

业绩符合预期，看好彩盒、新型烟草发力 买入（维持）

2019 年 08 月 25 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

研究助理 傅嘉成

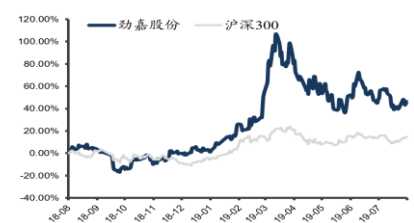
fujch@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3,374	3,910	4,694	5,410
同比（%）	14.6%	15.9%	20.1%	15.3%
归母净利润（百万元）	725	901	1,078	1,254
同比（%）	26.3%	24.3%	19.5%	16.4%
每股收益（元/股）	0.49	0.62	0.74	0.86
P/E（倍）	22.74	18.30	15.31	13.15

投资要点

- **公司发布 19 年半年度报告：**报告期内实现收入 18.65 亿元（+15.90%），归母净利润 4.65 亿元（+22.64%），扣非归母净利润 4.52 亿元（+25.24%）；Q2 单季度实现营收 8.55 亿元（+7.53%），归母净利润 2.06 亿元（+23.71%），扣非归母净利润 1.98 亿元（+30.69%）。
- **受益消费升级，烟标业务稳健增长：**2019 年 1-6 月卷烟累计产量 12348.8 亿支（同比+3.8%，其中 Q1+7.8%，Q2-0.81%），二季度以来增长持续放缓。受益于烟草消费升级，公司在行业内具有明显的品牌效应和技术研发的竞争优势，凭借在烟标行业拥有的多年生产和服务经验将持续提高客户份额、巩固销量增长，期内烟标业务实现营收 13.40 亿元（+6.55%），毛利率 43.75%（基本持平），我们预计其中 Q2 增长约 5%，快于行业增速。下半年我们预期随着低基数效应，烟标业务增长有望提速。
- **彩盒业务盈利能力提升，酒包合作渐入佳境：**期内公司彩盒业务实现营收 3.36 亿元（+80.64%），我们估计其中精品烟盒、3C 包装、酒包装分别增长约 80%、150%、100%，彩盒收入占比提升至 18%（18 年为 13%），毛利率 32.71%（+6.66pct），规模化效应下盈利能力大幅提高；我们预计 Q2 受季节性因素影响彩盒增速放缓至约 40%。期内公司开拓新客户包括灵犀、氩墨、特维普、魔笛等新型烟草品牌商，同时取得中诺、海派等手机品牌的供应商资格。酒包方面，上半年来投资收益 0.49 亿，我们估计其中申仁包装、上海仁彩贡献约 1000 万、800 万。除茅台合作持续推进外，公司 4 月牵手五粮液成立的合资公司预计 9 月将达产开始贡献增量，叠加申仁包装扩产计划的推进，我们认为下半年公司酒盒增长将更为突出。
- **新型烟草取得突破进展，静待政策落地规范行业：**期内公司新型烟草业务取得突破性进展：（1）上半年推出一款电子烟自主品牌 Avalanche（5 种口味），市场反响良好；（2）合作米物科技进军 C 端，合资公司因味科技已于 5 月推出新品牌 FOOGO（福狗）J、K 系列（烟油式电子烟）618 期间销售火热，Q 系列（加热不燃烧烟）预计下半年上市；（3）合作云烟华玉服务 B 端，新品 Webacco Mate1.2 已开始由嘉玉科技进行生产和销售。7 月 22 日国家卫健委表示计划通过立法的方式对电子烟进行监管，此外我国两项电子烟标准预计将于 10 月出台（主管部门为国家烟草专卖局），我们预期随着电子烟监管细则落地，与中烟合作密切、新型烟草布局深入的龙头具有比较优势。
- **费用管控良好，投资收益大幅增加：**期内公司毛利率 43.05%，同比减少 0.99pct，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 0.73pct 至 13.01%，其中销售费用率同减 0.2pct 至 3.08%、管理+研发费用率同减 1.56pct 至 10.11%、财务费用率同增 1.02pct 至 -0.18%。期内投资净收益 4938 万（+67.75%），系来自联营企业和合营公司的投资收益增加较多所致。综合来看，公司归母净利率增长 1.37pct 至 24.93%。期末公司账上应收票据及应收账款 9.20 亿（较期初+0.4 亿），应收账款周转天数同比减少 4.33 天至 73.91 天，回款提速。期内公司经营现金流量净额 3.45 亿（-16.79%）。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.26
一年最低/最高价	6.27/16.47
市净率(倍)	2.53
流通 A 股市值(百万元)	14325.94

基础数据

每股净资产(元)	4.45
资产负债率(%)	13.15
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)：半年报利润表现靓丽，关注新型烟草成长催化》2019-07-23
- 2、《【东吴轻工】劲嘉股份：收入增速超预期，彩盒业务表现靓丽！》2019-04-25
- 3、《劲嘉股份 (002191)：“大包装+新型烟草”布局稳步落地，看好长线成长！》2019-04-17

- **主营业务稳健扩张，看好公司“大包装+新型烟草”的长期布局：**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，酒包业务进入放量期；此外积极培育新型烟草朝阳产业，有望顺政策东风率先受益。我们认为公司业绩增长确定性较高，坚定看好。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 19-21 年分别实现营收 39.10 /46.94 /54.10 亿，同增 15.9% /20.1% /15.3%；归母净利润 9.01 /10.78 /12.54 亿，同增 24.3% /19.5% /16.4%。当前股价对应 PE 为 18.30X/15.31X/13.15X，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：劲嘉股份收入拆分一览

单位：百万元	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
主营业务收入	2323.24	2720.05	2776.95	2945.29	3374.00	1864.62
YOY	8.74%	17.08%	2.09%	6.06%	14.56%	15.90%
烟标业务收入	2002.63	2390.94	2342.07	2375.02	2566.32	1339.90
占比	86.20%	87.90%	84.34%	80.64%	76.06%	71.86%
YOY	7.10%	19.39%	-2.04%	1.41%	8.05%	6.55%
毛利率	42.31%	45.16%	39.35%	44.93%	45.06%	43.75%
彩盒业务收入	75.59	140.34	187.26	267.13	446.35	336.31
占比	3.25%	5.16%	6.74%	9.07%	13.23%	18.04%
YOY	-13.12%	85.65%	33.44%	42.65%	67.09%	80.64%
毛利率	-	-	-	18.18%	23.52%	32.71%
镭射包装材料收入	458.10	497.68	468.54	581.58	608.46	327.68
占比	19.72%	18.30%	16.87%	19.75%	18.03%	17.57%
YOY	78.74%	8.64%	-5.86%	24.13%	24.13%	2.99%
毛利率	17.14%	22.83%	25.20%	23.08%	23.15%	17.61%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2：劲嘉股份季度数据一览

单位：百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
营业总收入	752.81	669.09	677.63	845.76	813.62	795.18	768.04	997.16	1,009.54	855.08
YOY	19.23%	-0.12%	13.93%	-3.99%	8.08%	18.84%	13.34%	17.90%	24.08%	7.53%
归母净利润	175.65	127.43	132.34	138.99	212.69	166.32	166.48	179.81	259.08	205.75
YOY	-26.12%	11.47%	48.97%	7.07%	21.09%	30.52%	25.80%	29.37%	21.81%	23.71%
毛利率	43.73%	45.86%	44.53%	42.74%	47.14%	40.88%	43.53%	43.13%	43.81%	42.16%
期间费用率	13.49%	15.88%	16.75%	17.77%	14.23%	13.56%	14.73%	18.50%	11.86%	13.44%
其中：销售费用率	2.50%	3.39%	3.60%	4.63%	3.32%	3.23%	3.41%	3.84%	2.96%	3.22%
管理+研发费用率	10.73%	11.84%	12.45%	13.27%	11.97%	11.67%	12.14%	12.67%	9.33%	10.11%
财务费用率	0.26%	0.66%	0.70%	-0.13%	-1.07%	-1.34%	-0.83%	1.99%	-0.43%	0.10%
归母净利率	23.33%	19.05%	19.53%	16.43%	26.14%	20.92%	21.68%	18.03%	25.66%	24.06%
存货	493.60	503.10	607.37	712.18	706.32	699.74	769.79	782.45	620.72	645.87
较上年同期增减	-28.61	59.61	73.93	77.37	212.72	196.64	162.42	70.27	-85.60	-53.87
应收账款	783.52	809.10	665.84	668.68	764.42	729.98	664.59	760.22	1,017.71	770.97
较上年同期增减	-133.72	-221.13	-339.83	-144.80	-19.10	-79.12	-1.25	91.54	253.29	40.99
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	886.61	730.28
较上年同期增减	-144.12	91.03	-15.69	-84.96	287.53	66.64	102.67	-35.21	-41.37	-83.09
预收账款	8.60	9.57	10.51	10.05	9.79	9.44	12.36	10.19	16.61	13.34
较上年同期增减	-2.51	-1.03	0.15	0.78	1.19	-0.13	1.85	0.14	6.82	3.90
经营性现金流净额	111.65	267.71	223.27	217.20	205.81	209.35	187.56	249.93	19.07	326.38
较上年同期增减	-42.19	115.02	94.47	-265.66	94.17	-58.36	-35.71	32.73	-186.74	117.03
筹资性现金流净额	-52.49	-199.14	-11.61	1222.82	-136.81	-93.21	-466.73	-69.29	-27.09	-418.16
较上年同期增减	-34.32	-282.87	194.41	1303.50	-84.33	105.93	-455.12	-1292.11	109.73	-324.94
资本开支	109.28	58.58	81.77	117.99	75.90	67.46	107.95	83.31	74.13	114.02
较上年同期增减	10.79	1.27	32.18	-38.12	-33.38	8.88	26.18	-34.68	-1.77	46.56
ROE	3.80%	2.74%	2.87%	2.50%	3.26%	2.59%	2.64%	2.80%	3.91%	3.10%
YOY (±)	-1.77%	0.09%	0.80%	-0.44%	-0.54%	-0.15%	-0.22%	0.30%	0.65%	0.51%
资产负债率	20.62%	24.82%	23.26%	17.64%	17.18%	20.61%	16.43%	17.45%	15.13%	13.15%
YOY (±)	-0.55%	-3.03%	-1.29%	-10.34%	-3.44%	-4.21%	-6.83%	-0.19%	-2.05%	-7.45%

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	4073	4117	5009	营业收入	3374	3910	4694	5410
现金	839	1495	1357	2176	减:营业成本	1901	2232	2673	3084
应收账款	760	889	1044	1132	营业税金及附加	46	53	65	74
存货	782	781	783	763	营业费用	117	138	159	182
其他流动资产	824	907	933	939	管理费用	428	496	597	683
非流动资产	4998	4926	5362	5774	财务费用	-6	-18	-17	-32
长期股权投资	1294	1294	1294	1294	资产减值损失	34	3	5	6
固定资产	1606	1785	2066	2387	加:投资净收益	79	92	110	134
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	1128	1354	1578
其他非流动资产	1528	1534	1532	1529	加:营业外净收支	1	-0	-0	-0
资产总计	8204	8999	9479	10783	利润总额	954	1128	1354	1578
流动负债	1387	1576	1633	2395	减:所得税费用	139	121	149	176
短期借款	60	122	64	82	少数股东损益	90	106	127	148
应付账款	796	989	1149	1934	归属母公司净利润	725	901	1078	1254
其他流动负债	531	465	420	379	EBIT	928	1044	1266	1461
非流动负债	45	57	51	52	EBITDA	1098	1138	1369	1581
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	1633	1684	2447	每股收益(元)	0.49	0.62	0.74	0.86
少数股东权益	279	279	279	279	每股净资产(元)	4.34	4.84	5.13	5.50
归属母公司股东权益	6493	7087	7516	8056	发行在外股份(百万股)	1495	1465	1465	1465
负债和股东权益	8204	8999	9479	10783	ROIC(%)	11.6%	11.9%	13.8%	14.8%
					ROE(%)	10.8%	12.8%	14.2%	15.6%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	43.7%	42.9%	43.1%	43.0%
经营活动现金流	853	661	994	1286	销售净利率(%)	24.2%	25.8%	25.7%	25.9%
投资活动现金流	-511	-2145	-2146	-2147	资产负债率(%)	17.5%	18.1%	17.8%	22.7%
筹资活动现金流	-766	2139	1015	1680	收入增长率(%)	14.6%	15.9%	20.1%	15.3%
现金净增加额	-426	656	-138	819	净利润增长率(%)	26.3%	24.3%	19.5%	16.4%
折旧和摊销	170	94	104	119	P/E	22.74	18.30	15.31	13.15
资本开支	335	507	510	509	P/B	2.59	2.33	2.19	2.05
营运资本变动	-310	677	-13	130	EV/EBITDA	15.02	14.49	12.04	10.44

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>