

裕同科技 (002831.SZ)

买入 (首次评级)

需求盈利迎修复, 提分红长期价值凸显

投资要点:

➤ 逆境稳增长: 24年消费电子包装需求回暖, 全球化布局加速

公司作为国内包装行业龙头, 从早期消费电子包装优势领域, 已发展成多产品、多客户驱动的增长格局。24H1实现营收73.53亿元, 同比+15.5%, 归母净利润4.97亿元, 同比+15.2%。**1) 3C包装:** 24年以来消费电子需求改善, 根据wind, 2Q24全球智能手机销量同比增长6.5%, 创三年来最高的同比增速, 伴随下半年消费旺季来临以及后续AI换机潮, 有望对公司3C包装(营收占比近70%)业务形成支撑。**2) 烟包&酒包:** 随中烟招标市场化趋势提升, 2022年以来公司新增烟包中标数增多, 成功导入广西中烟、云南中烟、湖南中烟、福建中烟、安徽中烟等优质大客户。酒包业务覆盖白酒主产区, 知名客户合作深化。**3) 环保纸塑:** 顺应双碳趋势, 未来增长空间广阔。公司23年环保包装营收10.6亿元, 2019-2023年营收CAGR为36.1%, 成功引入多家欧美大客户。**4) 全球化推进:** 公司已在越南、印度、印尼、泰国、马来西亚等海外地区建立7个生产基地, 24年将推动印尼泗水项目、印尼雅加达项目、越南平阳项目、印度德里项目投产, 进一步完善国际化供应链; 启动墨西哥、菲律宾新工厂建设, 开拓包装新品类。

➤ 盈利中枢回升: 原料成本可控、智造提效、资本开支减少

2023年公司实现毛利率26.23%, 同比+2.48pct, 净利率9.82%, 同比+1.8pct。展望未来, 我们认为三大因素有望支撑盈利修复趋势延续:**1) 原材料成本压力可控,** 主要原材料价格目前处于近三年低位, 24年同比仍有下降。**2) 智造提效:** 近年加快推进智能化建设, 许昌智能工厂成效显著, 直接人工占成本比重从2019年的14%降至2023年的12.1%, 未来随各工厂效能提升, 运营效率有望持续优化。**3) 资本开支优化:** 随着公司的产能投资基本完成阶段性布局, 近两年资本开支已开始下降, 预计未来固定资产投资逐步减少趋势不变。

➤ 盈利预测与投资建议

提高分红重视股东回报, 公司计划2023-2025年分红比例不低于60%, 长期投资价值凸显。我们预计2024-2026年公司归母净利增速分别为16%、18%、11%, 目前股价对应24年PE为12x, 低于可比公司平均水平。公司作为国内领先包装整体解决方案提供商, 看好长期消费电子业务份额稳步提升, 环保纸塑、酒包、烟标等业务多点开花, 第二成长曲线发力可期, 盈利中枢有望趋稳向上, 首次覆盖给予“买入”评级。

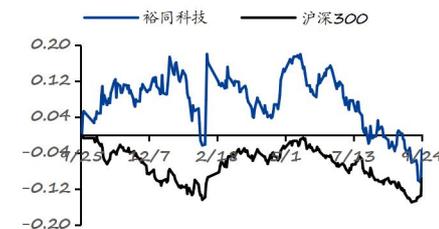
➤ 风险提示

终端需求不及预期、市场竞争加剧、原材料价格波动、客户集中风险等。

基本数据

日期	2024-09-25
收盘价:	22.19元
总股本/流通股本(百万股)	930.51/520.99
流通A股市值(百万元)	11,560.84
每股净资产(元)	11.77
资产负债率(%)	47.08
一年内最高/最低价(元)	29.00/20.16

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 李宏鹏(S0210524050017)
lhp30568@hfzq.com.cn
分析师: 汪浚哲(S0210524050024)
wjz30579@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	16,362	15,223	17,563	19,878	22,191
增长率	10%	-7%	15%	13%	12%
净利润(百万元)	1,488	1,438	1,662	1,965	2,181
增长率	46%	-3%	16%	18%	11%
EPS(元/股)	1.60	1.55	1.79	2.11	2.34
市盈率(P/E)	13.9	14.4	12.4	10.5	9.5
市净率(P/B)	2.0	1.9	1.7	1.6	1.5

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



正文目录

1 裕同科技：国内领先包装整体解决方案提供商	4
1.1 主赛道 3C 包装：份额提升，有望受益 AI 推动的 3C 换新潮	6
1.2 烟包&酒包：不断突破重点客户，长期份额提升可期	8
1.3 环保纸塑：顺应双碳趋势，未来增长空间广阔	9
1.4 多元化、全球化布局持续推进	11
2 看好多因素共驱盈利中枢向上	12
2.1 原材料价格回落利润增厚	12
2.2 智能工厂投产，降本增效仍有优化空间	13
2.3 资本开支放缓，提高分红比例彰显长期投资价值	15
3 盈利预测与投资建议	17
3.1 盈利预测	17
3.2 投资建议	18
4 风险提示	19

图表目录

图表 1： 公司主要产品介绍	4
图表 2： 公司历年营收及增速	5
图表 3： 公司历年归母净利润及增速	5
图表 4： 公司分业务营收占比	5
图表 5： 分下游应用营收占比	5
图表 6： 公司内外销营收及增速	6
图表 7： 公司内外销营收占比	6
图表 8： 公司历年毛利率、净利率	6
图表 9： 公司历年期间费用率	6
图表 10： 公司在消费电子领域重要客户	7
图表 11： 收购仁禾、华宝利，切入软材料、声学元件领域	7
图表 12： 全球智能手机出货量当季同比	8
图表 13： 全球主要 PC 品牌出货量（百万台）	8
图表 14： 公司 2019-2022 年酒包营收及增速	8
图表 15： 公司 2019-2022 年烟包营收及增速	8
图表 16： 2022-2024 年公司部分中标项目	9
图表 17： 公司酒包业务介绍	9
图表 18： 公司酒包六大交付中心实现全国化布局	9
图表 19： 2021-2030 全球纸浆模塑市场规模及增速	10
图表 20： 纸浆模塑与其他产品优劣势比较	10
图表 21： 2022 年全球纸浆模塑产品下游应用占比	10
图表 22： 2022 年我国纸浆模塑应用占比（产能口径）	10
图表 23： 公司环保包装业务营收及增速	11
图表 24： 公司环保包装业务毛利率	11
图表 25： 公司前五大客户营收（亿元）	11
图表 26： 公司前五大客户收入占比	11
图表 27： 公司海外布局	12
图表 28： 公司纸制品包装营业成本拆分	12
图表 29： 公司主要原材料占主营成本比例	12
图表 30： 2021 年以来瓦楞纸均价	13
图表 31： 2021 年以来白板纸均价	13
图表 32： 公司智能工厂示意图	13
图表 33： 公司人工成本占比持续下降	13
图表 34： 剔除汇兑损益后公司利润仍保持增长	14
图表 35： 汇率波动对公司业绩影响可控	14



图表 36:	可比公司 2017-2023 人均创收 CAGR	14
图表 37:	可比公司期间费用率	14
图表 38:	资本开支/营业收入在 2020 年达到高峰	15
图表 39:	资本支出/折旧摊销自 2021 年起下降	15
图表 40:	2023 年公司分红比例达 60.3%	16
图表 41:	公司业绩拆分预测表	17
图表 42:	公司上市以来 PE band	18
图表 43:	可比公司估值表	18
图表 44:	财务预测摘要	20

1 裕同科技：国内领先包装整体解决方案提供商

公司是行业领先、国际知名的品质包装方案商，专注于纸质印刷包装产品与环保植物纤维产品等的研发、制造与销售，同时致力于为客户提供集创意设计、结构设计、技术开发、产品打样、色彩管理、第三方采购、仓储管理和物流配送等的一体化服务。

公司主要产品为纸质包装、植物纤维模压制品、可降解新材料制品、软包装、功能材料模切、文创印刷产品、标签、炫光膜、消费电子零部件等。其中，纸质包装产品为彩盒、礼盒、说明书和纸箱等，植物纤维模压制品为电子消费品包装内托、外盒及环保型一次性餐具等，软包装为智能穿戴设备及智能家居的软包装、软材料以及配套结构件，功能材料模切产品为缓冲垫片、减震泡棉、保护膜和防尘网布等，文化创意印刷产品为个性化定制印刷产品、汉纸印刷产品和广告宣传品等，消费电子零部件主要为声学设备，其他新材料为碳纤、玻纤和环保胶水等。

图表 1：公司主要产品介绍

产品种类	介绍	图例
彩盒	广泛应用于消费电子、大健康、烟酒、食品、饮料、化妆品等行业，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。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	
礼盒	礼盒种类有书型盒、抽屉盒、天地盒、翻盖盒、异形盒、展示盒等。材质有皮质、木质、精美纸质等。采用工艺：印刷、烫金、UV、击凸、粘胶片等	
说明书	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。工艺：印刷、覆膜、烫金、UV、击凸等	
不干胶贴纸	不干胶标贴同传统标贴相比，具有不刷胶、不用浆糊、不用蘸水、无污染、节省贴标时间等优点。不干胶贴纸种类有永久粘贴（强粘）型、可移除（弱粘）型、再粘贴型。材料：（半）透明PET、（半）透明OPP、透明PVC、有（无）光白PVC、合成纸、有光金（银）聚脂、无光金（银）聚脂	
瓦楞纸箱	瓦楞纸箱是一种应用广泛的包装制品。半个多世纪以来，瓦楞纸箱以其优越的使用性能（缓冲性能强、成本低廉、便于仓储、运输）和良好的加工性能逐渐取代了木箱等运输包装容器，成为运输包装的主力军。此外，瓦楞纸箱属于绿色环保产品，利于环保，利于装卸运输，可回收利用	
纸托	纸托采用纸浆模塑技术制成，环保无污染，具有良好的防震、防冲击、防静电、防腐蚀效果，广泛应用于电子、电器、电脑、机械零部件、工业仪表、工艺品玻璃、陶瓷、玩具、医药等行业的包装，有如下优点：1、环保低碳；2、功能多样；3、可塑性强；4、应用广泛	

数据来源：公司官网，华福证券研究所

历史业绩稳健，24H1 表现靓丽。公司 2012-2023 年营收 CAGR 达 18.7%，归母

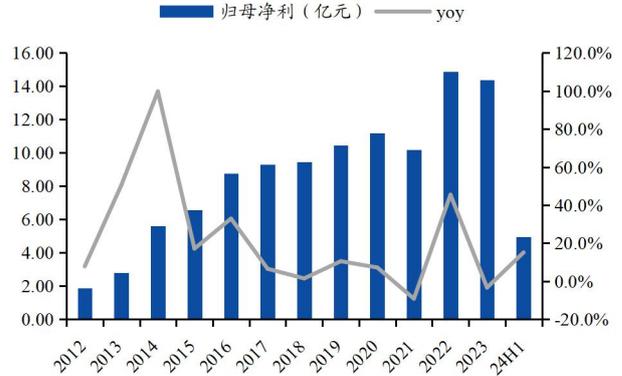
净利润 CAGR 达 20.4%，业绩增长稳健。公司 2023 年实现营业收入 152.23 亿元，同比-6.96%；实现归母净利润 14.38 亿元，同比-3.35%。2023 年营收同比下行主要系行业需求承压、消费电子等客户订单需求下降所致。2024H1 在低基数下随需求回暖，公司实现营业收入 73.53 亿元，同比+15.52%；归母净利润 4.97 亿元，同比+15.2%。

图表 2: 公司历年营收及增速



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 3: 公司历年归母净利润及增速



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

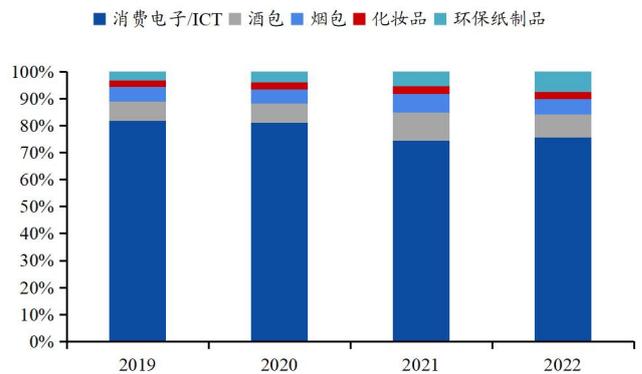
消费电子为主要营收来源，多元化布局持续深入。分下游应用来看，截至 2022 年，公司收入核心来源仍为消费电子，2022 年营收占比 67.3%。公司近年来持续深入多元化布局，酒包、烟包、环保纸制品及化妆品业务不断放量，2022 年上述业务占比分别为 7.5%/5.2%/6.8%/2.1%。2019-2022 年，非消费电子类业务占比由 17%提升至 21.6%，上升 4.7pct。分业务来看，2023 年公司纸质精品包装/包装配套产品/环保纸制品营收分别为 110.36/26.14/10.64 亿元，同比分别-6.58%/-7.89%/-4.73%。

图表 4: 公司分业务营收占比



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 5: 分下游应用营收占比

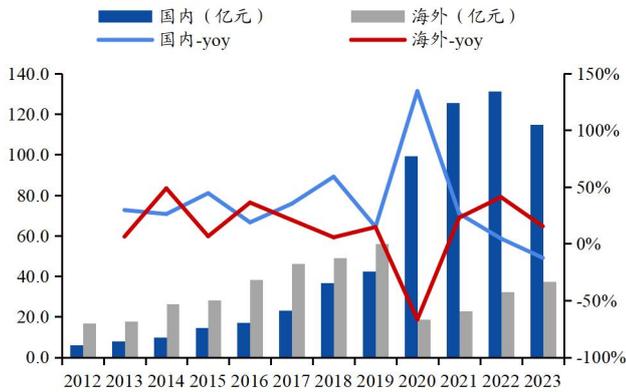


数据来源: 裕同科技官方公众号, 华福证券研究所

分区域来看，随多元化战略的持续深入，公司客户结构及产品矩阵也不断丰富。2020 年之前公司以外销收入为主，受公共卫生安全事件影响，2020 年起公司加大国内优质客户的营收占比，同时，外销收入近两年也在持续增长。2023 年公司内销/外

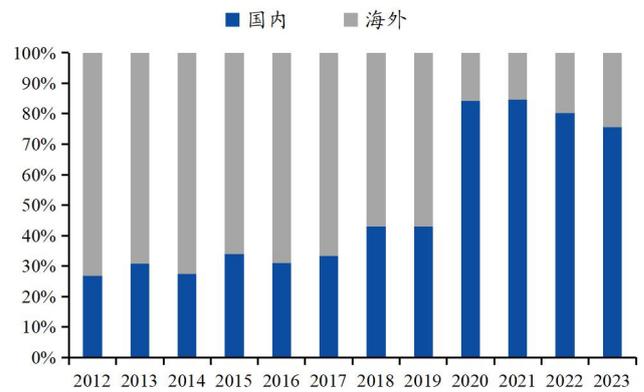
销营收分别为 115/37.3 亿元，同比分别-12.5%/+15.4%，内销/外销占比分别为 75.5%/24.5%。

图表 6: 公司内外销营收及增速



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

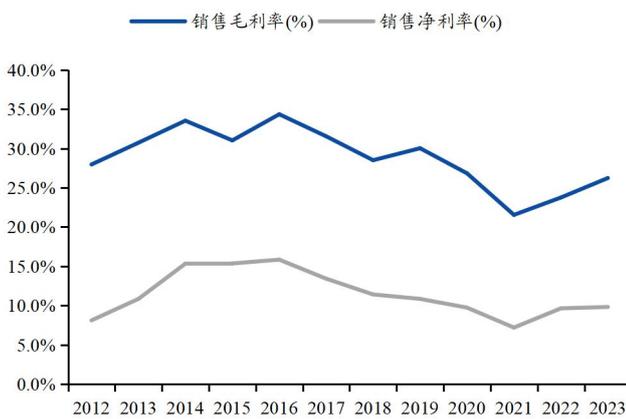
图表 7: 公司内外销营收占比



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

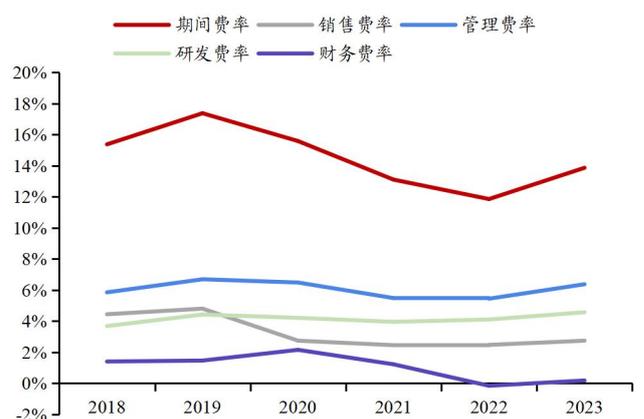
原材料成本下降+降本增效, 2023 年盈利能力向上修复。2023 年公司毛利率 26.2%，同比+2.5pct.，一方面，受益于各地智能工厂落地运行，助力降本增效；另一方面，受益于原材料纸价低位。2023 年公司期间费用率为 13.9%，同比+2pct，其中管理费用率为 6.4%，同比+0.9pct，主要是本期折旧摊销及股权支付增加所致。2023 年公司净利率 9.8%，同比+0.2pct。

图表 8: 公司历年毛利率、净利率



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 9: 公司历年期间费用率



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

1.1 主赛道 3C 包装: 份额提升, 有望受益 AI 推动的 3C 换新潮

公司是全球最大的精品纸包装生产商, 基本实现了消费类电子行业客户的全面覆盖, 产品在全球消费电子与智能硬件行业处于领先地位, 包括移动智能终端、计算机、游戏机、通信终端产品等, 且均为各自领域内知名企业。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 10: 公司在消费电子领域重要客户

领域		服务品牌
终端客户	移动智能终端	HUAWEI、SAMSUNG、lenovo 联想、SONY、MOTOROLA... mi oppo vivo
	计算机	lenovo 联想、hp、DELL...
	游戏机	Nintendo、SONY
	通信终端产品	NETGEAR、HUAWEI
电子制造服务业客户		FOXCONN、Quanta Computer、PEGATRON 和硕 合科技、JABIL、COMPAL、wistron

数据来源：公司招股说明书、裕同科技官方公众号、华福证券研究所

在保持现有客户领先份额的基础上，加大客户的二次开发能力，深度参与并主导客户包装设计方案，推动新型环保包装材料和新技术的使用，如纸托、模切件、屏蔽盖等项目，为客户提供更多元化的产品服务，降低客户采购成本，增强客户黏性。在已有优质客户的基础上，公司近几年积极拓展其他 3C 领域新客户，如小米等。

2022 年，公司完成了对深圳仁禾和深圳华宝利的收购，其中仁禾是市场领先的软制品制造商，华宝利是市场领先的声学类产品开发和制造商。公司未来将与仁禾、华宝利进一步协同客户资源，进一步扩大公司的业务范围和营收增长点。

图表 11: 收购仁禾、华宝利，切入软材料、声学元件领域



仁禾智能产品

华宝利产品

数据来源：裕同科技官方公众号，华福证券研究所

24Q2 全球消费电子回暖，有望对公司消费电子包装业务形成支撑。根据 wind，全球智能手机市场在 24Q2 同比增长 6.5%，全球智能手机销量连续第三个季度同比增长，继续从过去 7 年来增速最低的一年中恢复。根据 Counterpoint 的初步数据，

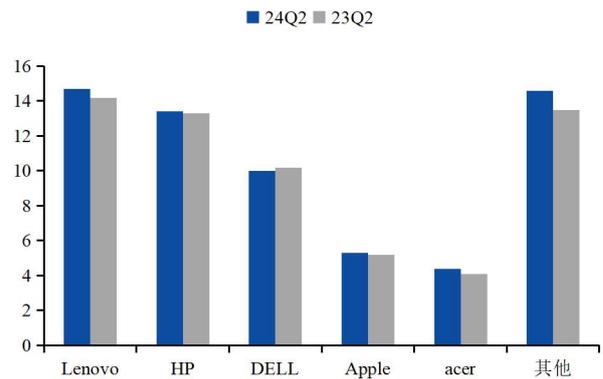
24 Q2 全球 PC 出货量同比+3.1%，达 6250 万台，这也是 PC 市场出货量连续第二个季度实现同比增长。该增长由温和的换机周期和相对较低的基期推动，彰显 2024 年全球 PC 市场持续复苏的势头。AI PC 仍然是 PC 行业最热门的话题，随着更多的人工智能案例和解决方案在 PC 端被开发和采用，未来将看到其更为快速的部署和普及。随着下半年消费旺季来临，以及后续 AI 手机和 AI PC 催动换机潮，消费电子需求改善有望带动公司消费电子包装业务回升。

图表 12: 全球智能手机出货量当季同比



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 13: 全球主要 PC 品牌出货量 (百万台)

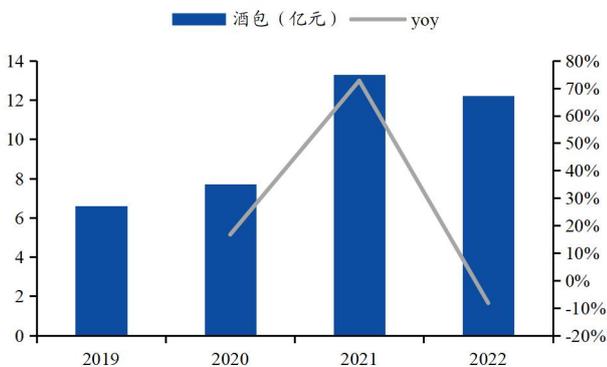


数据来源: Counterpoint Research, 华福证券研究所

1.2 烟包&酒包: 不断突破重点客户, 长期份额提升可期

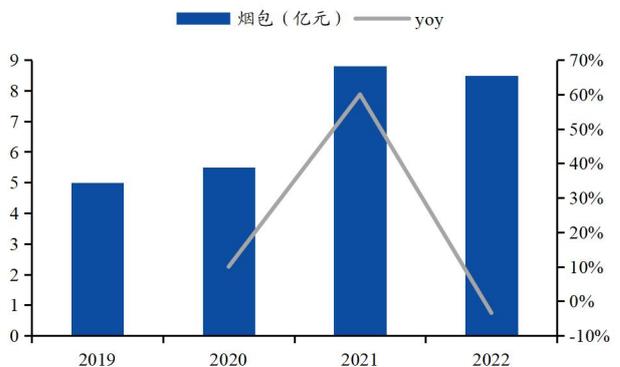
公司在专注消费类电子产品包装的同时, 近年积极开展业务多元化, 拓展高档烟酒业务。根据官方公众号, 2022 年公司酒包业务营收达 12.2 亿元, 烟包业务营收达 8.5 亿元; 2019-2022 年酒包、烟包营收增速 CAGR 分别为 22.7%/19.3%。

图表 14: 公司 2019-2022 年酒包营收及增速



数据来源: 裕同科技官方公众号, 华福证券研究所

图表 15: 公司 2019-2022 年烟包营收及增速



数据来源: 裕同科技官方公众号, 华福证券研究所

1) 烟包: 近年来, 公司持续加大烟包业务投入力度。利用自身优势, 针对客户个性化和高品质烟包需求: 以河南许昌为手工烟包基地, 以湖南岳阳为自动化烟包

基地，并建立烟包设计中心，引进多位工程开发及产品设计等领域核心技术人才，全面升级了烟包服务体系。近年来，随中烟招标市场化趋势提升，公司与主要烟草企业建立了全新合作关系，2022年以来，公司新增烟包中标数增多，成功导入广西中烟、云南中烟、湖南中烟、福建中烟、安徽中烟等优质大客户，最长服务期至2026年。

图表 16: 2022-2024 年公司部分中标项目

年份	中标时间	客户	服务时间/批次
2024	6月28日	湖南中烟	2024/07-2026/06
	4月19日	陕西中烟	-
	3月19日	江苏中烟	2024-2025
	3月14日	广西中烟	2022-2025
	1月7日	福建中烟	2024-2026
2023	12月28日	江西中烟	2023年第二批
	11月22日	湖南中烟	2023/11-2024/06
	9月11日	河南中烟	-
	7月26日	安徽中烟	2023年
2022	11月15日	云南中烟	2023-2024
	10月10日	陕西中烟	-
	3月5日	湖南中烟	2022/04-2024/06

数据来源: 天眼查, 华福证券研究所

2) 酒包: 公司酒包业务具备丰富的白酒品牌合作经验, 提供完善的包装解决方案。现全国范围内布局了6个加工基地, 覆盖全国白酒主产区, 可满足客户高效便捷的交付需求, 公司酒包合作客户包括泸州老窖、古井贡酒等知名客户。

图表 17: 公司酒包业务介绍



数据来源: 裕同酒包公众号, 华福证券研究所

图表 18: 公司酒包六大交付中心实现全国化布局



数据来源: 裕同酒包公众号, 华福证券研究所

1.3 环保纸塑: 顺应双碳趋势, 未来增长空间广阔

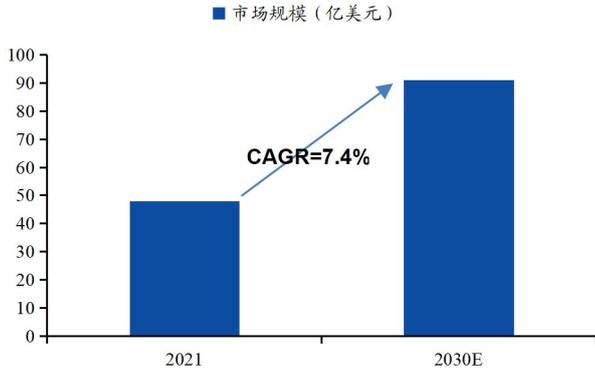
纸浆模塑产品是将可完全回收循环使用的植物纤维加工调配成一定比例浓度的浆料, 依据产品设计、定制的模具, 经真空吸附成型, 利用模内干燥的原理形成不同种类和用途的环保纸制品。

国内外“限塑/禁塑令”等支持政策出台, 推动可降解材料快速发展, 纸浆模塑



产品需求快速扩张，加快了纸浆模塑行业的发展。根据众鑫股份招股说明书，2022 年全球塑料包装市场容量 3,692.10 亿美元。随着纸浆模塑产品对塑料产品渗透率不断提高，纸浆模塑产品迅速增长，根据众鑫股份招股说明书，2022 年度全球纸浆模塑包装市场规模约为 51.11 亿美元，纸浆模塑包装市场未来仍将保持较快的发展速度，预计从 2021 年到 2030 年将以 7.4% 的复合年增长率增长。

图表 19: 2021-2030 全球纸浆模塑市场规模及增速



数据来源: Grand View Research, 华经产业研究院, 纸塑知事公众号, 华福证券研究所

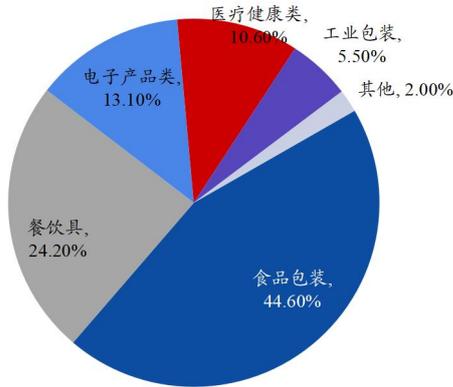
图表 20: 纸浆模塑与其他产品优劣势比较

材料类别	优势	劣势
传统不可降解塑料	性价比 高 供应链成熟	不可降解, 分解产生塑料微珠, 严重影响环境
PLA/PBAT可降解塑料	原材料可生物降解 性能与塑料接近	降解条件较为严格, 需要堆肥 原材料价格较高 不耐储存, 货架期短
淋膜纸类产品	工艺简单、自动化程度高 阻隔性好	产品形态单一, 难以制作立体产品 结构强度低, 需覆膜, 不可自然降解
纸浆模塑产品	原材料取自天然, 充分利用秸秆等废弃物, 可自然降解 模塑工艺为纯物理过程	产成品不透明 抗氧、抗蒸汽、阻隔性较弱

数据来源: 华经产业研究院, 纸塑知事公众号, 华福证券研究所

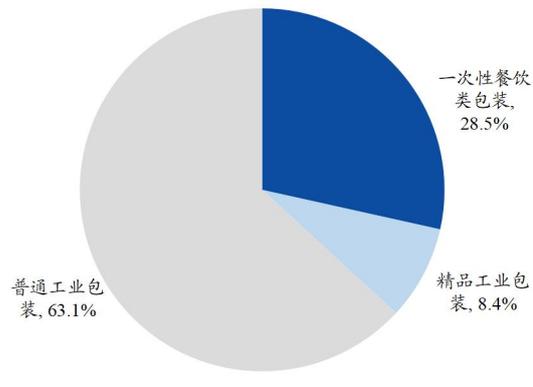
纸浆模塑产品根据其生产工艺、产品性能及应用领域的不同, 主要可分为一次性餐饮具、精品工业包装和普通工业包装三类。根据众鑫股份招股书, 2022 年全球纸浆模塑包装市场价值为 51.11 亿美元, 按应用领域进行区分: 食品包装最多占 44.6%; 其次是餐饮具占 24.2%; 电子产品类占 13.1%; 医疗健康类占 10.6%; 工业包装占 5.5%。根据众鑫股份招股说明书, 2022 年我国纸浆模塑产能约 179 万吨, 其中一次性餐饮/精工包/普工包产能占比分别为 28.5%/8.4%/63.1%。

图表 21: 2022 年全球纸浆模塑产品下游应用占比



数据来源: 众鑫股份招股说明书, Grand View Research, 华福证券研究所

图表 22: 2022 年我国纸浆模塑应用占比 (产能口径)

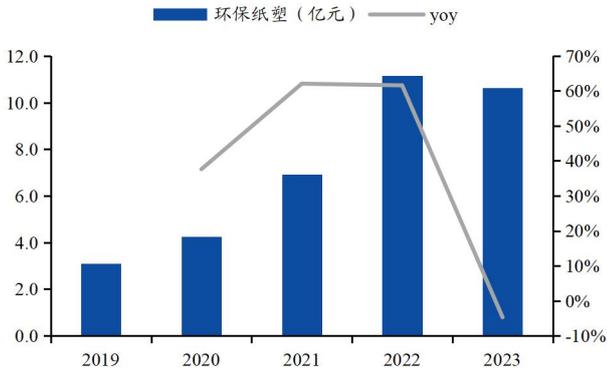


数据来源: 众鑫股份招股说明书, 华福证券研究所

公司 2023 年环保包装业务实现营收 10.6 亿元, 2019-2023 年环保包装营收 CAGR 为 36.1%。公司环保包装业务主要为匹配消费电子客户一体化包装需求。公司环保包装业务已逐步构建了集品质、服务、解决方案、创新、成本、品牌为一体的多方位

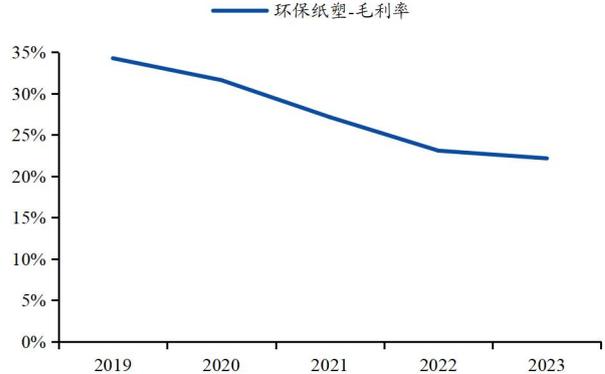
差异化的核心能力，产品涵盖植物纤维为基础的材料和包装，并进一步扩展至各类环保非包装产品。2023 年公司成功引入多家欧美大客户，为业务发展注入了新动力。

图表 23: 公司环保包装业务营收及增速



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 24: 公司环保包装业务毛利率



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

1.4 多元化、全球化布局持续推进

为应对全球消费电子消费增速放缓，公司近年来积极开拓泛消费类新赛道，加强酒包/烟包、环保包装、化妆品等领域的市场开拓，多元化布局持续深入。大包装战略在提升已有客户内部分额的同时，也持续开发各赛道新客户，公司近年来前五大客户营收占比持续下降，由 2015 年的 62.9% 下降至 2023 年的 37.5%，多元化布局、客户结构的丰富与优化将使得公司长期业绩增长稳健。

图表 25: 公司前五大客户营收 (亿元)



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 26: 公司前五大客户收入占比



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

不断推进全球化生产布局，截至 2023 年末，公司已在全球建有 50 余个生产基地和服务中心，其中，在国内，公司在主要城市建立了 40 余个生产基地，构建起了全国性的交付网络；在国内同行中，公司率先在海外建设生产基地，目前已在越南、印度、印尼、泰国和马来西亚建立了 7 个生产基地，并在美国、澳大利亚等地设立了服务中心。2024 年，公司将加大海外市场投入，积极拓展海外市场，推动印尼泗水项目、印尼雅加达项目、越南平阳项目、印度德里项目投产，进一步完善国际化



供应链；启动墨西哥、菲律宾新工厂建设，开拓包装新品类。全球化的交付布局使公司能够充分利用全球化的制造优势，显著缩短产品的生产和运输时间，从而快速响应市场需求。

图表 27: 公司海外布局



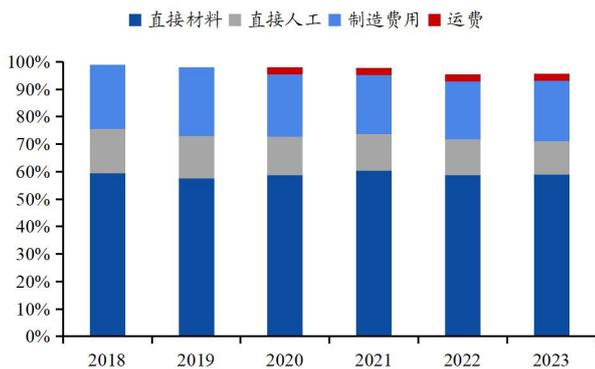
数据来源：裕同科技官方公众号，华福证券研究所

2 看好多因素共驱盈利中枢向上

2.1 原材料价格回落利润增厚

60%成本为直接材料，其中白板纸、瓦楞纸为主要原材料。根据公司公告，2023年公司纸制品包装业务中，直接材料/直接人工/制造费用/运费成本占比分别为59%/12.1%/22.1%/2%。公司2018-2023年纸制品包装营业成本中，约60%为直接材料成本。根据公司可转债募集说明书，白板纸、瓦楞纸为公司主要原材料，二者价格波动将影响公司直接材料成本。

图表 28: 公司纸制品包装营业成本拆分



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 29: 公司主要原材料占主营成本比例



数据来源：裕同科技可转债募集说明书，华福证券研究所

2021年以来瓦楞纸、白板纸价格回落，当前处于近三年来底部。根据卓创资讯，截至2024年6月末，瓦楞纸月度均价为2617.24元/吨，同比-5.1%，较21年同期-32.6%；白板纸均价3520.99元/吨，同比-3.6%，较21年同期-29.6%。主要原材料处于三年来低位，原材料成本压力可控，有望对利润形成支撑。

图表 30: 2021 年以来瓦楞纸均价



数据来源: 卓创资讯, 华福证券研究所

图表 31: 2021 年以来白板纸均价



数据来源: 卓创资讯, 华福证券研究所

2.2 智能工厂投产，降本增效仍有优化空间

智能工厂加速投建，人工成本持续优化。公司产值规模逐年提升，在生产自动化及信息化方面具有非常大的提升空间，必须率先实现制造升级，提高生产效率。标准化、自动化、信息化及智能化，有利于提高整体生产效率，降低对人工依赖，有利于实现柔性化生产及个性化生产，最终提升企业综合竞争力。

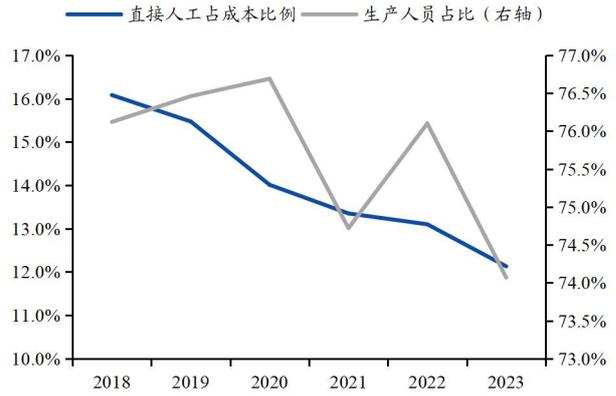
公司近年来致力于加快推进智能工厂建设，整体智能化程度行业领先。子公司许昌裕同入选国家工业和信息化部“2023年度智能制造示范工厂”，湖南裕同智能工厂建设顺利落地；苏州裕同智能工厂建设完成；成都裕同智能工厂一期建设完成；九江裕同智能工厂一期、龙岗裕同智能工厂一期建设推进中；昆山裕同智能仓储物流系统启动建设；海外越南智能工厂一期建设中；泸州裕同、重庆裕同、烟台裕同、海口裕同等智能化建设也在持续规划推进中。目前，国内主要区域基本完成标杆智能工厂建设，并且在海外启动了首家智能工厂的建设。智能工厂的投建，使得公司近年来人工成本得到持续优化，公司人工成本占比由2018年的16.1%降至2023年的12.1%。

图表 32: 公司智能工厂示意图

图表 33: 公司人工成本占比持续下降



数据来源：裕同科技官方公众号，华福证券研究所



数据来源：wind，公司公告，华福证券研究所

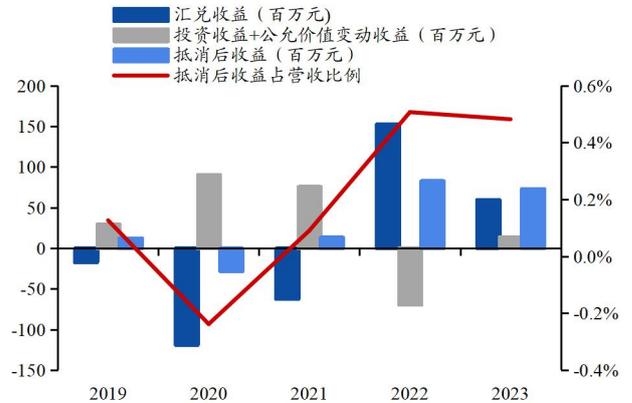
汇率波动对盈利影响可控。公司外销占比较高，汇率的波动对公司外销业务将造成一定影响，公司通过远期结售汇业务进行对冲（体现在投资收益-处置金融工具取得的投资收益、公允价值变动损益-远期结售汇合约会计科目内）。剔除汇兑损益后，除2021年外，公司近年来利润总额仍保持正向增长。同时，通过计算公司近几年的投资收益+公允价值变动损益与汇兑损益差值，发现近几年该差值占公司营业收入比重基本在±0.5%以内，对公司业绩影响较小。

图表 34: 剔除汇兑损益后公司利润仍保持增长



数据来源：wind，公司公告，华福证券研究所

图表 35: 汇率波动对公司业绩影响可控

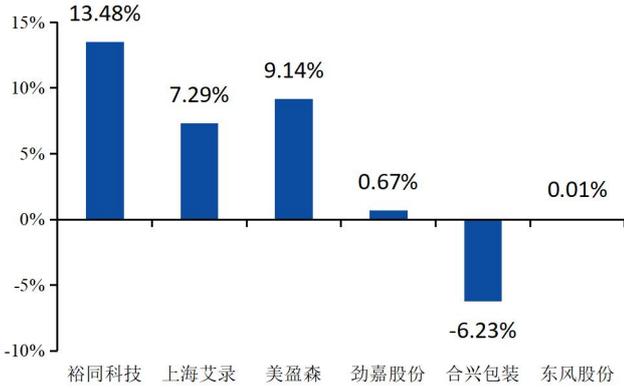


数据来源：wind，公司公告，华福证券研究所

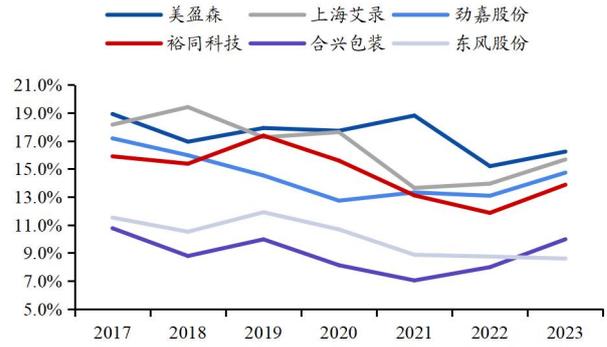
人均创收增速领先行业，长期费用率优化仍可期。公司2017-2023年人均创收CAGR达13.48%，领先于同行业可比公司。我们认为，未来随着规模效应+智能制造效能进一步释放，长期费用率优化空间可期。

图表 36: 可比公司 2017-2023 人均创收 CAGR

图表 37: 可比公司期间费用率



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

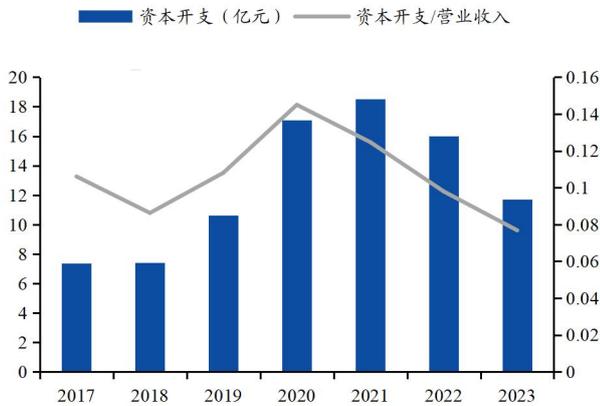


数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

2.3 资本开支放缓, 提高分红比例彰显长期投资价值

我们认为, 公司上市以来已进一步完善国内国外的多赛道产能布局, 预计未来公司资本开支有望逐步降低。公司资本开支/营业收入比值自 2020 年达峰后下降至 2023 年的 7.7%。同时, 公司资本支出/折旧摊销比值近年来也在逐步下降, 中长期利润率预期将得到改善。

图表 38: 资本开支/营业收入在 2020 年达到高峰



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 39: 资本支出/折旧摊销自 2021 年起下降

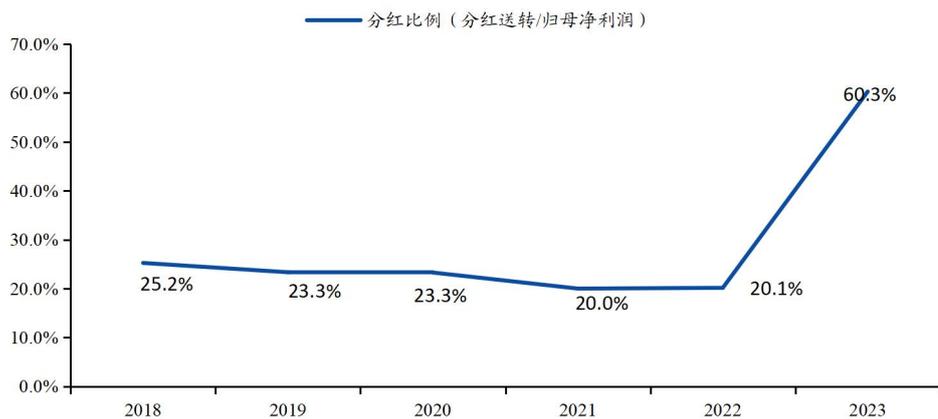


数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

2023 年分红比例提升至 60.3%, 长期投资价值凸显。公司 2018 年以来每年分红比例保持在 20% 以上, 2023 年分红比例提升至 60.3%。2023 年 12 月 28 日, 公司发布《关于提高公司 2023 年度至 2025 年度现金分红比例的公告》, 公告若公司无重大投资计划或重大现金支出等事项发生, 2023 年度至 2025 年度, 公司每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的合并报表归属于母公司股东净利润的 60%。



图表 40: 2023 年公司分红比例达 60.3%



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所



3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

(1) 2024E 消费电子复苏，公司烟包业务切入多省中烟带来增量，酒包及化妆品受终端需求增速放缓影响预计同比小幅回落。综合考虑，假设公司 2024E 消费电子包装业务增速 30%，2025-2026E 预计消费电子仍保持双位数增长，但由于基数原因增速收窄；酒包 2024E 营收增速假设出现个位数下滑，2025-2026E 随终端需求修复，公司酒包预计恢复正增长；烟包业务 2024E 公司新增中标项目，假设 2024 年烟包业务 16% 增长，2025-2026E 烟包业务保持稳健增长。环保纸塑主要为消费电子提供配套，全球限塑趋势下，公司消费电子客户均为下游知名客户，对环保纸塑的需求预计逐年提升，预计 24-26E 营收增速较高。

(2) 主要原材料成本为近三年以来底部，叠加智能工厂陆续落地，规模效应下公司原料成本及人工费用优化空间仍存，预期毛利率基本保持稳健向上趋势。

综上，我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 15%、13%、12%，归母净利润增速分别为 16%、18%、11%，对应 EPS 分别为 1.79 元、2.11 元、2.34 元

图表 41：公司业绩拆分预测表

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收 (亿元)	98.45	117.89	148.50	163.62	152.23	175.63	198.78	221.91
yoy		19.7%	26.0%	10.2%	-7.0%	15.4%	13.2%	11.6%
营业成本 (亿元)	68.89	86.26	116.52	124.77	112.30	127.89	144.31	161.81
yoy		25.2%	35.1%	7.1%	-10.0%	13.9%	12.8%	12.1%
毛利率	30.0%	26.8%	21.5%	23.7%	26.2%	27.2%	27.4%	27.1%
纸包装营业收入	91.70	107.67	126.41	158.44	148.15	174.61	197.76	220.89
yoy		17.4%	17.4%	25.3%	-6.5%	17.9%	13.3%	11.7%
毛利率	26.3%	21.5%	9.3%	24.9%	27.5%	27.6%	27.8%	27.4%
其中：				145.47	135.24			
3C 产品包装	75.00	87.30	94.00	110.10	104.60	135.97	155.01	173.61
yoy		16.4%	7.7%	17.1%	-5.0%	30.0%	14.0%	12.0%
酒包	6.60	7.70	13.30	12.20	8.50	7.99	8.15	8.32
yoy		16.7%	72.7%	-8.3%	-30.3%	-6.0%	2.0%	2.0%
烟包	5.00	5.50	8.80	8.50	9.00	10.44	11.28	11.84
yoy		10.0%	60.0%	-3.4%	5.9%	16.0%	8.0%	5.0%
环保纸塑	3.10	4.27	6.91	11.17	10.64	14.16	17.27	21.07
yoy		37.6%	62.1%	61.6%	-4.7%	33.0%	22.0%	22.0%
化妆品	2.00	2.90	3.40	3.50	2.50	2.17	2.17	2.17
yoy		45.0%	17.2%	2.9%	-28.6%	-13.0%	0.0%	0.0%
其他包装	0.00	0.00	0.00	12.97	12.91	3.87	3.87	3.87
yoy					-0.5%	-70.0%	0.0%	0.0%
其他业务营收	6.75	10.22	22.09	5.18	4.08	1.02	1.02	1.02

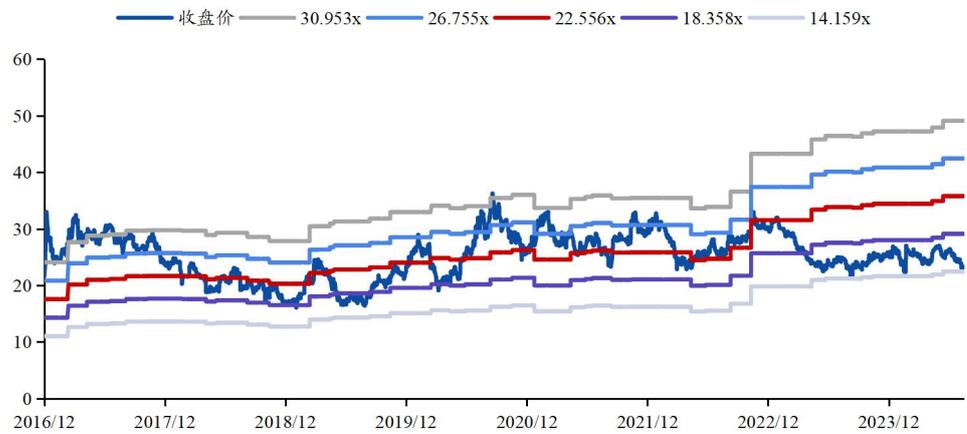
yoy 51.5% 125.2% -21.2% -6.4% -75.0% 0.0% 0.0%

数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所; 注: 2023 年为预测数据

3.2 投资建议

公司是行业领先、国际知名的品质包装方案商，不断深化多元业务布局，丰富产品矩阵、优化客户结构。短期看 2024 年消费电子复苏，成本压力缓解；长期智能工厂+全球化布局，市场份额及费用优化提升空间较大，长期盈利中枢有望向上。目前公司估值处于底部，安全边际显现。

图表 42: 公司上市以来 PE band



数据来源: wind, 华福证券研究所

我们选取与公司同处于纸包装行业的合兴包装、大胜达、东峰集团、永吉股份、上海艾录作为可比公司，采用相对估值法，2024 年可比公司平均 PE 为 21X，公司作为国内领先包装整体解决方案提供商，消费电子业务份额稳步提升，环保纸塑、酒包、烟标等业务多点开花有望加速开拓，第二成长曲线发力可期，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 43: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)		EPS (元)			PE (倍)			
		2024/9/25	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002228.SZ	合兴包装	2.6	0.09	0.14	0.16	-	41.19	19.03	16.30	-
603687.SH	大胜达	6.17	0.20	0.24	0.31	0.38	71.37	25.20	19.89	16.43
601515.SH	东峰集团	2.56	0.08	0.14	0.18	0.22	49.46	17.91	14.33	11.57
603058.SH	永吉股份	7.35	0.24	0.39	0.51	0.69	38.03	18.62	14.37	10.68
301062.SZ	上海艾录	10.06	0.19	0.29	0.40	0.59	57.55	34.46	24.85	16.98
	平均值						51.52	20.95	16.85	13.55
002831.SZ	裕同科技	22.19	1.57	1.79	2.11	2.34	17.80	12.42	10.51	9.47

数据来源: wind, 华福证券研究所; 注: 1) 可比公司 EPS 为 wind 一致预期, 裕同科技为华福轻工预测值; 2) 上海艾录 PE 显著高于其他可比公司, 我们采用调整后 (去掉最高值、最低值后) 平均 PE。

4 风险提示

(1) 终端需求不及预期风险。公司作为一体化包装企业，下游应用涉及消费电子、烟酒、化妆品等多领域，若终端需求不及预期，则会影响公司产品需求继而影响到公司业绩。

(2) 市场竞争加剧风险。纸包装行业集中度较低，若市场竞争加剧，则可能会引发价格竞争从而使得公司盈利承压。

(3) 原材料价格波动风险。近几年，受宏观环境及原材料供需结构影响，原材料价格波动较大，对公司的生产成本及平稳经营产生一定影响。

(4) 客户集中的风险。公司 2021-2023 年前五名客户的销售金额合计占同期营业收入的比例分别为 30.31%、38.43%、37.46%，客户相对集中。如公司未来与主要客户的合作出现问题，或者公司主要客户的生产经营发生较大波动，有可能给公司的经营带来不利影响。



图表 44: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,496	3,513	3,976	4,438
应收票据及账款	5,695	6,429	7,117	7,880
预付账款	232	256	289	324
存货	1,619	1,862	2,099	2,356
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,406	1,416	1,487	1,558
流动资产合计	12,448	13,475	14,968	16,556
长期股权投资	16	16	16	16
固定资产	6,505	6,492	6,551	6,634
在建工程	337	237	137	107
无形资产	699	667	628	586
商誉	583	583	583	583
其他非流动资产	1,597	1,680	1,757	1,817
非流动资产合计	9,738	9,676	9,673	9,744
资产合计	22,186	23,151	24,641	26,299
短期借款	4,224	3,337	3,624	3,360
应付票据及账款	3,779	4,348	4,373	4,874
预收款项	0	0	0	0
合同负债	78	88	99	111
其他应付款	260	280	280	280
其他流动负债	824	891	939	994
流动负债合计	9,165	8,944	9,316	9,618
长期借款	739	839	939	1,239
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	691	691	691	691
非流动负债合计	1,429	1,529	1,629	1,929
负债合计	10,595	10,473	10,945	11,547
归属母公司所有者权益	11,052	12,072	13,014	13,985
少数股东权益	540	605	682	768
所有者权益合计	11,592	12,678	13,696	14,752
负债和股东权益	22,186	23,151	24,641	26,299

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,673	2,239	1,983	2,623
现金收益	2,247	2,537	2,868	3,132
存货影响	147	-243	-237	-257
经营性应收影响	489	-728	-676	-748
经营性应付影响	698	589	25	500
其他影响	93	83	4	-4
投资活动现金流	-1,927	-757	-779	-859
资本支出	-1,192	-564	-641	-748
股权投资	-7	0	0	0
其他长期资产变化	-728	-192	-137	-110
融资活动现金流	-1,597	-1,465	-742	-1,301
借款增加	-510	-787	387	36
股利及利息支付	-770	-1,262	-1,450	-1,607
股东融资	4	0	0	0
其他影响	-322	584	321	270

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	15,223	17,563	19,878	22,191
营业成本	11,230	12,789	14,431	16,181
税金及附加	91	105	119	127
销售费用	417	457	517	566
管理费用	970	1,106	1,213	1,331
研发费用	696	808	914	1,021
财务费用	28	101	105	127
信用减值损失	5	-22	-40	-30
资产减值损失	-46	-30	-45	-50
公允价值变动收益	31	-20	0	0
投资收益	-103	-90	-60	-50
其他收益	110	40	30	20
营业利润	1,790	2,075	2,463	2,726
营业外收入	12	12	10	11
营业外支出	34	30	43	40
利润总额	1,769	2,056	2,431	2,698
所得税	275	329	389	432
净利润	1,494	1,727	2,042	2,266
少数股东损益	56	65	77	85
归属母公司净利润	1,438	1,662	1,965	2,181
EPS (按最新股本摊薄)	1.55	1.79	2.11	2.34

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-7.0%	15.4%	13.2%	11.6%
EBIT 增长率	0.9%	20.1%	17.6%	11.4%
归母公司净利润增长率	-3.3%	15.6%	18.2%	11.0%
获利能力				
毛利率	26.2%	27.2%	27.4%	27.1%
净利率	9.8%	9.8%	10.3%	10.2%
ROE	12.4%	13.1%	14.3%	14.8%
ROIC	12.3%	14.4%	15.6%	16.3%
偿债能力				
资产负债率	47.8%	45.2%	44.4%	43.9%
流动比率	1.4	1.5	1.6	1.7
速动比率	1.2	1.3	1.4	1.5
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	139	124	123	122
存货周转天数	54	49	49	50
每股指标 (元)				
每股收益	1.55	1.79	2.11	2.34
每股经营现金流	3.95	2.41	2.13	2.82
每股净资产	11.88	12.97	13.99	15.03
估值比率				
P/E	14	12	11	9
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA				

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn