

# 22年表现靓丽，海外市场开拓顺利

## 裕同科技(002831)

评级:	买入	股票代码:	002831
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	34.93/23.3
目标价格:		总市值(亿)	239.51
最新收盘价:	25.74	自由流通市值(亿)	133.94
		自由流通股数(百万)	520.35

### 事件概述

裕同科技发布 2022 年年报及 2023 年一季度报。2022 年公司实现营收 163.62 亿元，同比+9.49%；归母净利润 14.88 亿元，同比+45.46%。分季度看，Q4 单季度营业收入 43.25 亿元，同比-11.52%；归母净利润 4.69 亿元，同比+31.92%。Q4 公司收入有所下滑主要系受上年同期高基数影响以及 Q4 疫情反复，市场消费活动受到一定抑制。利润端整体增速亮眼，我们预计主要受上游原材料价格回落影响以及公司积极实施降本增效，精细化运营管理取得一定效果。现金流方面，2022 年公司经营活动产生的现金流量净额为 26.21 亿元，同比+123.37%，主要系报告期内收到增值税退税款增加以及销售增量致销售商品、提供劳务收到的现金较上年同期增加所致。

2023Q1 公司实现营业收入 29.12 亿元，同比-14.37%；归母净利润 1.81 亿元，同比-18.49%，盈利能力有所下滑，主要系受上年同期高基数影响。现金流方面，2023Q1 公司经营活动产生的现金流量净额为 10.38 亿元，同比+171.77%，主要系报告期内销售下滑致当期采购支出下降，同时 2022 年下半年销售较上年同期有较大增长，致本期收到到期账款金额增加所致。

此外，公司拟每 10 股派发现金红利 3.26 元（含税），持续回馈广大投资者。

### 分析判断：

#### ► 收入端：营收逆势增长，海外市场不断开拓。

面对 2022 年国际冲突、疫情反复、下游消费终端需求疲软等不利大环境下，公司通过全球化布局以及加强智能制造升级实现营收逆势增长。分产品看，2022 年公司纸制精品包装产品、包装配套产品、环保纸塑产品分别实现收入 118.13、28.38、11.17 亿元，同比分别+3.77%、+13.28%、+61.58%，各主要业务均实现稳定增长；其中，得益于公司在研发创新、生产布局、市场拓展等多方面持续发力，公司成功开发出多种环保包装新材料（例如全植物纤维环保猫砂产品），推动公司环保纸塑产品收入延续高增长态势；此外，公司在深耕消费电子包装市场的基础上，持续发力烟包、化妆品等业务。烟包方面，2022 年公司烟包业务的新市场开拓取得突破，河南和陕西市场均实现营收增长；化妆品方面，公司高端品牌客户份额稳健增长，致力于打造行业领先的销-产-供智能化服务体系。此外，报告期内，公司完成了对深圳仁禾和深圳华宝利的收购，增强产业协同，有望进一步扩大公司业务范围和营收增长点。分地区看，2022 年公司国内、国外市场分别实现收入 131.32、32.30 亿元，同比分别+4.24%、+37.72%，在国内市场消费环境疲软的情况下，公司积极开拓海外市场，把握全球化趋势，分散经营风险。截至 2022 年底，公司于业内率先在越南、印度、印尼、泰国和马来西亚建立了 7 个生产基地，当前在全球已建有 50 余家生产基地和服务中心，持续深化全球布局，构建稳定供应体系。

#### ► 盈利端：盈利能力优异，期间费用率管控良好。

盈利能力方面，2022 年公司毛利率、净利率分别为 23.75%、9.64%，同比分别+2.21pct、+2.45pct。其中，Q4 单季度毛利率、净利率分别为 26.29%、11.30%，同比分别+5.13pct、+3.67pct，盈利能力表现亮眼，主要受益于上游原材料价格回落影响。分业务看，2022 年公司纸制精品包装产品、包装配套产品、环保纸塑产品毛利率分别为 23.99%、21.58%、23.08%，同比分别+2.77pct、+1.19pct、-4.05pct，公司占营收比 72.20%的纸制精品包装产品受益于浆价下跌带来的纸价回落，成本端压力逐渐减小，毛利率改善明显。期间费用率方面，2022 年公司期间费用率为 11.86%，同比-1.25pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 2.47%、

5.44%、4.10%、-0.16%，同比分别+0.02pct、-0.04pct、+0.15pct、-1.38pct，整体费用率持续优化。

2023Q1 单季度公司毛利率、净利率分别为 23.72%、6.14%，同比分别+2.91pct、-0.58pct，Q1 毛利率有较大改善，主要系持续受益于浆价下跌带来的成本压力下行。期间费用率方面，2023Q1 公司期间费用率为 16.95%，同比+4.09pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 2.55%、7.00%、5.13%、2.27%，同比+0.04pct、+1.42pct、+1.25pct、+1.38pct，财务费用率的上涨主要系报告期内人民币升值幅度较大导致汇兑损失增加所致。

### 投资建议

公司多元化客户开拓渐显成效，消费电子大客户份额持续提升，烟包、化妆品、环保包装等其他领域快速发展，未来可期。考虑到 2023Q1 在消费复苏较强的大环境下公司销售有所下滑，我们调整此前盈利预测，公司 2023-2024 年营业收入分别由 207.69/238.43 亿元下调至 180.45/208.28 亿元；2023-2024 年 EPS 分别由 1.96/2.31 元下调至 1.82/2.15 元，并预计公司 2025 年营业收入、EPS 分别为 237.55 亿元、2.47 元，对应 2023 年 4 月 26 日收盘价 25.74 元/股，PE 分别为 14/12/10 倍，维持公司“买入”评级。

### 风险提示

原材料价格大幅波动风险；客户拓展不及预期风险；行业竞争加剧风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14,944	16,362	18,045	20,828	23,755
YoY (%)	26.8%	9.5%	10.3%	15.4%	14.1%
归母净利润(百万元)	1,023	1,488	1,698	1,996	2,300
YoY (%)	-8.7%	45.5%	14.1%	17.6%	15.2%
毛利率 (%)	21.6%	23.7%	24.6%	24.9%	25.2%
每股收益 (元)	1.09	1.61	1.82	2.15	2.47
ROE	11.0%	14.5%	14.9%	15.5%	15.8%
市盈率	23.55	15.97	14.11	12.00	10.41

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

研究助理：宋姝旺

邮箱：songsw@hx168.com.cn

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	16,362	18,045	20,828	23,755	净利润	1,577	1,797	2,112	2,434
YoY (%)	9.5%	10.3%	15.4%	14.1%	折旧和摊销	800	610	720	759
营业成本	12,477	13,607	15,638	17,778	营运资金变动	44	-1,127	-483	-1,200
营业税金及附加	81	97	115	133	经营活动现金流	2,621	1,410	2,456	2,115
销售费用	404	469	583	689	资本开支	-1,527	-519	-631	-511
管理费用	890	1,029	1,166	1,309	投资	-227	-231	-270	-320
财务费用	-25	99	110	103	投资活动现金流	-2,456	-748	-841	-745
研发费用	671	758	896	1,045	股权募资	26	-31	0	0
资产减值损失	-29	0	0	0	债务募资	543	522	522	524
投资收益	-91	-36	21	48	筹资活动现金流	-362	-174	-215	-283
营业利润	1,857	2,076	2,472	2,881	现金净流量	-59	488	1,400	1,086
营业外收支	-51	-20	-30	-50					
利润总额	1,806	2,056	2,442	2,831	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	229	260	330	396	<b>成长能力</b>				
净利润	1,577	1,797	2,112	2,434	营业收入增长率	9.5%	10.3%	15.4%	14.1%
归属于母公司净利润	1,488	1,698	1,996	2,300	净利润增长率	45.5%	14.1%	17.6%	15.2%
YoY (%)	45.5%	14.1%	17.6%	15.2%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	1.61	1.82	2.15	2.47	毛利率	23.7%	24.6%	24.9%	25.2%
					净利率	9.1%	9.4%	9.6%	9.7%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	7.1%	7.2%	7.7%	7.8%
货币资金	3,317	3,805	5,205	6,291	净资产收益率 ROE	14.5%	14.9%	15.5%	15.8%
预付款项	293	361	393	445	<b>偿债能力</b>				
存货	1,766	2,147	2,321	2,772	流动比率	1.48	1.54	1.65	1.71
其他流动资产	6,793	8,422	8,923	10,948	速动比率	1.21	1.25	1.35	1.41
流动资产合计	12,169	14,734	16,842	20,457	现金比率	0.40	0.40	0.51	0.53
长期股权投资	9	12	16	21	资产负债率	48.9%	49.3%	47.6%	47.7%
固定资产	5,733	5,241	4,667	4,052	<b>经营效率</b>				
无形资产	745	849	904	964	总资产周转率	0.82	0.81	0.84	0.86
非流动资产合计	8,897	8,970	9,071	9,043	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	21,066	23,704	25,913	29,500	每股收益	1.61	1.82	2.15	2.47
短期借款	3,878	4,400	4,922	5,446	每股净资产	11.01	12.26	13.82	15.64
应付账款及票据	3,020	3,812	3,901	4,893	每股经营现金流	2.82	1.52	2.64	2.27
其他流动负债	1,303	1,362	1,397	1,634	每股股利	0.33	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	8,202	9,574	10,220	11,973	<b>估值分析</b>				
长期借款	1,574	1,574	1,574	1,574	PE	15.97	14.11	12.00	10.41
其他长期负债	535	535	535	535	PB	3.00	2.10	1.86	1.65
非流动负债合计	2,109	2,109	2,109	2,109					
负债合计	10,311	11,683	12,329	14,082					
股本	931	930	930	930					
少数股东权益	513	612	728	862					
股东权益合计	10,755	12,021	13,584	15,418					
负债和股东权益合计	21,066	23,704	25,913	29,500					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，10年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，8年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

宋姝旺：轻工行业助理分析师。2021年7月加入华西证券，悉尼大学金融学硕士，阿德莱德大学会计学学士。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。