

三季度改善幅度低于预期，四季度行业产销旺季

季望助公司收窄全年降幅

核心观点：

1. 事件摘要

2020年前三季度公司实现营业收入3.04亿元，同比下降26.18%；实现归属母公司净利润0.34亿元，同比下降66.00%；实现归属母公司扣非净利润0.27亿元，同比下降71.00%；经营现金流量净额为1.23亿元，较上年同比减少9.90%。

2. 我们的分析与判断

(一) 三季度规模与业绩表现继续受客户拓展与产品中标价格负面影响不及预期，四季度行业产销旺季望促成降幅收窄

截止2020年前三季度，公司共计实现总营业收入3.04亿元，较去年同期减少1.08亿元，同比减少26.18%。按季度拆分，公司2020年Q1/Q2/Q3分别实现总营业收入0.84/1.25/0.95亿元，分别较去年同期减少0.69/0.13/0.26亿元，分别实现同比下滑45.30%/9.24%/21.24%，降幅环比有所扩大。造成公司规模端出现负增长的主要原因是由于2020年初爆发的新冠疫情致使公司2020Q1期间业务拓展与生产活动大幅受限，致使规模端大幅下滑；而造成公司三季度单季规模降幅扩大的主要原因或可能是由于Q1客户资源拓展不及预期以及年内烟草公司新品开发与投放节奏放缓致使公司烟标客户扩展受阻，并且在此基础上烟草公司为了抗击疫情带来的冲击使得公司部分产品的招标执行价格下降，二者共同影响下压制了公司三季度规模端的回暖势头。考虑到公司在烟用封签纸与接装纸以及烟标领域与18家烟草工业公司中9家建立了长期合作关系，我们认为公司在四季度烟草制品产销旺季的加持下有望部分缓解客户资源拓展方面所面临的压力，预计公司全年总营收规模降幅或较三季度有一定改观。

截止2020年前三季度，公司实现归母净利润0.34亿元，较上年同期减少0.66亿元，同比减少66.00%；实现归母扣非净利润0.27亿元，较上年同期减少0.67亿元，同比减少71.00%。其中，非经常性损益共计695.21万元，主要为计入当期损益的政府补助722.29万元。按季度拆分，2020年Q1/Q2/Q3公司分别实现归母净利润0.04/0.22/0.08亿元，分别较去年同期减少0.38/0.12/0.16亿元，分别实现同比下滑90.02%/35.62%/67.44%，环比降幅扩大；2020年Q1/Q2公司分别实现归母扣非净利润0.03/0.19/0.05亿元，分别较去年同期

集友股份 (603429.SH)

推荐 维持评级

分析师

李昂

☎：(8610) 83574538

✉：liang_zb@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130517040001

甄唯萱

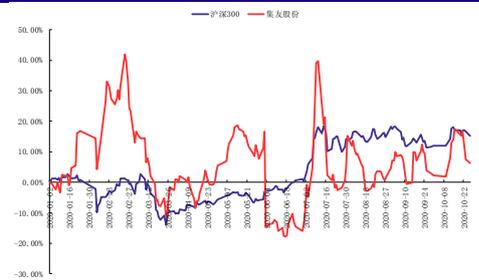
✉：zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130520050002

特此鸣谢：

章鹏

行业数据时间 2020.10.26



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

【中国银河研究院_李昂团队】公司深度报告_集友股份(603429.SH)_烟标产能释放促爆发增长，新型烟草万亿市场或开启成长新篇章，维持推荐_20200727

【中国银河研究院_李昂团队】公司2020年中报点评_集友股份(603429.SH)_二季度经营表现环比改善符合预期，产能释放在即望助力下半年重拾增长_20200724

【中国银河研究院_李昂团队】公司2020年一季报点评_集友股份(603429.SH)_新冠疫情致使规模与业绩大幅回落，二季度环比有望迅速改善_20200420

减少 0.36/0.14/0.17 亿元，分别实现同比下滑 91.26%/43.62%/75.97%，环比降幅扩大。2020 年前三季度公司归母净利润与归母扣非净利润大幅减少的原因主要是由于：1) 公司受新冠疫情影响新客户拓展不利造成公司规模端增长乏力；2) 公司下游各省中烟公司迫于疫情压力导致公司部分产品中标执行价格下滑对规模端造成进一步压制；3) 公司于去年提出的股权激励计划于年初正式实施致使股权激励费用增厚了管理费用支出，最终在规模拓展不利的情况下加重了业绩端的压力。我们预计公司在业绩端所面临的规模端增长乏力的影响或有希望在四季度烟草制品动销旺季的拉动下实现订单回暖推动公司规模端降幅有所收窄，而股权激励摊销对费用端产生的相对影响将在规模端降幅收窄后或有所减弱，助力公司全年业绩降幅明显收窄。

截止 2020 年前三季度，公司经营性现金流净额 1.23 亿元，较去年同期减少 0.14 亿元，同比减少 9.90%，环比收窄 35.26 个百分点。公司经营性现金流净额降幅大幅收窄主要是由于去年三季度单季公司为四季度动销旺季备货导致经营性现金流净额出现净流出造成低基数效应，从而使公司在前三季度规模端出现较大降幅的情况下经营性现金流净额较去年同期降幅较低。

(二) 2020 年前三季度综合毛利率下降 4.90pct，期间费用率上涨 14.00pct

截止 2020 年前三季度，公司的综合毛利率为 38.64%，较去年同期下降 4.90 个百分点，较 2020 年上半年末下降 1.09 个百分点。综合毛利率的降低一方面是由于毛利率相较于接装纸与封签纸而言处于偏低水平的烟标业务营收占比于 19 年末已然超越接装纸业务成为公司第一大核心业务，营收占比超过 50%，而去年同期公司烟标业务受制于产能尚未大规模放量，从而导致 2020 年前三季度公司综合毛利率出现业务结构变化引发的下滑；另一方面是由于公司下游对接的各省烟草公司依旧面临新冠疫情对需求端造成冲击影响，导致公司部分商品中标执行价格有所下降，最终造成公司综合毛利率同比与环比均出现较为明显的下滑。

截止 2020 年前三季度，公司销售净利率为 10.88%，较去年同期大幅下滑 13.88 个百分点，相较 2020 年上半年末下降 1.30 个百分点；2020 年前三季度公司期间综合费用率为 29.86%，相比上年同期大幅上升 14.00 个百分点，相较 2020 年上半年下降 0.22 个百分点。其中，销售/管理（不含研发）/研发/财务费用率分别为 2.94%/20.72%/9.37%/-3.17%，较去年同期分别变动 0.44/12.57/3.75/-2.76 个百分点。具体来看，公司销售费用由于业务拓展与订单较去年同期大幅减少的缘故销售费用额同比减少 134.74 万元 (YOY-13.10%)，使得销售费用在规模端较去年同期大幅下滑的情况下仅出现小幅上升；管理费用率大幅提升主要是由于公司 2019 年末公司推出股权激励于本年度起进行摊销折旧，使得管理费用额大幅提升 2946.11 万元 (YOY 87.74%)，导致管理费用率在规模大幅下滑的情况下出现巨幅提升；研发费用率的提升主要是由于公司在面对疫情冲击的情况下并未放松对产品、技术以及新材料的研发投入，2020 年前三季度公司研发费用总额较去年同期增加 533.57 万元 (YOY 23.02%)，导致公司研发费用率在规模端承压下滑的情况下大幅提升；财务费用率的大幅降低主要是由于公司于去年 8 月完成非公开定向增发募集资金尚未全部投入使得银行存款产生的利息收入较去年同期大幅增加 885.25 万元，致使公司财务费用大幅降低 798.25 万元 (YOY 476.90%)，从而导致公司财务费用率大幅降低，预计伴随烟草制品行业传统动销旺季的四季后，公司各项产品的销售或有望回暖，从而使公司各项费用率指标将回落至合理水平。

(三) 客户储备丰厚配合产能释放促烟标高增长，助力公司完成业务结构转型

2017 年首次布局烟标生产线建设后，2018 年公司通过收购陕西大风科技与自建产能部分投产在烟标业务方面实现了亮眼表现。截止 2019 年末，烟标业务受益于产能释放与高档烟标客户资源占比较高的双重利好烟标业务实现量价齐升，推动其主营业务收入占比达到 51.80%，证明公司的业务结构战略转型已初步完成。鉴于烟标业务势必将成为公司主要营收来源，结合我国烟用物资供应商均采用“以销定产”的运营方式，各大烟标企业对销售端的客户资源把控与拓展便显得格外重要，并且由于烟草工业公司全国范围内有且仅有 18 家，使得公司烟标业务能够服务的客户资源十分稀缺且固定，进一步凸显客户资源的重要性。另外，结合我国烟草实行的专卖制

度给予烟草工业公司单方面对上下游的议价能力，我们可以将烟标业务定义为十分纯粹的买方主导市场，在这种情况下公司在把控与拓展客户资源方面的核心便是无条件地满足买方各方面的诉求，通过为客户长期提供高质量产品与及时高效的服务稳固自身地位的同时，借助自身实力、经验与印象加成努力提升自身份额并扩大影响力，从而为拓展新客户资源奠定基础。我们认为公司在烟标业务板块已经具备一定实力基础，能够为合作客户长期提供保质保量的产品与服务。截止 2020 年上半年，公司中报中披露的烟用接装纸业务 9 家中烟公司客户资源中已有 4 家成为公司烟标业务的客户，并且烟用接装纸业务中 2 家烟草省级局公司同样成为公司烟标客户，重合度较高且未来仍有较为充裕的可开拓空间。在客户资源方面得到保障的前提下，公司烟标业务在建产能将在年内实现全部释放。截止 2020 年上半年末，公司年产 100 万大箱烟标生产线已经达到部分可使用状态，预计公司 2020 年下半年公司将迎来产能的充分释放，助力公司烟标业务巩固自身主导地位，从而推动公司营收规模未来两年内保持高速增长。

(四) 均质化薄片专利尚处审查阶段，加码烟具研发备战加热不燃烧万亿市场

公司除了布局烟用接装纸、封签纸以及烟标等传统烟用物资的生产业务外，还紧跟全球与国内烟草行业发展趋势，积极参与到 Reduced Risk Product（减害烟草）中 Heated-Not-Burn（加热不燃烧）产品的研发工作中。在 2019 年 4 月正式将新型烟草制品列入公司经营范围后，2019 年 7 月公司持股 70% 的子公司集友广誉与重庆中烟、江苏中烟子公司江苏南通分别签订了关于开展新型烟草均质化薄片研发合作协议及备忘录。公司控股子公司集友广誉在新型烟草均质化薄片的研发及科技成果产业化方面有一定优势，目前已具备进行薄片材料配方筛选和小批量放样的条件。从公告内容对比可以发现两家甲方公司对于集友股份的合作要求存在差异，在于重庆中烟的合作中明确公司可以负责新型烟草均质化薄片材料的生产制造产业化（三年有效期），而江苏中烟的子公司负责产业化实施，集友在这份合作中仅提供技术支持（两年有效期）。另外，根据国家专利局信息披露，公司控股子公司集友广誉已经拥有 3 项关于均质化烟草薄片的专利处于专利申请实质性审查阶段：1）一种再造烟草薄片及其制备方法；2）高抗张强度均质化烟草薄片及其制备系统、制备方法；3）具有高松厚度的均质化烟草薄片及其制备方法。除了在新型烟草烟弹领域的提前布局外，公司还加码烟具的前期专利与设计申请，截止 2020 年 10 月 26 日，公司至少已有 2 款加热不燃烧烟具实用型专利获得授权。由此可见，公司在新型烟草领域的布局仍在有条不紊的推进过程中，预计未来如若相关监管部门批准国内售卖 HNB 产品，公司将凭借先发研发优势与专利技术积累成为该领域的佼佼者，并开启继烟标业务放量增长后的成长新篇章。

3. 投资建议

尽管公司前三季度规模与业绩仍受制于新冠疫情所产生的直接影响与间接影响维持较大幅度的下滑，但考虑到四季度为烟草制品行业传统动销旺季，我们认为公司规模与业绩或有望在 2020 年全年规模与业绩降幅将较三季度出现一定环比改善。考虑到公司年产 100 万大箱烟标生产线已经于 6 月达到部分可使用状态，在不考虑公司未来新型烟草业务带来的营收与业绩增量的情况下，我们预计公司 2020E/2021E/2022E 年将有望实现营收 5.96/10.98/15.96 亿元，实现归母净利润 1.14/2.41/3.55 亿元，对应 PS 24.70/13.41/9.22 倍，对应 PE 129/61/41 倍，维持“推荐评级”。

4 . 风险提示

卷烟销量萎缩的风险；烟标业务客户拓展受阻的风险。

附：1.盈利预测和估值对比

表 1：盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(单位:百万元)	458	672	596	1098	1596
增长率(%)	96.00%	46.49%	-11.28%	84.22%	45.41%
归属母公司股东净利润(单位:百万元)	117	202	114	241	355
增长率(%)	18.42%	74.76%	-43.49%	111.19%	47.62%
EPS(元/股)	0.61	0.76	0.30	0.63	0.93
销售毛利率	47.24%	43.76%	39.33%	40.50%	40.67%
净资产收益率(ROE)	18.61%	17.18%	9.39%	17.99%	22.97%
市盈率(P/E)	42	67	129	61	41
市净率(P/B)	7.03	8.00	11.74	10.35	8.81
市销率(P/S)	12.07	16.14	24.70	13.41	9.22

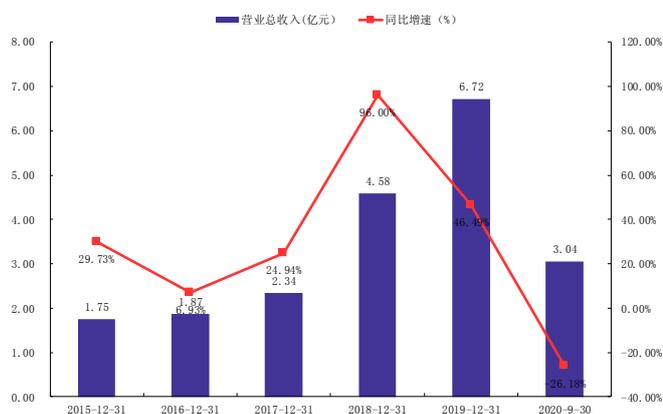
资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理及预测（股价为2020年10月26日收盘价）

表 2：可比公司最新估值情况

境内可比公司						
	劲嘉股份	东风股份	金时科技	新宏泽	均值	中位数
PE	16	22	41	96	44	31
PB	1.81	1.98	5.56	4.43	3.45	3.21
PS	3.27	2.59	12.86	4.61	5.83	3.94
境外可比公司						
	贵联控股	天臣控股	嘉耀控股	均值	中位数	
PE	5	(7)	83	8	8	
PB	0.29	0.57	1.64	0.83	0.57	
PS	0.55	0.63	0.60	0.59	0.60	

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

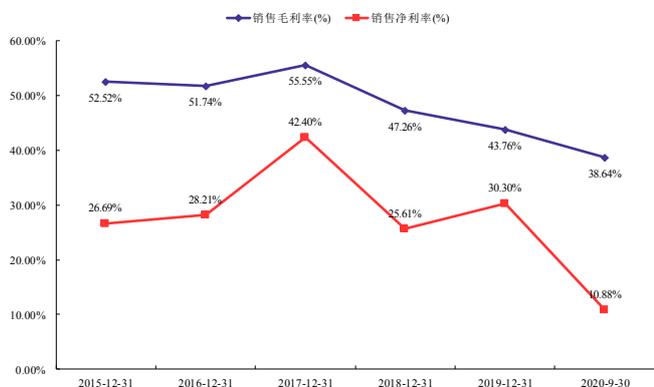
2.公司整体经营运行状况跟踪

图 1：2015 年-2020Q3 营业收入(亿元)及同比(%)

图 2：2015 年-2020Q3 归母净利润(亿元)及同比(%)


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

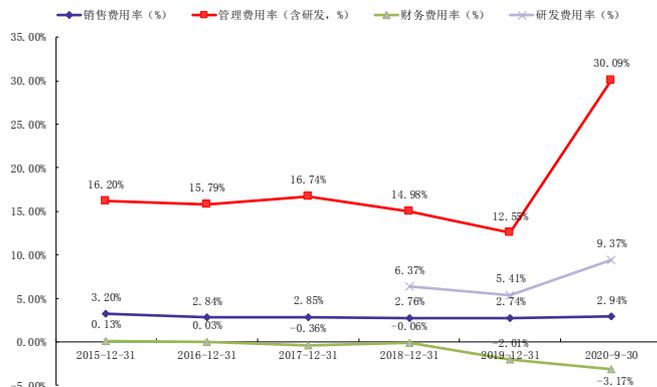
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 3：2015 年-2020Q3 毛利率(%)和净利率(%)变动情况



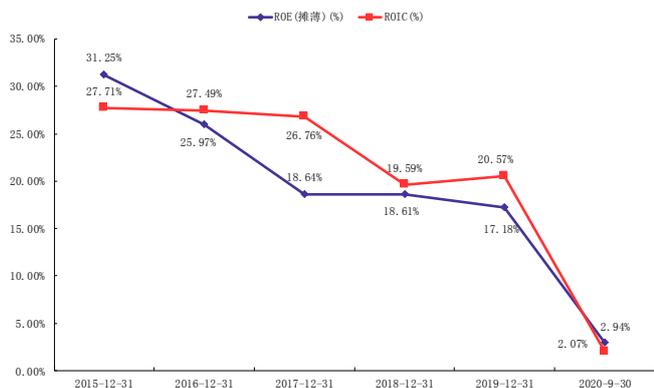
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 4：2015 年-2020Q3 期间费用率(%)变动情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 5：2015 年-2020Q3 ROE(%)及 ROIC(%)变动情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

3. 重大事项进展跟踪

表 3:集友股份 2020 年半年报至今重大事项进展

事件类型	内容
关于控股股东提前解除股权质押的公告	2020 年 8 月 6 日,公司发布公告称公司控股股东徐善水先生于 2020 年 1 月 21 日与浙商证券股份有限公司办理了股票质押式回购交易延期购回业务, 质押股份数量为 3628.95 万股。后续因为公司实施转增使得徐善水先生质押的股份数同比例变为 5080.53 万股。2020 年 8 月 5 日,徐善水先生已将上述质押股份 5080.53 万股的股份全部提前解除质押。
关于 5%以上股东减持达到 1%的提示性公告	2020 年 8 月 19 日,公司控股股东徐善水先生于 2020 年 8 月 18 日通过上海证券交易所大宗交易系统减持公司股票 502 万股, 约占公司 2020 年 8 月 18 日总股本 3.80 亿股的 1.32%, 本次变动后, 徐善水先生仍持有公司股份 1.61 亿股, 占公司总股本的 42.43%, 仍为公司控股股东。
控股股东及董监高减持股份进展公告	公司于 2020 年 10 月 22 日收到股东徐善水先生、杨二果先生、周少俊先生、孙志松先生发来的《关于股份减持时间过半的告知函》。 1、截止 2020 年 10 月 22 日, 控股股东徐善水先生累计通过大宗交易等方式减持

公司股份 759.79 万股，占公司总股本的 2.00%。

2、截止 2020 年 10 月 22 日，股东杨二果先生累计通过上海证券交易所交易系统集中竞价方式减持公司股份 18.34 万股，占公司总股本的 0.0482%；周少俊先生累计通过上海证券交易所交易系统集中竞价方式减持公司股份 2.01 万股，占公司总股本的 0.0053%；孙志松先生累计通过上海证券交易所交易系统集中竞价方式减持公司股份 4.2 万股，占公司总股本的 0.0110%。

以上股东减持计划减持时间已过半，本次减持计划尚未实施完毕。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

4. 公司发展战略与经营计划情况跟踪

表 4: 集友股份 2018-2019 年年报中发展战略与经营计划情况跟踪

	2018 年对于 2019 年的规划	2019 年对于 2020 年的规划
发展战略	<p>公司成立于 1998 年，自成立起即专注于烟用接装纸的研发、生产及销售，是国内较早的烟用接装纸专业供应商之一。2017 年 6 月，公司开始进入烟标领域，迈向公司发展的新时代。公司始终贯彻以创新为先导，以优质新颖的产品和专业高效的服务满足客户的个性化需求，致力于成为国内一流的以烟草包装材料为主导产品的专业包装印刷类企业。未来三年，公司将围绕“成为国内一流的以烟草包装材料为主导产品的专业包装印刷类企业”的发展战略，聚焦烟用接装纸和烟标两项具体产品，实现公司进一步发展壮大。</p> <p>烟用接装纸方面，公司将继续以中高档烟用接装纸产品的设计、研发、生产与销售为主要经营方向，继续实施以创新为先导的理念，通过技术改造提升公司的装备水平，扩大公司的烟用接装纸产能，以服务更多的卷烟企业，继续保持和扩大公司在烟用接装纸行业的优势地位。</p> <p>烟标方面，是未来三年公司将重点推进的卷烟包装材料产品。在烟草包装材料的各个领域，烟标的需求与烟用接装纸的需求在数量上是配套的，在价值上大约是烟用接装纸的 10 倍。在实现“成为国内一流的以烟草包装材料为主导产品的专业包装印刷类企业”的战略目标过程中，进军烟标生产领域，是公司的必然选择。2017 年 6 月，经公司 2017 年第二次临时股东大会批准，公司变更部分募集资金投向，投资于烟标生产线建设项目，开始涉足烟标领域，迈进发展的新时代。</p> <p>2018 年 2 月，公司以自有资金收购陕西大风印务科技有限公司（以下简称“大风科技”），进一步扩大烟标业务。目前，公司新建的烟标生产线已开始投产，公司与并购的大风科技也实现全面融合，具备了进一步做大烟标业务的基本条件。依托公司管</p>	<p>公司成立于 1998 年，自成立起即专注于烟用接装纸的研发、生产及销售，是国内较早的烟用接装纸专业供应商之一。2017 年 6 月，公司开始进入烟标领域，迈向公司发展的新时代。公司始终贯彻以创新为先导，以优质新颖的产品和专业高效的服务满足客户的个性化需求，致力于成为国内一流的以烟草包装材料为主导产品的专业包装印刷类企业。公司将围绕“成为国内一流的以烟草包装材料为主导产品的专业包装印刷类企业”的发展战略，聚焦烟用接装纸和烟标两项具体产品，实现公司进一步发展壮大。</p> <p>烟用接装纸方面，公司将继续以中高档烟用接装纸产品的设计、研发、生产与销售为主要经营方向，继续实施以创新为先导的理念，通过技术改造提升公司的装备水平，扩大公司的烟用接装纸产能，以服务更多的卷烟企业，继续保持和扩大公司在烟用接装纸行业的优势地位。</p> <p>烟标是公司将重点推进的卷烟包装材料产品。在烟草包装材料的各个领域，烟标的需求与烟用接装纸的需求在数量上是配套的，在价值上大约是烟用接装纸的 10 倍。在实现“成为国内一流的以烟草包装材料为主导产品的专业包装印刷类企业”的战略目标过程中，进军烟标生产领域，是公司的必然选择。目前，公司依托管理团队丰富的行业经验和在烟用接装纸方面的客户资源，逐步加大协同营销力度，不断提高烟标的产销能力。</p>

理团队丰富的烟草行业经营经验和公司在烟用接装纸方面的客户资源，加大协同营销力度，扩大产品销售。结合公司2018年非公开发行股票募集资金投资项目的实施，进一步提升公司研发创新能力，完善并提高公司的装备水平和产能规模，抓住烟草行业提升产品结构和鼓励创新的有利时机，实现烟标业务的快速做大做强。

经营计划

(一) 技术创新与研发计划

围绕公司的战略目标，集中实施公司的技术开发战略，使公司在烟用接装纸、烟标的相关领域，包括承印物、印刷、油墨等技术领域形成扎实、雄厚的技术基础和技术积累，是保持和提高公司市场竞争能力、增强发展后劲的重要手段，是公司技术创新体系的核心。

在技术研发方面，公司将持续追踪国内外市场动态信息和技术前沿，以市场需求为导向，进行新技术、新产品、新工艺、新材料、新装备的研究与开发，在新产品、新技术、新材料、新工艺等若干方面形成创新成果，不断地推出个性化、系列化的产品，形成具有自主知识产权的主导产品和专有技术。秉承公司以创新为先导的理念，持续提升企业技术创新能力和市场盈利能力，全面提升企业核心竞争力。报告期内公司拟设立控股子公司集友广誉便是公司推进技术研发创新的重要举措，公司通过与昆明旭光科技有限公司在新型烟草制品业务相关技术、工艺、装备、产品等相关方面的合作，为烟草行业提供整体技术解决方案，推动新型烟草工艺技术和装备创新和技术推广应用。

在创意方面，烟用接装纸和烟标作为卷烟包装材料，是卷烟产品文化内涵的基础载体，是重要的装饰、防伪功能载体。由于烟标的外在性和面积大，烟标受到了各大烟草企业的重视，公司将加大创意人才的引进力度，加大在创意方面的投入，助力公司业务拓展。同时，公司作为烟用接装纸方面的优势企业，公司也将发挥这方面的优势，注重烟用接装纸和烟标在创意设计方面的协同，实现烟用接装纸和烟标的互相促进和协同发展。

(二) 市场开发及营销计划

烟用接装纸与烟标同属于烟草包装材料行业，下游客户均为卷烟生产企业，具有共同的客户基础。客户对烟用接装纸和烟标均对供应商的供货能力和质量保障体系具有类似的要求，采购决策部门和决策程序基本相同，因此公司的烟用接装纸和烟标销售具有协同性。

公司自成立起即专注于烟用接装纸业务，目前已向全国18家省级中烟工业公司中的9家销售烟用接

(一) 技术创新与研发计划

围绕公司的战略目标，集中实施公司的技术开发战略，使公司在烟用接装纸、烟标的相关领域，包括承印物、印刷、油墨等技术领域形成扎实、雄厚的技术基础和技术积累，是保持和提高公司市场竞争能力、增强发展后劲的重要手段，是公司技术创新体系的核心。

在技术研发方面，公司将持续追踪国内外市场动态信息和技术前沿，以市场需求为导向，进行新技术、新产品、新工艺、新材料、新装备的研究与开发，在新产品、新技术、新材料、新工艺等若干方面形成创新成果，不断地推出个性化、系列化的产品，形成具有自主知识产权的主导产品和专有技术。秉承公司以创新为先导的理念，持续提升企业技术创新能力和市场盈利能力，全面提升企业核心竞争力。报告期内公司设立控股子公司集友广誉便是公司推进技术研发创新的重要举措，公司通过与昆明旭光科技有限公司在新型烟草制品业务相关技术、工艺、装备、产品等相关方面的合作，为烟草行业提供整体技术解决方案，推动新型烟草工艺技术和装备创新和技术推广应用。

在创意方面，烟用接装纸和烟标作为卷烟包装材料，是卷烟产品文化内涵的基础载体，是重要的装饰、防伪功能载体。由于烟标的外在性和面积大，烟标受到了各大烟草企业的重视，公司将加大创意人才的引进力度，加大在创意方面的投入，助力公司业务拓展。同时，公司作为烟用接装纸方面的优势企业，公司也将发挥这方面的优势，注重烟用接装纸和烟标在创意设计方面的协同，实现烟用接装纸和烟标的互相促进和协同发展。

公司顺应烟草行业创新驱动战略，着手布局新型烟草相关新技术、新工艺、新装备的研究。集友广誉将作为公司重要的新型烟草相关新技术、新工艺、新装备的研究和资源集成与整合平台，为烟草行业提供整体技术集成和相关技术服务，推动新型烟草工艺技术和装备创新和技术推广应用。

(二) 市场开发及营销计划

烟用接装纸与烟标同属于烟草包装材料行业，下游客户均为卷烟生产企业，具有共同的客户基础。客

装纸，主要客户包括云南中烟、安徽中烟、陕西中烟、四川中烟、河北中烟、福建中烟、江西中烟、甘肃烟草等多家省级中烟公司。鉴于烟用接装纸和烟标销售的协同性，公司将通过协同效应，发展壮大公司的烟标业务规模。短期内主要是烟用接装纸带动烟标，远期实现烟用接装纸和烟标互相促进和协同发展。

在组织保障上，公司对原销售团队、大风科技销售团队、麒麟福牌销售团队进行整合，并针对烟标引进具有丰富行业经验的销售队伍，融合为统一的营销中心，充分发挥每个销售人员的优势，在公司统一领导下，整体实施公司的烟用接装纸及烟标营销工作，提高协同效应。

（三）人力资源发展计划

人力资源是企业持续发展的基础和保障，公司将根据现有业务经营规模扩张和投资项目逐步达产的需要，多渠道引进高素质的经营管理人才和能力强的专业技术人才，优化人才结构。公司下一步将重点引进发展所需的内部管理人员、技术开发人员和市场营销人员，聘请具有实践经验和专业能力的高级管理人才、资本运作人才，大力引进学科带头人和专家型高级人才，使公司形成一支能够适应市场竞争和公司发展需求的人才队伍。

公司将进一步完善人才激励、约束机制，给予优秀人才更大的发展空间。公司将完善岗位责任制和绩效评价体系，建立有序的岗位竞争、激励、淘汰机制，增加岗位流动性，充分发挥员工的主观能动性，并为员工提供提升职业发展的空间与平台。

（四）筹资计划

本公司将根据业务发展及优化资本结构的需要，选择适当的股权融资和债权融资组合，以满足公司可持续发展所需要的资金，实现企业价值最大化。一方面，公司将集中精力用好募集资金，满足公司产能扩充、产品开发的需要，以规范的运作、科学的管理、持续的增长、丰厚的回报给投资者以信心；另一方面，公司也将视具体情况，辅以银行贷款、公司债券等债权融资方式，以保持公司合理的资本结构。

（五）收购兼并计划

随着规模的扩大，实力的增强，公司将充分依托资本市场，按照优势互补、扩大经营、增加收益和降低风险的原则，充分考虑产、供、销的整体布局，采用在行业内投资参股、收购兼并等方式，在国内、外纵向或横向收购相关上下游企业或烟草包装材料相关企业，形成衍生的产业链条，实现低成本扩张，实现产品经营与资本运营、产业资本与金融资

户对烟用接装纸和烟标均对供应商的供货能力和质量保障体系具有类似的要求，采购决策部门和决策程序基本相同，因此公司的烟用接装纸和烟标销售具有协同性。

公司自成立起即专注于烟用接装纸业务，目前公司已经与云南中烟、安徽中烟、陕西中烟、四川中烟、重庆中烟、河北中烟、福建中烟、江西中烟、甘肃烟草、蒙昆、山昆等多家中烟公司建立了稳定的合作关系。在烟标方面，公司已在安徽中烟、云南中烟、陕西中烟、重庆中烟、湖北中烟、江苏中烟、蒙昆、山昆、黑龙江烟草、海南红塔、红塔辽宁等多家中烟公司的烟标产品招标中中标，具备进一步做大烟标业务的基本条件。鉴于烟用接装纸和烟标销售的协同性，公司将通过协同效应，发展壮大公司的烟标业务规模。短期内主要是烟用接装纸带动烟标，远期实现烟用接装纸和烟标互相促进和协同发展。

在组织保障上，公司对原销售团队、大风科技销售团队、麒麟福牌销售团队进行整合，并针对烟标引进具有丰富行业经验的销售队伍，融合为统一的营销中心，充分发挥每个销售人员的优势，在公司统一领导下，整体实施公司的烟用接装纸及烟标营销工作，提高协同效应。

（三）人力资源发展计划

人力资源是企业持续发展的基础和保障，公司将根据现有业务经营规模扩张和投资项目逐步达产的需要，多渠道引进高素质的经营管理人才和能力强的专业技术人才，优化人才结构。公司下一步将重点引进发展所需的内部管理人员、技术开发人员和市场营销人员，聘请具有实践经验和专业能力的高级管理人才、资本运作人才，大力引进学科带头人和专家型高级人才，使公司形成一支能够适应市场竞争和公司发展需求的人才队伍。

公司将进一步完善人才激励、约束机制，给予优秀人才更大的发展空间。公司将完善岗位责任制和绩效评价体系，建立有序的岗位竞争、激励、淘汰机制，增加岗位流动性，充分发挥员工的主观能动性，并为员工提供提升职业发展的空间与平台。

（四）筹资计划

本公司将根据业务发展及优化资本结构的需要，选择适当的股权融资和债权融资组合，以满足公司可持续发展所需要的资金，实现企业价值最大化。一方面，公司将集中精力用好募集资金，满足公司产能扩充、产品开发的需要，以规范的运作、科学的管理、持续的增长、丰厚的回报给投资者以信心；另一方面，公司也将视具体情况，辅以银行贷款、

本的结合。

公司债券等债权融资方式,以保持公司合理的资本结构。

(五) 收购兼并计划

随着规模的扩大,实力的增强,公司将充分依托资本市场,按照优势互补、扩大经营、增加收益和降低风险的原则,充分考虑产、供、销的整体布局,采用在行业内投资参股、收购兼并等方式,在国内外纵向或横向收购相关上下游企业或烟草包装材料相关企业,形成衍生的产业链条,实现低成本扩张,实现产品经营与资本运营、产业资本与金融资本的结合。

- 风险提示**
- 1、 客户集中度较高的风险；
 - 2、 主要原材料价格波动的风险；
 - 3、 市场竞争加剧的风险；
 - 4、 产业政策的风险；

- 1、 客户集中度较高的风险；
- 2、 主要原材料价格波动的风险；
- 3、 市场竞争加剧的风险；
- 4、 产业政策的风险；

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

注：其中删除线内容为相较针对 2019 年的业务规划，针对 2020 年不再提及的内容；加粗内容为针对 2020 年的新补充部分。

5.公司前十大股东情况跟踪

表 5：集友股份前十大股东情况（更新自 2020 年三季度）

排名	股东名称	方向	持股数量 (万股)	持股数量变 动(万股)	占总股本 比例 (%)	持股比例 变动 (%)	股本性质
1	徐善水	减少	16133.45	-759.79	42.43	-2.00	境内自然人
2	孙志松	减少	1555.18	-4.20	4.09	-0.01	境内自然人
3	余永恒	减少	1532.85	-286.42	4.03	-0.75	境内自然人
4	姚发征	减少	1489.40	-329.87	3.92	-0.87	境内自然人
5	葛卫东	新进	1041.29	1041.29	2.74	2.74	境内自然人
6	杨二果	减少	1021.24	-18.34	2.69	-0.05	境内自然人
7	唐红军	增加	670.18	102.56	1.76	0.27	境内自然人
8	中国建设银行股份 有限公司企业年金 计划—中国工商银 行股份有限公司	减少	584.42	-28.27	1.54	-0.07	境内非国有 法人
9	周少俊	新进	517.78	517.78	1.36	1.36	境内自然人
10	唐红军	新进	502.00	502.00	1.32	1.32	境内自然人
合计			25047.80		65.88		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

李昂：商贸零售行业分析师，英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士，证券从业时间6年，2014年7月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016年7月转型商贸零售行业研究。

甄唯莹：商贸零售行业分析师，中央财经大学学士，澳大利亚悉尼大学硕士，证券从业时间2年，2018年5月加盟银河证券研究院从事商贸零售行业研究。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京西城区金融大街35号国际企业大厦C座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn