

劲嘉股份(002191)

点评报告

行业公司研究——包装印刷 II 行业一

证券研究报告

# 烟标有望迎修复，彩盒+新型烟草持续发力

——劲嘉股份年报点评

✎ 分析师：史凡可 执业证书编号：S1230520080008  
 分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002  
 ☎ 联系人：傅嘉成  
 ✉ : shifanke@stocke.com.cn

## 报告导读

公司发布 20 年年报：20 年实现营收 41.91 亿元 (+5.08%)，归母净利润 8.24 亿元 (-6.07%)；单 20Q4 实现营收 11.81 亿元 (+6.89%)，归母净利润 1.62 亿元 (-20.56%)。20 年彩盒业务营收 9.20 亿，同比增长 10.04%；新型烟草业务营收 0.35 亿元左右，同比增长 118.36%。

## 投资要点

### □ 烟标：多重因素干扰 20 年短期表现，看好 21 年迎来修复

疫情期间 2020 年中国卷烟产量为 2.3 亿支，同比下降 4.32%。公司 20 年全年烟标营收 23.99 亿元，同比下降 13.79%；Q4 烟标营收 5.94 亿元，同比下降 18.90%。劲嘉烟标业务明显承压，主要系（1）部分省份如云南、湖北今年招标体系变化，导致公司订单短期减少（2）疫情背景下中烟客户公司复工较晚，全年约少供给了一个月左右；（3）老产品面临持续降价压力。此外，今年公司中标了许多其他烟用包装纸新市场业务，有望持续贡献增量。综合来看，看好公司烟标主业明年回归增长通道。

### □ 彩盒：大包装领域持续发力，盈利能力稳步提升

公司在彩盒领域持续发力，彩盒业务 H2 合计营收 5.00 亿元，同比增加 0.03%；20 全年营收 9.20 亿元，同比增长 10.04%。从全年来看，基于 19 年彩盒营收统计口径额外包含供应链收入，剔除后 20 年彩盒同比增幅亮眼。20 年彩盒毛利率为 38.52%，同比增加 6.15pct。伴随订单增长基地产能利用率提升，且公司优质 3C 客户（毛利率较高）销售占比提升，我们判断公司彩盒业务毛利率持续提升。细分来看，我们估计精品烟盒 20 年占比 55%左右，持续深挖中烟客户份额；消费电子包装在电子烟在电子烟市场火热的拉动下预期保持高增长态势；酒包装年初疫情影响增速放缓，下半年受下游中高端白酒景气度提升以及与茅台、五粮液、国台、洋河等大客户的合作稳步推进，酒包装业绩开始贡献增量。综合来看，公司在中高端烟酒、消费电子产品等细分领域包装市占率逐步提升，营收有望持续高增长。

### □ 新型烟草：打造综合解决方案服务商，营收三位数高增

公司有序开展新型烟草相关 ODM/OEM 服务，积累研发和专利，积极打造成为具有全面服务能力的新烟草综合解决方案服务商。2020 年新型烟草在全球发展态势良好。今年疫情背景下国内新型烟草政策推进节奏略低于预期，公司掉转矛头进军海外市场。我们估计新型烟草 2020 年业务收入达到 0.35 亿元左右，相对 2019 同比增长 118%左右。

### □ 20 年费用率降低，存货和营收账款周转加快

从全年来看，公司 20 全年综合毛利率 34.80%。期间费用率同减 1.8pct 至 12.73%，其中销售费用率 1.73% (-1.91pct)；管理费用率同减 0.16pct 至 11.12%；财务费用率同增 0.03pct 至 -0.12%。从单季度来看，Q4 利率 25.20%。期间费用率 12.48% (-3.2pct)，其中销售费用率同减 5.56pct 至 -0.78%；管理费用率同增 2.26pct 至 7.59%；财务费用率同减 0.27pct 至 -0.04%。

## 评级

## 买入

上次评级 买入  
 当前价格 ¥9.80

## 单季度业绩

## 元/股

4Q/2020 0.12  
 3Q/2020 0.17  
 2Q/2020 0.14  
 1Q/2020 0.15



## 公司简介

劲嘉股份是纸包装行业龙头之一，主营烟标、酒盒、高端电子产品等包装业务。

## 相关报告

- 1 《【浙商轻工】劲嘉股份：彩盒持续放量，Q3 盈利能力提升》2020.10.26
- 2 《【浙商轻工】劲嘉股份：Q2 彩盒增长亮眼，看好下半年业绩持续修复 200731》2020.07.31

报告撰写人：史凡可、马莉

联系人：傅嘉成

截至报告期末公司存货 6.39 亿，较期初增加 2.62 亿，存货周转天数较去年同期减少 29.43 天至 101.45 天；应收账款及票据较期初增加 0.18 亿至 6.14 亿，应收账款周转天数较去年同期减少 9.23 天至 51.96 天。综合来看，期内公司经营性现金流净额 10.45 亿，较上年同期减少 1.45 亿。

#### □ 盈利预测及估值

我们预计 21-23 年分别实现营收 49.73/57.53/66.05 亿，同增 18.65%/15.68%/14.81%；归母净利润 11.85/13.42/15.06 亿，同增 15.10%/13.31%/12.21%。当前股价对应 PE 为 12.12X/10.69X/9.53X，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

#### 财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	4191.43	4972.92	5752.85	6604.84
(+/-)	5.08%	18.65%	15.68%	14.81%
净利润	1029.27	1184.71	1342.45	1506.43
(+/-)	-1.62%	15.10%	13.31%	12.21%
每股收益 (元)	0.70	0.81	0.92	1.03
P/E	13.95	12.12	10.69	9.53

**图 1：劲嘉股份收入拆分一览**

单位：百万元	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019A	2020Q1	2020Q2	2020H1	2020Q3	2020Q4	2020H2	2020A
<b>主营业务收入</b>	1009.54	855.08	1019.64	1104.44	3988.70	907.34	1010.12	1917.46	<b>1093.40</b>	<b>1180.57</b>	<b>2273.96</b>	<b>4191.42</b>
YOY	24.08%	7.53%	32.76%	10.76%	18.22%	-10.12%	18.13%	2.83%	7.23%	7.97%	7.06%	5.08%
<b>烟标业务收入</b>	693.16	646.74	710.56	731.93	<b>2782.40</b>	596.16	605.03	1200.80	<b>604.22</b>	<b>593.61</b>	<b>1197.83</b>	<b>2398.63</b>
占比	68.66%	75.64%	69.69%	66.27%	69.76%	65.70%	59.90%	62.62%	55.26%	50.28%	52.68%	57.23%
YOY	8.69%	4.36%	17.93%	3.63%	8.42%	-13.99%	-6.45%	-10.38%	-14.97%	-18.90%	-0.25%	-13.79%
毛利率	-	-	42.45%	-	42.64%	-	-	39.55%	<b>35.40%</b>	-	-	<b>38.64%</b>
<b>彩盒业务收入</b>	196.00	140.31	213.44	286.32	836.07	183.08	236.83	420.12	<b>272.88</b>	<b>227.04</b>	<b>499.92</b>	<b>920.04</b>
占比	19.41%	16.41%	20.93%	25.92%	20.96%	20.18%	23.45%	21.91%	24.96%	19.23%	21.98%	21.95%
YOY	134.00%	37.00%	157.71%	61.44%	87.31%	-6.59%	68.79%	24.92%	27.80%	-20.70%	48.65%	10.04%
毛利率	-	-	-	-	32.37%	-	-	41.37%	<b>48.22%</b>	-	-	<b>38.76%</b>
其中：精品烟盒	141.00	90.00	103.00	146.00	480.00	89.15	126.58	215.73	<b>142.48</b>	<b>148.92</b>	<b>291.40</b>	<b>507.13</b>
yoy	148%	23%	158%	12%	60%	-37%	41%	-7%	38%	2%	17%	6%
精品酒包装	17.45	15.86	9.69	13.89	56.89	8.54	14.20	22.74	<b>18.90</b>	<b>23.36</b>	<b>42.26</b>	<b>65.00</b>
yoy	101%	96%	-13%	-26%	21%	-51%	-10%	-32%	95%	68%	79%	14%
消费电子包装	26.32	28.68	95.00	111.00	261.00	77.86	89.23	167.09	<b>102.91</b>	<b>52.00</b>	<b>154.91</b>	<b>322.00</b>
yoy	135%	176%	344%	368%	291%	196%	211%	204%	8%	-53%	-25%	23%
其他彩盒	11.23	5.77	5.75	21.11	38.18	7.53	6.82	14.56	<b>8.59</b>	<b>2.76</b>	<b>11.35</b>	<b>25.91</b>
<b>幅射包装材料收入</b>	-	-	-	-	688.76	-	-	324.12	-	-	<b>387.22</b>	<b>711.34</b>
占比	-	-	-	-	17.27%	-	-	16.90%	-	-	17.03%	16.97%
YOY	-	-	-	-	13.20%	-	-	-1.09%	-	-	7.24%	3.28%
毛利率	-	-	-	-	20.20%	-	-	25.45%	-	-	19.68%	22.16%
<b>内部抵消</b>	-	-	-	-	(826.79)	-	-	(410.78)	-	-	(445.18)	(855.96)
<b>其他业务</b>	-	-	-	-	508.28	-	-	383.20	-	-	634.18	1017.38

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**图 2：劲嘉股份季度财务数据一览**

单位：百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
<b>营业总收入</b>	813.62	795.18	768.04	997.16	1,009.54	855.08	1,019.64	1,104.44	907.34	1,010.11	1,093.40	1,180.57
YOY	8.08%	18.84%	13.34%	17.90%	24.08%	7.53%	32.76%	10.76%	-10.12%	18.13%	7.23%	6.89%
<b>归母净利润</b>	212.69	166.32	166.48	179.81	259.08	205.75	207.70	203.44	214.81	200.55	246.63	161.61
YOY	21.09%	30.52%	25.80%	29.37%	21.81%	23.71%	24.76%	13.14%	-17.09%	-2.53%	18.74%	-20.56%
<b>扣非归母净利润</b>	209.25	151.68	159.71	171.56	253.81	198.23	207.90	198.76	214.03	187.07	239.43	138.74
YOY	25.15%	24.31%	21.55%	35.31%	21.30%	30.69%	30.17%	15.85%	-15.67%	-5.63%	15.17%	-30.19%
毛利率	47.14%	40.88%	43.53%	43.13%	43.81%	42.16%	42.59%	39.49%	41.83%	36.74%	37.53%	25.20%
<b>期间费用率</b>	14.23%	13.25%	15.71%	19.77%	11.86%	14.36%	16.07%	15.68%	13.58%	12.50%	12.50%	12.48%
其中：销售费用	27.04	25.69	26.22	38.25	29.87	27.56	34.99	52.84	26.62	25.15	29.76	(9.18)
销售费用率	3.32%	3.23%	3.41%	3.84%	2.96%	3.22%	3.43%	4.78%	2.93%	2.49%	2.72%	-0.78%
其中：管理费用	97.42	90.29	51.07	109.27	61.70	54.44	86.76	58.91	63.48	57.95	52.16	89.65
研发费用	0.00	0.00	49.76	29.76	32.45	39.92	44.20	58.89	35.47	45.15	55.03	67.37
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%	10.21%	9.80%	13.30%
其中：财务费用	-8.72	-10.65	-6.36	19.82	-4.32	0.88	-2.13	2.54	-2.32	-2.01	-0.27	-0.50
财务费用率	-1.07%	-1.34%	-0.83%	1.99%	-0.43%	0.10%	-0.21%	0.23%	-0.26%	-0.20%	-0.03%	-0.04%
<b>归母净利率</b>	26.14%	20.92%	21.68%	18.03%	25.66%	24.06%	20.37%	18.42%	23.67%	19.85%	22.56%	13.69%
<b>存货</b>	706.32	699.74	769.79	782.45	620.72	645.87	772.26	901.06	850.62	695.59	642.03	639.22
较上年同期增减	212.72	196.64	162.42	70.27	-85.60	-53.87	2.48	118.60	229.90	49.72	-130.23	-261.83
<b>应收票据</b>	103.25	64.42	133.82	119.09	120.27	148.71	108.97	124.82	157.13	116.05	123.86	0.00
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	-32.65	14.88	-124.82
<b>应收账款</b>	764.42	729.98	664.59	760.22	1,017.71	770.97	861.31	595.80	823.51	736.39	636.23	614.14
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	-34.58	-225.09	18.34
<b>应付账款及应付票据</b>	927.98	813.37	842.60	796.10	886.61	730.28	855.59	903.21	913.26	757.12	713.85	892.23
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	26.83	-141.74	-10.98
<b>预收账款</b>	9.79	9.44	12.36	10.19	16.61	13.34	15.05	41.53	40.58	40.43	38.92	26.61
较上年同期增减	1.19	-0.13	1.85	0.14	6.82	3.90	2.69	31.34	23.97	27.09	23.87	-14.92
<b>经营性现金流净额</b>	205.81	209.35	187.56	249.93	19.07	326.38	260.32	584.12	50.50	285.05	284.77	425.13
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	-41.33	24.45	-158.99
<b>筹资性现金流净额</b>	-136.81	-93.21	-466.73	-69.29	-27.09	-418.16	-5.62	-48.74	-29.80	-390.00	120.66	-110.45
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	28.15	126.28	-61.71
<b>资本开支</b>	75.90	67.46	107.95	83.31	74.13	114.02	68.52	88.73	34.09	24.23	53.93	61.45
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	-89.79	-14.58	-27.28
<b>ROE</b>	3.26%	2.59%	2.64%	2.80%	3.91%	3.10%	3.14%	2.98%	3.06%	2.83%	3.44%	2.20%
YOY (±)	-0.54%	-0.15%	-0.22%	0.30%	0.65%	0.51%	0.50%	0.18%	-0.86%	-0.27%	0.30%	-0.79%
<b>资产负债率</b>	17.18%	20.61%	16.43%	17.45%	15.13%	13.15%	14.97%	16.62%	15.59%	15.05%	16.34%	15.14%
YOY (±)	-3.44%	-4.21%	-6.83%	-0.19%	-2.05%	-7.45%	-1.47%	-0.84%	0.45%	1.89%	1.37%	-1.47%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	3795	5871	7537	9471	<b>营业收入</b>	4191.43	4972.92	5752.85	6604.84
现金	1629	3065	4730	6115	营业成本	2733.00	2904.69	3398.12	3944.82
交易性金融资产	597	414	551	521	营业税金及附加	50.80	62.18	69.91	80.97
应收账款	614	974	1003	1138	营业费用	72.36	184.87	212.56	241.32
其它应收款	37	43	51	58	管理费用	87.79	352.72	395.50	447.73
预付账款	68	52	72	84	研发费用	175.46	208.86	241.62	277.40
存货	639	998	917	1306	财务费用	(5.09)	(4.01)	(3.48)	(4.21)
其他	211	325	212	249	资产减值损失	18.04	0.98	1.23	1.53
<b>非流动资产</b>	5212	4864	4737	4556	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	96.98	96.98	96.98	96.98
长期投资	1427	1337	1351	1371	其他经营收益	40.14	30.31	31.97	34.14
固定资产	1653	1563	1480	1333	<b>营业利润</b>	1196.18	1389.92	1566.34	1746.40
无形资产	277	262	241	215	营业外收支	2.64	3.47	2.95	3.02
在建工程	119	92	33	-22	<b>利润总额</b>	1198.82	1393.40	1569.29	1749.42
其他	1735	1611	1634	1659	所得税	129.38	168.51	186.66	202.82
<b>资产总计</b>	9007	10734	12275	14027	<b>净利润</b>	1069.44	1224.89	1382.63	1546.60
<b>流动负债</b>	1255	1667	1824	2029	少数股东损益	40.17	40.17	40.17	40.17
短期借款	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	1029.27	1184.71	1342.45	1506.43
应付款项	892	1099	1240	1407	EBITDA	1384.44	1507.59	1685.47	1866.27
预收账款	4	24	31	25	EPS(最新摊薄)	0.70	0.81	0.92	1.03
其他	358	543	552	598	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	110	108	109	109		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	60	60	60	60	<b>成长能力</b>				
其他	50	48	49	49	营业收入	5.08%	18.65%	15.68%	14.81%
<b>负债合计</b>	1364	1775	1932	2138	营业利润	-8.16%	16.20%	12.69%	11.50%
少数股东权益	217	257	297	337	归属母公司净利润	-1.62%	15.10%	13.31%	12.21%
归属母公司股东权益	7426	8703	10045	11552	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	9007	10734	12275	14027	毛利率	34.80%	41.59%	40.93%	40.27%
					净利率	25.52%	24.63%	24.03%	23.42%
					ROE	13.84%	14.27%	13.91%	13.55%
					ROIC	14.18%	13.89%	13.60%	13.25%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	15.14%	16.53%	15.74%	15.24%
					净负债比率	4.40%	3.38%	3.11%	2.81%
					流动比率	3.03	3.52	4.13	4.67
					速动比率	2.52	2.92	3.63	4.02
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.47	0.50	0.50	0.50
					应收帐款周转率	6.93	6.73	6.52	6.77
					应付帐款周转率	5.06	4.71	4.53	4.79
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.70	0.81	0.92	1.03
					每股经营现金	0.71	0.60	1.16	0.81
					每股净资产	5.07	5.94	6.86	7.89
					<b>估值比率</b>				
					P/E	13.95	12.12	10.69	9.53
					P/B	1.93	1.65	1.43	1.24
					EV/EBITDA	8.37	7.43	5.60	4.36

  

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	1045	880	1693	1188
净利润	1069	1225	1383	1547
折旧摊销	192	121	123	124
财务费用	(5)	(4)	(3)	(4)
投资损失	(97)	(97)	(97)	(97)
营运资金变动	(217)	(14)	206	7
其它	103	(351)	83	(388)
<b>投资活动现金流</b>	(98)	475	(35)	193
资本支出	236	13	38	96
长期投资	(306)	209	(38)	(45)
其他	(28)	252	(36)	142
<b>筹资活动现金流</b>	(410)	83	8	6
短期借款	0	0	0	0
长期借款	60	0	0	0
其他	(470)	83	8	6
<b>现金净增加额</b>	538	1438	1666	1387

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>