

烟标主业稳健增长，精品彩盒持续兑现高增买入（维持）

2020 年 02 月 28 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	3,989	4,874	5,680
同比（%）	14.6%	18.2%	22.2%	16.5%
归母净利润（百万元）	725	875	1,048	1,212
同比（%）	26.3%	20.6%	19.8%	15.6%
每股收益（元/股）	0.49	0.60	0.72	0.83
P/E（倍）	21.49	17.82	14.87	12.86

投资要点

■ **公司发布 19 年业绩快报：**期内实现营收 39.89 亿元，同比增长 18.22%；归母净利润 8.75 亿元，同比增长 20.61%；扣非归母净利润 8.56 亿元，同比增长 23.61%。19Q4 实现营收 11.04 亿元（+10.76%），归母净利润 2.02 亿元（+12.49%），扣非归母净利润 1.96 亿元（+14.06%）。

■ **烟标主业持续取得超越行业的增长：**2019 年 1-12 月我国卷烟产量 2.36 亿支（约合 4728.5 万大箱），同比增长 1.2%，比起量上的稳增长更重要的是消费结构持续向一二类中高档卷烟及细支烟等创新产品升级，驱动烟标产品定位中高端的劲嘉股份烟标业务取得快于行业的增长：19A 公司烟标业务实现营收 27.82 亿（+8.42%），其中 19H2（+10.21%）较 19H1（+6.55%）增长有所提速；预期联营子公司重庆宏声的收入及贡献的投资收益也在稳步增长。

■ **彩盒业务持续兑现高增长，消费类电子包装预期表现靓丽：**期内公司彩盒业务收入达 8.36 亿元（+87.31%），对收入贡献达到 21%，其中 19H1/H2 分别增长 80.64%/92.08%，且伴随订单增长基地产能利用率提升，彩盒业务毛利率持续提升（17A/18A/19H1 毛利率分别为 18%/24%/33%）。我们估计其中精品烟盒实现收入 4.5-5 亿（增长约 60%），持续深挖中烟客户份额。消费电子包装增长超预期、预计实现 2.6-2.7 亿（去年同期约 0.7 亿），主要受益于手机、电子烟等 3C 产品景气度较高。酒包业务表内业务稳健增长（规模接近 0.6 亿）；联营子公司申仁包装 12 月生产改扩建项目，拟投资 6.34 亿元建设规模为年产 15 万吨白酒的纸质包装品以及 20 万箱烟标，改扩建完成后预计可实现年净利润 1.6 亿，对劲嘉股份年投资收益的增厚可达 0.64 亿；此外与五粮液合资子公司嘉美也于 19 年 11 月开始试生产，将于 20 年贡献增量。

■ **新型烟草业务持续深化布局，镭射包装材料开拓新客户：**新型烟草方面，公司 19 年 6 月起主推旗下 foogo 品牌开启发展元年，尽管雾化电子烟线上销售渠道于 19 年 11 月被国家关停，但预期公司线下渠道稳步铺货中；加热不燃烧烟方面公司自 14 年起持续为多家省中烟提供烟具研发、打样服务，且 18 年联手云南中烟成为旗下新型烟草烟具供应商，我国 HNB 试点方案稳步推进，看好劲嘉率先受益。此外，19 年公司镭射包装材料业务销售收入同比增长 13.20%达 6.89 亿元，除自供以外加大对客户开发力度取得较好成效。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 19-21 年分别实现营收 39.89/48.74/56.8 亿，同增 18.2%/22.2%/16.5%；归母净利 8.75/10.48/12.12 亿，同增 20.6%/19.8%/15.6%。当前股价对应 PE 为 17.82X/14.87X/12.86X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**新型烟草业务发展低于预期，彩盒增长低于预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.64
一年最低/最高价	8.82/16.47
市净率(倍)	2.32
流通 A 股市值(百万元)	13537.12

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)：申仁包装拟扩产，有望增厚公司业绩、深化酒包合作》2019-12-11
- 2、《劲嘉股份 (002191)：烟标增长超预期，彩盒持续表现靓丽》2019-10-25
- 3、《劲嘉股份 (002191)：业绩符合预期，看好彩盒、新型烟草发力》2019-08-25

表 1：劲嘉股份季度数据一览

单位：百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
营业总收入	813.62	795.18	768.04	997.16	1,009.54	855.08	1,019.64	1,104.44
YOY	8.08%	18.84%	13.34%	17.90%	24.08%	7.53%	32.76%	10.76%
归母净利润	212.69	166.32	166.48	179.81	259.08	205.75	207.70	202.26
YOY	21.09%	30.52%	25.80%	29.37%	21.81%	23.71%	24.76%	12.49%
扣非归母净利润	209.25	151.68	159.71	171.56	253.81	198.23	207.90	195.68
YOY	25.15%	24.31%	21.55%	35.31%	21.30%	30.69%	30.17%	14.06%
归母净利率	26.14%	20.92%	21.68%	18.03%	25.66%	24.06%	20.37%	18.31%
ROE	3.26%	2.59%	2.64%	2.80%	3.91%	3.10%	3.14%	2.92%
YOY (±)	-0.54%	-0.15%	-0.22%	0.30%	0.65%	0.51%	0.50%	0.12%
资产负债率	17.18%	20.61%	16.43%	17.45%	15.13%	13.15%	14.97%	20.21%
YOY (±)	-3.44%	-4.21%	-6.83%	-0.19%	-2.05%	-7.45%	-1.47%	2.75%

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	4103	4164	5104	营业收入	3374	3989	4874	5680
现金	839	1455	1327	2142	减:营业成本	1901	2284	2813	3292
应收账款	760	922	1085	1200	营业税金及附加	46	55	67	78
存货	782	813	812	811	营业费用	117	154	187	216
其他流动资产	824	913	940	951	管理费用	428	501	595	688
非流动资产	4998	4927	5364	5777	财务费用	-6	-3	-3	-10
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	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	1095	1317	1524
其他非流动资产	1528	1534	1534	1532	加:营业外净收支	1	-0	-0	-0
资产总计	8204	9030	9528	10881	利润总额	954	1094	1317	1524
流动负债	1387	1618	1704	2534	减:所得税费用	139	117	145	170
短期借款	60	122	64	82	少数股东损益	90	103	123	143
应付账款	796	1031	1220	2072	归属母公司净利润	725	875	1048	1212
其他流动负债	531	465	421	380	EBIT	928	1050	1279	1484
非流动负债	45	57	51	52	EBITDA	1098	1144	1383	1603
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	1675	1755	2586	每股收益(元)	0.49	0.60	0.72	0.83
少数股东权益	279	279	279	279	每股净资产(元)	4.34	4.83	5.12	5.47
归属母公司股东权益	6493	7076	7494	8016	发行在外股份(百万股)	1495	1465	1465	1465
					ROIC(%)	11.6%	12.0%	14.0%	15.1%
负债和股东权益	8204	9030	9528	10881	ROE(%)	10.8%	12.4%	13.9%	15.1%
					毛利率(%)	43.7%	42.7%	42.3%	42.0%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	24.2%	24.5%	24.0%	23.8%
经营活动现金流	853	567	972	1228	资产负债率(%)	17.5%	18.6%	18.4%	23.8%
投资活动现金流	-511	-2146	-2148	-2148	收入增长率(%)	14.6%	18.2%	22.2%	16.5%
筹资活动现金流	-766	2193	1048	1735	净利润增长率(%)	26.3%	20.6%	19.8%	15.6%
现金净增加额	-426	615	-127	815	P/E	21.49	17.82	14.87	12.86
折旧和摊销	170	94	104	119	P/B	2.45	2.20	2.08	1.94
资本开支	335	508	511	510	EV/EBITDA	14.19	13.62	11.27	9.72
营运资本变动	-310	665	-26	111					

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>