前三季度业绩增长符合预期，维持推荐

集友股份（603429.SH）

推荐 维持评级

核心观点：

1. 事件摘要

公司于 2019 年 10 月 24 日发布 2019 年第三季度报告。截止 2019 年前三季度，公司实现营业收入 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%；实现归属扣非净利润 9398.03 万元，较上年同期增长 37.48%。经营现金流量净额为 1.37 亿元，较去年同期增加 25.51%。

2. 我们的分析与判断

（一）烟标业务规模扩大，推动营收持续增长

截止 2019 年第三季度，公司共计实现总营业收入 4.12 亿元，较去年同期增加 1.24 亿元，同比增长 42.86%，其中三季度单季实现总营业收入 1.21 亿元，同比减少 0.17 亿元，同比降低 12.05%，三季度贡献年初至今营收增量 29.38%，这主要是受益于烟标业务收入的增长。我们预计公司未来仍将积极布局烟标业务，进一步扩大烟标业务规模。

截止今年三季度末，公司实现归母净利润 1.01 亿元，较上年同期增加 0.25 亿元，同比增长 33.18%；实现归母扣非净利润 0.94 亿元，较上年同期增加 0.26 亿元，同比增长 37.48%。其中，公司三季度实现归母净利润 0.24 亿元，较去年同期增加 295 万元，同比增长 13.84%；实现归母扣非净利润 0.22 亿元，较上年同期增加 188 万元，同比增长 9.31%。业绩提升主要受益于公司烟标业务收入的增长。

截止 2019 年前三季度，公司经营性现金流净额 1.37 亿元，较去年同期增加 0.28 亿元，同比增长 25.51%。公司经营性现金流净额增加主要是由于公司业务持续扩张所致。

（二）综合毛利率下降 4.75pct，期间费用率下降 2.13pct

截止 2019 年三季度末，公司的综合毛利率为 43.54%，较去年同期下降 4.75 个百分点，综合毛利率的降低主要是由于烟标业务毛利率相较于接装纸与封签纸而言处于偏低水平，导致公司烟标业务占比提高拉低了公司综合毛利率。

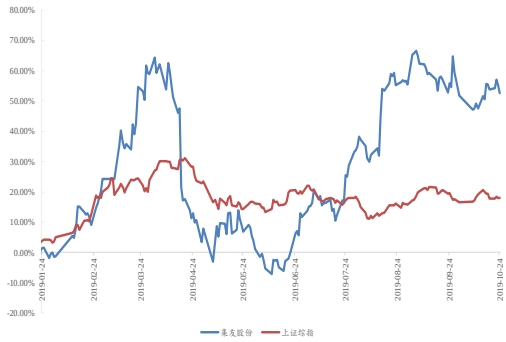
截止 2019 年三季度末，公司的期间综合费用率为 15.86%，相比上年同期下降 2.13 个百分点。其中，销售/管理/财务费用率分别

分析师

李昂
☎：（8610）83574538
✉：liang_zb@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130517040001

特此鸣谢：
甄唯萱
☎：（8610）83574089
✉：zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn
章鹏
☎：（8610）86359172
✉：zhangpeng_yj@chinastock.com.cn

公司数据时间 2019.10.24



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究报告

【中国银河研究院_李昂团队】行业深度_轻工行业_全球烟草产业价值凸显，关注新型烟草衍生与渗透过程中的投资机遇_20191011

为 2.50%/13.77%/-0.41%，较去年同期分别增加-0.02/-1.75/-0.37 个百分点。销售费用的增长主要是由于人员工资、运输及仓储费用增加所致，而财务费用的增加主要是由于利息收入增加所致，但各项费用率增幅均不及营收增速，故而使得费用率较去年同期出现较大幅度下降。

（三）专注烟用接装纸与封签纸业务奠定研发优势，助力公司拓展烟标业务

公司在过去十余年内一直专注于为各省份中烟公司研发与生产烟用接装纸和封签纸，并且公司在发展过程为降低自身生产成本积极向上游原材料拓展领域。公司在上市募投时的电化铝项目建成并投产后，不仅满足了自身生产的需求，还产生了一定的外销收入。为了保证公司在市场上的竞争力，研发创新一直是公司的重要发展战略之一，在经历了十余载的不懈努力，公司已经奠定了在烟用包装印刷领域较强的研发基础，并借助强大的研发实力与全国 18 家省级烟草公司中的 9 家达成在烟用接装纸领域的业务合作。截止 2018 年公司与子公司共计拥有 70 余项专利，其中包含多项技术含量较高的烟用接装纸和封签纸的防伪专利。除了夯实公司在烟用接装纸与封签纸领域的实力外，公司还凭借与各省份中烟公司保持的长期合作关系以及公司自身的研发创新实力积极拓展商业价值更高的烟标业务。为拓展烟标业务，公司一方面利用上市募集资金自建年产 40 万大箱的烟标生产线，另一方面在 2018 年年初通过收购陕西大风科技为公司增加 10 万大箱的烟标产能。截止 2018 年底，公司已经顺利中标安徽中烟、云南中烟、陕西中烟的烟标项目，并拥有年产 50 万大箱烟标生产线。鉴于公司正在同时推进大风科技技改扩产 50 万大箱项目、年产 100 万大箱烟标生产线项目以及研发中心配套的 45 万大箱烟标项目，未来在上述项目接连投产后，公司产能将能达到 245 万大箱，预计伴随产能逐步投产，公司的营收规模与业绩将能够持续高速增长。

（四）与中烟公司合作探索新型烟草领域，股权激励彰显公司未来信心

公司于 2018 年 11 月与昆明旭光科技合资成立集友广誉科技有限公司，专注于开发包括生产新型烟草薄片与加热不燃烧新型烟草制品的设备与新型材料。2019 年 4 月，公司宣布与江苏中烟以及重庆中烟达成关于开发新型烟草均质化薄片的合作框架协议，正式进军新型烟草领域。根据我们在深度报告中的测算，未来如若加热不燃烧烟草制品获准在国内销售，那么我国的加热不燃烧市场规模最高可达万亿级，其中涉及均质化薄片的烟弹市场规模最高可达 9581 亿元。如若公司顺利研发出符合要求的均质化烟草薄片并得到相关部门批准参与到加热不燃烧烟弹的生产流程中，那么我们预计新型烟草业务将会为公司的规模与业绩带来提升。另外，公司于 9 月 26 日公布了第一期限制性股权激励计划（草案），其中对 2019 年/2020 年/2021 年的业绩考核要求分别为净利润达到 2/4/6 亿元。公司于此时推出股权激励计划一方面将公司自身利益与核心管理人员以及骨干人员利益深度绑定，防止在未来业务推进过程中出现核心人员流失或目标不一致的情况，另一方面公司对自身提出的高标准业绩考核要求充分彰显出公司对自身正在拓展的烟标业务以及未来可能增加的新型烟草业务信心十足。我们预计在公司烟标业务拓展顺利、各项目产能顺利落地以及新型烟草贡献一定规模与业绩增量的情况下，大概率将完成该草案中制定的三年业绩考核要求。

3. 投资建议

继今年上半年烟标业务实现加速增长的基础上，公司三季度烟标业务继续保持高速增长。考虑到公司的烟标业务产能仍处于不断扩充的过程中，并且公司预计今年四季度业务量可能会受部分在建烟标生产线投入生产的影响而大幅增加，从而支撑公司全年业绩实现同比 70%-90%的增长。基于此，在不考虑未来新型烟草业务带来的营收增量与业绩增量的情况下，我们预计公司 2019E/2020E/2021E 年将分别实现营收 9.29/16.83/20.09 亿元，实现归母净利润 2.07/3.46/4.17 亿元，对应 PS10.02/5.53/4.63 倍，对应 PE45/27/22 倍，维持“推荐评级”。

4. 风险提示

在建项目进度不及预期的风险；烟标业务拓展受阻的风险；新型烟草合作难以落地的风险。

附：1.盈利预测和估值对比

表 1：盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（单位：百万元）	233.88	458.40	928.63	1683.16	2009.27
增长率(%)	24.94%	96.00%	102.58%	81.25%	19.38%
归属母公司股东净利润(单位:百万元)	99.16	115.41	207.07	345.81	416.71
增长率(%)	87.78%	16.39%	79.42%	67.00%	20.50%
EPS（元/股）	0.74	0.61	0.78	1.30	1.57
销售毛利率	55.40%	47.24%	44.58%	42.39%	42.45%
净资产收益率(ROE)	18.64%	18.61%	25.56%	30.66%	27.59%
市盈率(P/E)	63.13	41.93	45	27	22
市净率(P/B)	10.7	7.03	11.49	8.25	6.16
市销率(P/S)	25.69	12.07	10.02	5.53	4.63

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 2019 年 10 月 24 日收盘价）

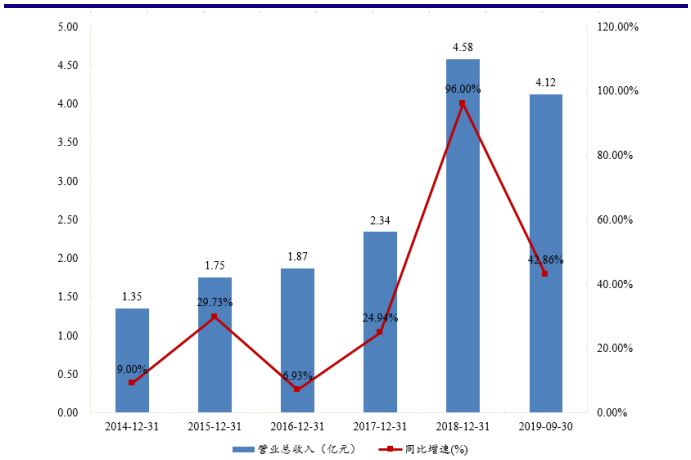
表 2：可比公司最新估值情况

	境内可比公司					
	劲嘉股份	东风科技	金时科技	新宏泽	均值	中位数
PE	17	14	49	40	30	29
PB	2.16	2.60	7.13	5.84	4.43	4.22
PS	3.88	3.01	14.52	6.18	6.90	5.03
	境外可比公司					
	贵联控股	天臣控股	嘉耀控股		均值	中位数
PE	7.5	11	34		18	11
PB	0.46	7.84	2.13		3.48	2.13
PS	0.92	1.83	0.79		1.18	0.92

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

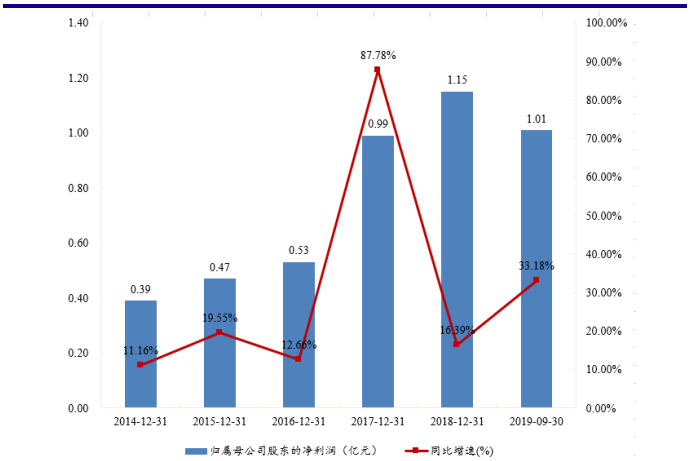
2.公司整体经营运行状况跟踪

图 1：2014-2019Q3 营业收入(亿元)及同比(%)



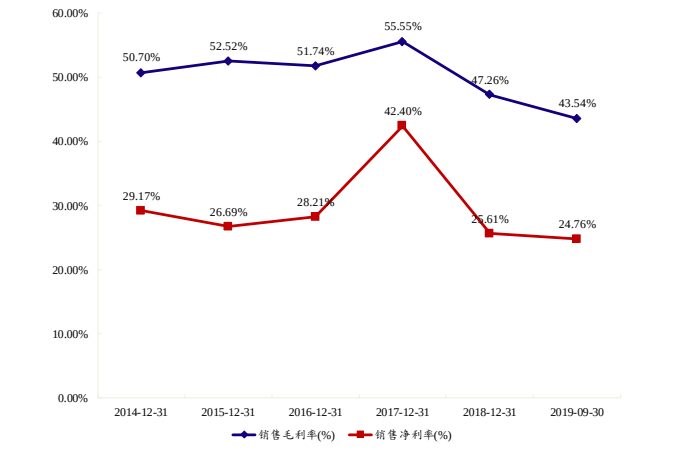
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 2: 2014-2019Q3 归母净利润(亿元)及同比(%)



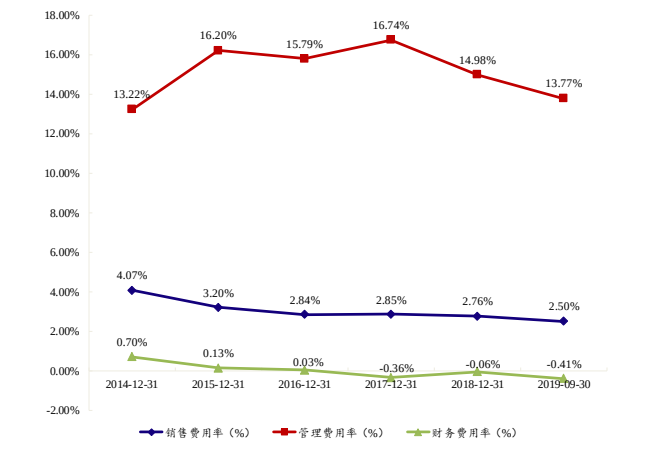
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 3：2014-2019Q3 毛利率(%)和净利率(%)变动情况



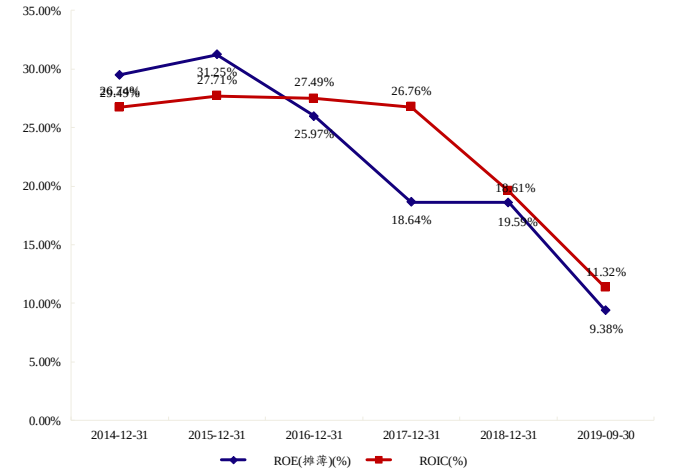
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 4：2014-2019Q3 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 5：2014-2019Q3 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 2019 年截止第三季度重大事项进展

事件类型	内容
使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金	公司于 2019 年 8 月 13 日发布，根据公司第一届董事会第二十一次会议和 2018 年第三次临时股东大会决议，并经中国证券监督管理委员会核准，公司向特定投资者非公开发行 18,599,255 股新股，每股面值 1 元，每股发行价格为 21.56 元，共募集资金人民币 400,999,937.80 元，扣除保荐承销费、律师费、审计验资费、信息披露费、登记托管费、印花税等与发行有关的含税费用人民币 11,598,621.73 元，可用募集资金为人民币 389,401,316.07 元，可用募集资金净额加上本次发行费用可抵扣的增值税进项税额 645,486.70 元，实际募集资金净额为人民币 390,046,802.77 元。
2019 年限制性股票激励计划	公司于 2019 年 9 月 26 日发布《2019 年限制性股票激励计划（草案）》，本激励计划拟授予的限制性股票数量 6,852,670 股，占本激励计划草案公告时公司股本总额 266,119,255 股的 2.58%，采取的激励工具为限制性股票，股票来源为公司向激励对象定向发行公司 A 股普通股，授予的激励对象总人数为 26 人，有效期自限制性股票授予登记完成之日起至激励对象获授的

	限制性股票全部解除限售或回购注销之日止，最长不超过 48 个月。
股东及董监高减持股份	公司于 2019 年 4 月 2 日披露了《董监高减持股份计划公告》，于 2019 年 10 月 21 日收到杨二果、周少俊、孙志松先生《关于减持股份结果的告知函》，本次减持计划实施期限届满，**股东杨二果、周少俊、孙志松先生在本次减持计划期间未实施减持。**

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

4.公司前十大股东情况跟踪

表 4：集友股份前十大股东情况（更新自 2019 年三季报）

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	不变	12066.60	-	45.34	-	境内自然人
2	余永恒	不变	1299.48	-	4.88	-	境内自然人
3	姚发征	不变	1299.48	-	4.88	-	境内自然人
4	孙志松	不变	1113.84	-	4.19	-	境内自然人
5	杨二果	不变	742.56	-	2.79	-	境内自然人
6	严书诚	不变	742.56	-	2.79	-	境内自然人
7	章功平	不变	464.10	-	1.74	-	境内自然人
8	杨立新	不变	464.10	-	1.74	-	境内自然人
9	姚晓华	新进	463.82	463.82	1.74	1.74	境内自然人
10	宁波燕园高翔投资合伙企业（有限合伙）	新进	454.55	454.55	1.71	1.71	境内非国有法人
合计			**19111.09**		**71.80**		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 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）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 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。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 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%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 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。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 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。该评级由分析师给出。

李昂，商贸零售行业分析师。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。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，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。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

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，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）向其机构或个人客户（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。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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。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。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。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。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

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。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。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。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

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
北京市西城区金融街 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