

劲嘉股份 (002191)

2019 年 04 月 17 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

“大包装+新型烟草”布局稳步落地，看好长线成长！

买入（维持）

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3,374	3,871	4,456	5,083
同比（%）	14.6%	14.7%	15.1%	14.1%
归母净利润（百万元）	725	907	1,093	1,317
同比（%）	26.3%	25.0%	20.5%	20.5%
每股收益（元/股）	0.49	0.62	0.75	0.90
P/E（倍）	29.00	23.19	19.25	15.98

投资要点

■ **公司发布 18 年报：**期内实现营收 33.74 亿元（+14.56%），归母净利润 7.25 亿元（+26.27%），扣非净利润 6.92 亿元（+26.45%）。其中 18Q4 收入 9.97 亿元（+17.90%），归母净利润 1.80 亿元（+29.37%），扣非净利润 1.72 亿元（+35.31%）。18 年非经常性损益合计 3312 万元，其中委托理财收益 2502 万元。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 3.00 元，分红比例达 60.59%，并预计未来三年每年分红比例不低于 50%。

■ **烟标主业销量稳健增长，结构持续优化：**2018 年卷烟行业工商税利总额同比增长 3.69%至 11556.2 亿元，预计行业完成销量 4743.52 万箱（同比增长 0.98%，按 5 万支=1 箱换算）。在行业销量微增、结构升级下，公司烟标主业实现营收 25.66 亿（+8.05%），毛利率 45.06%同比去年持平，整体销量达 353 万箱（+7.97%），其中高毛利细支烟烟标销量同增 12.49%（预计超 50 万箱），显著受益于烟草消费升级。此外，子公司重庆宏声 18 年收入 4.73 亿（+27.6%），净利润 4168.48 万（+61.52%），订单和业绩恢复性增长，预计贡献投资收益约 2700+万元。原材料方面，子公司中丰田在满足集团内部镭射纸膜等包装材料需求，积极拓展外延客户，实现净利润 6899.1 万元（+7.64%）。

■ **彩盒业务高速增长，持续开拓新客户：**期内公司精品彩盒业务实现收入 4.46 亿（+67.09%），对收入的贡献达到 13.23%（去年同期为 9.07%），毛利率同增 5.34pct 至 23.52%，系订单增加、产能利用率提升所致。（1）精品烟盒预计实现收入 3 亿元（+90%），客户份额持续提高；（2）酒包预计实现收入 4700 万元（+90%），与茅台合作进展顺利，申仁包装 18 年收入 2.6 亿（+6%），净利润 3371 万（-36%），受工厂扩建进度不达预期拖累，预计贡献投资收益约 1000+万，此外公司还取得了与知名白酒品牌如“劲酒”、“红星二锅头”、“江小白”的合作。（3）3C 包装预计实现收入 6700 万元，公司陆续取得了英美烟草、雷诺烟草、菲莫国际、悦刻等知名品牌的新型烟草产品的合格供应商资格。

■ **新拓标杆酒企五粮液，酒包有望进入放量期：**19 年 4 月 11 日公司公告与五粮液旗下精美印务共同出资设立合资公司展开烟酒包装业务合作，是劲嘉继去年切入茅台酒包装供应链体系后在酒包装领域的又一大突破，为开拓其他白酒品牌打下坚实基础。2018 年中国规模以上白酒企业实现产量 871.2 万千升（+3.1%），整体增长稳健；五粮液商品酒 18 年销量达 19.16 万吨（+6.4%），按每个酒盒 10 元粗略估计五粮液酒盒订单可达 30-40 亿。未来劲嘉有望承接部分五粮液酒包订单，拉动公司精品酒盒业务的增长。

■ **深化新型烟草业务布局，有望率先受益：**据欧睿国际估计，18 年新型烟草制品的消费者超过 4000 万人，至 2022 年有望增长到 6400 万人；18 年新型烟草制品销售额 247 亿美元（+45.8%），其中电子烟约 145.2 亿美元（+27%），以 iQOS 为代表的加热不燃烧烟草制品约 102 亿美元，接近翻倍增长。期内公司加大新型烟草业务的开拓力度，与小米旗下米物科技合资成立因味科技，其新型烟草制品有望于 19 年上半年面市；并与云南中烟旗下子公司华玉科技合资成立嘉玉科技开展新型烟草烟具的研产销活动。我们认为，国内新型烟草制品蓄势待发，公司前期布局深厚有望率先受益。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.36
一年最低/最高价	6.42/16.86
市净率(倍)	3.31
流通 A 股市值(百万元)	18270.03

基础数据

每股净资产(元)	4.34
资产负债率(%)	17.45
总股本(百万股)	1464.87
流通 A 股(百万股)	1272.29

相关研究

- 1、《劲嘉股份 (002191)：合作五粮液强强联手，酒包迎来业绩释放期！》2019-04-11
- 2、《劲嘉股份 (002191)：Q4 增长环比提速，业绩表现超过预期》2019-01-29
- 3、《劲嘉股份 (002191)：业绩增长稳健，“大包装”持续拓展》2018-10-30

- **费用管控良好，投资收益大幅增加：**期内公司毛利率 43.66%，较去年同期小幅减少 0.45pct，系毛利率相对较低的彩盒业务占比提升所致。期间费用率合计减少 1.21pct 至 15.97%，其中销售费用率同减 0.1pct 至 3.47%，管理+研发费用率同减 0.6pct 至 12.67%，由于利息支出减少，财务费用率同减 0.51pct 至 -0.17%。期内投资净收益 7852 万（+125.25%），系理财收益和来自联营企业的投资收益增加较多所致。综合来看，公司归母净利润率同增 2pct 至 21.5%。期末公司账上应收票据及应收账款 8.79 亿（较期初+0.9 亿），应收账款周转天数同比减少 14.35 天至 76.23 天，回款提速。期内公司经营性现金流量净额 8.53 亿（+4%）。
- **“大包装+新型烟草”布局顺利落地，看好长线成长：**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、五粮液等品牌酒企合作渐入佳境，酒包业务放量可期；此外，公司积极培育新型烟草朝阳产业，有望顺政策东风率先受益。公司积极实施股份回购，2019 年 3 月 5 日为期一年的回购方案实施完毕，累计回购 2996.39 万股，占公司当前总股本的 2%，成交金额为 2.3 亿元，发展信心坚定。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 19-21 年分别实现营收 38.71/44.56/50.83 亿，同增 14.7%/15.1%/14.1%；归母净利润 9.07/10.93/13.17 亿，同增 25.0%/20.5%/20.5%。当前股价对应 PE 为 23.19/19.25X/15.98X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新业务开拓不达预期，烟草行业调控超预期

表 1：劲嘉股份季度财务数据一览

单位：百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
营业总收入	752.81	669.09	677.63	845.76	813.62	795.18	768.04	997.16
YOY	19.23%	-0.12%	13.93%	-3.99%	8.08%	18.84%	13.34%	17.90%
归母净利润	175.65	127.43	132.34	138.99	212.69	166.32	166.48	179.81
YOY	-26.12%	11.47%	48.97%	7.07%	21.09%	30.52%	25.80%	29.37%
毛利率	43.73%	45.86%	44.53%	42.74%	47.14%	40.88%	43.53%	43.13%
期间费用率	13.49%	15.88%	16.75%	17.77%	14.23%	13.56%	14.73%	18.50%
其中：销售费用率	2.50%	3.39%	3.60%	4.63%	3.32%	3.23%	3.41%	3.84%
管理+研发费用率	10.73%	11.84%	12.45%	13.27%	11.97%	11.67%	12.14%	12.67%
财务费用率	0.26%	0.66%	0.70%	-0.13%	-1.07%	-1.34%	-0.83%	1.99%
归母净利率	23.33%	19.05%	19.53%	16.43%	26.14%	20.92%	21.68%	18.03%
存货	493.60	503.10	607.37	712.18	706.32	699.74	769.79	782.45
较上年同期增减	-28.61	59.61	73.93	77.37	212.72	196.64	162.42	70.27
应收票据	67.07	103.93	88.66	120.24	103.25	64.42	133.82	119.09
较上年同期增减	-121.20	-10.02	-2.66	6.56	36.18	-39.51	45.15	-1.15
应收账款	783.52	809.10	665.84	668.68	764.42	729.98	664.59	760.22
较上年同期增减	-133.72	-221.13	-339.83	-144.80	-19.10	-79.12	-1.25	91.54
应付账款及应付票据	640.45	746.73	739.93	831.32	927.98	813.37	842.60	796.10
较上年同期增减	-144.12	91.03	-15.69	-84.96	287.53	66.64	102.67	-35.22
预收账款	8.60	9.57	10.51	10.05	9.79	9.44	12.36	10.19
较上年同期增减	-2.51	-1.03	0.15	0.78	1.19	-0.13	1.85	0.14
经营性现金流净额	111.65	267.71	223.27	217.20	205.81	209.35	187.56	249.93
较上年同期增减	-42.19	115.02	94.47	-265.66	94.17	-58.36	-35.71	32.73
筹资性现金流净额	-52.49	-199.14	-11.61	1222.82	-136.81	-93.21	-466.73	-69.29
较上年同期增减	-34.32	-282.87	194.41	1303.50	-84.33	105.93	-455.12	-1292.11
资本开支	109.28	58.58	81.77	117.99	75.90	67.46	107.95	83.31
较上年同期增减	10.79	1.27	32.18	-38.12	-33.38	8.88	26.18	-34.68
ROE	3.80%	2.74%	2.87%	2.50%	3.26%	2.59%	2.64%	2.80%
YOY (±)	-1.77%	0.09%	0.80%	-0.44%	-0.54%	-0.15%	-0.22%	0.30%
资产负债率	20.62%	24.82%	23.26%	17.64%	17.18%	20.61%	16.43%	17.45%
YOY (±)	-0.55%	-3.03%	-1.29%	-10.34%	-3.44%	-4.21%	-6.83%	-0.19%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：劲嘉股份收入拆分一览

单位：百万元	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018H1	2018H2
主营业务收入	2152.15	2136.51	2323.24	2720.05	2776.95	2945.29	3374.00	1608.80	1765.20
YOY	-6.44%	-0.73%	8.74%	17.08%	2.09%	6.06%	14.56%	13.14%	15.87%
烟标业务收入	1930.33	1869.84	2002.63	2390.94	2342.07	2375.02	2566.32	1257.48	1308.84
占比	89.69%	87.52%	86.20%	87.90%	84.34%	80.64%	76.06%	78.16%	74.15%
YOY	-5.61%	-3.13%	7.10%	19.39%	-2.04%	1.41%	8.05%	8.19%	7.93%
毛利率	38.65%	41.10%	42.31%	45.16%	39.35%	44.93%	45.06%	43.97%	46.11%
彩盒业务收入	63.99	87.01	75.59	140.34	187.26	267.13	446.35	186.18	260.17
占比	2.97%	4.07%	3.25%	5.16%	6.74%	9.07%	13.23%	11.57%	14.74%
YOY	-16.65%	35.97%	-13.12%	85.65%	33.44%	42.65%	67.09%	65.56%	68.20%
毛利率	-	-	-	-	-	18.18%	23.52%	-	-
镭射包装材料收入	236.82	256.29	458.10	497.68	468.54	581.58	608.46	318.16	290.30
占比	11.00%	12.00%	19.72%	18.30%	16.87%	19.75%	18.03%	19.78%	16.45%
YOY	1.03%	8.22%	78.74%	8.64%	-5.86%	24.13%	24.13%	17.69%	-6.73%
毛利率	20.80%	19.74%	17.14%	22.83%	25.20%	23.08%	23.15%	23.78%	22.46%

注：（1）因存在内部抵消，合计占比大于1；
 （2）16年以前彩盒业务收入根据公司历年年报倒挤计算得出。

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)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3206	4046	3985	4839	营业收入	3374	3871	4456	5083
现金	839	1504	1386	2096	减:营业成本	1901	2196	2460	2733
应收账款	760	872	962	1082	营业税金及附加	46	53	62	70
存货	782	766	719	733	营业费用	117	133	139	156
其他流动资产	824	904	917	928	管理费用	428	494	559	623
非流动资产	4998	4926	5359	5770	财务费用	-6	-33	-31	-51
长期股权投资	1294	1294	1294	1294	资产减值损失	34	3	4	6
固定资产	1606	1785	2066	2387	加:投资净收益	79	79	79	79
在建工程	267	271	427	521	其他收益	0	0	0	0
无形资产	303	43	44	43	营业利润	953	1135	1374	1656
其他非流动资产	1528	1533	1529	1525	加:营业外净收支	1	-0	-0	-0
资产总计	8204	8972	9344	10609	利润总额	954	1135	1373	1656
流动负债	1387	1547	1490	2186	减:所得税费用	139	121	152	184
短期借款	60	122	64	82	少数股东损益	90	107	129	155
应付账款	796	961	1007	1726	归属母公司净利润	725	907	1093	1317
其他流动负债	531	465	419	378	EBIT	928	1048	1299	1571
非流动负债	45	57	51	52	EBITDA	1098	1143	1402	1690
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	45	57	51	52	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1432	1604	1540	2238	每股收益(元)	0.49	0.62	0.75	0.90
少数股东权益	279	279	279	279	每股净资产(元)	4.34	4.84	5.14	5.52
归属母公司股东权益	6493	7089	7525	8092	发行在外股份(百万股)	1495	1465	1465	1465
负债和股东权益	8204	8972	9344	10609	ROIC(%)	11.6%	12.0%	14.1%	15.9%
					ROE(%)	10.8%	12.8%	14.4%	16.3%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	43.7%	43.3%	44.8%	46.2%
经营活动现金流	853	701	1156	1322	销售净利率(%)	24.2%	26.2%	27.4%	29.0%
投资活动现金流	-511	-2144	-2144	-2146	资产负债率(%)	17.5%	17.9%	16.5%	21.1%
筹资活动现金流	-766	2108	870	1534	收入增长率(%)	14.6%	14.7%	15.1%	14.1%
现金净增加额	-426	665	-118	710	净利润增长率(%)	26.3%	25.0%	20.5%	20.5%
折旧和摊销	170	94	104	119	P/E	29.00	23.19	19.25	15.98
资本开支	335	507	508	508	P/B	3.31	2.97	2.80	2.60
营运资本变动	-310	680	-4	158	EV/EBITDA	19.16	18.41	15.00	12.44

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>

