

裕同科技 (002831.SZ)

国内精品纸包装龙头，3C 包装主业筑基、多元成长可期

优于大市

核心观点

裕同科技：国内知名的精品纸包装龙头。公司以消费电子包装起家，在全球 3C 包装中市占率领先，近年积极拓展了烟酒、化妆品、大健康、文创与高端食品等高附加值的大消费包装领域，深度绑定核心客户。2014-2023 年收入与净利润复合增速 17.1%、11.0%。立足当下，大额资本开支阶段性结束、智能工厂加速复制与高毛利率的新业务持续拓展，盈利能力边际向上。

包装行业易守难攻，裕同凭成本效率与服务筑护城河。1) **产业链低价环节跑出的百亿龙头：**纸包装行业具有准入门槛低、上游窄下游宽与存在运输半径限制等特点，国内 CR8 约 18%，格局分散。公司聚焦的是易守难攻的精品纸包装领域，覆盖消费电子、高端烟酒和消费品等领域的优质大客户，合作时间长且稳定，生产基地全球布局、产业链延伸服务能力强，筑就护城河。2) **海外之经验借鉴：**参考北美造纸包装 CR4 从 1970 年的 25% 提升至当前的 70%，预计国内也将走向集中度提升的历程。复盘北美纸包装巨头 WestRock 的成长史可见，无论是横向拓终端市场或是纵向产业链延伸，龙头对优质标的的收并购是提份额的重要手段。

消费电子包装：边际复苏、景气向上。全球消费电子包装规模超 300 亿元，裕同在以智能手机、平板电脑与 PC 为主的 3C 包装中市占率约 30%，基本实现了对 3C 客户的全覆盖，2022 年收购仁禾与华宝利切入软包装与智能硬件领域、强化产业协同。当前消费电子需求积极复苏，23Q4/24Q1/24Q2 全球智能手机出货量分别同比+8.5%/7.8%/6.5%，展望后续，技术创新与 AI 终端落地有望加速消费电子的创新周期与换机潮，基于提老客户份额、拓新客户与客户拓新品的逻辑，公司 3C 包装业务依然具备看点。

烟酒包、环保包等多元拓展的空间探析。大消费包装市场的天花板不低于 3C 领域，根据我们测算，国内烟酒、化妆品等主要消费领域的包装产值预计有望达到 950 亿元，以纸代塑趋势下海内外餐饮环保包装预计也具备 750 亿元的市场规模。公司目前在烟标、酒包、化妆品包装与全球环保包装的市场份额分别为 4.0%/2.7%/1.8%/3.1%，拓客户、提份额的增长路径值得期待。

盈利预测与估值：公司是 3C 包装龙头，切入大消费包装打开成长空间，有效提升抗周期风险能力，当前高资本开支结束，稳定高分红、盈利有望逐步提升。预计 2024-2026 年归母净利润 16.9/19.9/22.9 亿，同比+18%/18%/15%，摊薄 EPS=1.82/2.14/2.47 元，对应 PE=12.7/10.8/9.4x，通过多角度估值，预计公司合理股价 27.3-30.9 元/股，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：汇率及原材料价格大幅波动；市场竞争加剧；下游需求不及预期。

公司研究 · 深度报告

轻工制造 · 包装印刷

证券分析师：陈伟奇 0755-81982606
chenweiqi@guosen.com.cn
S0980520110004

证券分析师：王兆康 0755-81983063
wangzk@guosen.com.cn
S0980520120004

证券分析师：邹会阳 0755-81981518
zouhuiyang@guosen.com.cn
S0980523020001

联系人：李晶 lijing29@guosen.com.cn

基础数据

投资评级 优于大市(首次)
合理估值 27.30 - 30.90 元
收盘价 23.10 元
总市值/流通市值 21495/12035 百万元
52 周最高价/最低价 29.00/21.55 元
近 3 个月日均成交额 58.79 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	16,362	15,223	17,556	19,881	22,012
(+/-%)	10.2%	-7.0%	15.3%	13.2%	10.7%
归母净利润(百万元)	1488	1438	1692	1990	2294
(+/-%)	46.3%	-3.3%	17.7%	17.6%	15.3%
每股收益(元)	1.60	1.55	1.82	2.14	2.47
EBIT Margin	11.2%	11.9%	12.7%	13.2%	13.8%
净资产收益率 (ROE)	14.5%	13.0%	14.3%	15.7%	16.8%
市盈率 (PE)	14.5	15.0	12.7	10.8	9.4
EV/EBITDA	13.4	13.3	11.0	9.7	8.7
市净率 (PB)	2.11	1.95	1.83	1.70	1.58

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

适新应变、厚积薄发的精品纸包装龙头	6
公司是兼具稳健性与成长性的精品纸包装龙头	6
股权结构：实控人持股比例高，管理层履历丰富	7
经营复盘：收入快速增长，盈利受资本开支与成本扰动	8
立足当下：盈利完成筑底，利润率与 ROE 有望逐步回升	11
基于纸包装特征的探究：如何理解裕同优势	12
纸包装行业：竞争核心是成本与交付	12
裕同科技：产业链低议价环节，跑出百亿规模龙头	15
海外借鉴：美国纸包装龙头 WestRock 的成长之路	17
消费电子包装：边际复苏、景气向上	22
全球 3C 包装规模超百亿，裕同市占率领先	22
下游显复苏迹象，AI 与巨头新品发布形成催化	25
烟酒包、环保包等多元拓展的空间探析	28
酒包：白酒消费高端化品质化，精品包装有望受益	28
烟包：烟标改制与招投标政策调整，为后来者提供机遇	30
环保包装：以纸代塑趋势明确，纸浆模塑成为增长新引擎	33
美护日化、大健康等大消费包装的市场规模可观	37
财务分析	38
成长性分析	38
盈利能力分析	39
经营效率分析	40
现金流量分析	41
盈利预测	42
假设前提	42
未来 3 年业绩预测	43
盈利预测的敏感性分析	43
估值与投资建议	44
绝对估值：以 FCFE 方法得到合理股价估值为 27.4-49.8 元	44
相对估值：结合 PEG 得到合理估值为 27.3-30.9 元	45
投资建议	46
风险提示	47
附表：财务预测与估值	50

图表目录

图 1: 裕同科技二十年历史大事沿革	6
图 2: 裕同科技股价复盘	7
图 3: 公司实控人合计持股超 60%，股权相对集中	8
图 4: 裕同科技总营收（亿元）及增速	9
图 5: 裕同科技分业务收入（亿元）	9
图 6: 裕同科技净利润（亿元）及增速	9
图 7: 裕同科技毛利率与净利率	9
图 8: 裕同科技直接材料占比（2019 年）	10
图 9: 上游原材料纸价的价格（元/吨）	10
图 10: 裕同科技毛利率复盘：毛利率与原材料整体呈负相关关系，还受到业务扩张和结构影响	10
图 11: 裕同科技费用率相对稳定	11
图 12: 裕同科技通过远期合约平抑了汇兑损益的波动幅度	11
图 13: 裕同科技资本开支与折旧摊销	12
图 14: 裕同科技分产品毛利率	12
图 15: 参考行业竞对，烟酒包与环保包装等毛利率较高	12
图 16: 裕同科技人均创收与人均创利有明显提升	12
图 17: 2023 年中国印刷包装百强企业 TOP20	13
图 18: 上游龙头纸企普遍处于盈亏平衡状态	14
图 19: 纸包装龙头的成本结构拆分中原材料占比 60-80%	14
图 20: 纸包装上市公司利润率	15
图 21: 2023 年公司前五大客户占比 37.5%	16
图 22: 2023 年客户结构	16
图 23: 公司全球布局：50+生产基地与三大服务中心	16
图 24: 大客户需求及裕同包装整体解决方案	17
图 25: 裕同提供研发-设计-打样-生产-交付一站式服务	17
图 26: 与消费电子包装相比，大消费包装对包装的创意设计与美观要求更高	17
图 27: 北美包装纸和纸板行业已进入成熟发展期	18
图 28: 2023 年北美纸板生产商 CR6 达 75%	18
图 29: WestRock 主营消费品包装与工业包装	18
图 30: WestRock 下游主要集中于食品饮料、零售领域	18
图 31: Smurfit Westrock 成长历史	19
图 32: 2015-2023 年 Smurfit WestRock 兼并、收购与剥离历程	20
图 33: WestRock 食品饮料类包装的收入占比超过 50%	21
图 34: 全球智能手机、平板电脑、PC 出货量及增速	22
图 35: 全球智能手机分厂商出货量（亿台）	22
图 36: 全球平板电脑分厂商出货量（亿台）	22
图 37: 全球 PC 分厂商出货量（亿台）	22

图 38: 全球可穿戴设备出货量 (亿台)	23
图 39: 全球 AR/VR 头显出货量 (百万台)	23
图 40: 全球消费电子出货厂商 CR5 在 70%-80%	23
图 41: 主要消费电子包装企业收入规模 (2022 年)	23
图 42: 公司对消费电子领域客户的覆盖率较高	24
图 43: 裕同 3C 包装收入规模 (亿元)	24
图 44: 华宝利电子主要客户	25
图 45: 全球智能手机季度出货量及增速	26
图 46: 全球 PC 季度出货量及增速	26
图 47: WWDC 24 苹果推出 Apple Intelligence	26
图 48: iPhone 北美地区的分产品结构占比	27
图 49: 2023 年全球智能手机单品前 10 份额达 19.8%	27
图 50: 新品的发布往往形成估值短期的催化	27
图 51: 我国白酒产量逐年下降	28
图 52: 我国规模以上白酒企业销售收入持续增长	28
图 53: 公司酒包收入规模 (亿元)	29
图 54: 公司酒包客户覆盖主要头部白酒企业	29
图 55: 国内卷烟产量规模稳定在 2.3-2.4 万亿支	30
图 56: 公司烟包收入规模 (亿元)	30
图 57: 2022-2023 年烟包龙头烟标收入规模 (亿元)	31
图 58: 2022 年全球纸浆模塑包装市场规模 51 亿美元	33
图 59: 食品包装与餐饮具为纸浆模塑包装主要应用领域	33
图 60: 主要上市公司环保纸塑收入规模 (亿元)	35
图 61: 环保纸塑产品的毛利率普遍在 20-30% 区间	35
图 62: 公司环保纸塑收入规模 (亿元)	36
图 63: 公司环保纸塑生产基地布局	36
图 64: 公司大健康与化妆品收入规模 (亿元)	37
图 65: 江苏德晋主要产品为塑料精密包装	37
图 66: 我国化妆品零售额规模在 4000 亿左右	37
图 67: 贝泰妮拆分: 包材类成本占收入比重约 6.5% 左右	37
图 68: 裕同科技近十年保持稳健较快的收入增速	38
图 69: 裕同科技近十年利润增速稳健, 且近年增速高于收入	38
图 70: 裕同科技收入增速整体高于行业	39
图 71: 裕同科技利润增速相比行业波动更小且多为增长区间	39
图 72: 裕同科技毛利率稳定性较高	39
图 73: 裕同科技净利率稳定性更强	39
图 74: 裕同科技销售费用率较低且保持稳定	40
图 75: 裕同科技研发费用率稳中有增	40
图 76: 裕同科技管理费用率在行业中管控最为优秀	40
图 77: 裕同科技近年财务费用率趋于稳定	40
图 78: 裕同科技存货周转天数远优于行业 (单位: 天)	41

图 79: 裕同科技应收账款周转天数相对较长 (单位: 天)	41
图 80: 裕同科技信用减值损失/应收项目较低 (负值为冲回)	41
图 81: 裕同科技经营性净现金保持行业领先	41
图 82: 裕同科技收现比近年持续提升优化	41
表 1: 裕同科技管理层履历丰富	8
表 2: 我国纸包装行业整体集中度较低	13
表 3: 纸包装行业龙头的工厂布局梳理	14
表 4: 裕同科技主要客户及合作开始时间	15
表 5: WestRock 收购标的具体情况	20
表 6: WestRock 垂直一体化程度较高, 形成闭环的全产业链布局	21
表 7: 公司在全球以智能手机、PC、平板电脑为主的消费电子包装的份额预计约 30%	24
表 8: 2012-2013 年公司进入 A 客户供应链的工厂	25
表 9: 烟酒包、环保包等多元拓展的空间探析	28
表 10: 主要白酒纸包装公司概况	29
表 11: 国内白酒纸包装行业规模测算	30
表 12: 近两年公司烟标中标梳理	31
表 13: 部分省中烟公司的卷烟用盒条包装纸采购中标结果	32
表 14: 江苏中烟 2024—2025 年度条与盒包装纸采购项目的中标单价	32
表 15: 国内烟标行业规模测算	32
表 16: 纸浆模塑产品主要分为餐饮包装与工业包装两大类	33
表 17: 海内外部分禁塑相关政策	33
表 18: 海内外食品餐饮纸浆模塑的远期市场规模测算	34
表 19: 裕同环保纸塑业务布局梳理	36
表 20: 国内化妆品包装市场规模测算	38
表 21: 裕同科技收入分业务拆分	42
表 22: 未来 3 年盈利预测表	43
表 23: 情景分析 (乐观、中性、谨慎)	43
表 24: 公司盈利预测假设条件 (%)	44
表 25: 资本成本假设	44
表 26: 公司 FCFE 估值表	44
表 27: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	45
表 28: 可比公司具体概况	45
表 29: 同类公司估值比较	46

适新应变、厚积薄发的精品纸包装龙头

公司是兼具稳健性与成长性的精品纸包装龙头

裕同科技：国内知名的精品纸包装生产商。自1996年成立伊始，公司专注于纸质印刷包装产品，致力于为客户提供集研发设计、打样、第三方采购、仓储管理和物流配送等一体化服务。公司以消费电子包装起家，近年积极拓展了烟酒、化妆品、大健康、文创与高端食品等高附加值的大消费包装领域，覆盖联想、华为、三星、小米、亚马逊、戴森、茅台、五粮液以及多家省中烟公司等优质大客户，形成了以消费电子包装为基本盘、多元业务成长的布局。

回顾裕同二十年发展历史，从初期以小客户订单为主的加工厂，到成为国内高端品牌包装整体解决方案商的翘楚，适新应变、主动转型为公司一次又一次突破困境的核心关键。

- **1996-2000年：迈出由低到高的关键一步。**早期从小订单&小客户做起，但坏账率高且稳定性较差，2000年恰逢索尼游戏机上市，公司拿下索尼订单，以此为契机摆脱低端市场，为后续开拓国际3C客户奠定基础。
- **2001-2009年：从制造转型为“制造+服务”。**2001年以来先后切入了富士康、微软与三星等国际消费电子大客户的供应链，2008年受金融危机影响行业普遍陷入价格战、订单急剧减少，裕同再次率先转型，主动开拓内销客户，并确立了高端品牌包装整体解决方案提供商的定位。
- **2010年至今：开启全球化与多元化布局。**2010年成立越南裕同，由此跟随客户的需求布局全球生产基地；由于全球消费电子增速趋缓，在深化A客户、三星与华为等的合作基础上，逐步开拓小米、vivo、oppo等国内品牌商，同时通过外延并购于2013、2016、2017与2019年先后切入酒包、环保包装、烟包与化妆品塑料包装等领域，多元业务深化。

图1：裕同科技二十年历史大事沿革

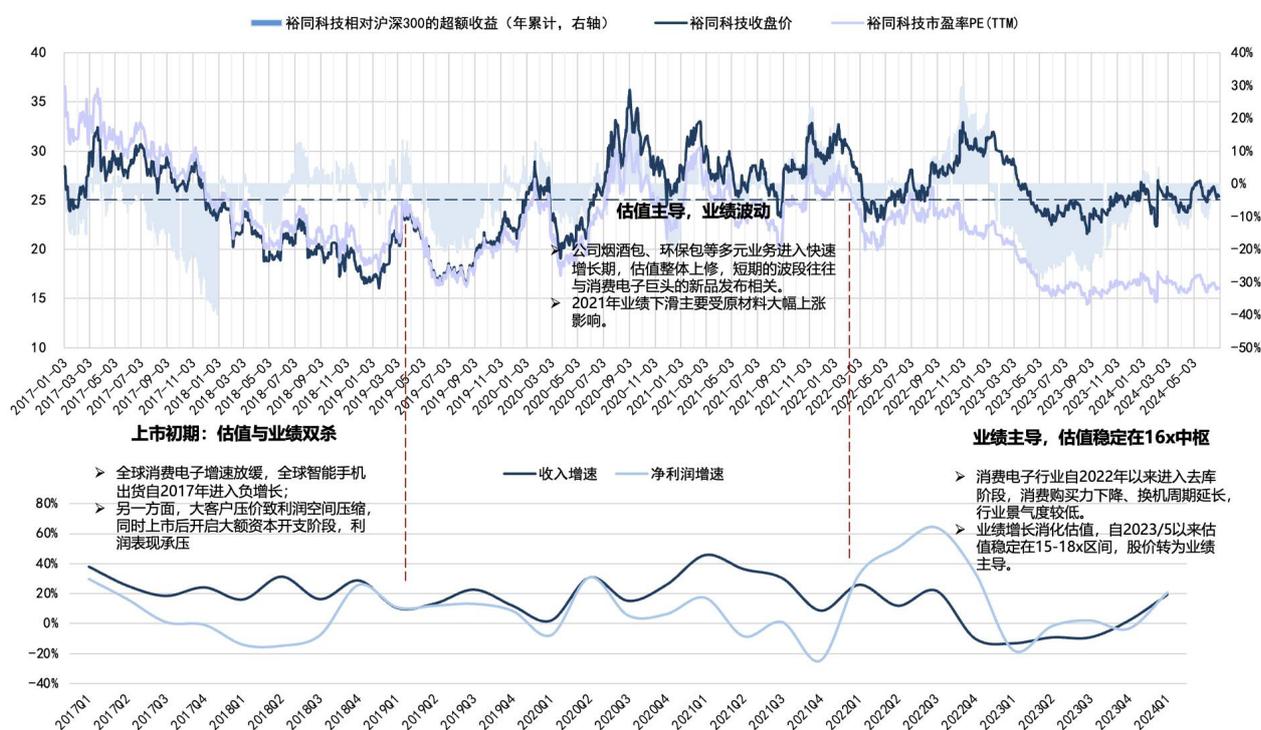


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

股价复盘：公司 2016 年于深交所上市，估值的变化与消费电子行业景气度的相关性较高，但随着估值跟随消费电子行业下跌到历史较低水平，近三年的股价逐步转向业绩驱动：

1) **上市初期：**估值业绩双杀。2017 年以来全球消费电子转为负增长，公司估值由 30-35xPE 下修至 15-20xPE；业绩层面大客户压价、外延收购与投建工厂形成较大资本开支，利润承压；2) **2019-2021 年：**估值主导。随着烟酒包、环保包等新业务进入快速成长期，公司估值中枢由 20xPE 抬升至 25xPE 左右，由于消费电子新品发布存在季节特征，形成短期的周期性波动；3) **2022 年至今：**业绩主导。消费电子受去库存、换机周期延长等影响景气低迷，公司业绩增长消化估值，当前 PE 稳定在 16x 中枢，业绩成为股价的主要驱动。

图2：裕同科技股价复盘

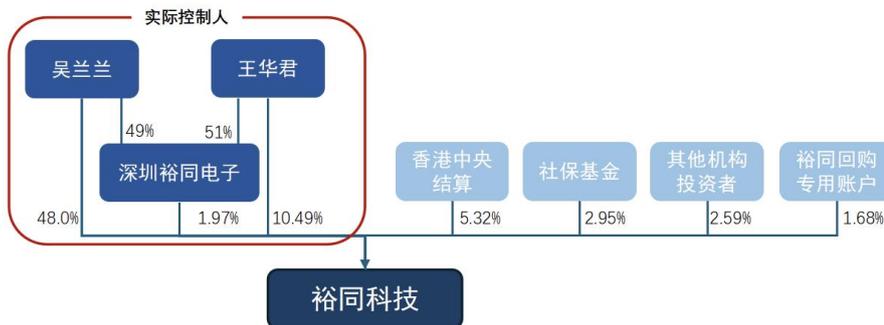


资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

股权结构：实控人持股比例高，管理层履历丰富

实控人合计持股 60.5%，股权集中稳定。公司创始人兼董事长王华君与其妻子吴兰兰为实控人，分别直接持有 10.5%、48.0%股份，并通过深圳裕同电子间接持有 1.97%股份，合计持股 60.5%；此外前十大股东中不乏有社保基金、养老保险基金等机构投资者。从管理层履历来看，创始人早期有纸品厂工作经验，后顺势切入纸包装领域，其余管理层也多在公司任职多年，相关经验丰富。

图3：公司实控人合计持股超 60%，股权相对集中



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表1：裕同科技管理层履历丰富

姓名	职位	学历	工作经历
王华君	董事长、 总裁	广东省社会科学研究 院研究生、高级经营师	1993-1995年：在深圳宝安区松岗镇龙成纸品厂历任业务员、业务主管； 1996-2009年：任裕同实业有限公司执行董事兼总经理； 2006/4-2010/3：历任公司执行董事、董事长；2010/3至今：任公司董事长兼总裁。
吴兰兰	副董事长 、 副总裁	同济大学 MBA	1993-1995年：在深圳宝安区松岗镇龙成纸品厂从事业务工作； 1996-2009年：任裕同实业有限公司监事； 2002/1-2010/3任公司总经理；2010/3至今任本公司副董事长兼副总裁
刘中庆	董事、事业 四处总经理	清华大学经济管理学 院 EMBA	2010年至今任本公司事业四处总经理；2011年至今任许昌裕同总经理，2018/3至今任 任武汉艾特董事、宜宾裕同环保执行董事及总经理、东莞裕同总经理、湖南裕同执行董 事。
王云华	副总裁	清华大学经济管理学 院 EMBA	1993-2006年：在工行彭泽支行历任管理员、营业部主任， 2006/4-2015/8：在公司历任采购中心总监、IT事业处总经理、深圳裕同龙岗分公司总 经理、东莞裕同总经理；2015/8至今在公司任副总裁。
祝勇利	副总裁、 财务总监	同济大学 MBA	1998-2000年：在深圳华宝饲料公司任会计； 2000-2003年：在深圳南北医药公司担任会计主管； 2003-2007/5：任泰豪科电力财务经理； 2007/6-2009/10：任本公司财务经理；2009/11至今任本公司财务负责人；2010/3至今 任本公司财务总监；2016/5至今任本公司副总裁。
李宇轩	副总裁、 董秘	武汉大学学士、清华大 学硕士、乔治亚理工学 院硕士	2012/12-2015/6：任湾景资产高级分析师； 2016/4：任深圳渠成投资控股有限公司合伙人； 2017/9：任公司投资总监、总裁特助；2021/4起担任公司副总裁、董事会秘书。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

经营复盘：收入快速增长，盈利受资本开支与成本扰动

以消费电子包装为基本盘、多元业务成长，收入规模快速突破百亿。2014-2023年
公司收入从 36.7 亿增长至 152.2 亿，年复合增速达 17.1%。其中：

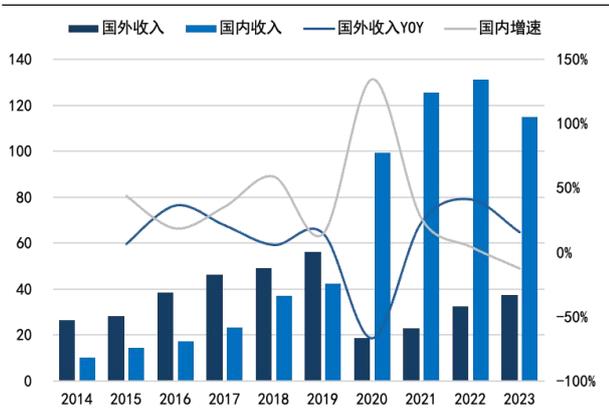
1) 2016 年前收入结构相对单一，3C 包装占比超 80%，前五大客户占比 60-70%，
基于消费电子行业高景气与公司提份额、拓客户逻辑，收入快速增长。

2) 2017 年以来全球智能手机出货量负增长，公司依托自身在产品和服务领域的
优势持续提升 3C 包装市占率，同时烟酒包、环保包与高端消费品包装等业务逐步
贡献增量，2022 年消费电子包装占比约 67%，烟酒包、环保纸塑、化妆品包装、
大健康包装收入占比分别为 12.6%/6.8%/2.4%/1.6%，抗风险能力与穿越周期的能
力明显增强。

2023 年收入受下游需求疲弱与客户去库等影响而下滑，2024Q1 收入增长。2023

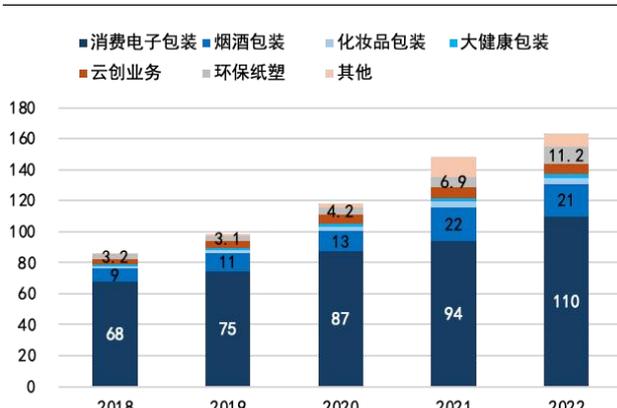
年公司收入同比-7.0%至 152.2 亿，其中纸质精品包装、包装配套产品与环保纸制品分别同比-6.6%/-7.9%/-4.7%，主要系下游 3C 消费电子需求不振、烟标改版、酒包去库等多重因素影响，同时拓客户进度与客户订单放量节奏等也有一定拖累。2024Q1 伴随着消费电子需求复苏、烟酒包修复，收入同比+19.4%至 34.8 亿。

图4：裕同科技总营收（亿元）及增速



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理
注：2020 年起外销收入变更口径，口径调整后 2020 年外销收入增长 47%、内销收入增长 11%。

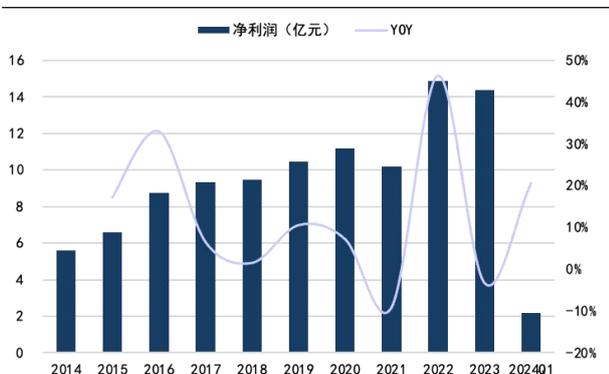
图5：裕同科技分业务收入（亿元）



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

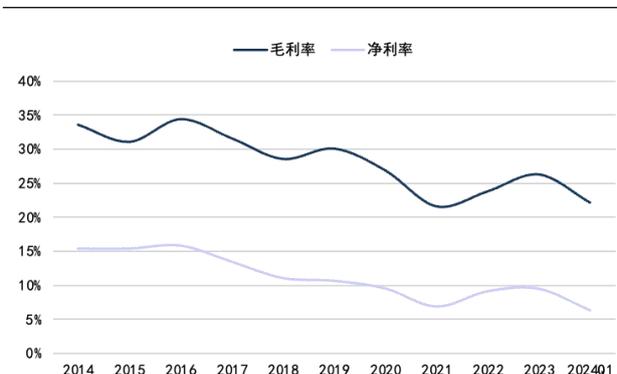
利润增速稍逊于收入，盈利受资本开支与原材料波动的压制。2014-2023 年公司归母净利润从 5.6 亿增长至 14.4 亿，年复合增速 11.0%。

图6：裕同科技净利润（亿元）及增速



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：裕同科技毛利率与净利率

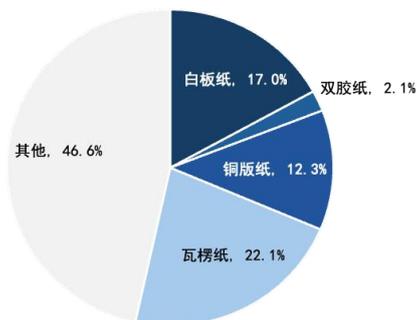


资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

利润增速慢于收入主因：

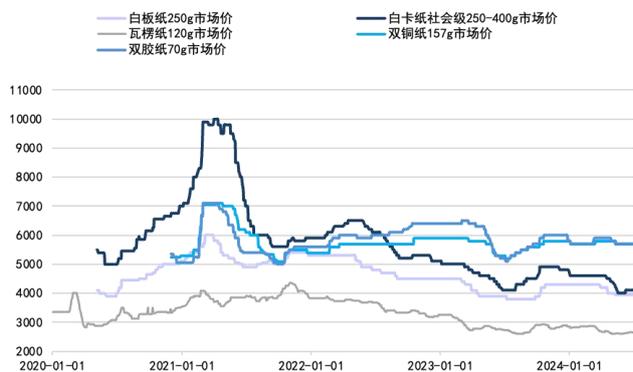
- 1) 上市后厂房、设备等大额资本开支带来的相关折旧摊销拖累利润，新工厂前期产能利用率低，烟标酒包、环保包装等新业务处于上量爬坡期，盈利能力较低；
- 2) 2017 年以来移动通讯终端增速放缓，行业竞争加剧、大客户有压价动作等，导致盈利空间收窄，公司毛利率从 2014 年的 33.5% 下降至 2024Q1 的 22.1%；
- 3) 原料纸价波动。公司主要原材料中白板纸、双胶纸、铜版和瓦楞纸占比分别为 17%/2%/12%/22%，在 2018 年、2021 年原纸价格高位运行阶段，公司毛利率均有明显承压；

图8：裕同科技直接材料占比（2019年）



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：上游原材料纸价的价格（元/吨）



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：裕同科技毛利率复盘：毛利率与原材料整体呈负相关关系，还受到业务扩张和结构影响



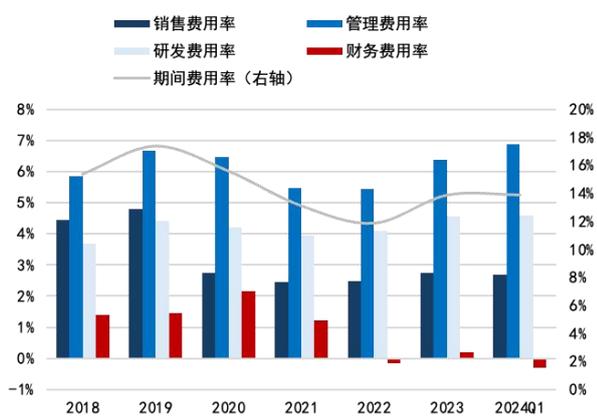
资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

注 1：加权平均原材料价格采用瓦楞、白卡、铜版纸当期平均价格和 22%、17%、12% 的原材料成本占比作为权重加权平均计算

注 2：2020 年起运费核算入成本，对当年毛利率的影响幅度约为 1.9pct

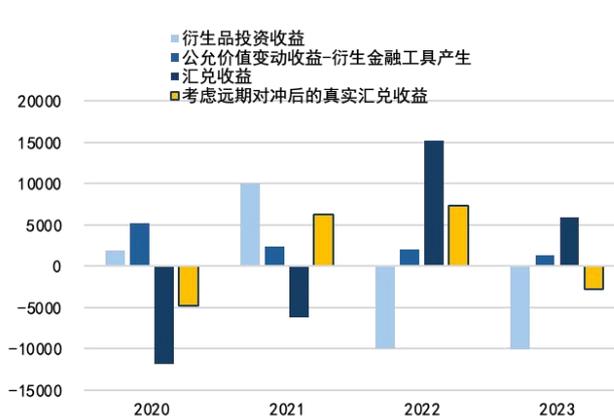
此外，公司费用控制相对稳定，尽管公司出口业务占比较高且主要以美元结算，存在汇率损益，但公司通过远期合约降低了汇率风险，综合衍生品投资带来的投资收益、当期公允价值变动损益和当期汇兑损益，2020-2023 年公司远期对冲后的真实汇兑损益基本在 1 亿元以内浮动。

图11: 裕同科技费用率相对稳定



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: 裕同科技通过远期合约平抑了汇兑损益的波动幅度



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

立足当下：盈利完成筑底，利润率与 ROE 有望逐步回升

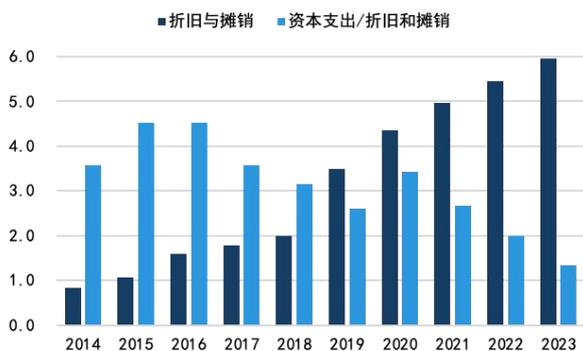
当前大额资本开支阶段结束、纸价回落后相对平稳，净利率在完成筑底后已开始企稳回升，ROE 同样有望呈现回升趋势。

利润率向下有托底。 1) 公司自上市以来已经历了较为充分的竞争，净利率从 2016 年的 15% 中枢回落至当前 8-10%，已处于充分竞争后的水平；2) 成本端，自 2024 年以来上游白卡、白板与瓦楞纸的价格相对疲软，而公司也在通过深化与上游纸厂合作、基于对纸价未来的预期签订订单以及海外供应本土化等措施来对冲原材料价格的波动。

中长期看，公司盈利能力边际向上的驱动力主要来自：

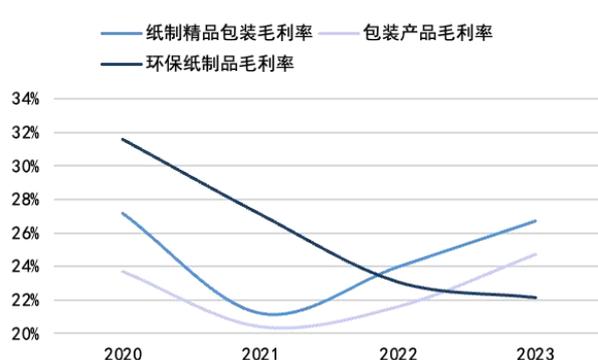
- 1) 大额资本开支阶段结束：随着后续折旧摊销减少与工厂产能利用率提升，增加净利润、改善现金流，也意味着业务步入稳定运营阶段，有望带来 EPS 的提升与市场对公司的价值重估；
- 2) 智能工厂提效降本：公司于 2020 年开启智能工厂改造，许昌与合肥裕同智能工厂已全面投入运营，并加速向国内其他工厂复制，海外启动了越南智能工厂一期建设。根据公告，单个工厂的改造对人力成本的节省在 50% 左右，2020-2023 年公司生产员工从 1.67 万人降低至 1.55 万人，人均创收、创利有明显提升。
- 3) 盈利能力强的新业务占比提升：公司新切入的烟酒包装、环保包装与奢侈品包装等是准入门槛更高、利润空间大的领域。参考行业竞争对手，烟标酒包毛利率普遍在 25-30%、环保包装毛利率在 20-30% 左右，新业务占比的提升有望结构性拉升整体盈利水平。

图13: 裕同科技资本开支与折旧摊销



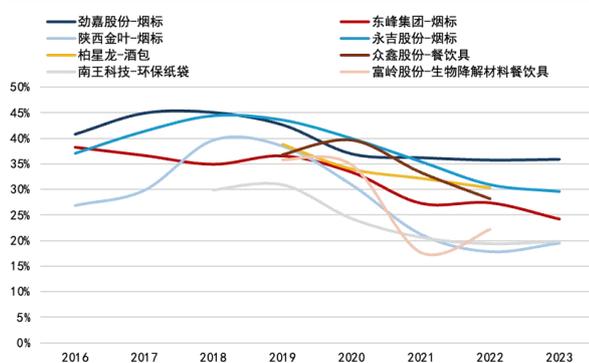
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图14: 裕同科技分产品毛利率



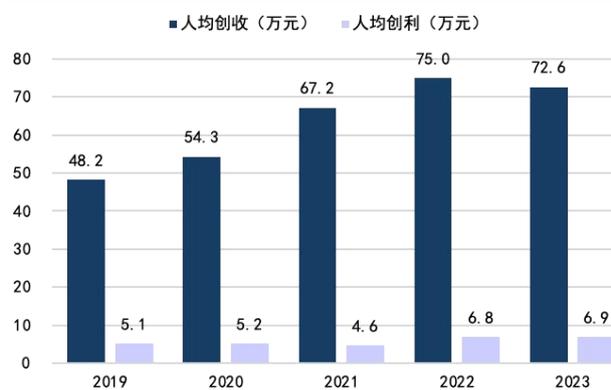
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图15: 参考行业竞对, 烟酒包与环保包装等毛利率较高



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图16: 裕同科技人均创收与人均创利有明显提升



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

基于纸包装特征的探究：如何理解裕同优势

纸包装行业：竞争核心是成本与交付

我国纸包装印刷行业具备典型的“大行业、小公司”特征，体现在 1) 准入门槛低→集中度低、格局极度分散；2) 上游窄下游宽→话语权较弱、利润长期受挤压；3) 存在运输半径限制→就近建厂、资本开支高。因此作为产业链的低议价能力环节，行业的核心竞争要素便主要落在了成本控制与交付能力上。

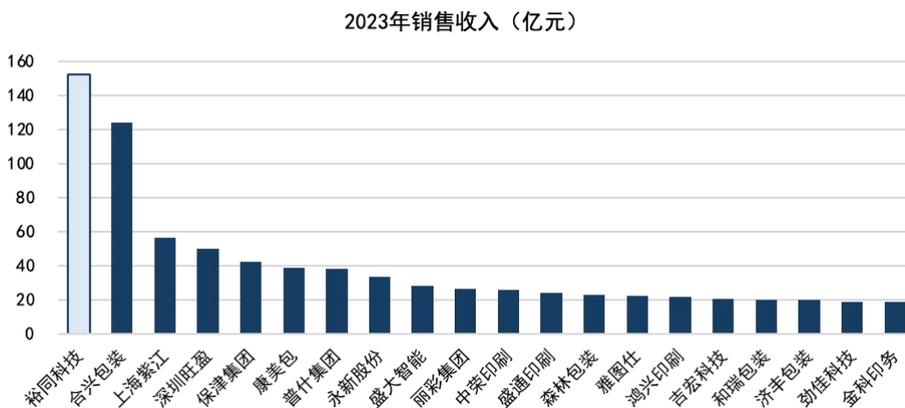
由于纸包装行业技术与资金门槛不高，格局较为分散，根据中国包装联合会，2023 年我国规模以上纸及纸板容器企业有 2991 家，CR8 不足 20%。根据用途划分，纸包装可分为存储运输、促销展示两大类，其中 1) 存储运输包装以箱板瓦楞纸为主，产品门槛低且同质化严重，大量小厂依附于本地需求而生存，竞争无序；2) 销售包装更强调促销与展示功能，主要应用于食品、烟酒、消费电子、健康美护等消费品领域，要求包装商具备整体包装方案的能力，有一定进入壁垒，集中度较运输类包装更高。

表2: 我国纸包装行业整体集中度较低

		2019	2020	2021	2022	2023	具体布局	下游主要领域
全国纸和纸板容器制造行业 营收规模 (亿元)		2897	2885	3192	3046	2683		
		市场份额						
利润率 5~15%, 主要为消费 电子、高端礼品等包装	裕同科技	3.4%	4.1%	4.7%	5.4%	5.7%	植物纤维包装产品、精品 包装、环保纸塑	消费电子、烟酒、大健康与 奢侈品等
	美盈森	1.2%	1.2%	1.1%	1.4%	1.3%	轻型包装、重型包装	消费电子、餐饮、家具家电、 保健品、新能源汽车等
利润率 20%左右, 主要为高 端烟酒包装	劲嘉股份	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%	1.5%	烟标、彩盒、镭射包装等	烟酒、消费电子、化妆品等
	东峰集团	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.0%	烟标、医药包等	烟酒、药品等
	合兴包装	3.8%	4.2%	5.5%	5.0%	4.6%	瓦楞纸箱包装	家电、餐饮、日化与医药等
利润率 5%左右, 瓦楞箱板等 快递运输包装为主	山鹰国际	1.5%	1.7%	2.3%	2.5%	2.7%	箱板瓦楞包装	消费电子、家电、日化等
	森林包装	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	原纸、瓦楞纸箱包装	电子、机械电气设备、汽车 及汽零等
	大胜达	0.4%	0.5%	0.5%	0.7%	0.8%	瓦楞纸箱包装	餐饮、烟酒、家具家电、电 子、化工等
	CR8	13.5%	14.8%	17.8%	18.8%	18.4%		

资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

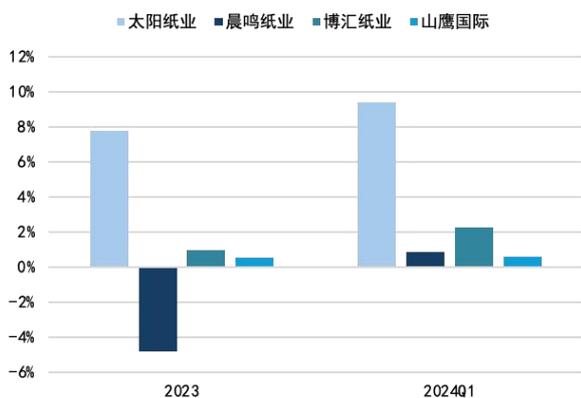
图17: 2023 年中国印刷包装百强企业 TOP20



资料来源: 《印刷经理人-2024 中国印刷包装企业 100 强排行榜》, 国信证券经济研究所整理

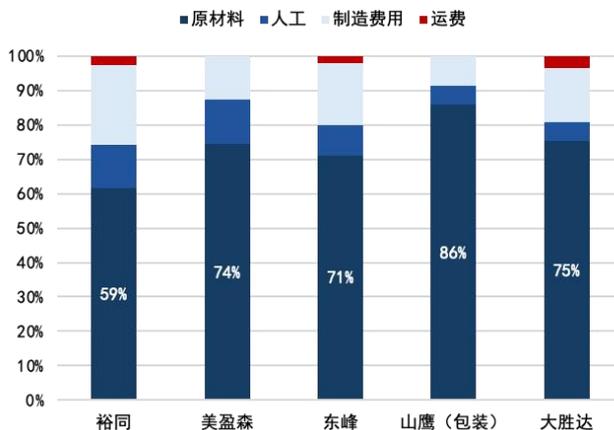
产业链角度, 无论是运输包装或是销售包装, 都存在上游集中、下游分散的特点, 包装商在产业链中的话语权较弱。1) 行业上游主要是造纸、油墨与其他辅材, 近两年造纸企业利润率普遍较低, 多处于盈亏平衡状态, 原材料价格的波动易向下传导, 纸包装成本中约 60-80%为直接材料, 盈利将明显受浆、纸价波动影响; 2) 虽然包装占终端产品的成本比例不高, 但由于竞争激烈, 一般多采用成本加成定价, 价格也相对透明。由此可见, 包装企业的利润长期受产业链上下游挤压。

图18: 上游龙头纸企普遍处于盈亏平衡状态



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图19: 纸包装龙头的成本结构拆分中原材料占比 60-80%



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

此外由于包装本身属于低附加值环节, 大多数产品单价低、利润率低, 对运输半径有一定要求, 一般在 100-150 公里以内, 大多需要临近客户建厂生产, 因此包装行业存在着明显的区域分布特征, 而跨区域的布局则对资金实力提出一定要求, 龙头裕同科技、合兴包装等在全球范围均有较多的生产基地布局。

表3: 纸包装行业龙头的工厂布局梳理

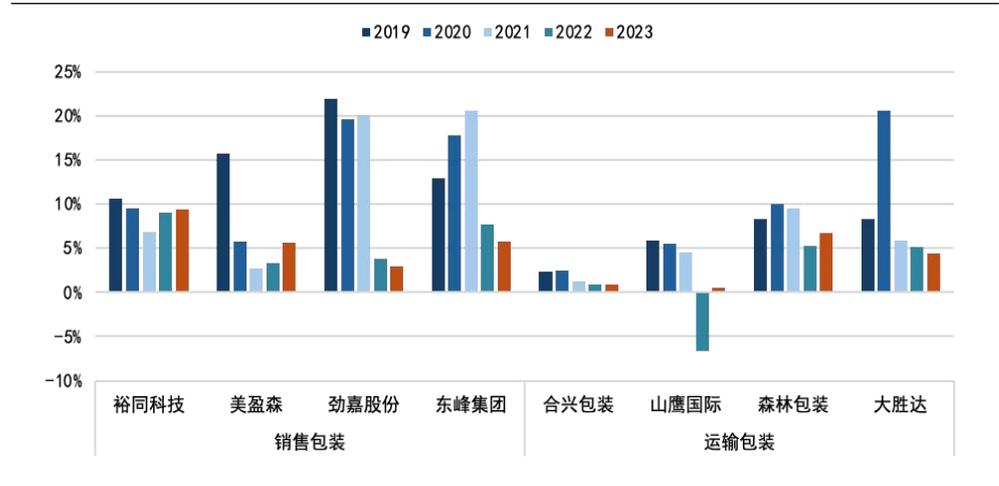
公司	全球工厂布局
裕同科技	全球 8 个国家、40 座城市设有 50+生产基地及 3 大服务中心 国内: 宜宾/惠州/上海/东莞/苏州/宿迁/南通/许昌/武汉/烟台/潍坊/廊坊/天津/孝感/宝鸡/岳阳/九江/合肥/亳州/遵义/成都/泸州/重庆/来宾等 30 个城市设有生产基地; 海外: 美国/澳大利亚/越南/印度/印尼/泰国/马来西亚等 7 个国家有生产和服务布局;
劲嘉股份	全国拥有 18 个生产基地, 分布华南/华东/华中/西南/东北地区
东峰集团	医药包装: 贵州/重庆/江苏拥有了五处 I 类医药包装产品的生产基地; 印刷包装: 广东/云南/广西等多个省份建立区域性生产基地
合兴包装	国内 70 家生产基地、海外 5 个工厂
美盈森	国内东莞/六安/成都/长沙/涟水等经济主要活跃地区设有生产基地 海外越南、泰国、马来西亚、墨西哥等地拥有高端包装生产基地

资料来源: 各公司官网, 国信证券经济研究所整理

总结来看, 当前国内纸包装行业处于规模稳定、格局极度分散且利润率偏低的状态, 无论是龙头份额提升或是中小企业的被动出清, 我们认为行业仍存在着较大整合机遇, 核心的竞争要素在于:

1) 交付能力, 一方面是交付的及时性与稳定性, 另一方面能产业链上下延伸、提供包装一体化解决方案的包装商更具竞争力; 2) 成本控制能力, 由于国内包装商普遍尚未打通垂直化的产业链布局, 在外部环境扰动下维持稳定的盈利能力也是优势, 其中成本控制是重中之重, 就近建厂、规模效应与工厂的降本提效等都是可实现的途径。当前印刷包装行业结构日趋分化, 中小企业面临着生存挑战, 但规模企业的营收却呈现出稳步增长的态势, 强者恒强的格局愈发明显, 显示出行业的洗牌加速趋势。

图20: 纸包装上市公司利润率



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

裕同科技: 产业链低议价环节, 跑出百亿规模龙头

公司聚焦的是易守难攻的精品纸包装领域。正如前文提到, 公司自 2010 年开始转型为高端品牌包装整体解决方案提供商, 下游细分领域主要聚焦的是消费电子、烟酒包、环保包等大消费领域, 客户均为头部知名品牌。

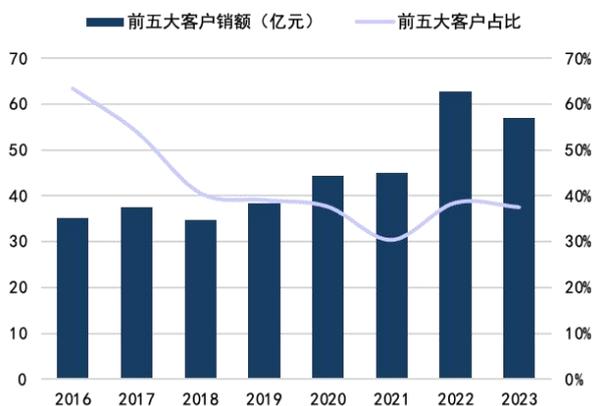
行业的“难攻”与“易守”都源自于为确保产品品质的一致性与稳定性, 下游客户非必要不轻易更换供应商, 尤其是高端客户对供应商有严格的审核制度与漫长的考察程序。公司大客户策略布局较早, 无论是消费电子包装以索尼为契机与背书切入富士康、A 客户等供应体系, 还是烟标酒包行业反腐与市场化带来的机遇, 公司当前已基本实现了对头部客户的覆盖, 与核心客户的合作时间超 10 年, 合作关系稳定; 得益于烟酒、化妆品包装等新业务的推进, 下游客户日趋分散化, 前五大客户销售占比从 2016 年的 63.4% 降低至 2023 年的 37.5%。

表4: 裕同科技主要客户及合作开始时间

客户类型	主要客户及合作开始时间
智能移动终端	A 客户 (2012)、小米 (2014)、三星 (2003)、华为 (2004)、松下、OPPO、VIVO (2017)、Goertek 等
消费电子	游戏机 索尼 (2000)、任天堂等
包装	计算机 戴尔 (2011)、惠普 (2011)、联想 (2010)、谷歌 (2018)、微软、亚马逊 (2018)
其他 3C 客户	戴森 (2018)、美的、海尔 (2010)、赫比 (2013)、央数文化 (2015)、乐视 (2015)、DHL (2018)、思科等
终端客户	烟包 宽窄、BAT、贵州中烟、福建中烟、江西中烟、云南中烟、四川中烟、湖北中烟、湖南中烟、红塔、七匹狼等
酒包	汾酒、五粮液 (2018)、茅台 (2018)、泸州老窖 (2013)、洋河 (2017)、古井贡酒 (2013)、劲酒、西凤酒 (2013)、水井坊 (2019) 等
食品包装	MARS、雀巢、星巴克、五芳斋、金典、德芙、美团外卖 (2019)、良品铺子、三只松鼠等
化妆品包装	欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛、迪奥、宝洁、玫琳凯 (2014)、施华洛世奇 (2017)、蓝月亮/联合利华/曼秀雷敦/韩后/百雀羚/雅芳/韩束 (2018) 等
大健康包装	华熙生物、东阿阿胶 (2017)、同仁堂、云南白药、健康元等
代工客户	富士康 (2001)、和硕 (2004)、广达 (2008)、仁宝 (2010)、捷普、纬创资通等

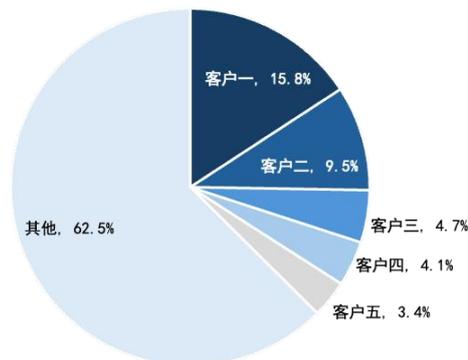
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图21: 2023 年公司前五大客户占比 37.5%



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图22: 2023 年客户结构



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

全球化多点布局实现就近供货、节省成本、快速响应。在行业碎片化的格局下，公司具备跟随核心客户全球设厂的实力，目前已在国内、美国、澳大利亚、越南、印度、印尼、泰国、马来西亚等全球 8 个国家、40 座城市设有 50+生产基地及 3 大服务中心，通过国内外多点布局实现跨区域制造和就近交货，不仅为客户提供及时、快捷和个性化服务，也降低了采购、生产、物流和库存成本。

目前公司的产能利用率整体约 60%-70%左右，主因 1) 下游订单的季节性较强，需参照客户的高峰期配置产能；2) 基于产品保密性要求，为大客户设立专属车间和产线以及 3) 新客户开发、新产能存在爬坡阶段等，已有工厂产能充足。

图23: 公司全球布局: 50+生产基地与三大服务中心

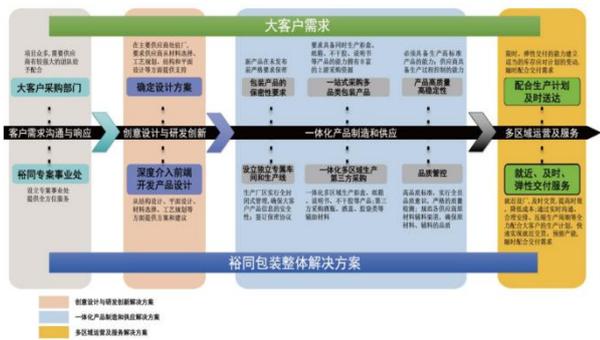


资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

公司产业链延伸服务能力较强，高效率的创意设计与个性化包装服务也为顺利切入大消费包装领域打下了基础。基于客户外包非核心业务的诉求，包装整体解决方案渐成趋势，公司能为客户提供研发-设计-打样-生产-交付等一站式定制包装服务，对供应链系统管制严格。由于烟酒包、健康美护包装等大消费领域往往以品牌为竞争核心，包装是品牌调性与叙事的载体，公司重视创意设计，拥有两个设计中心与上百名设计师，在成都、武汉、上海、烟台等城市设有设计分部，设

计成果也多次斩获国内外奖项。

图24: 大客户需求及裕同包装整体解决方案



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图25: 裕同提供研发-设计-打样-生产-交付一站式服务



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图26: 与消费电子包装相比, 大消费包装对包装的创意设计与美观要求更高



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

海外借鉴: 美国纸包装龙头 WestRock 的成长之路

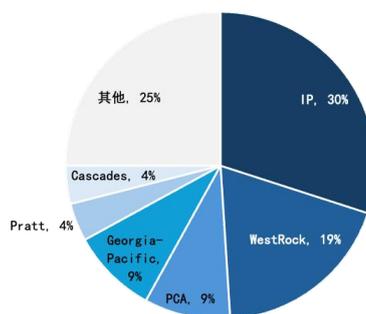
若我们将视线移至海外, 聚焦成熟的北美造纸包装市场, 可以看到一条在政策、兼并购等内外部多重合力下完成集中的历史路径。1970 年以来, 北美针对造纸包装的环保立法趋严、行业内出现大量吞并收购, 带来落后产能出清与集中度提升; 2000-2021 年北美包装纸和纸板行业进入成熟发展期, 年产量维持 45-50 百万公吨, 供需与格局趋于稳定, CR4 也从 1970 年的 25% 提升至当前的 70%, 形成大而强的纸包装巨头如国际纸业 (IP)、WestRock 与美国包装 (PCA) 等。

图27: 北美包装纸和纸板行业已进入成熟发展期



资料来源: Statista, 国信证券经济研究所整理

图28: 2023 年北美纸板生产商 CR6 达 75%



资料来源: Statista, 国信证券经济研究所整理

我们以 WestRock 为例, 探讨北美纸包装巨头的成长史与可复制经验。

WestRock: 成立于 2015 年, 由美国两大纸包装商 Rock-Tenn 与 MeadWestvaco 合并而来, 经历 8 年整合扩张成为美国领先的消费品包装与瓦楞纸包装龙头; 2024 年 WestRock 与欧洲瓦楞纸包装巨头 Smurfit Kappa 再次重组成立 Smurfit WestRock, 合并后收入达 340 亿美元, 为全球规模最大的可持续包装解决方案商, 在超 40 个国家开展业务。

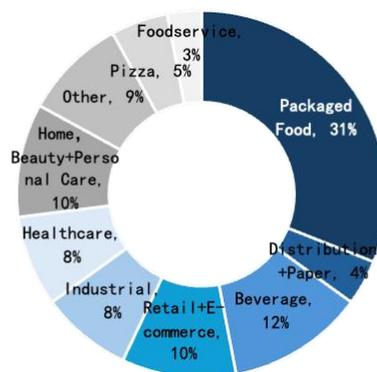
按业务划分, WestRock 主营瓦楞包装 (瓦楞纸板箱板等, 用于电商、运输与消费品领域)、消费品包装 (折叠纸盒为主, 用于零售领域)、纸制品销售与纸包装分销四大板块, 2023FY 分别占比 48.1%/24.2%/21.5%/6.2%, 下游主要集中于食品饮料、健康美护、电商与工业运输等; 按地区划分, 2023FY 美国、加拿大、拉丁美洲、EMEA、亚太分别占比为 75.6%/6.3%/10.3%/6.2%/1.7%。

图29: WestRock 主营消费品包装与工业包装



资料来源: WestRock 官网, 国信证券经济研究所整理

图30: WestRock 下游主要集中于食品饮料、零售领域



资料来源: WestRock 官网, 国信证券经济研究所整理

启示一: 回顾 WestRock 成长史, 兼并收购与整合扩张铺成纸包装巨头之路。

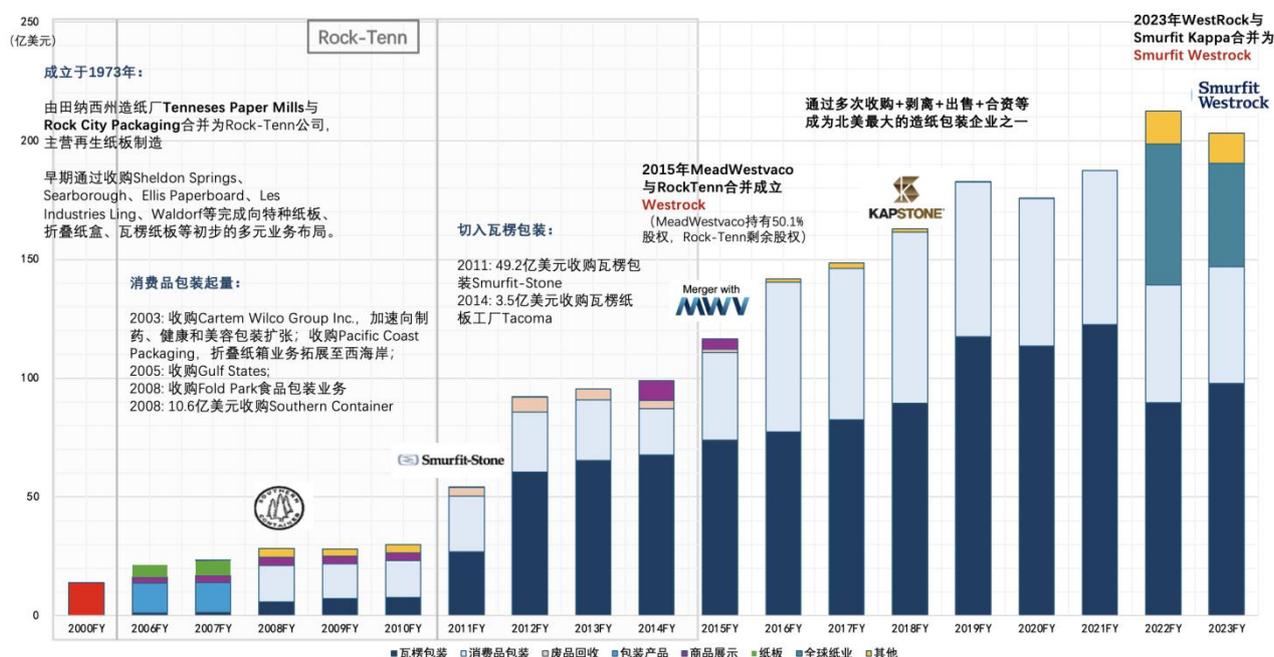
WestRock 成立之前 (1973-2015 年): WestRock 主要前身 RockTenn 成立于 1973 年, 由田纳西州造纸厂 Tenneses Paper Mills 与 Rock City Packaging 合并而来, 并通过持续收购推动规模增长、完善包装业务布局。

1) 1980-2000年：RockTenn以再生纸板的生产为主，1980年以来通过收购Clevepak、Les Industries Ling、Olympic Packaging、Alliance Display and Packaging、Searborough、Waldorf等迅速扩大再生纸板产能，并将业务扩展至再生粘土涂层纸板、纤维隔板、折叠纸盒与瓦楞纸板等领域；

2) 2000-2007年：加速并购步伐，重心转移至更高成长性的折叠纸箱、塑料包装等消费品包装，收购Cartem Wilco向制药、健康与美容包装市场扩张，收购Pacific Coast Packaging将折叠纸箱业务扩展至西海岸，收购Fold-Park切入食品包装，2008年消费品包装收入15.3亿美元，占比超50%。

3) 2008-2015年：瓦楞包装快速成长，2008年收购包装商Southern Container、2011年吞并瓦楞包装商Smurfit-Stone、2014年收购Tacoma瓦楞纸板工厂，瓦楞包装收入从2006年的1.2亿美元快速增长至2014年的67.7亿美元，内部占比接近70%。

图31: Smurfit Westrock 成长历史

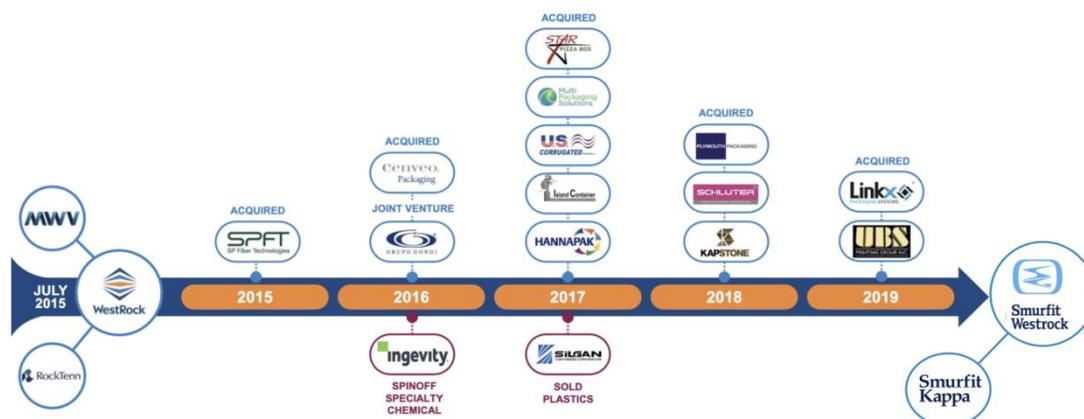


资料来源：WestRock 官网，国信证券经济研究所整理

WestRock 成立之后（2015年至今）：同样基于大手笔的兼并购、剥离非核心的逻辑，走上了业务与地域版图扩张的快车道。1) 持续寻找并收购优质包装商标的，收购Genveo、Star pizza box、Multi Packaging、UBS Printing等强化消费品与瓦楞包装业务，加速向下游食品饮料、制药、烟草、医疗保健与美容个护等领域的渗透；2) 考虑到美国本土纸包装的市场规模见顶，通过收购海外包装龙头如墨西哥Grupo Gondi、德国Schluter、澳大利亚Hannapak开拓拉丁美洲、欧洲与澳洲等包装市场。3) 公司也在不断卖掉亏损工厂、剥离非核心业务，如分拆Specialty Chemical-Ingevity独立上市、出售RTS Packaging等。

高频次的外延并购整合带来WestRock收入规模快速增长，2023年WestRock总营收达203.1亿美元，已超过国际纸业（189.2亿美元）成为北美第一大包装商；2024年与Smurfit Kappa合并将进一步打造全球领先的纸包装方案商。

图32: 2015-2023 年 Smurfit WestRock 兼并、收购与剥离历程



资料来源: WestRock 官网, 国信证券经济研究所整理

表5: WestRock 收购标的的具体情况

时间	合并、收购与剥离	意义
2015	MeadWestvaco Corporation 与 RockTenn 合并为 WestRock 2.89 亿美元收购回收容器板、牛皮纸和袋装纸生产商 SPFT 1.05 亿美元收购 Cenveo, 提供折叠纸箱、收缩套管和平版印刷层压展示包装解决方案	下游覆盖食品、饮料、制药、营养品、烟草等其他消费品
2016	9.7 亿美元收购 Grupo Gondi, 后者拥有 4 家造纸厂, 9 家瓦楞包装厂和 6 家高级印刷工厂 分拆 Specialty Chemical-Ingevity 业务独立上市 0.35 亿美元收购披萨包装产品供应商 Star pizza box 22.8 亿美元收购 Multi Packaging Solutions, 产品包括优质折叠纸箱、标签和硬质包装	增强拉丁美洲瓦楞包装的领先地位
2017	1.92 亿美元收购 US corrugated 瓦楞纸业务 收购瓦楞纸箱生产商 Island Container 0.75 亿美元收购澳大利亚折叠纸箱供应商 Hannapak 剥离 specialty closures and dispensing systems, 产品主要用于家庭、健康和美容领域 收购瓦楞纸包装商 Plymouth Packaging 及其 Box on Demand 系统	下游覆盖饮料食品、医疗保健, 有助于开拓澳洲业务 下游覆盖食品和饮料、制药和消费电子产品 增强差异化和创新性, 有助于开拓电子商务业务
2018	收购德国传单和小册子供应商 Schlüter 49.9 亿美元收购 Kapstone, 北美领先集装箱板、瓦楞纸产品和特种纸生产商和分销商	客户涵盖制药和汽车领域, 有助于开拓欧洲业务 市场覆盖美国、加拿大和墨西哥
2019	收购 Linkx Packaging Systems 收购 UBS Pringting group	提供自动化包装机械 覆盖美容和个人护理、营养品和媒体领域, 扩大西海岸业务
2022	收购 Grupo Gondi 剩余权益	
2023	出售 RTS Packaging	
2024	WestRock 与 Smurfit Kappa 合并为 Smurfit WestRock	

资料来源: WestRock 官网, 国信证券经济研究所整理

启示二: 闭环的产业链垂直化布局整合内部资源、内化成本, 更有助于规模效应的释放。与国内不同的是, 海外纸包装龙头普遍已形成了造纸包装产业链的垂直一体化布局, Westrock 从林业-纸浆-造纸-包装-回收业务板块齐全, 公司在巴西拥有 13.6 万英亩林地, 2023 年造纸年产能接近 1500 万吨、瓦楞纸与消费品包装工厂 245 家、北美分销网点超 60 个, 同时也是北美最大的综合回收商之一, 从消费者与零售商等回收、加工和再利用纤维等材料, 形成业务闭环。

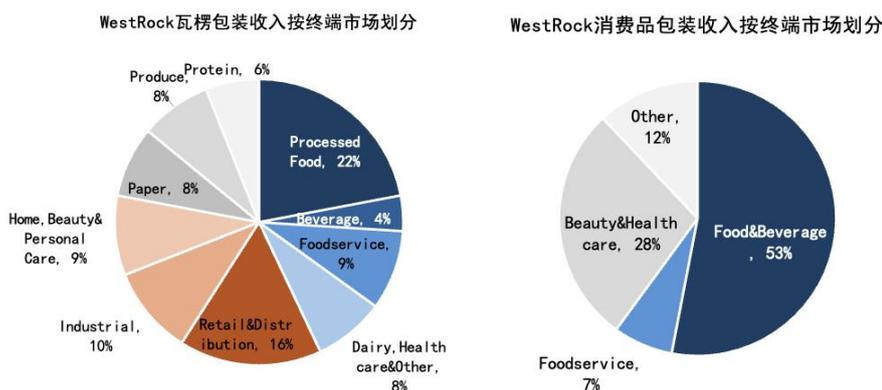
表6: WestRock 垂直一体化程度较高, 形成闭环的全产业链布局

林浆	巴西 136000 英亩林地	
	造纸厂 (个)	47
造纸	箱板纸厂-年生产能力 (千吨)	10646
	纸板厂-年生产能力 (千吨)	4040
	单位工厂平均开工率	88%
包装	瓦楞纸包装工厂 (个)	145 (北美 125+拉丁美洲 20)
	消费包装工厂 (个)	100 (美洲 60+欧洲 35+亚太 5)
分销	北美分销网点	60+
回收 (采购职能)	箱板纸	55%原始纤维+45%回收纤维
	纸板	75%原始纤维+25%回收纤维
	合计	60%原始纤维+40%回收纤维

资料来源: WestRock 公告, 国信证券经济研究所整理

启示三: 从终端市场分布来看, 食品饮料、餐饮包装的市场规模可观。Westrock 瓦楞包装的下游应用领域中食物处理、饮料、餐饮服务与乳制品等占比合计达 49%, 消费品包装的终端应用主要为食品饮料与餐饮服务, 二者占比也接近 60%, 意味着公司 200 亿美元的年收入规模中超 50%来自食品饮料领域。食品饮料作为需求刚性且规模最大的消费品类, 对折叠纸盒、餐饮内托或外包装箱的需求体量庞大, 能够孕育出百亿美元规模的包装巨头。

图33: WestRock 食品饮料类包装的收入占比超过 50%



资料来源: Smurfit WestRock 公告, 国信证券经济研究所整理

由于产业背景的差异, 海外纸包装巨头的成长路径或许无法完全复刻, 但一些共通的经验依然值得借鉴: 第一, 当前国内纸包装 CR8 不足 20%, 可映射至美国 1980-2000 年阶段, 未来国内造纸包装行业预计也将走向集中度提升的历程; 第二, 自行业 2017 年供给侧结构性改革、环保趋严与竞争恶化以来, 已有部分落后中小产能被动出清, 而对于龙头来说, 无论是横向拓终端市场或是纵向的产业链垂直延伸, 对优质标的的收并购是主动提份额的重要手段; 第三, 食品等大消费包装的空间广阔, 尤其是以纸代塑趋势下预计餐饮类环保包装的前景可观。

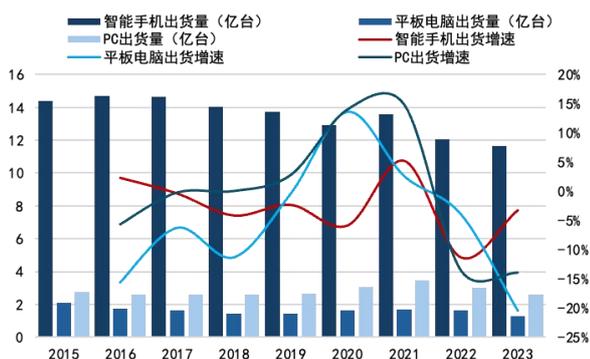
消费电子包装：边际复苏、景气向上

消费电子包装为公司基本盘业务，市占率领先，历史复盘来看公司的行情也与消费电子景气度紧密相关。站在当下，消费电子复苏与新品发布有望形成短期景气度与估值提升的催化，长期看技术创新与 AI 终端落地或将加速创新周期与换机潮，基于提老客户份额、拓新客户与客户拓新品的逻辑，我们认为 3C 包装业务依然具备看点。

全球 3C 包装规模超百亿，裕同市占率领先

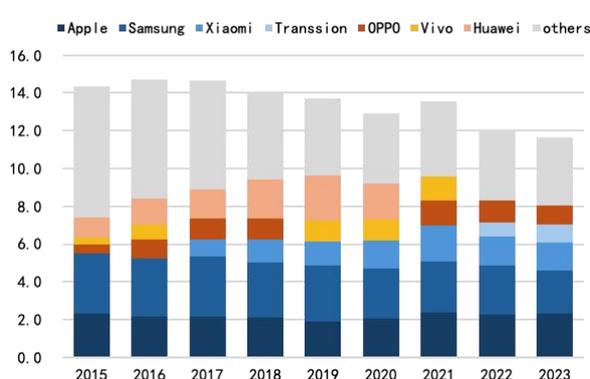
从下游消费电子领域来看，传统消费电子已进入存量周期，智能穿戴等接力增长。从 PC 到智能手机、平板电脑，再到可穿戴、AR/VR 头显设备，技术突破、场景创新与前沿技术应用等带来的新品主导了消费电子十年一轮的大周期。当前传统消费电子需求正在见顶，进入存量竞争阶段，根据 IDC，2023 年全球智能手机、平板电脑与 PC 出货量为 11.7/1.3/2.6 亿台，同比-3.2%/-20.5%/-13.9%，行业仍在周期性筑底。与此同时，基于 5G、AI 与技术创新等催生的智能可穿戴设备、AR/VR 等细分领域自 2017 年以来迅速成长。

图34: 全球智能手机、平板电脑、PC 出货量及增速



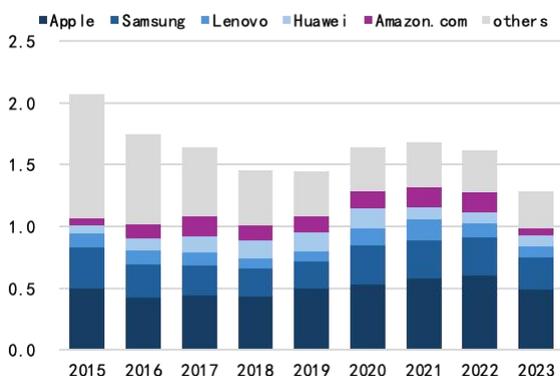
资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图35: 全球智能手机分厂商出货量（亿台）



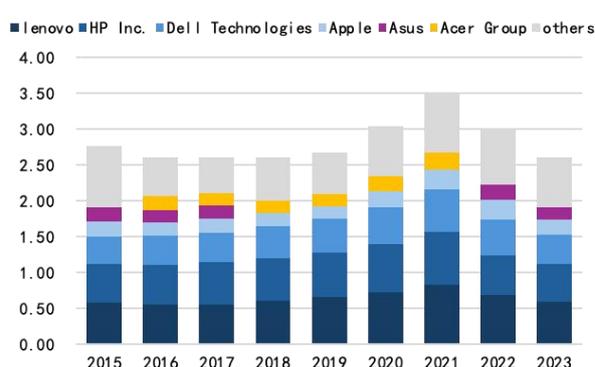
资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图36: 全球平板电脑分厂商出货量（亿台）



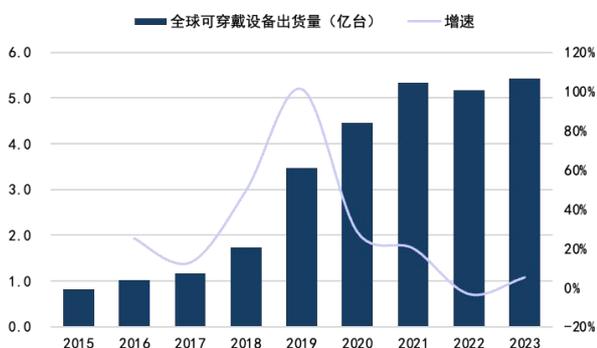
资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图37: 全球 PC 分厂商出货量（亿台）



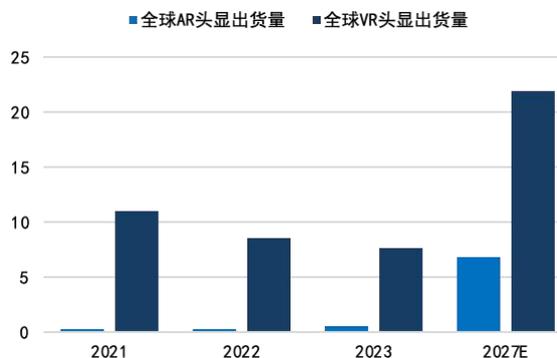
资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图38: 全球可穿戴设备出货量 (亿台)



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

图39: 全球 AR/VR 头显出货量 (百万台)



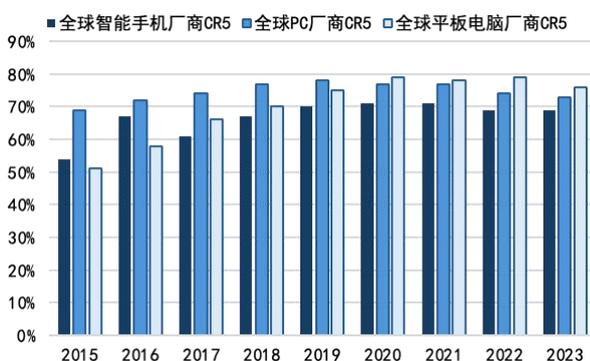
资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

下游相对寡头的格局也带来了 3C 包装行业相对较高的集中度，裕同在以智能手机、平板电脑与 3C 为主的消费电子包装市场市占率约 30%，份额绝对领先。

根据 IDC 数据，全球智能手机、PC 与平板电脑 CR5 在 70-80% 区间。其中 2023 年智能手机前五大出货厂商分别为苹果 (20.1%)、三星 (19.4%)、小米 (12.5%)、OPPO (8.8%) 与传音 (8.1%)；PC 前五大出货厂商为联想 (22.7%)、惠普 (20.4%)、戴尔 (15.4%)、苹果 (8.5%) 与华硕 (6.5%)；平板电脑前五大出货厂商为苹果 (37.8%)、三星 (20.4%)、联想 (7.2%)、华为 (6.8%) 与亚马逊 (4.2%)。

由于消费电子的集中度较高，同时包装占电子产品总成本的比重较小，客户更看中大规模交付与稳定持续的供货能力；此外下游终端客户为维护品牌竞争力与新品机密，往往会构建相对封闭的供应链条，也决定了配套的包装企业数量往往有限的特点。

图40: 全球消费电子出货厂商 CR5 在 70%-80%



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

图41: 主要消费电子包装企业收入规模 (2022 年)

消费电子包装企业	收入规模 (亿元)	主要消费电子客户
裕同科技	110	苹果、华为、联想、三星、小米、戴尔、惠普、联想、微软、亚马逊、索尼等
深圳旺盈	53	vivo、oppo、大疆、link、普思、JB、捷波朗等
合兴包装	42	格力、美的、海尔、小米、惠普、谷歌、富士康等
正隆纸业	28	华硕、DHL等
美盈森	25	小米、富士康、纬创、仁宝、华为、联想、索尼、京东方、海康威视、国光电器、Samsung、HP、Sonos、Qisda等
当纳利	17	苹果、小米、OPPO等
劲嘉股份	2	电子烟包装、手机包装客户等
中策股份	3	飞利浦、安克、vuse、佳能、glo、博朗等

资料来源: 公司公告、Frost&Sullivan, 国信证券经济研究所整理

根据我们测算: 1) 若只考虑智能手机、PC、平板电脑与智能穿戴等主流消费电子设备，根据 IDC 数据，近两年全球消费电子年出货量 20-22 亿台；2) 参考公司公告，消费电子彩盒单价基本在 10 元以上/个，若假设消费电子包装均价为 14-15 元/个，对应全球消费电子包装市场规模在 300 亿元以上，2022 年公司消费电子包装收入 110 亿元，预计裕同占全球以智能手机、PC、平板电脑为主的消费电子

包装的份额约 30%。

表7: 公司在全球以智能手机、PC、平板电脑为主的消费电子包装的份额预计约 30%

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
全球智能手机出货量 (亿台)	14.4	14.7	14.7	14.0	13.7	12.9	13.6	12.1	11.7
YoY		2.3%	-0.3%	-4.1%	-2.3%	-5.9%	5.2%	-11.3%	-3.2%
全球 PC 出货量 (亿台)	2.9	2.7	2.6	2.6	2.7	3.0	3.5	3.0	2.6
YoY		-6.1%	-2.8%	-1.1%	2.7%	13.9%	14.8%	-13.6%	-13.9%
全球平板电脑出货量 (亿台)	2.1	1.7	1.6	1.5	1.4	1.6	1.7	1.6	1.3
YoY		-15.4%	-6.5%	-10.6%	-1.4%	13.9%	2.9%	-3.6%	-21.1%
全球可穿戴设备出货量 (亿台)	0.82	1.02	1.15	1.72	3.46	4.45	5.34	5.16	5.43
YoY		25.0%	12.7%	49.2%	101.2%	28.4%	20.0%	-3.3%	5.2%
其中: Earwear/hearables							3.40	3.23	3.42
Smartwatch							1.36	1.52	1.65
wrist band							0.55	0.39	0.34
Glasses									0.01
others							0.03	0.02	0.01
Clothing									4.38
全球消费电子出货量合计 (亿)	20.1	20.2	20.1	19.8	21.3	22.0	24.1	21.9	21.0
3C 包装单价 (元/个)	15.0	15.3	15.0	14.7	14.4	14.7	15.0	15.3	15.3
单价 YoY		2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	0.0%
全球 3C 包装市场规模 (亿元)	302	309	301	291	307	324	361	334	321
裕同 3C 包装收入 (亿元)	-	-	56	68	75	87	94	110	-
裕同市占率	-	-	18.5%	23.3%	24.3%	27.0%	26.0%	32.9%	-

资料来源: IDC、Statista、公司招股说明书, 国信证券经济研究所测算

注: 考虑到消费电子还包括电子阅读器等其他细分领域, 预计裕同的实际市占率较测算值更小

目前公司对全球消费电子终端客户的覆盖率较高。在移动终端领域, 公司是 A 客户、华为、联想、三星、小米等认证的合格供应商; 游戏机领域切入了任天堂、索尼的供应链; 计算机领域, 戴尔、惠普、联想、微软与亚马逊等也均是公司的重要客户。无论是直接为终端客户提供产品或服务, 或是通过富士康、和硕、广达等知名电子代工厂间接供货, 基本实现了全球消费电子客户的全覆盖。基于新客户的持续拓展与现有客户的份额提升, 公司消费电子包装收入规模从 2017 年的 56 亿增长至 2022 年的 110 亿, 年复合增速达 14.6%。

图42: 公司对消费电子领域客户的覆盖率较高



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图43: 裕同 3C 包装收入规模 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

以 A 客户为例, 裕同切入其供应链的时间早且供应一直较为稳定, 也印证了头部客户粘性强的特点。公司自 2012 年开始与 A 客户的合作, 彼时仅有 2 家工厂进入了其供应链体系, 从小批量试制、中批量试产到大批量供应, 合作逐步由浅入深, 到 2018 年公司供应 A 客户的工厂已达 8 个, 其中包括跟随客户供应链步伐而在海

外新建的越南工厂与印度工厂，贴近生产与自动化生产体系为客户提供敏捷稳定的大规模交付，满足消费电子产品快速上市的供应需求，由此与大客户形成了稳定、长期与紧密的合作关系。

表8: 2012-2013 年公司进入 A 客户供应链的工厂

年份	国内/国外	供应链工厂地址	工厂个数量
2020-2023	国内	广东, 河南, 江苏, 上海, 四川	(未披露)
	海外	印度 karnataka, 越南 Bac Ninh	
2017-2018	国内	江苏昆山 3 个, 广东深圳, 四川成都, 河南长葛	8
	海外	印度 karnataka, 越南 Bac Ninh	
2016	国内	江苏昆山 2 个, 广东深圳, 四川成都, 河南长葛	6
	海外	越南 Bac Ninh	
2015	国内	江苏昆山, 广东深圳, 四川成都, 河南长葛	5
	海外	越南 Bac Ninh	
2014	国内	江苏昆山, 广东深圳, 四川成都, 河南长葛	4
2013	国内	广东深圳, 河南长葛	2
2012	国内	广东深圳, 河南长葛	2

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

2022 年完成了对华宝利电子与仁禾智能的收购，切入智能硬件与软包装领域，有助于进一步实现产业协同。其中 1) 华宝利电子为声学设备制造商，主要产品为扬声器、耳机、蓝牙音箱与机器人等产品，覆盖中兴通讯、联想、Facebook、大疆、TCL、三星、富士康、惠普、联想等头部客户；2) 仁禾智能主营智能穿戴设备、智能家居的软包装、软材料与配套结构件，同样也深耕消费电子包装领域多年。公司通过并购持续巩固深化消费包装优势，一方面，下游 VR/AR、智能家居与声像类产品持续稳定增长，同时也有助于充分协同客户资源，提升提供全面一体化产品交付服务的能力。

图 44: 华宝利电子主要客户



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

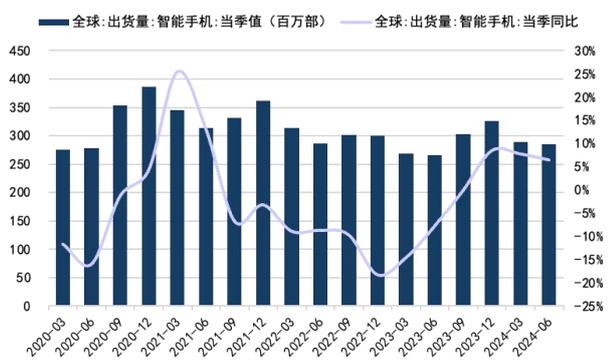
下游显复苏迹象，AI 与巨头新品发布形成催化

消费电子行业具有明显的供给创造需求特点，以智能手机为例，由于巨头新品发布多集中于下半年，因此行业的季度出货节奏多为前低后高，下半年为传统旺季。

2021H2-2023H1 下行，2023H2 触底反弹，2024 年复苏延续。根据 IDC 数据，自 2021Q3 开始以智能手机、PC 为代表的消费电子再次进入深度调整阶段，随着库存

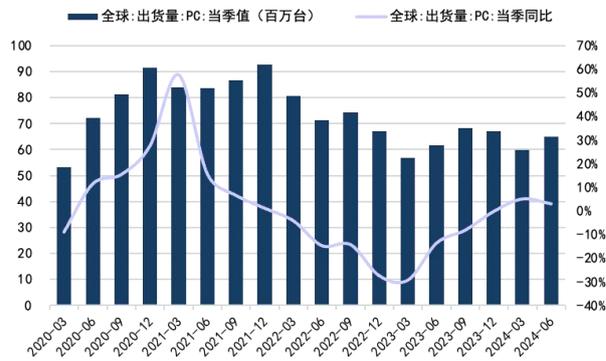
去化接近尾声后的新一轮补库需求开启，自 2023Q4 以来行业有积极回暖迹象，23Q4/24Q1/24Q2 全球智能手机出货量增速分别为+8.5%/7.8%/6.5%，已连续三个季度实现正增长，全球 PC 出货量分别同比-0.1%/+5.1%/+3.0%，同样印证了行业复苏逻辑。下半年随着巨头的新品发布，处于传统旺季的消费电子表现依然值得期待。

图45: 全球智能手机季度出货量及增速



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

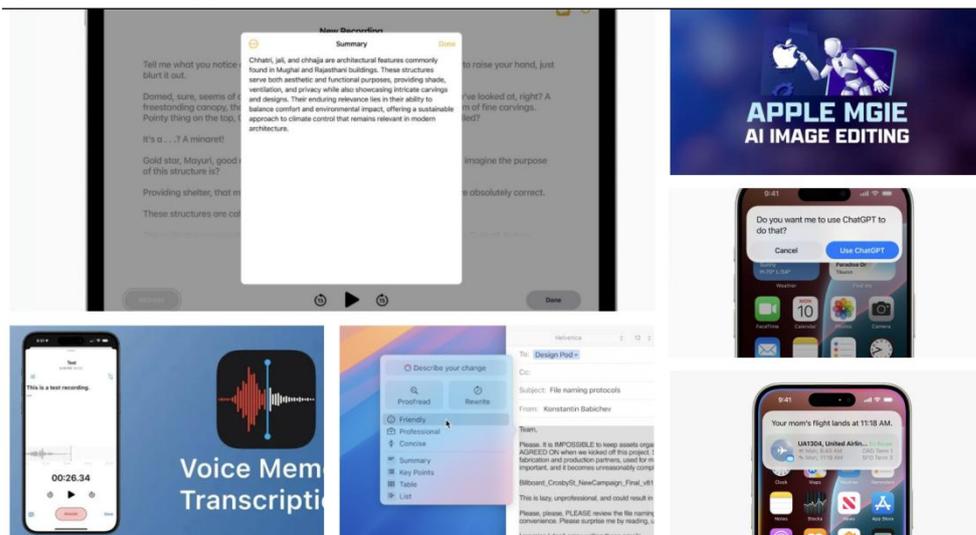
图46: 全球 PC 季度出货量及增速



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

消费电子 AI 时代启幕，或将驱动新一轮换机潮，3C 包装有望受益。当前 AI 大模型正从云端向终端侧转移，逐步落地于消费电子，2024 年以来 OPPO、魅族、小米等持续落地“AI in AI”计划并推出 AI 手机，2024 年 6 月苹果全球开发者大会 WWDC 24 全面接入了生成式 AI 的 Apple Intelligence 面市，同时宣布正在将 ChatGPT 集成到系统中，此外联想、惠普等也相继发布多款 AI PC 产品。未来消费电子需求将有望受 AI 功能落地、硬件与生态系统升级等因素推动，带来消费电子包装行业的订单复苏与景气向上。

图47: WWDC 24 苹果推出 Apple Intelligence

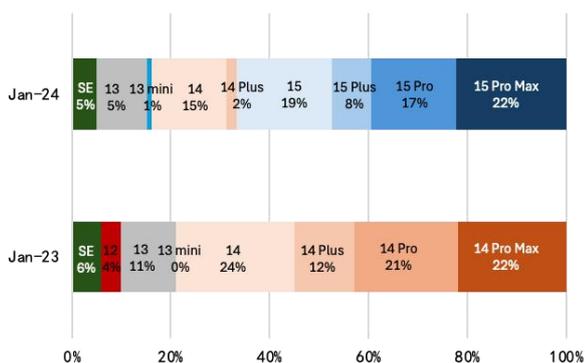


资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

估值角度，巨头新品的发布往往能形成公司短期估值的催化。由于消费电子具有较强的科技属性，往往是大单品模式且消费者买新不买旧，以 iPhone 为例，根据

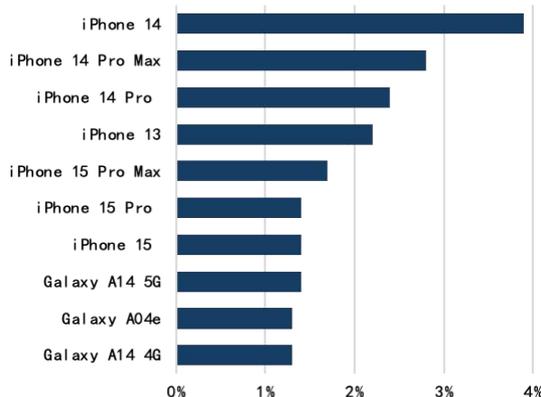
CIPR,其新品系列在内部销量的占比通常在 70-80%左右,根据 TechInsights,2023 年全球智能手机销量前 10 单品份额合计 19.8%,都印证了新品的畅销程度对当年消费电子整体销售的重要性。我们通过复盘裕同的历史表现可见,大客户新品发布往往都能形成偏积极的信号与催化,提振市场情绪、拔高估值,若产业链的订单或出货数据能进一步验证基本面向好的预期,最终将形成阶段性的估值向上合力。

图48: iPhone 北美地区的分产品结构占比



资料来源: CIPR, 国信证券经济研究所整理

图49: 2023 年全球智能手机单品前 10 份额达 19.8%



资料来源: TechInsights, 国信证券经济研究所整理

图50: 新品的发布往往形成估值短期的催化



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

烟酒包、环保包等多元拓展的空间探析

公司战略性切入大消费包装有效提升了抗周期风险的能力。首先可以明确的是，大消费包装市场天花板不低于 3C 领域，根据我们测算，国内主要消费领域（烟酒、化妆品等）的包装产值预计有望达到 950 亿元，而海内外的环保包装需求在以纸代塑趋势下预计也具备 750 亿元的天花板规模；其次，公司目前在烟标酒包、化妆品包装与环保包装等市场的份额仅个位数，拓客户、提份额的增长路径值得期待；最后，大消费包装的边界远不止于此，当前公司新拓客户已往人工智能、玩具与药品等新领域延展，长期成长空间广阔。

表9: 烟酒包、环保包等多元拓展的空间探析

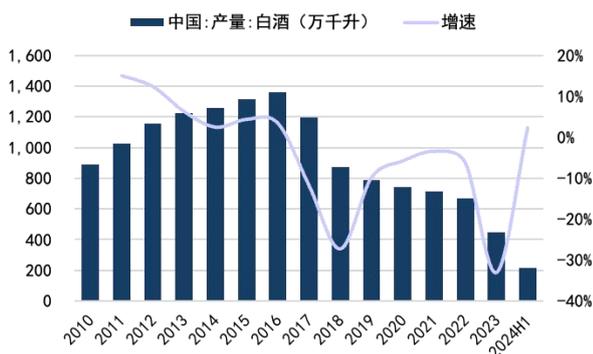
细分领域	行业规模 (亿元)	裕同收入 (2022年)	当前裕同市场份额	远期行业规模预测	远期市场份额预测	远期收入 (亿元)
3C 包装	334	110	32.9%	360	40%	144
酒包	305	12.2	4.0%	413	8%	33
烟包	312	8.5	2.7%	312	8%	25
美护	215	4.0	1.9%	215	5%	11
环保包装 (全球)	366	11.2	3.1%	754	5%	38

资料来源：IDC、中国酒业协会、中烟公司官网、Statista、公司公告，国信证券经济研究所测算

酒包：白酒消费高端化品质化，精品包装有望受益

当前下游白酒库存去化接近尾声。从下游景气度来看，我国白酒产量自 2017 年以来逐年下降，进入去库周期，2023 年国内白酒产量 449.2 万千升，同比-33.1%，2024H1 同比+2.4%至 214.7 万千升，库存消化取得成效；与此同时，规模以上白酒企业销售收入正逐年攀升，2023 年同比+9.7%至 7563 亿元，预计背后反应的是白酒行业消费高端化、品质化的趋势，配套的酒包装在传统的识别和保护功能之外，还承载着输出酒类产品文化与品牌形象的作用。

图51: 我国白酒产量逐年下降



资料来源：Wind、国家统计局，国信证券经济研究所整理

图52: 我国规模以上白酒企业销售收入持续增长



资料来源：中国酒业协会、国家统计局，国信证券经济研究所整理

行业配套生产的模式逐渐打破，公司于 2013 年进军酒包，当前收入规模领先。格局角度，白酒包材行业集中度同样较低，头部包装商年收入约 10 亿左右，其中大部分为酒企绝对或相对控股的自主配套产业与区域性酒包企业等，近年也不乏有通过收购或设合资公司而跨界切入酒包的大型综合包装商。2013 年公司通过收购泸州包装进入泸州老窖供应体系、与陕西西凤酒厂合资设立陕西裕凤切入西凤

酒、新设亳州裕同配套古井贡酒，2018 年与江苏金之彩合资设立江苏裕同，后续成功开拓了五粮液、茅台、洋河与水井坊等头部酒企，酒包收入从 2019 年的 6.6 亿快速增长至 2022 年的 12.2 亿。

图53: 公司酒包收入规模（亿元）



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图54: 公司酒包客户覆盖主要头部白酒企业



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表10: 主要白酒纸包装公司概况

白酒包装头部企业	收入规模（亿元）	主要客户	切入酒包方式
裕同科技	2022 年酒包 12.2 亿	汾酒、五粮液、茅台、泸州老窖、洋河、古井贡酒、劲酒、西凤酒、水井坊等	通过收购、设合资公司切入酒包（2013 年全资收购泸州包装-配套泸州老窖、合资成立陕西裕同-配套西凤酒、新设亳州裕同-配套古井贡酒）
劲嘉股份	2023 年非烟草包装 20 亿，五粮液精美印务收入 8.3 亿	茅台、五粮液、习酒、沱牌、舍得、金六福、厚工坊、百加得等	通过收购、设立合资公司等切入（如收购申仁包装进入茅台供应链、与五粮液精美印务成立合资公司切入五粮液）
大胜达	四川中飞包装 2020 年收入 1.4 亿	茅台、国台、习酒、泸州老窖、小糊涂仙等	收购（2022 年收购四川中飞包装）
美盈森	金之彩 2022 年收入 14.3 亿	泸州老窖、洋河、剑南春、五粮液、习酒、今世缘、茅台、汾酒、西凤、郎酒、舍得、习酒、珍酒、黄鹤楼等	通过收购等切入（2013 年收购服务于五粮液、茅台、剑南春、洋河等知名白酒的金之彩）
柏星龙	酒包 2.8 亿（2021）	牛栏山酒厂、衡水老白干、古井贡酒、糊涂酒业、天佑德、酒鬼酒、茅台、洋河、泸州老窖、汾酒、郎酒、舍得等	创意包装
四川蓝剑包装	2023 年收入 10 亿（含酒盒、酒瓶包装等）	剑南春等	剑南春集团控股
泸州益和包装	2023 年收入 9.4 亿	郎酒等	四川郎酒 100%控股

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

根据统计局，2023 年国内白酒产量 449 万千升的水平，假设每瓶 500ml，则全国白酒每年的包装盒需求数量级预计在 90 亿瓶水平。我们假设：1）参考头部酒企年产量，假设中高端白酒占比 15%，同时参考柏星龙的创意酒包单价，假设高端酒包装相关的成本约为 7.5 元/个；2）大众白酒占比 85%，参考头部酒企招标情况，预计包装成本约为 2.5 元/个。我们测算，当前国内白酒包装预计产值约为 304 亿元，则裕同在白酒包装的市场份额预计在 4%左右。

进一步对远期规模做出假设：考虑到近两年白酒行业去库压力较大，若 2030 年全国白酒年产量恢复至 600 万千升稳态水平，且假设高端白酒产量占比提升至 20%，国内白酒包装市场产值预计将达 413 亿元。随着下游集中度提升，若公司市占率能提升至 8%，则对应远期酒包收入 33 亿，较当前有翻倍以上空间。

表11: 国内白酒纸包装行业规模测算

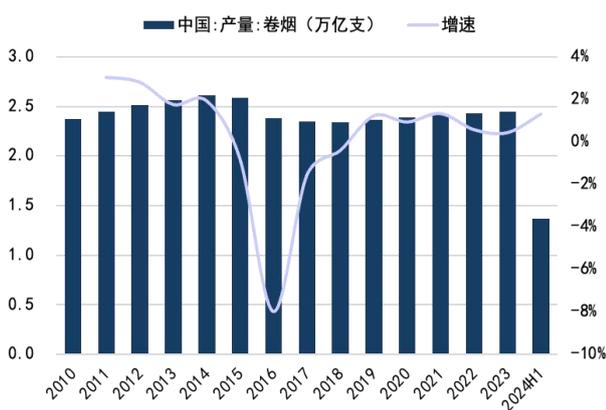
	2023年	2030E 远期预测	假设
白酒产量（万千升/万吨）	449.2	600.0	假设2030年回到600万千升水平
其中：			
中高端白酒产量（万千升）	67.4	120.0	根据统计局，2023年规模以上企业中茅台、五粮液、老窖中高端、郎酒、古井贡、洋河等高端合计27万吨，假设中端是高端2倍；同时假设到2030年中高端白酒的占比提升至20%。
中高端瓶数（亿瓶）	13.5	24.0	假设每瓶500毫升
中高端白酒纸包装单价（元/个）	7.5	7.2	参考柏星龙，2022H1酒类创意包装单价7.2元/个
中高端白酒纸包装产值（亿元）	101.1	172.8	
大众白酒产量（万千升）	381.8	480.0	
大众白酒瓶数（万瓶）	76.4	96.0	
大众白酒纸包装单价（元/个）	2.7	2.5	参考2016年茅台迎宾酒（200元）招标提袋和彩盒分别2元和1.7元
大众白酒纸包装产值（亿元）	203.6	240.0	
白酒纸包装总产值（亿元）	304.7	412.8	
2022年裕同酒包收入（亿元）	12.2	33.0	
裕同市占率	4.0%	8%	考虑到酒包分散的格局，市占率的提升预计相对有限

资料来源：中国酒业协会、国家统计局、柏星龙招股书、公司公告，国信证券经济研究所测算

烟包：烟标改制与招投标政策调整，为后来者提供机遇

公司2017年收购武汉艾特纸塑开拓烟包业务。卷烟属于有成瘾性、弱替代性且相对刚需的消费品，自2016年以来我国卷烟产量稳定在2.3-2.4万亿支左右，年增速在0-1%波动，由此形成规模稳定且庞大的烟标市场。2017年公司收购武汉艾特纸塑加码烟标业务，近年持续加大投入，打造了河南许昌手工烟包基地、湖南岳阳自动化烟包基地并建立了烟包设计中心等，持续稳定地中标江苏中烟、安徽中烟、湖南中烟等省中烟公司项目，2022年公司烟包收入达8.5亿。

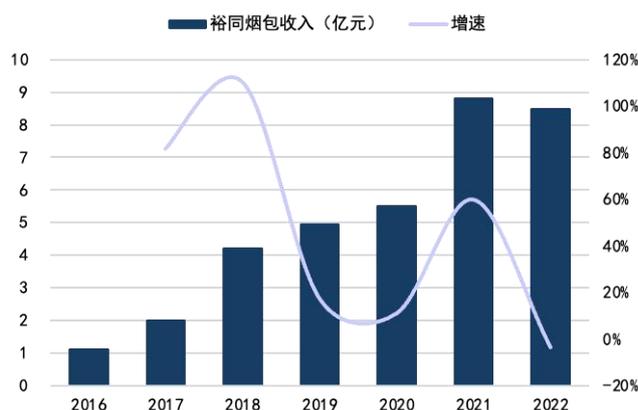
图55: 国内卷烟产量规模稳定在2.3-2.4万亿支



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

注：2016年由于行业推进供给侧结构性改革、集中清理库存、政策管控销量等多重原因，卷烟产量有明显下滑

图56: 公司烟包收入规模（亿元）



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

表12: 近两年公司烟标中标梳理

招标单位	中标时间	中标单位	规格
江苏中烟	2024-07	裕同	南京（细支九五 3mg）盒条包装
安徽中烟	2024-06	裕同	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
河北中烟	2024-05	武汉艾特	第二批卷烟材料采购-商标纸
		武汉艾特	第一批卷烟材料采购-商标纸
江苏中烟	2024-03	裕同	苏烟（金砂C）盒、条包装纸
		裕同	苏烟（多彩中支）盒、条包装纸
山东中烟	2023-11	武汉艾特	泰山（茉莉香韵）小盒、泰山（茉莉香韵）条盒
湖南中烟	2023-11	武汉艾特	芙蓉王（锦绣细支）条盒
四川中烟	2023-09	武汉艾特	娇子（宽窄平安中支）、娇子（五粮浓香中支）条盒与小盒
安徽中烟	2023-07	武汉艾特	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
安徽中烟	2023-05	裕同	都宝（天空蓝中支）、都宝（B9台湾细支）
湖南中烟	2023-02	武汉艾特	条盒成型生产设备采购
山东中烟	2023-01	武汉艾特	泰山（茉莉香韵）（C）小盒、泰山（茉莉香韵）条盒
云南中烟	2022-11	裕同	玉溪（细支清香世家）（含出口）条与盒包装纸
	2022-11	裕同	红塔山（细支传奇）条与盒包装纸

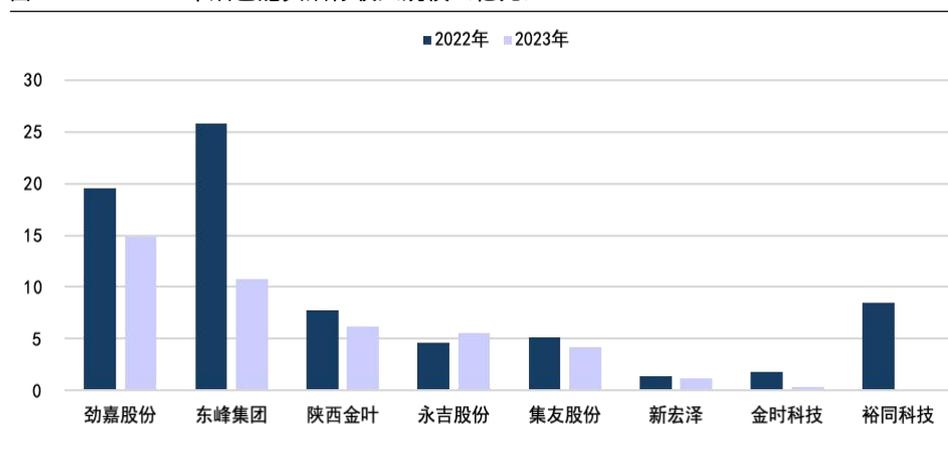
资料来源：各省中烟公司官网，国信证券经济研究所整理

注：此处仅统计第一中标人

烟标对防伪技术、浮凸印刷技术等工艺要求与环保要求较高，供应商认证周期也较长，一般 2-3 年，进入门槛较高。随着烟草业主辅分离，烟草三产公司逐步被民营包装印刷龙头收购，烟标行业集中度走向提升，2018-2019 年劲嘉股份、东峰集团的烟标收入规模接近 30 亿。

烟标改版、招投标政策变化等带来行业格局的深度调整，为后来者参与烟标竞争提供机遇与可能。近年由于招投标政策调整如全国公开招标与对标的推行、烟标改版如加印二维码、以及烟草系统反腐等影响，格局再次出现松动，龙头烟标的收入规模下降至 10-15 亿左右。虽然地方性的烟标公司、原烟草三产公司等依然较为强势，但预计随着招投标流程的市场化，后进入者仍有较大机遇。

图57: 2022-2023 年烟包龙头烟标收入规模（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

注：裕同未公告 2023 年烟包收入

表13: 部分省中烟公司的卷烟用盒条包装纸采购中标结果

湖南中烟 2024-2026		江苏中烟 2024		安徽中烟 2024		贵州中烟 2024		江西中烟 2025-2027		福建中烟 2024-2026	
中标人	个数	中标人	个数	中标人	个数	中标人	个数	中标人	个数	中标人	个数
常德金鹏印务 (湖南中烟)	5	徐州华艺 (江苏中烟)	7	安徽安泰 (深圳劲嘉)	10	贵州永吉	3	重庆九发	5	虎彩印艺	7
湖南洋柏	5	裕同科技	2	蚌埠金黄山 (蚌埠卷烟厂)	4	贵州西牛王 (贵州永吉)	3	湖北金三峡	5	北京黎马敦太平洋 (北京烟草)	4
湛江卷烟	3	湛江卷烟	1	安徽三联木艺 (东峰股份)	3	青岛嘉泽 (山东中烟)	1	裕同科技	3	湖北金三峡 (湖北三峡烟草)	3
重庆宏劲 (深圳劲嘉)	1	湖北广彩	1	深圳劲嘉	2			桐乡印刷	3	裕同科技	3
深大极光	1			江苏智善	2			江苏众立生	2	深圳劲嘉	3
湖北金三峡 (湖北三峡烟草)	1			深圳冠为	1			四川宽窄 (四川中烟)	2	红塔沈阳工业 (云南中烟)	2

资料来源: 各省中烟公司官网, 国信证券经济研究所整理

注: 括号内为实际控制、联营或卷烟关联企业

同样地, 参考烟草总公司统计的国内卷烟总产量和主流企业招标单价, 2023 年国内卷烟总产量约为 2.4 万亿支, 而烟包主要包含烟盒 (约 0.18 元/个) 和烟条盒 (约 0.8 元/个), 以 20 支/盒和 10 包/条计, 预计国内烟包的市场规模约为 310 亿元。以裕同 2022 年 8.5 亿的烟包收入计算, 预计裕同市占率在 2.7% 左右, 若参考烟标龙头劲嘉、东峰历史上 8-10% 的市占率水平, 预计公司远期规模空间有望超 25 亿。

表14: 江苏中烟 2024—2025 年度条与盒包装纸采购项目的中标单价

卷烟规格	(第一) 中标人 裕同科技			裕同科技 湖北广彩印刷			徐州华艺彩色印刷			湛江卷烟	
	苏烟 (金砂 C)	苏烟 (多彩中支)	南京 (臻品)	苏烟 (红杉树 C)	南京(炫赫 门炫彩)	苏烟 (彩中)	南京(大观 园爆冰)	南京 (炫赫门)	南京(十二 钗烤烟)	南京(十二 钗薄荷)	
投标含税单价 (元/张)	盒 0.28 条 1.31	盒 0.27 条 1.05	盒 0.18 条 0.88	盒 0.13 条 0.48	盒 0.18 条 0.69	盒 0.21 条 0.79	盒 0.19 条 0.75	盒 0.10 条 0.42	盒 0.14 条 0.52	盒 0.13 条 0.68	
小盒售价 (元)	45	35	32	22	26	50	30	18	28	22	

资料来源: 江苏省中烟公司官网, 国信证券经济研究所整理

表15: 国内烟标行业规模测算

	市场规模测算	假设
2023 年卷烟总产量 (万亿支)	2.4	我国卷烟年产量稳定在 2.3-2.4 万亿支
烟盒量 (万亿个)	0.12	假设 20 支/包
烟盒均价 (元/张)	0.18	参考各省中烟公司的采购项目中标公示, 烟盒的投标含税单价多集中在 0.15-0.20 元/张, 取中值
烟盒产值 (亿元)	216	
烟条量 (万亿条)	0.012	假设 10 包/条
烟条盒均价	0.8	烟条的投标含税单价多集中在 0.5-1.0 元/张, 取中值
烟条产值 (亿元)	96	
烟标行业总产值 (亿元)	312	
2022 裕同烟包收入 (亿元)	8.5	
裕同烟标市占率	2.7%	
裕同远期烟标市占率预测	8%	参考龙头劲嘉股份、东峰集团的烟标规模历史最高在 27-30 亿左右
裕同远期烟标规模 (亿元)	25.0	

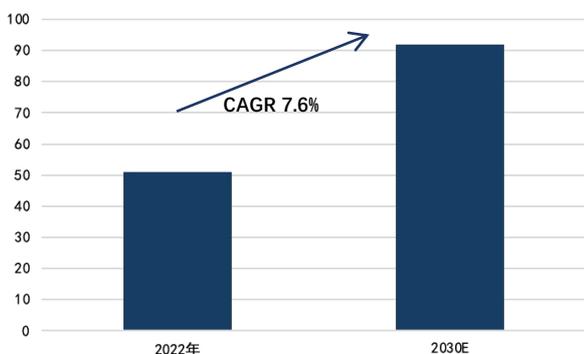
资料来源: 公司公告、中烟公司官网, 国信证券经济研究所测算

环保包装：以纸代塑趋势明确，纸浆模塑成为增长新引擎

我们聚焦到环保包装，其本质是传统塑料包装和纸包装的替代升级和附加值提升。可降解材料主要采用纤维、淀粉及其衍生物等作为原材料，由于其更易被微生物分解的特性使得其环保性更优于传统塑料包装或纸包装。

受益于全球限塑、禁塑与双碳等政策，纸浆模塑市场快速扩张。纸浆模塑产品根据生产工艺、产品性能与应用领域不同，可分为餐饮包装与工业包装两大类。根据 Grand View Research，2022 年全球纸浆模塑包装市场价值达 51.1 亿美元，从下游具体应用来看，食品包装、餐饮具、电子产品、医疗健康与工业包装占比分别为 44.6%/24.2%/13.1%/10.6%/5.5%。预计未来随着限塑禁塑等政策逐步落实，纸浆模塑包装将迎来快速发展，航空公司、连锁零售、外卖平台等餐饮外卖终端市场的环保纸塑潜力巨大。

图58: 2022 年全球纸浆模塑包装市场规模 51 亿美元



资料来源: Grand View Research, 国信证券经济研究所整理

图59: 食品包装与餐饮具为纸浆模塑包装主要应用领域



资料来源: Grand View Research, 国信证券经济研究所整理

表16: 纸浆模塑产品主要分为餐饮包装与工业包装两大类

产品类型	应用领域	主要原料	产品性能	产品售价
一次性餐饮具	餐饮领域的纸浆模塑包装，餐盒/盘碟/刀叉筷碗杯等	蔗渣浆/竹浆/防水防油剂等	卫生级别高/防水防油	1.6 万元/吨
精品工业包装	高附加值产品包装，电子产品/化妆品/药品礼品盒等	高档纸浆（针叶浆等）/防水剂	光洁度高/挺度好	5-10 万元/吨
普通工业包装	缓冲类包装制品，鸡蛋托/咖啡打托等	回收废纸/松香等防水剂	外观粗糙/缓冲性能好	低于 1 万元/吨

资料来源: 众鑫股份招股书, 国信证券经济研究所整理

表17: 海内外部分禁塑相关政策

国家/地区	法令文件	颁布时间	主要内容
欧盟	《一次性塑料指令》	2019/6	逐步禁止一次性塑料制品（餐具/盘子/吸管/棉签等产品）
美国纽约州	《泡沫塑料禁令》	2020/4	2022 年 1 月起禁止销售、提供销售或分发装有泡沫塑料的一次性餐饮具
英国	《2021 年财政法案》	2021/3	2022 年 4 月起向销售新“成品塑料包装”的生产商或进口商征收塑料包装税，对含量低于 30%回收塑料的塑料包装每吨征收 200 英镑。
美国华盛顿	《SB5022 法案》	2021/5	2022 年 1 月起一次性用具只能根据客户要求提供；2024 年起禁止使用聚苯乙烯发泡食品容器
日本	《促进塑料资源循环利用》	2021/8	拟将所有塑料制成为从生产到回收的可循环资源，便利店和零售企业将被要求对勺子和吸管等一次性塑料物品收费或使用替代品代替
加拿大	《一次性塑料禁令条例》	2022/6	2022 年 12 月起分阶段实施，禁止制造、进口和销售六类一次性塑料物品

国内	《关于进一步加强塑料污染治理的意见》 2020/1	2020 年率先在部分地区、部分领域禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用；到 2022 年一次性塑料制品消费量明显减少，替代产品得到推广；到 2025 年塑料制品生产、流通、消费和回收处置等环节的管理制度基本建立
	《商务部办公厅关于进一步加强商务领域塑料污染治理工作的意见》 2020/8	分阶段提出 2020 年、2022 年、2025 年限制塑料制品生产、销售和使用的具体目标和具体举措，并推广可降解、可循环材料作为替代产品

资料来源：众鑫股份招股书，国信证券经济研究所整理

考虑到目前环保包装主要集中在食品与餐饮外卖领域，是全球去塑政策首要针对领域之一且市场规模庞大，因此我们主要讨论食品与餐饮外卖的纸浆模塑市场规模，我们预计海外食品餐饮领域（海外的商超、外卖为主）的环保包装产值有望达 91 亿美元，国内餐饮外卖的环保包装市场规模同样有望达 100 亿元。

1) 海外商超：以沃尔玛为例，根据其 2023 年食品杂货销售额约 2473 亿美元、美国收入占比约 82%、美国共 5317 家门店，可得美国单门店的食品杂货类销售额约为 3792 万美元。**我们根据包装占销售约 3% 作为估算依据来测算单店每年的包装需求**，即单店每年食品包装产值约为 114 万美元，假设其中 15% 的包装采用环保可降解包装，则单店环保包装产值约 17.1 万美元。**因此若以美国为例来计算，美国头部综合商超预计数量 1.5 万家，则对应环保包装产值预计为 25.6 亿美元。**

2) 海外餐饮外卖：同样地，以美国为例，参考美国外卖平台龙头 DoorDash 的经营数据，2023 年订单交易总额约 668 亿美元，同时参考 SecondMeasure 统计的 DoorDash 在美国约 67% 的市占率，由此推算预计美国外卖年交易规模约为 1000 亿美元。考虑到欧洲（以欧盟区为代表）人口数量与美国处于相当量级，**因此我们预计欧美外卖市场的交易规模约为 2000 亿美元。**而根据 Statista 的估计，美国外卖每单均价约为 40 美元，则欧美地区每年产生约 50 亿单外卖订单。

我们进一步假设每单外卖平均使用 2 个餐盒类包装，每个餐盒价格约 0.5 美元，则欧美市场的外卖包装需求约为 50 亿美元（约 360 亿人民币）。而目前环保可降解包装在美国预计同样占比较低，部分区域甚至使用回收-清洗-再使用的方式降低一次性不可降解餐具的比例。因此环保可降解包装在外卖领域预计具备与商超领域相当的成长空间。

2) 国内餐饮外卖：虽然当前环保纸塑的市场需求主要集中于欧美，但随着以纸代塑逐步落地，预计国内餐饮食品环保包装同样具备较大潜力。根据艾瑞咨询数据，我国约有 5.35 亿的外卖用户数量，其中 30% 在工作日下一单，则全年下单量约 401 亿次，参考线上平台，假设餐饮具包装 0.6 元/单，预计国内餐饮外卖纸包装年产值 201 亿元，若远期 50% 的包装采用环保可降解包装，则国内餐饮外卖环保包装的市场规模可达 100 亿元。

表 18: 海内外食品餐饮纸浆模塑的远期市场规模测算

市场规模测算 假设		
海外商超		
美国单门店食品杂货包装产值（万美元）	114	根据沃尔玛年报披露，2023 年食品杂货销售额约 2473 亿美元，2023 年美国收入占比 82% 且美国门店 5317 家，假设包装占销售额的 3%。
美国头部综合商超门店数量（万家）	1.5	
美国商超食品杂货包装产值（亿美元）	171	
远期环保包装渗透率	15%	
远期美国商超环保包装市场规模（亿美元）	25.6	
欧美商超环保包装市场规模合计（亿美元）	51.2	假设欧洲市场规模与美国相当

海外餐饮外卖

欧美年餐饮外卖交易规模（亿美元）	2000	2023年 DoorDash 2023 年订单交易额 668 亿美元，参考 SecondMeasure, DoorDash 在美国市场约 67% 的市占率则美国年外卖交易规模 1000 亿美元，假设欧洲与美国量级相当
欧美年餐饮外卖订单数量（亿单）	50	根据 statista 数据，美国外卖每单均价约为 40 美元
欧美餐饮外卖包装市场规模（亿美元）	50	假设每单外卖平均使用 2 个餐盒类包装，每个餐盒价格约 0.5 美元
远期环保包装渗透率	80%	
远期环保包装市场规模（亿美元）	40	

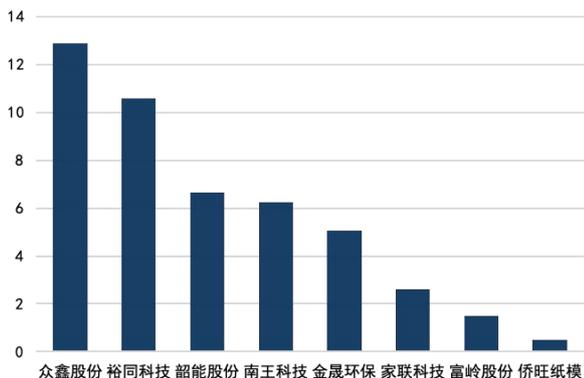
国内餐饮外卖

国内外卖用户数量（亿人）	5.35	艾瑞咨询
年均下单量（亿次）	401	全年工作日中 30% 的工作下一单
每单餐饮具（元/单）	0.6	假设平均使用 2 个餐盒类包装
餐饮具年产值（亿元）	201	
远期环保包装渗透率	50%	
远期环保包装市场规模（亿元）	100	

资料来源：公司官网、艾瑞咨询、Statista，国信证券经济研究所测算

在此规模空间下，我们再回看行业竞争格局，由于纸浆模塑行业尚处于发展初期，市场规模相对较小，行业集中度较低且不断有多家包装企业正在加速布局。目前中小厂商主营禽蛋托等低附加值产品，低盈利且竞争激烈；上市公司头部企业的纸浆模塑收入规模在 5-10 亿，多聚焦于餐饮具包装，毛利率普遍维持在 20%-30% 区间。

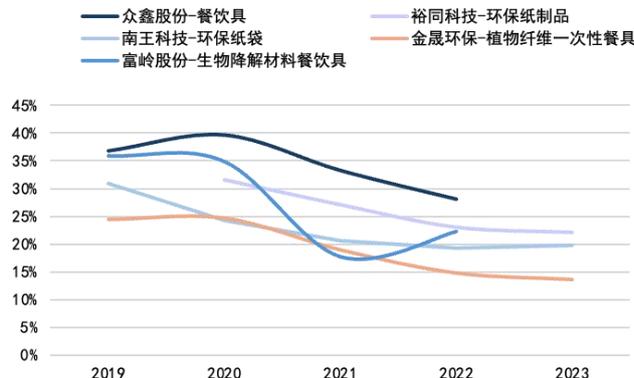
图60: 主要上市公司环保纸塑收入规模（亿元）



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

注：分别为众鑫股份餐饮具、裕同环保纸塑、韶能生态纸餐具、南王科技环保纸袋、金晟环保植物纤维一次性纸模、家联科技生物全降解制品、富岭股份生物降解材料餐饮具、侨旺纸模植物纤维一次性纸模收入，其中富岭股份与侨旺纸模为 2022 年数据

图61: 环保纸塑产品的毛利率普遍在 20-30% 区间



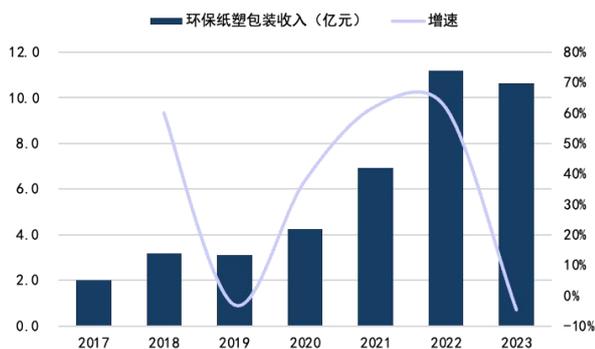
资料来源：Wind、公司官网，国信证券经济研究所整理

公司于 2016 年率先切入环保纸塑，产业链一体化布局持续深化。2016 年切入环保纸塑-2019 年着力布局-2020 年逐步放量-2021 年业务深化-2022 至 2023 年引入多家大客户并快速增长，公司环保包装纸塑收入从 2017 年的 2 亿增长至 2023 年的 10.6 亿，已成为重要增长引擎：

- 1) 品牌与客户方面，积极打造旗下环保子品牌“YUTOECO”，与合作伙伴莫迪维克、安姆科三方联合研发可持续加工与包装解决方案，成功合作航空餐饮和连锁商超等大型国际客户，欧美市场份额持续提升；
- 2) 产品与研发端，2021 年成立裕同环保研究院，通过自主研发、高校合作等开发出多种环保新材料，产品不仅涵盖餐包和工包，还拓展至全植物纤维环保猫砂等各类环保非包装产品；
- 3) 生产

布局方面，公司现有四川宜宾、海南海口、越南北宁、广东东莞、江苏昆山与山东潍坊 6 大环保生产基地，其中昆山、东莞与越南等主要生产消费电子用环保纸塑，2018 年启动 6 亿元的宜宾环保纸塑项目，主要生产环保餐盘、环保餐盒等产品，设计产能共 34500 吨，预计 2025/12 全部投产；2019 年与广西湘桂糖业集团成立合资公司，启动年产 6.8 万吨蔗渣浆项目，实现了环保包装的全产业链布局。

图62: 公司环保纸塑收入规模 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图63: 公司环保纸塑生产基地布局



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

表19: 裕同环保纸塑业务布局梳理

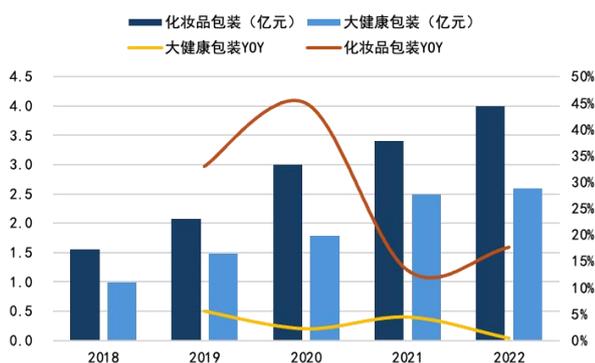
时间	布局
2015 年	成立昆山裕展 (主要从事纸塑制品、纸托盘等的生产销售);
2016 年	设立深圳裕同环保、越南裕展、东莞裕同, 布局环保纸塑产品;
2017 年	成立许昌裕同环保, 重庆渝北区投资建设高端环保包装项目 (10.5 亿)、与江苏金之彩集团合资建设江苏高端环保包装 (2 亿);
2018 年	设立宜宾裕同, 启动宜宾环保纸塑项目 (6.0 亿);
2019 年	着力布局环保包装、拓展上游产业链。1) 开展在植物纤维模塑成型包装材料、可降解缓冲包装材料、环保型功能涂层材料等方向关键技术研发; 2) 与广西湘桂糖业集团已成立合资公司, 启动年产 6.8 万吨蔗渣浆板项目; 3) 成功开发部分酒厂园区的循环包装业务。
2020 年	环保包装业务已实现品牌全球化推广、产业链延伸、设备和材料研发、国内外生产基地等全方位布局, 宜宾裕同实现投产、海南环保包装试生产。
2021 年	1) 品牌方面, 积极打造环保子品牌 “YUTOECO”; 2) 研发创新, 成立裕同环保研究院; 3) 生产布局, 在原有六大环保包装制品和原料基地基础上, 新设潍坊环保包装制品生产基地;
2022 年	1) 产品拓展, 市面上首款全植物纤维环保猫砂产品; 2) 客户方面, 欧美市场不断开拓, 与合作伙伴莫迪维克、安姆科三方联合研发的肉类生鲜食品可持续加工与包装解决方案, 合作航空餐饮和连锁商超等大型国际客户; 联合中包联、绿色江河和饿了么等机构及企业宣传裕同环保; 3) 收购惠州裕同环保;
2023 年	公司成功引入多家欧美大客户; 越南环保包装新工厂建设完成并投产

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

美护日化、大健康等大消费包装的市场规模可观

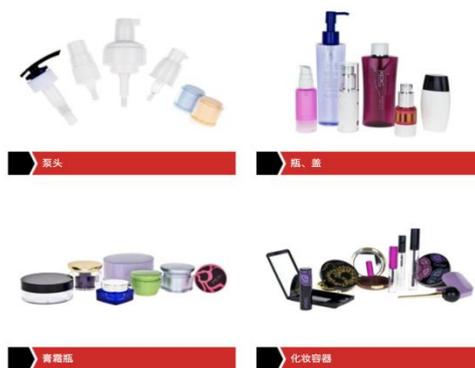
向大健康包装、化妆品包装等其他高端消费领域延伸，公司加速多元化，客户结构更加多元。随着大包装战略的推进，公司积极拓展产品链，成功导入雀巢、无限极、玫琳凯等大消费客户，2018年以1.8亿元完成对江苏德晋的70%控股，后者主营化妆品、护肤品等日化用品的塑料精密包装，客户覆盖蓝月亮、联合利华、曼秀雷敦、韩后、百雀羚、雅芳等，有助于更好实现日化包装的客户协同，2022年公司大健康包装、化妆品包装分别实现收入2.6亿、4亿。

图64: 公司大健康与化妆品收入规模（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图65: 江苏德晋主要产品为塑料精密包装

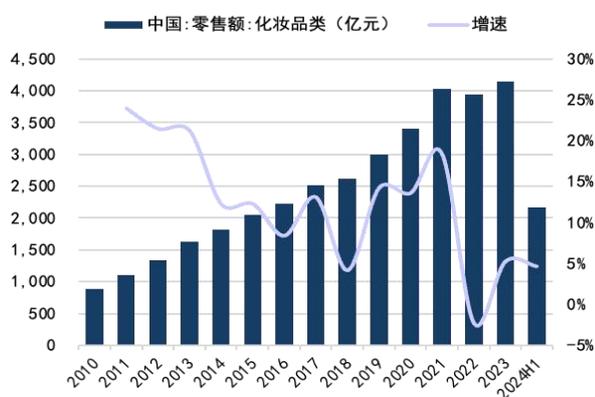


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

我们以美护包装市场为例：化妆品包装分为以塑料、玻璃为主的一级包装，以及纸制品为主的二级包装，其中塑料包装占比约七成。1) 参考贝泰妮招股说明书，塑瓶、花盒、泵头、软管、中盒与礼盒等包材成本占收入比重约6.5%，考虑到线上自营占比超60%，假设整体8折出货预计包材占零售额的比重约为5.2%；2) 根据国家统计局，2021-2023年我国化妆品零售额基本稳定在4000亿规模。

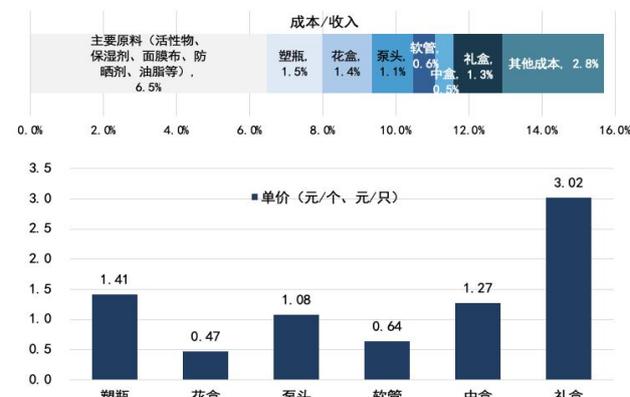
经测算预计国内美护包装的产值约215亿，以裕同4亿的化妆品包装收入计算，市占率约1.9%；若仅考虑提份额逻辑，假设公司远期市占率能提升至5%，对应化妆品包装的远期收入规模同样有望超10亿。

图66: 我国化妆品零售额规模在4000亿左右



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图67: 贝泰妮拆分：包材类成本占收入比重约6.5%左右



资料来源：贝泰妮招股书，国信证券经济研究所整理

表20: 国内化妆品包装市场规模测算

	市场规模测算	假设
2023 年国内化妆品零售额 (亿元)	4141.7	国际统计局数据
包材产值占美妆 GMV 的比重	5.2%	参考贝泰妮招股说明书
美妆化妆品包装产值 (亿元)	215	
2022 年裕同化妆品包装收入	4.0	公司公告
裕同化妆品包装市占率	1.9%	
裕同远期化妆品包装市占率预测	5%	
裕同远期化妆品包装收入 (亿元)	10.8	

资料来源: 国家统计局、公司官网, 国信证券经济研究所测算

财务分析

成长性分析

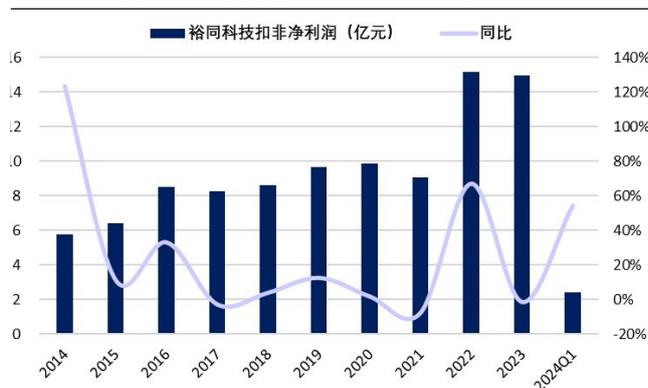
公司近十年来整体保持了收入 17% 的持续稳定复合增长, 2023 年受下游消费行业需求收缩影响收入下滑 7% 至 152 亿元, 但 2024Q1 收入重回 19% 的增长至 34.8 亿元。扣非归母净利润同样保持了十年 11% 的复合增长, 其中 2021 年的利润下滑主要受到上游原材料短期大幅涨价的影响, 另外 2023 年公司扣非利润下滑幅度仅 1.4%, 远低于收入降幅, 而 2024Q1 扣非利润实现了 54.3% 的增长至 2.4 亿元, 增幅同样大于收入增速。

图 68: 裕同科技近十年保持稳健较快的收入增速



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

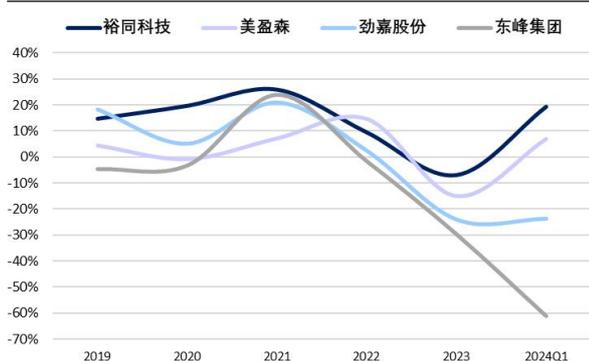
图 69: 裕同科技近十年利润增速稳健, 且近年增速高于收入



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

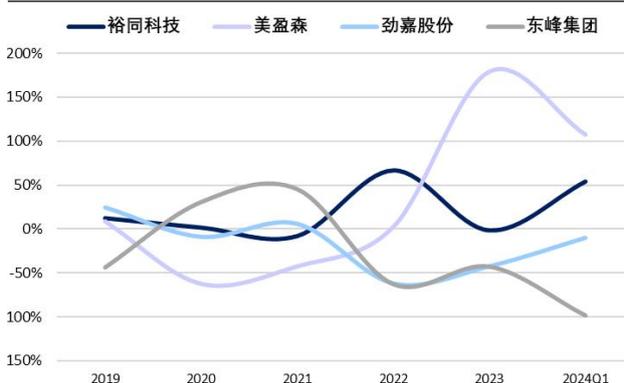
从可比公司比较来看, 公司近五年收入增速和稳健性明显高于行业, 体现出了公司作为龙头景气周期时更高的弹性, 和行业承压时更强的抗风险能力。而公司更为稳健的利润增速则更明显的体现出公司穿越周期的能力。

图70: 裕同科技收入增速整体高于行业



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图71: 裕同科技利润增速相比行业波动更小且多为增长区间



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

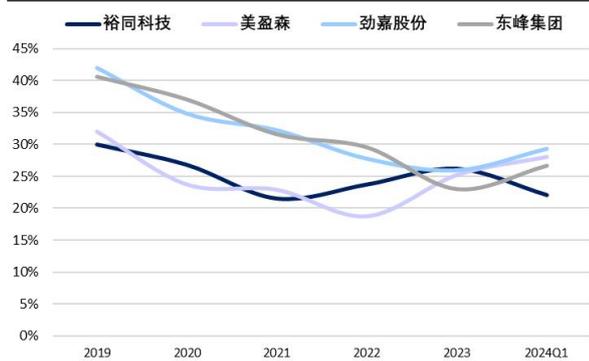
收入业绩长周期的稳定增长,一方面佐证了公司拓客户、拓品类、提份额的增长路径,另一方面也证实了公司切入客户后能够树立起较高护城河的竞争优势。同时近两年利润增速超过收入增速也是公司产品结构、内部效率提升的证明。

盈利能力分析

如前文所述,包装行业根据下游客户属性不同,具有不同的毛利率水平。裕同科技近年毛利率整体稳定在约 25% 的中枢水平,而劲嘉股份、东峰集团下游客户以高端烟酒为主,整体毛利率优于以 3C 及其他消费品为主的裕同科技和美盈森,同时裕同科技的毛利率历史波动幅度较美盈森相对更小。

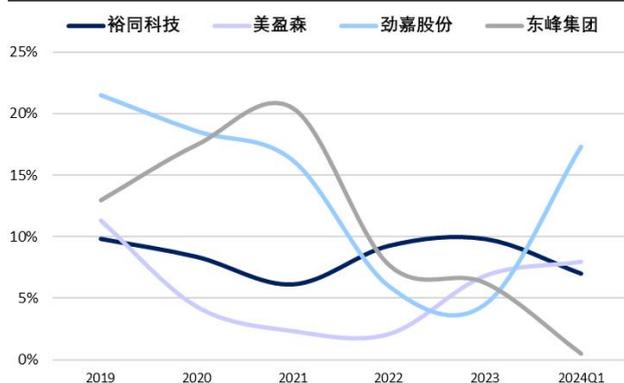
净利率方面,裕同科技展现出更强的稳定性,对比来看烟酒包装企业的净利率近年下滑幅度相对更大,而美盈森整体的净利率水平低于裕同科技。

图72: 裕同科技毛利率稳定性较高



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

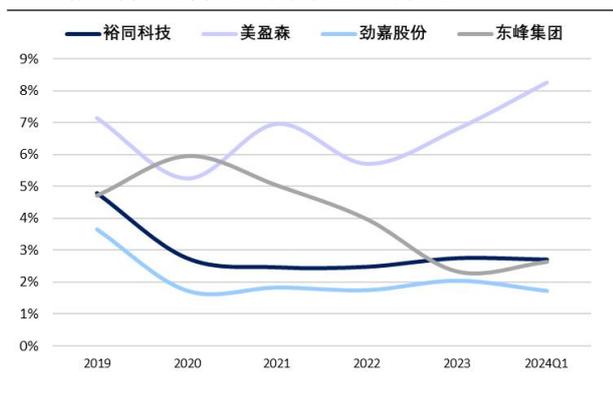
图73: 裕同科技净利率稳定性更强



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

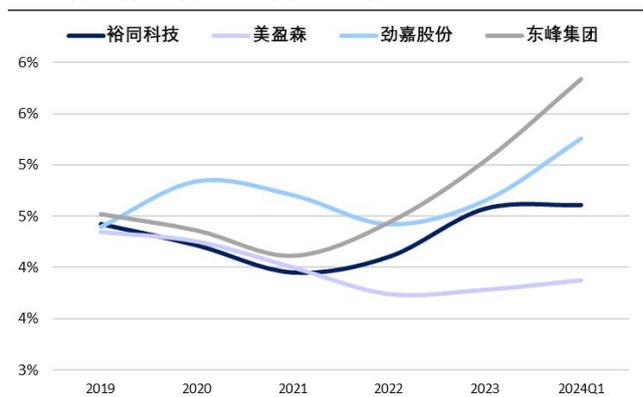
进一步从费用投入来看,尽管下游客户属性不同会带来费用投放的强度差异,但对比来看,裕同科技在期间费用投放方面整体保持稳定状态,这一方面来自相对稳定的下游客户,以及稳定连续的研发投入强度,另一方面也来自于公司更为稳定的收入规模和增速。

图74: 裕同科技销售费用率较低且保持稳定



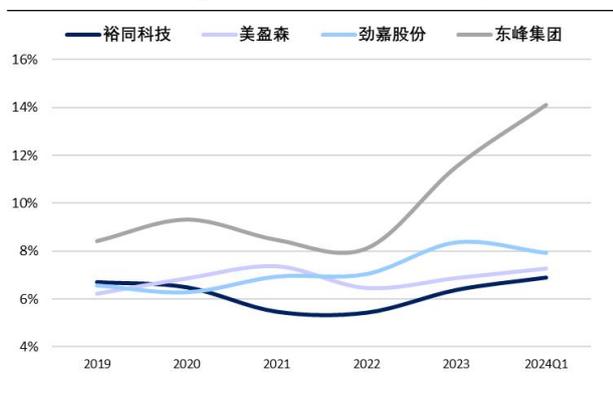
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图75: 裕同科技研发费用率稳中有增



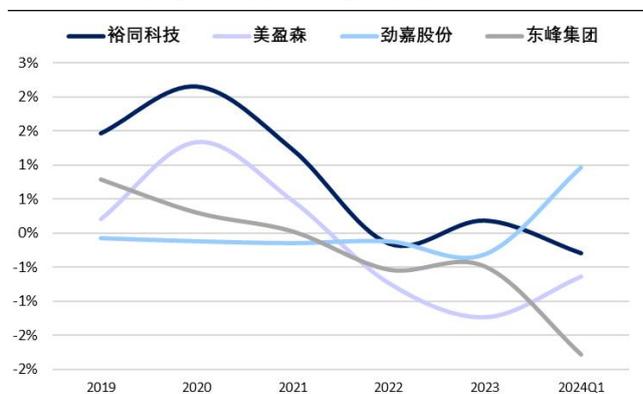
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图76: 裕同科技管理费用率在行业中管控最为优秀



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图77: 裕同科技近年财务费用率趋于稳定

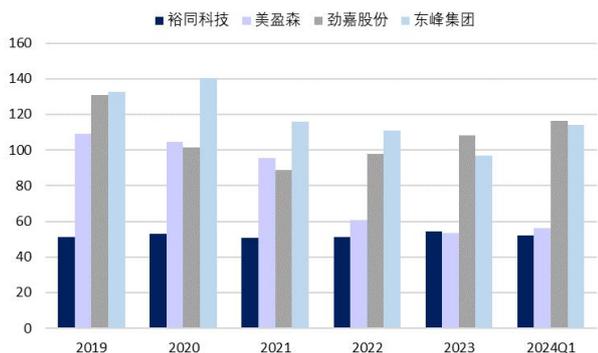


资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

经营效率分析

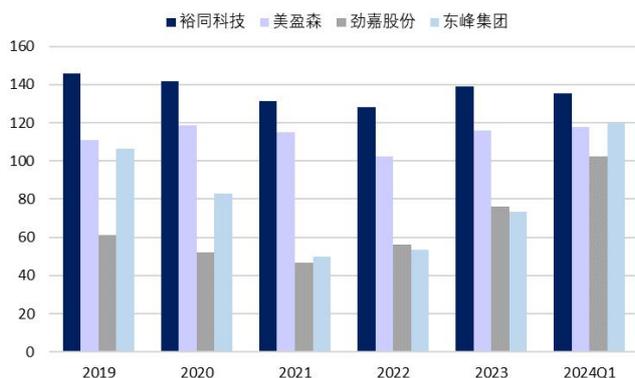
同样地, 包装企业的周转效率和下游品类强相关, 存货周转来看, 裕同科技的效率行业领先, 一方面与下游 3C 等消费品的经营周期相关, 另一方面也显示出公司的交付和周转效率; 应收账款周转来看, 考虑到裕同科技的海外客户较多, 因此账期相对国内客户更长, 但海外客户的回款情况仍保持较好水平, 公司近年信用减值情况同样优于行业。

图78: 裕同科技存货周转天数远优于行业 (单位: 天)



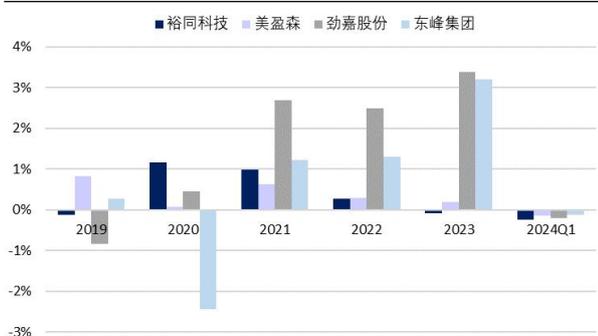
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图79: 裕同科技应收账款周转天数相对较长 (单位: 天)



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图80: 裕同科技信用减值损失/应收项目较低 (负值为冲回)

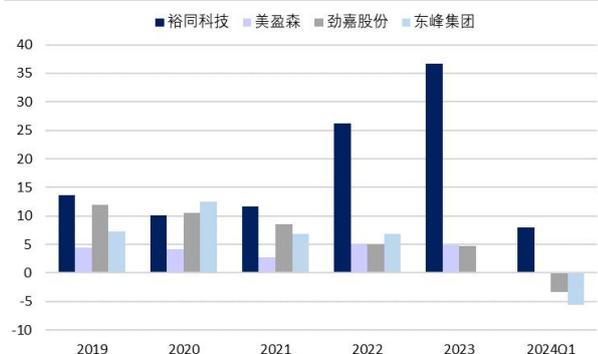


资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

现金流量分析

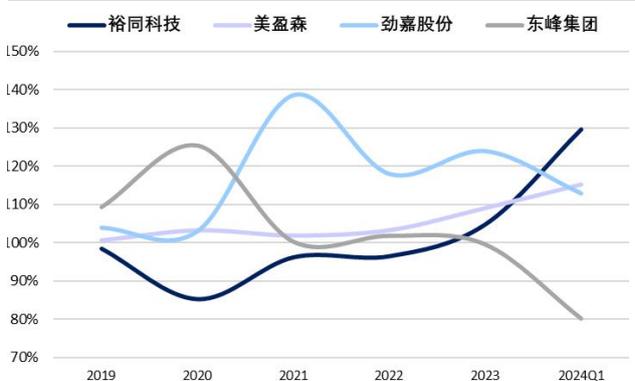
公司近年净现金流量现金流量整体保持稳中有升, 且增长情况优于行业, 同时经营净现金流/营业收入随着近年客户的不多拓展和多元化而持续提升。

图81: 裕同科技经营性净现金保持行业领先



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图82: 裕同科技收现比近年持续提升优化



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

纸质精品包装：主要为精品盒、纸箱等纸质包装产品。下游消费电子需求逐步回暖、智能穿戴打开增长空间；烟酒包绑定优质大客户，白酒去库取得阶段性成效、烟标持续稳定中标；美护包装、大健康包装等大消费包装持续拓展新客户，预计2024-2026年纸质精品包装收入同比+14%/12%/10%至125.8/140.9/155.0亿元。

毛利率方面，考虑到上游主要纸种白卡白板、瓦楞箱板纸价相对稳定，智能工厂降本增效且加速复制，以及具备更高毛利率的烟酒包业务快速发展，预计2024-2026年公司纸质精品包装毛利率分别为27%/28%/28%。

环保纸塑产品：限塑禁塑、以纸代塑趋势下餐饮与工业环保包装潜力较大，公司全产业链布局完善，随着产能释放、拓客户与提份额路径清晰，预计2024-2026年环保纸制品收入同比+30%/25%/20%至13.8/17.3/20.8亿元；毛利率分别为22%/23%/24%。

包装配套产品：主要为说明书、不干胶贴纸与塑料制品等，同时代替客户采购各类辅助包装产品。预计随着纸包装市场的增长有望稳健增长，2024-2026年收入+16%/14%/10%至30.3/34.6/38.0亿元；毛利率分别为24%/25%/25%。

其他业务：包括声学设备等其他收入，预计2024-2026年收入同比+10%/8%/5%至5.6/6.0/6.3亿元，毛利率稳定在32-33%。

表21：裕同科技收入分业务拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
纸质精品包装						
收入（亿元）	113.84	118.13	110.36	125.81	140.91	155.0
增速	25.0%	3.8%	-6.6%	14%	12%	10%
毛利率	21.2%	24.0%	26.7%	28%	29%	29%
包装配套产品						
收入（亿元）	25.05	28.38	26.14	30.33	34.57	38.03
增速	25.0%	13.3%	-7.9%	16%	14%	10%
毛利率	20.4%	21.6%	24.7%	24%	25%	25%
环保纸制品						
收入（亿元）	6.91	11.17	10.64	13.83	17.29	20.75
增速	62.1%	61.6%	-4.7%	30%	25%	20%
毛利率	27.1%	23.1%	22.2%	22%	23%	24%
其他产品						
收入（亿元）	2.69	5.94	5.08	5.59	6.04	6.34
增速	8.0%	120.6%	-14.5%	10%	8%	5%
毛利率	31.3%	30.5%	31.7%	32%	33%	33%
合计						
总营收（亿元）	148.50	163.62	152.23	175.56	198.81	220.12
增速	26.0%	10.2%	-7.0%	15.3%	13.2%	10.7%
毛利率	21.5%	23.7%	26.2%	27.0%	27.5%	28.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计公司2024-2026年营收为175.6/198.8/220.1亿元，同比增长15.3%/13.2%/10.7%，毛利率分别为27.0%/27.5%/28.0%。

费用及其他收益假设：

销售费用：主要由为职工薪酬与业务招待费等构成，新业务与新客户持续开拓的同时预计规模效应也将逐步显现，假设 2024–2026 年销售费用率稳定在 2.6%。

管理费用：预计随着规模扩张与资本开支下降而有所降低，假设 2024–2026 年管理费用率为 6.2%/6.1%/6.1%。

研发费用：公司针对高端包装、环保纸塑的研发与设计投入预计保持稳定，假设 2024–2026 年研发费用率保持 4.5%。

财务费用：主要为利息支出与收入、汇兑损益与开展保理业务产生的手续费支出等，假设 2024–2026 年为 0.9%/0.7%/0.7%。

未来 3 年业绩预测

表22：未来 3 年盈利预测表

(单位：百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	16362	15223	17556	19881	22012
收入同比	10.2%	-7.0%	15.3%	13.2%	10.7%
毛利率	23.7%	26.2%	27.0%	27.5%	28.0%
管理费用率	5.2%	6.1%	6.2%	6.2%	6.1%
研发费用率	4.1%	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%
销售费用率	2.5%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%
财务费用率	-0.2%	0.2%	0.9%	0.7%	0.7%
归属于母公司净利润	1488	1438	1692	1990	2294
EPS	1.60	1.55	1.82	2.14	2.47
ROE	14.5%	13.0%	14.3%	15.7%	16.8%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2024–2026 年收入分别为 175.6/198.8/220.1 亿元，同比+15.3%/13.2%/10.7%；归母净利润分别为 16.9/19.9/22.9 亿元，同比分别+17.7%/17.6%/15.3%；对应 EPS 为 1.82/2.14/2.47。

盈利预测的敏感性分析

我们采用中性、谨慎和乐观情境下公司的利润水平，其中主要变量为收入增速、毛利率和费用率。在收入增速和盈利能力调整的情况下，公司业绩的敏感性主要体现在未来的利润增速上，若收入、毛利率整体处于乐观/谨慎情况下（收入增速提升/下降 5%、毛利率提升/下降 1pct、期间费用率下降/提升 2pct），2022–2026 年净利润复合增速分别为 18.3%和 4.7%（中性情况下复合增速 11.4%），利润增速波动幅度约为 13.6pct。

表23：情景分析（乐观、中性、谨慎）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	16,362	15,223	17,673	20,130	22,395
(+/-%)	10.2%	-7.0%	16.1%	13.9%	11.3%
净利润(百万元)	1488	1438	2163	2537	2915
(+/-%)	46.3%	-3.3%	50.4%	17.3%	14.9%
摊薄 EPS	1.60	1.55	2.32	2.73	3.13

中性预测					
营业收入(百万元)	16,362	15,223	17,556	19,881	22,012
(+/-%)	10.2%	-7.0%	15.3%	13.2%	10.7%
净利润(百万元)	1488	1438	1692	1990	2294
(+/-%)	46.3%	-3.3%	17.7%	17.6%	15.3%
摊薄 EPS (元)	1.60	1.55	1.82	2.14	2.47
谨慎预测					
营业收入(百万元)	16,362	15,223	17,439	19,633	21,632
(+/-%)	10.2%	-7.0%	14.6%	12.6%	10.2%
净利润(百万元)	1488	1438	1307	1543	1789
(+/-%)	46.3%	-3.3%	-9.1%	18.1%	16.0%
摊薄 EPS	1.60	1.55	1.40	1.66	1.92

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 以 FCFE 方法得到合理股价估值为 27.4-49.8 元

未来 10 年估值假设条件见下表:

表24: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2023
营业收入增长率	-7.0%	15.3%	13.2%	10.7%	8.0%	8.0%	6.0%	-7.0%
营业成本/营业收入	73.8%	73.0%	72.5%	72.0%	73.0%	74.0%	74.0%	73.8%
管理费用/营业收入	6.1%	6.2%	6.2%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
研发费用/营业收入	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.6%
销售费用/销售收入	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.7%
营业税及附加/营业收入	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.6%
所得税税率	15.5%	15.7%	16.5%	17.2%	17.2%	17.2%	17.5%	15.5%
股利分配比率	53.5%	55.0%	55.0%	60.0%	60.0%	65.0%	65.0%	53.5%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

表25: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.84	T	15.70%
无风险利率	2.50%	Ka	7.99%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.01
公司股价 (元)	23.3	Ke	9.08%
发行在外股数 (百万)	931	E/(D+E)	80.89%
股票市值 (E, 百万元)	21681	D/(D+E)	19.11%
债务总额 (D, 百万元)	5121	WACC	8.20%
Kd	5.30%	永续增长率 (10年后)	1.5%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

表26: 公司 FCFE 估值表

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	2,223.4	2,621.7	3,036.3	3,031.7	3,020.3
所得税税率	15.70%	16.50%	17.20%	17.20%	17.20%

EBIT*(1-所得税税率)	1,874.3	2,189.1	2,514.0	2,510.3	2,500.8
折旧与摊销	702.7	728.0	748.6	764.2	777.1
营运资金的净变动	977.7	764.2	742.0	561.7	577.4
资本性投资	585.5	293.3	147.1	117.9	113.0
FCFF	1,013.8	1,859.6	2,373.5	2,594.8	2,587.5
PV (FCFE)	937.0	1,588.5	1,873.8	1,893.3	1,745.0
股票价值	37,576.9				
每股价值	4,682.4				

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表27: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元)

		WACC 变化				
		7.2%	7.7%	8.20%	8.7%	9.2%
永续 增长 率变 化	2.5%	49.78	44.26	39.71	35.90	32.67
	2.0%	46.07	41.33	37.36	33.98	31.08
	1.5%	43.02	38.87	35.35	32.32	29.69
	1.0%	40.45	36.78	33.62	30.88	28.48
	0.5%	38.27	34.98	32.12	29.62	27.41

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值: 结合 PEG 得到合理估值为 27.3-30.9 元

可比公司选取: 考虑到不同下游客户的包装企业的商业模式存在一定差异, 因此我们选择下游主要为消费品的纸包装企业劲嘉股份、美盈森、东峰集团、合兴包装作为可比公司。

表28: 可比公司具体概况

可比公司	主要产品	下游客户主要领域	2023 年营收 (亿元)	预计 市场份额	2023 年归母净利润 (亿元)
裕同科技	植物纤维包装产品、精品包装、环保纸塑	消费电子、烟酒、大健康与奢侈品等	152	5.7%	14.38
美盈森	轻型包装、重型包装	消费电子、餐饮、家具家电、保健品、新能源汽车等	35	1.3%	1.96
劲嘉股份	烟标、彩盒、镭射包装等	烟酒、消费电子、化妆品等	39	1.5%	1.18
东峰集团	烟标、医药包等	烟酒、药品等	26	1.0%	1.51
合兴包装	瓦楞纸箱包装	家电、餐饮、日化与医药等	124	4.6%	1.03

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

估值方法选取: 考虑到包装企业与下游消费品客户的需求具有密切关系, 同时由于当前行业集中度较低, 拓客户、提份额带来的增长空间较大, 因此在 PE 估值的基础上, 同时考虑 PEG 估值, 来进一步反应不同企业的成长能力。

对比来看, 2024-2026 年裕同科技 PE 低于行业平均水平, 同时当前 PEG(2023-2026) = 0.9, 跟行业平均水平相当。

表29：同类公司估值比较

代码	可比公司	收盘价（元）	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE				PEG	
				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E		
002303.SZ	美盈森	2.40	37	1.96	-	-	-	19	-	-	-	17	-
002191.SZ	劲嘉股份	3.70	54	1.18	-	-	-	46	-	-	-	71	-
601515.SH	东峰集团	2.59	48	1.51	2.63	3.29	4.08	32	18	14	12	-82	0.7
002228.SZ	合兴包装	2.36	29	1.03	1.67	1.95	-	28	17	15	-	28	1.0
平均值（剔除异常值）								31	18	15	12	23	0.9
002831.SZ	裕同科技	22.58	210	14.38	16.92	19.9	22.94	15.0	12.4	10.6	9.2	15	0.9

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

注1：东峰集团、合兴包装盈利预测来自Wind一致预测

注2：东峰集团 PEG 中增速采用 2024-2026 年复合增速，合兴包装采用 2023-2025 年增速

估值的溢价空间：

1、**稳中有升的股息率**：公司 2023 年分红率大幅提升至 60.3%，假设 2024 年分红率保持稳定，结合前文 2024 年盈利预测，则预计股息率达到 4.7%。同时考虑到公司目前大额资本开支高峰已过，未来分红率有望保持稳定，同时仍具有提升空间，因此较高的分红能力和股息率有望为公司带来估值溢价。

2、**业绩增速回升**：从裕同科技自身历史估值水平来看，公司经历下游 3C 消费电子疲软带来的估值下跌后，目前仅处于近三年估值水平的 1.7%分位数。而从预期利润增速来看，公司未来三年增速仍与历史年度利润复合增速保持相当的水平，利润增速从 2023 年起逐季度改善也有利于公司的估值修复。

因此从相对估值角度，我们综合考虑行业平均 PE、PEG 水平，以及公司具备的高股息率溢价、业绩回升预期和当前较低的估值分位数，我们给予公司 2024 年 15-17 倍 PE，对应 PEG 为 0.9-1.0，对应股价 27.3-30.9 元，对应市值为 254-288 亿元。

投资建议

综合上述绝对估值与相对估值，我们认为公司股票合理估值区间在 27.3-30.9 元之间，2024 年动态市盈率 15-17 倍，相对于公司目前股价有 18%-33%溢价空间。考虑公司的龙头地位和较好的成长性，首次评级，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 27.3-30.9 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.5%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了下游主要为消费品的纸包装企业劲嘉股份、美盈森、东峰集团、合兴包装作为可比公司的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2024 年平均 PEG 做为相对估值的参考，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 15.3%/13.2%/10.7%，可能存在对公司新老业务预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 考虑到智能工厂加速复制、具备更高毛利率的烟酒包业务快速发展，我们预计公司未来 3 年毛利分别为 27.0%/27.5%/28.0%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 公司盈利受上游纸价与下游景气度的影响较大，若由于上游纸浆供需情况以及下游需求、竞争格局发生变化，导致成本上涨或下游压价，进而压缩利润空间，从而存在高估未来 3 年业绩的风险。

经营风险

新业务开拓不及预期：公司在消费电子包装领域具有较强的竞争优势与领先份额，新业务烟酒包、美护健康包装与环保纸塑等行业竞争激烈，参与玩家各有差异，纸浆模塑等正处于发展初期的业务新进入者亦不断增加。若公司不能有效提高产品质量和服务水平或及时开发出满足客户需求的产品，存在新业务开拓不及预期风险。

大客户流失风险：2021-2023 年前五大客户收入占比 30.3%/38.4%/37.5%，公司客户覆盖消费电子、烟酒领域头部品牌，头部客户订单规模较大。若主要客户生产经营发生波动、或公司因管理疏漏、服务质量以及持续创新能力不

足等其他原因而失去供应商资格，订单将面临下滑风险并可能导致经营风险，在极端情况下可能出现因失去核心客户的供应商资格或来自核心客户的订单大幅下降而导致公司营收与利润大幅下降情况。

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，行业竞争激烈，公司主要竞争对手包括美盈森、合兴包装等，均为国内外知名企业，具有很强的综合服务实力，激烈的市场竞争可能导致公司市场份额下降的风险，进而对公司的经营业绩产生较大不利影响。

产品质量风险：公司下游客户所处的行业地位决定其对配套包装产品的质量提出非常严格的要求，大多数下游客户都建立了严格的供应商认证制度，公司一贯以质量和服务取胜，但仍不能完全排除未来出现质量问题从而导致市场份额下降、产品市场形象降低的风险。

销售框架合同的间接损失风险：公司主要客户为全球大型电子消费类品牌客户及代工业务客户，公司与该等客户均签订了销售框架合同，部分合同约定了公司需赔偿因交付不合格产品、延迟交付等原因给相关客户带来的间接损失。倘若公司在快速发展过程中因管理不善而导致出现产品质量问题或延迟交付的情形，可能会受到下游客户的索赔，对公司生产经营带来一定影响。

原材料价格波动风险：白板纸、双胶纸、铜版纸与瓦楞纸等为公司主要原材料，直接原材料占成本的比重接近 60%。如果未来国际国内纸浆市场价格波动频繁且幅度加大，公司无法通过扩大销售规模摊薄单位固定成本及采取其他有效的成本控制措施，不能将材料成本上升及时转嫁给客户或者通过提升产品附加值以提高产品价格，则会影响公司的盈利水平。

劳动力成本上升风险：当前国内劳动力成本随经济增长而持续上升，但随着市场竞争加剧，企业通过提升产品价格消化成本的难度加大，进而缩小利润空间。公司直接人工成本占主营业务成本的比重约 12%，若公司不加大科技和品牌投入力度，提升产品附加值、向信息化与自动化融合的先进制造方向发展，未来可能将面临较大的人力成本增加压力。

境外经营风险：公司境外业务包括香港裕同、越南裕同、越南裕华、越南裕展、印尼裕同与印度裕同等。其中如越南裕同主要为三星、富士康等客户提供包装设计、生产及销售等一体化服务，近年来，中美贸易战、部分地区“反华行动”屡有发生，若未来由于国际政治、经济形势变化引起的突发事件，公司境外经营可能受到不利影响。

宏观环境风险：当前全球政治和经济形势复杂严峻，地缘政治冲突和大国博弈等世界秩序中的动荡因素加剧全球通胀。宏观环境的不利因素可能会影响居民收入、购买力及消费意愿，进而影响包装需求。

财务风险

应收账款坏账风险：随着公司收入增长应收账款规模持续扩大，2023 年公司应收账款账面价值 56.92 亿元，占总资产比重 25.66%。若公司客户不能按约及时回款，或者出现重大经营风险无力支付款项，则公司可能面临应收账款发生坏账的风险。

税收优惠风险：公司及多家子公司均被认定为高新技术企业，享受 15% 的所得税优惠税率，如果未来在高新技术企业的复审或重新认定中未能通过，则

不能继续享受所得税优惠，将给未来盈利能力带来不利影响。

出口退税政策变化风险：出口退税是国际上较为通行的政策，对于促进出口贸易、提升本国企业在国际市场上的竞争力有重要作用，公司外销业务占比较高，如国家未来调低出口退税率，将会对公司经营业绩产生一定影响。

汇率波动风险：2021-2023 年出口业务的占比分别为 22.9%/32.3%/37.3%，考虑到 2020 年起外销收入变更口径，预计实际外销占比更高。海外收入主要以美元结算，若公司不能采用有效手段规避汇率波动，或者由于外汇套期保值业务专业性较强、复杂程度较高，可能会存在由于内控制度不完善而造成的风险，将给公司整体盈利能力带来不利影响。

商誉减值风险：根据业务发展需要相继收购了多家公司，截至 2023 年末，公司商誉账面原值 5.98 亿，2023 年计提商誉减值准备 0.15 亿。如果未来子公司出现业绩大幅下滑、发展低于预期，存在计提商誉减值风险。

存货减值风险：存货主要为原材料、库存商品、在产品与低值易耗品等。2023 年公司存货账面价值 16.2 亿元，占期末总资产比例 7.3%。若原材料市场价格出现波动、成本控制失效或产品价格快速下降，将存在较大的存货减值风险，从而对未来生产经营产生不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3317	3496	3636	4108	4843	营业收入	16362	15223	17556	19881	22012
应收款项	6199	5801	6696	7564	8386	营业成本	12477	11230	12822	14421	15859
存货净额	1766	1619	1865	2077	2307	营业税金及附加	81	91	140	159	176
其他流动资产	666	654	773	846	951	销售费用	404	417	456	517	572
流动资产合计	12169	12448	13386	15100	17086	管理费用	890	970	1123	1268	1378
固定资产	6330	6842	6810	6451	5916	研发费用	671	696	790	895	991
无形资产及其他	745	699	665	631	598	财务费用	(25)	28	152	139	125
投资性房地产	1814	2181	2181	2181	2181	投资收益	(91)	(103)	(20)	(30)	(40)
长期股权投资	9	16	22	29	35	资产减值及公允价值变动	36	(15)	50	40	30
资产总计	21066	22186	23064	24392	25816	其他收入	(624)	(578)	(790)	(895)	(991)
短期借款及交易性金融负债	4263	4588	4382	4377	4415	营业利润	1857	1790	2102	2492	2901
应付款项	3020	3779	3885	3949	4139	营业外净收支	(51)	(21)	(15)	(15)	(20)
其他流动负债	919	798	824	1014	1093	利润总额	1806	1769	2087	2477	2881
流动负债合计	8202	9165	9092	9339	9647	所得税费用	229	275	328	409	496
长期借款及应付债券	1574	739	739	739	739	少数股东损益	89	56	66	79	92
其他长期负债	535	691	840	978	1126	归属于母公司净利润	1488	1438	1692	1990	2294
长期负债合计	2109	1429	1579	1717	1865	现金流量表（百万元）					
负债合计	10311	10595	10671	11056	11512	净利润	1488	1438	1692	1990	2294
少数股东权益	513	540	580	627	678	资产减值准备	(49)	(4)	(1)	(2)	(3)
股东权益	10241	11052	11813	12708	13626	折旧摊销	544	596	703	728	749
负债和股东权益总计	21066	22186	23064	24392	25816	公允价值变动损失	(36)	15	(50)	(40)	(30)
关键财务与估值指标						财务费用	(25)	28	152	139	125
每股收益	1.60	1.55	1.82	2.14	2.47	营运资本变动	(687)	979	(978)	(764)	(742)
每股红利	0.41	0.83	1.00	1.18	1.48	其它	115	30	41	49	54
每股净资产	11.01	11.88	12.70	13.66	14.64	经营活动现金流	1375	3054	1407	1961	2321
ROIC	10.71%	9.54%	11%	12%	14%	资本开支	0	(1051)	(586)	(293)	(147)
ROE	14.53%	13.01%	14%	16%	17%	其它投资现金流	(68)	(656)	460	(88)	(95)
毛利率	24%	26%	27%	27%	28%	投资活动现金流	(77)	(1715)	(131)	(389)	(248)
EBIT Margin	11%	12%	13%	13%	14%	权益性融资	139	4	0	0	0
EBITDA Margin	15%	16%	17%	17%	17%	负债净变化	382	(835)	0	0	0
收入增长	10%	-7%	15%	13%	11%	支付股利、利息	(382)	(770)	(931)	(1094)	(1376)
净利润增长率	46%	-3%	18%	18%	15%	其它融资现金流	(783)	2045	(206)	(6)	38
资产负债率	51%	50%	49%	48%	47%	融资活动现金流	(646)	(1161)	(1137)	(1100)	(1338)
股息率	1.8%	3.6%	4.3%	5.1%	6.4%	现金净变动	653	179	140	472	735
P/E	14.5	15.0	12.7	10.8	9.4	货币资金的期初余额	2664	3317	3496	3636	4108
P/B	2.1	2.0	1.8	1.7	1.6	货币资金的期末余额	3317	3496	3636	4108	4843
EV/EBITDA	13.4	13.3	11.0	9.7	8.7	企业自由现金流	0	2060	1014	1860	2374
						权益自由现金流	0	3269	680	1737	2308

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032