

业绩提速在即，高端纸包装龙头起航



核心观点

- **全球化布局、规模领先的高端品牌包装整体解决方案服务商。**公司是国内领先的高端纸包装龙头企业，主要产品包括精品盒、说明书、纸箱等，下游客户涵盖消费电子、烟酒、大健康、化妆品、奢侈品等多行业优质龙头。公司收入、利润近三年年均复合增速分别达 26%、13%，整体稳健增长。
- **消费电子纸包装龙头地位稳固，5G 换机、智能穿戴高增长推动核心主业景气回暖。**我们推测全球消费电子包装市场规模超过 300 亿元，公司市场份额约 20%，稳居龙头地位。伴随 5G 规模化商用普及，2020-2021 年新一轮换机潮有望开启，核心客户智能手机出货量将稳步增长，有望贡献业绩增量。此外，智能硬件市场近年持续快速扩张，预计智能穿戴、智能音箱未来 5 年 CAGR 将分别达 9%、14%，行业红利释放，公司有望充分受益。
- **烟酒大包装业务打造新看点，新业务有望快速放量。**①酒包：白酒纸包装市场规模约 500 亿，行业较为分散，龙头成长空间广阔；公司现已覆盖全国 20 余家知名白酒品牌，并成功入围茅台酒包装供应商，未来稳定增长可期。②烟标：卷烟低库存、优结构趋势仍将持续，烟标行业规模预计将稳定在 300 亿元以上，且行业集中度较低，公司通过并购武汉艾特完善烟标业务布局，未来市场份额仍有较大提升空间；③新业务：宜宾工厂投产在即，环保包装有望快速放量；云创 B 端客户开发逐步推进，未来有望稳健增长。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.22、1.48、1.78 元。公司稳居全球消费电子包装龙头地位，有望将竞争优势平移至烟酒、环保包装等优质客户，主业景气回暖叠加新业务快速放量，收入增长可期；成本端原材料价格低位提供盈利弹性，未来智能工厂投产，成本优势愈发夯实，业绩提速在即。我们采用历史估值法，公司 2018 年以来 PE 均值 21 倍，我们给予公司 2020 年 21 倍 PE 估值，对应目标价 31.08 元，首次给予“买入”评级。

风险提示

- 下游客户订单需求不达预期的风险；原材料价格上涨超预期的风险；汇率大幅波动的风险

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,948	8,578	10,358	12,636	15,152
同比增长(%)	25.4%	23.5%	20.7%	22.0%	19.9%
营业利润(百万元)	1,069	1,145	1,308	1,590	1,919
同比增长(%)	2.5%	7.1%	14.3%	21.6%	20.7%
归属母公司净利润(百万元)	932	946	1,068	1,296	1,563
同比增长(%)	6.5%	1.5%	12.9%	21.4%	20.5%
每股收益(元)	1.06	1.08	1.22	1.48	1.78
毛利率(%)	31.5%	28.5%	28.8%	29.0%	29.2%
净利率(%)	13.4%	11.0%	10.3%	10.3%	10.3%
净资产收益率(%)	20.1%	17.8%	17.5%	18.4%	19.1%
市盈率	22.9	22.5	19.9	16.4	13.6
市净率	4.3	3.8	3.3	2.8	2.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2019年12月25日)	27.09元
目标价格	31.08元
52周最高价/最低价	59.09/17.75元
总股本/流通A股(万股)	87,710/87,466
A股市值(百万元)	23,761
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2019年12月26日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	7.54	11.67	17.83	-33.72
相对表现	8.58	8.77	14.73	-65.99
沪深300	-1.04	2.90	3.10	32.27



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 李雪君
021-63325888*6069
lixuejun@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517020001

联系人 吴瑾
021-63325888-6088
wujin@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1 裕同科技：规模领先的高端纸包装龙头企业	5
1.1 国内领先的高端品牌包装整体解决方案服务商，收入、利润稳健增长	5
1.2 实控人为王华君、吴兰兰夫妇，股权结构稳定清晰	7
2 消费类电子包装构筑核心优势，5G 换机、智能穿戴高增长有望推动需求景气回暖	8
2.1 全球领先的消费电子纸质包装供应商，龙头地位稳固	8
2.2 消费类电子包装行业景气有望回暖，贡献业绩增量	10
5G 时代来临，推动全球智能手机出货量反转	10
智能穿戴、智能家居有望注入 3C 业务增长新亮点	12
3 烟酒包装打造新看点，环保包装、云创新业务蓄势待发	15
3.1 内生外延并举，积极拓展烟酒、化妆品等消费行业优质客户	15
3.2 烟酒包装市场空间近千亿，大包装业务多点开花	15
酒包市场空间广阔，高端白酒客户拓展顺利、稳定增长可期	15
烟标行业市场规模稳定，公司市占率仍有较大提升空间	17
3.3 环保包装、云印刷布局推动多元化发展，新业务有望快速放量	18
4 护城河优势稳固，高端纸包装龙头前景可期	19
4.1 高端定位提升包装产品附加值，盈利能力行业领先	19
4.2 研发创新驱动增长，技术、成本优势愈加夯实	20
4.3 未来智能工厂陆续落地，降本增效构筑中长期竞争优势	20
盈利预测与投资建议	22
盈利预测	22
投资建议	22
风险提示	23

图表目录

图 1: 裕同科技稳步成长为国内领先的高端纸包装龙头企业.....	5
图 2: 公司营业收入稳健增长, 近三年年均复合增速 26%.....	6
图 3: 公司净利润近三年年均复合增速 13%, 低于收入增速.....	6
图 4: 精品盒收入占公司营收比重达 72% (以 2018 年为例).....	6
图 5: 精品盒贡献公司毛利润比重达 75% (以 2018 年为例).....	6
图 6: 公司下游客户涵盖消费类电子、烟酒、大健康等多领域知名企业.....	7
图 7: 2011 年以来公司营业收入中消费类电子包装行业客户占比达 80%以上.....	7
图 8: 公司现已形成二十余家国内工厂、六家海外生产基地的全球性布局.....	7
图 9: 公司实际控制人为王华君、吴兰兰夫妇, 股权结构稳定、清晰.....	8
图 10: 公司与富士康、华为等优质客户合作时间均已超过 10 年.....	10
图 11: 富士康为公司第一大核心客户, 营收占比达 26% (以 2016H1 为例).....	10
图 12: 3G、4G 正式商用后, 此后 1-2 年内均出现较为明显的换机潮.....	11
图 13: 与 4G 相比, 5G 移动网络在诸多关键性能上均有大幅提升.....	11
图 14: 预计 2020-2023 年全球智能手机出货量有望恢复正增长.....	12
图 15: 公司核心客户均为全球智能手机市场龙头品牌商 (以 019Q3 当季出货量为例).....	12
图 16: 预计 2020-2021 年公司核心客户智能手机出货量将稳步增加.....	12
图 17: 全球可穿戴设备出货量快速增长, 近三年 CAGR 达 24%.....	13
图 18: 全球智能音箱出货量高速增长, 近三年 CAGR 达 181%.....	13
图 19: 全球可穿戴设备市场中, 市场份额前三名依次为苹果、小米、三星 (以 2019Q3 为例).....	14
图 20: 全球智能音箱市场中, 市场份额前三名依次为亚马逊、谷歌、百度 (以 2019Q3 为例).....	14
图 21: 2012-2015 年金徽酒、口子窖营业收入中, 纸包装成本占比平均为 11%.....	16
图 22: 2012-2015 年金徽酒、口子窖单位成品酒耗用的纸包装成本平均值约为 8 元/升.....	16
图 23: 卷烟工商库存 2013 年攀升, 2016 年库存去化开启.....	17
图 24: 2018 年以来卷烟产量恢复正增长.....	17
图 25: 烟标行业集中度较低, 2018 年 CR5 仅为 27%.....	18
图 26: 武汉艾特近年收入、利润整体稳健增长.....	18
图 27: 云创业务客户当前集中于连锁商业和新零售、互联网、金融和物流行业四大领域.....	19
图 28: 公司毛利率整体领先于行业平均水平.....	20
图 29: 公司出口业务毛利率高于国内业务.....	20
图 30: 公司研发投入力度整体呈提升态势.....	20
图 31: 公司研发投入力度处于行业领先水平.....	20
图 32: 公司彩盒业务直接人工占成本比重约 22%, 远高于纸箱 (以 2016H1 为例).....	21

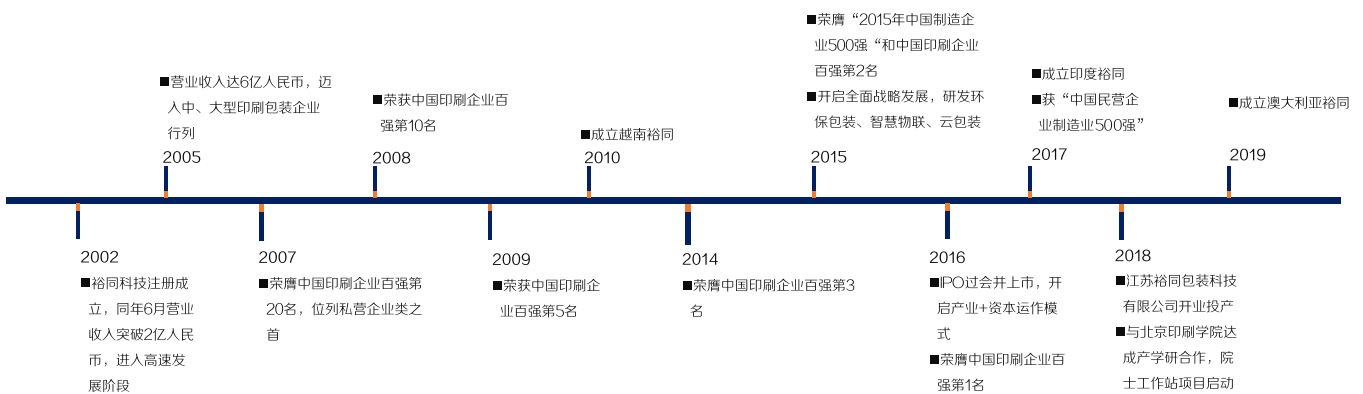
图 33：公司人均产值、人均薪酬稳步提升.....	21
图 34：纸包装行业集中度仍较为分散，2018 年 CR5 为 11%	21
图 35：2018 年以来，公司 PE 估值历史平均值为 20.94 倍	23
表 1：公司荣获 2019 年中国印刷企业 100 强第二名，业务规模行业领先.....	5
表 2：以智能手机、PC、平板电脑、可穿戴设备等产品为代表的 3C 纸包装市场规模约 230 亿元	9
表 3：5G 正式商用后各大手机品牌商纷纷推出 5G 手机发布计划	11
表 4：以北美大客户为例，公司进入其供应商名单的工厂数量稳步增加	14
表 5：我们推测当前中国白酒纸包装市场规模在 500 亿元左右.....	16
表 6：2019 年 8 月 29 日公司成功入围茅台三类纸质包装产品招标项目.....	17

1 裕同科技：规模领先的高端纸包装龙头企业

1.1 国内领先的高端品牌包装整体解决方案服务商，收入、利润稳健增长

国内领先的包装整体解决方案服务商，业务规模位居行业前列。裕同科技是国内领先的高端纸包装龙头企业，公司成立于 2002 年，总部位于深圳，2016 年于深交所成功上市。裕同科技整体定位为高端品牌包装整体解决方案服务商，主要产品包括精品盒、说明书、纸箱等，公司在深度合作富士康、华为、小米等消费电子行业客户的同时，积极开拓智能硬件、烟酒、大健康、化妆品、奢侈品等多个行业龙头客户，提供创意设计、材料研发、结构设计、大数据服务、第三方采购、仓储管理和物流配送等各环节的一体化解决方案。2018 年公司实现营业收入 85.78 亿元，连续五年位居中国印刷企业 100 强前两名，业务规模行业领先。

图 1：裕同科技稳步成长为国内领先的高端纸包装龙头企业



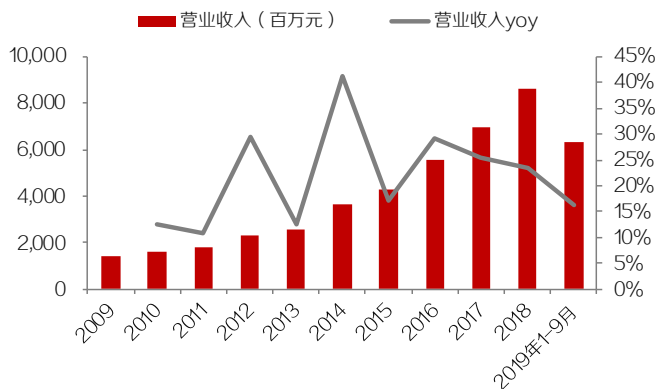
资料来源：公司官网，东方证券研究所

表 1：公司荣获 2019 年中国印刷企业 100 强第二名，业务规模行业领先

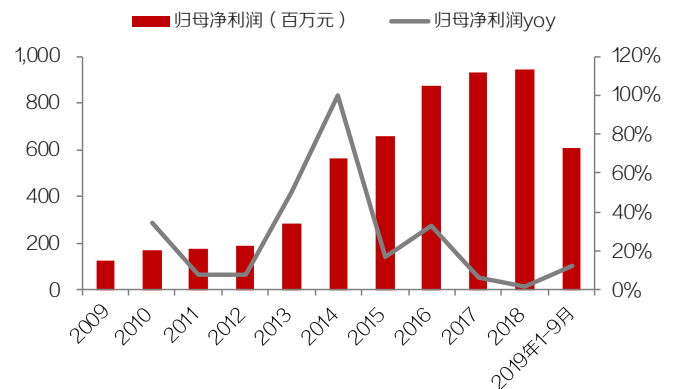
名次	企业名称	产品销售收入（亿元）
1	厦门合兴包装印刷股份有限公司	112.14
2	深圳市裕同包装科技股份有限公司	85.78
3	顶正印刷包材有限公司	40.50
4	深圳劲嘉集团股份有限公司	33.74
5	上海紫江企业集团股份有限公司	33.56
6	汕头东风印刷股份有限公司	33.28
7	美盈森集团股份有限公司	32.49
8	鹤山雅图仕印刷有限公司	30.46
9	四川省宜宾普什集团 3D 有限公司	29.93
10	四川省宜宾丽彩集团有限公司	26.40

资料来源：《印刷经理人》，东方证券研究所

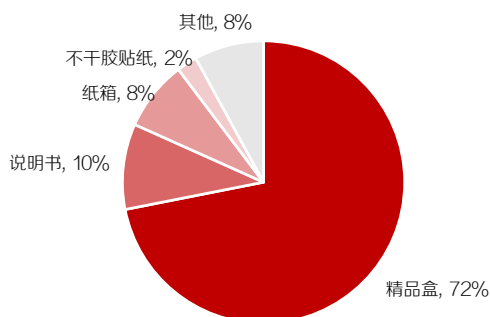
公司收入、利润整体稳健增长；按产品划分，精品盒为公司利润的主要来源。裕同科技收入、利润近年整体稳健增长，2015 年以来近三年年均复合增速分别为 26%、13%；2019 年 1-9 月实现营业收入 63.46 亿元，同比增长 16%；实现归母净利润 6.08 亿元，同比增长 12%。公司包装产品定位高端，2018 年营业收入、毛利润中精品盒占比分别为 72%、75%，为最重要的利润贡献来源。

图 2：公司营业收入稳健增长，近三年年均复合增速 26%


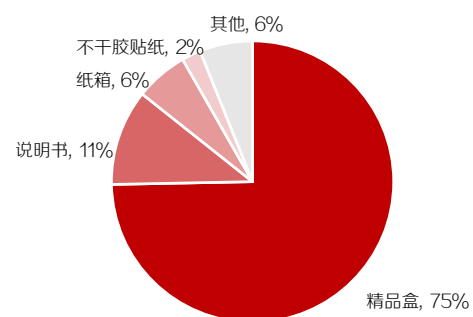
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：公司净利润近三年年均复合增速 13%，低于收入增速


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：精品盒收入占公司营收比重达 72%（以 2018 年为例）


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 5：精品盒贡献公司毛利润比重达 75%（以 2018 年为例）


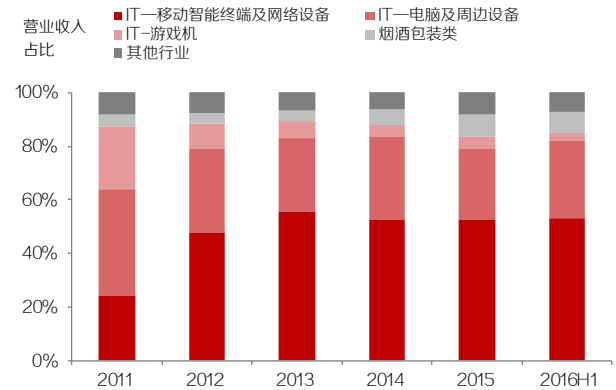
资料来源：公司公告，东方证券研究所

按下游行业划分，消费类电子包装占公司营收比重达 70-80%，3C 领域综合服务能力突出。根据公司招股书中披露的数据，2011 年以来公司营业收入中消费类电子包装行业客户占比达 80% 以上，涵盖智能终端、计算机等多个主要领域，客户覆盖富士康、华为、小米、联想、亚马逊、谷歌、哈曼等知名企业。公司在深耕消费类电子行业客户的同时，积极拓展烟酒、化妆品、环保餐具等其他行业客户，伴随公司收入规模逐步扩张、产品线布局愈发多元，我们推测当前公司营业收入中消费类电子包装占比约为 70-80%，仍为公司最重要的收入来源。

图 6：公司下游客户涵盖消费类电子、烟酒、大健康等多领域知名企业

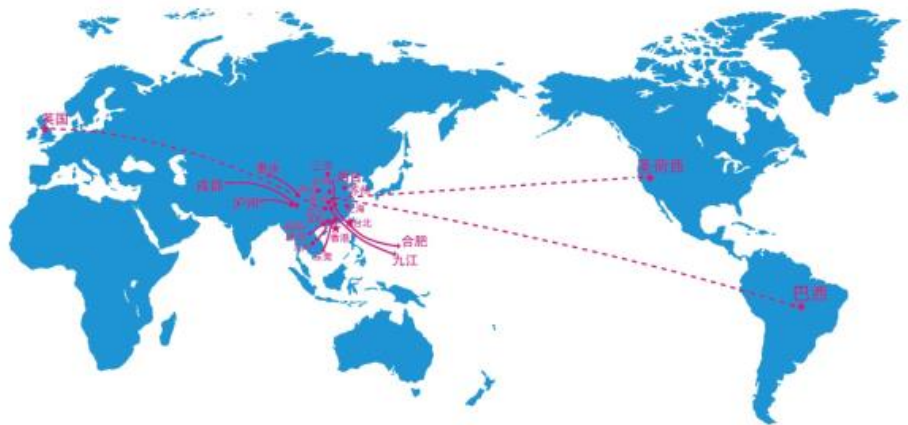
领域	服务品牌
移动智能终端	HUAWEI 华为、SAMSUNG 三星、lenovo 联想、SONY、MOTOROLA...
计算机	lenovo 联想、hp、DELL...
游戏机	Nintendo、SONY...
通信终端产品	NETGEAR、HUAWEI...
食品和饮品	雀巢 Nestle、可口可乐 Coca-Cola、达能 Danone...
香烟	贵州中烟工业有限责任公司、福建中烟工业公司、江西中烟工业有限责任公司...
电子制造服务业客户	FOXCONN 富士康、PEGATRON 群光电子、JABIL、COMPAL、Wistron...

资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 7：2011 年以来公司营业收入中消费类电子包装行业客户占比达 80%以上


资料来源：公司公告，东方证券研究所

公司当前已实现三十余家工厂的全球性布局，贴近海内外客户、高效满足需求。截止 2019 年 12 月，公司已拥有 57 家子公司和 7 家分公司，现已形成 20 余家国内工厂、6 家海外生产基地的全球性布局，可就近为全球客户提供服务，贴近客户的生产模式有助于提升快速响应能力，更为高效地满足下游客户需求。

图 8：公司现已形成二十余家国内工厂、六家海外生产基地的全球性布局


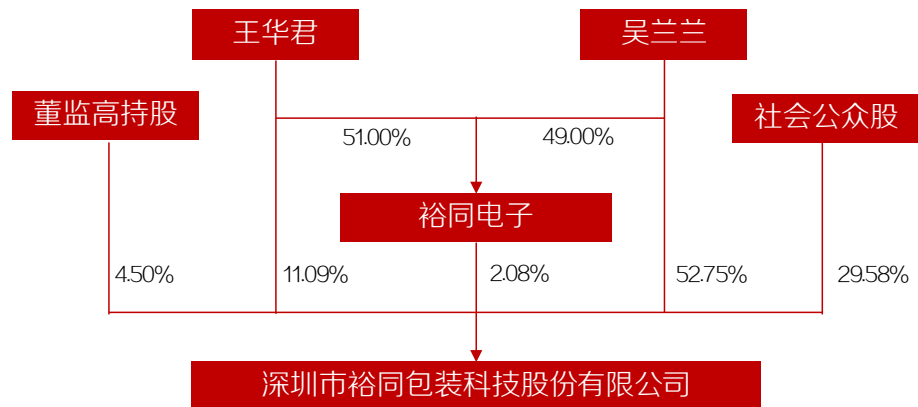
资料来源：公司官网，东方证券研究所

1.2 实控人为王华君、吴兰兰夫妇，股权结构稳定清晰

公司实际控制人为王华君、吴兰兰夫妇，股权结构稳定、清晰。公司控股股东为吴兰兰女士，截止 2018 年底其直接持有公司 52.75% 的股份，并通过裕同电子间接持有公司 1.0192% 的股份；第二大股东为董事长王华君，直接持有公司 11.09% 的股份，并通过裕同电子间接持有公司 1.0608% 的

股份；王华君与吴兰兰夫妇为公司实际控制人，二人通过直接及间接方式合计持有本公司 69.52% 的股权，公司股权结构整体稳定、清晰。此外，鸿富锦精密工业（深圳）有限公司作为公司第五大股东（截止 2018 年底持股比例为 3.48%），2009 年以来持股比例稳定在 3-5%，其实控人鸿海精密工业股份有限公司及其下属企业即为公司第一大客户富士康集团，已与公司建立起长达十年以上的合作关系。

图 9：公司实际控制人为王华君、吴兰兰夫妇，股权结构稳定、清晰



主要子公司名称	持股比例	主要子公司名称	持股比例
烟台市裕同印刷包装有限公司	100.00%	深圳市裕同精品包装有限公司	100.00%
许昌裕同印刷包装有限公司	100.00%	深圳云创文化科技有限公司	100.00%
三河市裕同印刷包装有限公司	100.00%	越南裕展包装科技有限公司	100.00%
珠海市裕同印刷包装有限公司	100.00%	东莞市裕同包装科技有限公司	100.00%
越南裕同印刷包装有限公司	100.00%	香港裕同印刷有限公司	100.00%
成都市裕同印刷有限公司	100.00%	苏州裕同印刷有限公司	100.00%
九江市裕同印刷包装有限公司	100.00%	苏州昆迅包装技术有限公司	100.00%
重庆裕同印刷包装有限公司	100.00%	苏州永承包装印刷有限公司	100.00%
合肥市裕同印刷包装有限公司	100.00%	泸州裕同包装科技有限公司	100.00%
东莞市裕同印刷包装有限公司	100.00%	平阳裕同包装科技有限责任公司	100.00%
亳州市裕同印刷包装有限公司	100.00%	深圳市君信供应链管理有限公司	100.00%
昆山裕锦环保包装有限公司	100.00%	印尼裕同包装科技有限公司	100.00%
武汉市裕同印刷包装有限公司	99.50%	嘉芝（上海）包装制品有限公司	90.00%
陕西裕凤包装科技有限公司	82.00%	江苏德晋塑料包装有限公司	72.73%
惠州印想科技有限公司	70.00%	明达塑胶科技（苏州）有限公司	60.00%
武汉艾特纸塑包装有限公司	51.00%		

资料来源：公司公告，东方证券研究所

2 消费类电子包装构筑核心优势，5G 换机、智能穿戴高增长有望推动需求景气回暖

2.1 全球领先的消费电子纸质包装供应商，龙头地位稳固

公司稳居全球消费电子纸质包装龙头地位，我们推测其市场份额在 15-20% 左右。这里我们选取智能手机、PC、平板电脑、可穿戴设备等主流 3C 产品，针对全球消费类电子产品包装市场规模展开测算。根据全球市场调查机构 IDC 公布的数据，2018 年全球智能手机出货量达 13.95 亿部，若单个包装盒的平均售价按 10 元/个计算，则全球智能手机包装盒对应的市场规模达 140 亿元；2018 年全球 PC、平板电脑出货量分别达 2.58、1.45 亿台，若包装盒售价分别按 20、15 元/台计算，可

得 PC、平板电脑设备包装对应的市场规模分别达 52 亿元、22 亿元。此外，以可穿戴设备、智能音箱等为代表的智能硬件市场近年快速扩张，据统计，2018 年全球可穿戴设备出货量达 1.72 亿台，同比增长 28%；智能音箱出货量达 0.86 亿台，同比增长 187%，若以上产品包装盒单位售价分别按 6 元/台、8 元/台计算，则可穿戴设备、智能音箱市场规模接近 20 亿元。综合而言，以智能手机、PC、平板电脑、可穿戴设备等为主的 3C 产品包装市场规模约 230 亿元，若将其他消费类电子产品涵盖在内，我们推测全球消费电子包装市场规模在 300 亿元以上；假设 2018 年公司营业收入中消费类电子产品占比为 70%，可以得到 2018 年全球消费类电子包装行业中公司市场份额约 20%，占据较为稳固的龙头地位。

表 2：以智能手机、PC、平板电脑、可穿戴设备等产品为代表的 3C 纸包装市场规模约 230 亿元

2018 年	全球出货量 (百万部)	单位包装售价 (元/个)	包装市场规模测算值 (亿元)
智能手机	1395	10	139
平板电脑	145	15	22
PC	258	20	52
可穿戴设备	172	6	10
智能音箱	86	8	7
消费类电子主要产品合计			230

资料来源：IDC，东方证券研究所

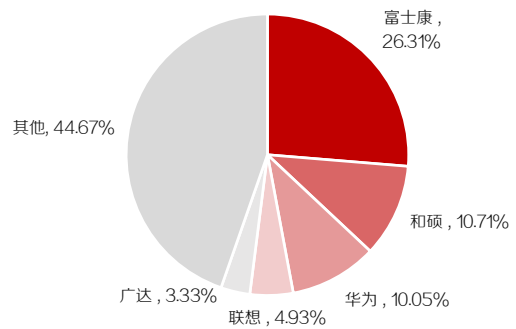
深耕核心客户、积极开拓优质新客户，共享行业发展机遇。公司在 3C 领域内的核心客户包括富士康、华为、小米等，与富士康、华为等优质客户合作时间均已超过 10 年，且至今未出现过核心客户终止合作的情形。其中，富士康自 2011 年以来连续多年均为公司第一大客户，2016 年上半年占公司销售收入比重达 26.31%。在深耕核心大客户的同时，近年来公司新客户拓展持续发力，现已成功导入 OPPO、VIVO、哈曼、谷歌、亚马逊、戴森等消费电子行业优质客户，客户结构持续优化，业务矩阵结构愈加丰富。

图 10：公司与富士康、华为等优质客户合作时间均已超过 10 年

序号	主要客户	合作起始时间
1	富士康	2001 年
2	和硕	2004 年
3	华为	2004 年
4	联想	2010 年
5	广达	2008 年
6	泸州老窖	2013 年
7	普惠	2011 年
8	仁宝集团	2010 年
9	三星	2003 年
10	海尔集团	2010 年

资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 11：富士康为公司第一大核心客户，营收占比达 26%（以 2016H1 为例）

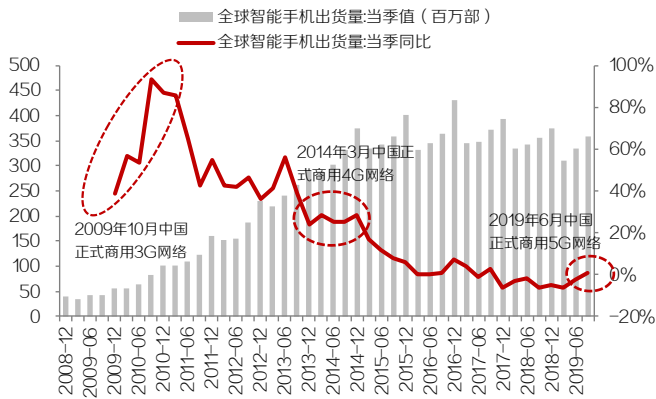


资料来源：公司公告，东方证券研究所

2.2 消费类电子包装行业景气有望回暖，贡献业绩增量

5G 时代来临，推动全球智能手机出货量反转

伴随 5G 规模化商用普及，未来 1-2 年新一轮换机潮有望开启。2019 年 6 月工信部正式发放 5G 商用牌照，标志着中国 5G 基础设施建设展开序幕；根据国际电信联盟发布的报告，5G 移动网络在诸多关键性能上相比 4G 均有大幅提升，伴随建设过程的加速推进，预计 2020 年 5G 手机普及速度有望进一步加快，或将推动新一轮换机潮出现。通过复盘 3G、4G 时代智能手机的出货量表现，可以看到，通信技术升级后的 1-2 年内全球智能手机市场均出现了较为明显的换机热潮：2009 年 10 月中国正式商用 3G 网络，2009Q4 起全球智能手机当季出货量同比增速由 40%大幅提升至 90%，2011Q2 起增速有所回落；此后智能手机市场逐步由增量时代过渡至存量时代，2013Q3 起全球智能手机出货量增速出现显著下滑，2014 年 3 月中国正式商用 4G 网络，换机潮的出现使得 2014 年内全球智能手机出货量增速基本稳定在 25%-30%左右，2015Q1 开始出货量增速方才呈现逐季回落的趋势；2019 年 6 月 5G 正式商用后，各大手机品牌商纷纷发布 5G 手机计划，预计 2020 年新一轮换机潮开启在即。

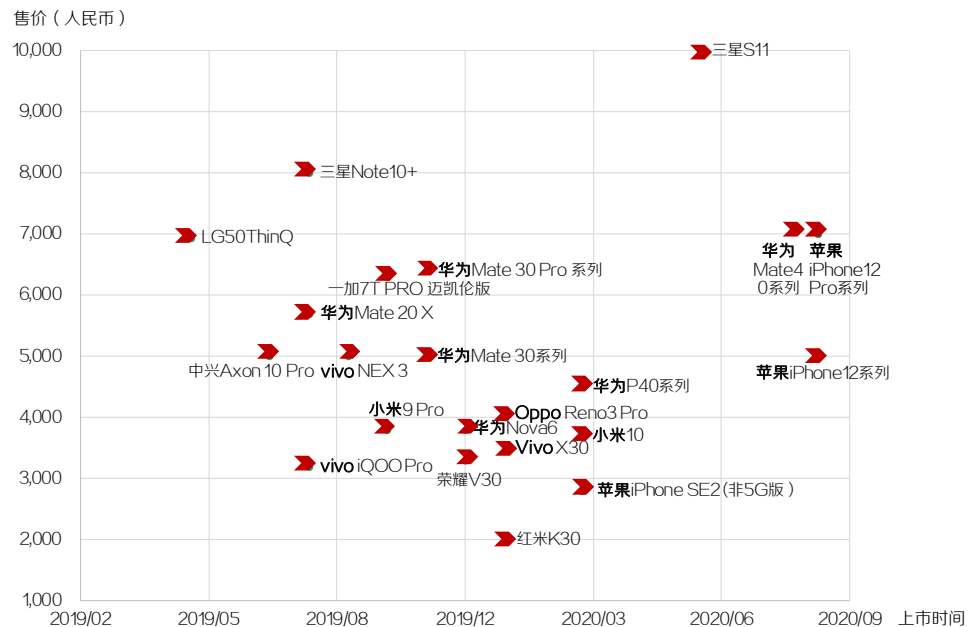
图 12: 3G、4G 正式商用后，此后 1-2 年内均出现较为明显的换机潮


资料来源：IDC，东方证券研究所

图 13: 与 4G 相比，5G 移动网络在诸多关键性能上均有大幅提升

指标	5G	4G	提升
峰值数据速率 (Gbit/s)	20	1	20 倍
用户体验数据速率 (Mbit/s)	100	10	10 倍
频谱效率	3x	1x	3 倍
移动性(km/h)	500	350	1.4 倍
延迟 (ms)	1	10	10 倍
连接密度 (设备/km ²)	100 万	10 万	10 倍
网络能效	100x	1x	100 倍
区域业务容量 (Mbit/s/m ²)	10	0.1	100 倍

资料来源：ITU 国际电信联盟，东方证券研究所

表 3: 5G 正式商用后各大手机品牌商纷纷推出 5G 手机发布计划


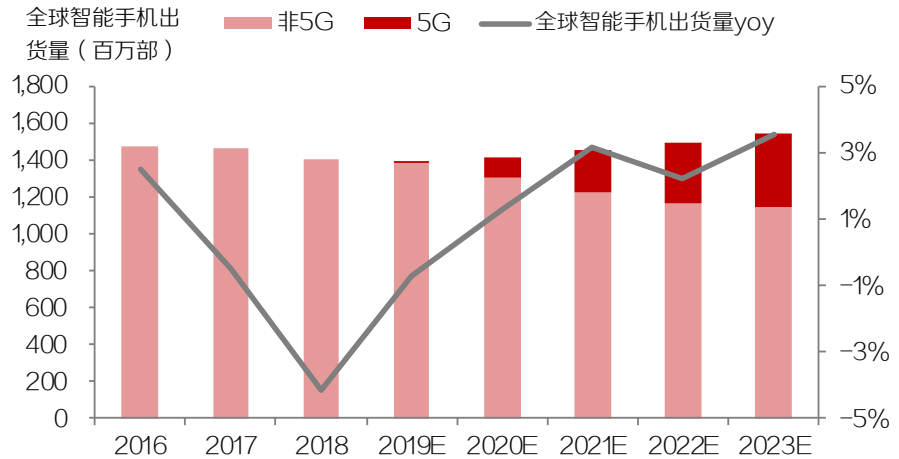
注：以上机型除特别标注外，其余均为 5G 手机

资料来源：公开资料整理，东方证券研究所

预计 2020-2023 年全球智能手机出货量或将恢复正增长，年均复合增速有望达 2%。根据 IDC 的预测，受到换机周期拉长等因素影响，2019 年全球智能手机出货量预计约为 13.95 亿部，同比下降 0.7%；未来 5G 手机渗透率将持续提升，有望推动新一轮换机周期出现，预计 2020-2023 年全

全球智能手机出货量将恢复正增长区间，未来五年（2019-2023）年均复合增速有望达近 2%，推动智能手机纸包装市场景气回暖。

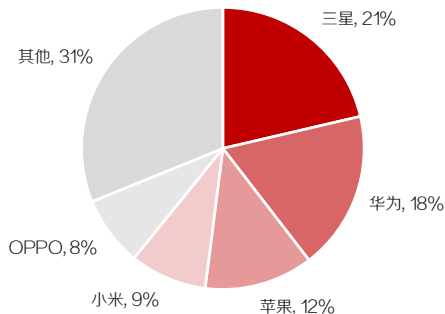
图 14：预计 2020-2023 年全球智能手机出货量有望恢复正增长



资料来源：IDC，东方证券研究所

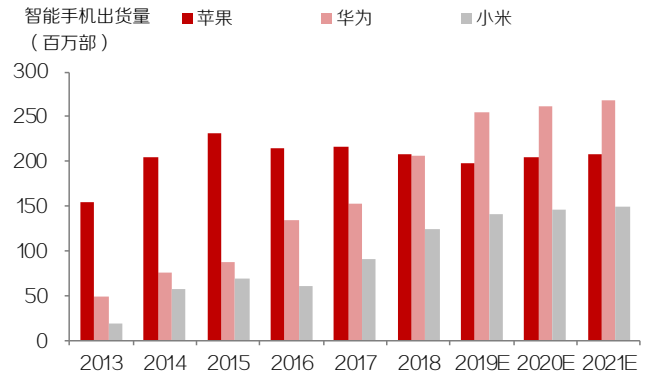
受益于核心客户智能手机出货量增速转暖，公司消费类电子业务有望迎来确定性业绩增量。公司核心客户如华为、北美大客户、小米等，均为全球智能手机市场龙头品牌商，以 2019Q3 为例，以上客户市占率分别达 18%、12%、9%，或将充分受益于 5G 换机热潮带来的手机出货量回暖，预计核心客户智能手机出货量将稳步增长，有望为公司消费类电子业务贡献业绩增量。

图 15：公司核心客户均为全球智能手机市场龙头品牌商（以 2019Q3 当季出货量为例）



资料来源：IDC，东方证券研究所

图 16：预计 2020-2021 年公司核心客户智能手机出货量将稳步增加



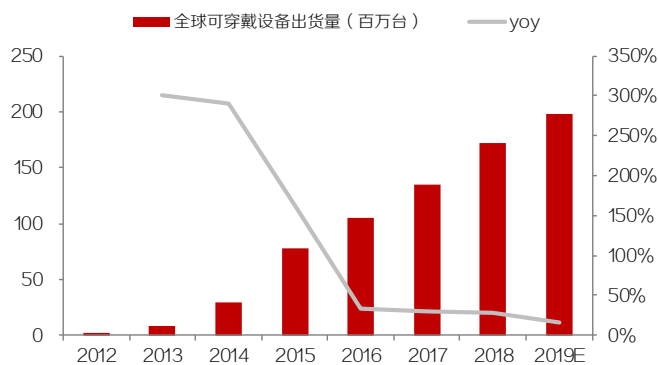
资料来源：IDC，东方证券研究所

智能穿戴、智能家居有望注入 3C 业务增长新亮点

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

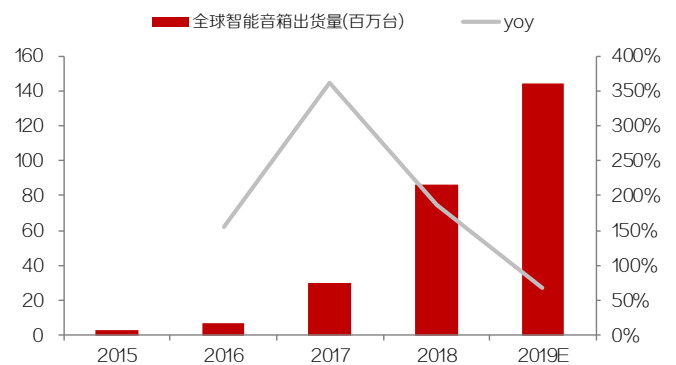
以智能穿戴、智能家居为主的智能硬件增速较高，为近年增速最快的 3C 细分领域。以智能穿戴、智能家居等产品为代表的智能硬件市场近年持续快速扩张，根据 IDC 发布的报告，预计 2019 年含耳机、智能手表、智能手环在内的全球可穿戴设备出货量将达 1.99 亿台，近三年年均复合增速达 24%；以智能音箱为代表的智能家居市场近年同样呈现高速增长态势，预计 2019 年全球智能音箱出货量达 1.4 亿台，近三年年均复合增速高达 181%，远高于同期全球智能手机出货量增速（CAGR 为-2%）。预计未来智能硬件市场仍将保持较为快速的增长态势，IDC 推测 2023 年全球可穿戴设备出货量将达 2.79 亿台，2019-2023 年未来五年年均复合增速近 9%；Strategy Analytics 推测 2023 年全球智能音箱出货量有望持续快速扩张至 2.4 亿台，未来五年年均复合增速达 14%。

图 17：全球可穿戴设备出货量快速增长，近三年 CAGR 达 24%



资料来源：IDC，东方证券研究所

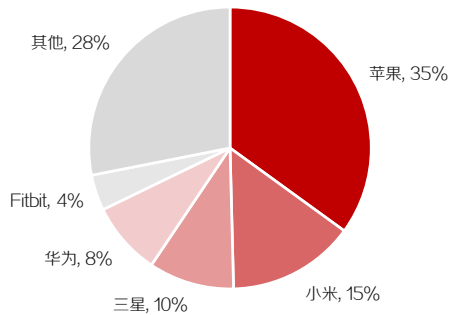
图 18：全球智能音箱出货量高速增长，近三年 CAGR 达 181%



资料来源：Strategy Analytics，东方证券研究所

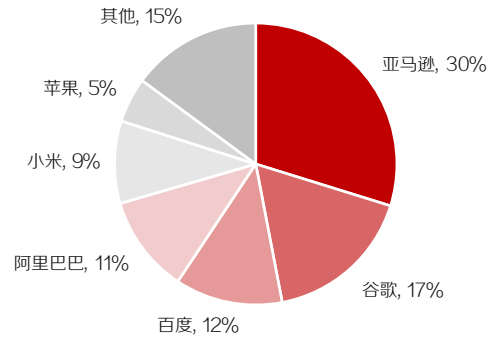
公司客户在智能硬件市场中占据重要地位，有望构筑公司 3C 业务新增长点。全球智能硬件市场行业集中度整体较高，以 2019Q3 为例，可穿戴设备市场 CR5 达 72%，智能音箱市场 CR5 达 80%，公司客户均占据了较为重要的行业地位，北美大客户、小米、华为、Fitbit（2019 年 11 月已被 google 收购）占据全球可穿戴设备市场份额分别达 35%、15%、8%、4%；亚马逊、谷歌占据全球智能音箱市场份额分别达 30%、17%，公司有望充分受益于行业红利释放带来的业绩增量。

图 19：全球可穿戴设备市场中，市场份额前三名依次为苹果、小米、三星（以 2019Q3 为例）



资料来源：IDC，东方证券研究所

图 20：全球智能音箱市场中，市场份额前三名依次为亚马逊、谷歌、百度（以 2019Q3 为例）



资料来源：Strategy Analytics，东方证券研究所

依托于现有客户中公司所占份额的提升，以及新客户拓展带来的增量贡献，我们认为未来公司 3C 业务仍将保持较为充足的增长动力。以 2018 年为例，智能手机全年出货量整体放缓，公司以消费电子为主的营业收入却能够保持较快增长，同比增速达 23.47%；我们认为，除了烟酒、化妆品等行业客户开拓成效显著贡献增量外，公司消费电子业务整体亦实现了较为稳健的增长，预计未来该趋势仍有望持续，原因在于两方面：一是现有客户中公司份额逐步提升，以北美大客户为例，近年来公司进入其供应商名单中的工厂数量呈稳步增长态势，可以推测公司在其包装供应商中所占份额同步提升；二是新客户拓展带来的增量可期，公司将依托自身竞争优势持续开拓优质新客户，在消费电子纸包装行业内的市占率仍有较大提升空间。

表 4：以北美大客户为例，公司进入其供应商名单的工厂数量稳步增加

年份	公司入围北美大客户供应商名单的工厂
2013	深圳、许昌
2014	未披露
2015	深圳、许昌、昆山、成都
2016	未披露
2017	深圳、许昌、昆山 2 家、成都、越南
2018	深圳、许昌、昆山 3 家、成都、越南、印度
2019	深圳、许昌、昆山 3 家、成都、越南、印度

资料来源：公司官网，东方证券研究所

3 烟酒包装打造新看点，环保包装、云创新业务蓄势待发

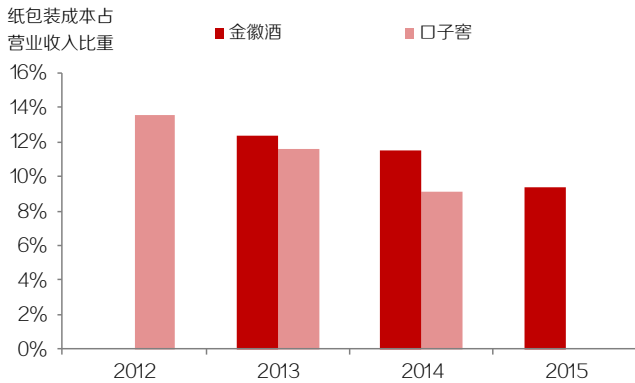
3.1 内生外延并举，积极拓展烟酒、化妆品等消费行业优质客户

公司依托内生自建、外延收购并举的方式，稳步拓展烟酒、化妆品等消费行业龙头客户。在不断巩固 3C 行业客户资源优势的基础上，公司积极培育业绩新增长点。公司自 2013 年起拓展酒包市场，通过与酒企合作成立子公司的方式，先后切入古井贡酒、泸州老窖、西凤酒等名酒客户供应体系，并于 2018 年 1 月与金之彩集团（洋河集团供应商）共同投资设立江苏裕同，公司持股 51%，辐射山东、江苏、安徽等主要白酒消费区，进一步开拓酒包市场。此外，公司于 2017 年 12 月、2018 年 3 月先后收购武汉艾特共计 51% 的股权，进军烟标市场；2017 年 12 月公告收购上海嘉艺 90% 股权，拓展高端消费品客户群；2018 年 9 月收购江苏德晋 70% 股权，持续拓展化妆品客户。公司持续通过内生自建、外延收购并举的方式，积极开拓烟、酒、化妆品等消费行业优质客户资源，订单释放有望驱动公司业绩持续增长。

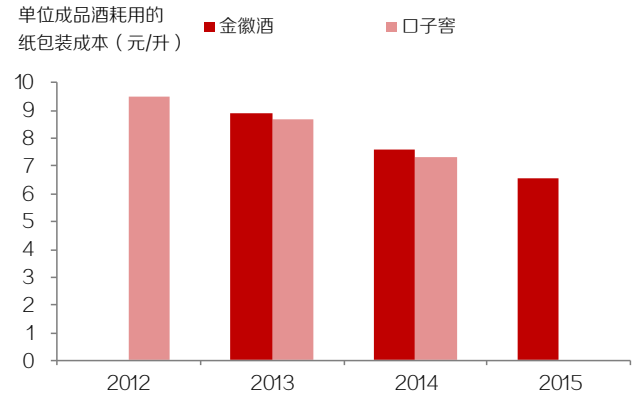
3.2 烟酒包装市场空间近千亿，大包装业务多点开花

酒包市场空间广阔，高端白酒客户拓展顺利、稳定增长可期

中国白酒纸包装市场规模约 500 亿元，行业整体较为分散，龙头包装纸企业发展空间广阔。这里我们采用两种方法测算中国白酒纸质包装行业的市场容量大小。（1）方法一：根据酒企纸包装成本占营业收入的比重，以及白酒行业产值推算白酒纸包装市场规模。根据口子窖、金徽酒在招股说明书中披露的数据，2012-2015 年两家酒企各项成本中纸包装成本（纸盒、纸箱、标签）占比达 40-50%，纸包装成本占酒企营业收入的比重约 9-14%；考虑到以上两家酒企定位偏中高端，我们假设中国白酒行业营业收入中，纸包装成本占比为 10%。根据国家统计局公布的数据，2018 年中国白酒制造业销售收入达 5363.83 亿元，可以推测当年白酒纸包装市场容量约 540 亿元。（2）方法二：根据白酒产量、纸包装单位耗用成本推算市场规模。基于上述招股书中披露的数据，2012-2015 年两家酒企单位成品酒耗用的纸包装成本平均值为 8 元/升，这里我们假设全行业对应的成本为 7 元/升；2018 年全国白酒产量达 87.12 亿升，可以得到对应的纸包装市场容量达 610 亿元。综合上述两种测算方法，我们推测当前中国白酒纸包装市场规模在 500 亿元左右，公司市占率预计仅为 1% 左右。未来中高端白酒需求依旧强劲，酒包在彰显品牌调性、提升营销效果等方面的重要性愈发凸显，行业规模预计仍将维持较高水平；消费升级趋势下，龙头包装纸企在获取订单方面更具竞争优势，增长前景广阔。

图 21：2012-2015 年金徽酒、口子窖营业收入中，纸包装成本占比平均为 11%


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 22：2012-2015 年金徽酒、口子窖单位成品酒耗用的纸包装成本平均值约为 8 元/升


资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 5：我们推测当前中国白酒纸包装市场规模在 500 亿元左右

	2016	2017	2018
白酒制造业销售收入 (亿元)	6,126	5,654	5,364
纸包装成本占销售收入比重	10%	10%	10%
方法一：白酒纸包装市场规模 (亿元)	613	565	536
白酒产量 (万千升)	1,358	1,198	871
单位成品酒耗用的纸包装成本 (元/升)	7	7	7
方法二：白酒纸包装市场规模 (亿元)	951	839	610

资料来源：国家统计局，公司公告，东方证券研究所

公司现已覆盖全国 20 余家知名白酒品牌，并成功入围茅台酒包装供应商，未来市场份额仍有较大提升空间，业务有望逐步放量。依托于较强的客户开拓能力，公司现已形成覆盖茅台、洋河、泸州老窖、古井贡酒、西凤酒等 20 余家高端、中高端白酒品牌的酒包客户规模。其中，公司自 2017 年即与茅台展开合作，前期已取得一定订单；2019 年 8 月 29 日茅台集团采购中心公布新一轮酒包装供应商招标入围名单，公司和子公司成都裕同、泸州裕同成功入围纸箱、卡盒、手工盒三类产品招标项目，经测算预计将贡献公司酒包业务增量 2-3 亿元，订单有望逐步释放。伴随酒包市场化程度进一步提升，未来公司预计将持续扩张份额，酒包业务有望稳健增长。

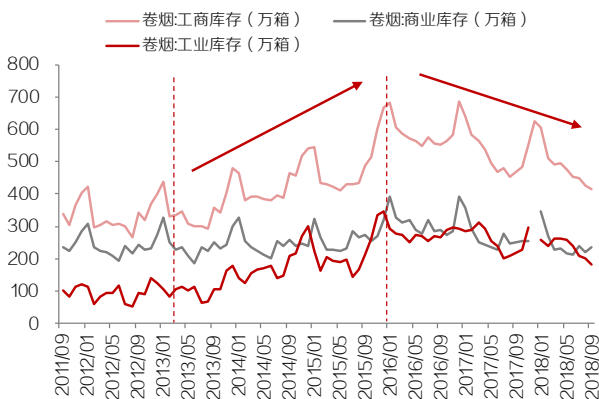
表 6：2019 年 8 月 29 日公司成功入围茅台三类纸质包装产品招标项目

入围供应商名单（来源：茅台集团集中采购中心）		
酒类外包装纸箱供应商招标	酒类纸制卡盒及配套提袋供应商	酒类纸制礼盒（手工盒）及配套提袋供应商招标
1、贵州省仁怀市申仁包装印务有限责任公司	1、上海仁彩印务有限公司	1、深圳市裕同包装科技股份有限公司
2、重庆俊东包装印务有限公司	2、贵州省仁怀市申仁包装印务有限责任公司	2、上海仁彩印务有限公司
3、成都市裕同印刷有限公司	3、重庆俊东包装印务有限公司	3、贵州省仁怀市申仁包装印务有限责任公司
	4、泸州裕同包装科技有限公司	4、重庆俊东包装印务有限公司
	5、深圳市雅图桑印刷包装公司	5、深圳市雅图桑印刷包装公司
		6、浙江程大包装材料有限公司
		7、四川中飞包装有限公司
		8、什邡洪熙包装有限公司
		9、重庆醉美包装印务有限公司
		10、杭州恒达印刷包装有限公司
		11、江苏中彩印务有限公司
		12、深圳朋凯印刷有限公司

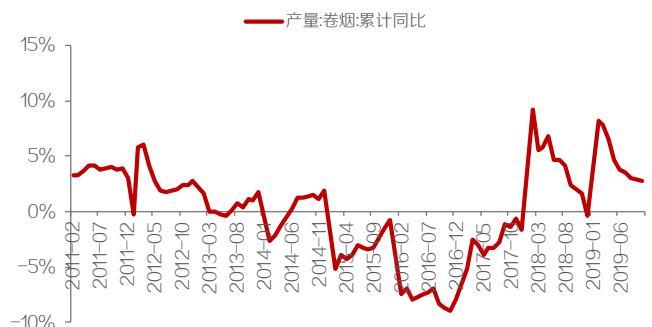
资料来源：茅台集团集中采购中心，东方证券研究所

烟标行业市场规模稳定，公司市占率仍有较大提升空间

卷烟低库存+优结构趋势仍将持续，烟标行业规模预计将稳定在 300 亿以上。2016 年以来卷烟库存去化效果显著，前期压制卷烟产销的高库存掣肘已基本消除，预计未来卷烟产销量仍将保持稳定或低速正增长。根据国家统计局公布的数据，2018 年全国卷烟实现产量 23358.69 亿支，按 20 支/盒、10 盒/条的规格计算，由于每套烟标包含 10 盒及用于一条卷烟的整体外包装，则 2018 年全国烟标需求量为 117 亿套；烟标售价按上市公司平均价格 2.9 元/套计算，可得 2018 年国内烟标市场总体规模约 340 亿元。未来受益于卷烟行业结构优化升级，预计烟标市场规模将整体稳定或有所增长。

图 23：卷烟工商库存 2013 年攀升，2016 年库存去化开启


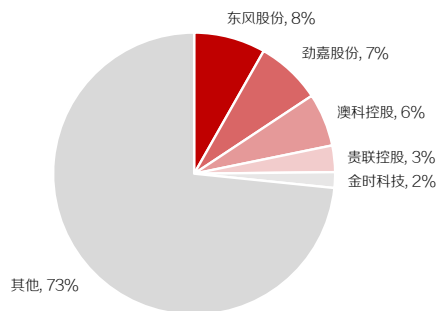
资料来源：烟草在线，东方证券研究所

图 24：2018 年以来卷烟产量恢复正增长


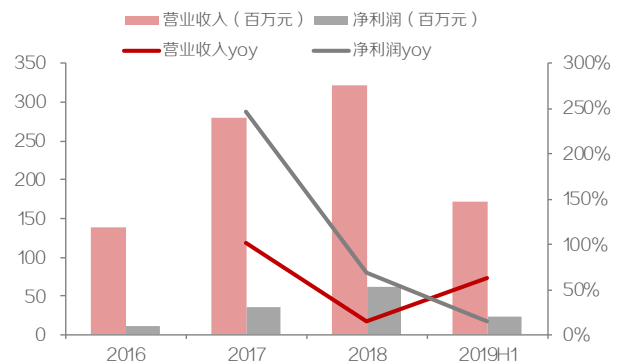
资料来源：国家统计局，东方证券研究所

烟标行业集中度较低，公司通过并购武汉艾特完善烟标业务布局，未来市场份额仍有较大提升空间。早期烟草行业为保证供应链安全，倾向于同时选择多家烟标供应商，由此导致国内烟标行业相对分散；2018 年 CR5 仅为 27%，现阶段行业集中度仍处于较低水平。伴随烟草行业三产逐步剥离

离，大型民营烟标企业不断整合收购中烟公司附属的中小烟标厂，以此开拓全国市场，从而达到快速提升市场份额的目的。公司于 2017 年 12 月、2018 年 3 月先后收购武汉艾特共计 51% 的股权，成为公司的控股子公司，进一步打开烟标业务成长空间。武汉艾特核心客户包括湖南中烟、湖北中烟、四川中烟等，2018 年、2019 年上半年分别实现营业收入 3.21 亿元、1.71 亿元，同比增长 15.09%、62.90%；实现净利润 0.61 亿元、0.24 亿元，同比增长 68.03%、14.39%，整体稳健增长。未来烟草行业结构优化升级的趋势持续，烟标作为卷烟产品定位、品牌宣传载体的重要性愈发突出，利好研发设计更具优势、品质更具稳定性的龙头企业，公司有望将 3C 领域构筑的优势平移至烟标业务，通过内生、外延并举的方式驱动烟标业务发展。我们推测公司烟标业务当前市占率仅 1% 左右，未来公司市场份额仍有较大提升空间。

图 25：烟标行业集中度较低，2018 年 CR5 仅为 27%


资料来源：烟草在线，公司公告，东方证券研究所

图 26：武汉艾特近年收入、利润整体稳健增长


资料来源：公司公告，东方证券研究所

3.3 环保包装、云印刷布局推动多元化发展，新业务有望快速放量

宜宾工厂投产在即，以环保餐具为主的环保包装业务有望快速放量。全球“禁塑”政策逐步推行背景下，国内外环保餐具需求快速增长。根据 Technavio 统计的数据，2017 年全球环保纸塑市场规模达近 300 亿元，预计 2018-2022 年年均复合增速达 8%；其中约 53% 应用于食品饮料行业，外卖市场的快速发展将为环保纸塑产品提供广阔市场空间。据公司公告，环保餐盒产品已在东莞、越南工厂投产，其中越南工厂出口方向主要为美国等地区，目前处于供不应求的状态，产能较为饱和；宜宾工厂也正在建设中，有望于 2020 年投产，全面达产后预计年产值将达 10 亿元。

开启互联网印刷模式，云创业务快速增长。云创文化创立于 2015 年 11 月，并于 2016 年被公司收购，基于互联网模式为客户提供深度印刷解决方案，目前主要集中于连锁商业和新零售、互联网、金融和物流行业四大领域，针对客户个性化需求提供定制服务。云创文化自 2017 年 6 月开始承接来自支付宝的收款码套件产品，2018 年支付宝业务放量，推动云创对支付宝实现的收入快速增长至 2.93 亿元。预计未来 B 端客户开发将逐步推进，云创业务有望持续保持稳健增长。

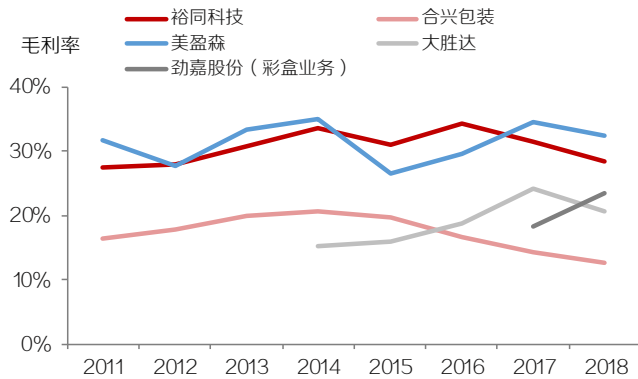
图 27：云创业务客户当前集中于连锁商业和新零售、互联网、金融和物流行业四大领域


资料来源：公司官网，东方证券研究所

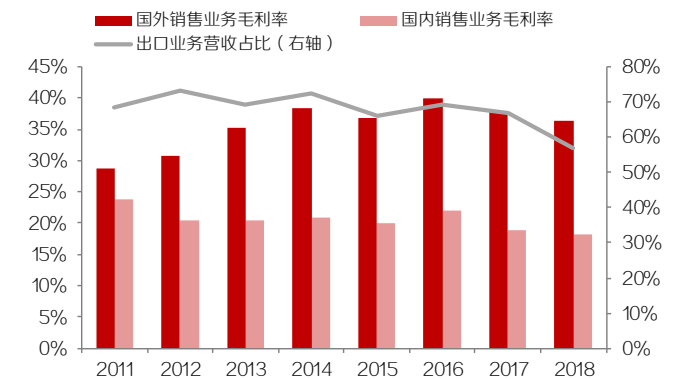
4 护城河优势稳固，高端纸包装龙头前景可期

4.1 高端定位提升包装产品附加值，盈利能力行业领先

定位高端品牌服务商，通过提供整体包装解决方案提升产品附加值，盈利能力领先于行业平均水平。公司自消费电子行业包装起家，当前已实现全球知名消费电子类客户全覆盖，并成功开拓烟、酒、化妆品、奢侈品等行业高端优质客户，以上客户对包装供应商的研发水平、产品品质，以及服务响应速度、售后服务质量等方面均有着严格要求，往往给予供应商合理的盈利空间；同时，公司层面通过提供从设计、研发到生产、交付等各环节一体化的整体解决方案提升包装产品附加值，从而保证公司毛利率相对较高，近年维持在 28%-34%，盈利能力整体领先于可比公司平均水平（22% 左右）。公司海外客户对应的毛利率相较国内客户更高，以 2018 年为例，公司出口业务毛利率达 36.27%（2018 年出口业务收入占营收比重达 57.03%），远高于同期国内业务毛利率 18.18%。

图 28：公司毛利率整体领先于行业平均水平


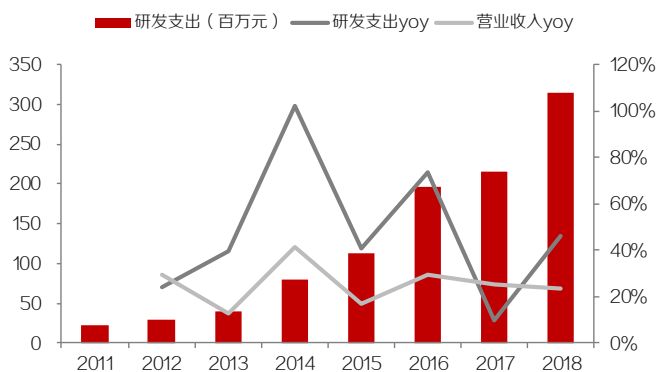
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 29：公司出口业务毛利率高于国内业务


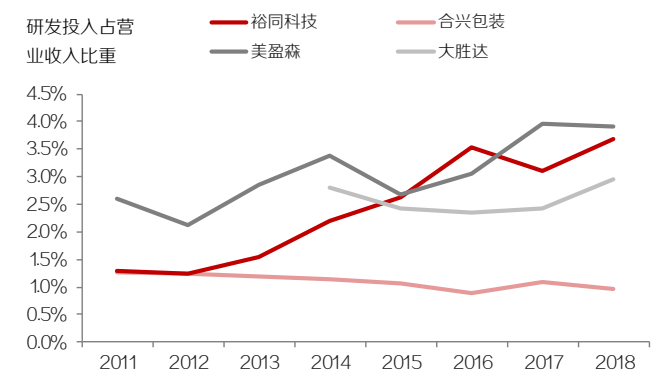
资料来源：公司公告，东方证券研究所

4.2 研发创新驱动增长，技术、成本优势愈加夯实

公司研发投入力度逐年提升，研发支出占营收比重行业领先。公司致力于在智能包装、环保包装等层面不断创新，积极开发高端防伪印刷包装、立体印刷与 3D 打印等技术，在深圳、上海、北京、苏州、烟台、美国等国家和地区均设有研发中心，并通过产学研合作方式高效率运作，截止 2018 年底，公司已取得多项专利，并已主导和参与 24 项国家及行业标准。近年来公司在智能包装、新材料新工艺开发、智能工厂建设等方面持续加大投入，研发投入力度整体呈提升态势，2018 年公司研发支出达 3.16 元，同比增长 46.41%，占营收比重达 3.68%，位居行业领先水平。

图 30：公司研发投入力度整体呈提升态势


资料来源：公司公告，东方证券研究所

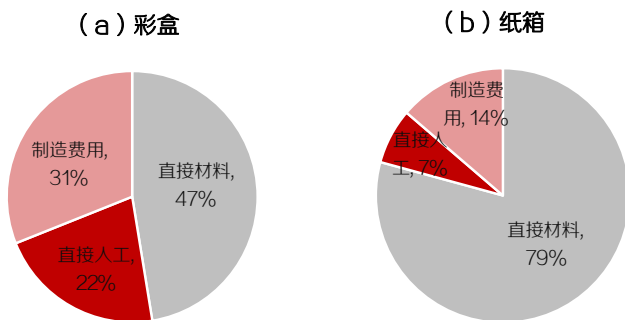
图 31：公司研发投入力度处于行业领先水平


资料来源：公司公告，东方证券研究所

4.3 未来智能工厂陆续落地，降本增效构筑中长期竞争优势

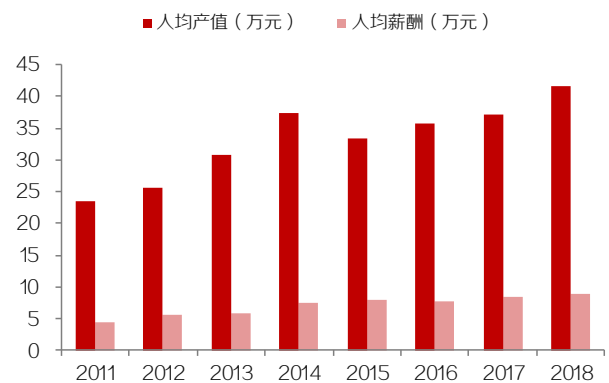
未来公司智能工厂改造项目将陆续投产，有望构筑区别于中小型企业核心竞争优势。由于精品彩盒工艺相比纸箱等产品更为复杂，当前行业内压痕、糊盒等印后装配工序仍主要依赖于人工操作完成，导致人工成本在彩盒成本中占比整体较高，以 2016 年上半年为例，公司彩盒业务营业成本中直接人工占比达 22%，远高于纸箱人工成本占比 7%。未来公司有望通过智能工厂建设降低人工成本，根据规划，公司第一个智能工厂将于 2020 年投产，后续智能工厂将会在 3-5 年内陆续落地。其中，信息化改造扮演了重要角色，除了应用 ERP 系统实现信息化管理，公司还组建了专门的研发团队，将根据印刷包装行业的自身特点优化生产流程开发系统，逐步实现印后工序最大范围自动化，从而达到降本增效的目的。我们认为，智能工厂有望成为公司未来区别于中小型企业的又一核心壁垒，与行业内中小企业相比，公司在成本方面的竞争优势将愈发凸显，人效有望进一步提升；在当前纸包装行业集中度仍较为分散的背景下（2018 年 CR5 小于 10%），公司未来市场份额提升空间较为广阔。

图 32：公司彩盒业务直接人工占成本比重约 22%，远高于纸箱（以 2016H1 为例）



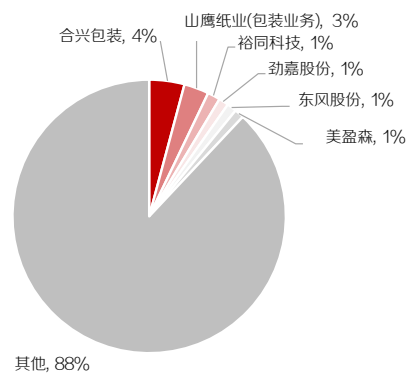
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 33：公司人均产值、人均薪酬稳步提升



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 34：纸包装行业集中度仍较为分散，2018 年 CR5 低于 10%



注：此处行业规模数据采用的是中国包装联合会公布的规模以上纸包装企业营业收入（2018 年为 2919.05 亿元），考虑到包装行业整体较为分散，中小企业数量较多，根据公司公告，2018 年中国纸包装行业产值约 9000-10000 亿元，据此可得行业实际 CR5 仅为 3%，行业集中度整体较为分散

资料来源：公司公告，中国包装联合会，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2019-2021 年盈利预测做如下假设：

- ①消费类电子包装：5G 时代推升消费类电子需求景气回暖，推测 2019-2021 年第一大客户收入同比增速分别为 1.56%、9.75%、6.12%，其他客户整体稳健增长，预计未来三年 3C 包装营收同比增速将分别达 15.99%、19.06%、18.97%。②烟酒包装及其他新业务：预计烟标未来三年营收同比增速将分别达 40%、20%、20%；酒包营收同比增速分别达 40%、40%、20%；环保包装营收同比增速分别达 60%、40%、25%；云创业务起步期快速放量，未来三年营收增速均为 30%。
- 预计 2019-2021 年原材料价格整体处于相对低位；2020 年公司第一家智慧工厂将投产，人工成本有望降低，预计未来三年公司毛利率将逐年小幅改善
- 公司未来持续开拓新客户，预计费用率将略有提升，假设 2019-2021 年销售费用率为 4.75%、4.85%、4.95%；管理费用率为 5.93%、5.98%、6.03%。
- 公司 2019-2021 年的所得税率维持 15.79%，与 2018 年保持一致

盈利预测核心假设

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
精品盒					
销售收入（百万元）	5,176.2	6,167.9	7,447.5	9,085.6	10,894.4
增长率	24.4%	19.2%	20.7%	22.0%	19.9%
毛利率	32.6%	29.6%	29.6%	29.8%	30.5%
说明书					
销售收入（百万元）	651.6	686.2	828.5	1,010.8	1,212.0
增长率	43.3%	5.3%	20.7%	22.0%	19.9%
毛利率	40.8%	39.3%	39.3%	39.4%	39.8%
纸箱					
销售收入（百万元）	663.0	839.8	1,014.0	1,237.0	1,483.3
增长率	25.6%	26.7%	20.7%	22.0%	19.9%
毛利率	16.5%	17.6%	20.8%	20.8%	17.8%
不干胶贴纸					
销售收入（百万元）	124.6	201.0	242.7	296.1	355.0
增长率	6.1%	61.3%	20.7%	22.0%	19.9%
毛利率	35.1%	26.6%	26.6%	26.6%	26.6%
其他业务					
销售收入（百万元）	332.3	683.5	825.3	1,006.8	1,207.2
增长率	18.3%	105.7%	20.7%	22.0%	19.9%
毛利率	24.8%	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%
合计	6,947.7	8,578.2	10,357.9	12,636.2	15,152.0
增长率	25.4%	23.5%	20.7%	22.0%	19.9%
综合毛利率	31.5%	28.5%	28.8%	29.0%	29.2%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

考虑到与公司业务结构相近的可比公司数量较为有限，这里我们采用历史估值法对公司进行估值。公司于 2016 年底上市交易，剔除上市第一年对于估值的影响，我们选取 2018 年至今两年左右的时间段进行分析，2018 年以来公司 PE 估值平均值为 20.94 倍。我们预测公司 2019-2021 年归母净利润分别为 10.68、12.96、15.63 亿元，对应的 EPS 分别为 1.22、1.48、1.78 元。公司稳居全球消费电子包装龙头地位，并且有望将一体化服务能力导入烟酒、环保包装等优质客户，主业景气回暖叠加新业务快速放量，带动收入增长；成本端，原材料价格低位提供盈利改善空间，未来智能工厂陆续投产，成本优势愈发夯实，业绩提速在即。结合公司历史 PE 估值中枢 21 倍，我们给予公司 2020 年 21 倍市盈率估值，对应目标价 31.08 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图 35：2018 年以来，公司 PE 估值历史平均值为 20.94 倍



资料来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

- **下游客户订单需求不达预期的风险：**公司前五大客户销售收入占比短期内仍较高，若全球消费类电子行业景气下行，或公司核心客户生产经营情况出现较大波动，则公司订单或将面临下滑风险，产能利用率较低或将造成公司盈利大幅波动的风险。
- **原材料价格上涨超预期的风险：**当前公司原材料价格整体处于较低位置，若未来出现大幅上涨，或将对公司盈利构成一定挤压，造成绩效不达预期的风险。
- **汇率大幅波动的风险：**公司 2018 年出口业务占比达 57.03%，该部分营收主要采用美元结算，若人民币大幅升值，或将造成公司汇兑损失较高，公司盈利存在不达预期的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	873	823	993	1,212	1,453	营业收入	6,948	8,578	10,358	12,636	15,152
应收票据及应收账款	3,278	4,020	4,854	5,922	7,100	营业成本	4,756	6,133	7,373	8,973	10,727
预付账款	117	182	220	269	322	营业税金及附加	43	58	70	85	102
存货	710	944	1,135	1,381	1,651	营业费用	301	381	492	613	750
其他	1,077	860	872	887	904	管理费用及研发费用	637	817	1,029	1,261	1,519
流动资产合计	6,054	6,829	8,074	9,670	11,430	财务费用	166	120	131	150	167
长期股权投资	58	0	0	0	0	资产减值损失	77	2	34	42	46
固定资产	1,914	2,958	3,510	3,957	4,300	公允价值变动收益	6	(4)	(4)	(4)	(4)
在建工程	355	400	422	445	467	投资净收益	73	42	42	42	42
无形资产	216	372	401	434	470	其他	23	41	41	41	41
其他	387	511	361	343	321	营业利润	1,069	1,145	1,308	1,590	1,919
非流动资产合计	2,929	4,241	4,695	5,179	5,558	营业外收入	18	25	25	25	25
资产总计	8,983	11,070	12,769	14,849	16,988	营业外支出	5	8	8	8	8
短期借款	1,309	1,896	3,167	3,708	4,046	利润总额	1,082	1,162	1,325	1,608	1,937
应付票据及应付账款	1,375	1,722	2,070	2,519	3,011	所得税	150	184	209	254	306
其他	328	459	464	471	478	净利润	932	979	1,116	1,354	1,631
流动负债合计	3,013	4,076	5,701	6,697	7,535	少数股东损益	0	33	49	57	68
长期借款	105	167	167	167	167	归属于母公司净利润	932	946	1,068	1,296	1,563
应付债券	795	798	33	33	33	每股收益(元)	1.06	1.08	1.22	1.48	1.78
其他	49	118	14	14	14						
非流动负债合计	949	1,083	214	214	214	主要财务比率					
负债合计	3,962	5,159	5,915	6,912	7,749		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	21	258	306	364	432	成长能力					
股本	400	400	877	877	877	营业收入	25.4%	23.5%	20.7%	22.0%	19.9%
资本公积	1,370	1,301	891	891	891	营业利润	2.5%	7.1%	14.3%	21.6%	20.7%
留存收益	3,262	3,968	4,796	5,821	7,055	归属于母公司净利润	6.5%	1.5%	12.9%	21.4%	20.5%
其他	(33)	(16)	(16)	(16)	(16)	获利能力					
股东权益合计	5,021	5,911	6,854	7,937	9,238	毛利率	31.5%	28.5%	28.8%	29.0%	29.2%
负债和股东权益总计	8,983	11,070	12,769	14,849	16,988	净利率	13.4%	11.0%	10.3%	10.3%	10.3%
						ROE	20.1%	17.8%	17.5%	18.4%	19.1%
						ROIC	16.0%	13.3%	12.7%	13.2%	13.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	44.1%	46.6%	46.3%	46.5%	45.6%
净利润	932	979	1,116	1,354	1,631	净负债率	26.9%	35.1%	35.2%	34.4%	30.6%
折旧摊销	189	402	431	537	642	流动比率	2.01	1.68	1.42	1.44	1.52
财务费用	166	120	131	150	167	速动比率	1.77	1.44	1.21	1.23	1.29
投资损失	(73)	(42)	(42)	(42)	(42)	营运能力					
营运资金变动	(1,482)	(385)	(753)	(962)	(1,064)	应收账款周转率	2.2	2.3	2.3	2.4	2.3
其它	851	(275)	91	47	50	存货周转率	8.1	7.2	6.9	6.9	6.8
经营活动现金流	584	799	975	1,083	1,385	总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0
资本支出	(825)	(1,628)	(1,043)	(1,023)	(1,023)	每股指标(元)					
长期投资	(62)	48	0	0	0	每股收益	1.06	1.08	1.22	1.48	1.78
其他	(867)	807	37	37	37	每股经营现金流	1.46	2.00	1.11	1.24	1.58
投资活动现金流	(1,754)	(773)	(1,006)	(985)	(986)	每股净资产	5.70	6.45	7.47	8.63	10.04
债权融资	2	103	(765)	0	0	估值比率					
股权融资	21	(69)	67	0	0	市盈率	22.9	22.5	19.9	16.4	13.6
其他	176	46	900	120	(158)	市净率	4.3	3.8	3.3	2.8	2.4
筹资活动现金流	200	80	202	120	(158)	EV/EBITDA	15.8	13.5	12.1	9.9	8.3
汇率变动影响	(50)	(16)	-0	-0	-0	EV/EBIT	18.2	17.8	15.7	13.0	10.8
现金净增加额	(1,021)	90	171	218	241						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

