



分析师：徐皓亮

执业证号：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

➤ **事件。**公司 2023 年实现营收/归母净利润/扣非净利润 152.23/14.38/14.94 亿元，同降 6.96%/3.35%/1.40%；23Q4 实现营收/归母净利润/扣非净利润 44.16/4.53/4.58 亿元，同变+2.10%/-3.44%/+4.54%。24Q1 实现营收/归母净利润/扣非净利润 34.76/2.19/2.43 亿元，同增 19.37%/20.55%/54.32%。

➤ **下游需求不振，23 收入同比变动-2.37%。**2023 年纸质精品包装/包装配套产品/环境纸塑产品收入为 110.36/26.14/10.64 亿元，同减 6.58%/7.89%/4.73%，分别占比 72.50%/17.17%/6.99%。其中消费电子受下游消费不振影响（23 年苹果/其他手机出货同减 2.4%/5.8%），烟包受上半年烟卡改版影响，酒包以及化妆品包装受下游需求影响，我们预计收入略有下降；环保包装业务受公司订单交付延后影响，我们判断收入有所下降。

➤ **原材料价格下降带动毛利率提升。**23 年毛利率/净利率同增 2.48/0.18pct 至 26.23%/9.82%，剔除股份支付 0.24 亿元影响，净利率同增 0.33pct 至 9.97%。其中纸质精品包装/包装配套产品/环保纸塑产品毛利率分别同变+2.74%/+3.12/-0.93pct，除环保产品以外毛利率上升，主因公司成本下降（23 年白卡纸均价同比下降 21%），叠加智能工厂降本增效持续降低生产成本；环保产品毛利率下降主因产能利用率较低导致。费用率层面，23 年销售/管理/研发/财务费用率同增 0.27/0.93/0.47/0.34pcts 至 2.74%/6.37%/4.57%/0.18%。其中财务费用率变化主因主要系 22 年同期美元升值幅度较大所致（22/23 年汇兑收益分别为 1.5/0.6 亿元），管理费用率提升主因股份支付产生 0.24 亿元费用以及办公、折旧摊销费用提升所致。现金流方面：23 年公司经营性现金流净额同比增长 40.2% 至 36.7 亿元，主因公司规范供应商结算账期和加大票据结算所致。2023 年仁禾/华宝利承诺业绩扣非后净利润为 0.77/0.40 亿元，实际为 0.28/0.18 亿元。23H2 公司每 10 股派息 6.2 元，总计分红 5.7 亿元，加上中期分红 3 亿元总计分红 8.7 亿元，另外在 24 年实施新一轮股份回购，回购金额为 1-2 亿元。23Q4 毛利率/净利率同变+1.85/-0.35pcts 至 28.14%/10.95%，毛利率上升主因白卡纸价格下降。23Q4 销售/管理/研发/财务费用率同变 0.68/0.50/-0.18/-0.88pcts 至 2.97%/6.73%/4.31%/1.65%，财务费用率下降主要受汇兑收益影响。

➤ **下游需求逐渐恢复，公司收入再提速。**24Q1 收入 34.76 亿元，同增 19.37%，下游需求逐季恢复，根据 IDC 数据，2024Q1 中国大陆智能手机市场出货同比增 6.5%，其中苹果，其他出货量同比变动-6.6%/+9.3%。24Q1 毛利率/净利率同比变动-1.63/+0.31pct 至 22.09%/6.45%。24Q1 销售/管理/研发/财务费用率同变-0.27/0.15/0.3/-1.95pct 至 2.70%/6.88%/4.61%/-0.30%，其中财务费用率下降主因人民币贬值导致汇兑收益增加所致（23Q1 人民币汇率前高后低，季末较高点降低 0.3%）。24Q1 经营性现金流同比下降 23.14%至 7.98 亿元，主因 23 年末账期延长所致。24Q1 公司资本支出环比下降 63.73%至 2.12 亿元，目前公司已经基本完成智能工厂建设，预计未来 CAPEX 或将持续下降。

推荐

维持评级

当前价格：

26.31 元

相关研究

1.裕同科技 (002831.SZ) 2023 年三季报点评：行业承压收入下滑速度收窄，智能化布局提升盈利水平-2023/10/31

2.裕同科技 (002831.SZ) 2023 半年报点评：消费不及预期短期承压，旺季来临有望触底反弹-2023/08/29

3.裕同科技 (002831.SZ) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：需求复苏不及预期 23Q1 短期承压，降本增效盈利修复可期-2023/05/08

4.裕同科技 (002831.SZ) 2022 年业绩预告点评：逆势凸显卓越，Q4 业绩增速依然惊艳-2022/12/26

投资建议。公司凭借强生产管理和一体化服务能力，正逐步构建涵盖精品包装/外包装/商业包装等领域一站式印刷服务矩阵。伴随公共卫生事件彻底消除，下游消费逐渐转好，我们预计 3C 包装将重回景气上行区间，叠加公司市场份额持续扩张，公司收入或将提速。利润端公司积极进行产品升级和效率升级。短期看好成本下行带动盈利修复，从中期看，持续关注公司 ROE 回升：1) 资本开支下降；2) 同行业公司盈利难有进一步下降空间，3C 主业盈利中枢企稳向上；3) 烟酒市场化招标之后，裕同凭借强生产服务效率获取高利润率订单。我们预计 2024-2026 年归属母公司净利润为 17.8/20.6/24.7 亿元，对应 PE 为 14X/12X/10X，维持“**推荐**”评级。

风险提示：下游终端需求不及预期；原材料价格上涨；行业内部竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	15,223	17,657	20,654	24,248
增长率 (%)	-7.0	16.0	17.0	17.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,438	1,777	2,062	2,469
增长率 (%)	-3.3	23.6	16.0	19.7
每股收益 (元)	1.55	1.91	2.22	2.65
PE	17	14	12	10
PB	2.2	2.0	1.8	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	15,223	17,657	20,654	24,248
营业成本	11,230	13,098	15,213	17,795
营业税金及附加	91	106	124	145
销售费用	417	477	516	606
管理费用	970	1,130	1,281	1,503
研发费用	696	830	929	1,091
EBIT	1,902	2,087	2,674	3,204
财务费用	28	-82	160	198
资产减值损失	-46	-41	-48	-56
投资收益	-103	18	21	24
营业利润	1,790	2,146	2,487	2,974
营业外收支	-21	-20	-20	-20
利润总额	1,769	2,126	2,467	2,954
所得税	275	255	296	354
净利润	1,494	1,871	2,171	2,599
归属于母公司净利润	1,438	1,777	2,062	2,469
EBITDA	2,766	3,018	3,793	4,363

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,496	4,175	6,886	10,463
应收账款及票据	5,695	6,531	7,362	8,311
预付款项	232	301	350	409
存货	1,619	1,825	2,120	2,479
其他流动资产	1,406	1,406	1,458	1,520
流动资产合计	12,448	14,239	18,175	23,182
长期股权投资	16	16	16	16
固定资产	6,505	7,032	7,391	7,302
无形资产	699	699	697	695
非流动资产合计	9,738	10,099	10,211	10,170
资产合计	22,186	24,337	28,386	33,352
短期借款	4,224	4,224	5,424	6,624
应付账款及票据	3,779	3,158	3,668	4,290
其他流动负债	1,162	1,433	1,124	1,306
流动负债合计	9,165	8,815	10,216	12,221
长期借款	739	1,939	3,139	4,339
其他长期负债	691	692	685	678
非流动负债合计	1,429	2,631	3,823	5,016
负债合计	10,595	11,446	14,039	17,237
股本	931	931	931	931
少数股东权益	540	634	742	872
股东权益合计	11,592	12,892	14,346	16,115
负债和股东权益合计	22,186	24,337	28,386	33,352

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-6.96	15.99	16.98	17.40
EBIT 增长率	1.94	9.72	28.13	19.80
净利润增长率	-3.35	23.58	16.04	19.74
盈利能力 (%)				
毛利率	26.23	25.82	26.35	26.61
净利润率	9.45	10.07	9.98	10.18
总资产收益率 ROA	6.48	7.30	7.26	7.40
净资产收益率 ROE	13.01	14.50	15.16	16.20
偿债能力				
流动比率	1.36	1.62	1.78	1.90
速动比率	1.13	1.35	1.52	1.64
现金比率	0.38	0.47	0.67	0.86
资产负债率 (%)	47.75	47.03	49.46	51.68
经营效率				
应收账款周转天数	136.48	135.00	130.00	125.00
存货周转天数	52.63	52.00	52.00	52.00
总资产周转率	0.70	0.76	0.78	0.79
每股指标 (元)				
每股收益	1.55	1.91	2.22	2.65
每股净资产	11.88	13.17	14.62	16.38
每股经营现金流	3.95	1.45	3.15	3.67
每股股利	0.95	0.77	0.89	1.07
估值分析				
PE	17	14	12	10
PB	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	9.41	8.63	6.86	5.97
股息收益率 (%)	3.60	2.92	3.39	4.06

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,494	1,871	2,171	2,599
折旧和摊销	864	931	1,119	1,160
营运资金变动	1,123	-1,641	-616	-681
经营活动现金流	3,673	1,349	2,931	3,411
资本开支	-1,112	-1,284	-1,251	-1,139
投资	-173	0	0	0
投资活动现金流	-1,927	-1,292	-1,230	-1,115
股权募资	4	0	0	0
债务募资	-703	1,334	1,936	2,393
筹资活动现金流	-1,597	622	1,010	1,281
现金净流量	168	679	2,710	3,577

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026