

裕同科技（002831）/轻工

证券研究报告/公司点评

2024年4月30日

评级：买入（维持）

市场价格：26.75元

分析师：张潇

执业证书编号：S0740523030001

Email: zhangxiao06@zts.com.cn

分析师：邹文婕

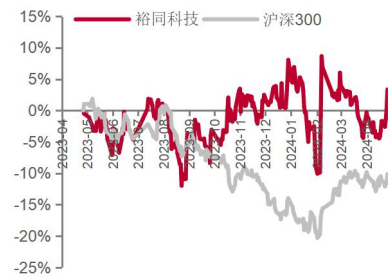
执业证书编号：S0740523070001

Email: zouwj@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	930.51
流通股本(百万股)	520.99
市价(元)	26.75
市值(百万元)	24891.24
流通市值(百万元)	13936.57

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	16,362	15,223	17,811	20,660	23,759
增长率 yoy%	10%	-7%	17%	16%	15%
净利润(百万元)	1,488	1,438	1,697	1,985	2,303
增长率 yoy%	46%	-3%	18%	17%	16%
每股收益(元)	1.60	1.55	1.82	2.13	2.48
每股现金流量	2.82	3.95	0.98	2.02	2.36
净资产收益率	14%	12%	13%	13%	13%
P/E	17	17	15	13	11
P/B	2	2	2	2	2

备注：股价取 2024 年 4 月 30 日收盘价

投资要点

- 事件：公司披露 23 年报及 24 年一季报，23Q4 起收入端增速转正，24Q1 低基数下增长靓丽。**公司 23 年实现营业收入 152.23 亿元，同比-6.96%；实现归母净利润 14.38 亿元，同比-3.35%；扣非后归母净利润 14.94 亿元，同比-1.4%。其中 23Q4 实现营业收入 44.16 亿元，同比+2.1%；实现归母净利润 4.53 亿元，同比-3.44%；扣非后归母净利润 4.58 亿元，同比+4.54%。24Q1 实现营业收入 34.76 亿元，同比+19.37%；实现归母净利润 2.19 亿元，同比+20.55%；扣非后归母净利润 2.43 亿元，同比+54.32%。
- 布局持续完善，海外收入增长明显。**分产品看，23 年纸制精品包装、包装配套产品、环保纸塑产品、其他产品收入分别为 110.36 亿元、26.14 亿元、10.64 亿元、1.82 亿元，同比分别-6.58%、-7.89%、-4.73%、-23.69%。分区域看，23 年国内、国外收入分别为 114.97、37.26 亿元，同比分别-12.45%、+15.35%。23 年公司马来西亚新工厂通过客户认证并顺利投产，越南环保包装新工厂建设完成并顺利投产，新工厂投产驱动海外收入明显增长。分客户看，2023 年前五大客户收入占比合计为 37.46%，其中第一大客户收入 24.01 亿元，同比-8.8%，收入占比为 15.77%。
- 整体盈利能力稳定改善，期间费用控制良好。**1) 盈利能力：公司 23 年毛利率同比+2.48pp 至 26.23%；净利率同比+0.18pp 至 9.82%。24Q1 毛利率同比-1.63pp 至 22.09%；销售净利率同比+0.31pp 至 6.45%。2) 期间费用率：23 年期间费用率同比+2.01pp 至 13.87%；其中，销售费用率+0.27pp 至 2.74%；管理费用率同比+1.4pp 至 10.94%；研发费用率同比+0.47pp 至 4.57%；财务费用率同比+0.34pp 至 0.18%。24Q1 期间费用率同比-3.06pp 至 13.89%；其中，销售费用率+0.15pp 至 2.7%；管理费用率同比-0.65pp 至 11.48%；研发费用率同比-0.52pp 至 4.61%；财务费用率同比-2.57pp 至-0.3%；
- 现金流表现优秀，应收账款周转率略有下降。**现金流方面，23 年实现经营现金流 36.73 亿元，同比+40.17%；经营现金流/经营活动净收益比值为 209.99%。24Q1 实现经营现金流 7.98 亿元，同比-23.14%；经营现金流/经营活动净收益比值为 291.4%。营运效率方面，23 年存货周转天数 54.27 天，同比上升 3.12 天；应收账款周转天数 139.07 天，同比上升 10.76 天。
- 智能化工厂建设快速推进。**23 年公司国内主要区域基本完成标杆智能工厂建设，并在海外启动了首家智能工厂建设。其中国内方面，苏州裕同智能工厂、湖南裕同智能工厂、成都裕同智能工厂一期建设完成；九江裕同智能工厂一期、龙岗裕同智能工厂一期建设推进中；昆山裕同智能仓储物流系统启动建设。同期，其他区域如泸州裕同、重庆裕同、烟台裕同、海口裕同等智能化建设也在持续规划推进中。海外方面，启动了越南智能工厂一期建设。
- 投资建议：**公司海外布局持续完善，烟包、环保包装等有望贡献更强增长驱动，随着智能化工厂建设推进，制造优势有望持续扩大。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 16.97、19.85、23.03 亿元（24-25 年前值为 20.50、24.01 亿元，据公司 23 年及 24Q1 业绩有所调整），对应 PE 为 15、13、11 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**下游需求修复不及预期、原材料成本波动、新客户拓展不及预期等。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,496	5,343	6,198	7,128	营业收入	15,223	17,811	20,660	23,759
应收票据	3	6	6	6	营业成本	11,230	13,091	15,185	17,463
应收账款	5,692	6,327	7,339	8,627	税金及附加	91	125	145	214
预付账款	232	270	456	524	销售费用	417	534	620	713
存货	1,619	2,618	3,037	3,493	管理费用	970	1,078	1,230	1,449
合同资产	0	0	0	0	研发费用	696	766	909	1,069
其他流动资产	1,406	1,192	1,243	1,298	财务费用	28	111	105	79
流动资产合计	12,448	15,756	18,279	21,076	信用减值损失	5	5	-5	-10
其他长期投资	701	701	701	701	资产减值损失	-46	0	0	0
长期股权投资	16	16	16	16	公允价值变动收益	31	-88	-88	-88
固定资产	6,505	5,913	5,376	4,887	投资收益	-103	88	92	66
在建工程	337	341	345	349	其他收益	110	0	0	122
无形资产	699	667	628	586	营业利润	1,790	2,109	2,464	2,855
其他非流动资产	1,480	1,562	1,640	1,700	营业外收入	13	13	13	12
非流动资产合计	9,738	9,201	8,706	8,239	营业外支出	34	34	34	34
资产合计	22,186	24,957	26,985	29,314	利润总额	1,769	2,088	2,443	2,833
短期借款	4,224	5,724	5,162	4,662	所得税	275	325	380	440
应付票据	979	700	861	1,057	净利润	1,494	1,763	2,063	2,393
应付账款	2,800	2,890	3,378	4,032	少数股东损益	56	67	78	90
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,438	1,696	1,985	2,303
合同负债	78	91	106	122	NOPLAT	1,518	1,857	2,152	2,460
其他应付款	260	260	260	260	EPS (按最新股本摊薄)	1.55	1.82	2.13	2.48
一年内到期的非流动负债	364	364	364	364					
其他流动负债	460	494	542	611	主要财务比率				
流动负债合计	9,165	10,523	10,673	11,107	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	739	639	639	327	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-7.0%	17.0%	16.0%	15.0%
其他非流动负债	691	691	691	691	EBIT增长率	0.9%	22.4%	15.9%	14.3%
非流动负债合计	1,429	1,329	1,329	1,018	归母公司净利润增长率	-3.3%	18.0%	17.0%	16.0%
负债合计	10,595	11,852	12,003	12,125	获利能力				
归属母公司所有者权益	11,052	12,498	14,298	16,415	毛利率	26.2%	26.5%	26.5%	26.5%
少数股东权益	540	607	684	775	净利率	9.8%	9.9%	10.0%	10.1%
所有者权益合计	11,592	13,105	14,982	17,189	ROE	12.4%	12.9%	13.3%	13.4%
负债和股东权益	22,186	24,957	26,985	29,314	ROIC	12.3%	12.6%	13.5%	14.4%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	47.8%	47.5%	44.5%	41.4%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	债务权益比	51.9%	56.6%	45.8%	35.2%
经营活动现金流	3,673	915	1,878	2,192	流动比率	1.4	1.5	1.7	1.9
现金收益	2,247	2,583	2,837	3,104	速动比率	1.2	1.2	1.4	1.6
存货影响	147	-999	-419	-456	营运能力				
经营性应收影响	489	-676	-1,198	-1,357	总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
经营性应付影响	698	-190	650	849	应收账款周转天数	139	121	119	121
其他影响	92	197	8	52	应付账款周转天数	84	78	74	76
投资活动现金流	-1,927	-171	-169	-185	存货周转天数	54	58	67	67
资本支出	-1,192	-89	-96	-103	每股指标(元)				
股权投资	-7	0	0	0	每股收益	1.55	1.82	2.13	2.48
其他长期资产变化	-728	-82	-73	-82	每股经营现金流	3.95	0.98	2.02	2.36
融资活动现金流	-1,597	1,103	-854	-1,077	每股净资产	11.88	13.43	15.37	17.64
借款增加	-510	1,400	-563	-812	估值比率				
股利及利息支付	-770	-360	-359	-364	P/E	17	15	13	11
股东融资	4	0	0	0	P/B	2	2	2	2
其他影响	-321	63	68	99	EV/EBITDA	30	26	24	22

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。