

## 中信证券研究部



**李鑫**  
首席轻工分析师  
S1010510120016



联系人：康达

## 核心观点

近期可转债强赎带来的交易层面扰动导致股价大幅回调，公司业绩指引及即将推出的员工持股计划提振市场信心，基本面经营稳健向上，我们进一步上调全年收入/归属净利润增速预测至 17%/12%，对应 Q4 收入/归属净利润增速约 18%/17%，目前估值对应 2021 年仅 16xPE，维持“买入”评级。

■ **全年业绩指引符合预期，员工持股计划提示底部价值。**公司发布员工持股计划提示性公告及全年业绩预告，目前公司积极筹划第二期员工持股计划，实现董、监、高以及骨干员工的利益绑定，彰显长远发展信心。公司预计 2020 年收入同比+15%~+20%，归属净利润同比+5%~+15%，我们根据最新调研及跟踪情况判断全年业绩有望落在指引区间上限附近。

■ **5G 周期景气向上，3C 包装 Q4 有望提速。**我们判断 5G 技术周期带来的换机需求及智能穿戴需求爆发将带来 1-2 年左右行业景气向上周期，就最新跟踪情况来看：A 客户新机出货推迟至 Q4，有望带动 3C 包装收入提速；IDC 数据显示 Q3 小米手机出货量超预期逆势增长+42%，我们判断小米有望成为公司第二大客户，预期公司有望分享小米全球扩张的成长红利；戴森、任天堂等客户订单有望进一步放量。我们预计 2020-22 年公司 3C 包装收入有望同比+15%/+19%/+11%。

■ **大消费包装 Q4 有望延续修复。**受益于中烟反腐及国企改革，烟、酒供应链市场化开放进程加速，公司把握机遇积极布局，随新客户导入及老客户放量，我们预计 Q4 收入增速持续回升。公司烟酒包装业务随疫情影响消除逐步恢复，烟标收入 Q1-3 同比近乎持平，Q3 同比+30%~+40%；酒包收入 Q1-3 同比+15%左右，Q3 同比+20%左右，我们维持 2020-22 年烟酒包装收入同比+15%/+33%/+20%的预测。化妆品、大健康包装及云创业务在疫情得到控制后延续逐季修复趋势。

■ **维持看好环保纸塑高增，纸价及汇兑损益影响可控。**公司环保纸塑（餐包）业务具备原材料成本、生产效率、政策卡位等优势，产品品牌由 B 端逐步向 C 端渗透，料随海南等各省限塑令逐步推开及产能陆续投产迎来高速增长，维持 2020-22 年环保纸塑（餐包）收入 2.3 亿/5.0 亿/10.0 亿元的预测。原纸采购金额占成本比例低于 30%，且公司规模采购具备价格优势，纸价波动影响有限。套保及远期等金融工具大幅缩减汇率敞口，预计人民币持续升值在 Q4 带来的汇兑损益较为可控。

■ **风险因素：**产能建设进度不达预期；新客户拓展不及预期；原材料价格大幅上涨；大客户压低销售单价；汇率大幅波动。

■ **投资建议：**鉴于苹果产业链加单、小米出货量超预期、公司烟酒包装业务修复良好，我们上调 2020 年收入增速预测至 17.0%（原预测：15.3%），维持 2021-22 年收入增速预测 25.0%/17.0%，上调 2020 年归属净利润增速预测至 11.7%（原预测：10.1%），维持 2021-22 年归属净利润增速预测 24.5%/20.9%，对应 2020-2022 年 EPS 预测为 1.33/1.66/2.00 元。近期大幅下跌主因公司可转债强赎带来的交易层面的短期扰动，料不影响公司长期内在价值，维持“买入”评级。

<b>裕同科技</b>	<b>002831</b>
<b>评级</b>	<b>买入（维持）</b>
当前价	27.26 元
总股本	877 百万股
流通股本	417 百万股
52 周最高/最低价	31.5/20.68 元
近 1 月绝对涨幅	-10.78%
近 6 月绝对涨幅	-7.90%
近 12 月绝对涨幅	-0.27%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,578	9,845	11,515	14,394	16,841
营业收入增长率	23.5%	14.8%	17.0%	25.0%	17.0%
净利润(百万元)	946	1,045	1,167	1,453	1,756
净利润增长率	1.5%	10.5%	11.7%	24.5%	20.9%
每股收益 EPS(基本)(元)	2.36	1.19	1.33	1.66	2.00
净资产收益率 ROE%	16.7%	16.4%	16.0%	17.2%	17.8%
PE	12	23	20	16	14

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 11 月 30 日收盘价

**利润表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,578	9,845	11,515	14,394	16,841
营业成本	6,133	6,889	8,256	10,249	11,923
毛利率	28.5%	30.0%	28.3%	28.8%	29.2%
营业税金及附加	58	71	77	99	117
销售费用	381	472	405	623	763
营业费用率	4.4%	4.8%	3.5%	4.3%	4.5%
管理费用	502	659	783	936	1,122
管理费用率	5.9%	6.7%	6.8%	6.5%	6.7%
财务费用	120	144	131	150	107
财务费用率	1.4%	1.5%	1.1%	1.0%	0.6%
投资收益	42	30	48	40	39
<b>营业利润</b>	<b>1,145</b>	<b>1,273</b>	<b>1,392</b>	<b>1,756</b>	<b>2,118</b>
营业利润率	13.3%	12.9%	12.1%	12.2%	12.6%
营业外收入	25	7	17	16	13
营业外支出	8	17	10	12	13
<b>利润总额</b>	<b>1,162</b>	<b>1,263</b>	<b>1,399</b>	<b>1,761</b>	<b>2,119</b>
所得税	184	196	210	272	325
所得税率	15.8%	15.5%	15.0%	15.4%	15.3%
少数股东损益	33	23	22	36	38
<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>946</b>	<b>1,045</b>	<b>1,167</b>	<b>1,453</b>	<b>1,756</b>
净利率	11.0%	10.6%	10.1%	10.1%	10.4%

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	823	1,521	1,267	1,729	2,159
存货	944	1,011	1,238	1,539	1,776
应收账款	4,020	4,164	5,233	6,458	7,444
其他流动资产	1,043	728	802	870	926
流动资产	6,829	7,424	8,539	10,597	12,307
固定资产	2,958	3,865	4,018	3,980	3,901
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	372	430	430	430	430
其他长期资产	911	855	855	855	855
非流动资产	4,241	5,150	5,303	5,265	5,187
<b>资产总计</b>	<b>11,070</b>	<b>12,575</b>	<b>13,843</b>	<b>15,862</b>	<b>17,493</b>
短期借款	1,896	2,577	2,795	1,460	928
应付账款	1,722	1,908	2,330	2,869	3,335
其他流动负债	459	524	556	667	730
流动负债	4,076	5,009	5,682	4,996	4,993
长期借款	167	759	1,209	1,309	1,509
其他长期负债	916	153	-645	755	755
非流动性负债	1,083	912	564	2,064	2,264
负债合计	5,159	5,920	6,245	7,060	7,256
股本	400	877	877	877	877
资本公积	1,371	891	891	891	891
归属于母公司所有者权益合计	5,653	6,362	7,283	8,451	9,848
少数股东权益	258	293	314	351	389
股东权益合计	5,911	6,654	7,597	8,802	10,237
<b>负债股东权益总计</b>	<b>11,070</b>	<b>12,575</b>	<b>13,843</b>	<b>15,862</b>	<b>17,493</b>

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	1,162	1,263	1,399	1,761	2,119
所得税支出	-184	-196	-210	-272	-325
折旧和摊销	235	408	487	528	569
营运资金的变化	-549	-290	-920	-956	-757
其他经营现金流	134	180	85	120	71
<b>经营现金流合计</b>	<b>799</b>	<b>1,366</b>	<b>841</b>	<b>1,181</b>	<b>1,677</b>
资本支出	-740	-1,064	-640	-490	-490
投资收益	42	30	48	40	39
其他投资现金流	-75	58	3	2	4
<b>投资现金流合计</b>	<b>-773</b>	<b>-975</b>	<b>-589</b>	<b>-449</b>	<b>-447</b>
发行股票	7	15	0	0	0
负债变化	6,678	9,573	-130	164	-332
股息支出	-240	-246	-246	-284	-360
其他融资现金流	-6,366	-9,353	-131	-150	-107
<b>融资现金流合计</b>	<b>80</b>	<b>-11</b>	<b>-506</b>	<b>-270</b>	<b>-799</b>
现金及现金等价物净增加额	106	379	-255	463	430

**主要财务指标**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	23.5%	14.8%	17.0%	25.0%	17.0%
营业利润增长率	7.1%	11.2%	9.4%	26.1%	20.6%
净利润增长率	1.5%	10.5%	11.7%	24.5%	20.9%
毛利率	28.5%	30.0%	28.3%	28.8%	29.2%
EBITDA Margin	17.5%	18.2%	17.3%	16.7%	16.4%
净利率	11.0%	10.6%	10.1%	10.1%	10.4%
净资产收益率	16.7%	16.4%	16.0%	17.2%	17.8%
总资产收益率	8.5%	8.3%	8.4%	9.2%	10.0%
资产负债率	46.6%	47.1%	45.1%	44.5%	41.5%
所得税率	15.8%	15.5%	15.0%	15.4%	15.3%
股利支付率	25.4%	23.5%	24.4%	24.8%	24.5%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》及《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。