

审慎推荐-A (首次)

环球印务 002799.SZ

当前股价: 13.69 元

2021年06月20日

互联网精准营销助力公司再次腾飞

基础数据

上证综指	3525
总股本(万股)	25200
已上市流通股(万股)	25200
总市值(亿元)	34
流通市值(亿元)	34
每股净资产(MRQ)	2.8
ROE(TTM)	16.0
资产负债率	50.3%
主要股东	陕西医药控股集团有
主要股东持股比例	46.25%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

董瑞斌

021-68407847
dongruibin@cmschina.com.cn
S1090516030002

张景财

zhangjingcai@cmschina.com.cn
S1090516070002

公司是医药包装领先企业, 行业稳定增长, 公司龙头效应明显。精准营销发展迅猛, 公司顺势而为高速成长。布局区块链药品溯源业务引领行业发展, 首次覆盖给予“审慎推荐-A”评级。

- **医药包装龙头, 精准营销之新秀。**公司深耕包装领域多年, 市场份额领先, 客户均为医药行业头部企业, 业务维持稳定增长。2018年公司收购领凯科技切入互联网精准营销领域, 进而为公司打开新盈利增长点。
- **医药包装行业稳定增长, 公司龙头效应明显。**老龄化等诸多因素助推医药需求持续增加, 进而带动医药包装行业长期稳定增长, 我国医药包装行业市场空间已达千亿以上。公司凭借长期客户基础和技术创新已形成较强规模效应, 随着公司募投项目达产, 预计后续公司市场份额有望进一步提升。
- **精准营销发展迅猛, 公司顺势而为实现高增长。**截至2021年Q1网民规模已突破10亿, 这为精准营销发展提供了优质土壤。短视频直播等快速发展也进一步推动精准营销需求。子公司领凯科技技术领先经验丰富, 通过绑定大客户战略与今日头条系、阿里系、百度系、美团系等都具有深度合作, 预计后续有望持续高增。
- **布局区块链药品溯源业务, 引领行业发展。**药品溯源是大势所趋, 国内外都在着手布局这一领域。公司开发“易博洛克”药品溯源系统, 以药品包装为载体, 率先实现行业布局。后续为公司带来新业务增量的同时, 还与公司传统包装业务形成较强协同效应。
- **首次覆盖给予“审慎推荐-A”投资评级。**我们预计公司2021-2023年营收为31.10亿、43.88亿和58.78亿元, 净利润为1.53亿、2.05亿和2.81亿元, 当前市值34亿元对应PE为22.5/16.8和12.3倍, 首次覆盖给予“审慎推荐-A”评级。
- **风险提示:**行业竞争过于激烈、公司业务推进不及预期、疫情影响。

财务数据与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	1247	1875	3110	4388	5878
同比增长	125%	50%	66%	41%	34%
营业利润(百万元)	92	143	218	291	400
同比增长	165%	55%	52%	34%	37%
净利润(百万元)	67	101	153	205	281
同比增长	137%	52%	51%	34%	37%
每股收益(元)	0.26	1.06	0.61	0.81	1.12
PE	51.8	12.9	22.5	16.8	12.3
PB	5.7	5.2	3.9	3.3	2.8

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

1、医药包装龙头，外延切入精准营销领域	4
1.1 医药包装龙头，精准营销之新秀	4
1.2 公司业务持续快速增长	5
1.3 国资委控股，决策效率高	6
2、医药包装行业稳定增长，公司龙头效应明显	7
2.1 老龄化等诸多因素助推医药需求稳定增长	7
2.2 医药包装产业市场空间广阔	9
2.3 公司深耕医药包装领域，龙头效应明显	10
2.4 新冠疫苗包装需求使公司锦上添花	11
2.5 扩大产能，积极拥抱行业发展	12
3、精准营销发展迅猛，公司顺势而为持续高增长	13
3.1 流量时代下，数字营销行业发展迅猛	13
3.2 领凯科技恰逢其时，业务迎来爆发	14
4、布局区块链药品溯源业务，引领行业发展	15
4.1 药品溯源是大势所趋	15
4.2 公司已布局药品溯源业务，具备较强先发优势	16
5、盈利预测与投资评级	17
6、风险提示	18

图表目录

图 1 公司医药纸盒包装业务	4
图 2 金印联工程技术中心	4
图 3 金印联供应链管理运营模式	4
图 4 公司合作互联网 app	5
图 5 公司三大主营业务营收情况（单位：百万元）	6
图 6 公司其他业务营收情况（单位：百万元）	6
图 7 截至 2020 年底公司股权结构	7
图 8 全球医药市场规模（亿美元，%）	7
图 9 我国医药市场规模及走势（亿元，%）	8
图 10 我国人口总额及老龄化情况（亿，%）	8

图 11 人均年医疗保障支出与年消费支出对比（元，%）	8
图 12 我国医保收入支出对比（千亿元）	9
图 13 “十三五” 医保建设详情	9
图 14 全球医药包装市场规模（亿美元）	9
图 15 中国医药包装市场规模（亿元）	10
图 16 公司主要客户分布情况	10
图 17 公司新建全自动化生产线	11
图 18 国内疫苗行业市场规模（亿元，%）	12
图 19 公司西安新厂区奠基仪式	13
图 20 我国网络普及状况	13
图 21 国内自媒体营销行业市场规模（亿元）	14
图 22 国内自媒体营销行业市场规模（亿元）	14
图 23 领凯主要业务模式	15
图 24 独创营销服务循环流程	15
图 25 区块链药品溯源在疫苗产品上的应用	16
图 26 区块链技术溯源相关政策意见	16
图 27 公司自主研发药品溯源系统	17
表 1：引入金印联后公司营运能力对比	11
表 2：当前各主要疫苗厂商动向	12
表 3：收入结构拆分	17
附：财务预测表	19

1、医药包装龙头，外延切入精准营销领域

1.1 医药包装龙头，精准营销之新秀

公司是国内领先的医药纸盒包装品供应商。环球印务主营业务为医药纸盒包装产品的设计、生产和销售，客户均为国内外头部药企，如强生、拜耳、中国医药集团、诺华制药，赛诺菲、默沙东等。依靠医药包装所形成的规模效应、技术储备及品牌影响力等多个竞争优势，不断夯实公司医药包装的核心竞争力，始终占据着国内医药折叠纸盒包装领域及药用铝管包装领域的领先地位。公司利用医药包装上的经验优势，持续向其他医药包装高附加值产业链领域拓展。

图 1 公司医药纸盒包装业务



资料来源：公司官网、招商证券

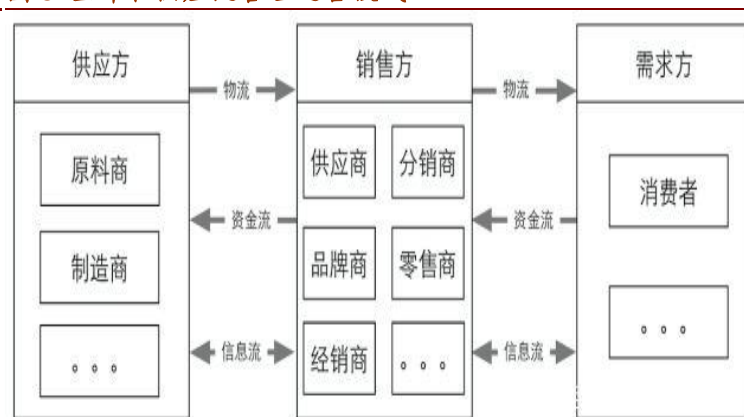
进一步深耕包装领域，外延开辟印刷供应链产业。公司 2019 年 5 月收购北京金印联 70% 股权，后者专业从事印刷包装供应链服务。金印联主张从终端用户需求出发，为印刷包装企业提供绿色安全印刷原辅材料解决方案及相关产品技术应用增值服务。近年来，金印联开始为产业链上游印刷买家（出版机构、食品、药品、化妆品、玩具、消费电子企业等）提供系统性印品质量控制及印刷色彩管理服务，协助品牌商进行个性化安全物料定制及印刷商渠道管理，打造更为绿色环保、安全、专业、高效、有竞争力的印刷包装产品供应链保障服务体系。

图 2 金印联工程技术中心



资料来源：公司官网、招商证券

图 3 金印联供应链管理运营模式



资料来源：公司公告、招商证券

公司外延切入精准营销领域。在传统的医药包装业务基础之上，公司积极拓展外延，寻找相关产业的新增长点。公司已于 2018 年和 2019 年相继收购了领凯科技和北京金印联，构建起医药包装-印刷供应链管理-互联网营销三大业务布局，在保证传统的医药包装业务稳定增长的同时，新业务的营收规模也实现了翻倍。

公司外延切入精准营销领域，打开收入新增长点。公司于 2018 年收购领凯科技 70% 股权进入互联网数字营销行业。领凯科技利用自身整合数字营销平台的优势，为各大头部客户提供优质的推广服务。通过公司有效运营策划，在显著降低客户广告投放成本的同时，实现精准营销。领凯科技近几年通过为阿里巴巴、百度等知名互联网头部客户提供推广和精准广告投放业务，实现了业务营收的飞速增长。到目前，公司已经是多家权威媒体和头部互联网客户的核心供应商，如阿里系(淘宝、支付宝、淘宝特价版)，在线教育(猿辅导、高途)，视频 APP(搜狐、优酷)，短视频(快手、刷宝)等。

图 4 公司合作互联网 app



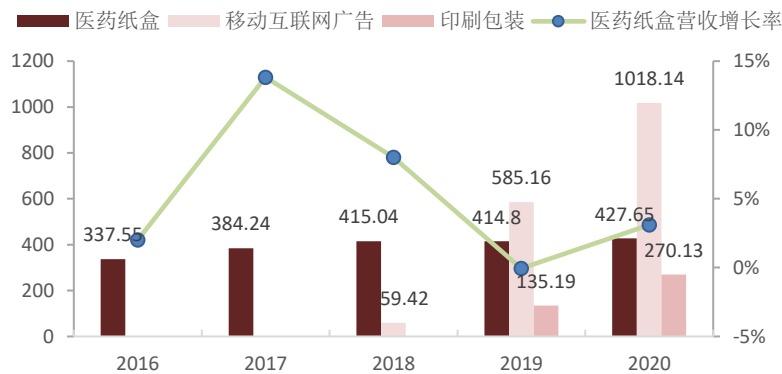
资料来源：公司官网、招商证券

1.2 公司业务持续快速增长

公司三大业务齐头并进。公司在 18 年之前业务完全集中于医药纸盒的生产上，并兼有一些基础的瓦楞纸箱及其他消费品包装类的业务，原有业务维持稳定增长。后续通过收购分别进入数字营销和印刷包装供应链领域，并利用其专业领域完善自身的包装品供应链建设。同时，公司对几项业务进行充分地整合提升包装品的附加值，推动传统包装与新科技技术的链接。

公司外延收购公司业务增长迅猛，为公司打开新增长点。公司 2018 年收购领凯科技进入精准营销领域，恰逢短视频蓬勃发展，该项业务应该高速发展。具体数据上，公司精准营销营收 2018 年为 6000 万，2019 年即实现近 10 倍增长，2020 年营收规模已达 10 亿元。公司 2019 年收购金印联进入印刷包装供应链领域，其营收在 2020 年也实现翻倍增长，同时供应链管理业务的引入对未来公司传统业务升级转型有着重大意义。

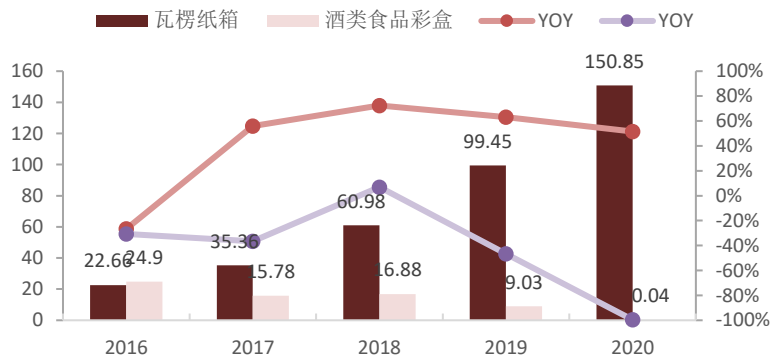
图 5 公司三大主营业务营收情况（单位：百万元）



资料来源：wind、招商证券

逐步调整业务结构，提升产品附加值。公司瓦楞纸箱业务定位为中高端，合作的客户均为国内外品牌企业，包括伊利、杨森、中粮可乐、中兴等，且公司为伊利集团陕西地区唯一瓦楞纸箱 A 级战略供应商。该项业务营收在 20 年为 1.51 亿，同比增速为 51.68%。相比之下，公司逐步减少酒类食品彩盒这一同质性高且附加值低的业务，2020 年该业务已基本被砍掉。公司后续将把精力更多放在附加值更高的领域。

图 6 公司其他业务营收情况（单位：百万元）



资料来源：wind、招商证券

1.3 国资委控股，决策效率高

陕西省国资委实际控制，股权结构稳定决策效率高。公司自 2016 年 IPO 以后，前三大股东所持股份一直保持 72.50%，到 2020 年末合计持有 67.52%。截至 2021 年 Q1 第一大股东陕药集团持有公司 46.25% 股份，陕药集团是陕西省国资委下属的全资子公司，因此后者为公司的实际控制人。股权结构的稳定使得公司的决策效率高，也正是因此，公司在后续拓展新业务的两次外延收购均取得了大成功。

图 7 截至 2020 年底公司股权结构

控股股东		实际控制人	本公司	控股公司	
陕西医药控股集团有 限公司（陕西省国资委 全资子公司）46.25%	其他主 要控制 人	西安环 球印 务股 份有 限公 司	全 资 子 公 司	西安易诺和创科技发展有限公司	
香港原石國際有限公 司 16.83%				天津滨海环球印务有限公司	
比特(香港)投资有限公 司 4.40%				西安凌峰环球印务科技有限公司	
其他股东	其他主 要控 股 公 司				
	北京金印联国际供应链管理有限 公司 霍尔果斯领凯网络科技有限公司 西安易博洛克数字技术有限公司				

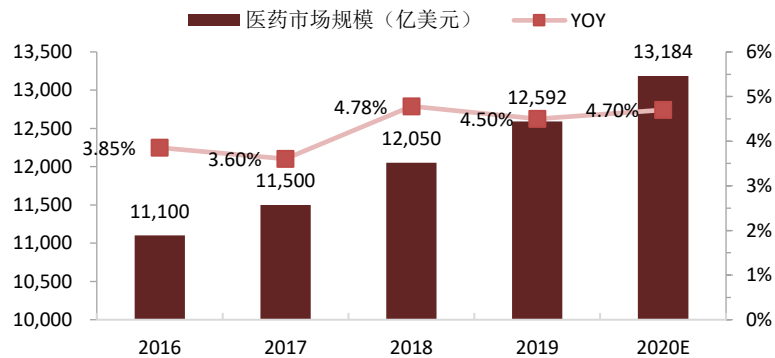
资料来源：wind、招商证券

2、医药包装行业稳定增长，公司龙头效应明显

2.1 老龄化等诸多因素助推医药需求稳定增长

全球医药行业维持长期稳定增长。纵观全球，人口、城市化、老龄化、收入水平等多种基础因素，加上人们健康意识的增强，都在推动医药行业的发展；科技水平的不断提高，也从供给端加快了新药、仿制药的制造步伐。综合来看，需求端和供给端同时推动了全球医药市场的发展。过去五年，全球医药市场规模保持着约 4% 的增长。在 2020 年新冠疫情影响下，预计后续增速将达到 5%，预计 2023 年将达到 1.5 万亿美元。

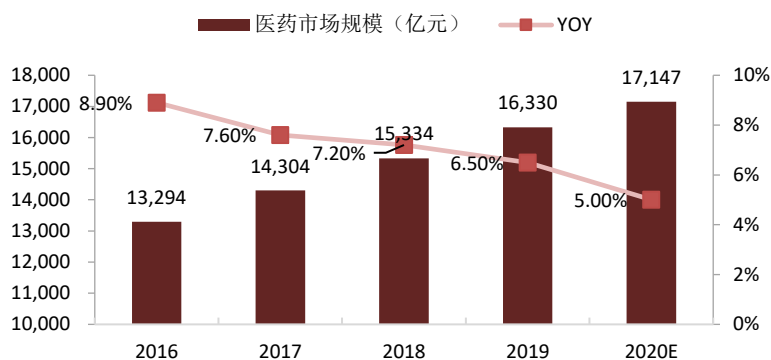
图 8 全球医药市场规模（亿美元，%）



资料来源：中商产业研究院、招商证券

医药新兴国家是推动全球医药市场发展的新动力。2018 年新兴市场国家药品消费支出 2859 亿美元，占全球药品消费支出的 23.7%，2014-2018 年复合增长率为 9.3%。中国是贡献增长最大的国家，也已成为了全球第二大医药市场，我国医药市场规模从 2016 年的 1.33 万亿上升至 2019 年的 1.63 万亿水平，年均复合增速高达 7%，显著高于世界平均水平。

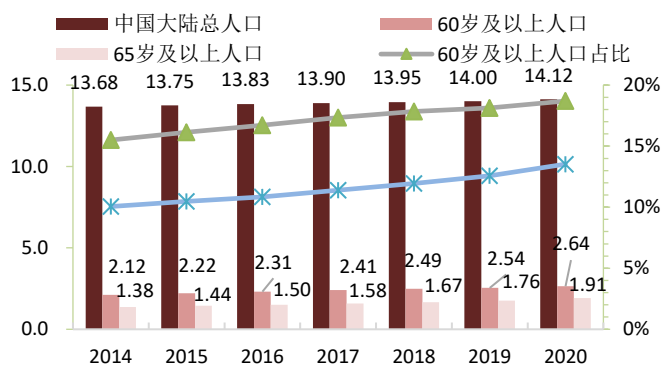
图 9 我国医药市场规模及走势 (亿元, %)



资料来源: 中商产业研究院、招商证券

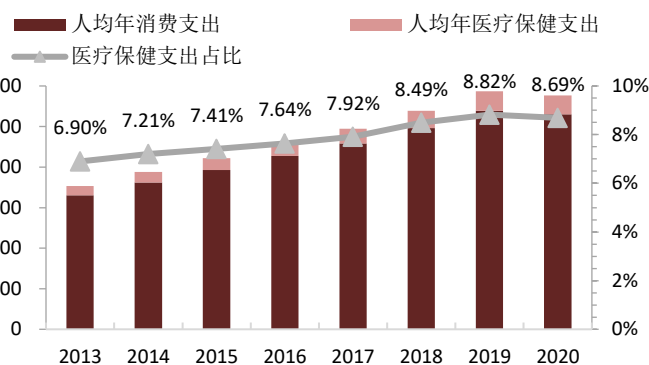
人口老龄化推动医药产品需求量上升。参考 2020 年人口普查, 我国当前人口为 14.12 亿, 其中 60 岁及以上、65 岁及以上人口分别为 2.64 亿和 1.91 亿, 占总人口比重分别为 18.70% 和 13.53%, 老龄化进程正在持续加快。此外, 国民收入水平提升也让国民更加关注身体状况。我国人均医疗保健支出占消费支出比重已从 2013 年的 6.90% 上升至如今的 8.70%。可以预见, 随着国民健康意识不断增强, 以及我国研发、制药水平不断上升, 对于药品的需求仍将保持高速增长。

图 10 我国人口总额及老龄化情况 (亿, %)



资料来源: wind、招商证券

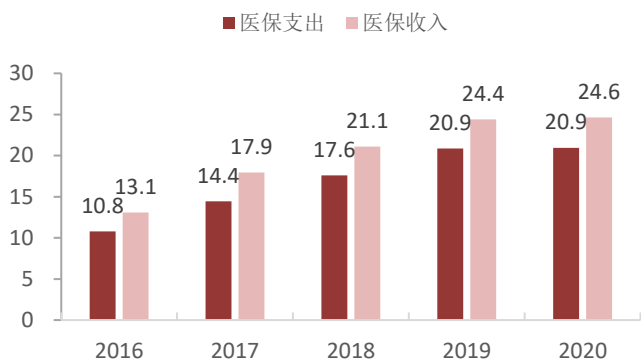
图 11 人均年医疗保障支出与年消费支出对比 (元, %)



资料来源: wind、招商证券

我国医疗保障体制不断健全, 医保收支规模逐年上升。目前我国已建成全世界最大的医疗保障网, 基本医疗保险参保人数已经达到了 13.5 亿人, 参保率稳定在 95% 以上。2019 年全国各省 (自治区、直辖市、含兵团) 都已整合城镇居民医保和新农合两项制度, 实现了统一的城乡居民医疗保险和大病保险制度。目前我们全国贫困人口的参保率稳定在 99.9% 以上, 基本实现了贫困群众的全覆盖。在医保规模不断扩大范围下, 更优质实惠的药品价格和更广泛的报销品类推动着药品的需求。

图 12 我国医保收入支出对比（千亿元）



资料来源：国家医疗保障局、招商证券

图 13 “十三五”医保建设详情

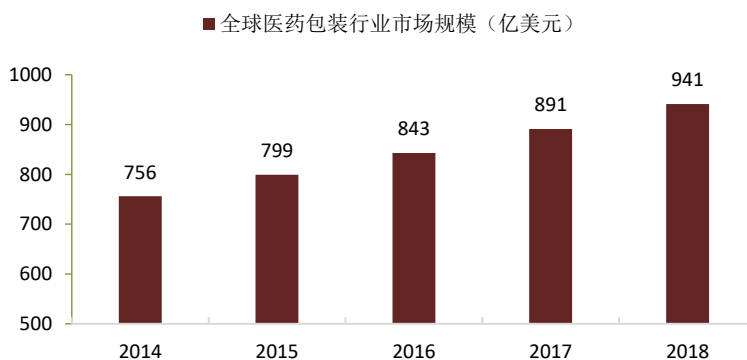


资料来源：公开资料、招商证券

2.2 医药包装产业市场空间广阔

全球医药行业蓬勃发展带动医药包装行业持续增长。2020 年新冠疫情以后，很多家庭养成了常备基础药品的习惯，家庭对于基础药品需求大幅上升。另外，近些年高端药品专利保护期限逐渐到期使得仿制药市场扩容，尤其是对于新兴医药市场，是这些成本相对低廉、使用效果好的仿制药的最大需求方。医药行业发展带动了相关包装需求增加，截至 2018 年，全球医药包装行业市场规模已达 941 亿美元，近三年年均复合增速为 5.6%。

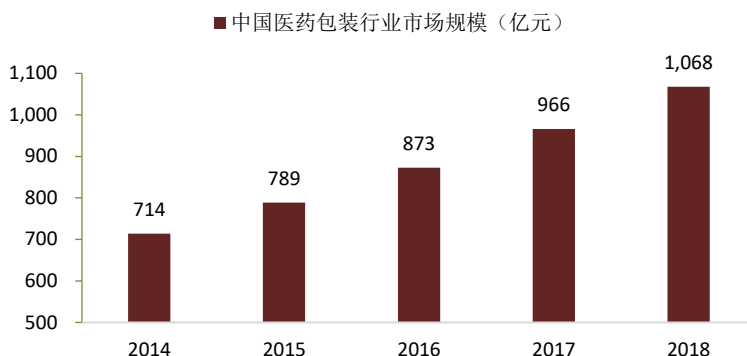
图 14 全球医药包装市场规模（亿美元）



资料来源：前瞻产业研究院，招商证券

中国医药包装行业发展增速显著高于全球水平。我国医药包装市场在近几年持续保持 10% 以上的增幅，远超 5.5% 的世界平均水平。截至 2018 年市场规模已突破 1000 亿。考虑到未来随着药品溯源制度的全面深入推进，以及“互联网+”、智能制造相关发展概念的升级，一些具备实力的包装企业还将以区块链技术为引领，会不断提升医药包装品的附加值，未来市场规模仍有极大的提升空间。

图 15 中国医药包装市场规模（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，招商证券

2.3 公司深耕医药包装领域，龙头效应明显

公司客户基础强，与国内外知名药企均有深入合作。在医药折叠纸盒等次级包装领域，公司与世界 500 强的在华制药企业、国内知名的制药企业及疫苗生产企业均保持长期而稳定的合作关系。在中高端铝管等药品初级包装领域，合作的客户均为外资及国内大中型知名企业，包括西安杨森、天津史克、诺华制药、拜耳医药、山德士、先灵葆雅等；同时，公司还积极开发医美、电子等消费品市场，国际化妆品巨头欧莱雅、国内医美龙头贝泰妮、三星电子等均是公司消费品业务的重要客户。

图 16 公司主要客户分布情况



资料来源：公司官网、招商证券

打造国内示范性医药包装生产线，规模效应不断强化公司竞争力。当前医药包装企业正提高产线自动化程度和创新能力，助推行业升级。公司是最早在国内建立全自动包装生产线的企业，效率极高，从而公司率先匹配了西安杨森的需求，包括之后的国际知名药企诺华和拜尔，都因此成为公司大客户。公司依靠医药包装所形成的规模效应、技术储备及品牌影响力等多个竞争优势，不断夯实公司竞争力，始终占据着国内医药折叠纸盒包装领域及药用铝管包装领域的领先地位，并持续向其他医药包装高附加值产业链领域拓展。

图 17 公司新建全自动化生产线



资料来源：公司官网、招商证券

行业洗牌有助于龙头企业强化地位。近年来，原材料价格上涨、集采药品降价以及新冠疫情等因素，对于行业内企业所具有的客户广度、供应链深度、快速应急能力都是较强考验。行业部分小企业轮番倒下，但环球印务优势尽显。一方面，公司在格局分散的医药包装行业有近 6% 的市占率，生产规模庞大且资金充足，公司本身的营运能力在 19 年收购金印联改善印刷供应链后有了质的提升，应收账款占营收比例小，应对中短期的产成品价格及原材料价格冲击影响能力强；另一方面，公司凭借自身先进的自动化生产线，与国内外多家知名药企有紧密的合作，订单稳定且供应能力强。预计洗牌之后，公司市占率有望持续提升。

表 1：引入金印联后公司营运能力对比

	2016	2017	2018	2019	2020
营业周期（天）	178.72	180.28	157.26	91.36	75.46
存货周转天数	67.76	79.20	66.15	26.95	20.10
应收账款周转天数	110.96	101.08	91.11	64.41	55.36
存货周转率	5.31	4.55	5.44	13.36	17.91
应收账款周转率	3.24	3.56	3.95	5.59	6.50
应收账款（百万）	121.80	124.27	156.73	289.61	287.17
流动资产（百万）	340.03	380.79	472.62	765.00	886.09
营收账款/流动资产	35.82%	32.63%	33.16%	37.86%	32.41%

资料来源：wind、招商证券

公司对原材料成本具有足够控制力。公司在多年的经营历程中与主要纸张供应商已形成战略合作关系，拥有一定的议价权优势。同时公司通过持续提高采购集中度，增强议价能力等措施规避原材料价格波动带来的影响。面对不断上涨纸张价格的市场趋势，相应采购成本有所上升，公司及时向客户提出涨价需求，降低纸价波动对生产成本的影响。

2.4 新冠疫苗包装需求使公司锦上添花

新冠疫苗推广对包装需求大。根据卫健委领导博鳌论坛发言，目前我国已有 20 个疫苗进入临床实验，其中有 4 个疫苗已经在国内获批上市，有 3 款疫苗已经获批国内的紧急使用。目前有 8 款疫苗在国外获批了开展三期临床实验，3 个疫苗在西方发达国家获批开展一期临床实验。1 个 mRNA 疫苗已经获得国外三期临床的伦理批复。目前，我国 4 个获批附条件上市的疫苗为：国药中生北京公司、国药中生武汉公司、北京科兴中维公司生产的 3 款灭活疫苗以及天津康希诺公司生产的 5 型腺病毒载体疫苗。而在新冠疫苗

生产和供应方面，2021 年 4 月份时，我国全年新冠疫苗的产能已经达到 50 亿剂，2021 年新冠疫苗的产量将突破 30 亿剂。这将带来巨量医保包装需求。

公司已获得市场主要疫苗供应厂商订单。目前，公司已经与国内获批上市的全部新冠疫苗生产企业取得合作。其中，公司已取得国药下属中生集团各生物制品研究所（北京所、兰州所、上海所、武汉所、兰州所、成都所）北京科兴中维新冠疫苗包装材料的战略供应商资质和大份额包装材料供应，主要为其提供疫苗折叠纸盒包装。同时，通过积极参与前期研发测试、试机等工作，公司与天津康希诺、安徽智飞龙科马等新冠疫苗生产企业已开展合作。

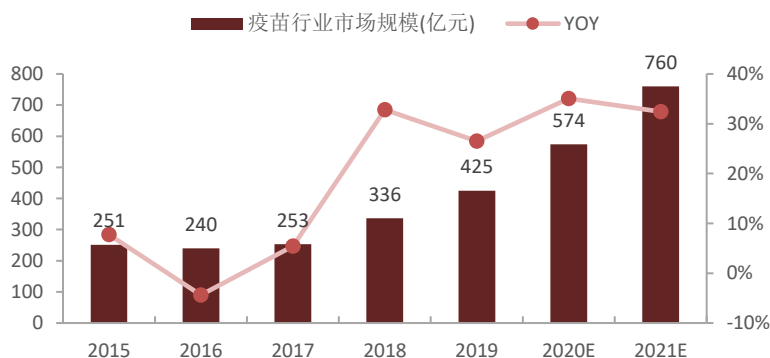
表 2：当前各主要疫苗厂商动向

研究机构	地区	阶段	疫苗类型
国药集团/武汉所	中国	临床三期	灭活疫苗
国药集团/北京所	中国	临床三期	灭活疫苗
科兴生物	中国	临床三期	灭活疫苗
康希诺/军科院	中国	临床三期	腺病毒载体疫苗
强盛	美国	临床三期	腺病毒载体疫苗
牛津大学/阿斯利康	英国	临床三期	腺病毒载体疫苗
加马列亚研究所	俄罗斯	临床三期	腺病毒载体疫苗
Moderna	美国	临床三期	mRNA 疫苗
BioNTech/复星医药/辉瑞	德国/中国/美国	临床三期	mRNA 疫苗

资料来源：Do News、招商证券

新冠疫苗包装需求为公司带来新的业务空间。就当下来看，公司已经与很多大型药企签订了疫苗包装订单，产能利用率已几乎打满。未来涉及到我国新冠疫苗的出口，与现在的厂商仍然有合作机会。即使是在疫情结束或者说国内外的疫苗注射已基本完成后，经过疫情的洗礼，人们的健康意识也会发生变化，可能会主动地去注射一些健康疫苗。因此，这次新冠疫苗包装的供应将有望为公司带来新的业务发展契机。

图 18 国内疫苗行业市场规模（亿元，%）



资料来源：前瞻产业研究院，招商证券

2.5 扩大产能，积极拥抱行业发展

公司进行产能扩展，积极拥抱行业需求增长。公司拟通过非公开发行股份方式分别进行

西安环球印务扩产暨绿色包装智能制造工业园（一期）项目、天津环球印务扩产暨绿色包装智能制造项目，通过本次募集资金投资项目的顺利实施，公司将扩大原有产品产能，有效缓解公司产能压力，提升对客户的综合服务能力及快速响应能力。

新建项目全国布局，有望推动公司业务快速增长。拟建设的西安环球印务扩产暨绿色包装智能制造工业园项目，项目建设期三年，预计项目达产后可实现新增 5 亿元产能规模；预计总投资 10 亿元，总占地约 160 亩。项目正式达产后，预计年产标准医药包装折叠纸盒 50 亿标准只、药品说明书 20 亿张、标签及其他配套材料 10 亿个、药用铝管 3.5 亿支。计划投资建设天津扩产暨智能化改造项目，建设期两年，预计项目达产后可实现新增 3 亿元产能规模；布局华东项目，完成全国重点区域全覆盖。项目完成后将能够有效缓解公司产能不足现状，后续将公司发展持续蓄力。

图 19 公司西安新厂区奠基仪式



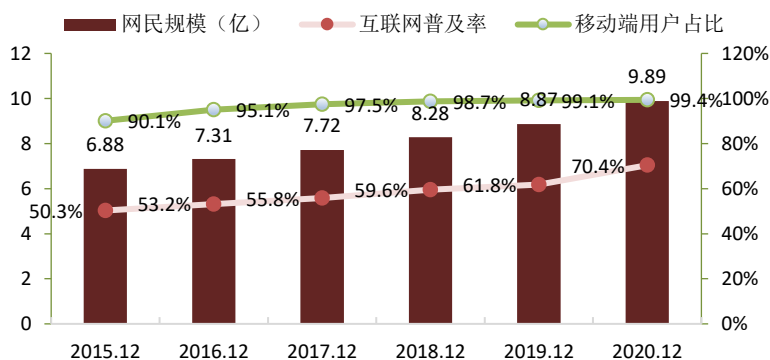
资料来源：公司官网、招商证券

3、精准营销发展迅猛，公司顺势而为持续高增长

3.1 流量时代下，数字营销行业发展迅猛

网民规模持续增加，精准营销具备优质土壤。互联网一直是广告营销行业发展的重要媒介，当前我国互联网普及率已达到 70.4%，网民规模预计在 2021 年第一季度突破 10 亿。其中，移动端用户普度逐渐接近 100%。网民数量激增使得精准营销大有作为。数字营销广告时刻通过手机及电脑精准传达给用户，小到斗地主游戏的间隔、打开 app 时的 5 秒推广，大到追剧、看比赛时的 15 到 1 分钟的广告，都是精准营销的展现形式。

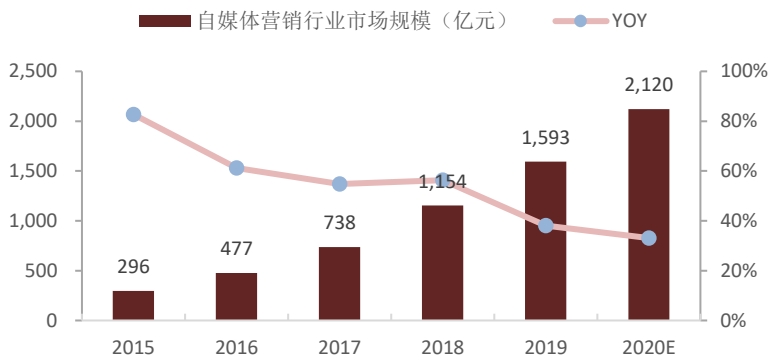
图 20 我国网络普及状况



资料来源：CNNIC、招商证券

产品定制化，可满足消费者多样化需求。近些年来，自媒体营销行业也在持续保持高速增长，2015 到 2019 年复合增长率高达 52.31%。高速增长背后重要因素是大数据及云计算分析对于手机用户画像的精准分析。最典型的便是抖音，通过对用户最爱看的视频门类进行总结从而不断推送使用者感兴趣的视频，从而牢牢占据用户使用时长。同时，通过对用户进行分类，可以按用户属性进行广告展示，实现精准营销。

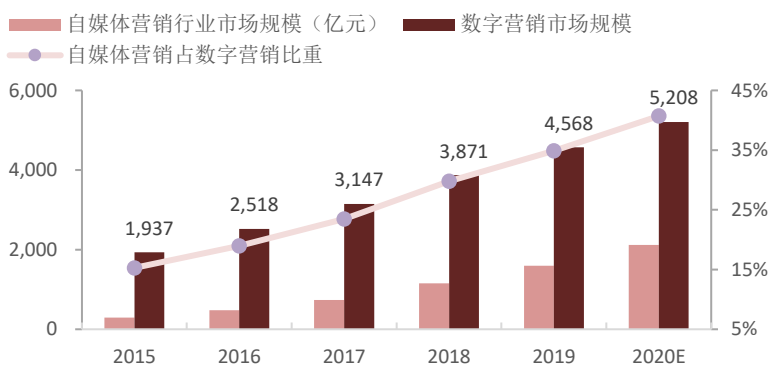
图 21 国内自媒体营销行业市场规模（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院、招商证券

手机端 app 广告成为精准营销的发力点。当前，众多视频 app 和购物 app 已经成为用户在闲暇时间用于休闲的重要方式。移动自媒体营销占数字营销的比重不断攀升，从 2015 年的 15.28% 到 2020 年的约 40.71%，净规模已超过 5000 亿。可以预见未来以手机端为核心的移动互联网营销行业仍有广阔的市场空间，是未来数字营销行业的重要增长点。

图 22 国内自媒体营销行业市场规模（亿元）

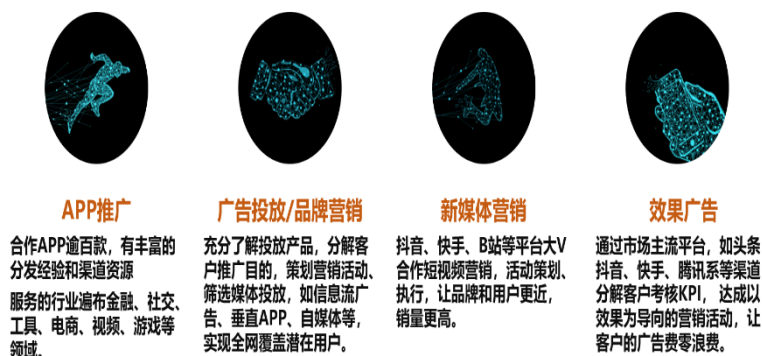


资料来源：中国产业发展研究网、招商证券

3.2 领凯科技恰逢其时，业务迎来爆发

子公司领凯科技持续深耕精准营销领域。公司通过本身过硬的广告定向技术，帮助广告主客户实现成本可控、效果透明、安全稳定的精准营销，并能建立用户数据库，将数据、技术和营销洞察完美结合在一起。公司整合多种移动端媒体平台，以丰富的创意形式，利用大数据分析能力，优化展现更全面的需求信息并挖掘价值数据用于分析判断，帮助客户利用数据及社交网络实现与消费者效果直达的沟通及互动，实现直接经营顾客效果。

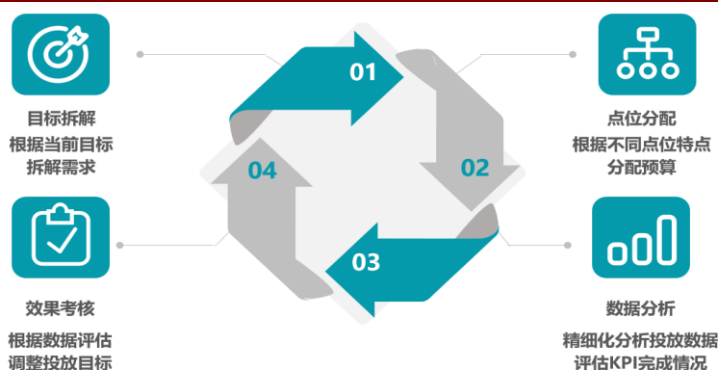
图 23 领凯主要业务模式



资料来源：公司官网、招商证券

大客户精细化运营战略，打造高效精准的营销服务流程。公司在转型互联网营销行业初期时，为抖音、拼多多等新型互联网公司提供精准营销服务并成功帮助其各 app 成为当前的爆款，从而逐渐得到大客户的青睐。后续公司与阿里系、百度系、美团系等都有一定程度合作，涉及淘宝、淘特、百度地图、优酷和美团等营销推广。公司通过目标拆解、点位匹配、数据分析及效果考核的营销流程，能够准确把握在推广过程中的发力点，从而准确分配预算。同时借以全面的数据分析，实现精准营销，在推广过程中还会对各环节进行考核，不断提升自身的业务能力。

图 24 独创营销服务循环流程



资料来源：公司官网、招商证券

公司团队逐渐成熟，足够支撑公司高速增长。公司自 2018 年开始涉及精准营销业务，营收规模从 2018 年的 6000 万到 2019 年的 5.85 亿再到 20 年的 10.18 亿，增速迅猛。随着业务规模不断增加，公司也在不断扩充自身团队，从 18 年的 70 人到现在整个团队已有超过 300 人，足够支撑公司高速增长。

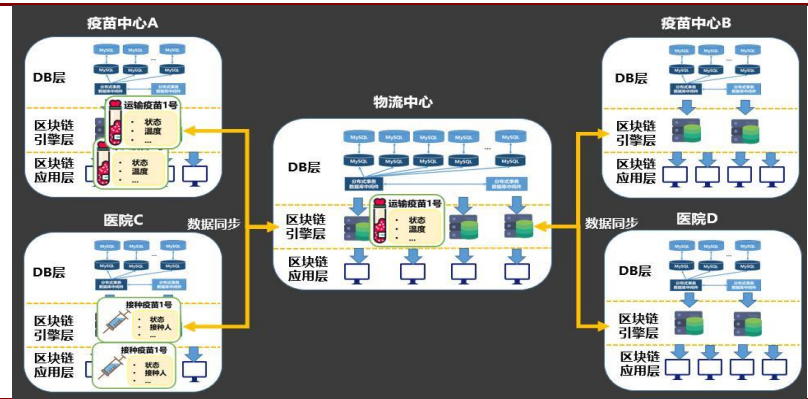
4、布局区块链药品溯源业务，引领行业发展

4.1 药品溯源是大势所趋

药品溯源将是**大势所趋**。从保障用药安全，打击假冒伪劣药品威胁出发，各国不断完善药品包装规范。如美国药典规定，所有的非处方药物、牙膏和局部皮肤用品、口腔用美容液体制剂、隐形眼镜洗液和药片，必须符合安全保护包装和标签要求(特殊规定除外)。早在 2004 年美国发布了一个要求数千种人用药品及生物制品应使用条形码的规则，以

保护消费者免受可预防的用药差错和降低医疗保健成本，同时，也能了解药品的生产厂商。当前，在新冠疫情已进入全面的疫苗注射阶段，需要严格保证疫苗在运输过程中的温度、湿度等各项指标，同时也要确保疫苗的厂家和对应批次等信息透明。综合来看，药品溯源就显得极为重要。

图 25 区块链药品溯源在疫苗产品上的应用



资料来源：公开资料整理、招商证券

国家已出台相应政策推动药品溯源的发展。2020 年国家对于医药溯源等新技术提出了新要求。其中，《中华人民共和国药品管理法》明确要求“国务院药品监督管理部门应当制定统一的药品追溯标准和规范”。药品溯源区块链技术的需求成为未来药品企业常态发展的重要一环。工信部发布了《中央网络安全和信息化委员会办公室关于加快推动区块链技术应用和产业发展的指导意见》，对区块链溯源技术的发展指明了下一步发展的方向。

图 26 区块链溯源相关政策意见



资料来源：工信部、招商证券

4.2 公司已布局药品溯源业务，具备较强先发优势

公司已着手布局区块链进行药品溯源业务。公司目前已有 8 项软件著作权受理并初步搭建了区块链技术在药品、疫苗领域的模拟应用场景，可实现涵盖药品、疫苗生产、物流、仓储、使用、乃至监管等全程追溯。初级产品已经于 2020 年 10 月份在全国药品 API 会议上发布，获得了药品生产企业的好评和改进建议。公司在未来将持续促成区块链技术在医药溯源、医药物流、消费者安全用药、医保控费、供应链平台等领域的开发和应用；为行业提供“互联网+智能制造”的一体化解决方案，打造新一代区块链技术产品和服务。

图 27 公司自主研发药品溯源系统

环球印务“易博洛克药品溯源系统”采用“以太坊”为基础区块链引擎

结合药品溯源流程，以智能包装为载体

拥有10项发明专利，5项PCT专利，10项软件著作权，实现完全自主可控的数据管理引擎



资料来源：公司官网、招商证券

先发优势明显，与公司业务协同效应明显。公司布局区块链药品溯源业务，一方面引领行业发展，为公司带来新的收入来源；同时，也将有望提升公司产品附加值，进而提升公司传统医药包装领域竞争力，有望使得市场份额和利润情况双重提升。

5、盈利预测与投资评级

核心假设如下：

- 1、医药包装业务：疫情增加医药包装需求，且公司为国内主要新冠疫苗包装客户，预计该项业务增速会加快；同时后续公司西安、天津产能达产后，也能够解决公司产能瓶颈问题，因此假设 2021-2023 年该项业务收入增速为 20%、20%、15%。
- 2、移动互联网广告业务：行业高速发展，公司绑定阿里系、头条系等大客户，预计未来将能够维持高速增长，因此假设 2021-2023 年该项业务收入增速为 100%、50%和 40%。

表 3：收入结构拆分

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
销售收入	总收入	1247.3	1875.3	3110.1	4388.3	5877.7
	移动互联网广告	585.2	1018.1	2036.3	3054.4	4276.2
	医药纸盒	414.8	427.7	513.2	615.8	708.2
	印刷包装	135.2	270.1	324.2	389.0	466.8
	瓦楞纸箱	99.5	150.9	226.3	316.8	411.8
增长率	总收入增长率	124.7%	50.3%	65.8%	41.1%	33.9%
	移动互联网广告	884.8%	74.0%	100%	50%	40%
	医药纸盒	-0.1%	3.1%	20%	20%	15%
	印刷包装		99.8%	20%	20%	20%
	瓦楞纸箱	63.1%	51.7%	50%	40%	30%
毛利率	综合毛利率	16.7%	15.4%	14.0%	13.6%	13.9%
	移动互联网广告	11.5%	9.0%	9.5%	10.0%	11.0%
	医药纸盒	25.3%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
	印刷包装	16.8%	17.2%	17.2%	17.2%	17.2%
	瓦楞纸箱	9.9%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%

资料来源：招商证券测算

据此测算，我们预计公司 2021-2023 年营收为 31.10 亿、43.88 亿和 58.78 亿元，净利润为 1.53 亿、2.05 亿和 2.81 亿元，当前市值 34 亿元对应 PE 为 22.5/16.8 和 12.3 倍，首次覆盖给予为“审慎推荐-A”评级。

6、风险提示

1、行业竞争过于激烈

医药包装属于传统行业，竞争格局较为分散，同时药品集采对于药企压力较大，可能对于成本考量会更加严格。因此不排除出现医药包装行业内出现恶性竞争的情况，进而影响公司营收和利润。

2、公司业务进展不及预期

互联网精准营销行业处于高速发展过程中，公司也绑定了响应头部客户，但如果后续头部客户广告投放策略发生变化，可能会导致该项业务进展不及预期。

3、疫情影响

国内疫情目前已经取得阶段性胜利，但不排除后续有二次反弹过程。如果出现则可能对国内经济环境造成影响，进而可能会对公司业务产生不利影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	765	886	1107	1611	2092
现金	236	297	291	458	550
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	28	34	56	79	106
应收款项	290	287	320	451	605
其它应收款	11	9	16	22	30
存货	81	97	150	213	284
其他	120	162	274	388	518
非流动资产	613	613	596	581	568
长期股权投资	78	85	85	85	85
固定资产	280	286	292	297	302
无形资产	214	211	190	171	154
其他	41	31	30	28	27
资产总计	1378	1500	1703	2192	2660
流动负债	645	666	625	901	1075
短期借款	171	206	94	275	339
应付账款	329	190	320	453	605
预收账款	6	2	4	6	8
其他	139	268	206	168	123
长期负债	65	87	87	87	87
长期借款	64	85	85	85	85
其他	2	1	1	1	1
负债合计	710	753	711	987	1162
股本	150	180	252	252	252
资本公积金	149	120	120	120	120
留存收益	306	369	502	662	881
少数股东权益	63	77	117	171	244
归属于母公司所有者权益	605	670	875	1034	1254
负债及权益合计	1378	1500	1703	2192	2660

现金流量表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	140	(44)	99	51	107
净利润	67	101	153	205	281
折旧摊销	29	31	49	47	45
财务费用	14	19	8	5	5
投资收益	(6)	(6)	(19)	(19)	(19)
营运资金变动	19	(217)	(139)	(256)	(296)
其它	18	27	47	68	90
投资活动现金流	(133)	(35)	(13)	(13)	(13)
资本支出	(31)	(26)	(32)	(32)	(32)
其他投资	(102)	(9)	19	19	19
筹资活动现金流	74	142	(92)	129	(2)
借款变动	95	184	(136)	180	65
普通股增加	0	30	72	0	0
资本公积增加	0	(28)	0	0	0
股利分配	(9)	(25)	(20)	(46)	(62)
其他	(12)	(18)	(8)	(5)	(5)
现金净增加额	81	63	(5)	167	92

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1247	1875	3110	4388	5878
营业成本	1038	1587	2676	3790	5062
营业税金及附加	7	7	12	17	23
营业费用	38	54	90	127	170
管理费用	33	44	73	103	138
研发费用	24	31	52	74	99
财务费用	14	18	8	5	5
资产减值损失	(12)	(9)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	6	13	13	13	13
投资收益	6	6	6	6	6
营业利润	92	143	218	291	400
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	92	144	218	292	400
所得税	7	16	24	33	45
少数股东损益	18	26	40	54	74
归属于母公司净利润	67	101	153	205	281

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
年成长率					
营业收入	125%	50%	66%	41%	34%
营业利润	165%	55%	52%	34%	37%
净利润	137%	52%	51%	34%	37%
获利能力					
毛利率	16.7%	15.4%	14.0%	13.6%	13.9%
净利率	5.3%	5.4%	4.9%	4.7%	4.8%
ROE	11.0%	15.1%	17.5%	19.8%	22.4%
ROIC	10.8%	13.4%	17.0%	16.8%	18.6%
偿债能力					
资产负债率	51.5%	50.2%	41.8%	45.0%	43.7%
净负债比率	17.0%	21.0%	10.5%	16.4%	16.0%
流动比率	1.2	1.3	1.8	1.8	1.9
速动比率	1.1	1.2	1.5	1.6	1.7
营运能力					
资产周转率	0.9	1.3	1.8	2.0	2.2
存货周转率	13.4	17.9	21.7	20.9	20.4
应收帐款周转率	4.7	5.9	8.9	9.7	9.5
应付帐款周转率	4.2	6.1	10.5	9.8	9.6
每股资料 (元)					
EPS	0.26	1.06	0.61	0.81	1.12
每股经营现金	0.56	-0.18	0.39	0.20	0.42
每股净资产	2.40	2.66	3.47	4.10	4.97
每股股利	0.10	0.08	0.18	0.24	0.33
估值比率					
PE	51.8	12.9	22.5	16.8	12.3
PB	5.7	5.2	3.9	3.3	2.8
EV/EBITDA	29.9	20.7	14.1	11.3	8.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

董瑞斌，本科就读于中国科技大学，博士毕业于中国科学院上海技术物理研究所，曾在国泰君安研究所、海通证券研究所从事电子行业、中小盘研究。2013 年中小盘新财富最佳分析师第二名，2015 年电子行业新财富最佳分析师第五名。于 2016 年加盟招商证券研发中心，从事中小盘研究，获得 2016 年中小盘新财富最佳分析师第 5 名，2017 年第 2 名。

张景财，西南财经大学金融学硕士，于 2016 年加入招商证券研究发展中心，中小盘团队核心成员，获得 2016 年中小盘新财富最佳分析师第 5 名，2017 年第 2 名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。