

2022年09月01日

东风股份 (601515.SH)

## 22H1 烟标保持稳增， 新业务转型加速

■事件：东风股份发布 2022 年半年报。2022H1 公司实现营业收入 19.66 亿元，同比增长 5.59%；归母净利润 2.41 亿元，同比下降 48.60%；扣非后归母净利润 2.34 亿元，同比下降 49.23%。其中 2022Q2 当季公司实现营业收入 9.19 亿元，同比增长 3.19%；归母净利润 1.20 亿元，同比下降 46.28%；扣非后归母净利润 1.17 亿元，同比下降 46.28%。

### ■烟标主业收入稳健增长，新业务战略布局加速

22H1 公司持续推进“增烟标、扩药包、加赛道”的战略转型，夯实包装主业的发展，持续加大对 I 类医药包装及新型材料的投入力度。22H1 疫情多点散发对公司工厂的运输物流造成一定影响，22H1 公司实现营收 19.66 亿元、同比增长 5.59%，其中 22Q2 实现营收 9.19 亿元、同比增长 3.19%。

分产品看，22H1 公司的主要业务烟标/医药包装/新型材料分别实现收入 13.47/2.78/1.37 亿元，同比分别+9.65%/+7.21%/基本持平，占比分别为 68.53%/14.14%/6.99%。1) 包装主业方面，22H1 公司共中标 18 个烟标项目，抓住下游烟草产品结构中高端升级、“细中短爆”等新产品兴起趋势，22H1 烟标收入实现稳健增长。2) 医药包装业务方面，22H1 公司医包收入实现稳健增长，公司围绕 I 类药包材产业加大投入，江苏泰兴 1.2 亿元医药包装硬片生产项目顺利推进，公司 2022 年 6 月审议通过拟投资 5 亿元建设江苏常州高阻隔药品包装材料智能制造基地，将进一步优化 I 类药包材布局。3) 新型材料方面，22H1 公司加速切入新能源锂电、储能材料领域，通过投资博盛新材料涉足动力电池和储能隔膜产品，22H1 新型材料收入在行业阶段性波动下实现同比基本持平。新型材料其他细分方面，公司 2022 年 7 月审议通过拟投资不超过 1.3 亿元建设新型功能膜材料项目，形成基于可循环高阻隔材料的核心产品体系。

### ■期间费用管控良好，净利率受投资收益拖累

盈利能力方面，22H1 公司毛利率为 31.75%，同比下降 1.82pct，预计主要系业务结构调整所致；22Q2 毛利率为 31.28%，同比下降 1.99pct。公司费用管控良好，22H1 公司期间费用率为 14.75%，同比下降 1.99pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.81%/6.95%/4.43%/-0.44%，同比分别-0.67pct/-0.97pct/+0.26pct/-0.62pct。公司 22H1 净利率为 12.51%，同比下降 12.53pct；22Q2 公司净利率为 13.28%，同比下降 11.63pct。公司 22H1 净利率短期承压，主要系公司消费投资基金的投资项目上

公司快报

证券研究报告

印刷

投资评级 **增持-A**  
维持评级

6 个月目标价：**6.10 元**  
股价 (2022-08-31) **4.40 元**

#### 交易数据

总市值 (百万元)	8,108.78
流通市值 (百万元)	8,108.78
总股本 (百万股)	1,842.90
流通股本 (百万股)	1,842.90
12 个月价格区间	4.20/9.28 元

#### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.89	-0.04	-1.01
绝对收益	-0.68	0.46	-10.66

罗乾生

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522010002  
luoqs1@essence.com.cn

#### 相关报告

东风股份：22Q1 业绩短期承压，加速药包与大消费包装转型/罗乾生 2022-05-02

市企业奈雪的茶市值大幅下跌及三顿半咖啡、花知晓等估值大幅下降，公司 22H1 投资收益同比下降 116.63%至-0.48 亿元所致。

■**投资建议：**公司烟标业务稳健发展，加速向高附加值细分赛道 I 类医药包装材料与高景气赛道新型材料转型，长期发展可期。我们预计东风股份 2022-2024 年营业收入为 41.27、47.36、52.54 亿元，同比增长 8.47%、14.75%、10.94%；归母净利润为 6.51、7.49、8.78 亿元，同比增长-17.08%、15.05%、17.22%，对应 PE 为 12.5x、10.8x、9.2x，维持增持-A 的投资评级。

■**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 政策监管超预期严格风险、疫情反复风险、产能建设不及预期风险等。

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	3,069.4	3,805.1	4,127.2	4,735.9	5,254.2
净利润	547.5	785.1	651.0	749.0	878.0
每股收益(元)	0.30	0.43	0.35	0.41	0.48
每股净资产(元)	2.39	3.24	3.49	3.59	3.69

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	14.8	10.3	12.5	10.8	9.2
市净率(倍)	1.8	1.4	1.3	1.2	1.2
净利润率	17.8%	20.6%	15.8%	15.8%	16.7%
净资产收益率	12.4%	13.1%	10.1%	11.3%	12.9%
股息收益率	4.9%	8.5%	5.6%	7.1%	8.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	3,069.4	3,805.1	4,127.2	4,735.9	5,254.2	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,931.7	2,601.9	2,895.2	3,285.2	3,628.9	营业收入增长率	-3.3%	24.0%	8.5%	14.7%	10.9%
营业税费	29.3	34.0	36.8	42.3	46.9	营业利润增长率	13.2%	52.0%	-16.3%	14.2%	17.3%
销售费用	182.3	191.0	167.2	208.4	227.5	净利润增长率	32.9%	43.4%	-17.1%	15.1%	17.2%
管理费用	286.0	322.1	297.2	357.1	394.1	EBITDA 增长率	-18.0%	23.1%	-3.4%	9.4%	15.0%
研发费用	133.9	156.6	178.7	208.4	233.3	EBIT 增长率	-21.8%	26.1%	-8.2%	8.3%	18.0%
财务费用	9.0	0.7	-4.1	-4.7	-5.3	NOPLAT 增长率	24.9%	41.3%	-16.8%	14.2%	17.3%
资产减值损失	-91.1	-16.5	-53.8	-35.1	-44.4	投资资本增长率	-4.1%	8.7%	2.8%	4.7%	2.7%
加:公允价值变动收益	1.0	0.9	-	-	-	净资产增长率	8.8%	34.1%	7.5%	2.6%	2.8%
投资和汇兑收益	167.7	449.5	280.9	290.6	365.0	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	616.0	936.2	783.4	894.7	1,049.3	毛利率	37.1%	31.6%	29.9%	30.6%	30.9%
加:营业外净收支	-7.6	-7.9	-6.3	-7.3	-7.2	营业利润率	20.1%	24.6%	19.0%	18.9%	20.0%
<b>利润总额</b>	608.4	928.3	777.0	887.4	1,042.1	净利润率	17.8%	20.6%	15.8%	15.8%	16.7%
减:所得税	63.5	144.4	120.9	138.0	162.1	EBITDA/营业收入	31.0%	30.8%	27.4%	26.1%	27.1%
<b>净利润</b>	547.5	785.1	651.0	749.0	878.0	EBIT/营业收入	25.0%	25.4%	21.5%	20.3%	21.6%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	164	133	119	104	88
						流动营业资本周转天数	89	51	47	35	26
						流动资产周转天数	353	340	396	378	358
						应收帐款周转天数	85	52	55	59	64
						存货周转天数	88	79	77	71	67
						总资产周转天数	737	684	733	690	656
						投资资本周转天数	446	368	359	324	303
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	12.4%	13.1%	10.1%	11.3%	12.9%
						ROA	8.5%	9.8%	7.5%	8.0%	9.0%
						ROIC	14.4%	21.2%	16.2%	18.0%	20.2%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	5.9%	5.0%	4.1%	4.4%	4.3%
						管理费用率	9.3%	8.5%	7.2%	7.5%	7.5%
						研发费用率	4.4%	4.1%	4.3%	4.4%	4.4%
						财务费用率	0.3%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
						四费/营业收入	19.9%	17.6%	15.5%	16.2%	16.2%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	27.9%	22.8%	23.9%	27.1%	27.8%
						负债权益比	38.6%	29.5%	31.4%	37.1%	38.5%
						流动比率	2.11	3.23	2.95	2.48	2.36
						速动比率	1.52	2.58	2.39	2.02	1.92
						利息保障倍数	84.71	1,346.06	-214.86	-202.75	-215.63
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.22	0.37	0.25	0.31	0.37
						分红比率	73.1%	88.0%	69.9%	77.0%	78.3%
						股息收益率	4.9%	8.5%	5.6%	7.1%	8.5%
						<b>现金流量表</b>					
						<b>业绩和估值指标</b>					
						EPS(元)	0.30	0.43	0.35	0.41	0.48
						BVPS(元)	2.39	3.24	3.49	3.59	3.69
						PE(X)	14.8	10.3	12.5	10.8	9.2
						PB(X)	1.8	1.4	1.3	1.2	1.2
						P/FCF	25.8	19.4	17.3	11.2	13.9
						P/S	2.6	2.1	2.0	1.7	1.5
						EV/EBITDA	7.2	9.0	5.2	4.7	4.1
						CAGR(%)	11.2%	3.9%	15.6%	11.2%	3.9%
						PEG	1.3	2.6	0.8	1.0	2.3
						ROIC/WACC	1.4	2.0	1.5	1.7	1.9
						REP	1.3	1.3	0.9	0.8	0.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034