

携手云南中烟，继续布局新型烟草，继续强推

事件

8月27日晚，公司发布关于与云南中烟工业有限责任公司签署战略合作框架协议的公告。劲嘉股份与云南中烟建立战略合作伙伴关系，共同推进双方在新型烟草制品领域的技术研发、产品生产及销售推广，共同扩大双方在新型烟草行业的竞争力和影响力。

我们的分析和判断

携手云南中烟，推进电子烟新业务

2018年7月17日，国家烟草专卖局发布了关于印发2018年全面深化改革工作要点的通知，在《国家烟草专卖局2018年全面深化改革工作要点》中提出“继续深化新型烟草制品创新改革”；2018年8月20日，2018年烟草行业各直属单位主要负责同志座谈会上，国家烟草专卖局局长张建民提出：“要以科技创新为重点，加快建设创新型行业。”

此次劲嘉协议合作方云南中烟目前是全国卷烟产销规模最大的省级中烟工业公司，云南中烟高度重视加热不燃烧卷烟、电子烟、口含烟等新型烟草制品研发，设立了云南中烟工业有限责任公司技术中心深圳研创平台等，具备自主组装烟具、烟油调香、烟油灌注以及电子烟研发制造、集成的完备技术，大力推进新型烟草制品品牌化和产业化发展。

未来劲嘉股份与云南中烟将主要围绕5个方面展开合作，分别是：（1）科研，联合开展新型烟草制品技术研究，探索电子技术在产品中的创新与应用；（2）产品，主动引领、联合开展新型烟草制品研发；（3）品牌，打造新型烟草制品联合品牌，开展品牌宣传及推广；（4）渠道，充分利用双方的信息及渠道资源，建立共享的新型烟草制品销售渠道；（5）经营，共享双方生产及渠道资源，开展双方品牌及联合品牌产品的生产与销售。

我们认为，此次劲嘉与云南中烟展开合作，一方面将继续维持劲嘉对云烟的烟标服务，另一方面新型烟草业务作为大健康发展的方向，将推动劲嘉进一步完善“大包装+大健康”的产业布局。

海外烟草巨头推出无烟产品，销售增长显著

劲嘉股份 (002191)

维持

买入

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

孙金琦

sunjinqi@csc.com.cn

010-65608481

执业证书编号：S1440517050002

研究助理：陈伟奇

chenweiqi@csc.com.cn

010-85156473

发布日期：2018年08月28日

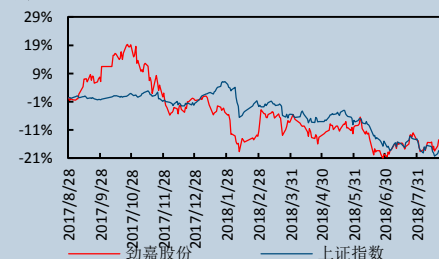
当前股价：8.40元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1个月	3个月	12个月
4.59/7.81	2.44/13.91	-7.73/8.8
12月最高/最低价(元)		11.22/7.05
总股本(万股)		149,483.44
流通A股(万股)		130,200.4
总市值(亿元)		122.73
流通市值(亿元)		106.89
近3月日均成交量(万)		765.08
主要股东		
深圳市劲嘉创业投资有限公司		30.98%

股价表现



相关研究报告

18.08.27	劲嘉股份(002191): 烟标拐点, 前瞻布局电子烟, 继续重推
18.08.01	劲嘉股份(002191): Q2 利超预期, 烟标回升, 彩盒发力

Philip Morris International Inc. (PMI) 是世界第一大烟草制造商，业务遍及 180 多个国家和地区，在法国、德国、香港、印度尼西亚等 100 个国家中市场占有率超过 15%。公司研发生产的 IQOS 产品通过精密的电子芯片加热烟草，将烟草加热到低于 350°C 的温度，释放烟草真正的味道，且有害化学物质显著降低。iQOS 目前已占日本整个卷烟市场份额的 11.9%，而 PMI 公司也已经提高了产能。

PMI 近三年总出货量逐年减少，2017 年出货量同比下降 2.7% 至 7981.52 亿支。其中，卷烟出货量同比下降 6.28% 至 7619.26 亿支，但是 RRP（主要是 iQOS）出货量 2017 同比上升 389.94% 至 362.26 亿支。公司近三年营业收入逐年上升，2017 年营业收入同比上升 4.2% 至 780.98 亿美元。卷烟产品营业收入小幅下降，增长主要由 RRP 驱动，RRP 贡献的营业收入从 2015 年的 6600 万美元增长至 2017 年的 37.93 亿美元，年均复合增长率高达 658.09%，未来有望进一步提升。以出货量为基础计算，RRP 产品在 PMI 产品系列中渗透率为 4.54%；以收入为基础计算，RRP 产品在 PMI 产品系列中渗透率为 4.86%。

“大包装+大健康”战略持续发展，电子烟业务助力新成长

公司继续保持“大包装+大健康”的发展战略。

在大包装领域，劲嘉仍然加大投入：（1）传统烟标业务在设备、研发、细支烟的布局等方面保持核心竞争力；（2）精品烟盒礼盒方面，改善生产线，提高自动化生产能力；（3）酒包方面，2017 年与茅台合作，加大投入；（4）3C 产品，之前倾向于手机方向，未来重点是电子烟方面的发展，未来将更看重国际业务。

在大健康领域，目前电子烟将成为未来的发展方向。公司子公司劲嘉科技与国外知名厂商共同研发新型电子烟产品，并积极向烟草企业推介，目前已与云南、上海、河南、山东、广西、重庆等中烟公司展开合作；报告期内公司子公司与复星集团控股子公司、小米公司旗下生态链企业北京米物科技有限公司、深圳市南桥前海创新基金合伙企业(有限合伙)等在新型烟草及健康科技领域开展深入合作，加速相关领域的探索与加大投资力度。

投资建议：

我们预计 2018-2019 年公司收入分别为 33.72 亿元和 38.94 亿元，同比增长分别为 14.50% 和 15.50%；2018 年，我们假设再考虑到贵州申仁、上海仁彩业绩投资收益贡献（假设 4000 万左右），则归母净利润 7.58 亿（原主业 7.18+投资收益 0.4），同比增长 31.9%；2019 年预计净利润 9.10 亿元，同比增长 20.1%；2018 年、2019 年 EPS 按照当前股本 14.95 亿股摊薄 0.51、0.61 元/股，对应 PE 分别为 16.6x、13.8x。维持“买入”评级。

风险因素：

新型烟草业务政策存在不确定性；行业竞争大幅加剧。

表 1：劲嘉股份分季度财务数据（亿元）

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2
营业总收入	7.53	6.69	6.78	8.46	8.14	7.95
同比	19.23%	-0.12%	13.93%	-3.99%	8.08%	18.84%
营业成本	5.36	4.96	5.08	6.77	5.58	5.85
同比	16.9%	-4.6%	4.3%	-7.0%	4.2%	17.9%
销售费用	0.19	0.23	0.24	0.39	0.27	0.26
同比	25.2%	27.1%	19.8%	14.1%	43.7%	13.3%
管理费用	0.81	0.88	0.93	1.30	0.97	0.90
同比	-15.2%	-8.1%	-13.7%	19.9%	20.6%	3.2%
财务费用	0.02	0.04	0.05	-0.01	-0.09	-0.11
同比	154.7%	-2935.4%	32.2%	-171.8%	-541.8%	-341.6%
资产减值损失	0.00	0.08	0.00	0.15	0.01	-0.02
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.04	0.03	0.20	0.08	0.13	0.16
营业利润	2.21	1.76	1.89	2.03	2.72	2.31
同比	-21.9%	15.6%	73.8%	32.2%	23.1%	31.4%
营业外收入	0.04	0.10	0.03	-0.17	0.01	-0.01
同比	-68.2%	3.2%	-69.3%	21284.1%	-73.2%	-110.2%
利润总额	2.25	1.85	1.91	1.87	2.73	2.29
同比	-23.8%	15.1%	62.7%	22.3%	21.2%	24.0%
所得税	0.31	0.30	0.26	0.29	0.39	0.39
净利润	1.95	1.55	1.64	1.59	2.34	1.90
同比	-21.9%	17.3%	63.1%	1.9%	20.3%	22.9%
归母净利润	1.76	1.27	1.32	1.39	2.13	1.66
同比	-26.12%	-13.92%	-1.24%	0.65%	21.09%	25.06%
扣非归母净利润	1.67	1.22	1.31	1.27	2.09	1.52
同比	23.71%	11.12%	59.10%	13.30%	25.15%	24.31%
盈利能力						
毛利率	43.73%	45.86%	44.53%	42.74%	47.14%	40.88%
营业利润率	29.38%	26.25%	27.92%	23.98%	33.45%	29.02%
归母净利润率	23.33%	19.05%	19.53%	16.43%	26.14%	20.92%
费用控制能力						
销售费用率	2.50%	3.39%	3.60%	4.63%	3.32%	3.23%
管理费用率	10.73%	13.08%	13.73%	15.32%	11.97%	11.36%
财务费用率	0.26%	0.66%	0.70%	-0.13%	-1.07%	-1.34%

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

表 2：劲嘉股份历史业绩拆分（亿元）

	2016	2017H1	2017	2018H1
营业总收入	27.77	14.22	29.45	16.09
同比 (%)	2.09	9.27	6.06	13.14
归母净利润	5.71	3.03	5.74	3.79
同比 (%)	-20.81	-13.92	0.65	25.06
烟标	23.42	11.62	23.75	12.57
同比 (%)	-	4.82	1.41	8.19
占比 (%)	84.34	81.74	80.64	78.16
毛利率 (%)	42.82	44.51	44.93	43.97
彩盒	1.87	1.12	2.67	1.86
同比 (%)	-	75.02	42.65	65.56
占比 (%)	6.74	7.91	9.07	11.57
镭射包装材料	4.69	2.7	5.82	3.18
同比 (%)	-5.82	31.18	24.13	17.69
占比 (%)	16.87	19.01	19.75	19.78
毛利率 (%)	25.2	24.12	23.08	23.78
其它主营业务	1.89	1.6	3.4	1.78
产品内部抵销	-4.09	-2.83	-6.18	-3.31

资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

表 3：我国烟草行业税利、上缴财政总额（2012-2017 年）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
税利总额（亿元）	8649.00	9559.86	10517.60	11436.00	10795.00	11145.10
同比	15.70%	10.53%	10.02%	8.73%	-5.61%	3.24%
上缴财政总额（亿元）	7166.00	8161.22	9110.30	10950.00	10006.00	10950.00
同比	19.00%	13.89%	11.63%	20.19%	-8.62%	9.43%

资料来源：国家烟草专卖局 中信建投证券研究发展部

表 4：2017 年全球卷烟销售及占比

区域	卷烟销售总量(万箱)	占比
全球	10936.40	100.00%
中国	4737.80	43.00%
菲莫国际	1596.40	15.00%
英美烟草卷	1372.00	13.00%
日本烟草	982.80	9.00%
帝国品牌	530.40	5.00%

资料来源：国家烟草专卖局 中信建投证券研究发展部

表 5：2012-2018 上中国卷烟产量变化趋势

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
产量（亿支）	25160.90	25604.00	26098.50	25890.60	23825.80	23450.70	22295.70
同比	-	1.76%	1.93%	-0.80%	-7.98%	-1.57%	-4.93%

资料来源：国家烟草专卖局 中信建投证券研究发展部

表 6：2013-2018 上半年我国烟草行业规模以上企业营收、利润总额及盈利能力

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
主营业务收入（亿元）	8292	8906	9351	8692	8898	4926
同比	-	7.40%	5.00%	-7.05%	2.37%	10.40%
利润总额（亿元）	1213.37	1215.80	1220.60	1037.50	972.00	560.90
同比	-	0.20%	0.39%	-15.00%	-6.31%	6.00%
毛利率（%）	74.50	74.00	72.80	71.40	71.30	72.30
净利率（%）	14.70	13.70	13.10	11.90	10.90	11.40

资料来源：国家烟草专卖局 中信建投证券研究发展部

表 7：中国的新型烟草政策：逐步鼓励

时间	我国烟草政策指示
2017 年 1 月 17 日	2017 年全国烟草工作会议召开，国家烟草专卖局局长凌成兴指出：“坚持把创新作为引领烟草行业发展的第一动力，围绕全面建成创新型行业目标，精心组织实施《烟草行业“十三五”科技创新规划》。”
2017 年 12 月 12 日	烟草行业贯彻激发科技创新活力政策措施电视电话会议召开，国家局出台《关于激发科技创新活力调动“两个积极性”的若干意见》，为行业创新激励机制改革明确了方向指引，行业创新氛围空前活跃。
2018 年 1 月 16 日	国家烟草专卖局局长凌成兴指出：“密切关注烟草市场新动向，大力支持雪茄烟加快发展，积极研发电子烟、口含烟、加热不燃烧烟草制品等新型产品。”
2018 年 7 月 17 日	国家烟草专卖局发布了关于印发 2018 年全面深化改革工作要点的通知，在《国家烟草专卖局 20 年全面深化改革工作要点》中提出“继续深化新型烟草制品创新改革”。
2018 年 8 月 20 日	2018 年烟草行业各直属单位主要负责同志座谈会上，国家烟草专卖局局长张建民提出：“要以科技创新为重点，加快建设创新型行业。”

资料来源：国家烟草专卖局 中信建投证券研究发展部

分析师介绍

花小伟：中信建投轻工制造消费行业分析师，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

孙金琦：金融硕士，3 年轻工制造行业研究经验，2017 年加入中信建投证券从事轻工造纸行业研究，所在团队获 2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，曾历任广发证券、东兴证券从事行业研究工作。

研究助理 陈伟奇：厦门大学财政学硕士，2016 年加入中信建投，所在团队获 2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名。

研究服务

社保基金销售经理

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师惠 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859