



002191.SZ

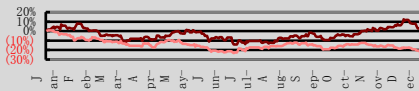
增持

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 9.89

板块评级: 中性

股价表现



—— 劲嘉股份 —— 深圳成指

(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	23.5	15.4	32.8	18.7
相对深证成指	(7.5)	(6.5)	11.7	33.8

发行股数(百万)	1,495
流通股(%)	87
流通股市值(人民币 百万)	12,879
3 个月日均交易额(人民币 百万)	145
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
深圳市劲嘉创业投资有限公司	31

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券
以 2019 年 3 月 8 日收市价为标准

相关研究报告

《轻工行业 2018 年报前瞻: 包装盈利弹性体现, 家居造纸静待回暖》20180228

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造: 包装印刷

杨志威

(8621)20328510

zhiwei1.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515060001

*刘凯娜为本报告重要贡献者

劲嘉股份

多元布局助包装稳增长, 新型烟草候政策东风

烟草行业低库存情况下, 2019 年有望实现行业增速回升, 公司烟标业务具备技术与客户优势, 2017 年销量市占率为 8.1% (含重庆宏声), 位居行业第一, 龙头地位稳固; 公司非烟标包装业务客户开拓顺利, 2019 年贡献更多增量; 新型烟草业务具备技术与渠道优势, 政策东风临近, 有望率先受益。

支撑评级的要点

- **卷烟行业库存压力降低, 2019 年有望恢复增长。**卷烟行业增速受控烟趋严影响, 但由于吸烟的成瘾性, 吸烟率的下降是缓慢的过程, 行业整体的增长短期相对稳定。过去两年的库存调整取得了明显成果, 2018 年底库存相对于年初减少 15.7%, 库存降至低位, 2019 年有望恢复性增长。卷烟结构调整战略下中高端卷烟、细支烟等占比不断提升, 对于包装的技术要求提升, 烟标行业的集中度不断提升。
- **新型烟草制品放量步伐临近, 前景广阔。**2017 年全球电子烟销售额约 120 亿美元 (YoY+20%), 加热不燃烧烟草销售额为 58 亿美元 (YoY+176.2%)。HNB 等新型烟草在降焦减害方面有明显效果, 是全球烟草发展的趋势。IQOS 的 FDA 审核进入最终阶段, 若通过将进一步加大 HNB 市场规模。我国是全球电子烟最大生产地, 90% 销往海外, 2017 年国内市场规模约 43 亿元 (YoY+34.4%)。各中烟公司和烟草总局均已经开始了新型烟草的技术和政策储备工作, 国内市场有望在技术成熟后逐渐打开。
- **公司传统烟标业务具备技术与客户竞争优势。**公司烟标业务研发投入历年居行业前沿, 专利数位居第一, 屡获 Pentawards、WPO、iF 等设计类大奖, 叠加其超 20 年的烟标生产与配套服务经验, 及与国内 80% 省中烟公司的战略合作关系, 技术与客户竞争优势明显。
- **彩盒业务助公司获取新利润增长点。**公司通过布局 3C 电子产品、快消品等精品包装领域, 与茅台技开司战略合作切入高端白酒包装领域, 成功开拓茅台醇、劲酒、江小白、步步高知名客户, 2018 年彩盒营收同比增长 79.81%, 占总营收 14.24% (+5.17%)。
- **新型烟草业务率先布局。**公司已推出蒸汽生活系列电子烟产品, 取得菲莫国际 IQOS 配件包装供应商资格, 并与云南、上海、河南、山东、广西、重庆等中烟公司达成新型烟草相关合作, 待技术储备完成, 政策放开, 公司可乘着东风, 获得又一新利润增长点。

评级面临的主要风险

- 控烟力度超预期; 新型烟草发展不力; 烟标采购价格下降、新型烟草业务拓展不达预期。

估值

- 公司烟标业务技术与客户优势夯实龙头地位, 彩盒营收持续高增长, 新型烟草业务储备技术与渠道优势, 静候政策东风, 我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.49/0.58/0.66 元, 同比增长 26.4%、19.3%、14.7%, 当前股价对应 2019 年 PE17X, 首次覆盖给予 **增持** 评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	2,777	2,945	3,373	3,837	4,370
变动(%)	2	6	15	14	14
净利润(人民币 百万)	571	575	726	866	993
全面摊薄每股收益(人民币)	0.382	0.384	0.486	0.579	0.664
变动(%)	(20.8)	0.7	26.4	19.3	14.7
全面摊薄市盈率(倍)	25.9	25.7	20.4	17.1	14.9
价格/每股现金流量(倍)	16.1	18.0	10.5	14.7	13.2
每股现金流量(人民币)	0.61	0.55	0.94	0.67	0.75
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.1	14.3	10.8	8.8	7.0
每股股息(人民币)	0.440	0.440	0.146	0.174	0.199
股息率(%)	4.4	4.4	1.5	1.8	2.0

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

目录

烟标业务稳增长，精品包装助多元化发展	6
烟标龙头，布局产业升级.....	6
股权结构稳定，盈利状况回暖	7
传统烟草优化升级，2019 年有望稳增长	10
卷烟库存明显回落，2019 年销量增速有望上升	10
控烟是长期趋势，19 年或无新增压力	10
卷烟结构优化趋势明显	14
烟标行业集中度提升	16
新型烟草制品前景广阔，市场放开步伐临近.....	17
IQOS 美国过审在望	20
国内新型烟草市场蓄势待发	21
公司竞争优势护航，新老业务驱动，龙头地位稳固	23
技术与客户优势夯实传统烟标业务竞争力	23
非烟标包装业务进展顺利，培育新营收增长点	28
较早布局新型烟草，具技术与渠道储备优势	32
盈利预测与估值	34
风险分析.....	35

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 2.公司发展历程一览.....	7
图表 3.公司股权结构及参控股公司一览.....	8
图表 4. 2018 年前三季度公司营收恢复双位数增长.....	8
图表 5. 2018 年前三季度公司净利润恢复高增长.....	8
图表 6.公司盈利水平稳中有升.....	9
图表 7. 公司管理费用率呈上升趋势.....	9
图表 8.公司业务趋向多元化发展.....	9
图表 9. 公司主营业务毛利率稳中向上.....	9
图表 10.2018 年卷烟销量有所回升.....	10
图表 11. 2018 年卷烟产量有所回升.....	10
图表 12.卷烟 18 年工商库存明显回落.....	10
图表 13.2015 年我国吸烟人数居于世界首位.....	11
图表 14. 2015 年我国吸烟人数占全球近 30%.....	11
图表 15.我国吸烟率处于全球较高水平.....	11
图表 16.我国控烟履约小组架构变动一览.....	12
图表 17.近年日本烟草税收收入维持稳定.....	13
图表 18. 日本卷烟销量持续下滑.....	13
图表 19.我国控烟趋严对烟标企业的影响分析.....	13
图表 20.烟草利税持续破万亿.....	13
图表 21. 一类、二类烟草销量呈增长态势.....	14
图表 22. 一类、二类烟草销量占比稳定提升.....	14
图表 23.我国创新型卷烟产品销售规模高速增长.....	14
图表 24.我国细支烟销量持续高增长.....	15
图表 25. 我国细支烟销量占比持续提升.....	15
图表 26.我国细支烟销售增长迅速.....	15
图表 27.2017 年中国细支烟销量占比处于全球较低水平.....	15
图表 28.卷烟销售单价.....	16
图表 29.我国烟标销售规模.....	16
图表 30.我国烟标销量集中度呈提升趋势.....	16
图表 31. 我国烟标销售额集中度呈提升趋势.....	16



图表 32.传统卷烟主要成分危害人体健康.....	17
图表 33.电子烟、加热不燃烧烟内部结构图	17
图表 34.电子烟全球销售规模持续高增长.....	18
图表 35. 2017 年美国电子烟销售额占全球 38.6%.....	18
图表 36.全球加热不燃烧烟草制品销售规模增长迅速.....	18
图表 37. 2017 年日本占全球加热不燃烧烟草销售额的 79%.....	18
图表 38. 全球加热不燃烧烟草制品主要品牌一览	19
图表 39.菲莫国际 RRP（减害产品）营收高增长.....	19
图表 40. 菲莫国际加热不燃烧烟草制品销量高增长.....	19
图表 41.2018 年底 IQOS 全球用户数达 960 万人.....	20
图表 42. 2018Q4 IQOS 在日本市场份额为 15.2%.....	20
图表 43.IQOS 在美国 FDA 申请审批历程	20
图表 44.我国电子烟产品产量情况.....	21
图表 45. 我国电子烟配套产品产量情况.....	21
图表 46.我国电子烟产品需求量情况	21
图表 47. 我国电子烟市场规模情况.....	21
图表 48. 我国中烟公司推出的新型烟草制品一览	22
图表 49.公司烟标业务营收持续增长	23
图表 50. 公司烟标业务营收占比呈下降趋势	23
图表 51.公司烟标业务营收规模位居前列.....	23
图表 52. 公司烟标销量位居前列.....	23
图表 53.公司烟标营收市占率持续提升	24
图表 54. 公司烟标销量市占率持续提升.....	24
图表 55.公司烟标均价处于行业较高水平.....	24
图表 56. 公司烟标业务毛利率处于行业较高水平	24
图表 57.烟标产品工艺流程图	25
图表 58.公司核心技术一览.....	25
图表 59.公司研发人员数量位居第一	26
图表 60. 公司研发人员数量占比略有下降	26
图表 61.公司研发费用投入居于行业前列.....	26
图表 62. 公司研发费用投入占营收比重居于行业前列.....	26
图表 63.公司授权专利数量位居第一	26
图表 64. 公司发明专利数量位居第一	26
图表 65.公司设计类奖项一览	27
图表 66.公司获奖包装示例.....	27



图表 67. 公司客户集中度呈下降趋势	28
图表 68. 公司前五大客户销售额占比较低	28
图表 69. 公司积极拓展非烟标市场	29
图表 70. 公司积极拓展非烟标客户包装产品	29
图表 71. 截至 2018H1 公司持有申仁包装 40.6% 的股权	30
图表 72. 申仁包装占贵州茅台包装材料采购金额比例较高	30
图表 73. 申仁包装 2016-2020E 年净利润情况	30
图表 74. 公司彩盒业务营收持续高增长	31
图表 75. 公司彩盒业务营收占比稳定提升	31
图表 76. 全球木浆库存处于历史高位	31
图表 77. 国内港口库存处于历史高位	31
图表 78. 白卡纸 19 年新产能释放较多	32
图表 79. 白卡纸走势趋弱	32
图表 80. 公司重视新型烟草业务培育	32
图表 81. 公司智能烟具及新型烟草制品一览	33
图表 82. 2016-2020E 年公司收入拆分及预测 (百万元)	34
损益表(人民币 百万)	36
资产负债表(人民币 百万)	36
现金流量表(人民币 百万)	36
主要比率 (%)	36

烟标业务稳增长，精品包装助多元化发展

烟标龙头，布局产业升级

公司成立于 1996 年，主营高端包装印刷品和包装材料的研究、生产及销售，主要产品包括高技术和高附加值的烟标，白酒、3C 电子产品等中高端知名消费品牌包装，及镭射膜、镭射纸等相关镭射包装材料。发展至今，公司已形成从行业标准制定，镭射膜、镭射纸等包装材料生产，到烟标印制包装的完整产业链，成为我国卷烟包装龙头企业。

图表1. 公司主营产品一览

类别	产品	图示
卷烟包装	烟标	
镭射包装材料	镭射膜、镭射纸	
酒类包装	酒类包装	
中高端纸质印刷包装	智能电子产品包装	
其他社会产品包装	其他社会产品包装	
新型烟草制品	新型烟草制品	

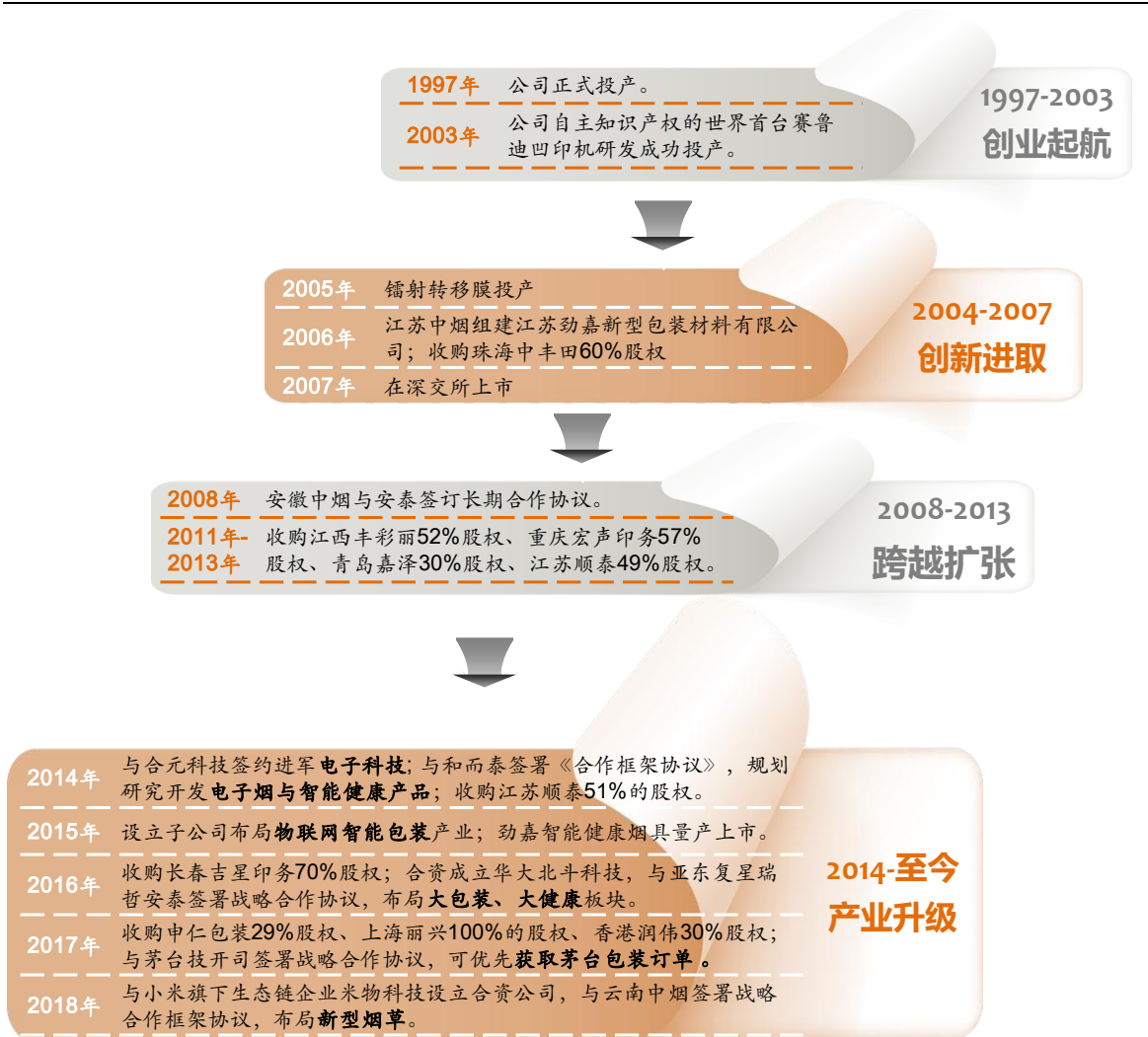
资料来源：公司官网，中银国际证券

在烟标业务稳定增长的同时，公司启动精品包装业务布局，进入食品、药品、电子产品、化妆品、快消品、白酒等精品包装领域，成功拓展 VIVO、魅族、云南白药牙膏、“茅台醇”系列、“五粮液”、“江小白”等知名客户，实现彩盒业务营收高增长（2018 年彩盒业务营收同比增长 79.81%，占总营收 14.24%（+5.17%））。



自 2014 年起，公司涉足新型烟草与智能包装领域，先后与合元科技、和而泰、复星安泰、米物科技、云南中烟等就新兴烟草制品的设计、研发、生产、销售、服务等环节达成合作，劲嘉智能健康烟具及蒸汽生活电子烟纷纷量产上市，物联网智能包装产业也开始稳步前行。

图表2.公司发展历程一览

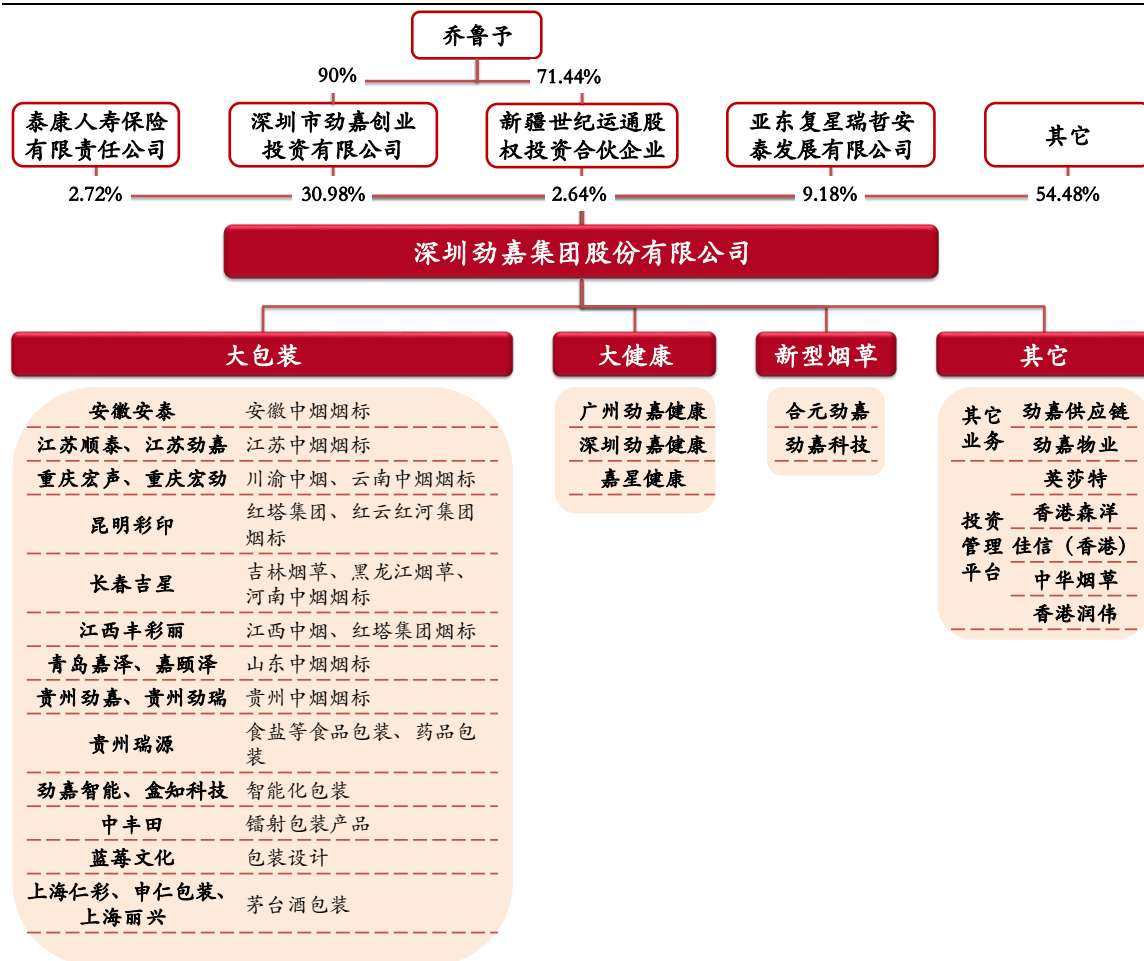


资料来源：公司官网，中银国际证券

股权结构稳定，盈利状况回暖

公司股权结构稳定。公司创始人兼第一大股东乔鲁予通过劲嘉创投与世纪运通间接持有公司 30.48% 的股权，复星安泰 2017 年通过认购公司非公开发行股票持有公司 9.18% 的股份，是公司第二大股东兼战略投资者。公司旗下参控股公司超 30 家，主要可分为大包装、大健康、新型烟草及其它板块。

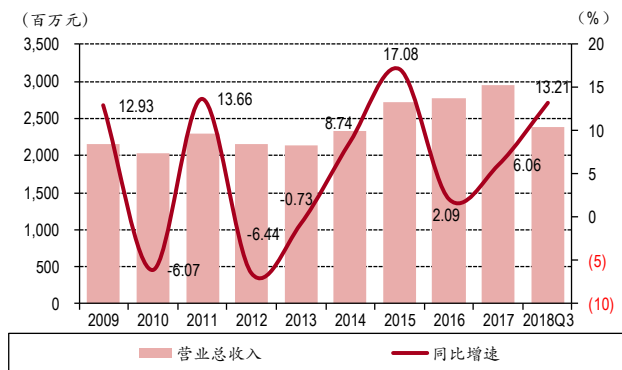
图表3. 公司股权结构及参控股公司一览



资料来源：公司公告，中银国际证券

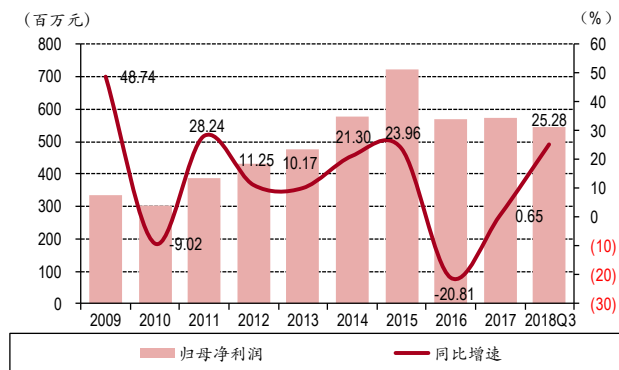
公司营收增速向好。截至2018年前三季度，公司实现营收23.8亿元，同比增长13.2%，归母净利润5.5亿元，同比增长25.3%，增速较过去两年皆有所回暖；公司毛利率为43.9%，同比降低0.78%，净利率为25.7%，同比提升1.22%，盈利水平稳中有升。

图表4. 2018年前三季度公司营收恢复双位数增长



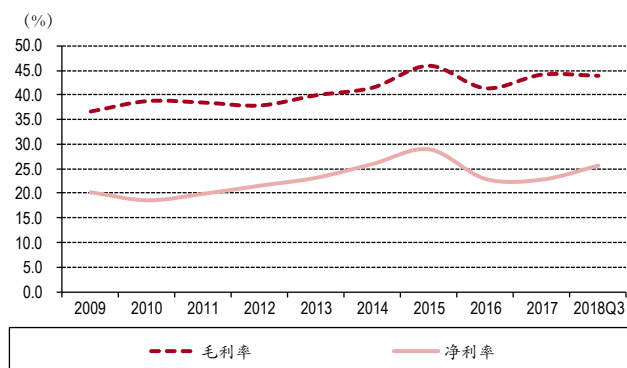
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表5. 2018年前三季度公司净利润恢复高增长



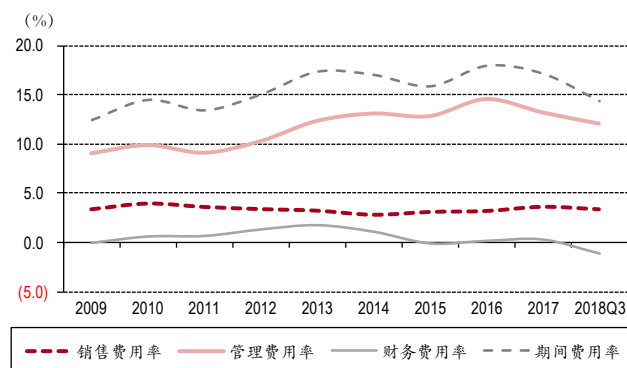
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表6. 公司盈利水平稳中有升



资料来源：公司公告，中银国际证券

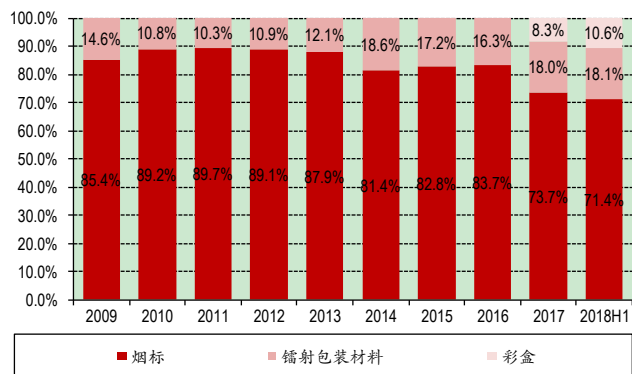
图表7. 公司管理费用率呈上升趋势



资料来源：公司公告，中银国际证券（注：2018Q3 管理费用率已包含研发费用率）

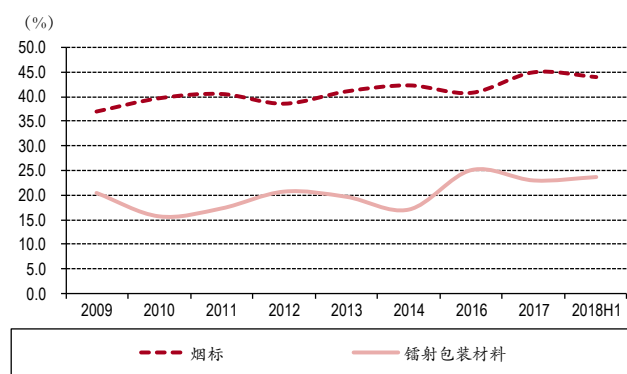
公司业务多元化发展顺利。截至2018H1，在烟标、镭射包装材料、彩盒三项主营业务中，烟标营收占比71.4%，较2009年下降14个百分点，镭射包装材料营收占比18.1%，较2009年提升3.5个百分点，彩盒业务营收占比由0提升至10.6%，业务结构稳步向多元化迈进。

图表8. 公司业务趋向多元化发展



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表9. 公司主营业务毛利率稳中向上



资料来源：公司公告，中银国际证券

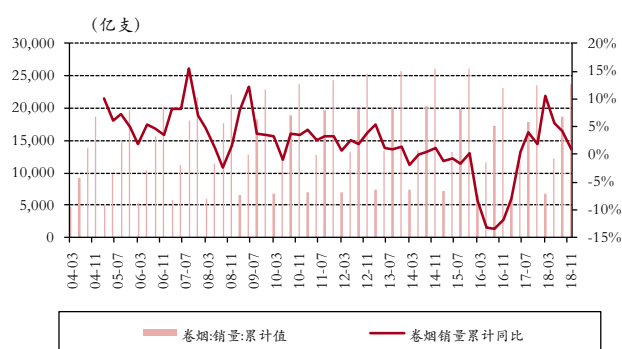
传统烟草优化升级，2019 年有望稳增长

卷烟行业增速受控烟趋严影响，但由于吸烟的成瘾性，吸烟率的下降是缓慢的过程，行业整体的增长短期相对稳定。过去两年的库存调整取得了明显成果，2018 年库存降至低位，2019 年有望恢复性增长。卷烟结构调整战略下中高端卷烟、细支烟等占比不断提高，对于包装的技术要求增加，烟标行业的集中度不断提升。

卷烟库存明显回落，2019 年销量增速有望上升

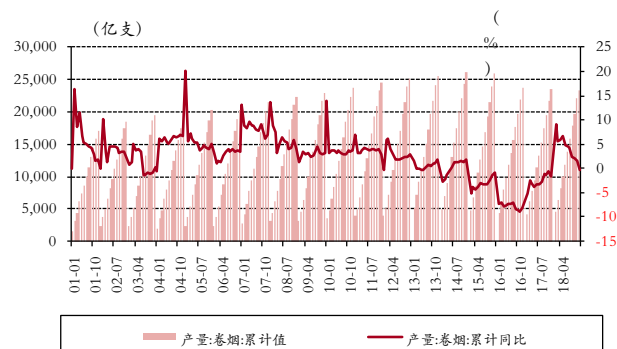
2015 年卷烟消费税的提高，导致卷烟行业 2016 年产销量下滑 8%、11.7%，在行业去库存政策推动下，17、18 年销量 1.8%、1.0% 的增长，产量方面 17 年同比减少 1.6%，18 年缩小为 1.0%。18 年行业出库存效果明显，年底库存相对于年初减少 15.7%。19 年摆脱了库存压力后，卷烟销量增长有望恢复。

图表10.2018 年卷烟销量有所回升



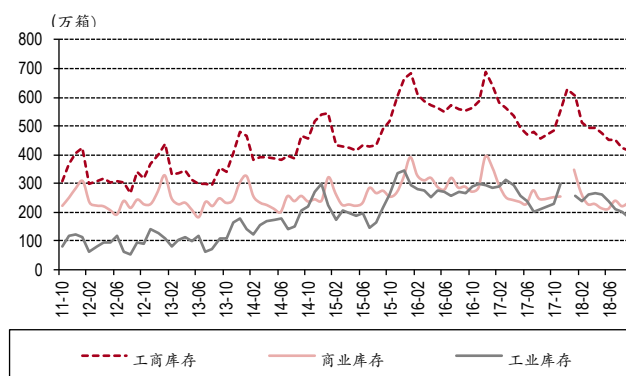
资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表11. 2018 年卷烟产量有所回升



资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表12.卷烟 18 年工商库存明显回落

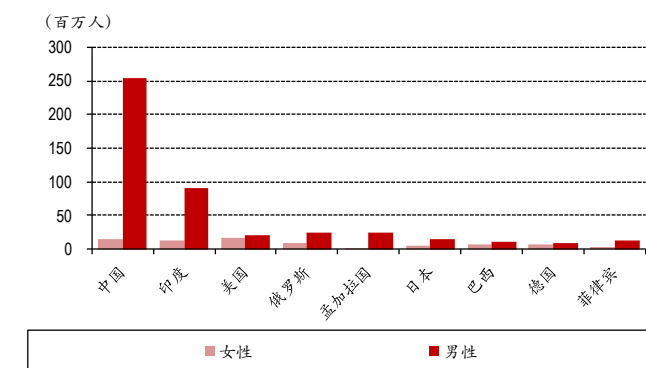


资料来源：烟草在线，中银国际证券

控烟是长期趋势，19 年或无新增压力

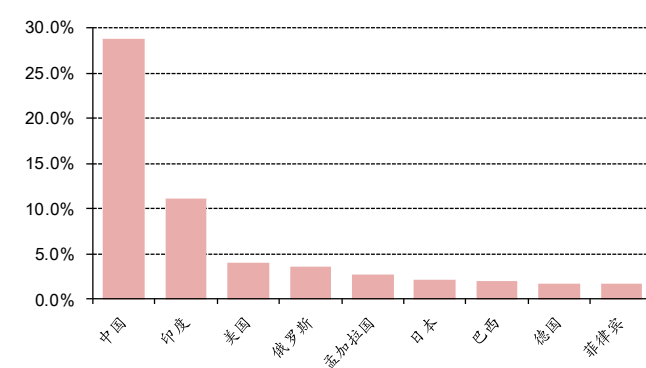
我国吸烟人数居世界首位。2015 年《中国成人烟草调查报告》数据显示：中国 15 岁及以上成人现在吸烟率为 27.7%，与 2010 年数据持平，吸烟人数增长了 1500 万，达到 3.15 亿，吸烟人口居世界第一位。中国的卷烟产量销量也稳居世界第一位，是全球第一烟草大国。

图表13.2015 年我国吸烟人数居于世界首位



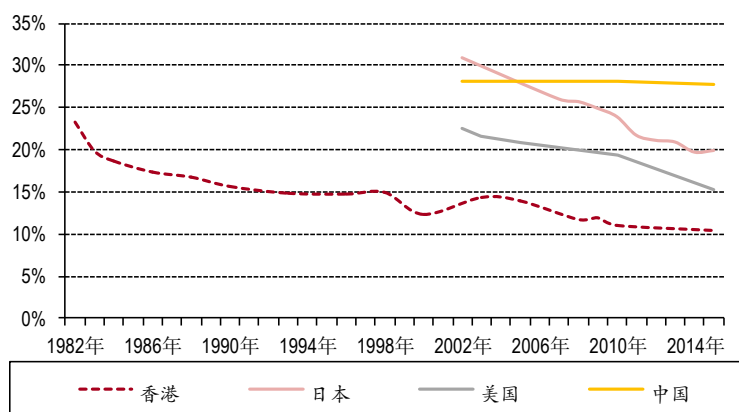
资料来源：柳叶刀，中银国际证券

图表14. 2015 年我国吸烟人数占全球近 30%



资料来源：柳叶刀，中银国际证券

图表15.我国吸烟率处于全球较高水平

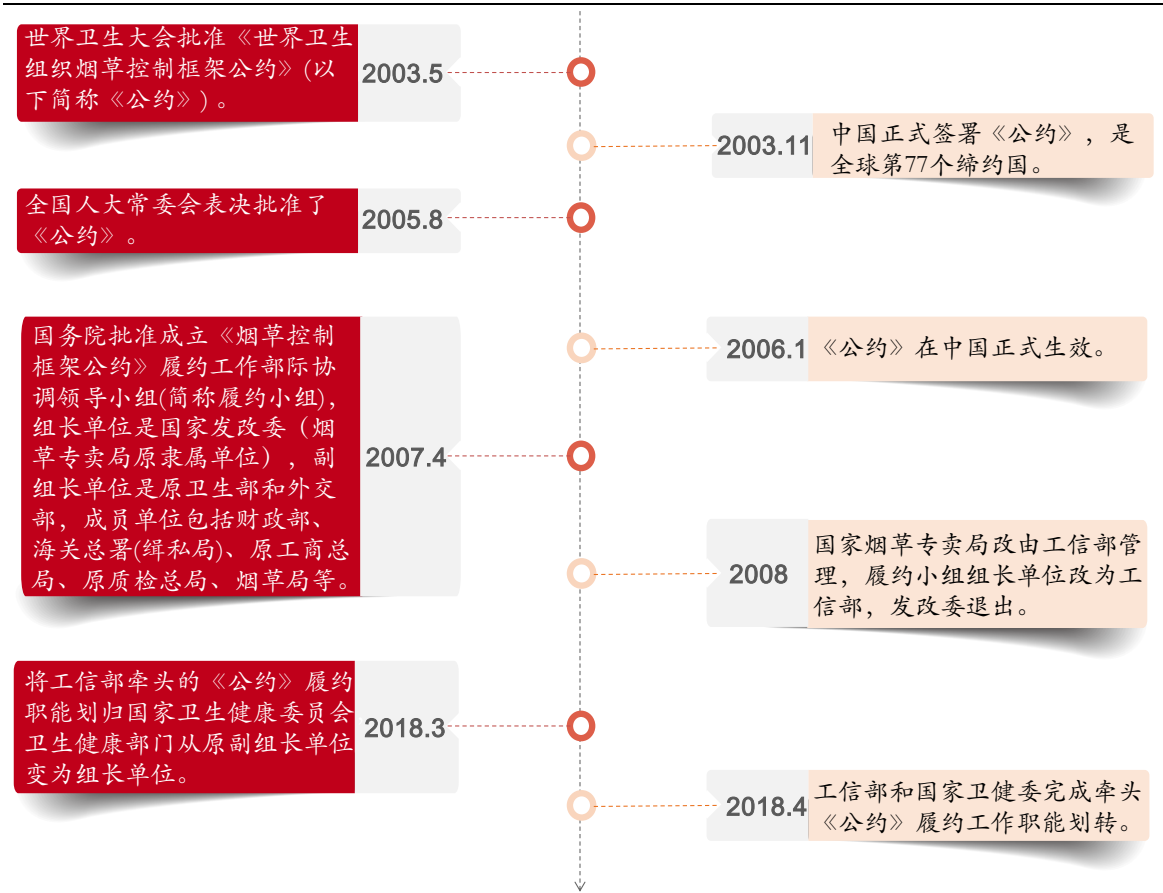


资料来源：烟草在线，中银国际证券

2003 年中国正式签署《世界卫生组织烟草控制框架公约》，2005 年《公约》获得人大常委会表决批准，2006 年《公约》正式生效，2007 年成立《公约》履约工作部际协调领导小组，开始执行控烟履约职能。中共中央、国务院于 2016 年 10 月 25 日印发《“健康中国 2030”规划纲要》，要求到 2030 年，15 岁以上人群吸烟率从 2015 年的 27%降低到 20%。



图表16.我国控烟履约小组架构变动一览



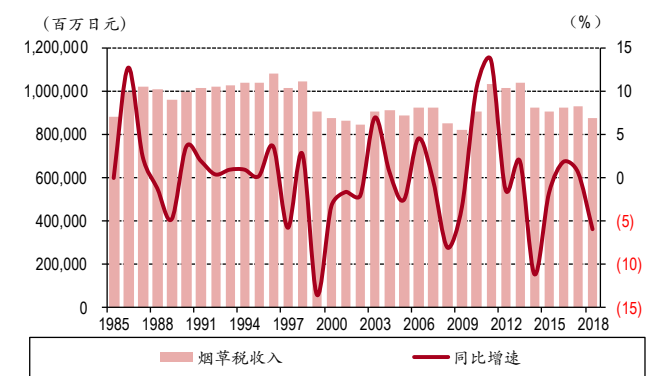
资料来源：烟草在线，中银国际证券

2018年前，控烟履约领导小组组长单位皆由烟草专卖局隶属单位（发改委、工信部）担任，然而控烟与有烟草利税指标在身的烟草专卖局存在一定利益冲突，导致我国控烟步伐迈略显迟缓，公约要求的很多控烟举措未得到有效实施，在全球烟草销量下滑的大背景下，我国烟草销量不降反升，吸烟人数持续增加。

2018年3月，第十三届全国人民代表大会上，本由工信部牵头的《烟草控制框架公约》履约领导小组的职能被划入新组建的国家卫生健康委员会。2018年4月，工信部和国家卫健委完成牵头《公约》履约工作职能划转，标志着我国控烟行动迈出了关键性的一步。控烟的措施包括公共场所禁烟条例、限制烟草广告、烟草包装上设置警示性标语、加征烟草税等。

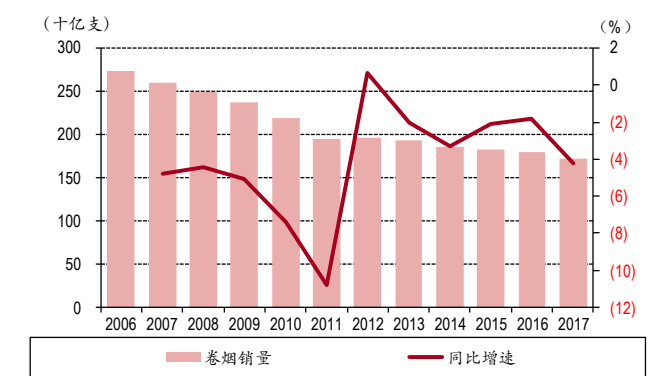
参考日本的禁烟历程，经过日本政府的一系列控烟政策，日本卷烟销量在过去30年里持续下滑，2017年同比下降4.19%至1715亿支，2018年日本的男性、女性全民吸烟率分别下降至27.8%、8.7%，处世界较低水平。1998年、2003年、2006年、2010年、2014年日本卷烟五度提税，如今日本烟草税由四部分构成，分别是：国家烟草税(24.1%)、地方烟草税(27.8%)、烟草特别税(3.7%)、消费税(7.4%)，税率总计63.1%。2018年政府宣布拟在未来4年将每支香烟分步提税3日元。不断提高的税负水平，使得日本卷烟税收保持稳定，在1985年-2018年的30多年间，烟草税始终维持在8000亿日元以上。

图表17. 近年日本烟草税收收入维持稳定



资料来源：日本财务省，中银国际证券

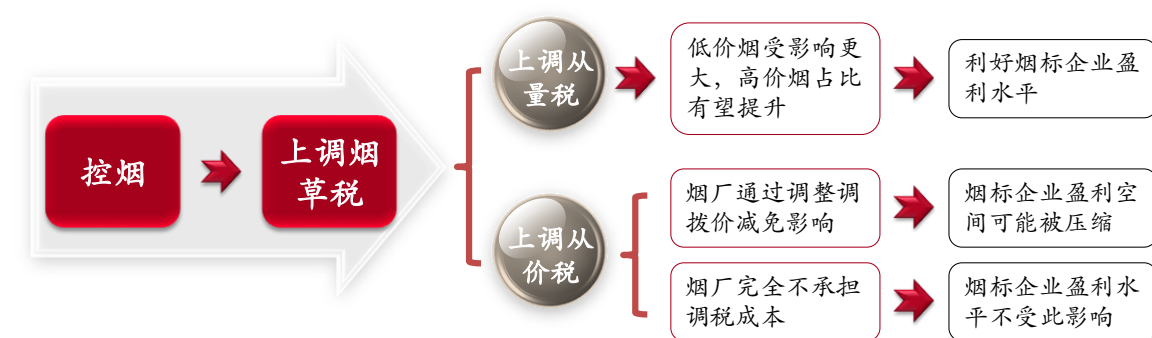
图表18. 日本卷烟销量持续下滑



资料来源：日本财务省，中银国际证券

国内上一次上调烟草消费税是在 2015 年 5 月，包含 11% 的从价税和 0.005 元/支的从量税，未来若上调从量税，低价香烟受影响更大，间接推动产业结构优化，高价烟占比提升，利好烟标企业；若上调从价税，除非烟厂通过调整调拨价来确保零售价不变或降低影响，否则烟标企业利润空间不会因此受太大影响。

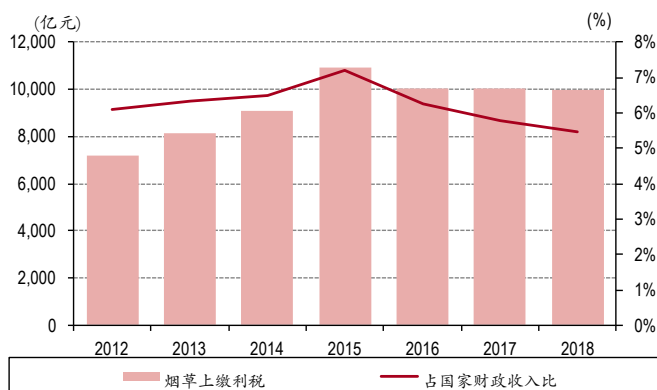
图表19. 我国控烟趋严对烟标企业的影响分析



资料来源：中银国际证券

虽然中国控烟趋严是长期趋势，但同时应该看到的是，中国烟草对财政收入的贡献巨大，2018 年，烟草实现税利总额 11556 亿元，其中上缴国家财政总额 10000.8 亿元，连续 5 年利税破万亿。上缴的利税总额占国家财政收入占比始终维持在 5% 以上。19 年在宏观经济下行、企业个人税负降低的情况下，财政收入增长压力变大，烟草利税实现稳增长的要求提高，控烟的压力或有阶段缓和。

图表20. 烟草利税持续破万亿



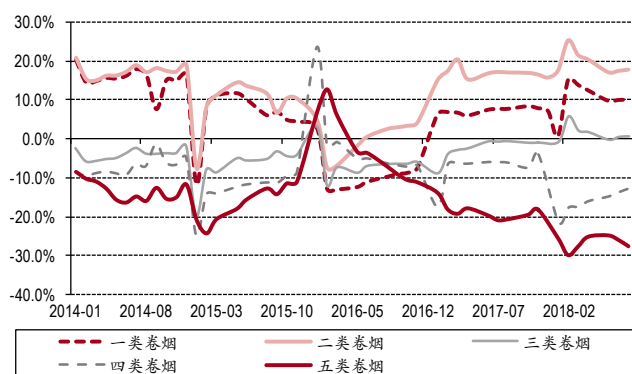
资料来源：烟草在线，中银国际证券

卷烟结构优化趋势明显

为应对销量下降，维持利税增长，烟草总局近年一直在推行提结构，增加高端烟草的比重，以单价的增长弥补总量增长不足。今年1月召开的2019年全国烟草工作会议指出，要深化实施“三品”战略（增品种、提品质、创品牌），持续调优卷烟产品结构，强化科技体制机制创新，完善行业控烟履约机制，统筹推进稳运行、优结构、育品牌、降库存、控成本、增税利工作。

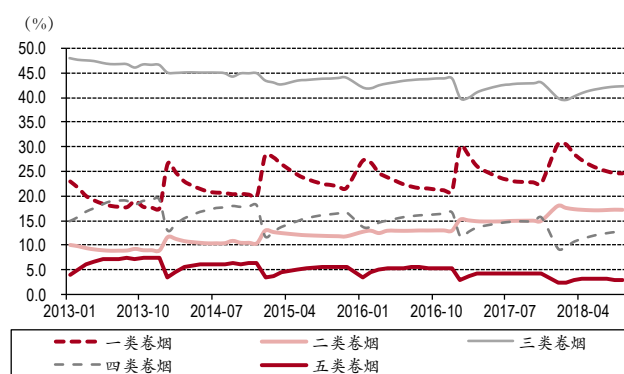
近年我国烟草产品结构持续优化。据烟草在线数据显示，截至2018年8月，我国一类、二类、三类、四类、五类卷烟销量分别同比增长10.0%、17.7%、0.8%、-12.8%、-27.5%，一类、二类卷烟增速领跑市场；截至2018年9月，我国一类、二类、三类、四类、五类卷烟销量占比分别为24.63%、17.17%、42.35%、12.88%、2.96%，其中，一类、二类卷烟较2013年分别提升7.02%、8.27%，三类、四类、五类卷烟较2013年分别降低4.29%、6.60%、4.40%，明显呈结构升级趋势。

图表21. 一类、二类烟草销量呈增长态势



资料来源：烟草在线，中银国际证券

图表22. 一类、二类烟草销量占比稳定提升



资料来源：烟草在线，中银国际证券

创新型烟草高速增长。据中国烟草专卖局数据显示，2017年我国细支烟、短支烟、中支烟、爆珠烟合计实现销量314万箱、销售额1350亿元，占全国卷烟总销量、总销售额的6.6%、9.4%，较2013年分别提升6.0%、8.4%，复合增速分别为80.3%、79.5%，普及迅速。

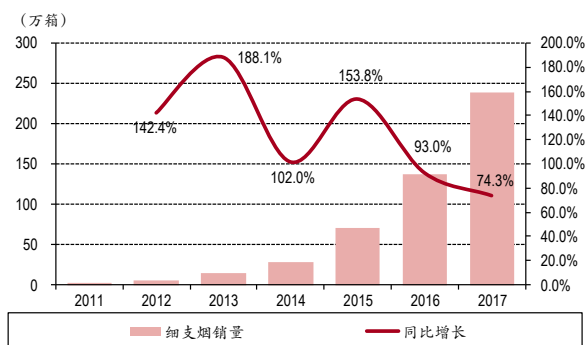
图表23. 我国创新型卷烟产品销售规模高速增长

	2013	2017	CAGR
销量（万箱）	30	314	80.3%
销量占比	0.6%	6.6%	
销售额（亿元）	130	1350	79.5%
销售额占比	1.0%	9.4%	

资料来源：中国烟草专卖局，中银国际证券

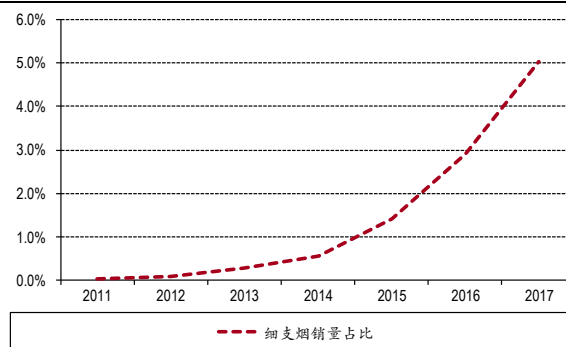
其中，占比最大的细支烟表现亮眼。据中国烟草专卖局数据显示，2017年我国细支烟销量为238万箱，同比增长74.3%，占全国卷烟总销量的5.03%，较2011年提升4.99个百分点。

图表24.我国细支烟销量持续高增长



资料来源：中国烟草专卖局，中银国际证券

图表25.我国细支烟销量占比持续提升



资料来源：中国烟草专卖局，中银国际证券

据国家烟草专卖局烟草经济研究所报告显示，2011-2017年，我国细支烟销量 CAGR 达 122.2%，较全国卷烟平均水平（CAGR 为-0.3%）高 122.5%；销售额 CAGR 达 130.0%，较全国卷烟 2013-2017 年的平均水平（CAGR 为 3.6%）高 126.5%；单箱收入由 3.52 万元提升至 4.34 万元，较全国平均水平高 43.3%；贡献税利占全国卷烟总税利的 8.51%，高于其销量及销售额占比。

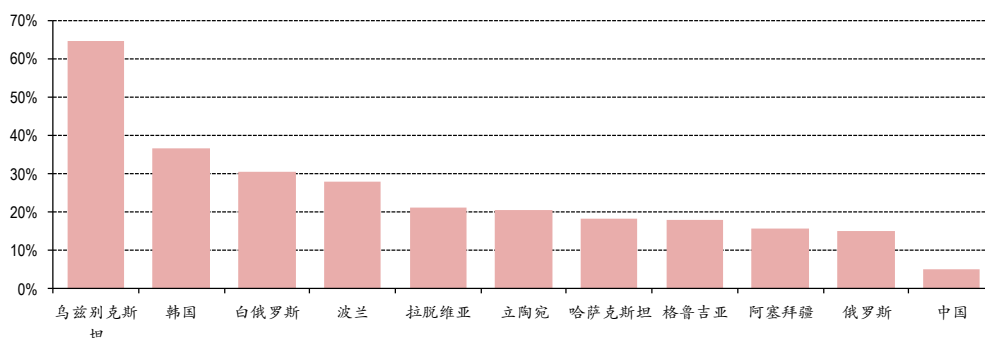
图表26.我国细支烟销售增长迅速

	2011	2017	CAGR
销量（万箱）	1.98	238.48	122.2%
销量占比	0.04%	5.03%	
销售额（亿元）	6.99	1035.14	130.0%
销售额占比	0.07%	7.21%	
单箱收入（万元）	3.52	4.34	3.6%
占卷烟总税利比重	0.09%	8.51%	

资料来源：国家烟草专卖局烟草经济研究所，中银国际证券

虽然细支烟增长迅速，但纵观全球，我国细支烟占比仍处较低水平，相较韩国 36.6% 的比例，有较大提升空间，未来增速有望持续领跑卷烟市场。

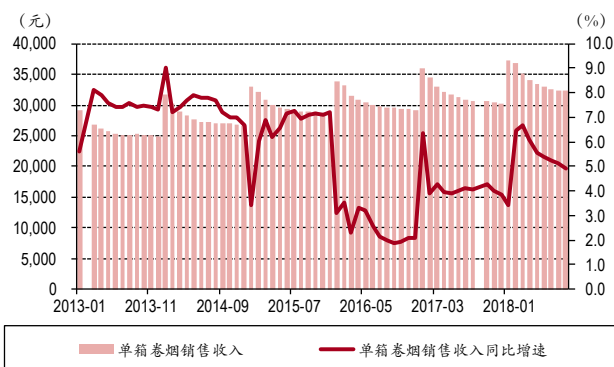
图表27.2017年中国细支烟销量占比处于全球较低水平



资料来源：中国烟草专卖局，中银国际证券

在着力提结构下，近 5 年卷烟销售单价不断提高，单箱卷烟销售收入年均增长 5.1%。

图表28. 卷烟销售单价



资料来源：烟草在线，中银国际证券

由于中高端卷烟对烟标的防伪技术、烟标设计、烟标质量、烟标一致性的要求显著高于其他烟标产品，其单个价值也显著高于其他烟标产品，这使得烟标的结构调整和卷烟是同步的，中高档烟标的占比提升，有望支撑整体烟标市场规模的增长。

烟标行业集中度提升

烟标业务是典型的技术和资金密集型，作为卷烟的商标，是传递品牌形象和价值的载体，在行业追求设计和包装精美度情况下，烟标企业的技术能力设备能力要求在提升。据行业数据显示，烟标主要参与者有大型烟标公司、地方型小企业、烟草公司附属三产企业，约各占 1/3 市场份额。过去几年，烟草在烟标行业公开招标下，市场集中度呈现集中趋势。

我们以 7 家烟标上市企业的平均烟标出厂单价代表全国烟标出厂均价，测算出 2014-2017 年我国烟标出厂销售规模，如下表所示：

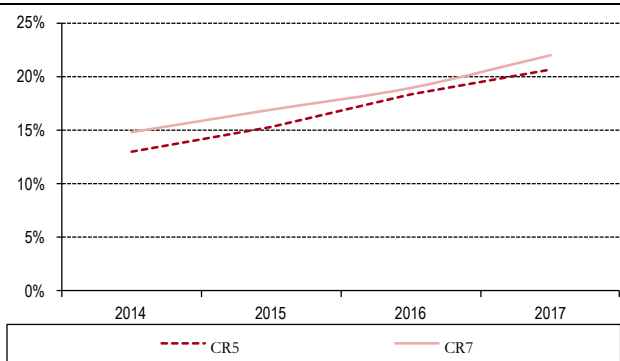
图表29. 我国烟标销售规模

	2014	2015	2016	2017
全国卷烟产量（万套）	1292500	1281075	1177695	1160643
烟标均价（元/套）	2.73	2.68	2.55	2.52
全国烟标销售规模（亿元）	353	343	300	293

资料来源：万得，中银国际证券

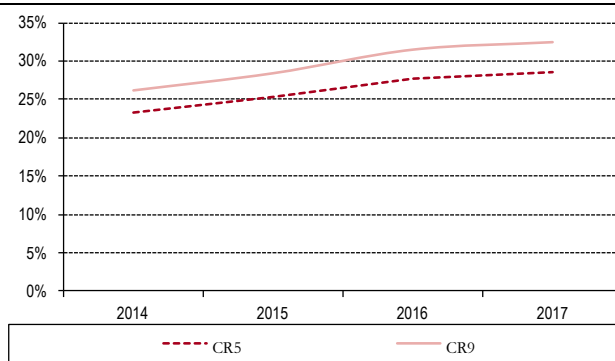
根据以上烟标规模可知，2017 年我国烟标企业销量、销售额 CR5 分别为 20.5%、28.6%，较 2014 年提升了 7.4%、7.2%，销量、销售额 CR7 分别为 22.0%、32.5%，较 2014 年提升了 5.2%、6.4%，集中度提升趋势明显。

图表30. 我国烟标销量集中度呈提升趋势



资料来源：万得，中银国际证券

图表31. 我国烟标销售额集中度呈提升趋势



资料来源：万得，中银国际证券

新型烟草制品前景广阔，市场放开步伐临近

由于卷烟会对吸烟者及其周围人的健康产生较大损害，在传统烟草面临全球控烟压力，全球吸烟率不断下降的情况下，主打“少危害”概念的新型烟草开始趁机崛起，并加速渗透。

图表32.传统卷烟主要成分危害人体健康



资料来源：百度图片，中银国际证券

目前，全球新型烟草市场渗透率较高的两类产品分别是电子烟、加热不燃烧烟。其中，电子烟的外观、烟雾、味道与卷烟接近，是通过雾化等手段，将来源于烟草的尼古丁液体等变成蒸汽，让用户吸食；加热不燃烧烟是利用外部热源来加热烟草，以产生烟草风味气体，加热温度通常维持在 300℃ 以下，而非卷烟的 350℃-600℃ 高温，从而有效减少有害物质的产生。

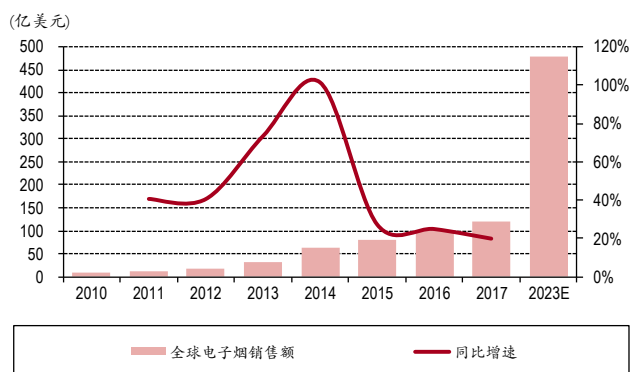
图表33.电子烟、加热不燃烧烟内部结构图



资料来源：京东商城，中银国际证券

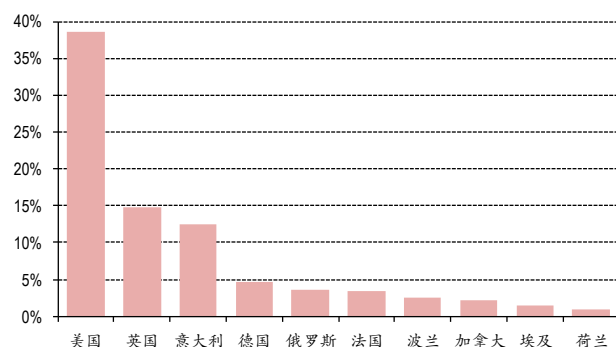
电子烟因起步较早，发展至今，销售规模相对较大。据世界烟草发展报告显示，截至 2017 年，电子烟全球销售额约 120 亿美元，同比增长近 20%，2010-2017 年复合增速约 45%。其中，美国以 46 亿美元销售额占比 38.6%，位居全球第一。

图表34.电子烟全球销售规模持续高增长



资料来源：烟草在线，中银国际证券

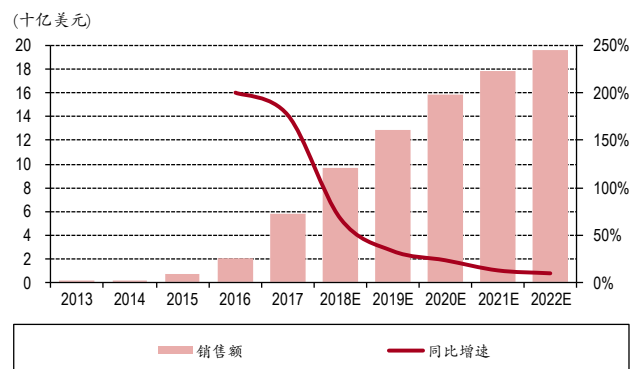
图表35. 2017年美国电子烟销售额占全球38.6%



资料来源：欧睿国际，中银国际证券

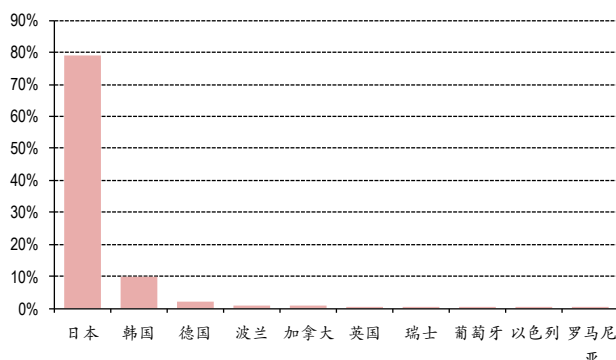
加热不燃烧烟草（HNB）制品起步相对较晚，规模较小，但是由于使用自然烟叶，对于烟草产业链利益影响较小，是各大烟草公司的发展重点。据弗若斯特沙利文数据显示，2017年全球加热不燃烧烟草制品销售额为58亿美元，同比增长176.2%，其中，日本以46亿美元（占比约79%）消费额成全球最大消费国，随后是韩国、德国、波兰。据弗若斯特沙利文预测，2022年全球加热不燃烧烟草制品销售规模有望达196亿美元，CAGR为27.6%。

图表36.全球加热不燃烧烟草制品销售规模增长迅速



资料来源：弗若斯特沙利文，中银国际证券

图表37. 2017年日本占全球加热不燃烧烟草销售额的79%



资料来源：弗若斯特沙利文，中银国际证券

如今，全球加热不燃烧烟草制品市场的主流品牌有：菲莫国际的IQOS、英美烟草的Glo、日本烟草的Ploom Tech、韩国KT&G的Lil。

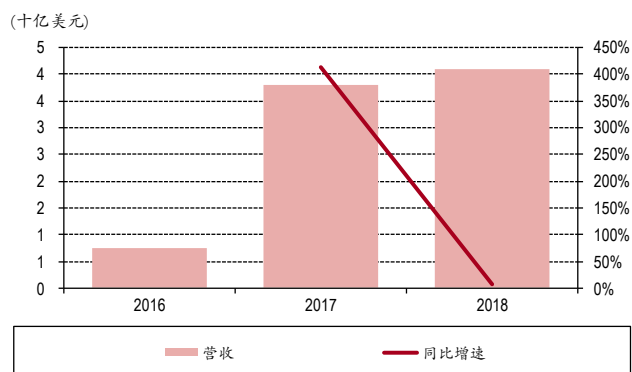
图表38. 全球加热不燃烧烟草制品主要品牌一览

公司	品牌	产品简介	图示
菲莫国际 (PMI)	IQOS	全球首款加热不燃烧烟草制品, 2014 年在日本、意大利试点, 大获成功, 随后进入韩国、希腊、意大利、葡萄牙、罗马尼亚等国家。2017 年加热不燃烧烟草制品实现营收 36 亿美元, 占公司总营收的 12.5%。	
日本烟草 (JT)	Ploom Tech	2017 年 6 月在日本东京销售, 随后入驻瑞士、加拿大, 2018 年 6 月在日本全国范围内推广, 进驻上千家烟草零售商店与上万家便利店。2018H1 实现烟弹销量 8 亿支, 营收约 21 亿日元。	
英美烟草 (BAT)	Glo	2016 年 12 月在日本上市, 销售火爆供不应求, 随后进入韩国、俄罗斯、罗马尼亚、加拿大、瑞士、意大利市场。	
韩国 KT&G	Lil	2017 年 11 月在韩国上市, 小巧轻便, 方便管理和携带, 售价低于 IQOS、Glo, 以此争取市场份额。	

资料来源: 搜狐新闻, 中银国际证券

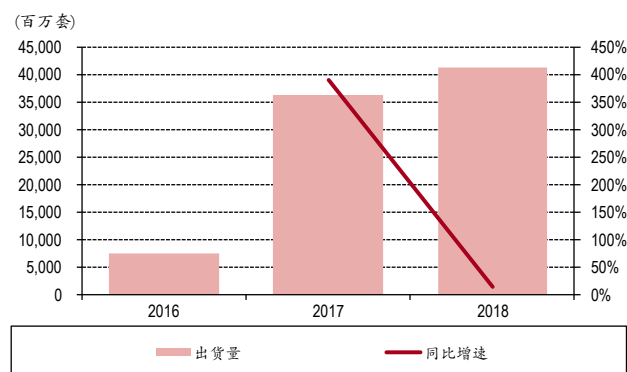
其中, 菲莫国际 (PMI) 的 IQOS 作为全球首款加热不燃烧烟草制品, 借助先发优势迅速占领市场。2017 年 PMI 减害产品营收同比增长 414% 至 38 亿美元, 加热不燃烧烟草制品出货量同比增长 340% 至 362 亿套, 2018 年营收与出货量分别达 41 亿美元、414 亿套。

图表39. 菲莫国际 RRP (减害产品) 营收高增长



资料来源: PMI, 中银国际证券

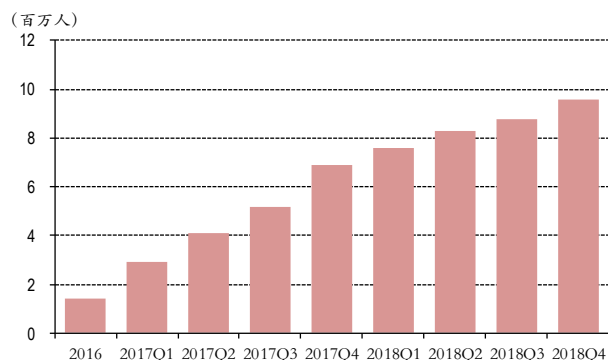
图表40. 菲莫国际加热不燃烧烟草制品销量高增长



资料来源: PMI, 中银国际证券

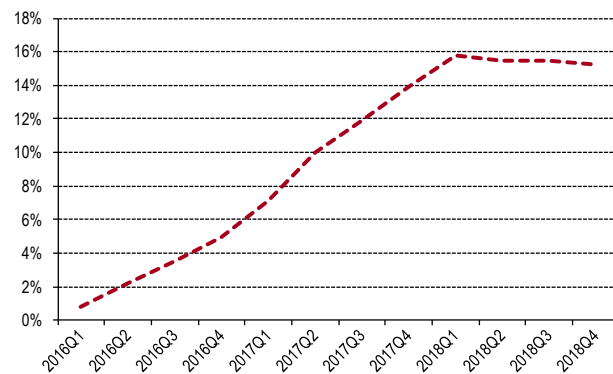
截至 2018 年底，IQOS 在全年转化的用户数达 960 万人，较 2016 年的 140 万人增长 586%。其中，日本作为 IQOS 最大的市场，2018Q4 其在日本的市占率为 15.2%，全年预计为 15.5%，较 2017 年提升 0.7 个百分点，较 2016 年提升 12.6 个百分点，扩张迅速。

图表41.2018 年底 IQOS 全球用户数达 960 万人



资料来源: PMI, 中银国际证券

图表42. 2018Q4 IQOS 在日本市场份额为 15.2%



资料来源: PMI, 中银国际证券

IQOS 美国过审在望

美国是全球最大的电子烟市场，有望成为加热不燃烧烟草制品全球前三大市场之一。为了更好地进入美国市场，IQOS 于 2016 年 12 月向美国 FDA 提交了 MRTPA（烟草产品风险改进申请），于 2017 年 3 月提交了 PMTA（烟草上市前申请）。

若 IQOS 通过 PMTA，则将获准在美国以“烟草产品”标签销售；若通过 MRTPA，则可在美国以“减害烟草制品”标签销售，这将大幅提升 IQOS 的市场竞争力与 PMI 的市场影响力。

2019 年 2 月 11 日，IQOS MRTPA 审核的公众评论阶段关闭，FDA 进入最终审核，审核结果大概率在今年上半年公布。与此同时，美国 IQOS 销量被明确地纳入菲莫国际母公司奥驰亚集团发布的 2019 年业绩指引，可见 PMI 对 IQOS 通过 FDA 审核的强烈信心。一旦 IQOS 获批进入美国市场，预计将迎来又一波高速扩张。

图表43.IQOS 在美国 FDA 申请审批历程

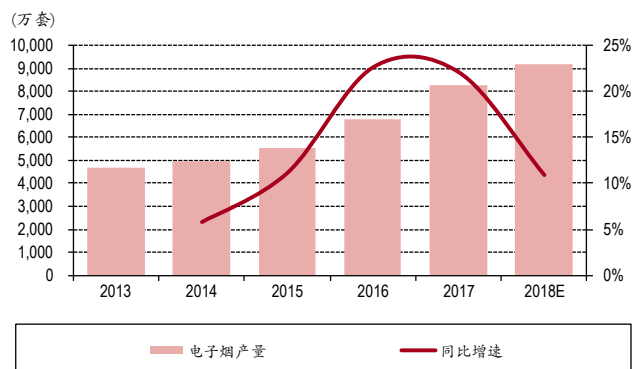
时间	行为
2016.12	IQOS 向 FDA 提交“Modified Risk Tobacco Product Application”（MRTPA，烟草产品风险改进申请）。
2017.3	IQOS 向 FDA 提交“Premarket Tobacco Application”（PMTA，烟草上市前申请）。
2017.5	FDA 接受 IQOS 的 MRTPA 并提交实质性科学审查。
2017.6	FDA 向社会公开征求审查意见。
2017.8	FDA 完成 PMTA 初步审查，并接受实质性审查申请。
2018.1	FDA 将 IQOS 的 MRTPA 移交至 TPSAC（烟草产品科学咨询委员会），TPSAC 召开会议进行讨论，最终认为：PMI 未能证明 IQOS 将降低烟草相关疾病的风险，或减少因吸烟导致的年度死亡人数，并反对声称使用 IQOS 比继续吸食可燃香烟更健康。但 TPSAC 只是咨询小组，不会对 FDA 最终结论产生决定性作用。
2019.2	IQOS MRTPA 审核的公众评论阶段关闭。

资料来源: PMI, 中银国际证券

国内新型烟草市场蓄势待发

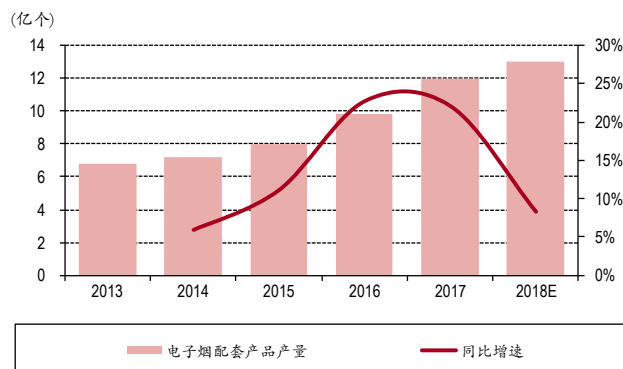
聚焦国内，由于含尼古丁的产品被统一归入烟草专卖体系，因此中国是全球电子烟最大生产地，但大部分销往海外。据前瞻产业研究院数据显示，2017 年我国电子烟产品产量为 8284 万套，其中，国内市场需求为 679 万套（占比 8.2%）；我国电子烟配套产品产量为 12 亿个，其中，国内市场需求近 3 亿个（占比 24.8%）。2017 年我国电子烟市场规模同比增长 34.4% 至 43 亿元，2018 年预计同比增长 11.6% 至 48 亿元。

图表44.我国电子烟产品产量情况



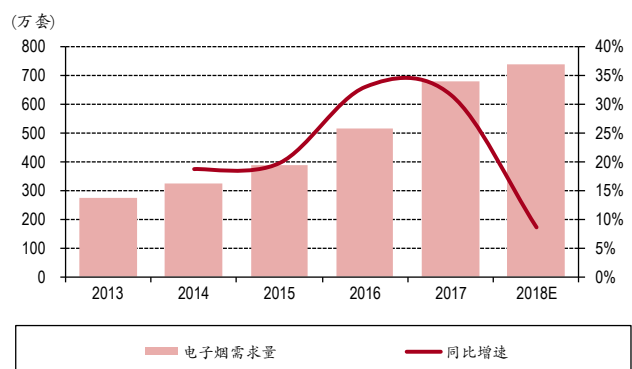
资料来源：前瞻产业研究院，中银国际证券

图表45.我国电子烟配套产品产量情况



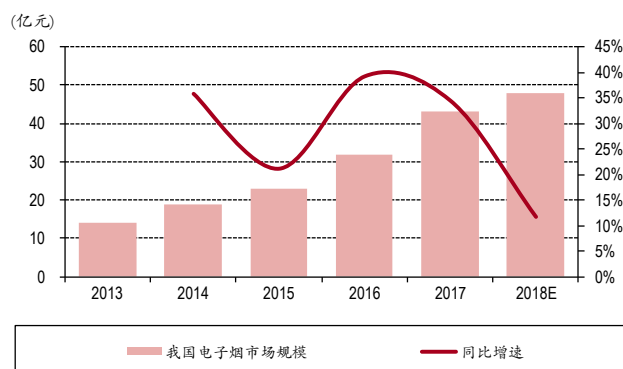
资料来源：前瞻产业研究院，中银国际证券

图表46.我国电子烟产品需求量情况



资料来源：前瞻产业研究院，中银国际证券

图表47.我国电子烟市场规模情况



资料来源：前瞻产业研究院，中银国际证券

新型烟草制品在我国渗透率较低，发展较为缓慢，除了因电子烟或加热不燃烧烟味道偏淡，不符合偏好味道浓烈的烤烟的中国烟民口味，也因其与卷烟的替代关系会影响烟草利税，所以在中烟公司新型烟草制品的技术、渠道等筹备好之前，新型烟草制品难以快速渗透。

但近年政策放松信号频现，2018 年 1 月 16 日召开的全国烟草工作会议指出：要扎实推动新型烟草制品依法监管的准备、产品研发的准备、政策措施的准备，密切关注烟草市场新动向，大力支持雪茄烟加快发展，积极研发电子烟、口含烟、加热不燃烧烟草制品等新型产品。

同年 5 月，《国家烟草专卖局 2018 年全面深化改革工作要点》强调要推进新型烟草制品监管的政策法规研究、全产业链创新发展及产品国际拓展。由此可见，随着国家控烟力度加强，新型烟草推进加速，卷烟厂商及烟标企业产业转型业务的培育显得愈发重要。

为紧跟市场需求，提升自身竞争力，我国主要中烟公司纷纷涉足新型烟草产品的研究与生产。迄今为止，我国已有四川中烟、云南中烟、广东中烟、湖北中烟成功推出加热不燃烧烟草制品，部分产品已成功在海外上市。HNB 等新型烟草在降焦减害方面有明显效果，是全球烟草发展的趋势，国内市场有望在技术储备成熟后逐渐打开。

图表48. 我国中烟公司推出的新型烟草制品一览

时间	企业	产品	简介	图示
2016	云南中烟	“华丰”电子烟	是云南中烟技术中心自主组装的一次性电子烟，有6mg、14mg两种浓度，橙子柠檬、薄荷、云南烟草、弗吉尼亚烤烟四种口味。	
2017	重庆中烟	“Tianzi”超细支连体电子烟	即抽即吸、自动咪头、抽吸口数大于80口，解决了小直径电芯及咪头控制等技术难题。	
2017	云南中烟	电子烟 MW 品牌系列	是云南中烟自主研发，拥有自主知识产权及品牌所有权的电子烟产品，已进入日本有税市场销售。	
2017	云南中烟	低温加热不燃烧卷烟 MC 系列	由云南中烟技术中心自主研发，烟支部分由红塔集团生产，烟具由下属公司华玉出品。	
2017	四川中烟	“功夫-宽窄”加热不燃烧烟	在韩国上市，成为中国第一款在海外上市的加热不燃烧烟品牌。	
2018	云南中烟	加热不燃烧新型卷烟 烟具 Webacco	与华玉合作推出，目前目标市场主要集中在柬埔寨，乌克兰、俄罗斯、日本和加拿大等国家。	
2018	广东中烟	加热不燃烧品牌 MU+、ING 系列产品	首发市场在老挝，产品包括两款加热器具，以及中式陈皮和薄荷口味卷烟。	
2018	湖北中烟	加热不燃烧烟具 MOK、烟弹 COO	具有完全自主研发能力和知识产权，有中式烤烟、国际型、薄荷清凉三种口味。	

资料来源：搜狐新闻，中银国际证券

公司竞争优势护航，新老业务驱动，龙头地位稳固

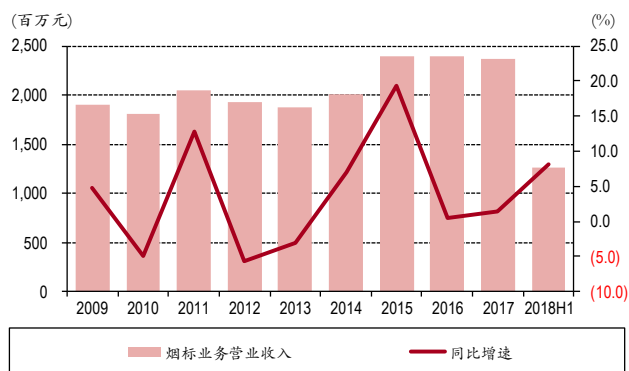
烟标是香烟品牌的载体，外观、防伪、品质显得尤为重要。因此，卷烟企业在选择烟标厂商时，较为看重其设计与技术水平，及客户服务能力。公司在这两方面具备明显优势，可有效巩固其烟标业务竞争力。

与此之外，公司重视产业升级转型业务的培育，彩盒包装业务拓展迅速，物联网及智能包装战略践行顺利，新型烟草制品布局较早，已储备一定技术与渠道优势，多轮驱动，利好未来业绩增长。

技术与客户优势夯实传统烟标业务竞争力

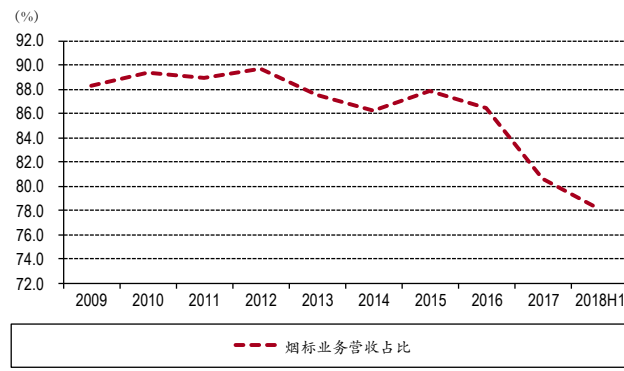
公司是烟标龙头企业，2018H1 烟标业务实现营收 12.6 亿元，同比增长 8.19%，占总营收的 78.2%。烟标营收占比自 2017 年有明显下滑，除因彩盒业务营收占比提升（2017 年同比提升 2.3%），还因 2017 年至 2019 年，公司将所持重庆宏声 20% 表决权委托于重庆宏声，公司不再合并重庆宏声及其控股子公司重庆宏劲的财报。若加上重庆宏声 3.7 亿元营收（假设全为烟标营收），2017 年公司烟标营收同比增长 14.4%，增速较 2016 年有明显提升，营收占比 82.8%，较 2016 年下降 3.6%。

图表49.公司烟标业务营收持续增长



资料来源：万得，中银国际证券

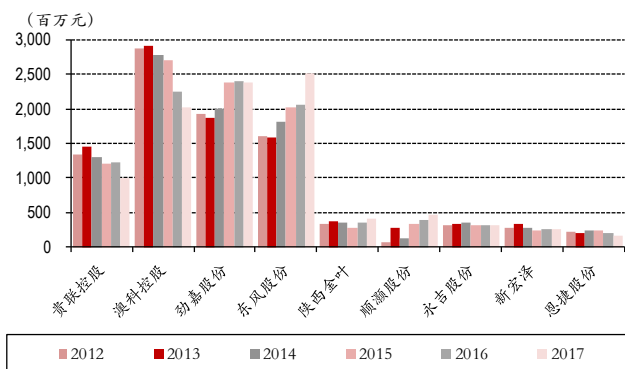
图表50.公司烟标业务营收占比呈下降趋势



资料来源：万得，中银国际证券

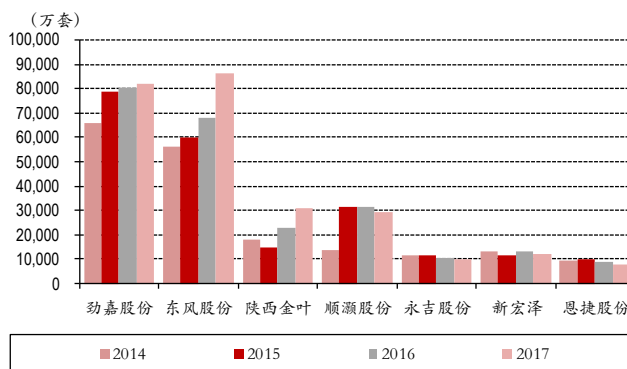
纵观烟标行业，公司烟标销售成绩位于行业前沿。2017 年公司实现烟标营收 23.8 亿元（市占率为 8.1%），烟标销量 8.2 亿套（市占率为 7.0%），若加上重庆宏声，则销量市占率为 8.1%，市占率第一；烟标均价为 2.9 元/套，仅次于永吉股份（3.2 元/套），与东风股份并列第二；毛利率为 44.9%，位居行业第一，龙头地位稳固。

图表51.公司烟标业务营收规模位居前列



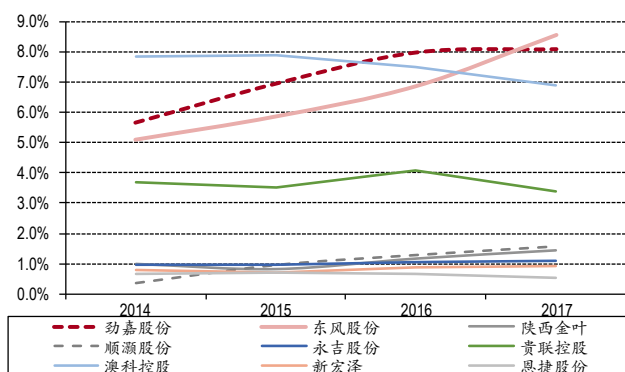
资料来源：万得，中银国际证券

图表52.公司烟标销量位居前列



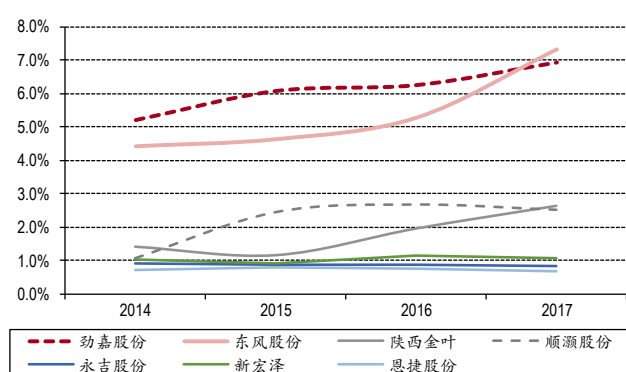
资料来源：万得，中银国际证券

图表53. 公司烟标营收市占率持续提升



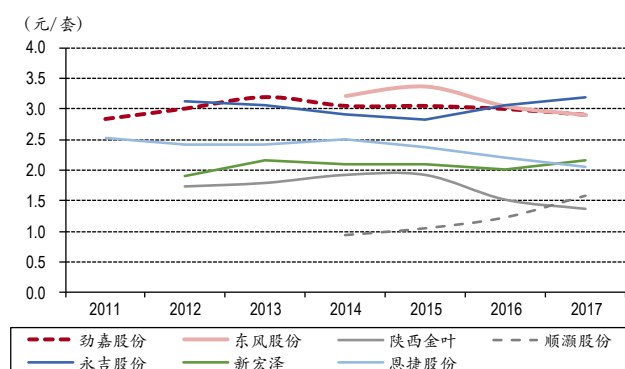
资料来源：万得，中银国际证券

图表54. 公司烟标销量市占率持续提升



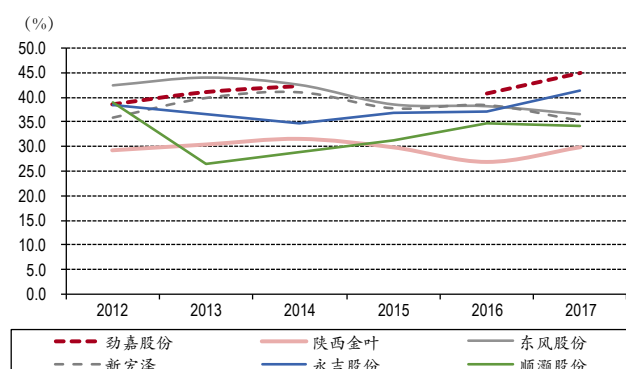
资料来源：万得，中银国际证券

图表55. 公司烟标均价处于行业较高水平



资料来源：万得，中银国际证券

图表56. 公司烟标业务毛利率处于行业较高水平



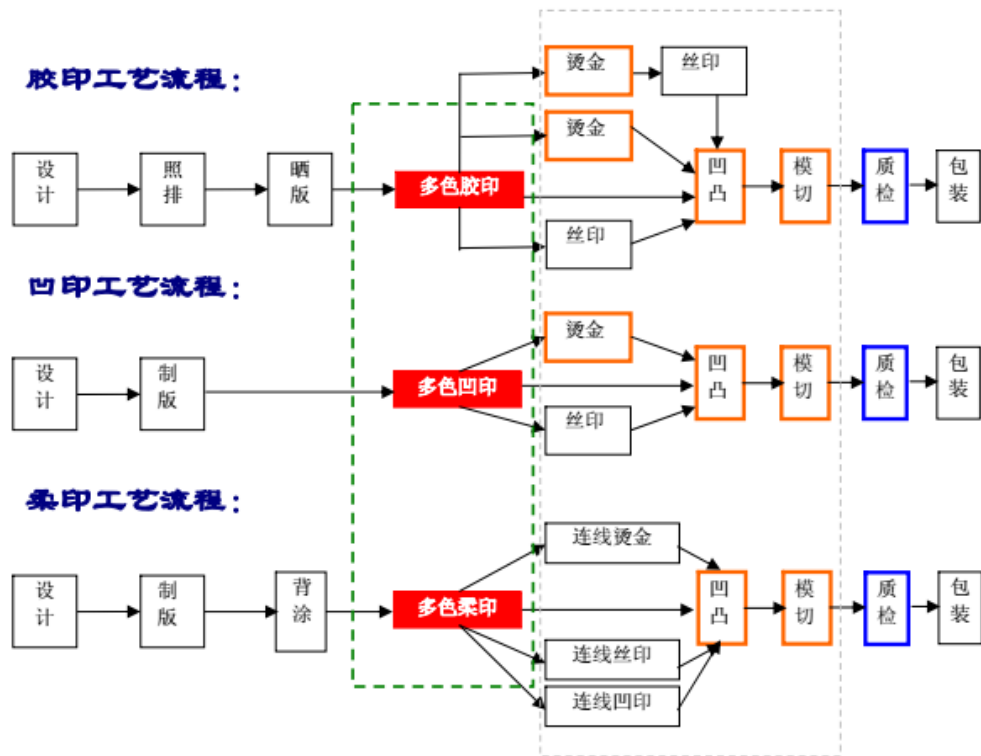
资料来源：万得，中银国际证券

公司烟标业务具备技术优势

烟标作为卷烟品牌的载体，外观与防伪设计非常重要，这导致其对包装材料、印刷工艺、防伪工艺等要求严格，具体可落实到烟标的平整度、光滑度、耐磨性、热封性、套印精度、模切规格、防伪标识、印刷后的运输与储藏等方面。

为达到防伪目的，烟标设计通常会采用复杂的网点层次、专色的精美标识图案，生产材料会选择“热敏显象”、“光敏成像”等防伪油墨，印刷技术会采用定位防伪、激光全息和油墨防伪、浮凸印刷技术、特殊荧光化合物涂料等，大幅增加烟标印刷难度。又因烟标生产批量大、周期长，产品不同批次间的一致性至关重要，非常考验烟标生产企业的印刷技术。

图表57.烟标产品工艺流程图



资料来源：公司公告，中银国际证券

公司作为烟标行业标准制定者之一，一贯重视技术创新，建立了烟标防伪技术研发平台、烟标设计和材料研发平台、包装印刷技术和设备研发平台，在印刷包装领域屡获技术突破。

另外，公司与意大利赛鲁迪公司合作开发研制了具有自主知识产权与世界领先水平赛鲁迪复合转移连线9色凹印机组，并引进了系列德国海德堡速霸印刷机群、日本高精度全自动模切机群等包装印刷设备，能快速满足不同卷烟客户对烟标生产的需求。

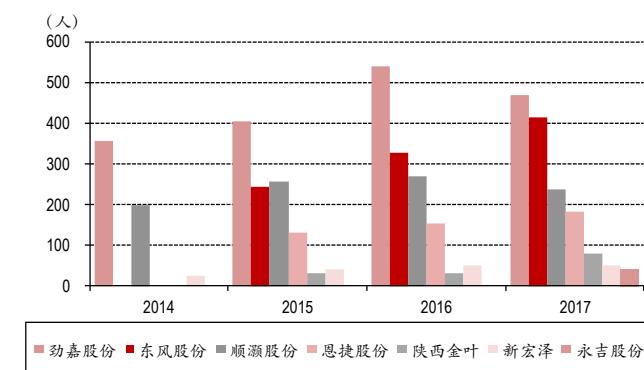
图表58.公司核心技术一览

核心技术	简介
连线复合转移凹印机	集复合转移、印刷于一体，采用了基膜回收、定位套准印刷等新技术，实现了高品质、快速、大规模生产和环保印刷包装的要求。
全息图像、文字的印刷方法	实现了全息图像、文字的制成和印刷工艺上的突破，对防伪包装起到了积极的推动作用。
卷烟的软质包装结构	是介于目前卷烟软包和硬包之间的一种新型包装方法，能增加软包的挺度和美感，避免了软包在携带过程中易变形和破损的缺点。
凹印水性油墨印刷方法	在不影响印刷质量和印刷速度的前提下，用水性油墨印刷替代了溶剂性油墨印刷，使产品符合烟标、食品包装标准，拓展了凹印产品市场。
镭射材料定位印刷方法	在凹印机上连线完成需定位信息的复合、剥离、转移、套印过程，把已定位后的信息载体作为承印物去完成后序印刷加工，使产品不仅有镭射产品的所有特性，还有防伪性能极强、材料可回收等优点。
镭射转移膜自动对接技术	在凹印机自动接膜时，采用自动控制装置使运行膜和待接膜的对应版缝精确对接，完成接卷功能，从而大大降低制程中的材料损耗。

资料来源：公司公告，中银国际证券

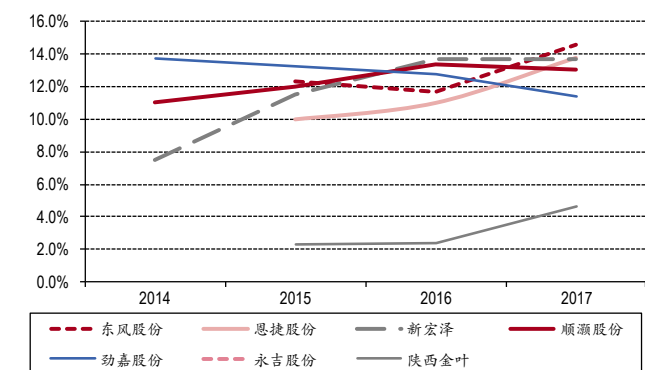
与此同时，公司一向不吝研发投入，2017年研发人员数量为469人，占比11.4%，研发投入1.3亿元，占总营收的4.3%，2018年前三季度研发投入为1.1亿元，占总营收的5.8%，均居于行业前列。

图表59. 公司研发人员数量位居第一



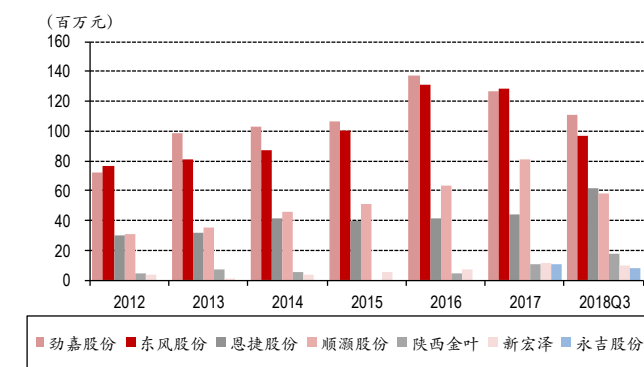
资料来源：万得，中银国际证券

图表60. 公司研发人员数量占比略有下降



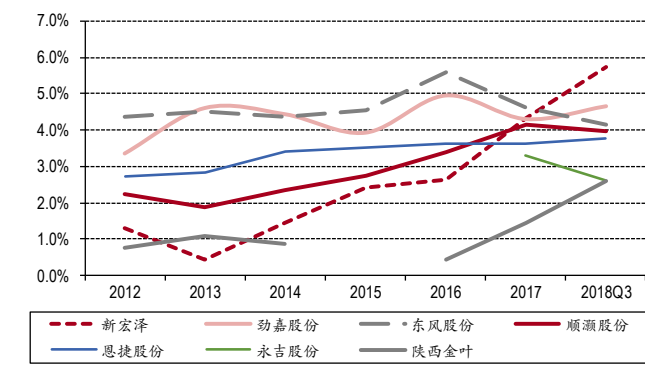
资料来源：万得，中银国际证券

图表61. 公司研发费用投入居于行业前列



资料来源：万得，中银国际证券

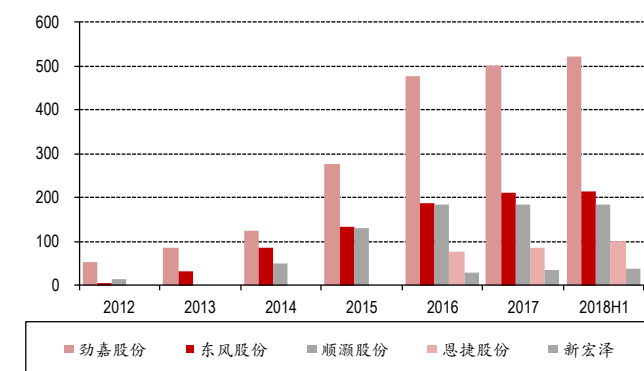
图表62. 公司研发费用投入占营收比重居于行业前列



资料来源：万得，中银国际证券

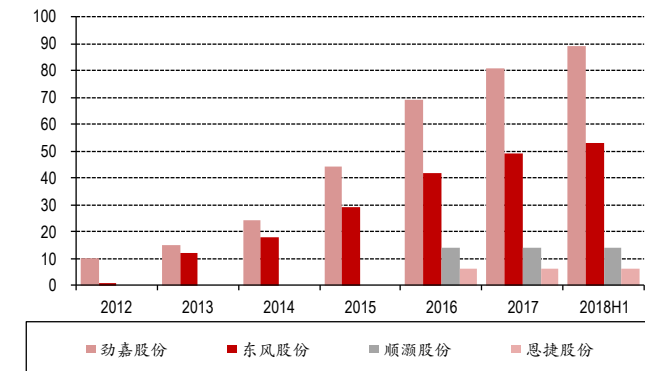
相应的，公司研发成绩亮眼。2018年上半年，公司（含合并报表范围内子公司）新申请专利36项，含发明专利6项；新获得专利授权21项，含发明专利8项。截至2018H1，公司（含合并报表范围内子公司）共获授权专利522项，含发明专利89项，均位居行业第一。

图表63. 公司授权专利数量位居第一



资料来源：万得，中银国际证券

图表64. 公司发明专利数量位居第一



资料来源：万得，中银国际证券

除了生产印刷能力，高水准的研发与设计水平亦是公司的竞争优势。公司通过全资子公司蓝莓文化独立运营设计板块，将品牌创意、结构设计、数字营销等有效结合，促进工艺设计与包装制造高质量融合，使设计服务能力成为公司提升品牌形象与行业竞争力的有效手段。



图表65.公司设计类奖项一览

时间	获奖情况
2014	“娇子（功夫）”和“钻石（荷花）”分别获得“最佳工艺创新奖”和“最佳品牌文化奖”，金圣等5款产品分别获得“技术创新奖”、“一等奖”等多项大奖。 《PRIDE 娇子功夫细支》荣获了 Pentawards（包装设计界的奥斯卡）包装设计其他类别最高奖项——金奖。这是中国烟草行业首次获得全球最高包装设计奖项。
2016	“黄山·天都（高山流水）”荣获2016年世界包装组织（WPO）“世界之星”包装设计大奖。这是WPO在世界范围内评选出的优秀包装设计最高奖项，代表全球包装设计发展方向。
2017	“茅台醇·年代酒”、“南京·九五之尊”荣获WPO世界之星大奖。 “茅台醇·年代酒”、“黄山·天都高山流水”荣获iF设计奖，该奖项被誉为国际工业设计的“金像奖”。

资料来源：公司公告，中银国际证券

图表66.公司获奖包装示例



资料来源：公司官网，中银国际证券

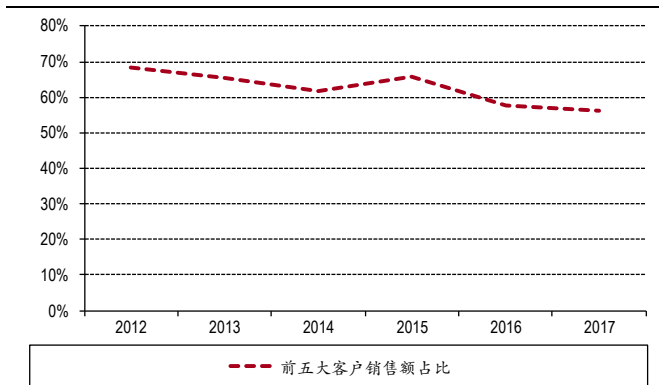
公司烟标业务具备客户优势

因烟标性质特殊，为确保其品质的稳定性，卷烟企业一旦选定供应商就较少更换，而烟标企业在老客户维护与新客户开拓过程中，企业信誉度与知名度位于较高维度，为卷烟企业提供包装印刷配套解决方案等服务能力也是重要考量指标。公司作为烟标生产龙头企业，拥有超20年的烟标生产与配套服务经验，竞争优势明显。

另外，因烟标要按卷烟需求定产，卷烟公司常就近选择烟标厂，为更好地服务已有客户与开拓新客户，公司先后在安徽、云南、贵州、川渝、江西、江苏等地设立了下属子公司，基本覆盖了国内烟草行业规模品牌，并与国内80%的省中烟公司长期保持战略合作关系，在业内具备优良企业信誉与品质保障。

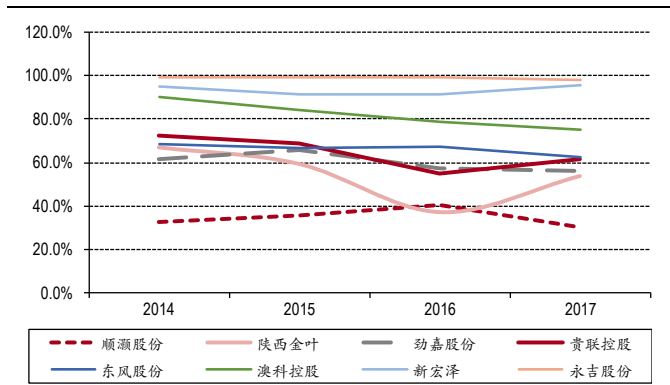
一路走来，公司新客户开拓颇具成效，助客户集中度持续下降。截至2017年，公司前五大客户销售占比为56.2%，较2012年降低11.9%，在业内属较低水平。

图表67. 公司客户集中度呈下降趋势



资料来源：万得，中银国际证券

图表68. 公司前五大客户销售额占比较低



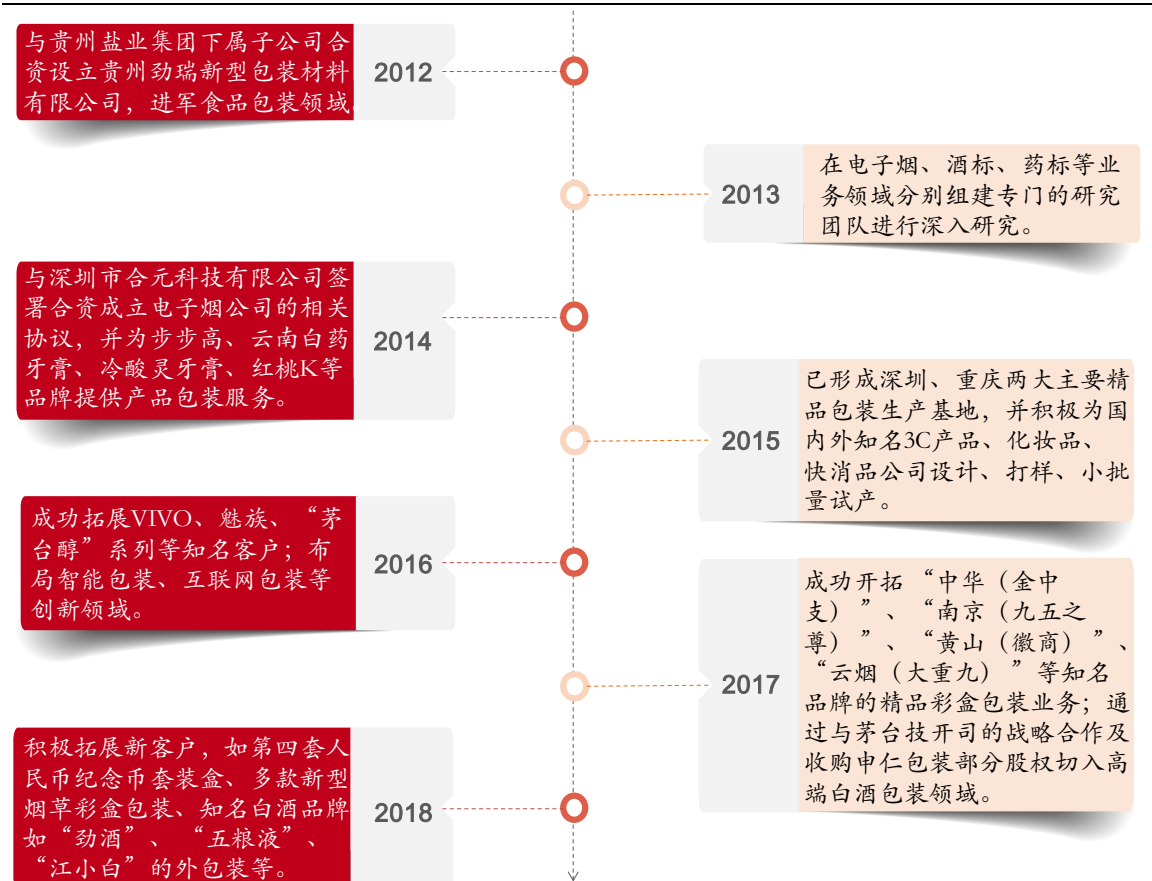
资料来源：万得，中银国际证券

与此同时，公司积极通过与已有客户建立烟标以外的合作关系，有效夯实双方合作基础。2018年8月，公司与云南中烟签署了《云南中烟工业有限责任公司与深圳劲嘉集团股份有限公司之战略合作框架协议》，有意在新型烟草制品的研发、生产、品牌、渠道、推广等多方面进行合作，通过技术互补、渠道共享等方式实现优质资源的高效整合，共同推进新型烟草的研发和销售。除此之外，公司还和上海、河南、山东、广西、重庆等中烟就新型烟草开展合作，实现客户深度绑定。

非烟标包装业务进展顺利，培育新营收增长点

为获取新营收增长点，公司积极开拓非烟标市场，在食品、白酒、3C电子产品及精品包装等领域接连发力，同时布局物联网及智能包装，营收规模不断扩大。

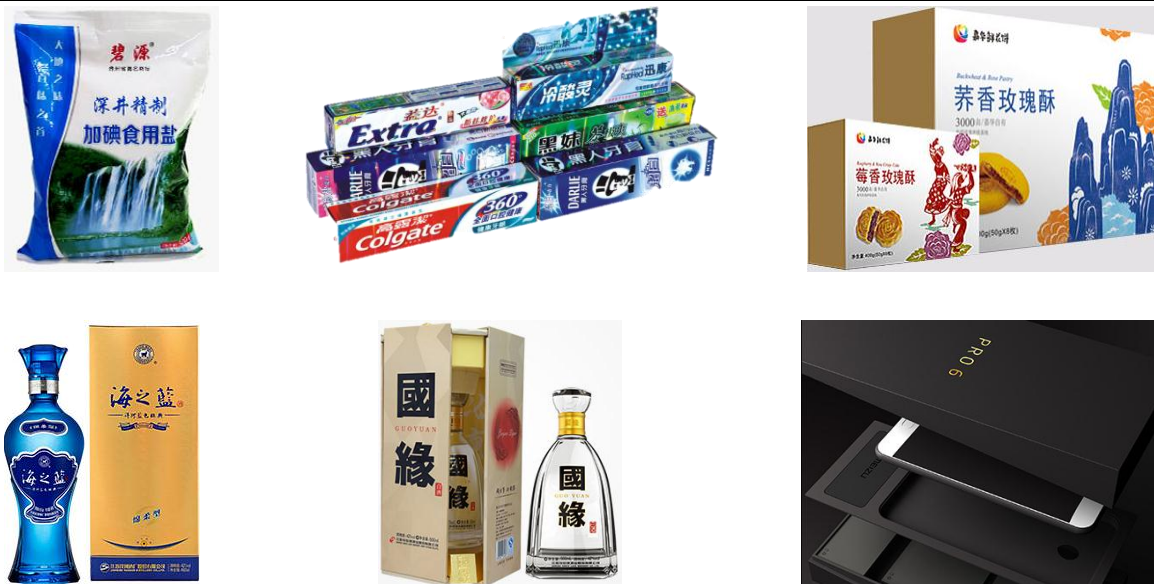
图表69.公司积极拓展非烟标市场



资料来源：公司公告，中银国际证券

2012年9月28日，公司与贵州盐业集团下属子公司合资设立贵州劲瑞新型包装材料有限公司，旨在满足贵州省特色食品、茶叶、蔬菜等农副产品规模化、集约化加工发展所带来的对各种包装物的需求，当年即实现营收 934 万元。2013-2015 年，公司成功拓展步步高、云南白药牙膏、冷酸灵牙膏、红桃K等知名客户。

图表70.公司积极拓展非烟标客户包装产品

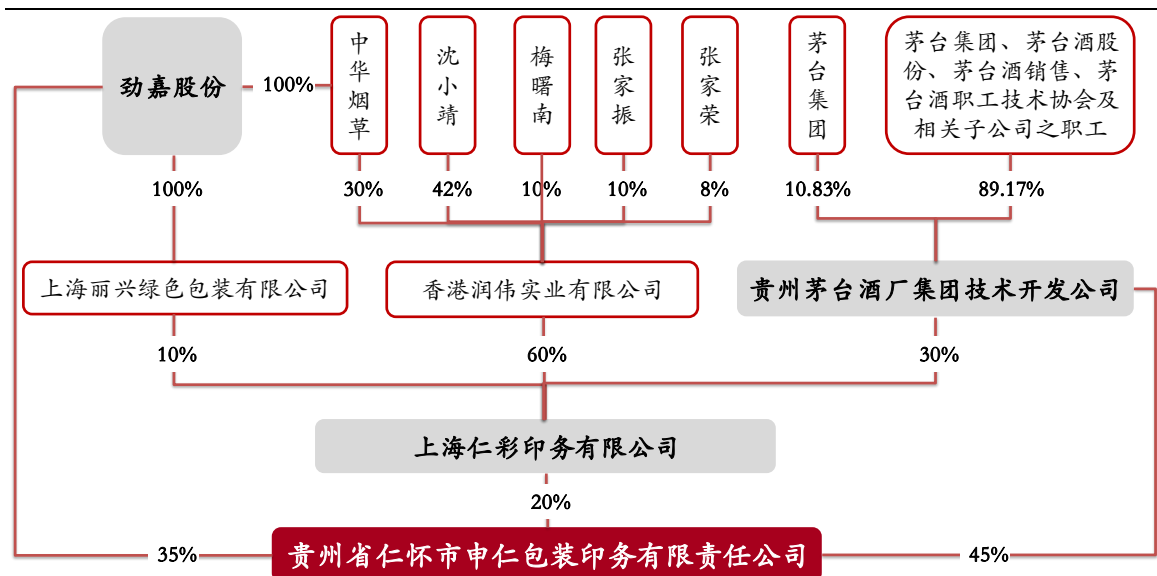


资料来源：公司官网，中银国际证券

2016 年，公司大力布局智能包装、互联网包装等创新领域，如通过参股华大北斗推动包装产品智能化战略，通过建设 RFID 产品溯源平台、开发智能包装防伪营销和大数据服务增值应用系统等推动包装物联网建设。另外，公司通过非公开发行股票引入战略投资者复星安泰，共同建设从新型材料研发到智能精品包装设计、制造再到信息追溯、物流追踪全产业链产品体系，在大包装及大健康领域进行应用延伸及全球化拓展。**全年公司非烟标包装产品营收同比增长 23.37%。**

2017 年，公司成功开拓“中华（金中支）”、“南京（九五之尊）”、“黄山（徽商）”、“云烟（大重九）”等知名产品的精品彩盒包装，并通过与茅台技开司的战略合作及持有申仁包装部分股权切入高端白酒包装领域，**全年彩盒业务实现营收 2.7 亿元，同比增长 42.65%，占总营收的 9.07%。**

图表71.截至 2018H1 公司持有申仁包装 40.6%的股权

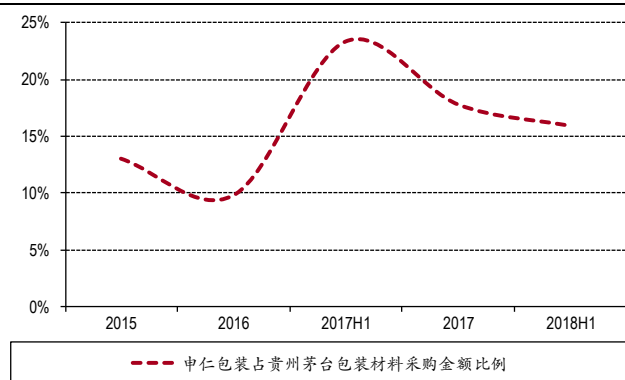


资料来源：公司公告，中银国际证券

上海仁彩的主要客户有贵州茅台、浙江天皇药业、先正达生物科技等行业龙头，涵盖酒品外包装、药品外包装等领域；申仁包装主要客户有贵州茅台、国酒茅台，产品包括茅台 53 度的包装彩盒、外包装纸箱、手提袋及酒标。

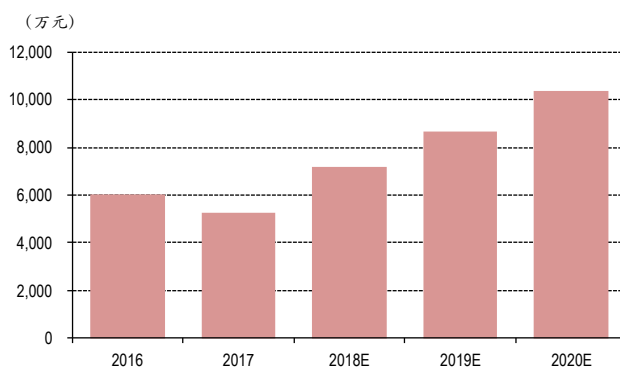
2017 年，贵州茅台在申仁包装的采购金额为 3.3 亿元，占贵州茅台包装材料采购金额的 17.8%，较 2016 年同比提升约 8 个百分点。**据股权收购业绩承诺，申仁包装 2018-2020 年有望实现累计净利润不低于 26,208 万元。**公司参股申仁包装，有利于借助其已有渠道，迅速切入高端酒品及药品包装领域，加速拓展精品包装彩盒业务。

图表72.申仁包装占贵州茅台包装材料采购金额比例较高



资料来源：公司公告，中银国际证券

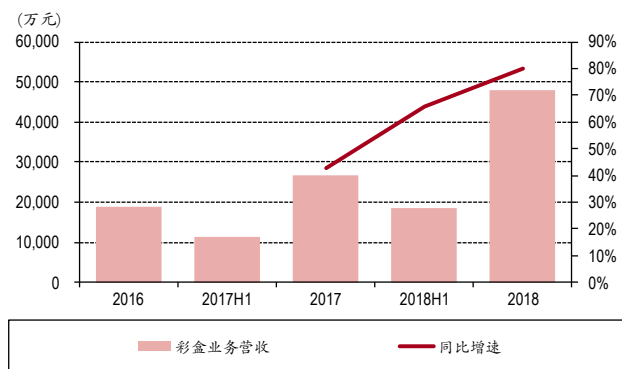
图表73. 申仁包装 2016-2020E 年净利润情况



资料来源：公司公告，中银国际证券

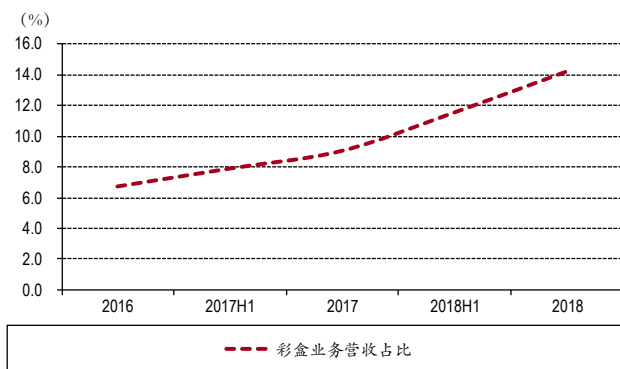
2018 年，公司在维持已有客户的同时，积极拓展新客户，如第四套人民币纪念币套盒、多款新型烟草彩盒包装、知名白酒品牌如“劲酒”、“五粮液”、“江小白”的外包装等。与此同时，公司对申仁包装、上海仁彩合计增资 1.04 亿元，申仁包装持股比例提升至 40.6%，进一步深化与茅台技开公司的资源共享机制。截至 2018 年，公司彩盒业务营收同比增长 79.81%，占总营收的 14.24%，较 2017 年提升 5.17 个百分点，扩张迅速。

图表74. 公司彩盒业务营收持续高增长



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表75. 公司彩盒业务营收占比稳定提升

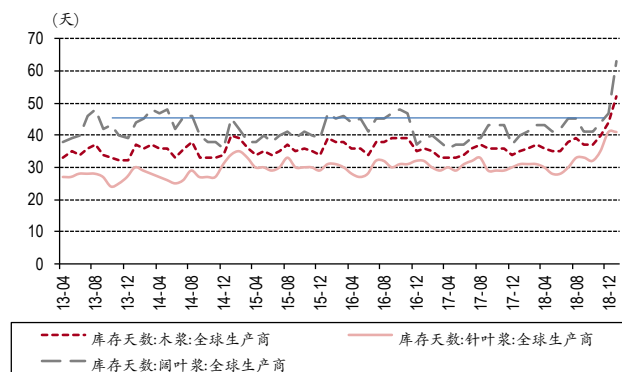


资料来源：公司公告，中银国际证券

成本端压力有望减小

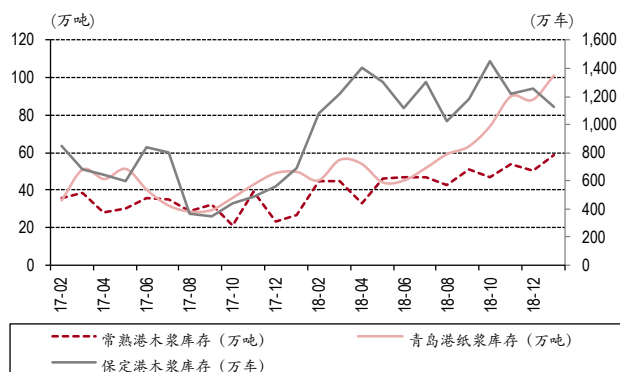
烟标和精品包装行业的营业成本中，纸的成本约占 50%，其中以白卡纸为主，而由于向下游价格传导存在滞后性，纸价的波动会阶段性影响毛利率，目前上游浆库存处于高位，无论是生产商库存还是国内港口库存都处于历史最高位，对于后续浆价的上行形成制约。

图表76. 全球木浆库存处于历史高位



资料来源：PPPC，中银国际证券

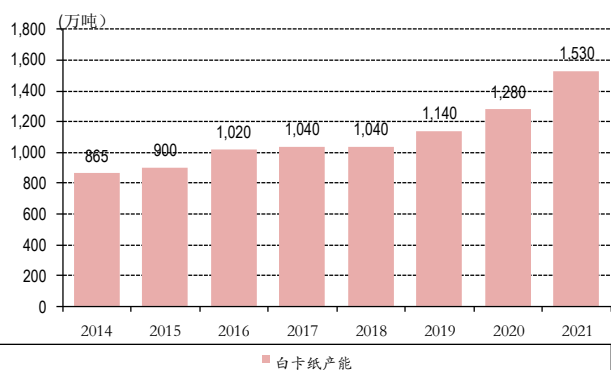
图表77. 国内港口库存处于历史高位



资料来源：卓创资讯，中银国际证券

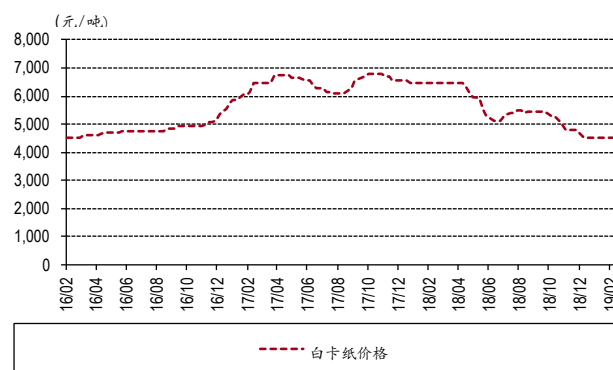
而从白卡纸国内产能情况来看，博汇纸业的 100 万吨新产能即将投产，APP 的后续产能规划也在推进，白卡纸行业仍处于产能消化周期。19 年纸价的上行将继续受到新产能释放的制约。

图表78. 白卡纸 19 年新产能释放较多



资料来源：烟草在线，中银国际证券

图表79. 白卡纸走势趋弱

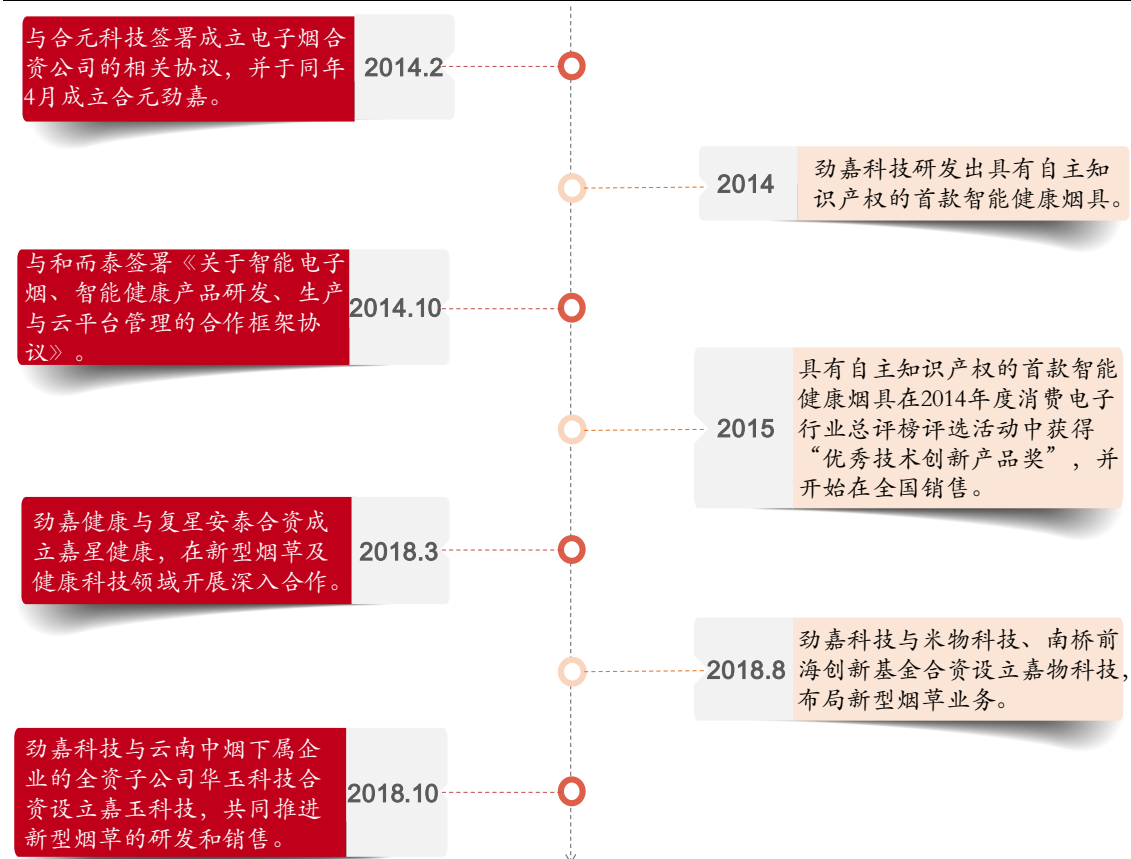


资料来源：烟草在线，中银国际证券

较早布局新型烟草，具技术与渠道储备优势

公司 2014 年进军新型烟草制品行业，与深圳市合元科技有限公司合资成立深圳合元劲嘉电子科技有限公司，奠定了培育新营收增长点的基础。随后几年，公司先后与和而泰、复星安泰、米物科技、云南中烟等在新型烟草领域展开合作，实现新型烟草制品的设计、研发、生产、销售及服务等一系列布局。

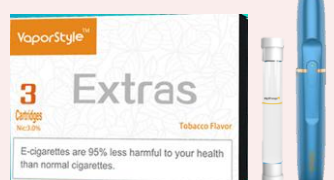
图表80. 公司重视新型烟草业务培育



资料来源：公司公告，中银国际证券

现今，在电子烟领域，公司自行研发推出蒸汽生活系列电子烟产品，提出共享电子烟概念，即鼓励消费者将使用完的电子烟返还给厂家，厂家会集中处理或重新利用废旧锂电池，并给予消费者相应奖励，以实现绿色环保追求。

图表81. 公司智能烟具及新型烟草制品一览

产品	简介	图示
劲嘉君品智能健康烟具	是一款插入式吸食传统香烟的烟具，采用低温烘焙不燃烧技术，搭配养生烟宝增雾组件，让烟民开始烤着吸烟，并能很好的还原传统香烟口感，同时具备智能监测吸烟数据的功能。	
“Avalanche” 蒸汽生活共享电子烟	消费者每将 10 支使用完的电子烟返还给厂家，即可免费获赠一支电子烟，厂家会集中处理或重新利用废旧锂电池。一次性使用，有两种口味及烟油含量。	
“VaporStyle” 蒸汽生活电子烟	根据不同客户，开发了不同味道（烟草味、薄荷味）及烟油含量（Nic 3%、Nic 1.8%）的烟弹，每个烟弹有约 150 口，每一盒有三支烟弹，相当于两包香烟。	
“VaporStyle” 蒸汽生活共享电子烟	鼓励消费者将用完的电子烟返还，厂商会给予消费者相应奖励。一次性使用，根据消费者偏好设计了初丁、老炮、烟神三种口味，一支电子烟可抽吸约 200 口，相当于一包烟。	

资料来源：京东，中银国际证券

加热不燃烧烟草属烟草制品，仍归国家专卖专营范围，故与中烟公司合作是进入该领域的唯一途径。截至 2018 年，公司已与云南、上海、河南、山东、广西、重庆等中烟公司达成新型烟草制品的相关合作，待技术储备完成，政策放开，公司可乘着东风，获得又一新利润增长点。

盈利预测与估值

我国传统卷烟行业呈控烟趋严、结构优化、集中度提升趋势，利好龙头烟标企业份额提升；新型烟草制品是行业发展趋势，市场空间广阔。

公司是我国烟标生产龙头企业，具备技术与客户竞争优势，2017 年销售量市占率为 6.9%，位居第二，毛利率为 44.9%，位居第一。

自 2014 年起，公司积极布局非烟标包装业务，先后进入食品、白酒、3C 电子产品及精品包装等领域，同时布局物联网及智能包装，营收规模不断扩大，2018 年彩盒营收同比增长 79.81%，占总营收 14.24%（+5.17%）。

为实现产业升级，公司自 2014 年起，先后与和而泰、复星安泰、米物科技、云南中烟等在新型烟草领域展开合作，实现新型烟草制品的设计、研发、生产、销售及服务等一系列布局，储备较强技术与渠道优势。迄今，公司已推出蒸汽生活系列电子烟产品，取得菲莫国际 IQOS 配件包装供应商资格，并与云南、上海、河南、山东、广西、重庆等中烟公司达成新型烟草相关合作，待政策放开，公司可乘着东风，获得又一新利润增长点。

图表82. 2016-2020E 年公司收入拆分及预测（百万元）

盈利预测及主要项目假设	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入					
烟标	2,400.5	2,375.0	2,600.6	2,808.7	3,005.3
同比增长(%)	0.4	1.4	9.5	8.0	7.0
镭射包装材料	468.5	581.6	686.3	823.5	947.1
同比增长(%)	(5.9)	24.1	18.0	20.0	15.0
彩盒	267.1	444.5	674.7	979.2	1,254.7
同比增长(%)	66.4	51.8	45.1	28.1	28.4
其他主营业务	227.8	339.6	383.7	428.0	470.8
同比增长(%)	13.0	11.5	10.0	10.0	10.0
内部抵消	(319.9)	(618.1)	(741.7)	(897.5)	(1,032.1)
同比增长(%)	20.0	21.0	15.0	15.0	15.0
合计	2,777.0	2,945.3	3,373.5	3,837.4	4,370.3
同比增长(%)	2.1	6.1	14.5	13.8	13.9
毛利率(%)					
烟标	40.8	44.9	44.0	45.0	45.0
镭射包装材料	25.2	23.1	22.0	24.0	23.0
彩盒		30.0	28.0	31.0	33.0
其他主营业务	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
综合毛利率	41.3	44.1	43.8	45.2	44.9
费用率(%)					
销售费用率	3.2	3.6	3.2	3.2	3.2
管理费用率	14.6	13.3	12.1	12.1	11.5

资料来源：公司年报，中银国际证券（注：管理费用率中已包含研发费用率）



风险分析

- 1、控烟力度超预期；
- 2、新型烟草发展不力；
- 3、烟标采购价格下降；
- 4、新型烟草业务拓展不达预期。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	2,777	2,945	3,373	3,837	4,370
销售成本	(1,629)	(1,646)	(1,896)	(2,103)	(2,406)
经营费用	(261)	(352)	(336)	(430)	(506)
息税折旧前利润	887	947	1,141	1,305	1,458
折旧及摊销	(183)	(149)	(173)	(148)	(126)
经营利润(息税前利润)	703	799	968	1,157	1,331
净利息收入/(费用)	(3)	7	30	52	83
其他收益/(损失)	(153)	(156)	(161)	(142)	(135)
税前利润	727	789	994	1,187	1,359
所得税	(89)	(116)	(144)	(173)	(198)
少数股东权益	(67)	(98)	(124)	(148)	(170)
净利润	571	575	726	866	993
核心净利润	541	575	712	852	983
每股收益(人民币)	0.382	0.384	0.486	0.579	0.664
核心每股收益(人民币)	0.362	0.385	0.476	0.570	0.658
每股股息(人民币)	0.440	0.440	0.146	0.174	0.199
收入增长(%)	2	6	15	14	14
息税前利润增长(%)	(18)	14	21	19	15
息税折旧前利润增长(%)	(11)	7	20	14	12
每股收益增长(%)	(21)	1	26	19	15
核心每股收益增长(%)	(20)	6	24	20	15

资料来源: 公司, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	727	789	994	1,187	1,359
折旧与摊销	183	149	173	148	125
净利息费用	7	3	(15)	(24)	(37)
运营资本变动	418	39	90	100	100
税金	89	116	144	173	198
其他经营现金流	(507)	(276)	21	(581)	(627)
经营活动产生的现金流	918	820	1,408	1,003	1,119
购买固定资产净值	(995)	136	136	136	136
投资减少/增加	560	(838)	22	5	(83)
其他投资现金流	(79)	(599)	22	(25)	216
投资活动产生的现金流	(515)	(1,300)	180	117	270
净增权益	0	179	0	0	(1)
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(658)	(658)	(218)	(260)	(298)
其他融资现金流	437	1,438	(54)	157	156
融资活动产生的现金流	(221)	960	(272)	(102)	(141)
现金变动	182	479	1,316	1,017	1,247
期初现金	571	786	1,227	2,543	3,560
公司自由现金流	407	(470)	1,603	1,148	1,434
权益自由现金流	396	(484)	1,603	1,143	1,425

资料来源: 公司, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	786	1,227	2,543	3,560	4,808
应收帐款	814	669	831	969	1,052
库存	635	712	692	827	952
其他流动资产	223	916	557	711	963
流动资产总计	2,457	3,524	4,623	6,068	7,775
固定资产	2,006	1,681	1,429	1,195	980
无形资产	1,684	1,600	1,571	1,545	214
其他长期资产	497	1,280	1,286	1,366	2,609
长期资产总计	4,223	4,600	4,325	4,145	3,842
总资产	6,681	8,124	8,948	10,213	11,617
应付帐款	650	660	670	808	913
短期债务	296	10	100	200	300
其他流动负债	858	725	973	1,203	1,500
流动负债总计	1,804	1,395	1,743	2,212	2,714
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	65	38	38	38	38
股本	1,316	1,495	1,495	1,495	1,495
储备	3,178	4,954	5,306	5,955	6,687
股东权益	4,494	6,449	6,801	7,450	8,182
少数股东权益	318	242	366	514	683
总负债及权益	6,681	8,124	8,948	10,213	11,617
每股帐面价值(人民币)	3.01	4.31	4.55	4.98	5.47
每股有形资产(人民币)	2.14	3.24	3.50	3.95	5.33
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.37)	(0.81)	(1.63)	(2.25)	(3.02)

资料来源: 公司, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	31.9	32.2	33.8	34.0	33.4
息税前利润率(%)	25.3	27.1	28.7	30.1	30.5
税前利润率(%)	26.2	26.8	29.5	30.9	31.1
净利率(%)	20.6	19.5	21.5	22.6	22.7
流动性					
流动比率(倍)	1.4	2.5	2.7	2.7	2.9
利息覆盖率(倍)	62.1	60.0	2,151.5	257.1	147.9
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	2.0	2.3	2.4	2.5
估值					
市盈率(倍)	25.9	25.7	20.4	17.1	14.9
核心业务市盈率(倍)	27.3	25.7	20.8	17.4	15.0
市净率(倍)	3.3	2.3	2.2	2.0	1.8
价格/现金流(倍)	16.1	18.0	10.5	14.7	13.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.1	14.3	10.8	8.8	7.0
周转率					
存货周转天数	n.a.	149.3	135.2	131.9	135.0
应收帐款周转天数	106.9	91.8	81.1	85.6	84.4
应付帐款周转天数	85.4	81.2	72.0	70.3	71.9
回报率					
股息支付率(%)	115.3	114.5	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	12.7	10.5	11.0	12.2	12.7
资产收益率(%)	9.2	9.2	9.7	10.3	10.4
已运用资本收益率(%)	13.9	13.7	14.1	15.4	15.9

资料来源: 公司, 中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371