

## 包装龙头经营稳健, Q1业绩增速亮眼

### 投资要点

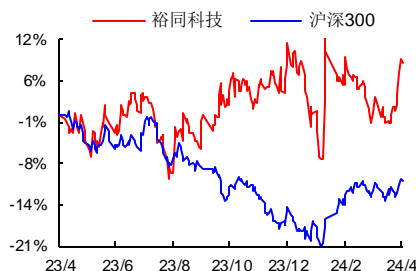
- 业绩摘要:**公司发布2023年年报及2024年一季报,2023年公司实现营收152.2亿元,同比-7%;实现归母净利润14.4亿元,同比-3.3%;实现扣非净利润14.9亿元,同比-1.4%。单季度来看,2023Q4公司实现营收44.2亿元,同比+2.1%;实现归母净利润4.5亿元,同比-3.4%;实现扣非后归母净利润4.6亿元,同比+4.5%。2024Q1公司实现营收34.8亿元,同比+19.4%;实现归母净利润2.2亿元,同比+20.6%;实现扣非后归母净利润2.4亿元,同比+54.3%。盈利逐期改善。2023年公司累计分红8.7亿元,股利支付率超过60%。
- 毛利率改善,现金流优化。**2023年公司整体毛利率为26.2%,同比+2.5pp;2023Q4毛利率为28.1%,同比+1.9pp,受益于原材料价格下降,毛利率改善。分产品看,公司纸制精品包装/包装配套产品/环保纸塑产品的毛利率分别为26.7%(+2.7pp)/24.7%(+3.1pp)/22.2%(-0.9pp)。费用率方面,公司总费用率为13.9%,同比+2pp,各项费用投入均同比增长,其中销售费用率为2.7%,同比+0.3pp;管理费用率为6.4%,同比+0.9pp,主要是本期折旧摊销及股权支付增加所致;财务费用率为0.2%,同比+0.3pp;研发费用率为4.6%,同比+0.5pp。综合来看,公司净利率为9.4%,同比+0.4pp;2023Q4净利率为10.3%,同比-0.6pp。2023年公司经营性现金流净额为36.7亿,同比+40.2%,现金流改善,主要受益于公司规范供应商结算账期和加大票据结算。2024Q1毛利率为22.1%,同比-1.6pp;总费用率为13.9%,同比-3.1pp,其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比+0.1pp/-0.1pp/-2.6pp/-0.5pp,财务费用率下降主要由于美元升值导致汇兑收益增加;2024Q1净利率为6.3%,同比+0.1pp,盈利能力维持稳定。
- 受下游需求压制收入增长暂时承压,新客户订单有望逐步释放。**分产品看,2023年公司纸制精品包装/包装配套产品/环保纸塑产品分别实现营收110.4亿元(-6.6%)/26.1亿元(-7.9%)/10.6亿元(-4.7%),受下游需求疲弱影响,各品类营收暂时承压。2023年内公司大客户数量较快增加,在烟草、环保包装、人工智能、玩具、食品等领域新增一批国际大客户,为公司持续发展引入新的动能。环保包装方面,公司研发的全植物纤维素膜产品,受到欧洲行业媒体的广泛关注;烟包新业务开拓取得突破,建立烟包设计中心,引进多位工程开发及产品设计等领域核心技术人才,全面升级烟包服务体系,年内与主要烟草企业建立了全新合作关系,新客户订单有望逐步释放。
- 产能布局持续完善,智能工厂建设全面推进。**分地区看,2023年公司内销/外销的收入分别为115.0亿元(同比-12.5%)/37.3亿元(同比+15.4%)。产能方面,马来西亚新工厂通过客户认证并顺利投产,有效支撑当地市场客户服务需求;越南环保包装新工厂建设完成并顺利投产,为环保包装业务的国际化发展保驾护航。2023年公司在许昌裕同和合肥裕同智能工厂全面投入运营的基础上,加快推进智能工厂建设:苏州裕同智能工厂建设完成,顺利试运营,高效满足华东市场需求;成都裕同智能工厂一期建设完成,打造西南市场消费电子和酒包智能工厂新典范;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;其他区域如泸州裕同、重庆裕同、

### 西南证券研究发展中心

分析师:蔡欣  
执业证号:S1250517080002  
电话:023-67511807  
邮箱:cxin@swsc.com.cn

分析师:赵兰亭  
执业证号:S1250522080002  
电话:023-67511807  
邮箱:zht@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源:聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	9.31
流通A股(亿股)	5.21
52周内股价区间(元)	22.41-27.66
总市值(亿元)	248.91
总资产(亿元)	214.97
每股净资产(元)	12.12

### 相关研究

- 裕同科技(002831):经营稳健,新品增长亮眼(2023-05-04)

烟台裕同、海口裕同等的智能化建设也在持续规划推进中。智能工厂保障了订单交付的连续性、稳定性和可控性，能应对大客户各类订单需求和品质要求，中长期来看有望帮助公司提升客户满意度和订单份额。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2024-2026 年 EPS 分别为 1.85 元、2.17 元、2.55 元，对应 PE 分别为 14 倍、12 倍、10 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险；下游客户增长不及预期的风险；汇率大幅波动的风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	15222.70	17952.56	20788.43	23731.48
增长率	-6.96%	17.93%	15.80%	14.16%
归属母公司净利润（百万元）	1438.09	1723.29	2023.56	2376.42
增长率	-3.35%	19.83%	17.42%	17.44%
每股收益 EPS（元）	1.55	1.85	2.17	2.55
净资产收益率 ROE	12.89%	13.79%	14.32%	14.80%
PE	17	14	12	10
PB	2.15	1.92	1.69	1.49

数据来源：Wind，西南证券



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1: 随着终端需求逐步改善, 纸制精品包装收入增长稳健, 2024-2026 年分别为 15%、12%、10%;

假设 2: 随着环保纸塑产品产能释放, 产线效率提升, 环保纸塑产品保持较高增长, 2024-2026 年收入增速分别为 30%、35%、33%。

基于以上假设, 我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>合计</b>				
营业收入	15222.7	17952.6	20788.4	23731.5
yoy	-7.0%	17.9%	15.8%	14.2%
营业成本	11230.05	13207.8	15250.7	17343.3
毛利率	26.2%	26.4%	26.6%	26.9%
<b>纸制精品包装</b>				
收入	11036	12691.4	14214.4	15635.8
yoy	-6.6%	15.0%	12.0%	10.0%
成本	8086.12	9264.7	10348.1	11336.0
毛利率	26.7%	27.0%	27.2%	27.5%
<b>包装配套产品</b>				
收入	2614.33	3267.9	3986.9	4784.2
yoy	-7.9%	25.0%	22.0%	20.0%
成本	1968.69	2450.9	2970.2	3540.3
毛利率	24.7%	25.0%	25.5%	26.0%
<b>环保纸塑产品</b>				
收入	1064.13	1383.4	1867.5	2483.8
yoy	-4.7%	30.0%	35.0%	33.0%
成本	828.46	1065.2	1428.7	1887.7
毛利率	22.1%	23.0%	23.5%	24.0%
<b>其他</b>				
收入	508.24	609.9	719.7	827.6
yoy	-14.5%	20.0%	18.0%	15.0%
成本	346.78	426.9	503.8	579.3
毛利率	31.8%	30.0%	30.0%	30.0%

数据来源: Wind, 西南证券

我们选取高分红的塑料包装龙头企业永新股份、金属包装行业龙头公司奥瑞金为可比公司, 可比公司 2024 年平均估值为 12.5 倍。考虑到公司保持较高分红比例, 规模优势逐渐显现, 维持“买入”评级。

表 2：可比公司 wind 一致预期

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002014	永新股份	10.05	0.78	0.89	0.98	12.91	11.34	10.25
002701	奥瑞金	4.67	0.38	0.44	0.46	12.14	10.60	10.15
平均值						12.53	10.97	10.20

数据来源：Wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	15222.70	17952.56	20788.43	23731.48	净利润	1494.46	1790.84	2102.89	2469.58
营业成本	11230.05	13207.77	15250.70	17343.33	折旧与摊销	725.11	1033.28	1076.40	1124.70
营业税金及附加	91.47	99.88	116.65	134.36	财务费用	27.74	24.75	-8.33	-56.02
销售费用	417.47	538.58	602.86	711.94	资产减值损失	-45.59	-30.00	-30.00	-30.00
管理费用	969.79	1938.88	2328.30	2681.66	经营营运资本变动	1379.70	-1224.66	-636.06	-711.91
财务费用	27.74	24.75	-8.33	-56.02	其他	92.00	164.09	67.72	63.47
资产减值损失	-45.59	-30.00	-30.00	-30.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>3673.42</b>	<b>1758.30</b>	<b>2572.62</b>	<b>2859.81</b>
投资收益	-102.69	-80.00	-60.00	-50.00	资本支出	-541.77	-500.00	-430.00	-350.00
公允价值变动损益	30.66	30.66	30.66	30.66	其他	-1385.41	-49.34	-29.34	-19.34
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1927.18</b>	<b>-549.34</b>	<b>-459.34</b>	<b>-369.34</b>
<b>营业利润</b>	<b>1790.31</b>	<b>2123.38</b>	<b>2498.90</b>	<b>2926.87</b>	短期借款	345.94	-2122.01	-802.33	0.00
其他非经营损益	-21.11	-27.07	-28.09	-28.84	长期借款	-835.10	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1769.20</b>	<b>2096.30</b>	<b>2470.80</b>	<b>2898.03</b>	股权融资	31.89	0.00	0.00	0.00
所得税	274.74	305.46	367.92	428.45	支付股利	-599.44	-334.69	-399.99	-470.65
净利润	1494.46	1790.84	2102.89	2469.58	其他	-540.21	-452.89	8.33	56.02
少数股东损益	56.37	67.55	79.32	93.16	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1596.93</b>	<b>-2909.58</b>	<b>-1194.00</b>	<b>-414.63</b>
归属母公司股东净利润	1438.09	1723.29	2023.56	2376.42	<b>现金流量净额</b>	<b>168.10</b>	<b>-1700.62</b>	<b>919.29</b>	<b>2075.84</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3495.88	1795.26	2714.54	4790.39	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	6033.37	7132.92	8248.36	9420.25	销售收入增长率	-6.96%	17.93%	15.80%	14.16%
存货	1619.15	1876.31	2174.92	2479.27	营业利润增长率	-3.58%	18.60%	17.69%	17.13%
其他流动资产	1299.66	1183.75	1232.16	1282.41	净利润增长率	-5.24%	19.83%	17.42%	17.44%
长期股权投资	16.17	16.17	16.17	16.17	EBITDA 增长率	1.97%	25.10%	12.12%	12.02%
投资性房地产	700.54	700.54	700.54	700.54	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	6841.93	6420.61	5886.18	5223.44	毛利率	26.23%	26.43%	26.64%	26.92%
无形资产和开发支出	1282.90	1194.32	1105.75	1017.17	三费率	9.30%	13.94%	14.06%	14.06%
其他非流动资产	896.69	873.30	849.92	826.53	净利率	9.82%	9.98%	10.12%	10.41%
<b>资产总计</b>	<b>22186.29</b>	<b>21193.19</b>	<b>22928.53</b>	<b>25756.17</b>	ROE	12.89%	13.79%	14.32%	14.80%
短期借款	4224.34	2102.33	1300.00	1300.00	ROA	6.74%	8.45%	9.17%	9.59%
应付和预收款项	4228.39	4359.59	5145.14	5923.42	ROIC	11.63%	13.97%	15.43%	17.47%
长期借款	738.64	738.64	738.64	738.64	EBITDA/销售收入	16.71%	17.72%	17.16%	16.84%
其他负债	1403.31	1009.00	1058.23	1108.66	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>10594.68</b>	<b>8209.56</b>	<b>8242.01</b>	<b>9070.72</b>	总资产周转率	0.70	0.83	0.94	0.97
股本	930.51	930.51	930.51	930.51	固定资产周转率	2.49	2.86	3.59	4.47
资本公积	1928.29	1928.29	1928.29	1928.29	应收账款周转率	2.55	2.85	2.83	2.81
留存收益	8541.58	9930.18	11553.75	13459.52	存货周转率	6.52	7.50	7.43	7.38
归属母公司股东权益	11051.57	12376.04	13999.60	15905.38	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.84%	—	—	—
少数股东权益	540.04	607.59	686.92	780.08	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>11591.61</b>	<b>12983.63</b>	<b>14686.52</b>	<b>16685.45</b>	资产负债率	47.75%	38.74%	35.95%	35.22%
负债和股东权益合计	22186.29	21193.19	22928.53	25756.17	带息债务/总负债	46.84%	34.61%	24.73%	22.47%
					流动比率	1.36	1.77	2.11	2.35
					速动比率	1.18	1.49	1.79	2.03
					股利支付率	41.68%	19.42%	19.77%	19.80%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	2543.17	3181.40	3566.97	3995.54	每股收益	1.55	1.85	2.17	2.55
PE	17.31	14.44	12.30	10.47	每股净资产	12.46	13.95	15.78	17.93
PB	2.15	1.92	1.69	1.49	每股经营现金	3.95	1.89	2.76	3.07
PS	1.64	1.39	1.20	1.05	每股股利	0.64	0.36	0.43	0.51
EV/EBITDA	9.08	7.01	5.77	4.63					
股息率	2.41%	1.34%	1.61%	1.89%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

---

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---