

裕同科技（002831）：具备多重竞争优势的包装龙头，看好多元化扩张与盈利能力提升

2022 年 10 月 10 日

推荐/首次

裕同科技

公司报告

多领域包装整体解决方案服务商，围绕客户需求建立多重优势。裕同科技是国内领先的包装整体解决方案服务商，深耕消费电子包装领域 20 余年并稳居行业头部地位，近年来成功向烟酒包装、环保纸塑、化妆品包装等多领域拓展。公司围绕客户对于包装整体解决方案的需求，建立了强大的设计与研发能力、高效的运营能力、广泛而贴近客户的区位布局等竞争优势，并由此积累了优质的客户资源。在此基础上，公司得以持续推进业务的纵向延伸与横向扩张，并且未来有望不断降本增效，优化自身盈利能力。

深耕优势领域，探索多元包装，优化业务结构。我们看好公司在消费电子包装领域提升市占率、拓展业务边界，在烟酒包装、环保纸塑等多个包装领域持续放量。同时，非消费电子包装业务毛利率相对较高，其收入占比提升有助于提振公司综合毛利率水平。

- **消费电子包装：**公司在智能手机、电脑和快速增长的智能硬件等领域，广泛开拓和持续深耕龙头客户，市占率有望继续提升。公司收购仁禾智能（主营软包装/软材料）和华宝利电子（主营声学产品）之后，将进一步扩大业务规模，协同服务提升客户黏性。
- **烟酒包装：**公司竞争优势在烟酒包装领域依然成立，随着行业市场化程度提升，公司抓住机遇开拓市场。当前公司市占率仅有 2-3%，未来提升空间广阔。
- **环保纸塑：**全球纸浆模塑市场受益于政策与环保意识刺激而不断扩张，公司积极布局，打造多区域的领先产能规模与服务能力，布局上游原材料建立供应链优势，并重点关注材料研发与自动化生产能力。目前国内客户拓展进展良好，收入增速亮眼。
- **化妆品包装：**公司收购江苏德晋（主营化妆品塑料包装）增强服务能力，已开拓多个世界知名品牌客户。

推广智能工厂模式降本增效，规模效应有望持续释放。公司经过多年研发与建设，成功落地行业内首家智能工厂，相比传统工厂可显著降低人工成本，并提升生产效率和产品品质。目前公司已开始推进多家智能工厂建设，整体降本增效效果将逐步显现。考虑到运营智能工厂所需的自动化研发能力、客户资源基础、管理能力等，预计公司的智能工厂模式具备较高壁垒，将进一步强化公司的竞争优势。此外，公司前期在国内外各地持续新建和扩建产能，部分产能处于爬坡期间；未来公司资本开支或有所回落，产能利用率逐步提升，规模效应将逐渐释放。

盈利预测与投资评级：预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 14.34、16.93、21.02 亿元人民币，EPS 为 1.54、1.82、2.26 元，目前股价对应 PE 分别为 19.53、16.54、13.33 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：国内外下游需求弱于预期，收购标的公司业绩不达预期，行业竞争显著加剧，智能工厂推进不及预期，原材料价格大幅上涨，人民币汇率大幅升值。

公司简介：

公司作为高端品牌包装整体解决方案提供商，为客户提供“一体化产品制造和供应解决方案、创意设计与研发创新解决方案、全球化运营及服务解决方案”。公司在专注消费类电子产品纸质包装的同时，积极开展业务多元化，拓展高档烟酒、化妆品及高端奢侈品等行业包装业务。公司立足国内，并积极拓展海外市场，终端客户包括华为、联想、三星、索尼、雀巢等国内外知名品牌企业，并为仁宝、富士康等知名代工厂商提供产品和服务。

资料来源：公司公告、WIND

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

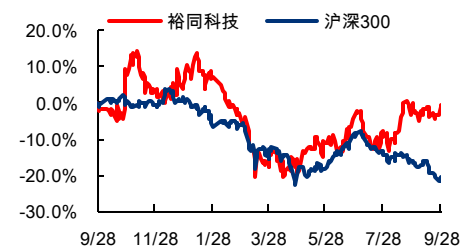
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52 周股价区间（元）	34.88-24.25
总市值（亿元）	278.97
流通市值（亿元）	156.0
总股本/流通 A 股（万股）	93,051/93,051
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	0.84

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

分析师：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080005

研究助理：沈逸伦

010-66554044

shenyil@dxzq.net.cn

财务指标预测

执业证书编号: S1480121050014

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	11,788.94	14,850.13	17,532.83	20,674.06	23,900.22
增长率（%）	19.75%	25.97%	18.07%	17.92%	15.60%
归母净利润（百万元）	1,120.16	1,017.22	1,434.01	1,693.34	2,101.75
增长率（%）	7.49%	-6.93%	40.83%	18.17%	23.92%
净资产收益率（%）	13.17%	10.98%	13.77%	14.42%	15.69%
每股收益(元)	1.20	1.09	1.54	1.82	2.26
PE	25.00	27.42	19.53	16.54	13.33
PB	3.29	3.01	2.69	2.38	2.09

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 精品盒制造龙头，从深耕消费电子包装向多元化包装拓展	5
2. 围绕设计研发+高效运营+区位优势，打造整体解决方案供应商竞争力	7
2.1 迎合大客户包装需求，打造整体解决方案服务能力	7
2.2 注重研发创新，设计实力强大	8
2.3 打造高效运营体系，人效持续提升	9
2.4 全球多地布局，实现快速交付与贴近服务	10
3. 消费电子领域内生外延稳健增长，多元领域包装布局持续扩张	11
3.1 消费电子领域：提升市占率，把握市场增量，外延拓展业务边界	11
3.1.1 智能可穿戴、智能家居、VR/AR 等消费电子产品迎来快速增长	11
3.1.2 深耕行业头部品牌客户，市场份额逐步提升	12
3.1.3 收购仁禾智能与华宝利电子，协同拓展业务边界	13
3.2 烟酒包装：收入逐渐放量，凭借竞争优势有望持续提升市占率	14
3.2.1 酒包：已覆盖主要头部白酒企业，收入快速增长	14
3.2.2 烟包：竞争格局变化，有望抓住机遇持续提升份额	16
3.2.3 电子烟包装：已与国外客户建立合作	17
3.3 环保包装：具备区位优势+产业链+研发与自动化多重优势，下游客户拓展顺利	18
3.3.1 替塑政策与环保理念驱动纸塑产品需求增长	18
3.3.2 公司具备多重竞争优势，下游客户开拓顺利	19
3.4 化妆品包装：收购江苏德晋布局塑料包装，开拓世界知名品牌客户	21
4. 智能工厂逐步推广，业务结构优化，盈利能力有望企稳回升	21
4.1 智能工厂模式大幅降低人工成本，未来有望大规模复制	22
4.2 非消费电子包装业务占比提升，有望提升综合毛利率	23
4.3 资本开支高峰已过，规模效应有望逐渐增强	23
4.4 短期：成本端受益于纸价疲软，人民币兑美元贬值有望增厚利润	24
5. 盈利预测与投资评级	25
6. 风险提示	26
相关报告汇总	28

插图目录

图 1：公司发展历程主要事件	5
图 2：公司营业收入情况	5
图 3：公司分板块营业收入占比情况	5
图 4：公司归母净利润情况	6
图 5：公司毛利率与净利率情况	6
图 6：公司股权结构（2022 年 6 月）	6
图 7：公司包装整体解决方案示意图	8
图 8：公司研发费用与研发费用率	9

图 9： 公司获得专利数量情况.....	9
图 10： 公司获得的部分设计奖项	9
图 11： 公司部分获奖作品.....	9
图 12： 公司人均创收与人均创利情况（万元/人）	9
图 13： 公司主营业务的人工成本率情况	9
图 14： 公司全球生产基地与服务中心布局情况	10
图 15： 公司消费电子产品包装收入情况	11
图 16： 全球智能手机出货量（万部）	12
图 17： 全球平板电脑和笔记本电脑出货量（万台）	12
图 18： 全球智能可穿戴产品出货量	12
图 19： 全球智能音箱出货情况	12
图 20： 消费电子产品各行业集中度情况	12
图 21： 苹果包装供应商及工厂数量	13
图 22： 公司来自小米、OPPO、VIVO 的收入增速.....	13
图 23： 公司酒包板块收入情况	14
图 24： 公司烟包板块收入情况	14
图 25： 我国白酒产量情况	14
图 26： 公司酒包部分主要客户	15
图 27： 公司来自部分客户的收入增速情况	15
图 28： 我国卷烟产量情况	16
图 29： 主要烟包上市公司产品单价（元/箱）	16
图 30： 主要烟包上市公司烟包销量情况	16
图 31： 公司服务的部分中烟公司及其产品	17
图 32： 武汉艾特收入与利润情况	17
图 33： 电子烟市场规模展望	17
图 34： 公司环保纸塑产品示意图	18
图 35： 公司环保纸塑板块收入与增速	18
图 36： 全球环保纸塑市场规模	18
图 37： 全球环保纸塑市场规模分领域占比	18
图 38： 公司环保包装基地分布情况	20
图 39： 甘蔗制糖与蔗渣纸浆模塑产业链	20
图 40： 公司环保纸塑产品与可比公司产品毛利率对比	20
图 41： 我国化妆品类社零同比增速	21
图 42： 公司化妆品板块收入情况	21
图 43： 公司部分产品价格情况（元个）	22
图 44： 公司与部分竞争对手的净利率对比	22
图 45： 公司纸制品包装成本与毛利结构	22
图 46： 许昌裕同工厂自动机器人	22
图 47： 烟酒包装可比公司与裕同科技毛利率对比	23
图 48： 公司环保纸塑产品毛利率情况	23

图 49： 公司资本开支规模	23
图 50： 公司固定资产折旧与收入的比重	23
图 51： 瓦楞纸价格情况（元/吨）	24
图 52： 白板纸、白卡纸价格情况（元/吨）	24
图 53： 铜版纸价格情况（元/吨）	24
图 54： 双胶纸价格情况（元/吨）	24
图 55： 人民币兑美元汇率	25

表格目录

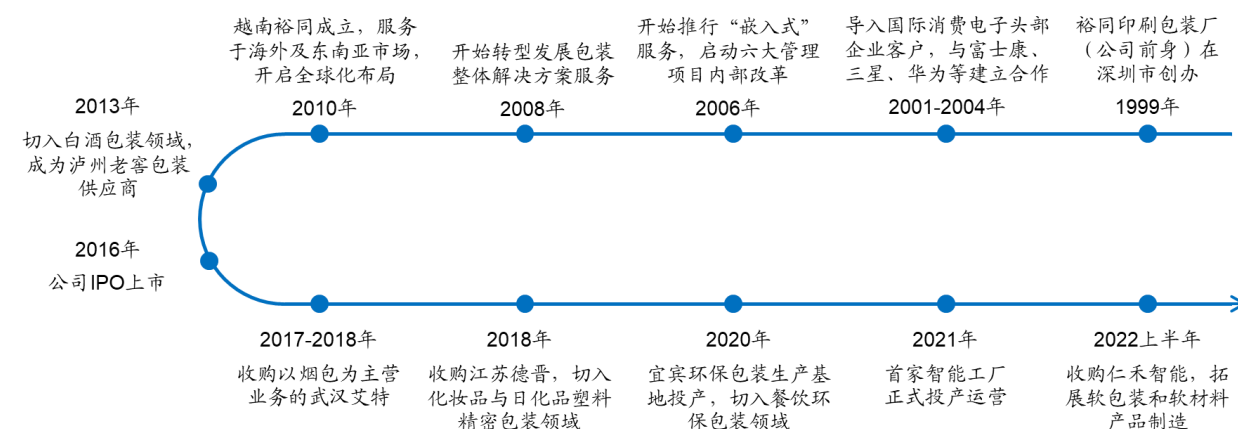
表 1： 公司管理层团队情况	7
表 2： 部分包装企业近年来酒包业务拓展情况	15
表 3： 部分国家与地区的限塑或禁塑政策	19
表 4： 未来三年公司收入与毛利率预测	25

导语：公司多年深耕消费电子包装领域，积累了强大的设计研发能力、高效的运营能力、全球化多地产能布局等竞争优势，近年来成功向烟酒包装、环保纸塑、化妆品包装等新的方向拓展，积累了丰富优质的客户资源。我们看好公司未来：（1）巩固优势领域份额，持续在多元包装领域扩张，并有望向声学产品等共享客户资源的领域延伸，实现收入端持续的较快增长，有望“再造一个裕同”；（2）凭借智能工厂模式降低人工成本，拓展高毛利业务提升综合毛利率，盈利能力底部基本确认，未来利润率将逐步回升。

1. 精品盒制造龙头，从深耕消费电子包装向多元化包装拓展

裕同科技是全球最大精品盒生产商与国内领先的包装整体解决方案服务商。公司在消费电子包装领域深耕 20 余年，行业地位领先，广泛服务于苹果、小米、Meta 等龙头企业。2008 和 2013 年公司分别进入卷烟和白酒包装市场，近年来业务增长迅速，已成为贵州茅台、泸州老窖、古井贡酒等头部酒企和云南中烟、湖南中烟等中烟公司的供应商。2016 年以来公司拓展环保纸塑包装业务，陆续投资建设昆山、东莞、宜宾等多个环保包装制造和原料基地。此外，公司亦服务于化妆品、大健康、文创等消费品领域客户，并探索发展印刷包装产业数字化平台（云创）等新业务模式。

图1：公司发展历程主要事件

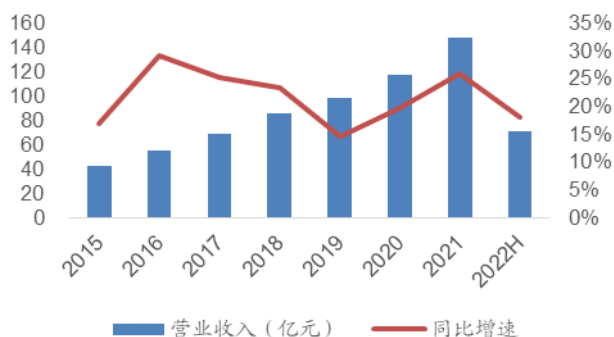


资料来源：公司官网，公司公告，东兴证券研究所

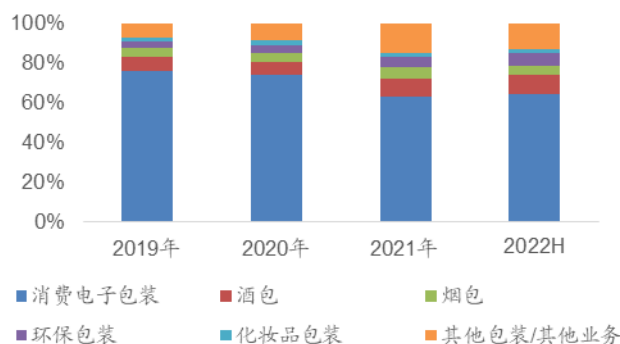
近年来收入维持较快增速，非消费电子包装业务占比提升。2021 年公司实现收入 148.50 亿元，同比增长 25.97%，2019-2021 年复合增速为 20.07%。2022 年上半年，公司实现收入 71.51 亿元，同比增长 18.16%。近年来公司收入保持较快增速，消费电子包装业务不断拓展客户和提升市场份额，其他包装业务快速扩张。2021 年，消费电子包装、酒包、烟包、环保包装、化妆品包装收入分别为 94.0、13.3、8.8、6.9、3.4 亿元，分别占比 63.3%、9.0%、5.9%、4.7%、2.3%，呈现提升趋势。

图2：公司营业收入情况

图3：公司分板块营业收入占比情况



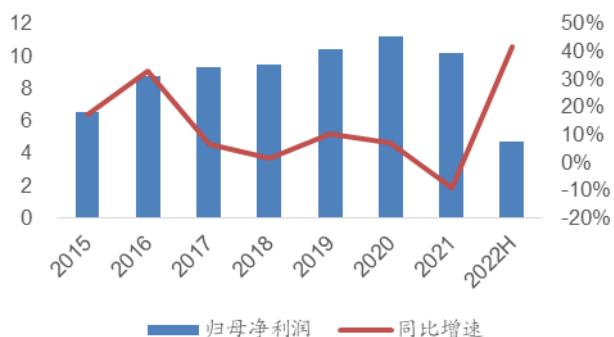
资料来源：公司公告，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，公司公告，东兴证券研究所

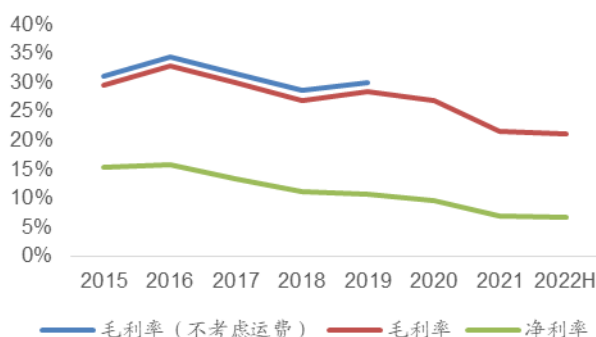
近年来利润率有所下滑，受到价格竞争与成本波动影响。2021年公司实现归母净利润10.17亿元，同比下降9.19%，2019-2021年的复合增速为2.14%。落后于收入增速。利润率呈现下滑趋势，主要受到大客户压价影响，同时受到原材料价格上涨、汇兑损益变化、新产能爬坡等因素影响，期间公司通过控制成本、提升效率加以应对。2022年上半年公司归母净利润4.76亿元，同比增加41.62%，有望成为盈利提升的拐点。

图4：公司归母净利润情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

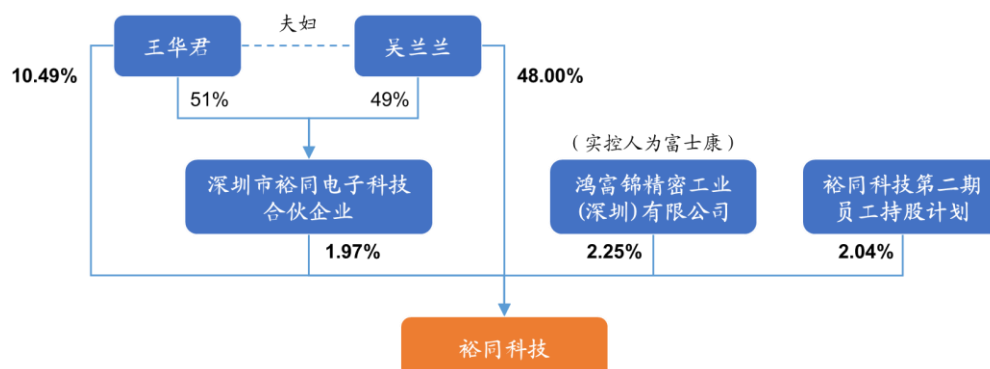
图5：公司毛利率与净利率情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

股权高度集中，大客户持股、员工持股绑定利益。截至2022年6月，公司实际控制人王华君、吴兰兰夫妇分别直接持有10.49%、48.00%公司股权，并通过裕同电子间接持有1.97%公司股权，合计持股比例达到60.46%，股权高度集中。鸿富锦精密持有2.25%公司股权，其实际控制人富士康是公司最大客户之一。公司第二期员工持股计划于2021年3月15日完成购买，持股比例2.04%，参加对象包括公司高管和业务骨干等。

图6：公司股权结构（2022年6月）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

管理层团队稳固，多年伴随公司成长。公司实控人王华君、吴兰兰分别担任公司总裁和副总裁，其他多名副总裁亦在公司任职多年，管理层团队长期保持稳固。

表1：公司管理层团队情况

姓名	职务	年龄	简历
王华君	总裁	52	2006年4月-2010年3月，担任公司执行董事、董事长；2010年3月至今，担任公司董事长兼总裁。
吴兰兰	副总裁	48	2002年1月-2006年3月，担任公司执行董事；2002年1月-2010年3月，担任公司总经理；2010年3月至今，担任公司副董事长兼副总裁。
刘中庆	副总裁	52	2010年至今，担任公司事业四处总经理；2011年至今，担任许昌裕同印刷包装有限公司总经理；2016年至今，担任深圳市裕同精品包装有限公司总经理；2018年9月至今，担任长沙裕同文化科技有限公司总经理；2016年5月至今，担任公司副总裁。
王彬初	副总裁	53	2002年-2006年，担任公司生产部经理、主管；2006年-2010年11月，担任烟台裕同厂长，2010年11月至今，担任烟台裕同总经理；2012年至今，担任三河裕同总经理；2018年5月至今，担任苏州裕同总经理、苏州昆迅总经理、上海嘉艺董事长；2011年3月至今，担任公司副总裁。
祝勇利	副总裁 财务总监	47	2007年6月-2009年10月，担任公司财务经理；2009年11月至今，担任公司财务负责人；2010年3月至今，担任公司财务总监；2016年5月至今，担任公司副总裁。
李宇轩	副总裁 董事会秘书	33	2012年12月-2015年6月，担任黑石集团旗下湾景资产管理公司高级分析师；2016年4月，担任深圳渠成投资控股有限公司合伙人；2017年9月，担任公司投资总监、总裁特助；2021年4月，担任公司副总裁、董事会秘书。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

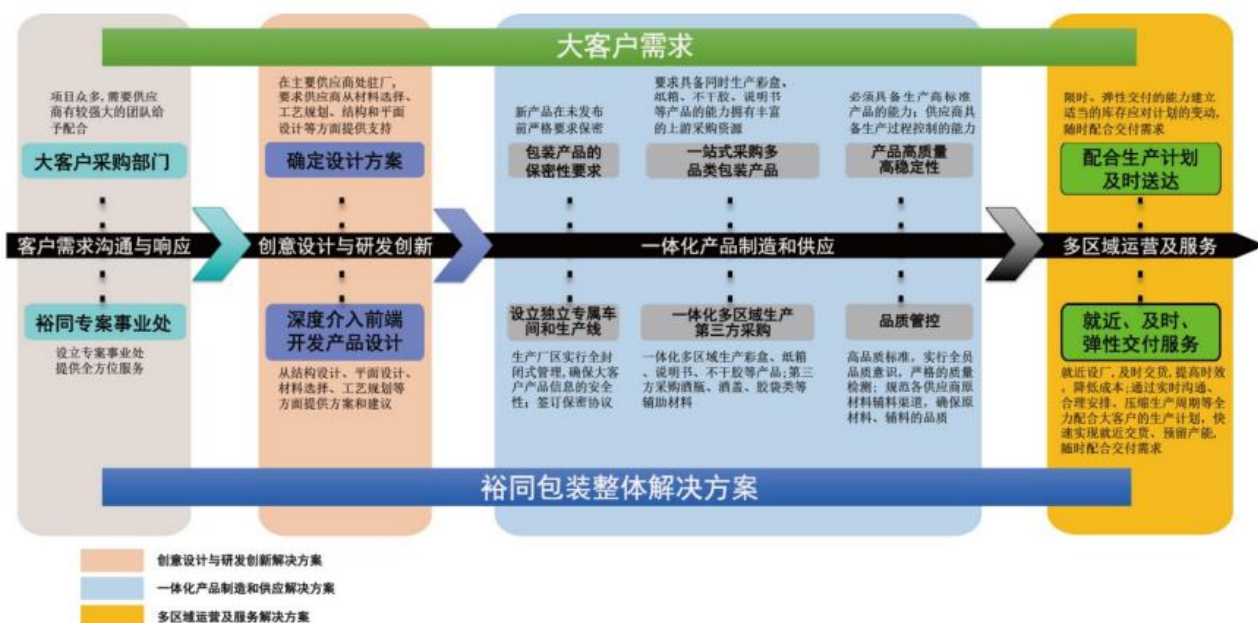
2. 围绕设计研发+高效运营+区位布局，打造整体解决方案供应商竞争力

2.1 迎合大客户包装需求，打造整体解决方案服务能力

对于公司主要服务的消费电子、烟酒、化妆品等下游领域而言，产品包装除了提供基本的保护作用，还承载着展示宣传、提升形象、防伪溯源等重要功能，包装的外观、组成、材质等相对更为精美复杂。为了更好地发挥包装的功能，同时保障及时供应和成本控制，客户对于包装的设计与工艺、供应链管理、品质管控、供应商服务等方面的要求也相对更高。

推行包装整体解决方案，赢得优质客户青睐。针对行业特点，公司率先推行包装整体解决方案，为客户提供（1）创意设计与研发创新解决方案：包括品牌策划、平面与结构设计、工艺设计、材料研发、可溯源及防伪方案等；（2）一体化产品制造和供应解决方案：包括全系列产品生产和第三方采购等；（3）多区域运营及服务解决方案：包括多点布局、就近供货和全球服务支持等。

图7：公司包装整体解决方案示意图



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

围绕整体解决方案强化竞争力，奠定长期扩张与盈利能力回升的基础。通过在研发创新、高效运营、全球化多地布局等方面的多年深耕，公司市场份额不断提升且客户黏性极强，面临激烈竞争亦始终保持成本优势。基于强大的竞争优势和客户基础，公司得以横向拓展多个领域的包装业务（烟酒、化妆品、环保包装），纵向拓展重点领域一体化服务的范围（收购仁禾智能、华宝利电子），打造长期增长曲线。从竞争激烈的消费电子包装领域迈向毛利率更高的其他包装领域，公司业务结构有望得到优化。同时，公司在强化高效运营方面持续探索，通过推广智能工厂模式等方式，亦将降本增效改善盈利能力。

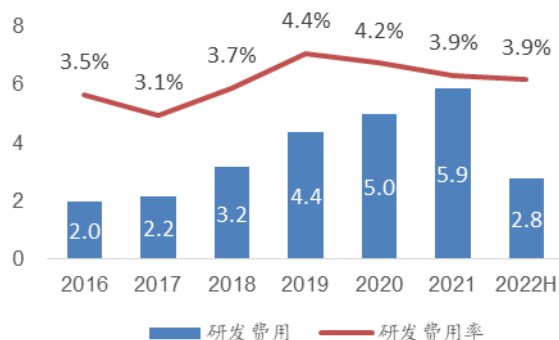
2.2 注重研发创新，设计实力强大

研发投入持续增加，创新能力领先行业。公司建立有一套完整的研发创新体系，通过研发新材料、新产品、新技术、新工艺，从而解决客户痛点，提升自身竞争力。公司自主设立有多个研发中心和创新实践基地，并通过产学研合作与科研机构共同研发。2017-2021年，公司研发费用复合增速达到24.47%，研发费用率从3.19%上升至3.95%。截至2022年6月，公司已取得专利1059项，其中发明专利97项，实用新型专利895项。

设计团队强大，广受业内认可。公司已建立起拥有100名以上各细分领域优秀设计师的规模化设计研发团队，2021年成为国内首个获得“国家级工业设计中心”认定的包装设计团队。得益于长期服务于多个领域的品牌客户，公司的设计能力具备独特的深度和广度，形成了多方面全方位的综合创新能力及整体规划包装解决方案。

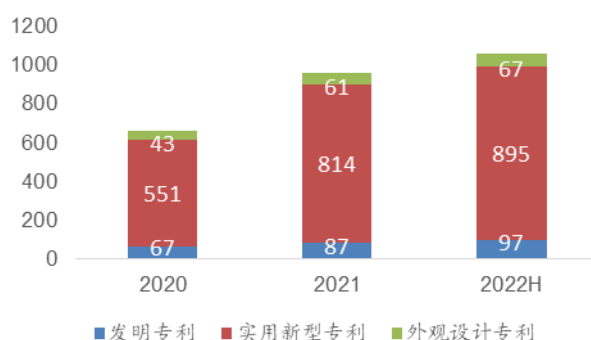
案能力。公司在包装设计领域屡获殊荣，先后获得过“美国莫比斯广告奖”“德国红点设计奖”“德国 iF 设计奖”“世界之星包装设计奖”等各类国际国内设计奖项 60 余项。

图8：公司研发费用与研发费用率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图9：公司获得专利数量情况



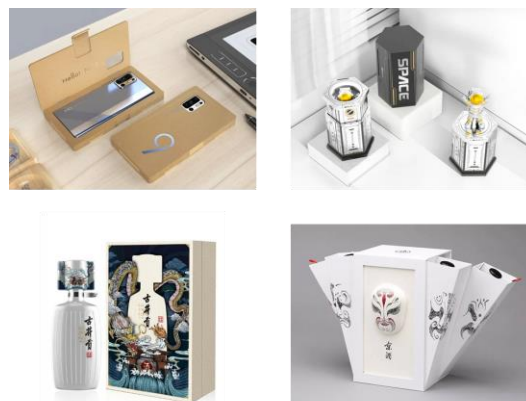
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图10：公司获得的部分设计奖项



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图11：公司部分获奖作品



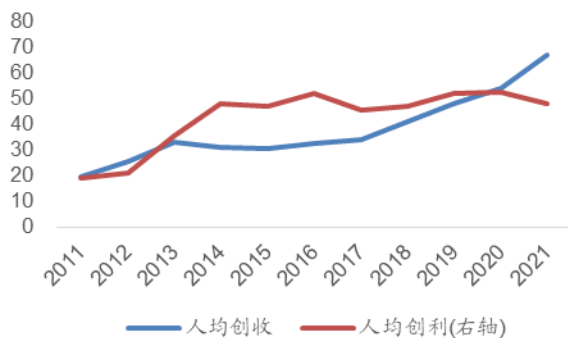
资料来源：公司官网，东兴证券研究所

2.3 打造高效运营体系，人效持续提升

公司深耕行业多年并逐步成长为行业龙头，积累了丰富的运营经验。通过多年来不断提升和完善制造能力、信息化水平、生产体系、管理体系等，公司运营效率持续强化，体现出强大的竞争力。从人均创收来看，2017-2021 年公司人均创收实现了翻倍增长；从人工成本占比来看，2017-2021 年公司主营业务的“人工成本/收入”下降了 1.12 个百分点。

图12：公司人均创收与人均创利情况（万元/人）

图13：公司主营业务的人工成本率情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- **智能制造：**公司多年来不断提升生产的信息化和自动化水平，引进或自行开发柔性化、自动化的数字生产设备。2020年起公司启动智能工厂建设，进一步强化生产效率、产品品质、交付质量，提升客户满意度和订单份额。目前已有部分工厂完成改造。
- **信息化建设：**公司制定了中长期信息化战略，推动信息化与自动化融合、业务与财务融合、流程优化与信息技术融合，打造一体化的信息化管理系统。信息化建设有利于公司提升集团管控能力与决策能力，实现产销研一体化的全流程协同。
- **生产体系：**公司针对大客户设有专属车间或生产线，从而为其提供专业高效的生产服务，提升运营效率并保障了客户黏性。针对多批少量型订单，公司则可以利用柔性化生产线和供应链管理平台满足客户需求。
- **先进管理：**公司建立了系统、规范且有自身特色的管理体系，包含战略管理、经营管理、财务管理、成本管理、流程和信息化管理、客户管理、人才管理、生产管理和质量管理等多个领域，不断优化降低公司运营成本，助力公司达成战略目标。

2.4 全球多地布局，实现快速交付与贴近服务

全球布局 40 余个生产基地，充分覆盖和服务下游客户。截至 2021 年末，公司已在国内主要区域以及越南、印度、印尼、泰国等国家设立了 40 余个生产基地（包括 6 个海外生产基地），并在中国香港、美国和澳大利亚等地设立了服务中心和办事处。公司在生产基地数量和布局广度上领先行业，在覆盖更多客户的同时，也可以实现就近服务和快速响应，加强对于大客户的专属服务能力，有效配合客户的业务布局和供应链转移。

图14：公司全球生产基地与服务中心布局情况



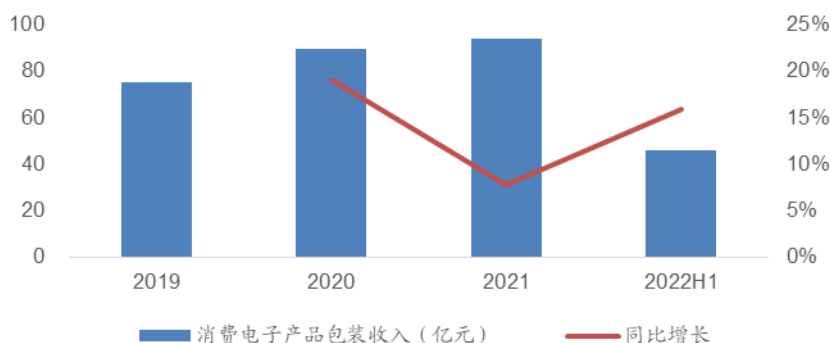
资料来源：公司公众号，东兴证券研究所

3. 消费电子领域内生外延稳健增长，多元领域包装布局持续扩张

3.1 消费电子领域：提升市占率，把握市场增量，外延拓展业务边界

市场份额持续提升+业务边界拓宽，消费电子领域收入有望稳健增长。消费电子是公司深耕多年的绝对优势领域，根据公司测算，其消费电子类包装市占率已达到 30% 左右。在此基础上，公司消费电子产品包装收入规模仍以较快速度增长，其中 2021 年实现收入 94 亿元，同比+7.70%；2022 年上半年实现收入 46 亿元，同比增长 15.93%（若剔除仁禾智能并表影响，则同比增长 13%）。公司在消费电子领域仍有望延续稳健的收入增速，我们一方面看好公司市场份额的进一步提升，另一方面看好公司基于强大的消费电子品牌客户基础，通过收购或内生发展拓宽业务边界，打造新的增长点。

图15：公司消费电子产品包装收入情况



资料来源：公司公众号，东兴证券研究所

3.1.1 智能可穿戴、智能家居、VR/AR 等消费电子产品迎来快速增长

公司所生产的包装在消费电子领域主要用于智能手机、笔记本与平板电脑、智能可穿戴、智能家居、游戏机等产品。智能手机、笔记本与平板电脑出货量近年来达到相对稳态，主要由于渗透率提升至高位，创新放缓使得用户更换产品频率减少。2019-2021 年，全球智能手机出货量约为 13-14 亿部；平板电脑、笔记本电脑

受益于居家办公、线上教育等因素，出货量从约 1.5 亿台、1.6 亿台上升至约 1.7 亿台、2.4 亿台。2022 年上半年受到通货膨胀、消费疲软等因素影响，各品类出货量均有所下降。

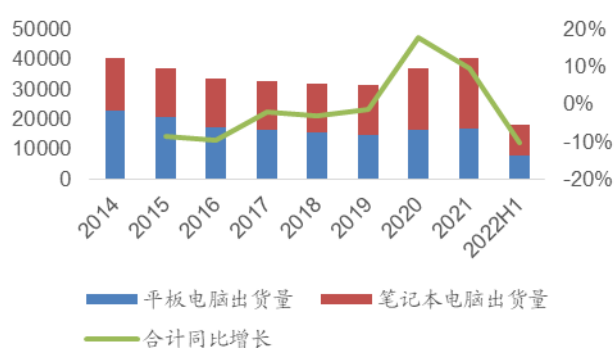
与此同时，智能可穿戴产品出货量增长迅速，2021 年全球可穿戴产品（可穿戴耳机、智能手环、智能手表等）出货量达到 5.28 亿部，同比增长 18.88%，2019-2021 年复合增速达到 42.54%。智能家居、VR/AR 设备等是近年来发展较为迅速的品类，例如智能音箱 2021 年出货量达到约 1.9 亿台（同比增长约 23%），VR/AR 设备 2021 年出货量达到 1123 万台（同比增长 92.1%）。

图16：全球智能手机出货量（万部）



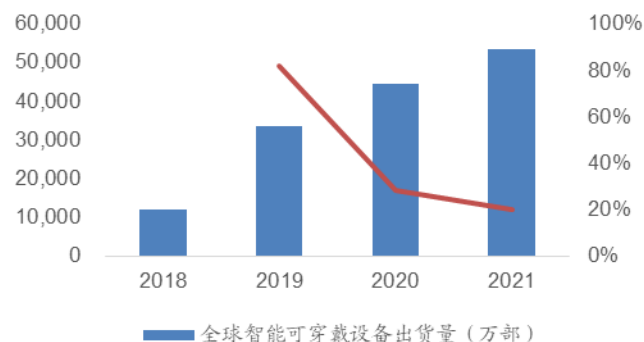
资料来源：IDC，同花顺，东兴证券研究所

图17：全球平板电脑和笔记本电脑出货量（万台）



资料来源：TrendForce，同花顺，东兴证券研究所

图18：全球智能可穿戴产品出货量



资料来源：IDC，同花顺，东兴证券研究所

图19：全球智能音箱出货情况

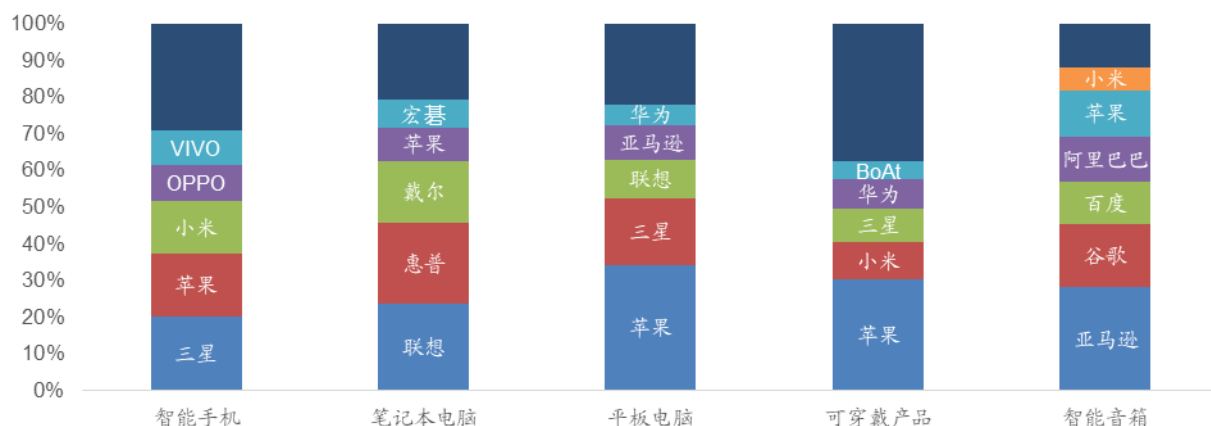


资料来源：Strategy Analytics，东兴证券研究所

3.1.2 深耕行业头部品牌客户，市场份额逐步提升

消费电子产品集中度高，大客户是包装企业之间竞争的关键。消费电子产品行业具有集中度高的特点，2021 年智能手机出货量 CR5 为 71%，笔记本电脑出货量 CR5 为 79%，平板电脑出货量 CR5 为 78%，智能穿戴设备出货量 CR5 为 63%。2022 年 Q1，智能音箱出货量 CR6 为 88%。对于消费电子包装企业而言，市场竞争的关键在于能否覆盖这些头部客户，以及在头部客户供应商中所占的份额大小。

图20：消费电子产品各行业集中度情况

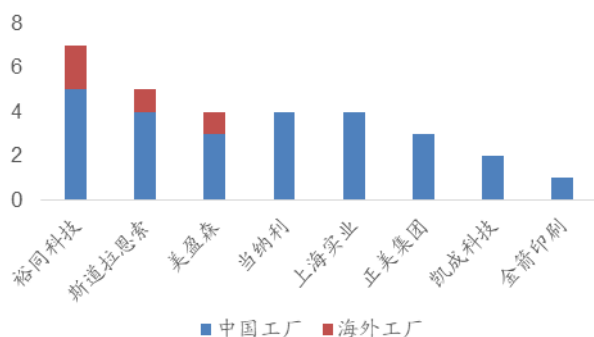


资料来源：IDC, TrendForce, Strategy Analytics, 同花顺, 东兴证券研究所

注：除智能音箱市场份额为2022年Q1数据，其余均为2021年数据

公司巩固提升市场份额，把握行业增量。公司多年来深耕苹果，在其包装供应商中稳居份额首位，未来有望保持份额稳中有升。与此同时，公司继续提升在其他客户中的供应商份额，2021年来自于小米、OPPO、VIVO等客户的收入分别同比增长24%、75%、21%。在智能穿戴与智能家居产品方面，除了在智能手机包装方面积累的客户，公司已覆盖Meta、亚马逊、谷歌等头部企业。

图21：苹果包装供应商及工厂数量



资料来源：苹果公司官网，东兴证券研究所

图22：公司来自小米、OPPO、VIVO的收入增速



资料来源：公司公众号，东兴证券研究所

3.1.3 收购仁禾智能与华宝利电子，协同拓展业务边界

2022年，公司首先完成了对仁禾智能60%股权的收购，业务延伸至软包装、软材料产品，进而公告收购华宝利电子60%股权，增加了声学产品的业务布局。基于公司在消费电子领域积累的强大客户资源，公司可以为标的公司导入优质客户，助力其做大做强；对于两家公司的收购也进一步增强了公司提供整体解决方案的能力，从而强化了客户黏性。

- **收购仁禾智能，拓展软包装材料业务。**公司在2022年4月30日完成对深圳市仁禾智能实业有限公司60%股权的收购，对价4.02亿元，2021-2023年平均目标扣非净利润为6700万元。2022年5-6月，仁禾智能实现收入1.15亿元，净利润3259万元。仁禾智能主营业务为智能穿戴设备、智能家居的软包装、软材料、配套结构件等产品的设计、研发、生产制造。仁禾智能具备良好的客户基础，其创始人和管理团队有着良好的能力和经验，主要客户包括Meta等。

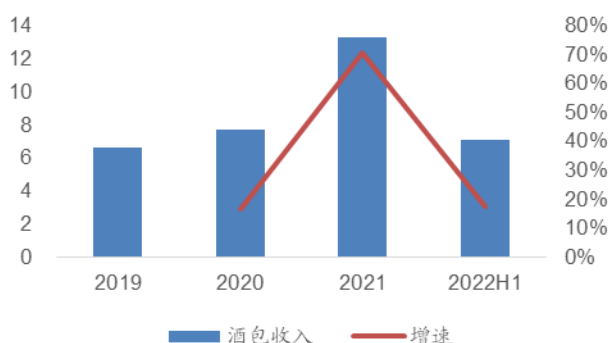
- **收购华宝利电子，从包装产品向声学产品拓展。**公司在 2022 年 7 月公告收购深圳华宝利电子有限公司 60% 的股权，对价 2.4 亿元，2022-2024 年平均目标扣非净利润为 4000 万元。华宝利电子主要生产扬声器、受话器、蜂鸣器等电声元器件，以及耳机、蓝牙音箱、机器人等电子产品。其主要客户包括百度、阿里巴巴、联想、Meta 等国内外知名企业。

3.2 烟酒包装：收入逐渐放量，凭借竞争优势有望持续提升市占率

进入烟酒包装领域竞争优势依然显著，市占率提升空间广阔。2021 年，公司酒包与烟包板块收入分别达到 13.3 亿元和 8.8 亿元，同比分别增长 70.6% 和 59.7%，增速表现亮眼。公司估计其目前在烟酒包装市场的市占率仅为 2-3%，未来提升空间广阔。我们测算烟酒包装市场规模可以达到近 900 亿元，若公司市占率可提升至 10%，则可达到约 90 亿元收入规模。

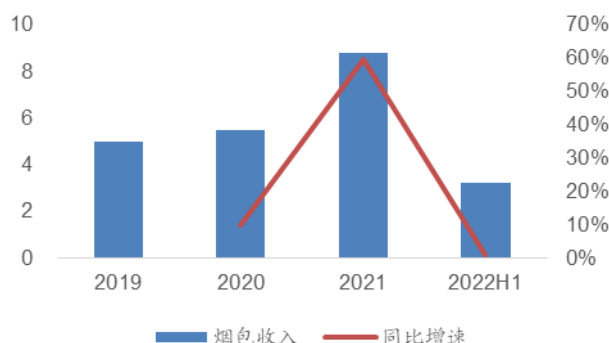
公司在生产运营、设计研发等方面的优势在烟酒包装领域依然成立：（1）公司坚持推行自动化、信息化策略，提质增效能力较强，2021 年公司酒包部分产线效能实现 50% 的提升，烟包的全自动化与智能化生产能力亦处于业内领先水平；（2）公司部分酒类包装设计已斩获国际设计大奖，凸显设计能力；（3）公司的竞争力已在消费电子包装领域充分展现，有利于开拓客户。

图23：公司酒包板块收入情况



资料来源：公司公众号，东兴证券研究所

图24：公司烟包板块收入情况



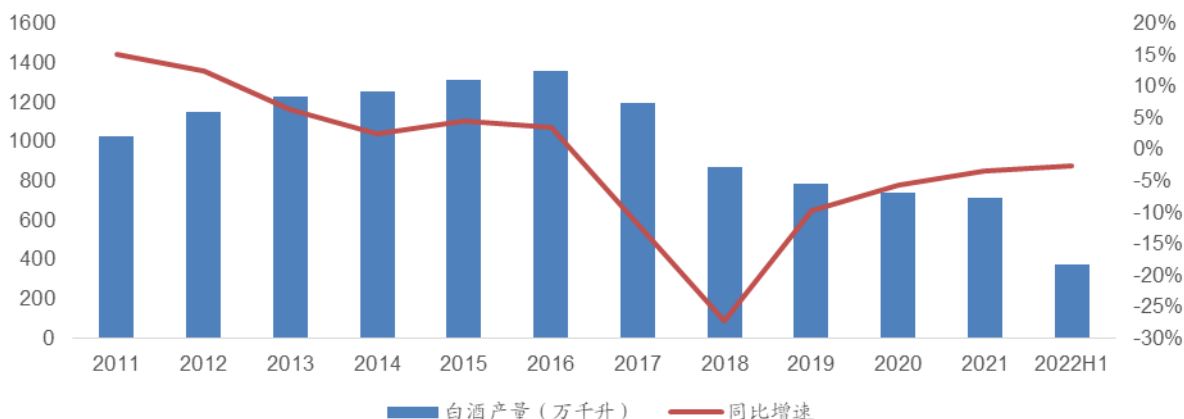
资料来源：公司公众号，东兴证券研究所

3.2.1 酒包：已覆盖主要头部白酒企业，收入快速增长

白酒产量下降速度有所放缓，预计酒盒市场规模超 500 亿元。受到“三公”消费减少、消费习惯变化、经济增速放缓等因素影响，我国白酒产量从 2016 年的峰值下降至 2021 年的低点，年均减少约 12%。近年来白酒产量下降速度已逐渐放缓，2021 年白酒总产量为 715.60 万千升，同比下降 3.39%。

若按照每瓶容量 500ml 换算，2021 年白酒产量相当于 143.12 亿瓶，其中部分产品使用纸盒作为外包装。根据中国酒业协会，2021 年我国“光瓶酒”（无包装箱的瓶装白酒）市场规模为 988 亿元，以中低端产品为主；假设其均价为 20 元，则数量相当于 49.40 亿瓶。若其余白酒产品共 93.72 亿瓶使用纸盒包装，且每个纸盒单价为 5.74 元/个（取柏星龙近 3 年酒包销售均价），则白酒纸盒包装的市场规模约为 538 亿元。若按照这一数字计算，公司目前酒包市占率约为 2.5%，仍有较大提升空间。

图25：我国白酒产量情况



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

白酒包装市场化程度提升，头部包企迎来酒包业务发展机遇。随着白酒品牌终端渠道份额竞争加剧，酒企越发重视产品包装的展示功能和营销价值；同时为了打击假货、维护品牌，酒企对于包装防伪技术的要求也在提升。这对于包装的研发设计和制造能力提出了更高要求，促使酒企通过公开招标遴选酒包供应商，或者与行业领先的酒包企业合资建厂等。在此机遇下，裕同科技、劲嘉股份、东风股份等头部纸包装企业纷纷布局或扩张白酒包装业务。

表2：部分包装企业近年来酒包业务拓展情况

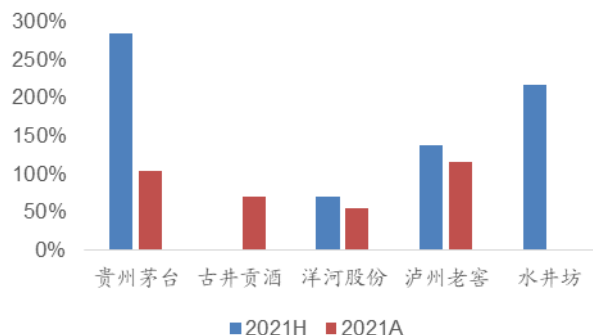
公司	近年来酒包业务拓展情况
裕同科技	2017 年以来陆续开发贵州茅台、洋河股份等新客户，广泛覆盖主要白酒企业客户。
劲嘉股份	2017 年与茅台技开司签署战略合作协议，参股申仁包装（茅台酒包供应商）；2019 年与五粮液集团旗下宜宾丽彩、精美印务分别签署战略合作协议、设立合资公司；2021 年设立遵义劲嘉，重点客户包括国台、习酒、山西汾酒等。
东风股份	2020 年进入贵州茅台的供应商体系，为贵州茅台、湄窖酒业、怀庄酒业等提供包装服务。
大胜达	2022 年收购四川中飞（客户覆盖茅台、国台、习酒、泸州老窖、小糊涂仙等）60% 股权，切入高端酒包业务。
美盈森	2020 年以来在江苏涟水、贵州习水等地投资建设包装基地，服务当地周边白酒客户。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司已覆盖主要酒企客户，供货份额逐步提升。公司在 2013 年正式进入白酒包装市场，成功与泸州老窖、古井贡酒达成战略合作协议，成为其包材供应商。此后公司陆续开发洋河股份、贵州茅台、水井坊等新客户，逐渐覆盖主流中高端白酒企业。2021 年，公司来自于贵州茅台、古井贡酒、泸州老窖、洋河股份的收入增速分别达到 104.0%、70.6%、116.6%、55.4%，表明公司通过进一步加深服务，在部分酒企包材供应中的份额有较明显提升。

图26：公司酒包部分主要客户

图27：公司来自部分客户的收入增速情况



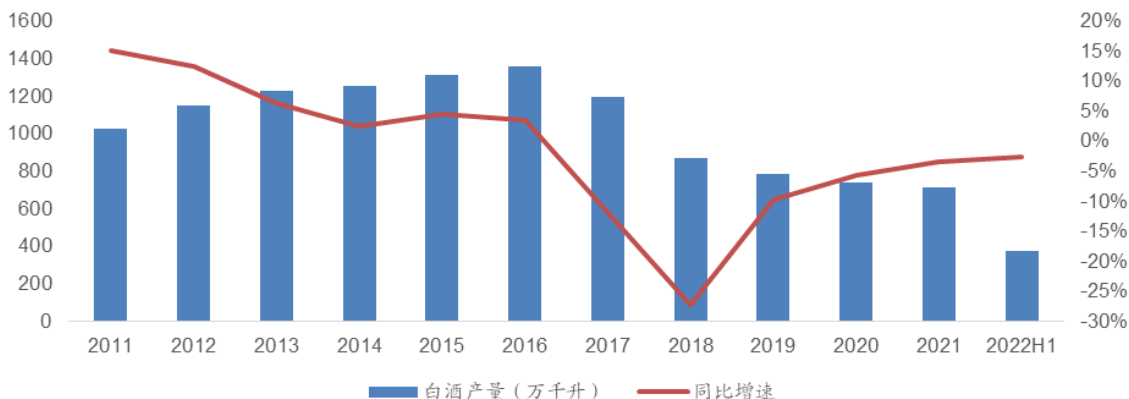
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

资料来源：公司公众号，东兴证券研究所

3.2.2 烟包：竞争格局变化，有望抓住机遇持续提升份额

国内卷烟产量水平平稳，预计烟包市场规模超 300 亿元。在人口增长放缓和控制吸烟率的背景下，近年来国内卷烟产量仅有略微增长。2021 年国内卷烟产量 24182.40 亿支（折合 4836.48 万箱），同比增长 1.34%，5 年复合平均增速为 0.30%。若按照 2021 年主要烟包企业产品均价 736.16 元/箱测算，则国内烟包市场规模约为 356 亿元。若按照这一数字计算，公司目前烟包市占率约为 2.5%，仍有较大提升空间。

图28：我国卷烟产量情况



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

卷烟包装招标进一步市场化，竞争格局有所变化。近年来卷烟包装招标进一步市场化，价格竞争有所加剧。例如根据长荣股份披露，2019 年末云南中烟即在招标中试点了“最低价中标”的竞价模式。同时从近年来相关上市公司的经营数据来看，烟包的销售价格有所下降。在此背景下，烟包行业以往较为稳定的竞争格局也发生了一定变化，部分未能及时适应竞争加剧的企业出现了客户订单流失的情况。另一方面，裕同科技、集友股份等包装企业加大烟包业务布局力度。我们认为公司凭借竞争优势有望持续提升市场份额。

图29：主要烟包上市公司产品单价（元/箱）

图30：主要烟包上市公司烟包销量情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

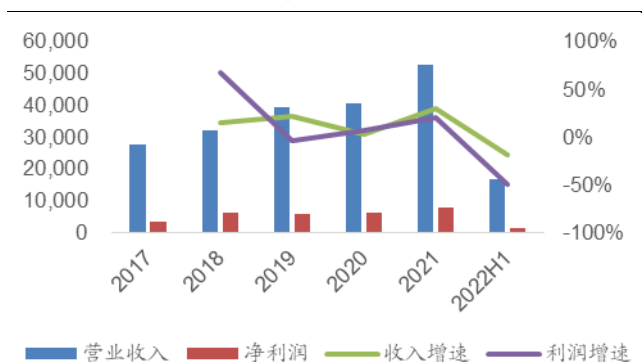
收购武汉艾特叠加自身市场拓展，客户覆盖多家省中烟公司。公司最早于 2008 年进入烟包市场，经过多年发展已成功服务多家中烟公司。同时公司在 2017-2018 年分别以 5770 万元和 16740 万元价格，收购了武汉艾特纸塑包装有限公司 20%和 31%的股权，实现对其控股。武汉艾特成立于 2003 年，在被公司收购前已有湖北中烟、湖南中烟、河南中烟、四川中烟等客户。被公司收购后，武汉艾特业绩实现快速增长，2019-2021 年营业收入与净利润复合增速分别为 18.02%和 8.25%。2022 年上半年收入利润有所下滑，主要受到下游卷烟消费承压影响。

图31：公司服务的部分中烟公司及其产品



资料来源：公司公众号，东兴证券研究所

图32：武汉艾特收入与利润情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

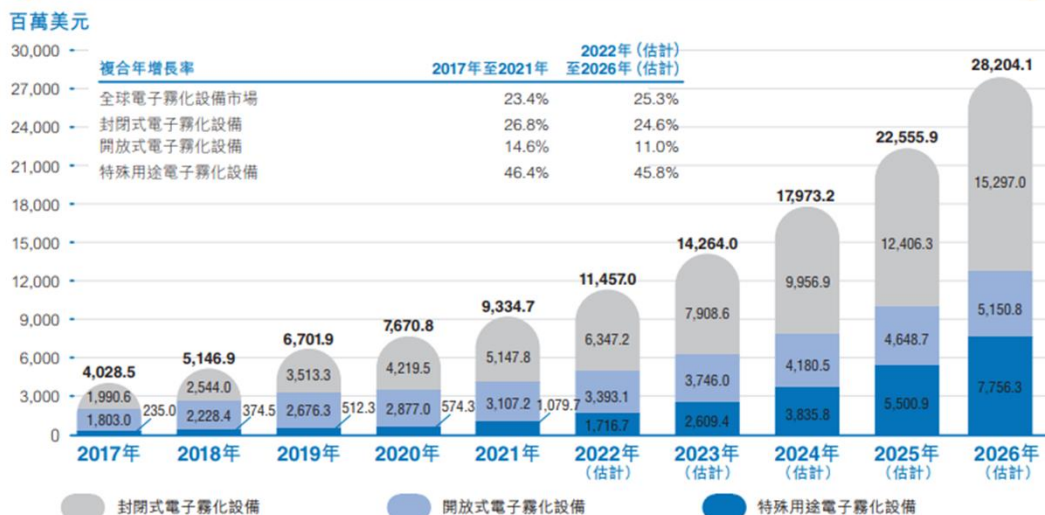
3.2.3 电子烟包装：已与国外客户建立合作

全球新型烟草销售增长迅猛，中长期或逐步替代卷烟。新型烟草作为传统卷烟有效的减害替代品类，近年来发展迅速。以雾化电子烟为例，根据弗若斯特沙利文的预测，2022-2026 年全球电子雾化设备将以 25.3%的复合增速增长。海外烟草各大巨头如英美烟草、菲莫国际等，也逐渐将未来发展重心转向新型烟草产品。

公司已与国际烟草客户建立合作。公司 2021 年电子烟包装收入 2 亿元，主要为国际烟草客户。全球电子烟的制造中心在中国，国内包装企业在电子烟包装配套方面具备地理优势，公司多年服务消费电子领域客户所具备的竞争力，亦有望在电子烟包装方面体现。

图33：电子烟市场规模展望

根據出廠價按收益劃分的全球電子霧化設備市場的市場規模，2017年至2026年（估計）



資料來源：弗若斯特沙利文，东兴证券研究所

3.3 环保包装：具备区位优势+产业链+研发与自动化多重优势，下游客户拓展顺利

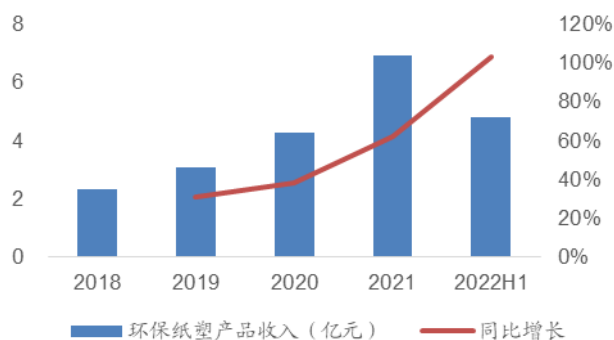
重点发展环保纸塑产品，销售收入快速增长。公司环保包装板块的主要产品是以竹浆、甘蔗渣等植物纤维制成的环保纸塑产品，具有可降解、无污染的特点。根据应用领域，公司环保纸塑产品可用于工业品或食品饮料包装（例如消费电子或烟酒产品包装盒的内托）和餐饮包装（例如一次性餐盒）。2021年，公司环保纸塑产品收入达到6.91亿元，同比增长62.07%，2018-2021年收入复合增速达到43.20%；2022年上半年，公司环保纸塑产品表现亮眼，实现收入4.82亿元，同比增长103.38%。

图34：公司环保纸塑产品示意图



資料來源：公司官网，东兴证券研究所

图35：公司环保纸塑板块收入与增速



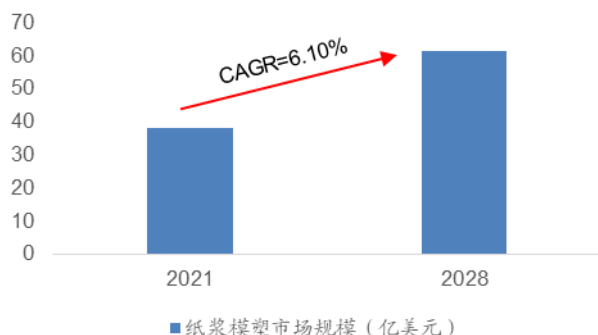
資料來源：公司公告，东兴证券研究所

3.3.1 替塑政策与环保理念驱动纸塑产品需求增长

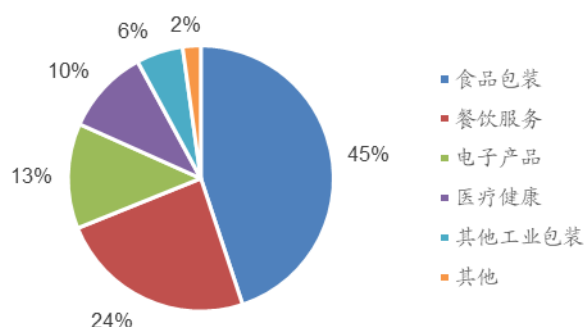
全球纸塑市场规模约250亿元，未来年均增速超过6%。根据Grand View Research的数据，2020年全球纸浆模塑市场规模为38.11亿美元（按照1:6.5249的汇率，折算约250亿元人民币），主要应用领域包括食品包装（占比44.9%）、餐饮服务（24.0%）、电子产品包装（12.8%）、医疗健康产品包装（10.4%）等。预计到2028年，全球纸塑市场将扩大至61.21亿美元（折算约400亿元人民币），年均复合增速6.10%。

图36：全球环保纸塑市场规模

图37：全球环保纸塑市场规模分领域占比



资料来源：Grand View Research，中国造纸杂志社产业研究中心《纸浆模塑行业发展现状及趋势》，东兴证券研究所



资料来源：Grand View Research，中国造纸杂志社产业研究中心《纸浆模塑行业发展现状及趋势》，东兴证券研究所

替塑政策与环保理念驱动纸塑产品需求增长。当前纸塑产品需求主要来自于海外市场。由于各国政府对于不可降解塑料制品的严格监管，叠加消费者的环保与可持续发展理念日益增强，环保纸塑产品在国外已形成较为成熟的市场，需求持续增长。国内市场方面，随着一系列限塑、禁塑政策的出台，环保纸塑产品的市场空间有望打开。

表3：部分国家与地区的限塑或禁塑政策

国家和地区	时间	政策文件	相关内容
中国	2020/1/19	《关于进一步加强塑料污染治理的意见》	到 2022 年底，县城建成区、景区景点餐饮堂食服务，禁止使用不可降解一次性塑料餐具。到 2025 年，地级以上城市餐饮外卖领域不可降解一次性塑料餐具消耗强度下降 30%。 到 2022 年底，全国范围星级宾馆、酒店等场所不再主动提供一次性塑料用品；到 2025 年底，实施范围扩大至所有宾馆、酒店、民宿。
中国	2021/9/8	《关于印发“十四五”塑料污染治理行动方案的通知》	持续推进一次性塑料制品使用减量，督促指导商品零售、电子商务、餐饮、住宿等经营者落实主体责任，督促指导电子商务、外卖等平台企业和快递企业制定一次性塑料制品减量平台规则。 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。
欧盟	2019/5/21	《一次性塑料指令》	2021 年 7 月 3 日起，禁止使用有非塑料材质替代品的一次性塑料制品，包括一次性塑料盘、餐具、吸管、气球棒等。
美国加利福尼亚州	2022/6/30	《塑料污染生产者责任法案》	从 2028-2032 年，一次性包装和一次性塑料食品服务器具的可回收率从 30%提升至 65%；到 2032 年 1 月，一次性包装和一次性塑料食品服务器具使用量减少 25%。
澳大利亚新南威尔士州	2021/11/16	《2021 年减塑和循环经济法案》	2022 年 11 月起，禁止包括一次性塑料吸管、餐具、碗碟等一次性塑料产品。

资料来源：发改委，欧盟委员会，美国加利福尼亚州政府官网，澳大利亚新南威尔士州议会，东兴证券研究所

3.3.2 公司具备多重竞争优势，下游客户开拓顺利

区位优势与产业链优势明显，注重研发与自动化生产。公司近年来快速建设多个环保包装生产基地，快速扩充产能占领市场的同时，区位优势广度亦处于行业前列。同时公司布局上游原材料生产，掌握产业链一体化优势。同时，公司积极加强环保包装材料研发与自动化生产能力，构筑竞争优势。

➤ **多点布局生产基地，强化交付能力。**公司目前已经建成投产的环保包装制造基地分布在江苏昆山、广东东莞、四川宜宾、海南海口、越南北宁等地，2021 年新设山东潍坊环保包装制品生产基地。广泛的地理

布局有利于公司拓展服务范围，完善生产交付布局，强化就近交付能力。

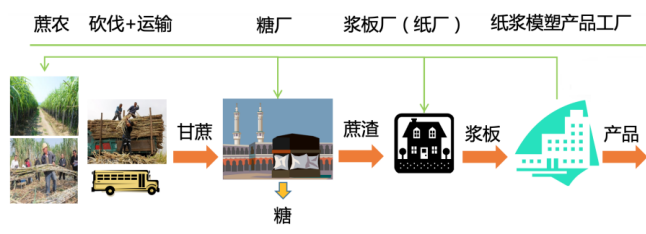
图38：公司环保包装基地分布情况



资料来源：裕同科技《裕同科技 2021 可持续发展报告》，东兴证券研究所

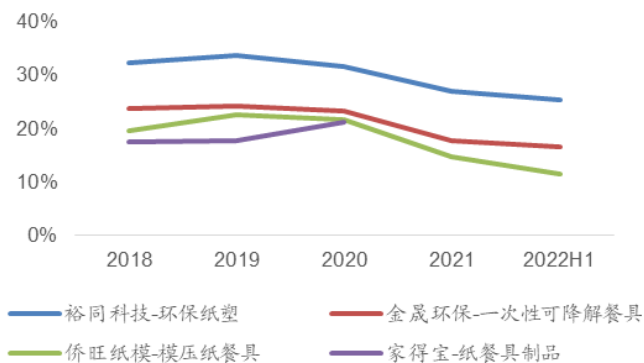
- **布局上游原材料供应，掌握产业链一体化优势。**公司与广西湘桂糖业集团成立合资公司，利用广西来宾当地甘蔗种植资源优势，依托甘蔗制糖产业链，建设有年产 6.8 万吨蔗渣浆板项目。原料基地保障了公司环保包装的原料供应稳定，并有助于公司建立成本优势。
- **加强环保包装研发与自动化水平，构筑竞争优势。**公司于 2021 年成立裕同环保研究院，全面开展绿色新材料前沿技术开发，未来将推进在新型植物纤维防水防油材料、高强度复合纸浆、生物降解材料改性及环保缓冲材料方面的开发，满足客户需求，构筑技术壁垒。公司还将在模具研发和设备研发方面加快进度，打造行业领先的生产效率。依托现有智能工厂的建设经验，公司计划在 2022 年完成环保包装首个智能工厂试点，并计划于 2024 年底在环保包装所有分子公司实现制造车间 MES+AGV+WMS 整体智能制造的串联。

图39：甘蔗制糖与蔗渣纸浆模塑产业链



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图40：公司环保纸塑产品与可比公司产品毛利率对比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

工业包装可与现有客户协同发展，餐饮包装客户开拓顺利。工业包装方面，公司的环保纸塑产品主要面向消费电子与烟酒行业客户，与精品盒业务形成协同。餐饮包装方面，公司在国际客户开拓方面进展顺利，2022年上半年不仅与航空餐饮产品与服务的全球领导者展开深度合作，还实现了对西班牙最大超市集团 Mercadona 和美国知名餐饮行业渠道商 Berk 的订单上量，订单份额得到大幅提升。国内市场方面，公司以及子公司宜宾裕同、海口裕同的纸浆模塑碗、纸浆模塑餐盒成功入选了“美团外卖青山计划 2021 年度绿色包装名录”，表明公司产品已获得国内客户的高度认可。

3.4 化妆品包装：收购江苏德晋布局塑料包装，开拓世界知名品牌客户

国内化妆品消费总体保持较快增长。2017-2021 年，国内化妆品类商品零售额复合增速达到 11.83%，保持快速增长趋势；2022 年受到疫情冲击和宏观经济因素影响，化妆品作为可选消费受到一定影响，但相对表现仍然较好。化妆品包装种类较为繁杂，一级包装包括塑料瓶罐、复合软管、玻璃瓶罐、金属气雾罐、功能部件等，二级包装主要为部分产品的纸质包装。

收购江苏德晋布局塑料精密包装，开拓世界知名化妆品客户。公司早期主要为化妆品客户提供纸质精品盒包装，2014 年成为玫琳凯的供应商之一。2018 年公司切入塑料精密包装领域，以 1.80 亿元收购江苏德晋塑料包装有限公司 70% 股权，扩充泵头、膏霜乳液瓶、真空瓶、睫毛膏管、粉饼盒、口红包装等产品，增强对于化妆品客户的服务能力。公司化妆品包装板块 2021 年实现收入 3.4 亿元，同比增长 17.24%；2022 年上半年实现收入 1.2 亿元，同比增长 13.34%。公司重点客户包括迪奥、欧莱雅、兰蔻、资生堂等世界知名品牌。

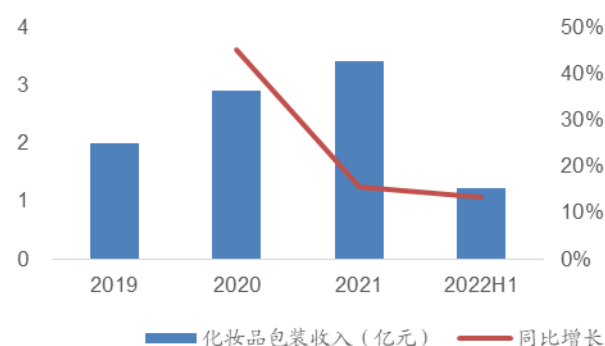
为了增强化妆品包装制造和服务能力，公司目前已布局专属车间，搭建专职服务团队，引进行业前沿印刷设备和专业、高速的印后自动化装备，并开发了一批业内具有竞争力的战略合作伙伴。公司化妆品包装业务未来有望进一步扩张，释放规模效应。

图41：我国化妆品类社零同比增速



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图42：公司化妆品板块收入情况

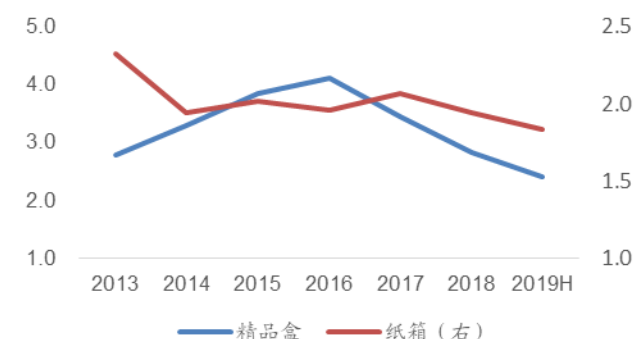


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 智能工厂逐步推广，业务结构优化，盈利能力有望企稳回升

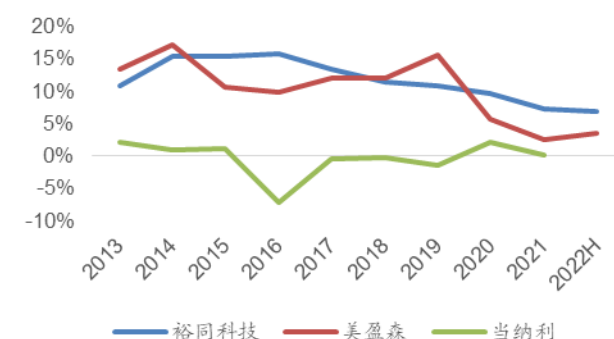
客户压价空间或已有限，降本增效与业务结构优化有助于公司改善利润率。公司过去几年的盈利能力在一定程度上受到消费电子大客户的压价影响，考虑到部分竞争对手（例如美盈森、当纳利）的盈利能力已经相对较弱，我们认为未来消费电子包装客户继续压价的空间较为有限。未来随着公司推广智能工厂模式降低人工成本，开拓烟酒包装、环保纸塑产品等毛利率较高的业务，叠加前期新增产能释放规模效应，公司整体盈利能力有望修复。

图43：公司部分产品价格情况（元/个）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图44：公司与部分竞争对手的净利率对比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

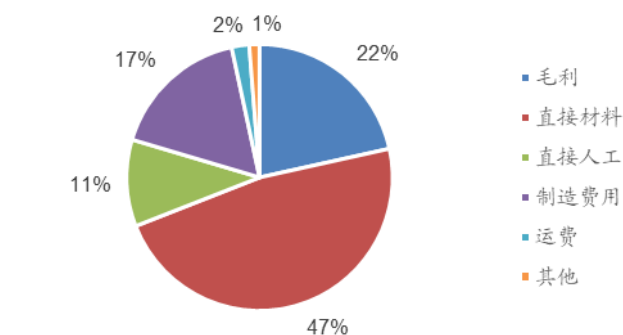
4.1 智能工厂模式大幅降低人工成本，未来有望大规模复制

许昌智能工厂基本实现全自动化，单个工厂人工成本可降低**50%**。2020年3月公司动工建设许昌智能工厂项目，2021年建成投产。许昌智能工厂打通供应商、客户的系统，从接单、开发、采购、制造、出货，全流程业务流、信息流与物流打通并实现实时同步；厂内仓储物流和车间运输环节基本不需要人力，而是由运送机器人和自动叉车式AGV完成，未来还将进一步完成成品全检环节的自动视觉检测替代。智能工厂模式预计可以降低单个工厂50%的人工成本，提升制造效率；即便综合考虑固定资产的折旧摊销，仍可有效提升单个工厂的盈利能力。

多地复制智能工厂模式，推动公司整体降本增效。许昌智能工厂成功运营之后，可以为其他工厂输出自动化模块、软硬件系统、工程师人才资源等，助力公司在未来根据客户、产品、工厂成熟度等条件，对其他工厂进行智能化改造。截至2022年6月，公司合肥智能工厂已改造完成并投产，武汉智能工厂第一阶段初见成效，湖南智能工厂也在规划建设中。

2021年公司人工成本约占主营业务收入的11%，假设公司未来50%的产能采用智能工厂模式，则意味着主营业务的毛利率可以提振超过2.5个百分点；即便新增设备投入使得未来制造费用有所增加，公司整体毛利率预计仍将明显改善。

图45：公司纸制品包装成本与毛利结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图46：许昌裕同工厂自动机器人



资料来源：海康机器人，东兴证券研究所

智能工厂模式具备壁垒，公司成本效率将与竞争对手拉开差距。许昌智能工厂的模式难以被竞争对手模仿，主要体现在：（1）智能工厂所需的非标自动化设备主要由公司自主设计研发、组装、调试和上线，其背后是

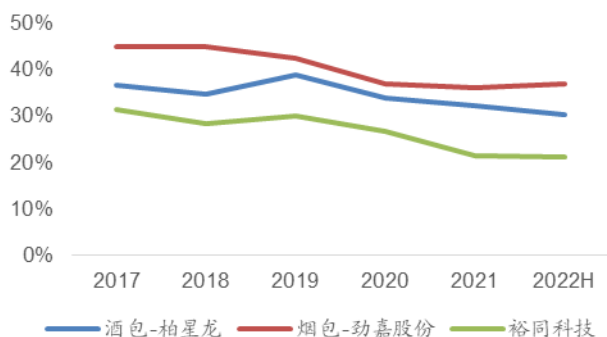
拥有近 300 位工程师组成的自动化研发团队；(2) 智能工厂模式相对优势的发挥，需要大客户批量订单的规模优势支持，背后是公司强大的客户资源基础；(3) 智能工厂前期投资额较大，对于管理能力也有一定要求。因此，智能工厂模式有望进一步拉大公司与竞争对手在成本和效率上的差距，巩固公司相对于竞争对手的盈利能力优势。

4.2 非消费电子包装业务占比提升，有望提升综合毛利率

烟酒包装行业平均毛利率较高，公司环保纸塑产品毛利率高于传统业务。(1) 酒包方面，主营业务同样为白酒包装的柏星龙，2017-2021 年酒包业务毛利率保持在 30%-40%；(2) 烟包方面，尽管近两年行业竞争有所加剧，但是头部企业如劲嘉股份的烟包毛利率仍然达到 30%以上。(3) 环保纸塑产品方面，公司环保纸塑业务 2019-2021 年毛利率在 27-34%之间。以上业务毛利率均高于公司目前的综合毛利率水平。

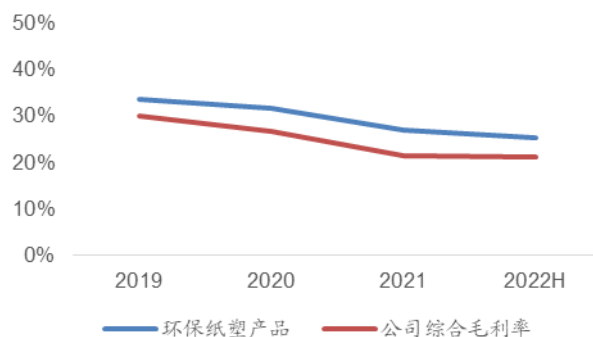
新品类毛利率优势有望保持，品类结构多元化将提升综合毛利率。我们认为烟酒包装与环保纸塑产品的毛利率将在一段时间内持续高于消费电子包装，一方面烟酒包装市场化程度仍低于消费电子包装，另一方面环保纸塑仍处于快速发展时期，客户或将给予一定溢价空间。对于公司而言，随着公司在新品类方面逐渐积累经验，释放规模效应，其盈利能力有望向行业头部公司看齐。考虑到公司消费电子业务发展已经较为成熟，烟酒包装、环保纸塑产品的收入增速将相对更快，其收入占比将逐渐提升，从而提升公司综合毛利率水平。

图 47：烟酒包装可比公司与裕同科技毛利率对比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 48：公司环保纸塑产品毛利率情况



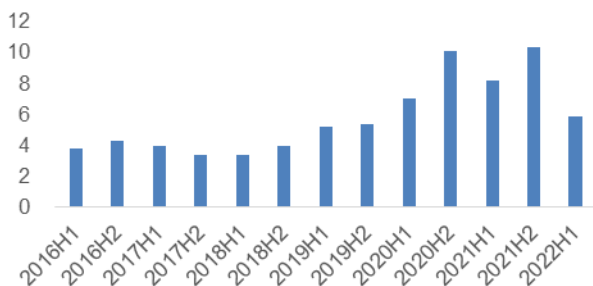
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.3 资本开支高峰已过，规模效应有望逐渐增强

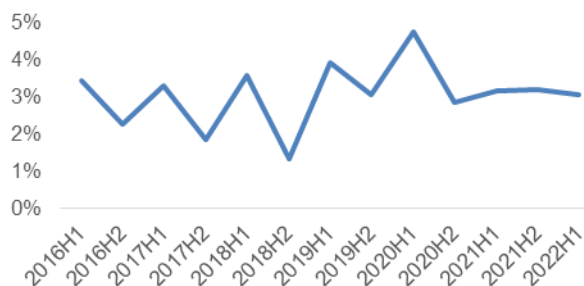
前期投建产能陆续落地，规模效应逐步释放有利于利润率改善。公司上市以来资本开支规模较大，主要是在国内和海外各地新建或扩建了多个生产基地，配合订单增长与业务多元化而进行产能扩张。随着公司产能布局趋于完善，未来资本开支规模或有所回落。新增产能爬坡期间，盈利能力相对受限；后续随着产能利用率和资产使用效率的提升，规模效应进一步显现，将有助于改善公司的利润率水平。

图 49：公司资本开支规模

图 50：公司固定资产折旧与收入的比重



■ 资本开支 (亿元)



— 固定资产折旧/营业收入

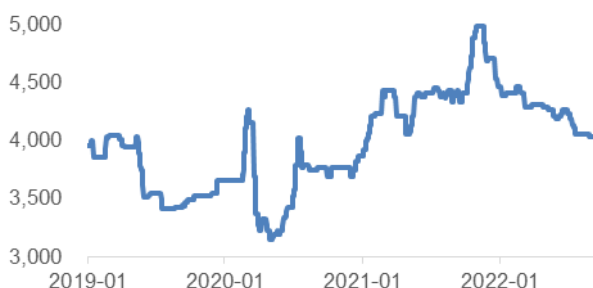
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

4.4 短期: 成本端受益于纸价疲软, 人民币兑美元贬值有望增厚利润

年内纸价或继续承压, 有利于公司旺季盈利能力表现。公司产品的主要原材料包括瓦楞纸、白板/卡纸、铜版纸、双胶纸等, 2018 年采购成本分别占营业成本的 12%、10%、9%、2%, 分别占原材料成本的 21%、17%、15%、3%。受到疫情频发、整体需求疲软的影响, 2022 年以来瓦楞纸、白板纸价格呈现下滑趋势, 白卡纸、铜版纸、双胶纸价格处于较低水平; 进入 9 月传统旺季后, 仅有双胶纸价格有所提振, 其他纸种价格预计仍将明显承压。由于下半年是公司产销旺季, 原材料价格处于低位有利于公司旺季盈利的释放。

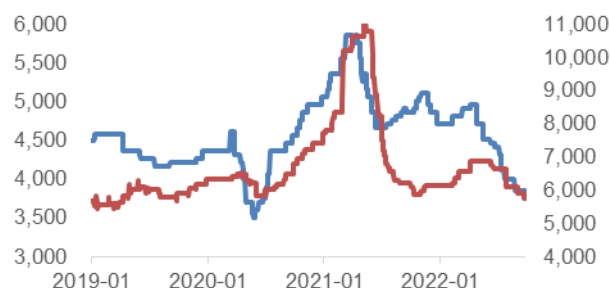
图51: 瓦楞纸价格情况 (元/吨)



— 瓦楞纸出厂价

资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

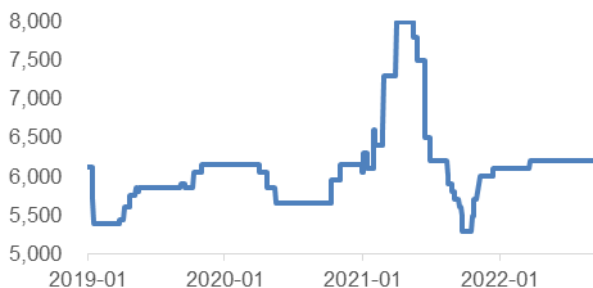
图52: 白板纸、白卡纸价格情况 (元/吨)



— 白板纸出厂价 — 白卡纸市场价(右轴)

资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

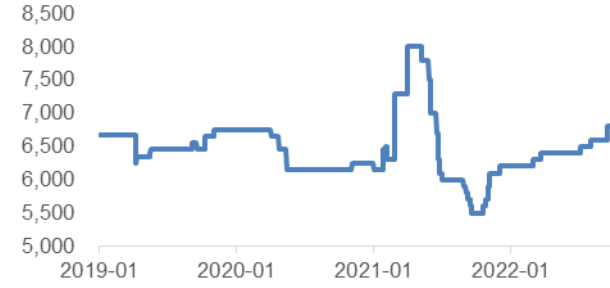
图53: 铜版纸价格情况 (元/吨)



— 铜版纸出厂价

资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

图54: 双胶纸价格情况 (元/吨)



— 双胶纸出厂价

资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

人民币兑美元贬值，公司利润有望增厚。公司服务诸多国际客户，其收入构成中约有 40%左右的美元收入；公司部分进口原材料亦使用美元结算，但规模相对较小（以 2018 年为例，美元采购额不足美元收入的 1/5）。因此当人民币兑美元贬值时，公司利润将有所增厚。假设美元结算收入占比 40%，美元计价成本为美元收入的 1/5，基于 2021 年收入成本数据，当人民币兑美元汇率贬值 5%时，公司毛利率可增加 1.15 个百分点。截至 2022 年 9 月 23 日，人民币兑美元汇率相比年初已贬值超过 12%，相比年中已贬值超过 6%。

公司拥有一定规模美元的外币货币性资产（主要为应收账款），在人民币兑美元贬值时产生汇兑收益，反之产生汇兑损失。不过由于公司同时采取了外汇套期保值等手段，汇兑损益波动对盈利造成的影响相对有限。

图55：人民币兑美元汇率



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

预计消费电子包装收入增速保持平稳，其他包装收入快速增长。（1）消费电子包装：2022 年以来消费电子行业增速整体承压，但是公司市场份额提升下仍实现稳健增长，同时收购仁禾智能、华宝利电子将带来一定收入增量。我们预测未来 3 年收入增速在 12-16%左右。（2）烟酒包装：公司在烟酒包装市场占有率目前仍然较低，随着前期布局积累，业务发展已步入快车道。预计未来 3 年烟酒包装处于 20%左右的增速水平（2022 年受宏观经济影响增速略受影响）。（3）环保包装：公司下游客户开拓顺利，新建产能投产爬坡，收入有望继续快速放量，预计未来 3 年收入增速在 35-60%左右。（4）其他包装：公司在化妆品、大健康、日化包装等领域同样具备竞争力，预计未来 3 年收入增速在 15-20%左右。

预计利润率触底反弹，未来将逐步回升。受益于原材料价格同比回落，汇兑损益的改善，我们预计 2022 年公司利润率有望得到改善。未来随着公司内部降本增效和业务结构的优化，利润率有望进一步回升。

表4：未来三年公司收入与毛利率预测

		2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	亿元	117.89	148.50	175.33	206.74	239.00
yoy	%	19.75%	25.97%	18.07%	17.92%	15.60%

按下游行业分类：

		2020	2021	2022E	2023E	2024E
消费电子	亿元	87.30	94.00	109.04	125.40	140.44
yoy	%	16.40%	7.67%	16.00%	15.00%	12.00%
酒包	亿元	7.70	13.30	15.69	18.83	22.60
yoy	%	16.67%	72.73%	18.00%	20.00%	20.00%
烟包	亿元	5.50	8.80	10.12	12.45	14.94
yoy	%	10.00%	60.00%	15.00%	23.00%	20.00%
环保纸塑	亿元	4.27	6.91	11.06	16.04	21.65
yoy	%	38.61%	62.07%	60.00%	45.00%	35.00%
化妆品	亿元	2.90	3.40	4.01	4.81	5.78
yoy	%	45.00%	17.24%	18.00%	20.00%	20.00%
其他包装	亿元	7.73	19.39	22.30	25.65	29.50
yoy	%	57.55%	150.90%	15.00%	15.00%	15.00%
非主营业务业务	亿元	2.49	2.69	3.10	3.56	4.10
yoy	%	33.71%	8.01%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	%	26.83%	21.54%	22.09%	23.46%	24.05%
yoy	pct.	(3.20)	(5.29)	0.55	1.37	0.59

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

盈利预测与投资评级：预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 14.34、16.93、21.02 亿元人民币，EPS 为 1.54、1.82、2.26 元，目前股价对应 PE 分别为 19.53、16.54、13.33 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

6. 风险提示

国内外下游需求弱于预期，收购标的公司业绩不达预期，行业竞争显著加剧，智能工厂推进不及预期，原材料价格大幅上涨，人民币汇率大幅升值。

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表		单位:百万元			
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	10250	11021	13036	15215	17473	营业收入	11789	14850	17533	20674	23900
货币资金	2337	2664	3156	3721	4302	营业成本	8626	11652	13660	15823	18152
应收账款	5223	5594	6604	7788	9003	营业税金及附加	64	81	89	105	122
其他应收款	161	107	127	150	173	营业费用	324	364	421	486	550
预付款项	265	296	332	375	423	管理费用	764	814	964	1127	1291
存货	1518	1779	2086	2416	2772	财务费用	254	181	6	151	153
其他流动资产	129	265	386	386	386	研发费用	497	586	675	796	920
非流动资产合计	6337	7689	9004	9435	9771	资产减值损失	-87.11	-93.80	-109.30	-128.23	-148.80
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	57.17	-28.19	120.00	0.00	0.00
固定资产	4513	5001	5768	6031	6209	投资净收益	38.81	105.18	10.00	10.00	10.00
无形资产	685	725	761	795	828	加: 其他收益	73.33	65.55	60.00	60.00	60.00
其他非流动资产	311	531	531	531	531	营业利润	1353	1215	1802	2128	2634
资产总计	16587	18709	22040	24650	27244	营业外收入	6.51	8.47	20.00	20.00	20.00
流动负债合计	6493	7524	9108	10307	11146	营业外支出	26.43	19.02	32.00	32.00	32.00
短期借款	2835	3320	4407	5023	5232	利润总额	1333	1204	1790	2116	2622
应付账款	2305	2511	2903	3363	3858	所得税	185	136	286	339	420
预收款项	50	74	102	135	173	净利润	1147	1068	1504	1777	2203
一年内到期的非流动负债	199	665	665	665	665	少数股东损益	27	51	70	84	101
非流动负债合计	1348	1619	2139	2139	2139	归属母公司净利润	1120	1017	1434	1693	2102
长期借款	1039	1192	1712	1712	1712	主要财务比率					
应付债券	67	0	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	7841	9142	11247	12446	13285	成长能力					
少数股东权益	240	306	376	460	560	营业收入增长	19.75%	25.97%	18.07%	17.92%	15.60%
实收资本(或股本)	934	931	931	931	931	营业利润增长	6.24%	-10.18%	48.38%	18.05%	23.79%
资本公积	2191	2059	2059	2059	2059	归属于母公司净利润增长	7.20%	-9.19%	40.97%	18.08%	24.12%
未分配利润	5297	6038	7171	8509	10169	获利能力					
归属母公司股东权益合计	8506	9261	10418	11745	13399	毛利率(%)	26.83%	21.54%	22.09%	23.46%	24.05%
负债和所有者权益	16587	18709	22040	24650	27244	净利率(%)	9.73%	7.19%	8.58%	8.60%	9.22%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	6.75%	5.44%	6.51%	6.87%	7.71%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	13.17%	10.98%	13.77%	14.42%	15.69%
经营活动现金流	1003	1168	844	1538	2023	偿债能力					
净利润	1147	1068	1504	1777	2203	资产负债率(%)	47%	49%	51%	50%	49%
折旧摊销	498.16	581.46	615.83	778.28	874.57	流动比率	1.58	1.46	1.43	1.48	1.57
财务费用	254	181	6	151	153	速动比率	1.34	1.23	1.20	1.24	1.32
应收帐款减少	-1154	-371	-1011	-1183	-1215	营运能力					
预收帐款增加	9	24	28	33	38	总资产周转率	0.81	0.84	0.86	0.89	0.92
投资活动现金流	-2025	-1605	-1703	-1099	-1079	应收账款周转率	3	3	3	3	3
公允价值变动收益	57	-28	120	0	0	应付账款周转率	6.11	6.17	6.48	6.60	6.62
长期投资减少	0	0	-314	0	0	每股指标(元)					
投资收益	39	105	10	10	10	每股收益(最新摊薄)	1.20	1.09	1.54	1.82	2.26
筹资活动现金流	1631	444	1350	127	-364	每股净现金流(最新摊薄)	0.65	0.01	0.53	0.61	0.62
应付债券增加	67	-67	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	9.11	9.95	11.20	12.62	14.40
长期借款增加	280	153	520	0	0	估值比率					
普通股增加	57	-4	0	0	0	P/E	25.10	27.53	19.53	16.54	13.33
资本公积增加	1299	-131	0	0	0	P/B	3.31	3.02	2.69	2.38	2.09
现金净增加额	610	7	491	565	581	EV/EBITDA	14.65	16.13	13.37	10.77	8.86

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	东兴证券轻工纺服行业中期策略：坚守景气赛道，关注机遇与挑战	2022-05-31
行业深度报告	东兴证券轻工纺服行业 2022 年年度策略：品类崛起与品牌破圈	2021-12-07

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，现任轻工制造行业分析师，研究方向为造纸、包装、电子烟。

研究助理简介

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年加入东兴证券研究所，轻工制造行业研究助理，主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526