

裕同科技 (002831.SZ)

增持 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

多元开拓+智能改造打开盈利空间， 提高分红回馈股东

公司简介

纸包装领军企业，消费电子为基，多元稳步开拓。公司立足手机等消费电子包装（22年收入占比67%），积极展开“1+N”战略布局，先后拓展烟酒、环保纸塑等较高附加值大消费包装领域，第二成长曲线清晰，2021-2023Q1-3 营收同比+26.0%/+10.2%/-10.2%，净利率8.1%、11.0%、10.9%。

投资逻辑

全球布局&智能化推进，放大效率优势&夯实展客基础。公司作为纸包装行业龙头提升竞争力的路径在于：

1) 绑定赛道空间广阔&具备消费升级属性的优质大客户提升粘性。前期伴随消费电子产业链进行全球布局，当前拥有100多家分/子公司，且海外产能利用率优于国内。

① 绑定头部优质消费电子品牌，行业稳健修复预期下，折叠屏手机、可穿戴设备、AI手机带来结构性增量，头部客户份额有望稳步提升，我们预计23-25年消费电子包装营收-5%/+13%/+13%。

② 烟酒/环保包装多元化进展后续有望加速开拓。21/22年非ICT包装类客户增速贡献10.3%/2%，凭借较好的客户交付服务能力，有望在市场化招标背景下切入客户新系列招标获取增量份额，我们预计23-25年消费等非ICT包装营收-6.4%/+18.8%/+21.2%。

2) 精益管理提升盈利能力：通过智能化工厂等方式强化人员成本管控/库存管理。公司以许昌工厂为起点不断进行多工厂智能化改造，2016-2022年公司直接人工成本占营业成本的比重从18.1%下降到13.5%，数字化系统匹配精准控制库存提高周转效率。

未来三年提升分红比例，回馈股东。1) 资本开支进入回落周期，分红能力提升。2022/2023Q1-3 资本开支分别为16.0/5.9亿元，同比-13%/-32%。2) 提高分红：公司公告2023年度至2025年度，每年以现金形式分配利润不少于当年归属母净利润的60%。

盈利预测、估值和评级

我们采用市盈率相对估值法，预测公司23-25年收入分别为159.3/181.6/208.3亿元，同比-2.7%/+14.0%/+14.7%，归母净利润14.9/17.5/20.7亿元，同比-0.1%/+17.8%/+18.3%，当前股价对应公司24-25年PE分别为13/11X，考虑到公司在包装领域的龙头地位，烟酒包装、环保纸塑有望打开增量空间，给予公司24年17XPE估值，对应目标价32元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

下游需求不及预期风险；原材料价格波动的风险；汇率波动的风险；核心客户流失风险。

轻工组

分析师：尹新悦 (执业 S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓 (执业 S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：25.15 元

目标价 (人民币)：32.00 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14,850	16,362	15,927	18,164	20,830
营业收入增长率	25.97%	10.18%	-2.66%	14.04%	14.68%
归母净利润(百万元)	1,017	1,488	1,486	1,751	2,071
归母净利润增长率	-9.19%	46.27%	-0.15%	17.83%	18.33%
摊薄每股收益(元)	1.093	1.599	1.597	1.881	2.226
每股经营性现金流净额	1.25	2.82	2.86	2.57	2.91
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.98%	14.53%	13.83%	15.30%	16.88%
P/E	30.82	20.68	15.62	13.26	11.20
P/B	3.38	3.00	2.16	2.03	1.89

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

1 全球包装龙头企业，大包装业务多元布局.....	5
2 多产能布局/智能化效率提升强化竞争优势，格局优化可期.....	7
2.1 行业表现分散，龙头凭借各环节强管理/优质交付能力，带动份额提升.....	7
2.2 全球布局&智能化推进，放大效率优势&夯实展客基础.....	8
2.3 产能布局尾声资本开支放缓，提高分红率积极回报股东.....	11
3 成长驱动：烟酒&环保多点开花，消费电子稳健成长.....	13
3.1 消费电子：存量客户稳步修复，开拓仁禾、华宝利把握结构性增量机会.....	13
3.2 大消费包装：多元化布局成效显著，环保&烟包有望加速.....	15
3.2.1 环保纸塑：拓客、拓品类，产能利用率提升，中期看好量利齐升.....	16
3.2.2 烟酒包装：长期提份额可期，短期受拓客节奏等影响扰动.....	18
3.3 盈利提升空间如何看？——客户多元化，精细化成本管控，原料成本压力可控.....	20
4 盈利预测与投资建议.....	22
4.1 盈利预测.....	22
4.2 投资建议.....	23
5 风险提示.....	23

图表目录

图表 1：裕同科技发展历程.....	5
图表 2：2017-23Q1-3 公司营收稳健增长.....	6
图表 3：2023Q1-3 公司归母净利润同比-3.3%.....	6
图表 4：公司核心客户覆盖消费电子、酒包等头部知名品牌.....	6
图表 5：消费电子包装业务收入占比超 60%.....	7
图表 6：分业务增速来看，消费电子包装表现稳健，环保/烟包类快速成长.....	7
图表 7：裕同收入增速高于行业整体.....	7
图表 8：裕同收入增速高于头部纸包企业营收（亿元）.....	7
图表 9：与竞争对手相比，裕同毛利率表现优势明显.....	8
图表 10：2017-2022 公司前五大客户收入占比整体呈下行趋势.....	8
图表 11：公司海外营收保持快速成长.....	8
图表 12：裕同科技全球工厂布局.....	9
图表 13：裕同全球化工厂布局.....	9
图表 14：裕同智能工厂建设思路和成果梳理.....	10
图表 15：裕同智能工厂建设进度.....	10
图表 16：可比公司生产人员人均营收(万元)对比.....	11

图表 17: 公司生产人员人效稳步提升.....	11
图表 18: 22 年起资本开支呈放缓趋势.....	11
图表 19: 资本性支出/折旧与摊销 21 年以来进入下行趋势.....	11
图表 20: 公司投资资本回报率表现.....	12
图表 21: 公司分红与股息率.....	12
图表 22: 经营性净现金流/归母净利润指标比较.....	13
图表 23: 分红总额/经营性净现金流指标比较.....	13
图表 24: 全球智能手机出货量及增速.....	13
图表 25: 联发科月度营收及增速.....	13
图表 26: 全球 PC 出货量及增速.....	14
图表 27: 舜宇光学科技手机镜头出货量及增速.....	14
图表 28: 裕同科技较同业竞争对手净利率高 3-10pct.....	14
图表 29: 仁禾智能营业收入与净利润.....	15
图表 30: 华宝利营业收入与净利润.....	15
图表 31: 裕同各业务增速贡献.....	15
图表 32: 公司股权收购进展.....	16
图表 33: 可转债募资使用情况.....	16
图表 34: 纸浆模塑和生物可降解材料制品对比.....	16
图表 35: 各公司纸浆模塑业务营收体量 (百万元) 对比.....	17
图表 36: 各公司纸浆模塑业务毛利率对比.....	17
图表 37: 19-22 年公司环保纸塑产品营收复合增速 53.4%.....	17
图表 38: 环保纸塑产品毛利率.....	17
图表 39: 植物纤维餐饮包装应用领域.....	18
图表 40: 植物纤维工业包装应用领域.....	18
图表 41: 环保包装产能投放进度.....	18
图表 42: 2022 年烟包业务营收同比-8.3%.....	18
图表 43: 2022 年酒包业务营收同比-3.4%.....	18
图表 44: 烟包行业企业毛利率较高.....	19
图表 45: 酒包行业企业毛利率较高.....	19
图表 46: 烟包客户短期进展.....	19
图表 47: 裕同科技毛利率复盘.....	20
图表 48: 原材料占成本比例在 60%左右.....	20
图表 49: 供应商集中度较低.....	20
图表 50: 部分主要原材料价格 (元/吨).....	21
图表 51: 部分主要原材料价格同比及环比变化.....	21

图表 52: 2022 年中下旬以来人民币贬值明显.....	21
图表 53: 2022 年汇兑损益实现正向利润贡献.....	21
图表 54: 裕同科技费用管控优化.....	22
图表 55: 公司主要业务营收及毛利率预测.....	23
图表 56: 可比公司估值.....	23

1 全球包装龙头企业，大包装业务多元布局

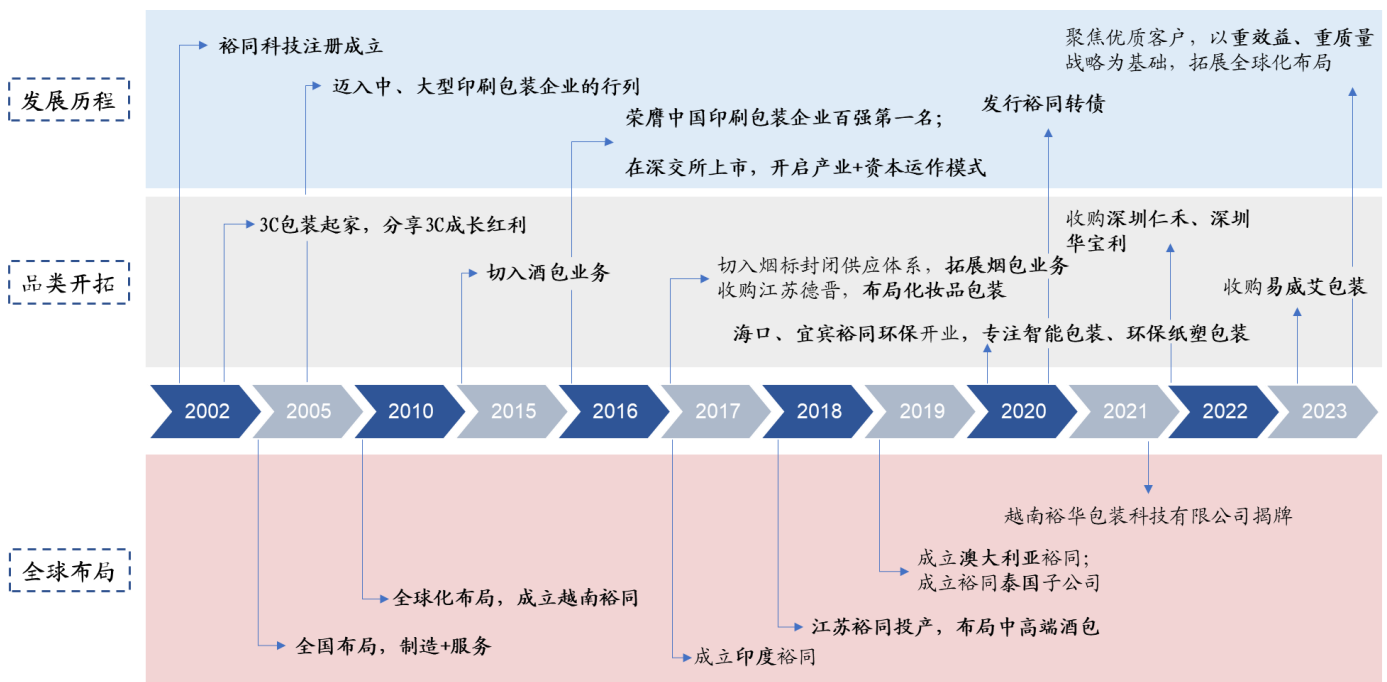
裕同科技成立于 2002 年，于 2016 年 12 月 16 日在深交所上市，主要从事纸质印刷包装产品的研发、生产与销售，为客户提供设计、研发、生产及配送等一体化深度服务，包装业务涵盖六大核心领域：消费电子、酒、个人护理、食品、医疗保健、烟草。

1) 1996-2008 年：抓住时代机遇，分享消费电子红利。1996 年成立包装工厂，主要从事纸箱的生产及销售业务。21 世纪初，随着消费电子行业的快速发展以及国外制造向国内的逐步转移，公司抓住机遇在 2000 年成为索尼新款游戏机包装的供应商，正式进入消费电子领域。2002 年公司营业收入突破 2 亿元人民币，进入高速发展阶段。在 2005 年完成“制造+服务”的全国性布局，2007 年荣膺中国印刷企业百强第 20 名，私营企业之首。

2) 2008-2015 年：转型“制造+服务”企业，开启全球化布局。公司于 2008 年金融危机后，将发展定位转变为“高端品牌包装整体解决方案提供商”，在为客户提供从产品设计、物流到品牌管理等一系列服务的同时，坚持技术创新策略，设立了集团印刷技术中心、包装技术中心和包装科技研究院等各类研发部门。2010 年开启全球化战略布局成立越南裕同，随后在 2017、2019 年分别成立印度裕同、澳大利亚裕同，产能基地布局全球化。

3) 2015-至今：全面发展战略，打造新增长曲线。2015 年公司开启全面战略发展，研发环保包装、智慧物联、云包装。随着 3C 产业链景气下行，公司展开“1+N”战略布局，拓展酒包、烟标、化妆品、大健康、环保纸塑等市场。公司于 2017 年收购武汉艾特切入烟标，2018 年收购江苏德晋布局化妆品包装，2020 年成立宜宾裕同环保，2022 年收购仁禾智能切入软包。23 年 4 月，公司收购易威艾包装。公司摆脱单一行业周期影响，且大消费包装领域相较消费电子板块利润率更高，目前涵盖的客户包括红塔集团、茅台、五粮液、宝洁、LV、迪奥、小罐茶等国内外知名企业。

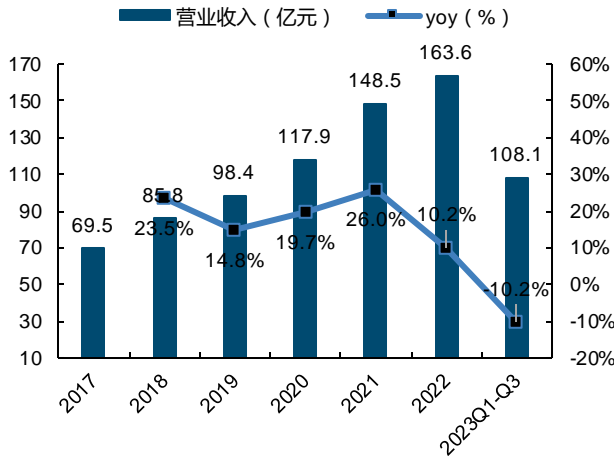
图表1：裕同科技发展历程



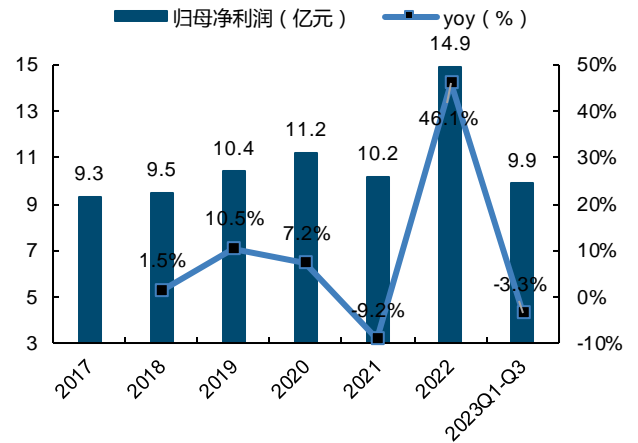
来源：公司公告，国金证券研究所

高端包装领军者，营收利润稳健增长。2021/2022/2023Q1-3 公司营收分别为 148.5/163.6/108.1 亿元，同比+26.0%/+9.5%/-10.2%，归母净利润分别为 10.2/14.9/9.9 亿元，同比-9.2%/+45.5%/-3.3%。营收的快速增长得益于公司近年来积极布局的新兴细分市场和新业务，在深耕消费电子包装市场、不断提升高毛利品份额的基础上，不断拓展有潜力、有价值的新兴细分市场。

图表2: 2017-23Q1-3 公司营收稳健增长



图表3: 2023Q1-3 公司归母净利润同比-3.3%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

3C 包装龙头地位稳固, 多元化布局打开成长天花板。

公司基本实现 3C 行业客户全面覆盖, 是苹果、华为、联想、三星、索尼等头部公司的供应商。近年来, 消费电子类客户销售占比有所下降, 2014-2022 年 3C 包装销售占比从 87.3% 降至 67.3%。公司前五大客户的销售集中度整体保持下降趋势, 2017-2022 年从 54% 降至 38.42%, 其业务范围、客户范围不断拓展。

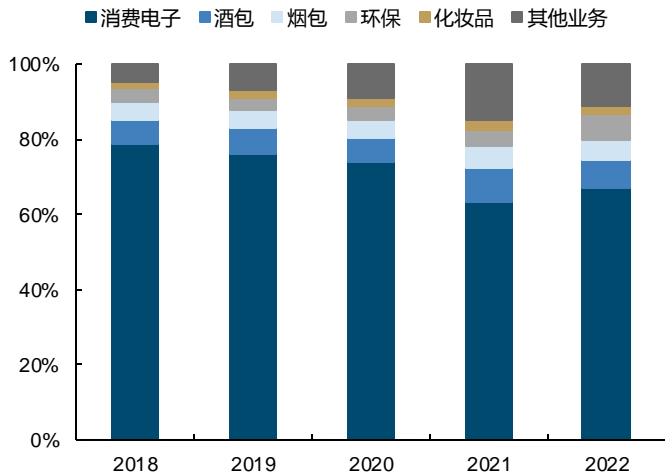
公司自 2015 年开启多元化战略, 积极切入新市场。烟酒消费、化妆品、环保纸塑等领域相较于 3C 包装的利润率更高, 第二成长曲线清晰, 表现突出。受外部因素影响, 酒包、烟包业务营收增速短期小幅下跌, 环保业务营收增长显著, 2022 年增速分别为 -8.3% / -3.4% / +62.3%, 化妆品业务实现小幅增长, 逐步成为驱动公司持续、稳定增长的重要因素。

图表4: 公司核心客户覆盖消费电子、酒包等头部知名品牌

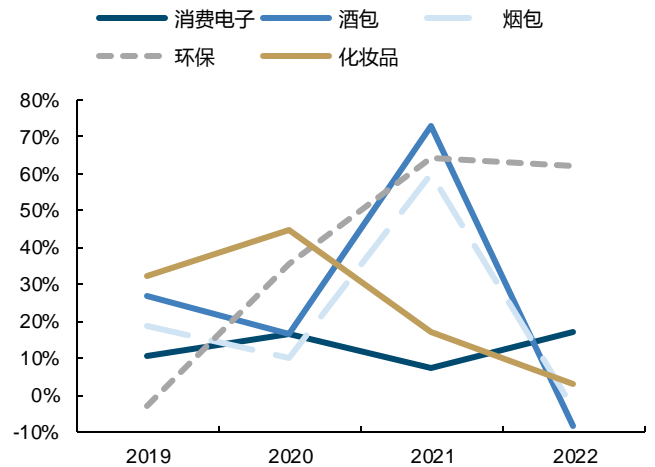
业务	核心客户
ICT	Google, SAMSUNG, MI, SONY
酒包	贵州茅台集团, 泸州老窖, 五粮液, WULIANGYE
烟包	中国烟草 CHINA TOBACCO, 黄鹤楼, 和天下, 红塔集团 KUNSHI GROUP
环保	钟薛高 CHONGXUEGAO, ITOCHU, MULTIVAC, STARBUCKS
化妆品	Dior, SHISEIDO GINZA TOKYO, L'ORÉAL PARIS, Unilever

来源: 公司官方微信公众号, 国金证券研究所

图表5: 消费电子包装业务收入占比超60%



图表6: 分业务增速来看, 消费电子包装表现稳健, 环保/烟包类快速成长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

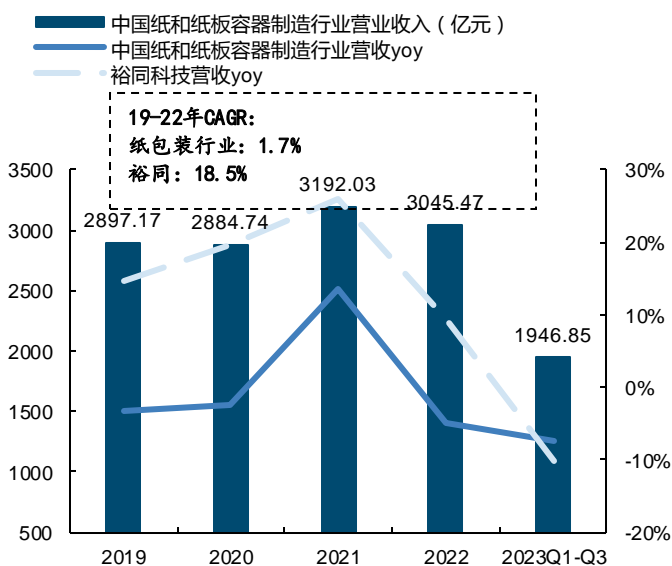
2 多产能布局/智能化效率提升强化竞争优势, 格局优化可期

2.1 行业表现分散, 龙头凭借各环节强管理/优质交付能力, 带动份额提升

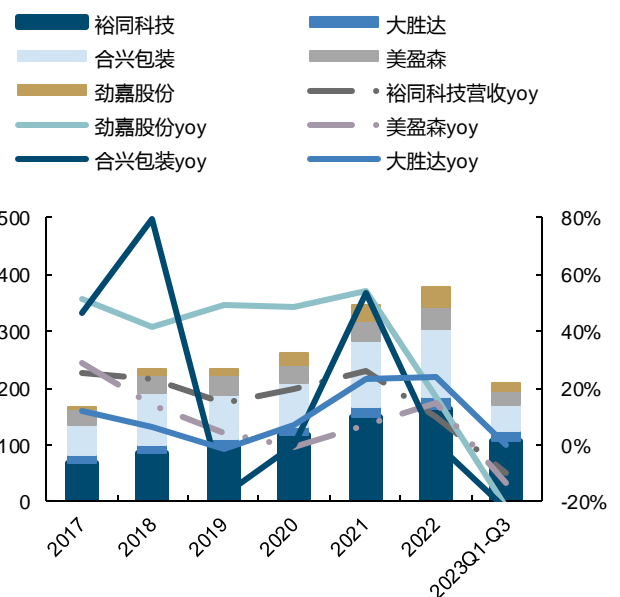
行业集中度偏低, 头部企业凭借更优质的服务体系、各环节组织管控力, 份额不断提升。由于包装行业属于资本&人力密集型企业, 行业进入门槛偏低, 且技术迭代机会有限, 行业格局表现偏分散, 行业龙头一般通过选定优秀的子赛道(如 3C、烟包、酒包等), 凭借优质的客户服务能力(人力/各环节成本管控、优质交付等)不断拓展客户资源、开拓新行业, 稳步提升市场份额。

根据中国包装联合会数据, 2021/2022/2023Q1-Q3 中国纸和纸板容器行业营收分别为 3192/3046/1947 亿元, 同比+13.6%/-5.0%/-7.4%, 19-22 年 CAGR 达 1.7%, 行业表现较为平稳, 同期裕同科技营收同比+26.0%/+9.5%/-10.2%, 19-22 年 CAGR 达 18.5%, 收入表现优于行业。从头部纸包装上市公司营收表现来看, 17-22 年重点纸包装企业营收 CAGR 达 11.3%, 公司 17-22 年营收 CAGR 为 18.7%, 表现优于头部纸包装企业。

图表7: 裕同收入增速高于行业整体



图表8: 裕同收入增速高于头部纸包企业营收 (亿元)

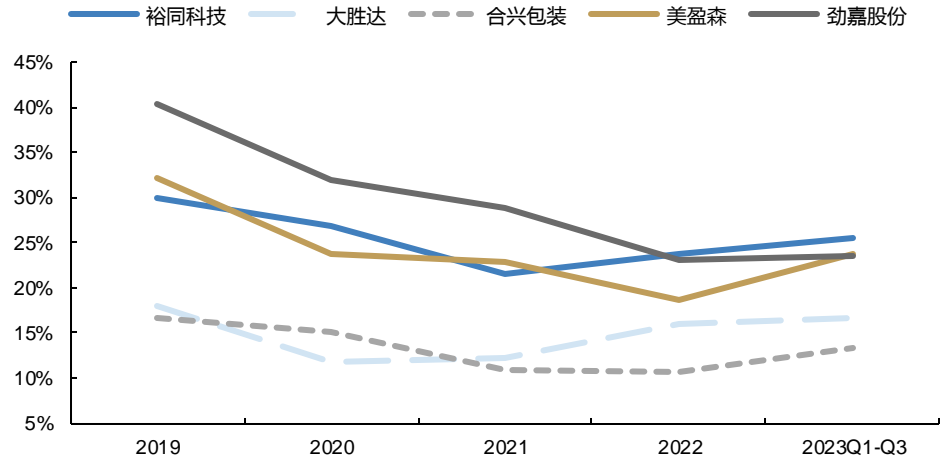


来源: 中国包装联合会, 公司公告, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所; 注: 合兴包装剔除供应链服务、劲嘉股份剔除烟标业务, 两家公司数据均截止到 2023H1。

行业整体盈利水平主要受下游所处赛道、原料价格波动、行业景气度等因素影响，中长期角度，龙头稳步提升盈利能力的关键在于：①绑定赛道空间广阔&具备消费升级属性的国际或国内优质大客户并借助强服务能力提升粘性，②制造端通过智能化工厂等方式强化人员成本管控、通过公司经验/前瞻性判断减少原料、汇率波动风险。③龙头在成长过程中，在品质交付能力、综合成本控制方面不断拉开和中小企业差距，优化格局提升市场份额。

图9：与竞争对手相比，裕同毛利率表现优势明显



来源：各公司公告，国金证券研究所；注：合兴包装剔除供应链服务、劲嘉股份剔除烟标业务，两家公司数据均截止到2023H1。

2.2 全球布局&智能化推进，放大效率优势&夯实展客基础

多客户/多区域开拓策略，多产能布局伴随客户成长。2017-2022年，公司前五大客户的销售占比从54%降至38.42%，通过不断拓展产品布局以及客户范围，已在消费电子、智能硬件、烟、酒、大健康、化妆品、文创、高端食品和奢侈品等多个领域积累了一大批全球顶级和知名品牌客户资源，尤其在消费电子、白酒、烟草等行业有着较高的客户覆盖率。海外营收持续增长，2021-2023H1公司海外营收分别为22.9/32.3/16.8亿元，营收占比分别为15.3%/19.7%/26.4%，同比+23%/41%/20%，表现优于国内客户。

图10：2017-2022公司前五大客户收入占比整体呈下行趋势

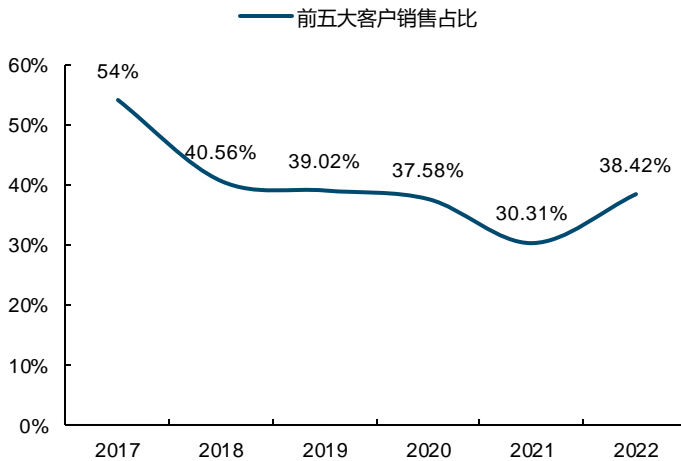
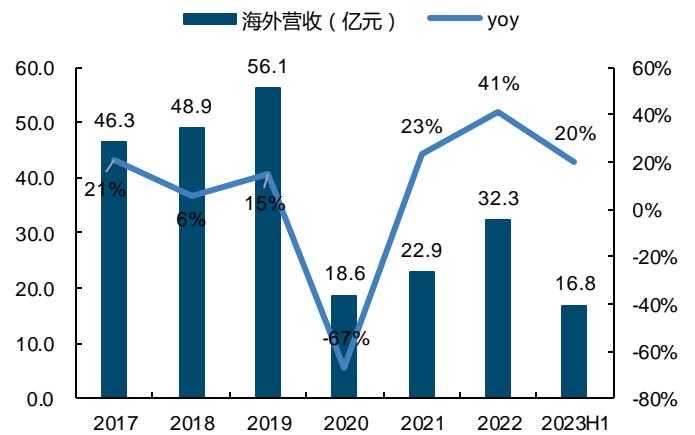


图11：公司海外营收保持快速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

从产能分布来看，伴随头部消费电子企业产业链全球化布局，公司当前拥有100多家分子公司，并在国内主要城市、越南、印度、印尼、泰国、马来西亚、美国、澳大利亚和中国香港等海外地区设立了生产基地或服务中心，就近为全球客户提供服务。伴随海外产能爬坡，产能利用率整体优于国内，根据公司公告，23H1公司越南裕华包装营收3亿元，净利率29.7%。

图表12: 裕同科技全球工厂布局

全球布局	地点
国内	深圳、东莞、惠州、来宾、海口、上海、苏州、南通、宿迁、合肥、亳州、烟台、九江、潍坊、许昌、武汉、岳阳、浏阳、三河、宝鸡、遵义、重庆、成都、泸州、宜宾、昆明
国外	印度(班加罗尔、德里), 越南(北宁、平阳), 印尼(雅加达), 泰国(北榄), 马来西亚(双溪大年)

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表13: 裕同全球化工厂布局



来源: 公司官方微信公众号, 国金证券研究所

智能化工厂从许昌不断推广复制, 人效提升可期。

自 21 年许昌智能工厂建成, 其建设经验也开始在其他工厂逐步推广, 22 年合肥智能工厂完成升级改造。2016-2022 年公司直接人工成本占营业成本的比重从 18.1% 下降到 13.5%, 而生产人员的人均创收从 39.7 万元提升至 98.5 万元。

在生产制造上, 智能工厂通过导入自动化生产线, 实现 AGV 跨区域调度, 生产工序自动领料周转, 产品自动检测、点数、码垛及一键自动入库等功能, 减少了物流、生产、检测及仓储人力, 还可通过数字化管理调控生产节奏, 降低成品与在制库存, 可以减少对生产人员数量的需求。在信息化建设上, 公司以 SAP、ERP 和供应链平台为核心, 通过物流管理系统、关务系统、金税三期、资金管理系统以及 CRM 等系统的全面集成, 实现了公司与供应商、税务、海关及银行等节点的全面线上协同, 高效融合了业务、财务和信息化系统。我们认为, 智能工厂将有效改善人工、库存周期等财务指标。

图表14：裕同智能工厂建设思路和成果梳理

设计维度	建设规划与效果
智能工厂	<p>以 MES 系统为智能工厂框架的中心，下层打通数据采集，上层与 ERP 汇合，横向与 WMS、SCADA（数据采集）、AGV 的建制实现业务流、信息流和物流的三流融合。</p> <p>达成了车间仓库透明、车间数据实时采集、场内物流搬运少人化或无人化的目标。</p>
智能物流	<p>AGV 系统自动将物料配送检验，检验合格后会自动入库，全部过程人员只需要使用 PDA。搬运通过 AGV 系统自动搬运到多层货架并自动入库、出库。出库时，通过工单信息可自动先进先出。</p> <p>整个车间基本实现了搬运无人化。</p>
物料管理	<p>在 WMS 系统下，通过工单仓库自动发单的申请，由 AGV 推送到车间具体的生产线或机台，机台收单后会根据产出自动计算物料水位，在水位达到下限时自动向仓库发出需求，仓库则会将配料需求运送到生产线。</p> <p>物料可以做到“先进先出”，半成品 SAP 自动过账，对库存超期、呆滞问题实时预警。接入 AGV 系统后，可以做到物料精准配送，运送量可达2 万多次的规模，并可以避免人为运送的大量搬运和失误配送等情况。</p>
多元化管理平台	<p>系统实时抓取的底层关键数据以及参数指标发送到战情指挥中心，与安灯系统相结合，如在工厂中出现超标或异常情况，安灯系统会及时通报管理人员。系统自动抓取数据，管理人员可以迅速了解生产情况。</p> <p>管理层都可以随时随地了解车间情况、设备状态以及经营状况等。配送准确率得到大幅提升。</p>

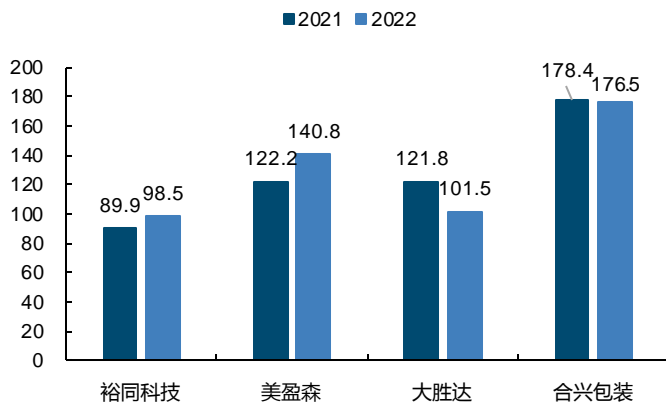
来源：《裕同科技印刷包装智能工厂建设思路》，国金证券研究所

图表15：裕同智能工厂建设进度

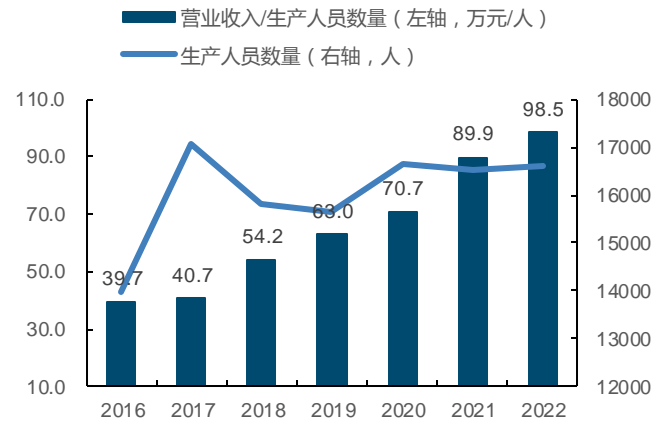
工厂名称	进度
许昌智能工厂	2019 年许昌作为首家智能工厂试点，2021 年大范围投产，22 年全面投产
湖南裕同智能工厂	2022 年立项，现一期已顺利落地
苏州裕同智能工厂	2022 年立项，现基本完成建设，已顺利试运营
成都裕同智能工厂	2022 年立项，现建设完成
合肥裕同智能工厂	2022 年完成升级改造
武汉裕同智能工厂	2022 年完成升级改造
泸州裕同、重庆裕同、九江裕同、烟台裕同、越南裕同	智能化建设持续规划推进中

来源：公司公告，国金证券研究所

图表16: 可比公司生产人员人均营收(万元)对比



图表17: 公司生产人员人效稳步提升



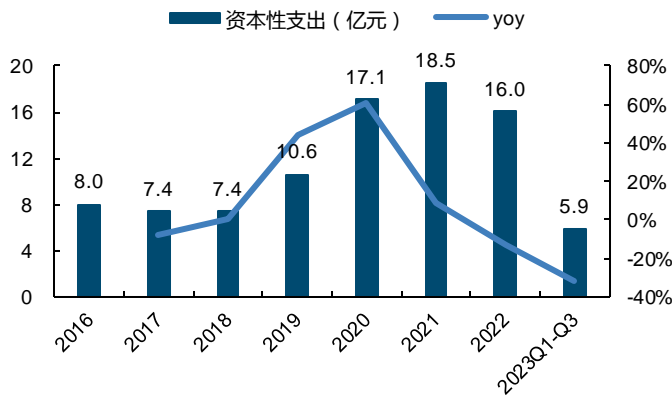
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

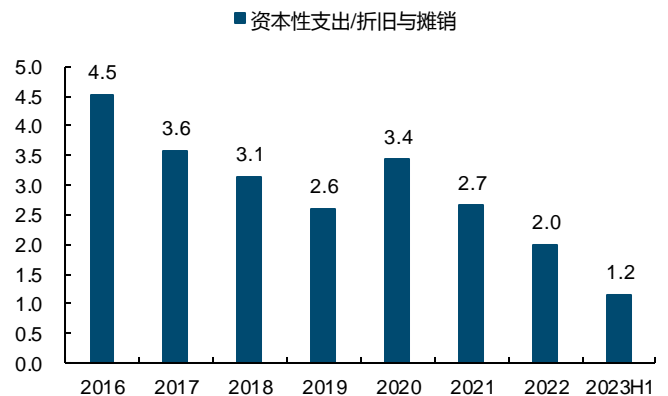
2.3 产能布局尾声资本开支放缓, 提高分红率积极回报股东

产能布局逐步完善, 资本开支增速放缓, 利润率进入提升期。公司上市之初为加速扩张保持较高的资本开支, 随着全球产能布局的接近尾声, 资本开支于 2022 年开始放缓, 2022/2023Q1-3 资本开支分别为 16.0/5.9 亿元, 同比-13%/-32%。2016-2022 年资本性支出/折旧与摊销从 4.5 降至 2.0。2021/2022/2023Q1-Q3 公司资本回报率分别为 8%/11%/6%, 预计随着资本开支的回落, 我们认为, 随着公司规模化和自动化程度进一步提高, 伴随资本开支对现金流影响减弱, 以及产能/资产的利用效率得到改善, 折旧摊销比例降低, 利润率有望稳步提升。

图表18: 22年起资本开支呈放缓趋势



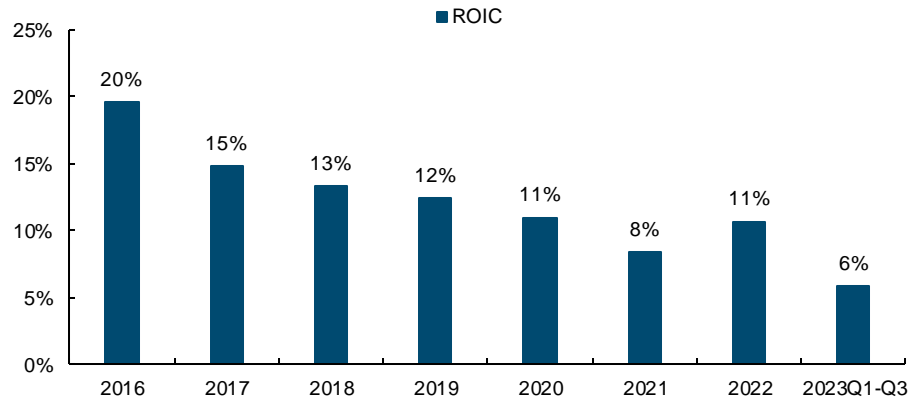
图表19: 资本性支出/折旧与摊销21年以来进入下行趋势



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

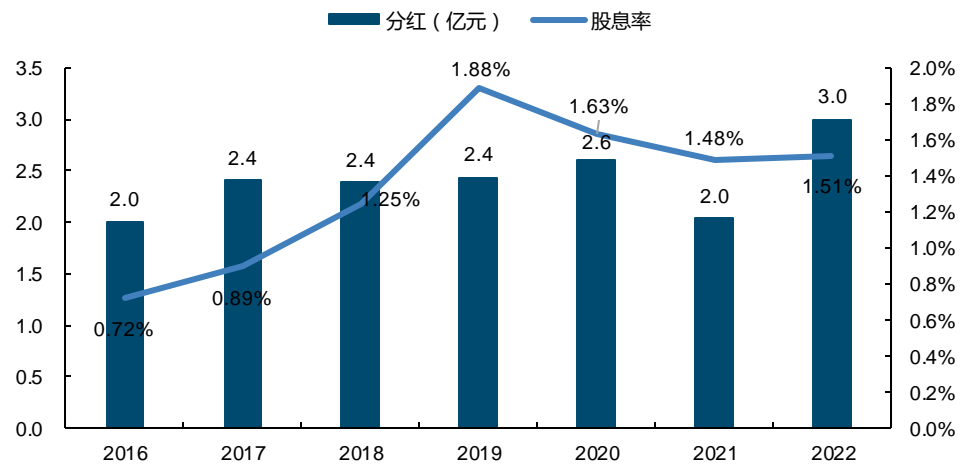
图表20: 公司投资资本回报率表现



来源: 公司公告, 国金证券研究所

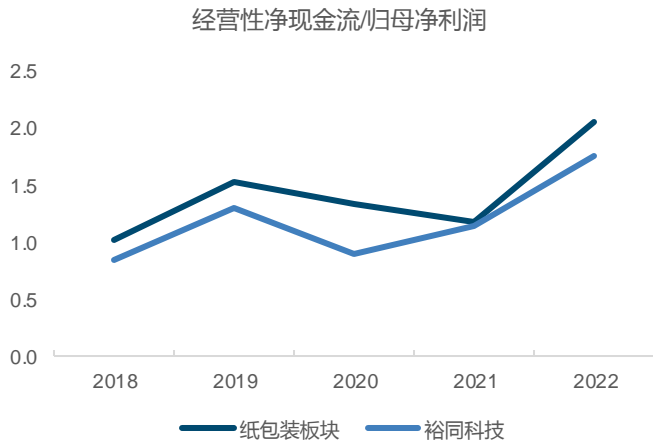
现金分红提升至 60%，股息率有望提升。公司于 2023 年 12 月 9 日发布公告《关于提高公司 2023 年度至 2025 年度现金分红比例的公告》，2023 年度至 2025 年度，每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的合并报表归属于母公司股东净利润的 60%。从过往分红指标来看，受下游客户结构、处于资本扩张周期影响，公司净现比、分红总额/经营性净现金流等分红指标较行业有一定差距，2020-2022 年，公司以现金方式分配的利润金额分别为 2.6/2.0/3.0 亿元，占当年合并财务报表归属于母公司股东净利润的比例分别为 23.26%/20.00%/20.14%，高股息潜力也为公司估值提供有效支撑。

图表21: 公司分红与股息率

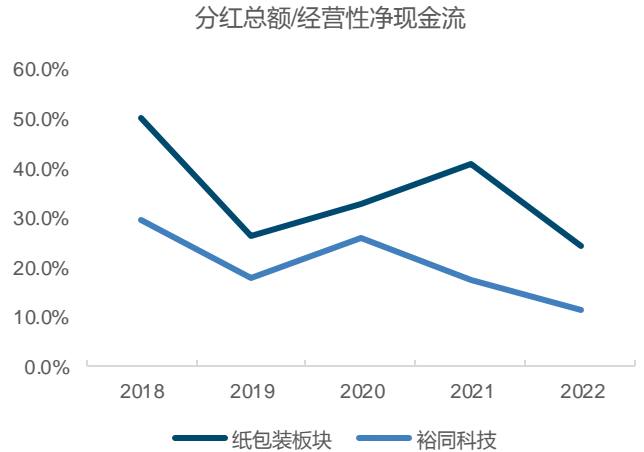


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表22: 经营性净现金流/归母净利润指标比较



图表23: 分红总额/经营性净现金流指标比较



来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 纸包装板块为 SW 纸包装二级分类内的公司, 包括大胜达、环球印务、裕同科技、柏星龙、劲嘉股份等 21 家 A 股上市公司

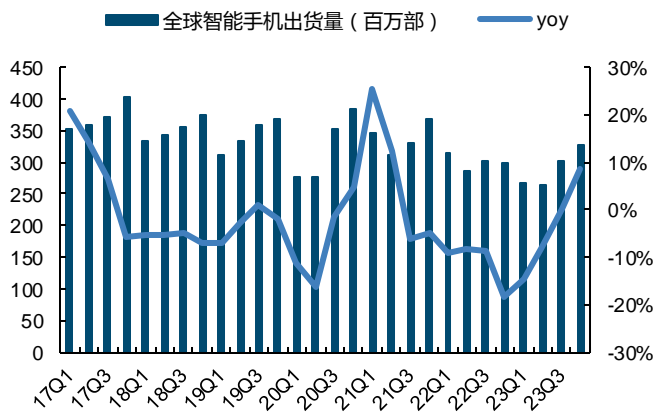
来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 纸包装板块为 SW 纸包装二级分类内的公司, 包括大胜达、环球印务、裕同科技、柏星龙、劲嘉股份等 21 家 A 股上市公司

3 成长驱动: 烟酒&环保多点开花, 消费电子稳健成长

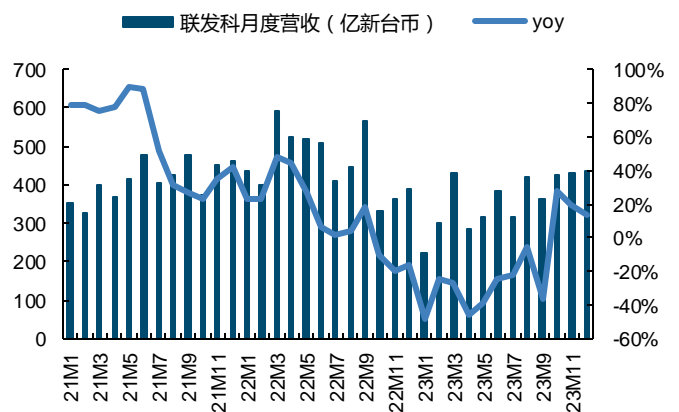
3.1 消费电子: 存量客户稳步修复, 开拓仁禾、华宝利把握结构性增量机会

手机产业链触底回暖, AI 赋能产品有望带动新需求, 看好行业温和修复。根据 IDC 数据, 2023 年全国智能手机出货量 11.6 亿部, 同比-3.4%, 2023 年 Q4 季度全球智能手机出货量 3.3 亿部, 同比+8.6%。2023 年联发科累计营收 4334 亿新台币, 同比-21.0%, 2023 年 Q4 季度营收 1296 亿新台币, 同比+19.7%。产品结构角度, 消费电子增量需求方向来自折叠屏手机、可穿戴设备、AI 手机等, 公司下游绑定国内外知名消费电子品牌, 有望分享行业成长的阶段性红利。

图表24: 全球智能手机出货量及增速



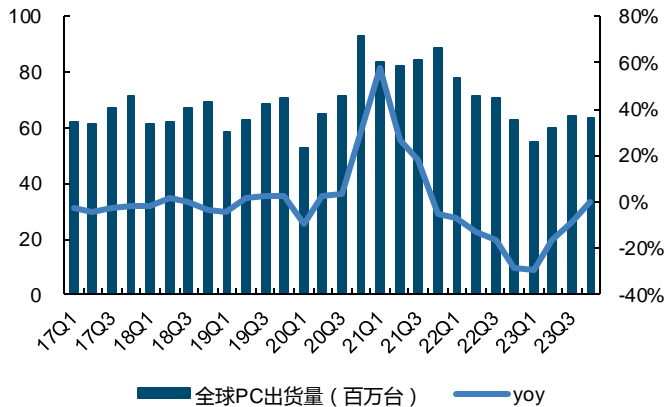
图表25: 联发科月度营收及增速



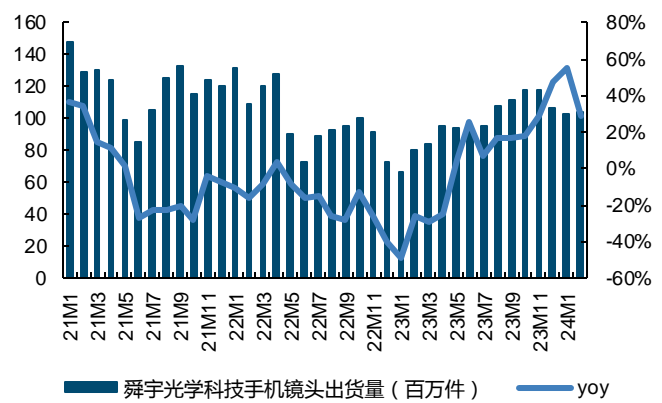
来源: IDC, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表26: 全球 PC 出货量及增速



图表27: 舜宇光学科技手机镜头出货量及增速

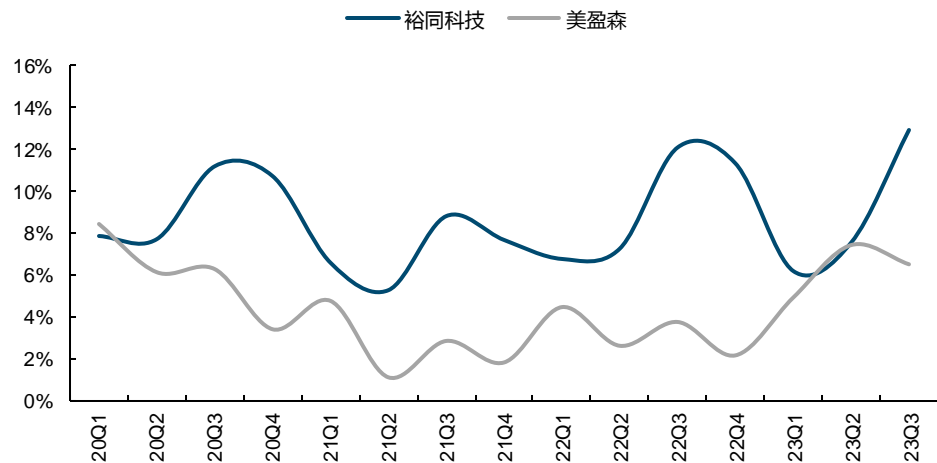


来源: iFind, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

下游厂压价结束, 公司成本/管理相对优势凸显, 盈利能力下探空间有限。2015 年以后, 以全球智能手机为代表的消费电子行业增速趋缓, 包装环节受行业属性影响较下游大客户议价能力偏弱、利润受到挤压, 也让很多早期与公司竞争的纸包装供应商退出。2023 年前三季度美盈森与合兴包装的净利率分别为 6.3%、1.1%, 低于同期裕同科技的 9.4%, 主要竞争对手与公司的盈利能力存在差距。

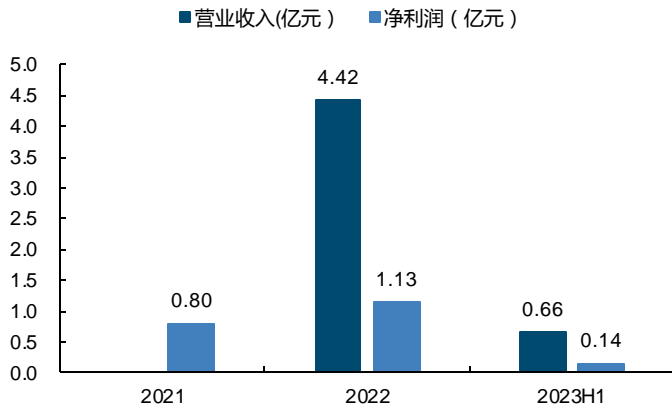
图表28: 裕同科技较同业竞争对手净利率高 3-10pct



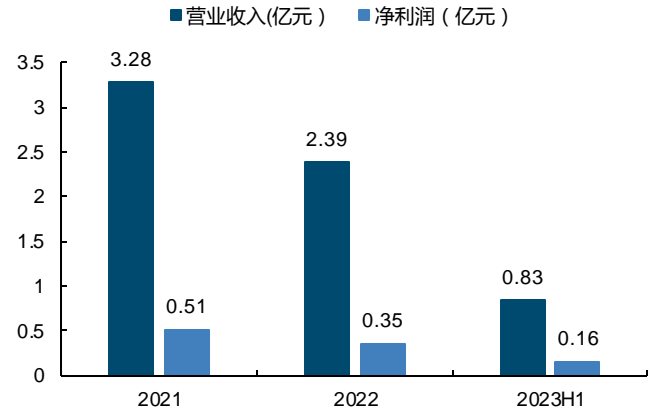
来源: 公司公告, 国金证券研究所

收购仁禾、华宝利, 进行横向品类延展。1) 仁禾布局软材, 客户有望不断拓展: 2021 年公司收购仁禾智能 60% 的股份, 收购价格为 4.02 亿元。仁禾是行业领先的软制品制造商, 主要产品包括 VR/AR、智能家居等智能电子产品的软包装、软材料以及配套结构件。随着 5G 的发展推进以及新材料、新技术的不断发展成熟, 以及未来人们对可穿戴设备 VR/AR/MR 以及智能家居产品需求的加剧, 公司或受益于该时代红利。2022 年、2023H1 仁禾营收分别为 4.42 亿元、0.66 亿元, 净利润分别为 1.13 亿元、0.14 亿元。2) 收购华宝利, 消费电子布局再延展。2022 年 7 月公司收购声学扬声器制造商华宝利电子 60% 股权。华宝利主营声学扬声器近 30 年, 与伟创力、富士康等国际代工厂, 以及惠普、索尼、任天堂等知名公司形成长期稳定合作关系。公司通过收购华宝利可快速拓展业务线, 带来收入增量。同时华宝利的目标客户和公司现有客户群体部分相同, 双方可充分利用客户资源, 为客户提供一体化产品交付服务, 增强客户粘性。2021/2022/2023H1 华宝利营收分别为 3.28/2.39/0.8 亿元, 净利润分别为 0.51/0.35/0.16 亿元。23 年 4 月, 公司收购易威艾包装。

图表29: 仁禾智能营业收入与净利润



图表30: 华宝利营业收入与净利润



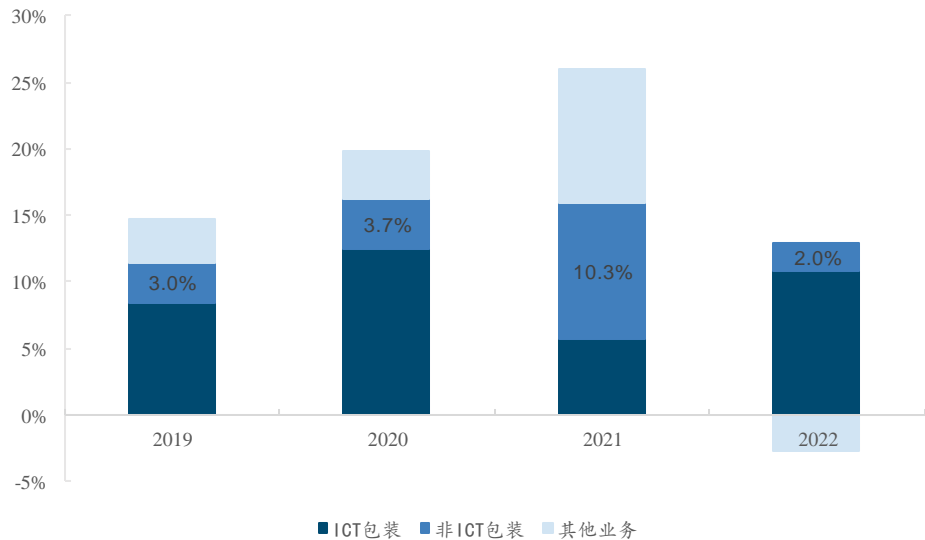
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.2 大消费包装: 多元化布局成效显著, 环保&烟包有望加速

自 2015 年起公司实施多元化战略, 积极切入烟酒消费、大健康、化妆品、环保纸塑等大消费包装领域, 其中 17 年收购武汉艾特、22 年收购仁禾并完成越南基地建设。烟酒包装合作伙伴包括红塔、茅台等众多品牌客户, 环保包装合作航空餐饮和连锁商超等大型国际客户。2022 年公司烟包、酒包、环保包装业务占营收比重为 5.2%/7.5%/6.8%, 21/22 年非 ICT 包装类客户增速贡献 10.3%/2%, 22-23 年受外部因素影响, 大消费中烟酒等高毛利品类受客户开拓节奏、客户所属行业自身周期波动影响, 成长阶段性放缓, 中期角度, 我们认为凭借公司强设计&客户服务能力, 拓客前景较优, 收入结构有望继续优化, 盈利能力亦有望获得提升。

图表31: 裕同各业务增速贡献



来源: 公司公告, 官方公众号, 国金证券研究所

图表32: 公司股权收购进展

标的公司	议决通过日	收购价(百万元)	持股份额	亮点
武汉艾特	2017年12月1日	57.7	20%	主营业务为塑料制品、烟包材料的生产,提升公司在高端包装细分市场的竞争力
	2018年3月20日	167.4	31%	
上海嘉艺	2017年12月1日	188.1	90%	主营业务为生产、加工瓦楞纸箱、纸板、纸卡板、啤卡、彩箱、彩盒等
江苏德晋	2018年9月26日	179.9	70%	布局塑料精密包装业务,重点打造符合消费升级的日化消费品、化妆品,特别是个人护肤品等精密包装市场
深圳仁木	2022年4月25日	402.0	60%	主营业务为智能穿戴设备以及智能家居的软包装等产品的设计、研发及生产制造
深圳华宝利	2022年7月21日	240.0	60%	主营业务为高科技产品开发、电子产品销售等
易威艾包装	2023年4月25日	140.0	100%	经营范围为生产包装材料等

来源:公司公告,国金证券研究所

2020年公司发行可转债,主要用于建设宜宾环保纸塑项目、许昌智能工厂项目,扩建越南和印尼生产线、补充流动资金等。

图表33: 可转债募资使用情况

投资项目	投资总额(万元)	截至2023年6月 投资进度	项目达到预定 可使用状态日期	亮点
宜宾裕同智能包装及竹浆环保纸塑项目	56,152.03	49.62%	2024年6月	产品应用于餐饮、食品、消费类电子、酒等行业,主要产品为餐盒和纸托
许昌裕同高端包装彩盒智能制造项目	25,000.00	68.54%	2023年3月	消费电子行业高端包装彩盒、纸托
越南裕同包装产业基地建设项目	12,260.00	100%	2022年3月	电子产品包装盒生产线项目
印尼裕同包装产业基地建设项目	4,590.00	72.40%	2021年11月	电子产品包装盒生产线项目

来源:公司公告,国金证券研究所

3.2.1 环保纸塑: 拓客、拓品类, 产能利用率提升, 中期看好量利齐升

纸浆模塑需求广阔,市场持续增长,行业集中度提升。纸浆模塑纤维制品凭借较优的分解方式,以甘蔗浆、竹浆的原材料可得性优势,成为重要限塑替代品,在欧美国家广泛流行。2022年末国内纸浆模塑合计产能约179万吨,按应用领域区分,工业包装产能约为128万吨,餐饮类包装产能约为51万吨。从产品类别来看,餐饮类包装企业增长迅速。

图表34: 纸浆模塑和生物可降解材料制品对比

	纸浆模塑制品	其他生物可降解制品
按用途	缓冲包装、餐饮具、农业制品、材料模塑等	包装纸、餐饮具、农业大棚膜、药物缓释等
按材料	木品、蔗渣浆、竹浆	生物基或者石油基
按性能	【优】自然降解,环境友好;模塑工艺全物理; 【劣】产品不透明、不抗氧及蒸汽并且阻隔性较弱。	【优】性能接近传统塑料、阻隔性与透明度较好; 【劣】降解条件严格;原材料价格高;货架期短。

来源:众鑫股份招股说明书,国金证券研究所

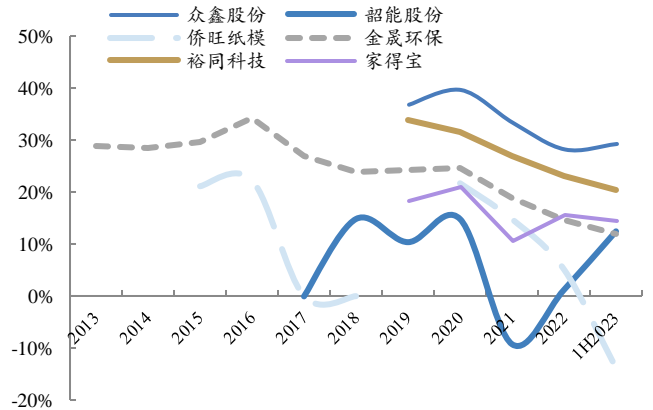
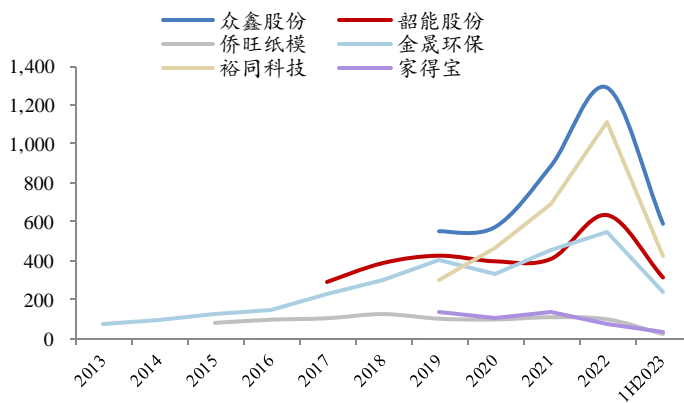
纸浆模塑业务已成头部包装企业成长新驱动。从主要上市公司数据披露来看,头部企业如

众鑫股份、裕同科技等借助绑定下游一线大型客户、前瞻产品布局成长迅速。2022年，众鑫/裕同纸浆模塑业务收入实现12.9/11.2亿元，同比+44.9%/+62.3%，销售收入和产量分别居于餐饮类纸浆模塑企业、精品包装企业前列。

从可比公司表现来看，纸浆模塑毛利率表现分化，客户资源、工艺技术、智能化水平拉开差距，差异可达5-15pct。纵向比较来看，受原料成本上涨影响，2022年各公司纸浆模塑业务毛利率有所下降。横向比较来看，众鑫、裕同等头部企业纸浆模塑毛利率仍凭借优质客户、工艺效率、高度智能化等优势较普通企业高5-15pct。

图表35: 各公司纸浆模塑业务营收体量(百万元)对比

图表36: 各公司纸浆模塑业务毛利率对比



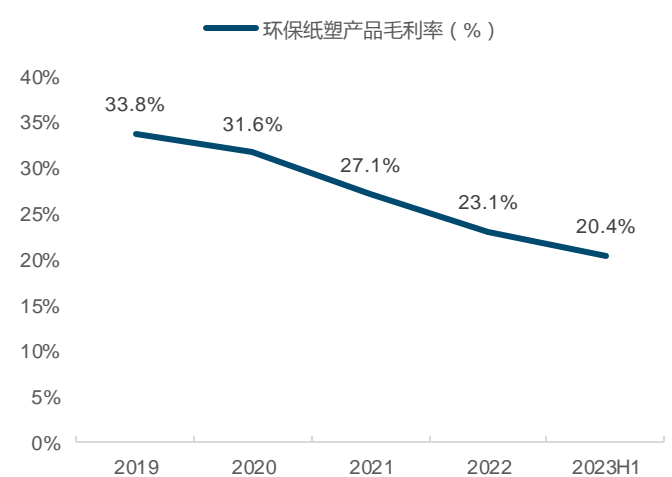
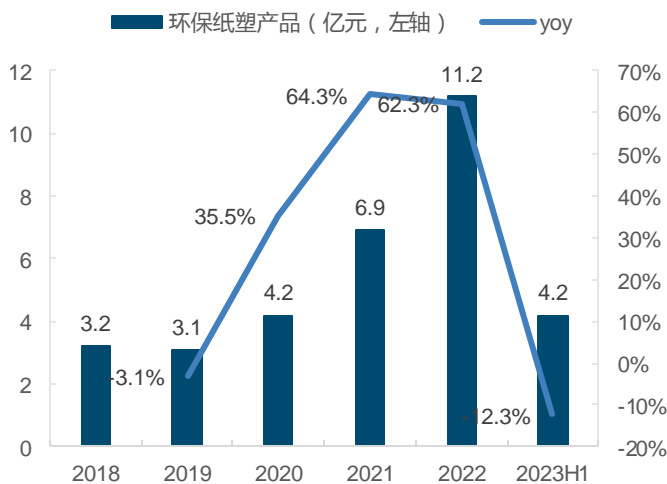
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

我们认为, 与竞争对手相比, 公司在产品力方面具备一定先发优势, 盈利能力表现较优; 客户开拓方面, 前期以3C消费电子客户为主, 当前伴随品类研发开拓, 逐步延展至餐饮、日用品等领域, 中长期成长空间广阔。19-22年公司环保纸塑产品营收复合增速53.4%, 23H1营收同比-12.3%, 主要受下游消费电子客户所属行业短期去库周期、发货节奏等影响。

图表37: 19-22年公司环保纸塑产品营收复合增速53.4%

图表38: 环保纸塑产品毛利率

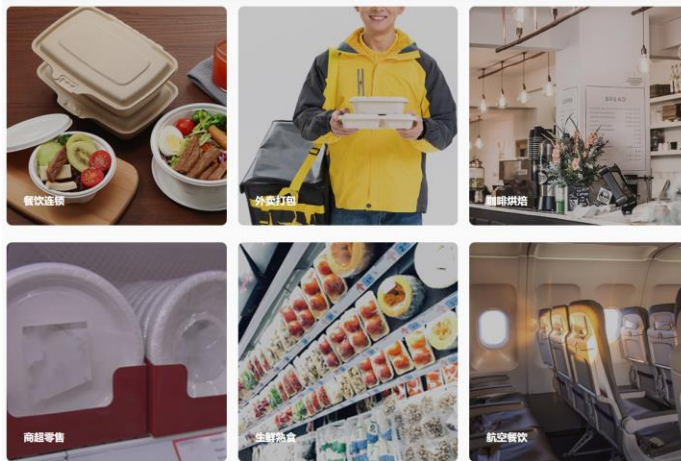


来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

产品布局延展性强, 品类丰富, 客户结构不断优化。公司严格遵循环保3R原则, 将植物基包装作为环保产品的重要突破口, 将行业首创的新型植物基功能膜片与植物纤维模塑包装、无塑涂布纸包装相结合, 使产品具有高透明度、高物理强度、可回收再生、可自然降解等优异性能。根据公司公告, 近年来先后研发首款全植物纤维环保猫砂等新材料, 开拓莫迪维克等国内优质客户资源, 成功合作航空餐饮和连锁商超等大型国际客户, 旗下环保子品牌YUTOECO在品牌客户端与C端消费群体中的影响力不断扩大。2022年, 公司环保纸塑产品营收11.2亿元, 毛利率23.1%。尽管23H1毛利率受到代采等非产品本身因素影响有所下滑。我们认为伴随客户开拓、产能利用率提升, 固定成本有望进一步摊薄, 整体毛利率具备优化空间。

图表39: 植物纤维餐饮包装应用领域



图表40: 植物纤维工业包装应用领域



来源: 公司官网, 国金证券研究所

来源: 公司官网, 国金证券研究所

供给侧: 环保包装产能稳步扩张。公司环保包装拥有全产业链布局等硬实力优势, 现已在全国投建多家环保包装产业基地, 产能持续释放。2023年11月, 海口裕同科技环保及高端包装产业基地项目整体进入收尾阶段, 预计年底完工, 二期投产后预计年产值达6.4亿元。伴随智能化改造推进和客户需求回暖, 预期未来产能利用率会进一步提升。

图表41: 环保包装产能投放进度

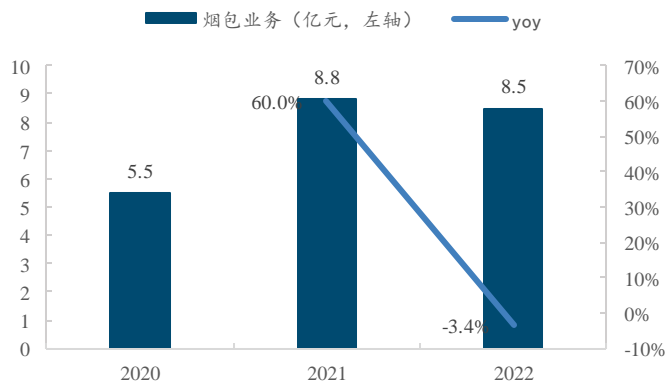
年份	项目	投产/预计达产时间	达产预计年产值
2017年	重庆高端环保包装项目	2022年	22亿元
	宜宾环保纸塑项目	2022年	12亿元
2018年	江苏宿迁高端环保包装项目	2022年	5亿元
	东莞裕同科技及制造中心项目	2023年	10亿元
2019年	惠州裕同科技研发及智能制造项目	2024年	7亿元
2020年	海口裕同科技环保及高端包装产业基地项目	2023年	6.4亿元
2022年	四川泸州高端环保包装智能生产项目	2029年	4亿元

来源: 公司公告, 国金证券研究所

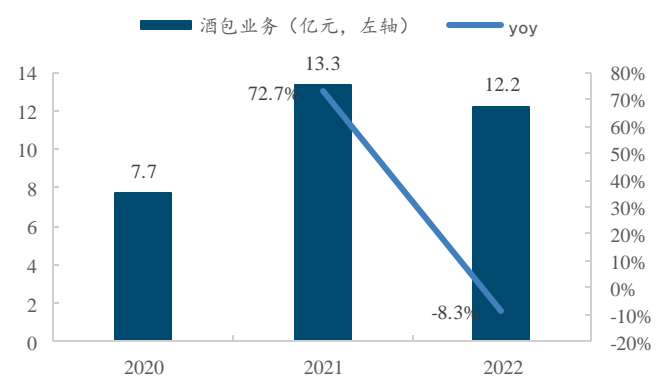
3.2.2 烟酒包装: 长期提份额可期, 短期受拓客节奏等影响扰动

受外部因素影响, 2022年公司烟酒包装业务收入有所下滑, 烟包、酒包业务分别营收8.5/12.2亿元, 同比-3.4%/-8.3%。烟酒包装市场规模很大, 行业处于市场化招标的演进阶段, 包装企业如果切入客户新产品/新系列招标中, 需要以前端设计服务能力为基础、凭借较好的客户交付服务能力形成信任体系, 不断获取市场份额。目前公司业务体量相对较小, 中期市占率仍有提升空间, 酒包短期拓客节奏受客户动销周期有所扰动, 但烟标整体新中标开拓进展较优。

图表42: 2022年烟包业务营收同比-8.3%



图表43: 2022年酒包业务营收同比-8.3%



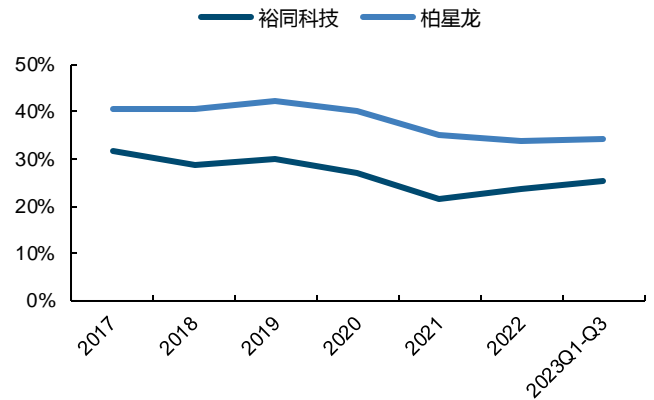
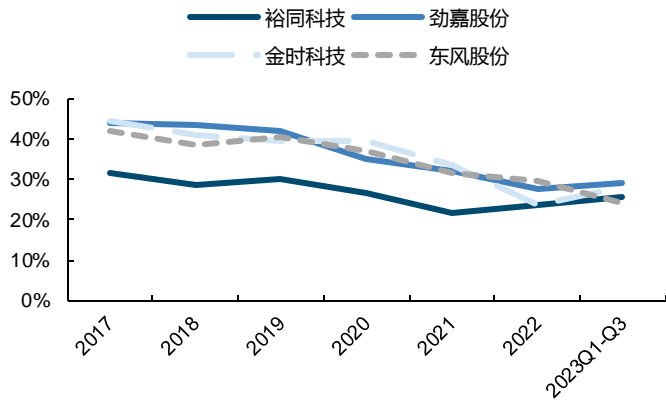
来源：官方公众号，国金证券研究所

来源：官方公众号，国金证券研究所

烟酒包装业务利润率较高，中期伴随业务开拓盈利能力具备提升空间。1) 烟包：从事烟包业务的上市公司—劲嘉股份、金时科技、东风股份尽管近年来毛利率有所下滑，但整体毛利率水平基本保持在30%以上，高于裕同科技的毛利率。2) 酒包：主营酒包业务的柏星龙基于较优的设计一体化个性化服务能力，毛利率保持在35%左右。

图表44：烟包行业企业毛利率较高

图表45：酒包行业企业毛利率较高



来源：各公司公告，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所

烟包客户拓展，短期进展顺利。近年来中烟招标市场化趋势提升，2022年至今，公司新增烟包中标数增多，成功导入或深入拓展广西/云南中烟、湖南中烟、福建中烟等优质大客户，部分订单逐渐放量，最长服务期至2026年。另外，2024上半年存在一些大的招投标项目，公司会持续加大烟包业务投入力度，凭借较优的设计和一体化服务能力，有望加快开拓客户新品类以及新客户，加快高质量业务开拓。

图表46：烟包客户短期进展

客户	公告时间	服务时间	项目
江苏中烟	2024.02.04	2024-2025年度	苏烟（金砂C）条与盒包装纸
			苏烟（多彩中支）条与盒包装纸
福建中烟	2024.01.17	2024-2026年度	七匹狼（纯尚）条与盒包装纸
			七匹狼（尚品）条与盒包装纸
			七匹狼（银中支）条与盒包装纸
			七匹狼（纯雅）条与盒包装纸
			七匹狼（英伦奶香）条与盒包装纸
湖南中烟	2023.11.22	2023年11月-2024年6月	七匹狼（英伦奶香）条与盒包装纸（凹印）
			七匹狼（白）条与盒包装纸
河南中烟	2023.09.11	2023年度	芙蓉王荣耀系列卷烟用盒条包装纸
			黄金叶（小目标）条与盒包装纸
广西中烟	2024.01.05	2022-2025年度	黄金叶（天香中支）条与盒包装纸
			黄金叶（红火）条与盒包装纸
			真龙（刘三姐中支）条盒
			真龙（刘三姐中支）小盒
云南中烟	2023.08.31	2022-2025年度	真龙（巴马天成）条盒
			真龙（巴马天成）小盒
			真龙（品钻刘三姐）条盒
			真龙（品钻刘三姐）小盒
云南中烟	2022.11.15	2023-2024年度	红塔山（细支传奇）条与盒包装纸
			红塔山（硬经典）条与盒包装纸
			玉溪（细支清香世家）（含出口）条与盒包装纸
			红河（硬99）条与盒包装纸

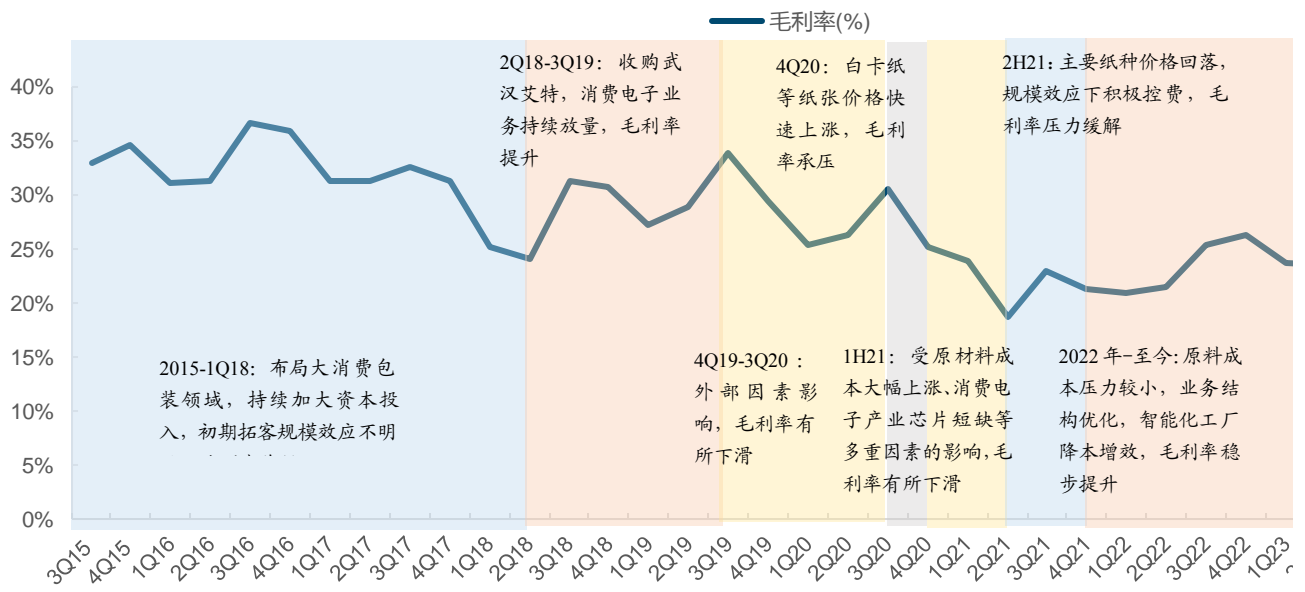
来源：中国烟草官网，国金证券研究所

3.3 盈利提升空间如何看？——客户多元化，精细化成本管控，原料成本压力可控

复盘公司过往毛利率表现，毛利率影响因素主要受原纸价格成本、产能利用率、下游客户议价、产品结构等因素影响：

公司自 2015 年起实施多元化战略，积极布局大消费包装领域，前期投入大量的固定资产并持续拓展产品下游行业和新客户，但此时规模效应不明显，新订单利润率又不高，故而毛利率呈下降趋势。2018 年，公司收购武汉艾特，高端烟酒包装业务利润率较高，加之前期积累的消费电子业务持续放量，毛利率大幅提升。2019 年末至 2021 上半年，公司持续受到外部因素、人民币升值、原材料价格上涨、芯片短缺等因素的冲击，毛利率承压。2021 年下半年，主要纸种价格回落，公司在规模效应下成功控费，毛利率压力得到缓解。2022 年开始公司的盈利能力开始回升，主要得益于以下因素：①**原材料价格下行**：根据隆众资讯数据，截至 2024 年 3 月 27 日当日，国内白卡纸、白板纸市场均价分别为 4747/3668.1 元/吨，同比下降 2.1%/5.4%。②**智能化工厂推进与升级**：22 年许昌工厂全面投产，23 年湖南裕同一期建设落地，苏州裕同、成都裕同建设完成。③**大包装板块成效显著**：公司持续加大新市场及新业务的开发力度，一些大包装业务如烟酒的利润率更高。

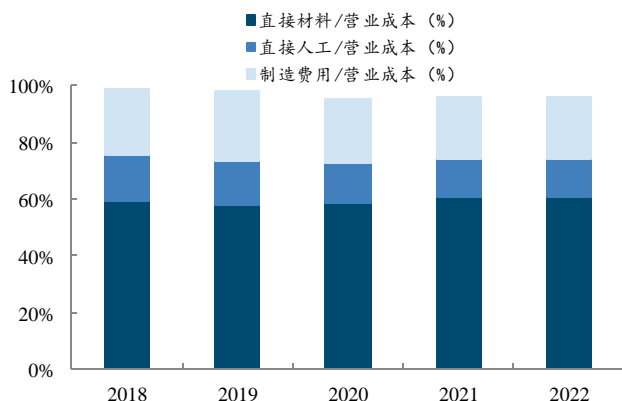
图表47：裕同科技毛利率复盘



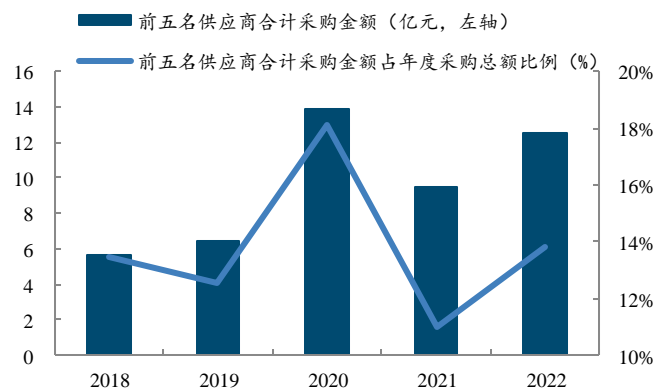
来源：公司公告，国金证券研究所

原材料成本占比 60%，供应商分散降低风险。2018-2022 年，公司直接材料占营业成本比重围绕 60% 上下波动，其中 2022 年占比为 60.5%，公司盈利水平受原材料成本影响较大。公司供应商集中度较低，22 年公司前五名供应商合计采购金额 12.5 亿元，占年度采购总额 13.8%，供应商相对分散一定程度上降低原材料风险。

图表48：原材料占成本比例在 60% 左右



图表49：供应商集中度较低



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

纸价预计表现稳健，成本压力风险可控。公司主营产品原材料包括双胶纸、铜版纸、白卡

纸、箱板纸等，23Q4 每吨价格分别为 6008/6231/5063/3773 元，环比+2.1%/+2.5%/+2.0%/+2.3%，同比-11.6%/+7.5%/-6.4%/-17.7%。2022-2023 年纸价相对处于低位水平，2023 年末有小幅上升趋势，但整体偏稳，成本压力有所缓解。受新产能投放预期、欧洲需求缓慢修复影响，我们认为 24 年浆价整体保持平稳小幅震荡态势，浆系纸（双胶、铜版、白卡等）成本压力偏弱，整体纸价大幅波动的风险不大。

图表50：部分主要原材料价格（元/吨）

时间	双胶纸	铜版纸	白卡纸	箱板纸
1Q22	5862	5468	6106	4888
2Q22	6155	5593	6374	4844
3Q22	6245	5491	5642	4705
4Q22	6658	5657	5301	4484
1Q23	6691	5682	5117	4277
2Q23	5936	5786	4888	3827
3Q23	5887	6080	4963	3689
4Q23	6008	6231	5063	3773

图表51：部分主要原材料价格同比及环比变化

时间	双胶纸	铜版纸	白卡纸	箱板纸
环比				
2Q22	5.0%	2.3%	4.4%	-0.9%
3Q22	1.5%	-1.8%	-11.5%	-2.9%
4Q22	6.6%	3.0%	-6.0%	-4.7%
1Q23	0.5%	0.4%	-3.5%	-4.6%
2Q23	-11.3%	1.8%	-4.5%	-10.5%
3Q23	-0.8%	5.1%	1.5%	-3.6%
4Q23	2.1%	2.5%	2.0%	2.3%
同比				
1Q23	13.6%	3.5%	-13.2%	-8.3%
2Q23	8.7%	1.6%	-19.7%	-11.7%
3Q23	-4.9%	5.4%	-13.4%	-18.7%
4Q23	-11.6%	7.5%	-6.4%	-17.7%

来源：卓创资讯，隆众资讯，国金证券研究所

来源：卓创资讯，隆众资讯，国金证券研究所

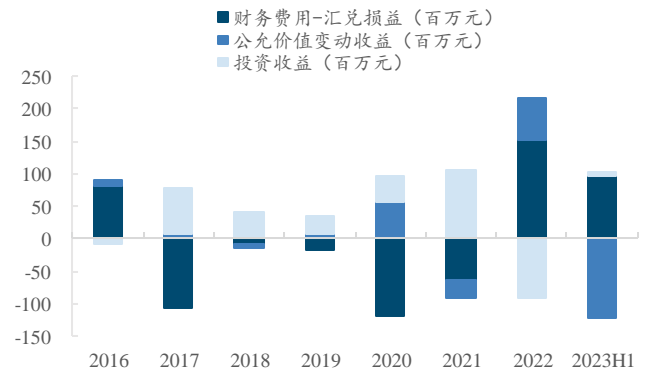
采取积极措施应对汇率风险。公司外销业务占比较高，部分大客户采用美元定价和结算，汇率波动公司收入和利润带来扰动。公司积极通过缩短结汇周期、调整负债结构增加美元负债、远期结售汇等套期工具来减少汇率风险敞口、降低汇率波动对公司经营业绩的不利影响。

图表52：2022 年中下旬以来人民币贬值明显



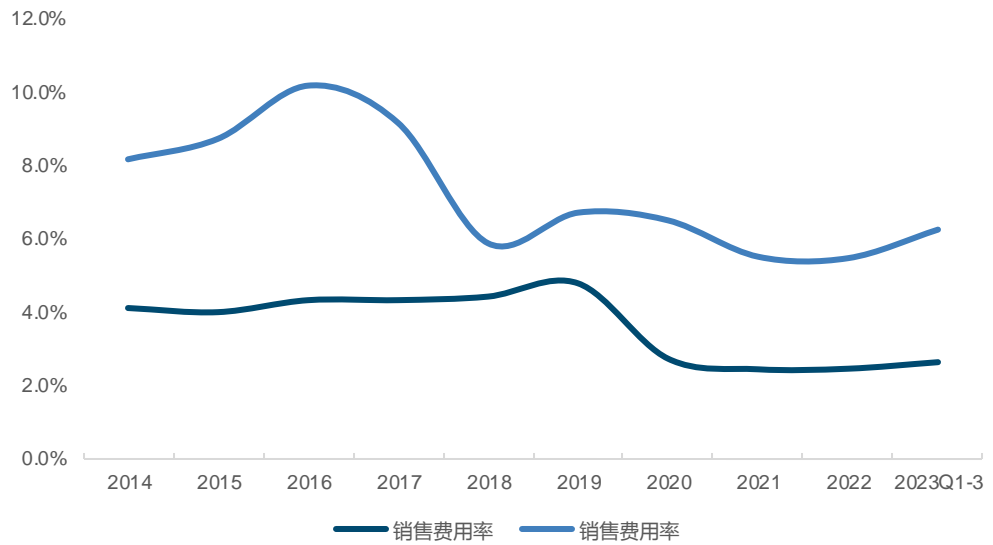
来源：iFind，国金证券研究所

图表53：2022 年汇兑损益实现正向利润贡献



来源：公司公告，国金证券研究所；注：“财务费用-汇兑损益”项目负数表示汇兑收益；公允价值变动收益主要系远期结售汇业务期末重估未交割部分损失所致；投资收益主要系远期结售汇业务到期交割收益

图表54: 裕同科技费用管控优化



来源: 公司公告, 国金证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

核心假设

分业务:

1) 消费电子包装: 下游景气度稳步复苏, 公司持续拓宽现有客户、提升份额, 收购仁禾、华宝利拓展业务版图, 未来消费电子包装板块或将整体稳健复苏, 预计 2023-2025 年该板块收入同比-5.0%/+13.0%/+13.0%。

2) 酒包业务: 供给侧结构优化, 公司酒包业务顺利绑定优质客户, 大客户合作加深后增长稳健, 随着泸州新设立智能工厂, 淮安新工厂的建设、投产, 酒包业务自动化、信息化程度持续加强, 产线效能持续提高, 预计 2023-2025 年板块收入同比持平/+12.0%/+15.0%。

3) 烟包业务: 公司不断增加对烟包业务的投资, 建设烟包制造基地, 并积极推动生产模式标准化和自动化转型。伴随烟标市场规模逐年增加、招投标市场化, 公司迎来发展机遇, 新客户持续导入促进收入持续高速增长, 预计 2023-2025 年板块收入同比+5.0%/+25.0%/+27.0%。

4) 环保业务: 响应国家政策与行业发展趋势, 公司不断加大环保业务研发力度, 持续推进环保板块的产线投建和技术研发, 在行业中已具备一定的竞争优势, 伴随餐饮等高利润率领域客户的进一步拓展, 公司盈利能力将快速恢复。预计 2023-2025 年板块收入同比+15.0%/+25.0%/+25.0%。

5) 化妆品包装: 预计 2023-2025 年板块收入将为 3.7/3.9/4.1 亿元, 同比+5.0%/+5.0%/+5.0%。

毛利率: 传统消费电子市场规模增速放缓, 公司跟随时代发展不断提高研发、生产和销售能力, 从消费电子包装向多元化包装布局, 目前的烟酒、环保等业务有更高的毛利率且仍处于快速发展期, 且智能工厂的落地助力公司降本增效, 未来在产能释放与品牌议价能力提高下, 预计 2023-2025 年毛利率分别为 25.1%/25.4%/25.7%。

费用方面:

公司费用优化趋势延续, 销售费用率维持在稳定水平, 预计 2023-2025 年销售费用率分别为 2.6%/2.6%/2.6%。

产能扩大规模效应明显, 智能化工厂将助力降本增效, 预计 2023-2025 年管理费用率分别为 5.6%/5.4%/5.4%。

高水平研发投入增加, 不断提升新材料、新产品、新技术和新工艺研发能力, 预计 2023-

2025 年研发费用率分别为 4.5%/4.6%/4.7%。

图表55：公司主要业务营收及毛利率预测

裕同科技-分业务拆分	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (亿元)	85.8	98.5	117.9	148.5	163.6	159.3	181.7	208.3
YOY(%)		14.8%	19.8%	26.0%	10.2%	-2.6%	14.0%	14.7%
ICT包装 (亿元)	67.8	75.0	87.3	94.0	110.1	103.5	116.9	132.2
YOY(%)		10.7%	16.4%	7.7%	17.1%	-6.0%	13.0%	13.0%
占比 (%)	79.0%	76.2%	74.0%	63.3%	67.3%	65.0%	64.4%	63.4%
酒包业务 (亿元)	5.2	6.6	7.7	13.3	12.2	12.2	13.7	15.7
YOY(%)		26.9%	16.7%	72.7%	-8.3%	0.0%	12.0%	15.0%
占比 (%)	6.1%	6.7%	6.5%	9.0%	7.5%	7.7%	7.5%	7.5%
烟包业务 (亿元)	4.2	5.0	5.5	8.8	8.5	8.9	11.2	14.2
YOY(%)		19.0%	10.0%	60.0%	-3.4%	5.0%	25.0%	27.0%
占比 (%)	4.9%	5.1%	4.7%	5.9%	5.2%	5.6%	6.1%	6.8%
环保业务 (亿元)	3.2	3.1	4.2	6.9	11.2	12.9	16.1	20.1
YOY(%)		-3.1%	35.5%	64.3%	62.3%	15.0%	25.0%	25.0%
占比 (%)	3.7%	3.1%	3.6%	4.6%	6.8%	8.1%	8.9%	9.7%
化妆品包装 (亿元)	1.5	2.0	2.9	3.4	3.5	3.7	3.9	4.2
YOY(%)		32.5%	45.0%	17.2%	2.9%	5.0%	5.0%	10.0%
占比 (%)	1.8%	2.0%	2.5%	2.3%	2.1%	2.3%	2.1%	2.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

综上，我们预测公司 23-25 年收入分别为 159.3/181.7/208.3 亿元，同比-2.6%/+14.0%/+14.7%，归母净利润分别为 14.8/17.4/20.6 亿元，同比-0.4%/+17.6%/+18.4%。

4.2 投资建议

我们采用市盈率相对估值法，根据盈利预测，当前股价对应公司 24-25 年 PE 分别为 13X/11X。选取东峰集团、奥瑞金、劲嘉股份、新巨丰、永新股份作为可比公司，可比公司 23-25 年 PE 平均值分别为 17X/14X/13X。公司作为全球高端纸包装龙头，消费电子业务份额稳步提升，环保纸塑、酒包、烟标等业务多点开花有望加速开拓，中期看好第二成长曲线发力，且盈利能力在智能化布局/资本开支收窄影响下逐步兑现、分红率提升带动股息率提升，估值应当给予一定溢价，我们给予公司 2024 年 17X，目标价 32 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表56：可比公司估值

公司代码	公司简称	收盘价 (元)	总股本 (百万股)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			PB
					22A	23E	24E	25E	23E	24E	25E	
601515.SH	东峰集团	4.0	1,843	73	2.89	2.95	3.10	3.72	24.8	23.6	19.7	1.27
002701.SZ	奥瑞金	4.6	2,573	118	5.65	8.43	9.99	11.48	14.0	11.8	10.2	1.36
002191.SZ	劲嘉股份	4.6	1,462	68	1.97	4.75	5.93	/	14.3	11.4	/	0.96
301296.SZ	新巨丰	8.9	420	37	1.70	1.84	2.73	3.40	20.2	13.6	10.9	1.49
002014.SZ	永新股份	10.6	612	62	3.63	4.73	5.39	6.07	13.2	11.6	10.3	2.64
	平均值								17.3	14.4	12.8	1.55
	中位数								14.3	11.8	10.6	1.96
002831.SZ	裕同科技	25.2	931	234	14.88	14.82	17.43	20.64	15.8	13.4	11.3	2.21

来源：Wind，国金证券研究所；股价基准日：2024 年 4 月 3 日；注：可比公司盈利预测为 wind 一致预期

5 风险提示

下游需求不及预期风险。公司的下游客户包括消费电子、烟酒、化妆品等领域的头部企业，若未来下游消费不景气，会导致公司业绩不达预期。

原材料价格波动的风险。在成本结构中，原材料占比相对较高，若未来原材料价格或供应情况发生大幅波动，将导致公司盈利能力发生波动。

汇率波动的风险。FY2022 公司海外市场营收占比 19.7%，如果公司未来以外币结算的收入持续增加，或者人民币大幅升值，公司又无法通过有效手段进行规避，将可能对经营业绩产生不利影响。

核心客户流失风险。2015 年公司开启全面发展战略降低了客户集中风险，但 2022 年前五大客户营收占比为 38.42%，依旧很高。若未来核心客户流失，将对公司营收带来不利影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	11,789	14,850	16,362	15,927	18,164	20,830	货币资金	2,337	2,664	3,317	3,698	4,052	4,649
增长率		26.0%	10.2%	-2.7%	14.0%	14.7%	应收账款	5,486	5,863	6,348	5,979	6,687	7,477
主营业务成本	-8,626	-11,652	-12,477	-11,930	-13,550	-15,477	存货	1,518	1,779	1,766	1,762	1,928	2,202
%销售收入	73.2%	78.5%	76.3%	74.9%	74.6%	74.3%	其他流动资产	908	714	738	695	733	777
毛利	3,163	3,198	3,885	3,998	4,614	5,353	流动资产	10,250	11,021	12,169	12,133	13,400	15,106
%销售收入	26.8%	21.5%	23.7%	25.1%	25.4%	25.7%	%总资产	61.8%	58.9%	57.8%	56.4%	58.9%	61.6%
营业税金及附加	-64	-81	-81	-80	-91	-104	长期投资	23	26	387	652	667	682
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	4,881	5,869	6,330	6,489	6,473	6,520
销售费用	-324	-364	-404	-414	-472	-542	%总资产	29.4%	31.4%	30.0%	30.2%	28.5%	26.6%
%销售收入	2.7%	2.5%	2.5%	2.6%	2.6%	2.6%	无形资产	1,033	1,169	1,600	1,608	1,600	1,624
管理费用	-764	-814	-890	-892	-981	-1,125	非流动资产	6,337	7,689	8,897	9,364	9,341	9,413
%销售收入	6.5%	5.5%	5.4%	5.6%	5.4%	5.4%	%总资产	38.2%	41.1%	42.2%	43.6%	41.1%	38.4%
研发费用	-497	-586	-671	-717	-836	-979	资产总计	16,587	18,709	21,066	21,498	22,740	24,519
%销售收入	4.2%	3.9%	4.1%	4.5%	4.6%	4.7%	短期借款	3,034	3,985	4,263	4,461	4,429	4,687
息税前利润 (EBIT)	1,515	1,353	1,839	1,895	2,234	2,604	应付款项	2,981	3,087	3,356	3,065	3,518	4,061
%销售收入	12.9%	9.1%	11.2%	11.9%	12.3%	12.5%	其他流动负债	479	451	583	623	722	835
财务费用	-254	-181	25	-82	-113	-77	流动负债	6,493	7,524	8,202	8,148	8,669	9,583
%销售收入	2.2%	1.2%	-0.2%	0.5%	0.6%	0.4%	长期贷款	1,039	1,192	1,574	1,574	1,574	1,574
资产减值损失	-87	-94	-45	-36	-35	-31	其他长期负债	309	427	535	471	436	408
公允价值变动收益	57	-28	65	-42	-40	-60	负债	7,841	9,142	10,311	10,193	10,678	11,565
投资收益	39	105	-91	-35	-40	-50	普通股股东权益	8,506	9,261	10,241	10,743	11,444	12,272
%税前利润	2.9%	8.7%	n.a	n.a	n.a	n.a	其中：股本	934	931	931	931	931	931
营业利润	1,353	1,215	1,857	1,749	2,103	2,489	未分配利润	5,297	6,038	7,278	7,872	8,573	9,401
营业利润率	11.5%	8.2%	11.3%	11.0%	11.6%	11.9%	少数股东权益	240	306	513	561	618	682
营业外收支	-20	-11	-51	10	-25	-35	负债股东权益合计	16,587	18,709	21,066	21,498	22,740	24,519
税前利润	1,333	1,204	1,806	1,759	2,078	2,454	比率分析						
利润率	11.3%	8.1%	11.0%	11.0%	11.4%	11.8%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-185	-136	-229	-225	-270	-319	每股指标						
所得税率	13.9%	11.3%	12.7%	12.8%	13.0%	13.0%	每股收益	1.199	1.093	1.599	1.597	1.881	2.226
净利润	1,147	1,068	1,577	1,534	1,808	2,135	每股净资产	9.105	9.953	11.006	11.546	12.298	13.189
少数股东损益	27	51	89	48	57	64	每股经营现金净流	1.074	1.255	2.816	2.855	2.567	2.911
归属于母公司的净利润	1,120	1,017	1,488	1,486	1,751	2,071	每股股利	0.280	0.221	0.327	0.958	1.129	1.336
净利率	9.5%	6.8%	9.1%	9.3%	9.6%	9.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	13.17%	10.98%	14.53%	13.83%	15.30%	16.88%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	总资产收益率	6.75%	5.44%	7.06%	6.91%	7.70%	8.45%
净利润	1,147	1,068	1,577	1,534	1,808	2,135	投入资本收益率	10.01%	8.07%	9.57%	9.43%	10.65%	11.67%
少数股东损益	27	51	89	48	57	64	增长率						
非现金支出	585	791	845	613	664	708	主营业务收入增长率	19.75%	25.97%	10.18%	-2.66%	14.04%	14.68%
非经营收益	132	130	155	281	331	369	EBIT增长率	14.91%	-10.69%	35.90%	3.08%	17.87%	16.55%
营运资金变动	-862	-821	44	229	-414	-504	净利润增长率	7.20%	-9.19%	46.27%	-0.15%	17.83%	18.33%
经营活动现金净流	1,003	1,168	2,621	2,657	2,389	2,708	总资产增长率	31.91%	12.79%	12.60%	2.05%	5.78%	7.82%
资本开支	-1,612	-1,778	-1,527	-764	-618	-767	资产管理能力						
投资	3	-21	-227	-507	-55	-75	应收账款周转天数	143.9	132.9	130.1	130.0	128.0	125.0
其他	-416	194	-702	-35	-40	-50	存货周转天数	53.5	51.6	51.9	55.0	53.0	53.0
投资活动现金净流	-2,025	-1,605	-2,456	-1,306	-713	-892	应付账款周转天数	81.6	75.4	72.7	71.0	72.0	73.0
股权募资	8	34	26	-92	0	0	固定资产周转天数	139.7	122.9	127.9	138.5	122.1	106.6
债权募资	1,723	542	543	294	-8	278	偿债能力						
其他	-100	-131	-931	-1,116	-1,274	-1,470	净负债/股东权益	14.74%	24.67%	21.37%	18.72%	14.34%	10.73%
筹资活动现金净流	1,631	444	-362	-914	-1,282	-1,192	EBIT利息保障倍数	6.0	7.5	-72.5	23.2	19.7	33.9
现金净流量	526	-82	-59	437	394	625	资产负债率	47.27%	48.87%	48.95%	47.41%	46.96%	47.17%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	3	43
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806