裕同科技（002831）

新业务进入放量期，坚定看好综合大包装龙头成长！

买入（维持）

2020 年 06 月 17 日

证券分析师 史凡可
执业证号：S0600517070002
021-60199793
shifk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	9,845	11,316	13,837	16,598
同比（%）	14.8%	14.9%	22.3%	20.0%
归母净利润（百万元）	1,045	1,176	1,457	1,737
同比（%）	10.5%	12.5%	23.9%	19.2%
每股收益（元/股）	1.19	1.34	1.66	1.98
P/E（倍）	23.38	20.78	16.77	14.07

投资要点

- **事件：**（1）继海南之后，广东、河南省颁布升级“禁塑令”，环保包装市场持续发酵，6 月 2 日河南省发展改革委宣布全面升级限塑令，制定新的政策严管一次性塑料产品，禁止生产和销售超薄塑料袋、一次性发泡塑料餐具等产品，此前 5 月 26 日广东省发改委同样发布升级限速令的印文，利好裕同科技环保包装业务发展；（2）iPhone SE 销售超预期，根据 CINNO Research 统计，4 月苹果在中国市场的 iPhone 整体出货量达到 390 万台，环比 3 月增长 160%，其中新款 iPhone SE（4 月中旬发布）预计贡献 25%销量，预计 Q2 裕同科技大客户出货情况较好。

- **5G 将持续驱动公司消费类电子包装主业稳健增长：**我们预计 3C 包装仍占公司总收入 70-80%，20 年受疫情影响 5G 催化逻辑虽有延后，但核心大客户新机型热销、预期 Q2 订单趋势仍然较好，同时新开拓的智能穿戴（TWS 耳机、手环等）、智能物联网（亚马逊、谷歌、戴森等）业务保持较快，未来 3 年预计公司 3C 主业仍有望保持 15%左右的复合增长。

- **创新产品纵向延伸服务链条，提升价值量：**公司与 3C 领域优质客户绑定深厚，除传统包装业务外，积极为客户配套做其他创新产品，如炫光膜、智能锁等。20 年公司炫光膜业务进入放量期，顺利切入小米、华为、OPPO、VIVO 等客户新机型供应体系，预计 20 年有望贡献 1 亿+收入（19 年约 1000+万），21 有望继续翻倍增长；由于炫光膜目前竞争对手较少、且公司产品品质和工艺较优，盈利能力较强。

- **烟酒类包装受益于市场招投标透明化，优质客户持续开拓：**酒包方面公司已取得泸州老窖、茅台、古井贡、洋河、水井坊等中高端白酒品牌合作，20 年伴随新开拓茅台业务开始放量预期将有 30%以上增长。烟标方面受益于 19 年中烟反腐、招标流程透明化，20 年公司新增中标较多，新开拓的湖南中烟、云南中烟客户有望贡献较大增量。

- **禁塑大势下环保包装成长空间广阔，云创业务有望高增：**环保包装顺应限塑大势，公司是海南限塑的战略合作伙伴，今年河南、广东两个省份也出台政策，环保包装市场具备较好的发展前景；公司宜宾工厂 6 月开始投产释放产能、与广西湘桂合作蔗浆完善上游布局，有望获得高速增长。云创业务客户&业务结构多元化，今年除原有支付码业务外新增广告宣传物料等业务，新增良品铺子等客户，预计带来较大增量。

- **盈利预测与投资评级：**短期疫情影响 5G 催化逻辑有所延后，但中长期我们仍然坚定看好公司多领域布局带来的快速成长！预计公司 2020-2022 年收入 113.16/138.37/165.98 亿元，同增 14.9%/22.3%/20.0%；归母净利润 11.76/14.57/ 17.37 亿元，同增 12.5%/23.9%/19.2%；对应 PE 为 20.8X/16.8X/14.1X，维持“买入”评级。

- **风险提示：**新业务放量不达预期，原材料价格大幅波动

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.85
一年最低/最高价	17.44/31.35
市净率(倍)	3.79
流通 A 股市值(百万元)	11862.56

基础数据

每股净资产(元)	7.36
资产负债率(%)	46.13
总股本(百万股)	877.10
流通 A 股(百万股)	425.94

相关研究

1、《裕同科技（002831）：20Q1 经营靓丽，静待综合包装龙头扬帆远航》2020-04-27

2、《裕同科技（002831）：可转债发行落地，推进环保纸塑发展、智能制造升级》2020-04-09

3、《裕同科技（002831）：盈利能力逐季向上，综合包装龙头中期成长通顺》2020-03-01

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 1：裕同科技季度数据一览

单位：百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
营业总收入	1,614.84	1,671.51	2,168.31	3,123.59	1,785.11	1,898.67	2,662.47	3,498.62	1,823.24
YOY	16.18%	31.46%	16.40%	28.88%	10.54%	13.59%	22.79%	12.01%	2.14%
归母净利润	139.32	126.88	276.35	403.03	154.21	141.87	312.26	436.61	142.09
YOY	-14.14%	-14.88%	-7.81%	25.63%	10.69%	11.81%	13.00%	8.33%	-7.86%
扣非归母净利润	79.17	122.67	271.45	386.27	104.12	130.35	305.75	427.16	117.02
YOY	-49.99%	-7.43%	9.09%	34.23%	31.51%	6.26%	12.63%	10.58%	12.39%
毛利率	25.19%	24.01%	31.20%	30.74%	27.09%	28.90%	33.75%	29.30%	25.31%
期间费用率	21.81%	12.84%	14.81%	13.77%	20.92%	19.01%	17.79%	14.36%	17.02%
其中：销售费用	79.00	74.05	92.84	134.62	75.81	95.04	151.76	149.72	56.49
销售费用率	4.89%	4.43%	4.28%	4.31%	4.25%	5.01%	5.70%	4.28%	3.10%
其中：管理费用	176.20	171.14	132.35	144.20	137.16	148.91	179.76	192.88	139.42
研发费用	0.00	0.00	82.34	111.19	87.25	91.45	122.28	134.34	87.24
管理+研发费用率	10.91%	10.24%	9.90%	8.18%	12.57%	12.66%	11.34%	9.35%	12.43%
其中：财务费用	96.95	-30.52	13.70	40.22	73.23	25.61	19.83	25.46	27.12
财务费用率	6.00%	-1.83%	0.63%	1.29%	4.10%	1.35%	0.74%	0.73%	1.49%
归母净利率	8.63%	7.59%	12.74%	12.90%	8.64%	7.47%	11.73%	12.48%	7.79%
存货	821.97	804.28	978.04	943.76	871.89	955.40	1,026.79	1,011.32	1,084.20
较上年同期增减	120.90%	84.40%	26.53%	33.00%	6.07%	18.79%	4.98%	7.16%	24.35%
应收票据	91.91	116.58	91.60	123.34	152.98	94.63	74.74	94.81	128.46
较上年同期增减	37.06	73.39	54.24	82.64	61.07	-21.95	-16.86	-28.53	-24.52
应收账款	2,809.90	2,350.17	2,950.86	3,896.55	2,777.64	2,596.77	3,564.23	4,069.26	3,271.32
较上年同期增减	469.97	402.01	532.82	659.07	-32.26	246.61	613.37	172.70	493.68
应付账款及应付票据	1319.56	1264.97	1489.31	1721.56	1268.98	1236.40	1782.60	1907.76	1591.73
较上年同期增减	426.93	411.10	233.90	346.06	-50.59	-28.57	293.29	186.20	322.75
预收账款	27.01	32.74	42.46	25.15	27.94	29.44	36.16	40.74	0.00
较上年同期增减	16.28	22.20	27.18	9.40	0.93	-3.30	-6.30	15.59	-27.94
经营性现金流净额	203.78	592.64	-28.05	30.52	750.75	447.06	-145.30	313.25	307.83
较上年同期增减	-333.06	141.45	66.40	340.50	546.97	-145.58	-117.25	282.73	-442.92
筹资性现金流净额	246.29	-259.86	68.42	25.06	547.57	-630.97	333.56	-261.12	283.54
较上年同期增减	323.29	-232.96	83.02	-293.04	301.28	-371.11	265.14	-286.19	-264.03
资本开支	177.03	163.09	196.73	202.96	299.70	223.97	194.02	346.00	249.50
较上年同期增减	-52.86	-5.46	-20.83	82.18	122.66	60.89	-2.71	143.04	-50.19
ROE	2.75%	2.50%	5.35%	7.35%	2.70%	2.48%	5.35%	7.07%	2.22%
YOY（±）	-0.97%	-0.87%	-1.25%	0.73%	-0.05%	-0.03%	0.00%	-0.28%	-0.48%
资产负债率	44.77%	45.39%	46.83%	46.61%	45.92%	44.89%	48.47%	47.08%	46.13%
YOY（±）	5.78%	5.25%	4.64%	2.50%	1.14%	-0.50%	1.65%	0.47%	0.21%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：裕同科技收入拆分一览

单位：亿元	16H1	16H2	2016	17H1	17H2	2017	18H1	18H2	2018	19H1	19H2	2019
营业收入	20.21	35.21	55.42	26.61	42.87	69.48	32.86	52.92	85.78	36.84	61.61	98.45
yoy				31.67%	21.76%	25.37%	23.49%	23.44%	23.46%	12.11%	16.42%	14.77%
毛利率	31.13%	36.20%	34.35%	31.19%	31.76%	31.54%	24.59%	30.93%	28.50%	28.02%	31.23%	30.03%
按产品拆分												
彩盒	14.41	27.20	41.61	19.46	32.30	51.76	24.37	37.31	61.68	26.15	44.36	70.51
yoy				35.05%	18.75%	24.39%	25.23%	15.51%	19.17%	7.30%	18.90%	14.32%
占比	71.30%	77.25%	75.08%	73.13%	75.34%	74.50%	74.16%	70.50%	71.90%	70.98%	72.00%	71.62%
毛利率	32.76%	37.26%	35.70%	32.03%	33.02%	32.65%	25.33%	32.39%	29.60%	30.43%	31.91%	31.36%
纸箱	2.14	3.14	5.28	2.94	3.69	6.63	3.42	4.98	8.40	3.55	5.85	9.40
yoy				37.38%	17.52%	25.57%	16.33%	34.96%	26.70%	3.70%	3.70%	3.70%
占比	10.59%	8.92%	9.53%	11.05%	8.61%	9.54%	10.41%	9.41%	9.79%	9.64%	9.50%	9.55%
毛利率	25.53%	25.50%	25.51%	21.23%	12.71%	16.49%	12.82%	20.88%	17.60%	14.97%	22.06%	19.38%
说明书	1.61	2.94	4.55	2.47	4.05	6.52	2.97	3.89	6.86	3.08	4.08	7.16
yoy				53.42%	37.76%	43.30%	20.24%	-3.95%	5.21%	3.62%	3.62%	3.62%
占比	7.97%	8.35%	8.21%	9.28%	9.45%	9.38%	9.04%	7.35%	8.00%	8.36%	6.62%	7.27%
毛利率	32.12%	41.87%	38.42%	37.16%	42.99%	40.78%	31.29%	45.35%	39.26%	33.37%	43.99%	39.42%
不干胶贴纸	0.56	0.61	1.17	0.47	0.78	1.25	0.47	1.54	2.01	0.81	1.29	2.10
yoy				-16.07%	27.87%	6.84%	0.00%	97.44%	60.80%	72.55%	72.55%	72.55%
占比	2.77%	1.73%	2.11%	1.77%	1.82%	1.80%	1.43%	2.91%	2.34%	2.20%	2.09%	2.14%
毛利率	34.97%	39.34%	37.25%	31.71%	37.19%	35.13%	31.15%	25.24%	26.62%	24.72%	30.24%	28.11%
其他	1.35	1.46	2.81	1.28	2.04	3.32	1.63	5.20	6.83	3.25	6.03	9.28
yoy				-5.19%	39.73%	18.15%	27.34%	154.90%	105.72%	99.47%	99.47%	99.47%
占比	6.68%	4.15%	5.07%	4.81%	4.76%	4.78%	4.96%	9.83%	7.96%	8.82%	9.79%	9.43%
毛利率	20.05%	26.07%	23.18%	29.57%	21.89%	24.85%	24.15%	20.91%	21.68%	18.65%	26.67%	23.86%
按渠道拆分												
外销	13.07	25.22	38.29	17.00	29.30	46.30	19.00	29.92	48.92	19.28	36.83	56.11
yoy				30.07%	16.18%	20.92%	11.76%	2.12%	5.66%	1.47%	23.09%	14.69%
内销	7.14	9.99	17.13	9.61	13.56	23.17	13.86	23.00	36.86	17.56	24.78	42.34
yoy				34.59%	35.74%	35.26%	44.22%	69.62%	59.09%	26.66%	7.74%	14.86%

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

裕同科技三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	7424	7938	9079	10345
现金	1521	1301	1799	2158
应收账款	4069	5146	5255	6330
存货	1011	807	1185	984
其他流动资产	822	683	839	874
非流动资产	5150	5301	5676	5947
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3865	4202	4545	4800
在建工程	197	183	169	156
无形资产	430	421	411	400
其他非流动资产	658	494	551	591
资产总计	12575	13238	14755	16292
流动负债	5009	4797	5099	5195
短期借款	2577	2726	2726	3032
应付账款	1552	1344	1588	1378
其他流动负债	879	727	785	786
非流动负债	912	980	1064	1156
长期借款	759	835	918	1010
其他非流动负债	153	146	146	146
负债合计	5920	5777	6163	6351
少数股东权益	293	191	247	243
归属母公司股东权益	6362	7271	8346	9698
负债和股东权益	12575	13238	14755	16292

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1366	286	1930	1056
投资活动现金流	-975	-1653	-1730	-1625
筹资活动现金流	-11	1147	297	928
现金净增加额	365	-220	497	359
折旧和摊销	348	248	359	393
资本开支	1064	1064	1142	1037
营运资本变动	-336	725	839	1170

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9845	11316	13837	16598
减:营业成本	6889	8000	9761	11711
营业税金及附加	71	76	95	115
营业费用	472	501	627	754
管理费用	1094	1185	1472	1779
财务费用	144	132	126	141
资产减值损失	-22	79	99	111
加:投资净收益	30	21	41	35
其他收益	86	51	58	65
营业利润	1273	1415	1755	2086
加:营业外净收支	-10	-2	-2	-5
利润总额	1263	1413	1753	2081
减:所得税费用	196	219	272	322
少数股东损益	23	19	25	22
归属母公司净利润	1045	1176	1457	1737
EBIT	1390	1630	1977	2354
EBITDA	1738	1878	1977	2747

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.19	1.34	1.66	1.98
每股净资产(元)	7.25	8.29	9.52	11.06
发行在外股份(百万股)	877	877	877	877
ROIC(%)	11.7%	12.5%	13.7%	14.2%
ROE(%)	17.0%	16.9%	18.5%	19.0%
毛利率(%)	30.0%	29.3%	29.5%	29.4%
销售净利率(%)	10.6%	10.4%	10.5%	10.5%
资产负债率(%)	47.1%	43.6%	41.8%	39.0%
收入增长率(%)	14.8%	14.9%	22.3%	20.0%
净利润增长率(%)	10.5%	12.5%	23.9%	19.2%
P/E	23.38	20.78	16.77	14.07
P/B	3.84	3.36	2.93	2.52
EV/EBITDA	16.59	15.39	14.56	10.42

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn