

Q3 业绩短期承压，新型烟草业务快速增长

证券研究报告

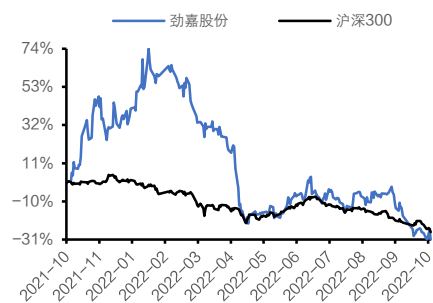
投资评级：增持(下调)

基本数据

2022-10-28

收盘价(元)	7.14
流通股本(亿股)	14.23
每股净资产(元)	5.37
总股本(亿股)	14.71

最近 12 月市场表现



分析师 刘洋

SAC 证书编号: S0160521120001

liuyang01@ctsec.com

相关报告

- 《烟标龙头发力新型烟草，开启第二增长极》 2022-04-09
- 《卡位布局新型烟草全产业链，第二增长曲线放量在即》 2022-02-28

核心观点

- ▶ **事件：**公司发布 2022 年三季报，公司 Q1-3 实现营收 39.42 亿元，同比+8.0%，实现归母净利润 5.85 亿元，同比-28.32%；单 Q3 实现营收 12.98 亿元，同比+7.94%，实现归母净利润 0.86 亿元，同比-72.34%。
- ▶ **收入增长稳健，盈利能力短期承压。**Q3 收入同比增长 7.94%，增速环比+6.91pct，H1 受疫情影响华东地区收入下滑 11.65%，Q3 预计有所改善，新型烟草业务方面预计 Q3 延续高增（H1+297.53%）。公司 Q3 毛利率为 21.73%（-10.72pct），Q1-3 毛利率为 28.59%（-5.0pct），主要系公司产品结构调整及原材料成本提升所致。费用端，Q1-3 期间费用率为 13.38%（+2.0pct），其中管理费用率+1.8pct 至 7.6%，主要系股权激励费用同比高增所致。
- ▶ **烟标与彩盒业务：**根据国家统计局数据，2022Q1-3 中国卷烟累计产量为 1.97 万亿支，同比+1.8%，公司烟标业务受市场竞争加剧和疫情等因素影响短期收入下滑。彩盒业务在下游消费需求疲软下增速有所放缓，公司切入酒包市场后不断拓展快消品包装，积极培育细分赛道产品，伴随下游消费需求回暖彩盒业务增速有望回升。**新型烟草业务：**公司卡位新型烟草全产业链各环节，上游耗材、中游代工制造、下游品牌与渠道贸易均有布局，目前下属子公司云烁科技、云普星河已获批电子烟烟油和代工牌照，预计品牌牌照将在近期落地。电子烟税收政策已于近期落地，合规性进一步加强，公司凭借先发优势和全面卡位优势有望开启第二增长极。
- ▶ **投资建议：**公司作为卷烟包装龙头，烟标业务为基本盘，稳步推进大包装业务升级发展，全面卡位产业链各环节下新型烟草业务有望持续高增。预计 2022-2024 年归母净利润分别为 9.5、10.4、10.9 亿元，对应 PE11.1、10.1、9.7 倍，给予“增持”评级。
- ▶ **风险提示：**新型烟草行业监管超预期；市场竞争加剧；终端需求不及预期；商誉较高，存在大额减值风险。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	4191	5067	5694	6016	6382
收入增长率(%)	5.08	20.89	12.36	5.66	6.10
归母净利润(百万元)	824	1020	947	1041	1088
净利润增长率(%)	-6.07	23.82	-7.08	9.87	4.55
EPS(元/股)	0.56	0.70	0.64	0.71	0.74
PE	16.48	21.61	11.08	10.09	9.65
ROE(%)	11.09	13.00	11.62	11.32	10.59
PB	1.82	2.84	1.29	1.14	1.02

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表						财务指标					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4191	5067	5694	6016	6382	成长性					
减:营业成本	2733	3435	3897	4230	4533	营业收入增长率	5%	21%	12%	6%	6%
营业税费	51	50	60	60	64	营业利润增长率	-13%	21%	-7%	11%	5%
销售费用	72	93	142	120	121	净利润增长率	-6%	24%	-7%	10%	5%
管理费用	263	351	455	349	351	EBITDA 增长率	-12%	1%	-1%	11%	3%
研发费用	203	239	268	277	300	EBIT 增长率	-16%	-1%	12%	12%	4%
财务费用	-5	-8	-13	-16	-24	NOPLAT 增长率	-14%	1%	12%	10%	4%
资产减值损失	-18	-44	0	0	0	投资资本增长率	7%	7%	4%	13%	12%
加:公允价值变动收益	0	7	0	0	0	净资产增长率	6%	6%	4%	13%	12%
投资和汇兑收益	97	308	114	120	128	利润率					
营业利润	991	1197	1112	1236	1292	毛利率	35%	32%	32%	30%	29%
加:营业外净收支	3	-1	0	0	0	营业利润率	24%	24%	20%	21%	20%
利润总额	993	1196	1112	1236	1292	净利率	21%	21%	17%	18%	18%
减:所得税	129	141	133	161	168	EBITDA/营业收入	26%	21%	19%	20%	19%
净利润	824	1020	947	1041	1088	EBIT/营业收入	21%	17%	17%	18%	18%
资产负债表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	1629	1534	1811	2591	3830	固定资产周转天数	144	131	114	105	95
交易性金融资产	597	560	560	560	560	流动营业资本周转天数	79	65	59	71	58
应收帐款	614	696	886	785	988	流动资产周转天数	331	326	308	365	410
应收票据	0	412	-96	430	-75	应收帐款周转天数	52	47	50	50	50
预付帐款	68	45	78	85	91	存货周转天数	101	89	100	100	100
存货	639	1058	1107	1243	1276	总资产周转天数	759	687	663	675	705
其他流动资产	43	80	80	80	80	投资资本周转天数	671	592	548	584	615
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	11%	13%	12%	11%	11%
长期股权投资	1427	1531	1591	1651	1711	ROA	9%	10%	9%	9%	8%
投资性房地产	588	383	383	383	383	ROIC	10%	9%	10%	10%	9%
固定资产	1653	1819	1777	1727	1667	费用率					
在建工程	119	221	221	221	221	销售费用率	2%	2%	3%	2%	2%
无形资产	277	298	333	368	403	管理费用率	6%	7%	8%	6%	6%
其他非流动资产	68	92	92	92	92	财务费用率	0%	0%	0%	0%	0%
资产总额	9007	10328	10654	11914	13094	三费/营业收入	8%	9%	10%	8%	7%
短期债务	0	50	50	50	50	偿债能力					
应付帐款	506	633	1228	793	1373	资产负债率	15%	22%	21%	20%	19%
应付票据	386	816	266	909	350	负债权益比	18%	27%	26%	25%	23%
其他流动负债	1	3	3	3	3	流动比率	3.03	2.12	2.26	2.60	3.02
长期借款	60	0	0	0	0	速动比率	2.43	1.56	1.61	1.94	2.36
其他非流动负债	0	0	0	0	0	利息保障倍数	1198.93	162.28	492.54	549.83	570.39
负债总额	1364	2227	2216	2401	2456	分红指标					
少数股东权益	217	254	285	320	356	DPS(元)	0.35	0.35	0.00	0.00	0.00
股本	1465	1471	1456	1456	1456	分红比率					
留存收益	4636	5151	5585	6626	7715	股息收益率	4%	2%	0%	0%	0%
股东权益	7643	8101	8437	9513	10637	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	0.56	0.70	0.64	0.71	0.74
净利润	824	1020	947	1041	1088	BVPS(元)	5.07	5.33	5.54	6.25	6.99
加:折旧和摊销	192	206	85	85	84	PE(X)	16.48	21.61	11.08	10.09	9.65
资产减值准备	21	74	0	0	0	PB(X)	1.82	2.84	1.29	1.14	1.02
公允价值变动损失	0	-7	0	0	0	P/FCF					
财务费用	1	6	2	2	2	P/S	3.23	4.39	1.83	1.73	1.63
投资收益	-97	-308	-114	-120	-128	EV/EBITDA	11.07	19.20	8.23	6.77	5.54
少数股东损益	40	36	31	34	36	CAGR(%)					
营运资金的变动	73	-174	-7	-250	150	PEG	—	0.91	—	1.02	2.12
经营活动产生现金流量	1045	861	945	792	1233	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-98	-538	-24	-10	8	REP					
融资活动产生现金流量	-410	-518	-644	-2	-2						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。