裕同科技（002831.SZ）

2020 年 08 月 28 日

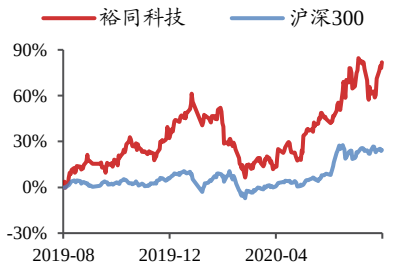
2020H1 业绩超出预期，继续看好“1+N”业务布局

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/8/27
当前股价(元)	34.98
一年最高最低(元)	37.00/19.10
总市值(亿元)	306.81
流通市值(亿元)	145.81
总股本(亿股)	8.77
流通股本(亿股)	4.17
近 3 个月换手率(%)	75.38

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-多元业务稳拓展，静待 5G 东风来》-2020.5.29

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

● **业绩超出预期，2020Q2 扣非后净利润同比增长 31%，维持“买入”评级**

2020H1 收入 43.1 亿元（+17.0%），归母净利润 3.29 亿元（+10.6%），扣非后归母净利润 2.88 亿元（+23.0%）。2020Q2 营收 24.9 亿元（+31.0%），归母净利润 1.9 亿元（+30.4%），扣非后归母净利润 1.71 亿元（+31.5%）。扣非后归母净利润增速较高，主要系计入政府补助、投资收益有所减少、固定资产报废损失增加等原因。业绩超出预期，上调盈利预测，预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 12.6/15.6/19.2 亿元（原预测 2020-2022 年为 11.9/14.5/17.2 亿元），对应 EPS 分别为 1.43/1.78/2.18 元，当前股价对应 PE 分别为 17/13/11 倍，维持“买入”评级。

● **纸质精品包装增速较快，盈利能力略有下降，营运能力维持正常水平**

1）2020H1 纸制精品包装收入 34.09 亿元（+17.36%），包装配套产品收入 5.66 亿元（+14.81%），环保纸塑产品收入 0.78 亿元（+13.86%），其他收入 2.57 亿元（+18.04%）。我们预计收入快速增长主要源于下游 tws 耳机等消费电子包装需求较为旺盛，以及多元业务积极布局，包括酒包、云创、炫光膜等业务均有所成长。

2）2020H1 公司整体毛利率为 25.85%（-2.17pct）。我们预计，公司毛利率下滑主要是由于：①疫情影响以及部分新工厂开工，导致单位生产成本提升；②将运装费用由销售费用中改计入成本。期间费用率则由于会计政策调整、汇兑收益增加、控费力度提升等原因有所下降。而 2020H1 销售净利率为 7.74%（-0.59pct）。

3）2019 年末开展应收账款无追索保理业务提前回款，公司经营性现金流同比有所下降，但仍净流入 6.25 亿元。此外，应收账款/存货周转率均略有提升。

● **未来展望：继续看好“1+N”布局，环保包装业务未来可期**

对于裕同科技，我们持续推荐的逻辑为：短期业绩受疫情影响有限，中期看 5G 增量需求，长期看多元业务齐发展。2020 年中报业绩已经充分验证短期逻辑，未来继续推荐 5G 弹性和“1+N”多元业务发展空间。其中，环保包装业务 2020 年在“限塑令”等政策持续助力和公司积极布局下，取得一定突破，未来可期。

● **风险提示：**5G 进展不及预期，汇率波动，原材料价格波动。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,578	9,845	11,834	14,633	17,911
YOY(%)	23.5	14.8	20.2	23.7	22.4
归母净利润(百万元)	946	1,045	1,255	1,561	1,915
YOY(%)	1.5	10.5	20.1	24.4	22.7
毛利率(%)	28.5	30.0	28.8	28.9	29.3
净利率(%)	11.0	10.6	10.6	10.7	10.7
ROE(%)	16.6	16.0	16.6	18.0	18.9
EPS(摊薄/元)	1.08	1.19	1.43	1.78	2.18
P/E(倍)	22.1	20.0	16.6	13.4	10.9
P/B(倍)	3.7	3.3	2.8	2.5	2.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目　录

1、 2020H1 业绩超出预期，2020Q2 业绩快速增长 3
2、 销售毛利率略有下滑，期间费用率同比下降 4
3、 营运能力维持正常水平，应收、存货周转率略有改善 5
4、 未来展望：继续看好“1+N”布局，环保包装业务未来可期 5
5、 盈利预测与投资建议 6
6、 风险提示 6
附：财务预测摘要 7

图表目录

图 1： 2020H1 公司收入同比增长 17% 3
图 2： 2020Q2 公司收入单季同比增长 30.99% 3
图 3： 2020H1 公司归母净利润同比增长 10.62% 3
图 4： 2020Q2 公司归母净利润单季同比增长 30.4% 3
图 5： 2020H1 公司毛利率同比下降 2.17pct 4
图 6： 2020Q2 公司毛利率同比下降 2.65pct 4
图 7： 2020H1 公司期间费用率同比下降 2.87pct 5
图 8： 2020H1 公司销售净利率同比下降 0.59pct 5

表 1： 2020H1 公司经营性现金流净额同比下降 47.83% 5

1、 2020H1 业绩超出预期，2020Q2 业绩快速增长

裕同科技 2020H1 营业收入 43.1 亿元（+17.00%），归母净利润 3.29 亿元（+10.62%），扣非后归母净利润 2.88 亿元（+22.99%）。其中 2020Q2 单季度营收 24.9 亿元（+31.0%），归母净利润 1.9 亿元（+30.4%），扣非后归母净利润 1.71 亿元（+31.46%）。扣非后归母净利润增速高于归母净利润增速，主要系计入当期损益的政府补助、投资收益有所减少、固定资产报废损失增加等原因。

收入分品类拆分：

1）纸制精品包装：2020H1 收入 34.09 亿元（+17.36%），收入占比达 79.1%。

2）包装配套产品：2020H1 收入 5.66 亿元（+14.81%），收入占比达 13.1%。

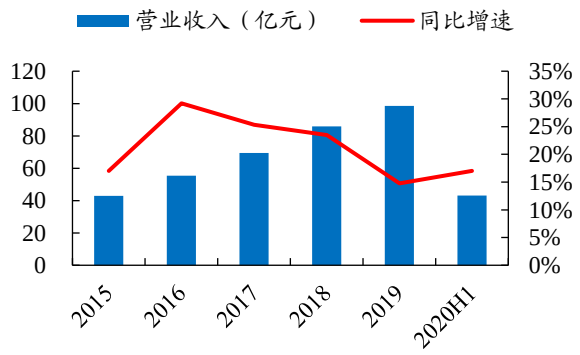
3）环保纸塑产品：2020H1 收入 0.78 亿元（+13.86%），收入占比达 1.8%。

4）其他：2020H1 收入 2.57 亿元（+18.04%），收入占比达 6.0%。

我们预计，2020Q2 公司业绩的快速增长主要源于：①消费电子行业景气度复苏较快，尤其是包括 tws 耳机在内的智能穿戴、智能物联网等新品类发展前景广阔；②多元业务积极布局，包括酒包、云创、炫光膜等业务均有所成长。

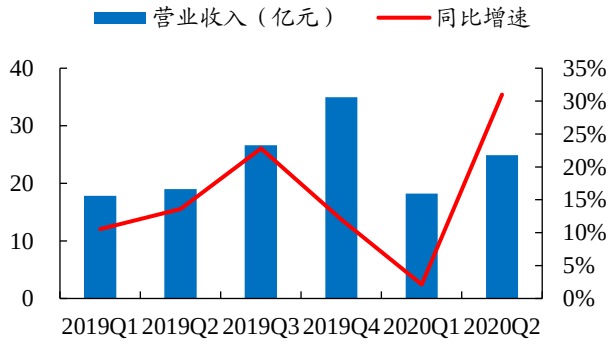
分地区看：2020H1 国内收入 37.2 亿元(+15.31%)，海外收入 5.90 亿元(+28.84%)。

图1：2020H1 公司收入同比增长 17%



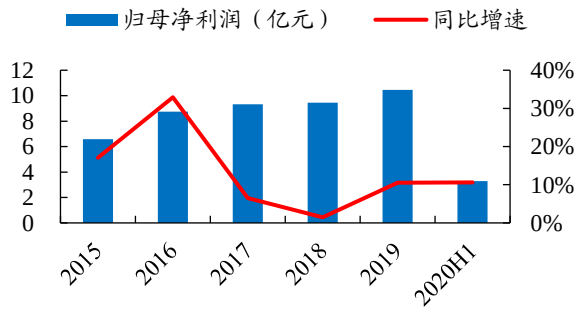
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2020Q2 公司收入单季同比增长 30.99%



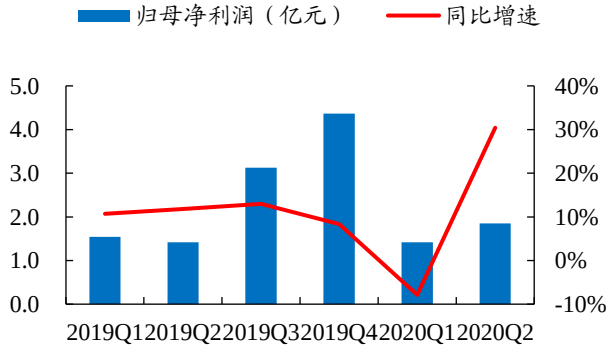
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2020H1 公司归母净利润同比增长 10.62%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2020Q2 公司归母净利润单季同比增长 30.4%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、 销售毛利率略有下滑，期间费用率同比下降

2020H1 公司整体毛利率为 25.85%(-2.17pct)。其中 2020Q2，公司毛利率达 26.25%（-2.65pct）。

分品类看：

1）纸制精品包装：2020H1 毛利率 26.3%，同比下降 2.25pct。

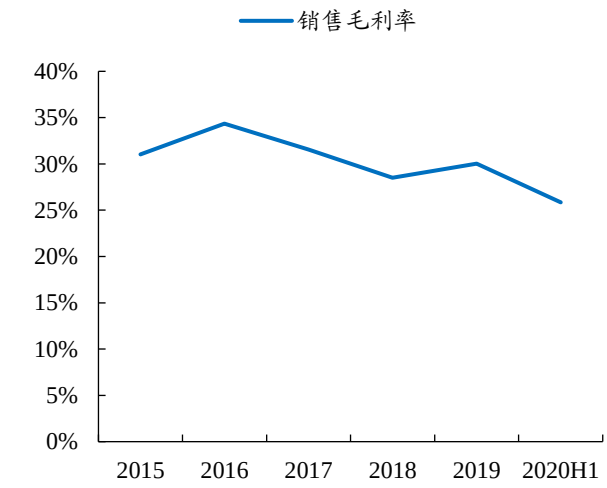
2）包装配套产品：2020H1 毛利率 27.07%，同比下降 3.81pct。

3）环保纸塑产品：2020H1 毛利率 29.74%，同比提升 0.37pct。

4）其他：2020H1 毛利率 16.02%，同比提升 1.98pct。

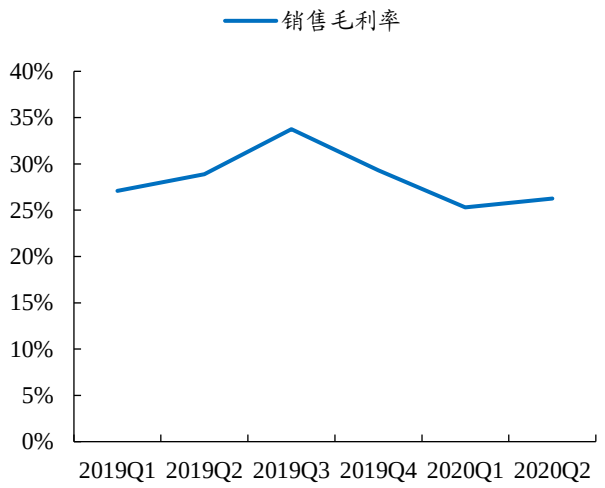
我们预计，公司毛利率下滑主要是由于：①疫情影响以及部分新工厂开工，导致单位生产成本提升；②将运装费用由销售费用中改计入成本。

图5：2020H1 公司毛利率同比下降 2.17pct



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2020Q2 公司毛利率同比下降 2.65pct



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2020H1，公司期间费用率为 17.07%，同比下降 2.87pct。公司期间费用率下降主要是源于：

1）销售费用率：同比下降 1.25pct 至 3.39%，主要系运转费用转计入成本。

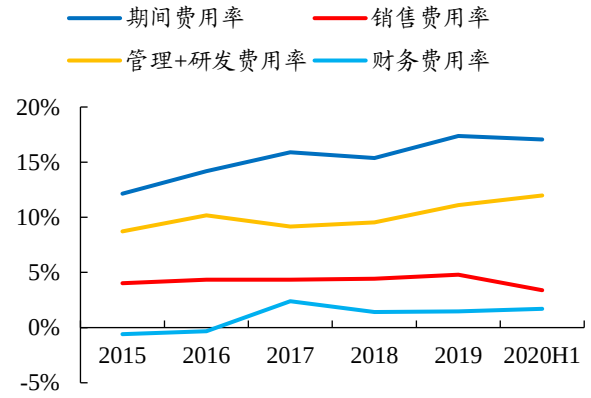
2）管理费用率：同比下降 0.53pct 至 7.24%，主要系控费力度有所提升。

3）研发费用率：同比下降 0.12pct 至 4.73%，依然维持较高的研发投入。

4）财务费用率：同比下降 0.98pct 至 1.7%，主要系汇兑收益增加近 3800 万。

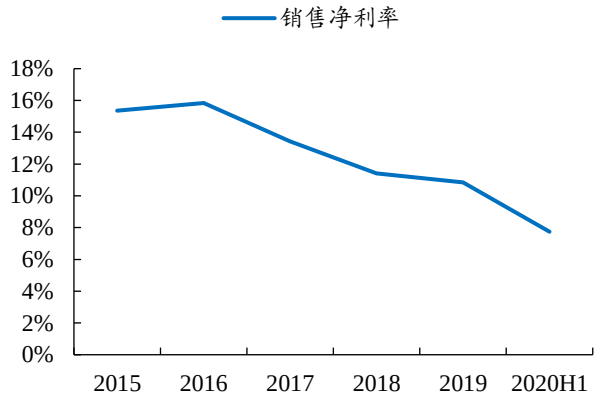
综合影响下，公司 2020H1 销售净利率为 7.74%，同比下降 0.59pct。

图7：2020H1 公司期间费用率同比下降 2.87pct



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2020H1 公司销售净利率同比下降 0.59pct



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、 营运能力维持正常水平，应收、存货周转率略有改善

2020H1 公司经营性现金流净额同比下降 47.83%，主要系 2019 年末开展应收账款无追索保理业务提前回款所致。

表1：2020H1 公司经营性现金流净额同比下降 47.83%

	2019H1	2020H1	同比
经营性现金流净额（亿元）	11.98	6.25	-47.83%
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	51.01	51.96	1.86%
经营活动现金流入小计（亿元）	52.93	53.91	1.85%
购买商品、接受劳务支付的现金（亿元）	25.98	31.49	21.21%
经营活动现金流出小计（亿元）	40.96	47.66	16.36%

资料来源：Wind、开源证券研究所

其他营运指标：

1）**存货：**2020H1 期末，公司存货 10.88 亿元，同比增长 13.9%，存货周转率为 3.04 次，同比增长 0.25 次。

2）**应收账款：**2020H1 期末，公司应收账款及应收票据为 35.46 亿元，应收账款周转率为 1.15 次，同比增长 0.02 次。公司虽然应收账款金额较高，但下游客户较为优质，坏账风险较小。

4、 未来展望：继续看好“1+N”布局，环保包装业务未来可期

对于裕同科技，我们持续推荐的逻辑为：短期业绩受疫情影响有限，中期看 5G 增量需求，长期看多元业务齐发展。2020 年中报业绩已经充分验证短期逻辑，未来继续推荐 5G 弹性和多元业务发展空间。

1）5G 弹性体现在三个方面：**①5G 手机换机潮将至，**公司下游客户包括 5G 手机的核心优质品牌商，能够充分享受行业红利。**②5G 有望进一步带动智能穿戴等需求放量。**由于 5G 技术打通了包括 VR 等技术在内的数据传输限制，因此受 5G 带动，包括 tws 耳机、智能家居、VR/AR 眼镜等设备需求有望继续提升。**③5G 技术升级有望催生如炫光膜等部分从 0 到 1 的新业务增量。**

2）**继续看好“1+N”布局：**裕同科技酒包（开发茅台新客户）、烟标（市场化程度提升）、云创（同比改善较明显）等多元业务持续放量的逻辑不变。

而环保包装作为裕同科技长期发展空间最大的业务之一，2020 年也迎来突破。

①一方面，政策持续助力。国家发改委与生态环境部明确提出了进一步加强塑料污染治理的时间表，即 2020 年在部分地区和领域禁限生产、销售和使用部分塑料制品，2025 年建立塑料制品全环节管理制度。如广东等省份也在积极跟进国家政策。到 2020 年底，广东全省范围内餐饮行业禁止使用不可降解一次性习惯，不得主动向消费者提供不可降解一次性塑料餐具。

②另一方面，公司积极布局。2020H1 公司已与海南省海口国家高新区签订投资协议，将在海口市落地植物纤维餐具生产基地项目。公司环保产业已建有 1 个原材料生产基地和 4 个制品生产基地。未来，公司还将从植物纤维领域扩展到第二代生物降解材料领域。

5、 盈利预测与投资建议

由于 2020H1 公司业绩超出预期，上调盈利预测，我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 12.6/15.6/19.2 亿元（原预测 2020-2022 年为 11.89/14.52/17.21 亿元），对应 EPS 分别为 1.43/1.78/2.18 元，当前股价对应 PE 分别为 17/13/11 倍，维持“买入”评级。

6、 风险提示

5G 进展不及预期，汇率波动，原材料价格波动。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	6829	7424	9234	10769	13425
现金	823	1521	1183	1463	1791
应收票据及应收账款	4020	4164	5969	6411	8713
其他应收款	57	79	84	134	128
预付账款	182	163	251	261	365
存货	944	1011	1022	1655	1665
其他流动资产	803	486	724	846	762
非流动资产	4241	5150	5629	5952	6053
长期投资	0	0	-0	-1	-1
固定资产	2958	3865	4305	4570	4579
无形资产	372	430	471	519	561
其他非流动资产	911	855	853	864	915
资产总计	11070	12575	14863	16721	19478
流动负债	4076	5009	6328	7136	8541
短期借款	1896	2577	3164	3488	4103
应付票据及应付账款	1722	1908	2531	2952	3721
其他流动负债	459	524	634	696	717
非流动负债	1083	912	851	747	575
长期借款	965	759	699	595	422
其他非流动负债	118	153	153	153	153
负债合计	5159	5920	7180	7884	9116
少数股东权益	258	293	311	339	382
股本	400	877	877	877	877
资本公积	1371	891	891	891	891
留存收益	3968	4780	5743	6939	8417
归属母公司股东权益	5653	6362	7371	8499	9981
负债和股东权益	11070	12575	14863	16721	19478

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	799	1366	192	1331	997
净利润	979	1068	1274	1589	1958
折旧摊销	235	408	386	448	451
财务费用	120	144	85	132	171
投资损失	-42	-30	-34	-45	-38
营运资金变动	-549	-290	-1516	-790	-1543
其他经营现金流	56	66	-4	-3	-2
投资活动现金流	-773	-975	-827	-723	-512
资本支出	740	1064	479	323	102
长期投资	-29	0	0	0	0
其他投资现金流	-62	88	-347	-400	-410
筹资活动现金流	80	-11	-289	-653	-772
短期借款	587	681	0	0	0
长期借款	64	-206	-60	-104	-172
普通股增加	0	477	0	0	0
资本公积增加	0	-480	0	0	0
其他筹资现金流	-571	-484	-229	-549	-599
现金净增加额	90	365	-925	-45	-287

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8578	9845	11834	14633	17911
营业成本	6133	6889	8424	10407	12667
营业税金及附加	58	71	77	97	121
营业费用	381	472	473	585	716
管理费用	502	659	787	951	1182
研发费用	316	435	509	629	770
财务费用	120	144	85	132	171
资产减值损失	2	-22	0	0	0
其他收益	43	84	0	0	0
公允价值变动收益	-4	6	4	3	2
投资净收益	42	30	34	45	38
资产处置收益	-2	-5	0	0	0
营业利润	1145	1273	1517	1879	2323
营业外收入	25	7	5	5	5
营业外支出	8	17	10	10	10
利润总额	1162	1263	1512	1874	2318
所得税	184	196	238	285	361
净利润	979	1068	1274	1589	1958
少数股东损益	33	23	19	28	43
归母净利润	946	1045	1255	1561	1915
EBITDA	1551	1831	2056	2505	2967
EPS(元)	1.08	1.19	1.43	1.78	2.18

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	23.5	14.8	20.2	23.7	22.4
营业利润(%)	7.1	11.2	19.2	23.8	23.7
归属于母公司净利润(%)	1.5	10.5	20.1	24.4	22.7
获利能力					
毛利率(%)	28.5	30.0	28.8	28.9	29.3
净利率(%)	11.0	10.6	10.6	10.7	10.7
ROE(%)	16.6	16.0	16.6	18.0	18.9
ROIC(%)	12.9	12.2	12.3	13.6	14.4
偿债能力					
资产负债率(%)	46.6	47.1	48.3	47.1	46.8
净负债比率(%)	36.2	29.3	38.0	32.5	28.9
流动比率	1.7	1.5	1.5	1.5	1.6
速动比率	1.2	1.2	1.2	1.1	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	2.4	2.4	2.3	2.4	2.4
应付账款周转率	4.0	3.8	3.8	3.8	3.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.08	1.19	1.43	1.78	2.18
每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	1.56	0.22	1.52	1.14
每股净资产(最新摊薄)	6.45	7.25	8.40	9.69	11.38
估值比率					
P/E	22.1	20.0	16.6	13.4	10.9
P/B	3.7	3.3	2.8	2.5	2.1
EV/EBITDA	15.0	12.5	11.6	9.5	8.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn