

精品彩盒持续发力，大包装战略稳步落地 买入（维持）

2020 年 04 月 15 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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,989	4,727	5,450	6,305
同比（%）	18.2%	18.5%	15.3%	15.7%
归母净利润（百万元）	877	994	1,142	1,316
同比（%）	20.9%	13.4%	14.9%	15.2%
每股收益（元/股）	0.60	0.68	0.78	0.90
P/E（倍）	15.07	13.29	11.57	10.04

投资要点

■ **公司发布 19 年报：**期内实现营收 39.89 亿元，同比增长 18.22%；归母净利润 8.77 亿元，同比增长 20.88%；扣非归母净利润 8.59 亿元，同比增长 24.05%。19Q4 实现营收 11.04 亿元（+10.76%），归母净利润 2.03 亿元（+13.14%），扣非归母净利润 1.99 亿元（+15.85%）。公司拟每 10 股派发现金股利 1.5 元（含税），总计分红金额 2.2 亿元，股利支付率达 25%。

■ **烟标主业增速高于行业，Q1 疫情期间烟草消费彰显必需属性。**19 年我国卷烟产量同比增长 1.2%，利润总额同比增长 4.3%，消费结构升级趋势明显，利好定位高端的烟标龙头劲嘉获得超越行业的增长：19 年公司实现烟标收入 27.82 亿（+8.42%），实现销量 371.95 万大箱（+5.45%），测算销售单价同比增长 2.8%，毛利率 42.64%（同比下滑 2.42pct，预计系使用的自供原材料镭射薄膜价格有所提升）。20 年疫情期间，烟草消费受到疫情影响很小（1-2 月卷烟产量同比增长 4.4%，烟草制品业利润总额同比+31.5%），对应到烟标企业 Q1 订单或因烟草工业企业复工较晚受到拖累，但我们判断目前卷烟渠道库存已经降至低位，看好 Q2 补库需求驱动公司烟标业务恢复性增长、且持续看好全年烟标业务维持较好增势。

■ **彩盒持续兑现高增、收入贡献提升，3C 包装增长亮眼：**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（17/18/19 年毛利率分别为 18%/24%/32%）。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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.02
一年最低/最高价	8.22/15.94
市净率(倍)	1.91
流通 A 股市值(百万元)	11482.61

基础数据

每股净资产(元)	4.73
资产负债率(%)	16.62
总股本(百万股)	1464.87
流通 A 股(百万股)	1273.02

相关研究

- 1、《劲嘉股份 (002191)：烟标主业稳健增长，精品彩盒持续兑现高增》2020-02-28
- 2、《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
- 3、《劲嘉股份 (002191)：烟标增长超预期，彩盒持续表现靓丽》2019-10-25

- **毛利率略有下滑，费用率管控良好，综合来看盈利能力稳定：**期内公司毛利率 41.95% (-1.71pct)，主要系烟标业务盈利下降和较低毛利的彩盒收入占比增加所致。期间三费率合计 14.53% (-1.44pct)，其中销售费率 3.64%(+0.17pct)；管理+研发费率达 10.96% (-1.71pct)，主要由于管理费用下降；财务费率为-0.08% (去年同期为-0.17%)，系利息收入减少所致。综合来看，公司的归母净利率为 21.98% (+0.48pct)，盈利能力稳定。
- **经营性现金流增长靓丽，营运能力稳步提升：**期末账上存货较期初增加 1.19 亿至 9.01 亿，存货周转天数较去年同期 141.52 天下降 10.64 天至 130.88 天；应收账款及票据合计为 7.21 亿 (-1.58 亿)，应收账款周转天数同减 15.04 天至 61.19 天；应付账款及票据合计为 9.03 亿 (+1.07 亿)，周转天数同减 28.15 天至 91.56 天。综合来看现金流改善明显，经营性现金流量净额 11.90 亿，同比增加 39.51%。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 20-22 年分别实现营收 47.27/54.5/63.05 亿，同增 18.5%/15.3% /15.7%；归母净利润 9.94/11.42 /13.16 亿，同增 13.4%/14.9% /15.2%。当前股价对应 PE 为 13.29X/11.57X/10.04X，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

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	203.44
YOY	21.09%	30.52%	25.80%	29.37%	21.81%	23.71%	24.76%	13.14%
扣非归母净利润	209.25	151.68	159.71	171.56	253.81	198.23	207.90	198.76
YOY	25.15%	24.31%	21.55%	35.31%	21.30%	30.69%	30.17%	15.85%
毛利率	47.14%	40.88%	43.53%	43.13%	43.81%	42.16%	42.59%	39.49%
期间费用率	14.23%	13.25%	15.71%	19.77%	11.86%	14.36%	16.07%	15.68%
其中：销售费用	27.04	25.69	26.22	38.25	29.87	27.56	34.99	52.84
销售费用率	3.32%	3.23%	3.41%	3.84%	2.96%	3.22%	3.43%	4.78%
其中：管理费用	97.42	90.29	51.07	109.27	61.70	54.44	86.76	58.91
研发费用	0.00	0.00	49.76	29.76	32.45	39.92	44.20	58.89
管理+研发费用率	11.97%	11.36%	13.13%	13.94%	9.33%	11.04%	12.84%	10.67%
其中：财务费用	-8.72	-10.65	-6.36	19.82	-4.32	0.88	-2.13	2.54
财务费用率	-1.07%	-1.34%	-0.83%	1.99%	-0.43%	0.10%	-0.21%	0.23%
归母净利率	26.14%	20.92%	21.68%	18.03%	25.66%	24.06%	20.37%	18.42%
存货	706.32	699.74	769.79	782.45	620.72	645.87	772.26	901.06
较上年同期增减	43.10%	39.08%	26.74%	9.87%	-12.12%	-7.70%	0.32%	15.16%
应收票据	103.25	64.42	133.82	119.09	120.27	148.71	108.97	124.82
较上年同期增减	36.18	-39.51	45.15	-1.15	17.02	84.29	-24.84	5.73
应收账款	764.42	729.98	664.59	760.22	1,017.71	770.97	861.31	595.80
较上年同期增减	-19.10	-79.12	-1.25	91.54	253.29	40.99	196.72	-164.42
应付账款及应付票据	927.98	813.37	842.60	796.10	886.61	730.28	855.59	903.21
较上年同期增减	287.53	66.64	102.67	-35.21	-41.37	-83.08	12.99	107.10
预收账款	9.79	9.44	12.36	10.19	16.61	13.34	15.05	41.53
较上年同期增减	1.19	-0.13	1.85	0.14	6.82	3.90	2.69	31.34
经营性现金流净额	205.81	209.35	187.56	249.93	19.07	326.38	260.32	584.12
较上年同期增减	94.17	-58.36	-35.71	32.73	-186.74	117.03	72.76	334.19
筹资性现金流净额	-136.81	-93.21	-466.73	-69.29	-27.09	-418.16	-5.62	-48.74
较上年同期增减	-84.33	105.93	-455.12	-1292.11	109.73	-324.94	461.11	20.55
资本开支	75.90	67.46	107.95	83.31	74.13	114.02	68.52	88.73
较上年同期增减	-33.38	8.88	26.18	-34.68	-1.77	46.56	-39.44	5.43
ROE	3.26%	2.59%	2.64%	2.80%	3.91%	3.10%	3.14%	2.98%
YOY (±)	-0.54%	-0.15%	-0.22%	0.30%	0.65%	0.51%	0.50%	0.18%
资产负债率	17.18%	20.61%	16.43%	17.45%	15.13%	13.15%	14.97%	16.62%
YOY (±)	-3.44%	-4.21%	-6.83%	-0.19%	-2.05%	-7.45%	-1.47%	-0.84%

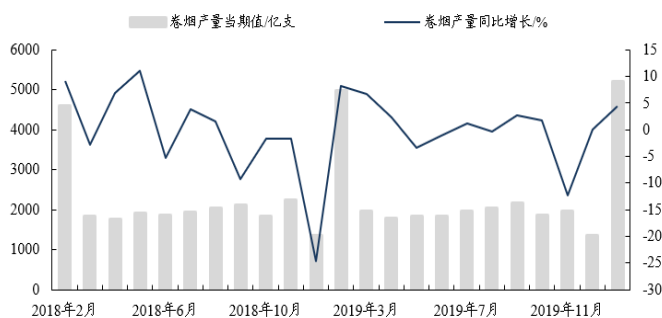
数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：劲嘉股份收入结构一览

单位：百万元	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
主营业务收入	2136.51	2323.24	2720.05	2776.95	2945.29	3374.00	3988.70
YOY	-0.73%	8.74%	17.08%	2.09%	6.06%	14.56%	18.22%
烟标业务收入	1869.84	2002.63	2390.94	2342.07	2375.02	2566.32	2782.40
占比	87.52%	86.20%	87.90%	84.34%	80.64%	76.06%	69.76%
YOY	-3.13%	7.10%	19.39%	-2.04%	1.41%	8.05%	8.42%
毛利率	41.10%	42.31%	45.16%	39.35%	44.93%	45.06%	42.64%
彩盒业务收入	87.01	75.59	140.34	187.26	267.13	446.35	836.07
占比	4.07%	3.25%	5.16%	6.74%	9.07%	13.23%	20.96%
YOY	35.97%	-13.12%	85.65%	33.44%	42.65%	67.09%	87.31%
毛利率	-	-	-	-	18.18%	23.52%	32.37%
镭射包装材料收入	256.29	458.10	497.68	468.54	581.58	608.46	688.76
占比	12.00%	19.72%	18.30%	16.87%	19.75%	18.03%	17.27%
YOY	8.22%	78.74%	8.64%	-5.86%	24.13%	24.13%	13.20%
毛利率	19.74%	17.14%	22.83%	25.20%	23.08%	23.15%	20.20%
内部抵消					(618.05)	(676.23)	(826.79)
其他业务					339.61	429.11	508.28

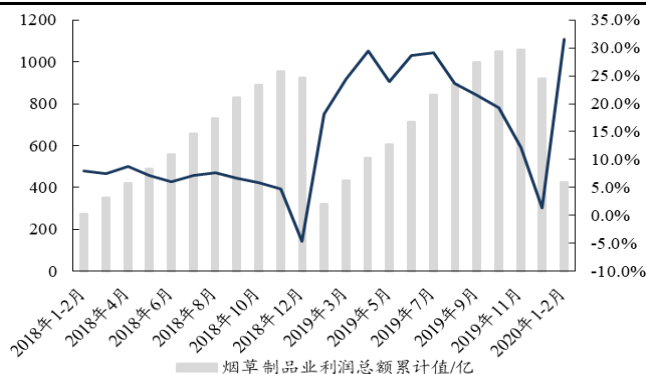
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1：全国卷烟产量及 YOY（当月值，亿支）



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 2：全国烟草制品业利润总额月度累计变化（亿/%）



数据来源：国家统计局，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)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3508	4435	4497	4771	营业收入	3989	4727	5450	6305
现金	1058	2445	2437	2399	减:营业成本	2315	2789	3223	3722
应收账款	596	972	836	1255	营业税金及附加	47	62	70	80
存货	901	675	883	693	营业费用	145	175	199	231
其他流动资产	953	344	341	423	管理费用	579	572	653	754
非流动资产	5164	5050	5508	5882	财务费用	-3	-15	-13	-14
长期股权投资	1289	1289	1289	1289	资产减值损失	-14	16	13	20
固定资产	1765	1784	2066	2392	加:投资净收益	83	101	109	115
在建工程	243	384	553	594	其他收益	0	0	0	0
无形资产	308	45	46	47	营业利润	1133	1229	1414	1628
其他非流动资产	1559	1548	1553	1560	加:营业外净收支	0	-0	-0	-0
资产总计	8673	9485	10005	10653	利润总额	1133	1229	1414	1628
流动负债	1392	1746	1681	1647	减:所得税费用	167	118	137	157
短期借款	0	23	28	17	少数股东损益	90	117	134	155
应付账款	574	844	794	782	归属母公司净利润	877	994	1142	1316
其他流动负债	818	878	860	847	EBIT	949	1190	1375	1597
非流动负债	49	52	53	53	EBITDA	1120	1283	1479	1715
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	49	52	53	53	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	1441	1798	1734	1700	每股收益(元)	0.60	0.68	0.78	0.90
少数股东权益	306	306	306	306	每股净资产(元)	4.73	5.04	5.44	5.90
归属母公司股东权益	6926	7382	7965	8647	发行在外股份(百万股)	1465	1465	1465	1465
负债和股东权益	8673	9485	10005	10653	ROIC(%)	11.2%	13.2%	14.1%	15.2%
					ROE(%)	12.5%	13.3%	14.3%	15.3%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	41.9%	41.0%	40.9%	41.0%
经营活动现金流	1190	991	1202	1168	销售净利率(%)	24.2%	23.5%	23.4%	23.3%
投资活动现金流	-464	-2621	-2610	-2618	资产负债率(%)	16.6%	19.0%	17.3%	16.0%
筹资活动现金流	-500	3018	1400	1411	收入增长率(%)	18.2%	18.5%	15.3%	15.7%
现金净增加额	227	1387	-8	-38	净利润增长率(%)	20.9%	13.4%	14.9%	15.2%
折旧和摊销	171	92	104	117	P/E	15.07	13.29	11.57	10.04
资本开支	345	509	508	512	P/B	1.91	1.79	1.66	1.53
营运资本变动	297	573	126	308	EV/EBITDA	11.80	10.30	8.94	7.71

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>