

烟标增长超预期，彩盒持续表现靓丽 买入（维持）

2019 年 10 月 24 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	4,137	5,094	6,031
同比（%）	14.6%	22.6%	23.1%	18.4%
归母净利润（百万元）	725	898	1,071	1,250
同比（%）	26.3%	23.8%	19.3%	16.7%
每股收益（元/股）	0.49	0.61	0.73	0.85
P/E（倍）	20.16	16.29	13.65	11.70

投资要点

■ **公司发布 19 年三季报：**Q1-Q3 实现营收 28.84 亿（+21.35%），归母净利润 6.73 亿（+23.44%），扣非净利 6.6 亿（+26.76%）。其中 Q3 单季实现营收 10.2 亿（+32.76%），归母净利 2.08 亿（+24.76%），扣非净利 2.07 亿（+29.66%）。Q1-Q3 非经常性损益 1341.56 万元（去年同期为 2487 万元），主要系委托理财收益由 1787 万元减少至 539 万元。综合来看，公司 Q3 收入增长超预期，扣非利润增长较快，经营高质量增长。公司预告全年实现归母净利润 8.70-9.43 亿（同比+20-30%）。

■ **烟标业务持续受益于消费升级，增长大幅领跑行业：**2019 年 1-9 月卷烟累计产量 18486 亿支（+2.9%，其中 Q3+1.15%），1-6 月卷烟累计销量 12508 亿支（+2.18%），卷烟产销整体稳健增长。我们预计 Q1-Q3 公司烟标业务增长约 10%，其中 Q3 增速预计 15-20%，大幅快于行业增速，主要系烟草消费升级下，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。

■ **彩盒业务订单高增，电子烟盒发展迅猛：**我们预计 Q1-Q3 公司实现彩盒板块销售收入约 5.5 亿（同比预计+100%以上），彩盒收入占比预计提升至 19%（18 年末为 13%），其中 Q3 单季度实现收入 2.13 亿（同比预计+150%以上），增长环比提速。我们估计其中精品烟盒、3C 包装、酒包装分别增长约 90%、250%、50%：（1）在下游电子烟行业高景气带动下，公司海内外客户的电子烟包装盒订单增长靓丽；（2）酒包方面，申仁包装扩产计划持续推进保障茅台订单和投资收益增长（预计 19Q1-Q3 申仁+仁彩投资收益合计约 2400 万，去年同期预计仅 1000+ 万），与五粮液合资成立的嘉美也将于 Q4 开始投产、贡献增量。我们预计公司 Q4 彩盒仍将延续高速增长态势，伴随智能包装工厂产能利用率的提升看好其全年对收入和利润的贡献。

■ **新型烟草完成从 0 到 1 转型，看好贡献增量：**19 年 6 月以前公司新型烟草板块主要围绕中烟布局、提供研发服务，6 月以来公司开始与国内多个畅销电子烟品牌如 lumia、福禄等开展一次性小烟的代工合作，由于公司尚未合作美国客户，我们认为近期美国市场的负面信息对其干扰不大。公司自主品牌电子烟 Foogo K 和 J 系列分别与 6 月和 9 月底上市，此外一次性小烟夜猫子系列销售较好，线上京东旗舰店、线下快消网点双渠道全面铺开，销售火热。伴随 Q4 双 11、圣诞等品牌销售旺季到来，我们看好 Q4 新型烟草业务持续贡献增量。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.98
一年最低/最高价	6.28/16.47
市净率(倍)	2.18
流通 A 股市值(百万元)	12697.41

基础数据

每股净资产(元)	4.58
资产负债率(%)	14.97
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)：业绩符合预期，看好彩盒、新型烟草发力》2019-08-25
- 2、《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
- 3、《【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

■ **三费率小幅下降，盈利能力稳定：**Q1-Q3 公司实现毛利率 42.89%（较去年同期下降 0.99pct），主要系彩盒业务占比提高所致。Q1-Q3 期间费用率 14.09%，较去年同期下降 0.29pct。其中销售费用率 3.20%，较同期减少 0.12pct；管理+研发费用率 11.08%，较同期减少 1.06pct；财务费用率-0.19%，较同期上升 0.89pct，主要系本期银行保本理财利息收入减少所致。综合来看 Q1-Q3 公司归母净利率 23.35%，较同期上升 0.40pct。截至期末公司账上应收账款 8.61 亿，较 19H1 增加 0.90 亿；应付账款及票据 8.56 亿，较 19H1 增加 1.25 亿；存货 7.72 亿，较 19H1 增加 1.26 亿元。前三季度，公司的经营性现金流净额 6.06 亿元，同比持平。

■ **“大包装+新型烟草”战略下，公司具备长期生命力：**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，电子烟盒受益于下游行业高景气快速增长，酒包业务与茅台、五粮液等品牌酒企的合作进入放量期；新型烟草完成取得突破性进展，开始贡献业绩增量。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 41.37 /50.94/60.31 亿，同增 22.6% /23.1% /18.4%；归母净利 8.98 /10.71 /12.50 亿，同增 23.8% /19.3% /16.7%。当前股价对应 PE 为 16.29X/13.65X/11.7X，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	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018H2	2018A	2019H1
主营业务收入	2300.27	2152.15	2136.51	2323.24	2720.05	2776.95	2945.29	1608.80	1765.20	3374.00	1864.62
YOY	-	-6.44%	-0.73%	8.74%	17.08%	2.09%	6.06%	13.14%	15.87%	14.56%	15.90%
烟标业务收入	2044.99	1930.33	1869.84	2002.63	2390.94	2342.07	2375.02	1257.48	1308.84	2566.32	1339.90
占比	88.90%	89.69%	87.52%	86.20%	87.90%	84.34%	80.64%	78.16%	74.15%	76.06%	71.86%
YOY	-	-5.61%	-3.13%	7.10%	19.39%	-2.04%	1.41%	8.19%	7.93%	8.05%	6.55%
毛利率	40.59%	38.65%	41.10%	42.31%	45.16%	39.35%	44.93%	43.97%	46.11%	45.06%	43.75%
彩盒业务收入	76.78	63.99	87.01	75.59	140.34	187.26	267.13	186.18	260.17	446.35	336.31
占比	3.34%	2.97%	4.07%	3.25%	5.16%	6.74%	9.07%	11.57%	14.74%	13.23%	18.04%
YOY	-	-16.65%	35.97%	-13.12%	85.65%	33.44%	42.65%	65.56%	68.20%	67.09%	80.64%
毛利率	3.69%	-	-	-	-	-	18.18%	-	-	23.52%	32.71%
镭射包装材料收入	234.40	236.82	256.29	458.10	497.68	468.54	581.58	318.16	290.30	608.46	327.68
占比	10.19%	11.00%	12.00%	19.72%	18.30%	16.87%	19.75%	19.78%	16.45%	18.03%	17.57%
YOY	-	1.03%	8.22%	78.74%	8.64%	-5.86%	24.13%	17.69%	-6.73%	24.13%	2.99%
毛利率	17.35%	20.80%	19.74%	17.14%	22.83%	25.20%	23.08%	23.78%	22.46%	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	2019Q3
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	1,019.64
YOY	19.23%	-0.12%	13.93%	-3.99%	8.08%	18.84%	13.34%	17.90%	24.08%	7.53%	32.76%
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	207.70
YOY	-26.12%	11.47%	48.97%	7.07%	21.09%	30.52%	25.80%	29.37%	21.81%	23.71%	24.76%
扣非归母净利润	167.20	122.01	131.40	126.79	209.25	151.68	159.71	171.56	253.81	198.23	207.08
YOY	23.71%	11.12%	59.10%	13.30%	25.15%	24.31%	21.55%	35.31%	21.30%	30.69%	29.66%
毛利率	43.73%	45.86%	44.53%	42.74%	47.14%	40.88%	43.53%	43.13%	43.81%	42.16%	42.59%
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%	16.07%
其中：销售费用	18.81	22.67	24.38	39.20	27.04	25.69	26.22	38.25	29.87	27.56	34.99
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%	3.43%
其中：管理费用	80.78	87.53	93.02	129.55	97.42	90.29	51.07	109.27	61.70	54.44	86.76
管理费用率	10.73%	11.84%	12.45%	13.27%	11.97%	11.67%	12.14%	12.67%	9.33%	10.11%	12.84%
其中：财务费用	1.97	4.41	4.75	-1.12	-8.72	-10.65	-6.36	19.82	-4.32	0.88	-2.13
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%	-0.21%
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%	20.37%
存货	493.60	503.10	607.37	712.18	706.32	699.74	769.79	782.45	620.72	645.87	772.26
较上年同期增减	-28.61	59.61	73.93	77.37	43.10%	39.08%	26.74%	9.87%	-12.12%	-7.70%	0.32%
应收账款	67.07	103.93	88.66	120.24	103.25	64.42	133.82	119.09	120.27	148.71	108.97
较上年同期增减	-121.20	-10.02	-2.66	6.56	36.18	-39.51	45.15	-1.15	17.02	84.29	-24.84
应付账款	783.52	809.10	665.84	668.68	764.42	729.98	664.59	760.22	1,017.71	770.97	861.31
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	196.72
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	855.59
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	-83.08	12.99
预收账款	8.60	9.57	10.51	10.05	9.79	9.44	12.36	10.19	16.61	13.34	15.05
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	2.69
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	260.32
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	72.76
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	-5.62
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	461.11
资本开支	109.28	58.58	81.77	117.99	75.90	67.46	107.95	83.31	74.13	114.02	68.52
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	-39.44
ROE	3.80%	2.74%	2.87%	2.50%	3.26%	2.59%	2.64%	2.80%	3.91%	3.14%	3.14%
YOY (±)	-1.77%	0.09%	0.80%	-0.44%	-0.54%	-0.15%	-0.22%	0.30%	0.65%	0.51%	0.50%
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%	14.97%
YOY (±)	-0.55%	-3.03%	-1.29%	-10.34%	-3.44%	-4.21%	-6.83%	-0.19%	-2.05%	-7.45%	-1.47%

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	4186	4228	5330	营业收入	3374	4137	5094	6031
现金	839	1404	1345	2148	减:营业成本	1901	2376	2966	3534
应收账款	760	985	1112	1313	营业税金及附加	46	57	70	83
存货	782	872	825	898	营业费用	117	160	195	230
其他流动资产	824	924	946	971	管理费用	428	520	622	730
非流动资产	4998	4929	5367	5781	财务费用	-6	-2	-3	-10
长期股权投资	1294	1294	1294	1294	资产减值损失	34	3	5	7
固定资产	1606	1785	2066	2387	加:投资净收益	79	99	106	114
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	1123	1345	1572
其他非流动资产	1528	1536	1536	1536	加:营业外净收支	1	-0	-0	-0
资产总计	8204	9114	9595	11111	利润总额	954	1123	1345	1572
流动负债	1387	1693	1753	2729	减:所得税费用	139	120	148	175
短期借款	60	122	64	82	少数股东损益	90	106	126	147
应付账款	796	1105	1268	2265	归属母公司净利润	725	898	1071	1250
其他流动负债	531	466	421	382	EBIT	928	1081	1311	1537
非流动负债	45	57	51	52	EBITDA	1098	1176	1414	1656
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	1750	1804	2781	每股收益(元)	0.49	0.61	0.73	0.85
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	7085	7512	8050	发行在外股份(百万股)	1495	1465	1465	1465
负债和股东权益	8204	9114	9595	11111	ROIC(%)	11.6%	12.3%	14.3%	15.6%
					ROE(%)	10.8%	12.7%	14.1%	15.5%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	43.7%	42.6%	41.8%	41.4%
经营活动现金流	853	459	1083	1097	销售净利率(%)	24.2%	24.2%	23.5%	23.2%
投资活动现金流	-511	-2147	-2148	-2150	资产负债率(%)	17.5%	19.2%	18.8%	25.0%
筹资活动现金流	-766	2253	1007	1856	收入增长率(%)	14.6%	22.6%	23.1%	18.4%
现金净增加额	-426	565	-59	803	净利润增长率(%)	26.3%	23.8%	19.3%	16.7%
折旧和摊销	170	94	104	119	P/E	20.16	16.29	13.65	11.70
资本开支	335	510	512	512	P/B	2.30	2.06	1.95	1.82
营运资本变动	-310	673	-17	125	EV/EBITDA	13.31	12.44	10.34	8.83

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>

