

集友股份(603429)/包装印刷

二季度业绩边际回暖, 关注新型烟草行业催化

评级: 增持(维持)

市场价格: 34.69元

分析师: 徐稚涵

执业证书编号: S0740518060001

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

研究助理: 郭美鑫

Email: guomx@r.qlzq.com.cn

研究助理: 徐偲

Email: xucai@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	380
流通股本(百万股)	347
市价(元)	34.69
市值(百万元)	13190
流通市值(百万元)	12021

股价与行业-市场走势对比
相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	458.40	671.50	1437.41	2124.57	2816.14
增长率 yoy%	96.00%	46.49%	114.06%	47.81%	32.55%
净利润	115.41	201.69	288.82	450.14	612.00
增长率 yoy%	16.4%	74.76%	43.20%	55.85%	35.96%
每股收益(元)	0.43	0.53	0.76	1.18	1.61
每股现金流量	0.43	0.57	0.68	1.51	1.60
净资产收益率	18.49%	17.02%	18.68%	23.51%	25.51%
P/E	94.73	65	46	29	22
PEG	5.78	0.87	1.06	0.52	0.60
P/B	17.21	11.04	8.53	6.89	5.50

备注:

投资要点

- 事件:** 集友股份发布 2020 年半年报。2020H1 公司实现营收 2.09 亿元, 同比下滑 28.2%; 实现归母净利润 0.26 亿元, 同比下滑 65.54%; 实现扣非后归母净利润 0.22 亿元, 同比下滑 69.48%; 公司经营性活动现金流量净额 8435 万元, 同比下滑 45.16%。其中 2020Q2 公司实现归母净利润 0.22 亿元, 同比下滑 35.62%; 2020Q2 公司实现扣非后归母净利润 0.19 亿元, 同比下滑 43.62%。营收和净利润下滑主要系新冠肺炎疫情及其防控措施对公司的生产和经营造成影响所致。
- 股权激励支付计入管理费用, 2020H1 净利率受影响。** 2020H1 公司毛利率为 39.73% (-4.92pct.), 销售费用率 2.68% (+0.31pct.), 管理费用(含研发费用)率 30.25% (+17.17pct.), 其中研发费用率 10.49% (+4.89pct.), 财务费用率 -2.85% (-2.62pct.)。上半年公司净利率 12.18% (-14.45pct.)。毛利率下降主要系业务结构调整, 烟标营收占比提升所致, 管理费用率大幅提升主要系报告期内公司实施限制性股票激励, 相关股份支付费用 922.58 万元计入管理费用所致, 财务费用下降主要系利息收入增加所致。
- 主营业务边际回暖, 提前布局卡位新型烟草赛道。** 2020Q2 公司营收环比 +49%, 归母净利润环比 +450%, 扣非净利润环比 +533%。一季度开工率受疫情影响导致业绩大幅下滑, 但是烟草产品需求较为刚性, 叠加二季度复工复产效应, 订单边际向好, 业绩回暖显著。公司客户资源优质, 持续中标多省省级中烟烟标产品, 看好下半年烟标持续放量引领业绩回升。新型烟草方面, 公司 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 年增资合资公司集友广誉, 同时还与重庆和江苏中烟发布战略合作, 积极推进薄片资质申请。均质化薄片属于新型烟草产业链中技术壁垒最高, 产业附加值最高的环节, 未来发展可期。若相关政策落地, 公司有望显著受益。
- IQOS 通过 MRTP, 关注新型烟草行业政策进展。** 1) 7 月 8 日美国 FDA 官方宣布批准 IQOSMRTP 申请, 意味着 IQOS 在美国可以以减害烟草制品认证标签销售, 其在美销售税率有望大幅降低。同时, IQOS 成为全球首例获得政府官方减害背书的 HNB 产品, 电子烟长期趋势得到强化。2) 目前全球烟民总数 11 亿, 其中电子烟用户 5500 万人, 渗透率仅 5%, 还有明显成长空间。根据前瞻产业研究院数据, 2019 年全球新型烟草市场规模达到 447 亿美元, 预计至 2023 年达到 1734 亿美元, CAGR 为 40.3%。3) 6 月 18 日四川中烟在成都的加热不燃烧产品线下体验店开业, 成为继湖北中烟之后第二家开设线下加热不燃烧产品体验店的省级烟草公司。
- 激励计划设定高增长目标, 彰显管理层发展信心。** 前期公司公告向核心团队 26 人授予限制性股票 548 万股, 业绩考核目标为 2019-2021 年净利润不低于 2 亿/4 亿/6 亿元, 同比增长 73%/100%/50%, 彰显管理层对未来业绩增长的信心。
- 投资建议:** 考虑公司烟标业务有望逐步放量, 我们预估公司 20-22 年实现归母净利润 2.9、4.5、6.1 亿元(前次预测为 3.3、4.8、6.5 亿元, 主要考虑疫情对公司烟标产能投放和资质获取影响, 对业绩预测进行调整), 同比增长 43.20%、55.85%、35.96%。对应 EPS0.76、1.18、1.61 元。维持“增持”评级。
- 风险提示:** 烟草行业政策风险、宏观经济波动风险、业务拓展不达预期

图表 1: 集友股份三大财务报表

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	671.50	1437.41	2124.57	2816.14	净利润	203.45	288.82	450.14	612.00
营业成本	377.62	826.51	1221.63	1619.28	折旧与摊销	41.79	39.65	50.49	64.03
营业税金及附加	6.12	21.56	31.87	42.24	财务费用	-13.48	7.19	10.62	14.08
销售费用	18.40	40.25	58.43	76.04	资产减值损失	0.00	10.00	8.00	8.00
管理费用	47.94	194.05	276.19	352.02	经营营运资本变动	-30.09	-71.97	75.32	-67.83
财务费用	-13.48	7.19	10.62	14.08	其他	15.68	-14.00	-20.00	-23.00
资产减值损失	0.00	10.00	8.00	8.00	经营活动现金流净额	217.35	259.69	574.57	607.28
投资收益	0.64	4.00	12.00	15.00	资本支出	-97.62	-180.00	-250.00	-320.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-46.52	7.85	9.03	12.51
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-144.14	-172.15	-240.97	-307.49
营业利润	235.46	341.85	529.83	719.48	短期借款	-22.21	93.80	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.40	-2.06	-0.26	0.52	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	235.05	339.79	529.57	720.00	股权融资	390.14	114.12	0.00	0.00
所得税	31.61	50.97	79.44	108.00	支付股利	-38.08	-51.72	-82.00	-127.13
净利润	203.45	288.82	450.14	612.00	其他	2.84	2.81	-2.62	-6.08
少数股东损益	1.76	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	332.70	159.02	-84.62	-133.21
归属母公司股东净利润	201.69	288.82	450.14	612.00	现金流量净额	405.91	246.55	248.98	166.58
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	512.04	758.59	1007.57	1174.15	成长能力				
应收和预付款项	245.18	455.82	682.76	928.47	销售收入增长率	46.49%	114.06%	47.81%	32.55%
存货	98.34	331.75	479.02	625.17	营业利润增长率	72.67%	45.19%	54.99%	35.79%
其他流动资产	26.90	357.70	319.01	463.82	净利润增长率	73.27%	41.96%	55.85%	35.96%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	65.13%	47.36%	52.04%	34.97%
投资性房地产	11.70	5.85	6.82	7.31	获利能力				
固定资产和在建工程	575.87	717.92	919.13	1176.80	毛利率	43.76%	42.50%	42.50%	42.50%
无形资产和开发支出	91.55	90.19	88.83	87.48	三费率	7.87%	16.80%	16.25%	15.70%
其他非流动资产	37.74	39.39	41.05	42.70	净利率	30.30%	20.09%	21.19%	21.73%
资产总计	1599.31	2757.20	3544.19	4505.91	ROE	17.02%	18.68%	23.51%	25.51%
短期借款	6.20	100.00	100.00	100.00	ROA	12.72%	10.48%	12.70%	13.58%
应付和预收款项	368.41	1058.72	1461.25	1922.77	ROIC	31.11%	37.21%	46.25%	50.12%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	39.28%	27.04%	27.81%	28.32%
其他负债	29.52	52.07	68.39	83.72	营运能力				
负债合计	404.13	1210.79	1629.65	2106.49	总资产周转率	0.51	0.66	0.67	0.70
股本	266.12	380.24	380.24	380.24	固定资产周转率	1.42	2.27	2.60	2.69
资本公积	463.53	463.53	463.53	463.53	应收账款周转率	3.55	4.48	4.11	3.82
留存收益	444.19	681.29	1049.43	1534.30	存货周转率	3.50	3.84	3.01	2.93
归属母公司股东权益	1173.84	1525.06	1893.19	2378.07	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.93%	—	—	—
少数股东权益	21.35	21.35	21.35	21.35	资本结构				
股东权益合计	1195.19	1546.41	1914.55	2399.42	资产负债率	25.27%	43.91%	45.98%	46.75%
负债和股东权益合计	1599.31	2757.20	3544.19	4505.91	带息债务/总负债	1.53%	8.26%	6.14%	4.75%
					流动比率	2.32	1.62	1.57	1.55
					速动比率	2.06	1.34	1.27	1.25
					股利支付率	18.88%	17.91%	18.22%	20.77%
					每股指标				
					每股收益	0.53	0.76	1.18	1.61
					每股净资产	3.14	4.07	5.04	6.31
					每股经营现金	0.57	0.68	1.51	1.60
					每股股利	0.10	0.14	0.22	0.33
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	263.77	388.69	590.95	797.59					
PE	65.40	45.67	29.30	21.55					
PB	11.04	8.53	6.89	5.50					
PS	19.64	9.18	6.21	4.68					
EV/EBITDA	32.82	32.10	20.69	15.11					
股息率	0.29%	0.39%	0.62%	0.96%					

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。