

Q4 增长环比提速，业绩表现超过预期

买入（维持）

2019 年 01 月 29 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	2018A	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2,945	3,372	3,844	4,416
同比（%）	6.1%	14.5%	14.0%	14.9%
归母净利润（百万元）	574	727	861	1,036
同比（%）	0.6%	26.5%	18.5%	20.3%
每股收益（元/股）	0.38	0.49	0.58	0.69
P/E（倍）	21.76	17.20	14.52	12.06

投资要点

■ **劲嘉股份发布 2018 年度业绩快报：**报告期内，公司实现收入 33.73 亿，同比增加 14.51%；归母净利润 7.27 亿，同比增加 26.49%；扣非净利润 6.87 亿，同比增加 25.59%。其中 18Q4 单季实现收入 9.96 亿，同比增加 17.73%；归母净利润 1.81 亿，同比增加 30.29%；扣非净利润 1.67 亿，同比增加 31.58%。全年利润增速相较三季报的业绩指引靠近上限，表现略超预期！

■ **Q4 实现逆势扩张，细支烟标渗透率持续提升。**从下游烟草月度的产量数据来看，18 年四季度行业持续处于去库周期，10-12 月份传统卷烟的生产总和相较 17 年同期下滑 8.6%。公司在此背景下逆势实现高增长，全年烟标主业的整体销量同增 7.97% 达到 353 万箱，其中细支烟烟标的销量同增 12.49%（预计全年销售超 50 万箱、市场份额达 20%），增长快于传统烟标类产品，高毛利产品的渗透率持续提升。根据中烟局所披露数据，以细支烟为代表的创新类产品定价高于传统卷烟近 40%，至 18 年销量比重 10% 且份额逐年提升。公司与细支烟第一品牌江苏南京绑定深厚，烟标主业显著受益于卷烟产品结构升级。

■ **利润增速优于收入增速，投资收益具看点。**随着公司高毛利产品渗透率提升；旗下烟标配套新材料子公司中丰田营业利润同比增长提速（18 年营业利润的同比增速达 17%），公司利润表现良好。此外，公司的投资收益具有看点，目前该部分主要来自于联营企业重庆宏声（持股 67%）、申仁包装（直接持股 35% 并通过持股上海仁彩间接持股 5.6%）、昆明彩印（持股 10%）等。其中，申仁包装承接茅台飞天 53 度优质包装业务，预计在产能扩张后将取得更多茅台酒包订单、具增长潜力；重庆宏声 18H1 来业绩持续回暖。公司投资收益的增长将持续贡献业绩增量。

■ **精品彩盒进入放量期，新型烟草布局渐入佳境。**18 年以来，公司的精品彩盒业务渐入佳境，其中主要品类精品烟盒持续开拓优质客户；酒包与茅台、洋河、五粮液等优质客户合作逐渐放量；同时开拓国际新型烟草产品相应的精品包装盒业务，预期公司 18 年精品彩盒业务实现收入 4.8 亿，同比增长 80%，发展态势良好。此外在新型烟草布局方面，公司切入加热不燃烧朝阳领域，此前已经公告与云南中烟的华玉科技、小米系制造企业米物科技开展深度合作，承担云南中烟加热不燃烧类产品烟具的生产制造和品牌营销，在 19-20 年国内新型烟草积极推广的大形势下，有望率先受益。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 18-20 年实现收入 33.72 亿、38.44 亿、44.16 亿，同比增长 14.5%、14.0%、14.9%；实现归母净利润 7.27 亿、8.61 亿、10.36 亿，同比增长 26.5%、18.5%、20.3%；对应公司 18-20 年的 PE 分别 17.20X、14.52X、12.06X。看好公司的烟标主业具有长期竞争力，彩盒和电子烟的成长逻辑通顺，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**上游原材料价格大幅上涨，烟草行业复苏不及预期，精品彩盒业务拓展低于预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.36
一年最低/最高价	6.42/8.74
市净率(倍)	1.97
流通 A 股市值(百万元)	10884.75

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)：业绩增长稳健，“大包装”持续拓展》2018-10-30
- 2、《劲嘉股份 (002191)：牵手云南中烟，把握新型烟草机遇》2018-08-28
- 3、《劲嘉股份 (002191)：精品彩盒高增长，新型烟草布局具看点》2018-08-24

表 1: 劲嘉股份重点财务数据一览 (单位: 亿元)

	17Q1	17H1	17Q1-Q3	17A	18Q1	18H1	18Q1-Q3	18A
营业总收入	7.53	14.22	21.00	29.45	8.14	16.09	23.77	33.73
YOY	19.23%	9.27%	10.73%	6.06%	8.08%	13.14%	13.21%	14.51%
归母净利润	1.76	3.03	4.35	5.74	2.13	3.79	5.46	7.27
YOY	-26.12%	-13.92%	-1.24%	0.65%	21.09%	25.06%	25.28%	26.49%
扣非归母净利润	1.67	2.89	4.21	5.47	2.09	3.61	5.21	6.87
YOY	23.71%	18.07%	28.41%	24.56%	25.15%	24.80%	23.78%	25.59%
	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
营业总收入	7.53	6.69	6.78	8.46	8.14	7.95	7.68	9.96
YOY	19.23%	-0.12%	13.93%	-3.99%	8.08%	18.84%	13.34%	17.73%
归母净利润	1.76	1.27	1.32	1.39	2.13	1.66	1.66	1.81
YOY	-26.12%	11.47%	48.97%	7.07%	21.09%	30.52%	25.80%	30.29%
扣非归母净利润	1.67	1.22	1.31	1.27	2.09	1.52	1.60	1.67
YOY	23.71%	11.12%	59.10%	13.30%	25.15%	24.31%	21.55%	31.58%

数据来源: Wind, 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)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018A	2019E	2020E		2017A	2018A	2019E	2020E
流动资产	3524	3687	3933	3847	营业收入	2945	3372	3844	4416
现金	1227	1047	1181	827	减:营业成本	1646	1911	2180	2494
应收账款	669	760	829	953	营业税金及附加	42	43	52	60
存货	712	974	998	1105	营业费用	105	124	135	147
其他流动资产	916	906	925	961	管理费用	391	448	501	563
非流动资产	4600	4935	5372	5834	财务费用	10	-24	-26	-18
长期股权投资	1019	1019	1019	1019	资产减值损失	23	18	19	22
固定资产	1681	1983	2298	2671	加:投资净收益	35	55	99	165
在建工程	134	271	400	496	其他收益	25	0	0	0
无形资产	293	286	279	272	营业利润	789	939	1113	1345
其他非流动资产	1473	1376	1376	1375	加:营业外净收支	-0	-1	-1	-1
资产总计	8124	8622	9305	9681	利润总额	789	938	1113	1344
流动负债	1395	1534	1867	1838	减:所得税费用	116	125	151	186
短期借款	10	120	142	91	少数股东损益	98	86	101	122
应付账款	660	719	930	957	归属母公司净利润	574	727	861	1036
其他流动负债	725	694	795	790	EBIT	803	889	1028	1212
非流动负债	38	47	51	46	EBITDA	960	996	1147	1347
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	38	47	51	46					
负债合计	1433	1581	1918	1884	重要财务与估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E
少数股东权益	242	242	242	242	每股收益(元)	0.38	0.49	0.58	0.69
归属母公司股东权益	6449	6799	7145	7554	每股净资产(元)	4.31	4.55	4.78	5.05
负债和股东权益	8124	8622	9305	9681	发行在外股份(百万股)	1495	1495	1495	1495
					ROIC(%)	10.2%	10.8%	11.8%	13.2%
					ROE(%)	10.0%	10.6%	11.9%	13.6%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	毛利率(%)	44.1%	43.3%	43.3%	43.5%
经营活动现金流	820	334	862	850	销售净利率(%)	22.8%	24.1%	25.0%	26.2%
投资活动现金流	-1300	-1136	-1176	-1221	资产负债率(%)	17.6%	18.3%	20.6%	19.5%
筹资活动现金流	960	622	448	17	收入增长率(%)	6.1%	14.5%	14.0%	14.9%
现金净增加额	477	-180	134	-354	净利润增长率(%)	0.6%	26.5%	18.5%	20.3%
折旧和摊销	156	106	119	134	P/E	21.76	17.20	14.52	12.06
资本开支	368	524	563	604	P/B	1.94	1.84	1.75	1.65
营运资本变动	1476	24	-87	-57	EV/EBITDA	13.02	12.55	10.89	9.28

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>