

# 集友股份 (603429)

证券研究报告

2020年04月21日

## 一季度经营受疫情影响较大，全年增长逻辑不变

**受疫情影响，公司业绩降幅较大。**2020Q1 公司实现营业收入 8391.46 万元，同比降低 45.30%；归母净利润 418.98 万元，同比降低 90.02%；扣非归母净利润 341.11 万元，同比降低 91.26%。公司营收和利润出现大幅度下滑，主要系疫情对公司生产和销售产生较大负面影响，卷烟行业复工时间较晚，整体产业链生产端受冲击较大，同期同类产品公司业绩均有不同程度下滑。**烟草属于偏刚需消费，需求受疫情影响较小，主要消耗中烟库存。**疫情期间 1-2 月全国规模以上工业企业实现利润总额 4107 亿元，同比下降 38.3%，其中烟草制品业利润总额同比+31.5%，是 41 个工业大类中仅 4 个增加行业之一，卷烟需求偏刚性，消费韧性较强。2020Q1 全国卷烟产量累计 7429.6 亿支，同比增长 7.5%，卷烟产量维持正增长，中烟复工延期较长，但烟草工业公司渠道出货正常，目前库存维持低位。我们预计二季度行业补库存+刚需消费，公司经营将有较大改善。

**受股权激励费用和疫情期营收下降影响，费用率整体上升，盈利能力下降。**2020Q1 公司毛利率为 41.74%，同比降低 6.08pct，盈利能力有所降低。公司费用率整体上升，其中销售费用率为 3.24%，同比上升 0.76pct；管理费用率为 23.85%，同比上升 15.81pct，主要系报告期内公司 922.58 万元限制性股票激励相关股份支付费用计入管理费用，去除该项费用后管理费用率为 12.86%，同比上升 4.81pct，管理费用率上升还受疫情期间营收下降较多，而较多费用支出刚兑影响；财务费用率为-2.94%，同比下降 2.91pct；研发费用率为 15.18%，同比上升 8.71pct。2020Q1 公司归母净利率为 4.99%，同比降低 22.38pct；扣非净利率为 4.07%，同比降低 21.38pct。

**公司一季度受疫情影响较大，但我们看好集友股份核心逻辑未变。烟标放量逻辑验证，看好 20 年内生+外延快速增长。**2019 年烟标业务实现营收 3.47 亿元，同比增长 120.6%，保持高速增长，市场份额进一步提升。公司烟标业务新客户拓展顺利，目前已在安徽中烟、云南中烟（包括蒙昆、山昆、海南红塔、红塔辽宁）、陕西中烟、重庆中烟、湖北中烟、江苏中烟、黑龙江烟草等多家中烟公司的烟标产品招标中中标，较去年有较大突破，其中在 19 年年末蒙昆中烟第十四标包中公司获得最大份额，公司烟标团队实力得到体现，我们预计后续公司将继续积极拓展其他中烟公司业务，获取更多市场份额。

**公司在新型烟草领域布局领先，未来增长空间巨大。**17 年与安徽中烟成立联合工程中心；18 年与昆明旭光设立合资公司主营新型烟草开发设计服务，19 年对合资公司集友广誉进行增资。政策端中烟对 HNB 态度明确，HNB 烟弹明确属于烟草制品，专营专卖，未来 HNB 产品会是新型烟草制品的主线，多省中烟从 18 年开始有近两年的技术研发储备，目前广东、四川、湖北、云南均开始海外销售加热不燃烧产品。公司与重庆和江苏中烟发布战略合作，同时积极推进薄片资质申请。HNB 是规模超千亿的蓝海市场，薄片市场年利润百亿，公司目前技术国内领先，未来发展可期。

**2020 年我们看好烟草细分领域。**卷烟消费受疫情影响较小，产品偏刚需。1-2 月物流/生产受限但烟草工业公司渠道出货正常，目前库存低位。3 月开始复工，我们预计 Q2 开始烟草体系生产强度再上台阶，19 年行业巡视结束后业内整合趋势加快。2019 年烟草实现工商税利 12056 亿元（+4.3%）上缴财政总额 11770 亿元（+17.7%），税利总额和上缴财政总额创历史最高水平，今年烟草承担更大责任，倒逼创新产品加热不燃烧 HNB 在国内市场加快推进，提供增量和结构性优化。

**激励计划高考核目标，看好公司烟标和加热不燃烧业务双轮驱动。**烟标进入快速放量期，加热不燃烧薄片技术优势卡位和中烟紧密合作，股权激励归母净利润考核目标 20/21 年 4/6 亿。我们预计公司 20/21/22 年归母净利润为 4.47/7.30/8.98 亿元，同比增长 121.47%/63.42%/23.03%，对应 PE 为 22.3X/13.7X/11.1X，维持买入评级。

**风险提示：**烟标业务拓展不及预期，新型烟草政策不及预期，疫情影响超预期等

### 投资评级

行业	轻工制造/包装印刷
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	36.7 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	271.60
流通 A 股股本(百万股)	247.52
A 股总市值(百万元)	9,967.69
流通 A 股市值(百万元)	9,083.98
每股净资产(元)	4.37
资产负债率(%)	31.54
一年内最高/最低(元)	51.21/20.92

### 作者

**范张翔** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518080004  
fanzhangxiang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《集友股份-年报点评报告:19 年达成业绩承诺符合预期，看好烟标持续放量+新型烟草双轮驱动》 2020-04-08
- 2 《集友股份-公司点评:2019 年业绩预计达到股权激励考核目标，Q4 增长持续提速》 2020-01-22
- 3 《集友股份-公司点评:股权激励首次授予完成，看好公司烟标放量+薄片卡位优势双驱动》 2020-01-09

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	458.40	671.50	1,638.38	2,729.72	3,323.27
增长率(%)	96.00	46.49	143.99	66.61	21.74
EBITDA(百万元)	182.67	263.37	502.25	811.57	979.13
净利润(百万元)	115.41	201.69	446.69	729.99	898.09
增长率(%)	16.39	74.76	121.47	63.42	23.03
EPS(元/股)	0.42	0.74	1.64	2.69	3.31
市盈率(P/E)	86.37	49.42	22.31	13.65	11.10
市净率(P/B)	16.07	8.49	6.49	4.66	3.41
市销率(P/S)	21.74	14.84	6.08	3.65	3.00
EV/EBITDA	23.41	33.64	17.45	10.32	7.56

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	114.70	512.04	1,228.20	1,623.62	2,604.45
应收票据及应收账款	156.52	240.82	539.34	707.48	810.45
预付账款	1.49	0.79	9.78	3.42	12.69
存货	117.34	98.34	515.61	445.03	790.57
其他	36.21	30.48	158.87	74.75	116.32
<b>流动资产合计</b>	<b>426.25</b>	<b>882.46</b>	<b>2,451.80</b>	<b>2,854.30</b>	<b>4,334.47</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	397.14	549.34	562.36	590.90	615.76
在建工程	98.58	26.53	51.92	79.15	77.49
无形资产	35.30	34.04	32.80	31.57	30.33
其他	72.74	106.94	89.43	93.13	95.22
<b>非流动资产合计</b>	<b>603.76</b>	<b>716.85</b>	<b>736.51</b>	<b>794.75</b>	<b>818.79</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,030.01</b>	<b>1,599.31</b>	<b>3,188.31</b>	<b>3,649.06</b>	<b>5,153.27</b>
短期借款	28.41	6.20	30.00	30.00	30.00
应付票据及应付账款	310.27	327.47	1,516.36	1,368.77	2,057.33
其他	33.54	46.92	60.93	57.93	80.37
<b>流动负债合计</b>	<b>372.22</b>	<b>380.60</b>	<b>1,607.29</b>	<b>1,456.70</b>	<b>2,167.70</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	22.62	23.53	19.77	21.97	21.76
<b>非流动负债合计</b>	<b>22.62</b>	<b>23.53</b>	<b>19.77</b>	<b>21.97</b>	<b>21.76</b>
<b>负债合计</b>	<b>394.83</b>	<b>404.13</b>	<b>1,627.06</b>	<b>1,478.68</b>	<b>2,189.46</b>
少数股东权益	15.09	21.35	25.22	33.66	42.32
股本	190.40	266.12	271.60	271.60	271.60
资本公积	149.10	463.53	463.53	463.53	463.53
留存收益	429.68	907.72	1,264.43	1,865.12	2,649.89
其他	(149.10)	(463.53)	(463.53)	(463.53)	(463.53)
<b>股东权益合计</b>	<b>635.17</b>	<b>1,195.19</b>	<b>1,561.25</b>	<b>2,170.38</b>	<b>2,963.81</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>1,030.01</b>	<b>1,599.31</b>	<b>3,188.31</b>	<b>3,649.06</b>	<b>5,153.27</b>

  

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	117.42	203.45	446.69	729.99	898.09
折旧摊销	23.65	41.79	22.82	25.46	28.05
财务费用	0.00	(8.45)	(37.86)	(62.05)	(91.99)
投资损失	(4.28)	(0.64)	(2.66)	(2.57)	(2.43)
营运资金变动	243.03	(10.80)	363.48	(159.17)	209.35
其它	(264.27)	(8.00)	3.87	8.45	8.66
<b>经营活动现金流</b>	<b>115.54</b>	<b>217.35</b>	<b>796.33</b>	<b>540.10</b>	<b>1,049.73</b>
资本支出	305.34	119.29	63.76	77.80	50.21
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(355.39)	(263.43)	(121.10)	(155.23)	(97.78)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(50.06)</b>	<b>(144.14)</b>	<b>(57.34)</b>	<b>(77.43)</b>	<b>(47.57)</b>
债权融资	28.41	6.20	30.00	30.00	30.00
股权融资	0.27	403.62	43.34	62.05	91.99
其他	(27.70)	(77.12)	(96.17)	(159.30)	(143.32)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>0.98</b>	<b>332.70</b>	<b>(22.83)</b>	<b>(67.25)</b>	<b>(21.33)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>66.46</b>	<b>405.91</b>	<b>716.16</b>	<b>395.42</b>	<b>980.83</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>458.40</b>	<b>671.50</b>	<b>1,638.38</b>	<b>2,729.72</b>	<b>3,323.27</b>
营业成本	241.75	377.62	873.97	1,468.55	1,783.44
营业税金及附加	6.34	6.12	19.66	32.76	39.88
营业费用	12.66	18.40	46.69	77.80	94.71
管理费用	39.49	47.94	121.24	202.00	255.89
研发费用	29.19	36.30	98.30	163.78	199.40
财务费用	(0.27)	(13.48)	(37.86)	(62.05)	(91.99)
资产减值损失	3.18	0.00	1.74	1.30	1.30
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.28	0.64	2.66	2.57	2.43
其他	(14.58)	(37.51)	(5.32)	(5.14)	(4.86)
<b>营业利润</b>	<b>136.36</b>	<b>235.46</b>	<b>517.29</b>	<b>848.16</b>	<b>1,043.07</b>
营业外收入	0.01	0.03	4.08	1.37	5.87
营业外支出	1.02	0.44	0.82	0.76	0.67
<b>利润总额</b>	<b>135.35</b>	<b>235.05</b>	<b>520.55</b>	<b>848.77</b>	<b>1,048.27</b>
所得税	17.93	31.61	70.00	110.34	141.52
<b>净利润</b>	<b>117.42</b>	<b>203.45</b>	<b>450.55</b>	<b>738.43</b>	<b>906.75</b>
少数股东损益	2.01	1.76	3.87	8.45	8.66
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>115.41</b>	<b>201.69</b>	<b>446.69</b>	<b>729.99</b>	<b>898.09</b>
每股收益(元)	0.42	0.74	1.64	2.69	3.31

  

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	96.00%	46.49%	143.99%	66.61%	21.74%
营业利润	25.61%	72.67%	119.70%	63.96%	22.98%
归属于母公司净利润	16.39%	74.76%	121.47%	63.42%	23.03%
<b>获利能力</b>					
毛利率	47.26%	43.76%	46.66%	46.20%	46.33%
净利率	25.18%	30.04%	27.26%	26.74%	27.02%
ROE	18.61%	17.18%	29.08%	34.16%	30.74%
ROIC	24.67%	36.00%	64.85%	206.54%	152.03%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	38.33%	25.27%	51.03%	40.52%	42.49%
净负债率	-13.59%	-42.32%	-76.75%	-73.43%	-86.86%
流动比率	1.15	2.32	1.53	1.96	2.00
速动比率	0.83	2.06	1.20	1.65	1.63
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.26	3.38	4.20	4.38	4.38
存货周转率	5.51	6.23	5.34	5.68	5.38
总资产周转率	0.51	0.51	0.68	0.80	0.76
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.42	0.74	1.64	2.69	3.31
每股经营现金流	0.43	0.80	2.93	1.99	3.87
每股净资产	2.28	4.32	5.66	7.87	10.76
<b>估值比率</b>					
市盈率	86.37	49.42	22.31	13.65	11.10
市净率	16.07	8.49	6.49	4.66	3.41
EV/EBITDA	23.41	33.64	17.45	10.32	7.56
EV/EBIT	26.85	39.90	18.28	10.65	7.78

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com