

# 东风股份 (601515)

## 奈雪上市确认投资收益，主业稳中向好，大消费产业布局持续推进 增持（首次）

2021年07月02日

证券分析师 张潇

执业证号：S0600521050003

zhangxiao@dwzq.com.cn

证券分析师 邹文婕

执业证号：S0600521060001

zouwj@dwzq.com

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,069	3,628	3,933	4,245
同比（%）	-3.3%	18.2%	8.4%	7.9%
归母净利润（百万元）	547	693	711	771
同比（%）	32.9%	26.6%	2.7%	8.4%
每股收益（元/股）	0.41	0.52	0.53	0.58
P/E（倍）	15.01	11.86	11.55	10.66

### 投资要点

- **事件：**6月30日，公司公告：公司于天图资管及其他方联合发起设立的消费投资基金参与投资的奈雪的茶于香港上市，公司将于21年中报确认投资收益1.14亿元。
- **财务投资奈雪的茶，投资收益增厚21年度利润。**公司通过与天图资管及其他方联合发起设立的消费投资基金持有成都天图基金50%份额，持有天图东风中小微企业20.83%份额。根据奈雪的茶招股书，截至2021年6月11日，成都基金持有奈雪的茶4444万股A系列优先股及1262万股A+系列优先股，初始成本为3900万元；中小微基金持有1329万股B-1系列优先股，初始成本为6000万元。截至2020年12月31日，两只基金合计持有奈雪的茶股权账面价值为5.06亿元，奈雪的茶上市后，考虑流动性折价后的公允价值为10.84亿港元（按6月30日港元兑人民币中间价0.83208折算为人民币9.02亿元）。两只基金对奈雪的茶投资综合收益率为78%。考虑所得税影响，公司2021年中报确认投资收益约1.14亿元，占公司2020年度归母净利润的20.8%。
- **持续推进大消费产业布局。**除参与设立消费投资基金外，公司在新型烟草及乳制品业务持续推进布局。其中电子烟及新型烟草业务平台为联营企业绿馨电子，其全资子公司佳品健怡FreeM低温草本产品已投入线下销售；持股49%的云南喜科CIGOO低温草本产品市场占有率和复购率持续增长；持有40%股份的美众联科技主要为国外客户提供雾化电子烟装置与工业大麻雾化器具的研发生产。
- **包装主业稳中向好，药包业务成长潜力充足。**1) 2020年公司烟标业务收入22.48亿元，受疫情影响同比-8.93%；销量298.57万箱，同比-14.88%。公司烟标产品结构不断升级，持续发力烟草创新产品业务。2) 2020年公司药包业务收入2.81亿元，同比+105.55%，实现翻倍增长的原因包括20年收购的首键药包、华键药包与19年收购的千叶药包整合效果较好，均实现良好的业绩增长，“东峰药包”的五年战略规划稳步落实，有望成为国内医药包装龙头企业，成长空间广阔。
- **盈利预测与投资评级：**烟标业务下半年取得修复，重点关注公司在药包及新型烟草方面的布局。考虑投资收益增厚利润，我们预计公司21-23年归母净利润分别为6.93、7.11、7.71亿元，对应PE11.9、11.6、10.7X，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**上游纸价波动；烟标销售不及预期；新业务扩展不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	6.16
一年最低/最高价	5.15/8.22
市净率(倍)	1.95
流通A股市值(百万元)	8219.96

### 基础数据

每股净资产(元)	3.45
资产负债率(%)	27.14
总股本(百万股)	1334.41
流通A股(百万股)	1334.41

### 相关研究

东风股份三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>2,911</b>	<b>2,999</b>	<b>3,158</b>	<b>3,477</b>	<b>营业收入</b>	<b>3,069</b>	<b>3,628</b>	<b>3,933</b>	<b>4,245</b>
现金	1,141	715	775	837	减:营业成本	1,932	2,323	2,486	2,675
应收账款	866	1,207	1,415	1,415	营业税金及附加	29	41	44	46
存货	809	978	864	1,117	营业费用	182	205	210	222
其他流动资产	95	99	103	108	管理费用	420	472	496	523
<b>非流动资产</b>	<b>3,506</b>	<b>4,071</b>	<b>4,361</b>	<b>4,625</b>	研发费用	134	152	165	178
长期股权投资	1,043	1,445	1,756	2,050	财务费用	9	7	-1	13
固定资产	1,463	1,573	1,538	1,490	资产减值损失	-91	0	0	0
在建工程	38	52	54	53	加:投资净收益	168	236	145	128
无形资产	478	520	536	560	其他收益	20	19	17	18
其他非流动资产	484	481	477	472	资产处置收益	0	-0	-0	-0
<b>资产总计</b>	<b>6,417</b>	<b>7,070</b>	<b>7,519</b>	<b>8,102</b>	<b>营业利润</b>	<b>616</b>	<b>836</b>	<b>859</b>	<b>911</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,381</b>	<b>1,776</b>	<b>1,886</b>	<b>2,150</b>	加:营业外净收支	-8	-4	-6	-6
短期借款	64	73	158	222	<b>利润总额</b>	<b>608</b>	<b>831</b>	<b>854</b>	<b>906</b>
应付账款	1,070	1,401	1,441	1,616	减:所得税费用	64	131	135	127
其他流动负债	247	302	287	312	少数股东损益	-3	7	7	8
<b>非流动负债</b>	<b>407</b>	<b>365</b>	<b>303</b>	<b>240</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>547</b>	<b>693</b>	<b>711</b>	<b>771</b>
长期借款	280	238	176	113	EBIT	596	816	845	898
其他非流动负债	127	127	127	127	EBITDA	787	1,002	1,054	1,124
<b>负债合计</b>	<b>1,788</b>	<b>2,141</b>	<b>2,188</b>	<b>2,389</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	218	225	232	240	每股收益(元)	0.41	0.52	0.53	0.58
归属母公司股东权益	4,411	4,704	5,098	5,473	每股净资产(元)	3.26	3.48	3.78	4.06
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,417</b>	<b>7,070</b>	<b>7,519</b>	<b>8,102</b>	发行在外股份(百万股)	1334	1334	1334	1334
					ROIC(%)	21.1%	24.1%	24.6%	26.5%
					ROE(%)	11.8%	14.2%	13.5%	13.6%
<b>现金流量表 (百万 元)</b>					毛利率(%)	37.1%	36.0%	36.8%	37.0%
经营活动现金流	1,246	497	708	832	销售净利率(%)	17.8%	19.1%	18.1%	18.2%
投资活动现金流	-436	-515	-354	-362	资产负债率(%)	27.9%	30.3%	29.1%	29.5%
筹资活动现金流	-671	-417	-378	-473	收入增长率(%)	-3.3%	18.2%	8.4%	7.9%
现金净增加额	141	-426	60	61	净利润增长率(%)	28.3%	28.5%	2.7%	8.4%
折旧和摊销	190	186	209	226	P/E	15.01	11.86	11.55	10.66
资本开支	202	163	-21	-29	P/B	1.89	1.77	1.63	1.52
营运资本变动	582	-160	-74	-58	EV/EBITDA	9.77	8.11	7.67	7.15

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>