期募投项目陆续完成产能爬坡，多元化业务迅速放量，来自酒包、烟标、环保纸塑等泛消费行业收入占比已经升至 30%以上，2022 年总收入增速有望维持 20%+。

2) 利润端：优质的客户、完善布局的生产基地、智能化的技术研发形成正向循环，持续保证效率领先，具体看：1) 紧随客户产业转移就近布局产地，全球 44 个工厂布局完成，积累迭代全球化管理经验，及时响应，稳定交付，能够留存和拓展不同领域头部客户；2) 智能工厂节约 50%人力成本，预计带来净利润率约 4%的提升，加固成本端护城河，已经进入可复制阶段；3) “一站式”解决方案延长价值链，增强客户粘性，助力商业模式升级。高效率支撑公司率先步入“生产效率提升-收入规模提速-资本开支增加-规模效应凸显-降本增效”的正循环，带动行业核心竞争要素从劳动力效率向资源调动和配置效率转变，步入升维竞争阶段，当前行业整合红利持续释放，公司作为领跑者，利润弹性率先释放。从产业链角度看，第一大客户前期的核心供应商部分已经淘汰，新进入者业务体量和一体化服

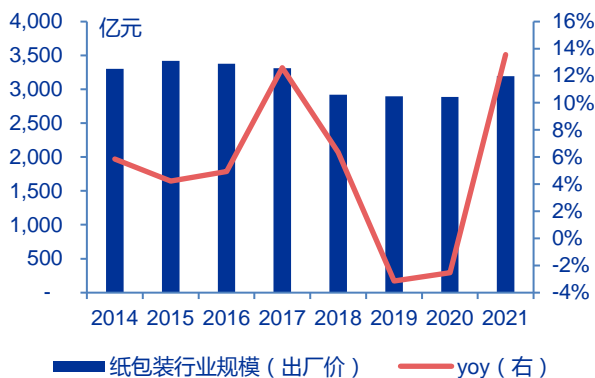
务能力与公司存在差距，公司的产业链话语权强化，议价能力提升，来自下游的盈利压力缓解。

2. 大消费包装 “东风” 已至，多元化业务放量

2.1 纸包装行业持续整合，龙头市占率提升

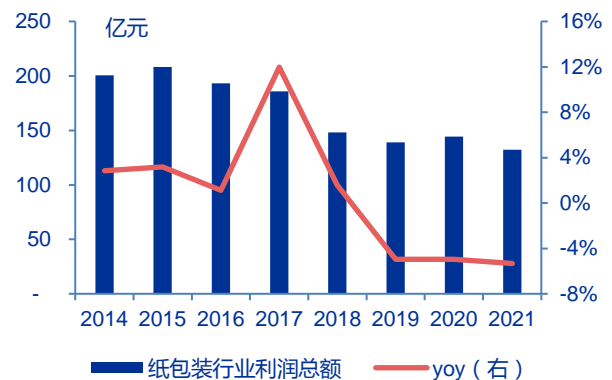
纸包装是包装行业最大子赛道之一，行业规模平稳增长，2017 年来利润持续承压。根据中国包装联合会数据，2021 年规模以上纸包装企业营业收入合计 3192 亿元，同比增加 13.6%，占包装行业整体规模的 27%，为包装行业最大子赛道之一；2016-2021 年行业收入平均增速为 5.3%，行业规模平稳增长。但受到 2017 年来纸价上行等因素影响，行业盈利持续承压，2016-2021 年行业利润平均增速为-0.1%。

图 12：2021 年纸包装行业规模 3192 亿元，同比 +13.6%



资料来源：中国包装联合会，申万宏源研究；注：行业规模口径为是年收入 2000 万元及以上的全部法人企业；其中同比增速数据直接摘自《行业年度运行报告》

图 13：2021 年纸包装行业利润总额 132.29 亿元，同比-5.33%



资料来源：中国包装联合会，申万宏源研究；注：行业规模口径为是年收入 2000 万元及以上的全部法人企业；其中同比增速数据直接摘自《行业年度运行报告》

头部收入增速远超行业平均，纸包装行业加速整合。龙头市占率持续提升。过去纸包装行业由于准入门槛低，成本曲线与公司质地背离，中小企业凭借采购质量标准相对较低的廉价原纸、少报瞒报社保应缴人数等不规范手段占据成本洼地，2016 年供给侧改革以来，环保刚性约束和社保缴纳规范化等抬升了小企业规范经营成本，叠加纸价上行，行业盈利受到挤压，加速落后产能出清。2016-2021 年头部纸包企业的收入年均增速为 21.2%，远超行业平均的 5.3%，说明行业订单正在加速向龙头企业集中。

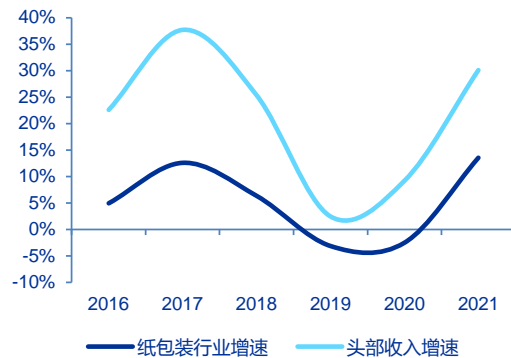
保守假设规模以上企业，即年收入 2000 万元以上的企业收入约占行业整体规模的 70%-80%，计算得到上市纸包企业的 CR6 自 2016 年的 4.0% 提升至 2021 年的 11.7%。此外，如果考虑非上市企业，根据中国包装协会披露的 2020 年百强企业营收情况，CR6、CR10 更是高达 13.9%、17.9%。

图 14：2021 年纸包装 CR6 达到 11.7%

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
裕同科技	1.2%	1.6%	2.2%	2.7%	3.3%	3.7%
劲嘉股份	0.6%	0.7%	0.9%	1.1%	1.2%	1.3%
合兴包装	1.0%	2.0%	3.2%	3.0%	3.3%	4.4%
美盈森	0.5%	0.6%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
东风股份	0.5%	0.6%	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%
大胜达	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%
CR6	4.0%	5.7%	8.3%	8.8%	9.9%	11.7%

资料来源：中国包装联合会，公司公告，申万宏源研究；

注：CR6 统计口径仅为上市纸包装企业

图 15：头部纸包企业的收入增速远超行业


资料来源：中国包装联合会，公司公告，申万宏源研究；

注：头部指的是 6 家上市纸包装企业：合兴包装、裕同科技、劲嘉股份、美盈森、东风股份、大胜达

2.2 公司募投资项目进入投产期，新业务业绩开始兑现

包装行业与下游客户深度绑定，下游景气度决定着包装行业的天花板，因此切入新的下游赛道，捕捉新行业的红利期是包装行业熨平周期波动、突破发展瓶颈的必由之路。

公司脱胎于消费电子包装行业，通过自建产线、并购、合资等不同方式，拓展至烟标、酒包、环保纸塑、化妆品、食品、高端消费品等领域，我们认为公司在消费电子行业的成功经验能够复制到其他行业。主要基于：**1) 市场化服务能力**：消费电子行业是竞争充分的红海市场，客户对供应商的成本管控严格，极大提升了公司的生产效率和市场化能力，强化客户服务理念，公司切入市场化程度相对较低、利润率较高的烟酒包装行业，对公司而言经营空间更大；**2) 产品迭代速度**：消费电子行业产品迭代快，对包装物的更新速度要求较高，而烟酒包装更新较慢，因而导入成本高，维护成本低，公司当前已经进入多家知名酒企的供应体系，后续提升订单份额、拓展新客的难度较低；**3) 设计能力**：与 3C 包装不同的是，高端烟酒包装承载着营销和品牌推广的作用，更强调包装设计能力；公司在行业内率先推出一体化包装解决方案，参与到前端的平面及工程设计环节，积累了丰富的设计经验。并探索智能包装，如通过在传统二维码上植入隐藏的数字水印，给终端产品提供包装防复制可变印刷，实现手机 APP 进行产品追溯、市场监管、判断真伪的功能，有效解决酒企、中烟、奢侈品等客户的防伪溯源痛点。

表 1：公司上市以来的多元化拓展举措

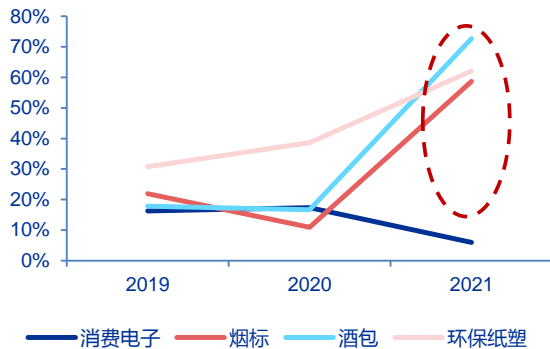
时间	相关主体	公司切入方式	主要业务	下游客户
2017年12月	武汉艾特	收购51%股权	高端烟标	各中烟公司
2017年12月	上海嘉艺	收购90%的股权	纸板、纸箱及彩箱等产品	国际消费电子客户、迪士尼等高端消费品客户
2018年1月	江苏裕同	合资建设，持股51%	白酒礼盒、环保包装	苏酒客户
2018年9月	江苏德晋	收购70%股权（后增至100%）	化妆品及护肤品所需的精密塑料包装	蓝月亮、联合利华、曼秀雷敦、韩后、百雀羚、雅芳等高端日化品牌
2021年6月	苏大维格	战略合作	防伪、包装及装饰等方面开发AMOS动态光学膜、新型3D光学材料	烟酒、消费电子、日化、运动服饰等行业客户
2021年10月	仁禾智能	收购60%股权	智能穿戴设备以及智能家居的软包装、软材料以及配套结构件等产品的设计	消费电子客户meta
2022年4月	东莞裕同	对外投资	四川泸州白酒产业园区投资约人民币4亿元，用于产销高端白酒包装	泸州老窖等
2022年7月	华宝利电子	收购60%股权	声学类、智能消费电子产品、机器人代工业务	智能物联网硬件客户，如百度、阿里巴巴、比亚迪、联想、清华同方、TCL、大疆、创维、Facebook、三星、松下等

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2021 年来募投资项目陆续完成产能爬坡，公司多元化业务迅速放量。2016 年来公司多元化业务收入占比逐渐提升，消费电子收入降至 70% 以下。前五大客户基本是消费电子行业客户，CR、CR 收入占比分别自 年的 . %、. % 降至 年的 . %、. %。

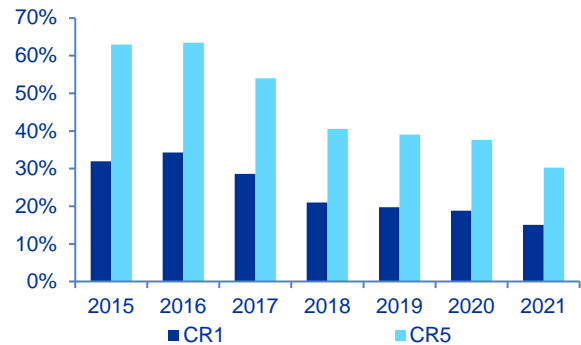
30.3%，非 CR5 客户销售额增速明显更高。2021 年酒包、烟标、环保纸塑的收入增速分别高达 71%、59%、62%。

图 16：2021 年来多元化业务收入增速快速上行



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 17：客户集中度持续下行，收入结构更为均衡

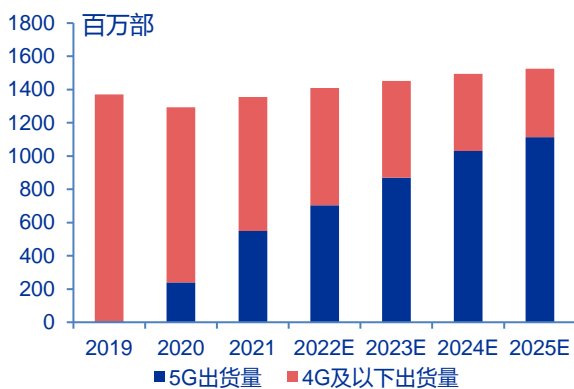


资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.3 3C 包装：智能物联网设备高景气，传统优势业务迎来“第二春”

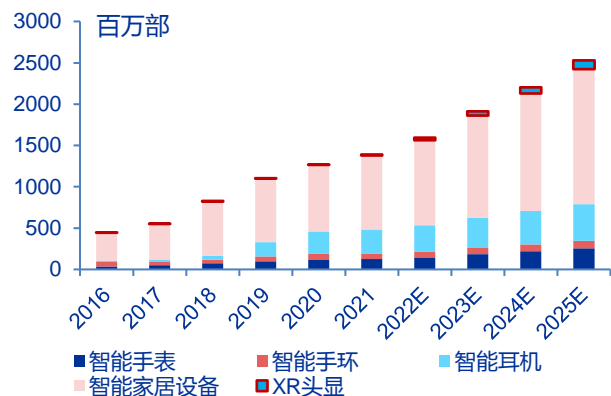
5G 渗透率提升带动手机出货量止跌回增，智能物联网硬件设备出货量快速增长，带动消费电子包装行业突破增长瓶颈。5G 商用进程开启新一波换机潮，带动智能手机出货量止跌企稳，2021 年智能手机出货量同比增加 4.7% 至 13.55 亿部，为 2017 年来首次正增长；根据 IDC 预测，5G 渗透率自 2019 年的不足 1% 快速升至 2025 年的 73%，预计 2025 年将超 15 亿部，2020-2025 年 CAGR 为 3.3%。5G 时代下智能物联网设备迎来景气周期，2021-2025 年智能手表、智能手环、智能耳机、XR（扩展现实）头显、智能家居的出货量 CAGR 分别高达 18.7%、8.5%、11.2%、75.0%、16.2% 至 2.5、0.9、4.4、1.1、16.4 亿部，五者构成智能物联网设备的主要市场，将带动消费电子包装行业重回增长。

图 18：5G 渗透率提升带动手机出货量重回增长



资料来源：IDC，申万宏源研究

图 19：智能物联网硬件出货量快速增长



资料来源：IDC，CCS Insights，Canalys，Counterpoint，申万宏源研究

我们预计 2021、2025 年消费电子包装市场规模分别达 312 亿元、475 亿元，4 年 CAGR 约为 . %。具体来看：) 传统 C 包装：- 年传统 C 出货量 C AGR

约为 2.0%，假设 2021 年以后单价持平，2025 年传统 3C 包装市场规模基本稳定在 140 亿元附近；2) 智能物联网硬件包装：2021-2025 年智能物联网硬件出货量 CAGR 约为 16.1%，单价高于传统 3C 包装，2021、2025 年包装市场规模分别为 181、333 亿元。

表 2：2021 年来消费电子包装行业规模重回增长，2025 年规模近 500 亿元

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
传统3C：										
智能手机（百万部）	1473	1460	1407	1371	1294	1355	1409	1451	1495	1525
yoy		-0.9%	-3.6%	-2.6%	-5.6%	4.7%	4.0%	3.0%	3.0%	2.0%
平板电脑（百万部）	175	164	146	144	164	169	174	178	181	183
yoy		-6.3%	-11.0%	-1.4%	13.9%	3.0%	3.0%	2.0%	2.0%	1.0%
PC（百万部）	260	260	258	267	303	349	338	328	322	318
yoy		0.0%	-0.8%	3.5%	13.5%	15.1%	-3.0%	-3.0%	-2.0%	-1.0%
合计出货量（百万部）	1908	1884	1811	1782	1761	1873	1922	1957	1998	2026
包装单价（元/部）	16.0	13.6	11.5	9.7	8.3	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
传统3C包装市场规模（亿元）	305	256	208	174	145	131	135	137	140	142
智能物联网硬件：										
智能手表（百万部）	37	51	74	97	115	128	147	184	221	254
yoy		37.8%	45.1%	31.1%	18.6%	11.3%	15.0%	25.0%	20.0%	15.0%
智能手环（百万部）	52	40	44	61	78	66	69	76	83	91
yoy		-23.1%	10.0%	38.6%	27.9%	-15.4%	4.0%	10.0%	10.0%	10.0%
智能耳机（百万部）	16	24	49	171	265	290	319	367	404	444
yoy		56.4%	99.2%	250.8%	55.4%	9.4%	10.0%	15.0%	10.0%	10.0%
XR头显（百万部）	2	4	6	7	7	11.2	30	50	76	105
yoy		100.0%	50.0%	16.7%	0.0%	60.0%	167.9%	66.7%	52.0%	38.2%
智能家居设备（百万部）	340	433	656	770	805	896	1030	1236	1421	1635
yoy		27.5%	51.5%	17.4%	4.5%	11.3%	15.0%	20.0%	15.0%	15.0%
合计出货量（百万部）	446	552	829	1106	1270	1391	1595	1912	2205	2529
yoy		23.8%	50.0%	33.5%	14.8%	9.5%	14.7%	19.9%	15.3%	14.7%
包装单价（元/部）	16.0	15.2	14.4	13.7	13.0	13.0	13.2	13.2	13.2	13.2
智能物联网硬件包装市场规模（亿元）	71	84	120	152	166	181	210	252	290	333
消费电子包装市场规模（亿元）	377	339	328	325	311	312	344	389	430	475
裕同科技消费电子包装收入（亿元）	48	56	65	76	89	94	108	122	137	161
裕同科技市占率	12.9%	16.4%	19.8%	23.2%	28.5%	30.1%	31.2%	31.3%	31.9%	34.0%

资料来源：IDC，CCS Insights，Canalys，Counterpoint，公司公告，申万宏源研究

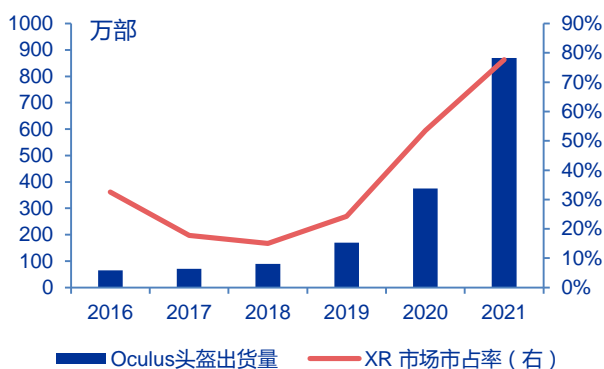
3C 包装是公司传统优势业务，2021 年公司在全球 3C 包装市占率约 30%；当前通过收购快速切入智能物联网设备蓝海市场，传统优势业务迎来“第二春”，市占率继续提升：

根据 Counterpoint 预测，2021 年 XR 头显市场出货量约 1120 万台，2021-2025 年 CAGR 高达 75.0%，主要由于低基数效应、硬件技术逐渐成熟、元宇宙概念催化和产品化。具体看：1) VR (虚拟现实)：当前 XR 头显设备的市场主流选择，主要应用在游戏、影音等消费领域，出货量占比超 90%。Meta 是全球 VR 头显设备的领导者，核心产品 Oculus 出货量自 2016 年的 65 万台快速增至 2021 年的 870 万台，在全球 XR 市场市占率自 2016 年的 33% 升至 2020 年的 54%。特别是 2020 年 9 月 Oculus Quest 2 产品发布以来，Quest 2 单价从一代的 399 美元降至 299 美元，快速打开市场，抢占消费者心智，带动 Meta 市场份额在 2021 年快速扩大至 78%；2) AR (增强现实)：当前占 XR 市场规模不足 10%，主要面向企业客户提供高价高规格的产品，微软的 HoloLens 系列在 AR 市场的市占率排名第一，约 30%；根据 Counterpoint 预测，苹果预计进入系留 AR 领域，带动 AR 市场规模快速扩张，预计 2025 年出货量媲美 VR。

公司通过收购快速切入智能物联网硬件包装领域，新客户导入较为顺畅。1) 收购仁禾智能切入 XR 领域：年 月，收购仁禾智能 % 的股权，Q 并表。仁禾智能是

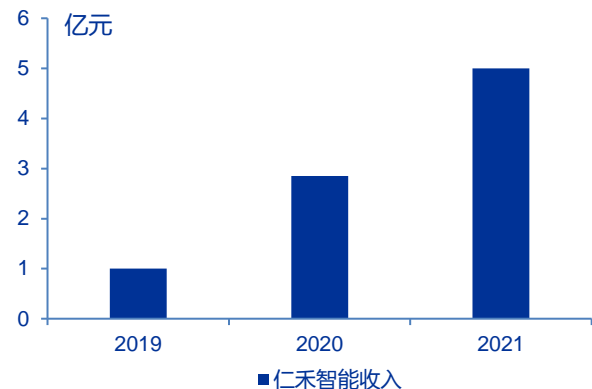
Meta 的 XR 产品主要包装供应商，提供软包装和结构件，以及 VR 的头带、音响、手表表带等产品，受益于 VR 出货量高速增长，2019 年来仁禾智能收入快速放量，2020、2021 年收入同比增长 185%、75%；通过 Meta 的标杆客户效应，已经导入字节跳动的 Pico、腾讯的黑色沙漠等新客户；2) 收购华宝利电子，助力公司从包装延伸至产品环节，拓展业务边界，深化布局智能物联网设备蓝海市场，促进业绩跃升和估值体系切换：2022 年 7 月，公司公告收购华宝利电子 60% 的股权。华宝利电子是运营成熟的声学类电子制造商，2021 年收入 3.28 亿元，净利润 6329 万元，业务矩阵从音箱、喇叭、扬声器、受话器、蜂鸣器等传统声学类产品拓展到蓝牙音箱、耳机、AR/VR 等智能可穿戴和智能家居产品，近年来机器人代工业务快速发展，跻身国内一线，2018 年获得“国家高新技术企业”称号。华宝利电子的核心客户基本为国际一线的智能物联网企业，如百度、阿里巴巴、比亚迪、联想、清华同方、TCL、大疆、创维、Facebook、三星、松下等；通过收购，公司有望承接优质客户资源，加快布局智能物联网硬件设备包装的蓝海市场。此外，公司有望借助华宝利电子在智能物联网设备的制造基础和研发实力，将业务范围从包装延伸到产品环节，进一步分享行业高速增长红利，促进业绩跃升和估值体系切换。

图 20：Meta 的 Oculus 销量和市占率快速攀升



资料来源：IDC，Counterpoint，申万宏源研究

图 21：仁禾智能收入高速增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.4 酒包：设计能力凸显，头部酒企导入基本完成

白酒步入存量市场，高端白酒占比稳健提升，带动包装升级。2017 年来白酒产量逐渐下滑，自 2017 年的 1198 万千升降至 2021 年的 716 万千升，CAGR 为 -12%，但高端白酒产量占比自 2017 年的 8.0% 增至 2021 年的 15.4%，占比快速提升。白酒外包装承担着更多的广告营销作用，对包装的设计水平、防伪功能等提出更多的要求。

我们预计 2021 年高端白酒包装规模为 197 亿元，2021-2025 年 CAGR 约 9%。具体来看，2021 年白酒产量 716 万千升，通过加总贵州茅台、五粮液、泸州老窖三大高端白酒和洋河股份、山西汾酒、古井贡酒、水井坊、舍得酒等次高端白酒产量计算出高端白酒占比约为 15.4%。假设后续高端白酒占比每年增加 1.5 个百分点；1 瓶=500ml，白酒密度约为 1ml=0.9g；单瓶包装单价约为 10 元，每年上涨 3%，估算出 2021、2025 年高端白酒包装规模分别为 197 亿元、273 亿元。此外，随着中低端白酒纸包装应用比例提升，如“江小白”等，酒包市场规模仍有提升空间。

表 3：2021 年高端白酒包装规模约 200 亿元

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
白酒产量 (万千升)	1,358	1,198	871	786	741	716	694	673	653	634
yoy		-11.8%	-27.3%	-9.8%	-5.8%	-3.4%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%
其中高端及次高端白酒占比	6.8%	8.0%	11.3%	12.6%	12.0%	15.4%	16.9%	18.4%	19.9%	21.4%
高端及次高端产量合计 (万千升)	92.6	95.8	98.2	98.8	89.1	110.4	117.5	124.1	130.1	135.7
yoy		3.4%	2.6%	0.6%	-9.8%	23.9%	6.4%	5.6%	4.9%	4.3%
高端及次高端白酒瓶数 (万瓶)	185,262	191,560	196,459	197,542	178,273	220,798	234,998	248,147	260,296	271,493
纸包装应用比例					85%					
包装单价 (元/瓶)	9.1	9.3	9.6	9.9	10.2	10.5	10.8	11.2	11.5	11.8
高端及次高端白酒包装规模 (亿元)	142.8	152.1	160.7	166.4	154.7	197.3	216.3	235.3	254.2	273.1
裕同科技酒包收入 (亿元)	2.6	3.0	5.6	6.6	7.8	13.3	18.6	25.5	34.4	41.0
裕同科技市占率	1.8%	2.0%	3.5%	4.0%	5.0%	6.7%	8.6%	10.8%	13.5%	15.0%

资料来源：国家统计局，公司公告，申万宏源研究

酒包市场格局较为分散，酒厂招标逐渐市场化，为兼具设计能力和生产效率的全国性纸包企业提供切入机会。此前酒包供应商以三产公司、依附单一大型酒企的区域性酒包企业为主，基本布局在几大白酒基地附近，市场较为分散，呈现出区域分割状态。近年来酒厂招标市场化程度提升；同时头部纸包企业基本完成全国性布局，凭借生产效率和设计能力优势，逐渐切入投入酒企供应体系，如2019年茅台集团公布14家中标包装供应商名单中，裕同科技旗下多家关联公司（成都裕同、泸州裕同、深圳裕同）入围。

表4：主要酒包供应商情况梳理

序号	企业性质	酒包企业	核心酒企客户	酒包企业备注
1		裕同科技	泸州老窖、茅台、洋河股份、西凤酒、古井贡酒等	上市公司
2		劲嘉股份	茅台、五粮液、山西汾酒、洋河股份等	上市公司
3		美盈森	泸州老窖、五粮液、洋河股份等	上市公司
4		大胜达	泸州老窖、茅台等	上市公司，通过收购江苏中彩印务旗下中飞包装（60%股权）切入酒包市场
5	全国性酒包企业	江苏中彩印务	茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份等	从单一酒包到个护、保健品、药品、食品、烟包、消费电子等大消费包装转型；2016年进入茅台供应体系
6		什邡洪熙包装	茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份等	什邡、四川绵竹、陕西凤翔、贵州遵义5个白酒包装生产基地，员工总数约1000余人
7		重庆俊东包装	茅台、五粮液等	年产值3亿元以上
8		深圳朋凯印刷	茅台、山西汾酒等	员工数1000余人
9		河南华福包装	国台、习酒、珍酒等	高端烟酒、食品包装、电子封装等，员工1200余人
10		平遥汇宇		
11	区域性酒包企业	山西金东工业瓦楞纸板	服务山西汾酒为主	2020年招投标中标568万元
12		山西文源包装		2020年招投标中标341万元
13		山西杏花村汾酒集团宝泉福利	山西汾酒	2020年招投标中标227万元
14		安徽霍山亚力包装材料		
15		安徽鑫牌新材料	迎驾贡酒	
16	酒厂三产企业	大别山野岭饮料		
17		宜宾五彩包装		
18		五粮液集团保健酒	五粮液	
19		宜宾晟地商贸		

资料来源：各酒企公告，申万宏源研究

表5：裕同科技3家子公司入选贵州茅台包装供应商

2019年8月贵州茅台公布的酒类外包装纸箱供应商招标入围名单	
酒类外包装纸箱供应商招标	酒类纸制礼盒（手工盒）及配套提袋供应商招标
1、贵州省仁怀市申仁包装印务有限责任公司	1、深圳市裕同包装科技股份有限公司
2、重庆俊东包装印务有限公司	2、上海仁彩印务有限公司
3、成都市裕同印刷有限公司	3、贵州省仁怀市申仁包装印务有限责任公司
酒类纸制卡盒及配套提袋供应商	4、重庆俊东包装印务有限公司
1、上海仁彩印务有限公司	5、深圳市雅图燊印刷包装公司
2、贵州省仁怀市申仁包装印务有限责任公司	6、浙江程大包装材料有限公司
3、重庆俊东包装印务有限公司	7、四川中飞包装有限公司
4、泸州裕同包装科技有限公司	8、什邡洪熙包装有限公司
5、深圳市雅图燊印刷包装公司	9、重庆醉美包装印务有限公司
	10、杭州恒达印刷包装有限公司
	11、江苏中彩印务有限公司
	12、深圳朋凯印刷有限公司

资料来源：茅台集团官网，申万宏源研究

公司深耕酒包多年，持续攻克知名酒企大客户，当年基本已经完成对知名头部酒企的全覆盖，后续主要聚焦于存量大客户的份额提升；2021年高端酒包市占率约7%，酒包业务进入稳定放量期。公司自2013年开始进军酒包，2013年8月在古井配套产业园成立亳州裕同，为古井提供酒包产品；年底全资收购泸州包装，切入泸州老窖供应体系；

与陕西西凤酒厂合资成立陕西裕凤，持股 82%；2018 年与江苏金之彩集团（洋河股份主要酒包供应商）合资成立江苏裕同，持股 51%，切入华东高端白酒市场，攻克了洋河股份、中国劲酒等知名酒企，基本完成全国性酒包基地布局，后续主要聚焦于头部酒企份额提升。

图 22：公司持续拓展高端及次高端白酒客户



资料来源：公司公告，申万宏源研究

酒企大客户份额提升的驱动力来自：1) 持续推进智能化改造，提质增效，深得客户认可。2021 年酒包业务推进智能化产线改造，部分产线增效 50%以上，酒包业务实现跨越式增长，收入同比 71%至 13.3 亿元。提质增效获得客户高度认可，获颁年度“卓越贡献奖”和“技术创新奖”等荣誉。2022 年泸州、淮安智能工厂将建成投产，继续助力提质增效；2) 设计能力凸显。公司成立裕同研究院，设有两个设计中心，拥有上百位设计师团队，聚焦于工艺研发，并于成都、武汉、上海、烟台等多个城市设立设计分部，就近服务客户，逐渐培养突出的设计能力。贵州茅台、泸州老窖、老子酒等多个酒包设计作品斩获了 iF 设计大奖、德国红点奖等多项国际大奖。

图 23：公司在酒包领域斩获多个设计奖项



“贵州茅台酒” —2016年iF设计大奖

“泸州老窖窖龄酒” —2016年iF设计大奖

“老子酒” —2016年德国红点大奖

资料来源：公司官网，申万宏源研究

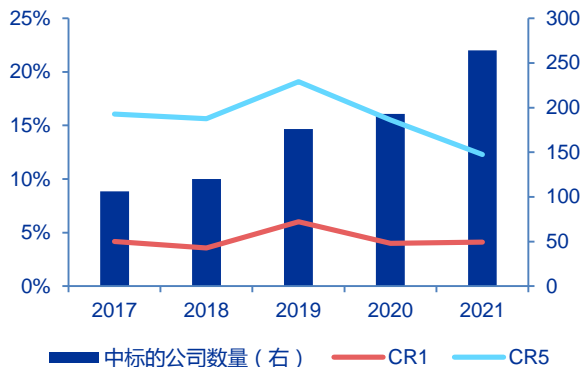
2.5 烟标：招标市场化程度提升，为市场化企业提供扩张机遇

2019 年来烟标招标市场化程度提升，市场化企业烟标业务快速扩张。2019 年前，中烟包装企业基本为中烟参控股的非上市公司，属于中烟内部供应链，2019 年来中烟三产公司加速出清，招标市场化改革推进，更多民营企业有机会参与到招标过程中。根据国家烟草专卖局披露的烟包中标数据，2019 年来中标企业数量翻倍增长，自此前的 100 多家增至多家；此外，中标数量的集中度下降，公司中标数量集中度 CR₁、CR₂ 分别自

年的 6%、19% 降至 2021 年的 4%、12%；同期市场化企业份额持续提升，2021 年上市烟标公司 CR8 接近 30%。

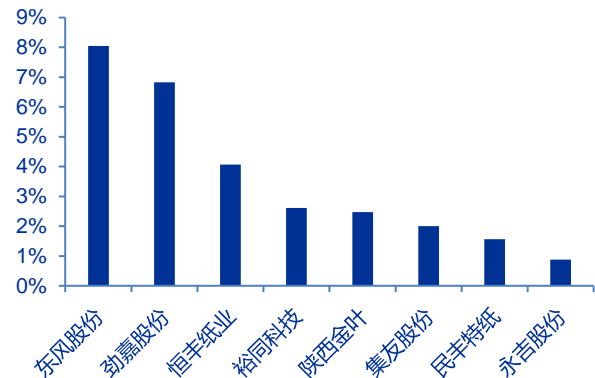
公司市占率自 2016 年的 0.2% 提升至 2021 年的 2.6%。成长于竞争激烈的 3C 包装赛道，市场化服务能力强，生产效率更高，在烟标产品质量、设计、价格方面均具备明显优势，市占率快速提升，自 2016 年的 0.2% 提升至 2021 年的 2.6%。

图 24：2019 年来中标公司增加，中标集中度下降



资料来源：国家烟草专卖局，天眼查，申万宏源研究；
注：其中 CR1、CR5 指的是前 1/前 5 的公司中标数量占全部中标数量的比重

图 25：2021 年各上市公司烟标市占率排名



资料来源：国家烟草专卖局，各公司公告，申万宏源研究

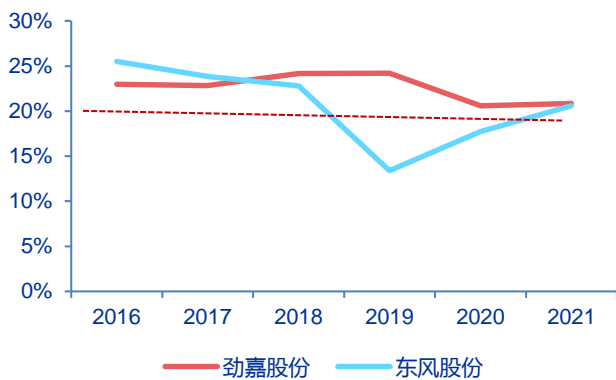
我们预计 2021 年烟标市场规模约为 343 亿元，2021-2025 年 CAGR 为 5%。具体来看，假设卷烟产量保持在 4700 万大箱附近；在卷烟升级促进利税增长的背景下，包装是体现烟溢价的重要部分，烟盒单价每年提价约 5%，得出 2021 年烟标市场规模 340 亿元。

表 6：2021 年烟标市场规模约 340 亿元

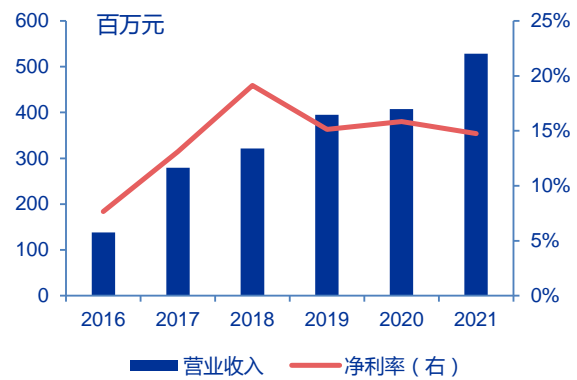
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全国卷烟产量 (万大箱)	4,701	4,738	4,757	4,771	4,735	4,700	4,700	4,700	4,700	4,700
yoy		0.8%	0.4%	0.3%	-0.8%	-0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
烟标单价 (元/条)	2.5	2.6	2.6	2.7	2.8	2.9	3.1	3.2	3.4	3.5
yoy		2.2%	1.4%	2.7%	3.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
烟包市场规模 (亿元)	298	307	313	322	329	343	360	378	397	417
裕同科技烟包收入 (亿元)	0.5	2.1	4.1	5.0	5.5	8.8	12.5	16.2	20.2	25.0
裕同科技市占率	0.2%	0.7%	1.3%	1.6%	1.7%	2.6%	3.5%	4.3%	5.1%	6.0%

资料来源：国家烟草专卖局，公司公告，申万宏源研究

烟标净利率远超 3C，公司致力于利润率更高的高端礼盒细分赛道，凭借生产效率有望持续提升市占率，获得超额利润率。烟标业务净利率整体较高，主营烟标的劲嘉股份、东风股份净利率均在 20%+，超过公司当前 10% 左右的净利率水平。2017 年 12 月和 2018 年 3 月相继收购武汉艾特 20% 和 31% 的股权，合计持股 51%。武汉艾特拥有多年烟标设计及生产经验，在礼盒类烟包实力突出，并且有一定的现有客户资源，是四川中烟、云南中烟、安徽中烟、湖南中烟等的供应商，被并购以来收入稳步提升，协同效应逐渐显现，2021 年收入规模 5.3 亿元，同比增加 30%，净利率维持在 15%-16% 的高水平。公司的核心优势是包装自动化，通过自动化方式生产高端手工礼盒，有望获得超额利润率。

图 26：烟标公司净利率基本在 20%以上


资料来源：各公司公告，申万宏源研究

图 27：子公司武汉艾特收入及利润规模稳步提升


资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.6 环保纸塑：进入政策红利期，公司深化布局全产业链

限塑令等环保政策加码，餐饮业是去塑政策主要应用的领域之一。2020 年来，环保包装政策密集出台，2020 年 12 月 1 日起海南正式实施《海南经济特区禁止一次性不可降解塑料制品规定》，全面禁止一次性不可降解塑料袋、塑料餐饮具等一次性不可降解塑料制品，意味着国内禁塑令已经实质性落地。2021 年《“十四五”循环经济发展规划》提出要减少使用一次性塑料制品，积极稳妥推广可降解塑料，2021 年底工信部明确提出到 2025 年，绿色环保产业产值达到 11 万亿元。餐饮外卖成为一次性塑料制品替代的主要领域之一。

图 28：环保包装受到行业政策的鼓励

政策	颁布日期	颁布部门	主要内容
《工业和信息化部商务部关于加快我国包装产业转型升级的指导意见》	2016.12	工业和信息化部、商务部	①增加包装产品品种，重点发展绿色化、可复用、高性能包装材料，加快发展网络化、智能化、柔性化成套包装装备，大力发展功能化、个性化、定制化的中高端产品；②提升包装产品品质，积极采用低成本和绿色生产技术，发展低成本、高强度、功能化纸包装制品，增强纸制品防水、防潮、抗菌、阻燃等性能，拓展纸包装的应用范围；③培育包装产品品牌，打造一批具有较高国内市场占有率和较强国际市场竞争力的包装材料、包装装备和包装制品品牌；④推进包装企业国际化战略的实施，支持有条件的企业推动装备、技术、标准以及服务走向国际，在境外设立研发、生产基地和营销网络，深度融入全球产业链、价值链和物流链，重点培育一批具有较强创新能力和国际竞争力的品牌企业
战略性新兴产业重点产品和服务指导目录（2016版）	2017.10	国家发展改革委	“生物材料，环境降解材料，环境友好型涂料，环境污染防治材料，电子电器产品用物质替代材料，低碳型和环境友好型包装材料，生态建材。绿色印刷材料”被列入战略性新兴产业重点产品和服务目录
《绿色包装评价方法和准则》	2019.05	国家标准化管理委员会	针对绿色包装产品低碳、节能、环保、安全的要求规定了绿色包装评价准则、评价方法、评价报告内容和形式，并定义了“绿色包装”的内涵
《关于进一步加强塑料污染治理的意见》	2020.01	国家发改委、生态环境部	提出到2020年底，我国将率先在部分地区、部分领域禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用，到2022年底，一次性塑料制品的消费量明显减少，替代产品得到推广
《关于加快建立绿色生产和消费法规政策体系的意见》	2020.03	国家发改委、司法部	加快建立健全快递、电子商务、外卖等领域绿色包装的法律、标准、政策体系，减少过度包装和一次性用品使用，鼓励使用可降解、可循环利用的包装材料、物流器具
《关于加快推进快递包装绿色转型的意见》	2020.12	国家发展改革委、国家邮政局、工业和信息化部、司法部、生态环境部、住房城乡建设部、商务部、市场监管总局	①到 2022 年，快递包装领域法律法规体系进一步健全，基本形成快递包装治理的激励约束机制；②制定实施快递包装材料无害化强制性国家标准，全面建立统一规范、约束有力的快递绿色包装标准体系；③快递包装标准化、绿色化、循环化水平明显提升。④到 2025 年，快递包装领域全面建立与绿色理念相适应的法律、标准和政策体系，形成贯穿快递包装生产、使用、回收、处置全链条的治理长效机制；⑤快递包装基本实现绿色转型
《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》	2021.02	国务院	壮大绿色环保产业，构建绿色供应链，鼓励企业开展绿色设计、选择绿色材料、实施绿色采购、打造绿色制造工艺、推行绿色包装、开展绿色运输、做好废弃产品回收处理，实现产品全周期的绿色环保
《“十四五”循环经济发展规划》	2021.07	国家发改委	鼓励公众减少使用一次性塑料制品，并提出要因地制宜，积极稳妥推广可降解塑料，健全标准体系，提升检验检测能力，规范应用和处置
《“十四五”塑料污染治理行动方案》	2021.09	国家发展改革委、生态环境部	提出要科学稳妥推广塑料替代产品，充分考虑竹木制品、纸制品、可降解塑料制品等全生命周期资源环境影响，完善相关产品的质量和食品安全标准
《“十四五”工业绿色发展规划》	2021.11	工业和信息化部	提出到2025年，要推广万种绿色产品，且绿色环保产业产值达到11万亿元

资料来源：政府网站，申万宏源研究

公司环保纸塑产品包括环保圆盘及餐盒、环保纸托，主要应用在餐饮外卖、消费电子行业；餐饮外卖市场高速增长，带来约 500 亿元的环保包装替代性需求。受到年轻一代成为主力消费群体和疫情因素催化，餐饮外卖市场规模快速扩张，根据立鼎产业研究中心数据，2021 年国内餐饮外卖订单量约 240 亿单，预计 2025 年将达到 496 亿单，5 年 CAGR

高达 24%。假设外卖包装单价 2 元/个，2025 年环保纸塑渗透率达到 50%，根据订单量估算得出外卖环保包装市场规模约 500 亿元。

图 29：2020-2025 年中国餐饮外卖订单规模 CAGR 高达 24%



资料来源：立鼎产业研究中心，申万宏源研究

公司深化布局环保纸塑全产业链，高筑竞争壁垒，当前客户、订单正快速落地。在原料端：以深度合作、并购参股等方式绑定上游供应商，2019 年与广西湘桂集团签署战略合作协议，成立广西裕同，环保纸塑原料—甘蔗浆板达产能达 6.8 万吨/年，2021 年上半年已经投产；**在研发端，**成立环保研究院，开展绿色新材料前沿技术研发，如新型植物纤维防水防油材料、高强度复合纸浆、生物降解材料改性及环保缓冲材料等，构筑技术壁垒；**在产品端：**2016 年来公司旗下子公司昆山裕锦、东莞裕同、越南裕展已经量产环保纸塑产品，主要用于消费电子行业（主要是纸托），已经贡献盈利，2021 年潍坊环保包装制品生产基地建成投产；后续宜宾裕同计划投资 6 亿建设环保纸塑项目（主产餐盒和纸托），达产后年产值为 12 亿元，一期项目已经投产，预计于 2024 年全部达产，海口裕同在产产值超 6 亿元，预计 2022 年达产。

图 30：公司的环保纸塑产品



环保圆盘

环保餐盒

资料来源：公司债券募集说明书，申万宏源研究

2.7 化妆品：聚焦优质品牌客户，分享行业高增长红利

2021 年化妆品包装行业规模约 120 亿元，2021-2025 年 CAGR 超 10%。具体来看，2021 年化妆品零售额 4026 亿元，参考珀莱雅招股书数据，化妆品包装成本约占营业成本的 61%，厂商毛利率约为 62%，假设零售加价率为 8 倍，估计 2021 年化妆品包装市场规模约为 120 亿元。如果考虑日化产品包装，市场规模扩展至近千亿元量级。

公司通过收购精密包装供应商—江苏德晋，承接一批国际优质客户，后续聚焦在重点品牌客户，积极修炼内功，有望分享行业高增长红利。化妆品行业客户价格敏感度低，强调设计感；初期导入成本较高，需要产品、供应链经验、渠道资源的积累，内生性扩展相对较慢，公司 2018 年收购深耕日化包装 30 余年的江苏德晋塑料包装 70% 股权（后增至 100%），快速承接了蓝月亮、联合利华、曼秀雷敦、韩后、百雀羚、雅芳等一批国际优质客户，当前已经开发一批高端化妆品品牌客户。公司积极修炼内功，布局化妆品包装专属车间，搭建专职服务团队，引进化妆品包装行业前沿印刷设备、专业、高速的印后自动化装备，最大化发挥纸包装与精密塑料之间的产业协同，更好分享化妆品行业高增长红利。

表 7：2021 年化妆品包装行业规模约 120 亿元

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
化妆品零售额（亿元）	2,222	2,514	2,619	2,992	3,400	4,026	4,348	4,696	5,072	5,477
yoy	8.3%	13.1%	4.2%	14.3%	13.6%	18.4%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
零售-批发加价率（倍）	8.0									
化妆品批发额（亿元）	278	314	327	374	425	503	544	587	634	685
其中：										
化妆品毛利率	62%									
假设包装成本占营业成本比	61%									
化妆品包装规模（亿元）	64	73	76	87	99	117	126	136	147	159

资料来源：国家统计局，珀莱雅招股书，申万宏源研究

3. 高效率奠定盈利 alpha，业绩拐点已经验证

3.1 全球化布局基本完成，国际化管理能力保证交付质量

紧随客户产业转移海外建厂，快速响应需求，当前基本完成了全球化贴近式产能布局。

公司拥有约 44 个生产基地，在国内形成了以深圳裕同为核心，以珠三角、长三角、环渤海经济区为主的生产基地，基本覆盖了华北、华东、华中、华南、西南地区的省份；在海外形成了美国（圣克拉拉），印度（班加罗尔、德里），越南（北宁、平阳），印尼（雅加达），澳大利亚（墨尔本），泰国（北榄）8 大生产基地。全球化贴近式布局有利于提升客户响应速度、缩短交付时间、及时有效地服务好客户。

多年经验迭代和持续优化运营造就全球化管理能力，保证稳定交付，成为留存和拓展不同领域头部客户的核心竞争力。公司深耕高端纸包装行业超 20 年，早在 2010 年左右就跟随大客户前往东南亚建厂，在工厂管理、制造能力积累、供应链管理方面积累丰富经验，并通过信息化建设打造一体化的管理能力，在响应及时性、品质稳定性、多区域运行服务上均表现出色，赢得国际优质大客户的信赖。具体看：1) 信息化赋能工厂管理：自主开发更加符合包装印刷行业管理需要的信息化系统，沉淀订单导入、生产、采购、储运等环节的必要信息，增强生产环节的流程标准化和可控性，合理安排生产计划和进度；2) 制造能力积累：引进或自行开发柔性化、自动化的数字生产设备，实现不同产品的快速自动切换，提高柔性生产和交付能力，在人力密集型特征更显著的包装印刷后道环节（包装成盒）培养出领先同业的制造能力；公司主营业务成本中制造费用占比超过 20%，而纸包装同业的成本主要是原材料，制造费用仅占 10% 左右；3) 供应链管理：截至 2020 年，公司

表 8：智能工厂预计带来净利润率提升约 4%

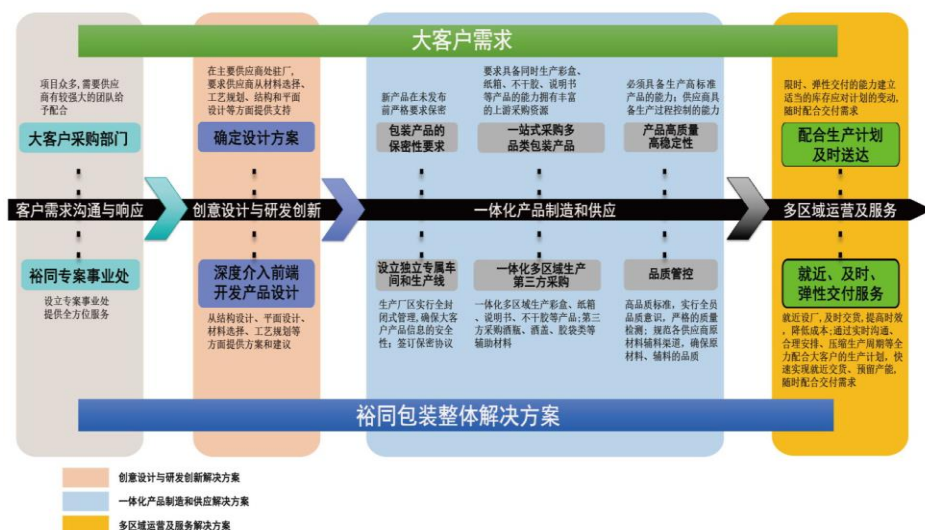
许昌智能产业园		智能工厂对利润率影响测算	
预计投资额：	6亿元	应用智能工厂之前：	
1) 土地厂房	4亿元	人力成本/营业收入	~20%
2) 设备	2亿元	智能工厂压缩人力成本约50%：	
预计达产产值	20亿元	人力成本/营业收入	~10%
静态投资回收期 (假设净利率10%)	3年	设备折旧、摊销成本/营业收入	6%
已经投资金额	3.5亿元	智能工厂综合成本/营业收入	~16%
初期投产时间	2021H2	净利润率提升百分比	~4%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.3 提供“一站式”解决方案，增加客户黏性，升级商业模式

公司提供一体化包装解决方案，深度参与客户经营过程，提升客户黏性，并延长包装价值链。基于客户的差异化需求，公司提供平面及工程设计、品牌与生产管理、仓储配送、装修施工等服务产品供应以外的高附加值延伸服务，与客户合作从采购关系升级到多环节、多领域的深度合作，延长包装印刷的产业链；同时有效降低客户综合采购成本，加快响应效率。大客户黏性较强，前几大客户如富士康(2001)、三星(2003)、华为(2004)、联想(2010)、海尔(2010)等合作时间均在10年以上。

借助“一站式”理念，发展新型商业模式。公司将“一站式”解决方案应用到垂直细分行业，推出农产品包装、零售卖场包装以及重货包装等特色行业解决方案；深化广告营销物料市场产业链，升级到整店输出模式，即提供集门店策划、创意设计、智能交互和装修施工服务为一体的解决方案服务。在具体实施过程中，探索采用平台化的轻资产运营模式，即建立数字化平台连接长尾的需求和供给方，公司负责订单收集、分发，并派驻团队保证交付质量，地方性包企负责具体生产，从而避免了“一站式”加重资产属性，影响运营效率，并提升中小供应商的产能利用率。

图 32：公司的包装整体解决方案


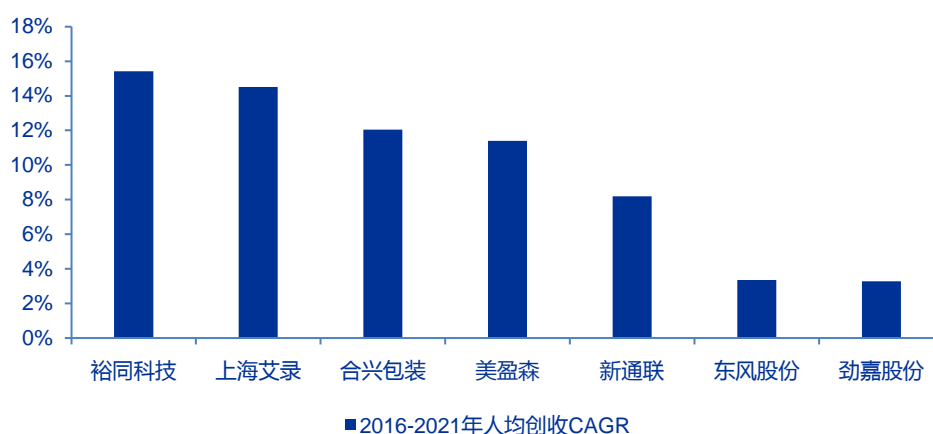
资料来源：公司招股书，申万宏源研究

3.4 引领行业竞争升维，利润弹性率先体现

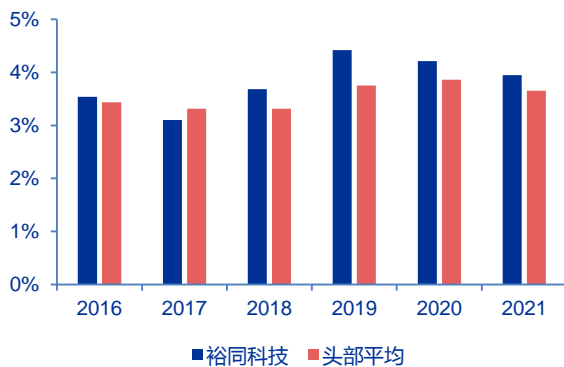
过去几年外部压力推动行业洗牌，公司坚持修炼内功，率先步入“生产效率提升-收入规模提速-资本开支增加-规模效应凸显-降本增效”的正循环，引导行业竞争升维，由劳动力密集型的比拼过渡向资本技术维度的竞争，当前行业整合红利持续释放，公司综合竞争能力跃升，利润弹性将率先体现。纸包装行业是劳动密集型行业，控制成本是重要一环，但通过传统手段压低人力成本的空间有限；裕同科技率先通过自动化改造压降生产人员数量，完成劳动力生产率提升，突破人力成本的刚性约束，深化效率护城河优势；通过产能投资获得规模效应带来的边际成本递减，通过全球化布局追逐其他地区的劳动力人口红利和超额利润率，从而带动行业的核心竞争要素从劳动力效率向资源配置效率转变，进入升维竞争阶段；当前行业整合红利释放，公司作为引导者，盈利将率先复苏。

1) 公司率先完成劳动力生产效率提升，人均创收持续领先同业。2016-2021年公司人均创收 CAGR 高达 15.4%，远超其他头部纸包企业。**主要通过：1) 合理分配淡旺季产能，优化员工结构：**消费电子行业呈现出明显的上半年淡季，下半年旺季的特征，公司提高劳务外包比例，有效降低工人闲置率，公司生产人员占比自 2016 年的 83% 降至 2021 年的 75%，直接人工占营业收入比重自 2016 年的 18% 降至 2021 年的 13%；**2) 加大研发投入，深化技术、成本壁垒：**公司研发投入占营业收入比重自 2016 年的 3.5% 提升至 2021 年的 4.0%，超过头部平均水平；先后建设裕同研究院、3D 印刷技术工程实验室、工业设计中心等研发中心，围绕新材料、新技术、新产品、新设备等进行研发储备，截至 2021 年末，已取得专利 962 项，其中发明专利 87 项、实用新型专利 814 项、外观设计专利 61 项。**从研发成果落地效果看，环保新材料产品获得海外大客户认可；智能工厂的非标自动化设备成功投产，研发、组装、调试等环节均由公司自主完成，短期内难以被模仿，增厚成本端壁垒。**

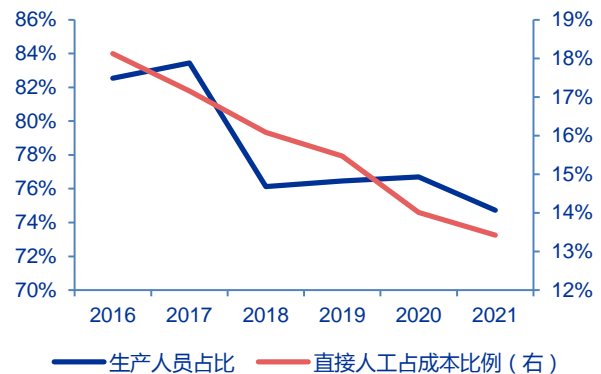
图 33：2016-2021 年裕同科技人均创收 CAGR 高达 15.4%，领先同业



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 34：裕同科技的研发支出比重超过头部平均


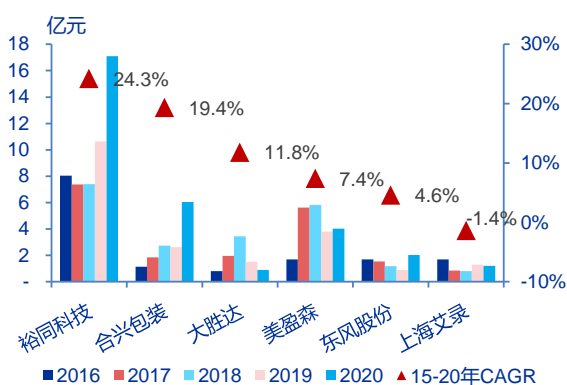
资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：头部指的是 6 家上市纸包装企业：合兴包装、裕同科技、劲嘉股份、美盈森、东风股份、大胜达

图 35：裕同科技人工成本持续下降


资料来源：公司公告，申万宏源研究

2) 公司资本开支速度领先行业，以支撑自建产能或者外延并购实现扩大再生产、培育新业务，率先分享规模效应。公司 2016 年、2020 年分别凭借 IPO 和可转债发行募集近 20 亿元资金，带动其 2015-2020 年资本开支的 CAGR 高达 24.3%，领先其他头部。募集资金一方面用于东南亚生产基地建设，扩充消费电子包装产能；另一方面用于建设烟酒包装、环保纸塑等新业务，以增加业务体量，拓展业务边界，从而更容易获得头部大客户。

业务规模扩张使得公司率先分享规模效应。一方面随着产能爬坡，固定费用摊薄，另一方面凭借规模化采购，压低原材料价格，公司与大量原纸供应商建立长期稳定的战略合作关系，享有采购端规模优势，我们预计其采购价基本较市场价低 10%-20%。**当前公司已经先于行业完成资本扩张，2021 年来资本开支增速下行，后续存在较大利润弹性。**

图 36：2015-2020 年裕同科技资本开支 CAGR 高达 24.3%，领先其他头部


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 37：2021 年资本开支增速开始下行，后续存在利润弹性

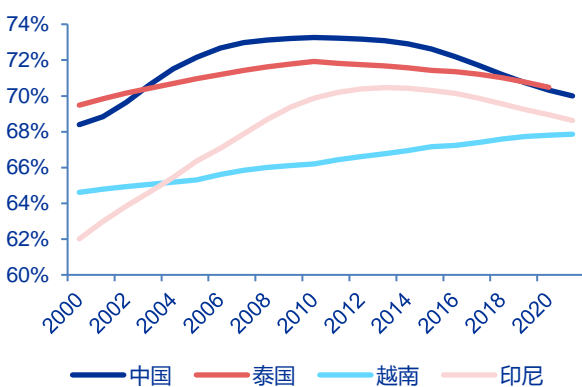

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 9：裕同科技 IPO 及可转债募投项目

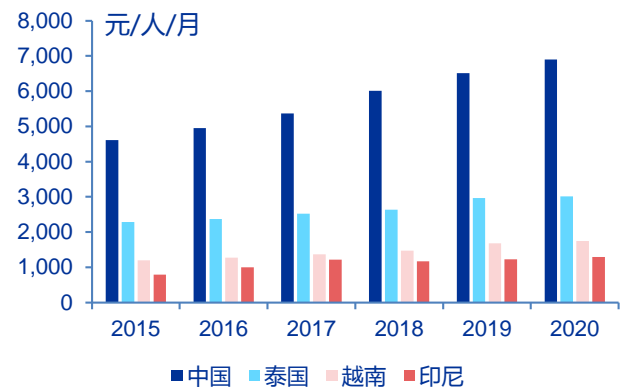
项目名称	实施主体	实施地点	主要产品	目标客户行业	实际/预计投资额 (亿元)	实际/预计新增产能	实际/预计投产时间	当前状态	
2020年可转债募投项目	宜宾裕同智能包装及竹浆环保纸塑项目	宜宾裕同	宜宾市	环保餐盒、环保餐盒等环保纸塑产品	航空公司、连锁零售、外卖平台、餐饮业	5.60	34500吨/年	2024年6月	在建
	许昌裕同高端包装彩盒智能制造项目	许昌裕同	许昌市	礼盒、纸托	消费电子行业	2.50	7080万印张/1200万个	2023年3月	在建
	裕同科技增资香港裕同印刷有限公司并在越南扩建电子产品包装生产线项目	越南裕同	越南北宁省	礼盒、纸箱、说明书	消费电子、办公用品行业等	1.23	14750万印张/6250万个	2022年3月	在建
	裕同科技增资香港裕同印刷有限公司并在印度尼西亚建设电子产品包装生产线项目	印尼裕同	印尼	手机礼盒	智能手机	0.46	2160万印张	2021年11月	在产
2016年IPO募投项目	高端印刷包装产品生产基地项目	母公司	深圳市	彩盒(含精品盒)、说明书、	消费电子行业	3.14	38955万印张	2017年1月	在产
	苏州昆迅包装技术有限公司包装说明书、包装箱、包装彩盒生产项目(后改为成都裕同印刷包装产线二期项目)	苏州裕同	苏州昆山市	彩盒(含精品盒)、说明书、	消费电子行业	1.45	9100万印张/4000万个	2020年6月	在产
	裕同(武汉)高档印刷包装产业园项目	武汉裕同	武汉市	彩盒(含精品盒)、说明书、纸箱	消费电子行业、家电行业	2.59	35000万印张/4000万个	2020年6月	在产
	亳州市裕同印刷包装有限公司高档印刷包装项目	亳州裕同	亳州市	彩盒(含精品盒)、酒盒、纸箱等	白酒行业	0.64	7000万印张/3000万个	2020年6月	在产

资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：其中彩盒和说明书单位为万印张，纸箱、环保纸托单位为万个，餐饮用环保纸塑产品单位为吨

3) 依靠资本开支扩张支撑全球化布局，追逐人口红利和超额利润。国内 2010 年来劳动力占比开始下行，人口红利逐渐消减，制造业平均工资自 2015 年的 4610 元/人/月升至 2020 年的 6899 元/人/月，5 年 CAGR 达到 8.4%。因此在具备人口红利、且税收政策更优惠的东南亚地区建设生产基地成为更具性价比的选择，2020 年泰国、越南、印尼的制造业平均工资分别为 3013、1746、1295 元/人/月，仅为中国同期人均月工资的 44%、25%、19%。此外，越南给予外商企业多种税收优惠，在整个投资期限或部分投资期限内适用企业所得税优惠税率（即低于 20% 的标准企业所得税税率），在特定期间享有税务全额或部分的减免。公司早在 2010 年前往越南建立工厂，2019 年泰国工厂投产，2021 年底印尼工厂投产。由于东南亚制造业生产效率较低，公司通过“降维竞争”可以分享超额利润，且超 10 年以上生产运营经验可以有效阻止新进入者竞争。

图 38：东南亚国家劳动力占比下降拐点尚不明显


资料来源：世界银行，申万宏源研究；注：劳动力占比指的是 15-64 岁人口占总人口比重

图 39：东南亚制造业工资水平远低于国内


资料来源：Trading Economics，申万宏源研究

3.5 产业链话语权持续提升，议价能力强化

公司第一大客户早期包装供应商中，仅有裕同科技一家入围生产基地数量持续保持增加，新进入竞争者订单规模远低于裕同，公司话语权持续强化；从产业链角度再次验证了公司后续盈利企稳回升的逻辑。通过梳理公司第一大客户的包装供应商变化，我们发现早期供应商中仅有裕同科技、美国当纳利、台湾正美 家仍在供应商体系中，而仅有裕同科

技一家生产基地数量保持增加，2017、2018 年入围 6 个基地，2020 年入围生产基地数量增至 7 个。我们认为在早期竞争者部分被淘汰，现存竞争者订单体量和与服务能力与公司存在较大差距的情况下，公司的市场份额持续上行，产业链地位得到强化，行业盈利压力可能已经达到极限值，公司或率先迎来利润率的企稳回升。

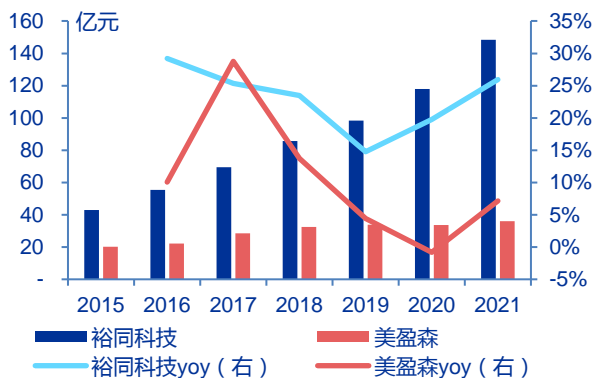
表 10：裕同科技第一大客户包装供应商变化

序号	企业	进入时间	入围生产基地数量			变化趋势	2020年供货工厂地点	2020年工厂所在国
			2017年	2018年	2020年			
1	裕同科技	早期供应商	6	6	7	↑	广东、河南、江苏、上海、四川、Karnataka、Bac Ninh	中国大陆、印度、越南
2	美国当纳利	早期供应商	7	5	4	→	广东、江苏、上海、四川	中国大陆
3	台湾正美	早期供应商	3	3	3	↑	广东、江苏、河南	中国大陆
4	台湾明翔科技	早期供应商	2	2		→		
5	台湾正隆	早期供应商	6	5		↓		
6	香港华彩印刷	早期供应商	2			→		
7	芬兰斯道拉恩索	2017年	3	4	5		广东、河北、江苏、浙江、Northern Savonia	中国大陆、芬兰
8	美盈森	2017年	2	2	4		重庆、广东、江苏、Bac Ninh	中国大陆、越南
9	日本精工油墨	2017年	1	1				
10	凯成科技	2017年	2	2	2		重庆、广东	中国大陆
11	金箭印刷	2018年		1	1		江苏	中国大陆
12	上海实业	2020年	4		4		河南、江苏、山东、四川	中国大陆
13	日本帝国油墨	2020年			2		上海、Yamanashi	中国大陆、日本

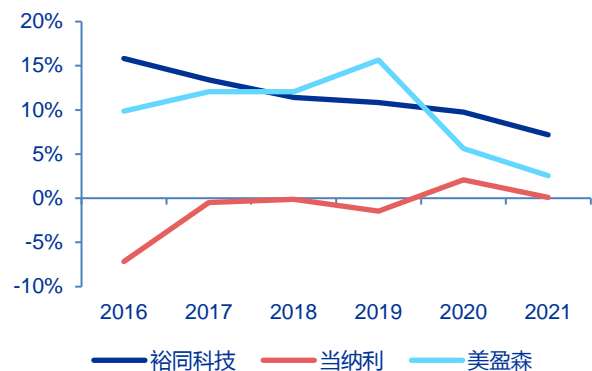
资料来源：苹果官网，申万宏源研究；注：早期供应商指的是 2017 年之前进入苹果供应体系的公司，按照 2020 年入围基地数量排名；2017 年及之后进入的供应商按照进入供应体系的时间排序

1) 与早期供应商相比，公司在下游优化成本的过程中，凭借效率优势取胜：2016 年来受消费电子行业优化供应链的影响，包装物单价下行，在早期供应商中，台湾明翔科技、台湾正隆 2020 年退出供应体系，香港华彩印刷曾是 2010 年前的核心供应商，2018 年退出供应体系。相对于仍保留的早期供应商，公司盈利能力强，业务体量大，入围基地数量保持增长；其中美国当纳利盈利能力较差，2016 年来净利润率时常跌至负值，2021 年底被 Chatham 资产管理公司收购，退市私有化；台湾正美产品结构较为单一，以标签为主，全球仅 8 个生产基地。

2) 与新进入的供应商相比，公司的收入体量和增速具有绝对优势，订单份额远超同业，且持续提升：2017 年芬兰斯道拉恩索、日本精工油墨、国内的美盈森、凯成科技进入供应体系，而裕同科技无论是从收入体量，还是年复合增速，均与新进入者拉开差距。当前公司在第一大客户份额超过 50%，并持续提升。

图 40：公司的收入体量和增速均远超同期竞争者


资料来源：各公司公告，申万宏源研究

图 41：公司的盈利能力超过同期竞争者


资料来源：各公司公告，申万宏源研究

3.6 短期视角下公司 2022 年业绩修复的确定性高

收入端：22H2 传统 3C 旺季+消费复苏，全年有望维持 20%+：1) 下半年通常是智能手机销售旺季，叠加公司在第一大客户份额提升，传统 3C 包装环比有望改善；2) 仁禾智能 22Q2 并表，目前已经具有 Meta、字节跳动的 Pico、腾讯的黑色沙漠等标杆客户，智能可穿戴设备包装预计延续高增态势，贡献数亿元收入体量；3) 2022 年 5 月以来烟酒类社零当月同比增速转正，下游烟酒消费回暖将带动包装需求回升。

图 42：下半年是智能手机销售旺季

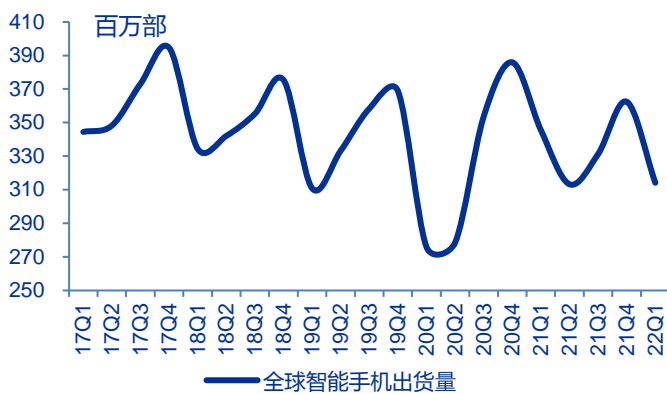


图 43：2022 年 5 月以来烟酒类社零增速开始回暖



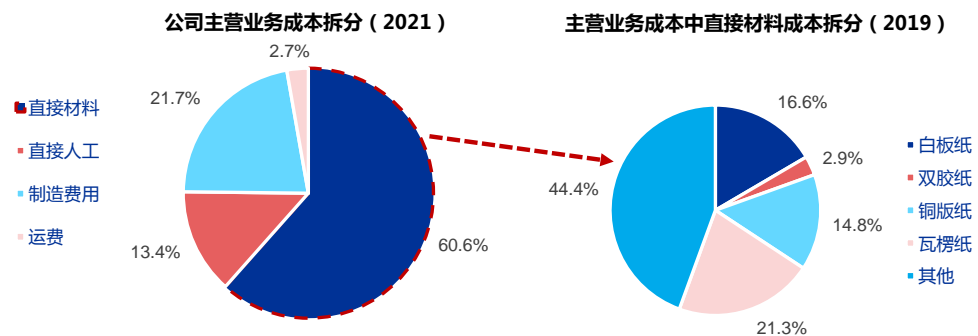
资料来源：IDC，申万宏源研究

资料来源：国家统计局，申万宏源研究

利润端：22Q1 盈利拐点已经验证，后续纸价回落、美元升值、海外工厂恢复运营、低基数效应等利好因素叠加，全年盈利修复的确定性高，利润增速有望超过收入增速：

1) 相对于 21Q2 的历史性高位，22Q2 纸价同比回落明显，原材料压力缓解：原纸采购成本约占公司主营业务成本的 33%，其中瓦楞纸、白板纸、文化纸（双胶纸+铜版纸）分别占 13%、10%、10%。21Q2 纸价达到历史性高位，受纸价高位运行影响，公司的毛利率、净利率分别跌至 21.5%、7.2% 的低位；22Q2 双胶纸/铜版纸/白板纸/瓦楞纸均价同比变动 -9.9%/-16.8%/-7.3%/+1.3%，22Q2 起成本压力大幅缓解。

图 44：公司主营业务成本拆分

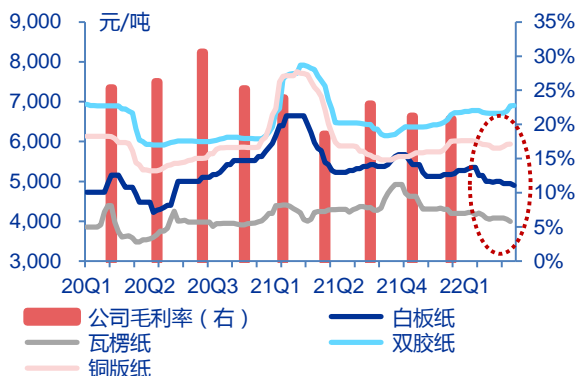


资料来源：公司公告，公司债券募集说明书，申万宏源研究

2) 东南亚工厂已经正常运行，继续贡献超额利润：东南亚市场生产效率及市场竞争程度不及国内，且具备人力成本优势，公司能够在东南亚市场获取超额利润率，根据 2020 年可转债募集说明书测算，印尼项目（年底达产）、越南项目（预计年初达产）达产后的利润率水平高于公司整体利润率。2020 年来受疫情影响，东南亚主要工厂停产亏

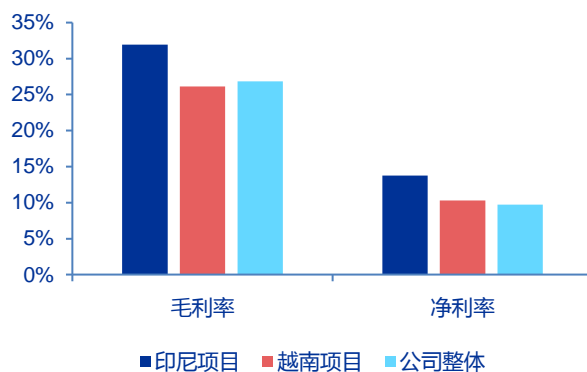
损，2022 年来海外疫情常态化，东南亚工厂产值占比 10%-15%，当前已经正常运行，继续贡献超额利润。

图 45：22Q2 以来纸价同比回落趋势明显



资料来源：纸业联讯，公司公告，申万宏源研究

图 46：东南亚工厂利润率高于公司整体水平



资料来源：公司债券募集说明书，公司公告，申万宏源研究；注：公司利润率采用 2020 年数据；印尼、越南项目数据采用 2020 年可转债募集书中测算的达产后利润率

3) 22Q2 以来美元进入升值通道，增厚利润：公司采用远期套保工具，表内美元净资产（主要为应收账款）敞口为零，汇率变动对净利率影响主要体现在采用美元结算的收入部分，从而影响毛利，带来盈利弹性。截至 2022 年 7 月 20 日，美元较 3 月初升值约 7%，对公司而言相当于海外客户涨价 7%，收入结构中约 40%间接出口，预计增厚毛利率超 4%。

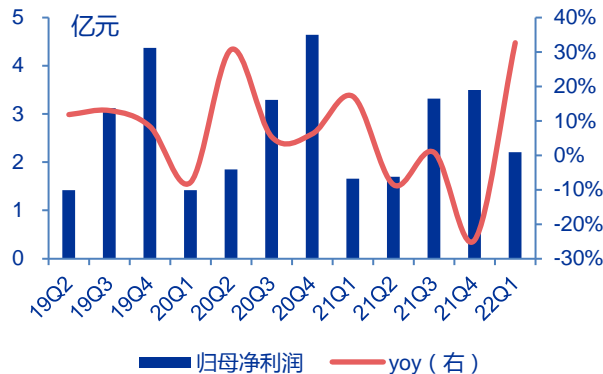
4) 低基数效应：受到海外疫情、美元贬值、原材料涨价影响，2021Q2 起公司盈利开始承压，21Q4 跌至低位，因而公司 22Q2 起基数走低，同比增速有望进一步提升。22Q1 净利润同比改善迹象已现，盈利拐点初步得到验证。

图 47：2022 年 3 月以来美元进入升值周期



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 48：22Q1 公司盈利修复迹象已现



资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值分析

4.1 盈利预测

2021 年来前期募投项目陆续进入投产/达产期，搭乘下游大消费包装“东风”，多元化业务迅速放量，第二增长曲线陡峭。具体来看：1) 5G 换机潮下智能手机出货量止跌回升，智能物联网硬件设备处于高景气周期，公司通过仁禾智能切入 XR 领域，通过华宝利电子预计收获一批智能物联网设备客户，突破传统 3C 包装瓶颈；2) 高利润率的烟酒包装招标市场化程度提升，为市场化的龙头企业带来机遇，公司具备效率、设计能力、交付及时稳定等综合优势，市占率有较大提升空间；3) 环保纸塑行业进入政策红利期，作为去塑政策针对的主要应用领域之一，餐饮外卖市场高速增长，带来约 500 亿元的环保包材替代性需求，公司深化布局原料、研发、产品等全产业链，构建综合竞争优势，当前客户订单正快速落地；4) 化妆品行业高速增长，客户价格敏感度低，公司聚焦在重点品牌客户，积极修炼内功，最大化纸塑协同，有望分享行业高增长红利。

高效率奠定盈利 alpha，公司基本完成全球化产能布局，国际化管理能力保证响应速度和交付质量，成为留存和拓展不同领域头部客户的核心竞争力；智能工厂降低 50% 的人力成本，预计带动净利润率提升约 4%，当前已经进入复制阶段；提供“一站式”解决方案，增加客户黏性，拓展轻资产的商业模式。**高效率支撑公司率先步入“生产效率提升-收入规模提速-资本开支增加-规模效应凸显-降本增效”的正循环**，带动行业核心竞争要素从劳动力效率向资源调动和配置效率转变，升维竞争背景下，公司市占率持续攀升，盈利率先复苏。从产业链角度看，第一大客户前期的核心供应商部分已经淘汰，新进入者业务体量和一体化服务能力与公司存在差距，公司的产业链话语权强化，议价能力提升，来自下游的盈利压力缓解。**公司综合竞争能力强化和行业竞争格局优化逻辑相互强化，叠加原材料回落、美元升值、海外疫情常态化等利好因素加持，公司企稳回升的拐点已经到来，22Q1 初步验证盈利拐点。**

盈利预测及假设：

消费电子：假设 2022-2024 年第一大客户收入分别同比+3%/+3%/+3%；受益于智能物联网硬件设备放量，其他 3C 客户维持更高增速+18%/+16%/+15%，预计 3C 包装业务收入合计达到 107.55/121.76/137.16 亿元，同比+14%/+13%/+13%。毛利率有望维持稳定，假设 2022-2024 年 3C 包装毛利率分别为 23%/23%/23%。

大消费包装：1) 酒包：2020 年来新进大客户茅台订单放量，其他大客户稳定增长，2022-2024 年实现收入 18.62/25.51/34.44 亿元，分别同比+40%/+37%/+35%；酒包毛利率高于 3C，预计维持 30%左右；**2) 烟标：**预计公司能够把握招标市场化机遇，2022-2024 年实现 12.49/16.18/20.23 亿元收入，分别同比+42%/+30%/+25%；烟标毛利率高于 3C，预计将维持在 30%左右；**3) 环保纸塑：**20 亿元产值储备，2021 年达产进度不足 50%，后续产值有序释放，2022-2024 年实现 11.04/14.72/18.40 亿元收入，分别同比+60%/+33%/+25%，随着达产率提升，毛利率稳步提升，预计 2022-2024 年分别为 29%/30%/31%。**4) 化妆品：**预计 2022-2024 年实现 4.42/5.97/8.35 亿元收入，分别同比+%/+%/+%，毛利率稳定在 %左右。

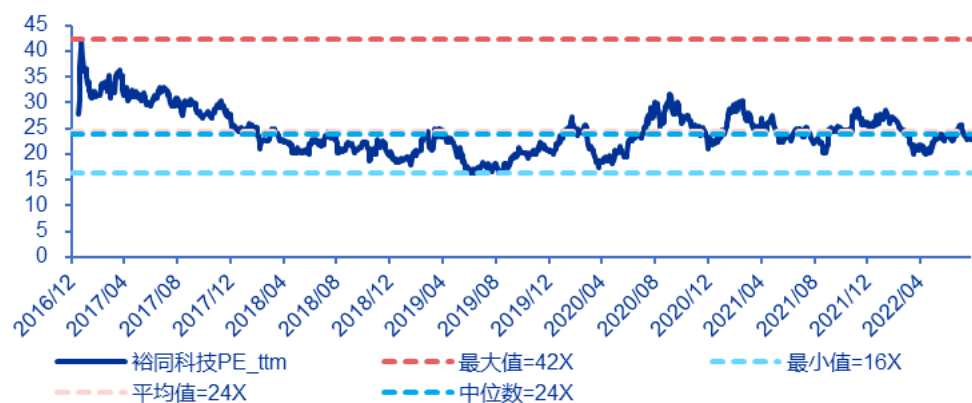
我们预计公司 2022-2024 年收入为 182.57/217.40/257.50 亿元，分别同比 +22.9%/+19.1%/+18.4%；归母净利润 14.35/17.96/22.57 亿元，分别同比 +41.0%/+25.2%/+25.7%。

4.2 估值分析

我们选取同在纸包装领域的合兴包装、劲嘉股份、美盈森和东风股份作为可比公司。合兴包装与美盈森主营业务为箱板瓦楞纸包装，下游客户为各类消费品客户，与公司的客户较为相似；劲嘉股份与东风股份以烟标为主，劲嘉股份还拓展至精品烟盒、酒包和 3C 包装等彩盒业务，并加快布局新型烟草，寻求新的增长点，与公司可比程度高。

裕同科技是全球高端纸包装龙头，2021 年来酒包、烟标、环保纸塑、化妆品等多元化业务迅速放量，第二增长曲线陡峭。通过贴近式布局、自动化升级、一体化交付奠定盈利 alpha，22Q2 以来纸价回落、美元升值等利好因素叠加，盈利拐点已至，22Q1 初步验证这一结论。我们维持公司 2022-2024 年归母净利润 14.35/17.96/22.57 亿元，分别同比 41.0%/25.2%/25.7%。当前市值（245 亿元）对应的 PE 分别为 17/14/11 倍，2022 年 PEG 仅为 0.6，处于行业平均水平，估值极具性价比。**当前估值仅处于上市以来的估值的 25.4%分位，安全边际较高。**公司作为纸包装龙头享有一定溢价，给予公司 2022 年 25 倍 PE（PEG=0.8），市值约为 360 亿元，对应 46% 的上涨空间，**上调评级至“买入”！**

图 49：公司仅处于上市以来的估值的 25.4%分位



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 11：可比公司估值

证券代码	证券简称	2022/7/26 市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				归母净利润增速					PE				22PEG
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	21-24CAGR	2021A	2022E	2023E	2024E	
002831.SZ	裕同科技	250	10.2	14.3	18.0	22.6	-9%	41%	25%	26%	30%	24.6	17	14	11	0.6
002191.SZ	劲嘉股份	140	10.2	12.6	15.5	18.5	24%	24%	23%	19%	22%	13.7	11.1	9.0	7.6	0.5
002228.SZ	合兴包装	43	2.2	3.1	3.9	4.8	-25%	40%	27%	25%	30%	19.9	14.3	11.3	9.0	0.5
601515.SH	东风股份	82	7.9	8.2	9.7	11.4	43%	5%	18%	18%	13%	10.5	10.0	8.5	7.2	0.7
002303.SZ	美盈森	53	1.0				-49%					53.7				
算术平均(利润增速及PE为加权平均)		88	6.7	8.0	9.7	11.6	22%	18%	22%	19%	20%	13.1	11.1	9.1	7.6	0.6

资料来源：Wind，申万宏源研究

风险提示

5G 渗透率或智能物联网硬件设备出货量增速不及预期，影响基本盘稳健性。智能物联网硬件设备仍处于成长初期，受到技术、价格、消费者接受度等多种因素扰动，行业规模增速并不稳定，可能会影响公司收入的稳健性。

环保政策落地节奏扰动环保纸塑业务的收入增速。环保纸塑行业作为强政策导向型生意，环保政策的推进节奏和实施力度对公司短期收入体量及增速产生较大扰动。

大消费包装业务新客户业务释放不及预期，影响产能利用率和整体利润率。公司多元化包装产能基本处于投产/达产阶段，如果新领域客户订单不及预期，会造成产能利用率偏低，影响利润率。

附表

表 12 : 利润表

利润表						
单位：百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
一、营业总收入	9,845	11,789	14,850	18,257	21,740	25,750
其中：营业收入	9,845	11,789	14,850	18,257	21,740	25,750
其他类金融业务收入	0	0	0	0	0	0
二、营业总成本	8,671	10,527	13,678	16,570	19,594	23,043
其中：营业成本	6,889	8,626	11,652	14,046	16,588	19,534
其他类金融业务成本	-0	-0	0	0	0	0
税金及附加	71	64	81	99	118	140
销售费用	472	324	364	511	543	644
管理费用	659	764	814	1,004	1,217	1,442
研发费用	435	497	586	730	913	1,081
财务费用	144	254	181	179	214	202
加：其他收益	84	73	66	50	50	50
投资收益	30	39	105	45	50	60
净敞口套期收益	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	6	57	-28	0	0	0
信用减值损失（损失以“-”填列）	5	-62	-55	-58	-26	-29
资产减值损失（损失以“-”填列）	-22	-25	-39	49	0	0
资产处置收益	-5	9	-6	0	0	0
汇兑收益及其他	0	0	0	0	0	0
三、营业利润	1,273	1,353	1,215	1,773	2,219	2,787
加：营业外收入	7	7	8	10	10	10
减：营业外支出	17	26	19	19	20	20
四、利润总额	1,263	1,333	1,204	1,764	2,209	2,777
减：所得税	196	185	136	258	324	408
五、净利润	1,068	1,147	1,068	1,506	1,885	2,370
持续经营净利润	1,068	1,147	1,068	1,506	1,885	2,370
终止经营净利润	0	0	0	0	0	0
少数股东损益	23	27	51	72	90	113
归属于母公司所有者的净利润	1,045	1,120	1,017	1,435	1,796	2,257
六、其他综合收益的税后净额	10	-68	-27	0	0	0
七、综合收益总额	1,078	1,080	1,040	1,506	1,885	2,370
归属于母公司所有者的综合收益总额	1,051	1,052	990	1,435	1,796	2,257

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 13 : 资产负债表

资产负债表						
单位：百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,521	2,337	2,664	1,642	1,642	1,642
交易性金融资产	190	515	153	204	208	106
衍生金融资产	0	0	0	0	0	0
经营性应收款项	4,406	5,751	6,159	8,429	9,620	10,943
其中： 应收票据、应收账款及应收款项融资	4,164	5,325	5,756	7,941	9,039	10,256
应收票据及应收款项融资	95	102	162	162	162	162
应收账款	4,069	5,223	5,594	7,938	9,058	10,300
其他应收款	79	161	107	124	147	175
预付款项	163	265	296	364	433	513
存货	1,011	1,518	1,779	2,007	2,272	2,640
合同资产	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	295	129	265	326	388	460
持有待售资产及其他	0	0	0	0	0	0
流动资产合计：	7,424	10,250	11,021	12,607	14,130	15,791
投资性房地产	20	23	26	24	22	21
固定资产	3,865	4,513	5,001	5,326	5,793	6,121
在建工程	197	368	869	1,376	1,096	587
无形资产类	639	899	975	1,051	1,124	1,195
其中： 无形资产	430	685	725	801	874	945
商誉	209	215	250	250	250	250
长期待摊费用	112	134	194	239	285	337
递延所得税资产	58	89	93	114	136	161
其他非流动资产	259	311	268	330	393	466
使用权资产及其他	0	0	263	263	263	263
非流动资产合计：	5,150	6,337	7,689	8,723	9,112	9,150
资产总计	12,575	16,587	18,709	21,330	23,242	24,941
短期借款	2,650	3,034	3,985	4,125	3,446	2,164
其中： 短期借款	2,577	2,835	3,320	3,925	3,246	1,964
一年内到期的非流动负债	73	199	665	200	200	200
交易性金融负债	0	0	0	0	0	0
经营性应付款项	2,292	3,079	3,365	4,138	4,927	5,836
合同负债	0	50	74	74	74	74
其他应付款	66	327	93	115	136	162
其他流动负债	0	3	6	6	6	6
持有待售负债及其他	0	0	0	0	0	0
流动负债合计：	5,009	6,493	7,524	8,457	8,589	8,241
长期借款	759	1,039	1,192	1,492	1,592	1,692
应付债券	0	67	0	0	0	0
其他非流动负债	62	101	153	188	223	265
递延所得税负债	90	141	134	164	196	232
租赁负债及其他	0	0	140	173	206	243
非流动负债合计	912	1,348	1,619	2,017	2,217	2,432
负债合计	5,920	7,841	9,142	10,474	10,806	10,673
股本	877	934	931	931	931	931
其他权益工具	0	7	0	0	0	0
资本公积	891	2,191	2,059	2,059	2,059	2,059
减： 库存股	176	204	37	37	37	37
其他综合收益	-10	-78	-105	-105	-105	-105
盈余公积	272	359	374	396	423	457
未分配利润	4,507	5,297	6,038	7,235	8,698	10,383
专项储备及其他	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益合计	6,362	8,506	9,261	10,479	11,970	13,688
少数股东权益	293	240	306	377	467	579
股东权益合计	6,654	8,746	9,567	10,856	12,436	14,267
负债和股东权益总计	12,575	16,587	18,709	21,330	23,242	24,941

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 14 : 现金流量表

现金流量表						
单位: 百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,068	1,147	1,068	1,506	1,885	2,370
加: 计提的资产减值准备	17	87	94	9	26	29
固定资产折旧	331	415	472	487	593	695
无形资产摊销	17	21	25	24	27	30
长期待摊费用摊销	59	62	85	-45	-46	-53
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)	5	-9	6	0	0	0
公允价值变动损失(收益以“-”号列示)	-6	-57	28	0	0	0
财务费用(收益以“-”号列示)	151	200	210	179	214	202
投资损失(收益以“-”号列示)	-30	-39	-108	-45	-50	-60
递延所得税资产减少(增加以“-”号列示)	-3	-31	-4	-21	-22	-25
递延所得税负债增加(减少以“-”号列示)	37	50	-7	31	31	36
存货的减少(增加以“-”号列示)	-90	-532	-300	-179	-266	-367
经营性应收项目的减少(增加以“-”号列示)	-266	-1,708	-608	-2,327	-1,217	-1,353
经营性应付项目的增加(减少以“-”号列示)	66	1,378	87	772	789	909
其它	11	19	120	-7	-7	-9
经营活动产生的现金流量净额	1,366	1,003	1,168	384	1,959	2,404
收回投资所收到的现金	0	0	0	0	0	0
取得投资收益收到的现金	29	40	100	45	50	60
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回现金净额	15	97	74	0	0	0
收到其他与投资活动有关的现金	4,566	2,774	2,544	0	0	0
投资活动现金流入小计	4,610	2,914	2,718	45	50	60
购置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	1,064	1,709	1,852	1,418	878	612
投资所支付的现金	0	0	0	51	4	-102
支付其他与投资活动有关的现金	4,521	3,230	2,450	62	63	72
投资活动现金流出小计	5,585	4,939	4,323	1,531	945	582
投资活动产生的现金流量净额	-975	-2,025	-1,605	-1,486	-895	-522
吸收投资收到的现金	15	8	34	0	0	0
取得借款收到的现金	4,950	6,667	4,046	1,105	-379	-982
收到其它与筹资活动有关的现金	182	379	460	0	0	0
发行债券收到的现金	0	0	0	0	0	0
筹资活动现金流入小计	5,146	7,054	4,540	1,105	-379	-982
偿还债务支付的现金	4,623	4,944	3,505	665	200	200
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	388	391	417	396	520	741
支付的其它与筹资活动有关的现金	146	87	175	-35	-36	-41
筹资活动现金流出小计	5,157	5,423	4,096	1,026	684	900
筹资活动产生的现金流量净额	-11	1,631	444	79	-1,063	-1,882

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。