

# 烟标龙头发力新型烟草，开启第二增长极

证券研究报告

## 投资评级：买入(维持)

### 基本数据 2022-04-08

收盘价(元)	12.70
流通股本(亿股)	14.22
每股净资产(元)	5.21
总股本(亿股)	14.71

### 最近 12 月市场表现



### 分析师 于那

SAC 证书编号: S0160522020001  
yuna01@ctsec.com

### 分析师 刘洋

SAC 证书编号: S0160521120001  
liuyang01@ctsec.com

### 分析师 李跃博

SAC 证书编号: S0160521120003  
liybo@ctsec.com

### 相关报告

1. 《卡位布局新型烟草全产业链，第二增长曲线放量在即》 2022-02-28

## 核心观点

- 烟标：全国烟标龙头，优势主业保持稳增。**公司深耕烟标行业数十载，技术工艺行业领先，2021 年公司烟标收入占比为 45%达 23 亿元，约占全国烟标总量 12%。公司与国内 80% 的省中烟公司保持长期稳定合作，随着下游卷烟市场高端化发展，烟标价值量将持续提升，公司凭借技术优势及稳定的客户关系，将充分受益行业结构升级，烟标主业有望保持稳增。
- 新型烟草：监管落地加速产业整合，未来 2 年有望持续翻倍增长。**公司前瞻卡位布局新兴烟草全供应链，雾化烟方面具有提供“一体化”解决方案制造能力，HNB 方面深度合作中烟，进行技术研发、品类拓展等多维度合作。2021 年公司新型烟草业务实现收入 1.91 亿元，同比增长 381%。在全球烟草减害发展大趋势下，新兴烟草渗透率逐年提升，伴随国内产业监管逐步落地，行业规范整合在即，利好具有领先工艺技术、生产制造能力的头部企业，公司在新型烟草全产业链的牌照先发优势也将逐步显现，业绩放量在即，未来 2 年将迎高速发展，预计 2021-2023 年公司新型烟草业务收入 CAGR 达 151%，至 2023 年收入规模将突破 10 亿元。
- 大包装：高端化发展显成效，降本增效盈利提升。**公司持续推进彩盒业务的生产自动化进程，大幅提升产能效率，同时把握中高端烟酒、3C 包装升级趋势，高端化产品战略成效显著，彩盒毛利率由 2017 年的 18.18% 提升至 2020 年的 38.5%，未来有望维持较高毛利水平。新材料方面，公司将镭射纸膜应用于烟、酒包装，并积极开拓外部市场；收购青岛英诺包装发力高端膜业务。新材料板块的持续拓展将进一步提升公司产品竞争力、助力大包装业务盈利提升。
- 盈利预测与投资建议：**公司作为卷烟包装龙头，烟标主业构筑稳固的业绩基本盘，并稳步推进大包装业务升级发展。公司紧抓新型烟草发展大趋势，全面卡位布局新型烟草产业链各环节，有望凭借先发优势在监管落地后充分享受国内新型烟草发展红利。预计 2021-2023 年归母净利润分别为 10.1、12.6、15.2 亿元，对应 PE 19、15、12 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**新型烟草行业监管超预期；市场竞争加剧；终端需求不及预期；商誉较高，存在大额减值风险。

### 盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	3989	4191	5085	6206	7559
收入增长率(%)	18.22	5.08	21.32	22.05	21.81
归母净利润(百万元)	877	824	1006	1259	1519
净利润增长率(%)	20.88	-6.07	22.18	25.11	20.65
EPS(元/股)	0.60	0.56	0.68	0.86	1.03
PE	19.02	16.48	18.56	14.84	12.30
ROE(%)	12.66	11.09	12.37	13.99	15.16
PB	2.41	1.82	2.30	2.08	1.87

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

## 内容目录

核心问题一：劲嘉股份全局概览 .....	5
核心问题二：劲嘉公司结构 .....	6
核心问题三：烟标行业空间+竞争格局 .....	7
核心问题四：劲嘉卡位新型烟草产业链各环节 .....	8
1. 烟标产业领军者，迈向新型烟草星辰大海 .....	9
1.1. 发展历程：深耕烟标主业数十载，积极布局大包装与新型烟草领域 ....	9
1.2. 股权结构：治理结构稳定，股权激励彰显信心 .....	11
1.3. 财务分析：营收业绩稳健增长，盈利能力保持稳定 .....	12
2. 烟标主业构筑坚实基本盘，大包装高端化战略持续推进 .....	14
2.1. 2023 年烟标市场规模达 343 亿元，集中度有待提升 .....	14
2.2. 烟标主业：卷烟升级迎机遇，优势主业稳增长 .....	16
2.2.1. 生产、设计能力行业领先，差异化服务提升客户粘性 .....	16
2.2.2. 发力中高端烟标市场，享下游卷烟结构化升级红利 .....	20
2.3. 大包装：生产自动化+产品高端化，降本增效盈利提升 .....	22
2.3.1. 深耕酒包市场，持续拓展优质客户 .....	24
2.3.2. 发力高端膜，新材料业务版图持续开拓 .....	25
3. 新型烟草：先发优势显著，业绩放量在即 .....	25
3.1. 减害性突出，新型烟草赛道长坡厚雪 .....	25
3.2. 前瞻卡位新型烟草全产业链，业绩弹性可期 .....	29
3.2.1. 雾化供应链：品牌代工齐发力，乘雾化兴起浪潮 .....	30
3.2.2. HNB 供应链：深度绑定中烟，静待政策东风起 .....	32
4. 投资建议与盈利预测 .....	35
4.1. 盈利预测 .....	35
4.2. 投资建议 .....	37
5. 风险提示 .....	37

## 图表目录

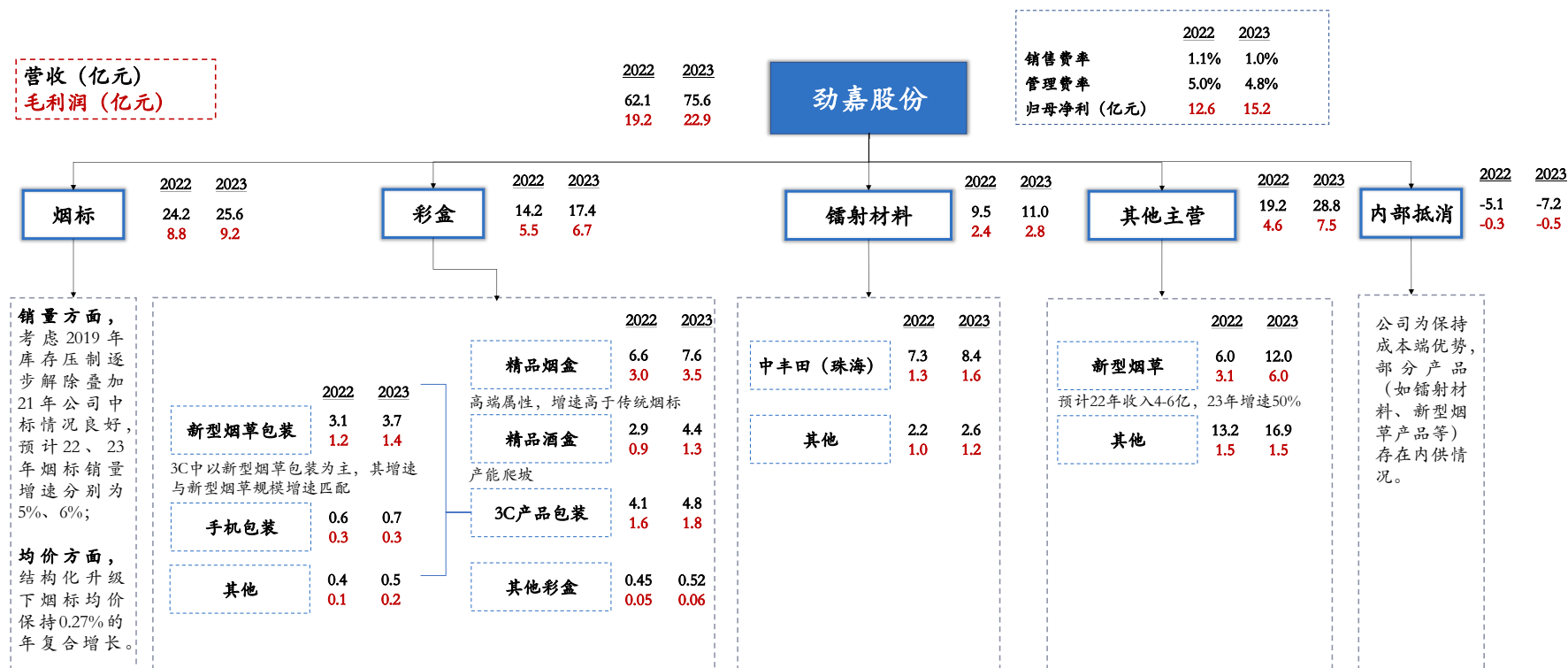
图 1. 一图看劲嘉业绩构成 .....	5
图 2. 一图看劲嘉公司结构 .....	6
图 3. 烟标行业空间+竞争格局 .....	7
图 4. 劲嘉新型烟草布局 .....	8
图 5. 公司发展历程 .....	10
图 6. 公司产品矩阵 .....	10
图 7. 公司各主营业务收入（亿元） .....	11
图 8. 公司各主营业务毛利率 .....	11
图 9. 公司股权结构 .....	12
图 10. 公司股权激励行权条件 .....	12
图 11. 2014-2021 年营收 CAGR 为 11.8% .....	13
图 12. 2014-2021 年归母净利润 CAGR 为 8.2% .....	13
图 13. 2013 年以来公司毛利率、净利率（%） .....	13
图 14. 2013 年以来公司各项费用率（%） .....	13

图 15. 可比公司烟标业务毛利率 (%)	14
图 16. 可比公司期间费用率 (%)	14
图 17. 2004-2021 年中国卷烟产量 (亿支)	14
图 18. 烟标工艺流程	15
图 19. 中国烟标行业市场规模测算	16
图 20. 2020 年各烟标企业市场份额	16
图 21. 劲嘉部分生产设备	17
图 22. 2020 年各企业烟标产量 (万大箱)	17
图 23. 公司核心技术	17
图 24. 可比公司研发费用率	18
图 25. 2020 年可比公司研发人员数量及占比	18
图 26. 截至 2021H1 各公司专利总数	18
图 27. 公司部分获奖产品	19
图 28. 公司烟标业务相关参控公司	20
图 29. 公司应收帐款周转率高于可比公司	20
图 30. 中国分类别卷烟销量及增速 (亿支, %)	21
图 31. 细支、超细支卷烟销量占比稳步提升 (%)	21
图 32. 中高价卷烟销量占比稳步提升 (%)	22
图 33. 一类、二类卷烟销量占比稳步提升 (%)	22
图 34. 2016-2021 年彩盒业务收入及增速	23
图 35. 彩盒业务占比及毛利率逐年提升 (%)	23
图 36. 彩盒业务收入拆分 (%)	23
图 37. 精品烟盒收入及增速 (亿元)	23
图 38. 3C 产品包装收入及增速 (亿元)	24
图 39. 公司为 VIVO 等客户设计手机包装盒	24
图 40. 公司设计“茅台醇”酒盒	24
图 41. 2021H1 嘉美包装股权结构	24
图 42. 镭射包装材料收入及增速 (亿元)	25
图 43. 公司镭射全息材料及应用	25
图 44. 新型烟草与传统烟草释放有害成分对比	26
图 45. 各国/组织对于新型烟草减害、戒烟属性的表述	27
图 46. 全球雾化及 HNB 市场规模 (亿美元)	27
图 47. 2024 年全球电子烟渗透率将达到 9.3%	27
图 48. 国际烟草巨头新型烟草布局	28
图 49. 主要国家新型烟草监管政策	29
图 50. 公司新型烟草业务收入及增速	30
图 51. 劲嘉新型烟草产业链布局	30
图 52. FOOGO 旗下一次性小烟 GT 小钢炮	31
图 53. 云烁科技一翼两轴核心业务架构	32
图 54. 长宜科技 2020 年以来中标情况	33
图 55. 云南中烟 HNB 产品 MC	33
图 56. 佳聚电子旗下威悦 HNB 本草烟弹和烟具	34
图 57. 恒天商业收购前后股权结构	34
图 58. 印尼云普星河股权结构	35

图 59. 云普飞匣股权结构 .....	35
图 60. 公司收入分拆预测 .....	36
图 61. 公司盈利预测 .....	37
图 62. 可比公司估值表.....	37

核心问题一：劲嘉股份全局概览

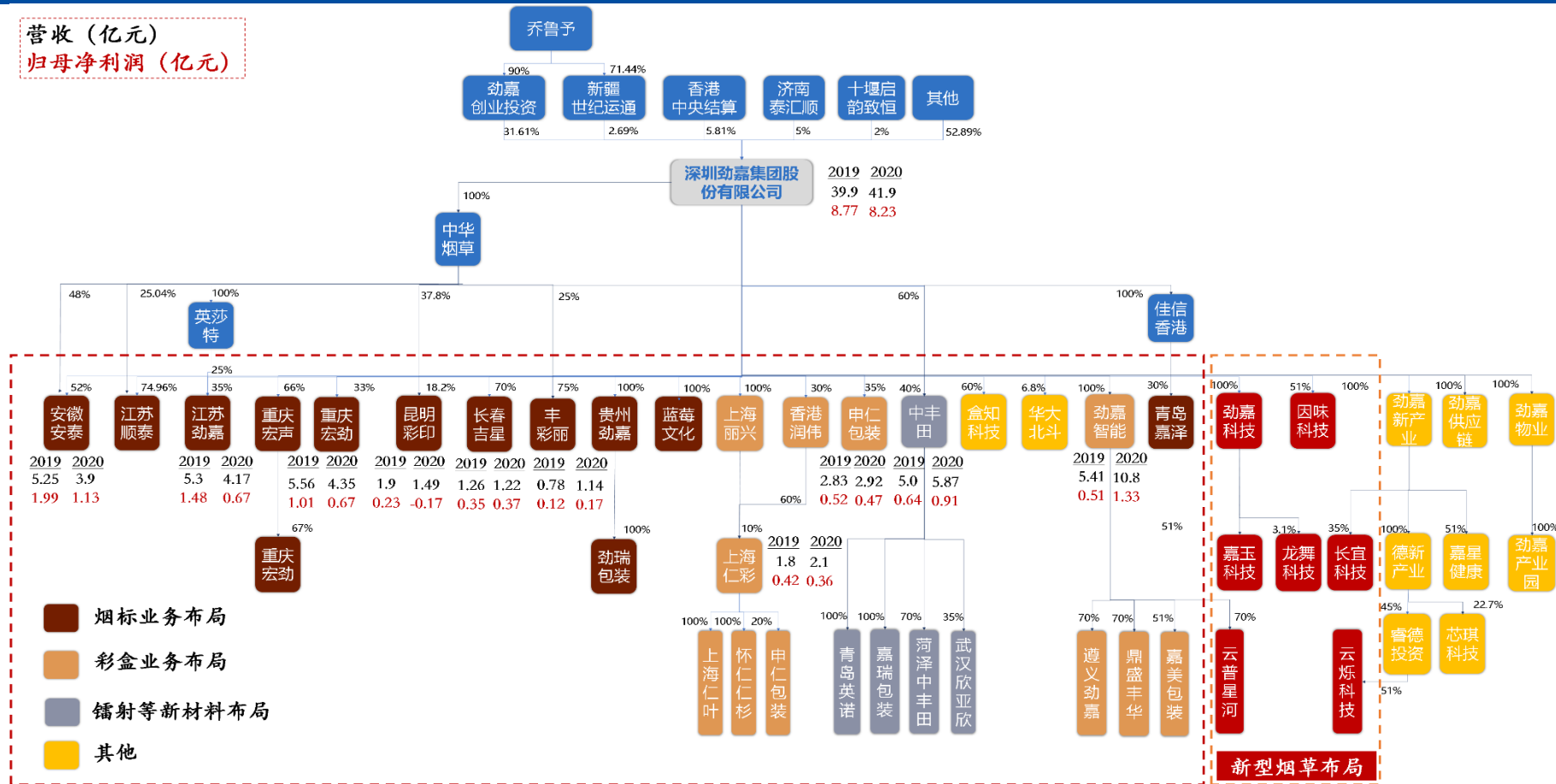
图 1. 一图看劲嘉业绩构成



数据来源：财通证券研究所

核心问题二：劲嘉公司结构

图 2. 一图看劲嘉公司结构



数据来源: Wind, 财通证券研究所

核心问题三：烟标行业空间+竞争格局

图 3. 烟标行业空间+竞争格局



数据来源：Wind，财通证券研究所（注：市场份额=2020年各企业烟标收入/烟标市场规模）

核心问题四：劲嘉卡位新型烟草产业链各环节

图 4. 劲嘉新型烟草布局

	标的公司	环节	核心业务/产品	布局时间
雾化电子烟	劲嘉科技 (62%)	制造	雾化电子烟代工、HNB烟具代工	2014年
	龙舞科技 (3.1%)	制造	公司代工客户，产品包括电子雾化设备、HNB器具等，旗下品牌Gipro	2021年
	你我科技(增资方)	制造	专注雾化产品研发，旗下品牌Suorin、YouMe等	2021年
	因味科技 (51%)	品牌	自有品牌FOOGO，包括K/J换弹式电子烟和GT小钢炮、GTR大炮、Mini J等一次性小烟等	2018年
	云烁科技 (22.95%)	上游耗材	雾化电子烟油、烟用（含新型烟草）香料香精的研发、生产和销售	2021年
加热不燃烧	长宜科技 (35%)	上游耗材	HNB香料香精、功能新材料的生产研发	2022年
	嘉玉科技 (51%) 云南中烟持股49%	制造	HNB烟具制造	2018年
	佳聚电子 (40%)	品牌&制造	自有品牌本草烟弹“威悦”、HNB烟具和本草烟弹全自动罐装生产设备；为海外客户代工本草烟弹	2022年
新型烟草渠道布局	恒天商业 (40%)	贸易&营销	出口卷烟至免税渠道，为部分中烟公司提供HNB的海外营销及渠道拓展服务	2021年
	印尼云普星河 (100%)	渠道	为新型烟草品牌客户提供印尼的销售代理服务	2021年
	云普飞匣 (55%)	供应链	为新型烟草品牌客户提供物流、贸易关务、仓储管理等一体化物流解决方案	2022年

数据来源：Wind，财通证券研究所



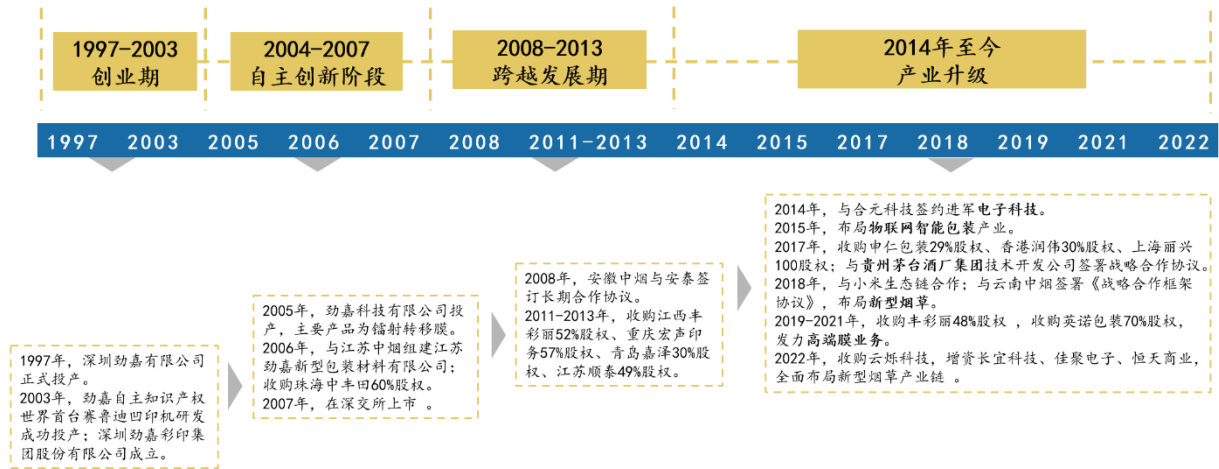
## 1. 烟标产业领军者，迈向新型烟草星辰大海

### 1.1. 发展历程：深耕烟标主业数十载，积极布局大包装与新型烟草领域

**厚积薄发，烟标龙头迈向成长新台阶。**公司成立于 1996 年，次年正式投产，主要从事高端包装印刷品及材料的研发与生产，并为知名消费品企业提供包装整体解决方案，是我国卷烟包装行业龙头。自成立以来，公司经历了创业期、自主创新阶段、跨越发展和产业升级四个阶段：

- **创业期（1997-2003 年）：**公司于 1997 年正式投产，2003 年公司自主知识产权世界首台赛鲁迪凹印机研发成功投产，成品良率和印刷效果得到大幅提升。
- **自主创新阶段（2004-2007 年）：**2005 年子公司劲嘉科技开始生产镭射转移膜，2006 年与江苏中烟组建江苏劲嘉新型包装材料有限公司并收购珠海中丰田 60% 股权，2007 年公司于深交所上市，获得资本加持后的劲嘉步入了跨越发展期。
- **跨越发展期（2008-2013 年）：**2008 年公司与安徽中烟签订长期合作协议，2011-2013 年间收购了多家包装印刷企业，包装业务版图进一步扩大，公司与国内 80% 的省中烟公司长期保持战略合作关系，约占全国烟标总量的 12%。
- **产业升级（2014 年至今）：**在传统烟标业务企稳之后，公司开始布局精品包装业务，包括 3C 电子包装、精品酒盒、日用品包装等，拓展了 Vivo、茅台、五粮液、江小白和云南白药等知名消费品客户。2014 年，公司进军新型烟草领域，通过收购优质标的卡位新型烟草产业链的各环节，着力打造第二增长曲线。

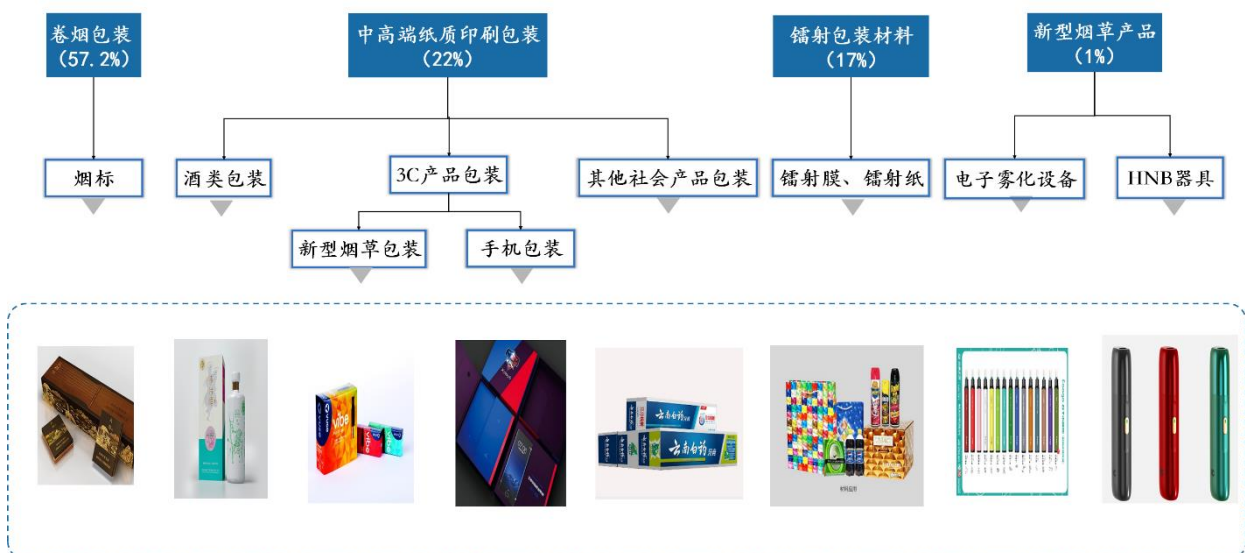
图 5. 公司发展历程



数据来源：公司官网，财通证券研究所

产品矩阵日益丰富。公司产品主要包括高技术和高附加值的烟标、精品酒盒、3C 电子包装和日化、美妆、药品包装等中高端纸质印刷包装，以及镭射膜、镭射纸等镭射包装材料。近几年公司加速布局新型烟草产业，主要产品包括加热不燃烧器具和电子雾化设备（包括换弹式、一次性电子烟），并于 2019 年推出雾化电子烟自有品牌 FOOGO（福狗）。

图 6. 公司产品矩阵



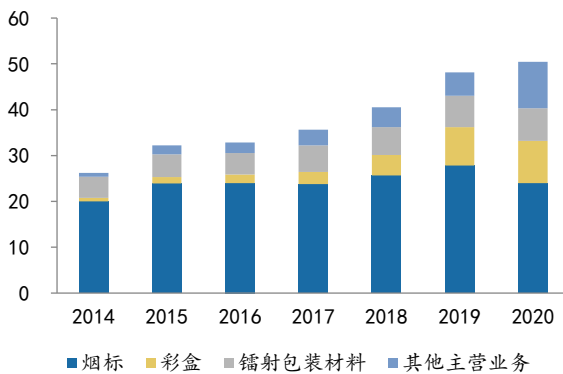
数据来源：公司官网，财通证券研究所（注：括号内为 2020 年各业务收入占比）

业务多元化助力成长，彩盒盈利能力持续提升。公司主营业务包括烟标、彩盒、镭射包装材料等，其中烟标在主营业务中占比由 2014 年的 76.3% 降低至 2020

年的 47.5%，彩盒业务收入占比则由 2.9% 提升至 18.2%，近年来新型烟草板块收入提升带动其他主营业务占比快速提升，公司业务日趋多元化。

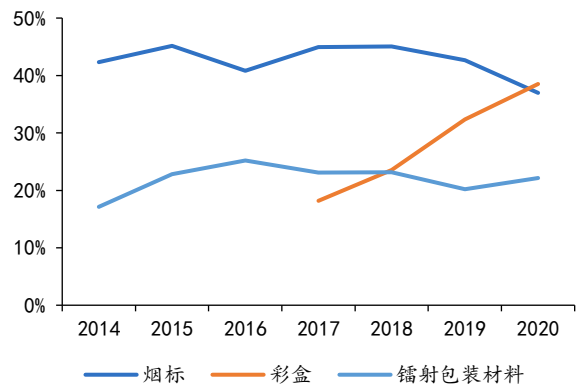
从各业务盈利能力来看，烟标主业的毛利率在 2014-2019 年均保持 40% 以上的较高水平，2020 年受区域市场招标机制和价格调整影响下降至 37%；镭射包装材料毛利率稳定在约 20%，彩盒业务受益于自动化水平的提升和产品结构的升级，毛利率由 2017 年的 18.2% 提升至 2020 年的 38.5%。

图 7. 公司各主营业务收入（亿元）



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 8. 公司各主营业务毛利率

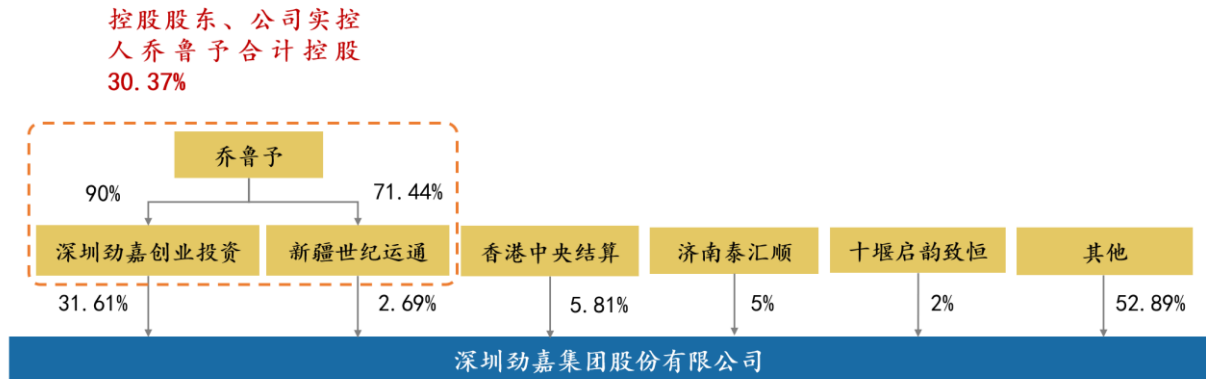


数据来源：Wind，财通证券研究所

## 1.2. 股权结构：治理结构稳定，股权激励彰显信心

**股权结构稳定，实控人乔鲁予合计控股 30.37%。**公司控股股东乔鲁予先生通过深圳劲嘉创业投资和新疆世纪运通合计间接持有公司 30.37% 的股份，为公司的实际控制人，现任公司董事长。乔鲁予先生在烟草及烟标印刷行业浸润数十年，对行业趋势有着深刻的洞察力。

图 9. 公司股权结构



数据来源: Wind, 公司公告, 财通证券研究所 (注: 日期截至 2021 年 11 月 22 日。)

**股权激励绑定核心技术人员。**公司 2021 年 9 月发布股权激励计划, 拟授予限制性股票 3000 万股, 占激励计划公告日总股本的 2.05%, 激励对象包括公司董事、中高层管理人员以及核心业务(技术)人员等, 其中 234 名中层管理人员和核心业务(技术)人员获授比例高达 77.95%, 核心技术人员与公司利益的深度绑定有利于提升公司的凝聚力和员工的积极性, 激发公司活力。

**业绩目标彰显成长信心。**从限制性股票的解锁条件来看, 以 2020 年业绩为基数, 21-23 年净利润增长率分别不低于 22%、50%、85%, 推算得到 21-23 年净利润同比增速分别为 22%、22.95%、23.33%, CAGR 为 22.76%。长效激励机制的建立彰显了管理层对于公司经营信心, 利好公司长远发展。根据公司 2021 年业绩预告, 公司 2021 年实现归母净利润 10.06 亿元, 同比增长 22.12%, 已顺利完成第一个解除限售期的业绩考核目标。

图 10. 公司股权激励行权条件

	第一个解除限售期 (2021年)	第二个解除限售期 (2022年)	第三个解除限售期 (2023年)
累计净利润 (亿元)	10.05	22.40	37.64
当期净利润 (亿元)	10.05	12.35	15.24
较2020年业绩增幅	22%	50%	85%
YOY	22.0%	23.0%	23.3%

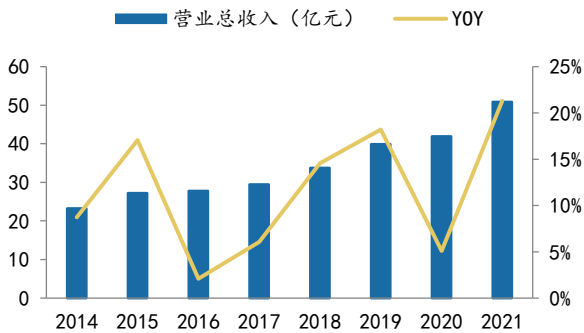
数据来源: Wind, 公司公告, 财通证券研究所

### 1.3. 财务分析: 营收业绩稳健增长, 盈利能力保持稳定

**营收业绩稳健增长。**公司营收从 2014 年的 23.23 亿元增长至 2021 年的 50.85 亿元, CAGR 为 11.8%; 归母净利润由 2014 年的 5.78 亿元增长至 2021 年的 10.06 亿元, CAGR 为 8.6%。2021 年公司营收与归母净利润均实现 20%

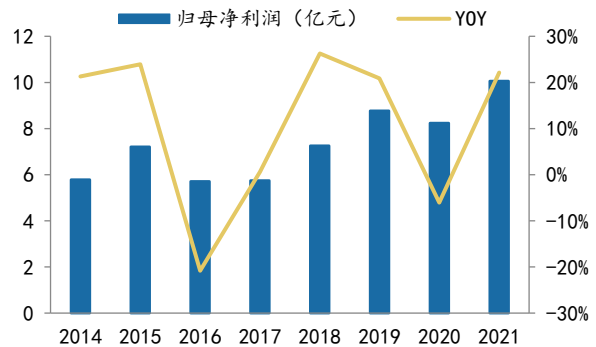
以上涨幅，经营业绩持续向好。

图 11. 2014-2021 年营收 CAGR 为 11.8%



数据来源：Wind，财通证券研究所

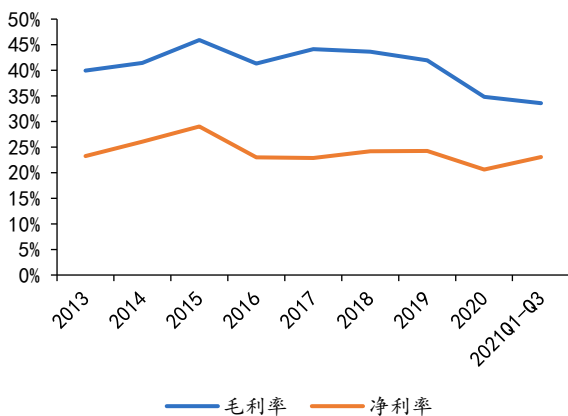
图 12. 2014-2021 年归母净利润 CAGR 为 8.2%



数据来源：Wind，财通证券研究所

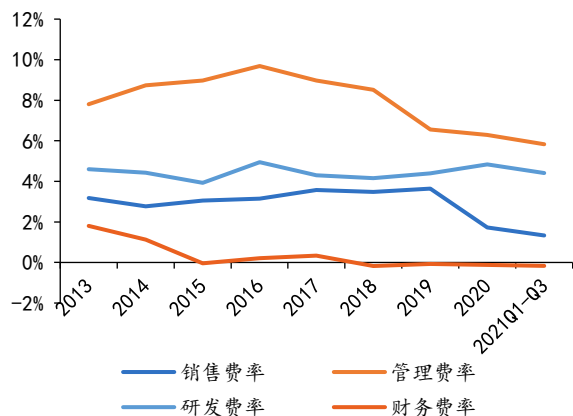
**盈利能力保持稳定。** 盈利能力方面，受益于公司烟标主业的较高的盈利能力，2014-2019 年公司整体毛利率基本在 40% 以上，2020 年受部分区域烟标市场的招标机制和价格有所调整，叠加业务结构调整，综合毛利率下滑至 34.8%，但在可比烟标公司中仍处于高位。随着公司自动化水平的提高和高端化产品的持续推出，产品结构持续优化下公司毛利率有望企稳回升。费用率方面，2013 年至 2021 年 Q1-3 公司管理费用率带动期间费用率整体呈现下行态势，主要得益于公司规模效应显现和费用管控得当，公司净利率维持在 20% 以上，盈利能力较强且稳定。

图 13. 2013 年以来公司毛利率、净利率 (%)



数据来源：Wind，财通证券研究所

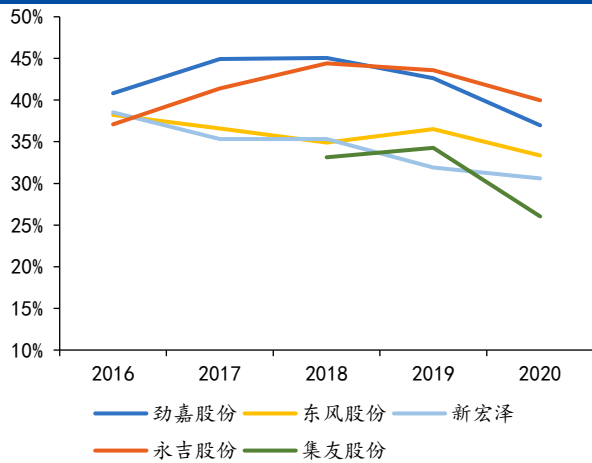
图 14. 2013 年以来公司各项费用率 (%)



数据来源：Wind，财通证券研究所

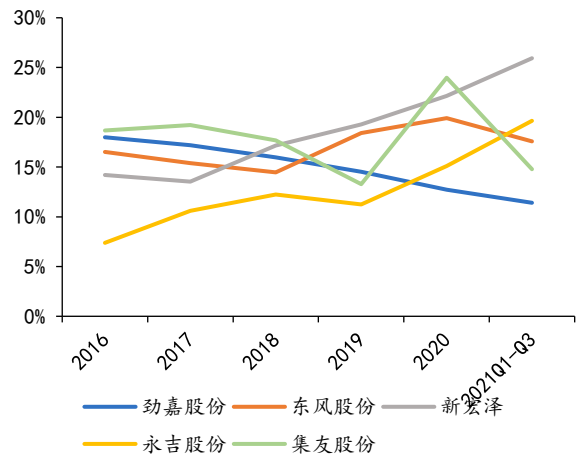
**烟标主业毛利率处于行业高位，费用率低于可比公司。** 2016-2020 年公司烟标业务毛利率均在 40% 以上，2020 年略有下滑，在可比公司烟标业务的毛利率中处于高位。同时公司期间费用率低于可比烟标公司，显示出公司优秀的管理能力和费用控制能力。

图 15. 可比公司烟标业务毛利率 (%)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图 16. 可比公司期间费用率 (%)



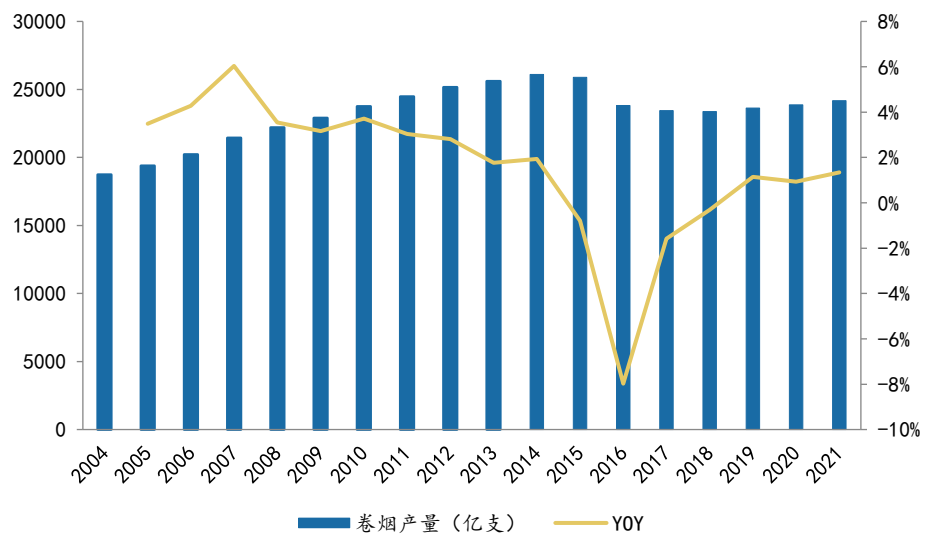
数据来源: Wind, 财通证券研究所

## 2. 烟标主业构筑坚实基本盘，大包装高端化战略持续推进

### 2.1. 2023 年烟标市场规模达 343 亿元，集中度有待提升

下游卷烟行业阵痛期已过，产量企稳回升。2004-2015 年，我国卷烟产量由 18736.4 亿支增长至 25890.7 亿支，CAGR 为 2.98%，2016 年开始行业进入去库存周期，卷烟产量有所回落，连续三年下降后在 18 年见底，2019 年增速回正，2021 年卷烟产量 24182.4 亿支，同比增长 1.34%。库存压力释放之后，预计全国卷烟产量将保持偏平稳增长态势。

图 17. 2004-2021 年中国卷烟产量 (亿支)

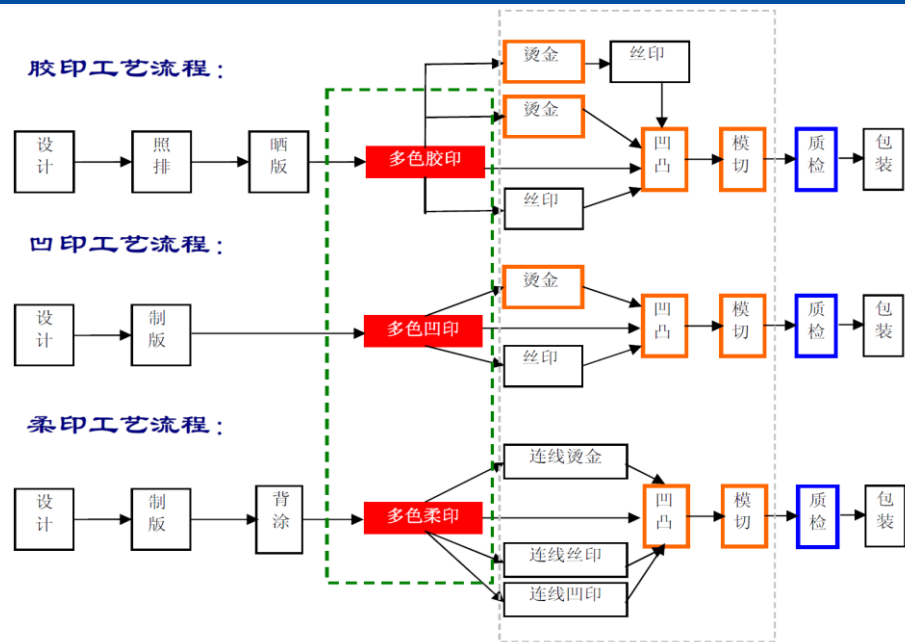


数据来源: 国家统计局, Wind, 财通证券研究所

烟标高附加值，工艺水平要求高。烟标作为卷烟包装材料，不仅承担着形象展示

的功能，还是产品文化内涵和品牌价值的重要载体，具备高附加值。相较于包装印刷中诸多子行业，烟标在外观和防伪设计、包装材料选择、印刷工艺应用等方面要求更高，包括烟标的平整度、光滑度、耐磨性、热封性、膜切和套印精度等诸多指标。为达到防伪目的，烟标设计中大量采用复杂的网点层次、专色的精美标识图案；生产材料方面广泛使用“热敏显像”、“光敏成像”等防伪油墨，此外还在印刷过程中采用定位防伪、激光全息、浮凸印刷技术和特殊荧光化合物涂料等，大幅提升了烟标制作的难度。

图 18. 烟标工艺流程



数据来源：Wind，公司招股书，财通证券研究所

2023 年国内烟标市场规模约 343 亿元。考虑卷烟与烟标之间较强的配套关系，可从中国卷烟产量推算得到国内烟标的需求量。根据国家统计局数据，2020 年中国卷烟产量 23864 亿支，对应烟标需求量约为 119 亿套。2020 年 A 股主要烟标企业的烟标价格均值为 2.81 元/套，则得 2020 年中国烟标市场规模约为 335 亿元。保守预期，假设烟标均价每年涨幅 0.01 元，卷烟产量增速保持 0.02%，则预计 2023 年中国烟标市场规模约为 343 亿元。

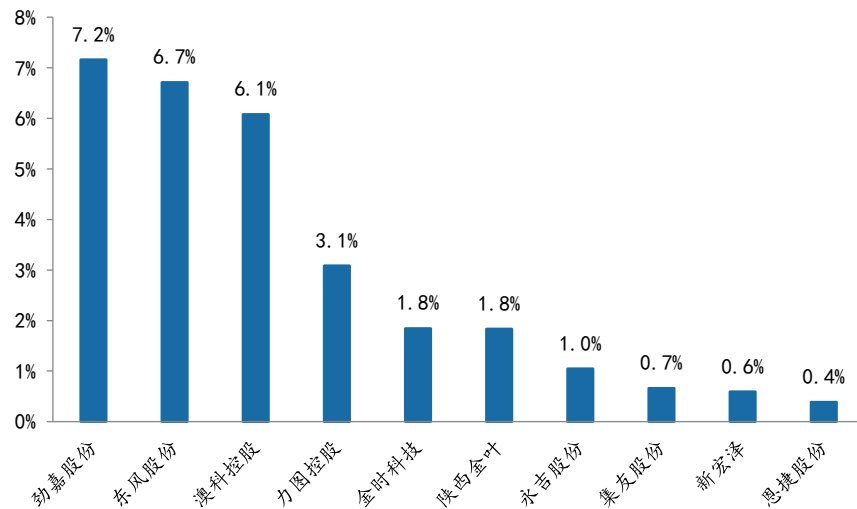
图 19. 中国烟标行业市场规模测算

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
烟标价格 (元/套)	劲嘉股份	3.00	2.91	2.91	2.99	2.91			
	东风股份	3.05	2.91	2.98	2.81	3.01			
	集友股份	-	-	2.83	3.01	2.83			
	新宏泽	2.00	2.17	2.07	2.30	2.03			
	永吉股份	3.07	3.19	3.49	3.63	3.25			
	平均值	2.78	2.79	2.85	2.95	2.81	2.82	2.83	2.84
	YOY		0.49%	2.17%	3.35%	-4.89%	0.36%	0.36%	0.35%
中国卷烟产量 (亿支)	23826	23448	23376	23642	23864	24182	24187	24192	
YOY		-7.98%	-1.58%	-0.31%	1.14%	0.94%	1.34%	0.02%	0.02%
烟标需求量 (亿套)	119	117	117	118	119	121	121	121	
烟标市场规模 (亿元)	331	328	334	349	335	341	342	343	
YOY		-1.10%	1.85%	4.53%	-4.00%	1.70%	0.38%	0.37%	

数据来源: Wind, 公司公告, 财通证券研究所测算

**行业分散, 具备较大整合空间。**根据中研网, 全国规模以上的烟标印刷企业约 200 家左右, 烟标行业较为分散, 市场集中度低。以 2020 年各企业烟标业务实现收入来看, 市占率 TOP3 分别为劲嘉股份、东风股份和澳科控股, 市占率分别为 7.2%、6.7%、6.1%。烟标印刷企业区域分布特征较为明显, 行业龙头往往布局全国, 分布均衡, 同时存在大量中小烟标企业, 服务于各省的中烟公司。随着行业龙头的全国布局进一步完善, 其市场份额有望持续提升, 加速行业整合。

图 20. 2020 年各烟标企业市场份额



数据来源: Wind, 公司公告, 财通证券研究所 (注: 市场份额=2020 年各企业烟标收入/烟标市场规模)

## 2.2. 烟标主业: 卷烟升级迎机遇, 优势主业稳增长

### 2.2.1. 生产、设计能力行业领先, 差异化服务提升客户粘性

印刷设备高投入, 生产端优势明显。当前烟标行业生产采用的成套关键设备仍需



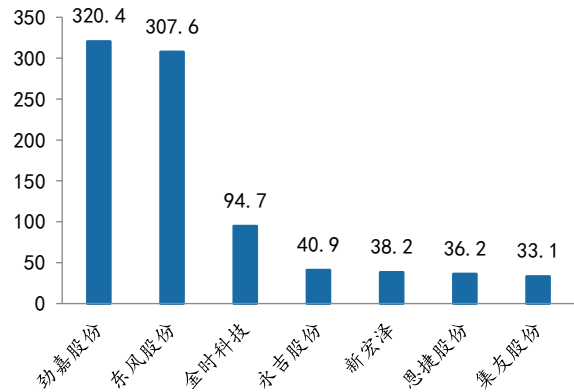
从欧美等发达国家进口，购置成本偏高，如意大利制造的一套 R960 连线复合转移赛鲁迪凹印设备购置价格约 6000 万元。劲嘉与意大利赛鲁迪公司合作开发研制了具有自主知识产权的赛鲁迪转移连线 9 色凹印机组，该机组具备世界领先的性能。此外，公司先后引进了系列德国海德堡速霸印刷机群、日本高精度全自动模切机群等包装印刷设备，生产设备及工艺技术具备显著优势。2020 年公司烟标产量 320.4 万大箱，远超其他烟标企业。

图 21. 劲嘉部分生产设备



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图 22. 2020 年各企业烟标产量（万大箱）



数据来源：wind，财通证券研究所

**掌握多项核心技术。**公司深耕烟标行业多年，在包装印刷领域积累了众多核心技术，公司在设备的升级改造中注入自主研发及专利技术，使得设备更加符合生产制造要求和市场的需要。

图 23. 公司核心技术

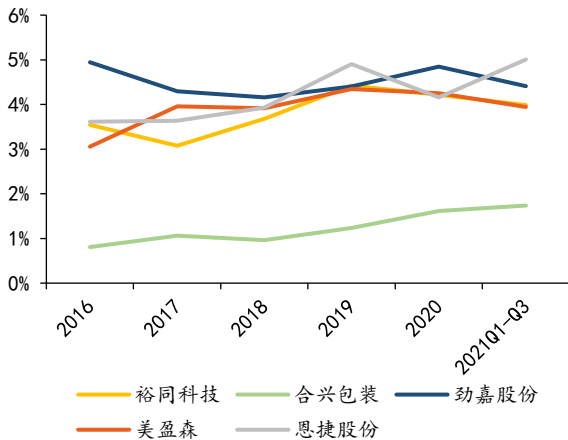
核心技术名称	主要特点
连线复合转移凹印机	集复合转移、印刷于一体，解决了连线复合、转移以及印刷的技术难题，采用了基膜回收、定位套准印刷等新技术，实现了高品质、快速、大规模生产和环保印刷包装的发展要求。
全息图像、文字印刷方法	实现了全息图像、文字的制成和印刷工艺上的突破，对防伪包装起到了积极推动作用。
卷烟软质包装结构	介于卷烟软包和硬包之间的新型包装方法，增加了软包的挺度和美感，避免了软包在携带过程中易变形和破损的特点。
凹印水性油墨印刷方法	在不影响印刷质量和速度的前提下，用水性油墨印刷替代溶剂性油墨印刷，产品符合烟标、食品包装标准，拓展了凹印产品市场。
镭射材料定位印刷方法	具备镭射产品的所有特性之外，还具备极强的防伪性能、能衍生出众多传统印刷及后加工方法无法实现的独特效果、采用的材料可回收等。
镭射转移膜自动对接技术	可使膜在拼接时按确定位置精确拼接，大大降低制程中的材料损耗。

数据来源：Wind，公司公告，财通证券研究所

**研发费用率和研发人员占比高于可比公司。**公司高度重视研发投入，其研发费用

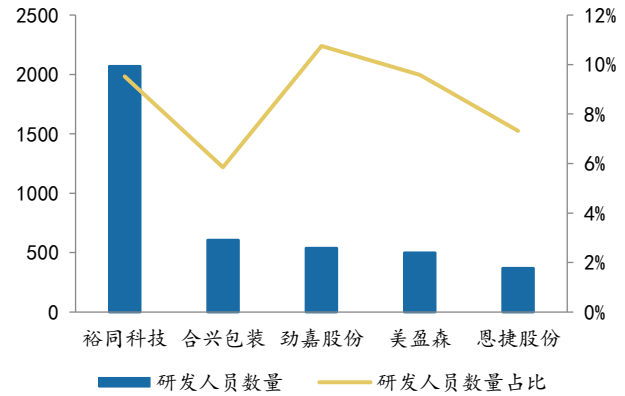
率在可比公司中处于高位，2020 年公司研发人员数量占比达到 10.8%，亦高于可比公司。

图 24. 可比公司研发费用率



数据来源：Wind，财通证券研究所

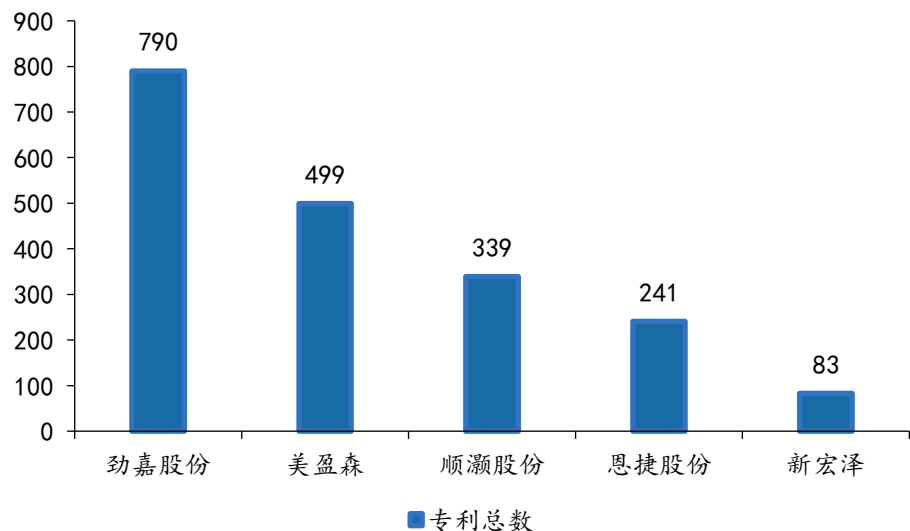
图 25. 2020 年可比公司研发人员数量及占比



数据来源：Wind，财通证券研究所

**专利数量行业领先。**公司通过加大科研投入，加强产学研合作，注重新技术、新工艺、新产品的研发提速，科技硬实力得以显著增强。公司设有“博士后创新实践基地”，获得国家发改委批准印包行业的国家级工程研究中心“绿色包装印刷材料及制品精密印刷技术国地联合工程研究中心”。截至 2021H1，公司累计获得专利授权 790 项，其中发明专利 117 项，外观设计 25 项，在可比公司中处于领先地位。

图 26. 截至 2021H1 各公司专利总数



数据来源：Wind，各公司公告，财通证券研究所

**创新设计软实力强大，斩获多项大奖。**公司全资子公司蓝莓文化设计的多个烟标产品斩获多项大奖，其中包括世界包装组织（WPO）“世界之星”包装设计大奖，该奖项是世界包装组织在世界范围内评选出的优秀包装设计的最高奖项，代

表着全球包装设计的发展方向；此外还有德国 iF 设计奖、Pentawards 奖等。公司在新产品开发和设计方面的优势突出，创新设计软实力强大，在烟标领域无出其右，也为公司发力大包装领域奠定了坚实基础。

图 27. 公司部分获奖产品

获奖时间	获奖产品	所获奖项	产品图示
2018年	“茅台醇·年代酒”	WPO世界之星大奖；iF设计奖	
2017年	“南京·九五之尊”	WPO世界之星大奖	
2016年；2017年	“黄山·天都高山流水”	WPO世界之星大奖；iF设计奖	
2014年	“钻石（荷花）”	最佳品牌文化奖	
2014年	“PRIDE娇子功夫细支”	Pentawards包装设计其他类别最高奖项——金奖	

数据来源：Wind，公司公告，财通证券研究所

**差异化服务绑定优质客户。**中烟公司为公司烟标制品的唯一客户端，由于烟标的个性化、差异化属性，每种烟标均只向特定客户直接供应，按需定产则使得卷烟公司往往就近选择烟标企业。公司通过在安徽、云南、川渝、贵州、江苏等地区的子公司直接为当地卷烟生产企业提供技术支持服务，可以快速及时地获得客户地意见反馈，加强了对市场动态的把握。受益于公司极强的客户洞察能力和差异化服务的提供，公司客户的粘性极强，国内 80%的省中烟公司与公司长期保持战略合作关系。

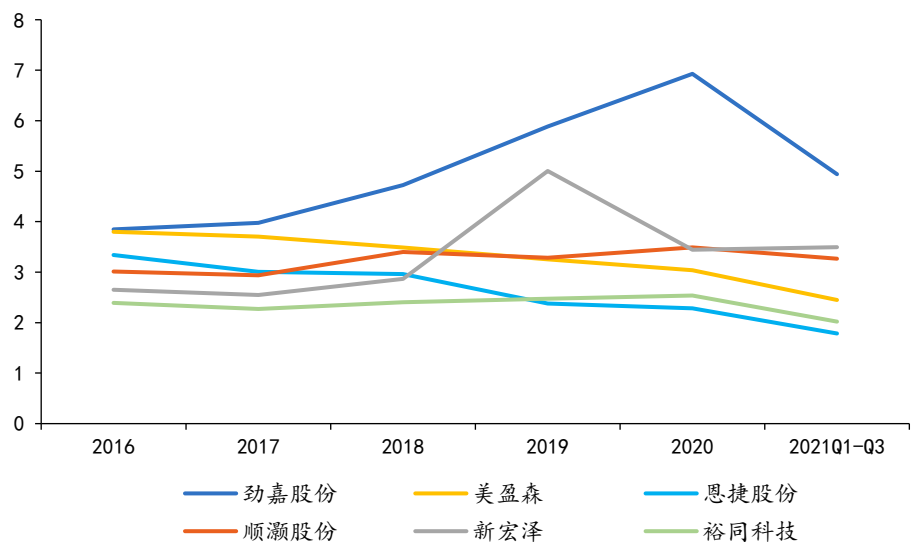
图 28. 公司烟标业务相关参控公司

时间	被参控公司	参控关系	投资额	持股比例	公司简介
2004年12月	安徽安泰新型包装材料有限公司	控股子公司	5720万人民币	52%	安徽中烟定点烟标配套服务商，华东地区规模大的烟标印刷企业之一，主要经营新型包装材料的设计、生产和销售，主要客户为安徽中烟
2011年12月	重庆宏声印务有限责任公司	联营企业	6784.32万人民币	66%	主营包装装潢印刷品，承印烟标、药品商标、食品商标等，主要客户为云南中烟、川渝中烟
2012年	青岛嘉泽包装有限公司	联营企业	1800万人民币	30%	专业从事烟辅料材料生产销售的包装公司，产品包括烟用接装纸、内衬纸、框架纸、包装膜等，主要客户为山东中烟
2016年5月	长春吉星印务有限责任公司	控股子公司	2100万人民币	70%	主营新型包装材料及包装装潢印刷品的设计、生产加工和销售、商标的设计、印刷等，主要客户包括河南中烟、黑龙江烟草、吉林烟草等
2016年6月	重庆宏劲印务有限责任公司	参股子公司	3697.782万人民币	33%	定位中高端印刷包装解决方案商，主要客户包括川渝中烟、云南中烟、红河、红塔集团、湖北中烟、福建中烟、上海烟草等
2016年6月	江苏顺泰包装印刷科技有限公司	参股子公司	839.5万美元	75%	主营新型薄膜研发、生产和销售，为江苏中烟的重要供应商
2016年8月	昆明彩印有限责任公司	参股子公司	75万美元	10%	主要经营包装装潢印刷品、纸制品商标标识的印刷、纸质加工等，主要客户为云南中烟、红河、红塔集团
2019年8月	江西丰彩丽印刷包装有限公司	控股子公司	1875万人民币	75%	主营包装装潢、印刷品包装、新材料技术研发，主要客户为江西中烟、云南红塔等

数据来源：国家烟草专卖局，企查查，财通证券研究所

深度绑定中烟带来稳定现金流。下游中烟公司强大的支付能力给公司带来了稳定的现金流，其应收账款周转率远高于可比公司，稳定的现金流可进一步反哺公司的技术研发和产能扩张。

图 29. 公司应收帐款周转率高于可比公司



数据来源：Wind，财通证券研究所

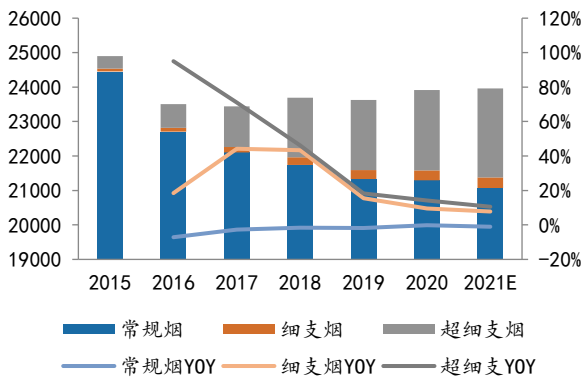
### 2.2.2. 发力中高端烟标市场，享下游卷烟结构化升级红利

下游卷烟结构化升级带来新机遇。为深化调整卷烟结构，国家烟草专卖局多次调

整卷烟分类标准以促进中高档卷烟产品的生产。随着“卷烟上水平战略”的实施，品牌总量不断减少的同时高端卷烟、新型卷烟高速增长，卷烟客户从包装的材料、设计、技术应用等方面均提出了更高要求，设计服务能力强、印刷水平工艺水平高、防伪性强、符合节能环保理念的烟标企业的竞争优势将进一步凸显。

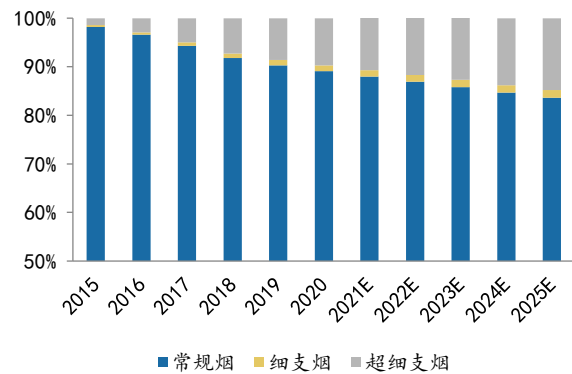
**新型卷烟品类快速发展。**近年来，包括中支烟、细支烟、短支烟、爆珠烟等新型卷烟品类的发展给卷烟行业注入了新的活力。以细支烟为例，根据欧睿统计，2015-2021年中国细支烟和超细支烟销量 CAGR 分别为 22.3%、39.2%，增速远超常规卷烟。中国卷烟结构正逐步向细支和超细支烟过渡，预计 2025 年两者销量在卷烟总销量中占比将超过 16%。公司顺应烟草行业结构调整趋势，凭借较强的生产、工艺和客户优势，有望在新型卷烟烟标领域高速增长。

图 30. 中国分类别卷烟销量及增速（亿支，%）



数据来源：欧睿，财通证券研究所

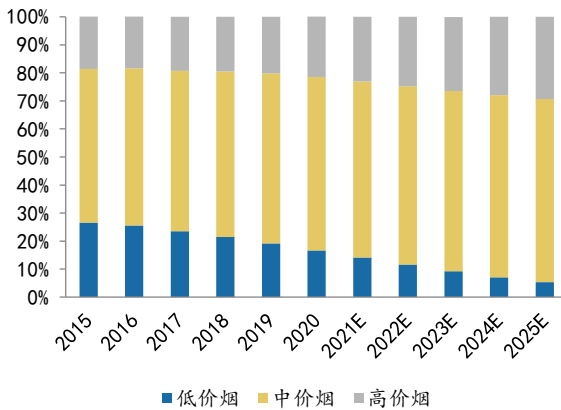
图 31. 细支、超细支卷烟销量占比稳步提升（%）



数据来源：欧睿，财通证券研究所

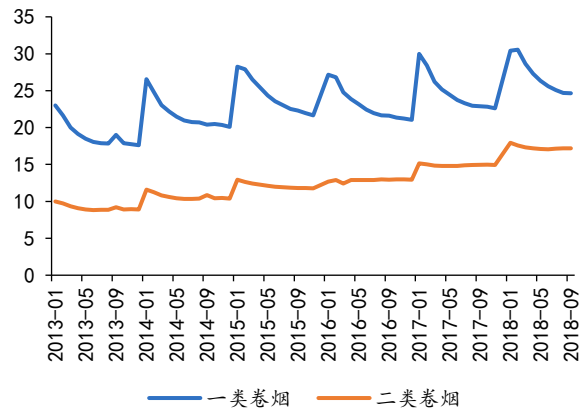
**高端化带动国内卷烟价格中枢上移。**根据欧睿数据，中国卷烟市场高、中价烟零售量占比分别由 2015 年的 18.7%、54.8% 至 2020 年的 21.6%、61.9%，占比分别提升 2.9pct、7.1pct，对比低价烟的销量占比则由 2015 年的 26.6% 下降至 2020 年的 16.6%，占比减少 10pct。预计到 2025 年，中国卷烟高价、中价烟将分别提升至 29.3%、65.4%，低价烟占比将进一步压缩至 5.3%。同时，一类烟（调拨价 100 元/条以上）、二类烟（调拨价 70-100 元/条）的销量占比亦由 2013 年 1 月的 23%、10% 提升至 2018 年 9 月的 24.63%、17.17%，高端化战略推动了中国卷烟价格中枢的上移。

图 32. 中高价卷烟销量占比稳步提升 (%)



数据来源：欧睿，财通证券研究所

图 33. 一类、二类卷烟销量占比稳步提升 (%)



数据来源：Wind，财通证券研究所

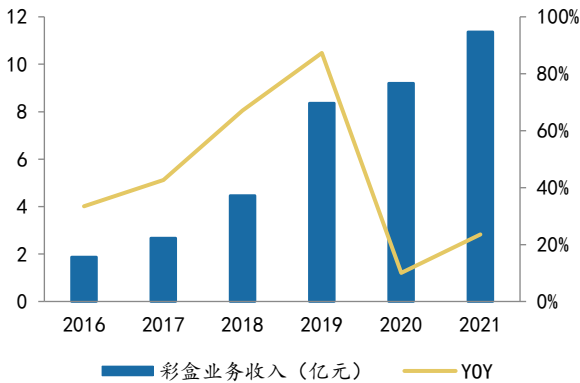
公司积极拓展一二类烟标市场，紧跟卷烟升级趋势。烟标作为卷烟的外包装，承担着下游客户卷烟产品的形象展示功能的同时，起到了“商标”式的品宣效果。随着下游卷烟市场高端化的进一步推进，中高端卷烟的占比将持续提升，其对于烟标的设计、质量以及防伪技术等方面提出了更高的要求，有望带动烟标的价值量的提升。同时，公司凭借深耕烟标印刷行业 20 多年形成的技术工艺优势和稳定的客户合作关系，持续拓展一二类烟标和精品烟标业务，有望充分享受卷烟结构升级带来的红利。

### 2.3. 大包装：生产自动化+产品高端化，降本增效盈利提升

自动化智能生产促进公司彩盒业务提产增效。公司中高端纸质包装主要运用于精品烟酒外包装、3C 电子产品包装和化妆品等日用品包装，三者统称为彩盒业务。通过持续在彩盒包装的设备、技术和人员配备等方面的投入，不断推动自动化智能制造车间、智能工厂以及信息化系统的建设，公司彩盒业务的响应速度和生产运作效率不断提升。此外，公司将 RFID、物联网、大数据等多种前沿技术应用用于彩盒包装，如建设 RFID 产品溯源平台、开发智能包装防伪营销和大数据增值服务应用系统等，公司还通过参股华大北斗推动包装产品智能化战略。

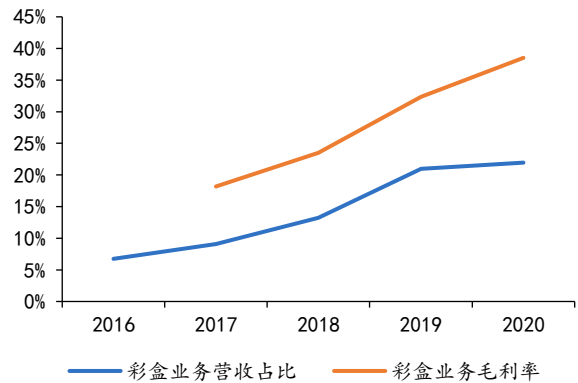
彩盒营收高速增长，毛利率持续提升。公司彩盒业务实现营收从 2016 年的 1.87 亿元提升至 2021 年的 11.36 亿元，CAGR 为 43.4%，营收占比由 6.74% 提升至 21.95%。公司把握中高端烟酒包装、3C 产品包装升级的市场趋势，不断加强产品研发和市场开拓，高端化产品战略成效显著，彩盒业务毛利率由 2017 年的 18.18%，大幅提升 20.34pct，至 2020 年达 38.5%。

图 34. 2016-2021 年彩盒业务收入及增速



数据来源: Wind, 财通证券研究所

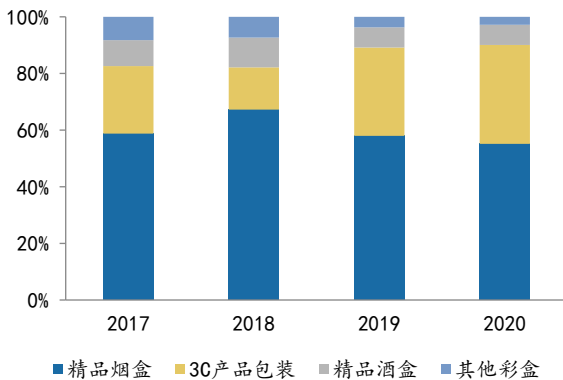
图 35. 彩盒业务占比及毛利率逐年提升 (%)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

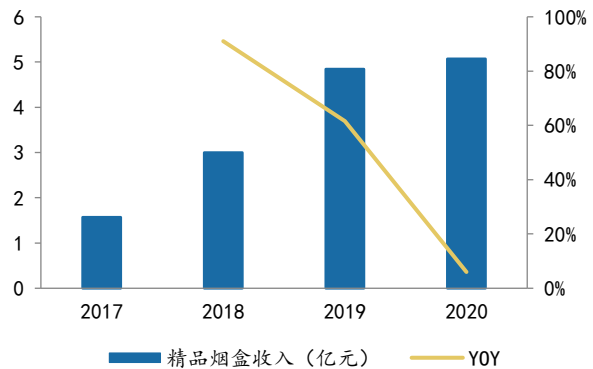
精品烟盒收入高速增长, 2017-2020 年 CAGR 达 47.8%。从公司彩盒业务结构来看, 营收占比最大为精品烟盒, 其次为 3C 产品包装和精品酒盒, 2020 年三者彩盒板块收入中占比分别为 55.1%、35%、7.1%。公司的烟标和精品烟盒为烟草包装的不同产品形态, 公司基于大包装的中高端战略布局, 将产品附加值更高、高端属性更强的精品烟盒划入彩盒中。凭借原创设计、精湛的技术工艺和高效的自动化生产, 公司精品烟盒业务收入稳步增长, 由 2017 年的 1.57 亿元提升至 2020 年的 5.07 亿元, CAGR 为 47.8%, 其中 2020 年疫情影响下增速有所放缓。

图 36. 彩盒业务收入拆分 (%)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图 37. 精品烟盒收入及增速 (亿元)

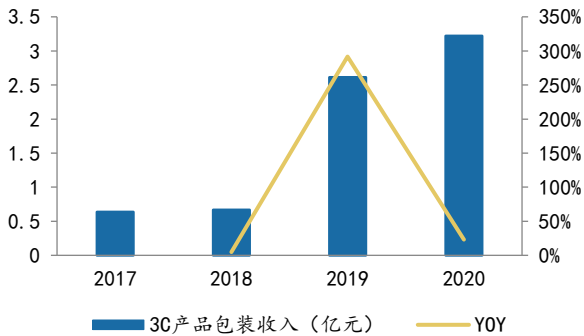


数据来源: Wind, 财通证券研究所

公司 3C 产品包装主要由新型烟草包装和手机包装构成。公司抓住新型烟草行业快速发展的趋势, 不断加大研发投入, 提升生产自动化水平, 逐步扩大客户服务范围, 新型烟草包装客户拓展了英美烟草、雷诺烟草、菲莫国际、悦刻、灵犀、魔笛等三十多家行业内优质企业; 手机包装方面, 公司是 Vivo、中诺、海派等品牌的合格供应商, 通过与其合作, 积累了 3C 产品包装上的综合经验。公司 3C 产品包装业务收入由 2017 年的 0.64 亿元提升至 2020 年的 3.22 亿元, CAGR

达 71.7%，未来伴随 3C 产品包装产能扩张及客户拓展，有望实现放量。

图 38. 3C 产品包装收入及增速（亿元）



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 39. 公司为 VIVO 等客户设计手机包装盒



数据来源：公司官网，财通证券研究所

### 2.3.1. 深耕酒包市场，持续拓展优质客户

近年来，我国中高端白酒消费景气度持续提升，公司把握酒类包装需求增加、产品结构持续优化的发展趋势，进一步整合设计创意能力、生产销售能力与前沿应用技术，加强与合作方的深度合作。

**申仁包装：入股申仁，切入茅台体系。**公司在 17-18 年间两次入股贵州申仁包装，现持有申仁包装 35% 的股份，为其第二大股东，贵州茅台技开司持股 45%，为申仁包装第一大股东。公司通过入股申仁包装顺利切入茅台体系，与茅台技开司展开深度合作，不断提升申仁包装的包装配套服务能力，同时有序分阶段推进申仁包装的生产改扩建项目的建设，产能的提升有助于公司承接更多优质订单。

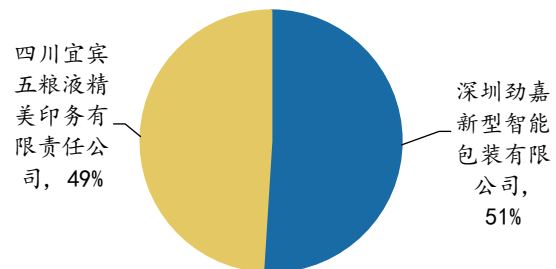
**嘉美包装：携手五粮液设立嘉美。**2019 年 4 月，公司与四川宜宾五粮液精美印务有限责任公司合资设立公司嘉美包装，双方重点在酒盒设计创意、酒盒后道成型自动化、烟酒包装联合发展上协同，全力打造西南智能化烟酒、食品等包装领先企业，公司于 2019 年 11 月正式投产。此外，公司还与国台、洋河、今世缘、江小白等知名品牌建立合作关系，为其提供包装服务。

图 40. 公司设计“茅台醇”酒盒



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图 41. 2021H1 嘉美包装股权结构



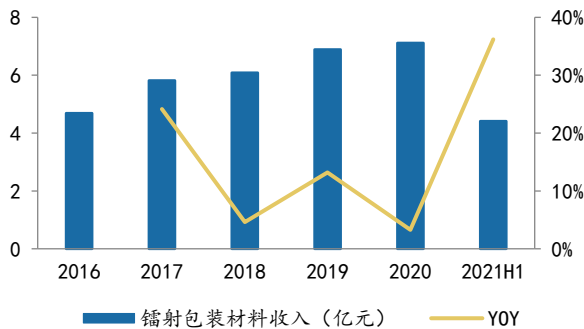
数据来源：Wind，公司公告，财通证券研究所



### 2.3.2. 发力高端膜，新材料业务版图持续开拓

**改扩建产能升级，保障内部需求同时开拓外部市场。**公司新型材料业务以全资子公司中丰田为实施主体，大力发展镭射纸、镭射膜产品，镭射包装材料属于激光防伪包装材料，具有普通工艺无法制作的光变色效果和丰富的层次感，公司融合多种工艺组合将其应用于烟、酒等品类的包装。2021H1 公司镭射包装材料实现收入 4.41 亿元，同比增长 36.19%。近年来，公司通过珠海中丰田的改扩建项目实现了产能升级，在保障集团内部需求的基础上，以技术为导向推动产品结构升级，大力开拓外部市场，打造镭射包装材料龙头企业。2020 年公司镭射膜产量达 9943.35 万平方米，同比增长 32.1%；镭射纸产量 3.14 万吨，同比增长 41.2%。

图 42. 镭射包装材料收入及增速（亿元）



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 43. 公司镭射全息材料及应用



数据来源：公司官网，财通证券研究所

**青岛英诺：收购青岛英诺包装，发力高端膜。**2020 年 4 月，公司收购青岛英诺 30% 股权，2021 年 6 月收购剩余 70% 股权，英诺包装主要从事 BOPP 烟用包装膜和其他特种薄膜的生产和销售，其中 BOPP 薄膜应用广泛，材料具有无毒、无臭、防潮、透明，印刷性能优良等特点，除在烟草领域外，还在化妆品、食品、茶叶、糖果等产品包装中广泛应用。英诺通过灵活的产品销售模式成为多家中烟公司以及非烟膜的社会类产品客户的产品供应商。通过对英诺包装的股权收购，公司在烟膜等高端膜类产品的结构有望进一步优化，推动彩膜、可降解膜类材料项目的实施进度，为公司提升产品竞争力提供充足动力。公司新材料板块的稳健发展也将助力大包装产业的盈利水平及行业竞争力的提升。

## 3. 新型烟草：先发优势显著，业绩放量在即

### 3.1. 减害性突出，新型烟草赛道长坡厚雪

**相较传统烟草，新型烟草减害性突出。**新型烟草主要包括雾化电子烟和加热不燃烧（HNB）两大类，与传统烟草制品相比，新型烟草具有不用燃烧、提供尼古丁、基本无焦油等特征，其减害性明显。卷烟燃烧后释放的有害物质的量远高于新型

烟草（雾化电子烟和 HNB），其中包括尼古丁、NNAL、丙烯腈、NNN、NNK 和一氧化碳等易造成病变和致癌的物质。新型烟草减害性明显，且能够满足人体摄入一定尼古丁的需求，因此，在全球控烟背景下新型烟草获得较快发展。

**图 44. 新型烟草与传统烟草释放有害成分对比**

新型烟草	有害成分	具体危害	单位	新型烟草产生量	卷烟产生量	卷烟产生量/新型烟草产生量
雾化电子烟	尼古丁	刺激心血管系统	nmol/mg	1.1-3.5	23.8-32.7	20
	NNAL	致癌物质	pg/mg	3.8-6.3	181.7-227.9	60
	镉	呼吸系统病变	ng/mg	0.16-0.23	0.26-0.3	2
	苯	血液系统受损	ng/mg	4.7-5.9	13.2-14.6	3
	蒽	致癌物质	ng/mg	0.14-0.18	0.29-0.32	2
	丙烯醛	诱发呼吸道炎症	ng/mg	95.9-121.6	255.1-289	2.5
	丙烯腈	高毒类致癌物质	ng/mg	3-5.2	109.9-139.7	36
	丙烯酰胺	神经毒性、生殖毒性等	ng/mg	51.1-61.5	129.3-143.8	2.5
HNB	尼古丁	刺激心血管系统	mg/stk	1.1	1.9	2
	甲醛	损害呼吸系统、神经系统	μg/stk	8	85.2	10
	NNN	强致癌物	ng/stk	10.2	283	28
	乙醛	口腔癌变	ng/stk	217	1641	7.5
	丙烯醛	高毒类致癌物质	μg/stk	9.6	156	16
	NNK	强致癌物	μg/stk	6.8	264	40
	一氧化碳	对血液、神经有害	mg/stk	0.44	30.2	68

数据来源：头豹研究院，财通证券研究所

**多国权威机构认可新型烟草戒烟属性。**得益于新型烟草相较于传统卷烟突出的减害性，其戒烟属性获得多国主流权威机构的认可。2022年3月，FDA在授权日本烟草旗下 Logic 部分产品销售时指出，电子烟对于希望戒烟的成年吸烟者有所帮助。此外，各国普遍认为电子烟的危害性远小于传统烟草，吸烟人群使用电子烟利于控烟。

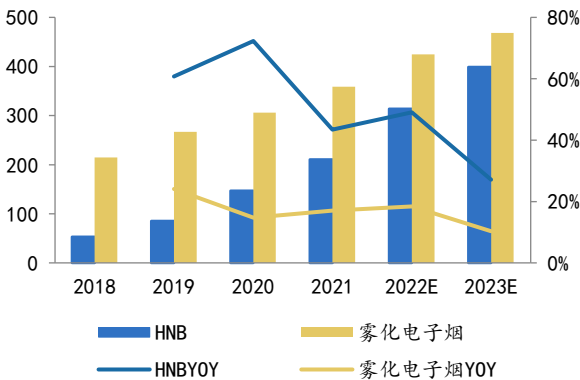
图 45. 各国/组织对于新型烟草减害、戒烟属性的表述

国家/组织	相关表述
美国	<p>2020年美国疾病控制和预防中心（CDC）研究人员发布论文显示，电子烟使用者尿液中烟草特有亚硝酸（TSNA）代谢物NNAL的含量极低，只有卷烟使用者的2.2%。</p> <p>2021年FDA授权Vuse部分产品销售时指出，烟草味电子烟可通过减少接触有害物质使得成年吸烟者受益，授权产品的有害成分和毒性明显低于卷烟。</p> <p>2022年FDA授权Logic部分产品销售时指出，对于减少卷烟使用的成年吸烟者而言电子烟的利大于弊。</p>
英国	<p>2015年英国公共卫生部（PHE）发布独立报告称：“电子烟虽然并非100%安全，但比烟草减害95%，有害化学物质含量几乎忽略不计，政策应当鼓励吸烟人群使用电子烟作为关键控烟策略。</p> <p>2021年发布《英国公共卫生部2021证据更新》，提及电子烟是2020年英国尝试戒烟者最常用的辅助手段，英国各地使用电子烟戒烟的比例都高于其他戒烟办法。</p>
世界卫生组织（WHO）	<p>在《2019年全球烟草流行的报告》中指出，在现有证据下，可能接触到有害和潜在有害化学物质的产品排位是：卷烟&gt;HNB&gt;尼古丁电子烟。</p>
中国	<p>2020年发布电子烟主题报告，报告引用美国国家科学院、工程院和医学院对电子烟的评估：“完全使用电子烟替代香烟，可减少使用者接触香烟燃烧产生的多种有毒物质和致癌物的机会。”</p> <p>2020年《中国烟草学报》发表论文《电子烟雾化剂丙三醇90天大鼠吸入毒性研究》，结果表明大鼠吸入丙三醇90天，暴露剂量750mg/kg情况下未对大鼠产生明显毒性作用。</p>

数据来源：艾媒咨询，财通证券研究所

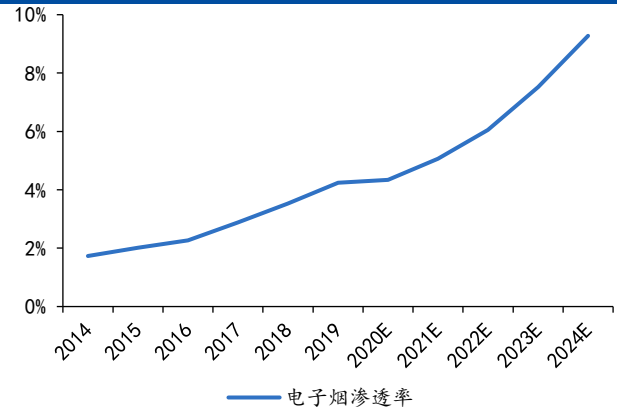
**新型烟草赛道长坡厚雪，行业步入发展快车道。**新型烟草能够大幅减少焦油、二手烟气等因燃烧产生的有害物质，相比传统烟草更加环保。随着全球控烟政策趋严，人们健康意识和环保意识的不断增强，具有减害属性且更加环保的新型烟草在市场规模和渗透率方面有望持续提升。艾媒咨询数据显示，2021年全球新型烟草市场规模为569亿美元，同比增长25.6%，其中雾化电子烟358.5亿美元，同比增长17.1%；HNB 210.5亿美元，同比增长43.4%。预计至2023年，全球新型烟草规模将达到867亿美元，其中雾化电子烟468.2亿美元，HNB 398.8亿美元。弗若斯特沙利文预计，全球电子烟渗透率将在2024年达到9.3%。

图 46. 全球雾化及 HNB 市场规模（亿美元）



数据来源：艾媒咨询，财通证券研究所

图 47. 2024 年全球电子烟渗透率将达到 9.3%



数据来源：弗若斯特沙利文，财通证券研究所

**国际烟草巨头加速布局新型烟草业务。**近年来，国际烟草巨头菲莫国际、英美烟

草等加速布局雾化电子烟和 HNB 业务，且均提出了未来新型烟草板块的远景目标，彰显了其发展新型烟草业务的信心和意志。以菲莫国际为例，2021 年减害板块收入 91.15 亿美元，营收占比为 29%，HNB 产品出货量达 950 亿支，其预计 2023、2025 年新型烟草收入占比将分别达到 40%、50%。各大烟草巨头在新型烟草领域加速跑马圈地，有望带动全球新型烟草行业持续发展。

图 48. 国际烟草巨头新型烟草布局

公司名称	雾化电子烟	加热不燃烧	新型烟草业务发展情况
 菲莫国际	 IQOS	 IQOS VEEV	2021年减害板块收入91.15亿美元，占比由2015年的0.2%提升至2021年的29%；2021年IQOS烟弹出货量950亿支，同比增长24.8%；提出23、25年新型烟草收入占比分别达到40%、50%的战略目标。
 英美烟草	 Vuse	 glo	2021年新型烟草业务实现收入20.5亿英镑，同比增长51%；Vuse在前五大市场市占率达33.5%，Glo烟弹出货量191亿支，同比增长78.7%；提出2025年实现新型烟草收入50亿英镑，2030年拥有5000万HNB用户的目标。
 日本烟草	 Logic	 ploom	2021年减害产品板块收入598亿日元，同比增长7.2%；21年ploom日本市占10.3%，成功推出ploom X；Logic多款产品于22年3月通过PMTA审核；目标2027年在主要HNB产品市场中份额达15%。
 帝国烟草	 blu	 PULZE	21年HNB产品在捷克、希腊市占率达9%、12%；雾化电子烟方面，在美国推出试点测试消费者对于blu品牌的营销偏好；未来将进一步投资于其优先市场以及减害产品试点市场，推进以消费者为主导的产品战略。

数据来源：Wind，各公司公告，财通证券研究所

各国政策积极引导、规范新型烟草发展。总体来看，各国对于雾化电子烟均出台了较为明确的监管政策，对于 HNB 产品则相对开放。

- **雾化电子烟领域**，美国趋于提升行业准入门槛以整顿市场，欧盟允许销售但需遵循 TPD 相关要求，日本销售尼古丁电子烟须获许可证，但尚未有产品获批，韩国将含尼古丁产品纳入烟草制品进行销售，但不允许在公众场所使用，中国禁止线上电子烟销售并规定电子烟销售仅限烟草口味。
- **HNB 领域**，日韩作为 HNB 的先发市场，政策相对宽容，美欧亦逐步接纳 HNB 产品。此外，各国的监管均关注保护未成年人，强调如何在发挥新型烟草戒烟效果的同时减少其对未成年人及不吸烟群体的吸引力。

**图 49. 主要国家新型烟草监管政策**

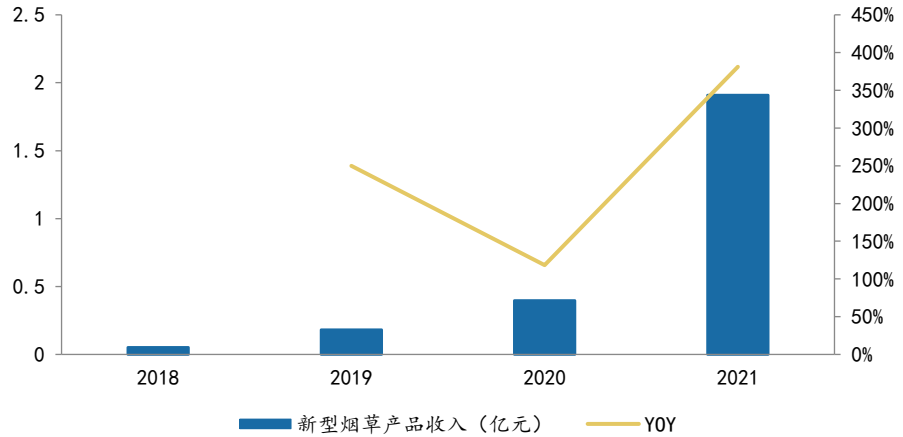
国家	雾化电子烟	加热不燃烧产品
美国	纳入烟草产品进行管制，产品上市需向FDA提交申请并通过PMTA审核；2019年新限制产品口味并要求实体店下架调味电子烟产品；禁止向未成年人销售电子烟	2019年FDA通过IQOS的PMTA上市申请，但仍需遵循对电子烟的相关规定，禁止向未成年人销售
欧盟	允许销售，含尼古丁电子烟需要遵循欧盟TPD相关要求，不含尼古丁电子烟纳入消费品；禁止或严格限制相关广告、促销和赞助活动；禁止向未成年人销售	允许销售，承认HNB产品的减害性，考虑将HNB产品纳入监管范围，但目前尚无明确监管措施
日本	含尼古丁电子烟视为医药产品受药事法管制，须获得相关许可证，但目前尚无产品获批；非尼古丁电子烟尚未受到管制	允许销售，等同于传统烟草，视作斗烟丝进行管控；2018年将HNB排除在公共场所禁烟范围之外
韩国	允许销售，含有尼古丁纳入烟草制品进行管制，不含尼古丁纳入消费品；禁止向19岁以下未成年人销售，同时禁止在公共场所使用；电子烟包装和广告需要包含健康警告	允许销售，对HNB减害效果存疑，税率较高
中国	2019年11月开始禁停线上销售；22年5月1日开始只允许销售烟草口味电子烟产品；禁止向未成年人销售	受到烟草专卖制度的各项限制及规范，原则上一同落入国家垄断经营

数据来源：国家烟草专卖局，前瞻产业研究院，财通证券研究所

### 3.2. 前瞻卡位新型烟草全产业链，业绩弹性可期

公司抓住新型烟草行业发展大趋势，积极布局新型烟草业务。雾化电子烟领域，公司拥有自主品牌 FOOGO(福狗)，还为多个品牌提供电子雾化设备(换弹式、一次性)。HNB 领域，公司定位为中烟服务商，为云南、贵州、河南、上海、广西、河北等多地中烟公司提供烟具研发服务。此外，公司还布局了上游雾化电子烟油和 HNB 香精香料业务。公司新型烟草板块的持续投入效果显著，在产业链延伸、客户拓展和产能建设等方面均取得突破，21 年新型烟草实现收入 1.91 亿元，同比增长 381.16%。

图 50. 公司新型烟草业务收入及增速



数据来源：Wind，公司公告，财通证券研究所

收购优质标的，卡位新型烟草产业链各环节。公司通过收购优质标的卡位雾化电子烟和加热不燃烧全产业链的各环节，并积极孵化和培育新型烟草相关业务。雾化电子烟领域，布局代工制造（劲嘉科技）、雾化电子烟油（云烁科技）、电子烟品牌（因味科技）；HNB 领域，布局烟具制造（嘉玉科技）、香料香精（云烁科技、长宜科技）、HNB 品牌（佳聚电子）。此外，公司在新型烟草销售贸易和渠道端亦有所布局（恒天商业、云普星河、云普飞匣）。

图 51. 劲嘉新型烟草产业链布局

	标的公司	环节	核心业务/产品	布局时间
雾化电子烟	劲嘉科技 (62%)	制造	雾化电子烟代工、HNB 烟具代工	2014 年
	龙舞科技 (3.1%)	制造	公司代工客户，产品包括电子雾化设备、HNB 器具等，旗下品牌 Gippro	2021 年
	你我科技 (增资方)	制造	专注雾化产品研发，旗下品牌 Suorin、YouMe 等	2021 年
	因味科技 (51%)	品牌	自有品牌 FOOGO，包括 K/J 换弹式电子烟和 GT 小钢炮、GTR 大炮、Mini J 等一次性小烟等	2018 年
加热不燃烧	云烁科技 (22.95%)	上游耗材	雾化电子烟油、烟用（含新型烟草）香料香精的研发、生产和销售	2021 年
	长宜科技 (35%)	上游耗材	HNB 香料香精、功能新材料的生产研发	2022 年
	嘉玉科技 (51%) 云南中烟持股 49%	制造	HNB 烟具制造	2018 年
	佳聚电子 (40%)	品牌&制造	自有品牌本草烟弹“威悦”、HNB 烟具和本草烟弹全自动罐装生产设备；为海外客户代工本草烟弹	2022 年
新型烟草渠道布局	恒天商业 (40%)	贸易&营销	出口卷烟至免税渠道，为部分中烟公司提供 HNB 的海外营销及渠道拓展服务	2021 年
	印尼云普星河 (100%)	渠道	为新型烟草品牌客户提供印尼的销售代理服务	2021 年
	云普飞匣 (55%)	供应链	为新型烟草品牌客户提供物流、贸易关务、仓储管理等一体化物流解决方案	2022 年

数据来源：Wind，公司公告，财通证券研究所（括号中为劲嘉持股比例）

### 3.2.1. 雾化供应链：品牌代工齐发力，乘雾化兴起浪潮

**劲嘉科技：依托劲嘉科技开展电子烟业务，品牌与代工齐发力。**公司于 2014 年开始依托全资子公司劲嘉科技开展电子烟业务，向客户提供雾化电子烟的设计、研发和生产等服务，服务品牌包括你我集团旗下的 Suorin、龙舞科技旗下的 Gippro 等。除了布局代工业务，公司还于 2018 年与小米生态链企业米物科技等合资设立子公司因味科技（劲嘉持股 51%），推出自有雾化电子烟品牌 FOOGO（福狗），先后上市了 Foogo J/Q/K/Mini J 系列、GT 小钢炮、GTR 大炮等产品，其中一次性小烟 GT 小钢炮系列广受市场好评且翻单量较高。

图 52. FOOGO 旗下一一次性小烟 GT 小钢炮



数据来源：FOOGO 官方微信公众号，财通证券研究所

**云烁科技：收购云烁布局雾化烟油，口味限制有望放大优势。**2021 年 11 月，公司旗下产业基金收购云烁科技 51% 股权，纵向延伸至新型烟草上游耗材端。云烁科技成立于 2019 年，聚焦云南优势生物资源的开发和利用，以香精香料一轴两翼为核心业务构架，主营为烟用（含新型烟草）香料、香精和雾化电子烟油的技术研发、生产、销售，目前公司拥有年产量可达 2500 吨的烟油、香料香精食品级生产车间，且已实现规模供货。2022 年 3 月，《电子烟国家标准》（二次征求意见稿）将许可添加剂由 122 种调整为 101 种，并明确电子烟仅可呈烟草口味，新规下云烁科技有望充分发挥其出色的调香技术，在有限的成分中开发出符合规定且消费者认可的电子烟烟油。

图 53. 云烁科技一翼两轴核心业务架构



**左翼**

**传统烟草**

成品卷烟集成开发与销售，传统卷烟香精香料开发与销售，卷烟核心关键技术服务，成品卷烟销售代理。



**核心技术轴**

**靶向提取 靶点运用**

烟用香精香料、新型烟草专用香精香料，卷烟辅材料，新型烟草关键技术及整体解决方案，储备积累中烟系统核心供应商技术服务体系能力。



**右翼**

**新型烟草**

新型烟草集成开发与销售，雾化烟油、HNB烟弹的研发销售，生物碱产品研发、应用，研发新型烟草减害产品。

数据来源：云烁科技官网，财通证券研究所

**股权合作绑定代工客户，加速雾化下游布局。**2021 年公司与主要代工客户开展了股权合作：

- **龙舞科技：**21 年 1 月劲嘉科技通过增资及受让方式持有下游代工客户龙舞科技 3.1% 的股权。龙舞科技下属 Gipro 品牌成立于日本东京，专注于研发行业领先的雾化技术和加热不燃烧技术，旗下产品包括电子雾化设备、HNB 器具、非烟草耗材以及多元化 CBD 产品，全产品线覆盖大多数主流国家和地区。
- **你我科技：**21 年 1 月劲嘉科技引入增资方你我科技和员工持股平台，增资后你我科技将持有劲嘉科技 8% 的股权。你我科技专注于电子雾化技术产品的研发，产品线覆盖美国、欧洲、中东等国家和地区，旗下品牌 Suorin、YouMe 等知名度较高，其中 Suorin 的一款产品已于 2020 年提交美国 FDA 的 PMTA 申请，具备良好的市场竞争力。

**上中下游全面发力，“一体化解决方案提供者”锋芒初露。**公司雾化电子烟的 2B、2C 业务齐发力，产业布局覆盖烟油、烟具等研发生产，配合渠道销售，定位电子烟“一体化解决方案提供者”。此外，电子烟纳入中烟主导的监管体系，与中烟的合作有助于公司的牌照申请，进入监管新时代，公司有望充分享受新型烟草牌照资源和产业链优势。

### 3.2.2. HNB 供应链：深度绑定中烟，静待政策东风起

**长宜科技：增资长宜，布局上游 HNB 香料香精业务。**2022 年 1 月，公司向长宜科技增资 1575 万元获得其 35% 股权，成为其第二大股东。长宜科技专注烟用领域香料香精、功能新材料的生产及技术开发，与云南、四川中烟建立了稳定



合作关系。劲嘉股份参股长宜科技，实现了烟用领域的高品质香精香料、新材料、配套功能材料等业务的延伸，迅速切入相关市场及客户，同时有利于为公司新型烟草产品提供更多技术支持和服务，与云烁科技形成协同和补充效应，进一步完善了对新型烟草上游耗材端的布局。

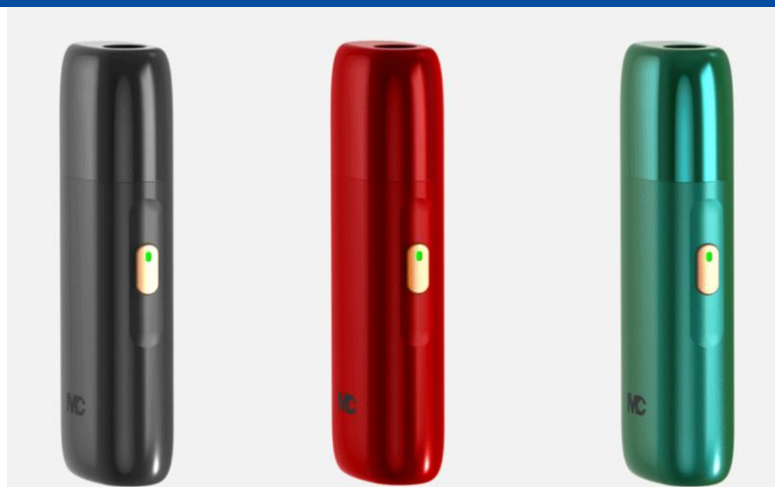
图 54. 长宜科技 2020 年以来中标情况

中标公布时间	招标人	项目名称
2020/1/15	云南中烟	新型降温材料开发与应用研究
2020/7/10	云南中烟	烟草颗粒及其烟弹的制备成型工艺研究
2020/8/17	四川三联新材料	12号纤维线采购项目
2020/8/17	四川三联新材料	13号纤维线采购项目
2020/8/17	四川三联新材料	成形纸笑脸嘴型纸项目
2020/8/20	四川三联新材料	纤维线采购项目
2020/8/31	青岛颐中科技	2020-2021年度产品相关服务供应商入库
2020/12/14	四川三联新材料	2021-2023年香精香料采购项目
2020/12/22	四川三联新材料	2021-2023年香精香料采购项目
2021/6/18	四川宽窄制品	2021年度生物膜采购项目
2021/7/26	云南中烟	2021年第一批烟用添加剂采购
2021/12/27	云南中烟	2021-2024年云南中烟再造烟叶香精香料（含通用配料）采购项目

数据来源：国家烟草专卖局，企查查，财通证券研究所

**嘉玉科技：与中烟设立合资子公司嘉玉，布局 HNB 烟具生产业务。**2018 年 8 月，公司与云南中烟签署了《战略合作框架协议》，在新型烟草制品领域开展深度合作；10 月，公司全资子公司劲嘉科技与云南中烟旗下华玉科技设立合资公司嘉玉科技（劲嘉科技出资 51%），嘉玉科技将承担云南中烟 HNB 烟具的生产工作。此外，劲嘉科技还为云南、贵州、广西、上海、河南等中烟公司提供新型烟草烟具的研发与生产服务。

图 55. 云南中烟 HNB 产品 MC

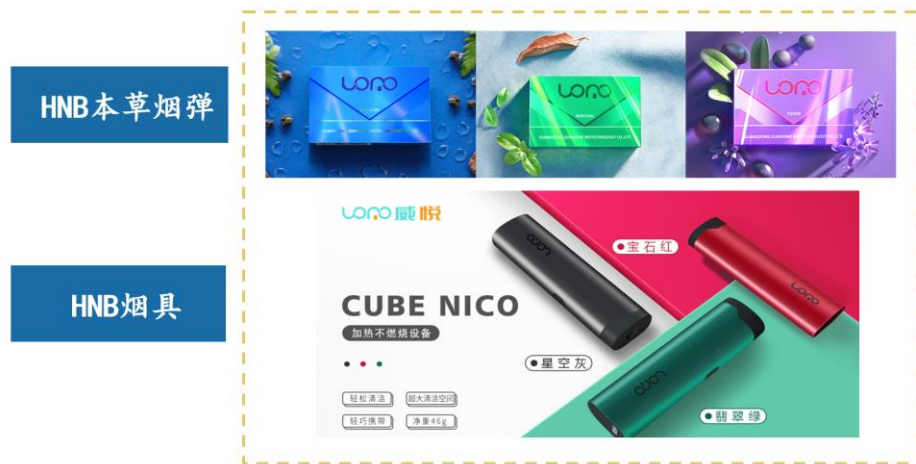


数据来源：华玉科技官网，财通证券研究所

**佳聚电子：入股佳聚，完善 HNB 海外自有品牌布局。**2022 年 1 月，公司向佳

聚电子增资 2380 万元获得其 40% 股权，成为其第二大股东。佳聚电子主营为 HNB 本草烟弹、HNB 烟具和 HNB 本草烟弹自动化生产设备的研发、生产和销售。佳聚电子拥有完全自主知识产权的本草烟弹全自动罐装生产线，并多渠道销售自有品牌“威悦”HNB 本草烟弹，产品销往中国大陆、马来西亚等地区，并为日本、马来西亚、印尼、英国和捷克等海外品牌客户提供 HNB 本草烟弹的 ODM/OEM 服务。通过入股佳聚电子，公司进一步完善了 HNB 业务布局，包括品牌运营、国际化开拓和运作、创新类产品、自动化设备及规模化生产等，与公司新型烟草现有业务形成协同。

图 56. 佳聚电子旗下威悦 HNB 本草烟弹和烟具



数据来源：威悦官网，财通证券研究所

**恒天商业：收购恒天，完善新型烟草渠道与贸易布局。**2021 年 11 月，公司以 1000 万港元收购恒天商业 40% 股权，其成为公司控股子公司。恒天商业主要与中烟国际（香港）等合作，将中国品牌卷烟出口到泰国、吉尔吉斯斯坦、海参崴等国家或地区的免税渠道，还为部分中烟公司提供 HNB 产品的海外营销及渠道拓展服务。公司收购恒天商业后填补了此前的业务空白区域，与恒天商业现有管理团队发挥各自优势，打造烟草行业的贸易综合平台，发展新型烟草产品的海外营销推广服务。

图 57. 恒天商业收购前后股权结构

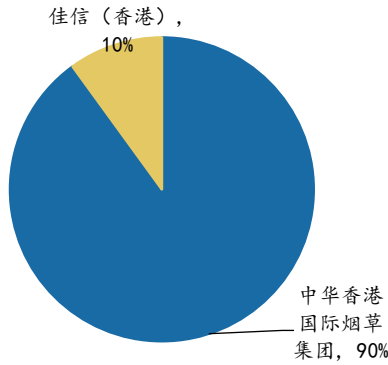
股东名称	收购前持股比例	收购后持股比例	收购后持有普通股股数
中华香港国际烟草集团有限公司	0%	40%	40000
Tan Kim Chwee	40%	24%	24000
张东浩 (Zhang Donghao)	30%	18%	18000
秋山产业株式会社	30%	18%	18000
合计	100%	100%	100000

数据来源：公司公告，财通证券研究所

**云普星河、云普飞匣：设立云普，打造协同供应链。**2021 年 6 月，公司全资子

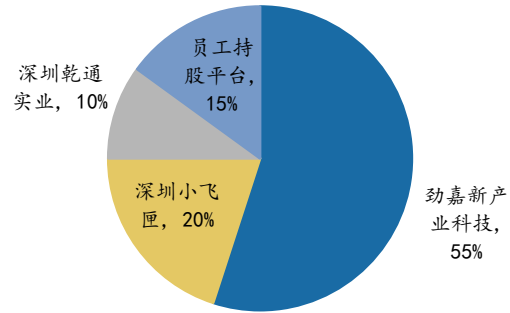
公司中华烟草、佳信（香港）合资设立子公司印尼云普星河（公司出资 90%）。2022 年 3 月，公司与深圳小飞匣等合资设立子公司云普飞匣（公司出资 55%）。云普星河、云普飞匣的设立，进一步整合了客户资源、渠道资源和物流资质，同时两者形成供应链业务的协同，完善了公司新型烟草的供应链布局。

图 58. 印尼云普星河股权结构



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 59. 云普飞匣股权结构



数据来源：公司公告，财通证券研究所

**万事皆备，静待政策东风起。**公司在 HNB 领域定位为中烟服务商，通过与云南中烟的合资子公司嘉玉科技布局 HNB 烟具制造，通过云烁科技和长宜科技协同布局上游耗材香精香料，同时入股佳聚电子完善 HNB 海外品牌布局，通过恒天商业、云普星河、云普飞匣打通新型烟草渠道和贸易供应链。后续伴随国内 HNB 政策的放开，作为中烟在 HNB 领域的合作方，劲嘉有望凭借先发优势充分受益于 HNB 在国内市场渗透率的提升，业绩弹性可期。

## 4. 投资建议与盈利预测

### 4.1. 盈利预测

#### 核心假设：

**1) 烟标业务：**公司稳步开展投标工作，随着部分区域市场烟标业务逐渐恢复，预计整体烟标业务将筑底回升，21-23 年营收增速分别为-4.1%、5.3%、5.8%。随着招标竞争加剧，预计未来 3 年烟标业务毛利率保持 36%左右。

**2) 彩盒业务：**彩盒业务中，公司把握中高端烟酒包装、3C 产品包装升级的市场趋势，不断加强产品研发和市场开拓，预计 21-23 年收入增速为 23.5%、24.8%、22.7%。同时受益于生产自动化和彩盒业务结构调整，预计彩盒板块毛利率将维持在 39%左右。

**3) 镭射包装材料业务：**公司在保障集团内部镭射纸膜需求基础上，大力开拓外部市场，收购青岛英诺后不断推进烟膜产品的迭代升级，预计 21-23 年保持稳

定增长，毛利率稳步上行。

**4) 其他主营业务 (包含新型烟草):** 公司卡位新型烟草全产业链, 积极培育新型烟草业务, 预计在政策逐步落地后有望迎来快速放量增长。在收入规模提升和产业链各环节协同的背景下, 有望带动其他主营业务盈利能力持续上行。

图 60. 公司收入分拆预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>烟标</b>					
收入(百万元)	2782	2399	2301	2423	2563
YOY	8.4%	-13.8%	-4.1%	5.3%	5.8%
毛利率	42.6%	37.0%	36.6%	36.1%	35.7%
<b>彩盒</b>					
收入(百万元)	836	920	1136	1418	1740
YOY	87.3%	10.0%	23.5%	24.8%	22.7%
毛利率	32.4%	38.5%	39.0%	38.8%	38.5%
<b>其中: 精品烟盒</b>					
收入(百万元)	484	504	576	664	763
YOY	61.6%	4.1%	14.2%	15.2%	15.0%
毛利率	38.7%	40.7%	44.6%	45.1%	45.7%
<b>精品酒盒</b>					
收入(百万元)	59	62	196	295	442
YOY	26.0%	4.7%	217.6%	50.0%	50.0%
毛利率	26.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>3C产品包装</b>					
收入(百万元)	261	322	325	414	482
YOY	291.7%	23.4%	0.9%	27.6%	16.4%
毛利率	25.0%	39.5%	38.0%	38.0%	38.0%
<b>其他彩盒</b>					
收入(百万元)	31	32	39	45	52
YOY	-4.9%	2.5%	22.7%	15.0%	15.0%
毛利率	7.9%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%
<b>镭射包装材料</b>					
收入(百万元)	689	711	840	954	1097
YOY	13.2%	3.3%	18.1%	13.6%	15.0%
毛利率	20.2%	22.2%	24.2%	25.2%	25.9%
<b>其他主营业务</b>					
收入(百万元)	508	1017	1201	1921	2881
YOY	18.4%	100.2%	18.0%	60.0%	50.0%
毛利率	26.4%	12.1%	14.1%	24.1%	26.1%
<b>其中: 新型烟草</b>					
收入(百万元)	18	40	191	600	1200
YOY	250.1%	118.4%	381.2%	214.3%	100.0%
毛利率	50.0%	50.0%	50.0%	51.0%	50.0%
<b>其他</b>					
收入(百万元)	490	978	1010	1321	1681
YOY	15.6%	99.5%	3.3%	30.8%	27.3%
毛利率	25.5%	10.6%	7.3%	11.9%	9.1%
<b>内部抵消</b>					
收入(百万元)	-827	-856	-393	-510	-721
<b>营业总收入(百万元)</b>	<b>3989</b>	<b>4191</b>	<b>5085</b>	<b>6206</b>	<b>7559</b>
<b>YOY</b>	<b>18.2%</b>	<b>5.1%</b>	<b>21.3%</b>	<b>22.0%</b>	<b>21.8%</b>
<b>毛利率</b>	<b>41.9%</b>	<b>34.8%</b>	<b>32.1%</b>	<b>33.8%</b>	<b>34.0%</b>

数据来源: Wind, 财通证券研究所

**图 61. 公司盈利预测**

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3989	4191	5085	6206	7559
毛利	1673	1458	1623	1917	2290
营业税费	47	51	51	62	76
销售费用	145	72	66	68	76
管理费用	262	263	280	310	363
研发费用	175	203	224	285	348
财务费用	(3)	(5)	(8)	(11)	(15)
其他损益	22	37	45	55	67
营业利润	1133	991	1192	1492	1800
加：营业外净收支	0	3	0	0	0
利润总额	1133	993	1192	1492	1800
减：所得税	167	129	155	194	234
净利润	966	864	1037	1298	1566
少数股东损益	90	40	31	39	47
归母净利润	877	824	1006	1259	1519
归母净利率	21.98%	19.65%	19.79%	20.29%	20.09%

数据来源：Wind，财通证券研究所

#### 4.2. 投资建议

公司作为卷烟包装龙头企业，烟标业务构筑其坚固的基本盘；大包装业务持续推动产品高端化与生产自动化，不断发力高端膜及新材料业务；公司紧抓新型烟草发展大势，全面卡位新型烟草业务各环节，有望凭借先发优势在监管落地后充分享受国内新型烟草发展红利。预计 2021-2023 年归母净利润分别为 10.1、12.6、15.2 亿元，对应 PE 19、15、12 倍，维持公司“买入”评级。

**图 62. 可比公司估值表**

代码	公司	最新收盘价 (元)	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
603429.SH	集友股份	19.68	0.36	0.77	1.08	54.7	25.6	18.2
601515.SH	东风股份	6.85	0.44	0.48	0.55	15.6	14.3	12.5
300740.SZ	华宝股份	12.86	1.63	2.15	2.28	7.9	6.0	5.6
	平均					26.0	15.3	12.1
002191.SZ	劲嘉股份	12.70	0.68	0.86	1.03	18.6	14.8	12.3

数据来源：Wind，财通证券研究所（注：集友股份、东风股份、华宝股份估值来自 Wind 一致预期，日期截至 2022/4/8）

#### 5. 风险提示

新型烟草行业监管超预期；市场竞争加剧；终端需求不及预期；商誉较高，存在大额减值风险。

**公司财务报表及指标预测**

利润表						财务指标					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>3989</b>	<b>4191</b>	<b>5085</b>	<b>6206</b>	<b>7559</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	2315	2733	3462	4289	5270	营业收入增长率	18%	5%	21%	22%	22%
营业税费	47	51	51	62	76	营业利润增长率	19%	-13%	20%	25%	21%
销售费用	145	72	66	68	76	净利润增长率	21%	-6%	22%	25%	21%
管理费用	262	263	280	310	363	EBITDA 增长率	18%	-12%	-1%	17%	19%
研发费用	175	203	224	285	348	EBIT 增长率	21%	-15%	12%	19%	20%
财务费用	-3	-5	-8	-11	-15	NOPLAT 增长率	21%	-14%	12%	19%	20%
资产减值损失	-21	-18	-15	-13	-12	投资资本增长率	6%	7%	10%	11%	11%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	净资产增长率	7%	6%	10%	11%	11%
投资和汇兑收益	83	97	153	248	302	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>1133</b>	<b>991</b>	<b>1192</b>	<b>1492</b>	<b>1800</b>	毛利率	42%	35%	32%	31%	30%
加:营业外净收支	0	3	0	0	0	营业利润率	28%	24%	23%	24%	24%
<b>利润总额</b>	<b>1133</b>	<b>993</b>	<b>1192</b>	<b>1492</b>	<b>1800</b>	净利润率	24%	21%	20%	21%	21%
减:所得税	167	129	155	194	234	EBITDA/营业收入	31%	26%	21%	20%	20%
<b>净利润</b>	<b>877</b>	<b>824</b>	<b>1006</b>	<b>1259</b>	<b>1519</b>	EBIT/营业收入	27%	21%	20%	19%	19%
<b>资产负债表</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	1058	1629	2383	2864	4134	固定资产周转天数	162	144	116	93	74
交易性金融资产	644	597	597	597	597	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>97</b>	<b>79</b>	<b>60</b>	<b>71</b>	<b>48</b>
应收帐款	596	614	836	1020	1139	流动资产周转天数	321	331	373	363	370
应收票据	125	0	0	0	0	应收帐款周转天数	55	53	60	60	55
预付帐款	49	68	69	86	105	存货周转天数	142	85	120	120	100
存货	901	639	1123	1397	1432	总资产周转天数	794	784	751	676	627
其他流动资产	20	43	43	43	43	投资资本周转天数	662	671	606	550	503
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	13%	11%	12%	14%	15%
长期股权投资	1289	1427	1487	1557	1617	ROA	10%	9%	10%	11%	12%
投资性房地产	420	588	588	588	588	ROIC	12%	10%	10%	11%	12%
固定资产	1765	1653	1619	1577	1526	<b>费用率</b>					
在建工程	243	119	119	119	119	销售费用率	4%	2%	1%	1%	1%
无形资产	308	277	312	335	333	管理费用率	7%	6%	6%	5%	5%
其他非流动资产	67	68	68	68	68	财务费用率	0%	0%	0%	0%	0%
<b>资产总额</b>	<b>8673</b>	<b>9007</b>	<b>10462</b>	<b>11500</b>	<b>12988</b>	三费/营业收入	10%	8%	7%	6%	6%
短期债务	0	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	574	506	1031	1057	1299	资产负债率	17%	15%	20%	19%	20%
应付票据	329	386	474	587	722	负债权益比	20%	18%	25%	24%	25%
其他流动负债	0	1	1	1	1	流动比率	2.52	3.03	2.64	2.93	3.03
长期借款	0	60	60	60	60	速动比率	1.84	2.46	2.03	2.23	2.42
其他非流动负债	0	0	0	0	0	利息保障倍数	1070.87	1211.60	417.71	496.35	594.94
<b>负债总额</b>	<b>1441</b>	<b>1364</b>	<b>2076</b>	<b>2216</b>	<b>2639</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>306</b>	<b>217</b>	<b>248</b>	<b>287</b>	<b>334</b>	DPS(元)	0.00	0.00	0.20	0.27	0.34
股本	1465	1465	1471	1471	1471	分红比率					
留存收益	4031	4636	5342	6201	7220	股息收益率	0%	0%	2%	2%	3%
<b>股东权益</b>	<b>7232</b>	<b>7643</b>	<b>8386</b>	<b>9284</b>	<b>10350</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	EPS(元)	0.60	0.56	0.68	0.86	1.03
净利润	966	864	1037	1298	1566	BVPS(元)	4.73	5.07	5.53	6.12	6.81
加:折旧和摊销	177	192	77	69	68	PE(X)	19.02	16.48	18.56	14.84	12.30
资产减值准备	14	21	15	13	12	PB(X)	2.41	1.82	2.30	2.08	1.87
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	P/FCF					
财务费用	3	1	2	2	2	P/S	4.19	3.23	3.67	3.01	2.47
投资收益	-83	-97	-153	-248	-302	EV/EBITDA	12.66	10.98	15.16	12.60	9.76
少数股东损益	0	0	31	39	47	CAGR(%)					
营运资金的变动	110	73	57	-378	200	PEG	0.91	—	0.84	0.59	0.60
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1190</b>	<b>1045</b>	<b>1036</b>	<b>755</b>	<b>1546</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-464</b>	<b>-98</b>	<b>15</b>	<b>128</b>	<b>227</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-500</b>	<b>-410</b>	<b>-296</b>	<b>-402</b>	<b>-502</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

### 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，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。