

业绩增长稳健，“大包装”持续拓展 买入（维持）

2018 年 10 月 30 日

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002
021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2,945	3,345	3,865	4,504
同比（%）	6.1%	13.6%	15.6%	16.5%
归母净利润（百万元）	574	723	870	1,066
同比（%）	0.6%	25.9%	20.3%	22.5%
每股收益（元/股）	0.38	0.48	0.58	0.71
P/E（倍）	17.85	14.18	11.79	9.62

投资要点

- **公司发布 18 年三季报：**Q1-Q3 营收 23.77 亿（+13.21%），归母净利 5.46 亿（+25.28%），扣非净利 5.21 亿（+23.78%）；其中 Q3 单季实现营收 7.68 亿（+13.34%），归母净利 1.66 亿（+25.80%），扣非净利 1.60 亿（+21.55%）。公司预计全年实现归母净利 6.89-7.47 亿元，同增 20%-30%；Q4 预计实现归母净利 1.44-2.01 亿元，同比变动 3.45%至 44.78%。
- **主业烟标受益于烟草行业复苏及高端化。**2018 年 1-9 月，烟草行业完成卷烟产量 3557.54 万箱，同比增长 2.34%；烟草行业工业总产值同比增长 9.04%，对应一、二类卷烟销量占比持续提升，消费结构高端化趋势不改。公司烟标产品定位高端市场，毛利率维持在 40%以上，胶印工艺及定价能力大幅领先行业平均，有望顺应烟草行业调状态、优结构的趋势提高市场份额。
- **业务多点开花，“大包装”拓展顺利。**公司立足“大包装”战略，不断拓展烟酒、3C 等产品的彩盒包装，精品彩盒业务发展提速。此前公司通过收购茅台技开子公司申仁包装 29%股份切入酒包业务，18 年上半年增资成为二股东，直接和间接持股申仁 40.6%。根据此前战略合作协议，茅台技开公司及子公司的酒包业务将优先与申仁、劲嘉合作，与白酒行业标杆客户的合作也大大提升了劲嘉的业内认可度，为后续与五粮液等品牌合作打下良好基础，未来公司酒包业务有望迎来放量。
- **产业合作持续推进，新型烟草或添动力。**此前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。我们认为未来中烟公司与烟标企业的合作最有可能以烟具为突破，根据我们的测算 2021 年我国的烟具市场规模有望达到 278 亿元，劲嘉有望依赖上游产业链地位有望成为综合供应商。公司自 14 年起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；18 年 8 月，劲嘉科技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；18 年 10 月，劲嘉科技又与云南中烟下属新型烟草制品企业华玉科技设立合资公司，强强联合共同推进新型烟草的研发销售。
- **费用管控良好，净利率提升。**18Q1-Q3 公司毛利率 43.88%，较去年同期小幅减少 0.78pct。期内公司期间费用率合计减少 1.74pct 至 14.38pct。其中销售费用率同增 0.18pct 至 3.32%，管理+研发费用率同减 0.31pct 至 12.14%。由于利息支出减少及理财收益增加，财务费用率下降 1.61pct 至 -1.08%。综合来看，公司归母净利率同增 2.21pct 至 22.95%，经营效率有所提升。
- **应收账款周转加速，现金流充裕。**期末公司应收票据及应收账款 7.98 亿，与 18H1 基本持平，应收周转天数同比减少 19.39 天至 75.73 天，回款速度有所提高；存货较 18H1 增加 0.7 亿至 7.70 亿，周转天数同比增加 5.64 天至 149.98 天；公司应付票据及应付账款 8.43 亿，较 18H1 增加 0.29 亿。期内公司经营性现金流 6.03 亿，与去年同期基本持平。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.86
一年最低/最高价	6.42/10.68
市净率(倍)	1.61
流通 A 股市值(百万元)	8931.75

基础数据

每股净资产(元)	4.25
资产负债率(%)	16.43
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 (002191)：牵手云南中烟，把握新型烟草机遇》2018-08-28
- 2、《劲嘉股份 (002191)：精品彩盒高增长，新型烟草布局具看点》2018-08-24
- 3、《劲嘉股份：烟标主业恢复，精品包装 18 年有望放量》2018-01-31

- **“大包装+大健康”拓展顺利，长期发展看点颇丰。**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10月15日公司累计回购股份约2830.59万股，占总股本约1.89%，成交金额约2.18亿元，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33.45亿元、38.65亿元、45.04亿元，同比增速分别为13.6%、15.6%和16.5%；归母净利润分别为7.23亿元、8.70亿元、10.66亿元，同比增速分别为25.9%、20.3%和22.5%；当前股价对应18-20年PE分别为14.18X、11.79X和9.62X，维持“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

表1：劲嘉股份季度数据一览

单位：百万元	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
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	768.04
YOY	-20.78%	22.15%	8.81%	6.38%	19.23%	-0.12%	13.93%	-3.99%	8.08%	18.84%	13.34%
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	166.48
YOY	-10.18%	-11.02%	-25.49%	-37.69%	-26.12%	11.47%	48.97%	7.07%	21.09%	30.52%	25.80%
扣非净利润	135.15	109.80	82.59	111.91	167.20	122.01	131.40	126.79	209.25	151.68	159.71
YOY					23.71%	11.12%	59.10%	13.30%	25.15%	24.31%	21.55%
毛利率	45.79%	39.68%	41.06%	39.57%	43.73%	45.86%	44.53%	42.74%	47.14%	40.88%	43.53%
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%	15.72%
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%	3.41%
管理+研发费用率	15.08%	14.22%	18.13%	12.26%	10.73%	13.08%	13.73%	15.32%	11.97%	11.36%	13.13%
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%	-0.83%
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%	21.68%
ROE	5.57%	2.65%	2.07%	2.93%	3.80%	2.74%	2.87%	2.50%	3.26%	2.59%	2.64%
YOY (±)	-1.78%	-0.77%	-1.04%	-2.25%	-1.77%	0.09%	0.80%	-0.44%	-0.54%	-0.15%	-0.22%
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%	16.43%
YOY (±)	-3.18%	6.64%	6.24%	9.47%	-0.55%	-3.03%	-1.29%	-10.34%	-3.44%	-4.21%	-6.83%
存货	522.21	443.49	533.43	634.81	493.60	503.10	607.37	712.18	706.32	699.74	769.79
较上年同期增减	144.23	78.09	117.31	224.60	-28.61	59.61	73.93	77.37	212.72	196.64	162.42
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	149.98
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	5.64
应收票据	188.28	113.95	91.32	113.67	67.07	103.93	88.66	120.24	103.25	64.42	133.82
较上年同期增减	-4.57	-105.99	-82.55	-97.41	-121.20	-10.02	-2.66	6.56	36.18	-39.51	45.15
应收账款	917.24	1,030.23	1,005.67	813.48	783.52	809.10	665.84	668.68	764.42	729.98	664.59
较上年同期增减	249.21	497.52	527.05	183.28	-133.72	-221.13	-339.83	-144.80	-19.10	-79.12	-1.25
应收账款周转天数	110.29	114.84	116.47	93.58	95.46	102.70	95.12	90.58	79.26	78.24	75.73
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	-19.39
应付账款及应付票据	784.58	655.70	755.62	916.28	640.45	746.73	739.93	831.32	927.98	813.37	842.60
较上年同期增减	234.33	212.64	305.69	313.54	-144.12	91.03	-15.69	-84.96	287.53	66.64	102.67
预收账款	11.11	10.60	10.36	9.27	8.60	9.57	10.51	10.05	9.79	9.44	12.36
较上年同期增减	3.12	1.24	0.40	2.85	-2.51	-1.03	0.15	0.78	1.19	-0.13	1.85
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	187.56
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	-35.71
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	-466.73
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	-455.12
资本开支	98.49	57.31	49.58	156.11	109.28	58.58	81.77	117.99	75.90	67.46	107.95
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	26.18

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：我国电子烟具市场规模测算

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
总人口（亿）	13.75	13.83	13.90	13.97	14.04	14.11	14.18
YOY	-	0.59%	0.53%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
吸烟率	23.0%	22.8%	22.6%	22.4%	22.2%	22.0%	21.8%
吸烟人数（亿）	3.16	3.15	3.14	3.13	3.12	3.10	3.09
电子烟渗透率	0.30%	0.60%	1%	3%	5%	10%	15%
烟具价格（元）	600	600	600	600	600	600	600
烟具更换频率（次/年）	1	1	1	1	1	1	1
市场规模测算	5.7	11.3	18.8	56.3	93.5	186.3	278.2

数据来源：Wind，中国报告网，《2015 中国成人烟草调查报告》，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	3727	3965	3941	营业收入	2945	3345	3865	4504
现金	1227	1113	1165	884	减:营业成本	1646	1956	2256	2612
应收账款	669	749	849	969	营业税金及附加	42	43	52	61
存货	712	960	1022	1123	营业费用	105	123	143	169
其他流动资产	916	905	929	966	管理费用	391	444	512	592
非流动资产	4600	4935	5372	5835	财务费用	10	-26	-25	-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	934	1125	1383
其他非流动资产	1473	1376	1376	1377	加:营业外净收支	-0	-1	-1	-1
资产总计	8124	8661	9337	9776	利润总额	789	933	1125	1383
流动负债	1395	1575	1897	1920	减:所得税费用	116	125	152	192
短期借款	10	120	142	91	少数股东损益	98	85	102	125
应付账款	660	752	954	1022	归属母公司净利润	574	723	870	1066
其他流动负债	725	702	801	808	EBIT	803	821	954	1132
非流动负债	38	47	51	46	EBITDA	960	927	1074	1266
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	38	47	51	46					
负债合计	1433	1622	1949	1966	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	242	242	242	242	每股收益(元)	0.38	0.48	0.58	0.71
归属母公司股东权益	6449	6798	7147	7568	每股净资产(元)	4.31	4.55	4.78	5.06
					发行在外股份(百万股)	1495	1495	1495	1495
负债和股东权益	8124	8661	9337	9776	ROIC(%)	10.2%	9.9%	11.0%	12.3%
					ROE(%)	10.0%	10.5%	12.1%	14.0%
					毛利率(%)	44.1%	41.5%	41.6%	42.0%
现金流量表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	22.8%	24.2%	25.2%	26.4%
经营活动现金流	820	316	736	797	资产负债率(%)	17.6%	18.7%	20.9%	20.1%
投资活动现金流	-1300	-1136	-1177	-1222	收入增长率(%)	6.1%	13.6%	15.6%	16.5%
筹资活动现金流	960	766	492	144	净利润增长率(%)	0.6%	25.9%	20.3%	22.5%
现金净增加额	477	-54	52	-281	P/E	17.85	14.18	11.79	9.62
折旧和摊销	156	106	119	134	P/B	1.59	1.51	1.43	1.35
资本开支	368	524	564	605	EV/EBITDA	10.69	11.06	9.55	8.10
营运资本变动	1476	23	-84	-46					

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>