

消费升级与娱乐研究中心

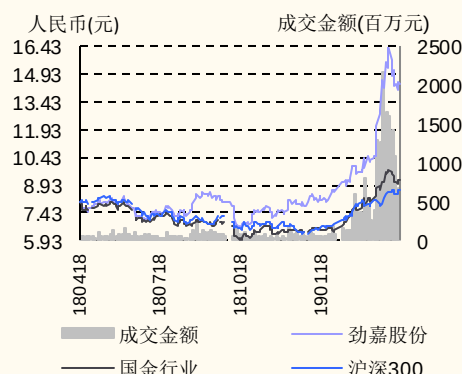
劲嘉股份 (002191.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 14.36 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,272.29
总市值(百万元)	21,035.54
年内股价最高最低(元)	16.44/6.59
沪深 300 指数	4087.24
中小板综	10244.96



相关报告

1. 《劲嘉股份 2018 年半年报点评-非烟标业务增长强劲, 大健康布局...》, 2018 8 24

彩盒开发新型烟草客户, HNB 产品在申请专利

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.38	0.49	0.61	0.74	0.89
每股净资产(元)	4.31	4.34	4.90	5.39	5.99
每股经营性现金流(元)	0.55	0.57	0.64	0.78	0.91
市盈率(倍)	24	16	24	19	16
净利润增长率(%)	0.65%	26.27%	24.81%	22.52%	20.36%
净资产收益率(%)	8.91%	11.17%	12.37%	13.76%	14.90%
总股本(百万股)	1,494.83	1,494.83	1,494.83	1,494.83	1,494.83

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2018 年, 公司分别实现营收/归母净利润 33.74 亿元/7.25 亿元, 同比分别增长 14.56%/26.27%, 实现全面摊薄 EPS0.49 元, 略超出市场预期。2018 年, 公司拟向全体股东每 10 股派 3 元 (含税)。

经营分析

- **烟标业务收入实现高个位数增长。**近年来公司持续推进烟标业务的产品结构调整, 细支烟烟标占比稳健提升。2018 年, 公司烟标业务实现 25.66 亿元收入, 同比增长 8.05%。若剔除重庆宏声、重庆宏劲烟标的销量影响, 公司内生烟标销量仍有 7.97% 的增长, 叠加整体烟标产品售价未发生明显变动, 预计内生烟标收入也有 8% 左右的增长。另一方面, 受益细支烟烟标占比提升, 公司近两年相关业务毛利率大幅提升, 去年毛利率达到 45.06%, 同比提升 0.13pct。
- **彩盒业务高速增长, 对新型烟草领域新客户的开发尤为可喜。**去年公司彩盒业务实现营收 4.46 亿元, 增长 67.09%, 毛利率达到 23.52%, 提高 5.34pct。公司在维持“中华(金中支)”、“茅台醇”、“洋河”等知名烟酒品牌的精品彩盒包装市场份额的同时, 也开拓出了“劲酒”、“江小白”等新客户。更为重要的是, 报告期内在新型烟草领域, 公司取得英美烟草、雷诺烟草、菲莫国际、悦刻等知名品牌的合格供应商资质。印证了我们此前认为公司, 在新型烟草领域将实现烟具制造+烟具包装+烟弹烟标的三元增长逻辑。
- **新型烟草业务稳健布局, 且有相关技术在申请专利。**去年内公司已与云南、上海、河南、山东、广西、重庆等中烟公司展开新型烟草方面的合作。同时, 深度绑定云南中烟签署战略合作框架协议, 并与其子公司华玉科技设立合资公司共同进行 HNB 烟具产品研发。我们认为, 公司具备 HNB 烟具研发和生产能力, 若能发布一款专属 HNB 烟具产品将对估值提升极为有利。而去年 11 和 12 月, 子公司劲嘉科技 HNB 烟具及其烟支提取装置和提取机构, 已在进行专利申请, 后续发布相关产品值得期待。

盈利预测与投资建议

- 在烟草行业回暖的背景下公司烟标业务稳中有进, 非烟标业务高速增长带动业绩持续向好, 我们上调公司 2019/2020 年完全摊薄后 EPS 预测至 0.61/0.74 元 (原为 0.54/0.66 元, 上调幅度为 12.1%/12.4%), 预测公司 2021 年 EPS 为 0.89 元, 三年 CAGR22.6%, 对应 PE 分别为 24/19/16 倍, 维持公司“买入”评级。

风险因素

- 烟草销量大幅下滑; 新型包装发展不达预期; 新型烟草业务推进不达预期。

揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

袁艺博

分析师 SAC 执业编号: S1130519020005
yuanyibo@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	2,777	2,945	3,374	3,869	4,555	5,502
增长率		6.1%	14.6%	14.7%	17.7%	20.8%
主营业务成本	-1,629	-1,646	-1,901	-2,205	-2,598	-3,170
%销售收入	58.7%	55.9%	56.3%	57.0%	57.0%	57.6%
毛利	1,148	1,299	1,473	1,664	1,957	2,331
%销售收入	41.3%	44.1%	43.7%	43.0%	43.0%	42.4%
营业税金及附加	-37	-42	-46	-51	-52	-63
%销售收入	1.3%	1.4%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%
营业费用	-88	-105	-117	-127	-144	-170
%销售收入	3.2%	3.6%	3.5%	3.3%	3.2%	3.1%
管理费用	-406	-391	-428	-433	-496	-588
%销售收入	14.6%	13.3%	12.7%	11.2%	10.9%	10.7%
息税前利润 (EBIT)	617	761	882	1,052	1,264	1,511
%销售收入	22.2%	25.8%	26.2%	27.2%	27.8%	27.5%
财务费用	-6	-10	6	22	37	52
%销售收入	0.2%	0.3%	-0.2%	-0.6%	-0.8%	-0.9%
资产减值损失	-28	-23	-34	-9	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	114	61	99	5	10	15
%税前利润	15.7%	7.7%	10.4%	0.5%	0.8%	1.0%
营业利润	698	789	953	1,070	1,310	1,576
营业利润率	25.1%	26.8%	28.3%	27.7%	28.8%	28.6%
营业外收支	29	0	1	2	2	2
税前利润	727	789	954	1,072	1,312	1,578
利润率	26.2%	26.8%	28.3%	27.7%	28.8%	28.7%
所得税	-89	-116	-139	-161	-197	-237
所得税率	12.2%	14.7%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	638	673	815	911	1,115	1,341
少数股东损益	67	98	90	6	6	6
归属于母公司的净利润	571	574	725	905	1,109	1,335
净利率	20.6%	19.5%	21.5%	23.4%	24.3%	24.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	638	673	815	911	1,115	1,341
少数股东损益	67	98	90	6	6	6
非现金支出	222	180	204	154	154	162
非经营收益	-81	-53	-76	-5	-12	-17
营运资金变动	137	16	-96	-109	-94	-121
经营活动现金净流	915	816	848	951	1,163	1,364
资本开支	-343	-363	-330	-160	-168	-177
投资	-184	-317	-310	0	0	0
其他	12	-621	129	5	10	15
投资活动现金净流	-515	-1,300	-511	-155	-158	-162
股权募资	0	1,640	18	0	0	0
债权募资	154	-235	50	-60	0	1
其他	-372	-448	-835	-85	-366	-441
筹资活动现金净流	-217	957	-767	-145	-366	-439
现金净流量	183	473	-431	651	639	763

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	786	1,227	839	1,491	2,129	2,893
应收账款	988	829	906	1,063	1,252	1,512
存货	635	712	782	876	1,032	1,259
其他流动资产	49	756	679	688	698	710
流动资产	2,457	3,524	3,206	4,118	5,111	6,373
%总资产	36.8%	43.4%	39.1%	45.1%	50.4%	55.8%
长期投资	205	1,338	1,693	1,693	1,693	1,693
固定资产	2,215	1,815	1,873	1,894	1,916	1,939
%总资产	33.2%	22.3%	22.8%	20.7%	18.9%	17.0%
无形资产	1,710	1,310	1,317	1,311	1,306	1,302
非流动资产	4,223	4,600	4,998	5,015	5,033	5,052
%总资产	63.2%	56.6%	60.9%	54.9%	49.6%	44.2%
资产总计	6,681	8,124	8,204	9,133	10,144	11,426
短期借款	341	10	60	0	0	0
应付款项	1,277	1,215	1,106	1,278	1,503	1,831
其他流动负债	186	170	221	204	241	292
流动负债	1,804	1,395	1,387	1,483	1,744	2,123
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	65	38	45	46	47	48
负债	1,869	1,433	1,432	1,529	1,791	2,172
普通股股东权益	4,494	6,449	6,493	7,319	8,062	8,957
少数股东权益	318	242	279	285	291	297
负债股东权益合计	6,681	8,124	8,204	9,133	10,144	11,426

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.434	0.384	0.485	0.606	0.742	0.893
每股净资产	3.416	4.314	4.343	4.896	5.394	5.992
每股经营现金净流	0.696	0.546	0.567	0.636	0.778	0.913
每股股利	0.250	0.302	0.000	0.200	0.245	0.295
回报率						
净资产收益率	12.70%	8.91%	11.17%	12.37%	13.76%	14.90%
总资产收益率	8.54%	7.07%	8.84%	9.91%	10.93%	11.68%
投入资本收益率	10.42%	9.67%	11.02%	11.74%	12.84%	13.86%
增长率						
主营业务收入增长率	2.09%	6.06%	14.56%	14.67%	17.73%	20.79%
EBIT增长率	-21.40%	23.37%	15.91%	19.20%	20.16%	19.53%
净利润增长率	-20.81%	0.65%	26.27%	24.81%	22.52%	20.36%
总资产增长率	24.52%	21.60%	0.98%	11.33%	11.07%	12.63%
资产管理能力						
应收账款周转天数	94.9	91.8	77.3	85.0	85.0	85.0
存货周转天数	117.1	149.3	143.5	145.0	145.0	145.0
应付账款周转天数	115.6	145.3	124.5	110.0	110.0	110.0
固定资产周转天数	263.7	208.3	173.7	148.4	123.3	99.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-9.25%	-18.19%	-11.51%	-19.60%	-25.49%	-31.25%
EBIT利息保障倍数	106.9	76.0	-149.5	-47.5	-33.7	-29.1
资产负债率	27.98%	17.64%	17.45%	16.74%	17.65%	19.01%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	6	13	21	30	48
增持	3	3	5	14	19
中性	0	1	1	2	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.29	1.26	1.39	1.36

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-08-21	买入	9.48	N/A
2	2018-04-13	买入	8.40	N/A
3	2018-08-24	买入	7.65	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH