

东风股份 (601515)

证券研究报告

2021年04月15日

“大包装+大消费”双轮驱动，药包业务显著增长

事件：公司发布 2020 年年报，实现营收 30.69 亿元 (-3.26%)，其中 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 8.81/6.17/6.48/9.24 亿元，同比 -2.8%/-16.4%/-9.2%/+13.3%；实现归母净利润 5.47 亿元 (+32.91%)，其中 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现归母净利润 1.85/0.72/1.03/1.88 亿元，同比 -16.1%/-48.0%/-24.2%/+327.4%。

2020Q4 营收 9.23 亿元 (+13.3%)，业绩明显改善。分产品来看：(1) 烟标实现营收 22.48 亿元 (-8.93%)，年销量 299 万大箱 (-14.88%)，主要因为疫情影响及下游烟草客户提税顺价和降本增效，公司让利客户。此外，烟标主业产品结构持续升级，细支烟、中支烟、短支烟、爆珠烟等烟标产品约 53.73 万大箱，销售收入约人民币 6.04 亿元，同比实现较好增长。(2) 医药包装实现营收 2.81 亿元 (+105.55%)，实现高速增长。其中，I 级医药包装方面布局已初见成效，主要系 2020 年收购首键药包 75% 股权、华健药包 70% 股权以及 2019 年收购干叶药包；II 级医药包装方面，控股子公司贵州西牛王充分发挥区域及辐射周边优势。(3) PET 基膜实现营收 1.36 亿元 (+0.78%)，重点研发高附加值产品，实现产品结构升级和差异化产品批量销售，2020 年基膜销量 11346.30 吨 (+3.02%)，其中差异化基膜产品约 1695.58 吨 (+342.72%)。(4) 新型烟草方面，自有品牌 FreeM 低温加热不燃烧草本非烟制品已成功投入线下销售，依托知识产权和技术储备优势有望实现较快增长。

毛利率同减 3.56pct 至 37.07%，基膜和药包业务毛利率显著提升。公司烟标/药包/纸品/基膜毛利率分别为 33.35%/26.22%/31.80%/30.09%，分别同比 -3.2pct/+6.0pct/-3.6pct/+12.0pct。烟标业务因为招标价格下降，基膜业务因为产品结构升级。费用端，销售费用率和财务费用率分别为 5.94% (1.24pct) 和 0.29% (-0.49pct)，研发+管理费用率为 18.04% (+0.58pct)。

发布“东峰药包”五年战略规划 (2020-2024 年)，致力于成为医药包装龙头企业。公司通过对干叶药包、首键药包、华健药包三家专业药包材公司并购，已经在医药包装行业内初步形成战略布局，未来五年在中国医药行业打造“东风药包”知名品牌。根据五年战略规划，预计 2024 年医药包装产业营收不低于 12 亿元 (营收占比不低于 25%)，净利润不低于 1.2 亿元。此外，公司积极拓展新型烟草业务，截至 2020 年底，绿馨电子子公司佳品健怡累积申请专利 21 项 (含实质审查阶段发明专利 5 项)，获得授权专利 14 项；公司与云南恒罡科技有限公司共同增资 6000 万元，进一步丰富产品种类及渠道建设。

盈利预测与评级：公司烟标业务处于新旧动能转换期，同时布局医药包装及新型烟草。由于公司烟标主业稳步发展，产品结构升级，药包业务布局效果初现，将 21/22 年归母净利润由 6.07/6.42 亿元上调至 6.31/6.95 亿元。预计公司 21/22/23 年归母净利润分别为 6.31/6.95/7.49 亿元，分别同比增长 15.32%/10.07%/7.76%，对应 PE 分别为 12X/11X/10X，维持“增持”评级。

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

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,172.92	3,069.39	3,696.10	4,065.77	4,450.91
增长率(%)	(4.66)	(3.26)	20.42	10.00	9.47
EBITDA(百万元)	1,304.64	1,085.56	852.64	913.90	962.45
净利润(百万元)	411.91	547.48	631.33	694.91	748.82
增长率(%)	(44.92)	32.91	15.32	10.07	7.76
EPS(元/股)	0.31	0.41	0.47	0.52	0.56
市盈率(P/E)	18.85	14.19	12.30	11.18	10.37
市净率(P/B)	1.91	1.76	1.70	1.61	1.53
市销率(P/S)	2.45	2.53	2.10	1.91	1.74
EV/EBITDA	6.76	6.29	9.65	7.30	8.24

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 (维持评级)
当前价格	5.82 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,334.41
流通 A 股股本(百万股)	1,334.41
A 股总市值(百万元)	7,766.26
流通 A 股市值(百万元)	7,766.26
每股净资产(元)	3.26
资产负债率(%)	27.86
一年内最高/最低(元)	8.22/5.15

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

- 《东风股份-半年报点评:上半年药包业务显著增长,积极拓展新型烟草领域》2020-08-30
- 《东风股份-首次覆盖报告:“大消费+大包装”双轮驱动公司成长》2020-05-16

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,017.96	1,141.19	295.69	1,561.42	356.07
应收票据及应收账款	1,334.28	866.14	1,888.81	1,002.56	2,162.70
预付账款	22.45	33.57	17.45	41.18	23.06
存货	698.81	809.15	1,245.51	901.32	1,507.93
其他	40.25	61.11	30.00	44.32	44.55
流动资产合计	3,113.74	2,911.16	3,477.46	3,550.79	4,094.31
长期股权投资	877.71	1,043.44	1,043.44	1,043.44	1,043.44
固定资产	1,327.96	1,459.45	1,430.20	1,414.54	1,394.03
在建工程	98.68	37.77	58.66	83.20	79.92
无形资产	358.94	477.69	454.55	431.42	408.29
其他	367.92	487.54	427.83	433.53	431.56
非流动资产合计	3,031.22	3,505.89	3,414.69	3,406.13	3,357.24
资产总计	6,144.95	6,417.05	6,892.14	6,956.92	7,451.55
短期借款	234.59	63.84	343.48	0.00	63.28
应付票据及应付账款	880.78	1,070.28	1,218.49	1,330.47	1,480.32
其他	405.16	247.04	371.66	369.66	388.59
流动负债合计	1,520.52	1,381.16	1,933.62	1,700.13	1,932.19
长期借款	56.80	34.56	0.00	0.00	0.00
应付债券	234.65	245.77	104.29	139.05	130.00
其他	77.50	126.54	71.92	73.03	75.00
非流动负债合计	368.96	406.87	176.21	212.08	205.00
负债合计	1,889.48	1,788.03	2,109.83	1,912.21	2,137.19
少数股东权益	190.13	218.12	224.50	231.52	239.08
股本	1,334.40	1,334.41	1,334.41	1,334.41	1,334.41
资本公积	0.00	0.04	0.04	0.04	0.04
留存收益	2,715.52	3,062.86	3,223.41	3,478.79	3,740.87
其他	15.43	13.59	(0.04)	(0.04)	(0.04)
股东权益合计	4,255.47	4,629.02	4,782.31	5,044.71	5,314.36
负债和股东权益总计	6,144.95	6,417.05	6,892.14	6,956.92	7,451.55

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	424.62	544.82	631.33	694.91	748.82
折旧摊销	185.59	190.19	91.48	94.26	96.92
财务费用	33.12	20.05	16.47	8.74	(7.03)
投资损失	(81.32)	(167.75)	(130.00)	(140.00)	(150.00)
营运资金变动	(173.86)	653.19	(1,266.09)	1,280.59	(1,569.23)
其它	343.68	5.50	6.38	7.02	7.56
经营活动现金流	731.84	1,246.00	(650.43)	1,945.52	(872.95)
资本支出	213.73	593.77	114.62	78.89	48.03
长期投资	69.86	165.73	0.00	0.00	0.00
其他	(577.30)	(1,195.52)	(44.62)	(18.89)	51.97
投资活动现金流	(293.72)	(436.02)	70.00	60.00	100.00
债权融资	761.71	371.68	607.49	315.97	363.28
股权融资	248.60	(9.28)	(16.49)	4.87	20.03
其他	(1,270.08)	(1,033.04)	(856.08)	(1,060.63)	(815.70)
筹资活动现金流	(259.77)	(670.65)	(265.08)	(739.79)	(432.39)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	178.35	139.34	(845.51)	1,265.73	(1,205.35)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,172.92	3,069.39	3,696.10	4,065.77	4,450.91
营业成本	1,883.85	1,931.67	2,360.77	2,618.79	2,891.10
营业税金及附加	36.43	29.27	43.61	47.98	52.52
营业费用	149.19	182.35	203.29	223.62	244.80
管理费用	267.02	285.96	336.35	365.92	400.58
研发费用	143.45	133.89	158.93	174.83	191.39
财务费用	24.79	9.04	16.47	8.74	(7.03)
资产减值损失	(208.97)	(91.11)	(38.00)	(45.00)	(45.00)
公允价值变动收益	(3.79)	0.96	0.00	0.00	0.00
投资净收益	81.32	167.75	130.00	140.00	150.00
其他	255.44	(196.40)	(260.00)	(280.00)	(300.00)
营业利润	544.19	616.01	744.68	810.90	872.55
营业外收入	0.21	0.47	1.18	0.91	0.85
营业外支出	5.17	8.12	4.34	4.99	4.00
利润总额	539.23	608.36	741.52	806.82	869.40
所得税	114.62	63.55	103.81	104.89	113.02
净利润	424.62	544.82	637.71	701.93	756.38
少数股东损益	12.70	(2.66)	6.38	7.02	7.56
归属于母公司净利润	411.91	547.48	631.33	694.91	748.82
每股收益(元)	0.31	0.41	0.47	0.52	0.56

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-4.66%	-3.26%	20.42%	10.00%	9.47%
营业利润	-39.56%	13.20%	20.89%	8.89%	7.60%
归属于母公司净利润	-44.92%	32.91%	15.32%	10.07%	7.76%
获利能力					
毛利率	40.63%	37.07%	36.13%	35.59%	35.04%
净利率	12.98%	17.84%	17.08%	17.09%	16.82%
ROE	10.13%	12.41%	13.85%	14.44%	14.75%
ROIC	11.96%	14.42%	17.58%	14.21%	20.26%
偿债能力					
资产负债率	30.75%	27.86%	30.61%	27.49%	28.68%
净负债率	-6.02%	-16.62%	6.52%	-24.69%	0.14%
流动比率	2.05	2.11	1.80	2.09	2.12
速动比率	1.59	1.52	1.15	1.56	1.34
营运能力					
应收账款周转率	2.39	2.79	2.68	2.81	2.81
存货周转率	4.57	4.07	3.60	3.79	3.69
总资产周转率	0.53	0.49	0.56	0.59	0.62
每股指标(元)					
每股收益	0.31	0.41	0.47	0.52	0.56
每股经营现金流	0.55	0.93	-0.49	1.46	-0.65
每股净资产	3.05	3.31	3.42	3.61	3.80
估值比率					
市盈率	18.85	14.19	12.30	11.18	10.37
市净率	1.91	1.76	1.70	1.61	1.53
EV/EBITDA	6.76	6.29	9.65	7.30	8.24
EV/EBIT	7.86	7.58	10.81	8.14	9.17

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