

Q1 表现优于同行, Q2 修复值得期待 买入 (维持)

2020 年 04 月 29 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	4,517	5,289	6,141
同比 (%)	18.2%	13.2%	17.1%	16.1%
归母净利润 (百万元)	877	969	1,118	1,292
同比 (%)	20.9%	10.5%	15.4%	15.6%
每股收益 (元/股)	0.60	0.66	0.76	0.88
P/E (倍)	14.79	13.39	11.60	10.03

投资要点

■ **公司发布 2020 年一季度报:** 期内实现营收 9.07 亿元, 同比下滑 10.12%, 归母净利润 2.15 亿元, 同比下滑 17.09%, 扣非归母净利润 2.14 亿元, 同比下滑 15.67%, 主要系疫情冲击、员工返岗推延, 且国企客户复工相对较晚、产品交付节奏延后等。公司预计 2020 年 1-6 月归母净利润变动区间为 -20% 至 +10%, 对应 2020Q2 单季度的预计区间为 1.57 亿至 2.97 亿, 同比 -24% 至 +44%。

■ **疫情期间烟草刚需、看好 Q2 补库需求拉动, 3C 彩盒预期表现亮眼。**

(1) 烟标: 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%) 对应到公司 Q1 烟标业务收入因烟草工业公司复工较晚受到拖累, 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。(2) 彩盒: Q1 预计精品烟盒同样受到客户复工较晚不利影响, 但受益于电子烟客户需求的稳定高增, 公司 3C 包装盒预计保持快速增长, 酒包方面因疫情期间白酒消费量下滑幅度较大预期有所下滑。(3) 新型烟草: 19 年 11 月雾化电子烟线上渠道被国家关停后, 公司一方面布局线下渠道, 另一方面迅速将产品出口海外市场, 在美国市场试水表现较好, 有望贡献增量; HNB 方面积极配合中烟公司进行产品研发, 一旦市场打开公司将率先受益。

■ **毛利率和期间费用率有所上升:** 20Q1 毛利率 41.83% (-1.98pct), 预计系疫情期间工厂开工率不足。20Q1 期间费用率为 13.58% (+1.72pct), 其中销售费率 2.93% (-0.03pct), 管理+研发费率达 10.91% (+1.58pct), 财务费用率 -0.26% (+0.17pct)。综合来看, 公司 20Q1 的归母净利率为 23.67% (-1.99pct)。

■ **现金流表现较好, 回款速度加快:** 20Q1 经营性现金流量净额为 0.51 亿 (+164.75%)。20Q1 预收账款 0.11 亿元, 较去年同期减少 0.06 亿元, 应收账款 8.24 亿元 (-19.08%), 应收账款周转天数较去年同期减少 8.86 天至 70.39 天; 存货 8.51 亿元 (+37.04%), 存货周转天数较去年同期增加 38.03 天至 149.35 天; 资产负债率为 15.59% (+0.46pct)。公司一季度现金流量表现较好, 回款速度加快, 存货周转率有所降低。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预计 20-22 年分别实现营收 45.17/52.89/61.41 亿, 同增 13.2%/17.1%/16.1%; 归母净利润 9.69/11.18/12.92 亿, 同增 10.5%/15.4%/15.6%。当前股价对应 PE 为 13.39X/11.60X/10.03X, 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)	8.85
一年最低/最高价	8.22/13.68
市净率(倍)	1.82
流通 A 股市值(百万元)	11266.23

基础数据

每股净资产(元)	4.87
资产负债率(%)	15.59
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): 精品彩盒持续发力, 大包装战略稳步落地》2020-04-15
- 2、《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
- 3、《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

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	2020Q1
营业总收入	813.62	795.18	768.04	997.16	1,009.54	855.08	1,019.64	1,104.44	907.34
YOY	8.08%	18.84%	13.34%	17.90%	24.08%	7.53%	32.76%	10.76%	-10.12%
归母净利润	212.69	166.32	166.48	179.81	259.08	205.75	207.70	203.44	214.81
YOY	21.09%	30.52%	25.80%	29.37%	21.81%	23.71%	24.76%	13.14%	-17.09%
扣非归母净利润	209.25	151.68	159.71	171.56	253.81	198.23	207.90	198.76	214.03
YOY	25.15%	24.31%	21.55%	35.31%	21.30%	30.69%	30.17%	15.85%	-15.67%
毛利率	47.14%	40.88%	43.53%	43.13%	43.81%	42.16%	42.59%	39.49%	41.83%
期间费用率	14.23%	13.25%	15.71%	19.77%	11.86%	14.36%	16.07%	15.68%	13.58%
其中：销售费用	27.04	25.69	26.22	38.25	29.87	27.56	34.99	52.84	26.62
销售费用率	3.32%	3.23%	3.41%	3.84%	2.96%	3.22%	3.43%	4.78%	2.93%
其中：管理费用	97.42	90.29	51.07	109.27	61.70	54.44	86.76	58.91	63.48
研发费用	0.00	0.00	49.76	29.76	32.45	39.92	44.20	58.89	35.47
管理+研发费用率	11.97%	11.36%	13.13%	13.94%	9.33%	11.04%	12.84%	10.67%	10.91%
其中：财务费用	-8.72	-10.65	-6.36	19.82	-4.32	0.88	-2.13	2.54	-2.32
财务费用率	-1.07%	-1.34%	-0.83%	1.99%	-0.43%	0.10%	-0.21%	0.23%	-0.26%
归母净利率	26.14%	20.92%	21.68%	18.03%	25.66%	24.06%	20.37%	18.42%	23.67%
存货	706.32	699.74	769.79	782.45	620.72	645.87	772.26	901.06	850.62
较上年同期增减	43.10%	39.08%	26.74%	9.87%	-12.12%	-7.70%	0.32%	15.16%	37.04%
应收票据	103.25	64.42	133.82	119.09	120.27	148.71	108.97	124.82	157.13
较上年同期增减	36.18	-39.51	45.15	-1.15	17.02	84.29	-24.84	5.73	36.86
应收账款	764.42	729.98	664.59	760.22	1,017.71	770.97	861.31	595.80	823.51
较上年同期增减	-19.10	-79.12	-1.25	91.54	253.29	40.99	196.72	-164.42	-194.20
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	913.26
较上年同期增减	287.53	66.64	102.67	-35.21	-41.37	-83.08	12.99	107.10	26.65
预收账款	9.79	9.44	12.36	10.19	16.61	13.34	15.05	41.53	10.72
较上年同期增减	1.19	-0.13	1.85	0.14	6.82	3.90	2.69	31.34	-5.89
经营性现金流净额	205.81	209.35	187.56	249.93	19.07	326.38	260.32	584.12	50.50
较上年同期增减	94.17	-58.36	-35.71	32.73	-186.74	117.03	72.76	334.19	31.42
筹资性现金流净额	-136.81	-93.21	-466.73	-69.29	-27.09	-418.16	-5.62	-48.74	-29.80
较上年同期增减	-84.33	105.93	-455.12	-1292.11	109.73	-324.94	461.11	20.55	-2.71
资本开支	75.90	67.46	107.95	83.31	74.13	114.02	68.52	88.73	34.09
较上年同期增减	-33.38	8.88	26.18	-34.68	-1.77	46.56	-39.44	5.43	-40.04
ROE	3.26%	2.59%	2.64%	2.80%	3.91%	3.10%	3.14%	2.98%	3.06%
YOY (±)	-0.54%	-0.15%	-0.22%	0.30%	0.65%	0.51%	0.50%	0.18%	-0.86%
资产负债率	17.18%	20.61%	16.43%	17.45%	15.13%	13.15%	14.97%	16.62%	15.59%
YOY (±)	-3.44%	-4.21%	-6.83%	-0.19%	-2.05%	-7.45%	-1.47%	-0.84%	0.45%

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

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	4312	4503	4635	营业收入	3989	4517	5289	6141
现金	1058	2480	2400	2417	减:营业成本	2315	2649	3118	3617
应收账款	596	902	852	1185	营业税金及附加	47	60	68	78
存货	901	605	906	629	营业费用	145	167	194	225
其他流动资产	953	325	345	405	管理费用	579	547	634	735
非流动资产	5164	5048	5506	5881	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	14	14	19
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	1197	1384	1599
其他非流动资产	1559	1546	1551	1559	加:营业外净收支	0	-0	-0	-0
资产总计	8673	9360	10009	10516	利润总额	1133	1197	1384	1598
流动负债	1392	1632	1711	1547	减:所得税费用	167	115	135	154
短期借款	0	23	28	17	少数股东损益	90	114	132	152
应付账款	574	772	812	720	归属母公司净利润	877	969	1118	1292
其他流动负债	818	836	870	810	EBIT	949	1154	1343	1565
非流动负债	49	52	53	53	EBITDA	1120	1247	1447	1682
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	1684	1763	1600	每股收益(元)	0.60	0.66	0.76	0.88
少数股东权益	306	306	306	306	每股净资产(元)	4.73	5.03	5.42	5.88
归属母公司股东权益	6926	7370	7941	8610	发行在外股份(百万股)	1465	1465	1465	1465
负债和股东权益	8673	9360	10009	10516	ROIC(%)	11.2%	12.8%	13.8%	14.9%
					ROE(%)	12.5%	13.0%	14.0%	15.1%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	41.9%	41.4%	41.0%	41.1%
经营活动现金流	1190	1121	973	1338	销售净利率(%)	24.2%	24.0%	23.6%	23.5%
投资活动现金流	-464	-2619	-2611	-2618	资产负债率(%)	16.6%	18.0%	17.6%	15.2%
筹资活动现金流	-500	2920	1558	1298	收入增长率(%)	18.2%	13.2%	17.1%	16.1%
现金净增加额	227	1422	-80	17	净利润增长率(%)	20.9%	10.5%	15.4%	15.6%
折旧和摊销	171	92	104	117	P/E	14.79	13.39	11.60	10.03
资本开支	345	506	509	512	P/B	1.87	1.76	1.63	1.51
营运资本变动	297	564	113	296	EV/EBITDA	11.57	10.40	8.96	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>