

东风股份 (601515)

证券研究报告

2020 年 05 月 16 日

“大消费+大包装”双轮驱动公司成长

烟标行业市场规模预计保持平稳，龙头有望扩张份额。受国家控烟政策和各级中烟工业公司持续降低烟标采购成本的影响，近年烟标市场规模略有下滑。通过我们测算，2013 年烟标市场规模约 354.73 亿，而 2019 年的市场规模约 324.21 亿，市场规模下滑明显。而长期来看，烟标市场规模将保持平稳，龙头烟标企业市场份额将会有所提升。卷烟行业平稳发展的预期来源于财政贡献的稳定性，烟草工商利税占全国财政收入比例保持在 6%~8%，上缴财政总额约占比 5%~7%，在近年宏观经济下行压力增加的情况下，烟草行业的平稳发展对国家财政征收意义重大。龙头企业基于工艺、研发、设计能力等优势，在未来烟标行业逐步向高环保性、工艺复杂化过渡中，龙头企业有望获取更大市场份额，同时龙头企业具备资金实力，往往通过并购方式进一步提升市占率。

公司深耕烟标多年，未来向多元化转型。烟标业务是公司主营业务，占比保持在 75%以上，近年来公司烟标市占率稳步提升，但由于烟草行业供给侧改革，产销量指标同比均有所下滑，烟标行业面临挑战，公司积极布局多产业。公司烟标主业有所下滑，2019 年烟标业务实现营收 24.68 亿，同比下降 12.49%，其中创新产品类烟标增速显著，同比增长 36.35%，同时出口烟标业务实现收入约 6200 万元，海外烟标市场有望成为新的增长点。公司积极发展非烟标业务，进入医药包装领域，2019 年实现营收 1.37 亿元，同比增长 39.73%；乳制品产品销售增速显著，实现营收 1.56 亿（+13.80%）。

“大消费+大包装”双轮驱动。“大包装”领域通过“内生+外延”持续推进业务发展。公司通过并购等手段，扩大烟标领域优势，加强各地方市场布局，同时近年来大力拓展消费品包装领域，公司收购千叶药包 75%股份，将药品包装市场进一步扩大。2019 年公司非烟标包装领域实现营收 2.17 亿元，同比增长 168.20%，占公司总营收比重提升至 6.84%。公司多元化转型，布局“大消费”领域。公司通过消费并购基金获得丰厚投资收益；2015 年公司投资乳制品业务，2018 年公司乳制品业务产业链初步形成（牧场、乳品加工厂及国内外销售渠道），2019 年乳制品销售收入达到 1.56 亿元，同比增长 13.80%；公司拓展各类膜产品业务，2019 年公司基膜业务实现营收 1.35 亿（+5.07%），随着车膜及建筑膜等普及，未来有望成为公司大消费布局的重点；2013 年公司进军新型烟草市场，公司成立上海绿馨电子科技集团，旗下自有品牌 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国内市场。

盈利预测与评级：综合考虑公司各业务发展情况，我们预计公司 20-22 年归母净利润为 5.85 亿/6.08 亿/6.42 亿。增速分别为 42.08%/3.85%/5.62%，对应 PE 分别为 13.82X/13.30X/12.60X，预计公司 2020 年合理 PE 区间为 13-15 倍，对应目标价范围为 5.72 元-6.60 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：烟草招标政策变动，行业升级与竞争加剧，新业务拓展不及预期，新冠疫情影响等

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,328.05	3,172.92	3,235.70	3,279.93	3,359.20
增长率(%)	18.76	(4.66)	1.98	1.37	2.42
EBITDA(百万元)	1,208.07	1,304.64	825.17	832.27	880.80
净利润(百万元)	747.90	411.91	585.27	607.79	641.96
增长率(%)	14.69	(44.92)	42.08	3.85	5.62
EPS(元/股)	0.56	0.31	0.44	0.46	0.48
市盈率(P/E)	10.81	19.63	13.82	13.30	12.60
市净率(P/B)	1.94	1.99	1.86	1.75	1.60
市销率(P/S)	2.43	2.55	2.50	2.47	2.41
EV/EBITDA	6.18	6.76	9.16	8.45	7.89

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/包装印刷
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	6.06 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,334.40
流通 A 股股本(百万股)	1,334.40
A 股总市值(百万元)	8,086.46
流通 A 股市值(百万元)	8,086.46
每股净资产(元)	3.13
资产负债率(%)	27.49
一年内最高/最低(元)	9.46/5.26

作者

范张翔	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	
尉鹏洁	联系人
weipengjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



内容目录

1. 烟标行业：小而美的包装印刷子行业	5
1.1. 发展历程：随卷烟行业共同发展，存在进入壁垒	5
1.2. 产业链情况：上游成熟稳定，依赖下游订单驱动	6
1.2.1. 上游市场竞争充分，部分大型烟标企业积极向上游拓展	6
1.2.2. 下游订单驱动烟标企业生产，对烟标产业影响显著	7
1.3. 市场规模未来保持平稳，龙头有望扩张份额	7
1.4. 竞争格局：区域化明显，龙头通过并购整合提升集中度	9
1.5. 发展空间：龙头烟标企业市场份额仍有较大空间	11
1.5.1. 三产企业剥离带来新的市场空间	11
1.5.2. 卷烟产品高档化带来工艺要求提升，龙头显著受益	12
2. 东风股份：深耕烟标多年，向多元化经营转型	12
2.1. 多元化布局，降低经营风险	13
2.2. 家族持股，股权结构稳定	13
2.3. 财务分析：烟标主业增速有所回落，新型业务快速放量	14
2.3.1. 烟标主业受下游行业影响收入有所滑落，非烟标业务快速放量	14
2.3.2. 费用率：毛利微升，销售费用显著提升	14
2.3.3. 研发投入行业领先，吸引更多优质客户	15
2.3.4. 运营状况稳健，整体稳定向好	16
3. “大消费+大包装”双轮战略稳步推进公司成长	16
3.1. 大包装：“内生+外延”持续推进大包装业务	17
3.1.1. 内生：持续深耕烟标印刷领域	17
3.1.2. 外延：拓展非烟标印刷包装领域	18
3.2. 大消费：多元化转型，布局大消费领域	21
3.2.1. 消费并购基金给公司带来丰厚投资收益	21
3.2.2. 乳制品产业链初步完成，年销售破亿	23
3.2.3. 膜产品业务	23
3.2.3.1. 车窗膜业务：市场巨大的消费品市场	23
3.2.3.2. 建筑膜业务：顶层设计助推建筑膜业务发展	24
3.2.4. 联营子公司绿馨电子积极布局新型烟草业务	25
4. 盈利预测	26
4.1. 盈利预测明细	26
4.2. 相对估值	27

图表目录

图 1：烟标行业发展过程	5
图 2：烟标行业上下游影响	6

图 3: 烟标企业原材料占比	6
图 4: 国内油墨企业 CR10 仍有较大提升空间	7
图 5: 大型烟标企业产业链布局	7
图 6: 卷烟产量、烟标平均售价下滑造成烟标市场规模缩小	8
图 7: 卷烟销量同比增速在 16 年控烟政策后回升企稳	9
图 8: 烟草上缴财政总额占一般公共预算收入比重稳定	9
图 9: 2018 年西南、中南地区卷烟产量占比较高	9
图 10: 烟标企业市占率整体较低	10
图 11: 烟标龙头企业近年来并购频频, 扩张市场份额	10
图 12: 并购带来的市占率显著提升	11
图 13: 高档烟占比显著提升	12
图 14: 东风股份烟标营收占比超过 75%	13
图 15: 公司烟标市占率稳步提升 (以量计算)	13
图 16: 东风股份近年来多元化发展, 深度布局电子烟、医药包装等领域	13
图 17: 家族持股, 股权结构稳定	13
图 18: 东风股份营业总收入有所滑落	14
图 19: 非烟标业务快速放量	14
图 20: 毛利微升, 销售费用率大幅提升	15
图 21: 研发支出占比领先劲嘉	15
图 22: 研发人员数量占比领先同行 (2019)	15
图 23: 积极开拓新客户, 前五名销售额占比显著下降	15
图 24: 存货周转率、应收账款周转率稳步提升	16
图 25: 包装印刷与大消费品产业双轮驱动发展	16
图 26: 创新类烟标产品快速增长 (万箱)	17
图 27: 非烟标领域包装印刷业绩快速提升 (单位: 万元)	18
图 28: 医药产业保持较快发展 (亿元)	18
图 29: 公司医药包装营收及占比 (单位: 亿元)	20
图 30: 公司投资收益增厚业绩	22
图 31: 东风股份子公司旗下能膜品牌涵盖各类汽车膜	24
图 32: 建筑窗体热隔膜行业增速显著提升	24
图 33: 合资设立上海绿馨布局电子烟	25
表 1: 各公司烟标产品均价 (单位: 元/套)	8
表 2: 烟标市场规模估算	8
表 3: 企业区域化经营明显	10
表 4: 考虑将一半三产市场分给民营烟标企业, 则烟标业务营收提升 25%	12
表 5: 积极组织投标, 开拓新客户与市场	17
表 6: 医药包装行业相关政策及法律法规	19
表 7: 近期公司印刷包装业务布局	21

表 8：成都天图天投东风股权投资基金中心（成都基金）股权结构	21
表 9：深圳天图东峰投资咨询中心（深圳基金）股权结构	21
表 10：深圳市天图东峰中小微企业股权投资基金合伙企业（中小微基金）股权结构	21
表 11：成都基金对外投资情况	22
表 12：中小微基金对外投资情况	22
表 13：汽车膜市场规模测算	24
表 14：各中烟公司在新型烟草上的布局与进展	26
表 15：营收拆分及预测	27
表 16：主要可比上市公司估值（PE）比较	27

1. 烟标行业：小而美的包装印刷子行业

烟标行业是包装印刷重要的子行业，主要为下游卷烟客户提供烟标研发、设计、生产等一体化服务。2001 年，在国家“大市场、大企业、大品牌”等战略推进下，卷烟行业集中度不断提升，烟草品牌竞争加剧。在这种背景下，卷烟企业对烟标企业的要求也日益严格，龙头烟标企业开始从依赖本地卷烟企业向全国重点品牌布局，同时也对自身原材料、工艺不断改进，整个行业朝着环保、高档、健康安全等方向发展。

1.1. 发展历程：随卷烟行业共同发展，存在进入壁垒

烟标工艺从简单粗糙到时尚精致。烟标即香烟制品的商标，俗称烟盒。早期的烟盒设计简单粗糙，近年来随着烟标印刷行业在印刷材料、印刷工艺、油墨材料等方面的不断推陈出新，整个包装工艺日新月异。印刷材料从最初的铜版纸和白卡纸，到大规模使用复合纸、转移纸；油墨材料也从普通油墨，发展到固化油墨，再到目前大量使用的水性油墨；印刷工艺则经历了从单色印刷到凸印、胶印、丝印、凹印、柔印等，再到组合印刷的发展过程。

烟标企业从卷烟厂附属到独立经营。烟标企业的发展与其下游卷烟行业息息相关。国内烟标印刷企业主要在上世纪八九十年代逐步建立，过去的烟标印刷企业几乎都是卷烟厂附属企业，烟标行业的从业人员也都来自卷烟企业。2000 年以来，国内烟草企业整体效益稳步提升，烟标印刷企业的利润逐步丰厚，民营资本开始涉足烟标印刷领域。近年来，随着安全、环保、健康等要求的出现，烟标印刷的复杂性与技术难度显著提升。

图 1：烟标行业发展过程



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

相较于其他印刷行业，烟标行业有一定的进入壁垒。主要体现在市场、技术、资金三个方面。

（1）市场壁垒

烟标企业进入市场之前，需要投入大量的资源去建立稳定的营销渠道，并需要具备为卷烟企业提供配套解决方案的整体服务能力。另一方面，卷烟企业在选择烟标供应商时，也需要考察其设备生产能、技术水平、资金实力、供货能力等情况。一般而言，新进入的烟标印刷企业很难在短期内快速取得市场。

（2）技术壁垒

烟标企业在生产中普遍应用的各种防伪技术、冷烫印、组合印刷等各种先进工艺都需要企业具有一定的技术积累。而新进入烟标印刷行业的企业则难以在短时间内熟练掌握世界先进的生产设备、各种印刷工艺组合的技术队伍，从而实现批量稳定供货。

（3）资金壁垒

烟标印刷采用的关键生产设备，目前仍从欧美等发达国家进口，购置成本较高。同时，由于产品配套化及生产规模化的要求，新进入本行业的企业需要一次性投入其他相关设备和

相应的流动资金，因此资金成为进入该行业的另一壁垒。

1.2. 产业链情况：上游成熟稳定，依赖下游订单驱动

烟标产业的上下游清晰，受下游卷烟行业影响较大。上游主要包括造纸、纸制品加工、油墨、电化铝（烫字）等，发展均比较成熟，原材料供应充足，属于充分竞争行业，价格体系也相对透明。烟标企业下游面向卷烟行业。由于卷烟与烟标的配套性，卷烟行业发展状况对烟标行业的产品结构、需求规模、发展速度有显著影响。

图 2：烟标行业上下游影响

上游：烟卡、油墨、电化铝、印刷设备

中游：烟标企业（设计、印刷等服务）

下游：省级中烟公司、上海烟草集团、中烟实业

资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

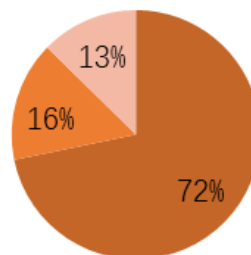
1.2.1. 上游市场竞争充分，部分大型烟标企业积极向上游拓展

上游原材料主要涉及烟卡、油墨、电化铝、印刷设备等，各细分领域发展较为成熟，供给充足，已经形成比较透明的价格体系。近年来，部分大型烟标企业将产业链逐步延伸至上游，降低成本并拉大与中小企业差距，加速烟标行业中小企业产能的淘汰进程。

烟卡是烟标企业最重要的原材料，占原材料成本比例高。烟卡主要包括涂布白卡纸及镭射纸，一般占原材料采购成本的 65%-70%，现阶段的烟卡主要为镭射纸。镭射纸是将镭射膜与纸张复合制成具有特殊视觉效果并可直接进行印刷加工的材料。镭射纸不仅具有时尚的外观，同时兼具防伪、环保等功能，是包装材料行业中的前沿产品。烟标所使用的镭射纸整体行业集中度较低，A 股相关上市公司顺灏股份、万顺股份等龙头企业市占率不超过 10%。

图 3：烟标企业原材料占比

■ 烟卡 ■ 油墨及溶剂 ■ 电化铝

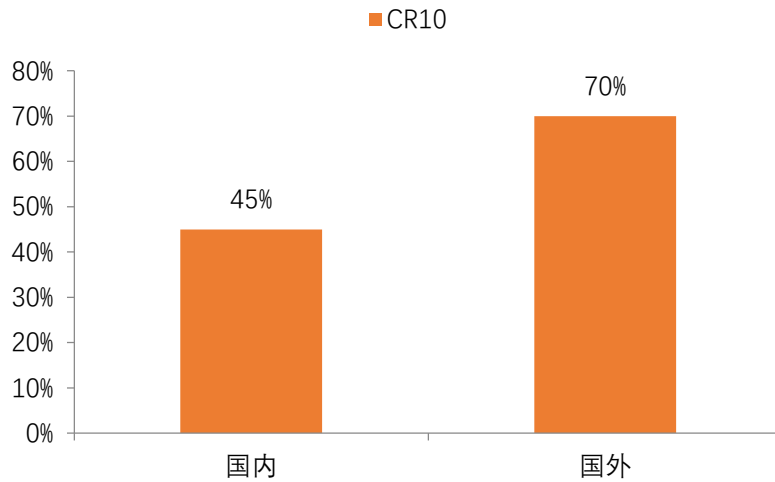


资料来源：永吉股份招股书，天风证券研究所

油墨是烟标企业第二大原材料，未来集中度有望进一步提升。油墨是印刷行业中一种重要色体材料，一般占原材料采购成本的 10%-15%，油墨种类繁多，按印刷方式可以分为凸版油墨、胶印油墨、凹版油墨、网版油墨等，按油墨溶剂可分为树脂油型油墨、有机溶剂型油墨、水性油墨等。2018 年，我国印刷油墨产量达到了 76.8 万吨，比 2017 年的 74.2 万吨增长 3.5% 左右。从中国产业信息网数据来看，我国前 10 大油墨企业市场占有率尚未达

到 50%，而全球前 10 大油墨企业约占全世界 70%以上的市场份额，其中全球最大的油墨企业 DIC 市场占有率更是达到了近 30%。随着国家对油墨行业环保、产品要求不断提升，油墨行业存在集中度进一步提升的可能性。

图 4：国内油墨企业 CR10 仍有较大提升空间



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

电化铝作为另外一种重要原材料，在食品饮料等包装应用广泛。电化铝指在薄膜片上涂布脱离层、色层、经真空镀铝再涂布胶层，最后通过成品复卷而制成的烫印材料。广泛应用于烟盒、酒盒等行业，主要用于提升产品包装档次，具备一定防伪功能。目前国内生产电化铝企业约 200 多家，国内年总需求约 100 亿元左右。

近年来，部分大型烟标企业将产业链逐步延伸至上游的烟卡、油墨、电化铝等。满足自给的同时部分出售给其他公司，在成本方面优势显著，毛利率显著提升，进一步加大与小型烟标印刷企业的差距。而小型烟标企业则面临被并购或市场自然淘汰的处境，加速行业集中度提升。

图 5：大型烟标企业产业链布局

公司名称	镭射膜	纸张（复合纸or转移纸）	油墨	电化铝
劲嘉股份	√	√	×	×
东风股份	√	√	√	√
顺灏股份	√	√	×	×
永吉股份	×	√	×	×
恩捷股份	√	√	×	√
金时科技	√	√	×	√

资料来源：各公司年报，天风证券研究所

1.2.2. 下游订单驱动烟标企业生产，对烟标产业影响显著

烟标企业下游为卷烟生产行业，其发展状况对烟标行业的产品结构、需求规模、发展速度等具有显著影响。2003 年以前，国内烟草专卖局、烟草公司、卷烟生产厂属于三合一体制。2003 年之后，烟草行业“工商分离”改革，即将原先省级烟草公司的生产职能与销售职能分开。改革完成后，烟草专卖局与烟草公司政企合一成为一家单位，承担烟叶收购及卷烟销售业务；各卷烟厂组建成中烟工业企业，承担卷烟生产职能。由于烟标供给与下游卷烟产量具有明显的配套关系，因此卷烟行业发展对烟标企业影响显著。

1.3. 市场规模未来保持平稳，龙头有望扩张份额

2019 年烟标行业大约 324 亿市场规模。我们根据年报估算出 2019 年烟标企业产品均价约 2.77 元/套，考虑烟标及卷烟配套关系，假设烟标需求与卷烟产量完全匹配，即每箱卷烟消耗 250 套烟标，以 2019 年烟标产品均价估算烟标市场规模约 324 亿。

表 1：各公司烟标产品均价（单位：元/套）

年份	劲嘉股份	东风股份	新宏泽	永吉股份	创新股份	平均价格
2013	3.19	3.15	2.16	3.06	2.43	2.80
2014	3.05	3.21	2.08	2.92	2.51	2.75
2015	3.05	3.36	2.09	2.83	2.38	2.74
2016	3.00	3.05	2.00	3.07	2.21	2.67
2017	2.91	2.82	2.17	3.19	2.05	2.63
2018	2.91	2.91	2.07	3.49	2.10	2.70
2019	2.99	2.81	2.30	3.63	2.11	2.77

资料来源：公司年报，天风证券研究所

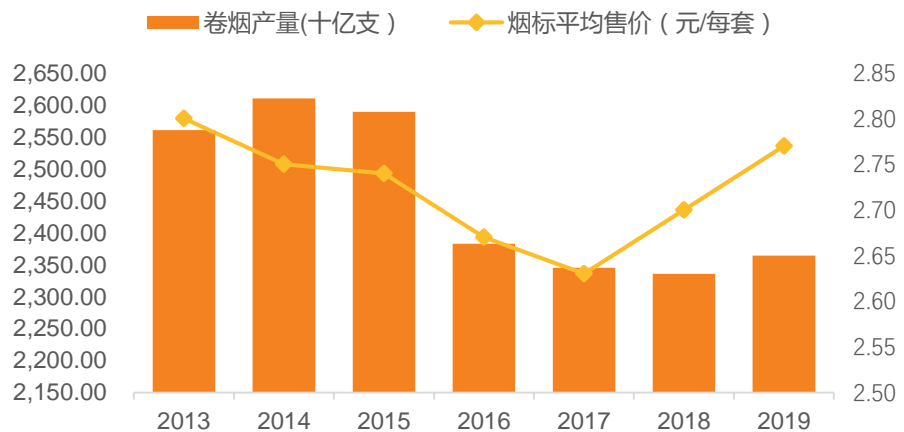
表 2：烟标市场规模估算

年份	卷烟产量（万箱）	转换比例	烟标需求（亿套）	烟标售价（元/套）	烟标市场规模
2013	5067.48	250	126.69	2.80	354.73
2014	5170.00	250	129.25	2.75	355.44
2015	5124.30	250	128.11	2.74	351.02
2016	4710.78	250	117.77	2.67	314.44
2017	4642.57	250	116.06	2.63	305.24
2018	4625.49（测算）	250	115.64	2.70	312.22
2019	4681.68（测算）	250	117.04	2.77	324.21

资料来源：国家烟草专卖局，Wind，天风证券研究所测算

19 年烟标市场规模增加。通过测算，2019 年的市场规模约 324.21 亿，较 18 年整体有所上升，继国家控烟政策推出卷烟产量下滑，和国家烟草局专卖局积极推进烟标采购全国公开招标等措施，各级中烟工业公司持续降低烟标采购成本后，卷烟产量逐渐下滑继而烟标市场逐步缩小。

图 6：卷烟产量、烟标平均售价下滑造成烟标市场规模缩小



资料来源：国家烟草局，Wind，天风证券研究所

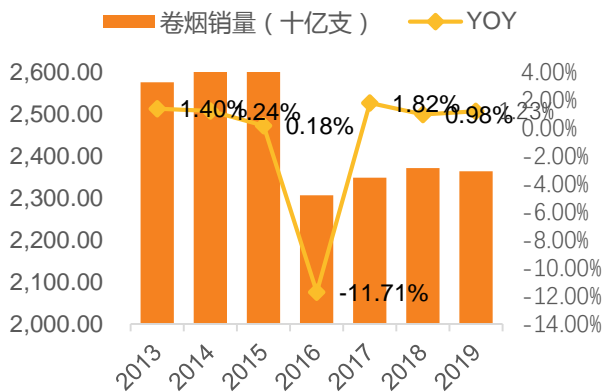
长期看烟标市场规模将保持平稳，龙头烟标企业市场份额将会有所提升。我们从卷烟生产、烟标售价及行业竞争三个角度来看：

（1）卷烟市场未来将保持平稳

卷烟行业平稳发展的预期来源于财政贡献的稳定性。作为一种弱替代性的消费品，卷烟在

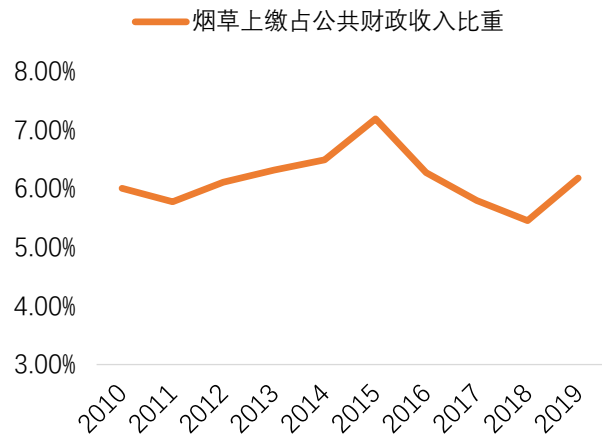
国内具有稳定而规模庞大的消费市场。2014 年我国卷烟销量超过 26000 亿支，已成为全球最大的卷烟消费市场。2015 年、2016 年，受控烟政策影响，全国卷烟销量出现小幅下降。经历了行业去库存后，行业产销开始企稳，2017 年、2018 年卷烟销量分别同比上升 1.82%、0.98%，2019 年，全国卷烟销售量 23676.35 亿支，同比下降 0.17%，2017-2019 年复合增长率为 0.40%。另一方面，烟草行业利税是国家财政收入的重要组成部分，烟草工商税利占全国财政收入比例保持在 6%~8%，上缴财政总额约占比 5%-7%，在近年宏观经济下行压力增加的情况下，烟草行业的平稳发展对国家财政增收意义重大，因此我们认为卷烟行业将长期保持平稳。

图 7：卷烟销量同比增速在 16 年控烟政策后回升企稳



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：烟草上缴财政总额占一般公共预算收入比重稳定



资料来源：国家烟草局，天风证券研究所

（2）龙头企业高档烟标业务提升，对冲烟标售价下滑风险

龙头企业高档烟标业务量的提升预期是基于工艺、研发、设计能力优势。尽管国家持续降低烟标采购成本，但是高档香烟的烟标价格仍具备一定的溢价能力，同时高档香烟对于烟标企业的印刷工艺、研发设计能力有更高的要求，龙头企业优势明显。小型烟标企业利润承压，面临被并购或市场淘汰风险。

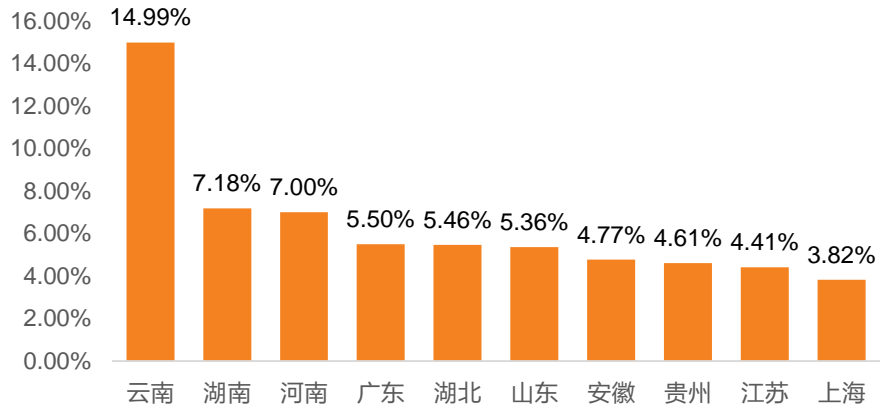
（3）下游烟草客户对烟标要求日益提升，行业集中度有望进一步提升

随着卷烟产品品牌结构不断升级，能满足不同卷烟品牌烟标印刷需求的优质企业将获得更好的发展机会。受烟草客户持续推进降本增效及招投标政策的影响，烟标印刷包装行业也承受了一定的经营压力，通过充分竞争，行业内设计服务能力强、技术水平高、质量控制严、响应速度快的企业将得到更好发展，烟标印刷行业内集中度有望进一步提高，规模化经营将是未来的主要发展趋势。

1.4. 竞争格局：区域化明显，龙头通过并购整合提升集中度

卷烟生产企业区域化分布造成烟标企业区域化分布。由于 2003 年后全国烟草行业实行工商分离改革，卷烟生产分布于各省。整体看，西南、中南地区为我国卷烟主要生产地，产量领先全国。生产企业的区域化格局也导致了烟标企业的区域化格局。从企业角度来看，大部分企业往往以服务 1-2 个省级中烟工业公司为主，如永吉股份，以服务贵州中烟为主，2019 年贵州省营收占比高达 98.63%，西南地区营收占比高达 99.13%，具有明显的区域性。

图 9：2018 年西南、中南地区卷烟产量占比较高



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

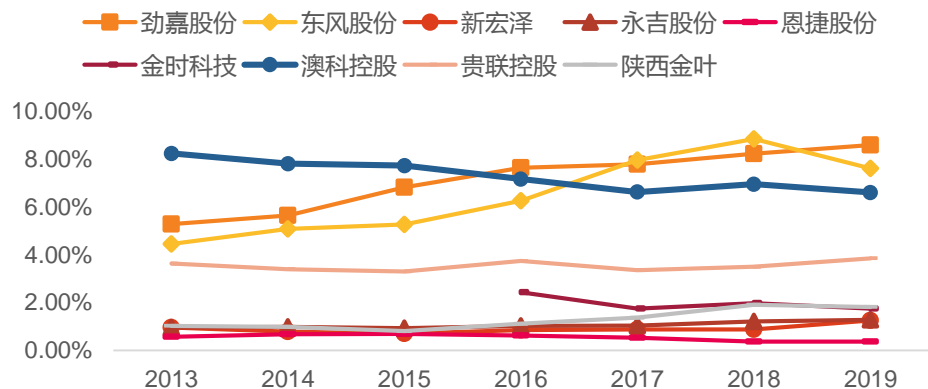
表 3：企业区域化经营明显

区域	劲嘉股份	东风股份	新宏泽	永吉股份
华东地区	44.79%	5.76%	51.33%	0.34%
华南地区	9.65%	34.56%	3.54%	0.37%
西南地区	25.56%	32.25%	34.88%	99.13%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

区域化格局叠加市场壁垒，烟标行业整体集中度较低。一般来说，为保证烟标品质的稳定性，卷烟企业不会随意更换烟标供应商，行业内多数烟标企业均深度绑定卷烟企业，共同成长。例如，永吉股份自成立以来，即与贵州中烟及其前身建立了稳固的合作关系，2007年至今均为贵州中烟烟标采购的第一大供应商，公司对贵州中烟烟标销量始终占贵州卷烟产量的 16%-18%。由此也带来了烟标行业集中度较低的状况，我们测算了 8 家烟标上市公司（2 家港股，6 家 A 股）市占率，其中 A 股龙头劲嘉、东风市占率也没有超过 10%，多数区域性烟标上市公司市占率仅 1%。

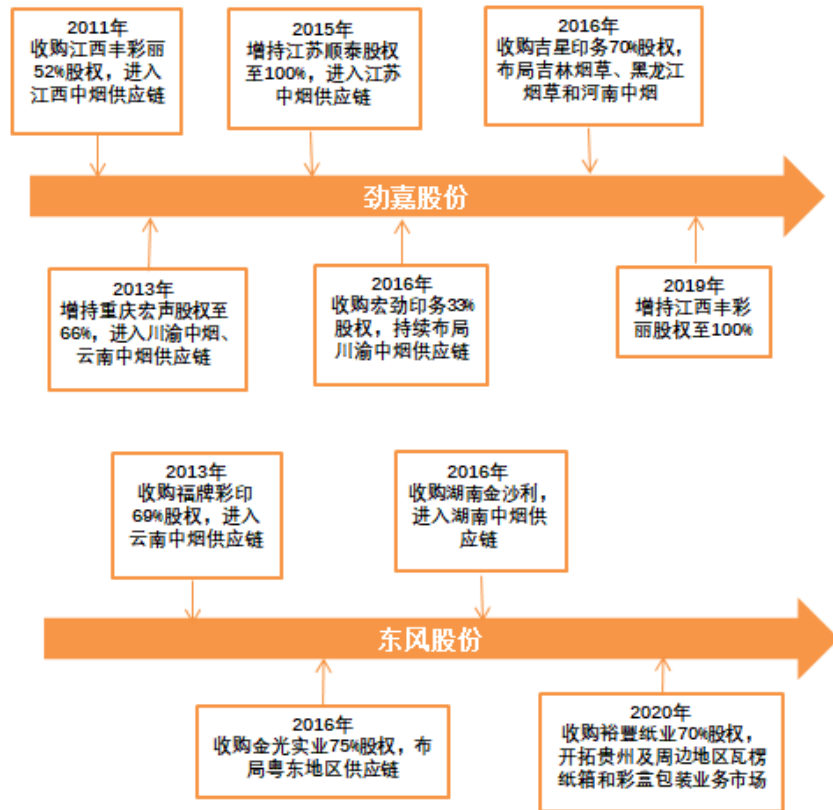
图 10：烟标企业市占率整体较低



资料来源：公司年报数据测算，天风证券研究所

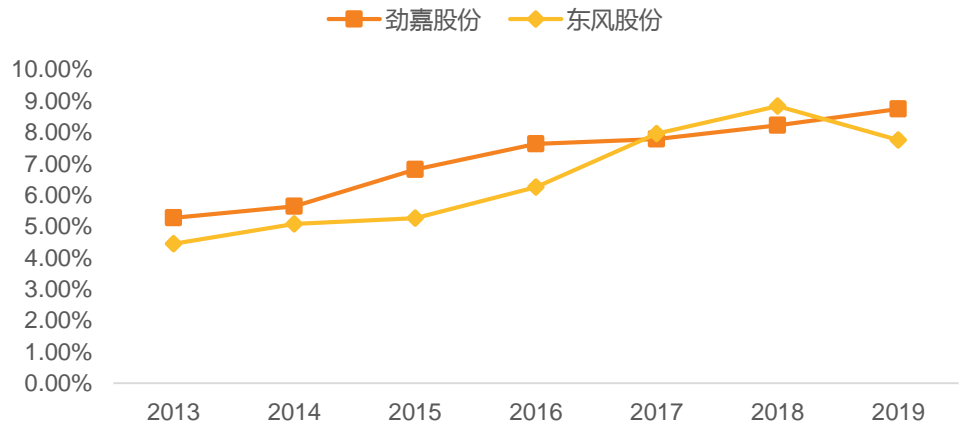
龙头企业往往通过并购，提升市场份额。卷烟企业不轻易更换供货商的特性，使烟标企业开发新客户的难度显著加大，因此并购成为烟标龙头企业切入其他供应体系的重要手段，并由此提升市场份额。

图 11：烟标龙头企业近年来并购频频，扩张市场份额



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：并购带来的市占率显著提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.5. 发展空间：龙头烟标企业市场份额仍有较大空间

我们认为，随着卷烟行业三产企业剥离，结构性调整的深入开展，烟标印刷行业逐步向高环保性、强防伪性、工艺复杂化过渡，具备强大研发能力、高印刷工艺，符合节能环保历年大型烟标印刷企业将脱颖而出，获取更大市场份额。

1.5.1. 三产企业剥离带来新的市场空间

三产烟标企业剥离预期加强，民营烟标企业新增市场广阔。2002 年开始，中央在国有大中型企业中推行“主辅分离、辅业改制”的改革政策，2007 年开始，国家烟草专卖局推进

烟草体制内三产企业剥离，并通过关停并转、整合重组多元化企业等手段进行。根据中国产业信息网的数据，2019 年三产烟标企业仍占整体市场的 1/3（约 100 亿），同时这部分企业在研发设计、迭代创新等方面竞争力明显不足，改革势在必行。

不考虑烟标市场规模显著提升，我们选取 2019 年烟标市场规模 324.21 亿为参数，假定未来 10 年中，1/2 的三产烟标公司市场份额被民营企业以现有的“除三产企业实际市占率”按比例瓜分，则各公司烟标营收还有 25%的提升空间。

表 4：考虑将一半三产市场分给民营烟标企业，则烟标业务营收提升 25%

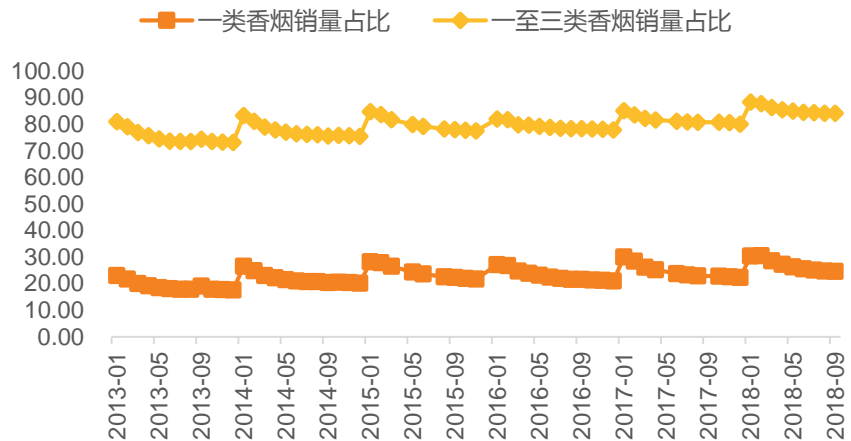
	2019 烟标收入（亿元）	烟标收入占民营烟标市场（除三产）份额	将 1/2 三产烟标市场转化为民营企业后烟标市场份额（亿元）	调整后企业烟标收入（亿元）	与调整前相比提升
劲嘉股份	27.82	12.87%	270.18	34.78	25.00%
东风股份	24.68	11.42	270.18	30.85	25.00%
贵联控股	12.48	5.77%	270.18	15.60	25.00%

资料来源：各公司年报，天风证券研究所

1.5.2. 卷烟产品高档化带来工艺要求提升，龙头显著受益

高档香烟占比提升推动中高档卷烟烟标发展。在“卷烟名牌战略”及“卷烟上水平战略”的推动下，我国烟草行业结构调整不断深入，中高档卷烟品牌的市场占有率不断提高，其中一至三类烟销量占比从 2017 年 80%提升 2018 年 9 月的 84%，未来烟标市场需求将以中高档卷烟烟标为主。2019 年全国烟草行业工作会议指出，2019 年重点推动行业发展从“数量追赶”转向“质量追赶”，重点从“规模扩张”转向“结构优化”，烟草行业结构继续升级，中高档卷烟对上游包装等需求或将显著高于烟草行业平均增长。

图 13：高档烟占比显著提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

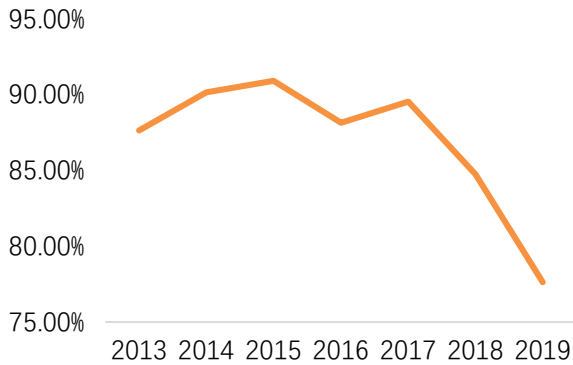
烟标的高档化对烟标企业的印刷工艺提出较高要求，利好龙头企业份额扩张。为满足高档卷烟对烟标近乎完美的要求，烟标印刷企业所需的工艺和技术日趋复杂。单一胶印或者凹印已经无法满足精美烟标的要求，由胶印、凹印、丝网、柔版等组合而成的烟标印刷技术逐渐成为主流，再加上后期扫金、局部上光、烫金、凹凸等加工工艺融入，烟标印刷工艺日趋复杂，仅次于钞票和证券的印刷。同时随着卷烟市场不断向高端品牌集中，未来对烟标印刷的防伪技术要求将大幅提升。高档卷烟企业要求烟标印刷企业在烟标设计、原材料选择、烟标印刷的全过程中融入防伪元素，包括设计过程中使用微缩文字，在包装材料中加入彩色纤维、激光镭射、水印、全息防伪，采用浮凸印刷等。

2. 东风股份：深耕烟标多年，向多元化经营转型

2.1. 多元化布局，降低经营风险

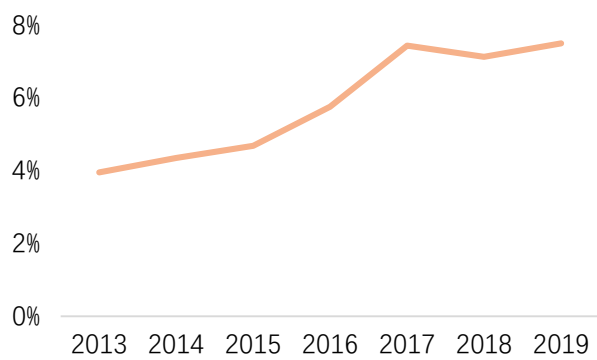
公司主营为烟标印刷，是国内烟标印刷领域的龙头企业。烟标业务作为公司主营，其占比始终保持在 75%以上。公司是行业内产业链最完整的印刷包装企业之一，产品覆盖基膜、油墨、涂料、电化铝、镭射膜、复合纸、镭射转移纸、印刷包装设计和生产的全产业链条。从市占率角度来看，公司烟标市占率稳步提升，2019 年以量来计算，市占率已经达到 7% 以上。2019 年完成 21 家烟草客户发起的合计 69 次招投标工作，比 2018 年增加 29 次投标。

图 14：东风股份烟标营收占比超过 75%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

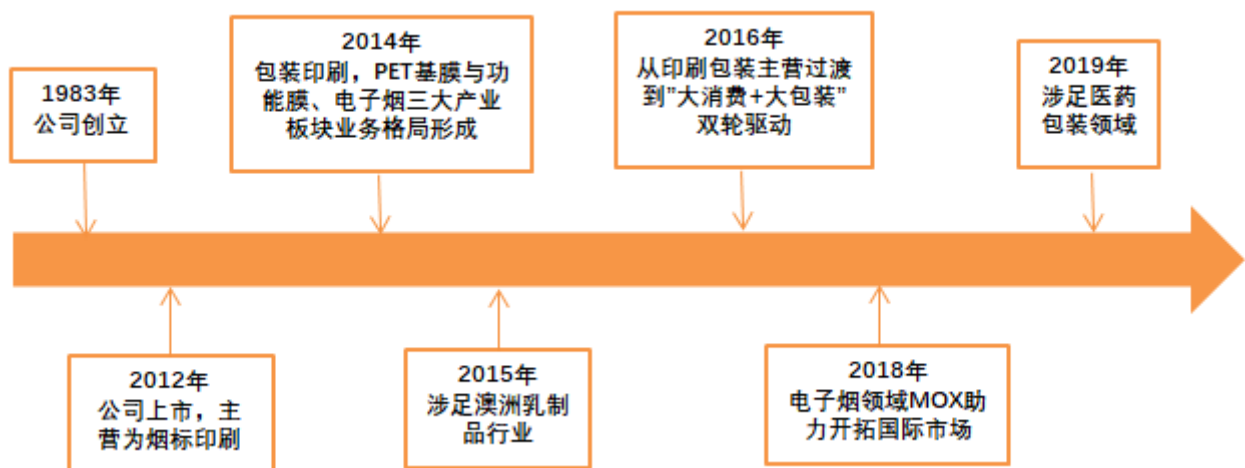
图 15：公司烟标市占率稳步提升（以量计算）



资料来源：公司公告数据测算，天风证券研究所

近年来东风股份积极布局非烟标印刷、乳制品、电子烟、医药包装等领域，多元布局降低经营风险。汕头东风印刷股份有限公司创立于 1983 年，公司于 2012 年 2 月 16 日在上交所上市，主营业务为烟标印刷，多年来公司积极参与烟标印刷上游烟卡、油墨、电化铝等产业布局，是行业内产业链最完整的公司之一。2014 年公司确立“包装印刷”、“PET 基膜与功能膜”、“电子烟”三大产业板块布局，2016 年公司主营业务从印刷包装向“大消费+大包装”双轮驱动转变，2018 年公司联营企业上海绿馨旗下电子烟自有品牌 MOX 成功开拓国际市场。2019 年公司并购中国西南地区领先的一类药包材 PVC 片材和药瓶生产商—贵州千叶药品包装有限公司 75% 股权，正式进入国内一类药品包装行业。

图 16：东风股份近年来多元化发展，深度布局电子烟、医药包装等领域

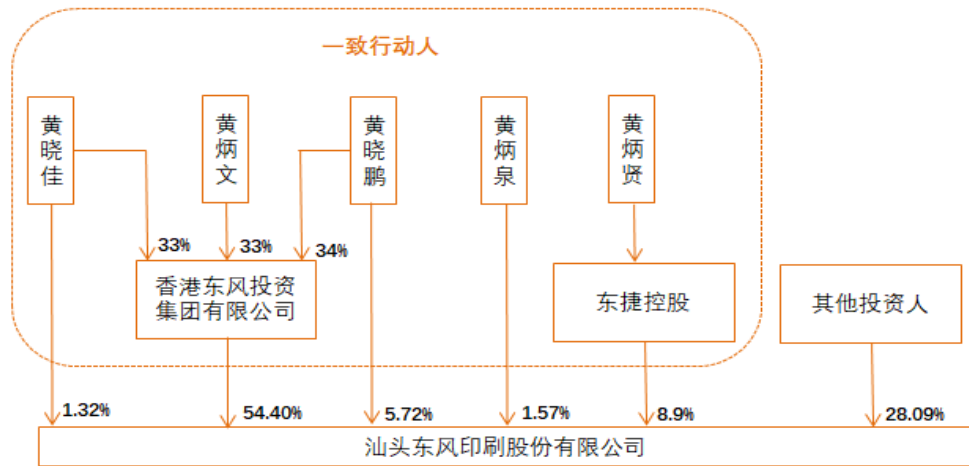


资料来源：公司历年年报整理，天风证券研究所

2.2. 家族持股，股权结构稳定

家族持股 71.91%，股权稳定集中。东风股份实际控制人为黄炳文、黄晓佳、黄晓鹏父子三人，三人通过直接或间接持有东风股份比例为 17.95%，19.27%，24.22%。此外家族成员黄炳贤、黄炳泉分别持有公司 8.9%，1.57% 股份，合计持有 71.91% 的股份，股权结构稳定。

图 17：家族持股，股权结构稳定



资料来源：公司年报，天风证券研究所

2.3. 财务分析：烟标主业增速有所回落，新型业务快速放量

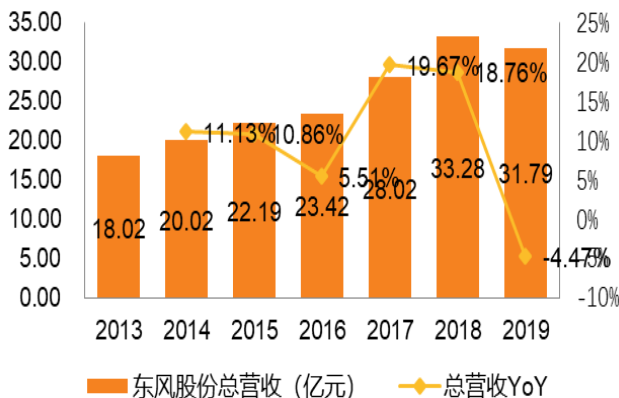
2.3.1. 烟标主业受下游行业影响收入有所滑落，非烟标业务快速放量

公司 2019 年实现营业总收入 31.73 亿元，同比下降 4.66%。

(1) 烟标业务实现营收 24.68 亿，同比下降 12.49%，主要受下游烟草客户降本增效及招投标政策的影响。公司持续发力烟草创新产品业务，2019 年生产细支烟、中支烟、短支烟、爆珠烟等烟标产品约 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%。同时公司稳步拓展海外烟标市场业务，目前公司烟标产品出口地区包括香港、新加坡、印度尼西亚和纳米比亚等地区。

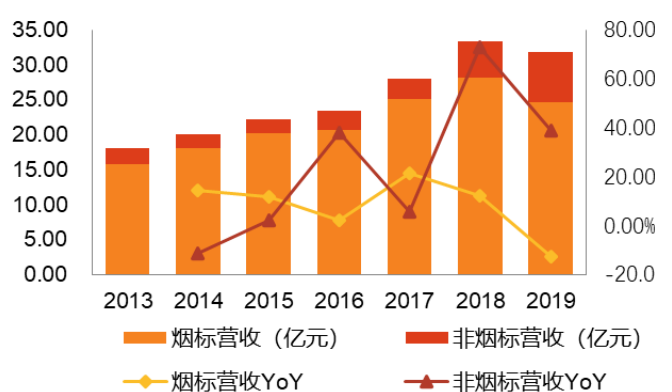
(2) 非烟标业务实现营收 7.05 亿元，同比增长 38.86%，主要系公司药包产品销售收入快速增长所致。2019 年公司医药一级及二级包装实现销售收入 1.37 亿元，同比增长 390.73%。同时公司的乳制品业务在前期投入的良好基础上销售额有了较大幅度增长，逐步进入成长期，2019 年公司乳制品产品实现销售收入 1.56 亿元，同比增长 13.80%。

图 18：东风股份营业总收入有所滑落



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：非烟标业务快速放量



资料来源：Wind，天风证券研究所

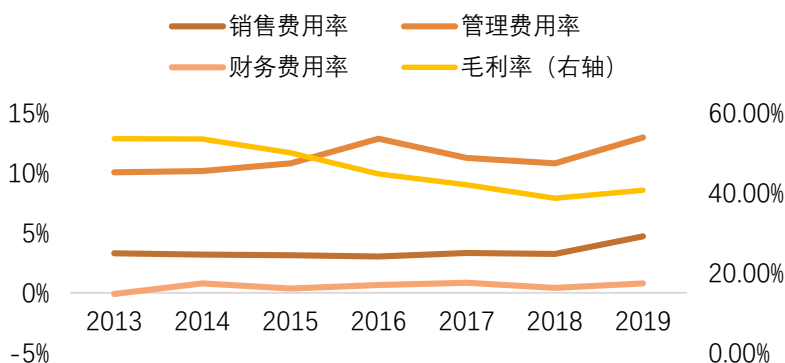
2.3.2. 费用率：毛利微升，销售费用显著提升

公司 2019 年销售毛利率为 40.63%（同比上升 2pct），主要系各产品毛利均有所上升且新产品医药包装具有较高的毛利率。其中烟标毛利率同比上升 1.62pct（占总营收 77.79%），纸品毛利率同比上升 0.76pct（占总营收 17.56%），医药包装毛利率达到 20.18%（占总营收 4.31%），基膜毛利率同比上升 7.02pct（占总营收 4.25%）。

公司三费率（销售费用率、管理费用率、财务费用率）合计 18.43%，同比上升 3.96pct，

其中销售费用率显著提升（同比上升 1.46pct），主要系公司全资子公司无锡东峰佳品贸易有限公司加大品牌推广及营销策划投入，拓展消费品业务及合并范围增加控股子公司贵州千叶药品包装有限公司。

图 20：毛利微升，销售费用率大幅提升

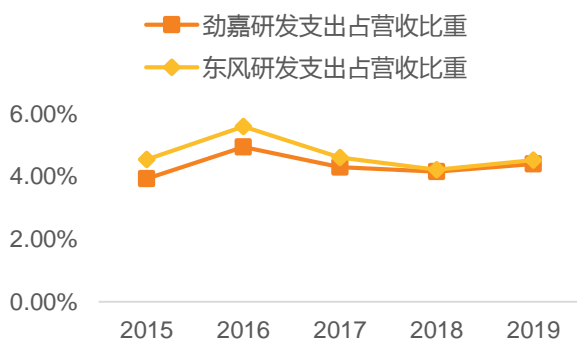


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3.3. 研发投入行业领先，吸引更多优质客户

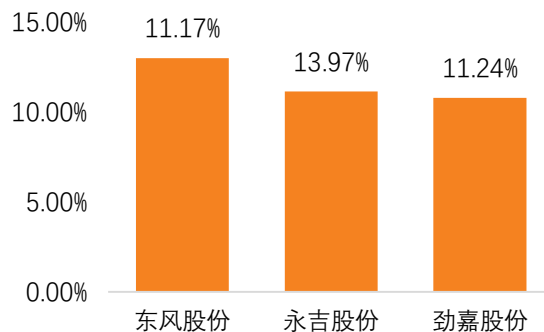
公司重视研发，在加强工艺水平的同时控制生产成本。2019 年公司研发支出及研发人员占比数量均高于同行，持续的研发投入在进一步提升公司生产工艺水平与技术储备的同时，有效控制生产成本，为公司未来的发展构建相应的技术支撑。2019 年公司及全资、控股子公司新增获得授权专利 63 项，其中发明专利 9 项、实用新型专利 46 项、外观设计专利 8 项，并获得软件著作权登记 6 项。

图 21：研发支出占比领先劲嘉



资料来源：Wind，天风证券研究所

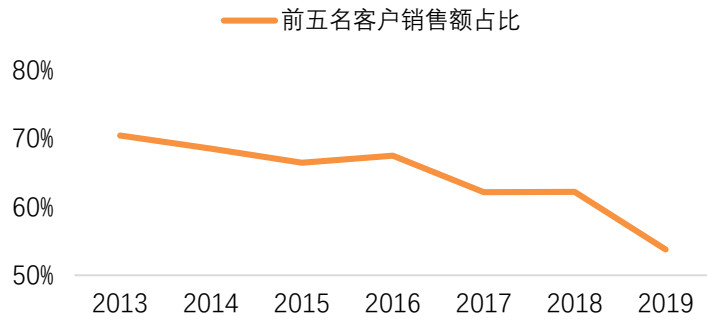
图 22：研发人员数量占比领先同行（2019）



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司积极开拓新客户，降低经营风险。公司前五名客户销售额占比从 2013 年的 70% 下降到 2019 年 54%，集中经营风险显著降低，且未来有望进一步降低。截止 2019 年，公司为已成为湖南中烟、云南中烟、贵州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 个品牌提供烟标印刷服务。公司控股子公司千叶药包、贵州西牛王等与贵州百灵、同济堂、三力制药、新天药业、佳泰药业、国药集团、老干妈、味莼园等多家知名医药品牌企业以及消费品品牌企业保持长期稳定的合作关系，为其提供优质的医药包装与消费品包装产品和服务。

图 23：积极开拓新客户，前五名销售额占比显著下降

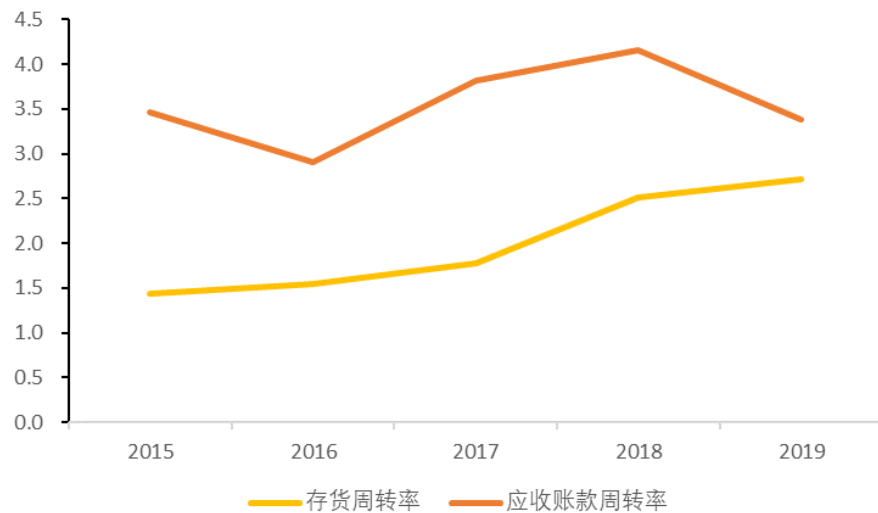


资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.3.4. 运营状况稳健，整体稳定向好

报告期内公司整体运营能力出色。公司应收账款周转率从 2018 年的 4.15 下降至 2019 年的 3.38；存货周转率从 2018 年 2.51 提升至 2.71，供应链管理能力显著增强。

图 24：存货周转率、应收账款周转率稳步提升

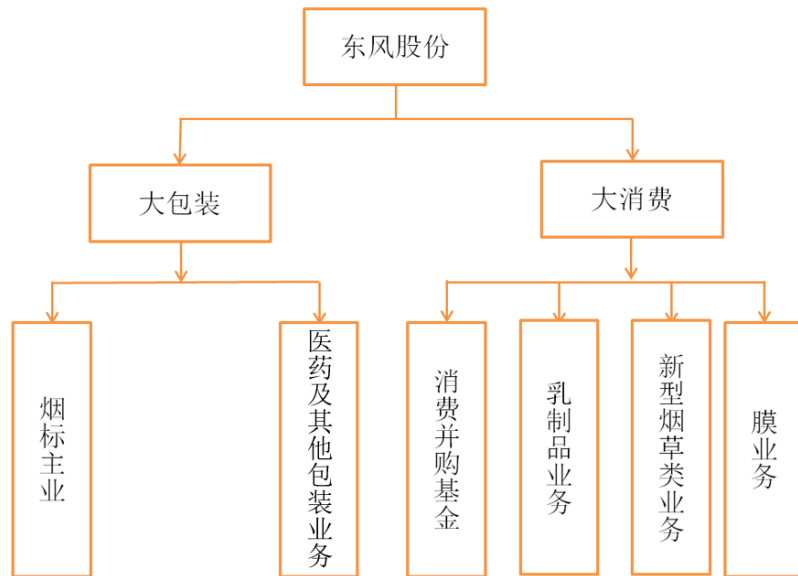


资料来源: Wind, 天风证券研究所

3. “大消费+大包装”双轮战略稳步推进公司成长

2016 年，东风股份确立了“印刷包装与大消费产业双轮驱动发展”的战略转型方向，逐步探索并培育、发展公司的大消费业务。2016 年卷烟行业供给侧改革如火如荼，产销量指标同比均有所下滑，烟标印刷行业也面临前所未有的挑战。公司高层积极推进战略转型，由“包装印刷产业为核心”向“包装印刷与大消费品产业双轮驱动发展”发展。包装印刷方面，形成以烟标印刷产品为核心，涵盖酒包装、药品包装、食品包装等在内的中高端印刷包装产品和包装材料研发、设计与生产相结合的业务体系。大消费产业方面，公司稳步推进消费并购基金、农业乳制品、窗膜业务、新型烟草业务等。

图 25：包装印刷与大消费品产业双轮驱动发展



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.1. 大包装：“内生+外延”持续推进大包装业务

3.1.1. 内生：持续深耕烟标印刷领域

通过并购等手段，扩大烟标印刷领域的优势。2016 年公司收购湖南福瑞印刷有限公司（系原“湖南金沙利彩色印刷有限公司”）100%股权及广东凯文印刷有限公司（系原“汕头保税区金光实业有限公司”）75%股权，扩张湖南、云南、河南等地市场。此外，依托烟标印刷全产业链优势以及多年来在技术、工艺、服务方面积累的丰富经验，公司积极参与烟草客户组织的招投标，拓展新的烟草客户与市场。2019 年公司合计中标产品 106 个，其中新中标产品 32 个，包括“双喜”、“贵烟”、“娇子”等知名卷烟品牌。另一方面，公司通过并购等手段，加强各地方市场布局。

表 5：积极组织投标，开拓新客户与市场

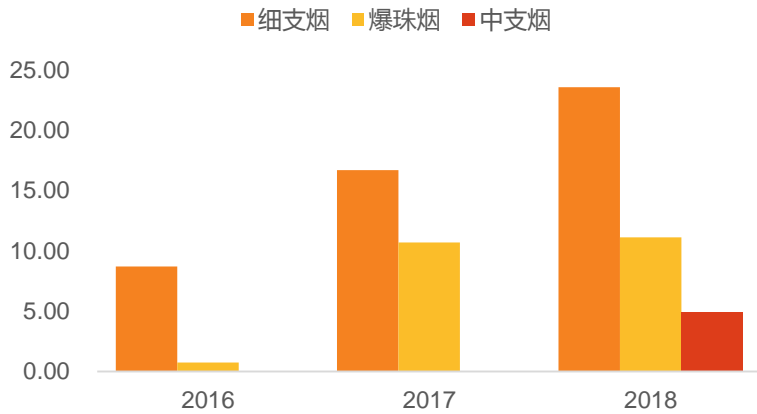
年份	事件
2016	完成对 14 家客户合计 21 次的投标，累计中标产品规格 62 个，新增“真龙”品牌的“海韵”系列、“长白山”品牌的“心归”系列及“本色”系列、“娇子”品牌的“青海湖”系列等新订单
2017	完成对 15 家客户合计 28 次的投标，累计中标产品规格 90 余个，包括“云烟”、“红塔山”、“芙蓉王”、“白沙”、“七匹狼”、“玉溪”等多个重点卷烟品牌产品
2018	完成对 14 家客户合计 40 次的投标，累计中标产品规格 68 个，其中新开发设计产品 13 个，中标川渝中烟“天子”供应资格
2019	完成对 21 家客户合计 69 次的投标，累计中标产品 106 个，其中新中标产品 32 个，包括“双喜”、“贵烟”、“娇子”等知名卷烟品牌

资料来源：公司公告，天风证券研究所

积极开发创新类烟标产品，助力烟标主业快速增长。公司把握卷烟行业细支烟及爆珠烟消费新趋势，积极开发创新产品，取得良好进展。2018 年全年公司生产细支烟烟标产品 23.56 万大箱，同比增长 41%；生产爆珠烟烟标产品 11.13 万大箱，同比增长 4%；新增中支烟烟标产品，销量 4.91 万大箱。创新产品类烟标合计收入 3.16 亿元，同比增长 64.5%。

2019 年公司紧跟下游烟草行业的发展趋势，持续发力烟草创新产品业务，生产细支烟、中支烟、短支烟、爆珠烟等烟标产品约 39.80 万大箱，同比增长 36.35%。

图 26：创新类烟标产品快速增长（万箱）

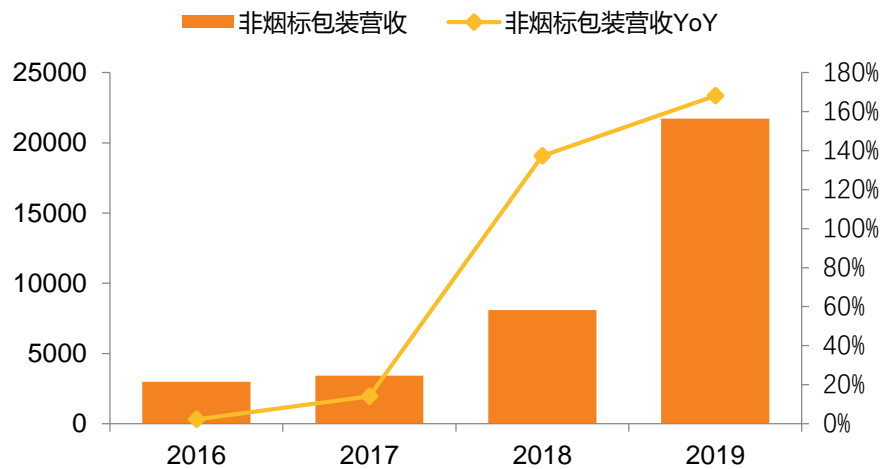


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.1.2. 外延：拓展非烟标印刷包装领域

公司近年来大力拓展消费品包装领域。过去几年，公司与金玉兰机械合资设立汕头东风智能包装科技有限公司，加强公司在精品礼盒包装领域的业务拓展能力，进一步加快公司在精品包装领域的发展。公司控股子公司贵州西牛王通过搬迁技改，在贵州布局了消费品包装、医药包装、特色农产品包装等印刷包装业务。2019 年公司出资 2.59 亿元收购干叶药包 75% 股权，快速切入具备良好增长前景的医药包装行业。多种手段下，非烟标印刷包装领域实现快速增长。2019 年公司非烟标包装领域实现营收 2.17 亿元，同比增长 168.20%，占公司总营收比重提升至 6.84%。

图 27：非烟标领域包装印刷业绩快速提升（单位：万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

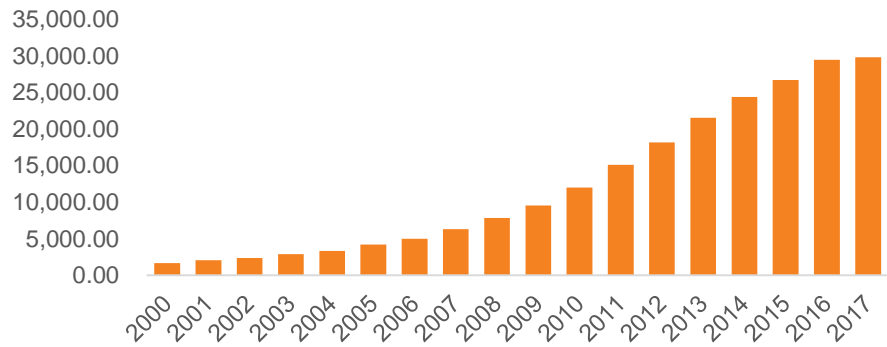
➤ 进军医药包装业务

在医药包装领域进行产业延伸。公司发行可转债公司债券募集资金收购干叶药包 75% 股权，进军医药包装领域，充分利用产业链优势，开拓非烟标消费品印刷包装业务，培育新的利润增长点。

我国医药行业近年来增速较快，从 2000 年至 2017 年，我国医药工业的销售收入 1686 亿元增长至 29826 亿元。考虑到我国经济的持续增长和人均收入水平的提高、人口老龄化的加快、城镇化水平的提高、疾病图谱变化、行业创新能力的提高以及医保体系的健全等因素的驱动，未来我国医药产业仍将保持快速增长。医药行业的快速发展带动了我国医药包装行业的高速发展，根据中国医药包装协会《医药包装工业“十三五”发展建议》，2018 年我国医药包装市场规模已经达到 1068 亿元。

图 28：医药产业保持较快发展（亿元）

销售收入:医药工业



资料来源: Wind, 天风证券研究所

我国医药包装行业已逐步发展为一个产品门类较为齐全, 市场需求十分旺盛的朝阳行业。但目前包装行业的发展呈现出高速度、低效益、高消耗的特征, 国内大多数医药产品的包装价格低廉、质量较差、功能性差, 与发达国家存在较大的差距。国内医药包装行业整体的研发能力较弱, 多数药包材企业规模小、管理水平低, 中低端产品长期低水平重复建设现象严重、新产品新技术开发和应用不足, 质量标准和体系建设仍不健全, 目前国内高端医药包装市场长期被跨国公司占据, 国内企业以中低端市场为主。2016 年 8 月, 国家食品药品监督管理总局发布《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》(2016 年第 134 号), 首次明确提出简化药品审批程序, 将直接接触药品的包装材料和容器、药用辅料由单独审批改为在审批药品注册申请时一并审评审批。关联审评审批的落地使得药包材的质量及各方面性能成为决定制药企业所研发生产的药品、制剂能否通过监管部门审核的关键因素, 医药包装行业在产业链中的地位得到极大提高。未来生产规模小、质量水平低的医药包装企业将面临被收购或淘汰的困境, 而综合实力强、规模大的医药包装企业将通过企业并购、新项目建设等方式来进一步扩大自身规模, 从而提升市场份额。

表 6: 医药包装行业相关政策及法律法规

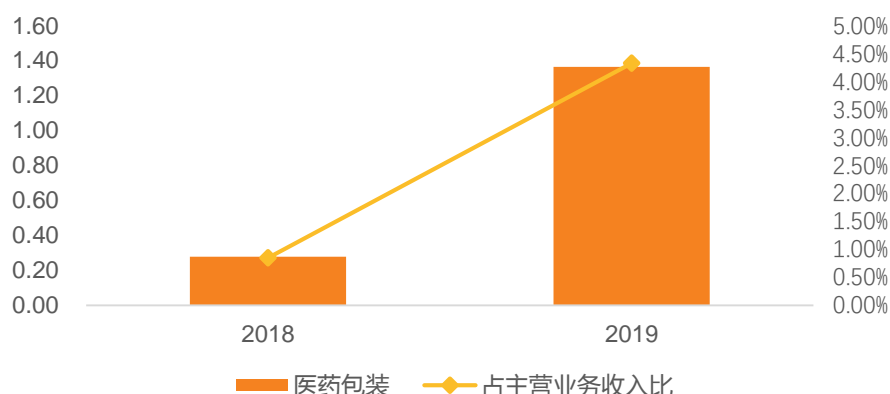
颁布年份	颁布机构	文件名称	主要内容
2000	国家药品监督管理局	《药品包装材料、容器管理办法(暂行)》(局令第 21 号)	规定国家对药包材实行产品注册制度, 并将药包材分为 I、II、III 三类, 对药包材注册管理、监督管理及处罚进行了规定
2004	国家药品监督管理局	《直接接触药品的包装材料和容器管理办法》	规定直接接触药品的包装材料须按法定标准进行生产, 对该类药品包装材料由国家药监局进行注册管理
2012	工信部	《医药工业“十二五”发展规划》	加强新型药用辅料、包装材料的开发和应用, 重点开发和应用新型、环保、使用便捷的药用包装材料
2013	国家发改委	《产业结构调整指导目录(2011 年本)》(修正)	新型药用包装材料及其技术开发和生产被列入医药产业中鼓励发展的子行业; 药包材无苯油墨印刷工艺等将在未来一段时期作为重点对象予以支持发展
2015	全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国药品管理法》	规定直接接触药品的包装材料和容器必须符合药用要求, 符合保障人体健康、安全标准, 并由药品监督管理部门在审批时一并审批
2016	国家食品药品监督管理总局	《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》(2016 年)	将直接接触药品的包装材料和容器、药用辅料由单独审批改为在审批药品注册申请

		第 134 号》	时一并审批
2017	国家食品药品监督管理总局	《总局关于调整原料药、药用辅料和药包材审评审批事项的公告（2017 年第 146 号）》	对原有的药用辅料、药包材的管理方式进行了细化调整，并首次提出将原料药纳入关联审评审批范围
2017	国家食品药品监督管理总局	《总局关于调整药品注册受理工作的公告（2017 年第 134 号）》	规定提交新药临床试验申请的需提交与总局药品评审中心会议沟通意见建议以及申报材料补充完善的情况说明，而原料药、药用辅料和药包材登记资料及登记号等材料均在此列
2017	国家食品药品监督管理总局	《原料药、药用辅料及药包材与药品制剂共同审评审批管理办法（征求意见稿）》	进一步明确了新版关联审评审批制度在审评审批、监督管理等方面的执行细则

资料来源：公司公告，天风证券研究所

千叶药包是药包材行业中西南区域的领先企业，专注于聚氯乙烯（PVC）硬片、固体及液体药用瓶等药品包装材料的生产与研发，具备较强的产品研发新能力，建立了完善、成熟的质量管理与控制体系，培养、引入了一大批高技术水平人才，具备较强的竞争实力。截至 2019 年年底，千叶药包在国家食品药品监督管理总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。2019 年，公司医药一级及二级包装实现销售收入 1.37 亿元，同比增长 390.73%，占主营业务收入 4.33%。

图 29：公司医药包装营收及占比（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，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。

➤ 拓宽印刷包装产业布局

公司通过收购标的千叶药包 75% 股权，公司得以切入具备高增长前景的药包材行业，进一步拓宽了在大印刷包装领域的品类布局，巩固企业在大印刷包装领域的竞争实力。公司在非烟标消费品印刷包装业务领域布局数年，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，尤其是公司目前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。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。此外，公

司在大印刷包装行业内累积了多家优质的供应商、物流商、客户等资源，随着公司完成对千叶药包的收购并逐渐深入了解千叶药包的业务特点，公司将与千叶药包在生产、供应链、客户等多方面资源上展开充分整合，发挥协同效应。

近期公司在印刷包装领域积极拓展新的细分业务，先后与裕豐纸业、株洲市滨福贸易有限公司达成合作，以点带面，进一步完善公司大包装产业板块的布局，实现集团整体效益最大化。

表 7：近期公司印刷包装业务布局

时间	主要事件	业务布局
2020 年 1 月	以股权转让及增资方式取得裕豐纸业 70%的股权	裕豐纸业主要从事瓦楞纸板、纸箱的生产与销售，是贵州富士康的合格供应商。本次收购为公司开拓贵州当地及周边地区瓦楞纸箱和彩盒包装业务市场奠定了基础。
2020 年 2 月	公司全资子公司湖南福瑞与株洲市滨福贸易有限公司共同投资设立株洲福瑞包装有限公司，其中湖南福瑞出资人民币 1170 万元，持有株洲福瑞 78%的股权	株洲滨福贸易有限公司将为株洲福瑞导入药盒业务客户及产品。本次合作有助于公司拓展湖南当地及周边地区医药包装和其他社会化包装业务

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 大消费：多元化转型，布局大消费领域

3.2.1. 消费并购基金给公司带来丰厚投资收益

公司与天图投资管理股份有限公司在成都市、深圳市成立两只消费基金，加大消费领域布局，并通过深圳基金成立深圳市天图东峰中小微企业股权投资基金（简称“中小微基金”）。截至 2019 年底，公司对成都基金出资 1.5 亿元，出资比例为 50%，对中小微基金出资 2.5 亿元，出资比例为 20.83%。

表 8：成都天图天投东风股权投资基金中心（成都基金）股权结构

投资人	资金来源	认缴出资金额	性质
汕头东风印刷股份有限公司	自有或自筹资金	24000 万元	有限合伙人
深圳天图兴安投资企业（有限合伙）	自有或自筹资金	25600 万元	有限合伙人
汕头东峰消费品产业有限公司	自有或自筹资金	1000 万元	普通合伙人
深圳天图资本管理中心（有限合伙）	自有或自筹资金	1000 万元	普通合伙人
合计		51600 万元	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：天图兴安所认缴出资中的 1600 万元为非投资金额，不参与深圳基金的利润分配，不用于深圳基金的对外投资，仅用于支付深圳基金的管理费；该部分出资由天图兴安每年出资 200 万。

表 9：深圳天图东峰投资咨询中心（深圳基金）股权结构

合伙人名称	合伙人类型	出资方式	认缴出资金额	认缴比例（%）
深圳天图资本管理中心（有限合伙）	普通合伙人	货币	1500 万元	5%
汕头东峰消费品产业有限公司	普通合伙人	货币	1000 万元	3.33%
成都天府创新股权投资基金中心（有限合伙）	有限合伙人	货币	8000 万元	26.67%
汕头东风印刷股份有限公司	有限合伙人	货币	14000 万元	46.67%
深圳曜盈信息咨询合伙企业（普通合伙）	有限合伙人	货币	3000 万元	10%
深圳市爱阅公益基金会	有限合伙人	货币	1000 万元	3.33%
袁锦华	有限合伙人	货币	1500 万元	5%
合计			30000 万元	100%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 10：深圳市天图东峰中小微企业股权投资基金合伙企业（中小微基金）股权结构

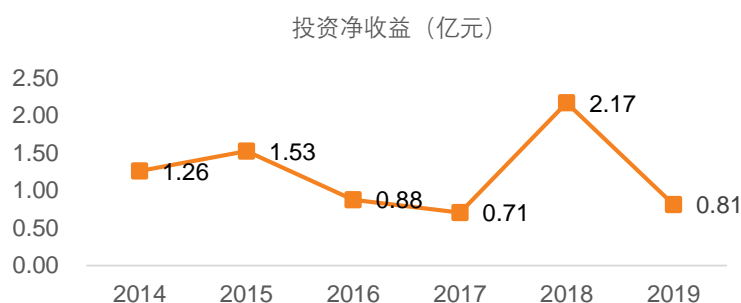
合伙人名称	合伙人类型	认缴出资金额	出资比例（%）
深圳天图资本管理中心（有限合伙）	普通合伙人	1000 万元	1%

深圳市引导基金投资有限公司	有限合伙人	35000 万元	35%
深圳天图东峰投资咨询中心（深圳基金）	有限合伙人	50000 万元	50%
深圳天图兴安投资企业（有限合伙）	有限合伙人	14000 万元	14%
合计		100000 万元	100%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

部分投资项目由于新一轮投资者进入，项目估值提升带来的投资收益进一步增厚了公司经营业绩。根据 2019 年报披露，中小微基金新增投资“安倍体力健康”、“三顿半”、“对焦”等投资项目，并对前期已投资的“茶颜悦色”、“哆吉生物”等项目追加了新一轮的投资。截至 2019 年底，成都基金累计对外投资约 2.63 亿元，中小微基金累计对外投资约 8.48 亿元。

图 30：公司投资收益增厚业绩



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 11：成都基金对外投资情况

投资项目	注册资本	投资占比
深圳市惠点网络科技有限公司	100 万元	2.99%
北京奕天世代商贸有限公司	641.12 万元	12.58%
深圳市品道餐饮管理有限公司	11.36 万元	5.02%
深圳市百锦丰餐饮管理有限公司	147.06 万元	6.38%
深圳卓正瑞祥管理咨询有限公司	1742.4 万美元	3.03%
上海奇默文化传媒有限公司	285.71 万元	20%
深圳百果园实业（集团）股份有限公司	150000 万元	未公开
深圳市每天惠电子商务有限公司	4370.4 万元	1.19%
钟薛高食品（上海）有限公司	181.94 万元	1.78%
上海笑果文化传媒有限公司	189.21 万元	3.39%

资料来源：天眼查，天风证券研究所

表 12：中小微基金对外投资情况

投资项目	注册资本	投资占比
深圳般果科技有限公司	2030.30 万元	29.96%
上海般果农业科技有限公司	2000 万元	25.5%
北京科达思教育科技有限公司	131.25 万元	23.81%
广州混饭吃餐饮管理有限公司	78.32 万元	19%
广州视角动脉品牌管理有限公司	138.89 万元	18%
深圳美丽营养科技有限公司	277.74 万元	17.99%
湖南茶悦餐饮管理有限公司	624.62 万元	16.16%
上海想星商务服务有限公司	791.67 万元	15.79%
长沙三顿半咖啡有限公司	74.89 万元	10.89%
深圳市百锦丰餐饮管理有限公司	147.06 万元	10.63%
上海璞桐服装有限公司	111.11 万元	10%
唱道（上海）文化传播有限公司	140.45 万元	10%

钟薛高食品（上海）有限公司	181.94 万元	8.4%
有鱼有品（深圳）生物技术有限公司	950 万元	7%
天音互动（北京）文化传媒发展有限公司	3463.20 万元	6.67%
北京安体倍力健康科技有限公司	2522.78 万元	5%
武汉艺画开天文化传播有限公司	222.01 万元	4.6%
蒙天乳业有限公司	88500 万元	3.95%
上海笑果文化传媒有限公司	189.21 万元	2%
北京兴祐管理咨询服务中心（有限合伙）	未公开	未公开

资料来源：天眼查，天风证券研究所

3.2.2. 乳制品产业链初步完成，年销售破亿

2015 年，公司收购澳大利亚百年牧场麦当劳和诺特曼农场，并随后与澳大利亚资深乳制品合作方组建澳洲尼平河乳业有限公司（NEPEAN RIVER DAIRY PTY LIMITED）的新现代化工厂。“尼平河”品牌是澳洲本土合作方收购回来的本土品牌，公司与合作方组建的现代化工厂继续沿用此品牌。同时，公司在国内投资设立无锡东峰佳品贸易有限公司及无锡东峰供应链管理有限公司，将澳洲优质农产品（包括乳制品）引进国内。

2016 年，在相继取澳大利亚 HACCP 食品安全认证、SQF 食品安全认证、澳大利亚农业部、出口认证委的认证及中华人民共和国认监委的常温灭菌乳、常温低温调制乳和巴氏鲜奶进口认证之后，公司控股子公司尼平河乳业与当地的 ALDI 超市签订代工合同，开始为新南威尔士州的 ALDI 超市代工全脂、脱脂、低脂三种类型的巴氏奶和鲜奶油产品，并进一步拓展昆士兰、维多利亚市场。另一方面，无锡东峰佳品贸易有限公司将“尼平河”品牌引入国内市场，目前产品已经进入全中国除台湾、香港、澳门、西藏和新疆之外的其它所有省份，2016 年 10 月底，澳洲尼平河鲜奶生活馆汕头阳光店开业，成为公司在国内授权的第一家会员制体验中心与服务中心，有利于进一步推广“尼平河”品牌乳制品，满足了消费者对高端乳制品的需求。

2017 年，公司通过线上线下多渠道联动的模式，快速打开“尼平河”品牌乳制品在国内的知名度。国内销售方面，公司自有的“尼平河”品牌系列乳制品已进驻大润发、家乐福、沃尔玛、欧尚、华润万家、华润 Ole'、世纪联华、苏果、步步高、永辉、盒马鲜生、杭州大厦、上海百盛、金鹰百货、海信百货、银泰百货等国内知名商超，同时在天猫、京东、苏宁易购等线上电商平台开设了自营旗舰店。

2018-2019 年，公司乳制品业务产业链初步形成（牧场、乳品加工厂及国内外销售渠道），全年乳制品业务板块合计实现销售收入过亿元。2019 年乳制品销售收入达到 1.56 亿元，同比增长 13.80%。公司不断丰富产品类别，形成纯牛奶、常温酸奶、调制乳、巴氏鲜奶四大产品类别，覆盖常温与低温两大系列的产品结构。渠道方面，在澳洲本土市场继续与 ALDI 超市、WOOLWORTHS 超市等进行合作，国内市场着力深耕线上线下及新媒体社交平台渠道建设、完善区域布局，直营和经销商同步发力，产品所覆盖的直营及经销商终端网点超过 4,000 家，每月网点数量持续快速增长，并与湖南卫视和芒果 TV 实施战略合作，双方共同联合打造 IP 形象，借助湖南卫视强大的媒体及明星资源助力“尼平河”品牌的快速提升。

3.2.3. 膜产品业务

各类膜产品应用广泛，有望成为公司新增长点。公司子公司广东鑫瑞新材料科技有限公司在发展包装业务的同时，将业务拓展至各类膜产品。此外，上海旌玮新材料科技有限公司旗下的能膜品牌也包含车膜、漆面膜、建筑膜等知名产品。2019 年公司基膜业务实现营收 1.35 亿（+5.07%），随着车膜及建筑膜等普及，未来有望成为公司大消费布局的重点。

3.2.3.1. 车窗膜业务：市场巨大的消费品市场

市场规模：

2017 年国内汽车窗膜市场已经超过 1 亿平方米，每年以 8%-10%的速度在发展；我们假定

低端、中端、高端产品占比分别为 40%、50%、10%，测算出汽车膜市场约 3000 亿市场。

表 13：汽车膜市场规模测算

汽车膜产品	市场需求量	价格区间（元/平米）	市场规模
低端	4000 万平米	500-2000	500 亿
中端	5000 万平米	2000-5000	1750 亿
高端	1000 万平米	5000-10000	750 亿
合计	10000 万平米		3000 亿

资料来源：康得新年报，天风证券研究所

注：以 1 亿平方米计算市场，单价以区间中值计算

竞争格局：

目前外资品牌为主，未来国产替代需求提升。目前国内汽车膜市场主要以 3M，龙膜等外资为主，国产膜占比较低。东风股份在国内现代化功能膜主要生产基地汕头设立广东新瑞新材料科技有限公司，依靠先进的设备及研发能力，有望在国产替代的过程中扩大自身市场份额。

图 31：东风股份子公司旗下能膜品牌涵盖各类汽车膜

产品名称	属性	统一零售价
N80S	双银磁控智能变色前挡	3980
N70S	单银磁控智能变色前挡	2980
N85S	智能变色前挡	1980
N60S	双银磁控智能变色侧后挡	6980
N45S	单银磁控智能变色侧后挡	3980
N40U	纳米陶瓷全防护侧后挡	1800
N70T	双银磁控顶级隔热前挡	3280
N70D	单银磁控顶级隔热前挡	1680

资料来源：能膜官网，天风证券研究所

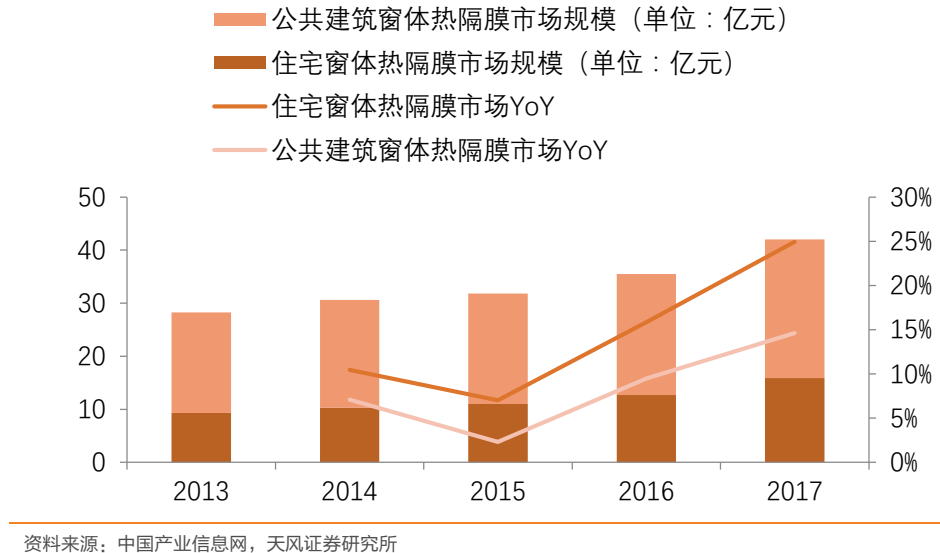
3.2.3.2. 建筑膜业务：顶层设计助推建筑膜业务发展

近年来国家大力倡导节能建筑，而建筑窗膜可以直接对既有建筑进行改造，使用过程易于操作。我国与发达国家相比，建筑能耗是同类气候条件住宅的 2 倍~3 倍左右，其中通过门窗散失的能耗约占建筑总能耗的 40%以上。中国平板玻璃用量每年达近 18 亿平方米，其中约 70%用于室外建筑玻璃，未经节能处理的建筑玻璃存量市场更超过 120 亿平米，如果其中的 50%安装窗膜，则每年节约超过 180 亿度电，节约超过 700 万吨标准煤，减少二氧化碳排放 1800 万吨，减少二氧化硫排放 50 多万吨。

市场规模：

根据中国产业信息网数据，2017 年中国建筑窗体隔热膜行业达到 42 亿元，其中公共建筑 26.12 亿（+14%），住宅建筑 15.88 亿（+24%）。目前建筑膜普及率不到 10%，未来仍有较大增长空间。

图 32：建筑窗体热隔膜行业增速显著提升



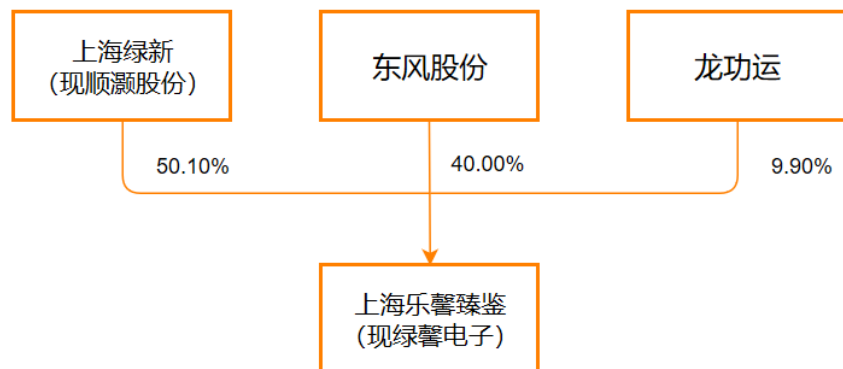
竞争格局：

目前国内建筑窗膜市场中外资品牌占据主导地位，国产品牌有望崭露头角。3M、龙膜等外资品牌依靠优质产品已经在国内市场建立稳固的地位，但随着本土企业逐步加大对建筑窗膜领域的重视力度，本土企业的数量也在不断增多。

3.2.4. 联营子公司绿馨电子积极布局新型烟草业务

成立上海绿馨电子科技集团，布局电子烟产业。2013 年，公司出资 4000 万元与上海绿新（现顺灏股份）、自然人龙功运合资成立“上海乐馨臻鉴电子科技有限公司”（现上海绿馨电子科技有限公司），并根据国内电子烟的需求及消费习惯，积极开发新产品、调试新口味，通过线上、线下不同的销售渠道，全面进军电子烟市场。

图 33：合资设立上海绿馨布局电子烟



资料来源：公司公告，天风证券研究所

在烟草控制加强、健康意识提高的影响下，国际巨头纷纷试水新型烟草。菲莫国际宣称向新型无烟减害制品转型；英美烟草确立了下一代产品领导战略，全面打造了新型产品品牌组合，主要包括加热不燃烧烟草产品、混合型烟草产品、开放式电子烟系列以及第一个由烟草公司获准作为药品销售的新型产品；日本烟草在新型烟草制品和传统烟草制品分别确立了发展战略；帝国烟草专注全球布局新型烟草市场。

新型烟草在国内暂未放开销售，国内中烟公司加速研发，新型烟草产品试水海外市场。目

前在研发方面已有成品并已上市的企业有四川中烟、云南中烟、广东中烟、湖南中烟、湖北中烟以及上海新型烟草研究院，产品包括加热不燃烧烟草、电子烟、以及口含烟。在销售渠道方面，以在国外市场试水为主，或有继续在国外开拓市场的战略，但国内目前尚无明确发售计划。

表 14：各中烟公司在新型烟草上的布局与进展

	布局时间	研发成果	上市情况
四川中烟	--	宽窄·功夫加热不燃烧烟草品牌	2017 年底登陆韩国
云南中烟	2013	华玉科技系列，包含 Webacco,MC,VIPN,七彩韵等品牌	2018 年 4 月登陆韩国
广东中烟	2013	MU+、ING 加热不燃烧烟草制品	2018 年 7 月于老挝上市
湖南中烟	2014	超声雾化电子烟 Usonicig	2017 年 12 月向英国客户交货
湖北中烟	2017	MOK 加热不燃烧制品，加热不燃烧醋纤嘴棒	现已可在国内线上渠道进行烟具试购
安徽中烟	2017	“Toop-zero 巅”磁粒均热制品；都宝颗粒型加热不燃烧烟草制品	2019 年 1 月都宝下线并正式出口
山东中烟	2013	爱特品牌电子烟	-
贵州中烟	2014	新型卷烟红外加热技术。已开发出产品：2 款新型卷烟烟具，1 款新型卷烟烟支，3 款电子烟烟具，10 余款具有不同口味的电子烟烟液，10 余款不同口味的无烟气烟草制品等。	-
上海新型烟草研究院（上海中烟）	2015	多线布局：口含烟、电子烟、加热不燃烧烟草；“FIRAVO”电子烟；“金鹿”口含烟	2016 年 8 月在美国纽约及洛杉矶上市销售；“金鹿”口含烟 2017 年 2 月在海外投放

资料来源：华经情报网，天风证券研究所

绿馨电子聚焦于低温加热不燃烧产品，其研发的系列产品主要销往国内及日本、韩国等国外市场。截至 2019 年，绿馨电子及其下属子公司累计获授电子烟及新型烟草相关专利逾百项，独家拥有“针式加热”低温加热不燃烧烟具相关的国家发明专利，其自有品牌 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的。

绿馨电子加快开拓海外新型烟草制品业务，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,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，目前已进入试产阶段。在国内，绿馨电子分别参股深圳市美众联科技有限公司（简称“美众联”）40%股权和云南喜科科技有限公司（简称“云南喜科”）49%股权，美众联在海外新型烟具市场具有较好的市场资源及销售渠道，云南喜科具有丰富的香精香料、低温加热不燃烧制品研发经验与市场资源，已申请新型低温加热不燃烧类制品相关专利，与绿馨电子所持有专利可形成新一代加热不燃烧制品专利体系。

4. 盈利预测

4.1. 盈利预测明细

核心假设：

我们预计烟标主业稳健增长，2020-2022 年分别增长 4%、2%、2%。

非烟标消费业务，占主营业务收入比重提升。其中基膜业务，尤其建筑膜空间巨大，不过目前市场外资龙头地位稳固，国内市场康得新技术领先，预计 20-22 年分别增长 10%、7%、5%；纸品 2020-2022 年分别增长 7%、5%、5%；

公司 2019 年收购干叶药包 75%的股权，进军医药包装市场，2019 年实现销售收入 1.37

亿元，同比增长 390.73%，预计 20–22 年分别增长 20%、15%、10%，给予其他主营业务 2020–2022 年均 10%的复合增速。

表 15：营收拆分及预测

单位（百万元）	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
烟标业务						
收入（百万元）	2,509.14	2,820.80	2,468.34	2567.07	2618.42	2670.78
YOY	21.56%	12.42%	-12.50%	4.00%	2.00%	2.00%
毛利率	36.61%	34.91%	36.53%	35.02%	35.02%	35.02%
营业成本（百万元）	1,590.48	1,836.01	1,566.66	1668.17	1701.53	1735.56
纸品						
收入（百万元）	500.94	504.38	557.28	596.29	626.10	657.41
YOY	7.79%	0.69%	10.49%	7.00%	5.00%	5.00%
毛利率	35.02%	34.61%	35.37%	33.00%	32.00%	32.00%
营业成本（百万元）	325.50	329.80	360.14	399.51	425.75	447.04
医药包装						
收入（百万元）			136.65	163.98	188.58	207.43
YOY				20.00%	15.00%	10.00%
毛利率			20.18%	20.18%	20.18%	20.18%
营业成本（百万元）			109.08	130.89	150.52	165.57
基膜						
收入（百万元）		128.43	134.94	148.434	158.82	166.77
YOY			5.07%	10.00%	7.00%	5.00%
毛利率		11.05%	18.07%	14.56%	14.56%	14.56%
营业成本（百万元）		114.24	110.56	126.82	135.70	142.48
其他主营业务						
收入（百万元）	454.37	533.48	652.76	718.04	789.84	868.82
YOY	23.17%	17.41%	22.36%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	15.39%	18.27%	19.86%	17.84%	16.84%	16.84%
营业成本（百万元）	384.45	436.03	523.12	589.94	656.83	722.51
合计						
营业总收入	2,802.35	3,328.05	3,151.54	3,235.70	3,279.93	3,359.20
YOY	19.68%	18.76%	-5.30%	2.67%	1.37%	2.42%
营业总成本	1,624.34	2,042.44	1,873.24	1,957.22	1,968.50	2,001.16
YOY	25.61%	25.74%	-8.28%	4.48%	0.58%	1.66%
销售毛利率	42.04%	38.63%	40.56%	39.51%	39.98%	40.43%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2. 相对估值

我们选取与公司主营相似度较高的劲嘉股份、集友股份作为可比公司，根据 Wind 一致预期，20、21 年可比公司平均 PE 为 22.4X/16.1X。综合考虑公司各业务发展情况，我们预计公司 20–22 年归母净利润为 5.85 亿/6.08 亿/6.42 亿。增速分别为 42.08%/3.85%/5.62%，对应 PE 分别为 13.82X/13.30X/12.60X，考虑到 20 年可比公司平均估值水平为 22.4X，并我们预计公司业绩增速较低于行业平均，预计公司 2020 年合理 PE 区间为 13–15 倍，对应目标价范围为 5.72 元–6.60 元，首次覆盖给予“增持”评级。

表 16：主要可比上市公司估值（PE）比较

	2020E	2021E	2022E
劲嘉股份	13.0	11.0	9.5
集友股份	31.8	21.2	17.2
平均	22.4	16.1	13.3

资料来源：Wind，天风证券研究所 注：PE 值来自 wind 一致预期

风险提示：

烟草招标政策变动风险。公司烟标业务发展主要通过参与下游烟草客户组织的招投标，若烟草招标政策发生变动，或加大公司竞标压力，公司盈利能力或受到影响。

行业升级与竞争加剧风险。印刷包装行业不断升级，受行业升级和客户降本增效的影响，公司需要持续进行技术改造和研发投入，生产成本或有所上升。伴随更多企业布局烟标领域，行业竞争加剧，公司订单及市场份额或面临被竞争对手挤占的风险。

新业务发展不及预期风险。公司乳制品、电子烟、新型烟草及医药包装仍处于培育和拓展阶段，未来可能受到行业政策、发展趋势、市场竞争、原材料价格波动等多方面因素的影响，存在一定 的市场风险。

新冠疫情带来的风险。虽然烟草与医药行业呈现弱周期性，但国内外疫情对国内经济及全球经济冲击较大，公司所在的包装与消费品行业与经济整体发展相关，经济下行或对公司业务造成不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	850.97	1,017.96	1,028.04	1,619.40	1,847.21	营业收入	3,328.05	3,172.92	3,235.70	3,279.93	3,359.20
应收票据及应收账款	1,324.17	1,334.28	1,166.65	1,157.13	1,222.82	营业成本	2,042.43	1,883.85	1,957.22	1,968.50	2,001.16
预付账款	26.99	22.45	15.25	27.31	17.46	营业税金及附加	40.03	36.43	38.54	38.73	39.41
存货	690.54	698.81	1,035.58	553.28	1,188.42	营业费用	107.88	149.19	152.15	154.23	157.95
其他	17.75	40.25	41.46	23.49	45.85	管理费用	219.57	267.02	272.30	276.02	268.74
流动资产合计	2,910.42	3,113.74	3,286.98	3,380.60	4,321.79	研发费用	139.78	143.45	141.10	145.66	147.83
长期股权投资	807.85	877.71	877.71	877.71	877.71	财务费用	14.18	24.79	16.07	5.14	6.46
固定资产	1,348.28	1,327.96	1,320.85	1,316.84	1,301.69	资产减值损失	105.36	(208.97)	(20.90)	(2.09)	(0.21)
在建工程	38.93	98.68	95.21	105.13	93.08	公允价值变动收益	0.00	(3.79)	0.00	0.00	0.00
无形资产	322.88	358.94	340.60	322.26	303.92	投资净收益	216.64	81.32	40.95	40.95	40.95
其他	478.26	367.92	318.85	322.55	329.64	其他	(458.17)	255.44	(81.90)	(81.90)	(81.90)
非流动资产合计	2,996.20	3,031.22	2,953.21	2,944.48	2,906.03	营业利润	900.35	544.19	720.17	734.69	778.81
资产总计	5,906.62	6,144.95	6,240.20	6,325.08	7,227.82	营业外收入	2.00	0.21	1.33	1.18	0.91
短期借款	14.44	234.59	101.80	102.80	161.94	营业外支出	2.37	5.17	5.46	4.34	4.99
应付票据及应付账款	924.12	880.78	1,057.67	832.16	1,107.98	利润总额	899.99	539.23	716.04	731.54	774.73
其他	301.91	405.16	338.49	319.45	384.83	所得税	140.92	114.62	117.01	109.73	116.21
流动负债合计	1,240.47	1,520.52	1,497.96	1,254.42	1,654.75	净利润	759.07	424.62	599.03	621.80	658.52
长期借款	281.40	56.80	50.90	51.40	80.97	少数股东损益	11.17	12.70	13.76	14.01	16.56
应付债券	0.00	234.65	78.22	104.29	139.05	归属于母公司净利润	747.90	411.91	585.27	607.79	641.96
其他	68.60	77.50	69.65	71.92	73.03	每股收益(元)	0.56	0.31	0.44	0.46	0.48
非流动负债合计	350.00	368.96	198.77	227.61	293.05						
负债合计	1,590.47	1,889.48	1,696.73	1,482.03	1,947.80						
少数股东权益	146.90	190.13	203.20	216.98	233.17	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
股本	1,112.00	1,334.40	1,334.40	1,334.40	1,334.40	成长能力					
资本公积	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	18.76%	-4.66%	1.98%	1.37%	2.42%
留存收益	3,091.31	2,715.52	3,005.87	3,291.67	3,712.44	营业利润	17.31%	-39.56%	32.34%	2.02%	6.01%
其他	(34.06)	15.43	(0.00)	(0.00)	(0.00)	归属于母公司净利润	14.69%	-44.92%	42.08%	3.85%	5.62%
股东权益合计	4,316.15	4,255.47	4,543.47	4,843.06	5,280.01	获利能力					
负债和股东权益总计	5,906.62	6,144.95	6,240.20	6,325.08	7,227.81	毛利率	38.63%	40.63%	39.51%	39.98%	40.43%
						净利率	22.47%	12.98%	18.09%	18.53%	19.11%
						ROE	17.94%	10.13%	13.48%	13.14%	12.72%
						ROIC	22.84%	11.96%	15.87%	16.50%	18.70%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债率	26.93%	30.75%	27.19%	23.43%	26.95%
净利润	759.07	424.62	585.27	607.79	641.96	净负债率	-10.36%	-6.02%	-14.57%	-24.80%	-24.40%
折旧摊销	182.17	185.59	88.93	92.43	95.53	流动比率	2.35	2.05	2.19	2.69	2.61
财务费用	20.07	33.12	16.07	5.14	6.46	速动比率	1.79	1.59	1.50	2.25	1.89
投资损失	(216.64)	(81.32)	(40.95)	(40.95)	(40.95)	营运能力					
营运资金变动	(158.41)	(173.86)	88.60	227.39	(395.34)	应收账款周转率	2.94	2.39	2.59	2.82	2.82
其它	74.77	343.68	13.76	14.01	16.56	存货周转率	4.09	4.57	3.73	4.13	3.86
经营活动现金流	661.03	731.84	751.67	905.82	324.22	总资产周转率	0.57	0.53	0.52	0.52	0.50
资本支出	401.75	213.73	67.85	77.74	48.89	每股指标(元)					
长期投资	340.52	69.86	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.56	0.31	0.44	0.46	0.48
其他	(975.32)	(577.30)	(86.90)	(116.78)	(57.94)	每股经营现金流	0.50	0.55	0.56	0.68	0.24
投资活动现金流	(233.05)	(293.72)	(19.05)	(39.05)	(9.05)	每股净资产	3.12	3.05	3.25	3.47	3.78
债权融资	403.98	761.71	366.27	418.22	558.88	估值比率					
股权融资	(165.65)	260.70	(17.88)	8.47	7.16	市盈率	10.81	19.63	13.82	13.30	12.60
其他	(694.25)	(1,282.18)	(1,070.93)	(702.10)	(653.38)	市净率	1.94	1.99	1.86	1.75	1.60
筹资活动现金流	(455.93)	(259.77)	(722.54)	(275.42)	(87.36)	EV/EBITDA	6.18	6.76	9.16	8.45	7.89
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	7.26	7.86	10.27	9.50	8.85
现金净增加额	(27.95)	178.35	10.08	591.35	227.81						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com