

2020年09月08日

# 业绩表现亮眼，多元化布局持续发力

## 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:	38.83/20.68
目标价格:		总市值(亿)	317.51
最新收盘价:	36.2	自由流通市值(亿)	150.89
		自由流通股数(百万)	416.83

### 事件概述

裕同科技发布2020年中报，上半年公司实现营业收入43.10亿元，同比增长17.00%；归母净利润3.28亿元，同比增长10.62%；扣非后归母净利润2.88亿元，同比增长22.99%。其中，Q1、Q2营收分别为18.23、24.87亿元，同比分别为+2.14%、+30.97%；归母净利润分别为1.42、1.85亿元，同比分别为-7.86%、+30.71%；扣非后归母净利润分别为1.17、1.71亿元，同比分别为+12.39%、+31.46%。公司经营业绩稳步增长，业绩增长符合预期。

### 分析判断:

#### ► 收入端：收入持续较快增长，海外销售增速突出。

分产品看，2020H1公司纸质精品包装、包装配套产品、环保纸塑产品、其他业务分别实现销售额34.09、5.66、0.78、2.57亿元，同比分别为+17.36%、+14.81%、+13.86%、+18.04%，各项业务均实现了不同程度的增长，主要为公司下游耳机等消费电子包装需求旺盛，酒包、云创、炫光膜也保持良好增长。分地区看，2020H1公司国内、国外业务销售额分别为37.20、5.90亿元，同比分别+15.31%、+28.84%，国内外业务均保持较高的增长，其中国外业务增速明显。

#### ► 盈利端：成本管控良好，盈利能力基本保持平稳。

2020H1公司毛利率、净利率分别为25.85%、7.74%，同比分别-2.17pct、-0.59pct。分季度看，Q1、Q2公司毛利率分别为25.31%、26.25%，同比分别-1.78pct、-2.65pct；净利率分别为7.82%、7.67%，同比分别-1.16pct、-0.05pct。毛利率略有下降，主要为：1)会计准则调整，公司运费调整至营业成本，对毛利率影响约1个百分点；2)受疫情影响，公司原有老工厂开工率下降以及投资新工厂，固定费用等摊销下降。分产品看，2020H1公司纸质精品包装、包装配套产品、环保纸塑产品、其他业务毛利率分别为26.30%、27.07%、29.74%、16.02%，同比分别-2.25pct、-3.81pct、+0.37pct、+1.98pct。净利率基本与去年同期持平，下降幅度低于毛利率，主要受益于公司良好的费用管控，2020H1公司期间费用率为17.07%，同比-2.87pct，其中销售费用率、管理费用率(含研发)、财务费用率分别为3.39%、11.98%、1.70%，同比分别-1.25pct、-0.64pct、-0.98pct。

#### ► 与海南省签订投资协议，大力发展环保产业。

2020年1月，国家发改委印发《生态环境部关于进一步加强塑料污染治理的意见》，进一步加强塑料污染治理。意见中也提出了明确的治理时间表，到2020年底，我国将率先在部分地区、部分领域禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用。随后，各省也相继出台了禁塑令，环保纸塑产等不可降解塑料替代材料将迎发展机会。公司紧随禁塑浪潮，上半年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。公司的环保产业从成品制造延伸至原材料生产和设备研发，目前已建有1个原材料生产基地和4个制品生产基地，未来公司计划还将从植物纤维领域扩展到第二代生物降解材料领域，成为“禁塑”领域的一体化解决方案提供商。

## 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，酒包、化妆品、环保包装以及炫光膜等其他领域快速发展，发展可期。维持此前盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润 11.38、13.64、16.19 亿元，对应 PE 分别为 28 倍、23 倍、20 倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

原材料价格大幅波动，客户拓展不及预期，行业竞争加剧。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,578	9,845	10,901	13,034	15,419
YoY (%)	23.5%	14.8%	10.7%	19.6%	18.3%
归母净利润(百万元)	946	1,045	1,138	1,364	1,619
YoY (%)	1.5%	10.5%	8.9%	19.8%	18.7%
毛利率 (%)	28.5%	30.0%	29.4%	29.9%	29.6%
每股收益 (元)	1.08	1.19	1.30	1.55	1.85
ROE	16.7%	16.4%	15.0%	15.1%	15.1%
市盈率	33.58	30.39	27.90	23.28	19.61

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：杨维维

邮箱：yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

## 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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	9,845	10,901	13,034	15,419	净利润	1,068	1,160	1,398	1,654
YoY (%)	14.8%	10.7%	19.6%	18.3%	折旧和摊销	408	314	401	453
营业成本	6,889	7,695	9,134	10,851	营运资金变动	-290	-687	-681	-678
营业税金及附加	71	79	94	112	经营活动现金流	1,366	893	1,225	1,529
销售费用	472	512	626	740	资本开支	-1,049	-579	-1,093	-1,092
管理费用	659	730	912	1,079	投资	0	0	0	0
财务费用	144	140	138	138	投资活动现金流	-975	-546	-1,054	-1,045
资产减值损失	-22	0	0	0	股权募资	15	0	0	0
投资收益	30	33	40	47	债务募资	4,950	0	0	0
营业利润	1,273	1,351	1,642	1,944	筹资活动现金流	-11	-159	-159	-159
营业外收支	-10	21	12	13	现金净流量	365	187	13	325
利润总额	1,263	1,372	1,654	1,958	<b>主要财务指标</b>				
所得税	196	213	256	303	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	1,068	1,160	1,398	1,654	营业收入增长率	14.8%	10.7%	19.6%	18.3%
归属于母公司净利润	1,045	1,138	1,364	1,619	净利润增长率	10.5%	8.9%	19.8%	18.7%
YoY (%)	10.5%	8.9%	19.8%	18.7%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	1.19	1.30	1.55	1.85	毛利率	30.0%	29.4%	29.9%	29.6%
<b>资产负债表 (百万元)</b>					净利率	10.8%	10.6%	10.7%	10.7%
货币资金	1,521	1,709	1,721	2,046	总资产收益率 ROA	8.3%	8.1%	8.5%	8.8%
预付款项	163	200	241	275	净资产收益率 ROE	16.4%	15.0%	15.1%	15.1%
存货	1,011	1,154	1,372	1,617	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	4,729	5,536	6,436	7,429	流动比率	<b>1.48</b>	<b>1.62</b>	<b>1.69</b>	<b>1.78</b>
流动资产合计	7,424	8,598	9,770	11,366	速动比率	1.25	1.36	1.41	1.49
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.30	0.32	0.30	0.32
固定资产	3,865	4,147	4,852	5,515	资产负债率	47.1%	44.1%	41.7%	39.6%
无形资产	430	457	509	561	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	5,150	5,510	6,297	7,041	总资产周转率	0.78	0.77	0.81	0.84
资产合计	12,575	14,108	16,067	18,407	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	2,577	2,577	2,577	2,577	每股收益	1.19	1.30	1.55	1.85
应付账款及票据	1,908	2,172	2,557	3,035	每股净资产	7.25	8.64	10.28	12.24
其他流动负债	524	559	653	767	每股经营现金流	1.56	1.02	1.40	1.74
流动负债合计	5,009	5,308	5,787	6,380	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	759	759	759	759	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	153	153	153	153	PE	30.39	27.90	23.28	19.61
非流动负债合计	912	912	912	912	PB	3.66	4.19	3.52	2.96
负债合计	5,920	6,220	6,699	7,291					
股本	877	877	877	877					
少数股东权益	293	314	348	383					
股东权益合计	6,654	7,888	9,369	11,115					
负债和股东权益合计	12,575	14,108	16,067	18,407					

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，8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，4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。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

### 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。