

# 远东资信评估有限公司

远东跟踪（2022）0028号

## 2022年贵州永吉印务股份有限公司 公开发行可转换公司债券 2022年跟踪评级信用等级通知书

### 贵州永吉印务股份有限公司：

远东资信评估有限公司对贵公司及“永吉转债”进行了跟踪评级。经远东资信评估有限公司信用评级委员会审定，维持贵公司主体信用等级为AA<sup>-</sup>，评级展望稳定；维持“永吉转债”的信用等级为AA<sup>-</sup>。

特此通知

远东资信评估有限公司

评级总监：

二〇二二年六月二十八日

# 2022 年贵州永吉印务股份有限公司公开发 行可转换公司债券 2022 年跟踪评级报告

远东跟踪（2022）0028 号



远东资信评估有限公司  
Fareast Credit Rating Co.,Ltd.

二〇二二年六月

# 2022年贵州永吉印务股份有限公司公开发行可转换公司债券2022年跟踪评级报告

远东跟踪（2022）0028号

## 评级结果

主体	主体信用级别	评级展望	评级时间
上次评级	AA-	稳定	2021.03.15
本次评级	AA-	稳定	2022.06.28

债项简称	债券规模(亿元)	债券期限(年)	上次评级	本次评级
永吉转债	1.46	6	AA-	AA-

## 主要财务数据

人民币：亿元	2019	2020	2021	2022.03
资产总额	11.75	15.16	16.79	16.22
所有者权益	10.80	12.71	12.35	12.16
总债务	--	1.01	2.70	2.49
营业收入	4.70	4.39	4.36	1.18
净利润	1.40	1.58	1.48	-0.25
EBITDA	2.04	2.15	2.23	--
营业利润率(%)	35.14	39.15	39.40	-23.68
净资产收益率(%)	13.92	12.43	11.78	-2.00
资产负债率(%)	8.05	16.15	26.46	25.03
总债务资本化比率(%)	0.00	7.34	17.96	16.99
流动比率(%)	785.30	653.47	276.26	299.09
EBITDA 利息保障倍数(倍)	--	72.99	38.59	--
总债务/EBITDA (倍)	0.00	0.47	1.21	--

注：2019~2021年数据来源为公司审计报告，2022年一季度数据来源为公司未经审计财务报表

**分析师：**高永亮 gaoyongliang@fecr.com.cn  
 许哲 xuzhe@fecr.com.cn  
 司浩楠 sihaonan@fecr.com.cn

**电话：**010-57277666 021-65100651

**网址：**www.sfecr.com

**地址：**北京市东直门南大街11号中汇广场B座11层  
 上海市大连路990号海上海新城9层

## 评级观点

跟踪期内，贵州永吉印务股份有限公司（以下简称“永吉印务”或“公司”）核心业务仍为烟标生产销售，毛利率保持在较高水平；烟标印刷行业技术壁垒较高，客户粘性较大，有利于公司业务稳定发展。跟踪期内，公司继续积极布局药标和酒标业务，以丰富业务结构，促进公司整体业务量增长。

远东资信评估有限公司（以下简称“远东资信”）同时关注到，公司整体资产规模较小、客户集中度高、部分新布局产业受境外疫情冲击明显等因素可能对公司信用基本面造成一定不利影响。

公司控股股东贵州永吉控股有限责任公司（以下简称“永吉控股”，原名贵州永吉房地产开发有限责任公司）为本次发行可转换公司债券提供了保证担保，承担连带保证责任。

综上，远东资信维持贵州永吉印务股份有限公司主体信用等级为AA-，评级展望为稳定；维持2022年贵州永吉印务股份有限公司公开发行可转换公司债券（以下简称“永吉转债”）信用等级为AA-。

## 优势

- 跟踪期内，公司仍为贵州省包装印刷龙头企业，核心业务毛利率保持较高水平；行业技术壁垒较高，客户粘性较大，有利于公司业务稳定发展。
- 跟踪期内，公司负债率处于较低水平，货币资金储备仍较为充足，偿债压力尚可。
- 跟踪期内，公司酒标、药标等业务稳步发展。



## 关注

- 公司资产规模仍相对较小，且控股股东股票质押比例较高，公司整体抗风险能力不高。
- 跟踪期内，公司单一客户集中度仍很高，市场占有率及拓展能力有待进一步提升。
- 跟踪期内，公司新布局的大麻业务受境外疫情反复冲击及同质化竞争加剧的影响，整体盈利情况一般。



## 信用评级报告声明

- 一、除因本次评级事项远东资信评估有限公司与贵州永吉印务股份有限公司构成受托委托关系外，远东资信评估有限公司、本次评级分析师与贵州永吉印务股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 二、远东资信评估有限公司与本次评级分析师已履行尽职调查与诚信尽责的义务，保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了合理审慎的核查，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述及担保。
- 三、远东资信评估有限公司出具的评级结论是根据远东资信评估有限公司信用评级标准和程序做出的独立判断，未因被评对象和其他任何组织及个人的影响改变评级意见。
- 四、本报告信用等级在本报告出具之日起一年内有效，在有效期限内，远东资信评估有限公司拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。
- 五、本评级报告观点仅为远东资信评估有限公司对评级对象、受评证券信用状况的个体意见，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议，投资者应审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。
- 六、本评级报告反映被评对象主体信用水平，版权归远东资信评估有限公司所有，未经远东资信评估有限公司书面授权与许可，任何单位与个人不得复制、转载、散发和出售报告的信息。

## 一、公司概况

贵州永吉印务股份有限公司（以下简称“永吉印务”或“公司”）前身为贵州永吉印务有限公司，1997年3月公司取得企业法人营业执照，公司设立时注册资本为400.00万元。2007年12月公司整体变更为股份有限公司，以亚太中汇会计师事务所有限公司审计后净资产19,073.93万元折合股本18,970.00万股。2015年4月，经股东大会决定，公司根据年度利润进行送股，送股后股本由18,970万股变更为37,940万股。2016年12月经中国证券监督管理委员会证监批准，公司发行社会公众股4,216.00万股，于2016年12月23日在上海证券交易所上市，证券代码为603058.SH。2018年1月及2019年1月，根据公司董事会决议，公司实施限制性股票激励计划，变更后股本为42,381.00万元。

公司分别于2018年8月和2018年9月召开董事会会议及临时股东大会，审议通过《关于回购公司部分社会公众股股份的预案》等相关议案，截至2019年3月15日，回购股份实施期届满，公司通过集中竞价交易方式累计回购股份473.56万股，本次股份注销完成后，公司总股本由42,381.00万股减少至41,907.44万股。截至2022年3月末，公司注册资本为41,907.44万元，股份总数为41,907.44万股。公司控股股东为贵州永吉控股有限责任公司（以下简称“永吉控股”），持有公司41.18%的股份，公司实控人为邓维加和邓代兴父子。

截至2022年3月末，公司前十大股东中存在股票质押和冻结的一共有3家，分别是永吉控股质押股票8,455.74万股，贵州云商印务有限公司被冻结股票203.00万股，贵州裕美纸业有限责任公司质押股票2,843.40万股，整体来看，公司控股股东质押比例达49%，需关注公司股票质押风险。

公司作为贵州省包装印刷行业龙头企业，是集卷烟商标设计、酒标设计、技术开发、印刷为主的大型包装企业，且长期为贵州中烟工业有限责任公司（以下简称“贵州中烟”）提供烟用物资的印刷配套业务，此外公司也在逐步布局药标和酒标业务等相关业务。

截至2021年末，纳入公司合并范围内的一级子公司共6家。截至2022年3月末，公司合并范围较上年末无变化。

截至2021年末，公司合并口径资产总额16.79亿元，同比增长10.78%，所有者权益总额12.35亿元，同比增长10.78%；2021年公司实现合并口径营业收入4.36亿元，同比微降0.65%，净利润1.48亿元，同比下降6.59%。

截至2022年3月末，公司合并口径资产总额16.22亿元，较2021年末增长下降3.39%，所有者权益12.16亿元，较2021年末下降1.51%；2021年1~3月，公司实现合并口径营业收入1.185亿元，净利润-0.25亿元。

## 二、债券概况

本次所跟踪债券具体情况见下表：

**表1：债券概况**

项目	具体内容
债券简称	2022年贵州永吉印务股份有限公司公开发行可转换公司债券（以下简称“永吉转债”）
起息日	2022年4月14日
发行规模	1.46亿元
债券期限	6年
票面利率	第一年0.30%、第二年0.50%、第三年1.00%、第四年1.50%、第五年1.80%、第六年2.50%
还本付息方式	每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息
募集资金用途	1.30亿元用于永吉盛珑酒盒生产基地建设项目，0.16亿元用于偿还澳洲并购项目贷款



增信措施 贵州永吉控股有限责任公司为本次债券提供保证担保，承担连带保证责任

资料来源：公司提供，远东资信整理

截至本报告出具日，“永吉转债”未到付息期。

### 三、运营环境

**新冠病毒不断变种导致全球防疫形式依然严峻，2021年中国作为全球主要经济体中最先恢复正常生产生活秩序的国家之一，实现了良好的经济增长，完整的工业体系和庞大的国内市场需求，为后疫情时代国内经济复兴奠定了基础；但当前国际局势下，地缘政治矛盾冲突不断、大国博弈持续，对今后数十年的世界格局产生深远影响，增加国内经济发展的不确定性**

根据国家统计局公布的数据，2021年国内生产总值114.37万亿元，按不变价格计算，比上年增长8.1%，与市场预期数据基本相符。其中，最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口对经济增长的贡献率分别为65.4%、13.7%、20.9%。从投资方面来看，2021年全年固定资产投资54.45万亿元，较上年增长4.9%。其中上半年固定资产投资增速稳步恢复，同比增长12.6%，两年平均增速4.5%，但下半年投资增速出现下滑，两年增速下降至3.9%，且固定资产投资结构分化明显。房地产投资方面，2021年一季度房地产开发景气度较高，但自6月受到恒大事件影响，叠加融资“三条红线”、房地产贷款“两个上限”、土地供应“两集中”管理体系的政策监管落地，房地产行业企业融资环境收紧，房地产投资明显走弱，2021年房地产开发投资同比增长4.4%。基建投资方面，上半年基建投资增速7.8%，增速相对温和；7月银保监会出台“15号文”，基建投资增速明显放缓，2021年全年增长仅0.4%。基建投资在疫情时期作为经济托底

手段，随着城镇化率的提高及政府债务的约束，未来整体将保持平稳，面向重点区域和重点领域投资，不再以城镇和土地为核心，将由老基建向新基建领域倾斜。制造业投资方面，2021年制造业投资同比增长13.5%，成为推动固定资产投资增长的主要驱动力。一方面受益于工业经济持续稳定恢复，企业盈利的稳步积累。2021年全国规模以上工业企业利润总额同比增长34.3%，两年平均增长18.2%；在41个工业大类行业中，有21个行业利润两年平均增速超过10%。另一方面受益于2021年我国加大对制造业的政策支持，减税降费、融资等政策向制造业倾斜，支持企业科技创新和传统产业改造升级。但分行业来看，制造业投资内部结构有所分化。其中，装备制造业、医药、能源、钢铁、化工等行业得益于出口持续强劲影响，投资景气度较高。中游制造业受原材料成本挤压压力，加之三季度以来能耗双控措施升级，投资景气度相对较低。

从消费方面来看，2021年社会消费品零售总额增长12.5%，较2020年-3.9%的负增长明显好转，但消费整体复苏仍为缓慢。直观来看，消费的疲软来自于局部反复的疫情冲击，包括线下接触式消费的明显减少，特别是服务消费。相较于商品消费，服务消费更易受疫情和宏观形势的影响，服务消费的恢复很大程度影响了消费的复苏。从深层次来看，居民可支配收入是决定消费的重要因素。2021年四个季度全国居民人均可支配收入的两年平均增速分别为7%、7.9%、6.6%和6.2%，下半年以来居民收入增速明显放缓。可支配收入转弱后，居民防御性储蓄增加、未来收入预期的减弱，居民收入增长放缓和消费意愿偏弱共同导致消费疲软。

从出口方面来看，2021年我国进出口总值达6.05万亿美元，年内跨过5万亿、6万亿美元两大门槛，达到历史新高。其中出口同比增长



21.2%，进口同比增长21.5%。分季度来看，2021年上半年进出口总额同比增长27.1%，两年平均增速达到10%以上。出口的快速增长一方面来自于替代效应，外部经济体受疫情影响大规模的经济刺激政策，但供给端的修复落后于需求端，而我国由于疫情防控得力供应链在全球复苏背景下尽显优势；另一方面主要受益于大宗商品价格上涨所带来的价格红利。但下半年以来，随着全部生产能力的逐步恢复，我国的供应链优势开始减弱。扣除价格因素，出口量的增长明显下滑。根据海关总署公布的数据，8月以来出口货运量增速不断下降至负增长，出口数量对出口总额的贡献度不断减弱。

2021年是中国经济受到疫情冲击后的持续复苏之年，整体来看，全年经济增速呈现上半年高、下半年低的态势，下半年经济复苏进程开始放缓，投资领域出现明显分化，消费尚未恢复到疫情前水平，出口的高增长也将难以持续，而且受全球其他地区疫情状况持续反复的拖累，俄乌冲突导致的各种制裁和领空限制，导致人员流动和货物流动大受影响，成本也显著提高。而疫情常态化下新增了巨大的社会运行成本，中国经济的复苏在不同行业 and 不同区域之间有明显的差异性，复苏力道也远非强劲，当前经济的复苏呈现不稳定和不均衡的特点，宏观经济面临较大不确定性。虽然中央政府将2022年的经济增长目标定为5.5%，是高基数上的中高速增长，仍需要付出艰苦努力才能实现。刚结束的“两会”上，对2022年经济工作的主要任务，仍是着力稳定宏观经济大盘，继续做好“六稳”、“六保”工作，“稳”字是未来中国经济发展的总基调。去年以来的主动调结构，着眼于提升制造业核心竞争力，进一步实现产业升级，在落实“双碳”战略的同时，增强供应链韧性，通过扩大内需战略，推进区域协调发展和新型城镇化，畅通国民经济循环，增强内需对经济增长的拉动力，发展是在应对挑战中持续前进。

**我国印刷业近年来发展迅速，规模以**

**上印刷企业数量稳定增加，国家在给印刷企业提供政策支持同时，严格控制污染物排放，数字印刷或将在未来具备更大竞争优势**

我国包装行业主要分为储存运输包装和展示销售包装，其中储存运输包装的主要目的是保护产品、方便贮运，以瓦楞纸包装、软木箱包装等为代表，其主要下游用户是工业品制造商和运输企业；而销售展示包装的主要目的是促进销售，其材料品种多样，下游用户涵盖食品、饮料、烟草、日化等消费品制造商。市场又通常根据材料将包装区分为纸包装、塑料包装、金属包装、玻璃包装、软木及其它木制品包装等，以包装材料需求结构划分，塑料包装和纸包装占据主导地位。

近年来，随着我国包装印刷市场规模稳步提升，集合了印刷方案设计、材质选择、技术路线规划和其他多种功能的复合产业链已基本形成。2021年我国包装行业规模以上企业数量8,831家，较上年末规上企业数量增加648家。同年，我国包装行业规模以上企业营业收入为12,041.81亿元，同比增长16.39%。净利润方面，2021年我国包装行业规模以上企业实现利润总额710.56亿元，同比增长13.52%。进出口方面，2021年我国印刷品进口金额为27.27亿美元，其中，出版物印刷品进口7.24亿美元、包装印刷品进口1.70亿美元、商业印刷品进口18.32亿美元；2021年我国印刷品出口145.08亿美元，同比增长28%。

政策支持方面，2016年12月，工信部和商务部联合发布了《关于加快我国包装产业转型升级发展的指导意见》，报告一方面设定了整体产业规划目标。另一方面，要求形成15家以上年产值超过50亿元的企业或集团，上市公司和高新技术企业大幅增加，形成一批具有国际影响力的知名品牌。2017年，国家新闻出版广电总局颁布《印刷业“十三五”时期发展规划》，



规划中提出相关为推动我国印刷业加快提质增效和转型升级、提高印刷供给质量和水平的指导性意见。2017年3月，环保部门印发《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》，方案中指出要率先开展包装印刷行业排污许可证发放工作，加强包装等行业的VOC治理，同时开展第四批环保督查活动。2018年，十二届全国人大常委会第二十五次会议25日表决通过《中华人民共和国环境保护税法》，规定在中国领域和中国管辖的其他海域，直接向环境排放应税污染物的企业事业单位和其他生产经营者为环境保护税的纳税人，应当依照本法规定缴纳环境保护税。2019年，新闻出版署联合发展改革委等机构颁布《关于推进印刷业绿色化发展的意见》，指出印刷业是我国出版业的重要组成部分，是社会主义文化繁荣兴盛的重要推动力量，提出加快推进印刷业绿色化发展的指导性意见。

近年来，人口增长和城市化进程加剧了消费者对印刷品的需求，供应链转向按需或短期周转模式，人工智能和大数据因素越来越多地用于制造业。随着转型的加速，全球范围内许多印刷公司正在平衡传统和数字输出，并逐渐增加对数字化的关注。Smithers Pira<sup>1</sup>的最新市场报告《到2026年全球印刷的未来》（以下简称“该报告”）显示，按价值计算，全球印刷市场规模将在2026年增长到8,342亿美元。其中，数字印刷市场份额将从2021年的17.2%增加到2026年的21.6%。综合环境和成本效益等因素考虑，数字印刷技术正在逐渐取代传统印刷和其他现有的模拟印刷工艺。未来，技术创新和市场需求的转变将继续推动这一趋势。

**烟标印刷为印刷业下属于行业，行业技术壁垒较高，烟标印刷具有高稳定性、大批量、多批次、高精度、高防伪和环保**

**性强等特点；烟标印刷行业与卷烟行业发展联系紧密，生产模式多为“以销定产”，客户多为长期合作关系，粘性较大**

烟标印刷，指对能够传递烟草生产者某些特定信息的烟草制品（烟丝、卷烟支）的商品包装物的印刷。

我国早期烟标图案设计简单、风格单一，套色少，印刷简单粗糙，现在的烟标印刷业，为了满足下游客户多品牌产品的包装需求，烟标印刷企业不断在包装材料、印刷工艺上推陈出新，在套切精度、模切规格、绿色环保、运输储藏等方面均有较严格的要求。

烟标印刷行业与卷烟行业发展联系紧密，其自身没有明显的周期性。烟标是为卷烟提供配套的产品，卷烟厂商出于生产的便利性、服务的及时性等因素考虑，往往倾向于就近选择配套的烟标厂商提供服务，因而烟标行业表现出一定的区域性特点。根据天风证券的研究数据，目前烟标市场规模大概约为300-350亿元之间，市场容量较为饱和。

烟标印刷企业区域分布特征明显。卷烟生产企业的区域格局导致烟标印刷企业（尤其是中小规模企业）同样呈现区域化分布特征。总体来看，华东、西南、华中作为我国主要卷烟生产地区，烟标印刷业较为发达，拥有70%以上的烟标印刷产量；个体来看，行业龙头布局全国、分布均衡，而中小企业业务区域集中，以服务单个省份或中烟公司为主。截至2020年6月末，全国规模以上的烟标印刷企业约有200余家，平均每家约为25万大箱的烟标市场。参与主体主要有三类：（1）以劲嘉股份、东风股份等为代表的全国性烟标印刷企业，市场份额约30%；（2）中小型、地方性烟标印刷企业，市场份额约30%~40%；（3）卷烟厂下属的“三

<sup>1</sup> 史密瑟斯皮拉（Smithers Pira）是全球包装，纸张和印刷行业供应链的权威，能够提供行业当前趋势和发展的详细见解。公司拥有超过80年的技术和科学经验，专门为世界各地的客户提供业务和测试需求的咨询。

产”企业，市场份额约 30%~40%。

技术壁垒方面，相比较其他印刷包装产品的生产过程，烟标印刷具有高稳定性、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。烟标中应用多种防伪技术，涵盖印前设计防伪、印刷材料防伪和印刷组合工艺防伪等生产环节，具有高防伪要求的特点。其次，烟标的图案精美度要求较高，涉及激光图案压印转移、冷烫印等各种先进印刷技术的运用。烟标要求配套于自动化程度高、速度快的卷烟包装机械的使用，因为对烟标的平整光滑度、耐磨度、模切精度等要求较高。因此，烟标印刷是整个印刷包装行业运用先进技术最多、最广泛的子行业，另外还需要长期的技术积累，才能实现大批量、多批次产品质量的一致性和稳定性。所以，烟标行业的技术壁垒高，新进入企业难以短时间内熟练掌握先进的生产设备和印刷技术，从而难以实现批量稳定供货。

行业集中度方面，烟标行业为典型的技术和资金密集型行业，不同卷烟品牌使用的烟标所需印刷材料和生产工艺有很大的不同，多年以来，下游行业的多品牌战略导致烟标印刷行业市场化程度较高。近年来，随着国家烟草总局关于“培养大型烟草集团的百牌战略”的实施，国内卷烟品牌数量逐步减少，单一品牌的销售量不断增加，品牌集中度的上升对烟标印刷企业的大批量、多批次的生产能力提出了更高要求，客观上促进了规模化烟标印刷企业的产生。另一方面，从全球烟草行业的演化规律来看，烟草产业集中度不断提升，最终形成几

个领导型企业和领导型品牌的行业态势。

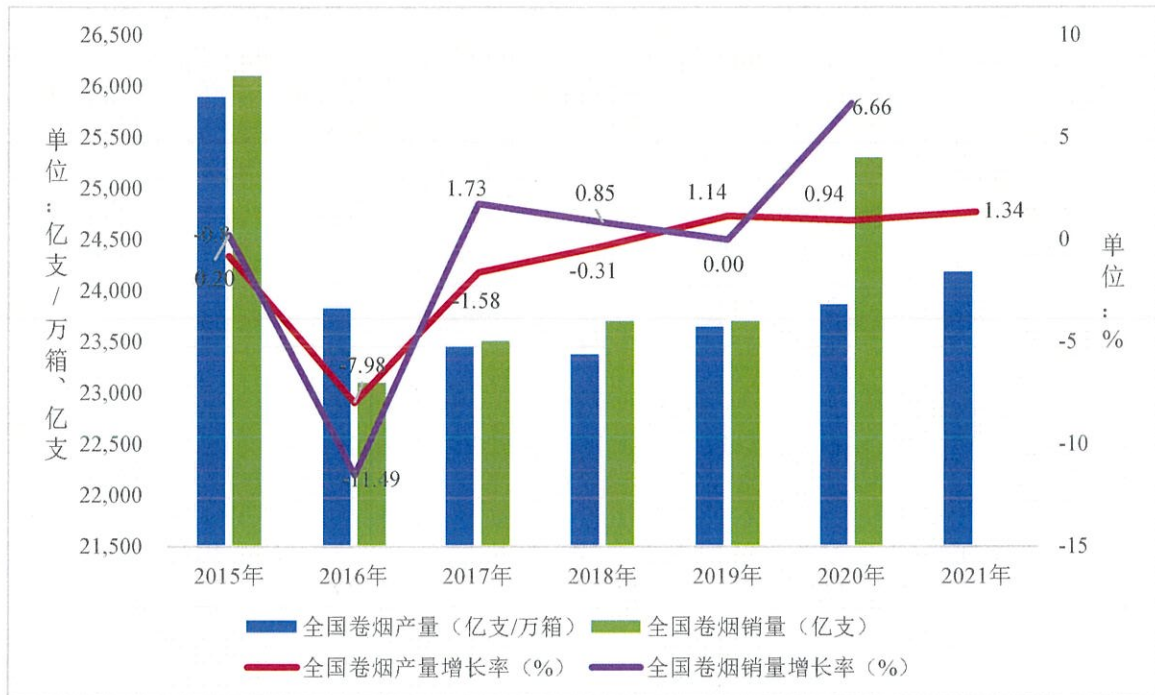
**中国是全球最大的卷烟消费市场，烟草行业为国家垄断行业，烟草利税是我国财政收入重要来源之一；近年来烟草行业实现了量的合理增长和质的稳步提升，单价销售较高的一、二类卷烟销售所占比重持续增加**

卷烟作为一种弱替代性的消费品，在中国具有稳定且规模很大的消费市场。根据菲莫国际（PMI.N）于 2019 年发布的烟草经济报告中的数据显示，全球共有约 11 亿烟民，其中中国地区的烟民共计 3.5 亿，占世界吸烟人口的 32%。其中，2018 年全球烟民共计消耗卷烟 5.34 万亿支，中国烟民消耗其中约 2.34 万亿支，占全球卷烟消耗总量的 44%。

我国烟草行业实行“政企合一制度”，国家烟草专卖局、中国烟草总公司对全国烟草行业实行统一管理，行业发展受政策影响较大。2014 年、2015 年我国卷烟产销量分别达到 26,098.49 亿支、26,127.2 亿支高点后，受卷烟提税顺价以及国家控烟政策的叠加影响，全国卷烟产量、销量出现较大规模的下滑。随着烟草行业的深度调整，相关部门积极推进“供给侧结构性改革”、“去库存”等举措，烟草行业发展得到结构性优化。2018 年底全国工商、商业、社会卷烟库存分别降至 415.45 万箱、234.60 万箱、345.46 万箱，达到 2012 年以来的最低值，行业去库存周期接近尾声。2019~2021 年全国卷烟产量分别为 23,642.49 亿支、23,863.73 亿支和 24,182.4 亿支，分别同比增长 1.14%、0.94%和 1.34%，实现连续三年正增长。

图 1：2015 年~2021 年全国卷烟产销量及增长率





资料来源：国家统计局，远东资信整理

我国烟草行业利税占全国财政收入比例长期保持在6%以上。截至2021年末，中国烟草总公司连续8年利税收入过万亿，2021年利税总额和上缴财政总额分别达13,581亿元和12,442亿元，创利税收入达历史新高。烟草行业作为我国税收收入的关键组成部分，其产销量的适当增加和平稳发展对国家财税增收意义重大，烟草行业平稳发展的刚性需求为烟标印刷业提供了稳定的发展环境。

受2015年烟草消费税大幅度上升影响，我国卷烟销量在2016年出现大幅下降。自2017年起，销量持续回升。根据国家统计局公布的

数据显示，2020年我国卷烟销量达2.53万亿只，同比增长6.66%，已开始接近至增税前销量。

我国烟草市场的主要产品为卷烟，为深化我国卷烟产品结构调整，国家烟草专卖局多次调整卷烟分类标准，以促进我国中高档卷烟产品的生产。按照分类标准：一、二类烟划分为高档；三类烟划分为中档；四、五类烟划分为低档。据中国香烟网分析，2019年的中国烟草，一、二类烟已成为商业销量、销售收入的双重支撑，也构成了销量增长、收入增长的主力，我国烟草市场消费结构升级明显。

表2：我国最新卷烟高、中、低档烟类划分

品种划分	价格区间	代表品牌
一类烟	>200元/条	软中华、软玉溪、硬盒中华、硬芙蓉王、黄鹤楼等
二类烟	130~200元/条	新版利群、七匹狼、一品黄山等
三类烟	60~120元/条	双喜软硬经典、黄金叶帝豪、娇子（时代阳光）等
四类烟	30~70元/条	软白沙、黄红梅、豪情七匹狼、一品黄山等
五类烟	<30元/条	红恒大、红金龙（硬喜）、红旗渠（软红）等

资料来源：中国香烟网，远东资信整理

烟标作为卷烟的重要配套，在卷烟产品向

中高端转型的过程中，优势烟标企业迎来了新

的发展机遇。随着卷烟产品的不断升级，中高档卷烟对烟标企业的印刷工艺、研发设计能力提出了更高的要求，同时，烟标印刷行业向高环保性、强防伪性、工艺复杂化过渡，拥有先进印刷工艺、出色研发能力，符合行业环保、防伪等要求的优势企业正获得更多市场机会。

贵州作为烟草大省，是我国名列前茅的卷烟生产基地。卷烟工业同时也是贵州省和贵阳市的传统优势产业和经济支柱。受卷烟提税顺价以及国家控烟政策等因素影响，2016年贵州省卷烟销量亦出现下滑，2017年起随整体市场销量回升，区域市场卷烟销量企稳回升，2021年贵州省卷烟产量1,172.16亿支，同比上涨1.0%。

### 三、业务运营

**跟踪期内，公司继续积极布局药标和酒盒业务，进一步丰富业务结构，降低客户集中度，但公司营收对贵州中烟的依赖程度仍然很高，存在一定单一客户集中风险**

作为贵州省印刷包装行业的龙头企业，公司是集卷烟商标设计、技术开发、印刷为主的大型包装企业，主要从事商标包装印刷业务。跟踪期内，公司为了改善产品结构，降低客户单一的集中度风险，加快布局药标和酒标业务，以期丰富业务结构，降低客户集中度。

跟踪期内，受部分烟标产品招标执行价格下调等因素影响，公司烟标业务收入下滑，但仍为营业收入的主要来源；受益于产品结构调整，公司酒标收入提升，对营业收入贡献度不断提升；公司新布局的大麻业务受境外疫情影响较大，整体收入规模有限。整体看，跟踪期内公司营业收入有所下降。

跟踪期内，公司烟标业务受产品招标执行价格下调及上游原材料价格增长等因素影响，部分产品价格下降，毛利率水平下降；酒盒业务受市场波动影响，毛利率水平先升后降；药标业务毛利率持续提升，但其利润规模有限；公司业务整体毛利率持续下降。

表 3：2019~2021 年末及 2022 年 3 月末公司营业收入、毛利润及毛利率情况

单位：亿元、%

科目	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>收入</b>								
烟标	4.13	87.76	3.50	79.87	2.98	68.43	0.80	67.38
药盒	0.12	2.51	0.11	2.59	0.13	2.89	0.02	2.00
酒盒	0.22	4.71	0.43	9.87	0.94	21.60	0.24	20.68
铝纸及框架纸	0.23	4.89	0.27	6.18	0.27	6.30	0.06	4.73
大麻产品	--	--	0.05	1.08	0.02	0.41	0.06	4.92
其他	0.01	0.13	0.02	0.41	0.02	0.37	-- <sup>2</sup>	0.29
<b>合计</b>	<b>4.70</b>	<b>100.00</b>	<b>4.39</b>	<b>100.00</b>	<b>4.36</b>	<b>100.00</b>	<b>1.18</b>	<b>100.00</b>
<b>毛利润</b>								
烟标	1.80	95.02	1.40	87.83	1.06	86.34	0.25	91.96
药盒	0.01	0.29	0.02	1.03	0.02	1.55	0.01	2.07
酒盒	0.03	1.84	0.09	5.86	0.09	7.19	-0.02	-6.51
铝纸及框架纸	0.05	2.83	0.05	3.11	0.05	3.97	0.01	2.69
大麻产品	--	--	0.03	1.82	0.01	0.63	0.03	9.47

<sup>2</sup> 实际为 344,253.44 元。



其他	0.00	0.02	0.01	0.36	0.00	0.32	-- <sup>3</sup>	0.33
<b>合计</b>	<b>1.89</b>	<b>100.00</b>	<b>1.60</b>	<b>100.00</b>	<b>1.23</b>	<b>100.00</b>	<b>0.28</b>	<b>100.00</b>
<b>毛利率</b>								
烟标	43.57		39.98		35.47		31.95	
药盒	4.73		14.40		15.11		24.29	
酒盒	15.67		21.59		9.35		-7.37	
铝纸及框架纸	23.31		18.29		17.71		13.29	
大麻产品	--		61.47		43.87		45.00	
其他	5.73		31.73		24.00		26.66	
<b>合计</b>	<b>40.24</b>		<b>36.36</b>		<b>28.11</b>		<b>23.41</b>	

资料来源：公司提供，远东资信整理

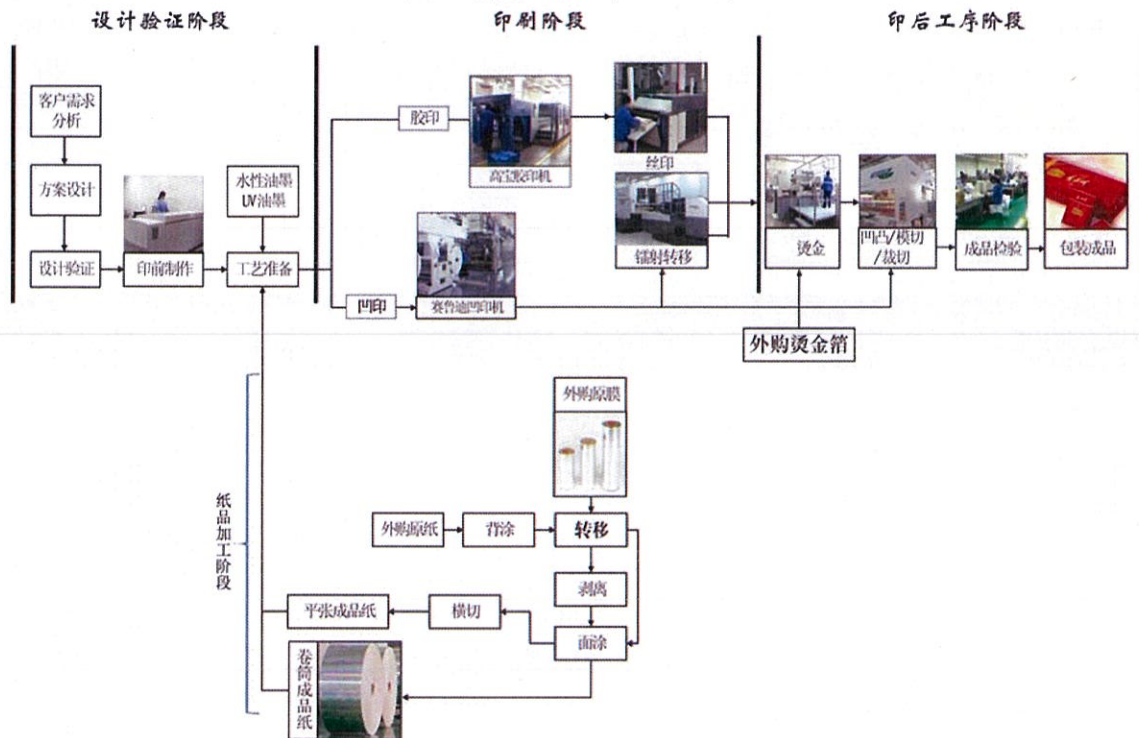
2022年1~3月，公司实现营业收入1.18亿元，毛利率23.41%。

跟踪期内，公司主要产品仍为烟标、酒盒等包装物，生产工艺流程相似。以公司最主要产品烟标为例。

### 生产

公司作为贵州中烟烟标采购的第一大供应商，长期为贵州中烟提供烟用物资（卷烟盒、条包装纸）的印刷配套业务，跟踪期内，业务生产工艺保持稳定。

图2：烟标业务生产工艺流程



资料来源：公司提供

除为贵州中烟提供“贵烟（跨越）”、“贵烟（硬黄精品）”、“贵烟（玉液1号）”、

“贵烟（硬高遵）”等原有烟标外，跟踪期内，公司为贵州中烟工业有限责任公司、红塔烟草

<sup>3</sup> 实际为91,779.3元。

有限责任公司等共设计、打样多项设计方案，其中贵烟（福中支）、贵烟（喜贵）烟标已投放市场；贵烟（生肖）已开发成功，将进入投产阶段；烟弹 KROOS 俄罗斯版原味、陈皮、薄荷已生产投入国际市场；中标云南中烟下属公司红塔国际的出口烟产品“阿诗玛”，将陆续依据订单组织生产并投放市场。

烟标的制作流程包括设计验证、纸品加工、印刷以及印后工序等（如上图）。烟标印刷使用的设备都是世界顶级的胶印、凹印和丝网印刷机器，所使用的原材料都是环保无害纸张和

油墨，因而烟标印刷市场的毛利率较高，一般都在 30% 以上。由于印刷的烟标产品只能向特定客户销售，烟标的生产也完全取决于特定客户的需求，因而公司生产模式为按订单生产，一般不预设成品安全库存，属于典型的以销定产，贵州中烟下发的生产订单周期为 7~15 天，且订单下发时间一般集中在每月下半个月，交货时间为月底或下月初。2020 年，公司稳步提升烟标产能至 20,068.86 万套/年，2021 年公司将部分闲置产能转移至酒标生产，烟标产能降至 16,834.09 万套/年。同期，公司烟标产量持续下降，主要系行业政策影响所致。

**表 4：近年来公司烟标生产情况**

单位：万套、%

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1~3 月
产能	17,500.00	20,068.86	16,834.09	6,202.35
产量	11,792.01	10,235.12	8,922.07	2,853.08
产能利用率	67.38	51.00	53.00	46.00
销售量	11,367.97	10,780.39	8,748.52	2,493.02
产销率	96.40	105.33	98.05	87.38

资料来源：公司提供，远东资信整理

公司主要生产设备均为进口，如凹印机、胶印机、丝网印刷机等，与国产设备相比其国外设备售后服务能力相对不足，如机器设备发生故障，维护周期较长，为保障贵州中烟订单的及时交付，公司需要预留一部分产能，因此公司产能利用率均维持在 60% 左右。跟踪期内，公司生产线及生产模式保持稳定，但受疫情及行业政策影响，产能利用率整体有所下降，2020 年为 51.00%，2021 年为 53.00%。

为改善公司产品结构，进一步降低客户单一的集中度风险，提高盈利增长点，跟踪期内公司利用现有生产设施的闲置产能，对部分生产线进行配套改造，稳步推进布局药盒和酒盒业务，丰富公司盈利来源。

## 采购

跟踪期内，公司原材料采购模式保持稳定，主要在国内市场购得，与国内主要供应商建立

了长期良好的合作关系。2020 年，公司原材料前五大供应商包括贵州天恩宏浆纸贸易有限公司、浙江三润新科技发展有限公司、深圳市宜美特科技有限公司、武汉华瑞迪科技有限公司和深圳市深赛尔股份有限公司，集中度为 50.87%；2021 年前五大供应商为贵州天恩宏浆纸贸易有限公司、浙江三润新科技发展有限公司、武汉华瑞迪科技有限公司、深圳市宜美特科技有限公司和深圳市深赛尔股份有限公司，集中度为 49.08%。

采购流程方面，公司将生产所需的原材料按重要性划分成 A、B、C 三类。A 类物资为生产中的关键材料卡纸；B 类物资为生产中的重要材料镭射膜、油墨及溶剂、电化铝；C 类物资为备品备件及其他辅料。采购申请经审批后，由物资管理部向供应商进行集中采购并向供应商进行询价和比价，且保证 A、B 类物资供应商均为公司合格供应商。供应商确定后由物资



管理部下达采购订单，供应商按订单要求发货，由物资管理部仓管员和质量检验部负责办理验收入库手续。采购的结算方式方面，公司与主要供应商均为先货后款，以承兑汇票及银行电汇为主要结算方式，付款周期为 2~3 个月。此外公司还建立供应商目录，并每年进行一次原

材料供应商评估，具有一定议价权。

采购金额方面，跟踪期内，受烟标业务增长及采购单价上升影响，公司原材料采购金额整体增长。

**表 5：跟踪期内公司原材料采购情况**

原材料	指标	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
卡纸	采购量（吨）	13,960.10	17,481.58	3,340.12
	采购总额（元）	11,111.39	13,305.69	2,744.44
	采购均价（元）	7,959.39	7,611.26	8,216.59
镭射膜	采购量（万平方米）	1,054.52	1,281.45	252.01
	采购总额（元）	1,212.69	1,832.47	347.77
	采购均价（元）	1.15	1.43	1.38
油墨及溶剂	采购量（万公斤）	126.13	108.62	29.58
	采购总额（元）	3,099.07	3,081.55	827.24
	采购均价（元）	24.57	28.37	27.97
电化铝	采购量（卷）	58,881.67	61,459.72	10,876.00
	采购总额（元）	1,485.47	1,536.19	311.75
	采购均价（元）	252.28	249.95	286.64
辅助材料	采购量（万个）	2,260.40	3,868.10	989.98
	采购总额（元）	2,757.69	3,868.10	1,455.27
	采购均价（元）	1.22	1.00	1.47
包装物	采购量（万个）	173.68	179.33	24.82
	采购总额（元）	494.99	459.09	72.48
	采购均价（元）	2.85	2.56	2.92
其他	采购量（万个）	192.19	259.25	33.86
	采购总额（元）	409.37	606.65	75.17
	采购均价（元）	2.13	2.34	2.22

资料来源：公司提供，远东资信整理

总体看，跟踪期内，公司原材料供给较为稳定，对下游原材料供应商仍具有一定的议价能力。

## 销售

烟标方面，公司采取直接销售方式，根据《国家烟草专卖局中国烟草总公司关于印发烟用物资采购管理规定的通知》（国烟运[2010]389号）等文件的相关规定，中烟公司对烟标等烟用物资主要采取公开招投标的采购方式，烟标印刷企业中标后，中烟公司与烟标印

刷企业签订年度采购合同，约定双方权利和义务，合同期限通常为 1~2 年。以公司主要客户贵州中烟为例，贵州中烟每年对所需烟标按品牌分成相应的合同包进行公开招标，烟标供应商按照招标文件的要求提交投标文件，由评标委员会对投标文件进行评价和比较，按评审后得分高低排列中标候选人。

公司中标后与贵州中烟签订年度《物资采购合同》，基本按月接收订单，并根据订单组织生产，生产完成后严格按照订单规定的交期

安排产品运输。贵州中烟按照货物使用量支付货款，货物使用完毕的情况下 90 天内全部支付，未使用完毕的情况下最长 180 天内全部支付，支付方式为汇票和现金相结合。公司业务管理部负责货款的跟踪及售后服务工作。从议价能力来看，公司客户主要为贵州中烟，销售价格按照中标价格执行，因卷烟价格受政府管控较为严格，议价空间较小。2020~2021 年公司分别销售烟标 10,780.39 万套和 8,748.52 万套，产销率为 105.33%和 98.05%。

酒盒方面，酒厂采用招投标模式进行竞标，印刷企业中标后，与酒厂签订年度采购合同或者框架合同（无具体委印产品名称或无数量及金额）。公司根据订单组织生产，生产完成后严格按照订单规定的交期安排产品运输。公司与酒厂货款结算方式为酒盒使用完毕后进行货款支付，一般旺季结算时间为 1 个月，淡季结

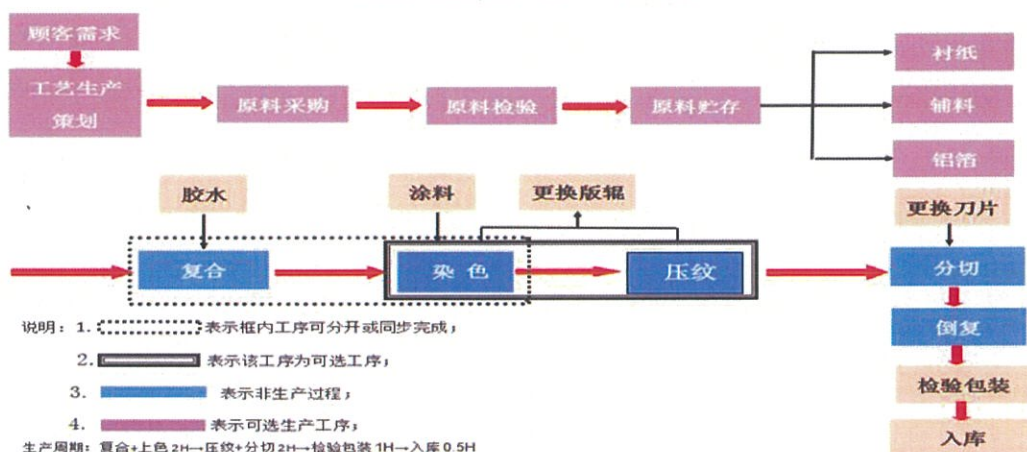
算时间为 3~4 个月，支付方式为汇票和现金相结合。公司业务管理部负责货款的跟踪及售后服务工作。公司于 2020 年 9 月被中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司纳入茅台集团包材（手工盒、卡盒）供应商库，2020~2021 年，公司酒盒销量分别为 658.67 万个和 1,046.54 万个，产销率为 99.20%和 91.59%。

近年来公司主要的销售客户包括贵州中烟、贵州茅台酒厂（集团）习酒有限责任公司等，2020~2021 年公司烟标销售中，贵州中烟一家集中度分别为 79.71%和 66.69%，销售客户集中度很高。

### 铝纸及框架纸

跟踪期内，公司的铝纸及框架纸仍主要由子公司贵州金马包装材料有限公司（以下简称“金马包装”）负责生产和销售。

图 3：铝纸及框架生产流程图



资料来源：公司提供

铝纸及框架纸的制作流程包括工艺生产策划、原材料采购和检验、复合、染色、压纹、分切倒复等工艺流程（如上图）。公司拥有国内先进的 4 台复合机（其中 1 台多功能：零速对接、复合、背涂、转移、上光、印刷、横切、剥离）和 2 台压花分切机，能生产各种图案和花纹的铝箔复合纸 1,000 余吨、框架纸（金银卡纸、转移卡纸）2,000 余吨。一般铝纸及框架纸与烟标类似，均只能向特定客户销售，因

而铝纸及框架纸生产模式为按订单生产，且主要客户为贵州中烟。2020~2021 年公司铝纸产量分别为 870.83 吨和 1,009.71 吨，销量分别为 827.66 吨和 998.61 吨，产销率水平较高。

销售模式与烟标销售模式类似，2020~2021 年，公司铝纸及框架纸分别实现营业收入 0.27 亿元和 0.27 亿元。

### 大麻产品



2020年4月通过受让股权及增资的方式取得 Pijen No22 Pty Ltd 的控制权，并通过 Pijen No22 Pty Ltd 实现对医用大麻经营主体 Tasmanian Botanics Pty Ltd（以下简称“TB 公司”）的控制，涉足工业大麻的生产和销售，基地位于澳大利亚。公司计划逐步建成具备一定规模的大麻属植物应用产业，提高上市公司的市场竞争力和经营质量。

在医用大麻领域，TB 公司建设了现代化大麻种植和加工中心，在全球范围内招募了管理层，聘请了北美行业龙头 Tilray 前任全球扩张副总裁担任 CEO，凭借其丰富的全球大麻行业管理经验，全面梳理了市场开发和销售体系，并针对澳大利亚市场积极的增长信号制定了以澳洲市场为首要的核心销售策略，大力推进在澳洲当地药房上架公司自有品牌产品的计划。公司的大麻产品在 2021 年 11 月完成正式注册上架实现销售，目前 TB 公司的产品已经覆盖了澳洲 80% 的药房，公司将充分利用公司的本土种植产能优势，进一步加强销售渠道的开发和建设。但受新冠疫情的影响，2020~2021 年，公司大麻产品销售额较小，收入贡献相对有限。

## 四、财务分析

公司提供了 2020~2021 年和 2022 年 3 月合并财务报表，其中 2020~2021 年合并财务报表由大华会计师事务所（特殊普通合伙）

进行审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；2022 年 3 月合并财务报表未经审计。

截至 2021 年末，纳入公司合并范围内的一级子公司共 6 家。其中，新增 1 家子公司为上海埃延半导体有限公司，系公司通过增资扩股的投资方式所得，公司持有 51% 股权；截至 2022 年 3 月末，公司合并范围较上年末无变化。

**公司资产规模较小，但货币资金相对充裕；债务规模较小，偿债压力可控；公司主业稳步发展，但受产品招标执行价格下调及上游原材料价格增长等因素影响，毛利率有所下滑**

### 资本结构

从构成来看，跟踪期内公司所有者权益主要由实收资本、资本公积、盈余公积金和未分配利润构成。2021 年，公司实收资本较上年末保持不变。同期，公司资本公积 1.06 亿元，同比下降 5.36%，主要系公司购买子公司部分股权及解除限售的限制性股票所致。2021 年公司未分配利润 4.77 亿元，同比减少 0.28 亿元，主要系应付普通股股利增加所致。近年来，公司盈余公积持续增加，主要系公司净利润逐年稳定，公司每年按 10% 提取法定盈余公积金。

表 6：2019~2021 年末及 2022 年 3 月末公司负债及权益构成

单位：亿元、%

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比	余额	占比
短期借款	--	--	--	--	0.98	22.06	0.98	24.13
应付票据	--	--	--	--	0.65	14.67	0.39	9.70
应付账款	0.55	58.12	1.07	43.55	1.02	22.96	0.94	23.24
其他应付款（合计）	0.12	12.59	0.06	2.29	0.02	0.50	0.02	0.45
一年内到期的非流动负债	--	--	--	--	0.09	2.11	0.02	0.47
流动负债合计	0.92	97.42	1.34	54.92	3.03	68.17	2.57	63.31
长期借款	--	--	1.01	41.15	0.98	22.00	1.10	26.97
长期应付款	--	--	--	--	0.27	6.12	0.27	6.69



科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比	余额	占比
非流动负债合计	0.02	2.58	1.10	45.08	1.41	31.83	1.49	36.69
负债合计	0.95	100.00	2.45	100.00	4.44	100.00	4.06	100.00
实收资本	4.19	38.79	4.19	32.97	4.19	33.94	4.19	34.46
资本公积	1.11	10.29	1.12	8.85	1.06	8.58	1.06	8.71
盈余公积金	0.98	9.06	1.11	8.77	1.23	9.96	1.23	10.12
未分配利润	4.10	37.98	5.05	39.70	4.77	38.59	4.52	37.19
归属于母公司股东权益合计	10.29	95.28	11.65	91.70	11.02	89.27	10.84	89.11
少数股东权益	0.51	4.72	1.05	8.30	1.33	10.73	1.32	10.89
所有者权益合计	10.80	100.00	12.71	100.00	12.35	100.00	12.16	100.00

数据来源：公司 2019~2021 年审计报告及 2022 年 3 月财务报表，远东资信整理

跟踪期内，公司负债总额增长明显，2021 年末公司负债总额同比大幅增长 81.22%，主要系公司当期短期借款和应付票据增长所致。从构成来看，公司负债以流动负债为主。

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。其中，2021 年公司短期借款规模增加至 0.98 亿元，全部为新增质押借款。同期，公司应付票据增加至 0.65 亿元，全部为银行承兑汇票。同期，公司应付账款 1.02 亿元，主要系应付原材料采购款，账龄主要集中在 1 年以内。公司其他应付款（合计）主要包括应付利息、应付股利和其他应付款构成。其中，其他应付款主要系代垫代扣款等。截至 2021 年末，公司其他应付款余额为 0.02 亿元，

同比下降 66.67%，主要系当期公司限制性股票回购义务减少所致。2021 年末，公司一年内到期的非流动负债增至 0.09 亿元，主要系一年以内到期的长期借款和一年内到期的租赁负债构成。

公司非流动负债主要由长期借款和长期应付款构成。截至 2021 年末，公司长期借款余额 0.98 亿元，同比下降 2.97%，主要系公司并购海外项目<sup>4</sup>向民生银行贵阳分行借款构成，借款利率为 3.20%。同期，公司长期应付款 0.27 亿元，系公司收购子公司上海埃延半导体有限公司的剩余应付股权收购款构成。

截至 2022 年 3 月末，公司负债总额较 2021 年末下降 8.56%至 4.06 亿元，主要系公司流动负债中应付票据减少所致。

表 7：2019~2021 年末及 2022 年 3 月末公司有息债务情况

名称	单位：亿元、%			
	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期债务	--	--	1.73	1.39
长期债务	--	1.01	0.98	1.10
总债务	--	1.01	2.70	2.49
资产负债率	8.05	16.15	26.46	25.03
总债务资本化比率	--	7.34	17.96	16.99

数据来源：公司 2019~2021 年审计报告及 2022 年 3 月财务报表，远东资信整理

有息债务方面，受新增短期借款、应付票据和部分长期债务到期重分类至一年内到期的非流动负债影响，2021 年末公司总债务同

比大幅增长 167.33%至 2.70 亿元。期限结构方面，2021 年公司短期债务比重大幅上升，短期债务占总债务比重为 64.07%，主要由短

<sup>4</sup> 并购标的 Tasmanian Botanicals Pty Ltd。



期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债构成。

从债务负担指标看，2021年末，公司资产负债率和总债务资本化比率分别为26.46%和17.96%，较2020年末均呈大幅增长，但整体债务规模仍处于较低水平。

跟踪期内，公司资产规模保持稳定，2021年末，公司资产总额16.79亿元，同比增长10.75%，主要体现为原材料、库存商品及建设项目成本累积。从资产构成来看，公司资产结构较为均衡，但非流动资产占比有所增长，截至2021年末，公司非流动资产占总资产的比重为50.17%。

## 资产质量

表8：2019~2021年末及2022年3月末公司资产构成

单位：亿元、%

科目	2019年末		2020年末		2021年末		2022年3月末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比	余额	占比
货币资金	4.27	36.32	3.32	21.90	3.53	21.04	2.59	15.97
交易性金融资产	0.01	0.09	2.28	15.07	1.35	8.03	1.32	8.16
应收账款	1.43	12.19	1.68	11.08	1.57	9.34	1.62	9.99
存货	0.70	5.98	0.99	6.51	1.59	9.47	1.61	9.93
<b>流动资产合计</b>	<b>7.23</b>	<b>61.55</b>	<b>8.79</b>	<b>57.96</b>	<b>8.37</b>	<b>49.83</b>	<b>7.69</b>	<b>47.40</b>
其他非流动金融资产	0.72	6.16	0.99	6.53	1.56	9.28	1.56	9.61
固定资产	2.61	22.24	3.15	20.81	3.02	18.01	3.21	19.80
在建工程	0.37	3.17	0.31	2.01	1.47	8.75	1.34	8.24
商誉	--	--	0.91	5.99	1.32	7.85	1.34	8.28
<b>非流动资产合计</b>	<b>4.52</b>	<b>38.45</b>	<b>6.37</b>	<b>42.04</b>	<b>8.42</b>	<b>50.17</b>	<b>8.53</b>	<b>52.60</b>
<b>资产总计</b>	<b>11.75</b>	<b>100.00</b>	<b>15.16</b>	<b>100.00</b>	<b>16.79</b>	<b>100.00</b>	<b>16.22</b>	<b>100.00</b>

数据来源：公司2019~2021年审计报告及2022年3月财务报表，远东资信整理

公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收账款和存货构成。2021年末，公司货币资金余额3.53亿元，其中受限货币资金0.51亿元，主要为公司向银行申请开具银行承兑汇票所存入的保证金存款。交易性金融资产主要系公司购买的私募基金份额及银行理财产品，2021年末公司交易性金融资产余额1.35亿元。公司应收账款主要系公司烟标和酒标业务产生，2021年末应收账款1.57亿元，较上年末下降6.55%。账龄方面，

公司1年以内账龄的应收账款占比98.79%，整体账龄较短。截至2021年末，公司前五大应收账款的债务人分别为贵州中烟工业有限责任公司、北京黎马敦太平洋包装有限公司、贵州茅台酒厂（集团）习酒有限责任公司、贵州茅台酒厂（集团）技术开发有限公司、贵州茅台酒股份有限公司，共计1.38亿元，占应收账款总额的83.23%，集中度较高，其中应收贵州中烟工业有限责任公司的款项占比为68.95%。

表9：行业存货周转情况对比

单位：次/年

公司名称	指标	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
永吉印务	存货周转率	3.22	2.54	2.35	2.84
东风印刷	存货周转率	2.71	2.56	3.11	3.57
陕西金叶	存货周转率	1.90	2.04	2.62	1.84
集友股份	存货周转率	3.50	2.78	3.42	2.72



注：季度指标均已做年化处理

数据来源：公开资料、公司 2019~2021 年审计报告及 2022 年 3 月财务报表，远东资信整理

存货方面，跟踪期内公司存货周转率持续下降，主要得益于公司成本控制，截至 2021 年末，公司存货周转率为 2.35 次/年，相较于行业内其他印务公司，公司存货周转率较低。2021 年公司存货规模同比增长 60.61% 至 1.59 亿元，

主要系原纸、纸品等原材料市场价格上涨所致。其中原材料占比 34.59%，在产及库存商品合计占比 56.15%，当期公司存货跌价准备计提比例为 1.56%，公司整体存货价值较为稳定。

**表 10：截至 2021 年末公司应收账款前五大单位情况**

单位：亿元、%

单位名称	与本公司关系	金额	占比
贵州中烟工业有限责任公司	非关联方	1.14	68.95
北京黎马敦太平洋包装有限公司	非关联方	0.08	4.66
贵州茅台酒厂（集团）习酒有限责任公司	非关联方	0.07	4.19
贵州茅台酒厂（集团）技术开发有限公司	非关联方	0.05	3.27
贵州茅台酒股份有限公司	非关联方	0.04	2.16
<b>合计</b>	--	<b>1.38</b>	<b>83.23</b>

资料来源：公司 2021 年审计报告，远东资信整理

公司非流动资产主要由其他非流动金融资产、固定资产、在建工程和商誉构成。其中，其他非流动金融资产为子公司上海箭征永吉创业投资合伙企业（有限合伙）持有的股权投资。截至 2021 年末，公司其他非流动金融资产余额为 1.56 亿元。公司对箭征永吉出资比例为 65.52%。固定资产主要为房屋建筑物和机器设备，2021 年末同比下降 4.13% 至 3.02 亿元，主要系公司处置部分机器设备所致。公司在建工程项目主要为永吉盛珑酒盒生产基地建设、药用大麻温室设施及设备安装等项目，2021 年末同比增加 1.16 亿元至 1.47 亿元，项目完工后或将提升公司生产能力和盈利水平。商誉方面，截至 2021 年末，公司商誉账面价值 1.32 亿元，系公司并购 Pijen No22 Pty Ltd 和上海埃延半导体有限公司所致<sup>5</sup>，分别形成公司商誉 0.84 亿元和 0.48 亿元。

截至 2022 年 3 月末，公司资产总额为 16.22 亿元，较上年末下降 3.39%，主要为货币资金减少所致。

受限资产方面，截至 2021 年末，公司受限资产账面价值合计 1.10 亿元，主要包括受限货币资金 0.51 亿元、受限固定资产 0.59 亿元，主要为保证金存款和银行借款抵押，受限资产比例为 6.55%，公司受限资产规模及占比比较低。

整体来看，跟踪期内公司资产规模较为稳定，资产结构分布较为均衡。

### 盈利能力

2021 年公司实现营业收入 4.36 亿元，同比下降 0.68%，主要来自烟标和酒盒业务。其中烟标业务收入占比为 68.35%，酒盒业务收入占比为 21.56%。毛利率方面，跟踪期内公司毛利率呈下降趋势，但仍维持在较高水平，主要系毛利率较高的烟标业务减少所致。

从收益率指标来看，公司 2021 年净资产收益率 11.78%，在同行业中处于中上水平。跟踪期内，公司总资产报酬率和净资产收益率均较为稳定，公司自身盈利水平较好。

<sup>5</sup> 公司分别于 2020 年 4 月和 2021 年 10 月通过受让股权和增资的方式取得 Pijen No22 Pty Ltd 的控制权及上海埃延半导体有限公司 51% 的股权，并通过 Pijen No22 Pty Ltd 实现对医用大麻经营主体 Tasmanian Botanicals Pty Ltd 的控制。



表 11：2019~2021 年末及 2022 年 3 月末公司营收情况

单位：亿元、%

科目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
营业收入	4.70	4.39	4.36	1.18
营业成本	2.81	2.79	3.13	0.90
管理费用	0.36	0.36	0.62	0.13
研发费用	0.20	0.21	0.31	0.05
财务费用	-0.10	0.05	-0.04	0.01
营业利润	1.65	1.72	1.72	-0.28
利润总额	1.65	1.72	1.72	-0.28
净利润	1.40	1.58	1.48	-0.25
毛利率	40.24	36.36	28.11	23.41
期间费用率	11.25	15.09	22.06	18.39
总资产报酬率	15.13	11.55	11.13	-1.65
净资产收益率	13.92	12.43	11.78	-2.00

数据来源：公司 2019~2021 年审计报告及 2022 年 3 月财务报表，远东资信整理

公司期间费用主要由管理费用、研发费用和财务费用构成。2021 年公司期间费用为 0.96 亿元，同比增长 45.45%，其中管理费用同比增长 72.22%至 0.62 亿元，研发费用同比增长 47.62%至 0.31 亿元，财务费用受利息收入和汇兑收益影响同比下降至-0.04 亿元。2021 年公司期间费用率为 22.06%，同比增加 6.97 个百分点，公司期间费用率有所增长，对利润形成一定侵蚀。

2022 年 3 月末，公司实现营业收入 1.18 亿元，公司营业利润和利润总额均为-0.28 亿元，净利润和毛利率分别为-0.25 亿元和 23.41%。

整体来看，公司营业收入及净利润规模较为稳定，毛利率有所下降，但仍维持在较高利润率水平，公司自身盈利水平较好。

## 现金流

经营活动现金流方面，2021 年公司经营活动现金流保持净流入状态，但净流入规模较上年大幅减少，主要系购买商品、接受劳务支付的现金大幅增长所致。同期，公司现金收入比 99.82%，较上年末提高 18.43 个百分点，但收现质量仍表现一般。

投资活动现金流方面，2021 年公司投资活动现金流呈净流入状态，较上年末有所增长，主要系受取得投资收益收到的现金增加的影响，投资活动现金流入大幅增长 127.65%。

筹资活动现金流方面，2021 年公司筹资活动现金流呈净流出状态，较上年末有所下降，主要系受分配普通股股利支付的现金增加，筹资活动现金流出大幅增长 194.34%。

表 12：2019~2021 年末及 2022 年 3 月末公司现金流情况

单位：亿元

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
销售商品、提供劳务收到的现金	2.43	3.57	4.35	1.22
收到其他与经营活动有关的现金	0.11	0.40	0.28	0.03
经营活动现金流入小计	2.54	3.97	4.63	1.24
经营活动现金流出小计	1.91	2.44	4.27	1.76
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>0.63</b>	<b>1.53</b>	<b>0.37</b>	<b>-0.52</b>

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
投资活动现金流入小计	2.87	2.17	4.94	0.57
投资活动现金流出小计	3.31	4.93	4.80	1.00
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-0.44</b>	<b>-2.75</b>	<b>0.13</b>	<b>-0.42</b>
筹资活动现金流入小计	0.47	0.69	1.18	0.09
筹资活动现金流出小计	0.54	0.55	1.97	0.09
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-0.07</b>	<b>0.14</b>	<b>-0.78</b>	<b>0.00</b>

数据来源：公司 2019~2021 年审计报告及 2022 年 3 月财务报表，远东资信整理

2022 年 3 月末，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额分别为-0.52 亿元和-0.42 亿元。

### 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2021 年末，公

司流动比率和速动比率均大幅下降，但考虑公司整体债务规模较小，且货币资金能够对公司债务形成覆盖。整体来看，公司短期偿债能力较强。

**表 13：公司偿债能力指标**

单位：亿元、%、倍

科目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
总债务	--	1.01	2.70	2.49
EBITDA	2.04	2.15	2.23	--
流动比率	785.30	653.47	276.26	299.09
速动比率	706.14	578.25	221.32	221.76
经营现金流流动负债比	68.93	113.99	12.12	-20.12
EBITDA 利息保障倍数	--	72.99	38.59	--
总债务/EBITDA	--	0.47	1.21	--

数据来源：公司 2019~2021 年审计报告及 2022 年 3 月财务报表，远东资信整理

从长期偿债能力指标看，2021 年末，公司总债务规模增幅较大，同比大幅增长 167.33%，但同期末 EBITDA 利息保障倍数和总债务/EBITDA 分别为 38.59 倍和 1.21 倍，公司 EBITDA 对债务利息和本金的保障能力仍较强。

整体来看，跟踪期内公司整体债务水平仍较低，且货币资金相对较充裕，故整体来看公司偿债压力可控。

截至 2022 年末，公司银行授信总额合计 4.20 亿元，未使用额度为 2.58 亿元。提供授信的金融机构分别为中国农业银行、兴业银行和广发银行，考虑公司资产体量，未使用授信额度规模尚可。

### 或有事项

截至 2022 年 3 月末，公司无对外担保。

## 六、债务履约情况

根据中国人民银行征信中心查询的《企业信用报告》（统一社会信用代码：91520100214435085H），截至 2022 年 6 月 21 日，公司本部无未结清不良信贷信息；已结清借款中有 1 笔关注类借款，该借款系向中国农业银行股份有限公司贵阳云岩支行借款，金额为 600.00 万元，已于 2004 年 12 月 9 日正常还款。

截至本报告出具日，公司在资本市场发行的“永吉转债”尚未到还本付息日。

## 七、担保措施

公司控股股东贵州永吉控股有限责任公



司（以下简称“永吉控股”）为“永吉转债”提供保证担保并承担连带保证责任。

永吉控股前身系 1995 年 9 月经贵州省市场监督管理局批准成立的贵州永吉房地产开发有限责任公司，法定代表人为邓维加，初始注册资本为人民币 5,000.00 万元。2021 年 8 月，永吉控股更为现名。截至 2021 年末，永吉控股注册资本为人民币 5,000.00 万元，邓代兴持股比例为 70.20%，邓维加持股比例为 29.80%，实际控制人为邓代兴。

永吉控股属房地产行业，主要产品和服务为房地产开发、销售及房屋租赁。

截至 2021 年末，永吉控股<sup>6</sup>资产总额 17.02 亿元，所有者权益总额 5.44 亿元；2021 年永吉控股实现营业收入 12.72 万元；净利润-637.92 万元。

## 八、评级结论

公司作为贵州省包装印刷龙头企业，跟踪期内核心业务仍为烟标生产销售，毛利率保持较高水平；烟标印刷行业技术壁垒较高，客户粘性较大，有利于公司业务稳定发展。此外，跟踪期内，公司继续积极布局药标和酒标业务，以期丰富业务结构，促进公司整体业务量增长。

远东资信同时关注到，公司整体资产规模较小，抗风险能力有限；主业客户集中度高，存在一定业务集中度风险；新布局的大麻产业受境外疫情冲击明显，发展存在一定不确定性。

公司控股股东贵州永吉控股有限责任公司为“永吉转债”提供保证担保并承担连带保证责任。

综上，远东资信维持贵州永吉印务股份有限公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳

定；维持贵州永吉印务股份有限公司公开发行可转换公司债券“永吉转债”信用等级为 AA-。

<sup>6</sup> 永吉控股财务数据均为该公司提供非合并口径范围财务数据。

**附录 1 截至 2022 年 3 月末公司合并范围子公司情况**

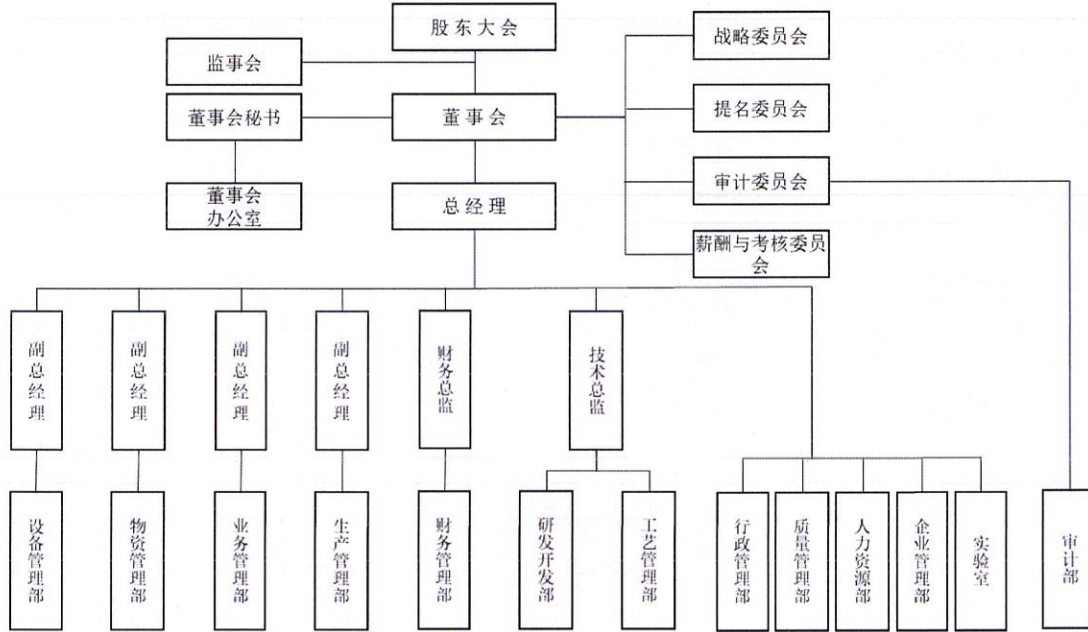
单位：万元、%

序号	子公司名称	成立时间	注册资本	持股比例	取得方式	主营业务
1	贵州永吉新型包装材料有限公司	2011-01-17	4,590.00	100	投资设立	包装印刷
2	贵州永吉实业发展有限公司	2019-11-01	15,000.00	100	投资设立	实业投资
3	上海箭征永吉创业投资合伙企业（有限合伙）	2017-06-21	10,000.00	65.52	投资设立	股权投资
4	贵州金马包装材料有限公司	1993-11-20	3,500.00	100	非同一控制下合并	包装印刷
5	贵州永吉盛珑包装有限公司	2019-01-23	2,000.00	80	投资设立	包装加工
6	Y CANNABIS HOLDINGS PTY LTD	2019-11-04	--	100	投资设立	生物资产投资
7	Pijen (No.22) PTY LTD	1988-12-02	--	46.64	非同一控制下合并	持股平台和资产平台
8	Tasmanian Botanicals PTY LTD	2016-11-03	--	45.00	非同一控制下合并	农作物种植、加工及提取
9	曲靖云麻农业科技有限公司	2019-03-20	2,000.00	51.00	非同一控制下合并	工业大麻种植
10	堪纳比斯（上海）商贸有限公司	2020-12-07	3000.00	100	投资设立	商业
11	上海埃延半导体有限公司	2021-09-03	1,020.41	51.00	非同一控制下合并	半导体器件专用设备制造

资料来源：公司提供，远东资信整理



附录 2 截至 2022 年 3 月末公司组织结构图



资料来源：公司提供，远东资信整理

**附录3 截至2022年3月末公司前十大股东情况**

序号	股东名称	持股数量 (股)	占股本 比例 (%)	股本性质
1	贵州永吉控股有限责任公司	172,566,200	41.18	质押股,A股流通股
2	贵州云商印务有限公司	28,845,900	6.88	A股流通股
3	贵州裕美纸业有限责任公司	28,434,000	6.78	质押股
4	邓维加	22,000,000	5.25	A股流通股
5	高翔	14,844,300	3.54	A股流通股
6	贵州雄润印务有限公司	12,696,556	3.03	A股流通股
7	贵州圣泉实业发展有限公司	5,294,075	1.26	A股流通股
8	李晓英	3,181,700	0.76	A股流通股
9	刘伟	3,097,300	0.74	A股流通股
10	邓代兴	2,481,500	0.59	A股流通股
	<b>合计</b>	<b>293,441,531</b>	<b>70.01</b>	--

资料来源：公开资料，远东资信整理



**附录 4 公司主要财务数据及指标**

单位：亿元、%

科目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
<b>财务数据</b>				
资产总额	11.75	15.16	16.79	16.22
所有者权益	10.80	12.71	12.35	12.16
短期债务	--	--	1.73	1.39
长期债务	--	1.01	0.98	1.10
总债务	--	1.01	2.70	2.49
营业收入	4.70	4.39	4.36	1.18
利润总额	1.65	1.72	1.72	-0.28
净利润	1.40	1.58	1.48	-0.25
EBITDA	2.04	2.15	2.23	--
经营性净现金流	0.63	1.53	0.37	-0.52
<b>财务指标</b>				
应收款项周转次数(次)	3.74	2.20	2.35	0.71
存货周转次数(次)	4.18	2.83	2.43	0.57
总资产周转次数(次)	0.43	0.29	0.27	0.07
现金收入比	51.69	81.39	99.82	102.97
营业利润率	35.14	39.15	39.40	-23.68
总资产报酬率	15.13	11.55	11.13	-1.65
净资产收益率	13.92	12.43	11.78	-2.00
长期债务资本化比率	--	7.34	7.33	8.26
总债务资本化比率	--	7.34	17.96	16.99
资产负债率	8.05	16.15	26.46	25.03
流动比率	785.30	653.47	276.26	299.09
速动比率	706.14	578.25	221.32	221.76
经营现金流流动负债比	68.93	113.99	12.12	-20.12
EBITDA 利息保障倍数(倍)	--	72.99	38.59	--
总债务/EBITDA(倍)	--	0.47	1.21	--

资料来源：公司提供，远东资信整理

## 附录 5 有关指标的计算公式

EBIT=利润总额+计入财务费用的利息支出；

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产及长期待摊费用摊销；

总债务=短期债务+长期债务；

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他短期有息债务；

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务；

毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入×100%；

期间费用率=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业收入×100%；

应收款项周转次数=营业收入/[（期初应收账款及应收票据+期末应收账款及应收票据）/2]；

存货周转次数=营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]；

总资产周转次数=营业收入/[（期初资产总额+期末资产总额）/2]；

现金收入比=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%；

营业利润率=营业利润/营业收入×100%；

总资产报酬率=EBIT/[（期初资产总额+期末资产总额）/2]×100%；

净资产收益率=净利润/[（期初净资产余额+期末净资产余额）/2]×100%；

长期债务资本化比率=长期债务/[长期债务+所有者权益（包括少数股东权益）]×100%；

总债务资本化比率=总债务/[总债务+所有者权益（包括少数股东权益）]×100%；

资产负债率=负债总额/资产总额×100%；

流动比率=流动资产/流动负债×100%；

速动比率=（流动资产-存货-预付账款）/流动负债×100%；

经营现金流负债比=经营性现金净流入/流动负债×100%；

EBITDA 利息保障倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）；

担保比率=担保余额/所有者权益×100%。



## 附录 6 级别释义

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义
AAA	偿还债务能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时能获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

注：除 AAA、CCC（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

主体信用等级设置及含义同中长期债券。



## 附录 7 适用的评级方法

本报告依据远东资信的“公司债券资信评级方法”和“中国包装印刷行业企业信用评级方法”进行评估，该评级方法已在远东资信网站披露。

