

烟标业务稳定扩容，彩盒业务高速增长

投资要点

- **事件：**公司发布 2018 年年报，全年实现营业收入 33.7 亿元，同比增长 14.6%，Q1/Q2/Q3/Q4 营收同比增速分别为 8.1%、18.8%、13.3%、17.9%；实现归母净利润近 7.3 亿元，同比增长 26.3%，其中 Q1/Q2/Q3/Q4 净利润分别增长 21.1%、30.5%、25.8%、29.4%。扣非后归母净利润为 6.9 亿元，同比增速为 26.5%。
- **业务结构变化致毛利率微降，经营能力稳定提升：**2018 年，公司整体毛利率为 43.7%，同比下降近 0.5pp，主要因为公司品类扩张，彩盒业务占比提升，但由于尚处发展初期，彩盒业务毛利率较低。公司原有业务的毛利率稳中有升，烟标业务同比提升 0.1pp 至 45.1%，镭射包装材料毛利率同比提升约 0.1pp 至 23.2%。公司增效控费效果显著，18 年四项费用率为 16%，同比下降 1.2pp，其中销售费率 3.5% (-0.1pp)，管理和研发费率 12.7% (-0.6pp)，财务费率约为 -0.2% (-0.5pp)。公司盈利能力稳定提升，全年实现归母净利率为 24.2%，同比提升 1.4pp。
- **彩盒业务高速增长，积极布局新型烟草业务。**2018 年，烟草市场好转，公司传统业务在新市场、新产品不断拓展的带动下稳定扩容，18 年烟标产品实现营收 25.7 亿元，同比增长 8.1%；镭射包装材料实现收入 6.1 亿元，同比增长 4.6%；彩盒业务方面，公司不断推进精品烟酒、电子产品客户开发，彩盒业务全年实现营收约 4.5 亿元，同比大幅增加 67.1%。新业务方面，公司子公司劲嘉科技目前已与云南、上海、河南、山东、广西、重庆等中烟公司展开合作，公司与外部合作伙伴成立多家合资公司，并与云南中烟签订了战略合作协议共同推进新型烟草的发展，新型烟草业务或将成为公司新的业务增长点。
- **新材料不断突破，增值服务持续升级：**公司募投项目“中丰田光电科技改扩建项目”有序推进，在新型防伪包装材料的开发上能力不断增强，产能持续提升，子公司中丰田 18 年实现净利润 6,899.11 万元，同比增长 7.64%。公司延伸上下游产业链，增值服务能力不断提升，包装产品防伪溯源方面，子公司金知科技实现了基于智能包装的物联网全球鉴真溯源平台、酒企个性化定制服务两大平台的融合；参股子公司华大北斗助力公司有针对性的为不同的客户提供个性化定制的加密解决方案，推动大包装业务转型升级；包装产品设计创意方面，子公司蓝莓文化作为公司独立运营的设计创意板块，不断强化设计创意、数字营销等在包装产品上的运用，提升公司软实力，推进公司的可持续发展。
- **盈利预测与评级。**预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.58、0.66、0.76 元，参考同行业给予 19 年 33 倍 PE 目标，目标价 19.14 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅上涨的风险；彩盒业务客户开发或低于预期，新型烟草业务拓展或低于预期。

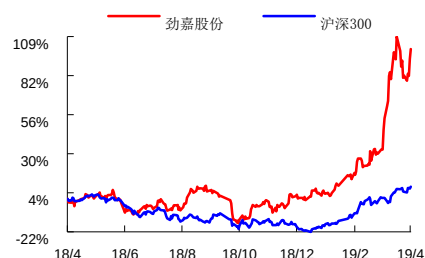
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3374.00	3936.49	4640.87	5370.62
增长率	14.56%	16.67%	17.89%	15.72%
归属母公司净利润 (百万元)	725.31	848.82	969.66	1111.58
增长率	26.27%	17.03%	14.24%	14.64%
每股收益 EPS (元)	0.50	0.58	0.66	0.76
净资产收益率 ROE	12.04%	12.92%	13.30%	13.63%
PE	32	27	24	21
PB	3.64	3.27	2.97	2.69

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
 执业证号: S1250517080002
 电话: 023-67511807
 邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	14.65
流通 A 股(亿股)	12.72
52 周内股价区间(元)	6.59-16.44
总市值(亿元)	231.30
总资产(亿元)	82.04
每股净资产(元)	4.34

相关研究

1 公司运营现状

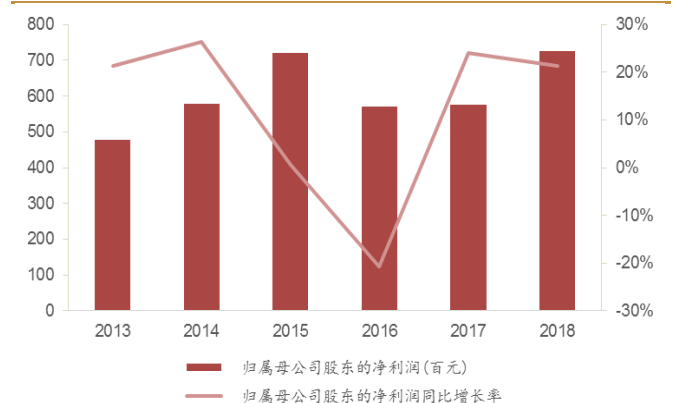
历史业绩整体稳健，18 年显著提速。公司营收整体保持稳定增长态势，13-17 年营收复合增速为 8.4%，利润端因受烟草行业提税顺价等政策影响增速低于营收，13-17 年复合增速为 4.8%。18 年烟草行业复苏以及公司开始加力酒包等大包装业务的拓展，业绩回升态势明显，实现营收 33.7 亿元，同比增长 14.6%，实现归母净利润近 7.3 亿元，同比增长 26.3%。

图 1：2013-2018 年公司营收及增速变化



数据来源：Wind，西南证券整理

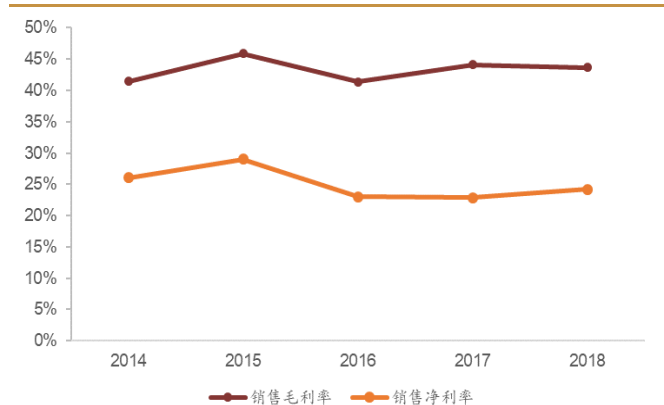
图 2：2013-2018 年公司归母净利润及增速变化



数据来源：Wind，西南证券整理

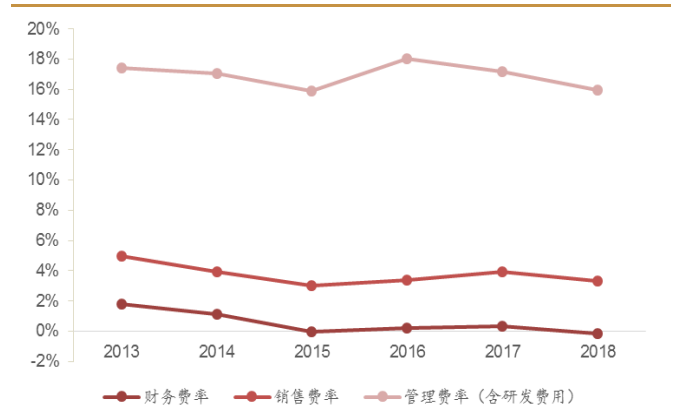
盈利能力稳定，费用率稳中有降。公司是烟标行业的龙头企业，拥有较强的议价能力，毛利率持续保持 40% 以上，2018 年实现毛利率 43.7%，同比微降主要因公司业务结构的变化所致。公司增效控费的能力不断加强，费用率整体呈下降趋势，2018 年四项费用率合计为 16%，同比下降 1.2pp。公司归母净利率保持在 25% 左右，18 年实现归母净利率 24.2%，同比提升超 1.3pp。

图 3：2013-2018 年公司毛利率及归母净利率变化



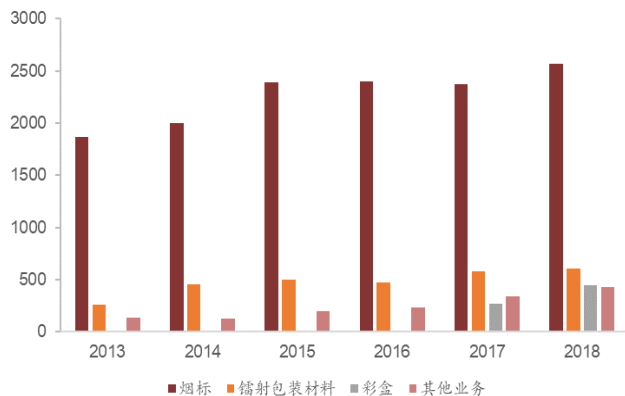
数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：2013-2018 年公司费用率变化

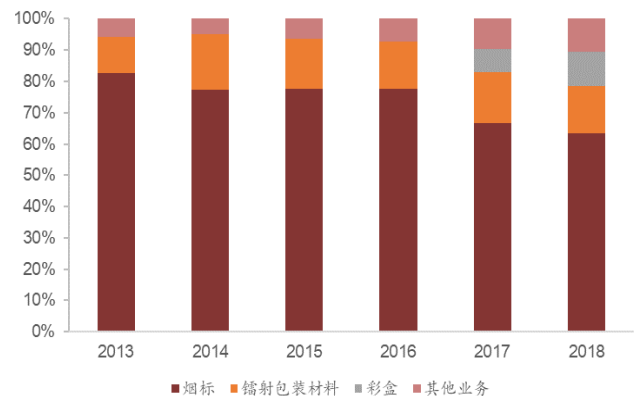


数据来源：Wind，西南证券整理

核心业务稳定扩容，彩盒业务高速增长。公司传统的烟标和镭射包装材料业务整体保持稳定增长态势。2018 年烟标业务实现收入 24.7 亿元，同比增长 8.1%，2013-2018 年复合增速为 6.5%；镭射包装材料 2018 年实现收入 6.1 亿元，同比增长 4.6%，2013-2018 年复合增速为 18.9%；公司从 2017 年开始加力彩盒业务的发展，2018 年实现营收 4.5 亿元，同比增速超过 67%，是公司新的发展动力。

图 5：2013-2018 年公司按业务销售额变化（百万元）


数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2013-2018 年公司按业务占比变化


数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：彩盒业务在客户不断拓展的带动下总体保持快速增长趋势，19-21 年增速分别为 40%、40%和 30%；

假设 2：彩盒业务规模效应逐步体现，毛利率稳步提升，19-21 年毛利率分别为 25%、27%和 29%；

假设 3：公司分项毛利率整体保持稳定，但在低毛利率业务彩盒占比提升的影响下，公司整体毛利率会略有下降。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
烟标	收入	2566.3	2784.5	3021.1	3277.9
	增速	8.1%	8.5%	8.5%	8.5%
	毛利率	45.1%	45.0%	45.0%	45.0%
镭射包装材料	收入	608.5	669.3	769.7	885.2
	增速	4.6%	10.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	23.1%	30.0%	32.0%	32.0%
彩盒	收入	446.4	624.9	874.8	1137.3
	增速	67.1%	40.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	23.5%	25.0%	27.0%	29.0%
其他	收入	429.1	557.8	725.2	870.2
	增速	26.4%	30.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	22.2%	25.0%	25.0%	25.0%
内部抵销收入		(676.2)	(700.0)	(750.0)	(800.0)

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
内部抵消成本		(651.4)	(680.0)	(720.0)	(770.0)
合计	收入	3374.0	3936.5	4640.9	5370.6
	增速	14.6%	16.7%	17.9%	15.7%
	毛利率	43.7%	43.9%	43.0%	42.4%

数据来源：Wind，西南证券

我们基于公司的业务结构选择东风股份、裕同科技和集友股份三家公司作为可比公司，19 年平均 PE 为 25 倍，考虑到公司是烟标行业的绝对龙头，同时新业务高速发展，我们给予公司约 30%溢价，给予 19 年 33 倍 PE 目标，目标价 19.14，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值表

公司代码	公司名称	4 月 19 日 股价	EPS（元）				PE			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
601515	东风股份	13.28	0.67	0.74	0.83	0.95	19.8	17.9	16.0	14.0
002831	裕同科技	54.75	2.36	2.48	3.04	3.52	23.2	22.1	18.0	15.6
603429	集友股份	26.93	0.61	0.77	1.07	1.31	44.1	35.0	25.2	20.6
平均							29.1	25.0	19.7	16.7

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3374.00	3936.49	4640.87	5370.62	净利润	815.43	966.20	1104.30	1262.98
营业成本	1901.04	2207.01	2647.55	3094.92	折旧与摊销	174.94	190.65	192.80	195.19
营业税金及附加	45.74	54.24	63.60	73.74	财务费用	-5.90	3.94	4.64	5.37
销售费用	117.20	125.97	143.87	161.12	资产减值损失	34.18	10.00	10.00	10.00
管理费用	287.26	484.19	552.26	617.62	经营营运资本变动	-99.93	-255.48	-175.45	-248.67
财务费用	-5.90	3.94	4.64	5.37	其他	-66.06	-72.26	-87.02	-74.24
资产减值损失	34.18	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	852.65	843.04	1049.27	1150.63
投资收益	78.52	74.59	70.86	67.32	资本支出	27.13	-40.00	-40.00	-45.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-538.57	180.79	26.77	61.31
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-511.44	140.79	-13.23	16.31
营业利润	953.41	1125.73	1289.81	1475.16	短期借款	50.00	-60.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.92	5.68	3.09	3.60	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	954.33	1131.41	1292.89	1478.76	股权融资	-3.56	-29.96	0.00	0.00
所得税	138.90	165.22	188.59	215.78	支付股利	-446.08	-243.62	-280.07	-300.86
净利润	815.43	966.20	1104.30	1262.98	其他	-366.41	9.89	-4.64	-5.37
少数股东损益	90.12	117.38	134.64	151.40	筹资活动现金流净额	-766.05	-323.69	-284.71	-306.23
归属母公司股东净利润	725.31	848.82	969.66	1111.58	现金流量净额	-425.70	660.14	751.33	860.71
资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	839.45	1499.59	2250.92	3111.63	成长能力				
应收和预付款项	919.88	1093.36	1279.39	1485.79	销售收入增长率	14.56%	16.67%	17.89%	15.72%
存货	782.45	896.07	1083.55	1264.61	营业利润增长率	20.87%	18.07%	14.57%	14.37%
其他流动资产	664.19	884.94	978.44	1169.82	净利润增长率	21.23%	18.49%	14.29%	14.37%
长期股权投资	1293.85	1293.85	1293.85	1293.85	EBITDA 增长率	17.01%	17.63%	12.64%	12.67%
投资性房地产	399.39	293.19	337.28	343.28	获利能力				
固定资产和在建工程	1869.51	1720.53	1570.36	1418.99	毛利率	43.66%	43.93%	42.95%	42.37%
无形资产和开发支出	1291.34	1292.19	1292.09	1295.80	三费率	11.81%	15.60%	15.10%	14.60%
其他非流动资产	143.51	140.98	138.46	135.93	净利率	24.17%	24.54%	23.80%	23.52%
资产总计	8203.58	9114.71	10224.34	11519.70	ROE	12.04%	12.92%	13.30%	13.63%
短期借款	60.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.94%	10.60%	10.80%	10.96%
应付和预收款项	1023.07	1238.89	1453.94	1715.74	ROIC	16.07%	18.12%	19.82%	21.59%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	33.27%	33.54%	32.05%	31.20%
其他负债	348.62	397.48	467.83	539.27	营运能力				
负债合计	1431.69	1636.37	1921.77	2255.01	总资产周转率	0.41	0.45	0.48	0.49
股本	1494.83	1464.87	1464.87	1464.87	固定资产周转率	2.06	2.58	3.37	4.37
资本公积	1648.25	1648.25	1648.25	1648.25	应收账款周转率	4.72	4.77	4.79	4.75
留存收益	3593.77	4198.97	4888.56	5699.28	存货周转率	2.50	2.61	2.65	2.62
归属母公司股东权益	6492.80	7081.87	7771.46	8582.17	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.02%	—	—	—
少数股东权益	279.09	396.47	531.11	682.51	资本结构				
股东权益合计	6771.89	7478.33	8302.56	9264.68	资产负债率	17.45%	17.95%	18.80%	19.58%
负债和股东权益合计	8203.58	9114.71	10224.34	11519.70	带息债务/总负债	4.19%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.31	2.75	2.98	3.18
					速动比率	1.75	2.19	2.40	2.61
					股利支付率	61.50%	28.70%	28.88%	27.07%
					每股指标				
					每股收益	0.50	0.58	0.66	0.76
					每股净资产	4.34	4.83	5.31	5.86
					每股经营现金	0.58	0.58	0.72	0.79
					每股股利	0.30	0.17	0.19	0.21
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1122.44	1320.32	1487.25	1675.72					
PE	31.89	27.25	23.85	20.81					
PB	3.64	3.27	2.97	2.69					
PS	6.86	5.88	4.98	4.31					
EV/EBITDA	19.16	15.63	13.28	11.26					
股息率	1.93%	1.05%	1.21%	1.30%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn