

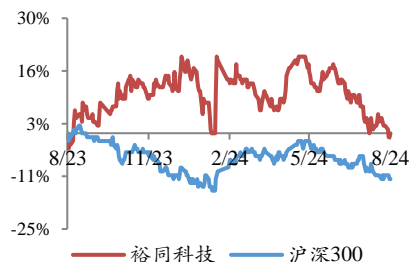
业务布局多元化，打造智能护城河

投资评级：买入
首次覆盖

报告日期：2024-08-22

收盘价 (元)	22.32
近 12 个月最高/最低 (元)	29.00/22.14
总股本 (百万股)	931
流通股本 (百万股)	521
流通股比例 (%)	55.99
总市值 (亿元)	208
流通市值 (亿元)	116

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：徐恺

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xukai@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

主要观点：

● 概况：立足消费电子，业务多元化推进

公司主要从事纸质印刷包装产品的研发、生产与销售，并为客户提供创意设计、工程开发、材料研发、第三方采购、仓储管理、物流配送等一体化深度服务。产品层面，公司的核心产品为纸质包装、环保纸托、精密塑料、标签、功能材料模切和文化创意印刷产品等。客户层面，公司服务的客户涵盖消费电子、智能硬件、烟酒、大健康、化妆品和奢侈品等行业，客户涵盖华为、联想、三星、小米、索尼、红塔集团、泸州老窖、玫琳凯、雀巢等国内外知名品牌企业和仁宝、富士康、捷普、纬创资通、和硕、广达等知名代工厂商。产能层面，公司已在全球建有 50 余个生产基地和服务中心，在国内建立了约 40 个生产基地，并在越南、印度、印尼、泰国、马来西亚建立 7 个生产基地。

● 行业：纸包装行业集中度低，市场竞争激烈

纸包装在包装市场中占据着重要的地位，截至 2023 年，我国纸包行业的营业收入为 2682.57 亿元，约占整个包装行业的 23.25%。纸质印刷包装行业准入门槛较低，中小企业较多，属于充分竞争行业，整体而言集中度较低，CR5 仅 18%，相较于海外，市场集中度有较大提升空间。纸包装行业排名前 5 的公司依次是深圳裕同包装科技、厦门合兴包装印刷、昇兴集团、上海紫江企业集团、厦门保津集团，市占率分别为 6.10%/5.73%/2.56%/1.95%/1.65%，裕同科技处于行业第一的位置。在中高端包装领域，头部企业具有成本、服务等各方面的优势，能够凭借规模经济和供应链优势提供高质量、具有竞争力的产品。在他们的一体化服务、全产业链的布局下，我国纸包装行业有望逐步提升市场集中度。

● 公司：构建多元产品矩阵，开拓新市场新客户

从消费电子向大消费包装领域拓展，积极开拓新客户。公司从 3C 领域的客户富士康、捷普、纬创资通、和硕、华为、联想和三星逐渐开拓至其他领域的客户，如日化、医药等，公司服务的品牌有小米、索尼、红塔集团、泸州老窖、玫琳凯、雀巢、古井贡酒等。公司前五大客户 2018 年-2023 年的销售占比从 40.56%降低至 37.46%，多元化有效降低了公司依赖单一客户的销售风险。

构建多元产品矩阵，各业务增长空间广阔。ICT 包装领域，公司收购华宝利和仁禾智能，延伸业务边界，随着人工智能进程推进，增长潜力较大。烟包领域，公司打造湖南岳阳、武汉江夏、武汉东西湖和河南许昌四大烟包制造基地，数字化生产能力强，随着中烟反腐力度加强和市场招标逐步落地，公司有望获得发展机遇。环保包装领域，公司聚焦环保纸塑产品，提升国际影响力，宜宾裕同智能包装及竹浆环保纸塑募投项目，有望支撑公司业绩新增长。

积极全球化布局，全面推进智能工厂建设。公司近年来致力于推进智能工厂建设，整体智能化程度在行业中处于领先地位，智能工厂的建设降低了公司纸制品包装人工成本占总成本的比例，实现了显著的生产效率优化和成本结构改善。公司陆续完成海外项目的投产以及在海外建立工厂，加大股东分红。2023 年度分红预案为每 10 股派现金 6.2 元，总计派息约 5.7 亿元，叠加已实施的中期分红 3 亿，全年分红金额共计 8.7 亿元，占公司归母净利润的 60.3%。

● **投资建议**

公司作为国内领先的包装一体化公司，立足于消费电子领域，进而多元化业务齐步发展，随着公司优质下游客户的拓展，新订单有望带来新增长。我们预计公司 2024-2026 年实现营收分别为 169.40/186.89/203.90 亿元，分别同比增长 11.3%/10.3%/9.1%；实现归母净利润 16.04/17.83/19.77 亿元，分别同比增长 11.5%/11.2%/10.9%。截至 2024 年 8 月 22 日，股本对应 EPS 分别为 1.72/1.92/2.12，对应 PE 分别为 12.95/11.65/10.50 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

● **风险提示**

宏观环境的风险；市场竞争风险；原材料价格波动风险；核心人才流失风险；汇率波动风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	15223	16940	18689	20390
收入同比 (%)	-7.0%	11.3%	10.3%	9.1%
归属母公司净利润	1438	1604	1783	1977
净利润同比 (%)	-3.3%	11.5%	11.2%	10.9%
毛利率 (%)	26.2%	26.3%	26.4%	26.4%
ROE (%)	13.0%	13.7%	14.4%	15.0%
每股收益 (元)	1.57	1.72	1.92	2.12
P/E	17.52	12.95	11.65	10.50
P/B	2.32	1.78	1.67	1.57
EV/EBITDA	10.02	7.73	7.13	6.43

资料来源：wind，华安证券研究所（以 2024 年 8 月 22 日收盘价计算）

正文目录

1 概况：以消费电子为基础，逐步开拓多元化业务.....	6
1.1 包装头部企业，始终保持领先优势.....	6
1.2 股权结构集中，员工持股计划稳定企业发展.....	7
1.3 扩大欧美市场，毛利率表现亮眼.....	9
2 行业：纸包装行业集中度低，市场竞争激烈.....	11
3 公司：构建多元产品矩阵，开拓新市场新客户.....	14
3.1 从消费电子向大消费包装领域拓展，积极开拓新客户.....	14
3.2 构建多元产品矩阵，各业务增长空间广阔.....	17
3.2.1 ICT 包装：积极提升市场份额，收购延伸业务边界.....	17
3.2.2 烟包：四大制造基地协同，紧抓市场发展机遇.....	19
3.2.3 环保包装：聚焦环保纸塑产品，提升国际影响力.....	22
3.3 积极全球化布局，全面推进智能工厂建设.....	25
4 盈利预测及投资建议.....	27
5 风险提示.....	28
财务报表与盈利预测.....	30

图表目录

图表 1 公司产品概况	6
图表 2 公司发展历程	7
图表 3 公司股权结构图（截至 2024Q1）	8
图表 4 公司核心管理层团队情况	8
图表 5 公司第一期员工持股计划	9
图表 6 公司第二期员工持股计划	9
图表 7 2016-2024Q1 营业收入及 YOY	10
图表 8 2016-2024Q1 公司归母净利润及 YOY	10
图表 9 2020-2023 年公司按产品拆分收入结构（亿元）	10
图表 10 2020-2023 年公司按地区拆分收入结构（亿元）	10
图表 11 公司分产品毛利率情况（%）	11
图表 12 公司分地区毛利率情况（%）	11
图表 13 2018-2024Q1 公司费用率情况（%）	11
图表 14 2018-2024Q1 公司归母净利率情况（%）	11
图表 15 2023 年包装细分各行业收入占比	12
图表 16 2023 年中国纸包装行业市场份额（%）	12
图表 17 海外和中国包装行业集中度对比	13
图表 18 裕同科技及主要竞争对手基本情况	13
图表 19 中国纸包装行业的主要企业对比	14
图表 20 纸包行业产业链	15
图表 21 公司业务及下游客户拓展历程	16
图表 22 公司主要客户	16
图表 23 2018-2023 年前 5 大客户销售占比（%）	16
图表 24 大客户需求及裕同包装整体解决方案示意图	17
图表 25 2020-2022 年公司分品类的营业收入（亿元）	17
图表 26 2020-2023 全球消费电子市场规模及 YOY	18
图表 27 2020-2023 中国消费电子市场规模及 YOY	18
图表 28 公司前 5 大客户销售额及占比（单位：亿元）	18
图表 29 2020-2023 中国烟草行业市场规模及 YOY	20
图表 30 2020-2023 中国卷烟市场规模及 YOY	20
图表 31 2020-2023 年中国卷烟产量（亿支）	20
图表 32 烟包客户近期进展	20
图表 33 公司烟包基地情况	21
图表 34 中国纸包装行业 2020 年-2023 年绿色包装相关政策	22
图表 35 2020-2023 公司环保纸塑产品营业收入	23
图表 36 2020-2023 公司研发投入	23
图表 37 公司 2023 年主要研发项目	23
图表 38 2020-2023 中国餐饮营业收入及 YOY	24
图表 39 2020-2023 中国外卖用户规模及使用率	24
图表 40 宜宾裕同智能包装及竹浆环保纸塑项目新工艺流程	25
图表 41 公司许昌智能工厂	25




图表 42 公司智能工厂	25
图表 43 2019-2023 公司纸制品包装直接人工成本占比（%）	26
图表 44 2019-2023 公司的息税折旧摊销前利润（亿元）	26
图表 45 公司海外布局	26
图表 46 公司股东分红	27
图表 47 盈利预测和估值	28
图表 48 可比公司估值	28

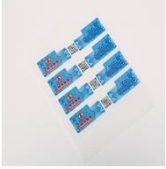
1 概况：以消费电子为基础，逐步开拓多元化业务

1.1 包装头部企业，始终保持领先优势

国内领先的包装整体解决方案服务商。公司主要从事纸质印刷包装产品的研发、生产与销售，并为客户提供创意设计、工程开发、材料研发、第三方采购、仓储管理、物流配送等一体化深度服务。**产品层面**，公司的核心产品为纸质包装、环保纸托、精密塑料、标签、功能材料模切和文化创意印刷产品等。**客户层面**，公司服务的客户涵盖消费电子、智能硬件、烟酒、大健康、化妆品和奢侈品等行业，客户涵盖华为、联想、三星、小米、索尼、红塔集团、泸州老窖、玫琳凯、雀巢等国内外知名品牌企业和仁宝、富士康、捷普、纬创资通、和硕、广达等知名代工厂商。**产能层面**，公司已在全球建有 50 余个生产基地和服务中心，在国内建立了 40 余个生产基地，并在越南、印度、印尼、泰国、马来西亚建立 7 个生产基地。

图表 1 公司产品概况

产品类别	产品概要	包装标的对象	运用技术工艺	产品优点
<p>彩盒 (含精品盒)</p> 	<p>彩盒分为两类：一种是卡盒类，由单张卡纸印刷模切而成（扣底盒、开窗盒），材料有单粉、金银卡纸等；一种是坑盒，俗称平口箱、双插盒、上盖下扣、手提盒、展示盒、天地盒、锁底盒、开窗盒等。</p> <p>产品对于保护和美化产品以及商品的储藏、保鲜、运输、销售都起着非常重要的作用。</p>	<p>液晶显示器、电脑键盘、内存卡、手机、电话机、打印机、相机、电饭煲、化妆品、烟包、酒盒等</p>	<p>高网线数彩色胶印 UV 技术、高精度凹印技术、高速连线水油印刷技术、全自动上光 UV 加工技术、全自动过 PP 加工技术、全自动烫金术、全自动丝印局部 UV 技术、全自动模切加工技术、全自动粘盒技术等</p>	<p>环保性好、可折叠、易加工、高强度、质轻</p>
<p>说明书</p> 	<p>说明书种类有：单页说明书、折页说明书、骑订说明书、胶装说明书等。</p> <p>说明书，是对产品功能和使用的详细说明，便于消费者了解产品。独特的设计，新颖的展现形式，能够使说明书易读、友好、不枯燥。</p>	<p>液晶显示器、手机、电话机、打印机、笔记本电脑、电饭煲、DVD、相机、空调等</p>	<p>高网线数彩色胶印技术、全自动折页加工技术、全自动骑订龙技术、全自动胶装胶技术等</p>	<p>轻便、易折叠、环保可回收</p>
<p>纸箱</p> 	<p>瓦楞纸箱是一种应用广泛的包装制品。</p>	<p>电脑、电脑显示屏、空调、洗衣机等</p>	<p>可多色凸印生产技术、半自动啤切技术、可拼装包装箱生产技术等</p>	<p>结构牢固、刚性好、承重性好、方便装卸</p>
<p>不干胶贴纸</p>	<p>不干胶贴纸种类有永久粘贴（强粘）型、可移除</p>	<p>液晶显示器、手机、电话机、打印机、笔记本电</p>	<p>高网线数彩色胶印技术、覆膜模切技术、全自动上光 UV 加</p>	<p>用于防伪、正版授权声明、适用多类</p>



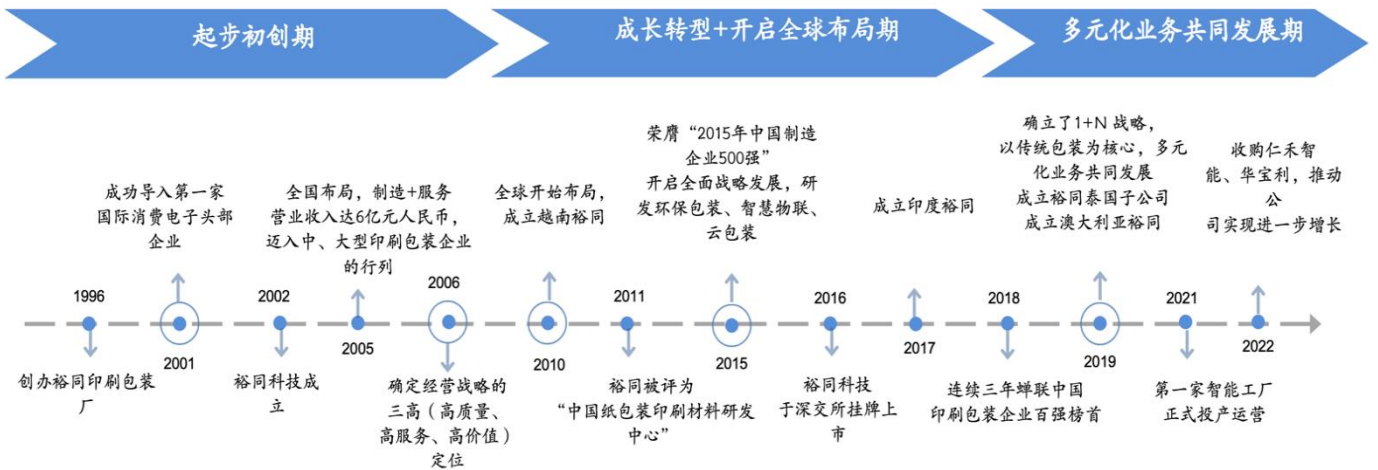
(弱粘)型、再粘贴型。 脑、 工技术
 材料: (半)透明 PET、 电饭煲、DVD、相机、空
 (半)透明 OPP、透明 调等
 PVC、有(无)光白
 PVC、合成纸、有光金
 (银)聚脂、无光金
 (银)聚脂。
 型产品、规格,灵
 活性强。同传统的
 标贴相比,具有不
 用刷胶、不用浆
 糊、不用蘸水、无
 污染、节省贴标时
 间等优点,方便快
 捷。

资料来源: 公司官网, 公司公告, 华安证券研究所

起步初创, 进入消费电子包装市场。1996 年公司的前身为裕同印刷包装厂, 从事印刷包装服务。步入 21 世纪, 消费电子行业迅速发展, 公司抓住机遇, 在 2001 年成为索尼公司的印刷包装供应商, 进入消费电子领域, 实现了从生产低端产品到追求高端市场的重要转变。公司成立技术中心, 重视技术创新和新产品开发, 巩固并扩大公司在高端消费类电子产品纸质印刷包装行业的竞争优势。

以消费电子包装为基础, 逐步推进多元业务发展。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。2017 年收购武汉艾特来提升自身在烟包市场的竞争力, 2018 年收购江苏德晋布局化妆品包装, 2022 年收购仁禾智能切入软包、收购深圳华宝利巩固电子产品包装能力。通过收并购, 公司从消费电子包装领域拓展到酒包、烟包、化妆品、环保包装等领域。公司实施“1+N”战略, 推广智能化生产。建立许昌裕同智能工厂, 节约人工成本, 进一步扩大产品的市场领域, 稳步推进多元业务发展。

图表 2 公司发展历程

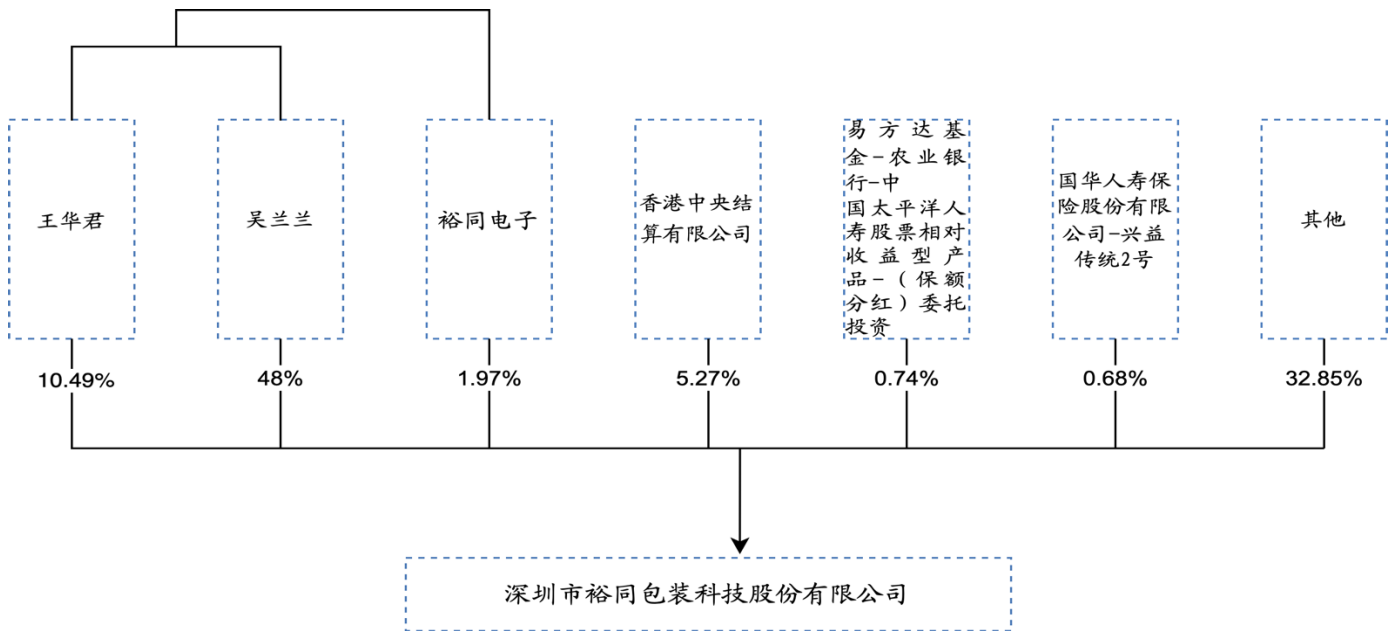


资料来源: 公司官网, 公司公告, 华安证券研究所

1.2 股权结构集中, 员工持股计划稳定企业发展

股权集中稳定, 控股股东有较大的决策权。截至 2024Q1, 公司实际控制人为王华君、吴兰兰夫妇, 持股比例达 10.49%和 48.00%, 通过裕同电子共同持有 1.97%。此外, 香港中央结算有限公司作为第三大股东, 持有 5.27%, 其他主要股东为信托/基金等公司。公司股权结构集中稳定, 实际控制人对决策拥有较大的影响力。

图表 3 公司股权结构图 (截至 2024Q1)



资料来源: 公司 2024 年第一季度报告, 华安证券研究所

核心管理团队表现卓越, 为公司的持续发展打下了坚实的基础。董事长王华君以及副董事长吴兰兰深耕包装行业多年, 具有丰富的行业经验。董事刘中庆在 2010 年起在裕同科技担任多个关键角色, 包括事业处总经理和多个分公司总经理, 在公司运营和战略规划方面有深厚经验。

图表 4 公司核心管理层团队情况

姓名	职务	履历
王华君	董事长兼总裁	1993 年至 1995 年在深圳市宝安区松岗镇龙成纸品厂历任业务员、业务主管; 1996 年至 2009 年担任深圳市裕同实业有限公司执行董事兼总经理; 2006 年 4 月至 2010 年 3 月历任本公司执行董事、董事长; 2010 年 3 月至今担任本公司董事长兼总裁。
吴兰兰	副董事长兼副总裁	1996 年至 2009 年担任深圳市裕同实业有限公司监事; 2002 年 1 月至 2006 年 3 月担任本公司执行董事; 2002 年 1 月至 2010 年 3 月担任本公司总经理; 2010 年 3 月至今担任本公司副董事长兼副总裁。
刘中庆	董事	2010 年至今任本公司事业四处总经理; 2011 年至今任许昌裕同印刷包装有限公司总经理, 2018 年 3 月至今历任武汉艾特纸塑包装有限公司董事、宜宾市裕同环保科技有限公司执行董事及总经理、东莞市裕同印刷包装有限公司总经理、湖南裕同印刷包装有限公司执行董事深圳市裕同包装科技股份有限公司及总经理、海口市裕同环保科技有限公司执行董事等, 2016 年 5 月至今担任本公司副总裁, 2020 年 6 月至今担任本公司董事。
刘宗柳	董事	2007 年创办厦门胜券投资管理有限公司, 至今任执行董事、总经理; 2017 年至今任清源科技(厦门)股份有限公司独立董事、2018 年至 2023 年 3 月任汕头万顺新材集团股份有限公司独立董事; 2018 年至今任厦门市会计学会会长; 2019 年至今任云能国际股份有限公司独立董事; 2020 年 3 月创立并担任厦门真券商贸有限公司执行董事; 2021 年 11 月至今任厦门毫末智能制造有限公司董事长。2020 年 6 月至今担任本公司董事。
祝勇利	副总裁	1998 年至 2000 年在深圳市华宝饲料公司任职会计; 2000 年至 2003 年在深圳市南北

医药公司担任会计主管；2003年至2007年5月担任泰豪科技(深圳)电力技术有限公司财务经理；2007年6月至2009年10月担任本公司财务经理；2009年11月至今担任本公司财务负责人；自2010年3月至今担任本公司财务总监，自2016年5月至今担任本公司副总裁。

资料来源：公司2023年年报，华安证券研究所

员工持股，助力企业发展。公司在2018年发布第一期员工持股计划，参与员工合计不超过300人，员工持股计划拟筹集员工资金总额不超过18,500万元。其中，管理层人员持股比例为20.54%，其他符合参与标准的员工持股比例为79.46%。公司在2020年发布第二期员工持股计划，参与员工合计不超过750人，员工持股计划拟筹集员工资金总额不超过33,000万元。其中，管理层人员持股比例为11.09%，其他符合参与标准的员工持股比例为88.91%。

图表5 公司第一期员工持股计划

持有人	职务	持有持股计划的份 额(万份)	占持股计划的比例
王华君	董事长、总裁	1,950.00	10.54%
吴兰兰	副总裁	580.00	3.14%
祝勇利	副总裁、财务总监	490.00	2.65%
张恩芳	副总裁、董事会秘书	390.00	2.11%
唐自伟	职工代表监事、审计部高级总监	195.00	1.05%
彭静	职工代表监事、资金部副总监	195.00	1.05%
	其他符合参与标准的员工	14,700.00	79.46%
	合计	18,500.00	100.00%

资料来源：公司第一期员工持股计划(草案)，华安证券研究所

图表6 公司第二期员工持股计划

持有人	职务	持有持股计划的份 额(万份)	占持股计划的比例
王华君	董事长、总裁	1,500	4.55%
刘中庆	董事、副总裁	450	1.36%
王彬初	副总裁	225	0.68%
祝勇利	副总裁、财务总监	450	1.36%
张恩芳	副总裁、董事会秘书	300	0.91%
邓琴	监事	225	0.68%
唐自伟	职工代表监事、审计部高级总监	270	0.82%
彭静	职工代表监事、资金部副总监	240	0.73%
	其他符合参与标准的员工	29,340	88.91%
	合计	33,000	100%

资料来源：公司第二期员工持股计划(草案)(更新后)，华安证券研究所

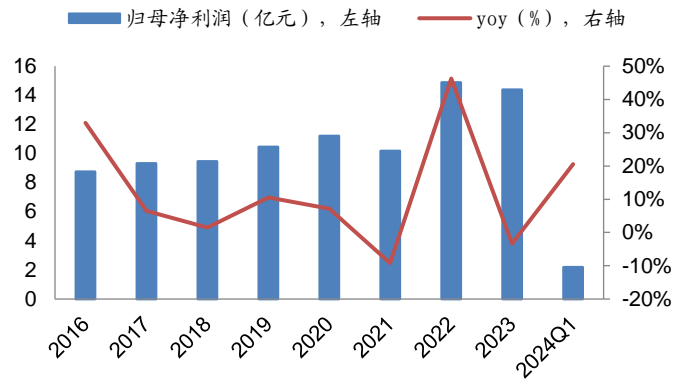
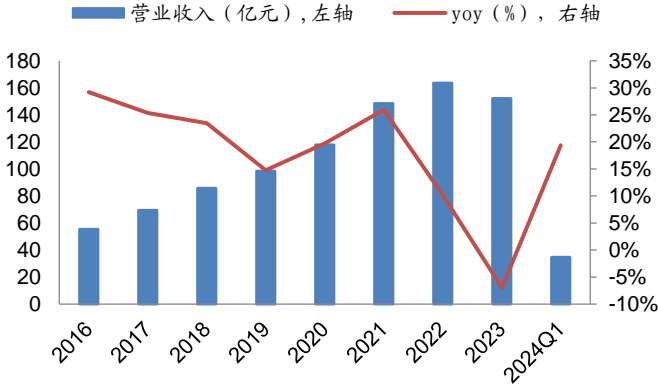
1.3 扩大欧美市场，毛利率表现亮眼

公司整体营业收入稳步提升，经营韧性强。2016年-2022年，公司营业收入呈现向上的趋势，从55.42亿元增长至163.62亿元，CAGR为19.77%。公司2023年实现营业收入152.23亿元，同比下降6.96%，营业收入下降原因主要为部分消费

电子类客户订单需求下降所致。实现归母净利润 14.38 亿元，同比下降 3.35%。随着下游景气度的好转，2024Q1 公司实现营业收入 34.76 亿元，同比增长 19.37%；归母净利润 2.19 亿元，同比增长 20.55%。

图表 7 2016-2024Q1 营业收入及 yoy

图表 8 2016-2024Q1 公司归母净利润及 yoy



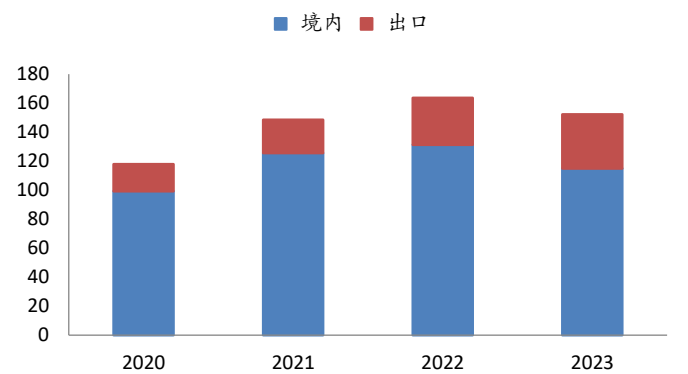
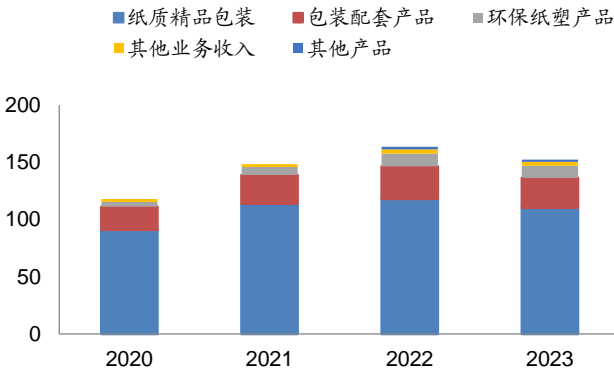
资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

以纸质精品包装为主产品，以境内为主市场。分产品拆分，2023 年公司纸质精品包装/包装配套产品/环保纸塑产品/其他产品/其他业务分别实现收入 110.36/26.14/10.64/1.82/3.26 亿元，同比-6.58%/-7.89%/-4.73%/-23.69%/-8.27%，占比 72.50%/17.17%/6.99%/1.20%/2.14%，公司以纸质精品包装产品为主。分地区拆分，2023 年公司境内/境外分别实现营业收入 114.97/37.26 亿元，同比-12.45%/+15.35%，占比 75.52%/24.48%。公司加快扩展海外市场，积极拓展一批大客户，推动了海外地区的收入增长。

图表 9 2020-2023 年公司按产品拆分收入结构 (亿元)

图表 10 2020-2023 年公司按地区拆分收入结构 (亿元)

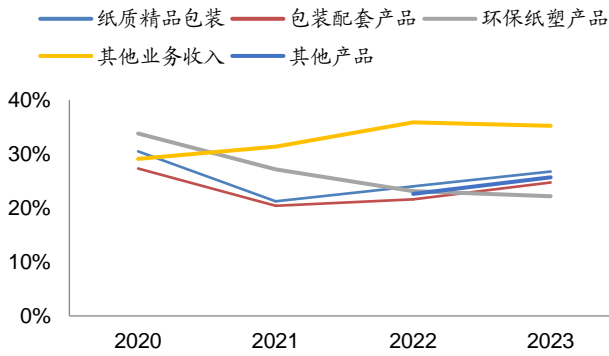


资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

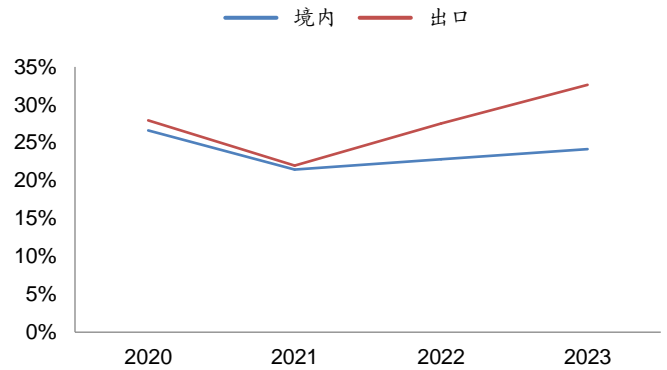
核心产品毛利率稳步回升。2023 年公司纸质精品包装/包装配套产品/环保纸塑产品/其他产品/其他业务收入的毛利率分别为 26.73%/24.70%/22.15%/25.66%/35.18%，毛利率同比+2.74/+3.12/-0.93/3.07/-0.65pcts。2021/2022/2023/2024Q1 公司综合毛利率分别为 21.54%/23.75%/26.23%/22.09%，同比-5.29/+2.21/+2.48/-1.63pcts。由于原材料成本下降、叠加智能工厂投产之后带来的效用提升，自 2021 年起毛利率逐步上升。

图表 11 公司分产品毛利率情况 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

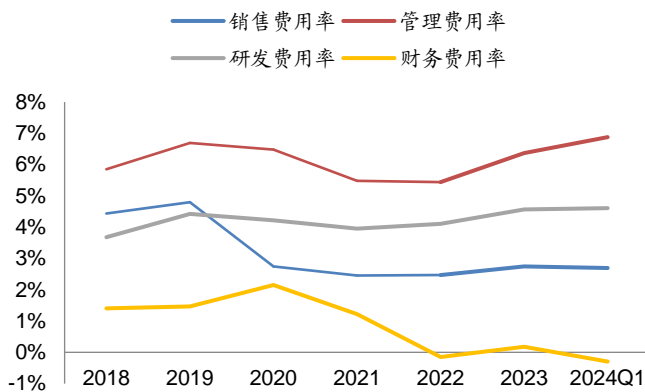
图表 12 公司分地区毛利率情况 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

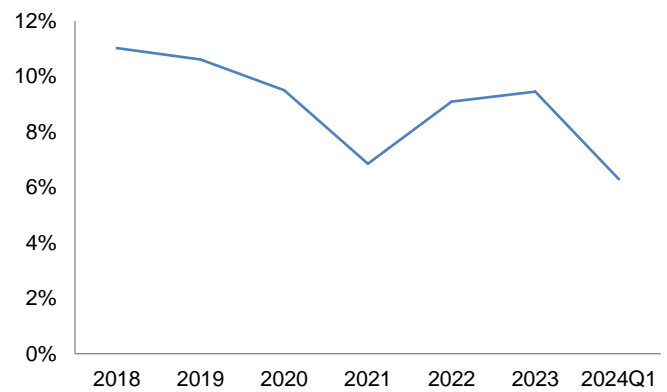
2023 年各项费用率有所上升。2023 年销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率为 2.74%/6.37%/4.57%/0.18%，分别同比上升 0.27/0.93/0.47/0.34pcts。管理费用率的增加主要为公司新设海外公司开办费用和员工持股计划的股份支付费用增加。财务费用率的增加主要系 2022 年度美元升值幅度较大。2023 年归母净利率为 9.45%，同比增加 0.35pct。

图表 13 2018-2024Q1 公司费用率情况 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 14 2018-2024Q1 公司归母净利率情况 (%)

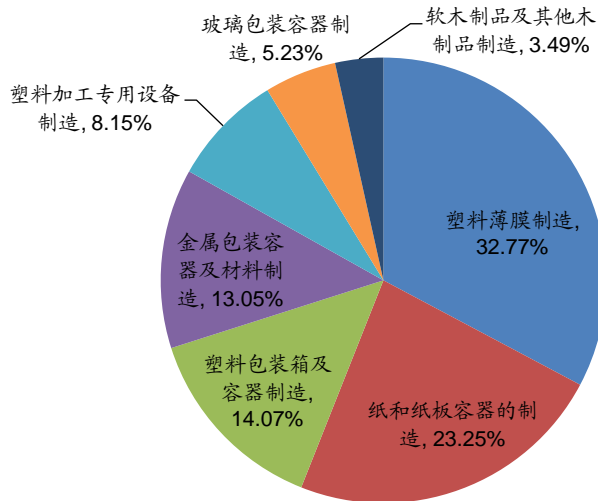


资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

2 行业：纸包装行业集中度低，市场竞争激烈

纸包装是占比最大的包装细分市场。按包装材料分，包装产品主要分为纸质包装、塑料包装、金属包装等。纸质包装具有原料来源广泛、占产品成本比重较低、便于物流搬运、易于储存和回收等诸多优势，随着生产工艺和技术水平的不断提高，纸质包装产品已经可以部分取代木器包装、塑料包装、玻璃包装、铝材包装、钢材包装、铁皮包装等多种包装形式，应用范围越来越广。由于纸质包装可再生利用，绿色环保，可较好地提高经济效益，是市场经济的理想选择，也是循环经济的发展方向。截至 2023 年，我国纸包行业的营业收入为 2682.57 亿元，约占整个包装行业的 23.25%，在包装市场中占据着重要的地位。

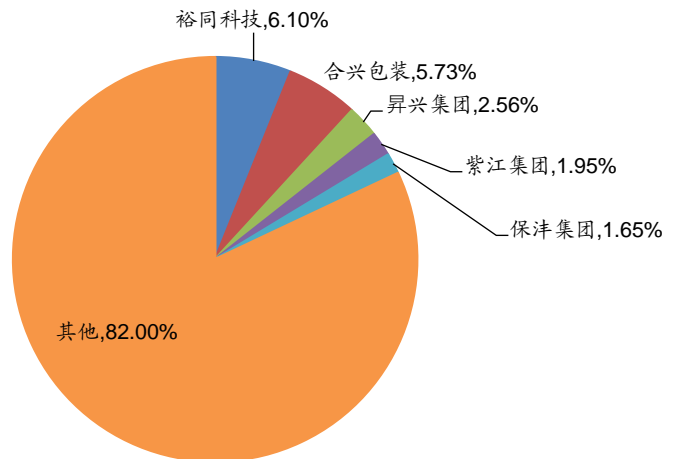
图表 15 2023 年包装细分各行业收入占比



资料来源：中国包装联合会，华安证券研究所

我国纸质印刷包装行业整体集中度偏低，市场竞争激烈。纸质印刷包装行业准入门槛较低，中小企业较多，属于充分竞争行业，整体而言集中度较低。其中中低端包装领域竞争尤为激烈；而在高端领域，即拥有高端品牌客户、高精生产技术、高服务质量的优质大型企业相对较少，行业集中度相对于国内低端包装略高，但相较于发达国家包装行业集中度而言仍偏低。我国区域性中小企业众多，产能过剩导致市场竞争加剧。根据《印刷经理人》发布的“2023 中国印刷包装企业 100 强排行榜”，纸包装行业排名前 5 的公司依次是深圳裕同包装科技、厦门合兴包装印刷、昇兴集团、上海紫江企业集团、厦门保津集团，市占率分别为 6.10%/5.73%/2.56%/1.95%/1.65%，裕同科技处于行业第一的位置。

图表 16 2023 年中国纸包装行业市场份额 (%)

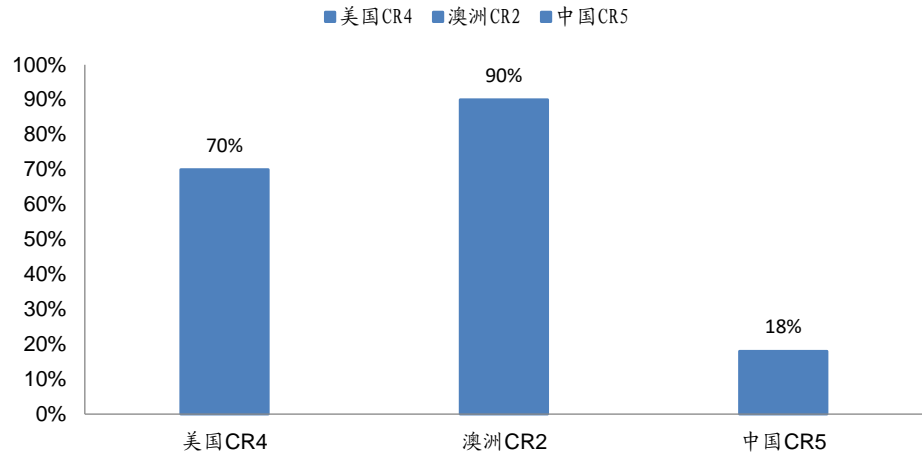


资料来源：中国包装联合会，ifind，《印刷经理人》，华安证券研究所

相较于海外，我国纸包装行业的市场集中度有较大提升空间。在中高端包装领域，头部企业具有成本、服务等各方面的优势，能够凭借规模经济和供应链优势提

供高质量、具有竞争力的产品。在他们的一体化服务、全产业链的布局下，我国纸包装行业有望逐步提升市场集中度。根据智研咨询数据，海外纸包装市场更为成熟，截至 2018 年，美国 CR4 就已经达到 70%，澳洲 CR2 达到 90%，我国 2023 年的 CR5 仅 18%。

图表 17 海外和中国包装行业集中度对比



资料来源：智研咨询，华安证券研究所（美国和澳洲为 2018 年数据，中国为 2023 年数据）

核心企业通过智能化生产、精细化管理、技术研发以及创新等保持竞争优势。

纸包行业的头部企业分别为裕同科技、大胜达、合兴包装、美盈森等，这些头部企业的产品类型、核心客户、市场布局、研发专利等各不相同，通过智能化生产、精细化管理、技术研发以及创新等保持公司的核心竞争力。裕同科技是业内少数能够提供印刷包装整体解决方案的企业，与裕同科技产生直接竞争的是应用一体化服务模式并主要服务消费类电子产品的纸质印刷包装企业。

图表 18 裕同科技及主要竞争对手基本情况

公司	产品类型	核心客户	市场布局 (以地区 2023 年营收占比表示)	专利情况 (技术情况)
裕同科技	纸质精品包装 包装配套产品 环保纸塑产品 其他产品 其他业务	华为、联想、三星、小米、索尼、红塔集团、泸州老窖、玫琳凯、雀巢、仁宝、富士康、捷普、伟创资通、和硕、广达	国内：75.52% 国外：24.48% 以国内市场为主	截至 2023 年年度报告期末，公司已取得专利 1370 项，其中发明专利 165 项、实用新型专利 1129 项、外观设计专利 76 项。
大胜达	瓦楞纸箱 瓦楞纸板 环保餐具 高端酒包 精品烟包 其他	华润啤酒、农夫山泉、娃哈哈、老板电器、苏泊尔、顺丰速运、海康威视、松下电器、三星电子、博世 (BOSCH)	华东地区：65.71% 西南地区：25.85% 其他地区：7.64% 境外地区：0.80% 以国内市场华东地区为主	截至 2023 年 12 月 31 日，公司已取得 57 项发明专利，97 项实用新型专利，1 项外观设计专利和 22 项软件著作权。

合兴包装
瓦楞包装
彩盒包装
缓冲包装
工业用纸
其他

戴尔、厦门华侨电子股份有限公司、柯达、联想、冠捷科技、美的集团武汉制冷设备有限公司、武汉统一企业食品有限公司、艾欧 史密斯（中国）热水器有限公司、南京喜之郎食品有限公司

东北地区：3.22%
华北地区：11.29%
华东地区：16.63%
华南地区：32.31%
华中地区：24.95%
西北地区：0.25%
西南地区：7.81%
国外：3.54%
以境内市场华南地区为主

截至 2024 年 3 月，公司获得专利共 620 项，其中发明专利 37 项、实用新型专利 561 项、外观设计专利 22 项，同时包装技术创新中心的包装安全检测实验室通过了 ISTA 国际认证。

美盈森
轻型包装产品
重型包装产品
第三方采购
蛋白类产品
其他业务收入

IBM、艾默生、三星、赛尔康、富士康、捷普、纬创资通

国内：76.46%
国外：23.54%
以国内市场为主

截至 2023 年年度报告期末，公司及下属子公司共拥有 768 项国家专利项，其中包括 100 项发明专利、653 项实用新型专利和 15 项外观专利

资料来源：大胜达、合兴包装、裕同科技以及美盈森 2023 年年报、招股说明书，华安证券研究所

图表 19 中国纸包装行业的主要企业对比

代表公司	合兴包装	裕同科技	劲嘉股份
标准化程度	标准	非标	标准
难度	简单	难	中
难点	无	工序复杂	印刷
对应毛利	低	高	高
现金流	差	中	好
所属企业数量	多	中	少
产品	箱板瓦楞纸	精品盒	烟标

资料来源：裕同科技公开发行可转换债券募集说明书，华安证券研究所

3 公司：构建多元产品矩阵，开拓新市场新客户

3.1 从消费电子向大消费包装领域拓展，积极开拓新客户

纸制品包装行业呈现出“上游窄，下游广”的特点。上游是为纸包装行业提供白板纸、双胶纸、铜版纸、瓦楞纸等原纸产品的造纸业，以及为纸包装行业提供油墨、水墨、胶水等印刷辅助材料的化工行业。主要包括造纸、油墨和其他辅助材料行业，其中造纸行业占据主要地位；下游涵盖众多行业，如食品饮料、烟酒、家用电器、消费电子、电商物流、机械器械、化工、日化、医药保健等，下游客户呈现分散化状态。

图表 20 纸包行业产业链



资料来源：智研咨询，公司公告，华安证券研究所

公司从消费电子向烟酒消费、大健康、化妆品、环保纸塑等大消费包装领域拓展。**阶段一：以消费电子 ICT 包装为主。**1996 年，裕同印刷包装厂成立，主要从事纸箱的生产、销售。2000 年，公司抓住索尼推出新款游戏机的市场机遇，成为索尼供应商。2002 年裕同科技成立，公司在 2003 年成为微软、三星、华硕供应商，正式步入消费电子包装领域，分享 3C 成长红利。**阶段二：公司以“制造+服务”为理念，开启全球化服务。**2008 年，公司提出将制造业服务化的理念，进行服务模式创新，提供从设计、制造、物流到品牌管理等一系列服务。2010 年在越南成立第一个海外工厂——越南裕同，开始全球化发展道路。**阶段三：多元化战略展开：自 2015 年起**公司实施多元化战略，原有消费电子领域开拓国内新厂商，通过收购等措施积极切入烟酒消费、大健康、化妆品、环保纸塑等大消费包装领域。其中 2013 年切入酒包；2016 年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；2017 年收购上海嘉艺为公司新增国际大客户和迪士尼等优质客户，完善客户布局，同时收购武汉艾特股权布局烟标行业；2018 年投建宜宾环保纸塑项目布局大健康，同时收购江苏德晋股权切入化妆品包装；2022 年收购仁禾智能股权，切入软材供应领域，同年收购深圳华宝利，探索机器人领域的应用；2023 年收购易威艾包装，增强自身能力。

图表 21 公司业务及下游客户拓展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

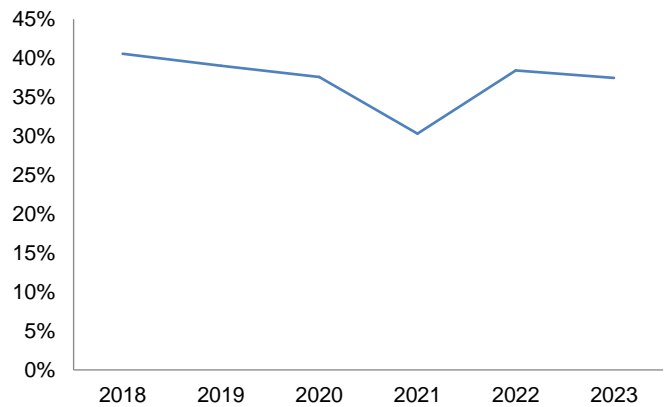
积极开拓新客户成效显著，多元化降低依赖大客户风险。公司凭借卓越的印刷包装技术、顶尖的制造能力，并且提供高质量的产品和服务，积累了大量的客户资源。公司从3C领域的客户富士康、捷普、纬创资通、和硕、华为、联想和三星逐渐开拓至其他领域的客户，如日化、医药等，公司服务的品牌有小米、索尼、红塔集团、泸州老窖、玫琳凯、雀巢、古井贡酒等。2023年公司在3C、餐饮、玩具和医药等领域新增一批国际客户。根据公司公告，公司前五大客户2018年-2023年的销售占比从40.56%降低至37.46%，有效降低了公司依赖单一客户的销售风险。

图表 22 公司主要客户

领域	服务品牌
移动智能终端	HUAWEI, SAMSUNG, lenovo联想, SONY, MOTOROLA...
计算机	lenovo联想, hp, DELL...
游戏机	Nintendo, SONY...
通信终端产品	NETGEAR, HUAWEI...
食品和饮品	雀巢, 可口可乐, 农夫山泉...
香烟	贵州中烟工业有限责任公司, 福建中烟工业公司, 江西中烟工业有限责任公司...
电子制造服务业客户	FOXCONN, Pegatron, JABIL, COMPAL, wistron

资料来源：裕同科技招股书，华安证券研究所

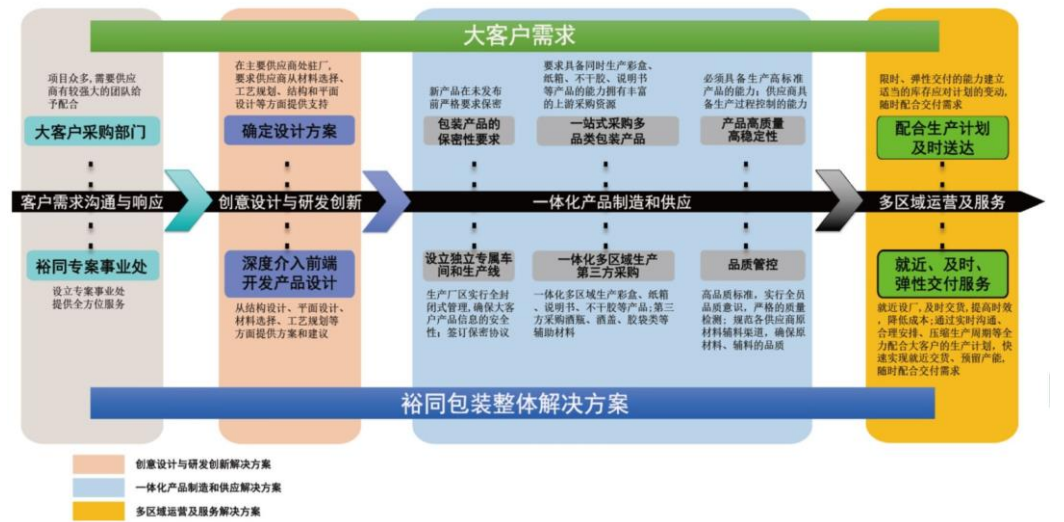
图表 23 2018-2023 年前 5 大客户销售占比 (%)



资料来源：裕同科技公司年报，华安证券研究所

公司客户涵盖诸多行业，主要大客户均为知名品牌企业。如消费电子行业的华为，智能硬件的亚马逊，烟草行业的四川中烟，白酒行业的泸州老窖，大健康行业的东阿阿胶，化妆品行业的迪奥等。公司在长期服务客户的基础上，致力于为高端品牌客户提供包装整体解决方案，为客户量身打造专属的、个性化的包装综合服务。公司从创意设计、研发创新、生产到交付各环节均紧密围绕客户实际需求，优化供应链效率并降低成本，从而为客户创造最大价值。公司为高端品牌客户提供的包装整体解决方案有效增强了高端品牌客户粘度，使公司逐步成为高端品牌客户供应链中重要的合作伙伴。

图表 24 大客户需求及裕同包装整体解决方案示意图

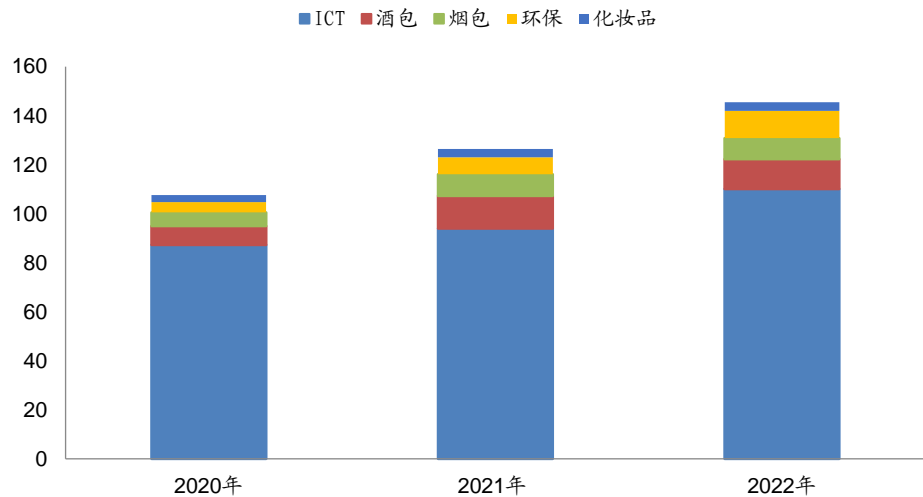


资料来源: 裕同科技招股说明书, 华安证券研究所

3.2 构建多元产品矩阵, 各业务增长空间广阔

当前, 公司的主要产品有 ICT 包装、酒包、烟包、环保包装和化妆品包装。2020-2022 年, 公司 ICT/酒包/烟包/环保/化妆品包装业务收入从 87.3/7.7/5.5/4.2/2.9 亿元增长至 110.1/12.2/8.5/11.2/3.5 亿元, CAGR 分别为 12.30%/25.87%/24.32%/63.30%/9.86%。其中, 公司在消费电子领域一直稳健发展, 其他包装业务收入也在逐渐增长, 多元化战略成效显著。

图表 25 2020-2022 公司分品类的营业收入 (亿元)



资料来源: 公司官方公众号, 华安证券研究所

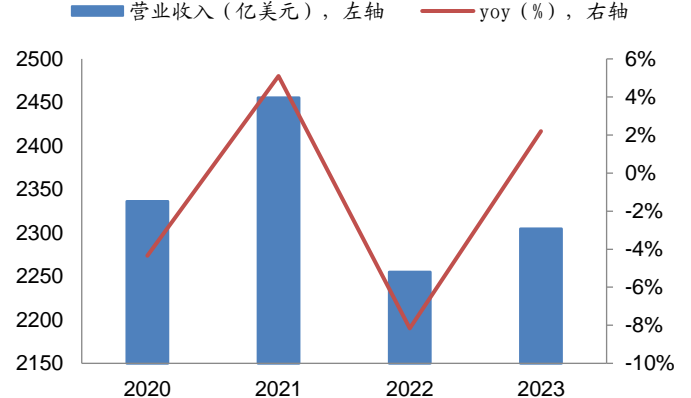
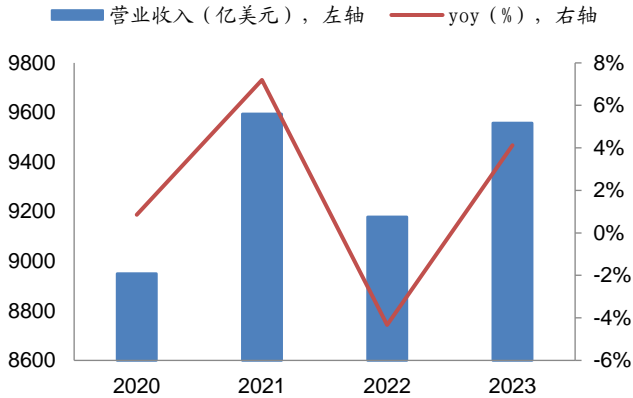
3.2.1 ICT 包装: 积极提升市场份额, 收购延伸业务边界

全球和中国消费电子呈波动增长趋势, 手机出货量回暖, 消费电子景气度回升。根据 Statista 统计数据, 全球消费电子 2021/2022/2023 年的收入分别为 9594/9179/9558 亿美元, 同比+7.20%/-4.33%/+4.13%。手机方面, Canalis 数据显示, 2024 年第一季度, 全球智能手机市场出货量同比增长 10%, 达到 2.962 亿部, 市场表

现高于预期，在经历了十个季度后首次迎来双位数的增长。中国消费电子 2021/2022/2023 年的收入分别为 2455.39/2255.02/2304.7 亿美元，同比+5.1%/-8.16%/+2.20%。根据中国信通院数据，2023 年/2024 年 4 月国内市场手机总体出货量累计 2.89 亿/2407.1 万部，同比增长 6.5%/28.8%，其中，5G 手机出货量 2.4 亿/2023.2 万部，同比增长 11.9%/52.2%，占同期手机出货量的 82.8%/84.1%，智能手机行业开始回暖。ICT 包装受下游消费电子产业的影响，伴随消费电子行业景气度回升，消费电子包装也呈现回暖状态。作为 ICT 包装行业中的领先企业，公司在 2020-2022 年期间 3C 包装业务收入由 87.3 亿元增长至 110.1 亿元，CAGR 为 12.30%。

图表 26 2020-2023 全球消费电子市场规模及 yoy

图表 27 2020-2023 中国消费电子市场规模及 yoy



资料来源: Statista, 华安证券研究所

资料来源: Statista, 华安证券研究所

公司在消费电子包装行业的客户情况: 公司基本实现了消费类电子行业客户的全面覆盖，主要客户涵盖了该行业主要领域，包括移动智能终端、计算机、游戏机、通信终端产品等。在移动智能终端领域，公司是华为、联想、三星、索尼认证的合格供应商并已保持多年业务合作，公司直接或通过仁宝、富士康、捷普、纬创资通、和硕、广达等知名代工厂商为终端客户提供产品和服务；在游戏机领域，公司是任天堂、索尼的主要供应商；在计算机领域，前三大厂商戴尔、惠普、联想也是公司重要客户。

图表 28 公司前 5 大客户销售额及占比 (单位: 亿元)

时间	排名	销售额	占年度销售总额比例
2023 年	1	24.01	15.77%
	2	14.45	9.50%
	3	7.21	4.74%
	4	6.23	4.09%
	5	5.12	3.36%
合计		57.03	37.46%
2022 年	1	26.33	16.09%
	2	13.59	8.31%
	3	9.45	5.77%
	4	8.47	5.18%
	5	5.03	3.08%
合计		62.87	38.42%
2021 年	1	22.44	15.11%

	2	7.80	5.26%
	3	5.55	3.73%
	4	4.88	3.29%
	5	4.33	2.92%
合计		45.01	30.31%

资料来源：公司 2021-2023 年年报，华安证券研究所

公司收购华宝利和仁禾智能，延伸业务边界。1) 公司以 4.02 亿元收购仁禾智能 60% 股权，对赌目标为仁禾智能 2021-2023 年平均目标扣非净利润达 6700 万元。仁禾智能市场是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，是一家综合制造解决方案提供商，平台涵盖创新、设计、工程开发服务和制造生产。通过本次并购，将推进公司在大包装以及结构件领域的布局，有利于提升公司的综合竞争力，有利于实现产业协同，从而提高整体经营效益。此外，仁禾智能的目标客户和公司现有客户群体部分相同，主要产品属于消费电子周边产品领域，公司以及任禾智能可以利用现有客户资源，提升客户一体化能力来增强客户粘性。

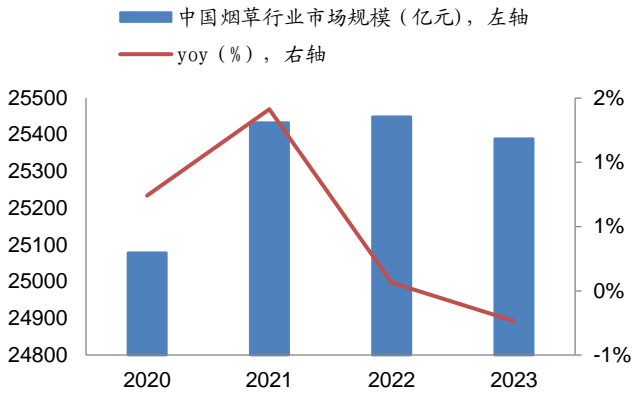
2) 公司以 2.4 亿元收购华宝利电子 60% 股权，对赌目标为华宝利 2022-2024 年平均目标扣非净利润需达到 4000 万元。华宝利电子主要从事声学类产品开发和制造，在电信、IT、音频、视频、多媒体和其他应用领域，为客户提供从零部件到成品组装等全方位合作与服务。随着移动智能穿戴产品与智能家居产品的不断普及，以及未来声像类产品在日常生活应用的使用频率日益提升，标的公司主营业务有望实现持续稳定增长。此外，公司及华宝利后续可以充分利用现有客户资源，为客户提供全面一体化的产品交付服务，增加客户粘性，从而实现各业务稳步增长。

3.2.2 烟包：四大制造基地协同，紧抓市场发展机遇

烟草行业市场规模略有下降，卷烟市场仍保持稳定增长。根据 Euromonitor 数据，2023 年中国烟草行业的市场规模为 25389.30 亿元，同比下降 0.24%。但是中国卷烟市场规模一直保持稳定的增长，2020-2023 年的卷烟市场规模分别为 23815.04/24186.70/24329.40/24421.85 亿元，同比+0.78%/+1.56%/+0.59%/+0.38%。中国卷烟的产量也随之逐年上升，从 2020 年的 23863.70 亿支增加至 2023 年的 24427.50 亿支。

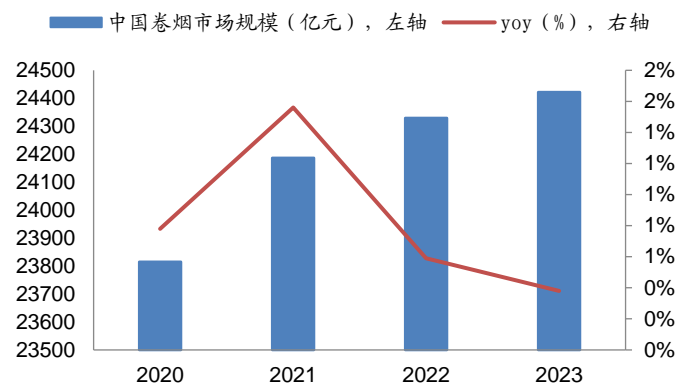
烟标行业市场规模呈逐年增加态势，市场集中度低。烟标作为卷烟包装材料，其市场规模与卷烟息息相关。随着卷烟市场规模的稳步增长，烟标行业市场规模也呈逐年增加的态势，2017-2021 年我国烟标行业市场规模从 305.2 亿元增长到 370.1 亿元。全国规模以上的烟标印刷企业约 200 家，烟标行业较为分散，市场集中度低。企业区域分布特征较为明显，行业领先企业均衡地布局全国。随着行业领先企业的全国布局进一步完善，领先企业的市场份额有望持续提升，从而加速行业整合。

图表 29 2020-2023 中国烟草行业市场规模及 yoy



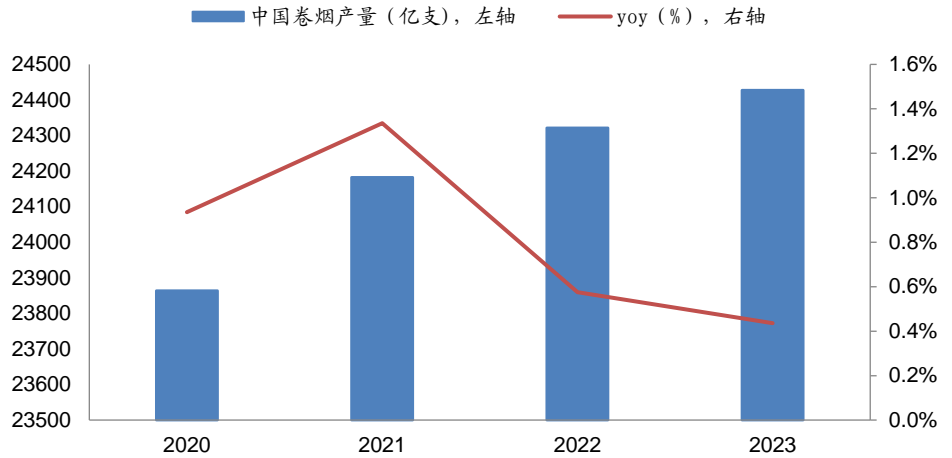
资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

图表 30 2020-2023 中国卷烟市场规模及 yoy



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

图表 31 2020-2023 年中国卷烟产量 (亿支)



资料来源: 国家统计局, 智研咨询, 华安证券研究所

公司烟标业务仍处于探索阶段, 积极拓展新客户。公司通过 2017 年收购武汉艾特纸塑成功进入烟标市场, 2020-2022 年, 公司烟包收入从 5.5 亿元增长至 8.5 亿元, CAGR 为 24.32%。公司积极参与市场化招标, 抓住行业发展机遇。公司的核心客户有四川中烟、红塔集团、武汉中烟、黄鹤楼香烟、白沙烟、福建中烟等。借助市场化招标, 公司新增许多烟包中标客户, 如湖南中烟、云南中烟、福建中烟等优质客户。

图表 32 烟包客户近期进展

客户	公告时间	服务时间	项目
郑州黄金叶	2024 年 8 月	2 年	黄金叶 (天叶) 预成型条盒 黄金叶 (天叶细支) 预成型条盒 黄金叶 (天香细支) 预成型条盒 黄金叶 (天尊) 预成型条盒 黄金叶 (软天叶) 预成型条盒
河南中烟	2024 年 8 月 (第二批)	2025.01.01-2026.12.31	黄金叶 (国色双中支) 盒包装纸

			黄金叶 (国色双中支) 条包装纸 黄金叶 (大成细支) 盒包装纸 黄金叶 (大成细支) 条包装纸
	2024 年 8 月 (第一批)	2025.01.01-2026.12.31	黄金叶 (天香细支) 盒包装纸 (2024) 黄金叶 (天香细支) 条包装纸 (2024) 黄金叶 (商鼎) 盒包装纸 (2024) 黄金叶 (商鼎) 条包装纸 (2024)
许昌永昌印务有限公司	2024 年 6 月	2 年	黄金叶 (天香细支) 条盒自动糊盒 荷花 (钻石细支) 条盒自动糊盒 钻石 (软荷花) 条盒自动糊盒
湖南中烟	2024 年 6 月 (项目十二)	2024.07-2026.06	卷烟用盒条包装纸
	2024 年 6 月 (项目十一)	2024.07-2026.06	卷烟用盒条包装纸
安徽中烟	2024 年 6 月	合同签订之日起至 2026.06.30	黄山红方印金中支小盒 黄山红方印金中支预成型框架纸 黄山红方印金中支条盒 黄山红方印金中支内托
江苏中烟	2024 年 2 月	2022-2025 年	苏烟 (金砂 C) 条与盒包装纸 苏烟 (多彩中支) 条与盒包装纸
广西中烟	2024 年 1 月	2022-2025 年	真龙 (刘三姐中支) 小盒 真龙 (刘三姐中支) 条盒
福建中烟	2024 年 1 月	2024-2026 年	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 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

资料来源: 中国烟草官网, 中国招标投标公共服务平台, 华安证券研究所

打造四大烟包制造基地, 数字化生产能力强。2023 湖南裕同智能工厂顺利落地, 与许昌智能工厂烟包生产基地协同合作, 提升烟包生产智能制造能力, 助力公司烟包业务稳健发展。公司打造湖南岳阳、武汉江夏、武汉东西湖和河南许昌四大烟包制造基地, 抓住行业机遇, 利用自身优势, 针对个性化和高品质烟包需求, 以河南许昌为手工烟包基地, 湖南岳阳为自动化烟包基地, 建立烟包设计中心, 引进核心技术人才, 全面升级烟包服务体系。同时公司完成了烟包工厂的数字化建设, 实现了业务流、数据流、物流的高度融合, 通过自主研发和组装的非标设备, 实时收集机台数据, 实现生产过程的实时监控, 赋能精细化管理。

图表 33 公司烟包基地情况

基地	概要情况
湖南岳阳	基地位于湘阴县工业园区, 总投资 10 亿元, 建设规模 10 万平方米以上, 主要生产烟包为主, 计划分

武汉江夏	<p>二期完成。一期整体租赁高新区洋沙湖片区湘阴天宏实业有限公司 7 万平方米的厂房，从深圳引进罗兰 700 胶印机、有恒 K920、三和 TKR1060 等设备；二期将建设面积超过 3 万平方米的厂房。目前主要服务于湖南中烟、江西中烟、云南中烟、安徽中烟、福建中烟等客户。</p> <p>武汉江夏烟包制造基地是深圳裕同科技在该地区的重要产业布局，致力于推动烟包制造模式的标准化、自动化转型，并引领行业的跨越式发展。江夏智能制造产业基地（二、三期）项目已于 2024 年 1 月 25 日开工，该项目总投资 45 亿元，计划建设 4 条智能机器人生产线，并打造以人工智能为主的战略性新兴产业集聚区。</p>
武汉东西湖	<p>基地位于湖北省武汉市东西湖区，是一个高档烟包材料生产基地。武汉东西湖烟包制造基地的地理位置优越，周边基础设施完善，为其生产和运营提供了有力的支持。</p>
河南许昌	<p>2021 年初，许昌市裕同科技智能制造产业园正式建成，总占地约 187 亩，规划建筑总面积 19.5 万平方米，其中生产车间面积为 16.5 万平方米，宿舍和餐厅面积为 3 万平方米。</p>

资料来源：全印展，湖南省国防工业科技局，华安证券研究所

3.2.3 环保包装：聚焦环保纸塑产品，提升国际影响力

国家限制塑料制品，绿色包装逐渐成为增量市场。根据中国循环经济协会数据，包装产业对经济社会绿色转型至关重要，具有显著的减污降碳潜力。我国每年包装材料消费量约 3000 万吨，包装废弃物占城市生活垃圾的 30%-40%。而绿色包装其制成的原材料含有 >50% 的回收材料，具有资源消耗少，易重复使用、循环使用或再生利用的特点。推动绿色包装的发展有助于实现“双碳”目标。

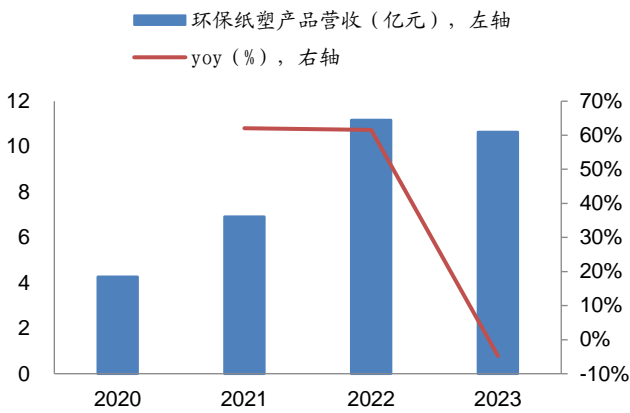
图表 34 中国纸包装行业 2020 年-2023 年绿色包装相关政策

产业政策	发布时间	部门	相关内容
《轻工业稳增长工作方案（2023—2024 年）》	2023 年 7 月	工业和信息化部、国家发展改革委、商务部	推进林纸一体化建设，科学利用竹浆、蔗渣、秸秆及其他非木原料，提高国内原料供给能力。提升纸及纸板、纸制品产品品质。加强纸制品和包装纸设计研发，适应多元化个性化市场需求。
《终止塑料污染决议（草案）》	2022 年 3 月	第五届联合国环境大会续会	“决议”决定设立一个政府间谈判委员会，旨在推动全球治理塑料污染，并于 2024 年底前完成一项具有法律约束力的全球协议草案，意味着全球首个“限塑令”即将诞生。
《“十四五”塑料污染治理行动方案》	2021 年 9 月	国家发展改革委和生态环境部	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。
《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》	2021 年 2 月	国务院	壮大绿色环保产业，构建绿色供应链，鼓励企业开展绿色设计、选择绿色材料、实施绿色采购、打造绿色制造工艺、推行绿色包装、开展绿色运输、做好废弃物回收处理，实现产品全周期的绿色环保。
《关于进一步加强塑料污染治理的意见》	2020 年 1 月	国家发展改革委、生态环境部	有序禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用，积极推广替代产品，规范塑料废弃物回收利用，建立健全塑料制品生产、流通、使用、回收处置等环节的管理制度。

资料来源：公司 2023 年年报，华安证券研究

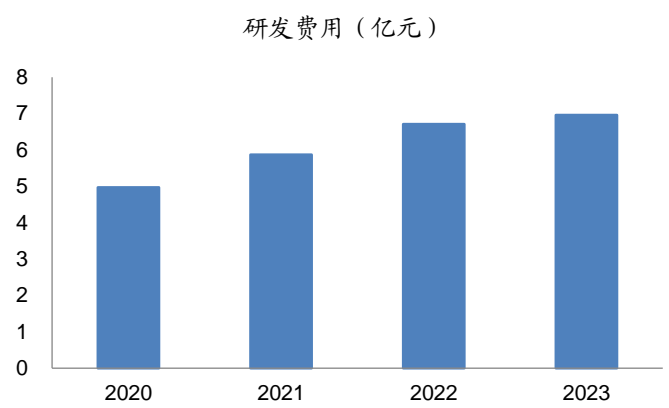
环保纸塑产品为公司未来主要发展方向。公司环保包装业务包括以植物纤维为基础的材料和包装,并进一步拓展至各类环保非包装产品。2023年,公司成功引入多家欧美大客户,为业务发展注入新动力。在环保产品研发方面,公司不断创新并参与制定行业标准,公司环保研究院研发的全植物纤维素膜产品,因优异的环保性能受到了多家欧洲知名行业媒体的广泛关注和报道,进一步提升了公司环保品牌的国际知名度和影响力;公司在国内植物纤维模压制品领域处于领先地位。2020-2022年公司环保纸塑产品收入从4.2亿元增长至11.2亿元,CAGR为63.30%,2023年营业收入下滑至10.64亿元,占公司总营收约7%。环保包装业务2023年小幅下降的主要系消费电子行业去库存影响,而环保包装中大约70%是配合消费电子里的产品内托。

图表 35 2020-2023 公司环保纸塑产品营业收入



资料来源:同花顺 iFinD,公司公告,华安证券研究所

图表 36 2020-2023 公司研发投入



资料来源:同花顺 iFinD,公司公告,华安证券研究所

重视研发创新,逐年加大研发创新投入。2023年,公司研发投入约6.96亿元,占营业收入的4.57%。公司对生物降解膜袋包装材料、新型生物基功能化学品绿色制备应用、新型植物纤维模塑成型包装材料等项目进行了研发。可降解猫砂是公司环保材料领域的创新尝试,目前正处于市场推广的阶段。

图表 37 公司 2023 年主要研发项目

研发项目名称	研发目的	研发进展	预计对公司未来发展的影响
生物降解膜袋包装材料	加大生物降解材料关键核心技术攻关和成果转化,提升替代材料和产品性能。以降解安全可控性、规模化应用经济性等为重点,开展生物降解包装材料等技术验证和产品迭代扩充。	已可满足客户量产需求,同时不断结合新需求迭代配方及工艺。	因其性能接近普通塑料且具有环保性,成为替塑首选材料,拥有自主知识产权,促进降本增效,提升竞争力。
新型生物基功能化学品绿色制备应用	高性能生物基功能材料研发和生产,以新型食品级包装材料为主,具有替代石化助剂、创新环保等特性。	已可满足客户量产需求,同时不断结合新需求迭代材料及工艺。	全面满足国内外法规和客户对于纸基包装的环保性要求,拥有自主知识产权,促进降本增效,提升包装产品竞争力。

新型植物纤维模塑成型包装材料

随着植物纤维模塑包装的普及,使用场景日益多样化,需要有更多的原材料来源,以支持到产量的不断攀升;同时,也需要通过不同浆料的配比,提升其加工性能以及使用性能。

已可满足客户量产需求,同时不断结合新需求迭代材料及工艺。

植物纤维模塑成型包装产品作为主流的塑料替代产品之一,因其环保、可持续、价格相对稳定等优势,市场地位及重要性日益上升。

植物纤维环保猫砂

结合宠物经济发展趋势、市场认可度高等因素,裕同环保基于自身材料研发优势,开发全球首款生物基双认证植物纤维环保猫砂,优化猫砂产品关键加工技术及使用性能。

已可满足量产需求,同时迭代配方及工艺。

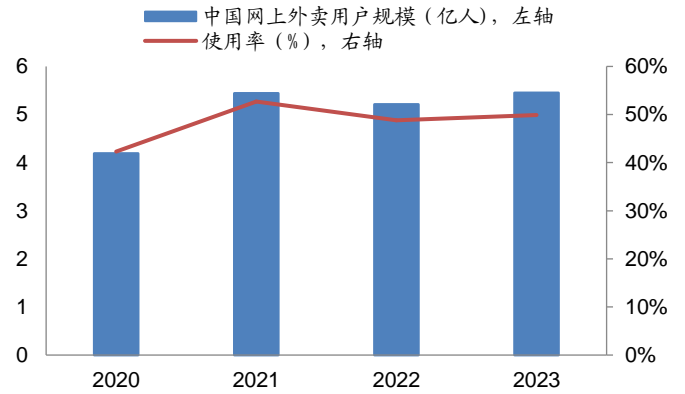
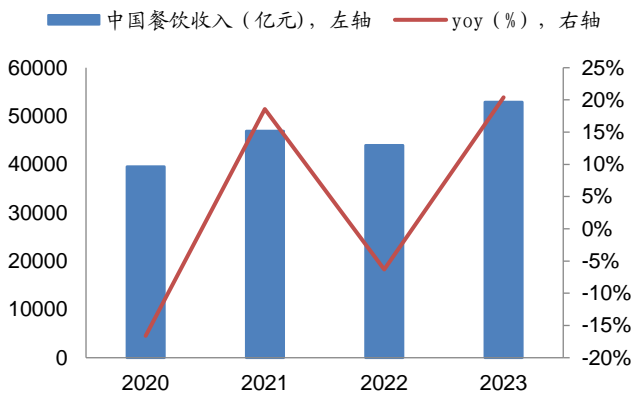
结合宠物经济发展趋势,猫砂特别是植物猫砂市场空间显著。裕同环保自有技术和品牌的植物猫砂产品技术,有利于市场开拓。

资料来源:公司 2023 年年报,华安证券研究所

宜宾裕同智能包装及竹浆环保纸塑募投项目,有望推动公司业绩新增长。 餐饮是全球去塑政策的首要领域之一,公司宜宾裕同智能包装及竹浆环保纸塑募投项目主要生产环保纸塑餐盘和餐盒,替代现有的塑料及发泡产品。根据国家统计局数据,中国餐饮收入呈现上升趋势,2023 年餐饮收入达到 52890 亿元,同比上升 20.4%;从 2020-2023 年我国外卖用户规模也在稳步提升,从 4.19 亿人增加至 5.45 亿人,外卖市场的快速发展将为环保餐具类纸塑产品创造广阔的市场空间,有望为公司培育新业绩的增长点。根据公司可转债募集说明书,公司宜宾裕同智能包装及竹浆环保纸塑项目可以利用宜宾周边丰富的竹浆资源生产环保餐具和环保纸托等产品,工程建设期为 3 年,预计第 2 年可陆续分阶段投产,投产第 4 年达到设计产能的 100%,达产后可贡献营业收入 9.65 亿元,贡献净利润 1.52 亿元,达产年均毛利率为 34.06%,达产年均净利率为 17.67%。

图表 38 2020-2023 中国餐饮营业收入及 yoy

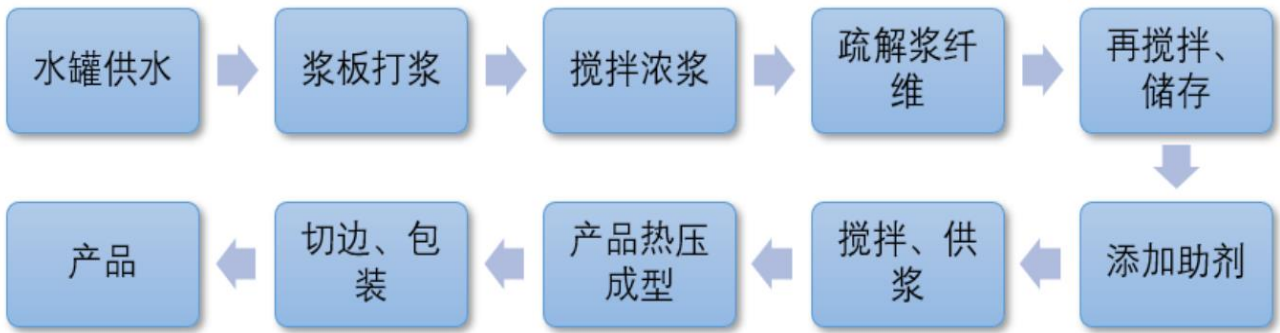
图表 39 2020-2023 中国外卖用户规模及使用率



资料来源:国家统计局,华安证券研究所

资料来源:中商情报网,华安证券研究所

图表 40 宜宾裕同智能包装及竹浆环保纸塑项目新工艺流程



资料来源：公司可转债募集说明书，华安证券研究所

3.3 积极全球化布局，全面推进智能工厂建设

公司近年来致力于推进智能工厂建设，整体智能化程度在行业中处于领先地位。许昌裕同被评为国家工业和信息化部“2023 年度智能制造示范工厂”，湖南裕同智能工厂顺利落地，苏州裕同智能工厂和成都裕同智能工厂一期建设完成，九江裕同和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，越南智能工厂一期建设中，泸州裕同、重庆裕同、烟台裕同和海口裕同等地的智能化建设也在持续规划推进中。未来，公司将继续加大对智能工厂的投入与建设，致力于高端化、智能化方向，打造行业新质生产力。

图表 41 公司许昌智能工厂



资料来源：公司官方公众号，华安证券研究所

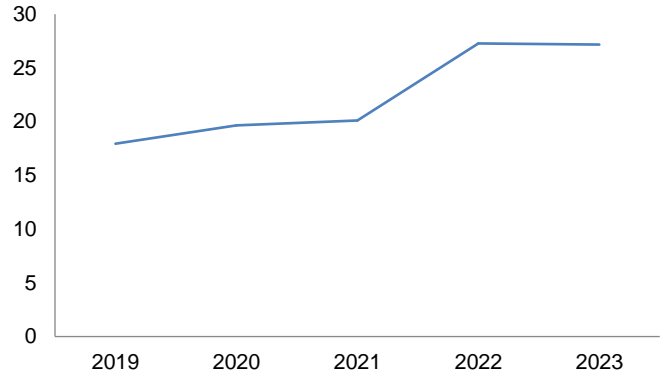
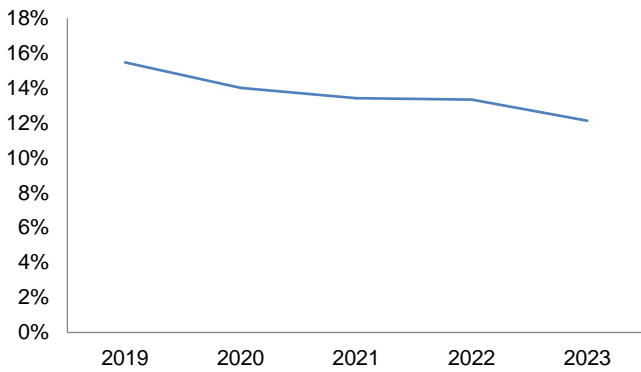
图表 42 公司智能工厂



资料来源：公司官方公众号，华安证券研究所

公司通过信息化和智能工厂等技术，优化供应链并提升效率。例如，仁和的贵州工厂在集团自动化团队的梳理后，显著提高了效率。许昌智能工厂的建设使原本需要超过十名熟练工人完成的工作量，现在能够通过自动化技术一次性完成，这使生产成本降低了 15%、生产效率提高了 30% 以上。2019-2023 年公司纸制品包装人工成本占总成本的比例逐渐下降，2019-2023 年人工成本占比从 15.47% 减少至 12.13%，实现了显著的生产效率优化和成本结构改善。除此之外，自 2021 年建立许昌智能工厂以后，公司的盈利能力也在大幅提升，EBITDA 从 2021 年的 20.11 亿元增加至 2023 年的 27.17 亿元。

图表 43 2019-2023 公司纸制品包装直接人工成本占比 (%) 图表 44 2019-2023 公司的息税折旧摊销前利润 (亿元)



资料来源: 同花顺 iFinD, 公司公告, 华安证券研究所

资料来源: 同花顺 iFinD, 公司公告, 华安证券研究所

积极推进产能布局全球化。公司已在越南、印度、印尼、泰国、马来西亚等海外地区建立了 7 个生产基地。2024 年, 公司计划增加对海外市场的投资, 积极发展海外业务, 重点推进印尼泗水、雅加达, 越南平阳以及印度德里的项目投产, 以优化和加强国际供应链。公司将启动墨西哥和菲律宾新工厂的建设, 并拓展包装产品线; 同时, 进行海外工厂的智能化升级, 增强核心制造竞争力。海外的东南亚工厂生产成本较低, 地理位置优越, 港口众多, 运输便利, 而墨西哥等工厂可以快速反应客户需求。

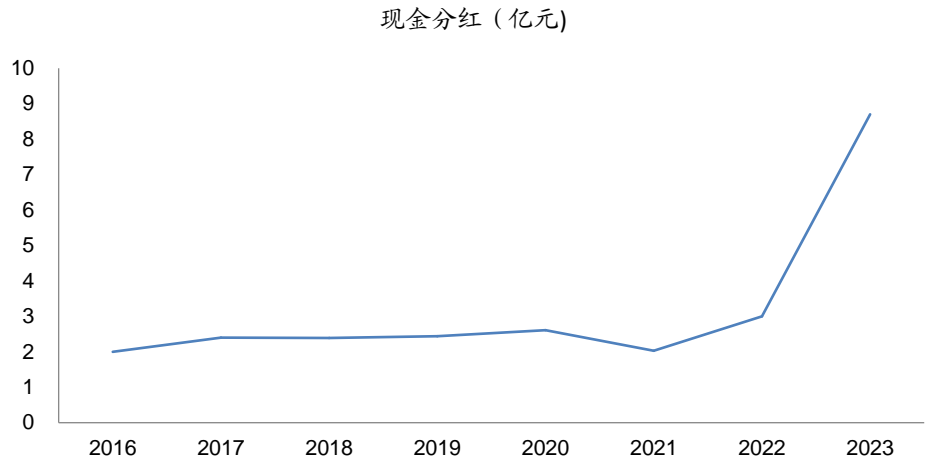
图表 45 公司海外布局



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

高资本开支阶段性结束, 将进一步加大股东分红。随着海外项目投产的完成, 公司高资本开支阶段性结束, 公司将提高分红来回馈股东。2023 年度分红预案为每 10 股派现金 6.2 元, 总计派息约 5.7 亿元, 叠加已实施的中期分红 3 亿, 全年分红金额共计 8.7 亿元, 占公司归母净利润的 60.3%。

图表 46 公司股东分红



资料来源：公司公告，华安证券研究所

4 盈利预测及投资建议

我们对公司主营业务进行拆分并做出收入和利润预测：

- (1) **ICT 包装业务：**消费电子行业开始回暖，公司新增优质的消费电子行业的客户。公司在未来订单量可能呈现上升趋势。而且公司收购仁禾智能和华宝利电子公司，进一步延伸了公司的业务。公司开始探索人工智能以及机器人领域，这会提升公司的存量市场份额，预计 2024-2026 公司 ICT 包装业务营业收入增速为 10%/9%/8%。
- (2) **烟包业务：**烟包业务由于市场格局的变化，出现了新的机会。公司加强烟包生产基地智能化生产，使其自动化生产，提高生产效率。尽管公司作为新的烟包行业进入者，仍有机会去抢占烟包市场份额。预计 2024-2026 公司烟包业务营业收入增速为 30%/25%/20%。
- (3) **酒包业务：**酒包业务正处于复苏期，需视市场去库存情况而定。预计 2024-2026 公司酒包业务营业收入增速为 9%/9%/8%。
- (4) **化妆品包装业务：**中国化妆品市场规模在逐渐增加，公司也与知名品牌 Dior 达成合作。预计 2024-2026 公司化妆品包装业务营业收入增速为 8%/7%/6%。
- (5) **环保包装业务：**随着禁塑令的发布以及国家发布的其他政策均在支持企业推进绿色包装的转型。公司积极开展环保项目，加大在环保包装项目上的研发投入，餐饮行业的快速发展将带动对环保包装需求的增加。预计 2024-2026 公司环保包装营业收入增速为 13%/12%/10%。
- (6) **其他业务：**随着公司业务的多元化，公司其他的业务也会随之有所增长，预计 2024-2026 的增长率达到 5%/5%/5%。

公司作为国内领先的包装一体化公司，立足于消费电子领域，进而多元化业务齐步发展，随着公司优质下游客户的拓展，新订单有望带来新增长。我们预计公司 2024-2026 年实现营收分别为 169.40/186.89/203.90 亿元，分别同比增长 11.3%/10.3%/9.1%；实现归母净利润 16.04/17.83/19.77 亿元，分别同比增长 11.5%/11.2%/10.9%。截至 2024 年 8 月 22 日，股本对应 EPS 分别为 1.72/1.92/2.12，对应 PE 分

别为 12.95/11.65/10.50 倍。

图表 47 盈利预测和估值

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	15223	16940	18689	20390
收入同比（%）	-7.0%	11.3%	10.3%	9.1%
归母净利润（百万元）	1438	1604	1783	1977
归母净利润同比（%）	-3.3%	11.5%	11.2%	10.9%
毛利率（%）	26.2%	26.3%	26.4%	26.4%
ROE（%）	13.0%	13.7%	14.4%	15.0%
每股收益（元）	1.57	1.72	1.92	2.12
P/E	17.52	12.95	11.65	10.50

资料来源：公司公告，华安证券研究所（以 2024 年 8 月 22 日收盘价计算）

按照申万二级行业分类，公司所属行业分类为包装印刷，我们选取申万二级行业分类包装印刷下的所有上市公司作为可比公司，采用 PE 估值法对其进行估值。采用 2024 年 8 月 16 日收盘价，根据 Wind 一致预期，包装印刷公司的 PE（TTM）/PE（2024E）/PE（2025E）分别为 24.54/21.76/20.06 倍，裕同科技的 PE（TTM）/PE（2024E）/PE（2025E）分别为 14.08/12.95/11.65 倍，PE（2025E）低于可比公司平均值。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 48 可比公司估值

证券代码	证券简称	PE（TTM）	PE（2024E）	PE（2025E）
801141.SI	轻工制造—包装印刷（申万）	24.54	21.76	20.06
002831.SZ	裕同科技	14.08	12.95	11.65

资料来源：公司公告，华安证券研究所（以 2024 年 8 月 22 日收盘价计算，轻工制造—包装印刷的盈利预测采用 Wind 一致预期，裕同科技的盈利预测采用华安证券的盈利预测）

5 风险提示

- （1）宏观环境的风险。**全球经济增长放缓和贸易保护主义抬头使全球经济充满不确定性，影响消费信心和预期，进而对包装行业整体需求产生负面影响。如果公司无法拓展新的业务，与新客户合作，寻找新增长点，进而减少对特定客户或行业的依赖，这对公司的经营业绩会造成不利影响。
- （2）市场竞争风险。**印刷包装行业整体集中度偏低，进入门槛不高，导致行业竞争尤为激烈。尽管公司作为纸包装行业的头部企业，但是如果公司不能为客户提供新产品、新技术，并且去提升生产效率，那么公司可能会无法继续抢占市场份额，面临失去竞争力的风险。
- （3）原材料价格波动风险。**纸包装产品受上游纸厂原材料价格影响，而近年来由于宏观环境变动和原材料供需结构调整导致原材料价格频繁波动。如果未来产品销售价格发生波动，公司无法及时做出反应和调整，会对公司产品销售造成不良影响。
- （4）核心人才流失风险。**核心人才是企业持续健康发展的关键。如果公司无法建立科学的晋升机制，完善激励措施，构建特色企业文化，优化薪酬福利以及关注员工健康，那么公司可能无法稳定发展。
- （5）汇率波动风险。**公司出口业务占比比较大，主要以美元、欧元、港币结算，因此

汇率波动会显著影响公司的经营业绩。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	12448	13318	14408	15805	营业收入	15223	16940	18689	20390
现金	3496	3894	4329	5154	营业成本	11230	12480	13764	15007
应收账款	5692	5882	6230	6514	营业税金及附加	91	102	112	118
其他应收款	107	113	119	125	销售费用	417	462	510	555
预付账款	232	250	262	270	管理费用	970	1076	1187	1291
存货	1619	1733	1873	2001	财务费用	28	44	43	41
其他流动资产	1302	1447	1595	1741	资产减值损失	-46	0	0	0
非流动资产	9738	10937	12011	12970	公允价值变动收益	31	0	0	0
长期投资	16	16	16	16	投资净收益	-103	-102	-112	-122
固定资产	6505	7318	8063	8698	营业利润	1790	1970	2187	2420
无形资产	699	679	654	624	营业外收入	12	25	30	35
其他非流动资产	2518	2924	3277	3632	营业外支出	34	30	32	32
资产总计	22186	24256	26419	28775	利润总额	1769	1965	2185	2423
流动负债	9165	10229	11225	12233	所得税	275	295	328	363
短期借款	4224	4524	4824	5124	净利润	1494	1671	1857	2060
应付账款	2800	3120	3518	3919	少数股东损益	56	67	74	82
其他流动负债	2141	2585	2883	3191	归属母公司净利润	1438	1604	1783	1977
非流动负债	1429	1725	2110	2590	EBITDA	2766	2997	3284	3635
长期借款	739	939	1239	1639	EPS (元)	1.57	1.72	1.92	2.12
其他非流动负债	691	786	871	951					
负债合计	10595	11954	13335	14823					
少数股东权益	540	607	681	764					
股本	931	931	931	931					
资本公积	1928	1928	1928	1928					
留存收益	8193	8836	9544	10329					
归属母公司股东权	11052	11695	12403	13188					
负债和股东权益	22186	24256	26419	28775					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3673	3178	3295	3721
净利润	1494	1671	1857	2060
折旧摊销	864	988	1056	1171
财务费用	157	131	140	149
投资损失	-4	102	112	122
营运资金变动	1123	295	139	234
其他经营现金流	409	1366	1709	1811
投资活动现金流	-1927	-2385	-2333	-2337
资本支出	-1112	-1828	-1821	-1815
长期投资	-173	-400	-400	-400
其他投资现金流	-642	-157	-112	-122
筹资活动现金流	-1597	-401	-527	-558
短期借款	346	300	300	300
长期借款	-835	200	300	400
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	32	0	0	0
其他筹资现金流	-1140	-901	-1127	-1258
现金净增加额	168	398	435	825

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-7.0%	11.3%	10.3%	9.1%
营业利润	-3.6%	10.1%	11.0%	10.7%
归属于母公司净利	-3.3%	11.5%	11.2%	10.9%
获利能力				
毛利率 (%)	26.2%	26.3%	26.4%	26.4%
净利率 (%)	9.4%	9.5%	9.5%	9.7%
ROE (%)	13.0%	13.7%	14.4%	15.0%
ROIC (%)	9.3%	9.2%	9.4%	9.7%
偿债能力				
资产负债率 (%)	47.8%	49.3%	50.5%	51.5%
净负债比率 (%)	91.4%	97.2%	101.9%	106.2%
流动比率	1.36	1.30	1.28	1.29
速动比率	1.13	1.08	1.06	1.08
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.73	0.74	0.74
应收账款周转率	2.59	2.93	3.09	3.20
应付账款周转率	4.27	4.22	4.15	4.04
每股指标 (元)				
每股收益	1.57	1.72	1.92	2.12
每股经营现金流	3.95	3.41	3.54	4.00
每股净资产	11.88	12.57	13.33	14.17
估值比率				
P/E	17.52	12.95	11.65	10.50
P/B	2.32	1.78	1.67	1.57
EV/EBITDA	10.02	7.73	7.13	6.43

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (以 2024 年 8 月 22 日收盘价计算)

分析师与研究助理简介

分析师：徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

分析师：余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券，研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。