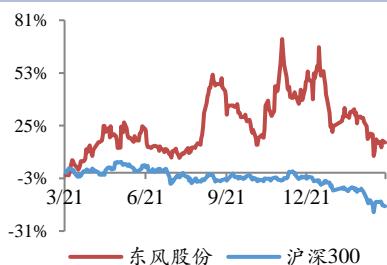


立足烟标主业，走向大包装结构升级

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-03-29

收盘价（元）	6.29
近 12 个月最高/最低（元）	9.28/5.34
总股本（百万股）	1,536
流通股本（百万股）	1,334
流通股比例（%）	86.89
总市值（亿元）	97
流通市值（亿元）	84

公司价格与沪深 300 走势比较

分析师：马远方

执业证书号: S0010521070001

邮箱: mayf@hazq.com

相关报告
主要观点：

- **深耕烟标 30 余年，“大包装+大消费” 双轮驱动业绩、盈利边际改善。**东风成立于 1983 年，深耕行业 30 余年，成长为烟标行业领军企业，是产业链最完整的包装印刷企业之一，具备一体化服务能力及规模优势。2016 年战略升级，布局药包、膜业务完善大包装布局，涉足新型烟草、乳制品、消费投资基金等成长赛道。2021 年盈利改善，ROE 领跑行业。
- **大包装产业：药包业务成为第二增长曲线，功能膜结构升级、扩产放量。**
医药包装：据中药协数据，2014-19 年我国医包市场规模 CAGR 达 10.6%。关联评审政策加速行业集中度提升，带量采购政策优化产能。东风并购涉足药包产业，2020 年制定战略目标，计划 2024 年药包实现营收 12 亿元，CAGR 达 43.8%，比重提升至 25%。当前已初步形成 I 类药包材产业布局。预计随扩产放量，毛利率进入上升通道；
基膜及功能膜：下设子公司专注生产差异化基膜与功能膜，产品随结构升级+业务放量，盈利显著提升。2021 年 PVA 高阻膜实现量产，计划进一步扩产实现产能翻翻，同时通过子公司整合膜品类业务提振估值。
- **大消费产业：新业务盈利逐渐好转，具备长期增长空间。**
新型烟草：全产业链重点布局 HNB，兼顾雾化类，主要销往欧美、日韩、俄罗斯等国家。随亏损幅度收窄，HNB 政策细则落地后有望快速发展。
乳制品：已形成鲜奶、纯牛奶、酸奶、调剂乳多品类产品，业务亏损幅度持续缩小。积极解决鲜奶大批量生产瓶颈，具备长期增长空间。

● 投资建议

公司是烟标行业第一梯队企业，具备产业链及规模优势，布局高成长赛道长期空间打开。预计 2021-23 年归母净利润 6.5/7.9/9.6 亿元，对应当前股价 PE 为 15/12/10 倍。首次覆盖给与“买入”评级。

● 风险提示

原材料价格大幅波动风险，新业务增长不及预期风险，HNB 政策监管超预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3069	3722	4201	4873
收入同比（%）	-3.3%	21.3%	12.9%	16.0%
归属母公司净利润	547	651	790	958
净利润同比（%）	32.9%	18.8%	21.5%	21.3%
毛利率（%）	37.1%	29.7%	31.1%	32.8%
ROE（%）	12.4%	12.4%	13.0%	13.7%
每股收益（元）	0.00	0.42	0.51	0.62
P/E	15.34	14.85	12.22	10.08
P/B	2.19	1.83	1.59	1.38
EV/EBITDA	11.37	8.18	6.66	5.19

资料来源：Wind, 华安证券研究所

正文目录

1 立足烟标主业，“大包装+大消费”双轮驱动增长	5
1.1 深耕烟标行业 30 余年，多元布局打开增长空间	5
1.2 股权结构集中，核心管理层深耕包装印刷行业	6
1.3 多元布局迎红利期，净利率驱动 ROE 边际改善	8
1.4 一体化服务+规模化生产构筑核心两重壁垒	10
2 大包装产业：药包业务成为第二增长曲线，功能膜结构升级、扩产放量	14
2.1:烟标：具备多区域布局优势，创新产品提升带来结构升级.....	14
2.2:医药包装：制定五年发展战略，打造第二增长曲线	17
2.3:基膜及功能膜：产品结构升级，应用场景广泛具备增长空间	22
3 大消费产业：新业务盈利逐年好转，具备长期增长空间	25
3.1:新型烟草：重点布局 HNB 产品，静待政策落地贡献弹性.....	25
3.2:乳制品：尚处于培育期，全产业链布局具备增长空间	28
3.3:消费投资基金：投资优质赛道，项目储备丰富	30
4 盈利预测及估值：多元布局具备业绩弹性，扩产放量增长可期	31
风险提示：	33
财务报表与盈利预测	35

图表目录

图表 1 东风股份上市以来营收变化及里程碑事件	5
图表 2 东风股份历年归母净利润及增速	5
图表 3 东风股份 2020 年营收及归母净利润规模居行业第二	5
图表 4 东风股份“大包装产业”布局	6
图表 5 新业务占东风股份营收比重持续提升（%）	6
图表 6 东风股份各子公司布局	7
图表 7 公司高管具备多年包装印刷业管理经验	8
图表 8 东风股份管理费用率略微提升	9
图表 9 东风股份 2020 年以来净利率边际改善	9
图表 10 公司近年来 ROE 处于行业领先 ROE 从高到低排序	9
图表 11 东风股份及同行业公司销售费用率对比（%）	10
图表 12 东风股份及同行业公司管理费用率对比（%）	10
图表 13 东风股份及同行业公司财务费用率对比（%）	10
图表 14 东风股份经营活动现金流量净额变化	10
图表 15 东风股份烟标及包装业务一体化程度较高时	11
图表 16 东风股份营收主要集中于华南、西南地区	11
图表 17 东风股份烟标业务毛利率逐渐居于行业前列（%）	11
图表 18 东风股份进入多家头部公司供应链	12
图表 19 东风股份业务拓展后前五大客户占比减小，经营风险分散（%）	12
图表 20 东风股份年度专利数量持续增长（件）	13
图表 21 东风股份 2020 年研发支出处于行业较高水平	13
图表 22 东风股份研发人员数处于行业较高水平	13
图表 23 一类卷烟销量占比提升（%）纵轴优化	14
图表 24 中国卷烟销量保持低速增长	14
图表 25 中国烟民人数及居民吸烟率持续下滑	14
图表 26 各省卷烟产量相对分散（%）	15
图表 27 烟标行业集中度持续提升（%）	15
图表 28 烟标营收增速放缓占比下滑（%）	16
图表 29 烟标业务毛利率呈下行趋势	16
图表 30 东风股份近年并购事件梳理	16
图表 31 创新烟标营收占比提升	17
图表 32 创新烟标销量占比提升	17
图表 33 千叶、首键、华健、华鑫药包子公司业务板块及产品布局	18
图表 34 中国医药包装市场较全球保持较高增速	19
图表 35 药包行业主要公司药包业务营收规模比较	19
图表 36 医药包装相关政策梳理	20
图表 37 公司药包 2020-2024 年战略规划营收 CAGR 达到 43.8%	21
图表 38 东风股份药包子公司盈利能力持续提升	22
图表 39 公司基膜及功能膜产品矩阵	23

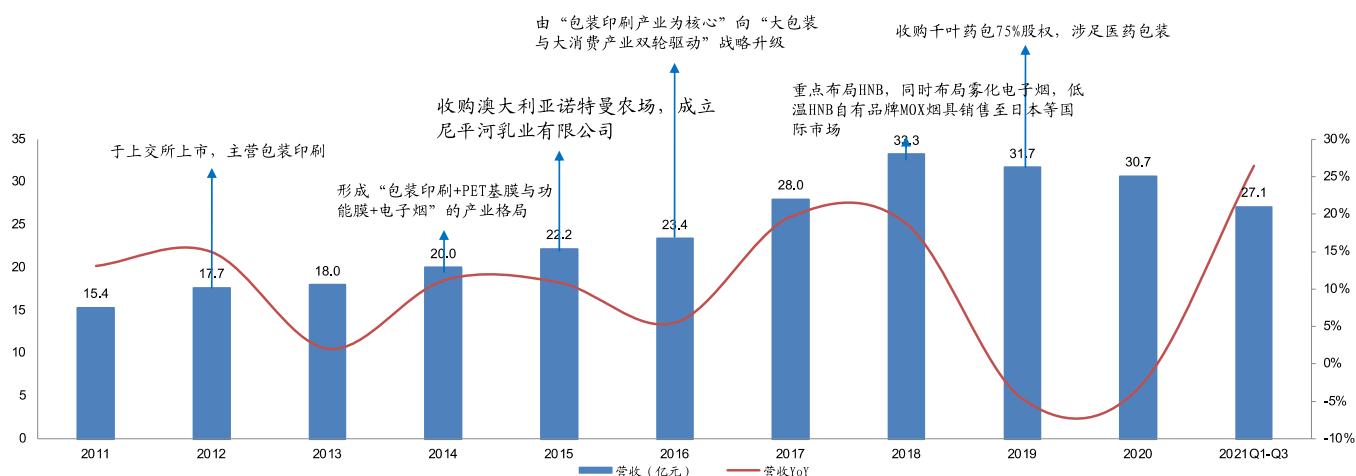
图表 40 公司基膜业务营收变化.....	24
图表 41 子公司鑫瑞科技功能膜产品营收快速增长.....	24
图表 42 子公司鑫瑞科技差异化基膜销量占基膜业务整体销量比重持续提升.....	24
图表 43 公司基膜业务整体持续提升.....	24
图表 44 中国建筑、汽车窗膜存量市场规模合计超过 460 亿元.....	25
图表 45 2020 年 1-11 月窗膜消费量以隔热膜为主 (%)	25
图表 46 东风股份新型烟草布局逐渐完善.....	26
图表 47 公司子公司绿馨电子亏损幅度缩小	27
图表 48 SOYEE 自研电子烟过滤嘴	27
图表 49 公司旗下尼平河乳业产品种类及价格带丰富	28
图表 50 公司乳制品业务营收增长较快	29
图表 51 公司乳制品产业布局	30
图表 52 公司投资净收益有显著提升 (亿元, %)	30
图表 53 公司消费基金布局多个优质项目	31
图表 54 公司盈利预测	32
图表 55 东风股份 PE-TTM 近三年走势	33
图表 56 东风股份比可比公司估值对比	33

1 立足烟标主业，“大包装+大消费”双轮驱动增长

1.1 深耕烟标行业 30 余年，多元布局打开增长空间

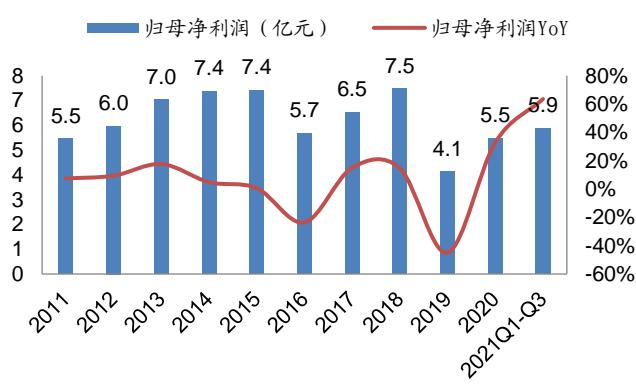
行业收入体量第二的烟标制造公司。公司创立于 1983 年 12 月，主营业务为烟标印刷，同时涵盖纸品、基膜、油墨、涂料、电化铝、镭射膜、镭射转移纸、酒包、药包等中高端印刷包装设计与生产的全产业链条，是业内产业链最完整的包装印刷企业之一。公司深耕烟标主业超 30 年，为“云烟”、“玉溪”、“芙蓉王”等品牌提供烟标产品包装。以广东省汕头集团总部为核心，在广东、湖南、贵州、云南、吉林、广西、安徽等 7 个省份均建有独立的区域性生产基地，能够实现全国范围内的生产调度。公司于 2012 年 2 月登陆上交所主板。经过多年发展，公司已成为国内烟标行业领先的包装印刷服务供应商。2020 年公司营收 30.7 亿元，归母净利润 5.5 亿元，规模体量位居行业第一梯队。

图表 1 东风股份上市以来营收变化及里程碑事件



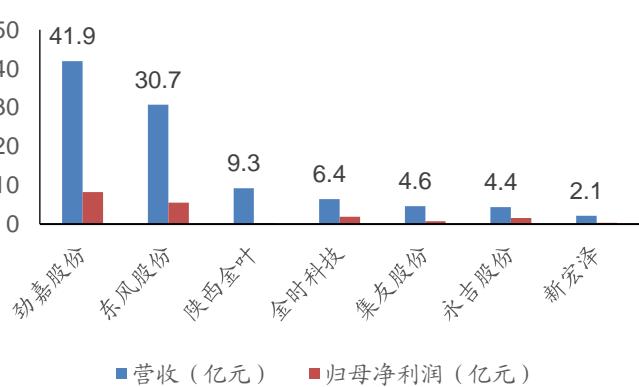
资料来源：公司官网，公司年报，华安证券研究所

图表 2 东风股份历年归母净利润及增速



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 3 东风股份 2020 年营收及归母净利润规模居行业第二



资料来源：公司年报，华安证券研究所

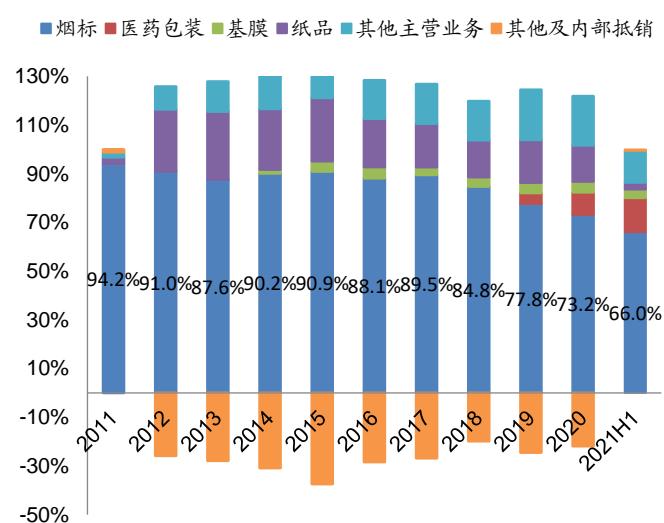
“大包装+大消费”双轮驱动，布局高景气赛道打开成长天花板。近年来公司在原有烟标主业的基础上，持续战略转型，拓展业务边界，加速向高景气赛道布局，培育新的利润增长点。公司布局了医药包装、新型材料等大包装产业，同时也布局了电子烟、乳制品、消费投资基金等大消费业务。包装产业上，公司形成“烟标+医药包装+基膜及功能膜”的大包装产业布局。由烟标基石业务向食品包装、酒包、医药包装（I类医药包装、辅材、医疗器械）、新型材料（锂电相关）等中高端印刷包装发展。此外，公司积极发展包括乳制品、消费投资基金、新型烟草制品（HNB、雾化、PLA滤嘴）等在内的大消费业务板块。近年来围绕主业实现战略升级，公司于2014年形成“包装印刷+PET基膜与功能膜+电子烟”的产业格局；2015年收购澳大利亚诺特曼农场，成立尼平河乳业有限公司；2016年公司“包装印刷产业为核心”战略升级为“大包装与大消费产业双轮驱动”在加强烟标主业竞争优势的同时，通过外延并购布局医药包装细分赛道；2018年低温HNB自有品牌MOX烟具销售至日本等国际市场；2019年收购千叶药包75%股权涉足医药包装领域。公司烟标业务营收占比由2011年的94.2%持续下降至2021H1的66.0%。

图表4 东风股份“大包装产业”布局

大包装产业	烟标印刷包装业务		
	医药包装业务		
	PET基膜与功能膜业务 (全资子公司广东鑫瑞新材料科技有限公司)	 锂电池电芯外包铝塑膜保护膜	 锂电池隔膜支撑保护膜
		 复合膜	 高性能隔热防晒挡膜
		 建筑膜	 车窗膜
		 漆面膜	 PAINT PROTECTION FILM & COAT

资料来源：公司年报，公司公告，华安证券研究所

图表5 新业务占东风股份营收比重持续提升（%）

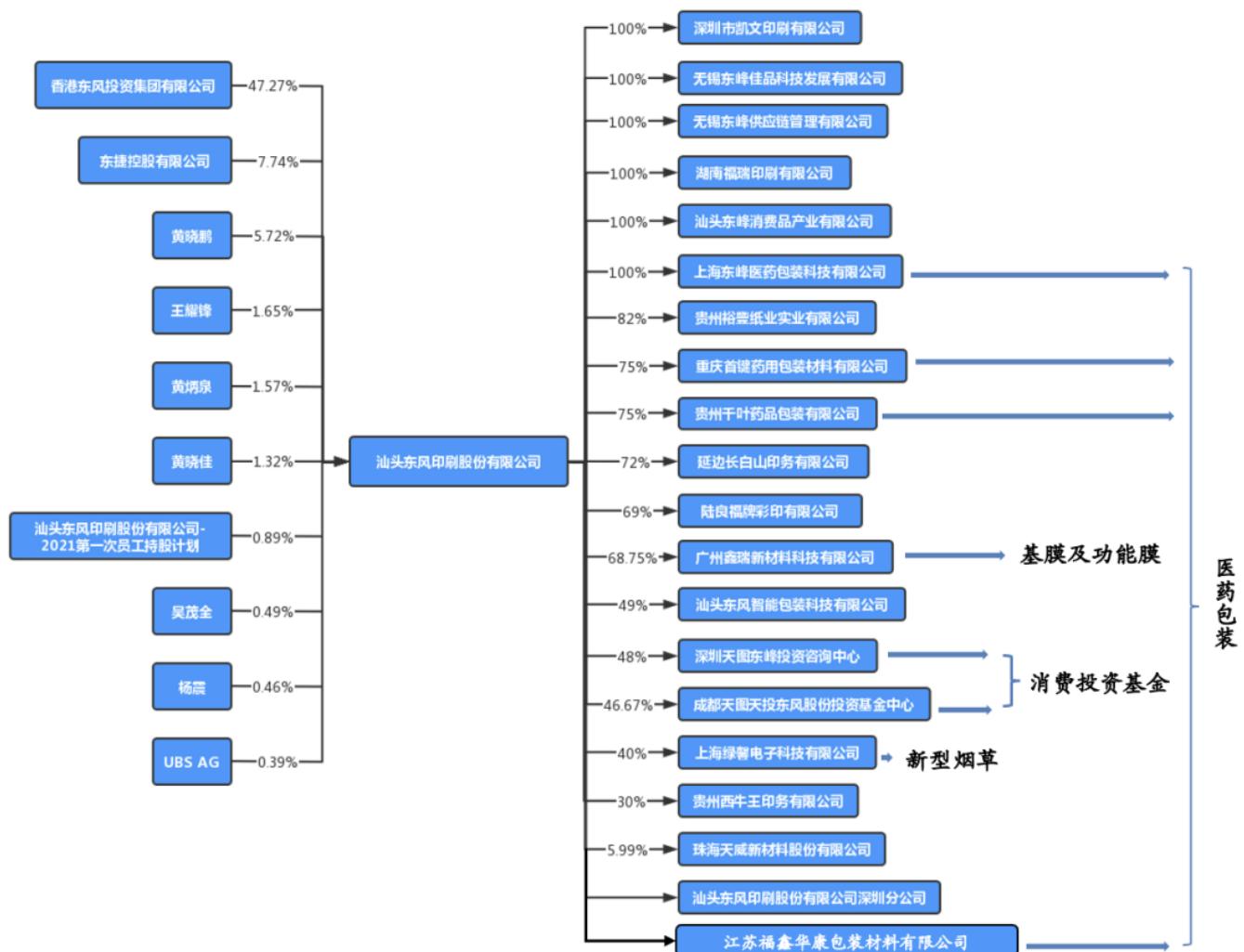


资料来源：公司年报，公司半年报，华安证券研究所

1.2 股权结构集中，核心管理层深耕包装印刷行业

公司股权结构较为集中，成立多家子公司聚焦主要业务板块。股权穿透后，黄晓佳为公司实际受益人，占股27.03%。截止至2020年末，公司合计拥有全资、控股子公司20家、参股公司8家，以及与天图投资及相关方共同发起设立的“成都天图天投东风股权投资基金中心”、“深圳天图东峰投资咨询中心”两个消费投资基金。公司于2021年上半年收购江苏福鑫华康包装材料有限公司85%的股权，继续布局医药包装业务。

图表 6 东风股份各子公司布局



资料来源：公司年报，Wind，华安证券研究所

管理层深耕包装印刷行业多年，核心高管团队稳定。公司高管在印刷包装行业耕耘多年，过往工作经历涵盖技术设计、销售、采购、财务等各个方面，在各自领域深耕多年，核心管理团队多年稳定，现任董事长自 2002 年进入东风印刷厂，历任集团总经理助理、董事。

图表 7 公司高管具备多年包装印刷业管理经验

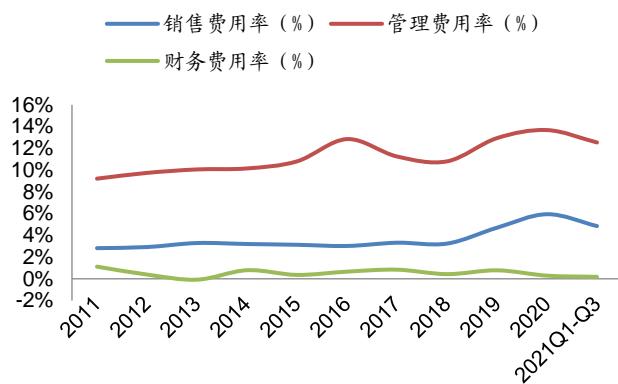
时间	企业名称	职务
董事长-黄晓佳 (41岁, 男)		
2002-2008	汕头市东风印刷厂有限公司	总经理助理
2008-2010	汕头市东风印刷厂有限公司	董事
现任	汕头东风印刷股份有限公司	董事长
现任	广东鑫瑞新材料科技有限公司	董事
现任	湖南福瑞印刷有限公司	董事
现任	上海绿馨电子科技有限公司	董事
现任	贵州千叶药品包装有限公司	董事
集团总裁-王培玉 (47岁, 男)		
2003-2009	广西真龙彩印包装有限公司	副总经理
2009-2010	汕头市东风印刷厂有限公司	总经理
2007-至今	广东鑫瑞新材料科技有限公司	董事
现任	汕头东风印刷股份有限公司	董事、集团总裁
现任	湖南福瑞印刷有限公司	董事长
现任	深圳市凯文印刷有限公司	执行董事
现任	汕头东风智能包装科技有限公司	董事
现任	重庆首键药用包装材料有限公司	董事长
现任	贵州千叶药品包装有限公司	董事长
集团副总裁-谢明优 (49岁, 男)		
2008-2010	汕头东风印刷股份有限公司	技术总监
现任	汕头东风印刷股份有限公司	集团副总裁、董事
现任	广东鑫瑞新材料科技有限公司	董事
现任	珠海天威新材料股份有限公司	董事
集团财务总监-李治军 (52岁, 男)		
2000-2007	江苏苏亚金诚会计师事务所有限公司	总经理助理、扬州事务所副所长
现任	汕头市东风印刷厂有限公司	董事、集团财务总监
现任	广东鑫瑞新材料科技有限公司	监事
现任	上海绿馨电子科技有限公司	监事
现任	常州市华健药用包装材料有限公司	董事长

资料来源：公司年报，Wind，华安证券研究所

1.3 多元布局迎红利期，净利率驱动 ROE 边际改善

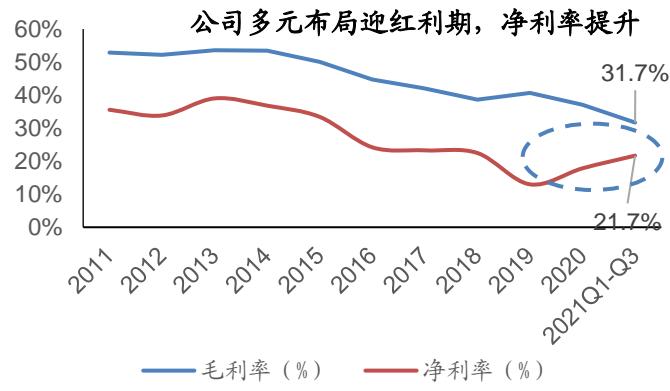
多元布局盈利能力边际改善，ROE 处于行业较高水平。整体来看，烟标行业由于 2015 年以来下游烟草行业供给侧结构改革，为配合下游客户降本增效，烟标行业整体盈利能力承压，整体毛利率呈现下行趋势，行业竞争日趋激烈。其中中小型、地方性烟标企业受影响更大，而公司作为规模型烟标公司，在技术、管理、服务水平、生产效率上具备优势，在竞争激烈背景下具备比较优势。公司 ROE 水平长期处于 12%以上，2014-19 年受行业供给侧改革叠加近年来疫情扰动拖累，公司毛利率、净利率下滑。但公司于 2014 年以来向“大包装、大消费”产业多元布局，近年来逐渐收益，净利率呈上升趋势，ROE 处于行业较高水平。

图表 8 东风股份管理费用率略微提升



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 9 东风股份 2020 年以来净利率边际改善



资料来源：Wind，华安证券研究所

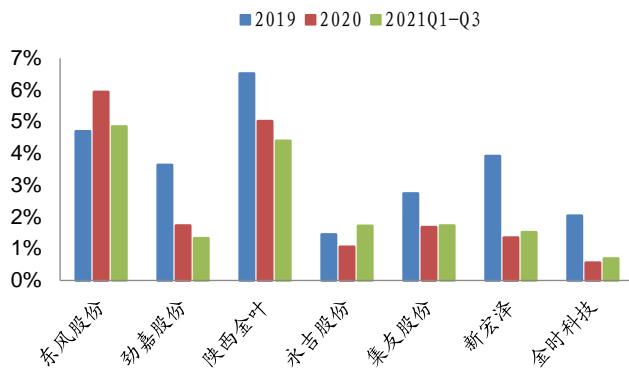
图表 10 公司近年来 ROE 处于行业领先 ROE 从高到低排序

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1-Q3
ROE								
东风股份	23.7%	20.6%	16.3%	16.9%	17.9%	10.1%	12.4%	12.8%
劲嘉股份	16.7%	17.4%	12.7%	8.9%	11.2%	12.7%	11.1%	10.7%
陕西金叶	8.3%	2.3%	3.9%	2.0%	1.6%	1.8%	1.5%	0.7%
永吉股份	16.8%	15.7%	10.7%	9.2%	10.9%	10.5%	12.0%	5.7%
集友股份	29.5%	31.3%	26.0%	18.6%	18.6%	17.2%	6.0%	7.3%
新宏泽	20.5%	14.4%	12.7%	11.1%	11.3%	6.9%	8.1%	2.4%
金时科技	32.8%	54.1%	56.5%	22.6%	21.4%	13.6%	13.4%	3.6%
净利润率								
东风股份	38.3%	35.1%	25.5%	23.8%	22.8%	13.4%	17.8%	21.5%
劲嘉股份	26.0%	29.0%	23.0%	22.8%	24.2%	24.2%	20.6%	23.0%
陕西金叶	17.0%	9.0%	5.8%	6.5%	2.4%	3.6%	2.6%	1.5%
永吉股份	23.6%	25.3%	25.5%	23.7%	23.6%	24.1%	24.7%	24.7%
集友股份	29.2%	26.7%	28.2%	42.4%	25.6%	30.3%	14.7%	19.5%
新宏泽	18.8%	15.0%	18.8%	17.7%	17.7%	6.6%	15.2%	8.0%
金时科技	26.9%	38.2%	34.1%	33.2%	29.9%	30.9%	29.6%	17.9%
总资产周转率								
东风股份	0.54	0.51	0.45	0.49	0.57	0.58	0.49	0.42
劲嘉股份	0.50	0.54	0.46	0.40	0.41	0.47	0.47	0.37
陕西金叶	0.36	0.28	0.53	0.37	0.39	0.33	0.30	0.25
永吉股份	0.63	0.57	0.45	0.37	0.44	0.43	0.33	0.18
集友股份	0.55	0.61	0.59	0.43	0.51	0.51	0.29	0.27
新宏泽	0.84	0.74	0.60	0.50	0.53	0.66	0.34	0.24
金时科技	0.64	0.55	0.65	0.52	0.66	0.45	0.40	0.18
权益乘数								
东风股份	1.25	1.19	1.59	1.41	1.37	1.44	1.39	1.36
劲嘉股份	1.31	1.23	1.39	1.21	1.21	1.20	1.18	1.37
陕西金叶	1.63	1.76	1.58	1.73	1.86	2.09	1.95	2.27
永吉股份	1.15	1.13	1.09	1.11	1.07	1.09	1.19	1.37
集友股份	1.92	2.05	1.59	1.42	1.62	1.34	1.31	1.36
新宏泽	1.23	1.36	1.39	1.23	1.21	1.61	1.27	1.14
金时科技	1.92	2.77	2.34	1.17	1.15	1.15	1.19	1.13

资料来源：Wind，华安证券研究所；注：永吉股份 ROE、净利率剔除投资净收益

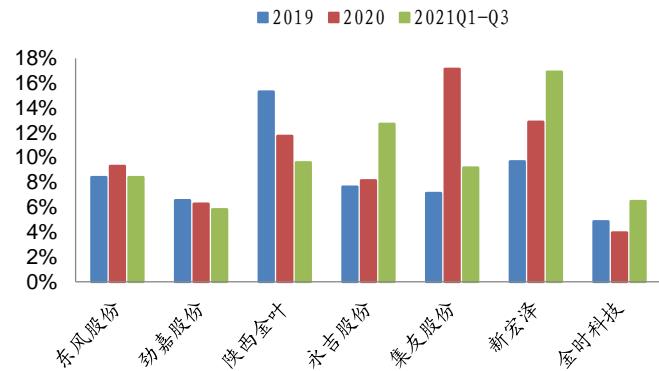
期间费用率合理且接近行业平均水平，历年经营性现金流持续净流入。我们选取 2019-2021Q3 东风股份与同行业公司比较，受部分子公司并表影响销售费用率略有波动，公司销售费用率略高于同业平均水平。而由于近年来公司横向外延并购及研发投入增加，管理费用率略微提升，但接近行业平均水平，且相较于其他公司而言较为平稳。公司财务费用率方面近三年持续降低，主要受公司利息支出同比减少，利息收入同比增加影响所致。经营活动现金流与生产经营适配，自 2011 年以来，公司经营活动现金流入流出量随公司规模及生产的扩张逐年增大，现金流量净额也从 2011 年的 3.6 亿元增长至 2020 年的 12.46 亿元，公司拥有充足的现金及现金等价物以满足本公司经营需要，以及有效应对现金流量波动和流动风险的影响。

图表 11 东风股份及同行业公司销售费用率对比 (%)



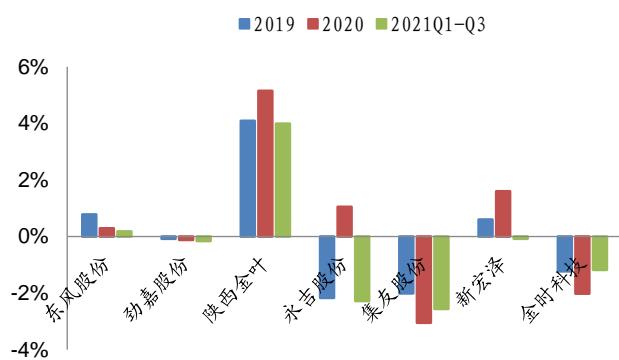
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 12 东风股份及同行业公司管理费用率对比 (%)



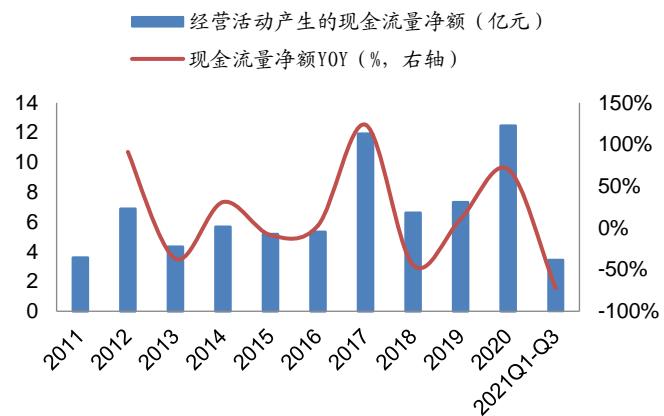
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 13 东风股份及同行业公司财务费用率对比 (%)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 14 东风股份经营活动现金流量净额变化



资料来源: Wind, 华安证券研究所

1.4 一体化服务+规模化生产构筑核心双重壁垒

着力打造产业链一体化，具备大包装产业链延伸能力。公司多年来致力于烟标印刷业务，经过 30 多年发展能够为客户提供全方位、多环节的整体配套服务，目前已建立起覆盖纸品、基膜、油墨、涂料、电化铝、镭射膜、镭射转移纸、印刷包装设计与生产的全产业链链条，同时具备较强的产品研发和设计能力，成为行业内产业链最完整的印刷包装企业之一。

图表 15 东风股份烟标及包装业务一体化程度较高时

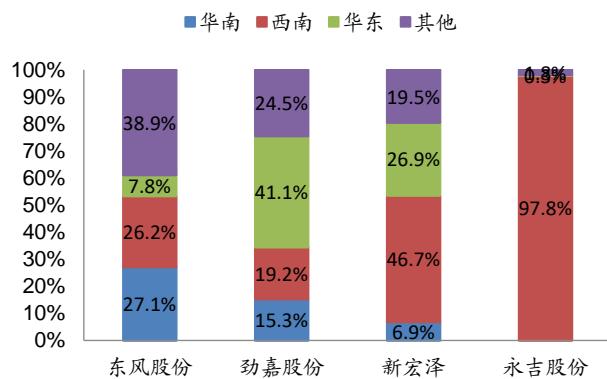
公司名称	业务范围	一体化范围
东风股份	烟标、纸品、药包、非烟标消费品印刷包装业务、PET基膜与功能膜业务	高
劲嘉股份	烟标、中高端纸质印刷包装产品、镭射包装材料、镭射膜、镭射纸、新型烟草制品	
澳科股份	烟标、转移纸、镭射膜等主要卷烟包装原材料制造	
金时股份	电化铝、酒盒、镭射转移膜、镭射转移纸、烟标、药盒	
集友股份	电化铝、烟标、烟用封签纸、烟用接装纸	
永吉股份	酒盒、铝纸及框架纸、烟标、药盒	
陕西金叶	房地产、互联网接入、教学收入、卷烟滤棒、商品流通、社会产品、物业管理、烟标	
新宏泽	烟标、其他印刷品	低

资料来源：公司年报，华经情报网，华安证券研究所

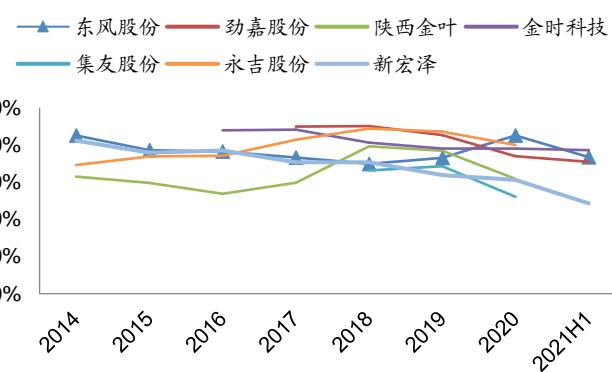
烟标格局区域化显著，公司生产基地布局及协同管理优势巩固壁垒。烟标行业竞争格局区域化特征明显，西南、中南地区是主要卷烟生产地，烟标企业通常服务1-2个主要的省级中烟。全国性生产基地分布有利于总部统筹协调与管理协同、实现生产调度及分散经营风险。同时也有利于资源配置，实现各个生产基地开发当地及周边客户，拓展新的细分业务。公司具备区域生产布局优势，公司作为烟标印刷行业核心公司，以汕头总部为核心在云南、广东、广西、贵州、湖南、吉林等多省份建立基地，就近服务当地客户。相较于劲嘉股份在华东地区营收占比大，2020年西南地区营收占比达41.1%、永吉股份以服务贵州中烟为主，2020年西南地区营收占比西南地区营收占比达97.8%，东风股份则在华南和西南地区营收占比较大，具备一定的区域优势。公司在广东、贵州、湖南等地积极拓展当地的酒、食品、消费电子等领域的印刷包装业务，以及贵州、重庆、江苏等医药包生产基地，有望充分利用现有的技术与产能优势，进一步巩固自身竞争优势。

具备规模化生产低成本优势。公司拥有统一的专业印刷包装制造体系和生产流程闭环，多环节成本控制能力能够有效降低生产成本，具备成本竞争优势。公司自2016年通过非公开投资湖南福瑞高端包装智能工厂技改迁项目，实施技术改造升级，提升智能化水平进一步巩固公司成本优势，烟标业务毛利率逐渐居于行业前列。

图表 16 东风股份营收主要集中于华南、西南地区



图表 17 东风股份烟标业务毛利率逐渐居于行业前列 (%)



资料来源：各公司年报，华安证券研究所

资料来源：Wind，华安证券研究所；注：各公司均采用烟标业务毛利率

客户：烟标具备多区域客户积累，药包、基膜业务进入头部客户供应链。烟标主业长期服务多家省中烟，烟草客户是公司主要的长期服务对象和优质业务伙伴，公司已成为湖南中烟、云南中烟、贵州中烟等多家省级中烟的供应商，为包括“芙蓉王”、“玉溪”、“云烟”等知名卷烟品牌供应烟标产品；药包业务客户包含多家知名药企，公司控股子公司千叶药包、首键药包、华健药包、福鑫华康、贵州西牛王等已与北京科兴中维、贵州百灵、同济堂、国药集团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。而全球供应链在经历疫情暴露风险后，头部客户更加注重供应链的本地替代及稳定供应，国内、国外优质药企预计将寻求与国内包装供应商建立稳定的合作关系，东风股份等本地包装供应商或迎来发展机遇。基膜业务进入头部公司供应链，公司新材料板块主体鑫瑞科技在传统基膜业务基础上经历多年发展，目前已切入锂电新能源及高阻隔领域，进入头部企业供应链，是恩捷股份锂电池隔膜生产主力供应商、比亚迪锂电池隔膜供应商、宁德时代储能隔膜供应商。

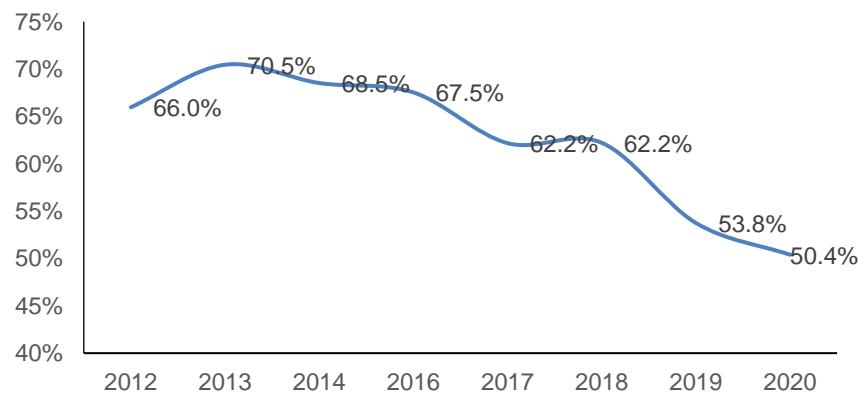
图表 18 东风股份进入多家头部公司供应链

烟包主业客户	药包业务客户	基膜及功能膜业务客户	电子烟
省级中烟的供应商： 湖南中烟、云南中烟、贵州中烟、吉林烟草、甘肃烟草、广东中烟、河南中烟等。 知名卷烟品牌： “芙蓉王”、“玉溪”、“云烟”、“双喜·红双喜”、“红塔山”、“黄山”等。	知名医药品牌企业： 北京科兴中维、同济堂、国药集团、葵花药业、汉方药业、华润江中、广药集团、太极集团、扬子江药业、昆药集团、华润三九、以岭药业、香雪制药、桂林三金药业等。 消费品品牌企业： 贵州百灵、老干妈、味莼园等。	恩捷股份、比亚迪、宁德时代。	国内： 承接了多家省级中烟公司新型烟草产品的研发设计委托； 国外： 为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。

资料来源：公司年报，公司公告，华安证券研究所

新业务拓展后分散经营风险。近年来随着烟标并购增加以及新业务拓展，公司对头部客户的依赖度减小，前五大客户营收占比由 2011 年的 66%持续降低至 2020 年的 50.4%，一定程度上分散经营风险。同时，优质客户资源与公司品牌优势相结合，有助于公司在印刷包装行业集中度提升的背景下进一步加强竞争优势，获取更多的市场份额。

图表 19 东风股份业务拓展后前五大客户占比减小，经营风险分散（%）



资料来源：公司年报，华安证券研究所

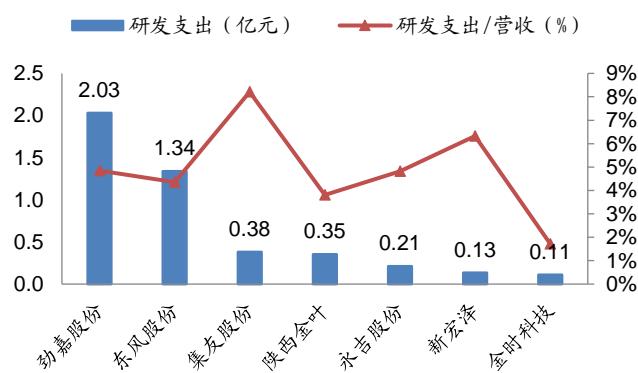
技术：印刷包装技术、设计水平处于行业领先水平。随着下游卷烟产品结构升级，烟草客户对烟标产品的防伪技术、环保要求、设计与品牌传达力要求日益提高，烟标生产企业的经验与资质、研发创新能力、设计能力愈发重要。公司关注印刷包装行业的技术发展路径与行业前沿技术，高度重视产品研发与技术创新，持续进行研发投入，在产品技术、设计水平上处于行业领先水平。**研发投入处于行业较高水平**，2020年研发支出1.34亿元，占营业收入的比例为4.4%；研发人员数目为473人，占员工总数的比例为12.4%，在行业中处于较高水平；**建设产品设计研发中心**，公司在深圳投建有一流的产品设计开发中心，2020年5月，在汕头总部开设技术研发中心；2020年7月，开设无锡创新研究院，加快在数字印刷、智能包装、新型材料与新工艺方面的发展与创新；**开展对外合作加强技术储备**，公司持续推进与北京印刷学院、北京化工大学、湖南工业大学、四川大学高分子科学与工程学院、江南大学等高等院校之间的产学研一体化合作，推动专项技术研究并促进科研成果转化。公司在智能包装、环保包装、数码印刷、防伪溯源、新材料新工艺等方面的技术储备优势。近年来，公司专利数量持续增长，从2011年的10份增至2020年的215份。

图表 20 东风股份年度专利数量持续增长（件）



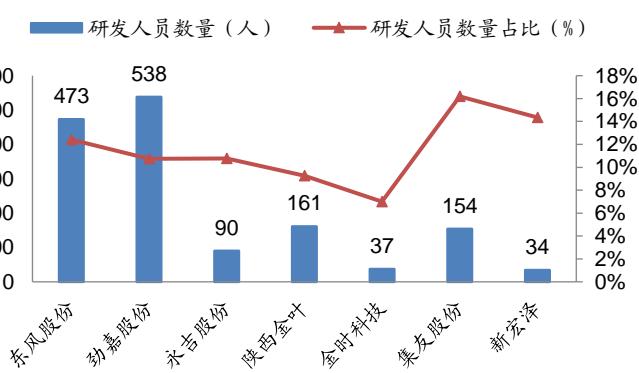
资料来源：国家知识产权局，华安证券研究所

图表 21 东风股份 2020 年研发支出处于行业较高水平



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 22 东风股份研发人员数处于行业较高水平



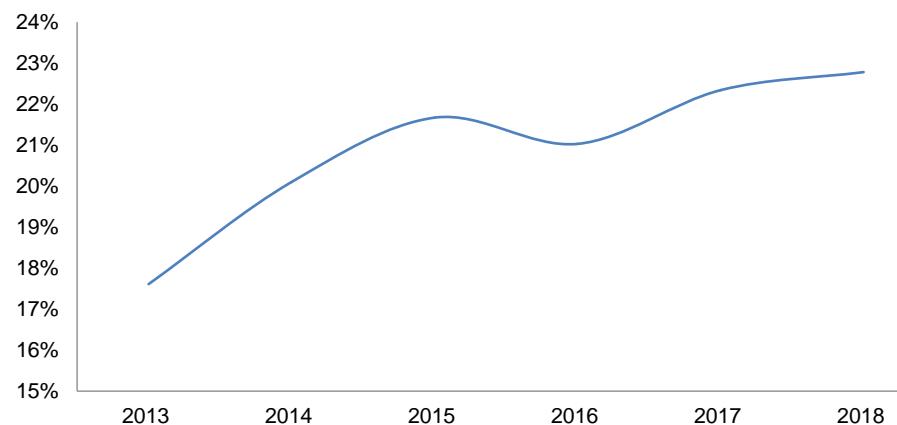
资料来源：Wind，华安证券研究所

2 大包装产业：药包业务成为第二增长曲线，功能膜结构升级、扩产放量

2.1: 烟标：具备多区域布局优势，创新产品提升带来结构升级

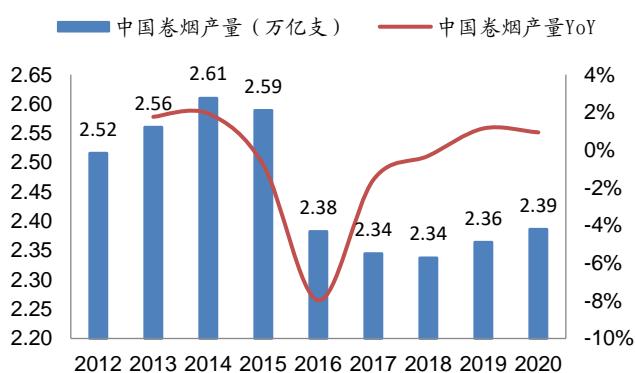
总量低速增长，结构中高端化。近年来控烟政策主要通过直接或间接提高香烟价格实行。2015年财政部将卷烟批发环节价税税率由5%提升至11%，并按0.005元/支加征从量税，卷烟销量大幅下降。2019年部分地区香烟价格再次上调，国内卷烟产量增速放缓。控烟后卷烟产量及吸烟率下降，2020年我国卷烟产量为2.4万亿支，同比增长0.9%，国内烟民的数量从2010年的3.01亿减少至2020年的2.94亿，居民吸烟率同样呈现出明显的下降趋势。消费升级促卷烟中高端优化，但随着居民人均可支配收入增加以及个性化消费兴起，烟草市场的结构发生变化。部分地方调整加强了中高档香烟的投入，烟草市场的产品结构逐渐从金字塔形状向椭圆形在发展，一级卷烟的销量占比从2013年的17.6%增至2018年的22.8%，贵价香烟对包装印刷的要求更高，公司在高端烟标的制作能力上具备优势。

图表 23 一类卷烟销量占比提升（%）纵轴优化



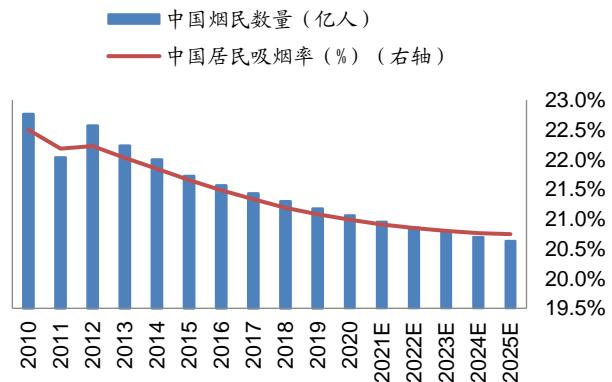
资料来源：烟草在线，华安证券研究所

图表 24 中国卷烟销量保持低速增长



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 25 中国烟民人数及居民吸烟率持续下滑

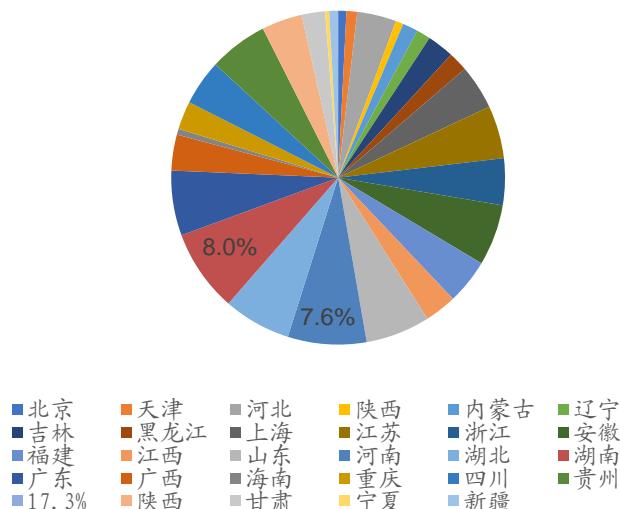


资料来源：WHO, 世界银行，华安证券研究所

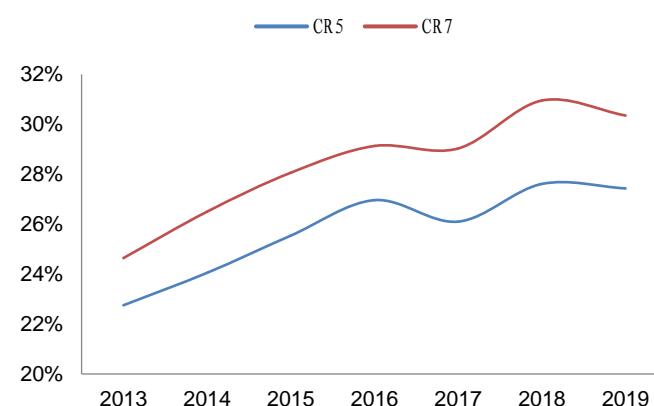
烟标行业具备生产规模+区域性壁垒，中高端烟标占比提升驱动行业集中度提升。

烟标行业的壁垒主要表现为生产规模壁垒以及运输成本约束下卷烟运输半径限制带来的显著区域性壁垒。烟标较其他包装具备高要求，烟标印刷包装业务是印刷包装行业的细分子行业之一，相较其他印刷包装产品的生产过程，具有高稳定性、大批量、多批次、高精度、高防伪和环保性强等特点，在印刷设备、设计工艺、环保水平等方面对比其他印刷包装细分行业有着更高的要求，行业准入门槛较高；具备招投标门槛，烟草行业采用专卖体制，普遍采用招投标的方式进行烟标采购，而烟标企业的资产规模、负债水平、产业链及稳定供货能力是其重要的考量因素，由此形成招投标门槛；烟标厂商倾向于就近合作，下游客户往往是各大省级中烟公司，出于生产便利性、服务及时性等因素考虑，倾向于就近选择配套的烟标厂商合作。随着卷烟市场结构变化，烟标市场趋向中高端化发展，烟标产品单价提升。而头部企业由于具备产品精度高、设计工艺强、环保水平优等优势，更容易占据更多市场份额，因此市场集中度持续提升，行业CR5从2013年的22.8%增至2019年的27.4%。

图表 26 各省卷烟产量相对分散 (%)



图表 27 烟标行业集中度持续提升 (%)

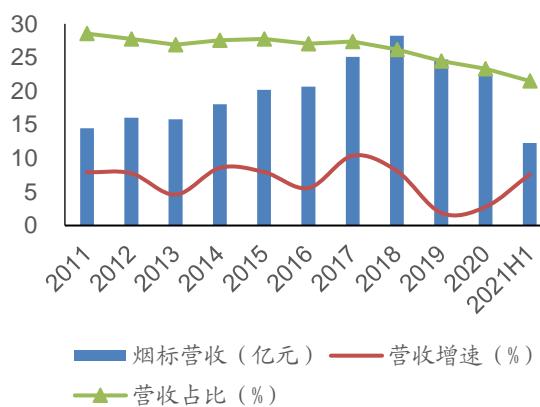


资料来源：国家统计局，华安证券研究所

资料来源：智研咨询，华安证券研究所

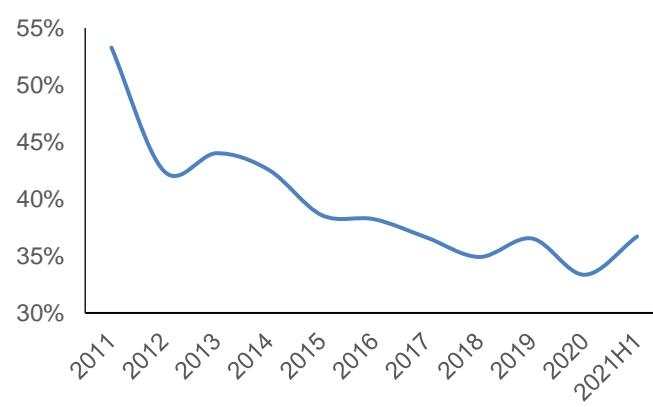
烟标行业进入并购整合下半场，公司烟标并购减少营收占比下降。在卷烟销量放缓的背景下，烟标企业较难通过内生实现较高增速增长，同时由于烟标行业具备区域性壁垒，因此烟标企业通常选择通过并购扩大客户范围，抢占市场同时加强行业头部地位。通过梳理公司包装印刷并购事件，公司2018年之前通过收购福牌彩印（2013年）、金光实业（2016年）、金沙利（2016年）、广东凯文（2018年）等烟标印刷公司实现烟标业务营收增长。近年来公司资源集中于布局药包以及大消费产业，因此烟标营收占比略有下降。同时受下游烟草行业供给侧改革带来的行业整体毛利率承压影响，因此烟标业务毛利率呈下行趋势。

图表 28 烟标营收增速放缓占比下滑 (%)



资料来源：Wind, 华安证券研究所

图表 29 烟标业务毛利率呈下行趋势



资料来源：Wind, 华安证券研究所

图表 30 东风股份近年并购事件梳理

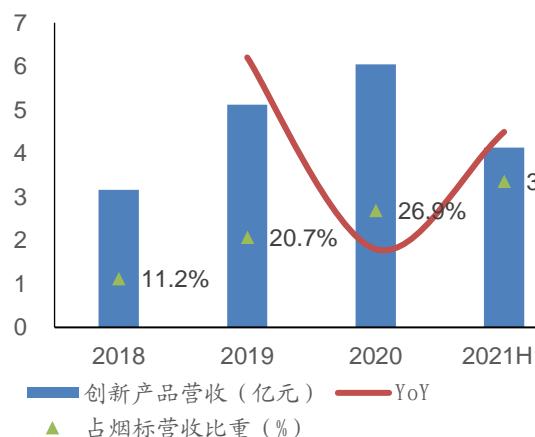
时间	收购事件	交易价值 (亿元)	所属行业	公司简介
2013年12月	福牌彩印69%股权	1.73	包装印刷	致力于生产、销售自产的各类卷烟商标、条盒硬翻盖，内外盒及其它商标，包装装潢产品
2014年7月	可逸塑胶70%股权	1.58	包装印刷	致力于聚酯薄膜材料、光电材料、光电应用薄膜、数码产品用膜等的研发、生产和经营于一体，中
2014年7月	可逸塑胶30%股权	0.68	包装印刷	
2014年9月	EPRINT集团12.34%股权（已于2021H1全部出售）	0.56	包装印刷	香港领先印刷服务供应商之一，就客户设计的各类纸品提供优质、快速的印刷及加工服务，尤其是广告印刷、精装图书印刷及文具印刷以应对客户不同的需求
2015年2月	收购澳大利亚麦当劳农场不动产产权	0.29	乳制品	-
2015年2月	收购澳大利亚诺特曼农场不动产产权	0.39	乳制品	-
2016年6月	收购金光实业75%股权	3.38	包装印刷	广东地区烟包装潢印刷企业之一，与多家烟草企业合作，烟包装潢产销规模居国内同业领先地位
2016年6月	收购金沙利100%股权	4.49	包装印刷	最早致力于中高档包装彩色设计印刷的企业，涉及烟草、医药和酒制品等中高档商标及其包装的设计开发和印刷加工。核心产业为中高档卷烟商标和包装的设计开发和印刷生产
2018年7月	收购广东凯文25%股权	1.13	包装印刷	广东地区最大的烟包装潢印刷企业之一，与多家烟草企业合作，承印一系列品牌的香烟包装，烟包装潢产销规模居国内同业领先地位
2019年3月	收购贵州千叶药包75%股权	2.59	医药包装	生产I类药品包装用聚氯乙烯(PVC)硬片和药用塑料包装容器的专业生产企业
2020年9月	收购重庆首健药用包装材料有限公司75%股权	1.35	医药包装	从事I类医药用瓶盖的研发、生产与销售，现有产品包括口服液、注射剂用易刺铝盖、输液瓶用铝塑组合盖等
2020年9月	收购常州市华健药用包装材料有限公司70%股权	1.10	医药包装	专业生产药品包装用铝箔、复合膜、冷冲压成型铝、热带铝等药品包装材料，年生产能力8000余吨。
2021年1月	处置出售汇天小贷19%股权	0.40	金融	各项小额贷款
2021年7月	以尼平河乳业100%股权转让收购奥纯冠21.95%股权	-	乳制品	澳洲百年家族牧场旗下乳制品品牌，在澳洲拥有近万亩家族牧场和现代化工厂
2021年H1	收购福鑫华康85%股权	0.26	医药包装	药品包装用复合膜系列、药用PVC硬片、药品包装用复合材料、食用PVC/PVDC复合片、食品用塑料包装、容器、工具的制造、销售

资料来源：公司公告，天眼查，Wind, 华安证券研究所

产品结构优化，有望支撑烟标主业维持稳定。作为烟标印刷行业的头部企业，烟标业务是公司的基石业务，从公司战略来看，公司通过多方面推进烟标印刷业务的平稳发展，其中我们认为生产端产品结构优化有望支撑烟标主业维持稳定。**集中采购降低成本**，巩固行业头部地位，在保障原材料供应稳定供应的同时，通过集中采购降低成本；**产品结构优化提升毛利率**，优化产业链，降低生产成本，加快供货，在全国范围内布局生产基地；顺应市场发展趋势，调整产品结构，提升毛利率；**拓展新客户抢占份额**，利用竞争优势，通过招投标进一步拓展新客户，抢占市场份额。近年来公司创新烟标产品（包含细支、中支、短支、爆珠烟烟标等）销售同比高速增长，销量增长驱动其占烟标业务营收比重持续提升，2021H1 占比达到 33.6%，较 2018 年提升 22.4pct。

在下游烟草行业持续推进降本增效及招投标政策的背景下，加之新冠肺炎疫情对企生产经营带来的不利影响，公司烟标印刷业务毛利率持续承压，整体趋势下行。但公司积极发挥全国生产基地之间资源配置与生产调度，开源节流，以及中高端烟标占比提升，在让利客户的同时，烟标业务毛利率具备一定韧性。

图表 31 创新烟标营收占比提升



图表 32 创新烟标销量占比提升



资料来源：公司年报，公司半年报，华安证券研究所；注：烟标创新产品包括细支烟、中支烟、短支烟、爆珠烟等烟标产品

资料来源：公司年报，公司半年报，华安证券研究所；注：烟标创新产品包括细支烟、中支烟、短支烟、爆珠烟等烟标产品

2.2:医药包装：制定五年发展战略，打造第二增长曲线

医药包装作为拓展业务，能够与烟标业务形成协同性。公司通过外延布局 I 类医药包装、辅材、医疗器械领域，转型并培育新的业绩增长点。布局医药包装能够发挥公司全国性生产基地布局优势，在服务烟草客户的基础上，鼓励各生产基地积极拓展新的细分业务，能够进一步完善公司大包装产业板块的布局。具体来看，业务协同效应主要体现在：**具备区域协同优势**，公司收购医药包装企业位于华南、西南地区，同时也是公司业务主要布局地区，能够形成地区协同效应，共享供应链、渠道等资源；**布局上游原材料**，公司布局烟标产业上游，搭建覆盖纸品、基膜、油墨、涂料、电化铝、镭射膜、镭射转移纸、包装印刷的全产业链条，为医药包装业务发展搭建基础。

并购四家企业已初步形成产业布局，未来将完善产品与客户结构。公司在 2019 年 3 月收购千叶药包 75% 的股权、在 2020 年 9 月收购首键药包 75% 的股权、在 2020 年 9 月收购华健药包 70% 的股权、在 2021 上半年收购福鑫华康 85% 的股权。目前

已成功并购的四家 I 类医包材企业已初步形成产业布局。未来公司将进一步并购整合，完善公司医药包装类产品的完整度，改善客户结构。同时也将发力药用辅材、医疗器械等赛道。具体来看：

- **千叶药包 (2019, 药用瓶)**: 从事 I 类药用聚氯乙烯固体硬片和 I 类固体、液体药用瓶的研发、生产、销售。产品广泛应用于片剂、胶囊、口服液、颗粒剂、粉剂、中药饮片等。
- **首键药包 (2020, 药用瓶盖)**: 主要从事 I 类医药用瓶盖的研发、生产与销售。现有产品包括口服液、输液瓶用易刺铝盖、铝塑组合盖和撕拉铝盖等类别。应用于口服液、输液瓶、抗生素、冻干、粉针、疫苗、生物制品、血液制品等制药行业及保健品、化妆品行业。
- **华健药包 (2020, 药包材料)**: 主要从事医药包装材料的研发、生产和销售。主要产品为直接与药品接触的包装材料，按生产工艺及材料不同，可分为药品包装用 SP 复合膜、药品包装用铝箔、成型冲压复合硬片等。
- **福鑫华康 (2021, 药包复合膜)**: 主要从事药品包装用复合膜系列、药用 PVC 硬片、药品包装用复合材料、食用 PVC/PVDC 复合片、食品用塑料包装、容器、工具的制造、销售。

图表 33 千叶、首键、华健、华鑫药包子公司业务板块及产品布局

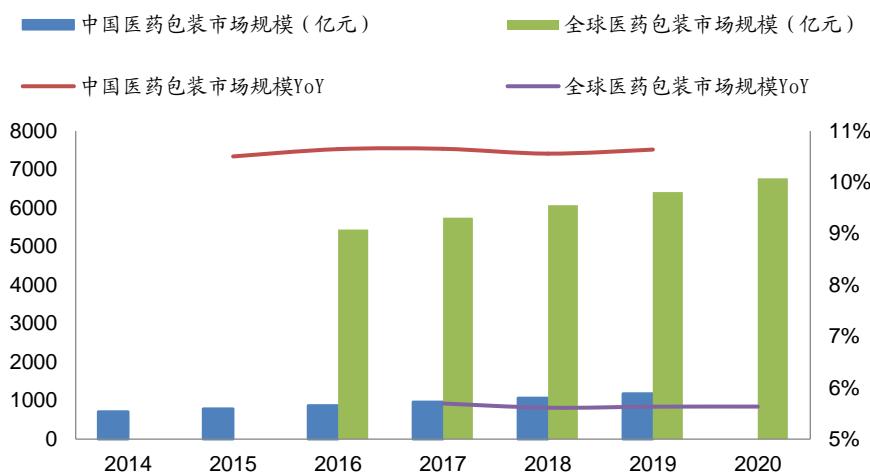
公司名称	收购时间	股权比例	项目投资	业务板块	产品	应用场景	产品展示
千叶药包	2019年	收购75%股权	2.59亿元	(1) 生产、销售药品塑料包装制品, PVC包装硬片; (2) 进出口业务	药用聚氯乙烯 (PVC) 硬片、固体及液体药用瓶、医用护目镜、医用防护面罩、医用口罩等药品包装及医疗器械业务	应用于片剂、颗粒剂、胶囊、口服液、外用液体制剂等产品的包装	
首键药包	2020年	收购75%股权	1.35亿元	(1) 铝盖 (2) 铝塑组合盖 (3) 塑盖 (4) 吸管	I 类医药用瓶盖、口服液、输液瓶用易刺铝盖、铝塑组合盖和撕拉铝盖	应用于口服液、输液瓶、抗生素、冻干、粉针、疫苗、生物制品、血液制品等制药行业及保健品、化妆品行业	
华健药包	2020年	收购70%股权	1.10亿元	(1) 药品包装用 SP 复合膜 (2) 药品包装用铝箔 (3) 成型冲压复合硬片	I类药用 SP 复合膜、药用包装铝箔、成型冲压复合硬片 (包括冷冲压成型铝、热带型泡罩铝)	应用于片剂、颗粒剂、胶囊、一次性酒精片、安全套等产品的包装	
福鑫华康	2021年	公司占股60% 千叶占股25%	1.2亿元	(1) 医药包装硬片生产	药品包装用复合膜系列、药用 PVC 硬片、药品包装用复合材料、食用 PVC/PVDC 复合片、食品用塑料包装	应用于核酸检测试剂盒、栓剂类药品、口服液、食品、保健品、肉类食品等产品的包装	

资料来源：公司公告，公司年报，华安证券研究所

健康意识提升释放医包潜在需求，未来具备较大增长空间。作为医药行业上游的医药包装，据中国医药包装协会发布数据测算，从 2014 到 2019 年，我国的医药包装市场以 10.6% 的 CAGR 增长，2019 年市场规模达到 1181.6 亿元。**健康意识提升释放药包需求**，随着人均收入持续增长及生活水平的提升，全民健身逐渐兴起，叠加疫情的催化影响，居民健康意识迅速提升。同时 65 岁以上人口占比持续提升，近年来城镇居民人均医疗保健支出占比呈上升趋势，占比由 2010 年的 6.4% 提升至 2020 年的 8.2%，逐渐释放医药包装需求；**中国药包行业增速领先全球平均水平**，

根据国家统计局数据,国内卫生总费用维持高增趋势,由2010年的2万亿增至2019年的6.5万亿,年复合增长率达14.04%,高于GDP增速,卫生总费用在GDP中的占比由2010年的4.98%提高到2019年的6.58%。而相较于占比在10%至20%之间的高收入国家和中高收入国家,我国医疗服务行业仍然具有较大提升空间。

图表 34 中国医药包装市场较全球保持较高增速

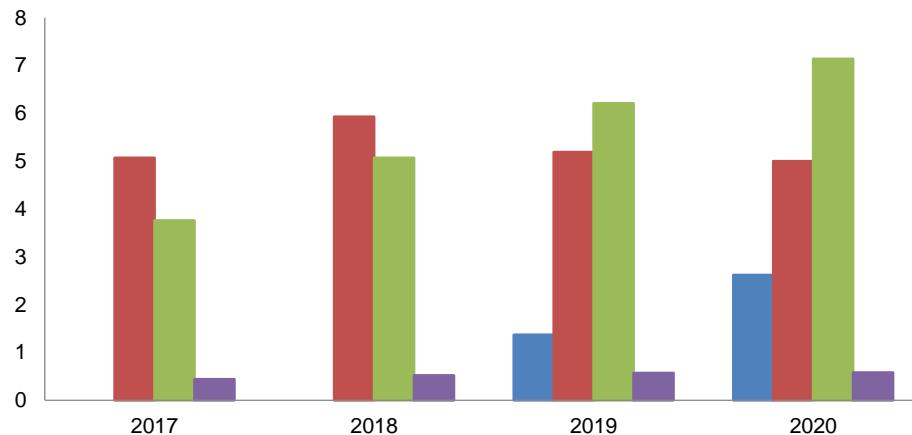


资料来源: 中国医药行业协会, 中商情报网, 华安证券研究所

关联评审政策加速行业集中度提升, 带量采购政策使得产能优化升级。我国医药包装企业大多为中小型企业, 行业集中度不高。2016年8月关联评审政策的出台, 对药包材产品质量提出更高要求, 而无法适应更高要求的药包材小企业逐渐被市场淘汰, 带动医药包装行业向着规模化方向发展, 行业集中度随之提升。该制度使得医药企业不会轻易更换药包材供应商, 药企从过去单一关注药包价格到关注质量+价格, 头部药包材企业与药企加深绑定。另一方面, 医药行业2019年12月起实施带量采购利于药包材的单一客户、单一品种订单增加, 有利于药包材产能利用率的提升。

图表 35 药包行业主要公司药包业务营收规模比较

■东风股份医药包装 (亿元) ■正川股份医药制造业 (亿元)
■海顺新材新型医药包装材料 (亿元) ■鹏程药包药品包装 (亿元)



资料来源: 各公司年报, 华安证券研究所; 注: 筛选药包业务能单独拆分的公司

图表 36 医药包装相关政策梳理

时间	法律法规和政策	发布单位	主要内容
2017年			
2017年2月	《“十三五”国家药品安全规划》	国务院	加强全过程监管，对药用原辅料和药包材生产企业开展延伸监管
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》	原食品药品监管总局	制定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》	中共中央办公厅、国务院办公厅	实行药品与药用原辅料和包装材料关联审批。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	《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》	原食品药品监管总局	各级食品药品监督管理部门自公告发出之日起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、药用辅料和药包材等级平台和数据库，有关企业或者单位可通过登记平台按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
2017年12月	《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）》	原食品药品监管总局办公厅	药审中心对制剂及其使用的原辅包进行共同审评。制剂完成专业审评、现场检查以及注册检验（如有需要）且均符合要求的，该制剂通过技术审评送总局审批，符合要求的批准上市并允许原辅包在该制剂中使用。制剂的注册证明文件注明原辅包企业及登记号信息。总局发给原辅包质量标准、生产工艺等技术文件，对同一原辅包存在不同登记号的，按不同等级号以及质量标准进行区分管理
2019年			
2019年7月	《国家药监局关于进一步完善药品关联审评和监管工作有关事宜的公告》	国家药监局	原辅包的使用必须符合药用要求。主要指原辅包的质量、安全及功能应满足药品制剂的需要。原辅包与药品制剂关联审评审批由原辅包登记人在登记平台上登记，药品制剂注册申请人提交注册申请时与平台登记资料进行关联，因特殊原因无法在平台登记的原辅包，也可以在药品制剂注册申请时，由药品制剂注册申请人一并提供原辅包研究资料；药品制剂注册申请人或药品上市许可持有人对药品质量承担主体责任，根据药品注册管理和上市后生产管理的有关要求，对原辅包供应商质量管理体系进行审计，保证符合药用要求
2019年10月	《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求（征求意见稿）》	国家药监局	注射剂使用的直接接触药品的包装材料和容器应符合国家局颁布的包材标准，或USP、EP、JP的要求。根据药品的特性和临床使用情况选择能保证药品质量的包装材料和容器。注射剂使用的包装材料和容器的质量和性能不得低于参比制剂，以保证药品质量和参比制剂一致
2019年11月	《产业结构调整指导目录》（2019年本）	国家发改委	新型药用包装材料与技术的开发和生产（中性硼硅要用玻璃，化学稳定性好、可溶解，具有避光、高阻隔性的功能性材料，气雾剂、粉雾剂、自我给药、预灌封、自动混药等新型包装给药系统及给药装置）属于鼓励类产业
2020年			
2020年5月	关于《国家药监局关于开展化学药品注射剂仿制药质量和疗效的一致性评价工作的公告、一致性评价技术要求、一致性评价申报资料要求、一致性评价技术要求	国家药监局、国家药监局药审中心	注射剂使用的直接接触药品的包装材料和容器应符合国家局颁布的包材标准，或USO、EP、JP的要求。注射剂使用的包装材料和容器的质量和性能不得低于参比制剂，以保证药品质量和参比制剂一致

资料来源：中商产业研究院，华安证券研究所

制定五年战略发展目标，2020-24 年 CAGR 有望达到 43.8%。根据《医药包装产业年发展战略目标（2020-2024）》，未来五年政府对医疗卫生事业投入加大使得国内医药行业高速发展，医药包装行业也随之发展为产品种类丰富，创新力强，市场需求旺盛的细分包装领域。根据“东风药包”医药包装产业五年发展战略规划(2020 年-2024 年)公告，公司计划 2024 年医药包装产业营业收入不低于 12 亿元，且医药包装营收占比不低于公司总营收的 25%，净利润不低于 1.2 亿元，计算得到 2020-24

年营收 CAGR 为 43.8%。公司将打造“东峰药包”知名品牌，并在中国 I 类医药包装的全环节形成较为综合全面的核心竞争力，未来目标是成为中国医药包装领域综合性头部生产企业。具体来看：

- **建立丰富的“东峰药包”产品集群：**公司当前药包业务覆盖医疗器械与卫生耗材业务，包括药用塑料瓶、药用玻璃瓶、铝塑组合盖、PVC/PVDC 硬片、铝箔及冲压成型复合硬片、复合膜袋、药盒、标签、说明书等。
- **完善技术研发能力和创新能力：**专攻国内空白的核心前沿技术，包括高阻隔材料、防伪技术、信息识别技术、溯源技术、智能化包装等，申请及获批专利数量保持行业领先水平。
- **获取资质认证：**进一步完善“东峰药包”旗下各医药包装企业的质量体系建设与认证，获得国家食品药品监督管理局药品审评中心认可的“药包材登记号”数量居于行业前列。
- **拓展与头部药企客户合作：**覆盖国内外头部药企客户不低于 20 家，与重点药企客户达成战略合作，重点发展外企医药客户。当前公司药包主要客户包括背景科兴中维、同济堂、以岭药业、国药集团、广药集团、太极集团、扬子江药业、昆药集团、华润三九、香雪制药、桂林三金药业等多家知名药企。外资客户主要包括阿斯利康和费森尤斯卡比。与赛诺菲的业务合作已提供样品并试机通过、与拜耳业务合作也已完成供应商前期建档等程序。

展望未来，公司计划对 2020-2024 年药包业务规模充满信心，计划持续加大药包板块投资力度，开发产品品类形成协同效应，提升研发创新能力和资质认证支持业务进一步发展，以及维持与头部客户的合作来占领市场。

图表 37 公司药包 2020-2024 年战略规划营收 CAGR 达到 43.8%

医药包装业务						
指标	单位	2019	2020	2021H1	2024E	
营收	亿元	1.37	2.81	2.59	12	
YoY	%	391.2%	105.6%	181.4%	-	
营收占比	%	2.1%	6.5%	10.4%	25%	
毛利率	%	20.2%	26.2%	25.0%	-	
净利率	%	-	-	-	10.0%	

资料来源：医药包装产业五年发展战略规划公告，公司年报，华安证券研究所；注：2024 年数据为计划数

外延并购后效益良好，后续扩产放量有望实现业绩增长。从过去并购后效益看，2019 年千叶药包收购完成后，通过上市公司赋能，并加快建立与集团一体化管理相适应的生产管理模式，提升其经营效益。2020H1 千叶药包实现营业收入 9838 万元，净利润 2030 万元，半年完成 2020 年度的净利润承诺。2020 年首键药包及华健药包收购完成后，营收、利润均有大幅度上涨，盈利能力提升，2019 至 2020 年，首键药包、华健药包的 ROE 分别由 18.4% 增长至 24.9%、由 2% 增至 15.7%；2019-2021H1 净利率分别由 9.8% 增至 15.2%、由 0.9% 增至 6.6%。展望未来，根据集团投资规划，目前所有药包材子公司均已申请投资配额，且 2022 年均有扩产计划。其中福鑫华康拟投资 1.2 亿元在江苏省泰兴市虹桥工业园区建设药用品高端阻隔类薄膜硬片生产项目。预计随着药包业务持续扩产放量，药包板块有望持续巩固。

固竞争优势，以及带来业绩的快速增长。

综合来看，公司以医药行业高速发展为契机，大力拓展药用包装业务，收购相关行业的标的公司后完善产品结构，优化客户结构。打造平台型公司为子公司赋能，有望培育新的业绩增长机会。公司2022年药包业务各子公司均有产能扩张计划。预计未来随着进一步扩产放量，毛利率进入上升通道。营收占比持续提升。

图表 38 东风股份药包子公司盈利能力持续提升

千叶药包									
营收(万元)			营业利润(万元)			净利润(万元)			
2019	2020	2021H1	2019	2020	2021H1	2019	2020	2021H1	
11322	19348	11438	1419	3187	1504	1241	2764	1328	
首键药包									
营收(万元)			营业利润(万元)			净利润(万元)			
2019	2020	2021H1	2019	2020	2021H1	2019	2020	2021H1	
7300	8127	4470	813	1308	769	717	1134	680	
华健药包									
营收(万元)			营业利润(万元)			净利润(万元)			
2019	2020	2021H1	2019	2020	2021H1	2019	2020	2021H1	
9355	12991	7021	109	973	517	84	760	466	
ROE (%)									
ROE (%)			营业利润率 (%)			净利率 (%)			
2019	2020	2021H1	2019	2020	2021H1	2019	2020	2021H1	
18.4%	24.9%	10.8%	11.1%	16.1%	17.2%	9.8%	14.0%	15.2%	
华健药包									
营收(万元)			营业利润(万元)			净利润(万元)			
2019	2020	2021H1	2019	2020	2021H1	2019	2020	2021H1	
9355	12991	7021	109	973	517	84	760	466	
ROE (%)									
ROE (%)			营业利润率 (%)			净利率 (%)			
2019	2020	2021H1	2019	2020	2021H1	2019	2020	2021H1	
2.0%	15.7%	8.5%	1.2%	7.5%	7.4%	0.9%	5.9%	6.6%	

资料来源：公司定增公告，公司年报，华安证券研究所

2.3:基膜及功能膜：产品结构升级，应用场景广泛具备增长空间

基膜、功能膜业务与烟标、药包业务存在产业链协同。公司布局基膜业务一方面能够满足公司内部对包装印刷生产原料的需求，为公司烟标业务和医药包装业务成本以及质量控制方面提供有效帮助，同时也能够对外销售带来额外收益。公司于2007年成立的控股子公司鑫瑞科技，业务包含PET基膜及功能膜。2020年6月15日公司全资子公司鑫瑞科技对外投资成立的控股子公司鑫瑞奇诺，主要产品为PVA涂布高阻隔膜。

图表 39 公司基膜及功能膜产品矩阵

子公司	膜类名称			应用场景	图片
鑫瑞科技	PET基膜	聚酯薄膜	镀铝基膜	普通软塑包装等用途上，如香烟盒、酒盒、礼品盒及食品包装等	
			复合基膜	应用于电子、纺织、食品、化学品、医用化学品及化工用品等行业	
			烫金基膜	主要用在电化铝、烫金镭射用途上	
			转移基膜	一般用于烟酒包装纸盒的印刷和皮革布料的烫印	
	功能膜	窗膜	建筑膜	贴在建筑玻璃表面上，起到保温、隔热、节能、防紫外线等作用	
			汽车膜	汽车车窗贴膜，具有一定硬度和防刮性能，以免在日常使用中被刮花，造成视野模糊	
		漆面膜		豪车用于汽车漆面防尘、防刮的薄膜产品，通常终端价格2万元/次，使用寿命约2-3年	
		包装材料	复合纸	可适用于各类烟标、高档酒盒、药盒、奶粉盒等产品印刷包装	
			转移纸		
			复合膜		
			转移膜		
			电化铝	应用范围主要有烟酒、有价票证、药品、时装、钟表、电脑软件等的包装、标签印刷后的表面特殊装饰等	
鑫瑞奇诺	PVA 涂布高阻隔膜产品			运用领域涵盖锂电池隔膜支撑保护膜、锂电池电芯外包铝塑膜保护膜、科技车窗膜、汽车漆面保护膜、节能建筑膜等相关领域	

资料来源：公司官网、鑫瑞科技官网、公司年报，华安证券研究所；注：鑫瑞科技与江苏百瑞尔共同投资设立鑫瑞奇诺，持有鑫瑞奇诺 70%的股权。

基膜产品结构升级，差异化基膜、功能膜进入快速放量阶段。公司在基膜的基础上拓展至差异化基膜与功能膜业务（窗膜、漆面膜、PVA 高阻隔膜等）。组织结构上，公司下设两家子公司：**鑫瑞科技**：专注于高附加值差异化基膜和功能膜，相关产品由传统基膜延伸至锂电池隔膜支撑保护膜、锂电池电芯外包铝塑膜保护膜等新能源材料等。在锂电池隔膜领域其产品锂绝缘隔膜产品具备极高的内聚力和粘结力，已达到行业领先水平，是恩捷股份等锂电池隔膜生产企业的供应商；**鑫瑞奇诺**：2020 年鑫瑞科技与江苏百瑞尔共同投资设立鑫瑞奇诺，持有鑫瑞奇诺 70%的股权，鑫瑞奇诺主要生产 PVA 涂布高阻膜。公司拟将鑫瑞科技打造成集团新材料头部企业。随着公司收购公司并表及基膜产品放量，基膜业务毛利率持续提升，2021H1 毛利率达到 34.0%。

➤ **差异化基膜销量占比提升：**价值量更高，占比提升迅速。近年来，公司差异化基膜在基膜产品中的销量占比持续提升，由 2019 年的 3.5%增至 2021H1 的 27.3%，2021H1 营收增速达 316.1%；**吨营收更高**，2021H1 差异化基膜吨营收 1.41 万元/吨，较基膜产品整体的吨营收为 1.27 万元/吨更高；**收购并表后销量增长**，2020 年差异化基膜产品销量约 1695.6 吨，同比增长 342.7%。2021H1 销量增速达 333.2%，公司目前已初步完成基

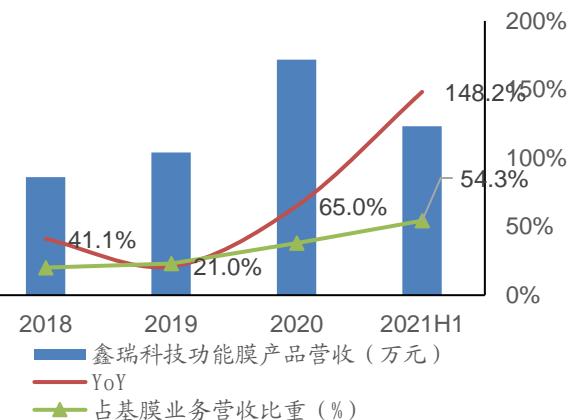
膜产品结构的转型升级，为后续业务板块经营绩效的提升打下基础。

- **功能膜营收快速增长：**以品质和研发建立核心竞争力，不断优化产品设计、工艺材料、生产过程、人工效率等各个方面，进一步提升产品性能、降低成本。2020年功能膜产品实现营收5154.3万元，同比增长65.0%。2021H1营收达3694万元，同比增长148.2%，占公司基膜业务营收比重提升至54.3%。

图表 40 公司基膜业务营收变化



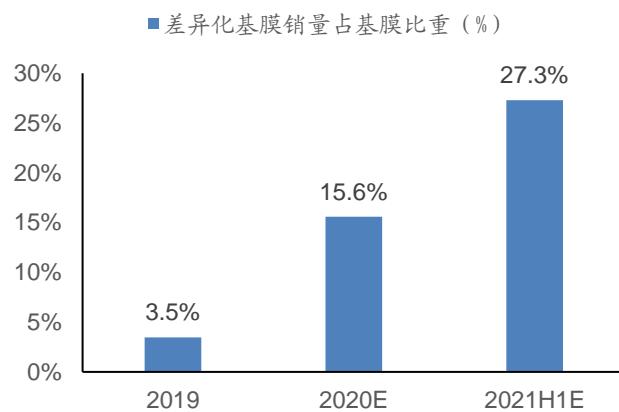
图表 41 子公司鑫瑞科技功能膜产品营收快速增长



资料来源：公司年报，华安证券研究所

资料来源：公司年报，公司公告，华安证券研究所

图表 42 子公司鑫瑞科技差异化基膜销量占基膜业务整体销量比重持续提升



资料来源：公司年报，华安证券研究所；注：占比通过假设2020、2021H1公司基膜业务吨营收同比均增长2%测算得到

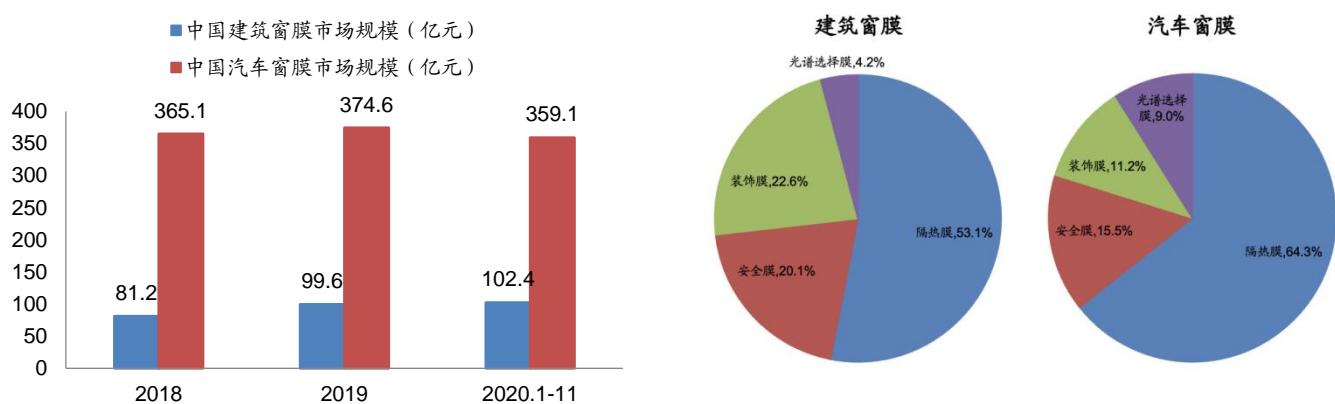
PVA 涂布高阻膜已实现量产，随产能扩张毛利率处于上升通道。 PVA 高阻膜主要运用领域涵盖车窗膜、汽车漆面保护膜、节能建筑膜、锂电池隔膜等领域。鑫瑞奇诺主营的 PVA 涂布高阻隔膜产品具有优秀的阻隔性，有利于塑料软包装行业向单一材质转型升级，加快实现可回收。同时，PVA 涂布高阻隔膜可替代进口 EVOH 共挤高阻隔膜，帮助客户降低成本。公司依托自身拥有的涂布液技术、涂布制造工艺技术、包材结构设计能力等壁垒积极与终端客户建立合作关系，PVA 涂布高阻隔膜项目已经量产，当前产能达到 2000 吨，公司计划进一步扩产，预计 2022 年实现产能翻翻。在锂电池隔膜领域，公司系恩捷股份相关锂电池隔膜生产企业的供应商，

目前营收规模小，但增长迅速，目前公司主要生产保护膜和支撑膜，未来扩展业务范围，会存在更大增长空间。目前隔膜类合作商已经开始供货，有望借助合作商的成熟客户全面发展起来。

功能膜中窗膜、漆面膜应用场景广泛，市场规模约 370 亿元。公司窗膜产品分为建筑膜和汽车膜，建筑膜贴在建筑玻璃表面上，能够起到保温、隔热、节能等作用；汽车膜应用于汽车车窗贴膜，起到防刮功能。漆面膜用于汽车漆面防尘、防刮。

根据行业数据，2018 年以来，我国汽车窗膜市场规模维持在 370 亿元左右，市场进入稳定期。2020 年 1-11 月，建筑窗膜和汽车窗膜消费均以隔热膜为主，在建筑窗膜消费中，隔热膜占比 53.1%；在汽车窗膜中，隔热膜占比 64.3%。

图表 44 中国建筑、汽车窗膜存量市场规模合计超过 460 图表 45 2020 年 1-11 月窗膜消费量以隔热膜为主 (%)
亿元



资料来源：北京研精毕智信息咨询有限公司，华安证券研究所

资料来源：北京研精毕智信息咨询有限公司，华安证券研究所

3 大消费产业：新业务盈利逐年好转，具备长期增长空间

3.1:新型烟草：重点布局 HNB 产品，静待政策落地贡献弹性

监管态度：支持国产新型烟草研发创新，坚守未成年人保护底线促行业有序发展。我国新型烟草政策监管力度明显加大。一方面，政策积极提倡对新型烟草制品全产业链的研发创新，推动国产新型烟草制品走出国门，打开海外市场；另一方面也在加快法律法规体系建设，使行业增长有法可依，在规则范围内有序发展。尤其重视对未成年人吸烟问题的监管。3月11日，根据国家标准化管理委员会标准制修订计划，国家烟草专卖局组织完成《电子烟》国家标准（二次征求意见稿），公示期至2022年3月17日；同日《电子烟管理办法》发表，《管理办法》将于5月1日起开始实施。预计政策趋严后国内雾化电子烟（市场中期增速中枢下移，但出口格局仍未改变。长期看，预计在政策引导下，电子烟行业回归到以烟民为目标客群，以替烟转化为核心诉求的正确方向。预计在减害+科技创新的主基调下，长期渗透率仍会持续提升。壁垒上，行业准入门槛以及研发创新难度预计将进一步提升，当前头部企业有望长期受益。

公司重点布局 HNB 产品，静待国内政策落地未来增长可期。公司目前持续关注并做好一些前期的规划布局。在新型烟草业务方面，公司与顺灏股份合作设立上海绿馨作为新型烟草业务板块平台。**组织架构上**，公司成立了新型烟草事业部，将 HNB 作为新型烟草行业布局重点、同时兼顾雾化烟，实行从基材、调香研发到生产销售等的全产业链布局。公司已投资布局了云南喜科（品牌为 CIGOO 喜科）、美众联、佳品健怡（品牌为 FreeM）等行业领先企业。随着后续监管细则的落地，在政策引导之下，公司基于多年来和下游烟草行业的良好合作关系，会在法律法规及监管部门的政策框架下制定相应的发展战略，持续关注并探索进一步优化在该业务板块的布局。

- **HNB：多家直接或间接持股的子公司专注于 HNB 产品，布局海内外市场。**绿馨电子生产低温 HNB 烟具产品，绿新丰科技专注于低温 HNB 烟弹，佳品健怡和云南喜科专注于低温 HNB 草本烟具和烟弹。**绿新丰科技主要涉足海外欧洲市场，外销乌克兰等国家，佳品健怡和云南喜科主要涉足国内市场。**
- **雾化类：海内外市场均具备渠道资源。**公司绿馨电子子公司美众联涉及雾化产品，近年来新型烟草布局逐年完善，为政策落地后的行业发展做准备，政策落地后公司新型烟草业务增长可期。

图表 46 东风股份新型烟草布局逐渐完善

公司名称	持股	产品	布局方向	相关措施及成果
绿馨电子	40% (东风持股)	低温HNB烟具品牌MOX+CBD	技术	(1) 获授包括“针式内HNB烟内燃器”在内的相关专利约70余项；(2018) (2) 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HNB具相关的国家发明专利；(2019) (3) 与云南绿新生物药业及云南喜科共同出资设立云南麻馨生物科技有限公司，致力于应用CBD基料及提取物研究并开发下游产品及其他创新性应用；(2019)
			销售	自有品牌MOX系列低温HNB烟具产品已成功销售至日本等国际市场；(2018)
绿馨电子子公司	绿新丰科技	100% (绿馨持股)	低温HNB烟弹	海外项目 在柬埔寨投资项目，主要生产低温HNB烟弹，未来产品将在海外合法地区合法销售，项目场地建设基本完成，设备的安装调试工作正在进行中，进入试产阶段；(2019)
	佳品健怡	100% (绿馨持股)	低温HNB草本烟具品牌FreeM+烟弹	技术 佳品健怡累积申请专利 21 项，获得授权专利 14 项，涵盖烟弹、烟具、工艺等全产业链领域，积极与在该领域具有突出知识产权和技术优势的企业合作；(2020)
				销售 低温HNB草本非烟制品已投入线下销售，依托知识产权和技术储备优势，承接多家省级中烟公司新型烟草产品的研发设计委托；(2020)
	美众联	40% (绿馨持股)	雾化品牌 JUSTVAPE+CBD 品牌SUPCELL	海外市场 在海外具有较好的市场资源及销售渠道，帮助海内外客户开发出多款新型烟具产品，并推出自主品牌；(2019)
				国内市场 承接省级中烟公司雾化电子烟的技术研发。美众联的代工业务取得较大进展，相关产品已在海外市场进行推广和销售；(2020)
				技术 为国外客户提供雾化电子烟装置与CBD器具的研发生产，在技术方面进行突破，获得实用新型专利15件，发明专利3件。配合多家海外品牌客户进行了美国食品及药物管理局“FDA”的烟草上市前申请；(2020)
	云南喜科	49% (绿馨持股)	低温HNB草本烟具品牌CIGOO+烟弹	技术 具有丰富的香精香料、低温HNB制品研发经验与市场资源，已申请相关专利，与绿馨电子所持有专利可形成新一代HNB制品专利体系；(2019)
				生产销售 (1) 云南喜科已完成增产设备采购、安装及生产，在国内开拓线上以及线下销售渠道，部分产品已实现对外销售；(2019) (2) CIGOO品牌低温HNB草本非烟产品市场占有率和复购率均持续增长；(2020)
				投资 与持有云南喜科51%股权的控股股东云南恒星签署了增资协议，双方决定共同对云南喜科进行增资人民币6000万元，股权比例维持不变，主要用于加大销售渠道建设、品牌运营、知识产权保护投入等方面。(2021)

资料来源：公司年报，华安证券研究所

绿馨电子尚未实现盈利，但盈利情况逐年好转，政策落地后有望实现盈利。近年来，子公司绿馨电子营收持续提升，从 2017 年的 605 万元增至 2020 年的 1195 万元，年复合增长率 25.5%。虽未实现实现盈利，但亏损情况已显著转好，长期和短期盈利能力均有所改善。**我们预计国内 HNB 政策有望年内落地，公司电子烟业务有望实现盈利贡献业绩弹性。**

图表 47 公司子公司绿馨电子亏损幅度缩小

子公司绿馨电子财务数据 (持股40%)											
营收 (万元)				营业利润 (万元)				净利润 (万元)			
2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
605	893	535	1195	-2121	-2449	-4125	-125	-2110	-2448	-2014	-125
ROE (%)				营业利润率 (%)				净利率 (%)			
2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
-52.7%	-50.4%	-18.2%	-11.2%	-350.5%	-274.3%	-770.5%	-10.4%	-348.7%	-274.3%	-376.2%	-10.4%

资料来源：公司年报，华安证券研究所

战略投资自研滤嘴电子烟品牌，有望实现进一步产业协同。公司于2021年11月战略投资新型烟草雾化品牌“Soyee 小叶”，Soyee 小叶电子烟主营 HNB 本草电子烟和雾化电子烟，是深圳市智叶科技有限公司旗下滤嘴雾化电子烟品牌。**(1) 从创始团队看，Soyee 的创始团队曾供职于烟草供应链体系，在香精、香料调配，过滤嘴研发及市场营销多个领域拥有多年行业经验，其创始人兼 CEO 卢智伟具备 20 年中国烟草调香供应商经验；核心自研高分子环保电子烟过滤嘴，Soyee 多年核心技术为自研 PLA（聚乳酸，是以玉米、木薯等植物淀粉为原材料具有生物降解性的绿色环保高分子材料，被广泛应用于生物制药领域）电子烟过滤嘴，能够有效拦截甘油，使雾化烟产生烟气的甘油量降低 40%-60%，保持口腔更干爽。除此之外，Soyee 还布局了新材料专利；拥有雾化及本草 HNB 产品布局，Soyee 小叶拥有雾化烟（换弹式雾化烟、一次性小烟、可注油式雾化小烟）以及搭建自研过滤嘴的低温本草 HNB 产品。Soyee 的换弹式雾化烟 Space 系列目前已在国内上市，一次性小烟在东南亚上市，预计未来将登陆国内市场。**综合来看，公司有望通过与 Soyee 在技术工艺、供应链、品牌打造等方面形成产业协同，加码布局完善已有新型烟草产业布局。****

图表 48 Soyee 自研电子烟过滤嘴



Soyee 搭载自研滤嘴的HNB产品

资料来源：Soyee 官网，华安证券研究所

3.2:乳制品：尚处于培育期，全产业链布局具备增长空间

公司乳制品产品品类丰富，价格覆盖范围广，更容易满足市场的复杂需求。产品品类丰富，形成巴氏鲜奶、纯牛奶、常温酸奶、调制乳四大产品类别、覆盖常温与低温两大系列的产品结构，同时提供不同容量的产品，满足多种消费场景。通过丰富的产品供应，满足更多消费者需求，占领各细分市场；**产品价格覆盖较广：**产品价格从 20 元左右到 100 元以上不等，每升均价从 20 元左右至 70 元左右不等，覆盖不同种类的消费者人群。为线上线下提供不同包装、容量和价格的产品，区分消费人群。

图表 49 公司旗下尼平河乳业产品种类及价格带丰富

产品名称	产品种类	图片	价格(元)	含量	每升均价(元)
巴氏鲜奶系列			69	1L	69
零乳糖牛奶	脱脂		19.8	1L	19.8
	全脂				
常温纯牛奶	高钙/线下售卖		79	200ml*10	39.5
	全脂/线下售卖				
	脱脂/线下售卖		89	200ml*24	18.5
	全脂/线上专供				
	脱脂/线上专供				
巧恋酸奶	线下售卖		89	200ml*10	44.5
	线上专供		119	200ml*24	24.79

资料来源：澳洲尼平河乳业官网官网，华安证券研究所

乳制品业务尚处于培育期，全产业链积极布局具备发展空间。公司于 2015 年以来积极布局乳制品行业，从生产端和销售端逐步推进，品牌的行业关注度、知名度都得到提升。在生产端，收购牧场后不断推进工厂建设，提升经营效率，同时注重产品研发，丰富产品结构，满足更多消费者需求。在销售端，同时布局国内市场和国外市场，拓展线上线下销售渠道。2019 年乳制品营收 1.56 亿元(此后未披露)，同比增长 13.8%，占营收比重 4.9%，同比提升 0.8pct。

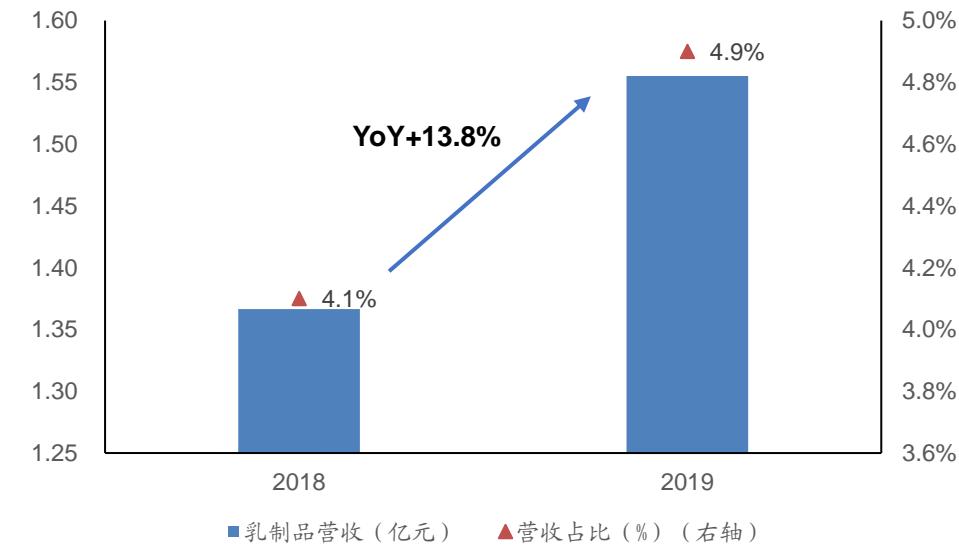
➤ **2015 年：**公司收购澳大利亚诺特曼农场，并与澳大利亚资深乳制品合作方

组建尼平河乳业有限公司。

- **2016年**: 在澳大利亚为 ALDI 超市代工, 进一步拓展市场; 同时由全资子公司东峰忆云将尼平河鲜牛奶引入国内市场, 产品进入上海、杭州、南京、苏州等区域销售, 在汕头开设澳洲尼平河鲜奶生活馆, 对品牌起到良好的推广作用。
- **2017年**: 公司全资子公司 DFP 下属的两家农场, 逐步完成了牛只更新工作, 同时升级了农场原奶存储罐及制冷设备等基础设施。
- **2018年**: 股东对尼平河乳业增资 900 万澳元, 线下进驻大型商超, 线上开设旗舰店, 扩大销售范围。
- **2019年**: 完善澳洲当地工厂基础工程建设, 开发新产品, 结合中澳两地乳制品市场的需求与反馈, 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。
- **2020年**: 在疫情影响下, 推进工厂自动化生产, 控制生产成本, 推出了零乳糖牛奶系列产品, 并布局植物蛋白饮料的研发和加工; 同时全面发力新零售渠道, 通过专业机构和自建运营团队, 利用抖音、视频、直播等形式在新零售、新社群进行了全新的布局, 进一步丰富销售渠道。
- **2021年上半年**: 公司同意公司全资子公司澳洲福瑞与其他方签署《股份买卖协议》, 将持有的尼平河加工厂全部股权转让给奥纯冠, 并由奥纯冠以发行股份的方式支付转让对价。

公司乳制品业务前期投入较大当前尚未盈利, 2021 年由于运费涨价短期有所扩大。但考虑到 (1) 运费回落后成本端压力有望逐渐释放; (2) 公司持续布局, 奥纯冠专注于奶粉和婴罐奶粉, 与尼平河的液态奶等主营业务在生产、渠道、市场等方面具有一定协同性, 能够对公司乳制品业务板块进一步优化; (3) 公司鲜奶产品保质期较短 (30 天), 公司当前积极研究新工艺延长保质期, 解决大批量生产瓶颈。综合来看, 乳制品当前亏损逐渐减少。公司全产业链布局增长空间较大, 长期有望贡献业绩弹性。

图表 50 公司乳制品业务营收增长较快



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所; 注: 2019 年之后公司未披露乳制品营收

图表 51 公司乳制品产业布局

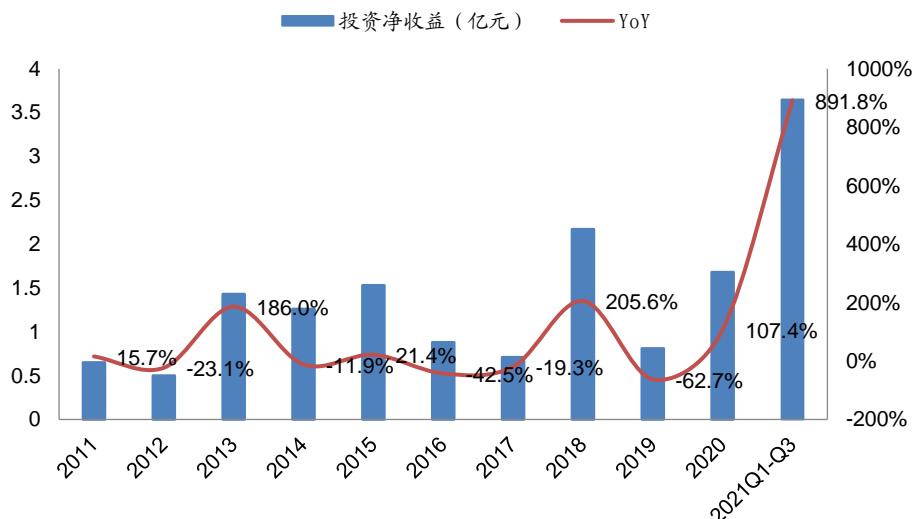
主要布局			
生产端	收购澳洲麦当劳和诺特曼牧场 (2015年) 获取HACCP、SQF食品安全认证资格证书 (2016年) 与澳洲当地合作推进工厂建设、提升经营效率，丰富产品结构 (2018年) 推出零乳糖牛奶系列，研发植物蛋白饮料 (2020年) 面对疫情影响，自动化生产控制成本，调整生产减小影响 (2020年) 与奥纯冠签署《股份买卖协议》优化乳制品布局		
	国内市场	线下	进驻大型商超，开设门店扩大知名度，增加线下店数目 (2018年)
销售端		线上	通过开设旗舰店进行销售，冷链配送提高销售覆盖区域 (2018年) 自建新零售团队 (2020年)
国外市场	线下	首先为商超代工，扩大市场 (2016年)	

资料来源：公司年报，公司半年报，华安证券研究所

3.3: 消费投资基金：投资优质赛道，项目储备丰富

消费投资基金围绕赛道及团队布局，具备丰富项目储备、持续贡献收益。公司与新三板挂牌企业天图投资及相关方共同发起设立“成都天图天投东风股权投资基金中心”、“深圳天图东峰投资咨询中心”两个消费投资基金，近年来持续拓展投资项目。2021年公司与天图投资共同投资设立的消费投资基金进一步拓展投资项目，中小微基金新增投资“凯肤草”、“丛林漫步”等投资项目。部分已投资企业成长为细分领域头部公司，公司已投资的“茶颜悦色”、“Wonderlab”、“三顿半咖啡”、“钟薛高”、“百果园”、“笑果文化”等新消费、新零售、新娱乐项目迅速成长为细分领域的头部企业。以茶颜悦色项目为例，2021年10月，南京五源资本购买茶颜悦色的200亿元估值计算，公司通过天图中小微基金间接所持的股权价值达6.75亿元。2021年6月30日，奈雪的茶成功在香港联合交易所挂牌上市，进一步增厚了公司2021上半年经营业绩。优质项目退出贡献投资净收益，从2019年的0.81亿元增至2020年的1.68亿元，同比增长107.4%，2021年前三季度投资净收益达3.65亿元，已超过2020年全年投资净收益的两倍。公司投资的项目中，多家公司已快速发展为细分领域头部企业。

图表 52 公司投资净收益有显著提升 (亿元, %)



资料来源：公司年报，公司三季报，华安证券研究所

图表 53 公司消费基金布局多个优质项目

公司名称		投资项目	融资阶段	占比	认缴金额 (万元)	注册资本 (万元)	成立时间
天图天投东风股权投资基金中心 (东风占股50%)		奇默文化	A轮	20.0%	57.1	286	2016年12月
		奕天世代 (气味图书馆)	B轮	11.1%	80.7	728	2009年5月
		百锦丰餐饮	A轮	6.4%	9.4	147	2012年2月
		明通四季	定向增发, 新三板终止上市	4.8%	143.3	3036	2009年10月
		笑果文化	战略融资	3.4%	7.1	208	2014年5月
		惠点网络	股权融资	3.0%	3.0	100	2014年7月
		每天惠	B轮	1.2%	52.0	4370	2012年6月
		百果园	股权融资	0.9%	19.4	150000	2001年12月
		钟薛高	A轮	0.7%	3.2	474	2018年3月
		兴哲企业管理咨询	控股	99.0%	5940	6000 (出资额)	2018年11月
东风股份	天图东峰投资咨询中心 (东风占股 50%)	兴祐管理咨询	控股	99.0%	10	10 (出资额)	2019年8月
		般果科技	股权转让	30.0%	608	2030	2019年8月
		般果农业	A轮	25.5%	510	2000	2018年5月
		科达思教育	A轮	23.8%	31	131	2018年1月
		混饭吃餐饮	A轮	23.3%	19	83	2015年2月
		茶悦文化 (茶颜悦色)	B轮	16.2%	101	625	2017年9月
		想星商务服务	Pre-A轮	15.8%	125	792	2017年9月
		前海汉潮	天使轮	15.0%	18	118	2020年8月
		花知晓	A轮	14.3%	53	353	2020年6月
		左点健康	A++轮	14.0%	101	720	2020年1月
		有鱼有品	股权转让	13.6%	130	950	2019年8月
		海峰无限电子	天使轮	13.5%	53	388	2020年7月
		视角动脉	股权转让	13.2%	25	190	2018年5月
		果藤互联网金融	A轮	11.9%	212	1783	2015年1月
		百锦丰餐饮	A轮	10.6%	16	147	2012年2月
		唱道	A轮	10.0%	14	2800	2018年8月
		三顿半	战略融资	9.9%	11	110	2017年10月
		璞桐服装	C轮	8.7%	11	100	2012年12月
		天音互动	Pre-A轮	6.7%	231	100	2015年6月
		蒙天乳业	战略融资	6.3%	3500	55579	2018年5月
		安体倍力	Pre-A轮	5.0%	126	2523	2017年10月
		瑟尚网络	A轮	4.5%	7	148	2016年4月
		艺画开天	股权转让	4.1%	10	125	2015年5月
		钟薛高	A轮	3.2%	15	474	2018年3月
		斯达领科	战略融资	2.6%	27	1046	2017年7月
		笑果文化	战略融资	2.0%	4	208	2014年5月

资料来源：公司年报，Wind，天眼查，华安证券研究所

4 盈利预测及估值：多元布局具备业绩弹性，扩产放量增长可期

盈利预测：我们对公司当前经营性盈利的业务做盈利预测，即大包装产业的烟标业务、纸品业务、医药包装、基膜及功能膜业务 2021-2025 年的业绩表现进行了预测，具体来看：

(1) 烟标业务：卷烟中高端化带动中高端烟标占比提升，行业集中度提升。2013-19 年行业 CR5 由 22.8% 提升至 27.4%。假设公司烟标业务成本对比较平稳不会有太大的增幅。烟标营收占比 21H1 下降至 66%，未来中高端烟标占比提升及建设智能化工厂降本增效有望支撑主业维持稳定。营收端，假设 2021-23 年销量同比增速均为 7%；箱营收同比增速均为 3%。成本端，假设 2021-23 年各成本分项增速相对稳定；

(2) 纸品业务：营收端，假设纸品的销量及吨营收呈下滑趋势且逐渐趋缓，假设 2021-2023 年纸品销量增速分别为 -4%、-4%、-2%，而吨营收增速分别为 -12%、

-6%、0%。成本端，历史数据吨成本呈下降趋势，但2021年大宗商品价格上涨明显，即假设2021年成本相对稳定，2022年吨成本下滑后逐渐稳定。假设2021年吨成本为5.2万元/顿，2022-2023年同比分别为-5%、0%。

(2)基膜及功能膜：下设子公司鑫瑞科技专注生产差异化基膜与功能膜，21H1营收增速分别316.1%、148.2%。2021年PVA高阻膜实现量产，计划进一步扩产实现产能翻倍，同时通过子公司整合膜品类业务提振估值。基膜产品随结构升级+业务放量，基膜及功能膜业务目前处于试样阶段，预计放量后毛利率提升。假设2021-23年基膜业务毛利率分别为32%、33%、34%。

(3)医药包装：居民健康意识提升释放药包潜在需求。据中药协数据，2014-19年我国医包市场规模CAGR达10.6%。关联评审政策加速行业集中度提升，带量采购政策优化产能。2019年东风并购涉足药包产业，与主业形成产业链协同。考虑到公司药包全部的子公司均有扩产计划，药包业务率先释放成为公司的第二增长曲线。2020年制定战略目标，计划2024年药包实现营收12亿元，CAGR达43.8%，比重提升至25%。公司当前已初步形成I类药包材产业布局。预计随扩产放量，毛利率进入上升通道。假设2021-23年药包业务营收增速分别为65%、30%、30%；预计药包业务产品结构优化，假设2021-23年毛利率分别为27%、29%、30%。

图表 54 公司盈利预测

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1	2021E	2022E	2023E
营业收入	百万元	2219.44	2341.64	2802.35	3328.05	3172.92	3069.39	1861.81	3850.82	4345.90	5038.57
YoY	%	10.9%	5.5%	19.7%	18.8%	-4.7%	-3.3%	24.3%	25.5%	12.9%	15.9%
归母净利润	百万元	741.20	566.72	652.09	747.90	411.91	547.48	469.22	649.86	790.96	992.07
YoY	%	0.6%	-23.5%	15.1%	14.7%	-44.9%	32.9%	82.5%	18.7%	21.7%	25.4%
综合毛利率	%	50.1%	44.8%	42.0%	38.6%	40.6%	37.1%	33.6%	30.1%	31.5%	33.2%
净利润率	%	33.4%	24.2%	23.3%	22.5%	13.0%	17.8%	25.2%	16.9%	18.2%	19.7%
烟标营收	百万元	2018.08	2064.07	2509.14	2820.80	2468.34	2247.91	1228.58	2477.42	2730.37	3009.14
YoY	%	8.0%	2.3%	21.6%	12.4%	-12.5%	-8.9%	10.5%	10.2%	10.2%	10.2%
烟标毛利率	%	38.6%	38.2%	36.6%	34.9%	36.5%	33.4%	36.7%	37.4%	39.7%	41.9%
纸品营收	百万元	576.87	464.73	500.94	504.38	557.28	455.44	51.78	384.75	347.20	340.26
YoY	%	15.5%	-19.4%	7.8%	0.7%	10.5%	-18.3%	-12.0%	-15.5%	-9.8%	-2.0%
纸品毛利率	%	43.6%	38.8%	35.0%	34.6%	35.4%	31.8%	25.5%	24.7%	24.7%	24.7%
基膜营收	百万元	93.88	108.03	89.10	128.40	134.90	136.00	68.00	140.11	144.34	150.16
YoY	%	199.1%	15.1%	-17.5%	44.1%	5.1%	0.8%	34.1%	3.0%	3.0%	4.0%
基膜毛利率	%				11.1%	18.1%	30.1%	34.0%	33.0%	34.0%	35.0%
药包营收	百万元					136.65	280.88	259.24	463.45	602.48	783.23
YoY	%					391.2%	105.6%	181.4%	65.0%	30.0%	30.0%
药包毛利率	%					20.2%	26.2%	27.0%	29.0%	30.0%	30.0%
其他收入	百万元	-469.39	-295.20	-296.83	-125.53	-124.24	-50.83	254.21	373.75	485.19	675.12
YoY	%							-60.7%	-10.0%	-5.0%	5.0%
其他业务毛利率	%										

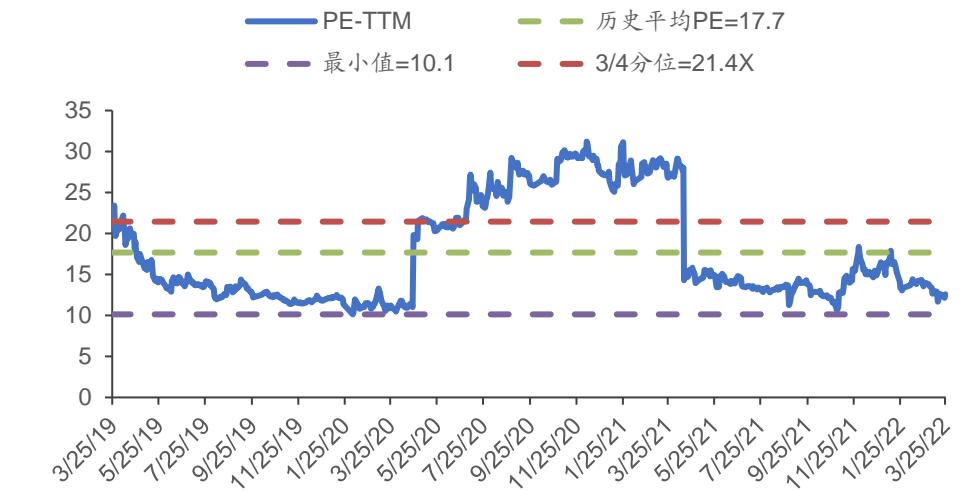
资料来源：公司年报，Wind，华安证券研究所

估值探讨：

当前估值处于历史较低水平。纵向对比看，从2019年3月至今，公司PE-TTM走势在经历较大震荡后，目前状态较为平稳，当前PE-TTM为12.6X(2022/3/25)，历史最低估值为10.1X，处于历史较低水平。

可比估值：横向对比看，考虑公司以烟标主业为基逐渐延伸的产业布局，选取劲嘉股份、集友股份做为大包装产业业务的可比公司。商业模式具备可比性，东风股份的营收主要来自烟标、纸品类业务，目前正在向电子烟业务方向发力，于同行业中的劲嘉股份和集友股份具备可比性；

图表 55 东风股份 PE-TTM 近三年走势



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 56 东风股份比可比公司估值对比

公司	市值	EPS				PE			
		2020A	2021A	2022E	2023E	2020A	2021A	2022E	2023E
东风股份	97.5	0.4	0.4	0.5	0.7	13.7	15.1	12.4	9.9
劲嘉股份	204.8	0.6	0.0	0.9	1.1	16.4	22.1	16.2	13.2
集友股份	78.8	0.2	0.0	0.8	1.1	157.4	72.7	26.8	19.1
可比公司平均值	-	0.4	0.0	0.8	1.1	86.9	47.4	21.5	16.2

资料来源：Wind，华安证券研究所；注：股价为 2022/3/25 收盘价；劲嘉股份和集友股份 EPS、PS 均为 wind 一致预期；东风股份 EPS 为模型预测值

公司是国内体量第二的烟标企业，深耕烟标包装行业 30 余年，具备一体化服务、规模优势。公司烟标主业受益于中高端卷烟占比提升结构优化，同时公司建设智能工厂降本增效，烟标主业有望维持稳定。公司于 2016 年多元布局高成长赛道打开长期增长空间，大包装+大消费产业有望双轮驱动增长贡献业绩弹性。我们看好公司持续收购优质药包标的，完善 I 类药包行业布局，药包业务扩产放量有望带来营、利增，率先成为公司第二增长曲线，同时膜业务随差异化基膜占比提升、功能膜产能进一步扩张毛利率处于上升通道。我们预计国内 HNB 政策有望在 2022H1 落地，公司新型烟草业务有望快速发展，实现盈利。综合以上，预计 2021-23 年归母净利润 6.5/7.9/9.6 亿元，对应当前股价 PE 为 15/12/10 倍，首次覆盖给与“买入”评级。

风险提示：

原材料价格大幅波动风险：公司主业烟标业务营业成本中 54.7% 为直接材料成本（2020 年数据），药包营业成本中直接材料成本占比达（80.5%）。尽管公司向产业链上游布局，当前已建立起覆盖纸品、基膜、油墨、涂料、电化铝、镭射膜、镭射转移纸、印刷包装设计与生产的全产业链链条。但若原材料价格受外生冲击影响大幅波动，则会对公司毛利率一定影响；

新业务增长不及预期风险：

1) 药包业务：随着健康意识提升释放医包潜在需求，药包行业具备较大增长空间。公司收购四家子公司当前已初步形成 I 类药包材产业布局，设立东峰药包公司打造产业集群。若资源整合不到位或存在增长不及预期风险；

2) 膜业务：公司膜业务与烟标主业存在产业链协同，当前差异化基膜、功能膜进入快速放量阶段，毛利率处于上升通道。若产能释放不及预期将影响对未来业绩增速的预测；

HNB 政策监管超预期：公司新型烟草业务主要布局 HNB，目前销往欧美、日韩、俄罗斯等国家。国内 HNB 市场预计在 2022 年政策细则落地后快速发展。若国内政策监管超预期，则会影响国内 HNB 市场未来增速中枢，从而影响公司业务预期增速。

财务报表与盈利预测

资产负债表				单位:百万元	利润表				单位:百万元
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产					营业收入	3069	3722	4201	4873
现金	2911	3849	4563	5532	营业成本	1932	2615	2895	3277
应收账款	1141	1555	1991	2580	营业税金及附加	29	33	38	44
其他应收款	531	612	691	801	销售费用	182	186	210	244
预付账款	16	0	0	0	管理费用	286	261	294	356
存货	34	37	41	46	财务费用	9	-18	-27	-36
其他流动资产	809	1146	1269	1436	资产减值损失	-91	0	0	0
非流动资产					公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	379	498	572	668	投资净收益	168	242	273	317
固定资产	3506	3817	4108	4381	营业利润	616	757	918	1137
无形资产	1043	1235	1428	1620	营业外收入	608	748	909	1128
其他非流动资产	1459	1367	1255	1124	营业外支出	64	90	109	158
资产总计					利润总额	545	659	800	970
流动负债					所得税	-3	8	10	12
短期借款	1381	1768	1972	2242	净利润	547	651	790	958
应付账款	64	0	0	0	少数股东损益	407	407	407	407
其他流动负债	612	831	920	1041	归属母公司净利润	670	1028	1197	1424
非流动负债					EBITDA	0.41	0.42	0.51	0.62
长期借款	705	937	1052	1200	EPS (元)				
其他非流动负债	407	407	407	407					
负债合计									
少数股东权益	35	35	35	35					
股本	372	372	372	372					
资本公积	1788	2175	2379	2649					
留存收益	218	226	236	248					
归属母公司股东权	1334	1536	1536	1536					
负债和股东权益	0	0	0	0					
	3076	3729	4521	5481					
	4411	5265	6057	7017					
	6417	7665	8672	9913					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1246	666	793	903	成长能力				
净利润	547	651	790	958	营业收入	-3.3%	21.3%	12.9%	16.0%
折旧摊销	190	305	324	344	营业利润	13.2%	22.9%	21.2%	23.8%
财务费用	20	9	8	8	归属于母公司净利	32.9%	18.8%	21.5%	21.3%
投资损失	-168	-242	-273	-317	获利能力				
营运资金变动	584	-73	-74	-110	毛利率 (%)	37.1%	29.7%	31.1%	32.8%
其他经营现金流	36	739	882	1088	净利率 (%)	17.8%	17.5%	18.8%	19.7%
投资活动现金流	-436	-382	-351	-307	ROE (%)	12.4%	12.4%	13.0%	13.7%
资本支出	-199	-426	-426	-426	ROIC (%)	8.6%	11.0%	11.6%	12.3%
长期投资	-275	-197	-197	-197	偿债能力				
其他投资现金流	38	241	272	316	资产负债率 (%)	27.9%	28.4%	27.4%	26.7%
筹资活动现金流	-671	128	-8	-8	净负债比率 (%)	38.6%	39.6%	37.8%	36.5%
短期借款	-171	-64	0	0	流动比率	2.11	2.18	2.31	2.47
长期借款	-22	0	0	0	速动比率	1.50	1.51	1.65	1.81
普通股增加	0	201	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.48	0.49	0.48	0.49
其他筹资现金流	-478	-9	-8	-8	应收账款周转率	5.78	6.08	6.08	6.08
现金净增加额	141	414	436	589	应付账款周转率	3.15	3.15	3.15	3.15

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 马远方, 新加坡管理大学量化金融硕士, 曾任职国盛证券研究所, 2020年新财富轻工纺服第4名团队。2021年加入华安证券研究所, 以龙头白马确立研究框架, 擅长挖掘成长型企业

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引起的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。
本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A股以沪深300指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。