

集友股份(603429)/包装印刷
短期业绩承压，关注四季度预增兑现
评级：增持(下调)

市场价格：34.98 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)	266.12
流通股本(百万股)	126.85
市价(元)	34.98
市值(百万元)	9,308.85
流通市值(百万元)	4,437.35

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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	233.88	458.40	1,024.73	1,522.35	1,849.15
增长率 yoy%	24.94%	96.00%	123.55%	48.56%	21.47%
净利润	99.15	115.41	206.78	310.63	372.62
增长率 yoy%	87.8%	16.4%	79.2%	50.2%	20.0%
每股收益(元)	0.37	0.43	0.78	1.17	1.40
每股现金流量	0.37	0.43	0.33	1.19	1.82
净资产收益率	18.64%	18.49%	22.93%	26.34%	24.86%
P/E	93.88	80.66	45.02	29.97	24.98
PEG	1.07	4.92	0.57	0.60	1.25
P/B	17.50	14.66	10.32	7.89	6.21

备注：

投资要点

- **事件：**集友股份发布 2019 年三季度报告，2019 前三季度公司实现营收 4.12 亿元，同比增长 42.86%；实现归母净利润 1.01 亿元，同比增长 33.18%；实现扣非后归母净利润 9398 万元，同比增长 37.48%。单三季度公司实现营收 1.21 亿元，同比增长 16.43%；实现归母净利润 2423 万元，同比增长 13.84%；实现扣非后归母净利润 2205 万元，同比增长 8.51%。预计公司 2019 年实现归母净利润 1.96 亿元-2.19 亿元，同比增长 70%-90%。其中 Q4 净利润为 0.95 亿元-1.18 亿元，同比增长 138%-196%。
- **烟标业务快速放量，带动业绩高成长。**2019H1 公司烟标业务实现营收 1.45 亿元，占营收比重的 49.8%，标志着公司已逐步形成烟标+烟用接装纸双轮驱动的业务格局。2019 年 7 月 27 日，公司公告通过非公开发行募集资金约 4 亿元，用于烟标新产能建设。根据项目规划，新产能达产后预计可为公司带来每年 195 万大箱的新增烟标产能，提升公司在烟标领域拓展的潜力。2019 年前三季度公司总体毛利率为 43.5%，同比下滑 4.7pct。其中 Q1/Q2/Q3 毛利率分别为 47.8%/41.1%/40.9%，同比下滑 4.8pct/3.6pct/6.5pct。主要系烟标业务放量，而烟标毛利率低于接装纸所致（2018 年公司接装纸毛利率为 54.7%，烟标毛利率为 33.1%）。费用率方面，前三季度公司销售率为 2.5%，同比下降 0.03pct；管理费用率 8.1%，同比下降 1.0pct；研发费用率 5.6%，同比下降 0.8pct；财务费用率-0.4%，同比下降 0.4pct。公司净利率 24.8%，同比下降 2.0pct。其中 Q1/Q2/Q3 净利率分别为 27.9%/25%/20.3%。
- **布局新型烟草核心技术，打造未来新增长点。**公司先前公告分别与江苏中烟和重庆中烟签署新型烟草均质化薄片研发合作协议。从国外新型烟草的发展轨迹来看，烟草薄片是加热不燃烧产品的核心技术环节，对新型烟草的出口口感起着决定性作用。因此在国外，对薄片技术的研发是烟草公司推进新型烟草产品的核心布局点。例如国际烟草巨头菲莫国际在其新型烟草旗舰产品 IQOS 的研发技术方面投入高达 45 亿美元。此次集友股份携手江苏中烟和重庆中烟开展均质化薄片研发，标志着公司开始涉足新型烟草核心技术领域。
- **从中长期视角看新型烟草行业的成长性可以被赋予较高的期许。**全球范围内：2011 年电子烟用户人数不足 700 万，至 2018 年用户突破 4000 万，欧睿预计 2021 年用户人数将达到 5500 万人，占烟民总数比重接近 5%。美国市场：美国是全球电子烟最成熟的市场，2017 年销售额 46.3 亿美元，占全球规模的 38.6%。美国电子烟用户数约 900 万人，占烟民总数的 16.4%。日本市场：日本是加热不燃烧产品的主战场，领军产品 IQOS 烟弹销售量占烟草市场总量的 15.2%，加热不燃烧产品占比为 24.7%，IQOS 设备保有人数占烟民总数超过三分之一。长期成长性：以菲莫国际对 IQOS 的长期规划为例，2025 年全球（不含美国）IQOS 用户目标数 4000 万人，仅该产品就将占据全球烟民总数的 4%。烟弹出货量 2500 亿支，占公司烟弹总出货量的 40%左右。因此，我们认为，从全球视角来看，新型烟草对传统烟草的延伸和替代正在加速推进，若未来国内新型烟草行业能够实现 10% 的市占率，意味着行业规模将达到约 1500 亿元。
- **投资建议：**考虑公司烟标业务有望在 2019-2021 年逐步放量，我们预估公司 19-21 年实现归母净利润 2.07、3.11、3.73 亿元，同比增长 79.2%、50.2%、20%。对应 EPS0.78、1.17、1.40 元。考虑公司三季度业绩增速环比下滑，下调公司评级至“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）					现金流量表（百万元）				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	458.40	1024.73	1522.35	1849.15	净利润	117.42	206.78	310.63	372.62
营业成本	241.75	595.82	885.35	1084.16	折旧与摊销	23.65	32.29	44.84	58.38
营业税金及附加	6.34	15.37	22.84	27.74	财务费用	-0.27	5.12	7.61	9.25
销售费用	12.66	28.69	41.86	49.93	资产减值损失	3.18	10.00	8.00	8.00
管理费用	39.49	138.34	200.95	240.39	经营营运资本变动	225.61	-147.38	-40.44	50.39
财务费用	-0.27	5.12	7.61	9.25	其他	-254.04	-18.00	-14.00	-13.00
资产减值损失	3.18	10.00	8.00	8.00	经营活动现金净额	115.54	88.81	316.64	485.63
投资收益	4.28	8.00	6.00	5.00	资本支出	-277.49	-180.00	-250.00	-320.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	227.43	6.00	4.00	3.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金净额	-50.06	-174.00	-246.00	-317.00
营业利润	136.36	239.38	361.74	434.69	短期借款	28.41	71.59	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.01	3.89	3.70	3.69	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	135.35	243.27	365.44	438.37	股权融资	0.00	75.72	0.00	0.00
所得税	17.93	36.49	54.82	65.76	支付股利	-27.20	-15.83	-33.09	-53.26
净利润	117.42	206.78	310.63	372.62	其他	-0.23	4.88	0.39	-1.25
少数股东损益	2.01	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金净额	0.98	136.36	-32.70	-54.50
归属母公司股东净利润	115.41	206.78	310.63	372.62	现金净流量	66.46	51.17	37.94	114.13
资产负债表（百万元）					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	114.70	165.87	203.80	317.93	成长能力				
应收和预付款项	160.18	290.65	444.02	541.30	销售收入增长率	96.00%	123.55%	48.56%	21.47%
存货	117.34	280.02	417.21	510.94	营业利润增长率	25.61%	75.55%	51.11%	20.17%
其他流动资产	34.04	456.60	687.51	715.08	净利润增长率	18.42%	76.11%	50.22%	19.96%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	32.16%	73.29%	49.64%	21.28%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	495.72	644.95	851.63	1114.78	毛利率	47.26%	41.86%	41.84%	41.37%
无形资产和开发支出	92.81	91.45	90.09	88.74	三费率	11.32%	16.80%	16.45%	16.20%
其他非流动资产	15.23	17.07	18.90	20.74	净利率	25.61%	20.18%	20.40%	20.15%
资产总计	1030.01	1946.61	2713.17	3309.51	ROE	18.49%	22.93%	26.34%	24.86%
短期借款	28.41	100.00	100.00	100.00	ROA	11.40%	10.62%	11.45%	11.26%
应付和预收款项	335.85	893.62	1366.56	1628.67	ROIC	22.51%	29.07%	31.30%	30.33%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	34.85%	27.01%	27.21%	27.16%
其他负债	30.58	51.14	67.22	82.09	营运能力				
负债合计	394.83	1044.76	1533.79	1810.76	总资产周转率	0.51	0.69	0.65	0.61
股本	190.40	266.12	266.12	266.12	固定资产周转率	1.70	1.97	2.03	1.88
资本公积	149.10	149.10	149.10	149.10	应收账款周转率	4.49	5.10	4.74	4.28
留存收益	280.58	471.53	749.06	1068.43	存货周转率	2.90	3.00	2.54	2.34
归属母公司股东权益	620.08	886.75	1164.29	1483.65	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.06%	—	—	—
少数股东权益	15.09	15.09	15.09	15.09	资本结构				
股东权益合计	635.17	901.84	1179.38	1498.74	资产负债率	38.33%	53.67%	56.53%	54.71%
负债和股东权益合计	1030.01	1946.61	2713.17	3309.51	带息债务/总负债	7.19%	9.57%	6.52%	5.52%
业绩和估值指标					流动比率	1.15	1.18	1.17	1.18
	2018A	2019E	2020E	2021E	速动比率	0.83	0.90	0.89	0.89
EBITDA	159.73	276.79	414.19	502.31	股利支付率	23.57%	7.66%	10.65%	14.29%
PE	80.66	45.02	29.97	24.98	每股指标				
PB	14.66	10.32	7.89	6.21	每股收益	0.43	0.78	1.17	1.40
PS	20.31	9.08	6.11	5.03	每股净资产	2.39	3.39	4.43	5.63
EV/EBITDA	41.07	33.34	22.18	18.06	每股经营现金	0.43	0.33	1.19	1.82
股息率	0.29%	0.17%	0.36%	0.57%	每股股利	0.10	0.06	0.12	0.20

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。