

集友股份 (603429)

证券研究报告

2019年10月25日

四季度业绩大幅预增，看好公司烟标+新型烟草双轮驱动

四季度业绩大幅预增。公司发布三季报，19年Q1-Q3实现营业收入4.12亿元，同比增长42.86%，归母净利润1.01亿元，同比增长33.18%，扣非净利0.94亿元，同比增长37.48%。19Q3实现营业收入1.21亿元，同比增长16.43%，归母净利润0.24亿元，同比增长13.84%，扣非净利0.22亿元，同比增长9.31%。公司发布业绩预增，预计2019年度实现归母净利1.96亿-2.19亿元，同比增加70%-90%，19Q4实现归母净利0.96亿元-1.19亿元，同比增加139.72%-197.60%。**四季度为烟标招标旺季，公司Q4业务量预计有较大增长，全年保持高速增长。**

盈利水平稳定，费用率保持平稳水平。公司19Q1-Q3毛利率43.54%，较去年同期降低4.75pct，其中19Q3毛利率为40.88%，较19Q2环比下降0.25pct，公司毛利率下降主要系烟标业务占比大幅提升，烟标业务目前正在产能投放期，预计达产后公司毛利率将平稳回升。19Q1-Q3管理费用率、销售费用率、财务费用率分别为2.50%、8.15%、-0.41%，较去年同期同比变动-0.03pct、-0.98pct、-0.36pct；19Q3分别为2.79%、9.74%、-0.82%，较去年同期同比变动-0.76pct、-0.59pct、-0.84pct，单三季度费用率水平略有提升，但整体较去年同期依然在改善区间。

股权激励绑定管理团队利益，高考核标准出台，彰显公司信心。19年9月公司发布股权激励计划，拟授予限制性股票数量685万股，占公司总股本2.58%。激励计划涉及激励对象共26人，其中公司烟标业务负责人，公司总裁郭曙光获授限制性股票168.7万股，占本次限制性股票总数的24.62%，总股本的0.63%，公司核心管理人员大比例获授激励股份，公司未来发展动能强劲。公司2019-2021业绩考核（不支付股份支出费用的归母净利）目标分别为2、4、6亿元，逐年同比增长73.3%、100.0%、50.0%，公司出台高业绩考核标准，彰显公司业务发展信心，我们预计公司业绩将逐年保持高速增长。

中国版加热不燃烧超千亿空间，公司薄片技术领域具有卡位优势。HNB烟弹明确属于烟草制品，中烟公司积极布局新型烟草，湖北、四川、云南中烟均有加热型新型烟草产品发布，目前广东、四川、湖北、云南均开始海外销售加热不燃烧产品，多省均在积极储备。中烟公司的积极动作反映国内政策态度明朗。集友专注加热不燃烧产品，与中烟合作持续推进，公司在HNB布局领先，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；目前已具备进行均质化烟草薄片烟组配方筛选和小批量放样的条件。已携手江苏中烟和重庆中烟，共同研发和推进成果产业化落地值得期待。公司薄片生产资质正在顺利推进中，中国版HNB持续推进，公司薄片技术具有卡位优势。HNB是规模超千亿的蓝海市场，薄片市场年利润近百亿，国内政策积极推动新型烟草产品发展，未来前景明朗且广阔。

公司19年烟标进入放量期，贡献巨大业绩弹性。19H1太湖基地烟标新产能正式投产，陕西大风技改顺利推进，烟标18年底到位后新客户半年时间左右的认证工作已取得成效，上半年烟标收入1.45亿（VS18全年1.57亿），下半年受益产能增加、新客户订单、烟标招标旺季等因素，烟标有望进入快速放量期，18年销售22万箱，19年我们预计达到80万箱；定增募资已完成，预计2020年募投项目全达产后产能达245万箱。

高激励计划考核目标，我们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。因公司业务投放节奏，我们调整公司盈利预测，预计公司19/20/21年盈利预测归母净利润为2.11/4.97/7.66亿元，同比增长83%/135%/54%，当前股价对应PE分别44.1X/18.7X/12.2，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	34.98元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	266.12
流通A股股本(百万股)	126.85
A股总市值(百万元)	9,308.85
流通A股市值(百万元)	4,437.35
每股净资产(元)	4.03
资产负债率(%)	23.55
一年内最高/最低(元)	39.20/20.86

作者

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

李杨 分析师
SAC执业证书编号：S1110518110004
liyong@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《集友股份-公司点评:高标准考核激励出台，烟标放量+薄片卡位优势两双驱动》2019-09-26
- 《集友股份-半年报点评:完全符合预期，烟标放量助力业绩持续增速，维持“买入”评级》2019-08-04
- 《集友股份-公司点评:与中烟体系再合作推动新型烟草领域发展，维持“买入”评级》2019-07-18

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	233.88	458.40	933.21	1,915.59	2,810.57
增长率(%)	24.94	96.00	103.58	105.27	46.72
EBITDA(百万元)	112.92	182.67	260.67	582.22	897.70
净利润(百万元)	99.15	115.41	211.21	496.77	766.33
增长率(%)	87.78	16.39	83.01	135.20	54.26
EPS(元/股)	0.37	0.43	0.79	1.87	2.88
市盈率(P/E)	93.88	80.66	44.07	18.74	12.15
市净率(P/B)	17.50	15.01	10.77	7.58	5.20
市销率(P/S)	39.80	20.31	9.98	4.86	3.31
EV/EBITDA	49.93	23.41	34.18	14.30	8.79

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	48.50	114.70	436.35	1,022.10	1,464.23
应收票据及应收账款	58.49	156.52	224.17	464.22	545.79
预付账款	0.66	1.49	7.05	9.11	11.43
存货	49.18	117.34	289.44	513.10	676.82
其他	296.90	36.21	131.06	185.41	136.70
流动资产合计	453.73	426.25	1,088.07	2,193.94	2,834.97
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	142.73	397.14	450.26	506.51	551.63
在建工程	133.03	98.58	95.15	105.09	93.05
无形资产	21.40	35.30	34.06	32.82	31.58
其他	4.77	72.74	66.54	66.98	68.00
非流动资产合计	301.92	603.76	646.01	711.39	744.26
资产总计	755.65	1,030.01	1,734.08	2,905.33	3,579.23
短期借款	0.00	28.41	30.00	30.00	30.00
应付票据及应付账款	196.26	310.27	763.85	1,555.10	1,650.46
其他	14.35	33.54	35.27	52.32	58.74
流动负债合计	210.61	372.22	829.12	1,637.42	1,739.20
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	13.17	22.62	24.19	19.99	22.26
非流动负债合计	13.17	22.62	24.19	19.99	22.26
负债合计	223.78	394.83	853.31	1,657.41	1,761.46
少数股东权益	0.00	15.09	16.30	20.11	27.95
股本	136.00	190.40	266.12	266.12	266.12
资本公积	203.50	149.10	149.10	149.10	149.10
留存收益	395.87	429.68	598.35	961.70	1,523.69
其他	(203.50)	(149.10)	(149.10)	(149.10)	(149.10)
股东权益合计	531.87	635.17	880.77	1,247.93	1,817.76
负债和股东权益总	755.65	1,030.01	1,734.08	2,905.33	3,579.23

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	99.15	117.42	211.21	496.77	766.33
折旧摊销	13.15	23.65	11.55	15.05	18.15
财务费用	0.00	0.00	(1.26)	(3.47)	(5.30)
投资损失	(7.12)	(4.28)	(3.00)	(5.19)	(5.00)
营运资金变动	(315.25)	243.03	122.91	283.54	(95.86)
其它	309.60	(264.27)	1.21	3.80	7.84
经营活动现金流	99.53	115.54	342.62	790.51	686.17
资本支出	167.71	305.34	58.43	84.20	47.73
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(500.67)	(355.39)	(115.43)	(159.01)	(92.73)
投资活动现金流	(332.96)	(50.06)	(57.00)	(74.81)	(45.00)
债权融资	0.00	28.41	30.00	30.00	30.00
股权融资	230.26	0.27	76.98	3.47	5.30
其他	(24.32)	(27.70)	(70.95)	(163.42)	(234.34)
筹资活动现金流	205.94	0.98	36.03	(129.95)	(199.04)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(27.50)	66.46	321.65	585.75	442.13

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	233.88	458.40	933.21	1,915.59	2,810.57
营业成本	103.95	241.75	503.50	1,027.05	1,482.57
营业税金及附加	4.88	6.34	15.86	26.44	41.81
营业费用	6.65	12.66	26.46	47.89	61.83
管理费用	23.20	39.49	83.99	143.67	207.98
研发费用	16.00	29.19	55.99	107.27	140.53
财务费用	(0.84)	(0.27)	(1.26)	(3.47)	(5.30)
资产减值损失	2.04	3.18	1.30	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	7.12	4.28	3.00	5.19	5.00
其他	(37.68)	(14.58)	(6.00)	(10.38)	(10.00)
营业利润	108.56	136.36	250.38	570.64	884.85
营业外收入	12.20	0.01	4.69	5.63	5.87
营业外支出	1.00	1.02	0.67	0.90	0.86
利润总额	119.76	135.35	254.39	575.37	889.86
所得税	20.60	17.93	41.97	74.80	115.68
净利润	99.15	117.42	212.42	500.57	774.18
少数股东损益	0.00	2.01	1.21	3.80	7.84
归属于母公司净利润	99.15	115.41	211.21	496.77	766.33
每股收益(元)	0.37	0.43	0.79	1.87	2.88

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	24.94%	96.00%	103.58%	105.27%	46.72%
营业利润	80.34%	25.61%	83.62%	127.91%	55.06%
归属于母公司净利润	87.78%	16.39%	83.01%	135.20%	54.26%
获利能力					
毛利率	55.55%	47.26%	46.05%	46.38%	47.25%
净利率	42.40%	25.18%	22.63%	25.93%	27.27%
ROE	18.64%	18.61%	24.43%	40.46%	42.82%
ROIC	77.19%	24.67%	38.98%	106.03%	310.61%

偿债能力	2017	2018	2019E	2020E	2021E
资产负债率	29.61%	38.33%	49.21%	57.05%	49.21%
净负债率	-9.12%	-13.59%	-46.14%	-79.50%	-78.90%
流动比率	2.15	1.15	1.31	1.34	1.63
速动比率	1.92	0.83	0.96	1.03	1.24
营运能力					
应收账款周转率	5.44	4.26	4.90	5.57	5.57
存货周转率	5.31	5.51	4.59	4.77	4.72
总资产周转率	0.43	0.51	0.68	0.83	0.87

每股指标(元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.37	0.43	0.79	1.87	2.88
每股经营现金流	0.37	0.43	1.29	2.97	2.58
每股净资产	2.00	2.33	3.25	4.61	6.73
估值比率					
市盈率	93.88	80.66	44.07	18.74	12.15
市净率	17.50	15.01	10.77	7.58	5.20
EV/EBITDA	49.93	23.41	34.18	14.30	8.79
EV/EBIT	56.23	26.85	35.77	14.68	8.97

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