

## 裕同科技 (002831.SZ) 多元业务稳拓展，静待 5G 东风来

2020 年 05 月 29 日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

吕明 (分析师)

周嘉乐 (联系人)

孟昕 (联系人)

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

mengxin@kysec.cn

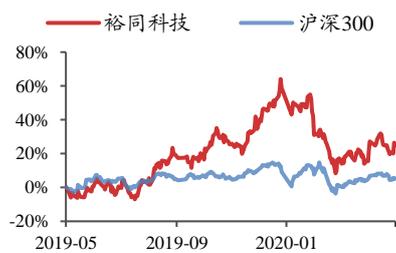
证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790120030019

证书编号: S0790120040004

日期	2020/5/28
当前股价(元)	23.81
一年最高最低(元)	31.68/16.60
总市值(亿元)	208.84
流通市值(亿元)	101.42
总股本(亿股)	8.77
流通股本(亿股)	4.26
近 3 个月换手率(%)	52.92

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

● **3C 包装业务静待 5G 拐点，多元业务稳步拓展，首次覆盖给予“买入”评级**  
裕同科技以 3C 包装业务为根基，是国内中高端纸包装领域龙头。2020 年 5G 换机潮迹象已现，公司 3C 包装业务有望迎来发展拐点，同时非 3C 业务中酒包、烟标、日化包装、环保包装以及云印刷业务齐头并进，ROE 有望触底回升。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 11.89/14.52/17.21 亿元，对应 EPS 分别为 1.36/1.66/1.96 元，当前股价对应 PE 为 18/14/12 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● **5G 换机拐点叠加智能家居、智能穿戴兴起，3C 包装业务有望重回较快增长**  
2020 年 4 月，国内手机出货量当月同比增长 14.2%，其中 5G 手机提供主要增量，当月 5G 手机出货量占比达到 39%，5G 换机潮拐点迹象已逐步显现。参考 3G/4G 换机周期，5G 手机放量有望给相关产业链带来 2-3 年的景气周期。公司国际大客户订单份额稳定，国内客户逐步拓展。2020H2 伴随 5G 建设进一步完善，A 客户发布 5G 新机型等事件催化，公司 5G 手机相关订单放量可期。此外，智能家居和智能穿戴设备带来增量空间，公司 3C 包装业务有望重回较快增长。

● **非 3C 包装业务多元拓展，订单逐步释放提供业绩增长新动力**  
酒包业务，公司持续开拓中高端酒企，已成功切入贵州茅台等高端白酒企业，订单放量在即；烟标业务，招标市场机制优化，公司收购武汉艾特，增速有望进一步加快；日化包装方面，公司已成功导入玫琳凯、联合利华等客户；环保纸塑方面，公司宜宾与海南工厂逐步落地，生产效率优于行业；云印刷方面，蓝海市场空间广阔，裕同云创优势显著。公司多元业务业绩逐步释放提供增长新动力。

● **原材料下行叠加产能利用效率提升、汇率风险敞口缩小，ROE 有望触底回升**  
公司近年 ROE 下滑主要由于：1) 期间费用率增长和原材料价格波动影响销售净利率。2) 上市后公司迎来了产能建设的高峰期，总资产较快增长而产能利用率和收入仍处于逐步提升的过程中，导致总资产周转率阶段性降低。受益于原材料价格下行，产能利用效率提升和汇率风险敞口减小，公司 ROE 有望触底回升。

● **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	10,863	13,108	15,473
YOY(%)	23.5	14.8	10.3	20.7	18.0
归母净利润(百万元)	946	1,045	1,189	1,452	1,721
YOY(%)	1.5	10.5	13.8	22.1	18.6
毛利率(%)	28.5	30.0	29.8	29.9	30.3
净利率(%)	11.0	10.6	10.9	11.1	11.1
ROE(%)	16.6	16.0	15.8	17.1	17.6
EPS(摊薄/元)	1.08	1.19	1.36	1.66	1.96
P/E(倍)	22.1	20.0	17.6	14.4	12.1
P/B(倍)	3.7	3.3	2.9	2.5	2.2

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、 裕同科技：中高端纸包装领域龙头企业 .....	5
1.1、 发展历程：以消费电子包装为根基，不断拓展多元业务 .....	5
1.2、 公司业绩持续增长，盈利能力有望回升 .....	6
1.3、 股权结构集中稳定，股份回购彰显信心，员工持股激发积极性 .....	9
2、 3C 业务：5G 换机拐点将至，智能家居+智能穿戴设备兴起 .....	10
2.1、 5G 换机潮将至，消费电子包装业务拐点可期 .....	10
2.2、 下游智能家居+智能穿戴设备兴起，有望带来业绩增量 .....	13
2.2.1、 智能家居市场快速增长，公司切入优质客户供应链 .....	13
2.2.2、 智能穿戴风潮已至，TWS 耳机等产品前景可期 .....	13
2.3、 核心竞争力：技术优势、服务能力、客户积累 .....	14
3、 非 3C 业务：多元化业务稳步拓展，业务结构不断优化 .....	17
3.1、 酒包业务：持续开拓中高端酒企，订单逐步放量 .....	17
3.2、 烟标业务：收购武汉艾特，市场机制改变带来发展机遇 .....	19
3.3、 日化包装：化妆品行业稳健发展，高端客户订单有望逐步释放 .....	21
3.4、 环保纸塑：政策助力，环保布局逐步展开 .....	22
3.5、 云印刷：布局云印刷蓝海市场，裕同云创优势明晰 .....	23
4、 产能释放规模效应渐显，ROE 有望触底回升 .....	26
4.1、 全球生产布局业已形成，智能工厂助力成本优势 .....	26
4.2、 产能利用率提升、原材料下行、汇率风险降低，ROE 有望触底回升 .....	28
5、 盈利预测与投资建议 .....	30
5.1、 关键假设 .....	30
5.2、 盈利预测与估值 .....	30
6、 风险提示 .....	30
附：财务预测摘要 .....	31

## 图表目录

图 1： 裕同科技由消费类电子包装逐步拓展到烟酒、日化、环保包装等多元业务 .....	5
图 2： 裕同科技形成以 3C 包装为根基，多元业务协同发展的业务布局 .....	6
图 3： 2015-2019 年公司收入复合增长率达 23.08% .....	6
图 4： 2015-2019 年归母净利润复合增长率达 12.25% .....	6
图 5： 2020 年公司第一季度收入同比增长 2.14% .....	7
图 6： 2020 年公司第一季度归母净利润同比下降 7.86% .....	7
图 7： 裕同科技内销增速较快 .....	7
图 8： 裕同科技以外销为主 .....	7
图 9： 裕同科技彩盒收入保持双位数增长（亿元） .....	8
图 10： 彩盒收入占比稳定在 70%以上 .....	8
图 11： 公司期间费用率有所提升 .....	8
图 12： 2019 年各产品毛利率有所回升 .....	9
图 13： 裕同科技盈利能力有望提升 .....	9
图 14： 裕同科技股权结构集中稳定 .....	9
图 15： 2013-2016 年消费类电子类包装平均占比为 87% .....	10

图 16: 公司收入增速与智能手机出货量增速拟合度较高.....	10
图 17: 5G 手机出货量拉动手机总出货量提升 .....	11
图 18: 我国 5G 手机出货量高速增长 .....	11
图 19: 3G/4G 手机出货量上升周期约为 2-3 年 .....	11
图 20: 华为手机出货量保持稳健增长 .....	12
图 21: 国产品牌手机出货量市场份额稳中有升 .....	12
图 22: 我国智能家居市场高速发展 .....	13
图 23: 中国智能家居渗透率提升空间较大 .....	13
图 24: 智能音箱出货量逐年攀升 .....	13
图 25: 智能音箱市场中客户集中度较高 .....	13
图 26: 智能穿戴设备发展如火如荼 .....	14
图 27: 智能穿戴方面主要客户市场占有率高 .....	14
图 28: TWS 耳机呈现爆发式增长.....	14
图 29: 手机厂商在 TWS 耳机市场市占率超 60%.....	14
图 30: 裕同科技研发投入持续增长 .....	15
图 31: 裕同科技研发数量占比逐年提升 .....	15
图 32: 裕同科技研发硕果累累, 研发实力行业领先 .....	15
图 33: 裕同科技提供包装整体解决方案 .....	16
图 34: 前五大客户销售收入占比逐年降低 .....	17
图 35: 白酒行业向存量市场过度 .....	17
图 36: 规模以上白酒企业数量逐年减少 .....	17
图 37: 裕同科技提供全方位产品包装服务 .....	19
图 38: 五大优势保障产品创意质量 .....	19
图 39: 裕同科技不断开发中高端白酒客户 .....	19
图 40: 卷烟产销量逐渐保持稳定 .....	20
图 41: 烟标行业毛利率较高 .....	20
图 42: 武汉艾特业绩逐步提升 .....	20
图 43: 2014-2019 化妆品类零售额 CAGR 为 10.4%.....	21
图 44: 高端化妆品类占比逐步提升 .....	21
图 45: 美妆个护品牌市场份额前十中裕同客户占据 3 位.....	22
图 46: 裕同科技日化类客户资源丰富 .....	22
图 47: 裕同科技开发全降解纸托 .....	23
图 48: 裕同云创产品与服务覆盖客户多层面需求 .....	24
图 49: 云印刷用户规模逐年递增 .....	24
图 50: 云印刷市场规模快速扩大 .....	24
图 51: 一体化运营模式供应链管理、品控更优 .....	25
图 52: 裕同云创拥有全套印刷设备 .....	25
图 53: 裕同科技产能及服务中心全球化布局 .....	27
图 54: 2019 年裕同科技营业成本中直接人工占比 15% .....	27
图 55: 裕同科技 ROE 下降幅度收窄 .....	28
图 56: 裕同科技净利率相对稳定 .....	28
图 57: 裕同科技总资产周转率逐年下降 .....	28
图 58: 裕同科技权益乘数稳定 .....	28
图 59: 公司固定资产快速增长 .....	29
图 60: 2019 年在建工程有所降低 .....	29

图 61: 短期原材料价格维持低位水平 .....	29
图 62: 纸类原料占原材料占比较高 .....	29
图 63: 人民币贬值有利于公司减少汇兑损失 .....	30
图 64: 人民币升值压力有限 .....	30
表 1: 公司两次回购股份彰显公司信心 .....	10
表 2: 持股计划激发员工积极性 .....	10
表 3: 公司主要客户 5G 手机开发速度快 .....	12
表 4: 公司客户关系长期稳定 .....	16
表 5: 2019 年中高端酒包市场规模估算为 229 亿元 .....	18
表 6: 烟标行业 2019 年市场规模估算为 341 亿元 .....	20
表 7: 裕同科技加快大型烟草客户开发 .....	21
表 8: 国家限塑政策日趋严格 .....	22
表 9: 裕同云创产品出货周期具有优势 .....	25
表 10: 募投项目扩建产能, 提升生产交付能力 .....	26
表 11: 2020 年 4 月公司发行可转债继续扩充产能 .....	26
表 12: 部分包装行业公司估值情况; 裕同科技作为行业龙头, 有望享受一定估值溢价 .....	30

## 1、裕同科技：中高端纸包装领域龙头企业

裕同科技主要从事中高端纸包装产品的研发、生产与销售，客户覆盖消费类电子、烟酒、日化大健康、化妆品、食品等多行业，是国内领先的包装整体方案解决商。

### 1.1、发展历程：以消费电子包装为根基，不断拓展多元业务

公司发展历程主要可分为三个阶段：

**1) 绑定优质大客户阶段：**1996年裕同包装印刷厂成立。2000年获得首个国际客户索尼的订单，进军消费类电子包装业务。公司严格把控产品品质，从而逐步获得各大知名客户订单。2001年公司切入富士康供应链，随后相继成为任天堂、三星、华为、和硕等企业的供应商，合作关系一直维系至今。

**2) 包装服务商转型阶段：**2005年公司开展“制造+服务”的全国布局，2008年提出由包装制造商到包装服务商的战略转型，定位高端包装整体解决方案提供商。2010年公司成立越南裕同，全球化布局逐步打开，客户资源增多，与戴尔、惠普、纬创等企业建立合作关系。2012年裕同科技营收超23亿，获评中国包装优秀品牌。

**3) 业务多元化阶段：**伴随消费类电子包装业务发展成型，公司开始寻找新的增长点。公司2013年切入泸州老窖、古井贡酒供应链，打开酒包市场；2015年涉足环保包装、智慧物联、云包装等领域；2016年收购云创文化，加快互联网布局；2018年3月取得武汉艾特控股权，切入烟标业务，同年9月收购江苏德晋，逐步打开日化消费品包装市场。此外，公司分别于2018、2020年投资宜宾环保纸塑项目与海南环保与高端包装产业基地，加码环保包装业务布局。

图1：裕同科技由消费类电子包装逐步拓展到烟酒、日化、环保包装等多元业务

1996-2004	2005-2012	2013-至今
<p><b>绑定优质大客户阶段</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>1996年裕同包装印刷厂成立</li> <li>2000年获得首个国际客户索尼订单</li> <li>2001年开始与富士康合作</li> <li>2002年裕同科技注册成立</li> <li>2003年成为任天堂、三星供应商</li> <li>2004年成为华为、和硕供应商</li> </ul>	<p><b>包装服务商转型阶段</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>2005年开展“制造+服务”的全国布局；营收规模达6亿元，迈入中、大型印刷包装企业的行列</li> <li>2008年开始定位于高端包装整体解决方案提供商；成为广达、摩托罗拉供应商</li> <li>2010年全球布局打开，成立越南裕同；成为戴尔、惠普、捷普、纬创等供应商</li> <li>2012年营业收入超过23亿元，获评中国包装优秀品牌</li> </ul>	<p><b>业务多元化阶段</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>2013年切入泸州老窖、古井贡酒供应链，开始拓展酒包业务</li> <li>2015年开启全面战略发展，研发环保包装、智慧物联、云包装</li> <li>2016年收购云创文化</li> <li>2017年与2018年合计收购武汉艾特51%股权，切入烟标业务</li> <li>2018年投资建设宜宾环保纸塑项目，加强环保包装业务；收购江苏德晋，切入日化包装领域</li> <li>2020年在海南开启裕同科技环保及高端包装产业基地项目</li> </ul>

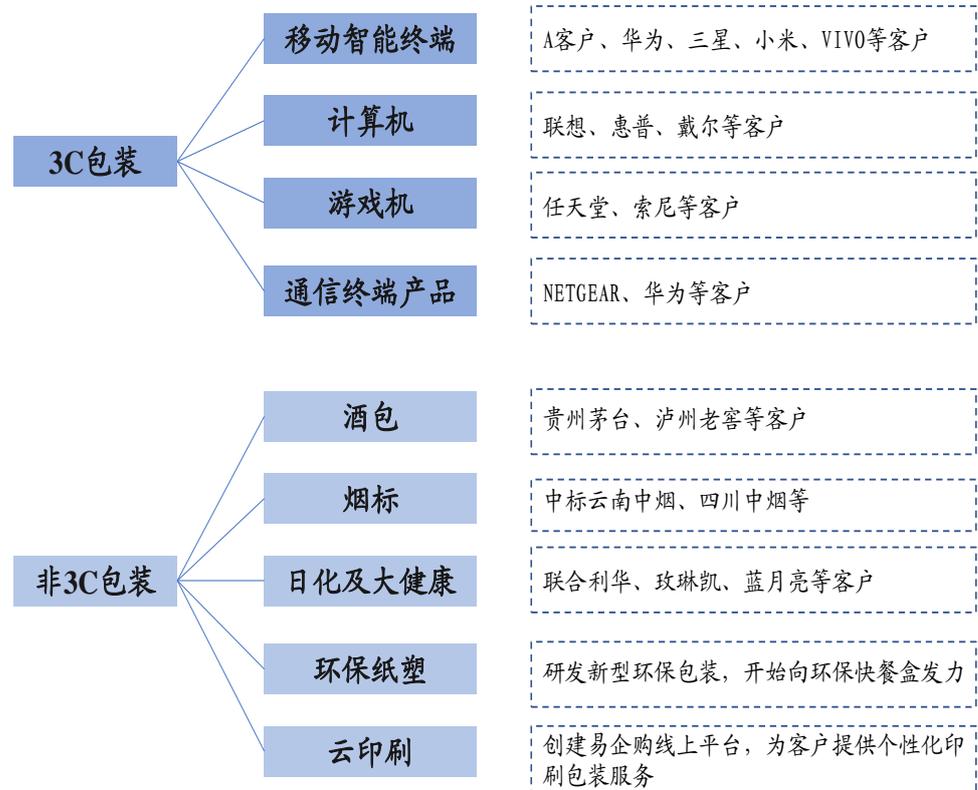
资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

经过多年积累，公司已形成以3C消费电子包装为根基，酒包、烟标、日化包装、环保纸塑、云印刷等业务协同发展的多元化布局。

1) 3C包装方面，公司基本实现了消费类电子行业客户的全面覆盖，主要客户涵盖了移动智能终端、计算机、游戏机、通信终端产品等主要领域。且主要合作客户均为各自领域内全球领先的知名企业。我们预计公司2019年3C包装业务收入占比仍超过70%。2) 非3C包装方面，2019年，公司酒包及环保包装领域增长较快，日化

及大健康包装维持正常增长。烟标受益于市场机制变化，未来发展有望提速。

图2：裕同科技形成以3C包装为根基，多元业务协同发展的业务布局

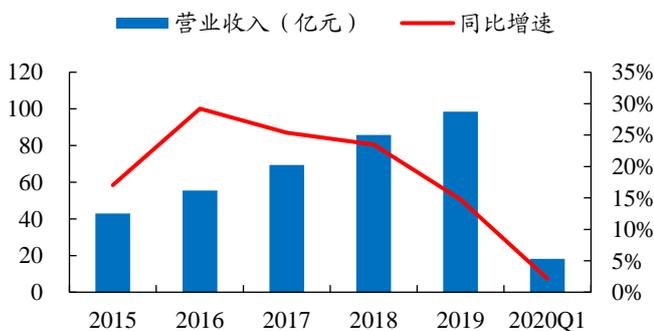


资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.2、公司业绩持续增长，盈利能力有望回升

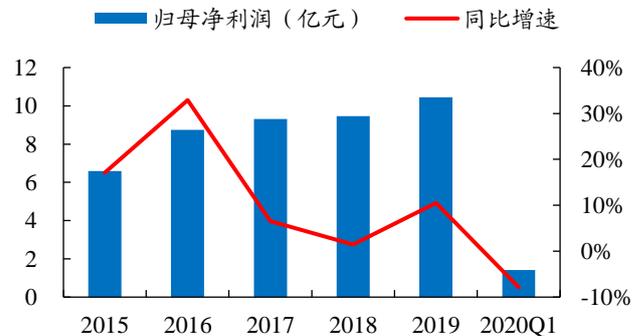
公司业绩持续增长，静待5G周期拐点。2015-2019年公司收入CAGR为23.08%，归母净利润CAGR为12.25%，整体维持较快增长。但2017-2018年4G周期下行叠加原材料价格上升等因素，公司营收与归母净利增速有所下滑。2019年原材料价格下降，公司实现营业收入98.45亿元，同比增长14.77%；归母净利润为10.45亿元，同比增长10.51%。2020Q1在疫情影响下，公司增长体现一定韧性，收入同比增长2.1%，静待2020年下半年5G换机周期的拐点到来。

图3：2015-2019年公司收入复合增长率达23.08%



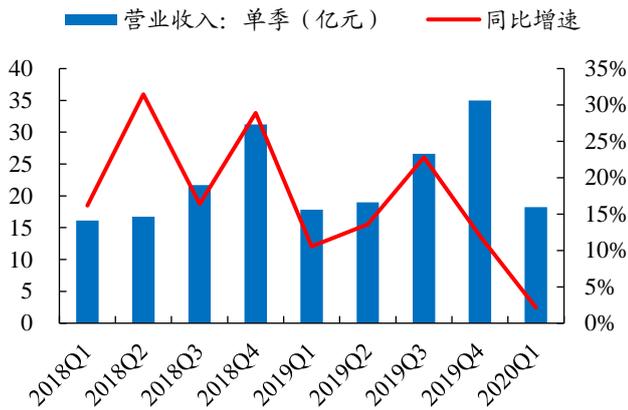
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2015-2019年归母净利润复合增长率达12.25%



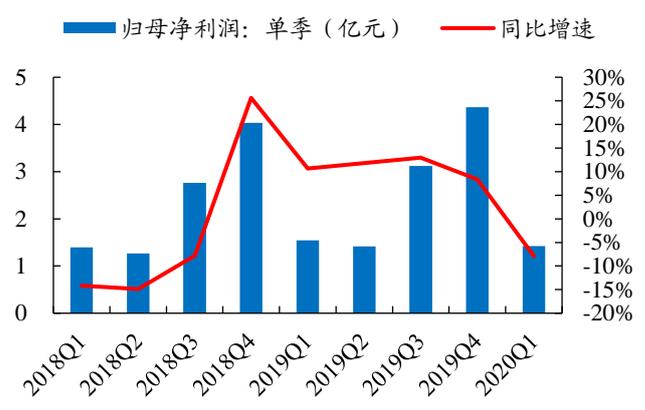
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：2020年公司第一季度收入同比增长2.14%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

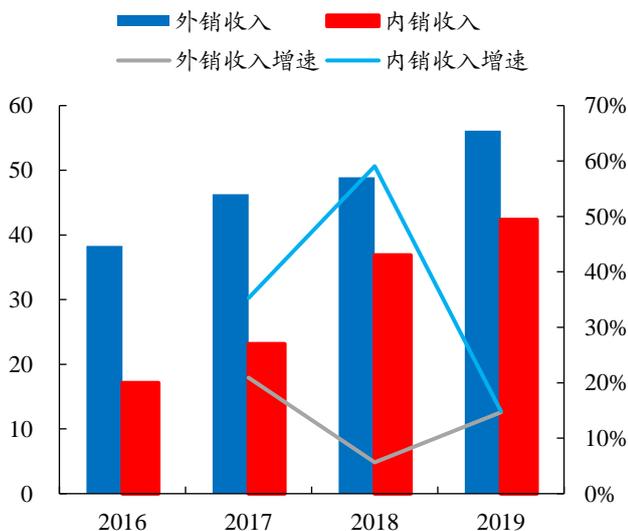
图6：2020年公司第一季度归母净利润同比下降7.86%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

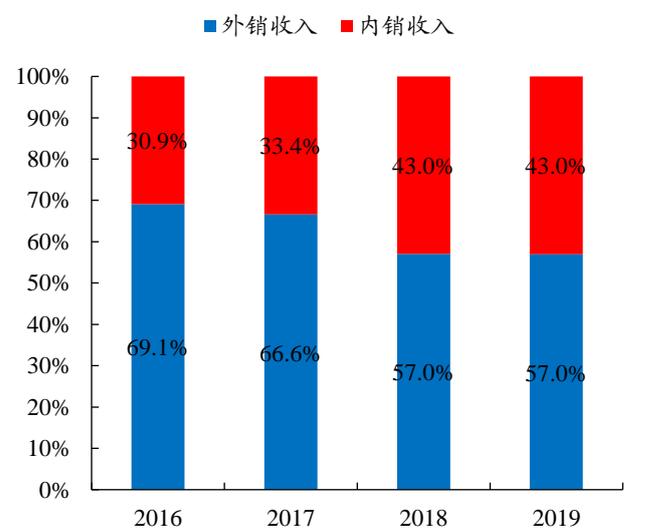
分地区看，外销为主，内销占比逐渐提升。2019年，公司收入仍以外销为主，外销（包括转厂出口、出口到保税区、直接出口）收入56.1亿元，同比增长14.7%，收入占比为57%。但2015年后，公司客户结构不断优化，海外大客户销售占比逐渐下降，国内客户订单加速拓展，客户结构更加多元化。2019年，公司内销收入42.3亿元，同比增长14.9%，收入占比提升至43%。

图7：裕同科技内销增速较快



数据来源：公司公告、开源证券研究所

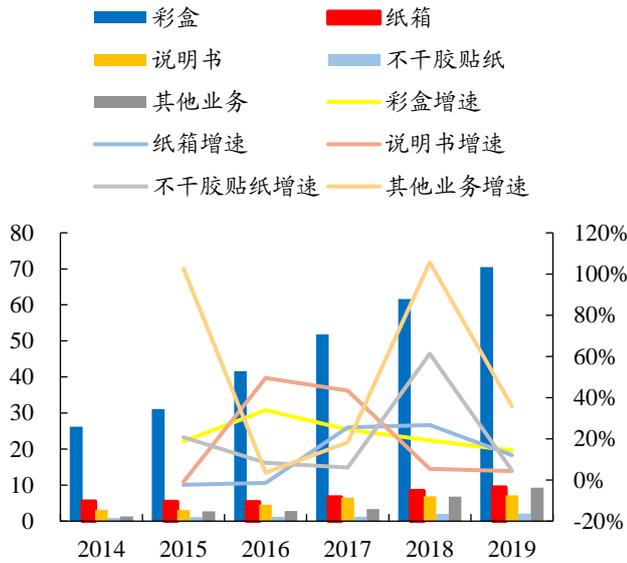
图8：裕同科技以外销为主



数据来源：公司公告、开源证券研究所

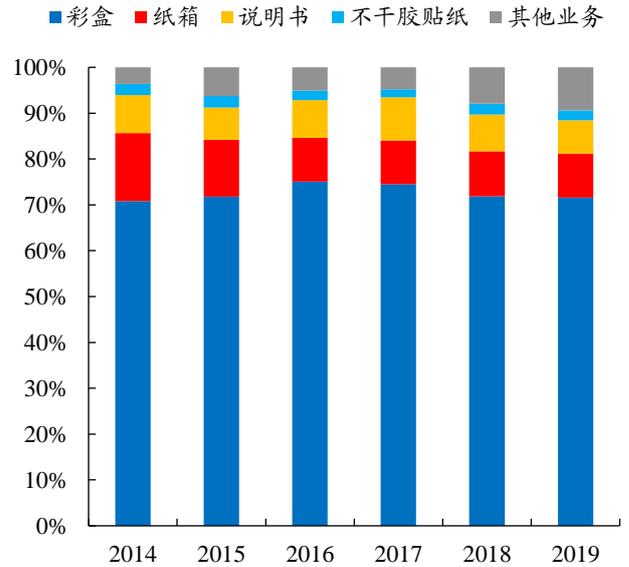
分产品看，彩盒收入占比稳定在70%以上，并保持双位数增长。2014年至今，公司彩盒产品（主要用于3C产品、化妆品、烟包、酒盒、奢侈品等外包装应用）收入占比始终维持在70%以上，2019年彩盒、纸箱、说明书、不干胶贴纸占比分别为71.6%/9.5%/7.3%/2.1%。其中，彩盒实现收入70.5亿元，同比增长14.3%；纸箱实现收入9.4亿元，同比增长12.0%；说明书实现收入7.2亿元，同比增长4.3%；不干胶贴纸实现收入2.0亿元，同比增长4.6%。

图9: 裕同科技彩盒收入保持双位数增长(亿元)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

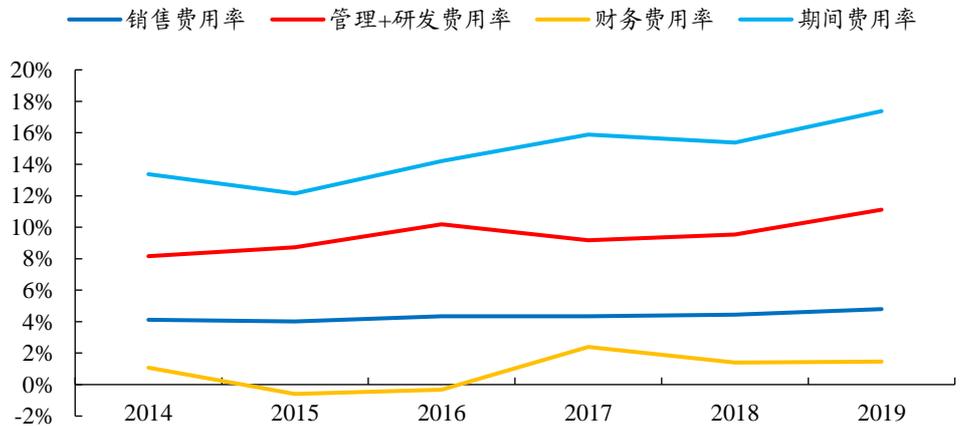
图10: 彩盒收入占比稳定在70%以上



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**费用端,募投项目逐步投产叠加新业务布局加快,期间费用率有所提升。**自2016年起期间费用率呈上升趋势,2019年公司期间费用率为17.37%,同比提升2.01pct,其中管理费用率为11.11%,同比提升1.58pct。公司管理费用率的提升主要系:1)新业务布局加码,公司相关人力办公费用有一定提升;2)募投项目逐渐投产,折旧费用有所增加。伴随公司产能利用率提升和新业务放量,期间费用率有望逐渐回落。

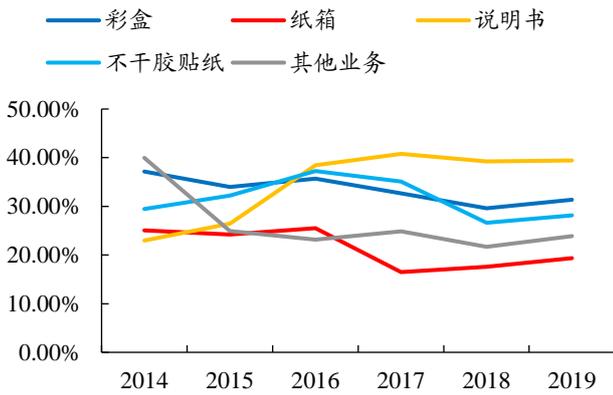
图11: 公司期间费用率有所提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

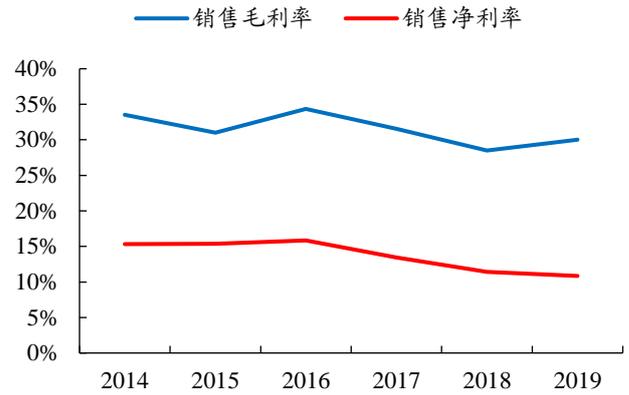
**盈利能力方面,毛利率逐渐回升,净利率有望提升。**受益于原材料价格下降,2019年公司各产品毛利率均有所回升,其中彩盒、纸箱、说明书、不干胶贴纸分别提升1.8pct/1.8pct/0.2pct/1.5pct。但由于费用投入增加,公司净利率仍出现一定程度下滑。2019年公司毛利率和净利率分别为30.0%(同比+1.5pct)和10.8%(同比-0.6pct)。考虑到公司客户结构不断优化,新业务规模效应体现缓解费用投入压力并有望带动毛利率提升,公司盈利能力回升可期。

图12: 2019年各产品毛利率有所回升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图13: 裕同科技盈利能力有望提升

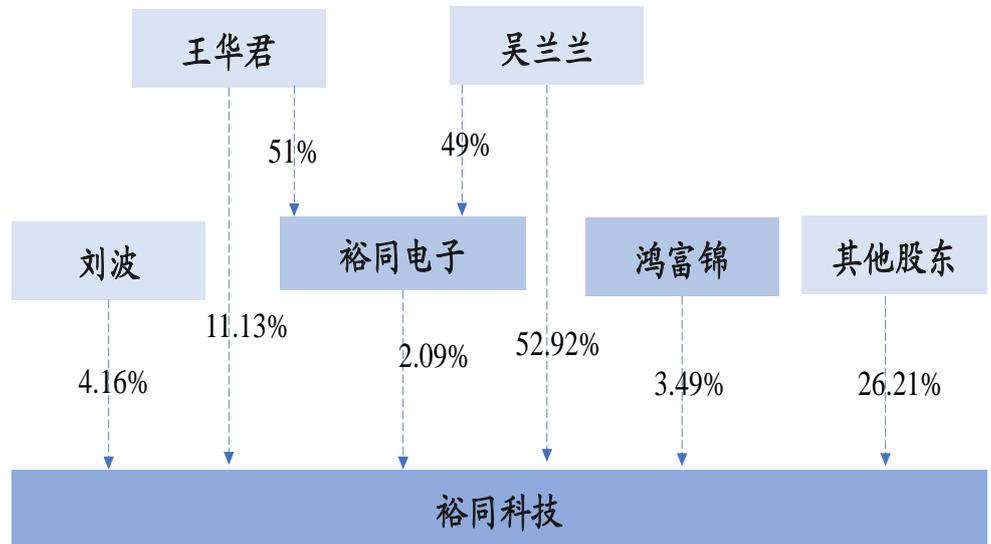


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 1.3、股权结构集中稳定，股份回购彰显信心，员工持股激发积极性

公司股权结构集中稳定，客户持股绑定利益。截止2020年3月31日，公司创始人吴兰兰、王华君夫妇为公司实际控制人，两人直接或间接合计持有裕同科技66.14%股份，股权结构集中稳定，保证公司管理决策效率。此外，鸿富锦持有公司3.49%股份。鸿富锦的实控人是鸿海精密工业股份有限公司，鸿海精密的下属企业富士康为公司主要客户之一。

图14: 裕同科技股权结构集中稳定



资料来源: 公司公告、开源证券研究所 (截止2020年3月31日)

股份回购彰显信心，员工持股计划充分激发员工积极性。公司分别于2018年与2019年推出股份回购计划。2018年回购计划已全部实施完毕，回购股份占总股本比例为0.28%；截止2020年5月6日，2019年回购计划已回购股份占总股本比例为0.48%。公司回购股份均用于员工持股计划。第一期员工持股计划覆盖公司董事长、副总裁等高管以及其他员工人数不超300人，员工认购比例占总股本2.49%。

表1: 公司两次回购股份彰显公司信心

回购预案日	预计回购股份	实际已回购股数	已回购股份占总股本比例	已回购金额	回购目的
2018.10	333.33 万股	243.62 万股	0.28%	1 亿元	员工持股计划
2019.6	659.12 万股	425.36 万股	0.48%	1.04 亿元	员工持股计划

资料来源: 公司公告、开源证券研究所 (数据截止 2020 年 5 月 6 日)

表2: 持股计划激发员工积极性

持股计划名称	购入股数	占总股本比例	覆盖对象	法定锁定期
西藏信托-智臻 41 号集合资金信托计划	997.06 万股	2.49%	公司董监高及其他员工不超 300 人	2018.5.20-2019.5.29

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

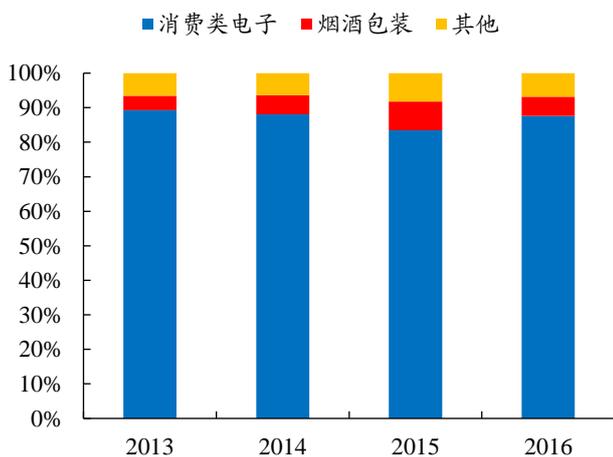
## 2、3C 业务: 5G 换机拐点将至, 智能家居+智能穿戴设备兴起

### 2.1、5G 换机潮将至, 消费电子包装业务拐点可期

消费类电子包装为公司核心业务, 收入占比预计仍超过 70%。2013-2016 年公司消费类电子包装业务平均占比为 87%。尽管近年公司业务来源更加多元化, 但收入主要贡献仍然来自消费类电子客户, 我们预计 2019 年公司消费电子包装业务收入占比仍超过 70%。

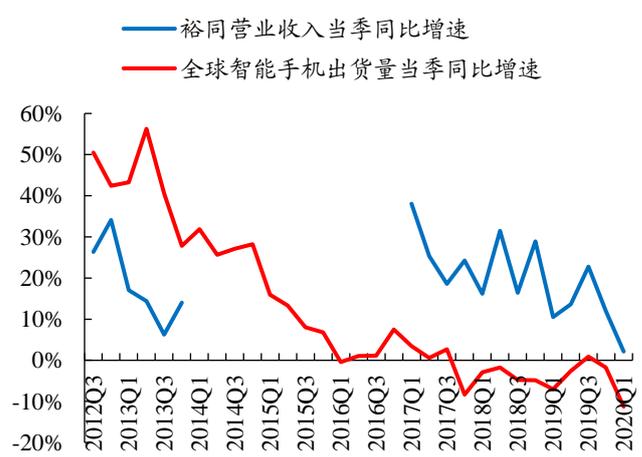
由此, 公司营业收入与下游消费电子行业景气度呈现较高的相关度。根据 IDC, 2010-2014 年全球智能手机出货量 CAGR 达 43.7%, 裕同科技收入 CAGR 为 22.9%。国外智能手机大客户的订单放量带动公司进入快速发展阶段。2017 年后, 消费电子行业景气度持续下行, 直接影响公司业绩增速。2020Q1, 疫情影响叠加 4G 向 5G 切换的真空期, 全球智能手机出货量同比下降 11.26%, 裕同科技收入增速放缓至 2.14%。

图15: 2013-2016 年消费类电子类包装平均占比为 87%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图16: 公司收入增速与智能手机出货量增速拟合度较高



数据来源: Wind、IDC、开源证券研究所 (部分年份缺乏季度数据)

**5G 商用加速, 换机潮拐点迹象已现。**国内三大通信公司积极进行 5G 布局, 5G 用户数量快速增长。截止 2020 年 4 月, 中国移动 5G 用户数 4374 万户, 相较上月增加 37.9%, 中国电信 5G 用户为 2170 万户, 相较上月增加 30.6%。5G 商用加速, 推动 5G 换机需求增长。2020 年 4 月, 国内手机当月出货量同比增长 14.2%, 其中 5G 手机提供主要增量, 当月 5G 手机出货量占比已达到 39%, 5G 换机潮拐点迹象已逐步显现。

图17: 5G手机出货量拉动手机总出货量提升

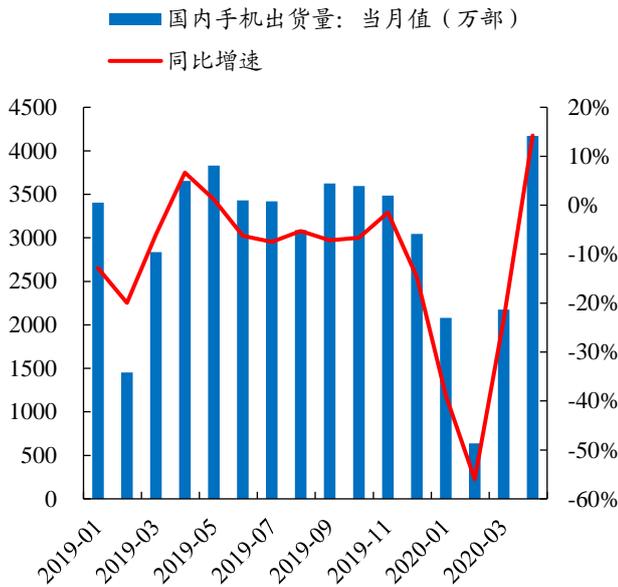
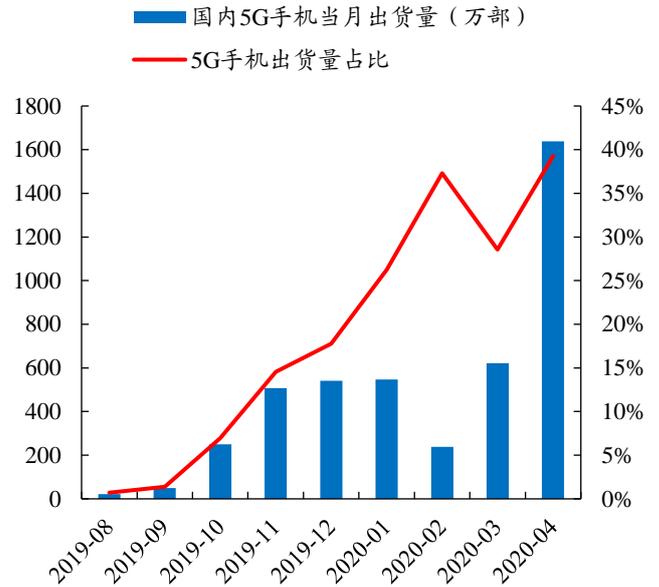


图18: 我国5G手机出货量高速增长

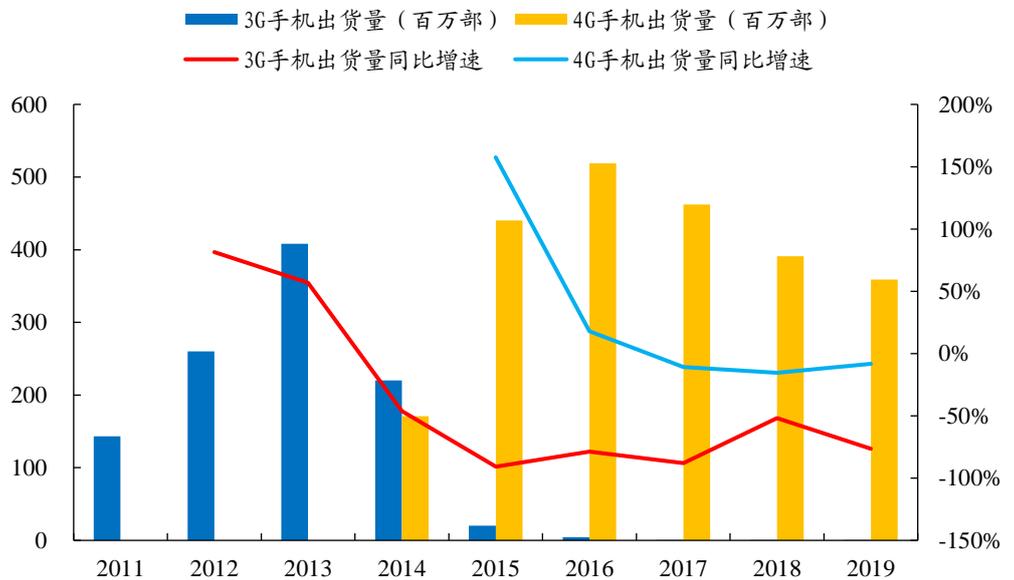


数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

5G手机放量有望给相关产业链带来2-3年的景气周期。参考3G/4G时代手机的放量趋势,可以发现新技术机型的推出普遍能维持2-3年的较高速增长期(3G: 2011-2013年, 4G: 2014-2016年)。因此,我们认为5G手机出货量的高速增长有望延续至2022年,给相关产业链带来2-3年的景气周期。

图19: 3G/4G手机出货量上升周期约为2-3年



数据来源: Wind、开源证券研究所

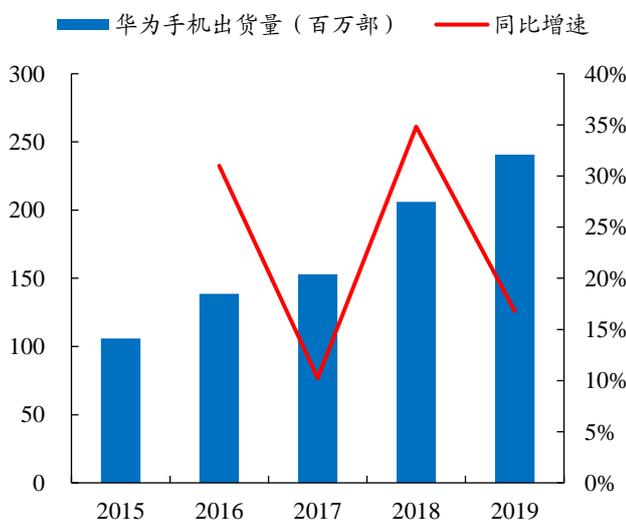
下游客户5G手机开发速度加快,公司相关订单放量可期。公司拥有丰富优质客户资源,涵盖华为、三星、小米、VIVO、A客户等核心智能手机生产商。2019Q3至今,客户5G手机开发速度明显加快。2020年4月,华为、三星等接连推出相关5G机型。2020H2伴随5G建设进一步完善,A客户发布5G新机型等事件催化,公司5G手机相关订单放量可期。

**表3: 公司主要客户 5G 手机开发速度快**

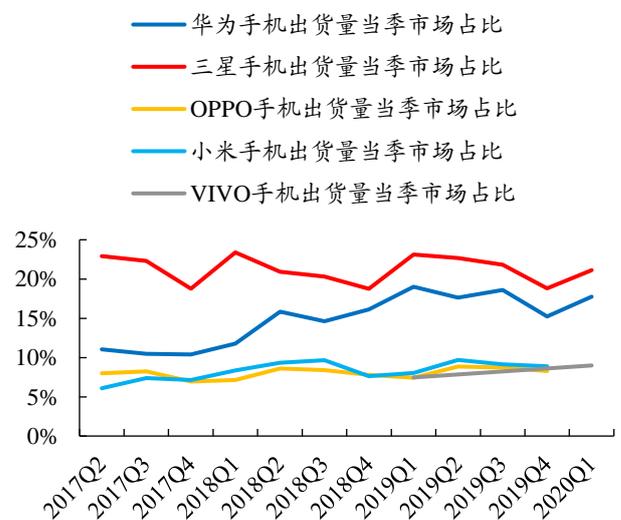
品牌	机型	上市时间
华为	Mate 30 系列	2019 年 11 月
	荣耀 V30 系列	2019 年 11 月
	nova 6 系列	2019 年 12 月
	P40 系列	2020 年 3 月
	nova 7 系列	2020 年 4 月
	荣耀 30 系列	2020 年 4 月
三星	Mate xs	2020 年 4 月
	Galaxy Note 10+	2019 年 8 月
	Galaxy A90	2019 年 9 月
	Galaxy S20 系列	2020 年 2 月
	Galaxy A71	2020 年 4 月
小米	Galaxy A51	2020 年 4 月
	Redmi K30 5G	2019 年 12 月
VIVO	小米 10	2020 年 2 月
	NEX 3 5G	2019 年 9 月
	X30 系列 5G	2019 年 12 月
	iQOO 3	2020 年 2 月
	Z6	2020 年 2 月
	iQOO Neo3	2020 年 4 月

资料来源: 各公司官方商城、开源证券研究所

此外, 公司客户结构日益多元化, 国内客户贡献有望提升。虽然 2017 年后由于 4G 周期下行带来智能手机增速整体回落, 但是华为等国产手机品牌出货量快速增长。2019 年, 公司下游主要客户之一的华为手机全球出货量达 2.4 亿部, 同比增长 16.8%, 2020Q1 当季市场占比达 17.8%。此外, 公司也在积极拓展小米、OPPO、VIVO 等优质国产客户, 这三个国产品牌的全球手机出货量占比均稳定在 8%-10% 左右。

**图20: 华为手机出货量保持稳健增长**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图21: 国产品牌手机出货量市场份额稳中有升**


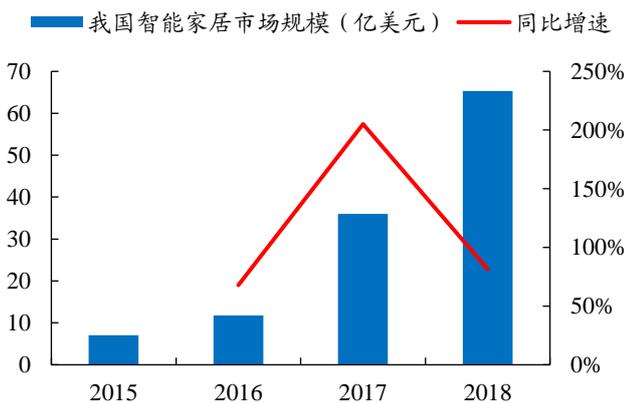
数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2.2、下游智能家居+智能穿戴设备兴起，有望带来业绩增量

### 2.2.1、智能家居市场快速增长，公司切入优质客户供应链

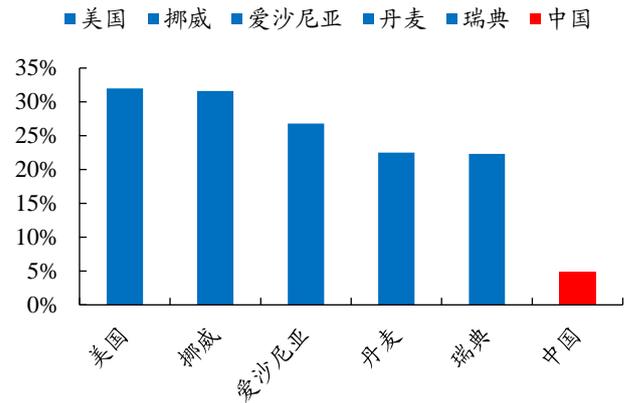
智能家居市场高速发展，国内渗透率仍有较大提升空间。技术与消费升级推动我国家居设备逐渐向智能化发展。根据中国智能家居产业联盟的数据，2015-2018年，我国智能家居市场规模 CAGR 达 110%。其中，2018 年国内智能家居市场规模达 65.32 亿美元，同比增长 81.4%。并且我国智能家居渗透率仍相对较低。2018 年我国智能家居渗透率仅为 4.9%，相较美国（32%）等发达国家，渗透率仍有较大提升空间。

图22：我国智能家居市场高速发展



数据来源：中国智能家居产业联盟、开源证券研究所

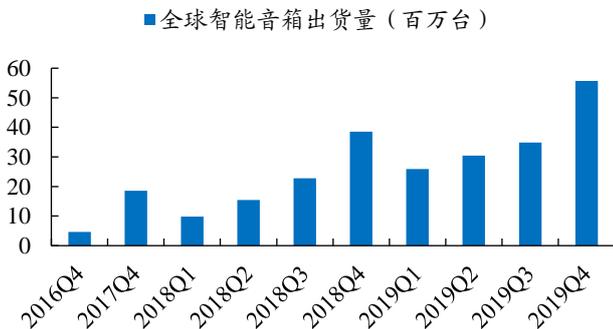
图23：中国智能家居渗透率提升空间较大



数据来源：中国智能家居产业联盟、开源证券研究所

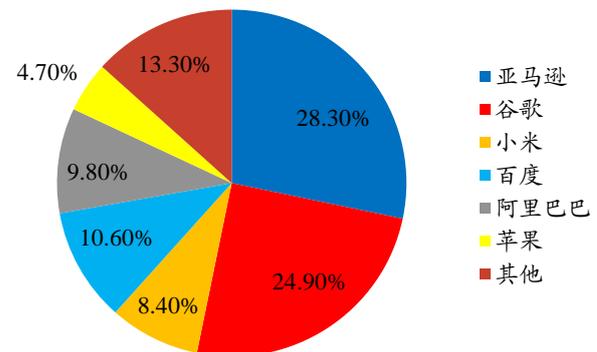
细分市场中，智能音箱进入发展快车道，公司成功切入优质客户供应链。智能家居设备出货量中视频娱乐类设备占比较大，其中子板块智能音箱发展速度较快。全球智能音箱出货量呈逐年攀升趋势，2019 年出货量达 1.47 亿台，同比增长 69.8%，并且行业集中度较高。2019 Q4 行业 CR5 达 82%，其中亚马逊与谷歌合计占据一半市场。2017-2018 年，公司成功切入谷歌、亚马逊、哈曼等优质客户供应链。公司客户在智能音箱市场份额合计已达 60% 以上，该类业务有望随同行业快速发展。

图24：智能音箱出货量逐年攀升



数据来源：Strategy Analytics、开源证券研究所

图25：智能音箱市场中客户集中度较高



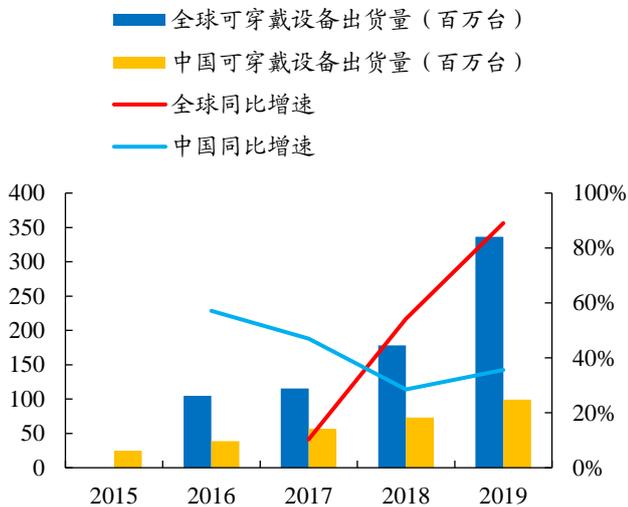
数据来源：Strategy Analytics、开源证券研究所

### 2.2.2、智能穿戴风潮已至，TWS 耳机等产品前景可期

智能穿戴设备行业风潮已至，公司客户竞争力较强。根据 IDC，全球智能穿戴设备 2016-2019 年呈加速增长态势，2019 年总出货量达 3.37 亿台，同比增长 89%。我国市场也保持高速增长，2015-2019 年出货量 CAGR 达 41.62%。其中公司主要客

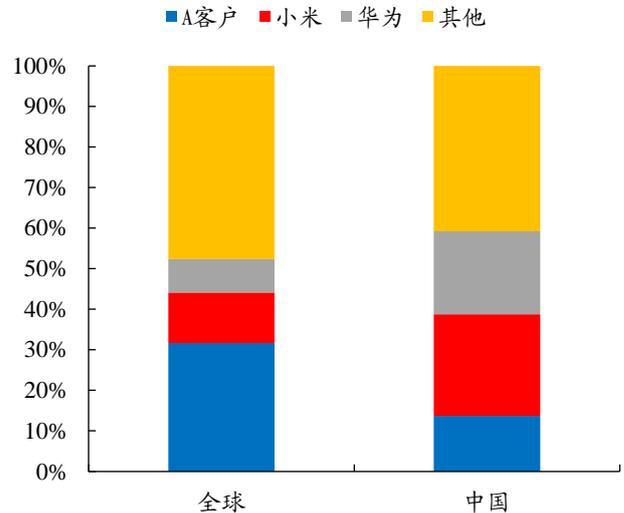
户 A 客户、华为、小米市场占有率均位居前列。全球市场来看，A 客户 2019 年智能穿戴设备出货量为 1.07 亿台，市占率达 32%；国内市场来看，小米以 0.25 亿台出货量占据市场份额首位，市占率为 25.1%。

图26: 智能穿戴设备发展如火如荼



数据来源: IDC、开源证券研究所

图27: 智能穿戴方面主要客户市场占有率高



数据来源: IDC、开源证券研究所

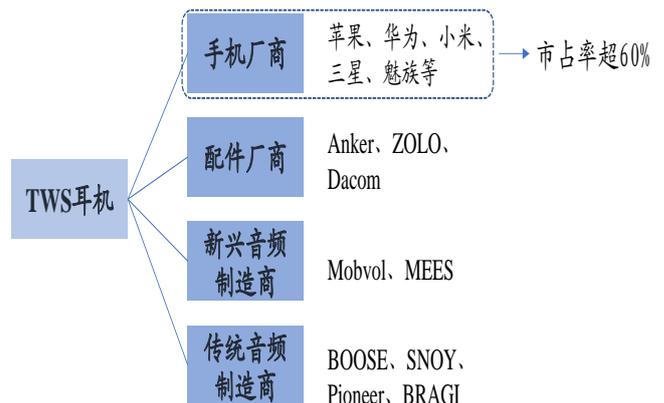
**TWS 耳机增长迅猛，带来可观增量空间。**2016 年，苹果公司发布 AirPods，开启耳机智能化时代。根据 IDC，2016 年至 2018 年，TWS 耳机市场规模增长超 4 倍；2019 年前三季度 TWS 全球出货量达 7750 万副，显著超过 2018 年全年出货量。根据前瞻产业院预测，2020 年 tws 耳机出货量可达 2.3 亿副，且市场份额主要集中在苹果、华为、小米、三星等核心手机生产商，有望为 3C 类包装业务带来可观增量。

图28: TWS 耳机呈现爆发式增长



数据来源: IDC、开源证券研究所

图29: 手机厂商在 TWS 耳机市场市占率超 60%



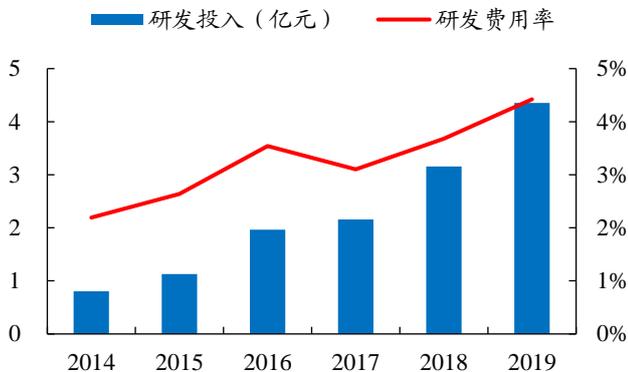
资料来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

## 2.3、核心竞争力：技术优势、服务能力、客户积累

1) **公司注重创新，研发投入持续增长。**公司建立多层创新体系，结合自建研发中心及外部产学研合作，进一步提升研发与创新能力。公司已在深圳、上海、北京、美国等多地设立研发中心，并且与华南理工大学、北京大学深圳研究生院建立合作。

从研发投入看，公司 2019 年研发投入 4.4 亿元，研发费用率提升至 4.4%；研发人员占比也逐年提升，2019 年研发人员数量达 1751 人，占全体员工比例提升至 8.6%。

图30：裕同科技研发投入持续增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图31：裕同科技研发数量占比逐年提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**研发硕果累累，关键技术突破增强竞争优势。**公司研发创新成果突出，1) 包装新材料方面，公司在植物纤维模塑包装材料、可降解缓冲包装材料、环保型功能涂层材料方面取得阶段性进展；2) 智能包装方面，公司实现产品包装商的 AR、RFID 技术应用的自主研发，同时积极推进 3D 光学膜、智能防伪溯源包装等技术创新，以满足客户对于防伪、溯源等方面要求。3) 功能包装方面，公司开发出具备保鲜功能、防盗功能包装。关键技术的突破增强公司竞争优势，研发实力已处于行业领先地位。

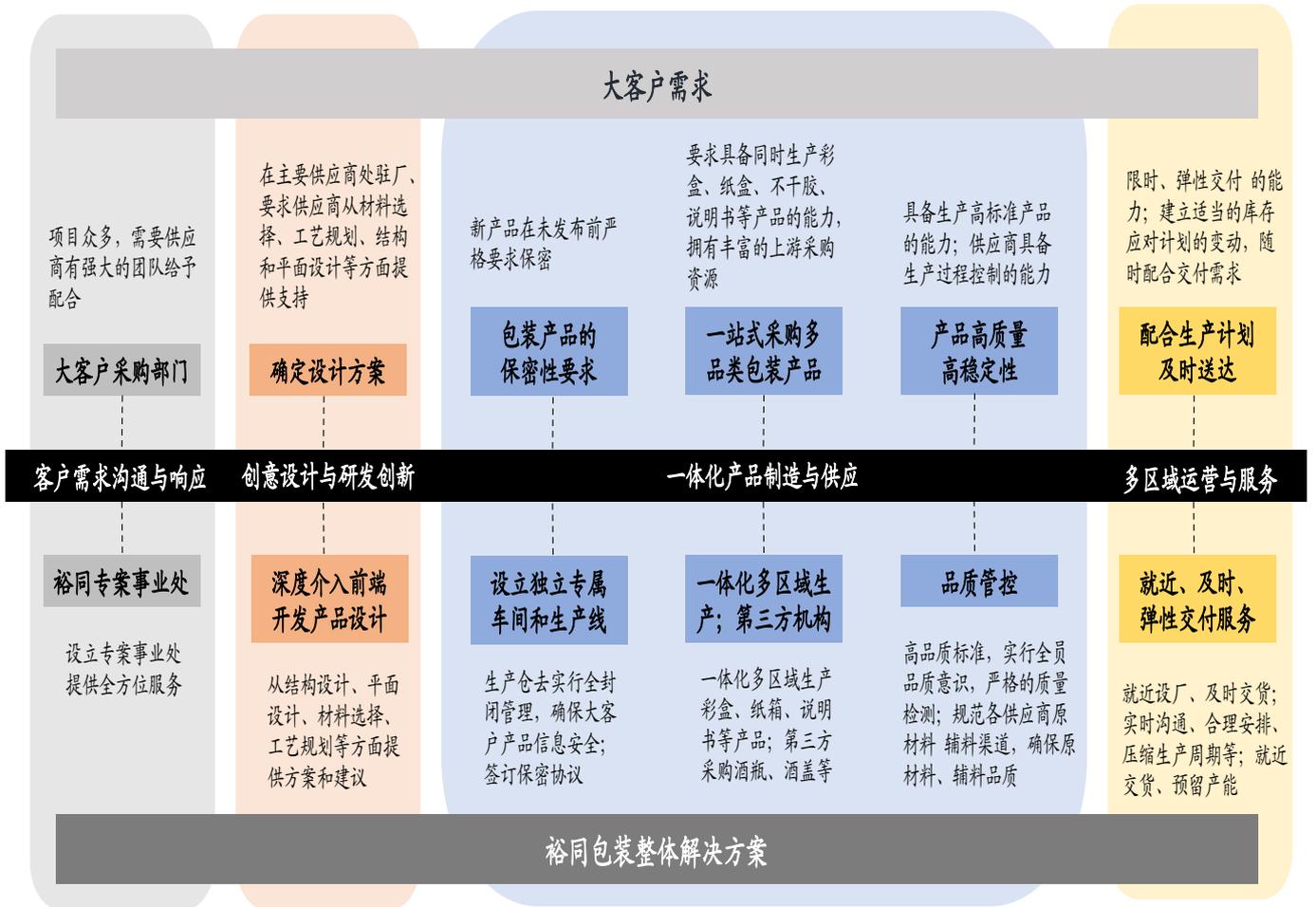
图32：裕同科技研发硕果累累，研发实力行业领先

包装新材料	可降解纸托、环保塑料袋、植物纤维模塑包装材料、环保功能性涂层材料、可降解缓冲包装材料
智能包装	自主开发并应用AR技术、RFID技术；积极推进3D光学膜，智能防伪溯源包装；在线三维包装设计功能；裸眼3D产品已交付
功能包装	已成功开发具备保鲜功能、防盗功能的包装；推进纳米功能涂敷材料

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2) 公司始终围绕客户需求，提供涵盖“创意设计与研发创新”、“一体化产品制造与供应”、“多区域运营与服务”的整体解决方案。公司为大客户成立专案事业处，提供全方位服务。1) 创新设计方面，公司从结构设计、平面设计、工艺规划各个方面为客户提供方案；2) 一体化制造供应方面，公司为客户新品设立专属生产线，并实现封闭管理，满足客户保密性要求。公司在珠三角、长三角、华南、华北、越南、印度、印尼多地设有生产基地，并不断规范供应商管理，保证产品品质稳定高质；3) 多区域运营与服务方面，公司多地设立服务中心，就近建厂，在保证质量的同时压缩生产周期，及时弹性交付。

图33: 裕同科技提供包装整体解决方案



资料来源: 招股说明书、开源证券研究所

3) 通过多年积累, 公司汇聚了一批长期稳定的优质下游客户。公司凭借兼具创意性与功能性的产品以及优质的服务, 与客户维持长期良好合作关系, 多位客户合作关系维持十年以上。客户对公司产品质量高度认可, 2013 年公司或三星“供应商评审 A 级认证”; 2014 年获华为“2013 年度质量管理优秀奖”“2014 年联想供应商技术创新奖”; 2018 年获亚马逊“优秀供应商 A 级”。

表4: 公司客户关系长期稳定

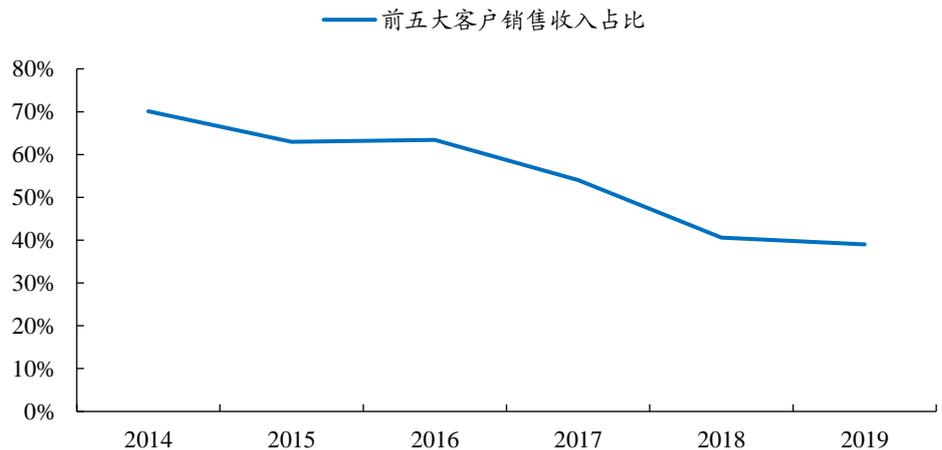
客户	合作开始年份
富士康	2001
三星	2003
和硕	2004
华为	2004
广达	2008
联想	2010
海尔集团	2010
仁宝集团	2010
普惠	2011

资料来源: 招股说明书、开源证券研究所 (仅为公司部分客户)

### 3、非 3C 业务：多元化业务稳步拓展，业务结构不断优化

裕同科技经过多年 3C 电子包装领域深耕，积累了大量优质客户，业界形成良好口碑。3C 业务的标杆效应推动公司向烟酒、日化、大健康、食品等领域多元探索，一方面降低了大客户集中度较高的风险，另一方面有助于降低了消费电子周期对公司业绩带来的影响。公司 2019 年前五大客户销售收入占比已下降至 39%。

**图34：前五大客户销售收入占比逐年降低**

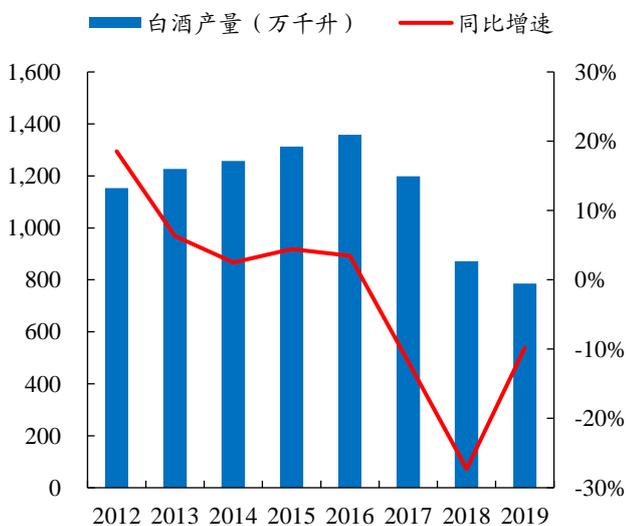


数据来源：公司公告、开源证券研究所

#### 3.1、酒包业务：持续开拓中高端酒企，订单逐步放量

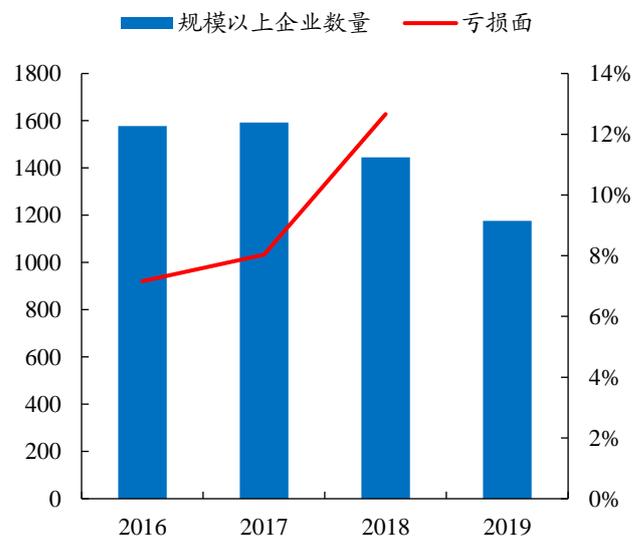
白酒行业向存量市场过度，中高端龙头份额提升。2017 年开始全国规模以上白酒产量呈现负增长，由 1198 万千升逐步下降至 2019 年的 785 万千升，行业由增量市场向存量市场过度。规模以上白酒企业数量逐年减少，且亏损面逐年增大，2018 年亏损面达 12.66%。但相对应的是贵州茅台、五粮液等中高端龙头白酒企业依然保持着稳健的高增长，市占率呈稳步提升的趋势。

**图35：白酒行业向存量市场过度**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图36：规模以上白酒企业数量逐年减少**



数据来源：贵州茅台公司公告、开源证券研究所

中高端白酒对包装要求提高，头部包装企业迎来发展机遇。中高端酒企对于纸包的外观设计、防伪标识等要求逐渐提高，酒包逐渐由酒厂三产公司承接转化为市场化招投标，从而兼具研发设计能力与规模优势的头部包装企业有望迎来发展机遇。

我们估算中高端白酒包装规模保持稳定，2019年可达229亿元。2019年裕同科技在中高端酒包业务占有率约3%左右，预计中长期内将凭借其研发设计和需求服务能力继续提升订单渗透率，贡献业绩增量。关键假设如下：

1) 酒类密度均为1g/ml；2) 白酒单瓶体积为500ml；3) 茅台包装单价为12元/瓶；五粮液与泸州老窖酒包单价为10元/瓶；其余中高端酒包单价逐年有所提升；4) 2016-2019中高端白酒销量占比分别为15%/17%/20%/23%。

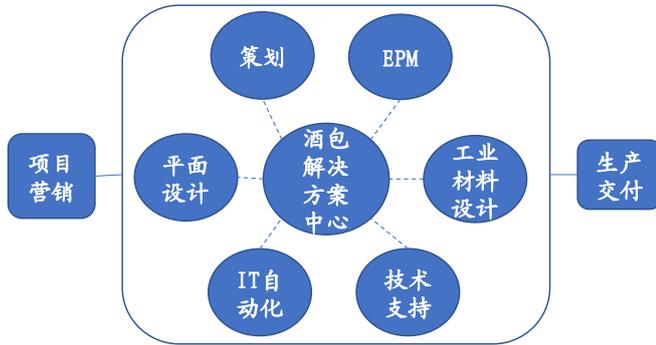
**表5：2019年中高端酒包市场规模估算为229亿元**

	2016	2017	2018	2019
茅台销量(吨)	36944.36	60108.36	62238.41	64645.30
茅台销量(万瓶)	7388.87	12021.67	12447.68	12929.06
茅台酒包单价(元/瓶)	12	12	12	12
<b>茅台包装市场(亿元)</b>	<b>8.87</b>	<b>14.43</b>	<b>14.94</b>	<b>15.51</b>
五粮液销量(吨)	148707.00	180007.00	191596.00	165411.00
五粮液销量(万瓶)	29741.4	36001.4	38319.2	33082.2
五粮液酒包单价(元/瓶)	10	10	10	10
<b>五粮液包装市场(亿元)</b>	<b>29.74</b>	<b>36.00</b>	<b>38.32</b>	<b>33.08</b>
泸州老窖销量(吨)	178,991.90	154,120.92	146,426.14	142,684.91
泸州老窖销量(万瓶)	35798.38	30824.18	29285.23	28536.98
泸州老窖酒包单价(元/瓶)	10	10	10	10
<b>泸州老窖包装市场(亿元)</b>	<b>35.80</b>	<b>30.82</b>	<b>29.29</b>	<b>28.54</b>
总白酒销量(万千升)	1358.36	1198.10	871.20	785.90
中高端白酒销量占比	15%	17%	20%	23%
其余中高端白酒销量(万瓶)	334578.57	328506.74	303274.10	318401.76
其余中高端酒包单价(元/瓶)	5	5.1	5.2	5.3
<b>其余中高端酒包市场(亿元)</b>	<b>167.29</b>	<b>167.54</b>	<b>139.58</b>	<b>152.09</b>
<b>中高端白酒市场(亿元)</b>	<b>241.70</b>	<b>248.79</b>	<b>222.12</b>	<b>229.23</b>

数据来源：公司公告、开源证券研究所

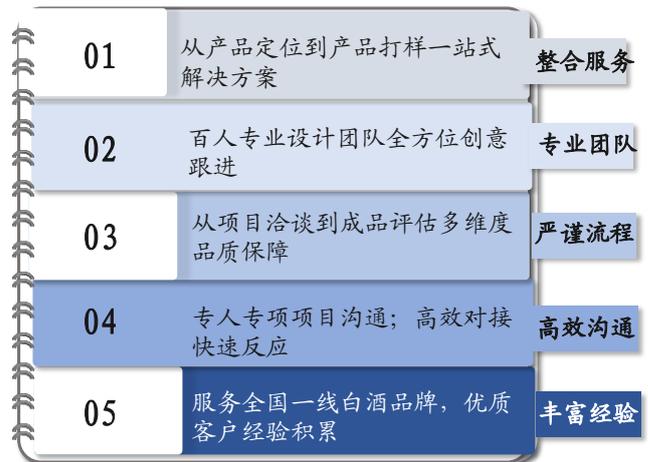
**成立酒包事业部，以优质服务满足客户多样需求。**公司专门成立酒包事业部，为客户提供涵盖产品策划、包装设计、工艺结构研发、包装生产、包装配送、包装售后在内的全方位的产品包装服务。1) 设计方面，百人以上酒包行业专业设计师，为客户提供优秀设计方案。其中为茅台、五粮液、泸州老窖等白酒设计的包装均获不同年份德国红点奖。2) 服务方面，设立专案组，与客户进项专人专项沟通，提升客户体验。3) 交付能力方面，公司拥有泸州、陕西、亳州、江苏四大交付中心，保障产品高效准时交付。

图37: 裕同科技提供全方位产品包装服务



资料来源: 公司官方公众号、开源证券研究所

图38: 五大优势保障产品创意质量



资料来源: 公司官方公众号、开源证券研究所

**中高端客户资源持续开拓, 酒包业务有望继续放量。**2013 年公司切入泸州老窖、古井贡供应链, 开始进军白酒包装市场。2017 年成功导入洋河股份, 并于 2018 年与洋河主要酒包供应商江苏金之彩合资成立江苏裕同 (公司持 51% 股份), 绑定客户建立长期合作关系。2019 年公司成功开发水井坊成为客户。2019 年 8 月公司入围茅台包装供应商, 覆盖其包材业务, 飞天系列等订单有望 2020 年开始放量。

图39: 裕同科技不断开发中高端白酒客户

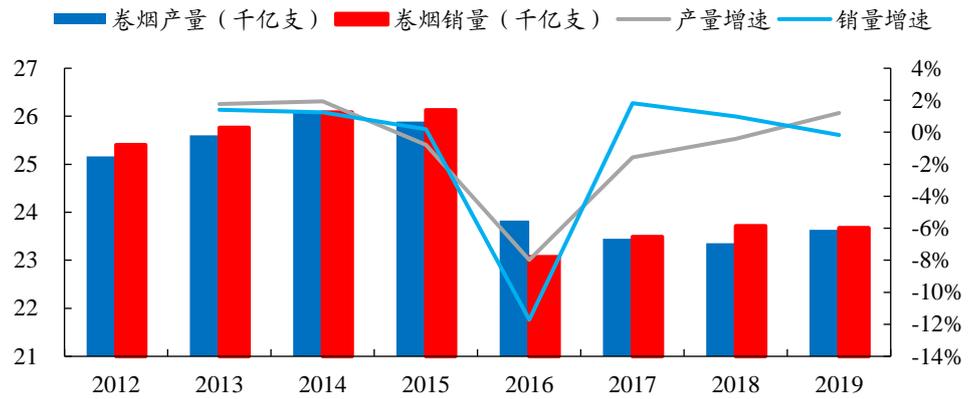


资料来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3.2、烟标业务: 收购武汉艾特, 市场机制改变带来发展机遇

**国内烟标市场规模稳定, 烟标市场机制变化带来机遇。**2017 年后, 卷烟产销量基本稳定。根据我们估算, 2019 年国内烟标市场规模达 341 亿元, 裕同科技市占率仅为 1.5% 左右。2019 年起, 国内烟标招投标市场机制出现了一些边际变化, 裕同科技等相对新入局者, 将有更多机会参与到烟标的市场竞争中。公司从而有望在烟标业务上实现更快的增长。

图40: 卷烟产销量逐渐保持稳定



数据来源: Wind、开源证券研究所

表6: 烟标行业 2019 年市场规模估算为 341 亿元

	2016	2017	2018	2019
卷烟销量 (亿支)	23067.37	23486.62	23717.61	23676.35
卷烟销量 (亿条)	115.34	117.43	118.59	118.38
卷烟销量 (亿箱)	0.46	0.47	0.47	0.47
烟标单价 (元/箱)	720	720	720	720
烟标市场规模 (亿元)	332.17	338.21	341.53	340.94

数据来源: 烟标企业公司公告、开源证券研究所 (烟标单价假设为 720 元/箱, 主要参考劲嘉股份等烟标价格; 假设一箱烟=250 条烟; 一条烟=10 包烟; 一包烟=20 支烟)

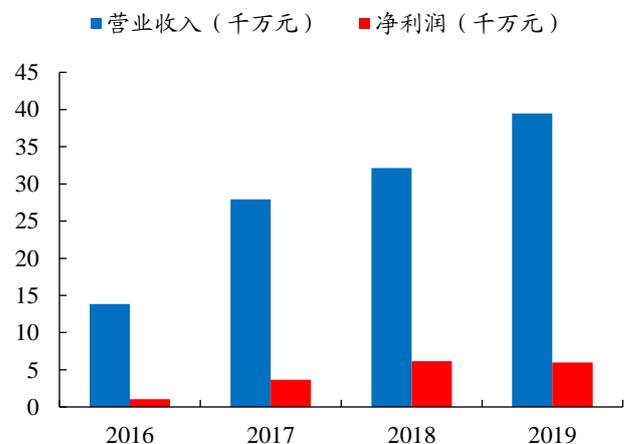
**收购武汉艾特, 高毛利烟标市场开拓加速。**烟标业务毛利较高, 劲嘉股份、东风股份、金时科技等烟标业务毛利率均明显高于裕同科技整体毛利率。公司 2017-2018 年合计收购武汉艾特 51% 股权, 进军烟标市场。武汉艾特核心团队具有丰富烟标从业经验并积累了众多优质烟草客户。2017 年后, 公司和武汉艾特接连取得云南中烟、四川中烟、福建中烟、安徽中烟、湖南中烟等客户订单。

图41: 烟标行业毛利率较高



数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (劲嘉股份、东风股份、金时科技为烟标业务毛利率, 裕同科技为整体毛利率)

图42: 武汉艾特业绩逐步提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

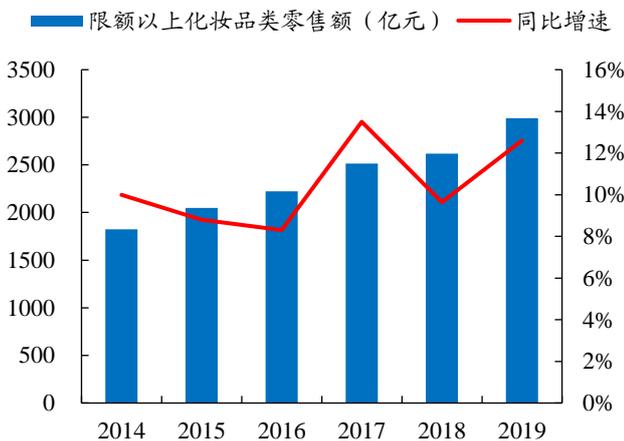
**表7: 裕同科技加快大型烟草客户开发**

公司名称	年份	中标企业	中标数
四川中烟	2018-2020 年	武汉艾特纸塑包装有限公司	3
		武汉艾特纸塑包装有限公司	7
	2019-2020 年	深圳市裕同包装科技股份有限公司	1
福建中烟	2017-2019 年	深圳市裕同包装科技股份有限公司	2
	2019-2021 年	深圳市裕同包装科技股份有限公司	2
云南中烟	2020 年	武汉艾特纸塑包装有限公司	-
		深圳市裕同包装科技股份有限公司	-
安徽中烟	2018-2021 年	武汉艾特纸塑包装有限公司	1
		深圳市裕同包装科技股份有限公司	1
湖南中烟	2018-2020 年	武汉艾特纸塑包装有限公司	2
	2020-2021 年	武汉艾特纸塑包装有限公司	1

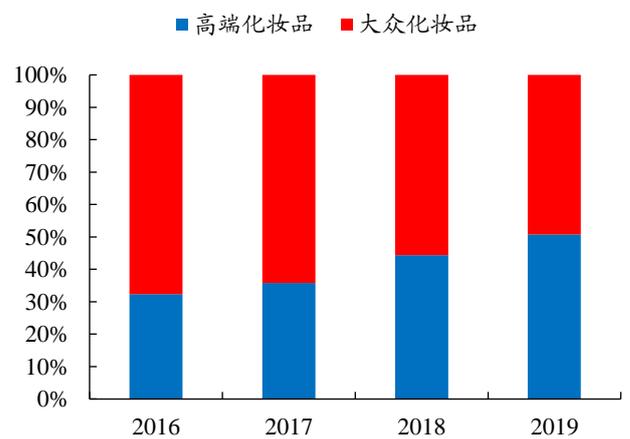
资料来源: 中国产业信息网、开源证券研究所

### 3.3、日化包装: 化妆品行业稳健发展, 高端客户订单有望逐步释放

消费升级带动化妆品行业发展, 高端系列占比逐步提升。根据国家统计局, 2014-2019 年我国限额以上化妆品类零售额 CAGR 达 10.4%, 2019 年零售规模达 2992 亿元。其中高端化妆品类市场份额占比不断提升, 2019 年占化妆品品类的 50.7%, 首次超过大众化妆品类占比。相较于大众化妆品, 高端化妆品对于产品包装的设计、防伪、溯源具有更高要求, 其包装品具有更高附加值。随着高端产品占比的提升, 将利好日化类包装行业。

**图43: 2014-2019 化妆品类零售额 CAGR 为 10.4%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图44: 高端化妆品类占比逐步提升**


数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

**收购江苏德晋, 日化塑料包装业务稳步发展。**2018 年 9 月, 公司布局塑料精密包装业务, 收购江苏德晋 70% 股权。德晋主要从事化妆品、日化消费品精密包装, 主要产品包括定量泵、膏霜乳液瓶、口红包装等, 已具备一定规模及行业知名度。其创始人是国内化妆品精密塑料包装开拓者, 技术、资源积累丰富, 其中技术方面拥有 200 多项国内外专利。同时德晋客户资源丰富, 收购之时已拥有蓝月亮、曼秀雷敦、韩后、联合利华、百雀羚等高端品牌客户。收购后, 公司继续开发宝洁、迪奥等优质客户, 部分客户订单已逐渐放量。

图45: 美妆个护品牌市场份额前十中裕同客户占据3位

2018年中国美妆个护品牌市场份额前十

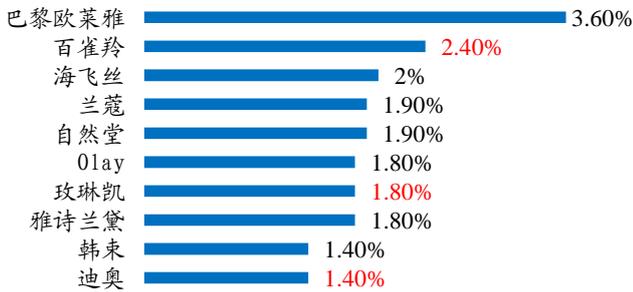


图46: 裕同科技日化类客户资源丰富



数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

资料来源: 公司公告

### 3.4、环保纸塑：政策助力，环保布局逐步展开

**国内限塑政策趋严，环保包装大势所趋。**2007年国务院办公厅发布关于限制生产销售使用塑料购物袋的通知，我国限塑令正式开始实行。2014年《关于组织实施2014年生物基材料专项的通知》出台，支持生物基材料制品的新商业模式。2020年1月，国家发改委联合生态环境部发布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，对我国塑料制品的生产、销售提出更加严格的要求。环保政策趋严，进一步推动环保包装行业发展。

表8: 国家限塑政策日趋严格

政策名称	颁布时间	适用范围	内容
关于限制生产销售使用塑料购物袋的通知	2007.12.31	全国	从2008年6月1日起，在全国范围内禁止生产、销售、使用厚度小于0.025毫米的塑料购物袋；所有超市、商场、集贸市场等商品零售场所实行塑料购物袋有偿使用制度，一律不得免费提供塑料购物袋；建立塑料购物袋生产企业产品质量监督机制。
关于集中开展限制生产销售使用塑料购物袋专项行动的通知	2011.7.6	全国	加大宣传教育力度，营造良好限塑氛围；加强联动执法，强化源头治理；加大处罚力度，严格落实《商品零售场所塑料购物袋有偿使用管理办法》
关于深化限制生产销售使用塑料购物袋实施工作的通知	2013.4.17	全国	加大宣传力度，大力营造绿色消费氛围；加强执法，开展全面监督检查；修订相关法规，完善政策保障体系
关于组织实施2014年生物基材料专项的通知	2014.6.12	全国	以日用包装材料为突破口，开展生物降解的食品包装材料、一次性餐具、酒店易耗品、购物袋与垃圾袋等生物基塑料制品的产业化、规模化推广应用,支持生物基材料制品的新商业模式，实现塑料购物袋与垃圾袋等传统日用塑料制品替代。
环境标志产品技术要求：塑料包装制品	2017.12.11	全国	新标准对塑料包装制品的材料、生产过程、降解性能、生物含碳量、印刷、标签等方面做出重新调整
关于进一步加强塑料污染治理的意见	2020.1.16	全国	禁止生产和销售厚度小于0.025毫米的超薄塑料购物袋、厚度小于0.01毫米的聚乙烯农用地膜；禁止以医疗废物为原料制造塑料制品；全面禁止废塑料进口。到2020年底，禁止生产和销售一次性发泡塑料餐具、一次性塑料棉签；禁止生产含塑料微珠的日化产品；禁止、限制使用不可降解塑料袋、一次性塑料餐具、宾馆、酒店一次性塑料用品、快递塑料包装。

资料来源: 国家生态环境部、国家发改委、开源证券研究所

**环保项目逐渐加码，两大工厂投产在即。**公司围绕国家环保政策导向，着力布局环保包装材料领域。公司 2018 年投资建设宜宾环保纸塑项目，主要产品为餐盒与纸托，预计一期工程将于 2020 年上半年投产，2022 年全部达产后年产值预计约为 12 亿元。2019 年，公司把握海南省环保限塑机会，投建环保及高端包装产业基地项目，大力发展公司植物纤维模压全降解产品，为海南省提供可降解餐盒、餐托、等产品。海南项目得到了相关部门的大力支持，预计 2023 年全部投产后年产值将达 6.4 亿元。

**完善环保包装产业链布局，成本控制优势显现。**2019 年公司与湘桂糖业集团成立合资公司，主要生产销售环保型蔗渣浆板，用于制造环保餐具。项目产能为 6.8 万吨，能够部分覆盖宜宾、海南两大环保项目原材料需求，有效降低原材料成本。此外，公司生产设备领先，相对于传统设备生产效率可提升约 20%，成本优势比较明显。

**图47：裕同科技开发全降解纸托**

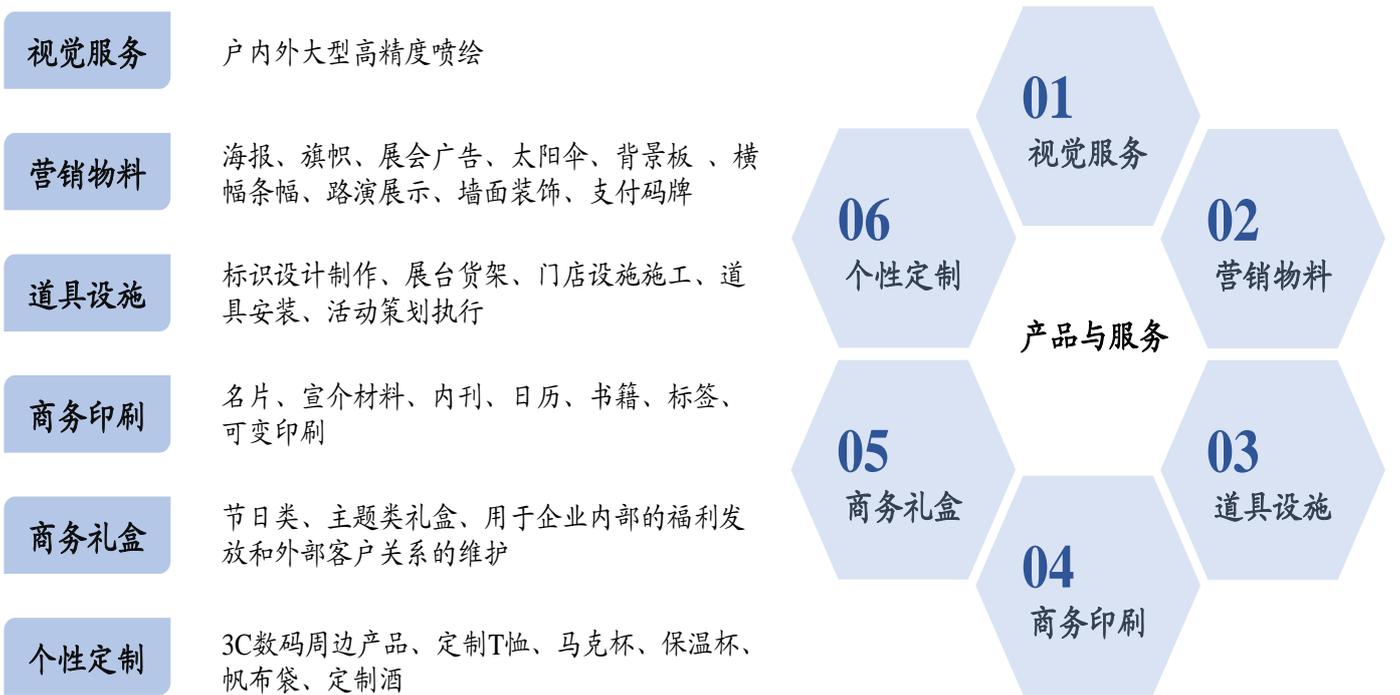


资料来源：公司公众号

### 3.5、云印刷：布局云印刷蓝海市场，裕同云创优势明晰

**布局云印刷，积极探索互联网转型。**2015 年公司设立独立于传统包装业务的新业态深圳云创文化，布局云印刷领域，开启互联网转型探索。2017 年云创在惠州设立数字化生产基地。2019 年，上海云创创建投产。裕同云创致力打造个性化文创商品的平台，其产品与服务涵盖视觉服务、营销物料、道具设施、商务印刷、商务礼盒、个性定制等 6 个方面，满足客户多方面需求。

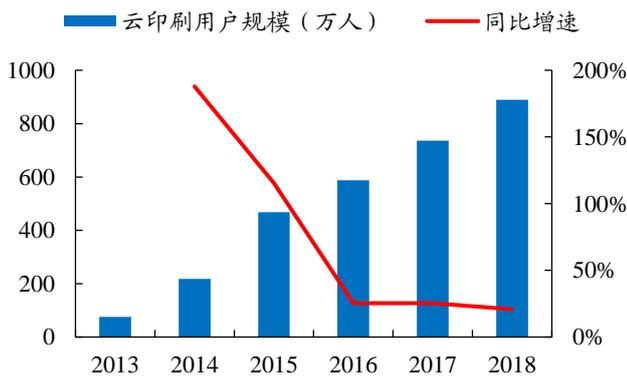
图48: 裕同云创产品与服务覆盖客户多层次需求



资料来源：云创易企购、开源证券研究所

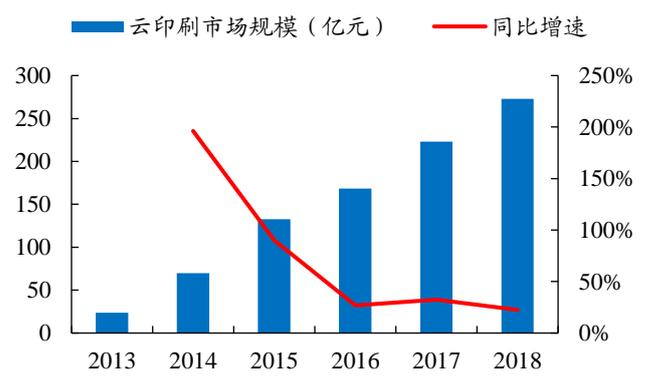
**云印刷模式逐渐得到认可，市场规模快速提升**，云印刷依托互联网，有效解决传统商业印刷低效、产品品质得不到保障等问题，模式逐渐受到市场认可。云印刷用户规模近几年快速增加，从2013年的75.6万人上升至2018年的889万人，复合增速达63.7%。用户规模快速增长促进行业规模稳步发展。根据中国产业信息网，2018年云印刷市场规模达273亿元，同比增长22.3%。

图49: 云印刷用户规模逐年递增



数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

图50: 云印刷市场规模快速扩大



数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

**国内云印刷企业主要有两类：1) 平台类运营模式：**公司依靠自建平台或第三方平台，对客户订单进行整合，连接供应商与下游客户的平台类企业，例如人人印、云印技术、长荣健豪等；**2) 一体化运营模式：**着力打造印刷行业的全产业链服务，实现设计、接单、生产、物流一体化的包装服务商，如裕同云创、印通天下等。

**相较于平台类云印刷企业，裕同云创在供应链管理以及品控方面具有一定优势。**平台类云印刷企业主要扮演连接客户与上游印刷厂的角色。传统印刷厂主要为大客

户服务，中小型订单对其吸引力不强，从而导致与平台类云印刷企业合作的印刷厂规模较小、质量良莠不齐，平台对其管理难度较大。裕同云创多年深耕包装印刷行业，拥有全套印刷设备，上海与惠州两大生产基地保证生产，明确的产品生产、交付时间，有效保障服务品质与用户体验。

图51：一体化运营模式供应链管理、品控更优



资料来源：中国产业信息网、开源证券研究所

图52：裕同云创拥有全套印刷设备



资料来源：公司公众号

表9：裕同云创产品出货周期具有优势

产品名称	产品类别	出货周期
名片	标准名片	1天出货
	特种纸名片	3天出货
画册	骑马钉、胶装画册	500-1000本：4天；1000-5000本：5-6天；5000-10000本：9天
	锁线胶装画册	500-1000本：6天；1000-5000本：7-8天
	特殊后道工艺画册	1000本以下顺延1天；1000-5000顺延3天
会员卡	-	1000张以下：7天；1000张以上：8天
商务办公印刷类	信纸、信封、表格、联单类	4天出货
	其他工艺（卡型/覆膜）	每一种工序出货顺延1-2天
	档案袋、资料袋、文件袋	7天出货
手提袋	-	5000以下不含特殊工艺：7天出货
封套	-	3000份以下7天出货

资料来源：云创易企购、开源证券研究所

相较于一体化运营模式的其他竞争对手，裕同云创优势在于客户资源积累以及品牌背书。裕同科技大客户资源丰富，涵盖不同领域，包括3C产业的华为、苹果、小米；酒企贵州茅台、泸州老窖、洋河股份；化妆品行业的玫琳凯、百雀羚等。与优质客户的长期合作形成的品牌力，也有助于促进公司新客户开发。

## 4、产能释放规模效应渐显，ROE有望触底回升

### 4.1、全球生产布局业已形成，智能工厂助力成本优势

IPO募投项目逐步投产，可转债发行继续扩张产能。公司2016年IPO上市，募集资金主要用于建设昆山、亳州、龙岗、以及武汉四地生产基地，项目预计于2020年6月前陆续投产。2020年4月，公司拟通过可转债募集资金不超过14亿元，继续扩张产能。

**表10: 募投项目扩建产能，提升生产交付能力**

项目名称	预计达到可使用状态时间	实际产能
苏州昆迅包装技术有限公司包装说明书、包装箱、包装彩盒生产项目	2020-6-30	彩盒 5500 万个/说明书 3600 本/纸箱 4000 万个
亳州市裕同印刷包装有限公司高档印刷包装项目	2020-6-30	彩盒 7000 万个/纸箱 3000 万个
深圳龙岗的高端印刷包装产品生产基地项目	2017-1-31 (已达产)	彩盒 18215 万个/说明书 17500 本/烟标 3240 套
裕同(武汉)高档印刷包装产业园项目	2020-6-30	彩盒 25000 万个/说明书 10000 本/纸箱 4000 万个

资料来源：公司公告、开源证券研究所（苏州昆山项目后部分变更为成都市裕同印刷有限公司印刷包装生产线二期建设项目）

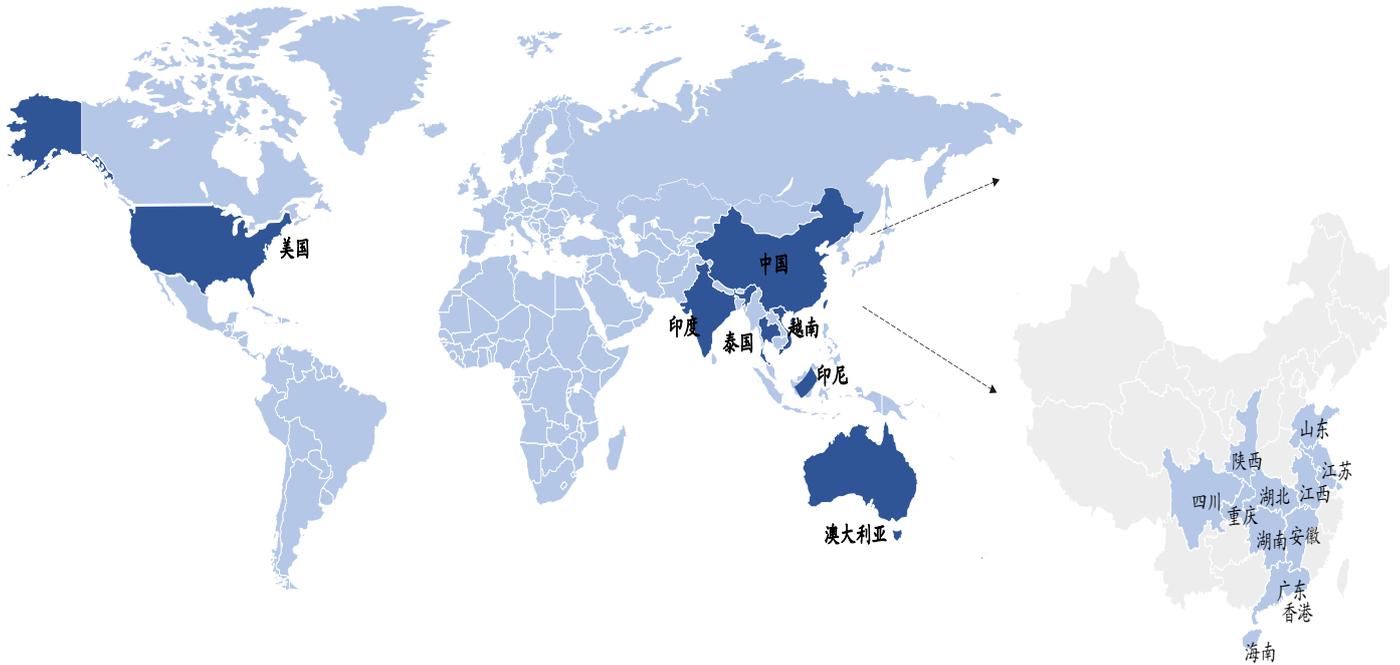
**表11: 2020年4月公司发行可转债继续扩充产能**

项目名称	建设周期	预测达产情况	达产后预计销量	项目总投资额 (万元)	拟使用可转债募 资(万元)
宜宾裕同智能包装及竹浆环保纸塑项目	3年	预计第2年可陆续分阶段投产：投产第1/2/3/4年产能分别达到设计产能的25%/50%/75%/100%	圆盘产品 6900 吨/年；大碗产品 6900 吨/年；多格圆盘产品：6900 吨/年；餐盒产品：6900 吨/年；多格餐盒产品 6900 吨/年	60000	56152.03
许昌裕同高端包装彩盒智能制造项目	3年	预计第2年可陆续分阶段投产：投产第1/2/3年产能分别达到设计产能的25%/65%/100%	彩盒/礼盒 7080 万个/年；环保纸托 1200 万个/年	25000	25000
越南扩建电子产品包装盒生产线项目	2年	预计第2年可陆续分阶段投产：投产第1/2年产能分别达到设计产能的50%/100%	彩盒 8750 万个/年；礼盒 1000 万个/年；纸箱 6250 万个/年；说明书 5000 万个/年	12650	12260
印尼建设电子产品包装盒生产线项目	2年	预计第2年可陆续分阶段投产：投产第1/2年产能分别达到设计产能的80%/100%	礼盒 2160 万个/年	5100	4590

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**公司扩张步伐加快，全球化布局逐渐铺开。**截止2019年底，公司已在全球拥有57家子公司，7家分公司，其生产基地覆盖珠三角、长三角、华东、华南、华北、西南以及越南、印度、印尼、泰国等区域，配合客户产能布局，就近及时提供交付服务。同时公司在美国、澳大利亚、中国香港等地区设立服务中心，全球化布局逐渐铺开。

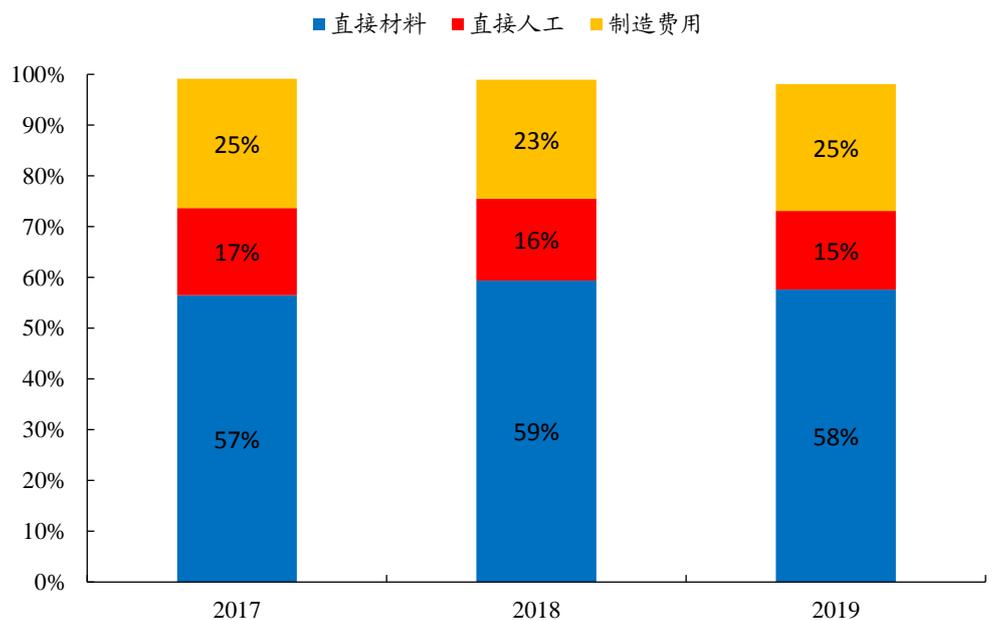
图53: 裕同科技产能及服务中心全球化布局



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

**加码智能工厂建设, 进一步提升公司制造成本优势。**智能工厂建设是公司未来产能建设的主要方向。2020年5月, 在可转债募集资金投资2.5亿元的基础上, 公司拟再以自有资金10亿元投资许昌智能制造项目。预计首个智能工厂将会于2021年初投产, 后续许昌项目的智能工厂预计将于2025年前实现全面达成投产。智能工厂投产后大约可以节省2/3的人力成本, 进一步扩大公司制造成本优势, 从而提升公司在成本控制较严格的国内客户中的竞争力。

图54: 2019年裕同科技营业成本中直接人工占比15%

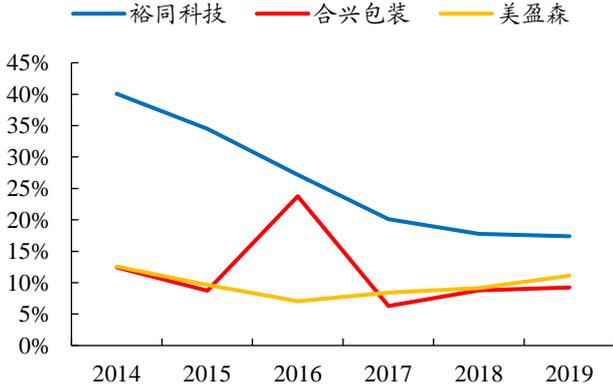


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 4.2、产能利用率提升、原材料下行、汇率风险降低，ROE 有望触底回升

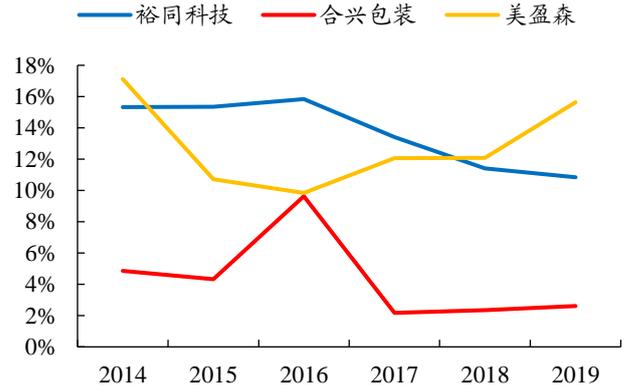
裕同科技近年 ROE 受销售净利率和总资产周转率拖累，但仍显著高于可比公司。通过杜邦分析法拆分来看，公司近年 ROE 下滑主要受销售净利率与总资产周转率拖累：1) 期间费用率增长和原材料价格波动影响销售净利率。2) 上市后公司迎来了产能建设的高峰期，总资产较快增长而产能利用率和收入仍处于逐步提升的过程中，导致总资产周转率阶段性降低。

图55: 裕同科技 ROE 下降幅度收窄



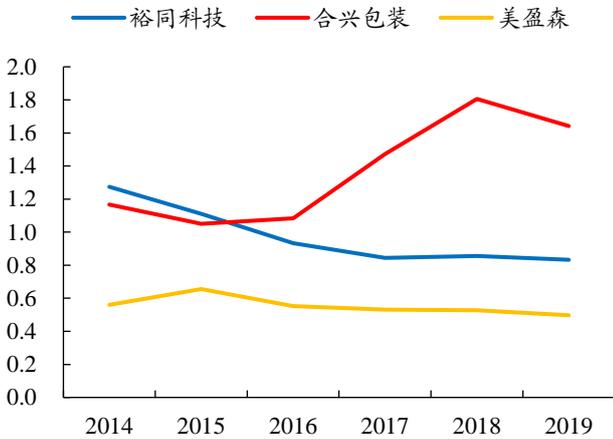
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图56: 裕同科技净利率相对稳定



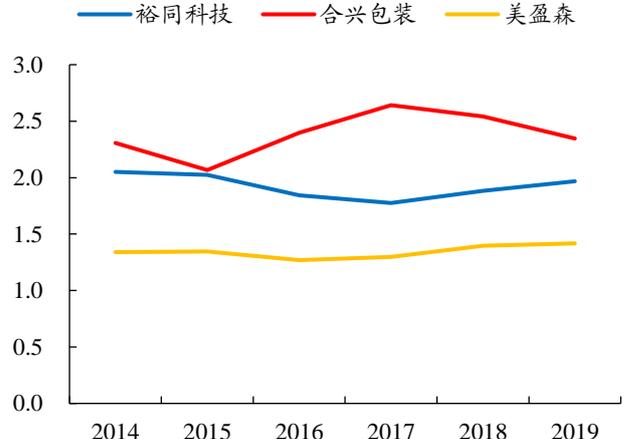
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图57: 裕同科技总资产周转率逐年下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

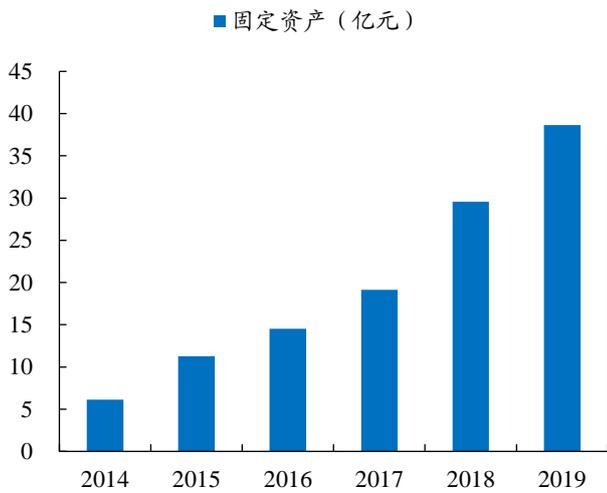
图58: 裕同科技权益乘数稳定



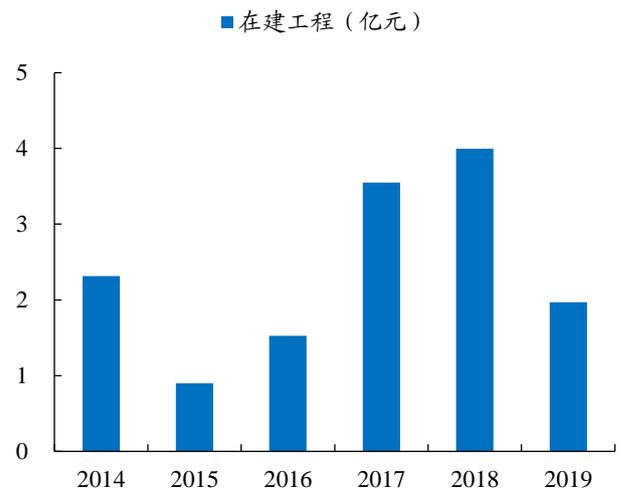
数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司产能利用效率提升、原料价格维持低位、汇率风险敞口减小，ROE 有望触底回升。

1) 公司上市募投产能的建设逐步落地，公司产能建设周期后的业绩释放弹性将逐渐体现，有望带动总资产周转率和销售净利率的回升。

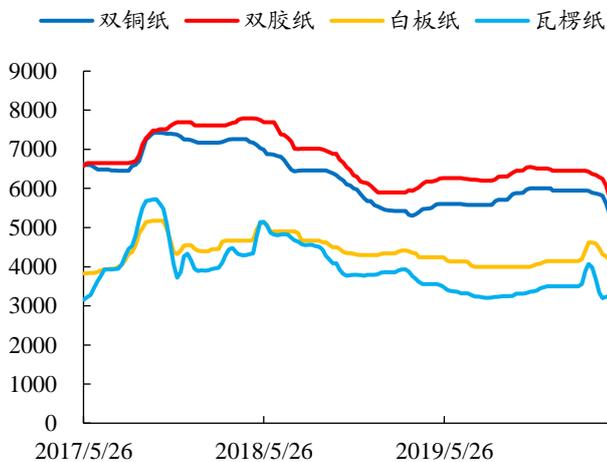
**图59: 公司固定资产快速增长**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

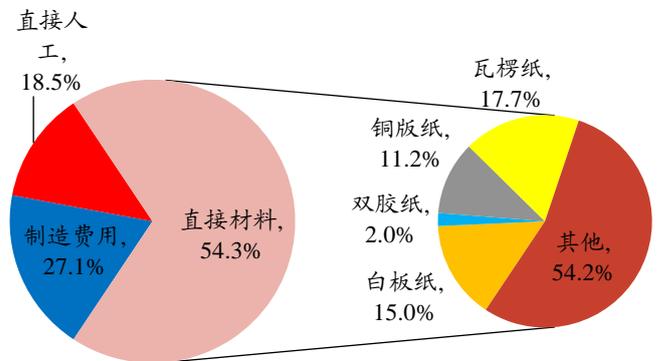
**图60: 2019年在建工程有所降低**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**2) 原材料价格处于下行区间。**公司原材料中白板纸、双胶纸、铜版纸以及瓦楞纸占比较高。2016H1, 公司营业成本中直接材料占比 54.3%。直接材料中, 瓦楞纸/白板纸/铜版纸/双胶纸占比分别为 17.7%/15.0%/11.2%/2.0%。2020 年, 由于疫情影响, 整体需求低迷, 四种纸品价格均处于下行区间, 有利于公司毛利率提升。

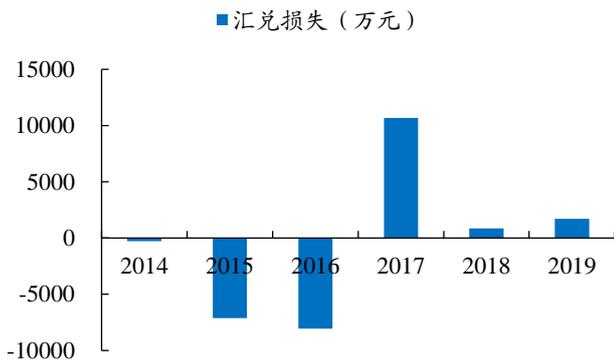
**图61: 短期原材料价格维持低位水平**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图62: 纸类原料占原材料占比较高**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**3) 降低汇率风险敞口, 汇率波动对业绩影响减弱。**公司外销收入占比较高, 并主要采用美元结算, 因此存在一定汇率风险。2017 年, 由于美元大幅升值, 公司汇兑损失超过 1 亿元。但 2018 年后, 公司采取了多方面措施降低风险敞口, 如缩短结汇周期、增加美元负债、采用远期结售汇等套期工具。从而 2018-2019 年公司汇兑损失波动明显降低。此外, 2020 年 1-5 月人民币同比有所贬值, 汇兑损失风险较低。

**图63: 人民币贬值有利于公司减少汇兑损失**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图64: 人民币升值压力有限**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 5、盈利预测与投资建议

### 5.1、关键假设

(1) 消费电子类包装整体需求稳定, 2020 年预计实现高单位数增长; 酒包、烟标、环保包装及日化、大健康包装业务继续维持较高速增长。

(2) 受益于上游原材料价格下行、公司产能利用率逐渐提升, 我们预计公司的盈利能力会有所提升。考虑到行业竞争因素, 我们谨慎预计公司 2020-2022 年毛利率分别为 29.8%、29.9%、30.3%。

### 5.2、盈利预测与估值

公司消费电子类包装业务直接受益于 5G 换机潮和智能家居、智能穿戴设备兴起, 并逐步切入非 3C 包装业务带来业绩增量。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 11.89/14.52/17.21 亿元, 对应 EPS 分别为 1.36/1.66/1.96 元, 当前股价对应 PE 为 18/14/12 倍。与可比公司相比, 裕同科技 3C 业务布局领先, 未来 2-3 年业绩增长确定性更高, 且多元化业务稳步拓展。所以作为行业龙头, 有望享受一定估值溢价。

首次覆盖给予“买入”评级。

**表12: 部分包装行业公司估值情况; 裕同科技作为行业龙头, 有望享受一定估值溢价**

证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
劲嘉股份	8.67	20.88	12.74	17.98	16.16	14.49	12.85	10.89	9.38
合兴包装	3.96	14.48	-1.43	12.17	15.67	17.36	17.61	15.70	13.57
永新股份	8.60	19.44	19.19	16.76	13.08	16.09	13.50	11.57	10.23
平均		18.27	10.17	15.64	14.97	15.98	14.65	12.72	11.06
裕同科技	23.81	10.50	13.80	20.70	19.90	19.98	17.56	14.38	12.13

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘日期为 2020/05/28, 除裕同科技外, 其他公司均使用一致预期)

## 6、风险提示

5G 进展不及预期, 影响消费电子需求回暖滞后; 中美贸易摩擦持续, 汇率波动; 上游原材料价格波动。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	6829	7424	8412	10008	11169
现金	823	1521	1432	1311	1599
应收票据及应收账款	4020	4164	5138	5951	7115
其他应收款	57	79	71	124	102
预付账款	182	163	217	241	299
存货	944	1011	829	1535	1292
其他流动资产	803	486	724	846	762
<b>非流动资产</b>	4241	5150	5269	5489	5501
长期投资	0	0	-0	-1	-1
固定资产	2958	3865	3971	4146	4087
无形资产	372	430	471	519	561
其他非流动资产	911	855	827	825	854
<b>资产总计</b>	11070	12575	13680	15497	16670
<b>流动负债</b>	4076	5009	5282	6165	6178
短期借款	1896	2577	2577	2770	2577
应付票据及应付账款	1722	1908	2109	2733	2950
其他流动负债	459	524	596	662	651
<b>非流动负债</b>	1083	912	783	673	506
长期借款	965	759	630	520	353
其他非流动负债	118	153	153	153	153
<b>负债合计</b>	5159	5920	6065	6838	6685
少数股东权益	258	293	310	336	374
股本	400	877	877	877	877
资本公积	1371	891	891	891	891
留存收益	3968	4780	5692	6804	8132
<b>归属母公司股东权益</b>	5653	6362	7305	8323	9611
负债和股东权益	11070	12575	13680	15497	16670

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	799	1366	723	901	1575
净利润	979	1068	1207	1478	1759
折旧摊销	235	408	374	418	413
财务费用	120	144	68	94	110
投资损失	-42	-30	-34	-45	-38
营运资金变动	-549	-290	-887	-1041	-667
其他经营现金流	56	66	-4	-3	-2
<b>投资活动现金流</b>	-773	-975	-454	-590	-385
资本支出	740	1064	119	220	12
长期投资	-29	0	0	0	0
其他投资现金流	-62	88	-335	-370	-372
<b>筹资活动现金流</b>	80	-11	-358	-626	-709
短期借款	587	681	0	0	0
长期借款	64	-206	-129	-109	-167
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	-516	-542
<b>现金净增加额</b>	90	365	-89	-315	481

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	8578	9845	10863	13108	15473
营业成本	6133	6889	7625	9191	10788
营业税金及附加	58	71	70	87	105
营业费用	381	472	521	629	743
管理费用	502	659	722	852	1021
研发费用	316	435	467	564	665
财务费用	120	144	68	94	110
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
<b>营业利润</b>	1145	1273	1427	1738	2082
营业外收入	25	7	15	14	11
营业外支出	8	17	10	10	10
<b>利润总额</b>	1162	1263	1432	1743	2083
所得税	184	196	225	265	324
<b>净利润</b>	979	1068	1207	1478	1759
少数股东损益	33	23	18	26	38
<b>归母净利润</b>	946	1045	1189	1452	1721
EBITDA	1551	1831	1940	2300	2629
EPS(元)	1.08	1.19	1.36	1.66	1.96

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	23.5	14.8	10.3	20.7	18.0
营业利润(%)	7.1	11.2	12.1	21.8	19.8
归属于母公司净利润(%)	1.5	10.5	13.8	22.1	18.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	28.5	30.0	29.8	29.9	30.3
净利率(%)	11.0	10.6	10.9	11.1	11.1
ROE(%)	16.6	16.0	15.8	17.1	17.6
ROIC(%)	12.9	12.2	12.3	13.5	14.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	46.6	47.1	44.3	44.1	40.1
净负债比率(%)	36.2	29.3	26.2	25.5	15.7
流动比率	1.7	1.5	1.6	1.6	1.8
速动比率	1.2	1.2	1.3	1.2	1.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	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
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.08	1.19	1.36	1.66	1.96
每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	1.56	0.82	1.03	1.80
每股净资产(最新摊薄)	6.45	7.25	8.33	9.49	10.96
<b>估值比率</b>					
P/E	22.1	20.0	17.6	14.4	12.1
P/B	3.7	3.3	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA	15.0	12.5	11.9	10.1	8.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 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的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。

## 开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835