

劲嘉股份(002191)

劲嘉股份：烟草行业触底企稳，烟标龙头重新起航 增持(维持)

2017 年 10 月 13 日

证券分析师 马莉

执业证书编号：S0600517050002

010-66573557

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证书编号：S0600517050001

tangi@dwzq.com.cn

证券分析师 史凡可

执业证书编号：S0600517070002

shifk@dwzq.com.cn

投资要点

■ **上游烟草行业产销企稳，烟标份额向龙头集中：**近年中烟局对烟草行业管控趋严，制约卷烟的生产和销售，2015-2016 年烟草行业产销量下滑明显，且 2016 年烟草利税总额同比下滑 5.61%，促使年初中烟局制定行业稳增长目标。上半年烟草行业产销及利税均完成全年过半目标，行业已经有所回暖，利好上游烟标企业销售企稳回升。根据我们的测算，烟标行业 2016 年的总收入规模约 300 亿上下。12-16 年 6 家烟标业上市公司的合计市场份额由 22.96%持续上升至 26.92%，集中度不断提高；劲嘉通过外延并购开发新客户和订单，份额上升至 7.58%。我们预计未来市场份额将继续向具有较强客户开拓能力的龙头企业进行集中。

■ **三产剥离加速，劲嘉具备成为整合者的实力：**国家自 2002 年起陆续出台政策推进国有烟草公司剥离其低效运营的配套三产业务，催化烟草业主辅分离，根据烟标行业格局，我们预计完全剥离后将释放出约 100 亿的市场份额；烟草企业附属的中小型烟标厂、原料厂将越来越多的成为烟标企业的整合标的；劲嘉拥有充裕的现金流和低负债率，同时兼具成熟出色的烟标行业并购历史，有望扮演行业整合者的角色，受益于三产剥离。

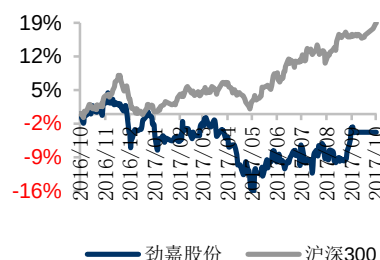
■ **烟标产品高端化，主业经营稳健：**劲嘉是我国卷烟包装的领军企业，目前已经建立包装材料镭射膜、镭射纸到烟标印刷包装的完整产业链，其中烟标业务为公司收入和利润的主要来源，11-16 年烟标收入 CAGR 为 3.25%。2014 年以后，烟草行业逐渐承压，但劲嘉却连续实现收入逆市增长，这主要得益于其本身的产能建设能够有效覆盖烟草核心市场，且公司凭借生产优势，在扩张中不断开发新的客户。由于劲嘉烟标产品定位相对高端，我们预计其将最为受益于烟草行业的消费升级大势，看好公司烟标业务长期可持续增长。

■ **精品包装进入爆发期，大健康全面布局：**公司劲嘉从 2008 年起提出转型精品大包装的发展思路，并先后切入中高端消费品如电子产品（OV 魅族）、食品（贵盐）、酒（茅台醇）、化妆品等包装领域，打开自身包装产业的成长空间。立足于大包装战略，公司推进精品包装的智能化进程，计划定增 16.5 亿进行相关项目建设。随着公司深圳基地项目逐渐投产，公司精品包装业务 15、16 年已经进入爆发期，长期发展可期。大健康方面，公司 15 年与中山大学合作，16 年引入复星国际，对该领域进行全面布局。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2017-2019 年，公司营业收入分别为 30.58 亿、34.82 亿、37.62 亿，同比增速为 10.14%、13.85%、8.02%，归母净利润分别为 6.94 亿、8.28 亿、8.99 亿，同比增速为 21.55%、19.31%、8.57%，对应 EPS 分别为 0.53、0.63、0.69 元。公司当前市值对应的 PE 值为 20.21、16.94、15.60，考虑定增摊薄，公司当前市值对应 PE 为 22.66、19.00、17.50。考虑到行业触底企稳，且公司具有较大的向上弹性，给予“增持”评级。

■ **风险提示：**上游原材料价格波动、烟草行业复苏不及预期风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.78
一年最低/最高价	8.55/11.02
市净率(倍)	3.09
流通 A 股市值(百万元)	14,042

基础数据

每股净资产(元)	3.48
资本负债率(%)	24.82
总股本(百万股)	1,306
流通 A 股(百万股)	1,303

相关研究

1. 劲嘉股份：烟标行业企稳，精品包装进入爆发期
-20170821

目录

1.下游行业回暖，龙头份额提升	4
1.1.烟草行业：卷烟产销企稳，结构升级是大势所趋	4
1.2 市场集中度分散，份额向客户开发力强的龙头企业集中	7
2.三产剥离加速，行业出现整合契机	9
2.1.政策催化下烟草行业加速三产剥离	9
2.2.劲嘉股份具有成为整合者的实力	10
3.主业经营稳健，“大包装+大健康”成长点明确	11
3.1.烟标以高端化产品为主，主业经营稳健	11
3.2.产能布局完善，具有较强的客户开发能力	13
3.3.川渝中烟拆分，短线影响重庆宏声业绩	14
3.4.转型大包装，打开业务成长空间	15
3.5.切入大医疗，未来发展前景广阔	16
3.6.电子烟市场具有看点	17
4.可比公司分析	17
4.1.收入、利润规模行业领先，扣非利润触底上升	17
4.2.主营产品高端化，毛利率水平高于同行	19
4.3.控费能力需要进一步提升	19
4.4.资产周转能力相对出色	20
5.盈利预测与投资建议	21
5.1.核心假设	21
5.2.盈利预测	21
5.3.估值及投资建议	22
6.风险提示：	22

目录

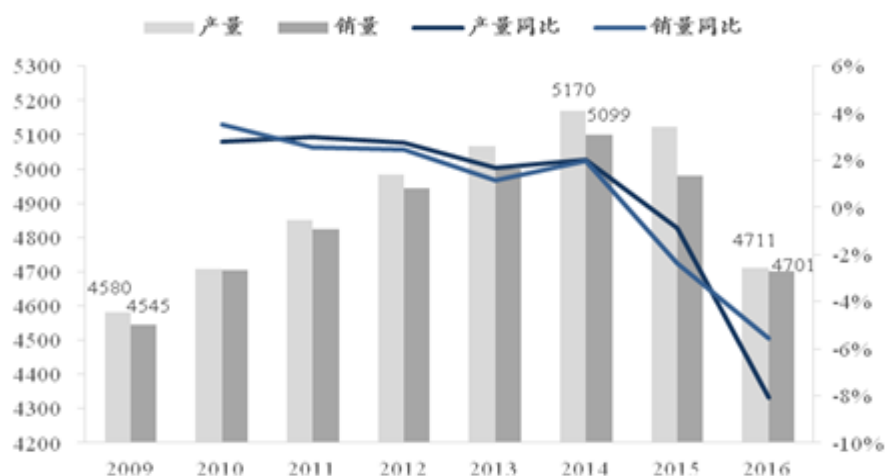
图表 1: 2009-2016 我国卷烟年产销量数据及同比	4
图表 2: 2015 年以来我国主要烟标上市公司季度经营状况	5
图表 3: 我国烟草行业工商税利及同比增速	6
图表 4: 我国卷烟月销量及同比增速	6
图表 5: 我国卷烟月产量及同比增速	6
图表 6: 我国卷烟工业库存当月值及同比增速	7
图表 7: 可比公司近年烟标业务收入及市场份额	8
图表 8: 可比公司主要客户及产品单价情况	8
图表 9: 国家关于烟草业三产剥离的相关政策	9
图表 10: 国家烟草行业相关三产剥离案例	9
图表 11: 劲嘉现金流和负债情况	10
图表 12: 劲嘉烟标行业并购史	10
图表 13: 公司基本财务状况	11
图表 14: 公司烟标产品展示	12
图表 15: 劲嘉烟标业务历史数据	12
图表 16: 白卡纸价格与劲嘉烟标毛利率	13
图表 17: 劲嘉成本结构占比	13
图表 18: 近年五类卷烟销量占比变动情况	13
图表 19: 劲嘉产能基地布局	14
图表 20: 前五大客户收入占比	14
图表 21: 劲嘉子公司历年收入情况	15
图表 22: 精品包装业务情况	15
图表 23: 募集资金拟投入情况	16
图表 24: 国内电子烟竞争格局	17
图表 25: 劲嘉股份及可比上市公司销售收入及同比增长情况	18
图表 26: 劲嘉股份及可比公司扣非后归母净利润及净利率水平	18
图表 27: 可比公司毛利率对比情况	19
图表 28: 劲嘉股份分产品毛利率情况	19
图表 29: 同行业可比公司期间费用率比较	20
图表 30: 可比公司应收款周转情况	21
图表 31: 可比公司存货周转情况	21
图表 32: 可比公司估值	22

1. 下游行业回暖，龙头份额提升

1.1. 烟草行业：卷烟产销企稳，结构升级是大势所趋

劲嘉股份主营业务烟标印刷的下游为卷烟制造产业。根据烟草在线披露的我国历年卷烟产销量数据：（1）2009-2014 年卷烟产业保持了低位稳定的增长，其中卷烟产量从 4580 万箱升至 5170 万箱，CAGR 约为 2.04%；卷烟销量从 4545 万箱升至 5099 万箱，CAGR 约为 1.94%。（2）2015-2016 年卷烟产销量大幅下跌，其中卷烟产量从 5170 万箱跌至 4711 万箱，16 年跌幅达 8.07%；卷烟销量从 5099 万箱跌至 4701 万箱，16 年跌幅达 5.58%。由此可见，烟草行业在 14 年出现拐点，15-16 年行业环境严峻，上游烟标印刷也因此承受较大压力。

图表 1：2009-2016 我国卷烟年产销量数据及同比（单位：万箱、%）



资料来源：wind 资讯，东吴证券研究所

我们认为，烟草行业产销数据在 14 年后有所下滑，其主要原因在于国家烟草局领导层换届后对于行业发展的思路产生变化。自 2013 年 5 月以来，中烟局不断强调对烟草行业进行管控：（1）生产端，近三年全国烟叶种植的面积逐步调减 500 余万亩，收购量渐进调减 1200 余万担；（2）需求端，2014 年国务院法制办公布《公共场所控制吸烟条例》（首次颁布的全国范围禁烟行政法），随后各地政府纷纷加强落实“禁烟令”。

烟草行业产销的恶化直接导致上游烟标企业盈利情况变差。从劲嘉的数据来看，15 年受到下游行业的压制，公司单季收入的同比增速由 15 年 Q1 的 20% 下滑至 15 年 Q2 的 3%。15 年年底，为了完成利税总额增长的目标，国内烟标龙头多在年末进行充货，因此 15 年 Q4 烟标企业的收入增速普遍亮眼。进入 16 年后，受到 15 年年底库存积压的影响，烟标行业进入库存消化周期，16 年成为烟标行业最为困难的一年。

图表 2：2015 年以来我国主要烟标上市公司季度经营状况（单位：百万元）

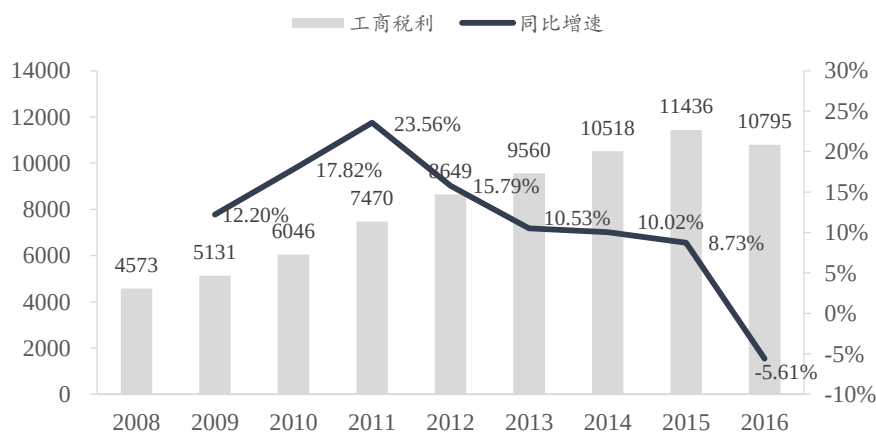
		15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2
劲嘉股份	营收	547	828	631	670	595	881	753	669
	yoy	9%	33%	-21%	22%	9%	6%	19%	0%
	扣非净利	114	206	135	110	83	112	167	122
	yoy	12%	45%	-43%	-14%	-28%	-46%	24%	11%
	毛利率	45%	49%	46%	40%	41%	40%	44%	46%
	三费率	18%	17%	18%	17%	22%	16%	13%	17%
东风股份	净利率	23%	29%	39%	20%	17%	18%	26%	23%
	营收	546	500	671	511	534	625	757	715
	yoy	6%	-2%	-1%	3%	-2%	25%	13%	40%
	扣非净利	174	167	197	111	133	114	200	135
	yoy	-5%	-2%	-12%	-21%	-23%	-32%	1%	22%
	毛利率	51%	51%	47%	41%	47%	44%	43%	40%
澳科控股 (百万港元)	三费率	14%	17%	12%	16%	18%	20%	13%	14%
	净利率	36%	37%	31%	23%	27%	20%	27%	22%
			2015H1	2015H2	2016H1	2016H2	2017H1		
	营收		1675	1589	1171	1380	1094		
	yoy		-4%	-12%	-30%	-13%	-7%		
	归母净利		239	18	126	50	176		
贵联控股 (百万港元)	yoy		26%	-90%	-47%	-182%	40%		
	毛利率		32%	31%	32%	30%	30%		
	三费率		12%	16%	16%	17%	11%		
	净利率		14%	1%	11%	4%	16%		
	营收		724	771	605	802	616		
	yoy		-17%	-7%	-16%	4%	2%		
贵联控股 (百万港元)	归母净利		204	182	122	163	98		
	yoy		9%	-32%	-40%	-11%	-20%		
	毛利率		35%	27%	27%	31%	27%		
	三费率		13%	11%	11%	11%	9%		
	净利率		28%	24%	20%	20%	16%		

注：澳科和贵联为港股，2016H2 表示 2016 年 9 月 30 日-2017 年 3 月 31 日。

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

烟草行业不景气一方面制约了上游烟标企业，一方面也对卷烟产业的利税总额产生了负面影响。自 2011 年起，烟草行业工商利税总额的同比增速呈下降趋势：2011-2014 年，利税总额同比增速由 23.56%下降至 10.02%；2015 年由于行业年底充货，利税总额同比增速勉强保持在 8.73%；2016 年，烟草利税总额同比近年来首次下滑 5.61%。

图表 3：我国烟草行业工商税利及同比增速（单位：亿元，%）

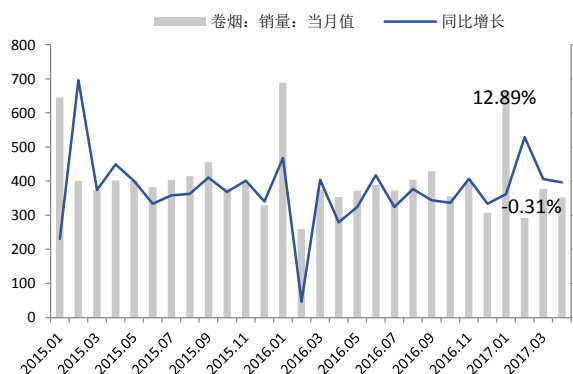


资料来源：wind 资讯，东吴证券研究所

烟草利税是我国财政收入的重要组成，历年占我国财政收入的比重约在 7% 左右。烟草行业作为缴税大户，国家在控制烟草产销量的同时，致力于保证行业得到健康发展。因此，国家烟草专卖局年初公布了 2017 年的预期目标：（1）卷烟生产计划 4730 万箱，实现税利总额 11000 亿元；（2）贯彻发展新理念，再上卷烟新水平。整体销量保持稳定的前提下，实现利税总额增长的主要途径是进行卷烟消费结构升级，这也为高端卷烟放量带来契机。

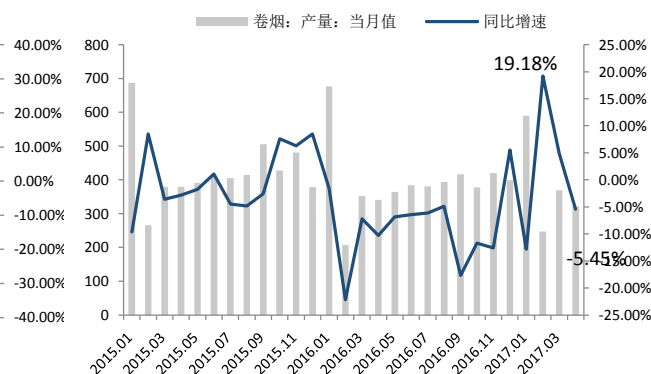
纵观 2017 年烟草行业数据，上半年行业销售卷烟 2475 万箱，实现利税总额 5929 亿元，均完成年初中烟局年初的过半目标。从 17 年 1-6 月的行业产销及库存数据来看，我们认为烟草产业已经有所回暖。

图表 4：我国卷烟月销量及同比增速（单位：万箱，%）



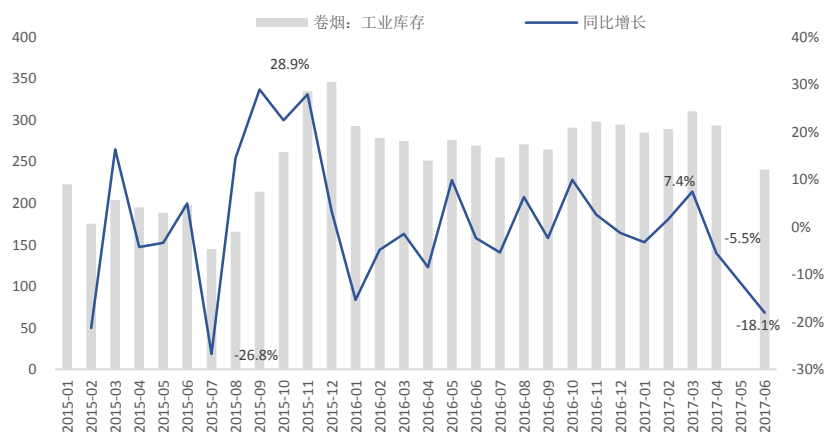
资料来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图表 5：我国卷烟月产量及同比增速（单位：万箱，%）



资料来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图表 6：我国卷烟工业库存当月值及同比增速（单位：万箱，%）



资料来源：wind 资讯，东吴证券研究所

1.2 市场集中度分散，份额向客户开发力强的龙头企业集中

国内已上市的烟标企业共 6 家，具体包括劲嘉股份、东风股份、永吉股份、新宏泽、澳科控股（港股）、贵联控股（港股）：

- **劲嘉股份**：定位中高端，具有高技术和高附加值，毛利率维持在 40%以上；近五年销量 CAGR 达 5.67%，明显快于行业平均。
- **东风股份**：产业链体系完备，毛利率约在 50%左右；近五年销量 CAGR 达 5.95%，客户拓展速度加快，达到全国化规模。
- **澳科控股**：同时生产高、中、低端产品，中高端收入占比 60%-70%，毛利率约 30%左右；曾是烟标行业第一大龙头，逐渐被赶超。
- **贵联控股**：定位偏低端，毛利率在 30%左右；2016 年销量 210 万大箱，发展受限制于国内卷烟消费结构的升级。
- **永吉股份**：定位中高端，毛利率在 35%左右；贵州中烟是其最大的客户，贡献了 94%的收入。
- **新宏泽**：定位偏低端，毛利率在 35%左右；下游覆盖 8 家中烟公司，但是每个公司订单量都不大。

根据永吉股份的招股书，目前烟标市场的参与主体大致分为三类：

（1）以劲嘉股份、东风股份为代表的已经上市的全国性烟标印刷企业，市场份额约 30%；（2）中小型、地方性烟标印刷企业，市场份额约 30%-40%；（3）卷烟厂下属的“三产”企业，市场份额约 30%-40%。我们以“可比公司历年销售均价（假定代表烟标产品均价）* 卷烟总销量（假定代表烟标总销量）”进行市场空间的简单测算，则 16 年烟标行业的市场规模约在 300 亿元上下，其中劲嘉的市场份额占比约为 7.58%，且这个比例持续在提升。

图表 7：可比公司近年烟标业务收入及市场份额（单位：亿元，%）

	2012	2013	2014	2015	2016	CAGR
劲嘉股份	19.30	18.70	20.03	23.91	24.00	5.60%
东风股份	16.05	15.79	18.05	20.18	20.64	6.48%
澳科控股	28.84	29.22	27.74	27.12	22.51	-6.01%
贵联控股	13.40	14.51	13.09	12.12	12.22	-2.29%
永吉股份	3.19	3.39	3.46	3.23	3.21	0.17%
新宏泽	2.74	3.37	2.75	2.43	2.67	-0.66%
行业规模测算	363.81	359.78	350.07	356.11	316.76	
劲嘉市场份额	5.31%	5.20%	5.72%	6.71%	7.58%	
CR6	22.96%	23.62%	24.31%	24.99%	26.92%	

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

通过测算可以看到，12-16 年 6 家上市公司的合计市场份额由 22.96%持续上升至 26.92%，且近两年在行业承压的大背景下增幅提速。因此，未来一些规模较小、技术水平较低、设计能力较弱的烟标企业将被逐步淘汰，市场份额将向优势企业集中，行业集中度有望进一步提升。

对比几家上市企业收入的成长性可以看到，2012-2016 年劲嘉和东风收入的年均增速分别为 5.60%和 6.48%，快于行业平均。相比之下，贵联和澳科两家曾经的龙头公司则并无起色。实际上，澳科自 2010 年以来就未再进行过并购或进行产能扩张，因此逐渐与劲嘉、东风等积极通过外延开发新客户和订单的对手逐渐拉开差距。我们认为，烟标企业的核心竞争力在于其开发新市场及获取订单的能力，市场份额将最终向具有较强客户开拓能力的企业进行集中。从目前上市公司的客户结构来看，劲嘉股份通过江西丰彩丽、重庆宏声、青岛嘉泽、江苏顺泰、长春吉星等多起并购，形成了基本覆盖国内重要卷烟生产区域的市场网络。

图表 8：可比公司主要客户及产品单价情况

	主要客户	单价（元/箱）
劲嘉股份	安徽中烟、云南中烟、贵州中烟、川渝中烟、江西中烟、 江苏中烟、山东中烟	749.22
东风股份	贵州中烟、广西中烟、广东中烟、湖南中烟、云南中烟、 吉林中烟	761.88
澳科控股	广东中烟、浙江中烟、云南中烟、江苏中烟、山东中烟、 陕西中烟	-
贵联控股	-	581.77
新宏泽	云南中烟、四川中烟、重庆中烟、浙江中烟、湖北中烟、 广东中烟、贵州中烟	501.11
永吉股份	贵州中烟、湖北中烟	768.11

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 三产剥离加速，行业出现整合契机

2.1. 政策催化下烟草行业加速三产剥离

我国的国有烟草公司凭借垄断地位积累了大量资金，拥有很多包括烟标在内的配套三产和多元投资项目，范围涉及能源、化工、旅游、酒店、烟标等。由于庞大资产未能高效运营并带来合理的回报收益，国家从 2002 年开始出台政策推进“三产剥离”，且近年相关政策密集出台，催化烟草行业主辅分离加速，客观上驱动国内烟标市场进行充分竞争。

图表 9：国家关于烟草业三产剥离的相关政策

时间	关于烟草业“主辅分离、辅业改制”的相关政策
2002 年	中央开始在国有大中型企业中推行“主辅分离、辅业改制”改革政策。
2005 年 10 月	国资委等三部门联合提出《关于进一步规范国有大中型企业主辅分离辅业改制的通知》，启动了国有企业主辅分离。
2007 年 12 月	国家烟草专卖局要求省级以下烟草公司原则上不进行新的多元化项目的投资。通过关停并转、整合重组多元化企业剥离不良资产，保值增值。
2008 年 4 月	国家烟草专卖局发文要全面剥离不是很在行、不是很优良、不和主业密切相关的企业。
2008 年 10 月	国资委出台了《关于规范国有企业职工持股、投资的意见》，继续强调国有大中型企业主辅分离辅业改制，并设立不符规定的国有企业股权退出时间表为 1 年。
2011 年底	国家烟草局内部文件要求 2012 年 6 月 30 号之前职工持股从三产企业里退出。
2014 年	国务院发布《国务院关于加强发展生产性服务业促进产业结构调整升级的指导意见》要求加快发展生产性服务业，支持企业服务外包。
2015 年 11 月	财政部指出要指导和推动国有企业通过产权市场收缩退出低效、无效、不具备竞争优势的业务领域。
2016 年	《国务院办公厅关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》提出：梳理企业非主营业务和资产，对与主业无互补性、协同性的低效业务和资产，加大清理退出力度，实现国有资本形态转换。

资料来源：国家烟草专卖局，东吴证券研究所

在主辅分离大背景下，各地烟草公司逐步落实大规模非烟资产的清理和整顿。剥离旗下资产的方式主要有：（1）产权交易所挂牌转让；（2）非公开股权转让；（3）政策性关闭破产。2008 年至今，已经有 20 多笔中烟省级分公司旗下的资产在北京产权交易所完成了转让，但公开转让还尚未出现涉及烟标生产或包装印刷的先例，已完成的烟标行业并购中，标的来自中烟公司的不多，且均为非公开剥离。我们预计烟标三产剥离将主要通过非公开股权转让的方式来实现。

图表 10：国家烟草行业相关三产剥离案例

时间	中烟公司	标的	受让公司
2008 年 9 月	安徽中烟	安徽安泰包装材料	劲嘉股份
2011 年 12 月	川渝中烟	重庆宏声	劲嘉股份
2013 年 6 月			
2014 年 10 月	云南中烟	玉溪印刷、曲靖福牌、大理美登	上海绿新

资料来源：国家烟草专卖局，东吴证券研究所

2.2. 劲嘉股份具有成为整合者的实力

根据烟标市场的收入规模以及企业结构,我们预计目前国有烟草公司下属“三产”企业的市场份额约为 100 亿元左右,一旦三产实现完全剥离,可供整合的烟标市场很大。我们认为具有资金和生产实力的龙头企业将扮演行业整合者的角色,而烟草企业附属的中小型烟标厂、原料厂将越来越多的成为整合标的。**劲嘉股份具有充足的现金流和丰富的行业并购经验,具有担当行业整合者的实力。**

第一, 现金流充裕负债率低。劲嘉上市以来的经营性现金流始终较为稳定,2016 年底账上现金及现金等价物余额高达 6.9 亿元。公司很少进行长期借款,资产负债率一直处于较低水平,2017H1 资产负债率仅为 24.82%。

图表 11: 劲嘉现金流和负债情况 (单位: 百万元)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
经营性净现金流量	649.28	677.27	498	717.42	799.62	918.19	379.36
现金及现金等价物	846.42	541.09	469.45	574.55	504.39	690.15	510.20
资产负债率	32.61%	37.70%	31.97%	23.74%	18.51%	27.98%	24.82%
长期借款	0	0	100	0	0	0	0

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

第二, 成熟出色的烟标行业并购历史。公司通过收购宏声印务、顺泰包装、中丰田光电科技、吉星印务、宏声印务等一系列企业,在提升了所收购烟标企业技术能力的同时成功实现了规模扩张。

图表 12: 劲嘉烟标行业并购史 (单位: 百万元)

时间	对象	主要客户	主要产品	收购股权	支付金额
2008.01	湖州天外绿色包装印刷	浙江中烟、武汉烟草、湖南中烟、福建中烟	“七匹狼”“黄鹤楼”“芙蓉王”牌香烟烟标	29%	118.32
2009.06	湖州天外绿色包装印刷	浙江中烟、武汉烟草、湖南中烟、福建中烟	“七匹狼”“黄鹤楼”“芙蓉王”牌香烟烟标	24.05%	101.96
2008.10	安徽安泰包装材料	安徽中烟	“黄山”	42.06%	279.63
2011.12	江西丰彩丽	江西中烟、云南红塔	“金圣”“庐山”“红塔”牌香烟烟标	52%	120
2011.12	重庆宏声	川渝中烟、云南中烟	“娇子”“云烟”牌香烟烟标	57%	285
2014.03	重庆宏声	川渝中烟、云南中烟	“娇子”“云烟”牌香烟烟标	9%	66.1
2012.09	江苏顺泰	江苏中烟	“南京”“苏烟”牌香烟烟标	49%	380
2014.12	江苏顺泰	江苏中烟	“南京”“苏烟”牌香烟烟标	51%	325
2015.12	宏劲印务	川渝中烟	“宏声”“龙凤呈祥”“娇子”、“红塔山牌香烟烟标	33%	175

2016.04	吉星印务	吉林烟草、黑龙江烟草、河南中烟	“长白山”、“红塔山” “南京红”牌香烟烟标	70%	224
---------	------	-----------------	---------------------------	-----	-----

资料来源：公司年报，东吴证券研究所

3. 主业经营稳健，“大包装+大健康”成长点明确

劲嘉股份是我国卷烟包装的领军企业。2011-2015 年，公司总营收由 23 亿增至近 28 亿，年均增速约 4.28%；扣非净利润由 3.76 亿增至 6.83 亿，年均增速约 16.09%。2016 年，由于下游行业环境恶化，上游白卡纸价格上升成本端承压，叠加自身受到川渝中烟拆分的影响，导致公司 2016 年收入增长缓慢，且利润首次出现下滑。我们预计 2017 年随着烟草产业回暖及川渝中烟订单恢复，公司的经营将有所恢复。

图表 13：公司基本财务状况（单位：百万元，%）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
营业收入	2300.27	2152.15	2136.51	2323.24	2720.05	2776.95	1421.9
yoy	13.66%	-6.44%	-0.73%	8.74%	17.08%	2.09%	9.27%
营业成本	1416.48	1338.09	1283.78	1359.8	1471.32	1629.26	785.9
yoy	14.20%	-5.53%	-4.06%	5.92%	8.20%	10.73%	5.30%
毛利	883.8	814.06	852.73	963.44	1248.72	1147.7	636.0
毛利率	38.42%	37.83%	39.91%	41.47%	45.91%	41.33%	44.73%
销售费用	81.98	71.92	67.99	64.44	82.88	87.56	41.48
销售费用率	3.56%	3.34%	3.18%	2.77%	3.05%	3.15%	2.92%
管理费用	211.1	223.02	265.17	305.84	350.78	406.29	168.31
管理费用率	9.18%	10.36%	12.41%	13.16%	12.90%	14.63%	11.84%
财务费用	16.38	29.5	38.53	26.24	-1.23	5.77	6.38
财务费用率	0.71%	1.37%	1.80%	1.13%	-0.05%	0.21%	0.45%
三费率	13.45%	15.08%	17.40%	17.07%	15.90%	17.99%	15.20%
扣非后归母净利润	376.48	426.33	465.32	565.32	683.47	439.45	289.21
yoy	27.38%	13.24%	9.14%	21.49%	20.23%	-35.70%	18.07%
净利率	19.94%	21.60%	23.22%	26.05%	29.02%	22.97%	24.58%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

3.1. 烟标以高端化产品为主，主业经营稳健

公司主营高端卷烟的烟标印刷及相关包装材料的设计、生产和销售，目前已经建立包装材料镭射膜、镭射纸到烟标印刷包装的完整产业链，是国内综合实力领先的包装印刷服务一体化服务商。依靠较强的产品开发和供应能力，公司已经和 18 个省级中烟公司建立合作关系，下游客户包括“芙蓉王”、“黄鹤楼”、“长白山”、“苏烟”等知名香烟品牌。

图表 14：公司烟标产品展示



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

烟标业务为公司收入和利润的主要来源，2016 年贡献公司 86.4%的收入和 85.4%的毛利，是公司发展的核心驱动所在。2016 年，公司烟标收入达 24 亿元，同增 0.4%；镭射包装材料收入 4.69 亿元，同降 5.9%；精品包装收入 1.73 亿元，同增 23.4%。尽管精品包装业务目前体量尚小，但近年发展迅速，未来有望成为公司新增业务成长点。

公司烟标主营 2011-2016 年收入的年均增速约为 3.25%，整体经营稳健。2014 年以后，烟草行业逐渐承压，但劲嘉却连续实现收入逆市增长，体现出龙头较强的抗风险能力。我们认为，劲嘉烟标收入能够保持增长的原因在于：（1）上下游环境恶化迫使小企业退出，为劲嘉等龙头企业提供了整合良机。（2）烟标行业产品结构优化，有利于劲嘉等高端烟标产品生产企业提升市场份额。

图表 15：劲嘉烟标业务历史数据（单位：百万元，%）

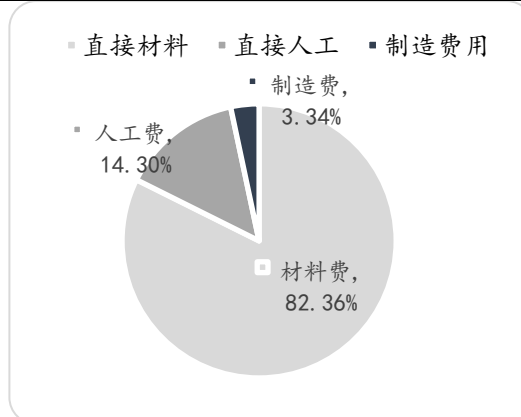
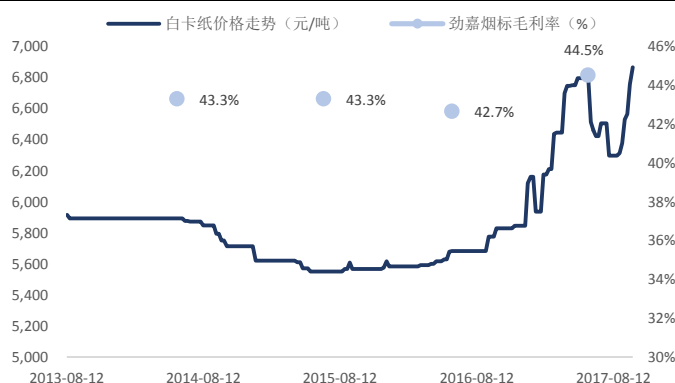
烟标	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
销量（万箱）	288	257	235	263	314	320	-
单位收入（元/箱）	709.8	751.2	796.4	761.6	761.5	749.2	-
烟标收入	2045	1930.3	1869.8	2002.6	2390.9	2400.5	1162.3
yoy		-5.60%	-3.10%	7.10%	19.40%	0.40%	4.83%
收入占比	88.90%	89.70%	87.50%	86.20%	87.90%	86.40%	81.74%
成本	1214.9	1184.3	1101.3	1155.3	1311.1	1420.6	644.9
yoy		-2.50%	-7.00%	4.90%	13.50%	8.30%	1.42%
毛利润	830.08	746.06	768.5	847.3	1079.8	979.9	517.4
单位毛利（元/箱）	288.1	290.3	327.3	322.2	343.9	305.8	-
yoy		-10.10%	3.00%	10.30%	27.40%	-9.30%	-
毛利率	40.59%	38.65%	41.10%	42.31%	45.16%	40.82%	44.50%
变动		-1.90%	2.50%	1.20%	2.90%	-4.30%	1.87%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

收入增长驱动一：成本端原料价格上涨，提供并购良机。烟标行业的上游原料主要是白卡纸。根据劲嘉招股书，烟标企业原料成本占比总成本约 80%。2016 年年底至今，受到行业自然出清及环保因素的催化，上游原料白卡纸价格由 16

年4月的5600元/吨涨至17年4月的6749元/吨，涨幅达近50%。在行业下游需求萎靡的背景下，叠加纸价持续走高，以劲嘉为代表的龙头企业毛利率空间有所压缩（15年的45.2%降至16年的40.8%），材料利用效率较差的烟包企业生存则变得更加艰难，客观上加速了行业的并购整合。以劲嘉、东风为代表的烟标龙头在2016年积极进行收购扩张（劲嘉收购重庆宏声剩余股权和吉星印务），使得烟标收入维持增长。

图表 16：白卡纸价格与劲嘉烟标毛利率（单位：元/吨，%）



资料来源：wind 资讯，东吴证券研究所

资料来源：公司年报，东吴证券研究所

收入增长驱动二：受益于烟标产品结构高端化。从近年行业产品结构来看，中高档一二类卷烟的消费占比逐渐提升，而中低端的三四五类卷烟占比则均呈现大幅下滑趋势，说明产品结构优化是行业未来发展的主流趋势。纵观已经上市的6家企业，劲嘉定位于高端市场，2016年烟标产品的平均单位约为750元/箱，大幅高于贵联控股（582元/箱）、新宏泽（501元/箱），我们预计劲嘉将最为受益于烟草行业消费升级。

图表 18：近年五类卷烟销量占比变动情况（单位：%）

	一类卷烟	二类卷烟	三类卷烟	四类卷烟	五类卷烟
2013	19.02%	9.13%	47.02%	18.12%	6.71%
2014	21.82%	10.65%	44.98%	16.76%	5.77%
2015	24.34%	12.15%	43.59%	15.01%	4.92%
2016	23.09%	12.87%	43.24%	15.58%	5.12%
2017H1	26.71%	14.93%	41.06%	13.43%	3.87%

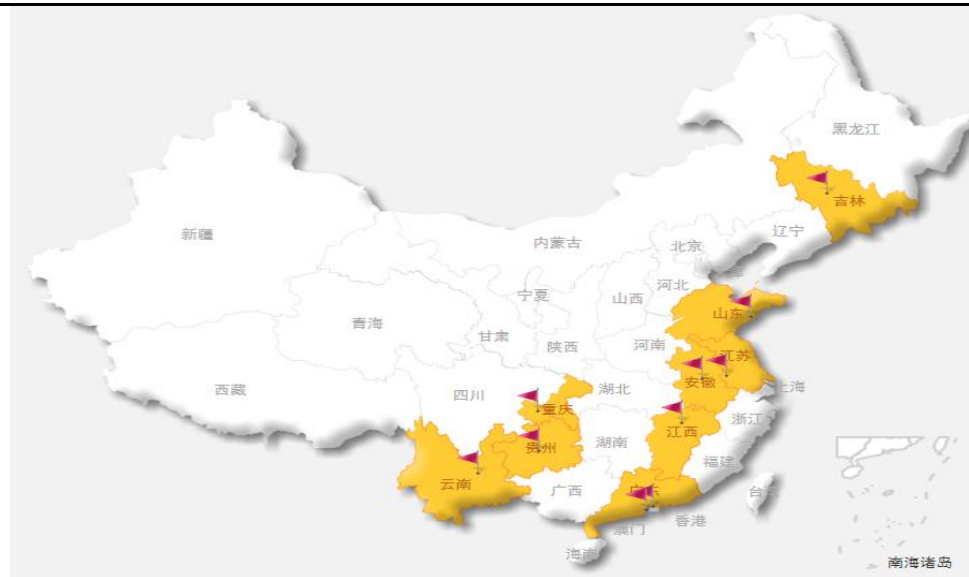
资料来源：烟草在线，东吴证券研究所

3.2. 产能布局完善，具有较强的客户开发能力

烟标企业的经营模式主要是通过参与下游卷烟企业的招投标获取订单，并按照客户的订单组织生产和销售，因此客户的获取和服务能力是烟标公司的核心所在。考虑到卷烟企业普遍需要大规模的供应力，以及烟标印刷企业为其提供本地支持，业内领先的烟标企业普遍拥有覆盖核心省份的生产及营销网络布局。目前

劲嘉的产能建设能够有效覆盖烟草核心市场，服务半径辐射东北、华东、华中、西南及华南地区。

图表 19：劲嘉产能基地布局



资料来源：烟草在线，东吴证券研究所

近年，劲嘉通过并购不断打开市场，开拓新的客户。如 2011 年收购江西丰彩丽 52% 股权，进军江西中烟、云南中烟；2012 年收购全资收购江苏顺泰，进军江苏高端烟标市场；2016 年收购长春吉星 70% 股权的收购，进军东北市场。从公司前五大客户结构来看，收入占比较为稳定，由 2011 年的 62.72% 略微下降至 2016 年的 57.57%。表明劲嘉在和江苏、安徽、贵州几个老牌中烟公司保持长期稳定合作关系的基础上，进行了新客户的开发。

图表 20：前五大客户收入占比（单位：百万元，%）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
收入合计	1442.82	1466.88	1395.75	1434.78	1784.37	1598.76
收入占比	62.72%	68.16%	65.33%	61.76%	65.60%	57.57%

资料来源：公司年报，东吴证券研究所

3.3. 川渝中烟拆分，短线影响重庆宏声业绩

根据公司年报披露的历年子公司经营状况，安徽安泰、江苏劲嘉和江苏顺泰、重庆宏声、贵州劲嘉是公司收入贡献的主力，可见江苏中烟、安徽中烟、贵州中烟、川渝中烟是公司核心客户区域。值得注意的是，公司子公司重庆宏声 16 年由于受到川渝中烟拆分的影响，订单量、采购数量下降，且部分烟标产品欠款未能收回，部分收入也未能确认，净利润下滑幅度较大，拖累了去年劲嘉股份的盈利情况。今年一季度川渝中烟拆分完毕，且重庆宏声的订单量已经趋于稳定，我们预计该子公司净利润在 17 年将有所恢复。

图表 21：劲嘉子公司历年收入情况（单位：百万元）

	2013		2014		2015		2016		2017H1	
	营收	净利	营收	净利	营收	净利	营收	净利	营收	净利
中华香港	1	19	0	164	0	82	0	21	0	25
安徽安泰	556	155	489	146	566	182	337	111	213	80
重庆宏声	556	97	668	165	660	153	385	4		
贵州劲嘉	236	65	281	75	225	73	160	51	143	40
江苏顺泰	250	84	240	88	195	68	192	73	100	38
中丰田光电	256	15	422	27	324	60	338	65	224	34
青岛嘉颐泽		-3	56	0	65	3	78	4	49	3
江苏劲嘉	209	31	237	36	344	103	342	95	233	78
昆明彩印	127	-8	180	8	194	19	177	21	100	11
长春吉星							77	24	48	11
江西丰彩丽	75	9	92	11	98	16	57	5	16	-1
贵州劲瑞	47	7	50	10	61	15	32	4	17	2
深圳劲嘉					4	-6	91	-12	47	-5
劲嘉科技			31	2	33	-12				
劲嘉物业	11	3	12	3	12	3				

资料来源：公司年报，东吴证券研究所

3.4. 转型大包装，打开业务成长空间

劲嘉从 2008 年起提出转型精品大包装的发展思路，并先后切入中高端消费品如电子产品（OV 魅族）、食品（贵盐）、酒（茅台醇）、化妆品等包装领域，打开自身包装产业的成长空间。

由于生产工艺有所差异，公司布局精品包装产能基地，目前的生产线主要分布在重庆和深圳。其中重庆生产基地于 2014 年建成，为步步高、冷酸灵等提供印刷包装服务的基础上，为电子消费品、化妆品进行小批量生产，并积极开拓国际客户；深圳生产基地的一、二期项目分别于 2015 年和 2016 年下半年落地并进驻生产，我们预计在 2018 年全面达产，现阶段客户主要包括步步高、VIVO、魅族、“茅台醇”等。随着产能的陆续释放，公司 2015、2016 年精品包装业务的收入同增 85.66%、23.36%，已经进入业绩爆发期。

图表 22：精品包装业务情况（单位：百万元、%）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
营业收入	76.78	63.99	87.01	75.59	140.34	173.13	112.45
yoy	-	-16.66%	35.97%	-13.12%	85.66%	23.36%	75.02%
营业成本	73.95	56.56	79.03	70.38	125.07	149	-
毛利	2.83	7.44	7.98	5.21	15.27	24.13	-
毛利率	3.69%	11.62%	9.17%	6.90%	10.88%	13.94%	-
收入占比	3.30%	3.00%	4.10%	3.30%	5.20%	6.20%	7.91%

资料来源：公司年报，东吴证券研究所

此外，公司不断推动精品包装的智能化进程，在包装物联网建设方面取得了实质性进展，如建设了 RFID 产品溯源平台、开发了智能包装防伪营销和大数据服务增值应用系统等，有利于公司提高信息化水平，加强商品防伪标识和溯源，提升运营效率。2017 年 7 月 11 日，公司非公开发行股票获得中国证监会核准，非公开发行股票不超过 1.89 亿股，发行价格 8.74 元/股，募集资金总额不超过 16.5 亿元，用于精品包装建设。其中，复星安泰（复星系）认购 12 亿元，占本次非公开发行比例的 72.72%；劲嘉创投（董事长控股 90%）认购 2 亿元，占比 12.12%；黄华（董事长助理）、侯旭东（副总经理）、李德华（副总经理）、张明义（副总经理）4 人共认购 2.5 亿元，占比 15.16%。

图表 23：募集资金拟投入情况

序号	项目名称	项目投资金额 (万元)	项目投资金额 (万元)
1	基于 RFID 技术的智能物联运营支撑系统项目	52,200.00	52,200.00
2	贵州省食品安全（含药品保健品）物联网与大数据营销溯源平台项目	39,290.00	18,174.00
3	新型材料精品包装及智能化升级项目	51,928.60	38,427.00
	劲嘉新材料精品包装项目	15,140.00	15,140.00
	劲嘉智能化包装升级项目	8,322.24	8,322.24
	江苏新材料精品包装及智能化升级技术改造项目	7,981.96	7,981.96
	安徽新材料精品包装及智能化升级项目	9,582.72	9,582.72
4	贵州新材料精品包装及智能化升级项目	92,955.52	79,453.92
	小计	15,392.00	15,172.08
	包装技术研发中心项目	199,837.52	165,000.00
	合计		

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3.5. 切入大医疗，未来发展前景广阔

劲嘉在 2015 年底制定五年规划时提出进入大健康领域尤其是基因、细胞等精准医疗和抗衰老领域。2015 年 12 月，公司与中山大学抗衰老研究中心签署了《战略合作意向书》，计划在“基因编辑与细胞治疗”等生物技术领域开展合作，共同建立基于 CRISPR/Cas9 技术的地中海贫血疾病基因修正的技术体系。

2016 年 7 月定增获批后，公司通过引入战略投资伙伴复星国际，在三个领域展开深度合作：（1）大包装产业链上产品 and 应用范围的延伸；（2）大健康领域的共同投资；（3）大包装、大健康领域的全球化产业拓展、业务合作，及其他经双方协商一致的战略合作事宜。大健康领域一直是复星自创立以来的核心板块，复星健康也是医药健康行业的领军者。此外，复星国际旗下复星医药、星堡老年服务和星益健康业务在大健康领域具备成熟运作经验，与复星战略合作有利于公司大健康领域的进一步布局。

3.6. 电子烟市场具有看点

2014 年全国烟草工作会议上提出：“把握国际烟草市场发展趋势，高度重视加热不燃烧卷烟、电子烟、口含烟等新型烟草制品研发，并将其作为关系行业可持续发展的战略性、全局性、长远性重大课题。”截至 2016 年底，我国已有 18 个城市制定地方性无烟环境法规、规章，为国内电子烟的发展提供了良好的基础。

我国电子烟发展尚处于初级阶段。据世界卫生组织数据显示，截至 2015 年底，美国吸烟人口数量 4848 万（成人吸烟率 15.2%），仅占中国烟民数量的 13.8%，但电子烟市场需求已经超过 10 亿美元。据烟草在线数据显示，至 2016 年我国电子烟市场规模仅 32 亿元人民币左右（18 亿元线上、12 亿元线下、2 亿元其他渠道），未来仍具较大扩张空间。

据中商产业研究院数据显示，2014 年全球电子烟市场规模约 62.8 亿美元，且其中 90%以上都是产自中国深圳。深圳作为我国电子烟市场的集散地，目前拥有近千家企业，行业处于完全竞争局面。劲嘉于 2014 年 2 月与深圳市合元科技有限公司签署成立电子烟合资公司的相关协议，并于 2014 年 4 月 30 日成立子公司深圳合元劲嘉电子科技有限公司（劲嘉持股比例 51%），是我国电子烟市场较早的进入者，在行业内处于第一梯队的位置，具有较好的规模实力和订单优势，为公司培育新的利润增长点。随着电子烟市场逐渐成熟，行业有望走向整合，未来具有渠道优势的企业将有望成为主导。

图表 24：国内电子烟竞争格局

地位	公司名单	企业数量占比
第一梯队	合元科技、卓尔悦、新宜康、斯莫克、康尔、丝摩尔、捷仕博、英德尔、赛乐宝、凯美瑞、vision 等	5%
第二梯队	赛尔美、爱卓依、爱思莫克、康斯德、思格雷等	20%
第三梯队	斯宝帝、诺泰科、金顿仕等	75%

资料来源：公开资料，东吴证券研究所

4. 可比公司分析

4.1. 收入、利润规模行业领先，扣非利润触底上升

2016 年劲嘉实现销售收入 27.77 亿，同比增长 2.09%，领先于其他几家上市公司，但同年扣非利润仅 4.39 亿元，同比出现大幅下滑。2016 年公司利润下滑的主要原因由于子公司重庆宏声受到川渝中烟拆分的影响，导致 16 年净利润同比下滑 1 个亿，拖累公司业绩。此外，烟标行业不景气及上游白卡纸价格上涨，精品包装二期工厂投产也为公司利润增长带来一定压力。

2017H1，公司收入和扣非净利润同比均实现增长，收入增速恢复至 9%左右，

利润增速回升至 18%。可见在烟草行业企稳的背景下，公司主业具有向上弹性。

重庆宏声方面，一季度重庆中烟和四川中烟的订单水平开始恢复。此外，精品智能包装随着产能释放，我们预计全年将实现扭亏为盈。

图表 25：劲嘉股份及可比上市公司销售收入及同比增长情况（单位：百万元、%）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
劲嘉股份	2300.27	2152.15	2136.51	2323.24	2720.05	2776.95	1421.90
yoy	13.66%	-6.44%	-0.73%	8.74%	17.08%	2.09%	9.27%
东风股份	1535.22	1765.1	1801.53	2002.05	2219.44	2341.64	1471.90
yoy	13.13%	14.97%	2.06%	11.13%	10.86%	5.51%	24.48%
澳科控股	2737.08	2926.86	2963.71	2810.63	2757.77	2302.6	949.90
yoy	26.84%	6.91%	4.43%	-5.48%	-7.61%	-21.80%	-5.11%
贵联控股	1377.71	1581.8	1652.33	1350.67	1262.55	1264.48	534.20
yoy	12.35%	14.79%	7.73%	-9.42%	-11.98%	-6.20%	3.29%
永吉股份	420.65	324.89	345.09	350.7	328.76	327.93	144.25
yoy		-22.76%	6.22%	1.63%	-6.26%	-0.25%	-15.37%
新宏泽	211.34	276.36	338.64	276.52	243.8	268.31	105.87
yoy		30.76%	22.54%	-18.34%	-11.83%	10.05%	-5.45%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 26：劲嘉股份及可比公司扣非后归母净利润及净利率水平（单位：百万元、%）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
劲嘉股份	376.48	426.33	465.32	565.32	683.47	439.45	289.21
yoy	27.38%	13.24%	9.14%	21.49%	20.23%	-35.70%	18.07%
净利率	19.94%	21.60%	23.22%	26.05%	29.02%	22.97%	20.34%
东风股份	586.6	598.12	670.2	700.59	705.97	555.22	335.22
yoy	45.04%	1.96%	12.05%	4.53%	0.77%	-21.35%	8.67%
净利率	36.89%	34.76%	40.25%	38.28%	35.15%	25.50%	22.77%
澳科控股	437.01	334.11	306.57	278.87	191.51	133.15	152.38
yoy	15.39%	-23.56%	-5.37%	-9.34%	-35.34%	-34.88%	39.85%
净利率	17.22%	12.58%	11.66%	11.44%	9.79%	8.90%	16.04%
贵联控股	323.15	347.97	346.6	354.74	315.76	241.67	98.05
yoy	29.24%	7.66%	2.73%	1.13%	-14.83%	-28.32%	-19.93%
净利率	24.62%	23.74%	23.88%	28.21%	25.92%	20.32%	18.35%
永吉股份		92.69	96.68	90.88	87.41	86.82	41.15
yoy			4.31%	-6.00%	-3.82%	-0.67%	-7.49%
净利率		28.48%	28.02%	26.40%	27.76%	28.58%	28.53%
新宏泽	55.32	45.86	68.24	51.86	36.48	48.31	15.10
yoy		-17.14%	48.79%	-24.00%	-29.58%	32.44%	-15.94%
净利率	25.61%	15.71%	20.24%	18.76%	14.99%	18.75%	14.26%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

4.2. 主营产品高端化，毛利率水平高于同行

近年随着公司烟包产品精品化，毛利率基本处于上升态势，且综合水平大幅高于同行。其中，（1）公司烟标毛利率 2016 年由于上游白卡纸价格上涨，且同期公司产品单价出现小幅下滑，致使公司同期烟标毛利率下跌至 40.82%，而至 2017 年中报随着行业复苏，已经恢复至 44.50%。（2）镭射包装产品毛利率基本在 20% 左右，且波动较小。（3）精品包装毛利率在 2015、2016 年持续提高，未来随着定增项目的落地和产能释放，精品包装业务的技术水平和附加值均有望进一步提高，毛利率也将逐渐上升。

图表 27：可比公司毛利率对比情况（单位：%）

毛利率	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
劲嘉股份	38.42%	37.83%	39.91%	41.47%	45.91%	41.33%	44.73%
东风股份	52.87%	52.22%	53.58%	53.46%	50.07%	44.78%	41.89%
澳科控股	33.79%	30.03%	29.21%	30.90%	31.53%	30.92%	29.96%
贵联控股	30.49%	29.95%	31.29%	32.46%	30.91%	29.13%	26.59%
永吉股份		38.47%	36.40%	34.49%	36.82%	36.91%	36.28%
新宏泽	45.14%	36.43%	40.23%	41.45%	38.01%	38.81%	35.13%
平均	40.57%	37.42%	38.14%	38.55%	37.47%	36.11%	35.76%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 28：劲嘉股份分产品毛利率情况（单位：%）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
烟标	40.59%	38.65%	41.10%	42.31%	45.16%	40.82%	44.50%
变动（±）	0.48%	-1.94%	2.45%	1.21%	2.85%	-4.34%	3.68%
镭射包装材料	17.36%	20.80%	19.74%	17.13%	22.83%	25.20%	24.10%
变动（±）	2.54%	3.44%	-1.06%	-2.61%	5.70%	2.36%	-1.10%
精品包装	3.69%	11.62%	9.17%	6.90%	10.88%	13.94%	-
变动（±）	-	7.93%	-2.45%	-2.27%	3.98%	3.06%	-

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

4.3. 控费能力需要进一步提升

由于公司近年逐渐加大新品设计打样投入，导致三费率有所上升，略高于同行业可比公司，表明公司的控费能力需要进一步改善。拆分三费率可以看到，公司销售费用率较为合理，维持在 3% 左右；财务费用率较低，利息费用支出逐年减少；但管理费用率却从 2011 年的 9.18% 升至 2017 年 H1 的 11.84%。

公司管理费用率增加的原因在于：（1）公司为开发新产品，新技术而加大研发费用和人员的投入；（2）管理人员工资薪酬持续上涨；（3）子公司合并财务报表范围增加等情况略有上升。未来随着子公司业务趋于稳定，我们预计公司管理费用率未来具有压缩空间。

图表 29：同行业可比公司期间费用率比较（单位：%）

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
劲嘉股份	销售费用率	3.56%	3.34%	3.18%	2.77%	3.05%	3.15%	2.92%
	管理费用率	9.18%	10.36%	12.41%	13.16%	12.90%	14.63%	11.84%
	财务费用率	0.71%	1.37%	1.80%	1.13%	-0.05%	0.21%	0.45%
	合计	13.45%	15.07%	17.39%	17.06%	15.90%	17.99%	15.21%
东风股份	销售费用率	2.82%	2.92%	3.29%	3.20%	3.13%	3.02%	2.97%
	管理费用率	9.21%	9.74%	10.06%	10.15%	10.80%	12.85%	9.91%
	财务费用率	1.12%	0.39%	-0.08%	0.79%	0.36%	0.66%	1.03%
	合计	13.15%	13.05%	13.27%	14.14%	14.29%	16.53%	13.91%
澳科控股	销售费用率	4.40%	5.25%	4.82%	3.99%	0.62%	0.77%	2.15%
	管理费用率	7.49%	7.08%	7.09%	8.04%	10.89%	12.33%	6.59%
	财务费用率	0.79%	1.40%	1.74%	2.30%	2.44%	3.28%	2.67%
	合计	12.68%	13.73%	13.65%	14.33%	13.95%	16.38%	11.41%
贵联控股	销售费用率	2.78%	2.51%	2.43%	2.15%	3.05%	3.07%	2.14%
	管理费用率	5.76%	5.20%	7.38%	6.69%	6.76%	6.50%	5.25%
	财务费用率	1.71%	2.93%	4.32%	2.69%	2.48%	1.81%	1.69%
	合计	10.25%	10.64%	14.13%	11.53%	12.29%	11.38%	9.08%
永吉股份	销售费用率		1.25%	1.28%	1.35%	1.22%	1.23%	1.68%
	管理费用率		5.51%	5.02%	4.60%	5.34%	6.32%	6.98%
	财务费用率		1.32%	0.60%	-0.02%	-0.09%	-0.17%	-1.02%
	合计		8.08%	6.90%	5.93%	6.47%	7.38%	7.64%
新宏泽	销售费用率	5.48%	4.62%	3.50%	3.78%	3.70%	3.09%	2.83%
	管理费用率	9.56%	10.36%	8.18%	11.31%	11.79%	11.01%	12.36%
	财务费用率	-0.04%	0.92%	0.62%	-0.01%	-0.06%	0.11%	-0.02%
	合计	15.00%	15.90%	12.30%	15.08%	15.43%	14.21%	15.17%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

4.4. 资产周转能力相对出色

公司应收账款周转率自 2012 年起始终高于行业平均，周转能力相对较为出色。由于近年来公司主要客户应收账款金额每年增加较多，公司周转率近年来相对自身有所下滑。存货周转率方面，公司略差于行业平均，库存压力较大。近年公司去库存效果显著，存货周转速度每年提升。2016 年由于新增合并重庆宏声、重庆宏劲及长春吉星报表，存货周转率小幅走低。2017 年随着重庆宏声出表，我们预计应收账款周转和存货周转将有所向好。

图表 30：可比公司应收账款周转情况（单位：次/年）

应收账款周转率	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
劲嘉股份	7.53	7.01	6.11	5.88	5.29	3.85	1.75
东风股份	5.47	6.05	5.29	4.29	3.46	2.91	1.67
澳科控股	6.88	5.78	5.58	5.83	4.86	3.22	1.16
贵联控股	5.08	2.74	2.45	2.13	1.96	1.69	0.71
永吉股份		3.73	4.11	3.91	3.12	2.87	1.25
新宏泽	33.93	12.01	9.03	7.31	3.35	2.65	1.08
平均	12.84	6.06	5.29	4.69	3.35	2.67	1.27

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 31：可比公司存货周转情况（单位：次/年）

存货周转率	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
劲嘉股份	2.81	2.69	2.62	2.83	3.32	3.12	1.38
东风股份	1.99	1.99	1.84	1.49	1.44	1.54	1.01
澳科控股	5.75	5.63	5.94	6.67	7.24	7.11	4.00
贵联控股	9.73	6.89	6.96	7.04	8.74	7.88	3.69
永吉股份		5.48	4.76	4.24	4.55	5.86	2.49
新宏泽	1.9	2.72	3.71	3.9	4	5.42	2.77
平均	4.84	4.54	4.64	4.67	5.19	5.56	2.56

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 核心假设

公司作为烟标行业龙头，成长点明确。（1）烟标包装：17 年随着下游烟草行业企稳，贵州、江苏、安徽等子公司业绩将有所复苏。而重庆宏声一季度订单量趋于稳定，也将贡献一定的业绩弹性。（2）大包装：通过智能包装、互联网包装切入非烟包业务，目前深圳的二期厂房已经投入生产，我们预计 17 年净利润将有所释放。（3）大健康：随着复兴定增落地，大健康布局将逐步完善。

核心假设：

1) 烟草行业实现企稳，公司作为龙头获得市场份额得到提升，烟标主业三年收入增速分别达到 6%、10%、10%。

2) 随着深圳产能基地投产，烟的精品包装盒和烟、酒类品类的扩张，公司精品包装业务进入业绩释放期，收入增速达到 73%、101%、26%。

3) 在烟草行业企稳的背景下，公司烟标售价及毛利率情况有所恢复。

5.2. 盈利预测

在行业企稳的背景下，公司将大幅受益于烟草复苏及产品结构升级，并在巩固强势领域的基础上积极拓展业务至电子、酒等其他消费品领域，为客户提供高附加值的整体化包装解决方案。基于上述假设，我们预计 2017-2019 年，公司营业收入分别为 30.58 亿、34.82 亿、37.62 亿，同比增速为 10.14%、13.85%、8.02%，归母净利润分别为 6.94 亿、8.28 亿、8.99 亿，同比增速为 21.55%、19.31%、8.57%，

对应 EPS 分别为 0.53、0.63、0.69 元。

5.3. 估值及投资建议

劲嘉股份当前 A 股股价对应的 2017-2019 年 PE 分别为 20.21、16.94、15.60，考虑定增摊薄后对应 PE 分别 22.66、19.00、17.50，和同行业对比处于合理水平。考虑行业触底企稳，公司作为龙头企业具有较大的向上业绩弹性，叠加精品包装业务放量，给予公司“增持”评级。

图表 32：可比公司估值（单位：亿元）

公司名称	总市值	净利润			PE		
		2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
劲嘉股份	140.27	6.94	8.28	8.99	20.21	16.94	15.60
东风股份	123.10	6.70	7.99	9.43	18.37	15.41	13.05

注：东风股份预测数据取自 wind 一致预期，劲嘉股份使用未摊薄数据

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

6. 风险提示：

上游原材料价格上涨风险：16 年上游纸种价格出现上涨，虽然公司作为龙头具有一定议价能力，但纸种价格上涨将对公司业绩产生压制。

烟草行业复苏不及预期：尽管一季度烟草产销量数据同比企稳，但尚未形成持续向上趋势。烟草行业复苏不及预期将对公司产生不利影响。

劲嘉股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,457.25	1,869.11	2,700.72	3,426.20	营业收入	2,776.95	3,058.46	3,482.14	3,761.54
货币资金	786.10	454.08	1,020.26	1,512.68	营业成本	1,629.26	1,743.32	1,950.00	2,106.46
应收款项	927.15	682.56	865.06	1,015.71	营业税金及附加	36.72	35.30	41.51	46.00
存货	634.81	588.57	677.66	741.79	销售费用	87.56	146.36	155.72	168.21
其他	109.18	143.90	137.74	156.03	管理费用	406.29	446.10	510.04	550.18
非流动资产	4,223.43	4,076.84	4,043.95	4,006.34	财务费用	5.77	2.93	-19.47	-30.70
长期股权投资	43.75	762.00	762.00	762.00	投资净收益	114.07	173.29	181.99	209.25
固定资产	2,006.26	1,731.06	1,708.78	1,682.24	其他	5.05	83.91	63.08	50.68
无形资产	376.28	298.58	295.63	299.55	营业利润	697.59	845.06	1,010.92	1,113.05
其他	1,797.14	1,285.19	1,277.54	1,262.55	营业外净收支	29.35	47.40	55.98	45.40
资产总计	6,680.68	5,945.95	6,744.67	7,432.54	利润总额	726.93	892.46	1066.91	1158.46
流动负债	1,803.97	1,380.56	1,555.46	1,564.64	所得税费用	89.05	117.11	141.84	154.14
短期借款	295.87	295.87	215.55	269.10	少数股东损益	67.16	81.64	97.40	105.74
应付款项	916.28	744.03	951.62	880.09	归属母公司净利润	570.72	693.71	827.67	898.58
预收账款	9.27	11.12	12.10	12.98	EBIT	653.85	722.68	866.38	936.69
其他	582.55	329.54	376.19	402.47	EBITDA	847.58	535.37	964.73	1,037.10
非流动负债	65.00	29.87	32.95	37.71	重要财务与估值				
长期借款	-	-	-	-	指标	2016	2017E	2018E	2019E
其他	65.00	29.87	32.95	37.71	每股收益(元)	0.43	0.53	0.63	0.69
负债总计	1,868.97	1,410.44	1,588.41	1,602.35	每股净资产(元)	3.42	3.71	4.43	4.95
少数股东权益	317.90	317.90	317.90	317.90	发行在外股份(百万股)	1315.50	1306.05	1306.05	1306.05
归属母公司股东权益	4,493.80	4,847.61	5,786.26	6,460.20	ROIC(%)	11.23%	11.50%	12.52%	12.07%
负债和股东权益总计	6,680.68	5,945.95	6,744.67	7,432.54	ROE(%)	12.43%	13.91%	15.11%	14.67%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	41.33%	43.00%	44.00%	44.00%
经营活动现金流净额	918.19	303.45	820.83	595.25	EBIT Margin(%)	23.55%	23.63%	24.88%	24.90%
投资活动现金流净额	(514.94)	(225.71)	(48.20)	(50.22)	销售净利率(%)	22.97%	25.35%	26.57%	26.70%
筹资活动现金流净额	(221.13)	(313.81)	(206.44)	(52.62)	资产负债率(%)	27.98%	13.13%	14.21%	13.08%
现金净增加额	185.76	(236.07)	566.19	492.41	收入增长率(%)	2.09%	10.14%	13.85%	8.02%
折旧与摊销	193.74	(187.31)	98.34	100.42	净利润增长率(%)	-20.81%	21.55%	19.31%	8.57%
资本开支	361.49	75.60	74.42	69.73	P/E	24.57	20.21	16.94	15.60
营运资本变动	136.61	(93.53)	(1.02)	(281.20)	P/B	3.15	2.91	2.43	2.18
企业自由现金流	1265.60	422.61	922.94	701.00	EV/EBITDA	17.92	26.96	14.56	13.08

数据来源: Wind 资讯、东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>