

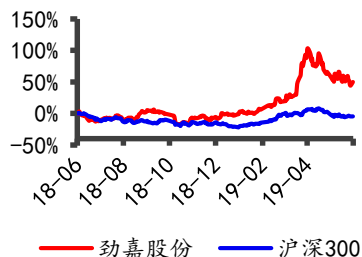
投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

收盘价 (元)	11.63
52 周最高 (元)	16.86
52 周最低 (元)	6.42
总市值 (亿元)	170
流通市值 (亿元)	148
总股本 (亿股)	14.65
流通股本 (亿股)	12.72
每股净资产 (元)	4.61
资产负债率 (%)	15.13

股价走势图



研发部

分析师：程毅敏
SAC 执业证书编号：S1340511010001
Email: chengyimin@cnpsec.com

研究助理：杨浩
SAC 执业证书编号：S1340118010016
Email: yanghao@cnpsec.com
电话：010-67017788-9506

相关研究报告

烟标行业领军企业，彩盒、新型烟草拓展有看点

——劲嘉股份 (002191)

核心观点

● **烟标行业领军企业，彩盒、新型烟草拓展有看点。**公司 1996 年在深圳注册成立，2007 年在深交所上市，目前业务定位在高端包装印刷品和包装材料的研产销方面，主要产品包括烟标、彩盒及镭射包装材料等，为烟标行业领军企业，同时公司正积极探索新型烟草制品领域，后期形成新的业绩增长点。2018 年受益于烟草市场持续好转、彩盒产品市场开拓，公司实现营业收入 33.74 亿元，同比+14.56%；由于彩盒业务毛利率稍低，拉低了公司整体毛利率水平，但公司借助三费控制、投资收益增加，实现归母净利 7.25 亿元，同比+26.27%。收入结构上，各业务占比为：烟标 76.1%、镭射包装材料 18.0%、彩盒 13.2%、内部抵消-20.0%以及其它约 12.7%；由于烟标业务毛利率较高，毛利贡献占比近八成，是主要业绩弹性来源。历史业绩上，2014-2018 年期间公司收入、归母净利复合增速分别为 9.8%、5.8%，成长性表现一般，而利润表因营业外收支、纳税项扰动，表现亦弱于收入端。我们认为，目前公司看点在于：1) 烟标业务受益行业回暖与结构优化，未来几年仍将保持稳健增长，奠定公司业绩向好基调；2) 彩盒、包装材料等业务拓展较快，逐步贡献业绩弹性；3) 新型烟草业务尚处战略布局期，或成远期利润增长点。

● **烟标业务：短期受益卷烟行业回暖，中期行业结构优化亦有看点。**烟标业务与卷烟行业高度相关，短期受益烟草市场状态好转，中期公司有望借助行业整合契机提升市场份额：1) 经历 2016 年去库存后，行业产销、收入增速逐步回暖，2018 年烟草市场明显好转，根据国家烟草专卖局数据，全年实现税利总额 11,556.2 亿元，同比增长 3.69%；公司抓住行业稳中向好、卷烟品牌结构性升级机遇，优化公司产品结构、拓展新市场及新产品，2018 年实现烟标销量同比增长 7.97%，收入增长 8.05%，表现优于行业；2) 随着国家对卷烟品牌实行“卷烟上水平战略”，而卷烟上水平的标准包括“卷烟结构不断优化、档次持续提升、价格保持稳定、销量稳定增长”等几个方面，我们认为，在行业整合优化的背景下，卷烟品牌数量将不断减少、逐步向中高端聚集，利好市场龙头通过业务拓展、整合并购加快市场份额提升。未来几年，公司烟标业务仍将是公司核心业务与主要业绩贡献点，表现大概率优于行业平均水平，增速区间有望维持在 5%-10%。

● **彩盒与镭射包装材料业务：增长较快，逐渐贡献业绩弹性。**1) 彩盒业务：2018 年彩盒业务实现收入 4.46 亿元，同比增长 67.09%，同时业务拓

展喜人，为后期增长奠定客户基础。公司一方面通过强化印后制造能力、提升自动化设备性能，使得产能销量得以不断提升；另一方面，公司在保持“中华（金中支）”、“南京（九五之尊）”、“云烟（大重九）”、“茅台醇”、“洋河”等知名烟酒品牌彩盒包装市场份额的同时，持续加大市场、产品开发力度，不断引入新客户拓展新产品，已取得英美烟草、雷诺烟草、菲莫国际、悦刻等知名品牌的新型烟草产品合格供应商资格；知名白酒品牌如“劲酒”、“红星二锅头”、“江小白”的外包装等，为后期持续高增长奠定客户基础；2）镭射包装材料：短期增速有所下滑，募投项目推进有看点。2018 年公司镭射包装材料实现收入 6.08 亿元，同比增长 4.62%，相比 2017 年增速有所下滑；我们认为，伴随 2019 年募投项目“中丰田光电科技技改扩建”的完成，结合公司近期积极拓展外延客户，业务重回中速增长可期。

● **新型烟草：尚处于战略布局期，或成为远期利润增长点。**公司密切关注新型烟草行业发展动态，目前已通过母公司及多家子公司进行了前期战略布局，或成为远期利润增长点：1）子公司劲嘉科技积极将其产品向烟草企业推介，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；2）全资子公司深圳劲嘉健康与复星集团控股子公司深圳前海复星睿哲资产管理公司设立合资公司，推进新型烟草及健康科技领域优质标的的投资并购；3）公司与北京米物科技、深圳南桥前海创新基金合伙企业设立合资公司，利用各方的技术、资金等各方面优势，推进新型烟草制品的发展；4）公司与云南中烟工业签署战略合作框架协议，共同推动双方在新型烟草制品领域的产品研产销，劲嘉科技与其下属子公司深圳华玉科技发展共同出资设立合资公司，实现战略合作的落地。

● **盈利预测与评级：**预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.58 元、0.65 元和 0.72 元，目前股价对应 2019-2021 年市盈率分别为 20.2 倍、17.9 倍和 16.1 倍，首次覆盖，给予公司“谨慎推荐”评级。

● **风险提示：**卷烟行业景气度下滑；新型烟草战略推进受阻。

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3,374	3,908	4,396	4,882
增长率（%）	14.6%	15.8%	12.5%	11.1%
净利润（百万元）	725	842	950	1,060
增长率（%）	26.3%	16.2%	12.8%	11.5%
EPS（元）	0.50	0.58	0.65	0.72

财务预测表

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	839	1,058	1,466	1,925
交易性金融资产	-	-	-	-
应收及预付	894	1,035	1,164	1,293
其他应收款	100	100	100	100
存货	782	909	1,026	1,143
其他流动资产	590	319	319	319
流动资产合计	3,206	3,422	4,075	4,780
长期投资	1,294	1,314	1,314	1,314
固定资产	1,606	1,579	1,544	1,520
无形资产	303	350	394	438
其他非流动资产	1,795	1,757	1,771	1,781
非流动资产合计	4,998	5,000	5,023	5,052
资产总计	8,204	8,422	9,098	9,832
短期借款	60	69	70	69
应付及预收	806	934	1,050	1,167
其他流动负债	520	309	309	309
流动负债	1,387	1,312	1,429	1,545
长期借款	-	-	-	-
应付债券	-	-	-	-
其他非流动负债	45	65	70	79
非流动负债	45	65	70	79
负债合计	1,432	1,377	1,500	1,624
股本	1,495	1,465	1,465	1,465
资本公积	1,648	1,448	1,448	1,448
留存收益	3,350	3,744	4,173	4,646
母公司所有者权益	6,493	6,657	7,086	7,558
少数股东权益	279	389	512	649
负债和股东权益	8,204	8,422	9,098	9,832

现金流量表摘要

会计年度 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
经营现金流净额	853	922	1,060	1,167
投资现金流净额	-511	98	-192	-196
筹资现金流净额	-766	-862	-495	-556

利润表

会计年度 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,374	3,908	4,396	4,882
营业成本	1,901	2,240	2,544	2,844
营业税金及附加	46	53	60	67
销售费用	117	126	134	141
管理费用	287	308	331	356
研发费用	140	135	152	169
财务费用	-6	-19	-25	-33
资产减值损失	34	37	41	46
其他收益	22	14	16	17
投资净收益	79	73	82	91
公允变动收益	-	-	-	-
资产处置收益	-1	-0	-0	-0
汇兑净收益	-	-	-	-
营业利润	953	1,114	1,256	1,401
加：营业外收入	2	3	3	3
减：营业外支出	1	3	3	3
利润总额	954	1,114	1,257	1,401
减：所得税	139	162	183	204
净利润	815	952	1,074	1,197
减：少数股东损益	90	110	123	137
归属母公司净利	725	842	950	1,060

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	43.7%	42.7%	42.1%	41.7%
净利率	24.2%	24.4%	24.4%	24.5%
净资产收益率	11.2%	12.7%	13.4%	14.0%
市盈率 (倍)	17.06	20.22	17.93	16.07
市净率 (倍)	1.80	2.56	2.40	2.25
EPS	0.50	0.58	0.65	0.72
每股净资产 (元/股)	4.43	4.54	4.84	5.16
经营现金流 (元/股)	0.58	0.63	0.72	0.80

数据来源:公司公告, 中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；

谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；

中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；

回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；

中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；

弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；

谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；

中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；

回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。