

投资评级：推荐（首次）

报告日期：2020 年 05 月 06 日

#### 市场数据

目前股价	6.08
总市值（亿元）	81.13
流通市值（亿元）	81.13
总股本（万股）	133,440
流通股本（万股）	133,440
12 个月最高/最低	9.96/5.26

#### 分析师

分析师：张潇 S1070518090001

☎ 0755-83881635

✉ xiaozhang@cgws.com

分析师：林彦宏 S1070519060001

☎ 0755-83881635

✉ linyh@cgws.com

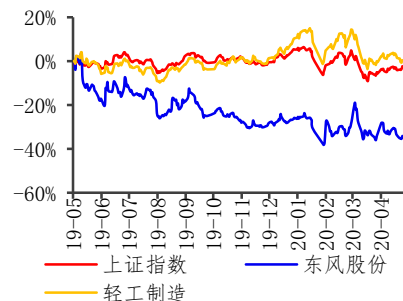
联系人（研究助理）：邹文婕

S1070119010007

☎ 0755-83559624

✉ zouwenjie@cgws.com

#### 股价表现



数据来源：贝格数据

#### 相关报告

## 东风吹来春江暖，潮起正是扬帆时

### ——东风股份（601515）公司深度报告

#### 盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3328	3173	3469	3831	4218
(+/-%)	18.8%	-4.7%	9.3%	10.4%	10.1%
净利润	748	412	584	666	735
(+/-%)	14.7%	-44.9%	41.7%	14.1%	10.4%
摊薄 EPS	0.56	0.31	0.44	0.50	0.55
PE	11	20	14	12	11

资料来源：长城证券研究所

#### 核心观点

- **国内烟标体量第二的企业，新冠疫情下烟草产业链稳定性凸显。**公司自成立以来便专注于烟标业务，烟标产业链条布局业内最为完整，服务多家中烟公司及重点品牌。2019 年烟标业务实现营业收入 24.68 亿元，收入体量行业第二。2019 年烟草行业去库存结束，卷烟产品结构升级，将助推烟标行业集中度提升。烟草产业链在新冠疫情下配置价值较高：1)2020 年前三个月卷烟累计产量同比增长 7.5%，卷烟产量及需求均较为稳定；2)烟草行业 2019 年去库存接近尾声，2020 年烟草行业景气度有望回升。
- **HNB 静待政策理顺，助推烟标行业集中度提升。**2013 年公司出资设立上海绿馨电子科技有限公司（持股 40%），主要聚焦于 HNB 产品的生产、销售，累计获授相关专利逾百项，自有品牌 MOX 系列 HNB 烟具产品已成功销售至日本等国际品牌。相比电子雾化设备，HNB 监管确定性较强，预计国内监管政策即将理顺出台，国内 HNB 市场将迎来放量，中烟或对新推出的 HNB 烟弹进行招标，这对于烟标行业龙头是抢占份额的重要机会。2019 年烟标行业 CR5 已达 27.43%，相对于包装行业集中度较高，主要驱动因素为烟草结构高端化。考虑到 HNB 新品推出时各大中烟急需抢占市场，烟标行业集中度或在 HNB 渗透率提升的催化下持续提高。
- **医药包装行业大有可为，与公司已有印刷业务资源形成强协同。**公司收购西南的地区药包龙头企业千叶药包 75% 股权，快速切入医药包装行业。2018 年我国医药包装市场规模达到 1068 亿元，行业规模高于烟标行业，成长天花板打开。从集中度来看，我国药用玻璃市场经过洗牌已有较高集中度（龙头山东药玻市占率 70%），其他药包参照美国（CR12 37%）仍有较大的提升空间。在关联审评审批制度下，具备实力的医药包装企业市场份额有望逐步扩大。公司的纸盒类药包与千叶药包的 PVC 硬片、药用瓶在产品与客户方面互补；子公司鑫瑞科技的防伪包装材料供应夯实药品防伪采购成本优势。
- **投资建议：**公司是烟标行业龙头公司，HNB 政策催化下市场份额有望持续提升，同时带来新增盈利点，切入药包市场成长天花板打开，大包装布局版图逐步扩大。新冠疫情下烟草产业链的稳定性值得重视，约 2-3% 的

股息率增厚安全边际，商誉计提后，20 年公司轻装上阵，预计 20-21 年 EPS 分别为 0.44、0.45 元，对应 PE 为 14、12 X，估值位于历史低位，配置性价比较高，首次覆盖给予“推荐”评级。

- **风险提示：**上游纸价波动；招标政策变化；行业竞争加剧；烟标销售不及预期；新业务扩展不及预期

## 目录

1. 公司简介：立足烟标主业，探寻新增盈利点 .....	6
2. 烟标业务：业内体量第二，竞争优势明显 .....	9
2.1 烟标产业一体化布局，盈利能力强劲 .....	11
2.2 技术优势明显，推进产学研一体化合作 .....	12
3. 烟草行业优化升级，助力烟标产业发展 .....	14
3.1 烟草行业去库存基本结束，卷烟销量有望提升 .....	14
3.2 卷烟产品结构持续优化，推动烟标行业市场集中度提升 .....	15
3.3 预计烟草行业受疫情影响较小 .....	17
4. 多领域布局，公司业务多元化发展 .....	17
4.1 电子烟前景广阔，东风先行布局 HNB .....	18
4.2 医药包装行业大有可为，非烟标包装业务快速发展 .....	22
4.3 膜产品应用广泛，窗膜发展空间大 .....	26
4.4 积极探索大消费产业，有望成为新的利润增长点 .....	29
5. 盈利预测与公司估值 .....	30
6. 投资建议 .....	31
7. 风险提示 .....	32
7.1 附：盈利预测表 .....	32

## 图表目录

图 1: 公司主要产品图例 .....	6
图 2: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系 .....	6
图 3: 2012-2019 年公司股息率 (%) 变化 .....	6
图 4: 2019 年公司主营业务构成 .....	7
图 5: 2019 年烟标业务成本构成 .....	7
图 6: 营业收入 (亿元) 及 YOY (%) .....	7
图 7: 归母净利润 (亿元) 及 YOY (%) .....	7
图 8: 2014-2020Q1 年公司毛利率及净利率 .....	8
图 9: 2014-2020Q1 年期间费用率情况 .....	8
图 10: 公司烟标业务营业收入 (亿元)、YOY 及毛利率 .....	9
图 11: 同行业公司 2019 年收入 (亿元) 对比 .....	9
图 12: 2019 年同行业公司销售毛利率对比 .....	9
图 13: 膜业务对外销售收入 (亿元) 及 YOY (%) .....	11
图 14: 纸品营业收入 (亿元) 及 YOY (%) .....	11
图 15: 2019 年烟标企业专利数对比 .....	13
图 16: 烟标企业研发费用率对比 .....	13
图 17: 烟标企业研发费用 (万元) 对比 .....	13
图 18: 2019 年烟标企业人均创收/创利 (万元) 对比 .....	13
图 19: 2014-2019 年公司人均创收/创利变化情况 .....	13
图 20: 卷烟产、销量 (万亿支) 及 YOY (%) .....	14
图 21: 2010-2019 年卷烟产销率 (%) 变化 .....	14
图 22: 卷烟库存 (万箱) .....	14
图 23: 五类卷烟销量占比 (%) .....	15
图 24: 我国烟标行业市场集中度 .....	16
图 25: 2019 年烟标行业市场占有率分布饼状图 .....	16
图 26: 我国卷烟产、销量 (亿支) .....	17
图 27: 2012-2020 年 1-2 月卷烟产量 (亿支) 及 YOY .....	17
图 28: 2014-2019 年公司非烟标业务收入 (亿元) 及 YOY (%) .....	18
图 29: 新型烟草产品主要分类 .....	18
图 30: 全球烟草市场规模 (十亿美元) .....	19
图 31: 全球电子烟市场规模 (亿美元) .....	19
图 32: 中国电子烟市场规模 (亿元) 及预测 .....	20
图 33: 全球电子烟市场细分品类规模 (十亿美元) .....	20
图 34: 当前绿馨电子股权结构 .....	21
图 35: 同行业公司烟标业务收入 2015-2018CAGR 对比 .....	21
图 36: 中国医药行业市场销售收入 (亿元) 及 YOY (%) .....	22
图 37: 海顺新材 2013-2019 年营业收入 (亿元) 及 YOY (%) .....	22
图 38: 全球医药包装市场销售收入 (亿美元) 及 YOY (%) .....	22
图 39: 中国医药包装市场规模 (亿元) 及 YOY (%) .....	22
图 40: 2016 年美国药包市场份额分布 .....	23
图 41: 千叶药包营业收入 (亿元) 及 YOY (%) .....	25
图 42: 千叶药包净利润 (万元) 及 YOY (%) .....	25

图 43: 千叶药包销售净利率 (%)	25
图 44: 千叶药包业绩承诺净利润 (万元) 及 YOY (%)	25
图 45: 非烟标包装业务收入 (亿元) 及 YOY (%)	26
图 46: 我国聚酯薄膜产能 (万吨) 及 YOY (%)	28
图 47: 汽车窗膜智慧系列	28
图 48: 建筑窗膜极致系列	28
图 49: “尼平河”品牌爱视奶	30
图 50: “尼平河”芒果风味奶	30
图 51: 东风上市以来 PE 区间	31
表 1: 2019 年烟标企业主要客户情况	10
表 2: 烟标的防伪方式	10
表 3: 公司向上游产业链布局部分	11
表 4: 烟标企业一体化程度对比	12
表 5: 全国烟标单价 (元/套) 估算	16
表 6: 我国烟标市场销售规模估算	16
表 7: 我国关联审评审批制度相关政策	24
表 8: 鑫瑞科技部分产品示意图	27
表 9: 同行业公司估值对比	30

# 1. 公司简介：立足烟标主业，探寻新增盈利点

国内烟标行业领先企业，积极布局新业务。汕头东风印刷股份有限公司成立于 1983 年 12 月，自成立以来便专注于烟标（俗称烟盒）印刷包装及相关材料的研发、设计、生产与销售。经过多年的发展，公司已经成为国内烟标印刷行业的领先企业，2019 年烟标业务实现营业收入 24.68 亿元。同时公司也是行业内产业链最完整的印刷包装企业之一，已形成以烟标印刷包装为核心，涵盖医药包装、食品包装、酒包装等在内的中高端印刷包装产品和材料研发、设计与生产相结合的业务体系。此外公司亦积极发展包括乳制品、电子烟等新业务，优化公司产业布局，培育新的利润增长点。

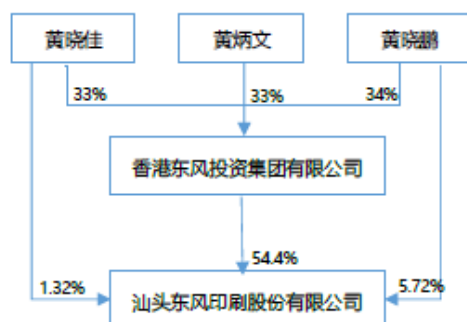
图 1：公司主要产品图例



资料来源：长城证券研究所

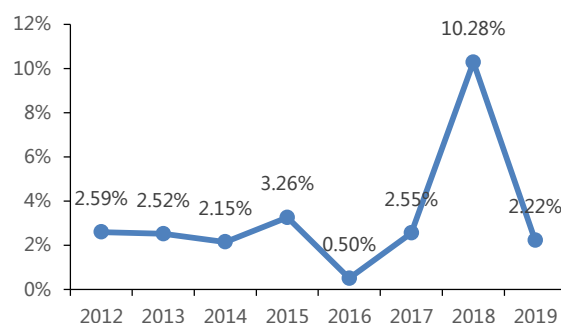
股权集中度高，分红率较高得关注。公司实际控制人黄炳文、黄晓佳、黄晓鹏三名自然人直接及通过香港东风投资间接持有公司股份 61.44%。公司重视股东回报，自 2012 年上市以来已实施 9 次现金分红，累计现金分红 25.97 亿元，股息率多年保持在 2.5% 以上，2018 年更是高达 10.28%，高出市场预期。公司 2019 年度向全体股东按每 10 股派发现金股利 1.5 元（含税），预计派发现金股利总额为 2 亿元（含税）。以年报预计现金股利派发金额为依据，公司自上市以来平均分红率为 51.56%，2019 年股息率为 2.22%。

图 2：公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 3：2012-2019 年公司股息率（%）变化

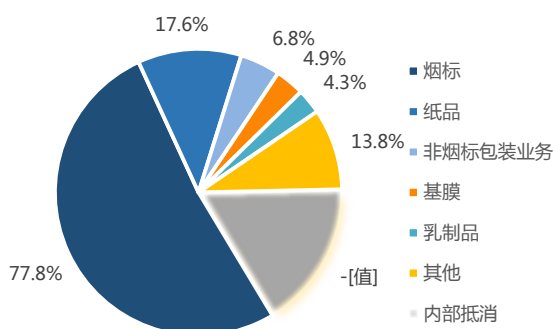


资料来源：Wind，长城证券研究所



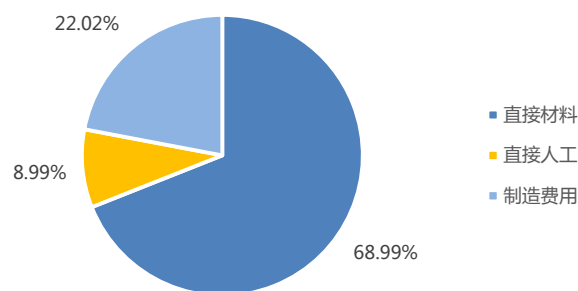
围绕烟标业务，基膜、纸品业务强协同，大包装布局已启动。2019 年烟标营收占比 77.8%，是公司的主营业务，纸品、基膜业务分别占比 17.6%、4.9%，除了为烟标业务提供原材料支撑外，也进行外部销售。非烟标包装业务占比 6.8%，主要为药包、食品包装等。在烟标业务的成本构成中，直接材料（主要为原纸、基膜、纸品）占总成本的 69.64%，制造费用占比 21.77%，直接人工占比 8.59%，上游各类原材料价格的波动将会成为影响烟标业务成本的最主要因素。

图 4: 2019 年公司主营业务构成



资料来源: Wind, 长城证券研究所

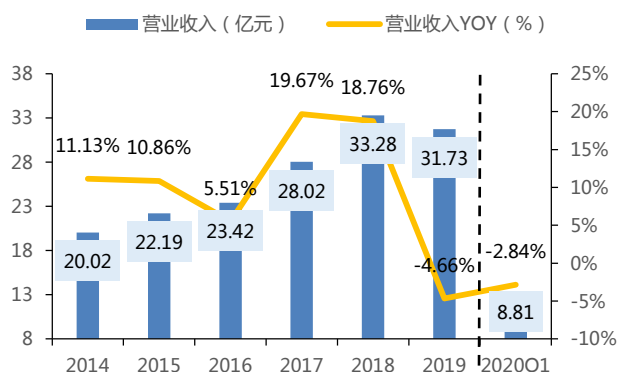
图 5: 2019 年烟标业务成本构成



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

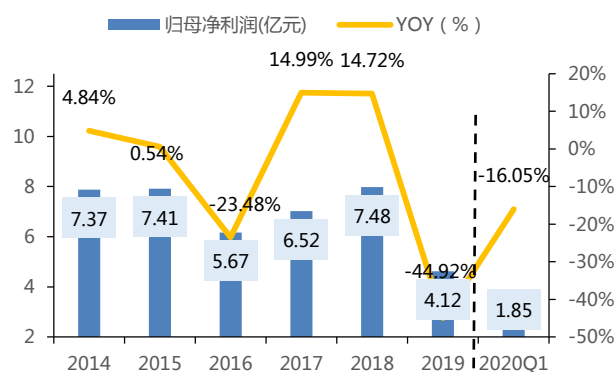
营业收入与净利润同比出现较大幅度下降。2019 年实现营业收入 31.73 亿元，同比下降 4.66%；实现归母净利润 4.12 亿元，同比下降 44.92%。报告期内净利润同比出现较大幅度下降的原因主要有以下几方面：1）受烟草客户降本增效及招投标政策的影响，行业内竞争渐趋激烈，烟标印刷业务部分子公司竞标压力加大，盈利能力受到影响。预计子公司广东凯文及陆良福牌彩印未来经营业绩及现金流低于预期，公司对上述两家子公司计提了商誉减值准备 1.92 亿元，阶段性地影响了公司当期利润水平。2）报告期内公司对合营企业深圳天图东峰投资咨询中心（有限合伙）和成都天图天投东风股权投资基金中心（有限合伙）以及联营企业等的投资收益为 8,131.59 万元，同比下降 62.46%。3）受大消费业务板块持续投入以及并购融资项目的影响，公司销售费用率、管理费用率及财务费用率同比出现较大幅度的增长，三项费用率合计为 13.9%，同比增加 3.63pcpts。判断商誉计提后公司将轻装上阵，在行业洗牌中公司份额有望扩大，2020Q1 实现营业收入 8.81 亿元，净利润 1.85 亿元，业绩有望企稳回升。

图 6: 营业收入（亿元）及 YOY (%)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

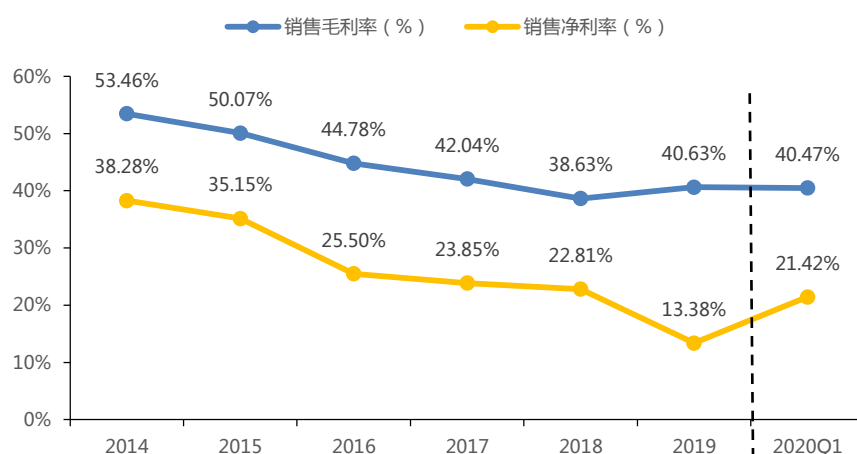
图 7: 归母净利润（亿元）及 YOY (%)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

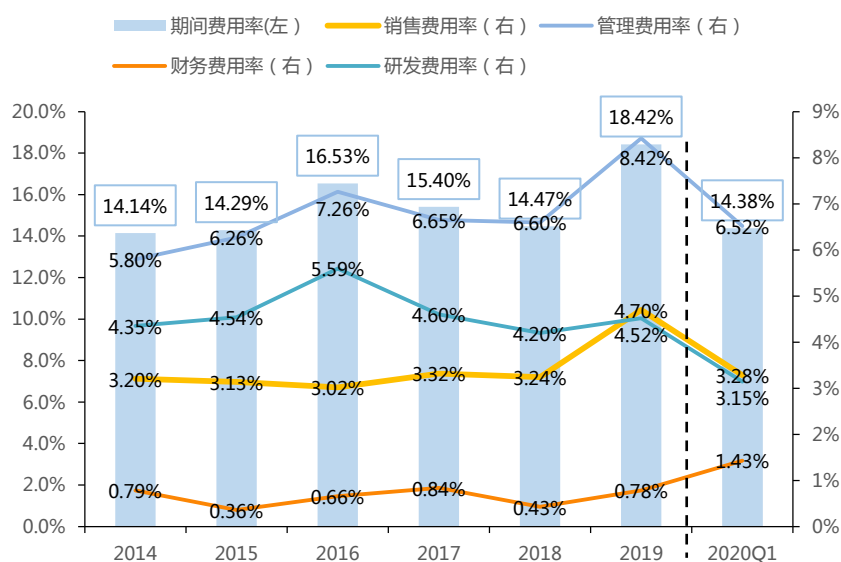
毛利率触底回升，期间费用率平稳降低。近年来，受下游烟草客户招投标竞价及公司积极拓展大包装、大消费领域的影响，公司盈利能力持续下降，2013-2018 年毛利率-14.95pcpts，净利率-17.44pcpts。为提高盈利能力，适应烟草公司调结构的需求，公司着力提高高档烟标产品的生产，并不断提高管理效率，充分发挥公司全产业链的核心优势降低生产成本，公司毛利率水平有所回升，2019 年毛利率较去年同期上升 2pcpts。2019 年受新业务开拓以及并购融资项目的影响，公司销售费用率、管理费用率及财务费用率同比出现较大幅度的增长，带动期间费用率同比增长 3.95pcpts；2020Q1 受开工率不足影响，净利率同比-3.29pcpts 至 21.42%。

图 8: 2014-2020Q1 年公司毛利率及净利率



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 9: 2014-2020Q1 年期间费用率情况



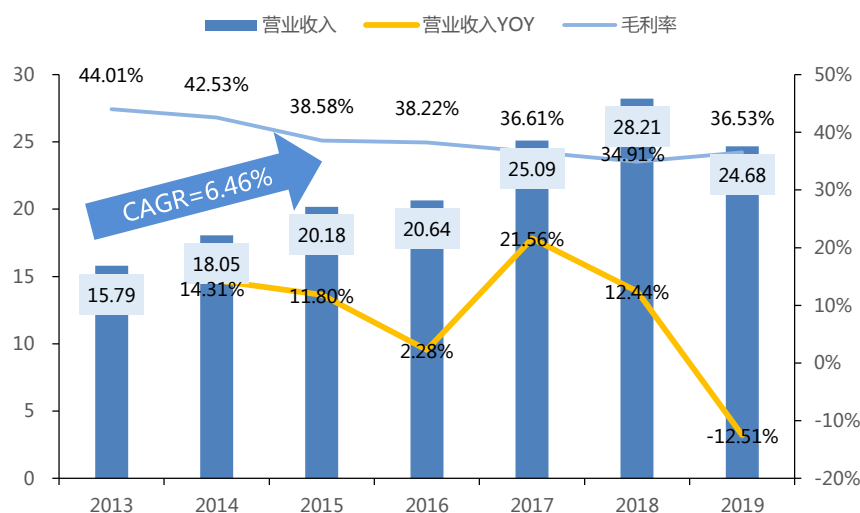
资料来源: Wind, 长城证券研究所



## 2. 烟标业务：业内体量第二，竞争优势明显

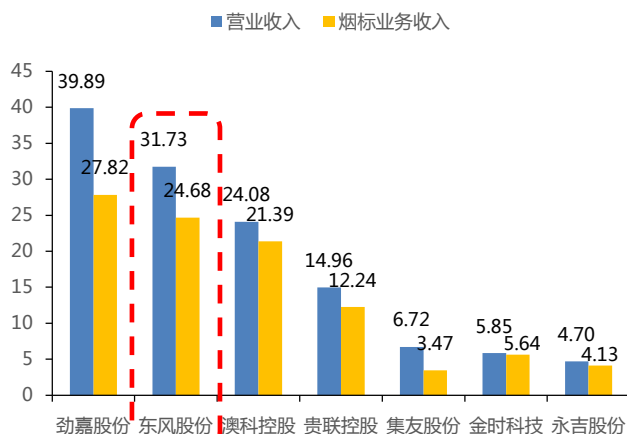
烟标业务收入有所下降，盈利能力已有企稳迹象。2019 年受烟草客户降本增效政策的影响，行业内竞争渐趋激烈，公司的烟标业务实现总营业收入 24.68 亿元，较上年下降 12.51%，6YCAGR 达到 7.73%，烟标业务体量行业排名第二。公司顺应下游烟草行业结构升级的发展趋势，继续发力毛利率较高的细、中、短、爆等新型烟草的烟标产品业务，19 年销售“细中短爆”烟标产品约 39.80 万大箱，同比增长 36.35%，实现销售收入约 5.12 亿元，同比增长 35.71%；烟标业务毛利率稳中有升表现靓丽，同比上升 1.62pcpts 至 36.53%。2019 年公司盈利能力已有企稳迹象，公司整体销售毛利率为 40.63%，位居行业第三。

图 10：公司烟标业务营业收入（亿元）、YOY 及毛利率



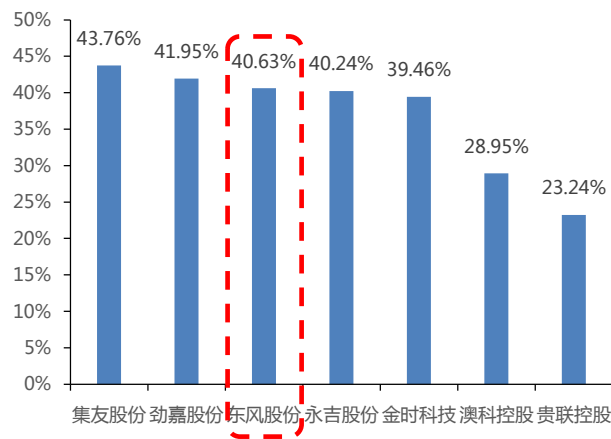
资料来源：Wind，长城证券研究所

图 11：同行业公司 2019 年收入（亿元）对比



资料来源：Wind，长城证券研究所

图 12：2019 年同行业公司销售毛利率对比



资料来源：Wind，长城证券研究所

作为业内龙头，公司的客户资源优势也非常明显。截至 2019 年，湖南中烟、云南中烟、贵州中烟、吉林烟草、甘肃烟草、湖北中烟等多家省级中烟工业公司的供应商，为全国 29 个重点卷烟品牌中的 21 个品牌如“芙蓉王”、“贵烟”、“云烟”、“红塔山”、“白沙”、“黄山”、“兰州”、“真龙”、“长白山”、“钻石”等提供印刷包装服务。根据烟草综合网站提供的数据显示，2019 年重点烟草品牌一、二类烟销量前 15 名的品牌中，公司服务的品牌有 10 个；销售收入前 15 名的品牌中，公司服务的品牌亦有 10 个。

**表 1：2019 年烟标企业主要客户情况**

公司名称	前五名客户合计销售 金额（亿元）	占年度销售总额 比例（%）	主要客户
劲嘉股份	21.26	53.30%	向全国 80% 省级中烟公司供货
东风股份	17.05	53.75%	已成为云南中烟、湖南中烟、贵州中烟、吉林烟草、甘肃烟草等多家省级中烟工业公司的供应商，为全国 29 个重点卷烟品牌中的 21 个品牌提供印刷包装服务
虎彩印艺	6.58	45.39%	湖南中烟、云南中烟
集友股份	4.11	89.64%	向 9 家省级中烟公司供货
永吉股份	4.20	97.18%	贵州中烟工业有限责任公司
新宏泽	2.93	69.20%	与 10 家省级烟草中烟公司达成长期的烟标印刷生产合作关系；服务的卷烟品牌包括“利群”、“玉溪”、“红塔山”、“双喜”、“云烟”、“雄狮”、“红金龙”等

资料来源：公司公告，长城证券研究所

注：全国共有 17 家省级烟草工业公司及上海烟草集团从事卷烟生产业务

烟标行业具有高毛利率、客户集中度高、技术门槛高等特点。烟标与普通的包装不同，由于不能做广告营销，烟草的包装即营销，精美的设计能够帮助消费者建立较好的品牌形象，这就需要烟标企业有较好的设计与生产能力。与此同时，基于利税的考量，防止烟草假货流通也至关重要，而烟草的防伪技术主要依赖于烟标印刷流程中各项复杂且精密的技术。整体来看，烟标行业的企业对于印刷技术的要求更高。

**表 2：烟标的防伪方式**

按流程划分	方式
印前设计防伪	虹底纹、浮雕底纹、渐变底纹、团花、花边、线宽变化、微缩文字等
工艺组合防伪	采用胶印、丝印、柔印和凹印等多工艺组合，增加工艺的复杂性，可以使得烟标的印刷难度加大，能有效提高小规模厂家对产品仿制的难度
印刷材料防伪	通过纸张及油墨来体现防伪效果：有色纤维纸，水印防伪；荧光油墨、多重热敏油墨、化学反应油墨、激光油墨和多重镜像变色油墨，通过油墨颜色的变化来达到防伪效果
印后防伪	激光全息非定位烫印技术、全息印刷、定位全息印刷、激光全息定位烫印技术、透明全息及定位镂空技术、烫印凹凸一次成型技术、二维压纹技术、版纹烫印防伪技术等

资料来源：公司公告，长城证券研究所

我们认为，公司位于烟标行业前列的原因主要有两个：1）烟标生产的一体化布局；2）持续的高研发投入。

## 2.1 烟标产业一体化布局，盈利能力强劲

为控制成本和产品质量，公司积极向烟标产业链上游延伸。公司所用主要生产原料是原纸、膜品、纸品等，在烟标成本构成中，直接材料占总成本 70%左右，上游各类原材料价格的波动将会成为影响烟标业务成本的最主要因素。近年来，公司充分利用自身在高档包装印刷行业的资源优势，通过收购等方式向产业链上游延伸。自 2012 年公司相继收购或者设立深圳凯文、可逸智膜、鑫瑞新材、天威新材，逐步完成上游产业链布局。目前公司已建立起覆盖基膜（自给率 28.69%）、油墨（普通油墨 80.66%）、电化铝（84.07%）、镭射转移纸（60%）的生产及包装印刷设计的全产业链条，不仅有效满足集团内部对于包装印刷生产原料的需求，而且形成了规模化的对外销售，为公司在成本控制和产品质量方面提供了强有力的保障。

除了满足公司烟标生产的需求，公司的基础材料产品也实现了对外销售，对公司业绩的贡献稳步增长。2019 年公司基膜产品整体毛利率同比上升 7.02ppts，实现对外销售收入 1.32 亿元，同比增长%，功能膜产品实现销售收入 3124 万元，同比增长 21%。纸品 2019 年实现对外销售收入 1.16 亿元，同比上涨 26%。

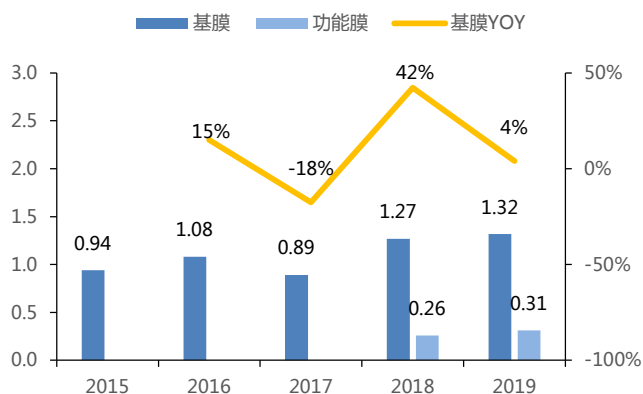
表 3: 公司向上游产业链布局部分

时间	投资/收购标的	持股数	投资金额(万元)	经营范围
2020 年 1 月	贵州裕豐纸业实业有限公司	70%	——	印刷、生产、销售：瓦楞纸板、纸箱、彩盒、画册、书籍
2019 年 2 月	珠海天威新材料股份有限公司	5.99%	3000	研发、生产和销售数码喷印墨水
2016 年 12 月	广东鑫瑞新材料科技有限公司	100%	38128	PET 基膜、功能膜业务
2014 年 7 月	广东可逸智膜科技有限公司	100%	10047	生产聚酯薄膜材料、光电材料、光电应用薄膜、数码产品
2012 年 7 月	深圳市凯文印刷有限公司	100%	45000	平面设计、包装设计、品牌策划

资料来源：公司公告，长城证券研究所

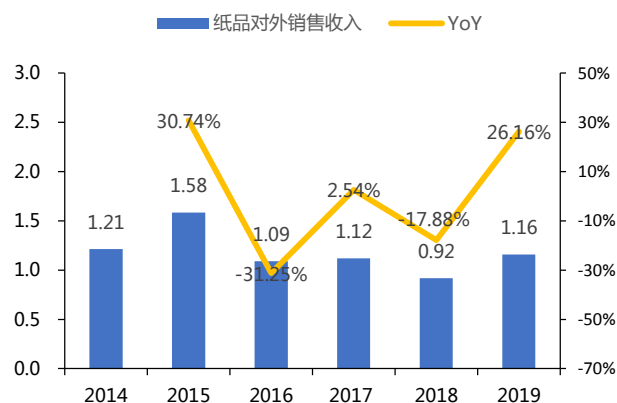
注：持股数、投资金额为当前持股数和金额；2020 年 4 月 23 日，董事会同意由鑫瑞新材吸收合并可逸智膜

图 13: 膜业务对外销售收入（亿元）及 YOY（%）



资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 14: 纸品对外销售收入（亿元）及 YOY（%）



资料来源：公司公告，长城证券研究所

注：基膜指可用于进一步加工如涂布、复合、镀铝、镭射的基础性薄膜，是烟标的原材料。功能膜指具有一定功能的薄膜材料，如汽车、建筑窗膜等

公司作为业内少有的全产业链布局企业，盈利能力强劲。从产品设计、纸品膜品加工、油墨制造到制版、印刷、烫金、模切与成品质检，公司已形成统一的专业印刷包装制造体系，产业链完整性较高。目前同行业公司中劲嘉股份、澳科控股、金时科技、集友股份、永吉股份实现烟标业务部分一体化，陕西金叶与新宏泽并未涉及烟标业务其他产业链，烟标业务一体化已成为公司盈利能力稳定的重要支撑。

表 4：烟标企业一体化程度对比

公司名称	业务范围	一体化程度
东风股份	烟标、纸品、非烟标消费品印刷包装业务、PET 基膜与功能膜业务、乳制品业务、电子烟业务	<div>高</div> <div>↑</div> <div>低</div>
劲嘉股份	烟标、中高端纸质印刷包装产品、镭射包装材料、镭射膜、镭射纸、新型烟草制品	
澳科控股	烟标、转移纸、镭射膜等主要卷烟包装原材料的制造	
金时科技	电化铝、酒盒、镭射转移膜、镭射转移纸、烟标、药盒	
集友股份	电化铝、烟标、烟用封签纸、烟用接装纸	
永吉股份	酒盒、铝纸及框架纸、烟标、药盒	
陕西金叶	房地产、互联网接入、教学收入、卷烟滤棒、商品流通、社会产品、物业管理、烟标	
新宏泽	烟标、其他印刷品、	

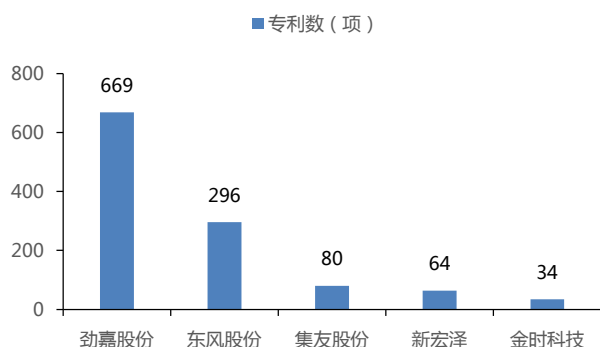
资料来源：公司公告，长城证券研究所

## 2.2 技术优势明显，推进产学研一体化合作

公司多年来一直高度重视产品研发与技术创新。公司 2019 年研发费用为 1.43 亿元，同比增长 2.62%，在 A 股上市同行业公司中排名第二，研发费用率达 4.52%，排名第二。目前，公司不仅拥有经中国合格评定国家认可委员会认可的检测中心，并且在深圳投资建设了一流的产品设计开发中心，结合世界领先的生产制造设备，公司在研发与设计端同样具备较强的实力。同时，公司通过不断调整和改进印刷工艺、研发新型材料等举措，持续提升技术和工艺水平，并与北京印刷学院、北京化工大学、湖南工业大学等高等院校建立合作伙伴关系，推进产学研一体化合作，进一步优化公司的技术储备。

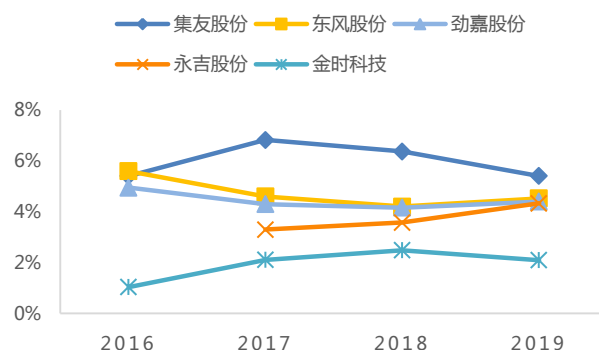
公司拥有专利数处于行业领先水平。2019 年，公司及全资、控股子公司合计申请专利 128 项，其中发明专利 64 项、实用新型专利 57 项、外观设计专利 7 项，并申请软件著作权登记 7 项。截至 2019 年末，公司及全资、控股子公司共拥有授权专利 296 项，并获得软件著作权登记 21 项，继续保持公司在行业中的领先地位和竞争优势。

图 15: 2019 年烟标企业专利数对比



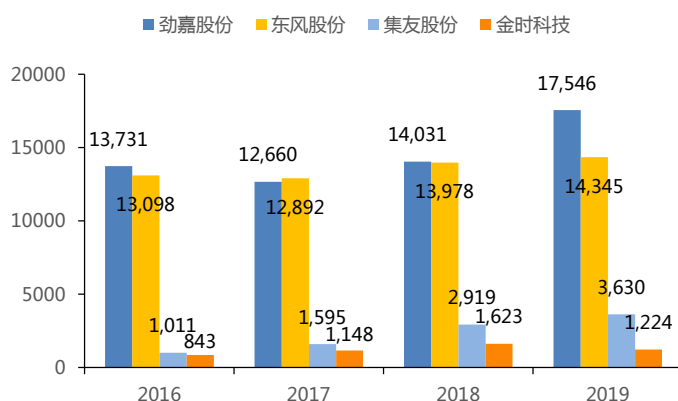
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 16: 烟标企业研发费用率对比



资料来源: Wind, 长城证券研究所

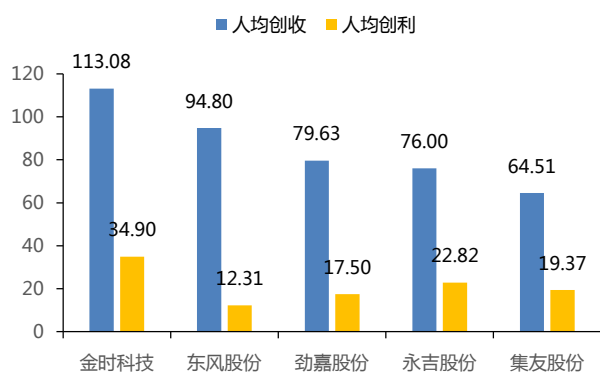
图 17: 烟标企业研发费用 (万元) 对比



资料来源: Wind, 长城证券研究所

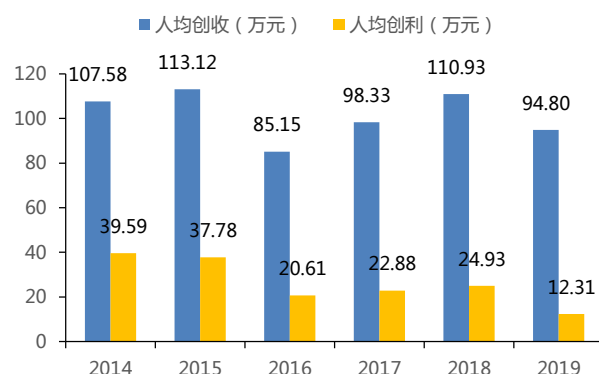
技术优势明显, 人均创收/创利位居行业前列。公司重视科研创新, 通过不断调整和改进印刷工艺、研发新型材料等举措, 持续提升工艺水平和生产效率, 使人均创收和人均创利均领先同业。2019 年公司人均创收 94.80 元, 位居行业第二, 人均创利 12.31 万元。2019 年公司受下游卷烟行业降本增效、招投标政策的影响, 人均创收有所下滑; 商誉计提及大包装业务的推进导致人均创利水平有所下降。预计公司凭借领先的技术优势和一体化布局, 人均创收/创利仍将位居行业前列, 行业政策变动催化洗牌或带动集中度提升, 利润端来看公司轻装上阵, 有望企稳回暖。

图 18: 2019 年烟标企业人均创收/创利 (万元) 对比



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 19: 2014-2019 年公司人均创收/创利变化情况



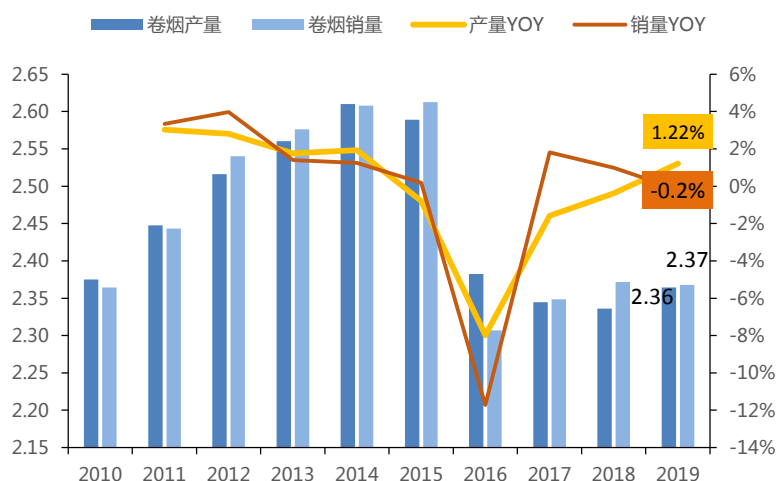
资料来源: Wind, 长城证券研究所

### 3. 烟草行业优化升级，助力烟标产业发展

#### 3.1 烟草行业去库存基本结束，卷烟销量有望提升

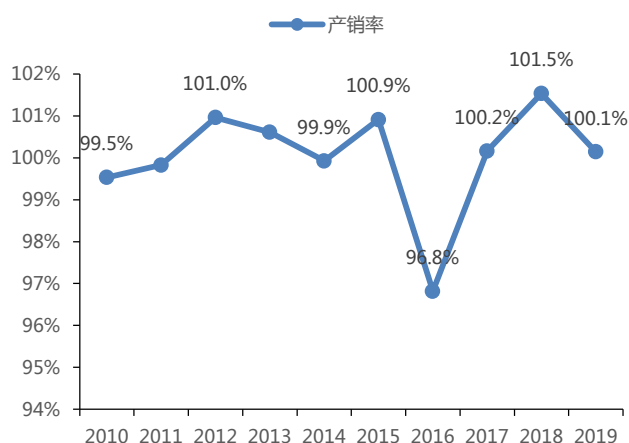
烟草行业去库存基本结束，卷烟产量回暖有望带动烟标行业景气度回升。2016年是烟草行业重整大年，三去一降一补（去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板）及受提税顺价同步推进，卷烟产销量自2016年大幅减少，同比下降11.7%，产销率下降至96.8%，工商库存量快速提升。经历行业整顿，2017年终端销售恢复正增长，在工商库存量开始逐步下降，2019年全国烟草工作会议要求全年压缩卷烟工商库存80-100万箱，据此估计2019年卷烟工商库存约为315~335万箱，达到2012年以来的最低值，去库存接近尾声，烟草行业景气度有望回升。2019年卷烟产量回升至2.36万亿支，同比恢复正增长。烟草行业作为烟标行业的下游产业，其销量的变化与烟标业务收入具有高度相关性。随着烟草行业的业绩回暖，烟标企业也将迎来新的发展机遇。

图 20: 卷烟产、销量（万亿支）及 YOY (%)



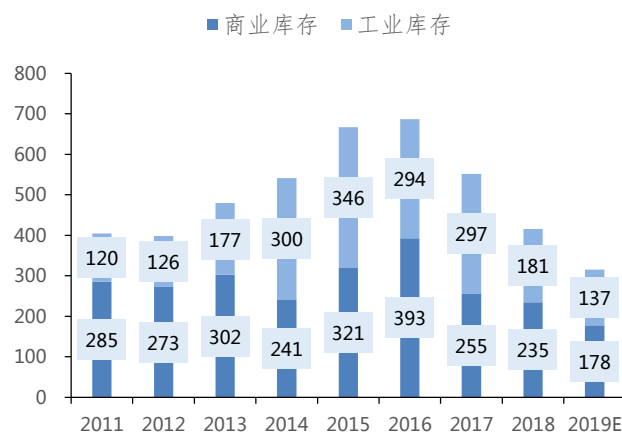
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 21: 2010-2019 年卷烟产销率 (%) 变化



资料来源: 烟草在线, 长城证券研究所

图 22: 卷烟库存 (万箱)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

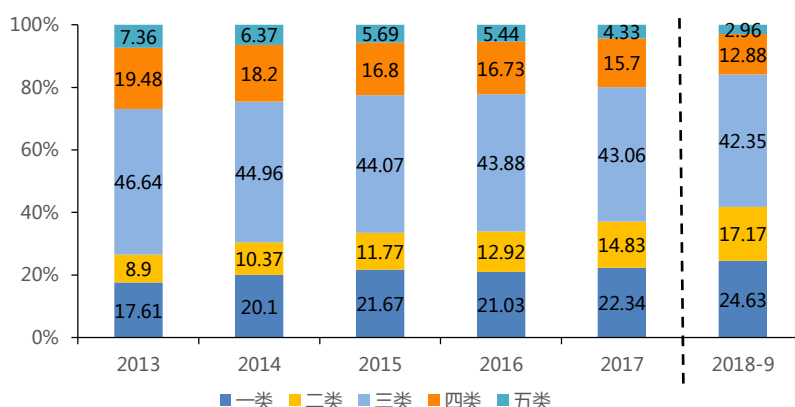


## 3.2 卷烟产品结构持续优化，推动烟标行业市场集中度提升

烟草行业是国家垄断产业，其利税收入在国家财政收入中占有较大比重。2019 年烟草行业实现工商税利总额 12056 亿元，同比增长 4.3%，上缴国家财政总额 11770 亿元，同比增长 17.7%，税利总额和上缴财政总额创历史最高水平。2020 年年初开始的新型冠状病毒肺炎疫情延缓了国民经济增长速度，增加了国家财政支出的压力，烟草行业利税将在国家财政收入中占据更加突出的位置。在宏观经济下行，财政收入增长压力变大以及控烟的双重趋势下，为提高烟草利税收入，推动卷烟产品优化升级势在必行。

**卷烟产品结构持续优化。**2019 年全国烟草工作会议要求烟草行业要持续优化结构，深化实施“三品”战略（增品种、提品质、创品牌），调优卷烟产品结构。为深化调整卷烟产品结构，国家烟草专卖局根据价格将卷烟划分为五类，将一、二类烟划分为高档，三类烟为中档，四、五类烟为低档。根据烟草在线数据显示，近年来一、二类卷烟销量占比持续增长，至 2018 年 9 月，一、二类卷烟销量合计占比 41.80%，超过上年全年销量 12.46pcpts，三类烟占比 42.35%，四、五类卷烟合计占比 15.84%，销量占比下降明显。

图 23：五类卷烟销量占比（%）



资料来源：国家统计局，长城证券研究所

随着“卷烟上水平战略”的实施，卷烟品牌总量不断减少，卷烟产品不断向中高端聚集，卷烟行业的进一步规范、品牌集中度的不断提高。设计服务能力强、印刷工艺水平高、防伪性强、符合节能环保理念的烟标企业的竞争优势进一步凸显，烟标印刷行业的市场集中度将逐步提高。

由于烟标印刷行业缺乏权威机构发布的烟标市场销售总量统计数据，我们根据烟标印刷行业现状，基于下述假设测算烟标市场销售总量统计数据：卷烟行业每销售一箱卷烟配比烟标行业销售一箱烟标。并按照 1 大箱=250 套的行业标准将烟标市场销量单位换算为万套。同时我们利用 6 家烟标上市企业的平均烟标单价代表全国烟标单价，由此测算出烟标行业市场规模。**2019 年烟标行业市场规模约为 345.57 亿元。**

**表 5: 全国烟标单价（元/套）估算**

公司名称	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
东风股份	3.16	3.21	3.36	2.9	2.82	2.91	2.81
劲嘉股份	3.19	3.05	3.05	3	2.91	2.91	2.99
新宏泽	2.16	2.09	2.10	2	2.17	2.07	2.30
永吉股份	3.06	2.92	2.83	3.07	3.19	3.49	3.63
金时科技	——	——	——	2.76	2.57	2.76	2.85
均价	2.89	2.82	2.84	2.75	2.73	2.83	2.92

资料来源：公司公告，长城证券研究所

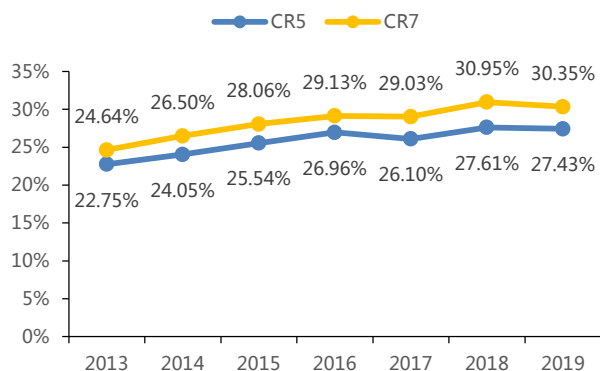
注：烟标单价=定期报告中披露的烟标业务收入/烟标销售量

**表 6: 我国烟标市场销售规模估算**

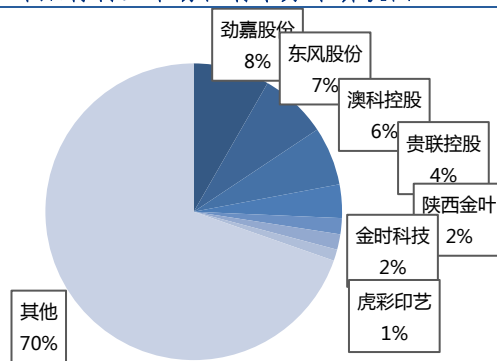
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
烟标销量（万箱）	5152	5099	4979	4701	4738	4744	4735
烟标销量（万套）	1287995	1274760	1244753	1175250	1184450	1185880	1183818
烟标市场均价（元/套）	2.89	2.82	2.84	2.75	2.73	2.83	2.92
市场规模（亿元）	372.27	359.09	352.95	322.72	323.59	335.37	345.57
市场规模 YOY		-3.54%	-1.71%	-8.56%	0.27%	3.64%	8.37%

资料来源：公司公告，长城证券研究所

通过测算，我们估计 2019 年烟标行业 CR5 为 27.43%，较上一年下降 0.17pcpts，CR7 为 30.35%，较上一年下降 0.6pcpts，集中度虽然略有下降，但总体保持平稳上升趋势。2019 年公司市占率为 7.36%，位居行业第二。

**图 24: 我国烟标行业市场集中度**


资料来源：长城证券研究所

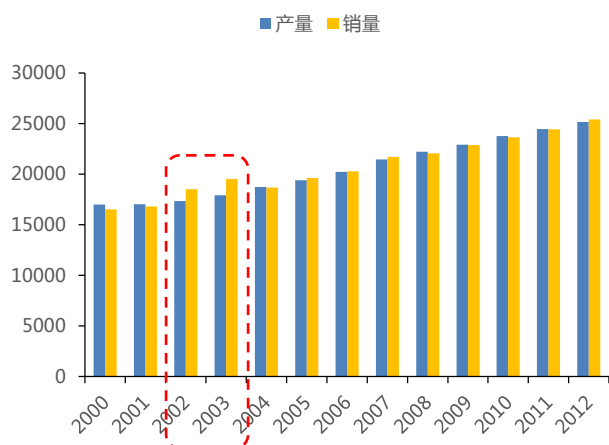
**图 25: 2019 年烟标行业市场占有率分布饼状图**


资料来源：长城证券研究所

### 3.3 预计烟草行业受疫情影响较小

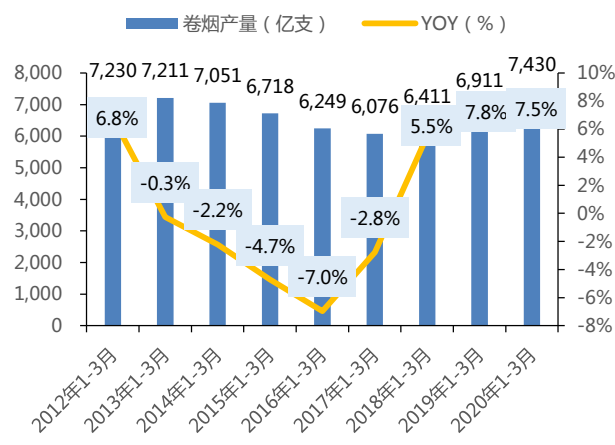
参考 2003 年非典，我们预计此次疫情对烟草行业不会产生太大影响。2002 年 11 月非典在全国爆发，至 2003 年 7 月基本结束，在此期间，我国烟草行业产、销量基本稳定，未受太大负面冲击。2003 年实现卷烟产量 3580.86 亿支，同比增长 3.28%，实现销量 3901.90 亿支，同比增长 5.44%。虽然本次疫情 R0 值较高，预计短时间内难以结束，但基于烟草对于财政收入的贡献度及整体的消费韧性，我们认为烟草行业受到影响相对较小。根据国家统计局统计数据，2020 年前三个月卷烟累计产量 7429.6 亿支，同比增长 7.5%，卷烟行业未受太大影响。对于烟草上游来看，预计烟标的需求较为稳定；但鉴于财政收入紧张，烟草利税的重要性再次凸显，仍需持续关注烟草对于上游供应商招投标价格的限制和要求。

图 26: 我国卷烟产、销量（亿支）



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 27: 2012-2020 年 1-3 月卷烟产量（亿支）及 YOY

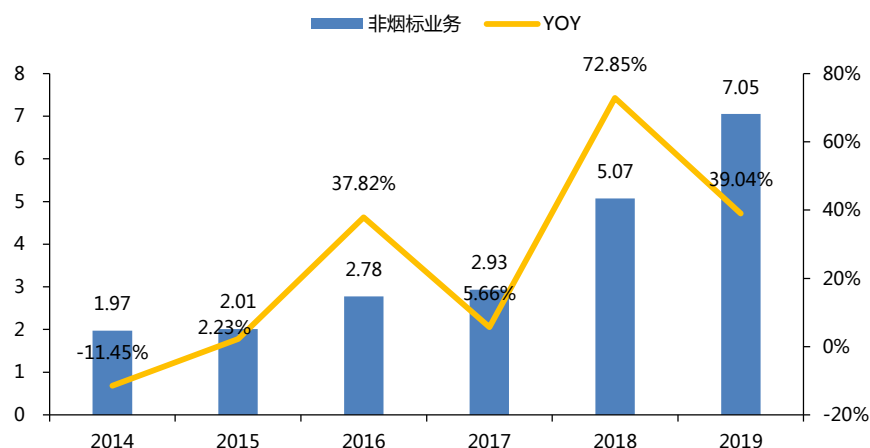


资料来源: 国家统计局, 长城证券研究所

## 4. 多领域布局，公司业务多元化发展

近年来公司逐步确立了以烟标印刷为核心，大包装与大消费双轮驱动的发展战略。通过产业链延伸和业务板块拓展，公司在医药包装及其他包装、膜业务、乳制品等领域均有不俗的表现。2018 年公司非烟标业务收入迅速增长达到 5.07 亿元，同比上升 72.8%。2019 年公司布局医药包装为非烟标业务带来新的增长点，非烟标包装印刷收入达到 7.05 亿元，同比上升 39.04%，高于公司整体收入增速。

图 28: 2014-2019 公司非烟标业务收入（亿元）及 YOY（%）

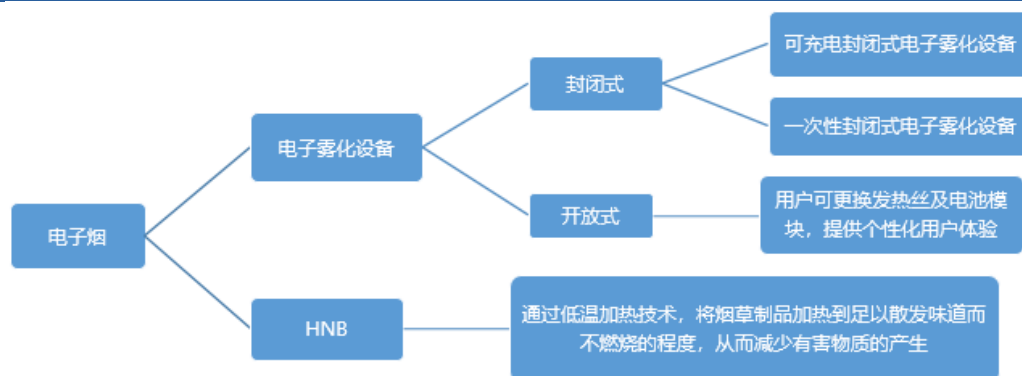


资料来源: Wind, 长城证券研究所

## 4.1 电子烟前景广阔，东风先行布局 HNB

电子烟减害性较强，雾化式及 HNB 定位不同。电子烟是一种具备减害效果的尼古丁传递系统，其烟气中的有害物质如焦油、一氧化碳等的含量远低于传统卷烟。目前全球电子烟市场渗透率较高的两类产品是电子雾化设备、加热不燃烧设备(HeatNotBurning, HNB)，其中电子雾化设备又包括封闭式和开放式两种。电子雾化设备和 HNB 为两个相互独立的市场，其在工作原理、产品定位等方面具有显著差别。从工作原理上来说电子雾化设备是通过雾化等手段，将来源于烟草的尼古丁液体等变成蒸汽；HNB 则是通过低温加热技术，将烟草制品加热到足以散发味道而不燃烧的程度，从而减少有害物质的产生。产品定位上来说电子雾化设备定位于年轻用户，主打时尚年轻，更多的是吸引年轻的非烟民消费者；HNB 则定位于烟民，主打替烟减害，会形成对传统卷烟消费的替代效应。

图 29: 新型烟草产品主要分类

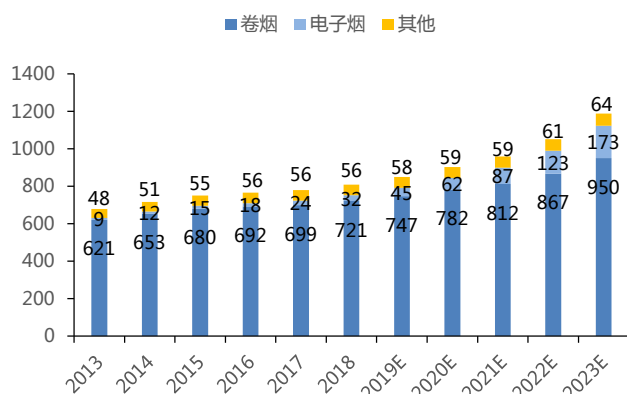


资料来源: 长城证券研究所

传统卷烟销量不断下降，电子烟销售规模不断上升。随着全球控烟政策趋严，人们健康意识不断增强，全球传统卷烟销量不断下降，电子烟以其“减害”的特性日渐受到了消费者的偏好。根据弗若斯特沙利文统计，2013 年-2018 年全球卷烟市场规模由 6210 亿美元增长至 7206 亿美元，复合增速仅为 3.02%，预期卷烟销量将持续下滑。全球（除中国）烟草销量从 2013 年的 7246 万箱减少到 2018 年的 5900 万箱，降幅高达 18.6%，英美烟

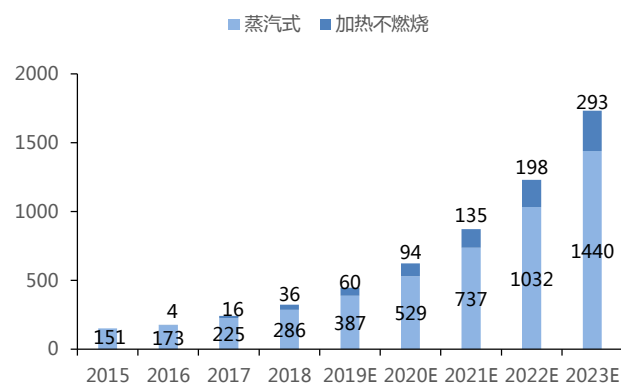
草预计今年全球卷烟销量将下降 3.5% 左右。中国销量也从 2015 年顶峰的 5225 万箱减少到 2019 年的 4735 万箱，跌幅为 2.43%。与此相对，电子烟市场增速明显。根据弗若斯特沙利文估计，全球新型烟草市场规模以 27.9% 的复合年增长率从 2013 年的 94 亿美元迅速增加至 2018 年的 323 亿美元，预计至 2023 年全球电子烟市场规模将达到 1733 亿美元。

图 30: 全球烟草市场规模（十亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，思摩尔国际公告，长城证券研究所

图 31: 全球电子烟市场规模（亿美元）



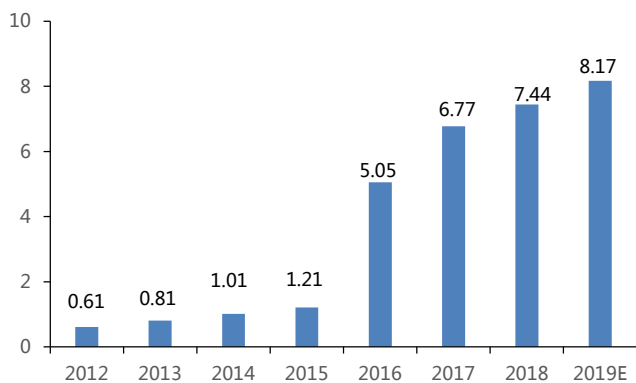
资料来源：弗若斯特沙利文，思摩尔国际公告，长城证券研究所

**HNB 监管确定性较强，国内电子烟市场广阔。**在全球电子烟市场迅速发展的背景下，我国各大企业纷纷布局电子烟市场。主要有四川中烟的宽窄功夫、广东中烟的 ING、云南中烟的 Webacco、山东中烟的方寸等。基于技术研发门槛，当前我国电子烟市场仍以电子雾化设备为主，HNB 国内处于禁止销售状态，市场尚未开放，仅对外出口。但是 HNB 未来的监管方向已经比较明确，属于国家烟草专卖体系，烟弹按现有专卖法进行管理，烟具预计不做专卖管辖，但前期供应商需配合中烟公司进行研发，并借助中烟公司的销售渠道进行销售。随着中烟在产品、监管政策等问题上准备逐渐充分，HNB 有机会在 2020 年开始国内试点销售。根据弗若斯特沙利文估计，在全球电子烟市场中 HNB 将成为成长最快的细分品类，2018-2023 年 CAGR 有望达 48.6%，2023 年全球市场规模将达到 300 亿美元。

**电子雾化设备方面，预计不会纳入专卖品管辖，仅对上游部分原材料进行限制和管辖，线上销售渠道关闭，线下监管重点在于青少年防控。**主要监管政策为 2018 年 11 月国家烟草专卖局联合国家市场监督管理总局颁布的《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告（2019 年第 1 号）》，对电子雾化设备线下销售渠道监管方式、行业标准、制造商及品牌商资质审核等方面的问题尚未有明确规定，不确定性较强。根据中商产业研究院数据显示，2012-2018 年中国电子烟市场规模高速发展，从 0.61 亿美元增长至 2018 年的 7.44 亿美元，年均复合增长率达到 52%，但主要集中在雾化型电子烟，初步估计到 2019 年中国电子烟市场规模将超 8 亿美元。

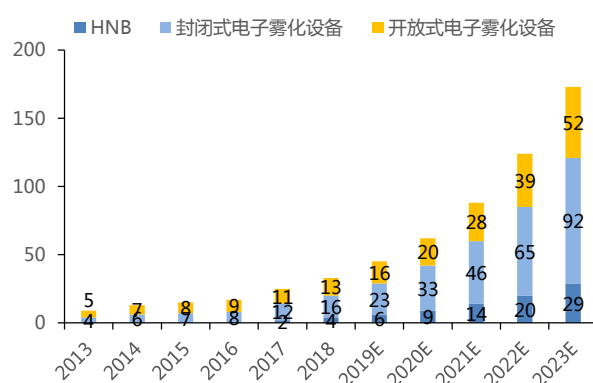


图 32: 中国电子烟市场规模（亿元）及预测



资料来源：中商产业研究院，长城证券研究所

图 33: 全球电子烟市场细分品类规模（十亿美元）



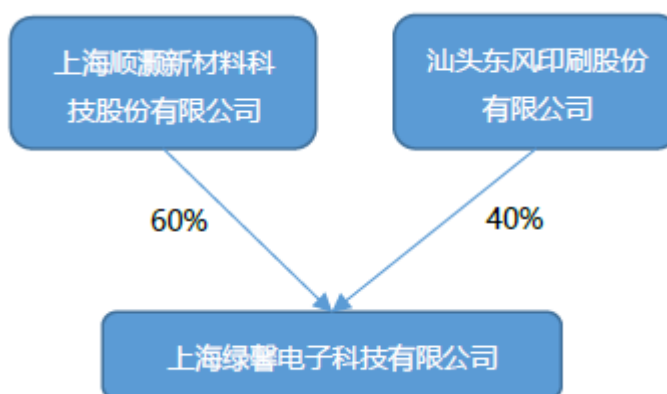
资料来源：弗若斯特沙利文，长城证券研究所

提早布局设立绿馨电子，剑指技术门槛较高及有望受到监管护航的 HNB 产品。2013 年公司上海绿新包装材料科技股份有限公司（后企业名称变更为“上海顺灏新材料科技股份有限公司”，即“顺灏股份”）共同出资设立上海绿馨电子科技有限公司，进入电子烟市场。绿馨电子主要聚焦于低温加热不燃烧产品，累计获授包括“针式内加热不燃烧香烟内燃器”在内的相关专利逾百项，自有品牌 MOX 系列低温加热不燃烧烟具产品已成功销售至日本等国际市场。2019 年，绿馨电子全资子公司深圳佳品健怡科技有限公司成功研发 FreeM 首款自动加热不燃烧烟具，并配套开发出第一代草本颗粒型低温加热不燃烧制品并成功自动化量产。目前该系列产品开始启动线下销售，同时积极开拓礼品市场，并完成部分销售。

公司持续关注 and 布局新型烟草领域，积极与新型烟草领域内具有突出知识产权以及技术优势的企业进行合作。2019 年绿馨电子参股深圳市美众联科技有限公司 40% 股权，美众联具有行业领先的研发、生产和销售团队，储备了大量专利技术，在海外新型烟具市场具有较好的市场资源及销售渠道，成功帮助海内外客户开发出多款新型烟具产品，并成功推出自主品牌，广受客户认可。2020 年一季度，美众联加强产品自主研发和创新，为海外市场的拓展做好充足准备。2019 年上海绿馨参股云南喜科科技有限公司 49% 股权，云南喜科创始团队具有丰富的香精香料和低温加热不燃烧制品研发经验和市场资源，云南喜科自行研发，已申请新型低温加热不燃烧类制品相关专利，与上海绿馨所持有专利可形成新一代加热不燃烧制品专利体系，规避国外知名加热不燃烧制品厂商的专利壁垒；深圳佳品健怡和云南喜科首创了“预成型烟支和一体成型加热不燃烧发烟制品及其制备方法”并申请了发明专利。同时，绿馨电子通过全资子公司绿新丰科技（香港）有限公司在柬埔寨投资 SINO-JK TOBACCO (CAMBODIA) CO.,LTD，该项目主要生产低温加热不燃烧烟弹，未来产品将在海外合法地区合法销售，报告期内，设备的安装调试工作正在持续进行中，已进入试产阶段。基于海内外对于 HNB 产品的监管政策差，绿馨的 HNB 产品现在海外市场试水，待国内市场政策明朗后有望快速将重心转入国内市场，发展空间广阔。HNB 烟弹平均出厂单价约为 0.28~0.35 元/支，按绿馨电子烟弹目前及远期规划产能为 3-6 万件（3-6 亿支）计算，HNB 烟弹未来每年可为绿馨电子贡献约 0.84~2.1 亿元营收。鉴于疫情影响及产品投放刚起步，今年收入利润暂时难以预估。



图 34: 当前绿馨电子股权结构



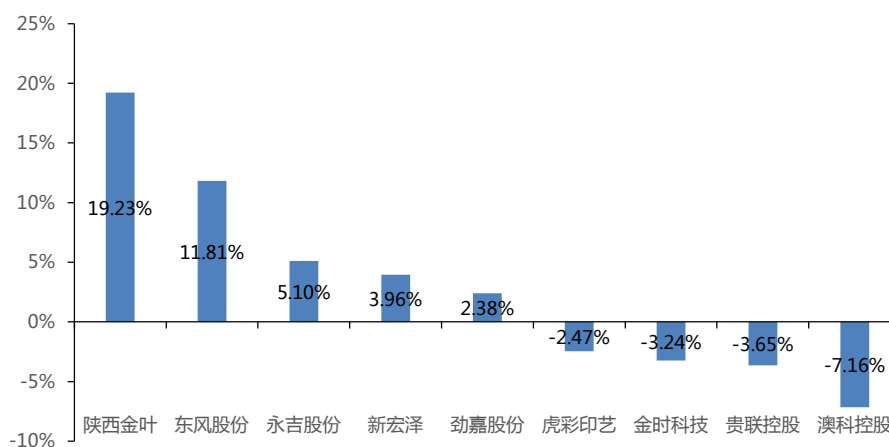
资料来源: Wind, 长城证券研究所

国内 HNB 的放量有望催化烟标市场集中度提升。由于当前电子烟行业尚处于初创阶段，雾化电子烟在我国虽率先放量，但其监管政策也逐步趋严，同时其目标人群与传统香烟的消费者并不重合，因此对传统卷烟的销售没有负面影响。另一方面，HNB 的监管政策或即将理顺出台，中烟或对 HNB 新推出的烟弹进行招标；这对于烟标行业龙头是抢占份额的重要机会。我们认为考虑到 HNB 新品推出时各大中烟急需抢占市场，烟标行业集中度或在 HNB 渗透率提升的催化下持续提升。2016 年提税顺价竞争加剧时已有所体现，烟标龙头在 2016 年表现出较强的业绩稳定性，提税顺价后期中烟纷纷推出新品调整产品结构，龙头增速相对行业较高。份额向龙头集中的逻辑主要有两个方面：

1) 产品的稳定供应。根据草根调研，局部地区烟草招标虽出现恶性低价竞标的情况，但最终低价中标公司出现了无法覆盖成本的供应问题，认为烟草公司在抢占市场的基础上，将加大与烟标龙头合作的力度。

2) 产品包装的营销。烟草包装是烟草唯一的视觉营销渠道，烟标龙头在烟标印刷工艺及产品设计上均有较强的设备及人员优势。

图 35: 同行业公司烟标业务收入 2015-2018CAGR 对比



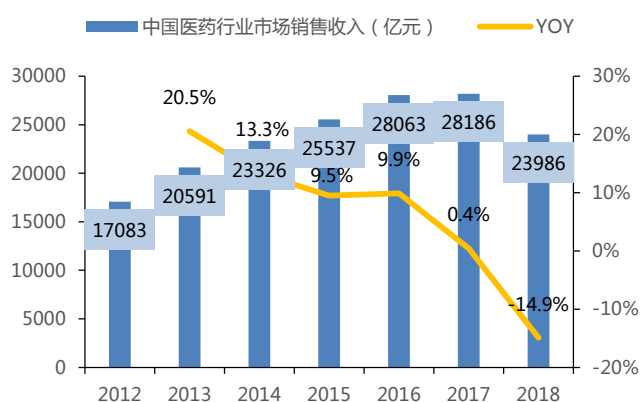
资料来源: Wind, 长城证券研究所

注: 陕西金叶 2018 年烟标业务收入剔除了瑞丰印刷并表影响

## 4.2 医药包装行业大有可为，非烟标包装业务快速发展

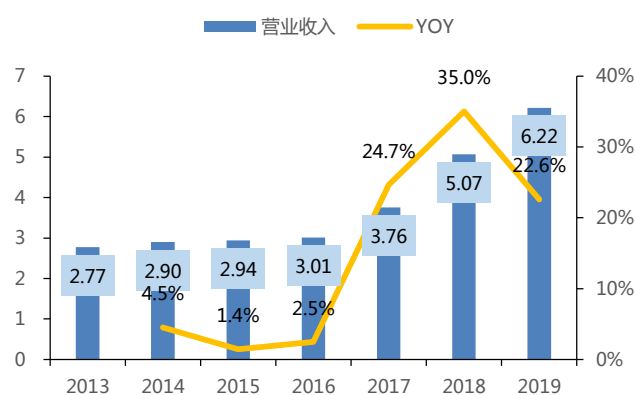
药包市场达千亿元规模，增速维持在 10.5% 以上。2018 年我国医药行业政策多变，受中美摩擦、疫苗事件和带量采购等多方面因素影响，医药行业市场规模呈下降趋势。2018 年，医药制造行业销售收入为 2.4 万亿元，较上年同比下降 14.9%。受医药行业影响，2018 年我国医药包装市场规模增速也略有放缓，同比+10.56% 达到 1068 亿元，但仍快于全球约 5.5% 增速。同时，从同为 A 股上市的海顺新材其业绩情况来看，由于行业较为分散（测算市占率约为 1%），收入增速未受到明显影响。从行业体量来看，医药包装的市场规模也远高于烟标市场，切入药包市场打开成长空间。

图 36: 中国医药行业市场销售收入（亿元）及 YOY（%）



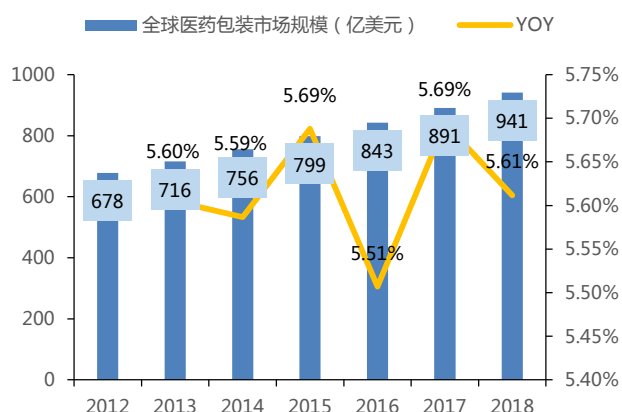
资料来源：前瞻产业研究院，长城证券研究所

图 37: 海顺新材 2013-2019 年营业收入（亿元）及 YOY



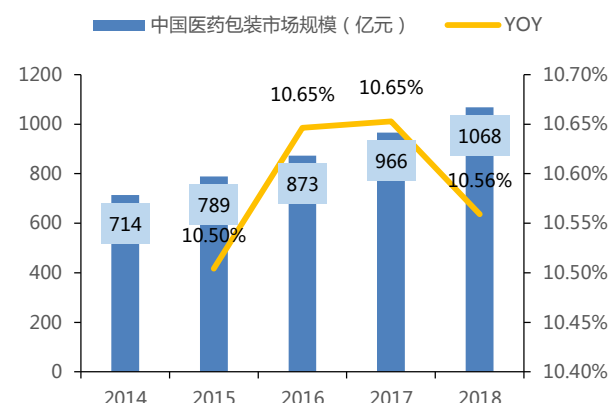
资料来源：Wind，长城证券研究所

图 38: 全球医药包装市场销售收入（亿美元）及 YOY（%）



资料来源：前瞻产业研究院，长城证券研究所

图 39: 中国医药包装市场规模（亿元）及 YOY（%）

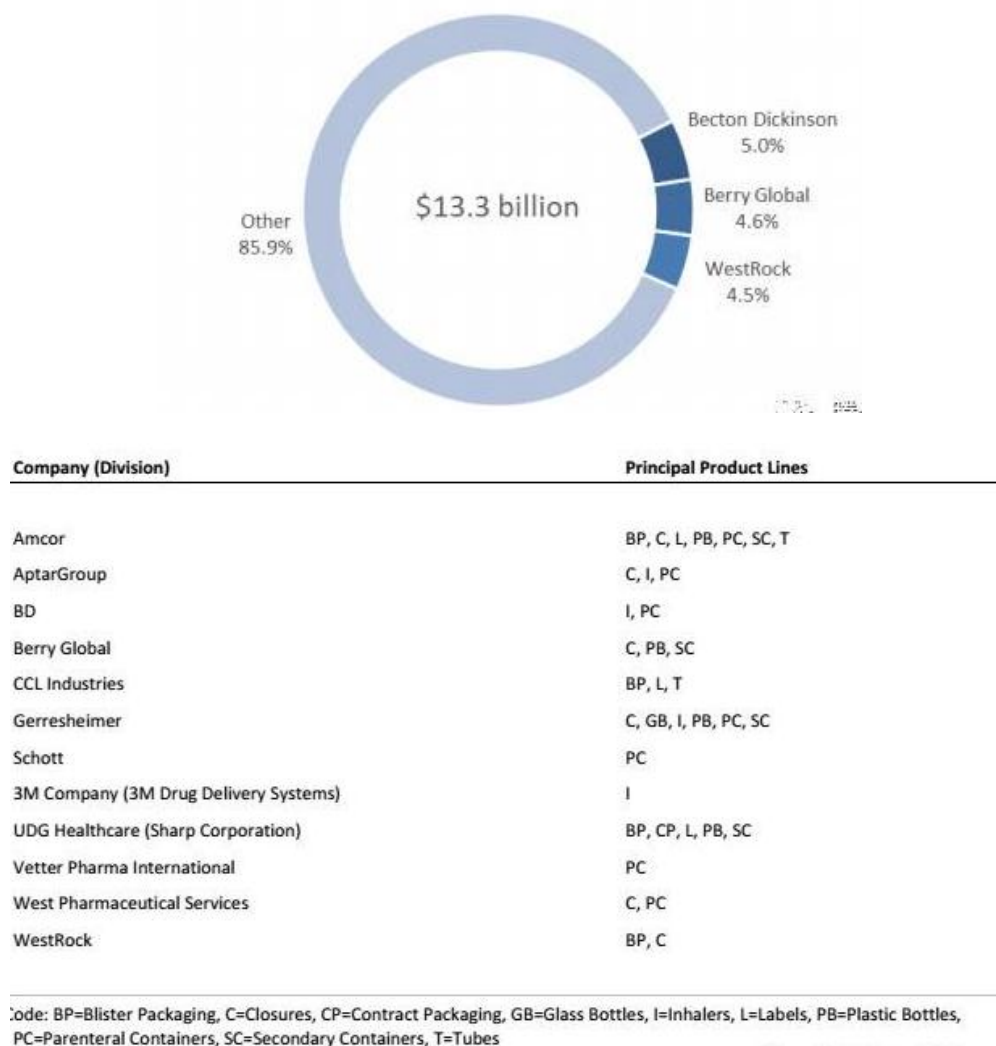


资料来源：前瞻产业研究院，长城证券研究所

从集中度角度来看，我国药用玻璃市场经过洗牌已有较高市占率，其他药包参照美国仍有较大的提升空间。我国药用玻璃市场中，山东药玻经历市场洗牌，市占率已达 70%，

形成绝对的龙头优势。参考美国市场，根据 Freedonia，2016 年美国 12 家最大的供应商占据了药包市场 37% 的市场份额，前三大公司 Becton Dickinson、Berry Global、West Rock 合计占有 14% 的市场份额，每家公司都专注于 2-3 个细分包装方向，预计在细分领域的市占率更高。无论从国内的药玻市场来看，还是参考美国市场，我国药包市场特别是玻璃制品以外的其他领域，集中度仍有较大的提升空间。

图 40: 2016 年美国药包市场份额分布



资料来源: Freedonia, 长城证券研究所

关联审评审批制度下，具备实力的医药包装企业迎来发展新机遇，有望驱动行业集中度提升。长期以来，我国的药包材一直采用单独注册审批制度，随着近年来医药行业的快速发展，这种“重审批，轻监管”的管理方式已不适应医药行业的发展需求。制药企业普遍存在选用药品包装材料时缺乏主体责任意识的问题，当出现药品质量问题时，相关监管部门、制药企业及医药包装生产企业之间责任划分不清，难以追溯。2015 年 8 月，国务院发布《国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》拉开了中国药品医疗器械审评审批制度改革的大幕，随后一系列新政策快速出台。关联审评审批制下，药品生产企业为药品质量主体责任的第一负责人，制药企业对选择的药包材负责，药包材企业对申报材料的真实性负责，责任划分清晰。凡因违法违规使用药包材引发的药品质量

问题，药品上市许可持有人应当承担全部责任。为保证制药企业所研发生产的药品、制剂成功通过监管部门审核、注册并且在后续生产中不出现质量问题，药企会强化供应商现场审核，在选择药包材时会倾向于综合实力较强、技术水平领先、质量更有保障的业内龙头企业，而在质量、技术、规模等方面落后的企业将面临被收购或被淘汰出局的风险。

**表 7：我国关联审评审批制度相关政策**

时间	政策	内容
2015 年 8 月	《国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》	实行药品与药用包装材料、药用辅料关联审批，将药用包装材料、药用辅料单独审批改为在审批药品注册申请时一并审评审批。
2016 年 8 月	《关于药包材药用辅料与药品关联审评审批有关事项的公告》	国家食品药品监督管理总局按照风险管理的原则在审批药品注册申请时对药包材、药用辅料实行关联审评审批，各级食品药品监督管理部门不再单独受理药包材、药用辅料注册申请，不再单独核发相关注册批准证明文件。
2017 年 5 月	《关于鼓励药品医疗器械创新加快新药医疗器械上市审评审批的相关政策》	制定药用原辅料和包装材料备案管理办法，建立药用原辅料和包装材料备案信息平台，相关企业按要求提交备案资料并对备案信息的真实性负责。药品审评机构对在信息平台备案的药用原辅料和包装材料，与药品注册申请一并审评审批。药品生产企业对所选择的药用原辅料和包装材料的质量负责。
2017 年 9 月	《国务院关于取消一批行政许可事项的决定》	取消直接接触药品的包装材料和容器审批，将药品包装材料和容器审批的有关要求纳入药品注册，与药品审批一并办理。明确由药品注册申请人所在地食品药品监管部门加强延伸监管，将药品包装材料和容器生产企业纳入日常监管范围。
2017 年 10 月	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	原料药、药用辅料和包装材料在审批药品注册申请时一并审评审批，不再发放原料药批准文号，经关联审评审批的原料药、药用辅料和包装材料及其质量标准在指定平台公示，供相关企业选择。药品上市许可持有人对生产制剂所选用的原料药、药用辅料和包装材料的质量负责。
2017 年 11 月	《关于调整原料药、药用辅料和药包材审评审批事项的公告》	各级食品药品监督管理部门不再单独受理原料药、药用辅料和药包材注册申请，国家食品药品监督管理总局药品审评中心建立原料药、药用辅料和药包材登记平台数据库，有关企业或者单位可通过登记平台按本公告要求提交原料药、药用辅料和药包材登记资料，获得原料药、药用辅料和药包材登记号，待关联药品制剂提出注册申请后一并审评。

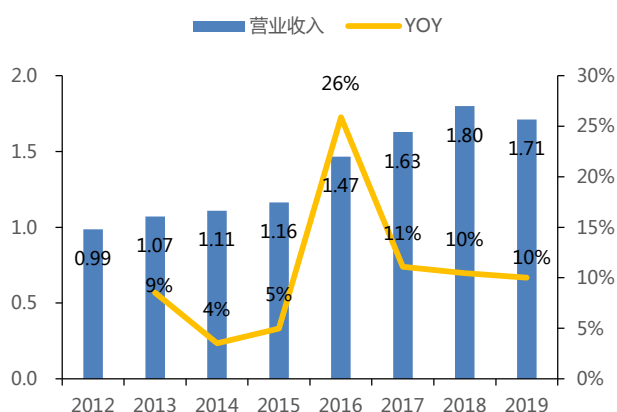
资料来源：长城证券研究所

**收购千叶药包，快速切入医药包装行业。**公司于 2019 年 4 月出资人民币 2.59 亿元收购千叶药包 75% 股权，快速切入医药包装行业，提升了公司包装产业板块的整体规模及市场竞争力。千叶药包是国内医药包装行业的领先企业之一，是西南的地区药包龙头企业，区位优势明显。贵州地区大型医药企业贵州百灵、益佰制药、健兴药业等均为公司

的核心客户。千叶药包的主要产品包括药用PVC硬片和药用包装瓶两大类，在该产品业务上已形成技术及经验优势，共取得专利15个以及低温处理技术、均匀混色技术等多项非专利技术，具有优化的配方体系、质量控制优势、服务效率优势等。目前，千叶药包在国家食品药品监督管理局药品审评中心完成登记、备案并获取登记号的药包材产品品种共有23项，其中有8项药包材注册证登记号为关联激活状态，产品登记数量上居国内塑料类药包材领域前列。

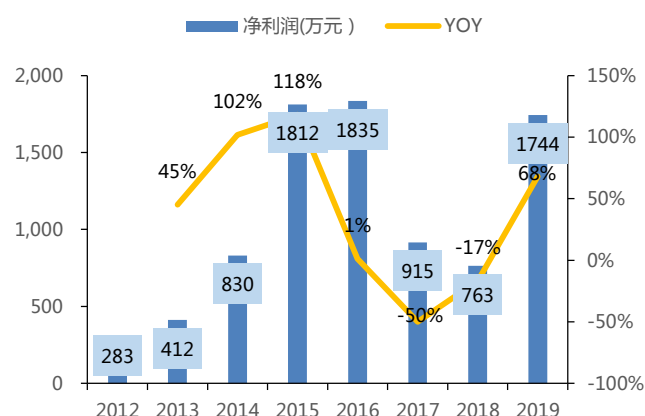
根据业绩承诺，预计药包利润将实现稳步增长。2019年，千叶药包实现营业收入1.71亿元，净利率10.2%，同比增长5.96pcpts，净利润为1744.25万元，实现净利润较当年度承诺净利润1,375万元超额完成26.85%，同比增长68%。综合下游医药行业发展趋势、医药包装行业发展特点、千叶药包资质及实力方面来看，千叶药包在未来的发展中较好的成长性，并购整合的价值高。根据业绩承诺，千叶药包2019年-2023年度净利润分别不低于1,375万元、1,750万元、2,210万元、2,880万元、3,590万元，累计不低于1.1805亿元。

图 41: 千叶药包营业收入（亿元）及 YOY (%)



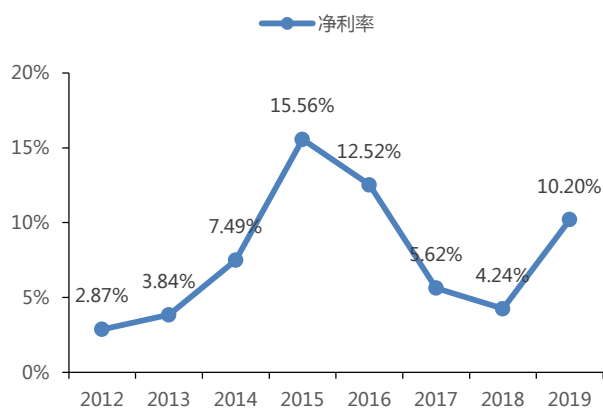
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 42: 千叶药包净利润（万元）及 YOY (%)



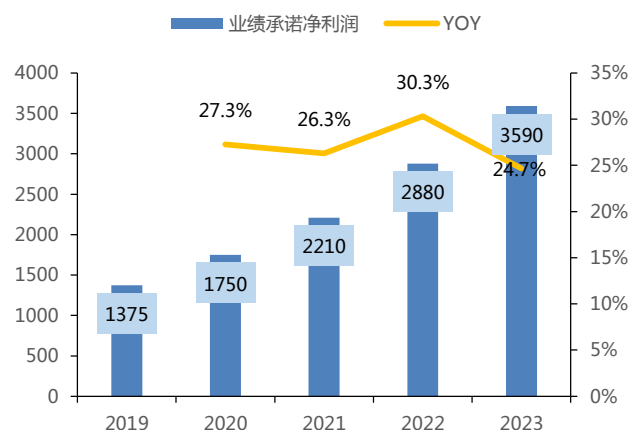
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 43: 千叶药包销售净利率 (%)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 44: 千叶药包业绩承诺净利润（万元）及 YOY (%)

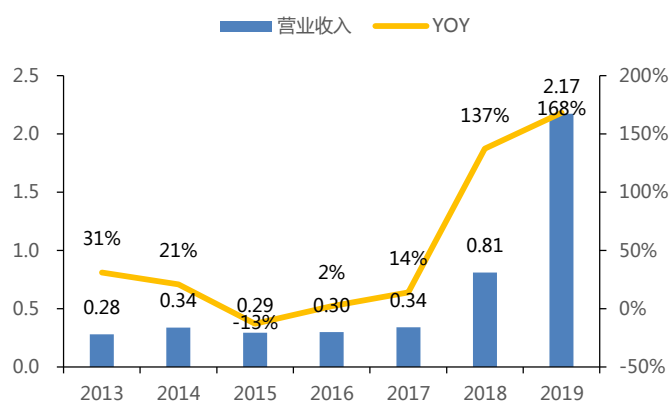


资料来源: 公司公告, 长城证券研究所



千叶药包与公司已有的非烟标包装印刷业务资源形成较好的协同效应。2018 年受益于控股子公司贵州西牛王厂区整体搬迁及企业技改扩能项目的完工，公司非烟标包装业务实现快速发展，当年实现营业收入 0.81 亿元，同比增长 137%。2019 年公司收购千叶药包为非烟标包装业务收入带来新的增长点，公司实现非烟标包装业务（包括医药包装）收入 2.17 亿元，同比上涨 168%。目前，公司在贵州当地的烟包装、药包装、茶包装、特色农产品包装等大印刷包装服务产业布局已初具规模，积累了包括贵州百灵、同济堂、三力制药、新天药业、老干妈、味菀园等在内的多家优质客户资源，尤其是公司的纸盒类药包与千叶药包的 PVC 硬片、药用瓶在产品与客户互补方面具备较好的协同效应。此外公司另一控股子公司鑫瑞科技主要从事环保型高档防伪包装材料、PET 薄膜、功能性薄膜的研发、生产、销售和服务，能够与千叶药包在原材料采购上形成供应链协同，发挥成本优势。随着公司对千叶药包在生产、供应链、客户等多方面资源上展开充分整合，协同效应优势将被更加充分利用。

图 45：非烟标包装业务收入（亿元）及 YOY（%）



资料来源：公司公告，长城证券研究所

自 2020 年新型冠状病毒肺炎疫情发生以来，千叶药包根据药企客户需求紧急恢复药用 PVC、PET 塑料瓶等药品包装材料的生产工作，协助客户保障抗疫情医药用品的连续生产及供应。同时，按照贵州省新型冠状病毒肺炎疫情防控工作指示，千叶药包积极筹备生产医用隔离眼罩（护目镜）、医用防护面罩、医用外科口罩等医用防护用品，其中医用隔离眼罩于 2020 年 2 月 10 日、医用隔离面罩于 2020 年 2 月 13 日获得贵阳市市场监督管理局出具的第一类医疗器械备案凭证；医用外科口罩（非无菌）于 2020 年 3 月 17 日获得贵州省药品监督管理局出具的《贵州省医疗器械疫情应急注册证》，且千叶药包医用口罩已被商务部、海关总署、国家药品监督管理局 2020 年第 5 号《关于有序开展医疗物资出口的公告》列入清单。截止目前上述产品均已实现了批量生产与供货，为国内及国际抗击疫情做出了实质贡献。


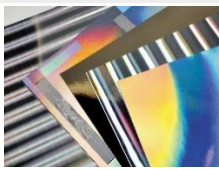
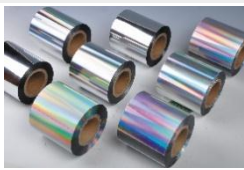
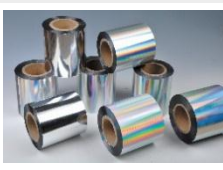








### 4.3 膜产品应用广泛，窗膜发展空间大

子公司广东鑫瑞新材料科技有限公司是公司重要的印刷包装材料生产企业，主要从事环保型高档防伪包装材料、聚酯薄膜（PET 基膜）、功能性薄膜的研发、生产、销售和服



务。主要产品有：转移纸、转移膜、电化铝、聚酯薄膜、窗膜、保护膜等，服务范围涵盖印刷包装、电子、数码、汽车、建筑装饰等多个行业。拥有 BOPET 生产线、精密涂布机、涂布机、模压机、真空镀铝机、复合机、横切机等设备约 70 台套，每年可生产纸品 3 万吨、膜品 2 亿平方米、基膜 1.6 万吨、功能膜 3,000 万平方米，除为公司提供印刷包装材料外，也实现了规模的对外销售。2019 年，公司对外销售基膜 1.10 万吨，销售收入 1.32 亿元。

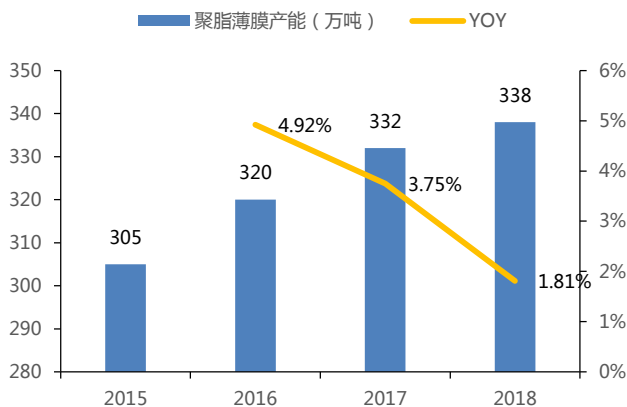
表 8: 鑫瑞科技部分产品示意图

包装材料	复合纸	转移纸	复合膜	转移膜
				
窗膜	汽车膜		建筑膜	
	磁控系列 X80	陶瓷系列 S70	遁甲系列	节能系列
				
聚酯薄膜	镀铝基膜	复合基膜	烫金基膜	转移基膜
				

资料来源：公司官网，长城证券研究所

聚脂薄膜产能增速放缓，差异化聚脂薄膜成行业发展重点。2010 年国内聚酯薄膜行业步入投产快车道，总产能从 2010 年时的不到 100 万吨，到 2016 年聚酯薄膜总产能已经达到 320 多万吨，总量翻 3 倍，但快速扩张的主要是我国聚酯薄膜最大应用领域包装业的普通膜行业。随着产能全面释放，聚酯薄膜效益明显下滑，2018 年我国聚脂薄膜实现产能 338 万吨，同比增长 1.81%，增速放缓。现阶段我国主要以普通聚酯薄膜为主，显现出“低端产品过剩、高端产品不足”的结构性矛盾，未来各种具有特异性质的差异化聚脂薄膜将成为行业发展的重点。

图 46: 我国聚酯薄膜产能（万吨）及 YOY（%）



资料来源：前瞻产业研究院，长城证券研究所

发汽车窗膜及建筑玻璃保护膜的广阔行业空间。2019 年中国汽车年产量 2576.9 万辆，窗膜平均价格约为 400~850 元/m<sup>2</sup>，我国汽车贴膜率约为 85%，按照平均每辆车贴膜面积 3.4 m<sup>2</sup> 计算，我国新售汽车窗膜市场需求量超过 7447 万 m<sup>2</sup>，可预计仅新售乘用车汽车玻璃用膜约有 300~630 亿元的市场规模，加上我国约 2.6 亿存量汽车的窗膜置换，这一市场非常可观。中国建筑玻璃保有量为 400 亿平米，未经节能处理的建筑玻璃保有量为 120 亿平米，随着国家建筑节能政策的推广，未来预计建筑玻璃用膜将至少有年 13 亿平米的需求。漆面保护膜是大势所趋，预计国内将至少有 0.2 亿平米/年的需求。随着消费领域的认可，漆面保护膜正在向高铁、飞机、风力发电等领域迅速发展普及，未来市场前景巨大。

图 47: 汽车窗膜智慧系列



资料来源：公司官网，长城证券研究所

图 48: 建筑窗膜极致系列



资料来源：公司官网，长城证券研究所

窗膜、漆面保护膜产品品质优异，功能膜业务逐渐发力。功能膜业务是公司和鑫瑞科技在基膜基础上，引进国外先进的生产设备和技术团队，通过精密涂布等技术工艺，自主研发、自主生产的功能性薄膜新产品，目前公司功能膜产品主要包括窗膜和漆面保护膜，经过多年的技术研发和市场推广，基本树立国内一流的市场形象，逐步实现进口产品的国产替代，为大型主机厂、4S 集团、品牌商提供 OEM、ODM 产品和服务，同时通过自

建的传统销售渠道，以及“能膜”、“SOV”两大品牌的渠道为广大消费者提供高性价比的产品和服务，2019年公司功能膜产品实现销售收入3123.83万元，同比增长20.98%

“能膜”品牌经过多年的培育，正成为汽车窗膜和建筑窗膜中的一个知名品牌。鑫瑞科技开发出的“能膜”系列汽车防爆隔热膜产品，例如S70产品能同时实现透光率大于79%、总隔热率大于55%、内外反射率均低于9.7%、紫外线阻隔率大于99%四个技术指标，六个系列的子产品的13项指标全部通过国家道路交通安全产品质量监督检验中心和公安部交通安全产品质量监督检测中心检测合格认定，也是中国市场上少数的由中国公司生产的，在清晰度、透光率、总隔热率、粘着力等关键指标上能与国际一流产品媲美的车膜产品。能膜产品早于2015年就已在京东商城进行线上销售，当前正在积极布局线下门店，“能膜”的“能者门店”在四川、云南两省共计40家门店，未来随着“能膜”产品渠道终端店面的不断建立，将会有越来越多地区的客户实现“能膜”家居窗膜的O2O线上购买和线下服务。

#### 4.4 积极探索大消费产业，有望成为新的利润增长点

公司坚持“大包装与大消费产业双轮驱动发展”的战略方向，除主动拓展包装业务版图，发挥烟标业务的协同作用，公司还积极探索大消费产业，成立消费并购基金，发展乳制品业务。

**消费并购基金业务：**公司与天图投资及相关方联合发起设立的“成都天图天投东风股权投资基金中心（有限合伙）”、“深圳天图东峰投资咨询中心（有限合伙）”两个消费并购基金，主要围绕消费品、零售渠道、消费升级及消费互联网等业务的企业进行投资。目前已经投出大部分的基金份额，投资项目包括百果园、奈雪的茶、绝味鸭脖、气味图书馆等，后续或迎来某些项目的上市与退出。截止2019年末，成都基金累计对外投资约人民币3亿元，深圳基金作为有限合伙人参与设立的“中小微基金”累计对外投资约人民币12亿元。

**农业乳制品业务：**公司控股子公司尼平河乳业主要开展乳制品的产品研发与创新。开发了“尼平河”品牌爱视奶、奶淇淋、香蕉及芒果风味奶等在内的创新品类。公司全资子公司东峰佳品继续加强销售渠道建设及品牌推广，着力深耕线上线下渠道及新媒体社交平台渠道的建设。目前国内市场乳制品业务线下合作渠道已覆盖OLE’、华润万家、沃尔玛、大润发、家乐福、欧尚、盒马鲜生等在内的诸多全国性及区域性销售系统，同时在京东、天猫、苏宁易购等主流线上渠道实现同步销售。2019年公司乳制品业务实现销售收入1.56亿元，同比增长13.80%。目前公司已初步形成产业链布局（牧场、乳品加工厂及国内外销售渠道），下一步将继续培育“尼平河”品牌发展，深耕国内销售渠道，提高生产效率，扩大生产、销售规模。

图 49: “尼平河” 品牌爱视奶



图 50: “尼平河” 芒果风味奶



资料来源: 淘宝, 长城证券研究所

资料来源: 淘宝, 长城证券研究所

## 5. 盈利预测与公司估值

### ✓ 同业对比

20 年公司 PE 为 13.5x, EV/EBITDA 为 10.4 在同行业上市公司中位于较低水平; PS 处于行业最低水平; 多重估值指标横向对比, 东风投资价值凸显。

表 9: 同行业公司估值对比

公司简称	总市值 (亿RMB)	PE (TTM)	5Y平均PE	PE 20E	PE 21E	PE 22E	EPS CAGR20-22	20PEG	PB	PS	EV/EBITDA
劲嘉股份	132	15.82	24.31	13.30	11.28	9.71	17.05%	0.78	1.85	3.39	9.20
集友股份	103	62.54	77.73	28.68	19.09	15.46	36.19%	0.79	19.27	17.03	36.91
东风股份	81	21.54	17.34	13.47	12.12	10.85	11.41%	1.18	2.11	2.58	10.43
金时科技	56	31.97	35.85	-	-	-	-	-	4.12	10.00	21.93
顺灏股份	44	-18.03	44.27	-	-	-	-	-	2.29	3.05	-41.46
永吉股份	31	19.19	44.09	-	-	-	-	-	3.62	6.33	13.98
陕西金叶	22	87.61	120.05	-	-	-	-	-	1.61	2.55	15.85
新宏泽	16	88.81	27.77	-	-	-	-	-	4.01	4.26	21.55

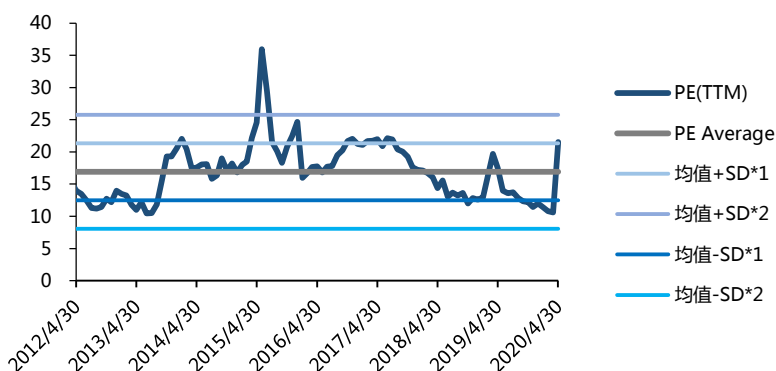
资料来源: Wind, 长城证券研究所

### ✓ 历史对比

从滚动市盈率来看, 2019 年公司业绩进行商誉计提, 利润端大幅下滑, 促使滚动市盈率拔高。预计第二季度业绩将稳定回升, 20 年对应 PE 低于历史平均值, 配置性价比凸显。



图 51: 东风上市以来 PE 区间



资料来源: Wind, 长城证券研究所

## 6. 投资建议

国内烟标体量第二的企业，新冠疫情下烟草产业链稳定性凸显。公司自成立以来便专注于烟标业务，烟标产业链条布局业内最为完整，服务多家中烟公司及重点品牌。2019 年烟标业务实现营业收入 24.68 亿元，收入体量为行业第二。2019 年烟草行业去库存结束，卷烟产品结构升级，将助推烟标行业集中度提升。烟草产业链在新冠疫情下配置价值较高：1）2020 年前三个月卷烟累计产量同比增长 7.5%，卷烟产量及需求均较为稳定；2）烟草行业 2019 年去库存接近尾声，2020 年烟草行业景气度有望回升。

**HNB 静待政策理顺，助推烟标行业集中度提升。**2013 年公司出资设立上海绿馨电子科技有限公司（持股 40%），主要聚焦于 HNB 产品的生产、销售，累计获授相关专利约 70 余项，自有品牌 MOX 系列 HNB 烟具产品已成功销售至日本等国际市场。相比电子雾化设备，HNB 监管确定性较强，预计国内监管政策即将理顺出台，国内 HNB 市场将迎来放量，中烟或对新推出的 HNB 烟弹进行招标，这对于烟标行业龙头是抢占份额的重要机会。2019 年烟标行业 CR5 已达 27.43%，相对于包装行业集中度较高，主要驱动因素为烟草结构高端化。考虑到 HNB 新品推出时各大中烟急需抢占市场，烟标行业集中度或在 HNB 渗透率提升的催化下持续提升。

**医药包装行业大有可为，与公司已有印刷业务资源形成强协同。**公司收购西南的地区药包龙头企业千叶药包 75% 股权，快速切入医药包装行业。2018 年我国医药包装市场规模达到 1068 亿元，行业规模高于烟标行业，成长天花板打开。从集中度来看，我国药用玻璃市场经过洗牌已有较高集中度（龙头山东药玻市占率 70%），其他药包参照美国（CR12 37%）仍有较大的提升空间。在关联审评审批制度下，具备实力的医药包装企业市场份额有望逐步扩大。公司的纸盒类药包与千叶药包的 PVC 硬片、药用瓶在产品与客户方面互补；子公司鑫瑞科技的防伪包装材料供应夯实药品防伪采购成本优势。

**投资建议：**公司是烟标行业龙头公司，HNB 政策催化下市场份额有望持续提升，同时带来新增盈利点，切入药包市场成长天花板打开，大包装布局版图逐步扩大。新冠疫情下烟草产业链的稳定性值得重视，约 2-3% 的股息率增厚安全边际，商誉计提后，20 年公司轻装上阵，预计 20-21 年 EPS 分别为 0.43、0.46 元，对应 PE 为 14、13 X，估值位于历史低位，配置性价比较高，首次覆盖给予“推荐”评级。

## 7. 风险提示

上游纸价波动；招标政策变化；行业竞争加剧；烟标销售不及预期；新业务扩展不及预期

## 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3328.05	3172.92	3469.24	3830.80	4218.02	成长性					
营业成本	2042.43	1883.85	2144.23	2298.30	2519.05	营业收入增长	18.8%	-4.7%	9.3%	10.4%	10.1%
销售费用	107.88	149.19	166.52	203.03	231.99	营业成本增长	25.7%	-7.8%	13.8%	7.2%	9.6%
管理费用	219.57	267.02	294.89	348.60	383.84	营业利润增长	17.3%	-39.6%	41.2%	13.9%	10.5%
研发费用	139.78	143.45	156.84	173.19	190.70	利润总额增长	18.4%	-40.1%	41.7%	14.1%	10.4%
财务费用	14.18	24.79	25.42	26.84	26.19	净利润增长	14.7%	-44.9%	41.7%	14.1%	10.4%
其他收益	25.76	11.56	16.39	20.49	18.55	盈利能力					
投资净收益	216.64	81.32	114.08	120.66	133.17	毛利率	38.6%	40.6%	38.2%	40.0%	40.3%
营业利润	900.35	544.19	768.40	875.27	966.82	销售净利率	22.8%	13.4%	17.3%	17.9%	18.0%
营业外收支	-0.37	-4.96	-4.13	-3.15	-4.08	ROE	17.6%	10.0%	12.9%	13.4%	13.6%
利润总额	899.99	539.23	764.27	872.11	962.73	ROIC	26.6%	15.0%	21.7%	26.3%	31.1%
所得税	140.92	114.62	162.45	185.37	204.63	营运效率					
少数股东损益	11.17	12.70	18.00	20.54	22.68	销售费用/营业收入	3.2%	4.7%	4.8%	5.3%	5.5%
净利润	747.90	411.91	583.82	666.20	735.42	管理费用/营业收入	6.6%	8.4%	8.5%	9.1%	9.1%
资产负债表	( 百万 )					研发费用/营业收入	4.2%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
流动资产	2910.42	3113.74	3684.89	3872.73	4906.62	财务费用/营业收入	0.4%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%
货币资金	850.97	1017.96	1259.92	1391.23	1805.91	投资收益/营业利润	24.1%	14.9%	14.8%	13.8%	13.8%
应收票据及应收账款合计	1324.17	1334.28	1497.75	1629.43	2038.41	所得税/利润总额	15.7%	21.3%	21.3%	21.3%	21.3%
其他应收款	8.27	15.78	10.51	18.52	13.45	应收账款周转率	2.94	2.39	2.45	2.45	2.30
存货	690.54	698.81	860.63	781.01	986.74	存货周转率	2.51	2.71	2.75	2.80	2.85
非流动资产	2996.20	3031.22	3258.77	3503.84	3714.70	流动资产周转率	1.16	1.05	1.02	1.01	0.96
固定资产	1353.28	1331.98	1350.25	1380.12	1394.02	总资产周转率	0.57	0.53	0.53	0.54	0.53
资产总计	5906.62	6144.95	6943.66	7376.56	8621.33	偿债能力					
流动负债	1240.47	1520.52	1972.64	2010.08	2832.04	资产负债率	26.9%	30.7%	32.9%	30.8%	35.2%
短期借款	14.44	234.59	413.96	165.70	166.58	流动比率	2.35	2.05	1.87	1.93	1.73
应付款项	924.12	880.78	1307.21	1565.66	2309.79	速动比率	1.76	1.56	1.40	1.51	1.36
非流动负债	350.00	368.96	313.89	259.46	200.21	每股指标 ( 元 )					
长期借款	281.40	291.45	236.38	181.96	122.71	EPS	0.56	0.31	0.44	0.50	0.55
负债合计	1590.47	1889.48	2286.53	2269.54	3032.26	每股净资产	3.12	3.01	3.29	3.62	3.96
股东权益	4316.15	4255.47	4657.13	5107.02	5589.07	每股经营现金流	0.45	0.35	0.59	0.75	0.79
股本	1112.00	1334.40	1334.40	1334.40	1334.40	每股经营现金/EPS	0.80	1.14	1.36	1.50	1.43
留存收益	3091.31	2715.52	3114.67	3532.53	3919.61	估值					
少数股东权益	146.90	190.13	208.13	228.67	251.35	PE	11.06	20.08	14.17	12.42	11.25
负债和权益总计	5906.62	6144.95	6943.66	7376.56	8621.33	PEG	-12.22	-1.87	-4.13	-3.78	0.53
现金流量表	( 百万 )					PB	1.98	2.06	1.88	1.72	1.57
经营活动现金流	661.03	731.84	791.87	999.10	1051.28	EV/EBITDA	7.41	11.28	8.65	7.27	6.27
其中营运资本减少	-145.23	-103.95	120.12	228.01	201.62	EV/SALES	2.40	2.59	2.29	1.96	1.68
投资活动现金流	-233.05	-293.72	-272.07	-302.58	-276.23	EV/IC	1.74	1.70	1.54	1.42	1.24
其中资本支出	117.55	90.34	48.00	58.16	11.43	ROIC/WACC	2.71	1.53	2.21	2.58	3.03
融资活动现金流	-455.93	-259.77	-542.36	-311.07	-349.99	REP	0.64	1.11	0.70	0.55	0.41
净现金总变化	-31.69	180.35	-22.55	385.45	425.06						



**研究员承诺**

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的报酬。

**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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级：**

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>