

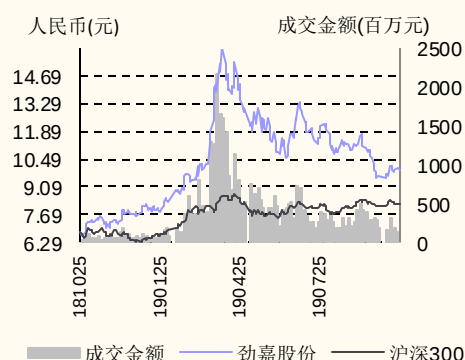
劲嘉股份 (002191.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 9.98 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	14.65
已上市流通 A 股(亿股)	12.72
总市值(亿元)	146.19
年内股价最高最低(元)	10.11/9.52
沪深 300 指数	3871
中小板综	9060

**相关报告**

- 1.《新型烟草再拓新客户，电子烟代工为增量业务-劲嘉股份 2019 年...》，2019.09.25
- 2.《劲嘉股份 2018 年年报点评-彩盒开发新型烟草客户，HNB 产品...》，2019.04.18

袁艺博 分析师 SAC 执业编号: S1130519020005
 yuanyibo@gjzq.com.cn

彩盒包装经营稳健，期待 HNB 相关业务兑现**公司基本情况(人民币)**

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.38	0.49	0.62	0.76	0.91
每股净资产(元)	4.31	4.34	5.00	5.50	6.11
每股经营性现金流(元)	0.55	0.57	0.49	0.76	0.89
市盈率(倍)	24	16	16	13	11
净利润增长率(%)	0.65%	26.27%	24.53%	22.31%	20.36%
净资产收益率(%)	8.91%	11.17%	12.34%	13.71%	14.86%
总股本(百万股)	1,494.83	1,494.83	1,464.87	1,464.87	1,464.87

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2019 年前三季度，公司分别实现营收/归母净利润 28.84 亿元/6.73 亿元，同比分别增长 21.35%/23.44%，全面摊薄 EPS0.46 元，符合预期。

经营分析

- **Q3 收入增速创近三年单季新高，净利润实现逐季加速增长。** Q3 公司营收增长 32.76%，增速同环比分别提升 19.42pct 和 25.23pct，毛利率环比提升 0.43pct 达到 42.59%。三季度净利润增长 24.76% (Q1/Q2 同比分别增长 21.81%/23.71%)，实现逐季加速增长。同时，公司预告全年归母净利润区间为 87,036.97 万元至 94,290.05 万元，增长区间为 20%至 30%。分拆看，Q4 业绩增长区间为 9.57%至 49.91%，存在继续加速增长可能。
- **烟标竞争优势巩固，彩盒持续开发新客户。** 今年上半年，公司烟标收入 13.4 亿元，实现 6.55%的稳定增长。整体来看，烟标行业整体趋势向好，公司紧跟市场加大重点规格、重点品牌产品的设计研发力度，持续产品结构调整，继续保持了竞争优势。公司开发灵犀、氩墨、特维普、魔笛等电子烟品牌为彩盒业务客户。同时，加快智能化生产的进程，精品烟酒包装、3C 产品包装等彩盒包装取得良好成效。酒包方面，上半年公司全资子公司劲嘉智能包装与四川宜宾五粮液精美印务有限责任公司设立合资公司嘉美智能包装，双方将通过深入合作，打造西南智能化烟酒、食品等包装领先企业。
- **期待 HNB 相关业务逐步兑现。** 今年 9 月美国宣布计划禁止调味电子烟后，印度政府宣布全面禁止电子烟，目前在全球范围内电子烟政策端压力较大。公司目前除了开发电子烟品牌作为彩盒业务客户之外，也承担了 Flow、Gippo 等品牌的代工业务。同时，公司电子烟品牌 Foogo 也于今年 6 月上线开售，并在 9 月发布新品。但在国际市场对电子烟监管趋严的背景之下，相对更看好公司在 HNB 领域的布局。我们认为，HNB 本质为烟草制品，与电子烟有明显差异，短期内政策端压力相对较小。公司目前为云烟、贵烟、豫烟等中烟公司提供烟具研发服务，并承担云烟 HNB 烟具生产工作，期待相关业务逐步兑现。

盈利预测与投资建议

- 公司烟标业务稳中有进，新型烟草又拓新客户，预期多品牌形成合力促电子烟代工成增量业务。我们维持公司 2019-2021 年完全摊薄后 EPS 预测为 0.62/0.76/0.91 元，对应 PE 分别为 16/13/11 倍，维持公司“买入”评级。

风险因素

- 烟草销量大幅下滑；新型包装发展不达预期；新型烟草业务推进不达预期，国内与海外市场电子烟和 HNB 相关监管政策持续趋严的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	2,777	2,945	3,374	3,869	4,555	5,502	货币资金	786	1,227	839	1,263	1,860	2,564
增长率		6.1%	14.6%	14.7%	17.7%	20.8%	应收账款	988	829	906	1,095	1,289	1,557
主营业务成本	-1,629	-1,646	-1,901	-2,205	-2,598	-3,170	存货	635	712	782	876	1,032	1,259
%销售收入	58.7%	55.9%	56.3%	57.0%	57.0%	57.6%	其他流动资产	49	756	679	733	750	773
毛利	1,148	1,299	1,473	1,664	1,957	2,331	流动资产	2,457	3,524	3,206	3,967	4,932	6,153
%销售收入	41.3%	44.1%	43.7%	43.0%	43.0%	42.4%	%总资产	36.8%	43.4%	39.1%	44.2%	49.5%	54.9%
营业税金及附加	-37	-42	-46	-51	-52	-63	长期投资	205	1,338	1,693	1,693	1,693	1,693
%销售收入	1.3%	1.4%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	固定资产	2,215	1,815	1,873	1,894	1,916	1,939
营业费用	-88	-105	-117	-127	-144	-170	%总资产	33.2%	22.3%	22.8%	21.1%	19.2%	17.3%
%销售收入	3.2%	3.6%	3.5%	3.3%	3.2%	3.1%	无形资产	1,710	1,310	1,317	1,311	1,306	1,302
管理费用	-406	-391	-428	-433	-496	-588	非流动资产	4,223	4,600	4,998	5,015	5,033	5,052
%销售收入	14.6%	13.3%	12.7%	11.2%	10.9%	10.7%	%总资产	63.2%	56.6%	60.9%	55.8%	50.5%	45.1%
息税前利润 (EBIT)	617	761	882	1,052	1,264	1,511	资产总计	6,681	8,124	8,204	8,982	9,965	11,206
%销售收入	22.2%	25.8%	26.2%	27.2%	27.8%	27.5%	短期借款	341	10	60	0	0	0
财务费用	-6	-10	6	20	32	46	应付款项	1,277	1,215	1,106	1,170	1,377	1,678
%销售收入	0.2%	0.3%	-0.2%	-0.5%	-0.7%	-0.8%	其他流动负债	186	170	221	163	192	233
资产减值损失	-28	-23	-34	-9	-2	-2	流动负债	1,804	1,395	1,387	1,333	1,568	1,910
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	114	61	99	5	10	15	其他长期负债	65	38	45	46	47	48
%税前利润	15.7%	7.7%	10.4%	0.5%	0.8%	1.0%	负债	1,869	1,433	1,432	1,379	1,616	1,960
营业利润	698	789	953	1,068	1,305	1,569	普通股股东权益	4,494	6,449	6,493	7,318	8,058	8,949
营业利润率	25.1%	26.8%	28.3%	27.6%	28.6%	28.5%	少数股东权益	318	242	279	285	291	297
营业外收支	29	0	1	2	2	2	负债股东权益合计	6,681	8,124	8,204	8,982	9,965	11,206
税前利润	727	789	954	1,070	1,307	1,571	比率分析						
利润率	26.2%	26.8%	28.3%	27.6%	28.7%	28.6%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-89	-116	-139	-160	-196	-236	每股指标						
所得税率	12.2%	14.7%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.434	0.384	0.485	0.617	0.754	0.908
净利润	638	673	815	909	1,111	1,336	每股净资产	3.416	4.314	4.343	4.996	5.501	6.109
少数股东损益	67	98	90	6	6	6	每股经营现金净流	0.696	0.546	0.567	0.493	0.764	0.889
归属于母公司的净利润	571	574	725	903	1,105	1,330	每股股利	0.250	0.302	0.300	0.203	0.249	0.300
净利率	20.6%	19.5%	21.5%	23.3%	24.3%	24.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	12.70%	8.91%	11.17%	12.34%	13.71%	14.86%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	8.54%	7.07%	8.84%	10.06%	11.09%	11.87%
净利润	638	673	815	909	1,111	1,336	投入资本收益率	10.42%	9.67%	11.02%	11.74%	12.85%	13.87%
少数股东损益	67	98	90	6	6	6	增长率						
非现金支出	222	180	204	154	154	162	主营业务收入增长率	2.09%	6.06%	14.56%	14.67%	17.73%	20.79%
非经营收益	-81	-53	-76	-5	-12	-17	EBIT增长率	-21.40%	23.37%	15.91%	19.20%	20.16%	19.53%
营运资金变动	137	16	-96	-335	-133	-178	净利润增长率	-20.81%	0.65%	26.27%	24.53%	22.31%	20.36%
经营活动现金净流	915	816	848	723	1,119	1,303	总资产增长率	24.52%	21.60%	0.98%	9.49%	10.94%	12.45%
资本开支	-343	-363	-330	-160	-168	-177	资产管理能力						
投资	-184	-317	-310	0	0	0	应收账款周转天数	94.9	91.8	77.3	85.0	85.0	85.0
其他	12	-621	129	5	10	15	存货周转天数	117.1	149.3	143.5	145.0	145.0	145.0
投资活动现金净流	-515	-1,300	-511	-155	-158	-162	应付账款周转天数	115.6	145.3	124.5	110.0	110.0	110.0
股权募资	0	1,640	18	0	0	0	固定资产周转天数	263.7	208.3	173.7	148.4	123.3	99.6
债权募资	154	-235	50	-60	0	1	偿债能力						
其他	-372	-448	-835	-84	-365	-439	净负债/股东权益	-9.25%	-18.19%	-11.51%	-16.62%	-22.28%	-27.72%
筹资活动现金净流	-217	957	-767	-144	-364	-438	EBIT利息保障倍数	106.9	76.0	-149.5	-53.1	-39.1	-33.0
现金净流量	183	473	-431	424	597	704	资产负债率	27.98%	17.64%	17.45%	15.35%	16.21%	17.49%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	9	13	36
增持	1	2	8	9	22
中性	0	0	2	3	4
减持	0	0	1	1	1
评分	2.00	2.00	1.75	1.69	1.52

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-04-13	买入	8.40	N/A
2	2018-08-24	买入	7.65	N/A
3	2019-04-18	买入	14.36	N/A
4	2019-08-25	买入	11.26	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH