

20 年量价齐跌表现不佳, 21 年烟标或否极泰来与加热植物芯共助公司恢复性高增长

核心观点:

● 事件

2020 年全年公司实现营业收入 4.64 亿元, 同比减少 30.88%; 实现归属母公司净利润 0.72 亿元, 同比减少 64.41%; 实现归属母公司扣非净利润 0.59 亿元, 同比减少 63.02%; 实现经营性现金流量净额为 1.74 亿元, 较上年减少 20.11%。

● 全年受年初疫情冲击与后续连锁反应呈现出“量价齐跌”的低迷景象, 看好公司 2021 年初把握机遇否极泰来实现恢复性高增长

2020 年全年公司实现总营业收入 4.64 亿元, 较上年同期减少 2.07 亿元, 同比减少 30.88%; 其中主营业务包装印刷收入贡献 4.62 亿元, 较上年同期减少 2.07 亿元 (YOY-31.00%); 2020 年公司其他业务合计实现营业收入 0.02 亿元, 较上年同期增加 16.05 万元 (YOY7.22%), 可见公司 2020 年总营业收入的下滑主要是受主业包装印刷业务的拖累所致。

进一步拆分公司的主营业务, 按产品拆分, 2020 年公司生产与销售的烟用接装纸/烟用封签纸/电化铝/烟标/其他分别实现营业收入 2.35/0.04/0.01/2.21/0.01 亿元, 分别较去年同期变动 -0.81/0.009/-0.01/-1.26/0.004 亿元, 分别实现同比变动 -25.79%/27.47%/-52.20%/-36.31%/87.57%。其中, 2019 年收入占比超过 50%的烟标业务营收规模下滑明显, 贡献了公司总营业收入下滑中 60.67%的份额, 与此同时公司上市之初的核心产品烟用接装纸同样出现较大幅度下滑, 并贡献了总营业收入下滑中 39.31%的份额, 并且。伴随着烟标业务大幅下滑的还有其占公司主营业务收入的比重, 截止 2020 年末, 公司烟标业务占主营业务营收比重由去年的 51.80%下滑 3.98 个百分点至 47.82%, 而下滑幅度相对较小的烟用接装纸占比被动回升至 50.83%, 再次成为公司主营业务营收的核心。按量价拆分, 2020 年公司烟用接装纸/烟用封签纸/电化铝/烟标产品销量分别实现同比变动-18.78%/172.31%/-45.91%/-32.17%, 烟用接装纸/烟用封签纸/电化铝/烟标单价分别为 58.88 元/千克、52.29 元/千克、0.69 元/平方米、706 元/大箱, 分别较去年同期变动-8.63%/-53.19%/-11.64%/-6.11%, 由此可见公司 2020 年各产品均呈现出“量价齐跌”的低迷气象, 而造成这一局面的原因主要包括两方面原因: 1) 年初爆发的新冠肺炎疫情对行业供需两端均造成较大冲击, 尽管后续复工复产复商后烟草制品行业供给端能力逐步恢复, 但考虑到前期社会库存积压、疫情期间消费者健康意识明显提升致使其对烟草制品消费心生芥蒂以及严格的疫情防控机制对烟草制品礼赠需求的打击等多方面因素影响, 行业需求端未能彻底恢复元气, 并且由于公司刚刚切入烟标业务, 大多数客户订单均为各大中烟公司新品, 而面对疫情各大中烟公司主动放缓推新速度并且严格的疫情防控机制造成公司新业务拓展难度加大, 最终造成公司

集友股份 (603429.SH)

推荐 维持评级

分析师

李昂

✉: liang_zb@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130517040001

甄唯莹

✉: zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

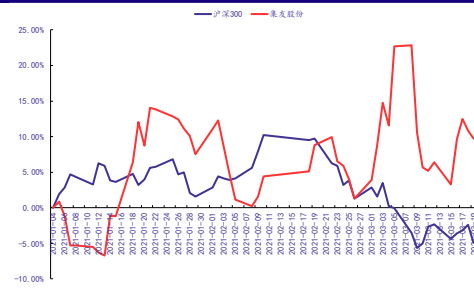
分析师登记编码: S0130520050002

特此鸣谢:

章鹏

行业数据时间

2021.03.19



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

【中国银河研究院_李昂团队】公司 2020 年三季报点评_集友股份 (603429.SH)_三季度改善幅度低于预期, 四季度行业产销旺季望助公司收窄全年降幅_20201026

【中国银河研究院_李昂团队】公司深度报告_集友股份 (603429.SH)_烟标产能释放促爆发增长, 新型烟草万亿市场或开启成长新篇章, 维持推荐_20200727

【中国银河研究院_李昂团队】公司 2020 年中报点评_集友股份 (603429.SH)_二季度经营表现环比改善符合预期, 产能释放在即望助力下半年重拾增长_20200724

两大核心产品烟标与烟用接装纸业务均出现销量大幅下滑；2) 为了抵御疫情冲击，公司下游客户对已中标产品的招标执行价格进行部分下调，从而最终造成了公司 2020 年营收端陷入了“量价齐跌”的窘境之中。考虑到 2021 年一季度至今，全国范围内的疫情防控机制均已恢复常态，并且居民消费市场活力在经济逐步企稳向好与可支配收入增速逐步回归合理区间的良性循环拉动下逐渐回归，我们认为公司 2021 年各产品业务有望逐步恢复至 2019 年同期水平，并且各省中烟公司在宏观环境与经济发展轨迹逐步回归常态后对于新品的推出节奏或有望恢复至正常水平，利于公司进一步拓展新的烟标客户，促使烟标业务规模延续 2018 年以来的高速增长，以此巩固其主营业务营收的核心地位。

按区域范围划分，2020 年公司在华北/华东/西北/西南/华南/中南/东北地区分别实现营收 0.20/1.43/1.34/1.46/0.05/0.11/0.03 亿元，较去年同期分别变动 -0.10 / -0.35 / -0.07 / -1.49/0.03/-0.05/-0.03 亿元，分别较去年同期实现同比变动 -32.57% / -19.82% / -5.22% / -50.60%/116.69%/-34.04%/-46.80%，由此可见公司去年在华东与西南地区业务均遭受较大冲击，而华南地区尽管实现逆势大增，但是其规模体量基数较低，故而对公司整体营收规模的拉动效果有限。

分季度来看，公司 2020 年逐季分别实现营收 0.84/1.25/0.95/1.60 亿元，分别较去年同期变动 -0.69/-0.13/-0.26/-0.99 亿元，其中 Q3 与 Q4 为公司历史销售旺季，但公司 2020 年旺季表现欠佳的原因一方面是由于尽管疫情防控在 2020 年二季度已经进入常态化阶段，但年初对原有客户的维护以及新客户的拓展均已受阻，从而致使公司在三四季度出现旺季不旺的迹象，另一方面也包括公司在 2019 年四季度产能高负荷运转造成的高基数影响；至于 2020Q1 出现的营收端大幅下滑则主要是疫情期间供需两端均受限的结果。我们认为 2021 年开年至今国内绝大部分地区的疫情防控机制始终保持常态化管理，相较于 2020 年初限制大幅减少，并且我国消费市场活力自 2020 年三季度起已有所企稳回暖，基于此我们判断公司将对客户拓展投入较大精力，以此弥补 2020 年的业务缺失，从而在 2020 年全年营收规模低基数的基础上实现高速增长。

公司 2020 年全年实现归母净利 0.72 亿元，较上年同期减少 1.30 亿元，实现同比下滑 64.41%；对应归母扣非净利为 0.59 亿元，较上年同期减少 1.01 亿元，实现同比下滑 63.02%。2020 年公司共计确认非经常性损益 1259.64 万元，较去年同期大幅减少 2905.02 万元，主要是计入当期损益的政府补助较去年同期减少 1905.59 万元以及缺失去年共计 770 万元应收款项/合同资产减值准备转回收益所致。按季度拆分，2020 年 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现归母净利润 0.04/0.22/0.08/0.38 亿元，分别较去年同期变动 -0.38/-0.12/-0.16/-0.64 亿元，分别实现归母扣非净利润 0.03/0.19/0.05/0.32 亿元，分别较去年同期变动 -0.36/-0.14/-0.17/-0.34 亿元，基本与公司个季度营收表现相近，归母扣非净利润在 2020Q1 受疫情冲击影响最大，其次为 2020Q4 传统旺季由于年初客户维护与新客户拓展不利造成营收规模大幅下滑，从而致使业绩表现同步下滑。鉴于我们对公司 2021 年全年营收在去年低基数的基础上有望实现恢复性高增长的判断，我们认为公司归母净利润同样将有望实现恢复性高增长，甚至有望在公司积极拓展新客户的情况下实现超预期增长。

● **会计准则变更与招标执行价格下行致使综合毛利率下挫 6.27pct，股权激励摊销致使期间费用率大幅提升 10.70pct**

公司 2020 年全年综合毛利率为 37.49%，较上年同期降低 6.27 个百分点；其中主营业务包装印刷板块毛利率为 37.32%，较上年同期减少 6.37 个百分点。具体来看，按产品拆分，2020 年公司烟用接装纸/烟用封签纸/电化铝/烟标/其他产品毛利率分别为 47.87%/45.24%/42.91%/26.04%/13.64%，分别较去年同期减少 5.99/5.10/8.76/8.23/43.78 个百分点，造成公司各产品线毛利率下滑的原因一方面是由于会计准则变化使得原先计入销售费用的运输费用计入主营业务成本，造成成本提升，另一方面是由于公司各产品销售单价受招标执行价格下滑因素影响出现不同程度的下降，造成售价降低，二者共同影响下造成了公司各产品毛利率

水平出现不同程度的降低。按地区划分，2020 年公司在华北/华东/西北/西南/华南/中南地区的毛利率水平分别为 21.67%/43.72%/43.57%/28.57%/50.09%/16.31%/35.17%，分别较去年同期变动 -13.02%/-2.28%/+7.12%/-19.04%/+5.77%/-8.39%/-12.49 个百分点，其中主力地区华东与西南地区毛利率水平均出现不同程度的下滑。考虑到 2021 年疫情对实体经济与宏观环境冲击影响将进一步减弱，我们认为在公司各产品招标执行价格或有望回升，但同样考虑到全球流动性宽松与全球经济复苏预期共振造成的大宗商品价格持续上行，预计公司各产品毛利率水平大概率将有所回升但或难以回升至前期水平。

公司 2020 年全年销售净利率为 14.74%，同比下滑 15.56 个百分点；2020 年公司期间综合费用率为 23.98%，相比上年同期增长 10.70 个百分点。具体拆分，2020 年公司销售/管理（含研发）/研发/财务费用率为别录得 1.68%/25.35%/8.21%/-3.05%，分别较上年同期变化 -1.06%/12.80%/2.80%/-1.05 个百分点。其中销售费用额为 781.50 万元，较去年同期减少 1050.98 万元（YOY -57.54%），一方面是由于会计准则变更使得运输费用转移至主营业务成本，另一方面是由于去年受疫情影响广告宣传费有所减少所致；管理费用为 7954.90 万元，较去年同期大幅增加 3160.50 万元（YOY 65.92%），主要是由于公司限制性股票激励摊销与在建工程转固后折旧摊销费用增加所致；研发费用为 3809.92 万元，较去年同期增加 180 万元（YOY 4.95%），由此可见研发费用率的大幅提升主要是由于公司营收规模大幅萎缩导致的被动上行；财务费用为净收入 1417.15 万元，较去年同期净收入增加 69.26 万元（YOY 5.14%），主要是由于公司货币资金较去年同期有所增加使得利息收入略增，配合营收规模的大幅下滑，最终促使公司财务净收入比例大幅提升。

● 传统烟用接装纸与新兴烟标望借“以老带新”模式共享客户资源，配合产能释放助力公司重心转移

2017 年首次布局烟标生产线建设后，2018 年公司通过收购陕西大风科技与自建产能部分投产在烟标业务方面实现了亮眼表现。截止 2020 年末，烟标业务受年初疫情影响以及后续造成的连锁反应呈现“量价齐跌”的低迷景象，致使其主营业务收入占比略微下滑至 47.82%，但这并不妨碍公司的业务结构战略持续推进。鉴于烟标业务未来势必将成为公司主要营收来源，结合我国烟用物资供应商均采用“以销定产”的运营方式，各大烟标企业对销售端的客户资源把控与拓展便显得尤为重要，并且由于烟草工业公司全国范围内有且仅有 18 家，使得公司烟标业务能够服务的客户资源十分稀缺且固定，进一步凸显客户资源的重要性。另外，结合我国烟草实行的专卖制度给予烟草工业公司单方面对上下游的议价能力，我们可以将烟标业务定义为十分纯粹的买方主导市场，在这种情况下公司在把控与拓展客户资源方面的核心便是无条件地满足买方各方面的诉求，通过为客户长期提供高质量产品与及时高效的服务稳固自身地位的同时，借助自身实力、经验与印象加成努力提升自身份额并扩大影响力，从而为拓展新客户资源奠定基础。我们认为公司在烟标业务板块已经具备一定实力基础，能够为合作客户长期提供保质保量的产品与服务。截止 2020 年年末，公司披露的烟用接装纸业务 9 家中烟公司客户资源中已有 4 家成为公司烟标业务的客户，并且烟用接装纸业务中 2 家烟草省级局公司同样成为公司烟标客户，重合度较高且未来仍有较为充裕的可开拓空间。在客户资源方面得到保障的前提下，公司烟标业务在建产能将在年内实现全部释放。截止 2020 年末，公司年产 100 万大箱烟标生产线已经达到可使用状态，预计公司 2021 年将迎来产能的充分释放，助力公司烟标业务巩固自身主导地位，从而推动公司营收规模未来两年内保持高速增长。

● 均质化薄片技术首款应用“加热植物芯”产品 21 年上半年上市，以战代练静候 HNB 万亿市场破局

公司除了布局烟用接装纸、封签纸以及烟标等传统烟用物资的生产业务外，还紧跟全球与国内烟草行业发展趋势，积极参与到 Reduced Risk Product（减害烟草）中 Heated-Not-Burn（加热不燃烧）产品的研发工作中。在 2019 年 4 月正式将新型烟草制品列入公司经营范围后，2019 年 7 月公司持股 70%的子公司集友广誉与重庆中烟、江苏中烟子公司江苏南通分别签订了关于开

展新型烟草均质化薄片研发合作协议及备忘录。公司控股子公司集友广誉在新型烟草均质化薄片的研发及科技成果产业化方面有一定优势，目前已具备进行薄片材料配方筛选和小批量放样的条件。从公告内容对比可以发现两家甲方公司对于集友股份的合作要求存在差异，在于重庆中烟的合作中明确公司可以负责新型烟草均质化薄片材料的生产制造产业化（三年有效期），而江苏中烟的子公司负责产业化实施，公司在这份合作中仅提供技术支持（两年有效期）。另外，根据国家专利局信息披露，公司控股子公司集友广誉已经拥有 3 项关于均质化烟草薄片的专利处于专利申请实质性审查阶段：1) 一种再造烟草薄片及其制备方法；2) 高抗张强度均质化烟草薄片及其制备系统、制备方法；3) 具有高松厚度的均质化烟草薄片及其制备方法。根据公司 2020 年年报中披露信息，公司将以控股子公司“集友广誉”为平台，一方面积极配合各中烟公司开展均质化薄片联合研发或技术交流；另一方面将推出自主品牌“加热植物芯产品”，该产品为公司自研的均质化薄片技术的首款产品。尽管该产品中原材料中不含有烟草专卖品，但该产品在烟气、烟香等方面较为持续稳定，已经具备一定的上市基础，公司预计自有品牌“香誉”旗下的“加热植物芯产品”有望于 2021 年上半年上市销售，而公司控股子公司“集友广誉”旗下子公司“太湖广誉”将作为该产品生产、销售及研发的实施主体，目前公司也正在实施年设计产能 18 万件的“加热植物芯产品”生产线建设工作，预计年内将有望开始为公司贡献营收与业绩增量。

● 投资建议

尽管 2020 年公司受新冠肺炎疫情影响以及后续造成的连锁反应呈现出“量价齐跌”的低迷表现，但我们认为公司坚定不移地向高价值烟标业务与成长空间广阔的新型烟草领域进发的决心并不会因此而动摇，看好烟标业务引领公司 2021 年否极泰来实现恢复性高增长。考虑到公司年产 100 万大箱烟标生产线已经接近完全投产状态，在不考虑公司“加热植物芯”产品为公司带来的营收与业绩增量的情况下，我们预计公司 2021E/2022E/2023E 年将有望实现营收 7.80/11.17/14.71 亿元，实现归母净利润 1.84/2.74/3.57 亿元，对应 PS16.24/11.33/8.61 倍，对应 PE 69/46/35 倍，维持“推荐评级”。

● 风险提示

卷烟销量萎缩的风险；烟标业务客户拓展受阻的风险。

附：1. 盈利预测和估值对比

表 1：盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（单位：百万元）	671.50	464.17	780.03	1117.47	1471.12
增长率(%)	46.49%	-30.88%	68.05%	43.26%	31.65%
归属母公司股东净利润（单位：百万元）	201.69	71.78	183.80	274.44	356.95
增长率(%)	74.76%	-64.41%	156.05%	49.32%	30.06%
EPS（元/股）	0.76	0.19	0.48	0.72	0.94
销售毛利率	43.76%	37.49%	41.26%	42.10%	41.79%
净资产收益率(ROE)	17.18%	5.95%	14.47%	19.18%	21.61%
市盈率(P/E)	67	83	69	46	35
市净率(P/B)	8.00	9.70	9.49	8.30	7.13
市销率(P/S)	16.14	20.04	16.24	11.33	8.61

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 2021 年 3 月 19 日收盘价）

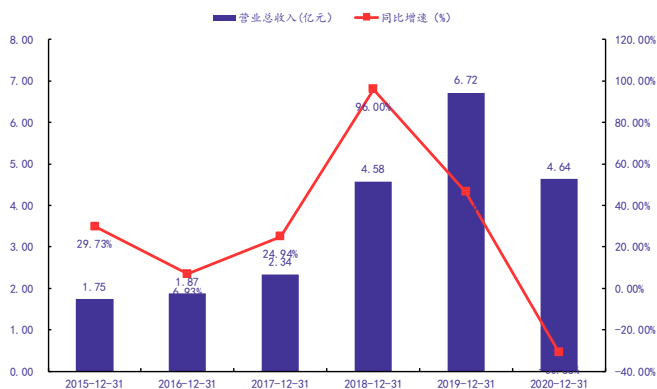
表 2：可比公司最新估值情况

境内可比公司						
	劲嘉股份	东风股份	金时科技	新宏泽	均值	中位数
PE	16	26	30	98	42	28
PB	1.81	1.97	4.51	4.51	3.20	3.24
PS	3.27	2.65	9.4	5.31	5.16	4.29
境外可比公司						
	贵联控股	天臣控股	嘉耀控股	均值	中位数	
PE	5	(7)	83	8	8	
PB	0.29	0.57	1.64	0.83	0.57	
PS	0.55	0.63	0.60	0.59	0.60	

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

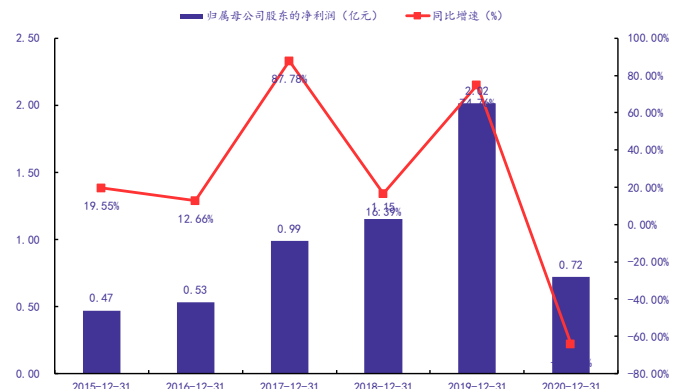
2. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1：2015-2020 年营业收入(亿元)及同比(%)



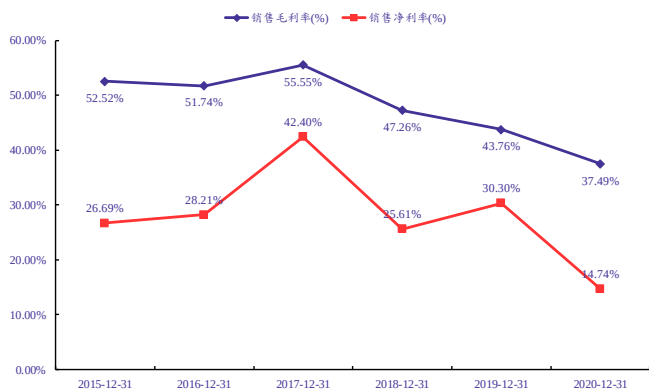
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 2：2015-2020 年归母净利润(亿元)及同比(%)



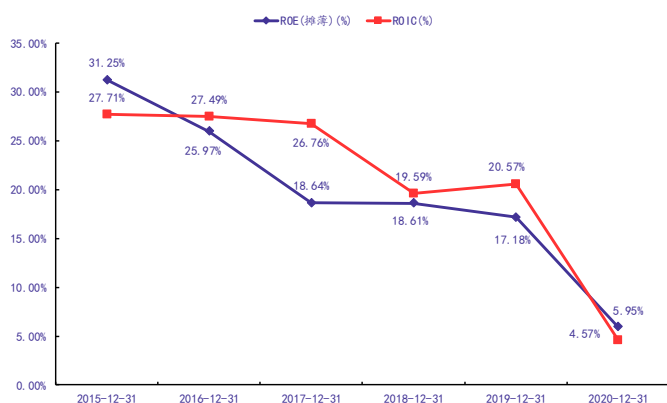
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 3：2015-2020 年毛利率(%)和净利率(%)变动情况



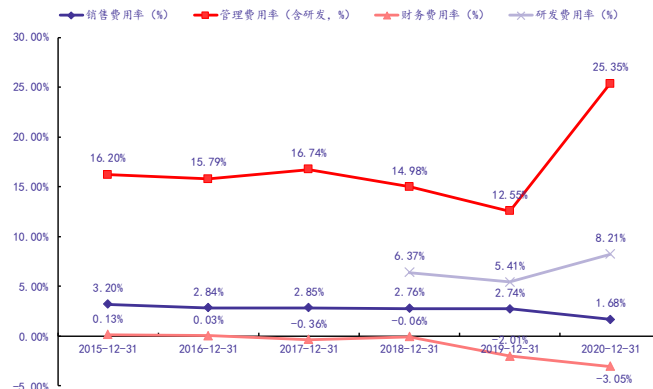
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 5：2015-2020 年 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

图 4：2015-2020 年期间费用率(%)变动情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

3. 重大事项进展跟踪

表 3：集友股份 2020 年四季度至今重大事项进展

事件类型	内容
关于 5%以上股东减持达到 1% 的提示性公告	公司于 2020 年 12 月 3 日收到公司控股股东、董事长徐善水先生出具的《关于股东股份减持进展情况告知函》，徐善水先生于 2020 年 12 月 3 日通过上海证券交易所大宗交易系统减持公司股票 754.5 万股，约占公司 2020 年 12 月 3 日总股本 3.8 亿股的 1.98%。
关于 2019 年限制性股票激励计划预留权益失效的公告	截至 2020 年 12 月 9 日，公司 2019 年限制性股票激励计划中预留的限制性股票，自激励计划经 2019 年第三次临时股东大会审议通过后超过 12 个月未明确激励对象，预留权益失效。
关于对控股子公司增加注册资本的公告	为满足集友广誉业务发展的需要，公司与昆明旭光于 2020 年 12 月 14 日签订了关于对集友广誉增资的协议，并约定按原持股比例进行增资，其中公司出资人民币 2,100 万元，昆明旭光出资人民币 900 万元，合计增资人民币 3,000 万元。本次增资完成后，集友广誉注册资本变更为人民币 5,000 万元，公司和昆明旭光持股比例不变。公司增资所需资金来源为自有资金。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

控股股东及董监高提前终止减持计划的公告

12月29日，公司发布《控股股东及董监高提前终止减持计划的公告》，公司于2020年7月4日披露的减持计划，截止2020年12月28日，控股股东徐善水先生累计通过大宗交易方式减持公司股份1514.29万股，占总股本的3.98%。股东杨二果先生累计通过集中竞价方式减持公司股份234.84万，占总股本的0.61%；周少俊先生累计通过集中竞价方式减持公司股份84.03万股，占总股本的0.22%；孙志松先生累计通过集中竞价方式减持公司股份331.24万股，占总股本的0.87%。本次减持计划提前终止，未完成减持的股份在减持计划期间内将不再减持。

关于获得政府补助的公告

12月29日，公司发布《关于获得政府补助的公告》，2020年1月1日至本公告日，公司及子公司、控股子公司共获得政府补助2117.96万元，其中与资产相关的政府补助金额为1297.43万元，与收益相关的政府补助金额为820.53万元。上述政府补助未经审计，具体会计处理以会计师年度审计确认后的结果为准，敬请广大投资者注意投资风险。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

4. 公司发展战略与经营计划情况跟踪

表 4: 集友股份 2019-2020 年年报中发展战略与经营计划情况跟踪

	2019 年对于 2020 年的规划	2020 年对于 2021 年的规划
发展战略	公司成立于 1998 年，自成立起即专注于烟用接装纸的研发、生产及销售，是国内较早的烟用接装纸专业供应商之一。2017 年 6 月，公司开始进入烟标领域，迈向公司发展的新时代。公司始终贯彻以创新为先导，以优质新颖的产品和专业高效的服务满足客户的个性化需求，致力于成为国内一流的以烟草包装材料为主导产品的专业包装印刷类企业。公司将围绕“成为国内一流的以烟草包装材料为主导产品的专业包装印刷类企业”的发展战略，聚焦烟用接装纸和烟标两项具体产品，实现公司进一步发展壮大。 烟用接装纸方面，公司将继续以中高档烟用接装纸产品的设计、研发、生产与销售为主要经营方向，继续实施以创新为先导的理念，通过技术改造提升公司的装备水平，扩大公司的烟用接装纸产能，以服务更多的卷烟企业，继续保持和扩大公司在烟用接装纸行业的优势地位。 烟标是公司重点推进的卷烟包装材料产品。在烟草包装材料的各个领域，烟标的需求与烟用接装纸的需求在数量上是配套的，在价值上大约是烟用接装纸的 10 倍。在实现“成为国内一流的以烟草包装材料为主导产品的专业包装印刷类企业”的战略目标过程中，进军烟标生产领域，是公司的必然选择。目前，公司依托管理团队丰富的行业经验和在烟用接装纸方面的客户资源，逐步加大协同营销力度，不断提高烟标的产销能力。	公司成立于 1998 年，自成立起即专注于烟用接装纸的研发、生产及销售，是国内较早的烟用接装纸专业供应商之一。2017 年 6 月，公司开始进入烟标领域，迈向公司发展的新时代。公司始终贯彻以创新为先导，以优质新颖的产品和专业高效的服务满足客户的个性化需求，致力于成为国内一流的以烟草包装材料为主导产品的专业包装印刷类企业。公司将围绕“成为国内一流的以烟草包装材料为主导产品的专业包装印刷类企业”的发展战略，聚焦烟用接装纸和烟标两项具体产品，实现公司进一步发展壮大。 烟用接装纸方面，公司将继续以中高档烟用接装纸产品的设计、研发、生产与销售为主要经营方向，继续实施以创新为先导的理念，通过技术改造提升公司的装备水平，扩大公司的烟用接装纸产能，以服务更多的卷烟企业，继续保持和扩大公司在烟用接装纸行业的优势地位。 烟标是公司重点推进的卷烟包装材料产品。在烟草包装材料的各个领域，烟标的需求与烟用接装纸的需求在数量上是配套的，在价值上大约是烟用接装纸的 10 倍。在实现“成为国内一流的以烟草包装材料为主导产品的专业包装印刷类企业”的战略目标过程中，进军烟标生产领域，是公司的必然选择。
经营计划	（一）技术创新与研发计划 围绕公司的战略目标，集中实施公司的技术开发战略，使公司在烟用接装纸、烟标的相关领域，包括	（一）技术创新与研发计划 围绕公司的战略目标，集中实施公司的技术开发战略，使公司在烟用接装纸、烟标的相关领域，包括

承印物、印刷、油墨等技术领域形成扎实、雄厚的技术基础和技术积累，是保持和提高公司市场竞争能力、增强发展后劲的重要手段，是公司技术创新体系的核心。

在技术研发方面，公司将持续追踪国内外市场动态信息和技术前沿，以市场需求为导向，进行新技术、新产品、新工艺、新材料、新装备的研究与开发，在新产品、新技术、新材料、新工艺等若干方面形成创新成果，不断地推出个性化、系列化的产品，形成具有自主知识产权的主导产品和专有技术。秉承公司以创新为先导的理念，持续提升企业技术创新能力和市场盈利能力，全面提升企业核心竞争力。报告期内公司设立控股子公司集友广誉便是公司推进技术研发创新的重要举措，公司通过与昆明旭光科技有限公司在新型烟草制品业务相关技术、工艺、装备、产品等相关方面的合作，为烟草行业提供整体技术解决方案，推动新型烟草工艺技术和装备创新和技术推广应用。

在创意方面，烟用接装纸和烟标作为卷烟包装材料，是卷烟产品文化内涵的基础载体，是重要的装饰、防伪功能载体。由于烟标的外在性和面积大，烟标受到了各大烟草企业的重视，公司将加大创意人才的引进力度，加大在创意方面的投入，助力公司业务的拓展。同时，公司作为烟用接装纸方面的优势企业，公司也将发挥这方面的优势，注重烟用接装纸和烟标在创意设计方面的协同，实现烟用接装纸和烟标的互相促进和协同发展。

公司顺应烟草行业创新驱动战略，着手布局新型烟草相关新技术、新工艺、新装备的研究。集友广誉将作为公司重要的新型烟草相关新技术、新工艺、新装备的研究和资源集成与整合平台，为烟草行业提供整线技术集成和相关技术服务，推动新型烟草工艺技术和装备创新和技术推广应用。

（二）市场开发及营销计划

烟用接装纸与烟标同属于烟草包装材料行业，下游客户均为卷烟生产企业，具有共同的客户基础。客户对烟用接装纸和烟标均对供应商的供货能力和质量保障体系具有类似的要求，采购决策部门和决策程序基本相同，因此公司的烟用接装纸和烟标销售具有协同性。

公司自成立起即专注于烟用接装纸业务，目前公司已经与云南中烟、安徽中烟、陕西中烟、四川中烟、重庆中烟、河北中烟、福建中烟、江西中烟、甘肃烟草、蒙昆、山昆等多家中烟公司建立了稳定的合作关系。在烟标方面，公司已在安徽中烟、云南中烟、陕西中烟、重庆中烟、湖北中烟、江苏中烟、

承印物、印刷、油墨等技术领域形成扎实、雄厚的技术基础和技术积累，是保持和提高公司市场竞争能力、增强发展后劲的重要手段，是公司技术创新体系的核心。

在技术研发方面，公司将持续追踪国内外市场动态信息和技术前沿，以市场需求为导向，进行新技术、新产品、新工艺、新材料、新装备的研究与开发，在新产品、新技术、新材料、新工艺等若干方面形成创新成果，不断地推出个性化、系列化的产品，形成具有自主知识产权的主导产品和专有技术。秉承公司以创新为先导的理念，持续提升企业技术创新能力和市场盈利能力，全面提升企业核心竞争力。

在创意方面，烟用接装纸和烟标作为卷烟包装材料，是卷烟产品文化内涵的基础载体，是重要的装饰、防伪功能载体。由于烟标的外在性和面积大，烟标受到了各大烟草企业的重视，公司将加大创意人才的引进力度，加大在创意方面的投入，助力公司业务拓展。同时，公司作为烟用接装纸方面的优势企业，公司也将发挥这方面的优势，注重烟用接装纸和烟标在创意设计方面的协同，实现烟用接装纸和烟标的互相促进和协同发展。

公司顺应烟草行业创新驱动战略，着手布局新型烟草相关新技术、新工艺、新装备的研究。集友广誉将作为公司重要的新型烟草相关新技术、新工艺、新装备的研究和资源集成与整合平台，为烟草行业提供整线技术集成和相关技术服务，推动新型烟草工艺技术和装备创新和技术推广应用。

（二）市场开发及营销计划

烟用接装纸与烟标同属于烟草包装材料行业，下游客户均为卷烟生产企业，具有共同的客户基础。客户对烟用接装纸和烟标均对供应商的供货能力和质量保障体系具有类似的要求，采购决策部门和决策程序基本相同，因此公司的烟用接装纸和烟标销售具有协同性。

公司自成立起即专注于烟用接装纸业务，目前公司已经与云南中烟、安徽中烟、陕西中烟、四川中烟、重庆中烟、河北中烟、福建中烟、江西中烟、甘肃烟草、蒙昆、山昆等多家中烟公司建立了稳定的合作关系。在烟标方面，公司已在安徽中烟、云南中烟、陕西中烟、重庆中烟、湖北中烟、**河北中烟、江西中烟，四川中烟，河南中烟、**江苏中烟、蒙昆、山昆、黑龙江烟草、海南红塔、红塔辽宁等多家中烟公司的烟标产品招标中中标，具备进一步做大烟标业务的基本条件。鉴于烟用接装纸和烟标销售的协同性，公司将通过协同效应，发展壮大公司的烟

蒙昆、山昆、黑龙江烟草、海南红塔、红塔辽宁等多家中烟公司的烟标产品招标中中标，具备进一步做大烟标业务的基本条件。鉴于烟用接装纸和烟标销售的协同性，公司将通过协同效应，发展壮大公司的烟标业务规模。短期内主要是烟用接装纸带动烟标，远期实现烟用接装纸和烟标互相促进和协同发展。

在组织保障上，公司对原销售团队、大风科技销售团队、麒麟福牌销售团队进行整合，并针对烟标引进具有丰富行业经验的销售队伍，融合为统一的营销中心，充分发挥每个销售人员的优势，在公司统一领导下，整体实施公司的烟用接装纸及烟标营销工作，提高协同效应。

（三）人力资源发展计划

人力资源是企业持续发展的基础和保障，公司将根据现有业务经营规模扩张和投资项目逐步达产的需要，多渠道引进高素质的经营管理人才和能力强的专业技术人才，优化人才结构。公司下一步将重点引进发展所需的内部管理人员、技术开发人员和市场营销人员，聘请具有实践经验和专业能力的高级管理人才、资本运作人才，大力引进学科带头人和专家型高级人才，使公司形成一支能够适应市场竞争和公司发展需求的人才队伍。

公司将进一步完善人才激励、约束机制，给予优秀人才更大的发展空间。公司将完善岗位责任制和绩效评价体系，建立有序的岗位竞争、激励、淘汰机制，增加岗位流动性，充分发挥员工的主观能动性，并为员工提供提升职业发展的空间与平台。

（四）筹资计划

本公司将根据业务发展及优化资本结构的需要，选择适当的股权融资和债权融资组合，以满足公司可持续发展所需要的资金，实现企业价值最大化。一方面，公司将集中精力用好募集资金，满足公司产能扩充、产品开发的需要，以规范的运作、科学的管理、持续的增长、丰厚的回报给投资者以信心；另一方面，公司也将视具体情况，辅以银行贷款、公司债券等债权融资方式，以保持公司合理的资本结构。

（五）收购兼并计划

随着规模的扩大，实力的增强，公司将充分依托资本市场，按照优势互补、扩大经营、增加收益和降低风险的原则，充分考虑产、供、销的整体布局，采用在行业内投资参股、收购兼并等方式，在国内外纵向或横向收购相关上下游企业或烟草包装材料相关企业，形成衍生的产业链条，实现低成本扩张，实现产品经营与资本运营、产业资本与金融资

标业务规模。短期内主要是烟用接装纸带动烟标，远期实现烟用接装纸和烟标互相促进和协同发展。在组织保障上，公司对原销售团队、大风科技销售团队、麒麟福牌销售团队进行整合，并针对烟标引进具有丰富行业经验的销售队伍，融合为统一的营销中心，充分发挥每个销售人员的优势，在公司统一领导下，整体实施公司的烟用接装纸及烟标营销工作，提高协同效应。

为了更好地开拓市场，公司成立招投标团队，根据各中烟公司招标文件要求积极参与各项投标工作。

在 2020 年各地组织的招标工作中，公司在云南中烟、安徽中烟、陕西中烟、重庆中烟、河南中烟、四川中烟、江西中烟、河北中烟、黑龙江烟草、红塔辽宁等多家公司招投标中中标。中标后，各中烟工业公司与公司签订年度框架供货合同，主要明确产品类别及单价、付款约定等内容。公司将根据各中烟公司下达的生产订单来组织生产、供货。

公司一直以来持续加大对产品研发的投入，并通过选聘优秀研发人才为公司提高研发能力提供有力支撑，也为公司未来的良好发展打下坚实的基础。公司的新型烟草业务通过引入薄片方面相关的专业人才和技术合作，目前在均质化薄片技术方面取得了阶段性成果。公司将以控股子公司集友广誉为平台，一方面积极配合各中烟公司开展均质化薄片联合研发或技术交流；另一方面将推出自主品牌“加热植物芯产品”。

“加热植物芯产品”使用均质化薄片技术进行研发、生产，原材料中不含有烟草专卖品，研发过程中，产品在烟气、烟香等方面较为持续稳定，已经具备一定的上市基础，预计“加热植物芯产品”将于 2021 年上半年上市销售。集友广誉的子公司太湖广誉作为“加热植物芯产品”生产、销售及研发的实施主体，目前正在实施年设计产能 18 万件的“加热植物芯产品”生产线建设工作。

（三）人力资源发展计划

人力资源是企业持续发展的基础和保障，公司将根据现有业务经营规模扩张和投资项目逐步达产的需要，多渠道引进高素质的经营管理人才和能力强的专业技术人才，优化人才结构。公司下一步将重点引进发展所需的内部管理人员、技术开发人员和市场营销人员，聘请具有实践经验和专业能力的高级管理人才、资本运作人才，大力引进学科带头人和专家型高级人才，使公司形成一支能够适应市场竞争和公司发展需求的人才队伍。

公司将进一步完善人才激励、约束机制，给予优秀人才更大的发展空间。公司将完善岗位责任制和绩

本的结合。

效评价体系，建立有序的岗位竞争、激励、淘汰机制，增加岗位流动性，充分发挥员工的主观能动性，并为员工提供提升职业发展的空间与平台。

（四）筹资计划

本公司将根据业务发展及优化资本结构的需要，选择适当的股权融资和债权融资组合，以满足公司可持续发展所需要的资金，实现企业价值最大化。一方面，公司将集中精力用好募集资金，满足公司产能扩充、产品开发的需要，以规范的运作、科学的管理、持续的增长、丰厚的回报给投资者以信心；另一方面，公司也将视具体情况，辅以银行贷款、公司债券等债权融资方式，以保持公司合理的资本结构。

（五）收购兼并计划

随着规模的扩大，实力的增强，公司将充分依托资本市场，按照优势互补、扩大经营、增加收益和降低风险的原则，充分考虑产、供、销的整体布局，采用在行业内投资参股、收购兼并等方式，在国内外纵向或横向收购相关上下游企业或烟草包装材料相关企业，形成衍生的产业链条，实现低成本扩张，实现产品经营与资本运营、产业资本与金融资本的结合。”

- 风险提示**
- 1、 客户集中度较高的风险；
 - 2、 主要原材料价格波动的风险；
 - 3、 市场竞争加剧的风险；
 - 4、 产业政策的风险；

- 1、 客户集中度较高的风险；
- 2、 主要原材料价格波动的风险；
- 3、 市场竞争加剧的风险；
- 4、 产业政策的风险；

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

注：其中删除线内容为相较针对 2019 年的业务规划，针对 2020 年不再提及的内容；加粗内容为针对 2021 年的新补充部分。

5. 公司前十大股东情况跟踪

表 5：集友股份前十大股东情况（更新自 2020 年年报）

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	减少	15378.95	-754.50	40.45	-1.98	境内自然人
2	余永恒	减少	1511.55	-21.30	3.98	-0.06	境内自然人
3	姚发征	减少	1345.10	-144.30	3.54	-0.38	境内自然人
4	孙志松	减少	1228.14	-327.04	3.23	-0.86	境内自然人
5	葛卫东	不变	1041.29	0.00	2.74	0.00	境内自然人
6	杨二果	减少	804.74	-216.50	2.12	-0.57	境内自然人
7	唐红军	增加	768.47	98.29	2.02	0.26	境内自然人
8	严书诚	新进	681.15	681.15	1.79	1.79	境内自然人
9	中国工商银行股份 有限公司一中欧	新进	598.54	598.54	1.57	1.57	境内非国有 法人

消费主题股票型证

券投资基金

10	杨立新	减少	502.00	0.00	1.32	0.00	境内自然人
合计			23859.94		62.76		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

李昂：现任零售及轻工行业团队负责人。曾任社服行业研究员、商业零售行业主分析师，具备消费产业跨多行业研究经验。

甄唯莹：现任零售及轻工行业分析师。2018年5月加盟银河研究院从事零售行业研究，2020年起增加覆盖轻工制造，擅长深度挖掘公司基本面。

评级标准

行业评级体系

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）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：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。

谨慎推荐：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%。

中性：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。

回避：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。

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）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（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。

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咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。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。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。

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。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。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

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。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。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。

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

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

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 010-80928021 gengyouyou@chinastock.com.cn