

2018 年 08 月 24 日

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002
021-60199793

shfk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

精品彩盒高增长，新型烟草布局具看点
买入（上调）

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2,945	3,443	4,008	4,682
同比（%）	6.1%	16.9%	16.4%	16.8%
归母净利润（百万元）	574	742	894	1,086
同比（%）	0.6%	29.2%	20.5%	21.4%
每股收益（元/股）	0.38	0.50	0.60	0.73
P/E（倍）	19.91	15.41	12.79	10.53

投资要点

- **事件：**劲嘉股份发布中期业绩：报告期内实现营收 16.09 亿（+13.14%），归母净利 3.79 亿（+25.06%），扣非净利 3.61 亿（+24.80%）；其中 Q2 单季实现营收 7.95 亿（+18.84%），归母净利 1.66 亿（+30.52%），扣非净利 1.52 亿（+24.31%），增长提速。公司预计 1-9 月净利增速 20%-30% 至 5.23-5.66 亿。
- **烟标主业稳健增长，精品彩盒发展提速。**上半年烟草行业发展形势总体向好，完成卷烟产量 2,350.7 万箱（+4.52%），工业总产值同比增长 11.68%。顺应烟草行业调状态、优结构的趋势，公司烟标主业实现收入 12.57 亿元（+8.19%），毛利率同减 0.55pct 至 43.97%。联营企业重庆宏声及重庆宏劲上半年业绩恢复性增长，预计贡献投资收益约 2000 万元。公司立足“大包装”战略，不断拓展烟酒、3C 等产品的彩盒包装，推动彩盒业务收入同增 65.56%至 1.86 亿元，预计精品烟盒、3C 产品包装、酒盒各贡献约 1.3 亿、0.21 亿、0.17 亿，烟盒和酒盒增长势头较好。
- **酒包业务具看点，贡献投资收益。**上半年公司以 8320 万元增资茅台技开司子公司申仁包装，直接持股达到 35%（通过上海丽兴、香港润伟间接持有 5.6%，合计持股 40.6%），成为其第二大股东。期内申仁包装实现收入 1.02 亿元，净利润 1057 万元，预计增厚公司上半年业绩 300-400 万元。根据此前战略合作协议，茅台技开司及子公司的酒包业务将优先与申仁包装、劲嘉合作，公司酒包业务有望迎来发展。
- **新型烟草布局深厚，政策东风或添动力。**公司是国内较探索“大健康”领域并布局新型烟草业务的烟标龙头之一，2014 年就设立劲嘉科技研发电子烟产品；随后陆续取得与英美烟草，雷诺烟草，菲莫国际三家国际烟草龙头电子烟包装盒业务的合作，国内则已与云南、上海、河南等多个中烟公司展开新型烟草业务合作；2018 年 8 月，劲嘉科技又与小米旗下生态链企业北京米物科技设立合资公司嘉物科技。近期中烟局在新型烟草制品发展座谈会提出要积极稳妥地推进新型烟草制品的发展，释放积极信号，新型烟草或迎扩容新机。
- **费用管控良好，净利率提升。**18H1 公司毛利率 44.04%，较去年同期小幅减少 0.7pct。报告期内公司三费率减少 1.46pct 至 13.74pct。其中销售费用率增 0.36pct 至 3.28pct，管理费用率同减 0.17pct 至 11.67%。由于利息支出减少及理财收益增加，财务费用率减少 1.65pct 至-1.20%。综合来看，公司归母净利率同增 2.24pct 至 23.56%，经营效率提升。
- **应收款周转加快，经营性现金流向好。**报告期内公司应收账款较期初增长 9.2%至 7.3 亿，周转天数同比减少 24.46 天至 78.24 天，营运能力提升。期末公司应付账款 5.62 亿，较期初减少 14.86%。报告期内公司经营性现金流 4.15 亿，同比增长 9.44%，现金流持续向好。
- **“大包装+大健康”奠基增长，回购彰显信心。**公司烟标主业定位高端，在烟草行业结构升级大势下预计稳健扩张；同时大力发展精品彩盒业务，与茅台合作渐入佳境，酒包业务放量可期；此外，公司率先布局新型烟草朝阳行业，有望顺政策东风抢占先机，贡献增长动力。期内公司积极实施股份回购，截止 8 月 8 月公司累计回购股份约 2453 万股，占总股本约 1.64%，成交金额约 1.92 亿元，未来发展信心坚定。
- **盈利预测与投资评级：**预计 2018-2020 年公司营业收入分别为 34.43 亿元、40.08 亿元、46.82 亿元，同比增速分别为 16.9%、16.4%和 16.8%；归母净利润分别为 7.42 亿元、8.94 亿元、10.86 亿元，同比增速分别为 29.2%、20.5%和 21.4%；当前股价对应 18-20 年 PE 分别为 15.4X、12.8X 和 10.5X，考虑公司依赖于产品结构优化保证稳健增长，酒包和新型烟草赋予看点，上调至“买入”评级。
- **风险提示：**烟草行业调控超预期，业务拓展不达预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.65
一年最低/最高价	6.93/10.77
市净率(倍)	1.97
流通 A 股市值(百万元)	9960.33

基础数据

每股净资产(元)	3.88
资产负债率(%)	20.61
总股本(百万股)	1494.83
流通 A 股(百万股)	1302.00

相关研究

- 1、《劲嘉股份：烟标主业恢复，精品包装 18 年有望放量》
2018-01-31
- 2、《劲嘉股份：茅台合作事宜落地，精品包装渐入佳境》
2017-12-25
- 3、《行业趋势向上，增长环比提速》
2017-10-26

表 1：劲嘉股份季度经营数据

单位：百万元	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业总收入	631.38	669.87	594.80	880.91	752.81	669.09	677.63	845.76	813.62	795.18
YOY	-20.78%	22.15%	8.81%	6.38%	19.23%	-0.12%	13.93%	-3.99%	8.08%	18.84%
归母净利润	237.76	114.32	88.83	129.82	175.65	127.43	132.34	138.99	212.69	166.32
YOY	-10.18%	-11.02%	-25.49%	-37.69%	-26.12%	11.47%	48.97%	7.07%	21.09%	30.52%
毛利率	45.79%	39.68%	41.06%	39.57%	43.73%	45.86%	44.53%	42.74%	47.14%	40.88%
期间费用率	17.58%	16.85%	22.15%	16.34%	13.49%	17.13%	18.03%	19.82%	14.23%	13.25%
其中：销售费用率	2.38%	2.66%	3.42%	3.90%	2.50%	3.39%	3.60%	4.63%	3.32%	3.23%
管理费用率	15.08%	14.22%	18.13%	12.26%	10.73%	13.08%	13.73%	15.32%	11.97%	11.36%
财务费用率	0.12%	-0.02%	0.60%	0.18%	0.26%	0.66%	0.70%	-0.13%	-1.07%	-1.34%
归母净利率	37.66%	17.07%	14.94%	14.74%	23.33%	19.05%	19.53%	16.43%	26.14%	20.92%
ROE	5.57%	2.65%	2.07%	2.93%	3.80%	2.74%	2.87%	2.50%	3.26%	2.59%
YOY (±)	-1.78%	-0.77%	-1.04%	-2.25%	-1.77%	0.09%	0.80%	-0.44%	-0.54%	-0.15%
资产负债率	21.17%	27.85%	24.55%	27.98%	20.62%	24.82%	23.26%	17.64%	17.18%	20.61%
YOY (±)	-3.18%	6.64%	6.24%	9.47%	-0.55%	-3.03%	-1.29%	-10.34%	-3.44%	-4.21%
存货周转天数	122.58	102.95	116.13	115.45	119.86	130.31	144.34	147.29	148.42	141.15
较上年同期增减	34.08	1.66	1.07	7.17	-2.73	27.37	28.20	31.84	28.56	10.84
应收账款天数	110.29	114.84	116.47	93.58	95.46	102.70	95.12	90.58	79.26	78.24
较上年同期增减	50.05	52.52	53.86	25.48	-14.83	-12.14	-21.35	-3.00	-16.20	-24.46
经营性现金流净额	153.83	152.69	128.80	482.86	111.65	267.71	223.27	217.20	205.81	209.35
较上年同期增减	-35.21	-0.38	-78.24	232.40	-42.19	115.02	94.47	-265.66	94.17	-58.36
筹资性现金流净额	-18.17	83.73	-206.02	-80.67	-52.49	-199.14	-11.61	1222.82	-136.81	-93.21
较上年同期增减	109.67	261.75	-155.18	-8.90	-34.32	-282.87	194.41	1303.50	-84.33	105.93
资本开支	98.49	57.31	49.58	156.11	109.28	58.58	81.77	117.99	75.90	67.46
较上年同期增减	59.97	-22.50	-5.78	73.19	10.79	1.27	32.18	-38.12	-33.38	8.88

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：劲嘉股份收入拆分

单位：百万元	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1
主营业务收入	2323.24	2720.05	2776.95	2945.29	1421.90	1608.80
YOY	8.74%	17.08%	2.09%	6.06%	9.27%	13.14%
烟标业务收入	2002.63	2390.94	2342.07	2375.02	1162.33	1257.48
占比	86.20%	87.90%	84.34%	80.64%	81.74%	78.16%
YOY	7.10%	19.39%	-2.04%	1.41%	4.83%	8.19%
毛利率	42.31%	45.16%	39.35%	44.93%	44.51%	43.97%
彩盒业务收入	75.59	140.34	187.26	267.13	112.45	186.18
占比	3.25%	5.16%	6.74%	9.07%	7.91%	11.57%
YOY	-13.12%	85.65%	33.44%	42.65%	75.02%	65.56%
毛利率	6.90%	10.88%	-	-	-	-
镭射包装材料收入	458.10	497.68	468.54	581.58	270.35	318.16
占比	19.72%	18.30%	16.87%	19.75%	19.01%	19.78%
YOY	78.74%	8.64%	-5.86%	24.13%	31.18%	17.69%
毛利率	17.14%	22.83%	25.20%	23.08%	31.18%	23.78%

注：(1)16年以前年报口径为精品包装，17年改为彩盒；

(2)因存在内部抵消，收入占比之和大于1。

数据来源：Wind，公司年报，东吴证券研究所

表 3：劲嘉股份控股或参股子公司经营情况一览

单位： (百万元)	2014		2015		2016		2017		2017H1		2018H1	
	营收	净利	营收	净利	营收	净利	营收	净利	营收	净利	营收	净利
中华香港	0	164	0	82	0	21	0	224	0	25	0	1
安徽安泰	489	146	566	182	337	111	353	122	213	80	254	103
重庆宏声	668	165	660	153	385	4	370	26			221	23
贵州劲嘉	281	75	225	73	160	51	260	77	143	40	110	30
江苏顺泰	240	88	195	68	192	73	155	55	100	38	85	30
中丰田光电	422	27	324	60	338	65	450	64	224	34	263	41
青岛嘉颐泽	56	0	65	3	78	4	112	9	48	3	54	6
江苏劲嘉	237	36	344	103	342	95	489	161	233	78	208	62
昆明彩印	180	8	194	19	177	21	187	25	99	11	101	19
长春吉星					77	24	80	22	48	11	50	13
江西丰彩丽	92	11	98	16	57	5	56	4	16	-1	31	3
贵州劲瑞	50	10	61	15	32	4			17	2		
深圳劲嘉			4	-6	91	-12	126	-12	47	-5	103	8
劲嘉科技	31	2	33	-12								
上海仁彩											99	14
贵州申仁											102	11

数据来源：Wind，公司年报，东吴证券研究所

劲嘉股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	3524	3784	4014	4047	营业收入	2945	3443	4008	4682
现金	1227	1072	1169	864	减:营业成本	1646	2010	2341	2730
应收账款	669	790	867	1023	营业税金及附加	42	44	54	63
存货	712	1009	1046	1184	营业费用	105	127	149	176
其他流动资产	916	913	933	977	管理费用	391	457	531	615
非流动资产	4600	4936	5374	5837	财务费用	10	-25	-26	-19
长期股权投资	1019	1019	1019	1019	资产减值损失	23	-2	-1	-0
固定资产	1681	1983	2298	2671	加:投资净收益	35	75	140	238
在建工程	134	271	400	496	其他收益	25	22	25	24
无形资产	293	286	279	272	营业利润	789	959	1157	1409
其他非流动资产	1473	1377	1378	1379	加:营业外净收支	-0	-1	-1	-1
资产总计	8124	8720	9388	9885	利润总额	789	958	1156	1409
流动负债	1395	1625	1929	2002	减:所得税费用	116	128	157	195
短期借款	10	120	142	91	少数股东损益	98	87	105	128
应付账款	660	791	979	1086	归属母公司净利润	574	742	894	1086
其他流动负债	725	713	808	825	EBIT	803	848	988	1161
非流动负债	38	47	51	46	EBITDA	960	954	1107	1295
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	38	47	51	46	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	1433	1672	1981	2048	每股收益(元)	0.38	0.50	0.60	0.73
少数股东权益	242	242	242	242	每股净资产(元)	4.31	4.55	4.79	5.08
归属母公司股东权益	6449	6807	7165	7595	发行在外股份(百万股)	1495	1495	1495	1495
负债和股东权益	8124	8720	9388	9885	ROIC(%)	10.2%	10.2%	11.3%	12.6%
					ROE(%)	10.0%	10.8%	12.4%	14.2%
现金流量表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	44.1%	41.6%	41.6%	41.7%
经营活动现金流	820	238	816	739	销售净利率(%)	22.8%	24.1%	24.9%	25.9%
投资活动现金流	-1300	-1137	-1177	-1222	资产负债率(%)	17.6%	19.2%	21.1%	20.7%
筹资活动现金流	960	804	458	179	收入增长率(%)	6.1%	16.9%	16.4%	16.8%
现金净增加额	477	-95	96	-305	净利润增长率(%)	0.6%	29.2%	20.5%	21.4%
折旧和摊销	156	106	119	134	P/E	19.91	15.41	12.79	10.53
资本开支	368	525	564	605	P/B	1.77	1.68	1.60	1.51
营运资本变动	1476	31	-75	-39	EV/EBITDA	11.92	11.98	10.33	8.83

数据来源: 贝格数据, 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>