

劲嘉股份 (002191)

证券研究报告

2018年12月07日

公司主业模式升级+放量增长，新型烟草卡位主渠道

行业趋势：集中度提升+服务模式升级

1) 行业发展趋势：包装产业商业模式为“订单驱动型”，产能供给通常过剩，导致行业整体规模不经济。我国 CR10 不到 5%，行业整合、集中度提升将是优化资源配置效率的必然方向，未来优势龙头企业市场份额将进一步加大。2) 国际标杆：国际包装龙头企业 Amcor 在过去 20 年中持续并购整合、升级服务模式，从“配套包装厂商”逐步成为“综合包装服务平台”，竞争力与盈利能力不断提升。3) 我们认为拥有“技术优势”、“供应链优势”和“增值服务创造能力”是成为龙头所必须具备的核心竞争力。

劲嘉的核心竞争力有哪些？

1) **客户优势**—高品质消费类客户：烟标为印刷包装中的黄金行业，进入壁垒高，平均毛利率近 40%。公司与 19 家中烟工业公司长期稳定合作，市占率持续提升至 2017 年的 8.48%，现金流稳定且收益质量高。

2) **技术优势**—设计与印刷工艺行业领先：公司拥有最具影响力的设计团队之一，研发人员占比达 11.43%，位居前列。烟标印刷难度远高于其他印刷，对设备、环境、精度均有极高要求。盒知科技为客户提供鉴真溯源、新零售等增值服务，开启新型包装服务模式，想象空间可观。

3) **稳健进取的管理风格**：公司 12 家实体生产公司中有 8 家收购而来，通过“股权合作”与客户深度绑定，风险收益共担，稳健扩张。

公司业务展望：烟板块量利齐升 酒板块开启高增长

烟板块—1. 公司去年细支烟订单同比增长 62%，未来仍将享受“细中短爆”等结构化升级带来的新品高速增长红利；2. 传统烟标单价约为 3 元/套，精品烟盒单价约前者 4 倍以上，公司或将受益于精品烟包放量进而拉动单体产品价值大幅增长，量价齐升；**酒板块**—携手茅台技开司，开启酒包长期高增长空间；同时盒知提升对酒厂附加值服务能力，开拓盈利增量空间。

产业催化剂：新型烟草东风将至，公司卡位新型烟草主渠道

新型烟草已成为各烟草公司重点发展方向，公司与小米生态链、云南中烟等公司合作积极布局，政策明朗后有望在新型烟草供应链中占得先机。

投资建议与盈利预测

我们预计 2018-20 年公司实现营收 33.93/39.91/47.39 亿元，净利润 7.34/9.22/11.28 亿元，同比增长 27.83%/25.55%/22.35%。基于公司规模与技术优势、酒包开拓，我们给予公司 2019 年 16 倍估值，目标价格 9.92 元，给予“买入”评级。

风险提示： 订单波动风险，彩盒扩张不及预期，新型烟草推广不及预期，烟草政策风险

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,776.95	2,945.29	3,392.63	3,990.57	4,738.52
增长率(%)	2.09	6.06	15.19	17.62	18.74
EBITDA(百万元)	897.10	929.29	1,056.60	1,266.57	1,538.55
净利润(百万元)	570.72	574.41	734.26	921.88	1,127.91
增长率(%)	(20.81)	0.65	27.83	25.55	22.35
EPS(元/股)	0.38	0.38	0.49	0.62	0.75
市盈率(P/E)	19.93	19.80	15.49	12.34	10.09
市净率(P/B)	2.53	1.76	1.64	1.52	1.40
市销率(P/S)	4.10	3.86	3.35	2.85	2.40
EV/EBITDA	14.81	13.31	8.93	6.24	5.37

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/包装印刷
6 个月评级	买入 (调高评级)
当前价格	7.39 元
目标价格	9.92 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,494.83
流通 A 股股本(百万股)	1,302.00
A 股总市值(百万元)	11,046.83
流通 A 股市值(百万元)	9,621.81
每股净资产(元)	4.25
资产负债率(%)	16.43
一年内最高/最低(元)	9.76/6.42

作者

吴立	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002	
wuli1@tfzq.com	
范张翔	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	
蒋梦哈	联系人
jiangmenghan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《劲嘉股份-季报点评:三季度稳健增长，积极布局新型烟草蓝海市场》 2018-10-30
- 《劲嘉股份-公司点评:与云南中烟合作再推进，设立新型烟草子公司》 2018-10-11
- 《劲嘉股份-半年报点评:精品彩盒业务放量“大包装”稳步推进，领先布局新型烟草拥抱蓝海市场》 2018-08-24

内容目录

1. 公司概况：烟标行业龙头，业绩稳步上升	5
1.1. 发展历程：从专业积累到产业升级的发展之路	5
1.2. 整体业绩稳步提升，盈利能力优化进行时	7
2. 行业趋势—集中度提升+服务模式升级	8
2.1. 消费升级拉动包装需求提升	8
2.2. 纸质包装为主流材质	9
2.3. 行业整体供给过剩，规模不经济	9
2.4. 集中度提升是必然方向，把握整合机遇	10
2.5. 以 Amcor 为鉴，企业如何脱颖而出？	10
2.6. 小结：成为印刷包装龙头企业所必须具备的核心竞争力	13
3. 公司核心竞争力有哪些？	14
3.1. 深耕烟标二十年，“内生+外延”成就行业龙头	14
3.2. 竞争优势之一：客户优势—高品质消费类客户	15
3.3. 竞争优势之二：技术优势—设计与印刷工艺行业领先	17
3.3.1. 设计—设计能力突出，持续高研发投入	17
3.3.2. 印刷—高精度、高质量、高效率	18
3.3.3. 鉴真溯源+新零售服务—盒知开启包装新空间	19
3.4. 竞争优势之三：稳健进取的管理风格	20
4. 公司业务展望	21
4.1. 烟板块：卷烟结构化调整带来差异化机会	21
4.1.1. 从量的角度	21
4.1.2. 从价的角度	21
4.1.3. 从延伸发展的角度	22
4.2. 酒板块：携手茅台技开司—开启酒包长期高增长空间	22
4.3. 其他：继续外延拓展品类及市场	23
5. 产业催化剂：新型烟草东风将至，公司卡位新型烟草主渠道	24
5.1. 国际烟草巨头重心转向新型烟草制品	24
5.2. 国内中烟公司加速研发，新型烟草产品试水海外市场	24
5.3. 劲嘉联合小米及云南中烟，布局新型烟草主渠道	25
6. 投资建议及盈利预测	26

图表目录

图 1：包装业务从精品烟盒延伸至酒盒及 3C 产品	5
图 2：新型产品探索方向多样广泛	5
图 3：公司主要发展历程	5
图 4：公司主要生产基地	6
图 5：公司子公司业务结构	6
图 6：公司营收及同比增速（亿元，%）	7

图 7: 公司归母净利润及同比增速 (亿元, %)	7
图 8: 劲嘉股份历年毛利率及净利率 (%)	8
图 9: 劲嘉股份各业务板块历年营收 (亿元)	8
图 10: 包装产业发展与收入提升的关系	8
图 11: 历年我国包装工业总产值 (亿元, %)	9
图 12: 2017 年我国包装细分行业占比情况	9
图 13: 美国包装产业集中度变化情况 (1989-2011)	10
图 14: 各地区包装产业集中度对比	10
图 15: Amcor 包装产品一览	10
图 16: Amcor 不同业务板块占比 (2018H1)	11
图 17: Amcor 下游客户占比 (2018H1)	11
图 18: 公司息税前利润率持续上升	12
图 19: Amcor 股票回报率超过包装行业整体表现	12
图 20: Amcor 三大核心发展策略	13
图 21: 包装企业核心竞争力发展模型	13
图 22: 劲嘉发展历程展示	14
图 23: 各烟标上市公司营收比较 (百万元)	14
图 24: 各公司烟标业务毛利率情况 (%)	15
图 25: 我国历年卷烟产销量 (亿支)	15
图 26: 公司销售收入前五客户的总销售额、总销售占比	16
图 27: 公司烟标客户分布情况	16
图 28: 劲嘉应收账款周转率(次)较高	16
图 29: 经营活动产生的现金流量净额/营业利润(TTM) (%)	16
图 30: 蓝莓文化设计的娇子荣获 2014 Pentawards 金奖	17
图 31: 公司产品“天都高山流水”获得 2017 世界之星包装	17
图 32: 2017 年公司研发人员数量及占比与同业公司比较 (人)	17
图 33: 截止 2018H1 公司专利领先同行 (个)	17
图 34: 烟标产品示例	18
图 35: 公司赛鲁迪印刷机组	18
图 36: 公司员工参与生产改进提案的示例	19
图 37: 盒知科技业务概览及案例展示	20
图 38: 2013-2017 年分价类卷烟销量占比 (%)	21
图 39: 2010-2017 年全国卷烟单箱均价增长情况 (元)	22
图 40: 精品烟盒产品示例	22
图 41: 申仁包装净利润预测 (万元)	23
图 42: 申仁包装和上海仁彩占茅台包装材料比重	23
图 43: 公司业务板块一览	23
图 44: IQOS 消费者数量 (百万) 及全球市占率 (%)	24
图 45: 劲嘉新型烟草布局情况	26
表 1: 不同规模企业经营能力对比	10

表 2: Amcor 业务整合历史.....	11
表 3: 烟标市场规模及市占率测算.....	14
表 4: 不同扩张方式比较.....	20
表 5: 烟标相关参控公司及其客户情况梳理 (%).....	20
表 6: 各中烟公司在新型烟草上的布局与进展.....	25
表 7: 公司收入拆分与预测 (万元).....	26
表 8: 主要印刷业上市公司估值 (PE) 比较.....	27

1. 公司概况：烟标行业龙头，业绩稳步上升

公司成立于 1996 年，2007 年 12 月 A 股中小板上市（证券简称：劲嘉股份，证券代码：002191），是我国卷烟包装行业龙头。公司主营业务为包装印刷品及包装材料的研发与生产，并提供包含品牌设计的包装整体解决方案。公司目前主要为烟草工业公司和知名消费品企业提供综合包装服务，涉及的包装产品覆盖烟、酒、3C 等消费类产品。近年来，公司提出“大包装”战略，在传统烟标制造的基础上，积极探索开展多个品类的精品彩盒、智能包装及新型烟草相关业务。

在传统烟标产品基础上，公司不断拓展产品品类及服务深度。公司在传统烟标、精品烟盒业务的基础上，通过对包装品类的拓展，目前已将包装产品范围扩大至精品酒盒以及 3C 产品等，并从仅提供印刷包装生产服务延展至覆盖设计、选材、生产、品牌营销等全环节包装服务。同时，公司长期探索与主线业务相关的新型产品，其中涉及包装新型材料，如素面镭射膜等；新型烟草板块，公司牵手小米产业链公司、云南中烟等共同探索；以及增值服务产品，主要为客户提供个性化定制和包装服务延伸，包括数据采集、鉴真溯源等。

图 1：包装业务从精品烟盒延伸至酒盒及 3C 产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 2：新型产品探索方向多样广泛



资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.1. 发展历程：从专业积累到产业升级的发展之路

专业积累阶段坚持研发，从材料到机器全面提升印刷包装工艺。公司自 1997 年 07 月正式投产以来，持续优化工艺与技术。2003 年，公司自主知识产权的赛鲁迪凹印机研发成功并投产，该印刷机组为世界首台 9 色连线凹印机组。2005 年，公司子公司开始生产镭射转移膜产品，该材料与彩色印刷结合可实现绚丽外观效果；2006 年，公司收购珠海中丰田公司 60% 股权，向产业链上游延伸布局。不断积累的印刷包装工艺奠定公司坚实的成长基础，公司于 2007 年 12 月完成上市。

横向扩张实现跨越发展，持续探索新技术推进产业升级。上市后，公司通过与中烟工业公司合作，持续增加烟标市场占有率，同时陆续收购了浙江天外绿包（现已转出）、重庆宏声印务、青岛嘉泽、江苏顺泰等公司，在烟标行业内不断扩大覆盖区域及客户范围。2014 年后，公司开始积极探索主业烟标业务之外的具有高成长潜力的新领域：大包装方面，公司于 2015 年开始布局物联网智能包装产业，通过与茅台技开司的战略合作打开白酒包装市场；新型烟草方面，公司 8 月联手小米生态链企业，又与云南中烟签署《战略合作框架协议》共同推进相关产品的研发与销售。

图 3：公司主要发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

目前，公司生产基地覆盖全国，子公司业务多元化。公司总部位于深圳，目前已设立 20 多个生产基地，分布在广东、安徽、贵州、重庆、江苏、云南、江西、山东、吉林、香港等地，业务覆盖范围可至全国，业务类型多样。根据公司 2018 年中报，公司参控股企业 32 家，其中半数以上业务与包装印刷相关，包括材料、设计、研发、生产、供应链、智能技术等。

图 4：公司主要生产基地



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 5：公司子公司业务结构



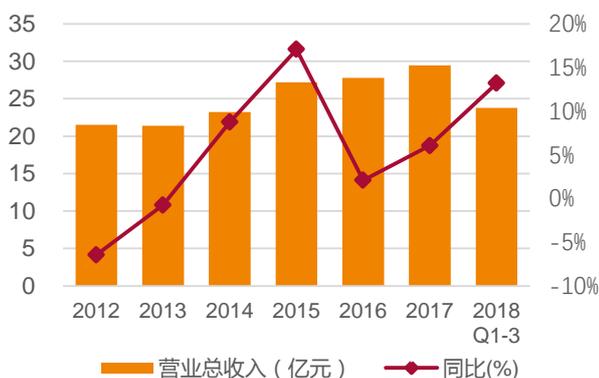
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 整体业绩稳步提升，盈利能力优化进行时

公司积极顺应烟草行业的变化，持续优化产品结构，加强开拓客户渠道，提高市占率，此外还积极推动白酒、消费电子产品、食药等其他产品的精品彩盒包装业务以及新型烟草业务。公司定位于服务中高端客户，以领先的技术为基础、“大包装”为导向，提供专业的全领域包装印刷解决方案，建立并形成了具有行业覆盖广和纵深长的创新商业服务模式。

持续深耕大包装板块，公司成长速度再提升。总体来看，公司营收长期处于稳步增长趋势，2012-2017年，公司营收由21.52亿元增长到29.45亿元，CAGR为6.48%。尽管2016年受卷烟市场去库存及川渝中烟拆分影响，公司相应地区子公司销售量受到冲击，拖慢公司业绩成长。但因公司顺应行业变化，优化产品结构，积极推进大包装和精品彩盒业务，自2017年后，公司成长重新提速。2017年，公司营收同比增6.06%，较上年增4pct，归母净利润5.74亿元，同比增速回正。2018年前三季度，公司实现营收23.77亿元，同比增13.21%，归母净利润5.46亿元，同比增25.28%，全年业绩增速有望进一步提升。

图 6：公司营收及同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

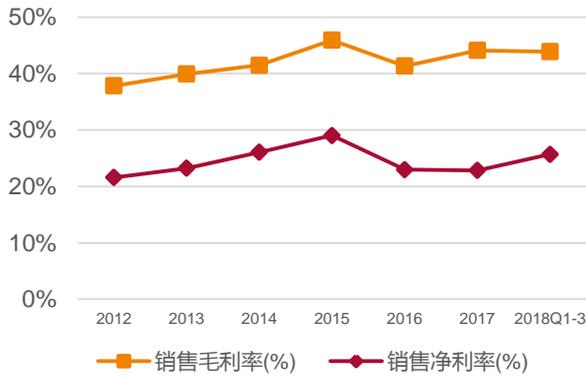
图 7：公司归母净利润及同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

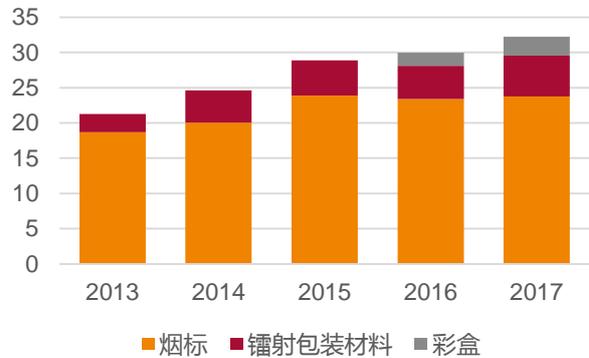
受益烟标业务特点，总体盈利能力强且稳定。目前烟标仍为公司第一主营业务，占总营收比例达 80%以上。烟标业务毛利较高，是公司盈利能力的主力支撑。长期以来，公司销售毛利率约 40%，净利率高于 20%，利润空间近 20pct。尽管 2015 年后受卷烟行业调整影响，公司毛利率与净利率现已在大幅下滑后改善。2017 年，公司毛利率为 44.11%，净利率为 22.84%，2018 年前三季度，毛利率达到 43.88%，净利率为 25.70%，公司盈利能力持续优化提升。

图 8：劲嘉股份历年毛利率及净利率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：劲嘉股份各业务板块历年营收 (亿元)



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 行业趋势—集中度提升+服务模式升级

2.1. 消费升级拉动包装需求提升

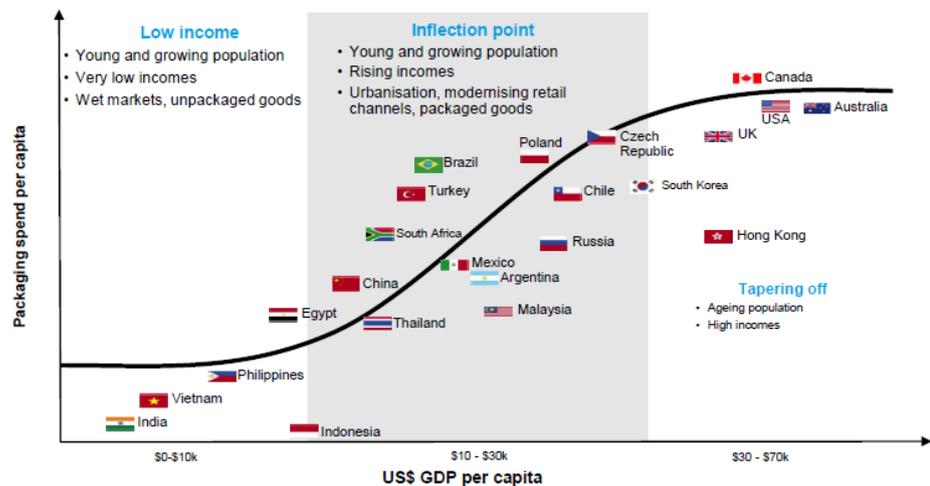
随着生活与收入水平提升、家庭平均规模变小，全球消费者对于产品的精致化、小型化、便携化需求日益提高，包装设计已成为产品价值的重要组成部分，进而带动包装行业产销量与规模逐年上升。

根据 Amcor 对收入水平与包装支出的关系进行统计发现：

1. 当人均 GDP 在较低水平时，消费者对于包装的需求和支出水平较低，例如印度、越南和菲律宾，当地消费市场主要以传统市集为主，产品呈无包装原始状态，包装产业较为落后；
2. 当收入逐步提升，消费观逐步进化，对于产品包装的诉求开始加强，人均平均包装支出迅速提升，例如中国、南非、韩国等国，当地已出现成熟的零售渠道及包装产品，包装产业蓬勃发展；
3. 当收入继续提升，人均 GDP 超过 30000 美金后，包装产业红利逐步消失，消费者对于产品的包装诉求基本满足，人均包装支出增速逐步放缓，例如美国、英国、澳大利亚等发达国家。

我国目前正处于第二阶段，包装产业受益于人口及收入提升所带来的规模红利蓬勃发展，尤其随着消费者对于产品质量、食品安全、较长保存期限及较小规格产品的需求提升，包装产业仍有很大可提升空间。

图 10：包装产业发展与收入提升的关系



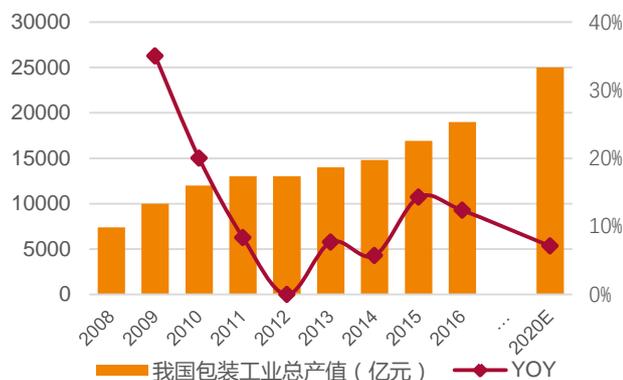
资料来源：Amcor2018 投资者大会，天风证券研究所

2.2. 纸质包装为主流材质

根据包装材料的不同，包装产品主要分为纸质包装、塑料包装、金属包装等，其中纸质包装由于原料来源广泛、成本相对较低、易搬运、易储存和回收等优势，已成为目前最主要的包装产品，可应用到电子电器、餐饮、医药等消费领域。随着环保意识逐步提高，纸质包装将逐步取代塑料等包装材料，市场占有率有望将进一步提升。

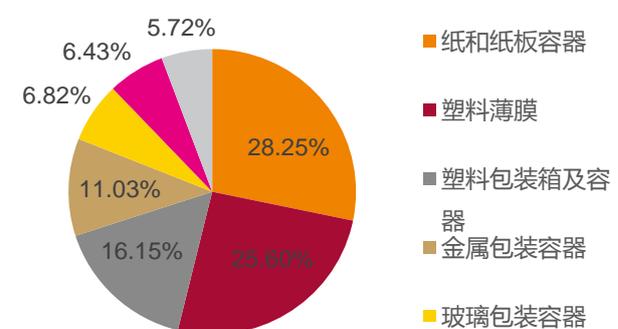
根据中国纸业网数据显示，2016 年我国包装工业总产值达到 1.9 万亿元，同比增长 12.35%；根据《中国包装工业发展规划（2016—2020 年）》中预计，2020 年我国包装工业总产值将达到 2.5 万亿元，2016 年至 2020 年 CAGR 预计达到 7.10%。其中，按照材料不同进行产业细分，纸质包装占比最高，2017 年占比达到 28.25%，其次分别为塑料薄膜及塑料包装箱等。

图 11：历年我国包装工业总产值（亿元，%）



资料来源：国家统计局，中国包装联合会，中国纸业网，天风证券研究所

图 12：2017 年我国包装细分行业占比情况



资料来源：中国包装联合会，天风证券研究所

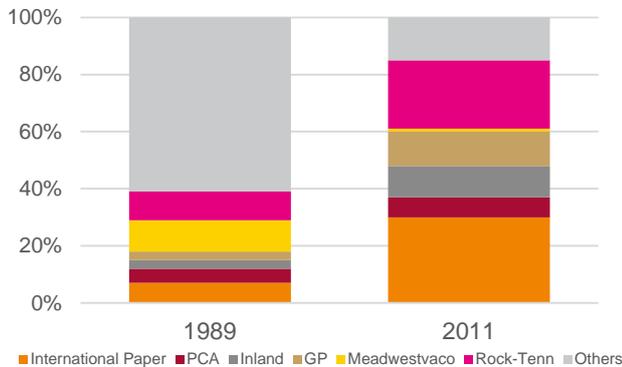
2.3. 行业整体供给过剩，规模不经济

包装行业特征决定供给过剩。由于包装产业对于技术与创新的要求较低，产品附加值相对较低，同时一般包装的商业模式为“订单驱动型”，产能供给通常过剩（**包装厂按高峰期订单设计产线，为贴近客户建厂而持续的资产与产能建设**），从而导致行业整体规模不经济，资源配置效率较低，同时易受上游成本上升波动影响，最终导致中游包装厂商盈利水平受压制，议价能力偏低。

国内集中度远低于国际平均水平，行业或将迎来整合机遇。由于包装行业技术与创新要求不高，中小企业进入门槛较低，使得我国包装产业整体呈现充分竞争格局，国内 CR10 不

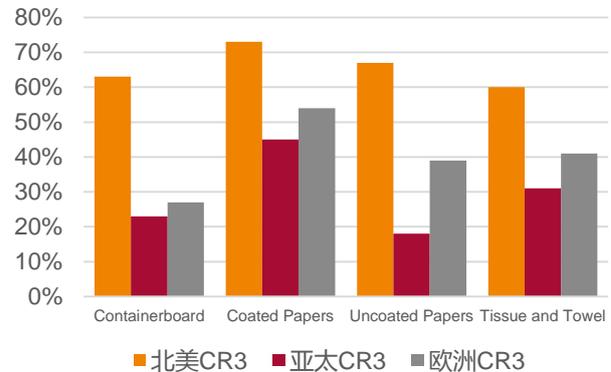
到 5%。而对标海外，美国经历近 20 年的并购整合，产业集中度及运营效率得到大幅提升，根据 Reddal 统计，美国包装产业 CR5 由 1989 年的 36% 增加至 2011 年的 84%；北美、欧洲地区的包装产业的集中度整体也高于亚太地区。

图 13：美国包装产业集中度变化情况（1989-2011）



资料来源：Reddal，天风证券研究所

图 14：各地区包装产业集中度对比



资料来源：Fisher，天风证券研究所

2.4. 集中度提升是必然方向，把握整合机遇

集中度提升是优化资源配置效率的必然方向：当市场集中度很低时，中游包装厂商均处于低盈利水平，部分产能闲置，行业竞争环境恶劣。只有集中度大幅提升后，中游厂商才能在上下游议价环节占据话语权，进而改善企业经营表现。

龙头企业整合机遇到来：随着近两年原材料价格上涨、环保要求趋严、供给侧改革深化，部分中小规模、技术落后企业开始逐渐退出市场，龙头企业择机并购整合，集中度有望加速提升，龙头企业或将享受高于行业增速。

表 1：不同规模企业经营能力对比

	龙头厂商	小型厂商
成本控制能力	高，受益于规模优势，上下游议价能力较高	低，易受成本波动影响，挤压盈利空间
供应链稳定性	高，客户通常为大型消费类企业，订单及现金稳定性较优	低，客户通常规模较小，易受宏观及行业波动，订单或账款有受损风险
创新能力	高，研发投入及团队人员配置较优，产品附加值高	低，可供投入研发的自有资本较低
资金优势	强，通常有较高的偿债信用及社会公信力，资金成本低且获取渠道较多	弱，小型企业经营风险较大，通过金融机构可获授信额度较低，资金成本较高
其他	环保政策趋严，不达标企业或将被淘汰	

资料来源：天风证券研究所

2.5. 以 Amcor 为鉴，企业如何脱颖而出？

全球顶尖包装公司之一：Amcor（安姆科）于 1860 年在澳大利亚成立，目前在全球 43 个国家拥有近 200 家工厂，员工数量 33000 多人，2017 财年全球营收达到 93.19 亿美元，主要业务板块分为柔性包装、刚性包装、特殊纸包及封装瓶盖，下游客户主要覆盖食品、饮料、医疗保健、个人及家庭护理、烟草及其他工业包装等。

图 15：Amcor 包装产品一览



资料来源：Amcor 2017 年报，天风证券研究所

图 16：Amcor 不同业务板块占比（2018H1）

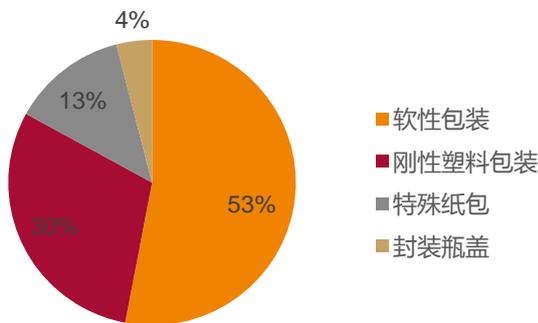
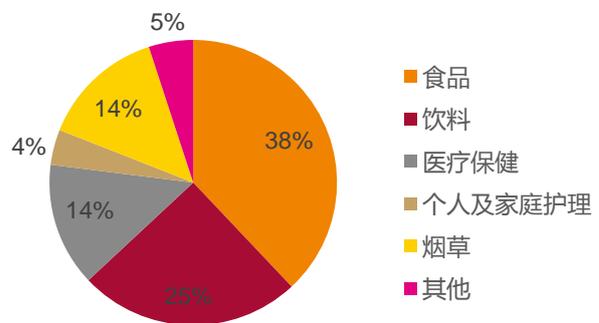


图 17：Amcor 下游客户占比（2018H1）



资料来源：Amcor 2018H1 报告，天风证券研究所

资料来源：Amcor 2018H1 报告，天风证券研究所

较高频次的扩张及收并购历史。 Amcor 在过去 20 年中，进行了近 50 次并购、扩张、业务重组及剥离业务，不断提升公司包装业务的覆盖区域、市场占有率、工艺水平，并剥离低盈利业务及协同性较差的板块，从而最大化公司的资产回报率，以“价值创造”为核心目标，目前已在多个国家和地区、包装细分领域成为行业龙头。

表 2：Amcor 业务整合历史

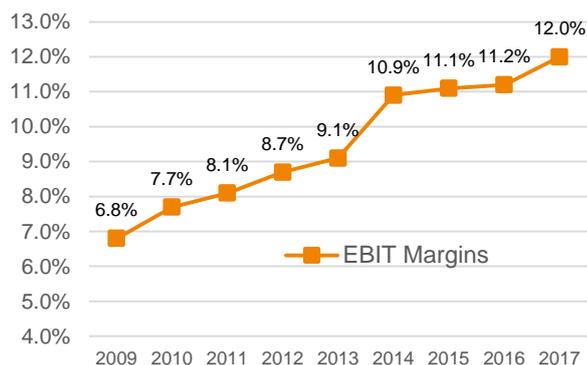
时间	收购	剥离
1995	Rentsch Folding Cartons (折叠纸盒)	约翰桑兹贺卡集团 (贺卡、礼品生产) ; 黎马敦包装有限公司 (印刷业务)
1996	欧洲软包装业务 (UCB)	欧洲瓦楞包装业务
1997		美国造纸厂
1998	Leaderpak	澳大利亚黎马敦软包装; 澳大利亚硬质塑料; Valpak; 伐木业务; 关闭纸浆厂
2000	Injebet USA; Stevens Flexible Packaging USA (软包装); Albertazzi Films (包装印刷); Smutfitt Tobacco Europe	澳大利亚信封业务; 欧洲盒业务
2001	巴西 PET (聚对苯二甲酸类塑料) 收购; 扩张美国 Sunclipse 板块; Amcor Rentsch, Poly Laupen; 中国软包装业务	分拆造纸业务
2002	美国 PET 业务扩张—数控集装箱, PET 包装容器; Three way Flexibles 与 Danisco Akerlund 合并, 成立 Bericap North America JV; Sunclipse 业务扩张—Sirod, Vanguard Packaging, Apollo Paper	金伯利克拉克澳大利亚 (50% 股权)
2003	Schmalbach-Lubeca 的 PET、封缄材料业务; 雷盛食品软包装、西班牙 Tobepal/Tobefil (软包装); Malow Corp, Brick Container	

2004	PET 业务扩张—Alcoa, Latin America; Arca, Mexico; 雷盛医疗软包装	
2005	通过持股伟成控股集团 (纸盒包装) 扩张中国烟草包装	
2006	伟成控股集团 (46%股权)	Amcor White Cap
2007		澳大利亚食品罐和 aerosol 包装业务; 欧洲 PET 包装
2010	力拓 (铝业开采制造) 的 Alcan 包装部门, 包括全球制药, 欧洲食品, 亚洲食品和全球烟草业务; 美国塑料球阀包装; B-Pack Due (铸塑聚丙烯 (CPP) 薄膜制造); Techni-Chem (洗涤剂、化学品); CHH Smithfield (纸盒生产)	Tobepal
2011	Marfred Industries (折叠纸箱制造)	Amcor 玻璃管包装业务
2012	Aluprint plant (包装印刷); Wayne Richardson Sales; Aperio Group	
2013	AGI-Shorewood 的烟草包装业务; 江苏申达集团 (软包装); Detmold Flexibles (纸制品); Aluprint	拆分包装配销板块
2014	江苏申达集团 (软塑包装); Parry Enterprises; Detmold (纸制品)	
2015	Bella Prima (软包装); 中山天彩 (软包装)	
2016	Nampak Flexibles (包装制造); Souza Cruz (烟草包装); Packaging India Private Limited (食品与个人护理的软包装); Encon; Deluxe Packages (食品零食软包装); BPI China; Alusa; Plastic Moulders Ltd (塑料模具)	
2017	Plasticos (塑料包装); Sonoco Blow Molding; 河北奇特包装有限公司 (塑料包装)	
2018	Bemis (柔性和刚性塑料包装)	

资料来源: Amcor 官网, 天风证券研究所

盈利能力逐步提升。受益于规模优势、较好的细分行业竞争结构及龙头地位, 公司盈利能力近年来持续提升, 公司息税前利润率由 2009 年的 6.8% 增长至 2017 年的 12.0%; 过去 10 年其股票回报率达到 303.9%, 远超同期全球包装产业指数(152.1%) 及 ASX200 指数(70.8%) 表现。

图 18: 公司息税前利润率持续上升



资料来源: Amcor2018 投资者大会, 天风证券研究所

图 19: Amcor 股票回报率超过包装行业整体表现

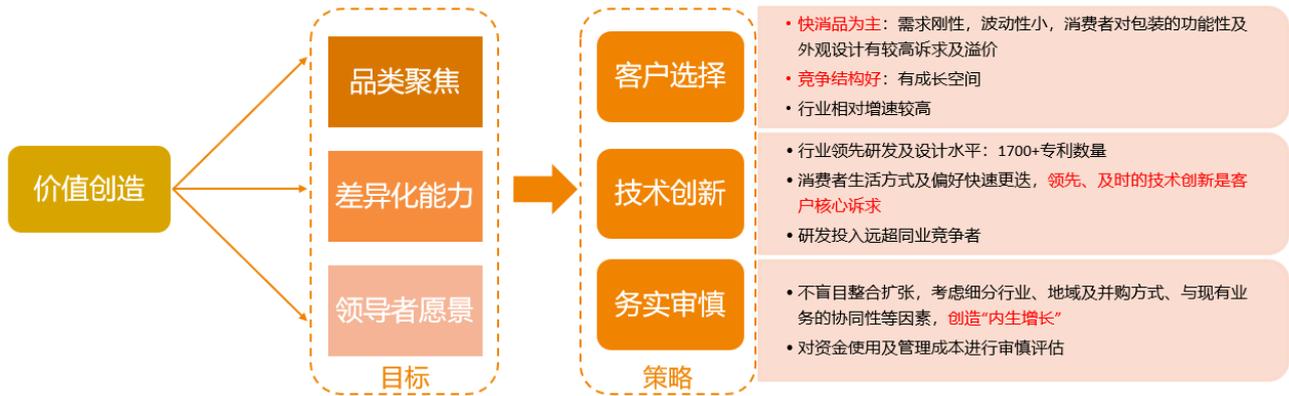


资料来源: Amcor2018 投资者大会, 天风证券研究所

“The Amcor Way” 发展模型—三大核心发展策略。自 2005 年起, 公司设立并启用 “The Amcor Way” 商业发展模型, 主要包括 “品类聚焦 (Focused Portfolio)”、“差异化能力 (Differentiated Capabilities)” 以及 “成为全球包装领导者的企业愿景” 的三个发展目标, 并行生建立了 “客户选择”、“技术创新” 及 “务实审慎的经营原则” 三大核心发展策略及竞争力, 致力于为客户、供应链体系及股东创造 “增量价值”。

目前, 公司已从最初的 “配套包装厂商” 逐步进化成为 “综合包装服务平台”, 从 “研发、设计、生产、营销、售后” 等产品的全生命周期与客户合作, 提供一体化解决方案, 推动包装产业的模式升级。

图 20: Amcor 三大核心发展策略



资料来源：Amcor2018 投资者大会，天风证券研究所

2.6. 小结：成为印刷包装龙头企业所必须具备的核心竞争力

包装企业本身作为下游客户的配套厂商，议价能力及产品附加值空间受限，因此提高客户粘性、创造增量价值才能从“**配套厂商**”进化为“**综合服务商**”，进而提升对上下游的议价能力，同时整合经营结构，优化营运效率，提高公司的综合竞争力及盈利表现。从上述产业模式特征及 Amcor 发展经验来分析，我们认为拥有“**技术优势**”、“**供应链优势**”和“**增值服务创造能力**”是成为包装产业龙头所必须具备的核心竞争力。

- 技术优势**：因终端客户需求的迭代速度及要求不断提升，下游客户对于包装展示的重视度与标准持续增加，尤其是消费品行业，有美感、视觉冲击力的外包装才能诱发消费者的购买欲，所以能够根据不断变化的消费者需求来改进和更新产品设计的包装厂商才能够持续绑定下游客户，获得稳定且有议价力的订单。另一方面，为提升运营效率，需要对自动化生产、信息化等系统做出相应投入和改进，从而保证相对较高的盈利水平。
- 供应链优势**：由于包装本身作为附属产品，需要协同客户的生产速度及订单量进行匹配供应，满足客户在订单高峰期时的及时供应需求；同时为节省物流成本及供应时间，需要尽可能贴近客户区域供应。
- 增值服务创造能力**：在传统包装供应的业务基础之上，为客户提供多元化的增值服务逐渐成为包装厂商所必须具备的核心竞争优势之一。增值服务可包括但不限于数据采集、精准营销、鉴真防伪、品牌运营等，旨在为客户提供整体包装解决方案，增加产品与服务附加值，提高客户粘性。

图 21: 包装企业核心竞争力发展模型



资料来源：天风证券研究所

3. 公司核心竞争力有哪些？

3.1. 深耕烟标二十年，“内生+外延”成就行业龙头

公司通过自主创新和外延收购，确立烟标领域龙头地位。公司自 1997 年成立以来，在技术不断创新、工艺不断进步的基础上，纵向收购产业链上游企业，保证原材料成本优势；同时横向收购同业烟标企业，扩大在烟标领域的规模优势与议价能力。

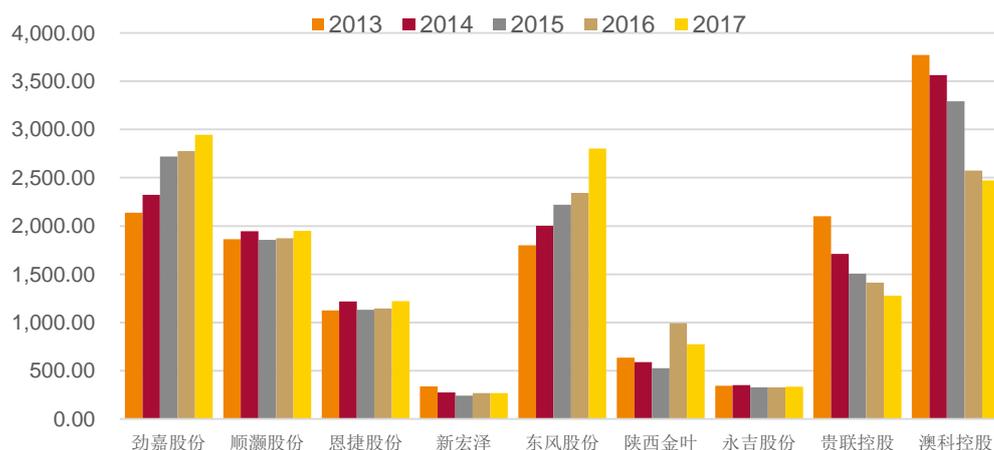
图 22：劲嘉发展历程展示



资料来源：公司公告，天风证券研究所

目前已成为国内包装印刷行业的领军企业，盈利能力优异。2017 年公司实现营业收入 29.45 亿元，为烟标行业上市公司中第一。其中，2017 年烟标板块收入为 23.75 亿元（未包含精品烟盒收入），若将公司持股 66% 的联营公司重庆宏声的烟标业务收入加回（3.70 亿元），公司 2017 年合计烟标板块收入达 27.45 亿元。

图 23：各烟标上市公司营收比较（百万元）



资料来源：Wind, 天风证券研究所

近年来公司市占率持续提升。我们假设烟标需求与卷烟生产完全匹配，即每箱卷烟消耗 250 套烟标，并以 2.79 元/套（2017 年烟标上市公司产品均价）估算烟标市场规模。2017 年，烟标市场规模为 323.82 亿元，劲嘉烟标市占率约为 7.33%，若将重庆宏声收入加回，2017 年公司市占率约为 8.48%。

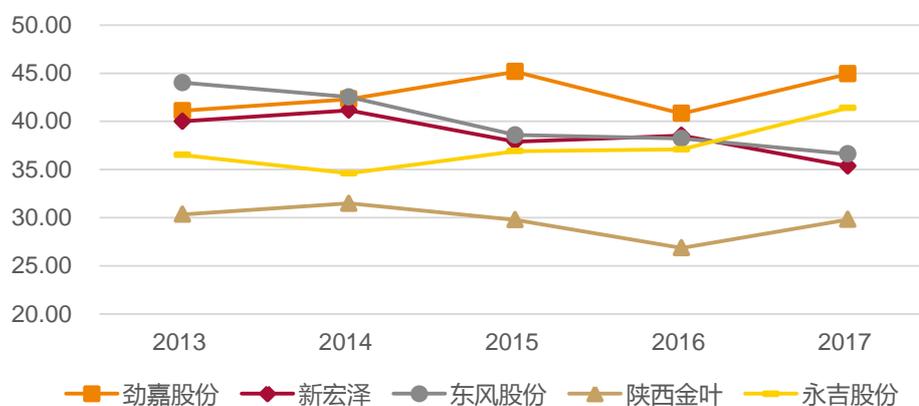
表 3：烟标市场规模及市占率测算

年份	卷烟产量 (万箱)	转换比例 (套/箱)	烟标需求 (亿套)	烟标单价 (元/套)	烟标市场规模 (亿元)	劲嘉烟标收入 (百万元)	劲嘉市占率
2012	4982.60	250	124.57	2.79	347.54	1930.33	5.55%
2013	5067.48	250	126.69	2.79	353.46	1,869.84	5.29%
2014	5170.00	250	129.25	2.79	360.61	2,002.63	5.55%
2015	5124.30	250	128.11	2.79	357.42	2,390.94	6.69%
2016	4710.78	250	117.77	2.79	328.58	2,400.49	7.31%
2017	4642.57	250	116.06	2.79	323.82	2,375.02	7.33%
2018E	4730.00	250	118.25	2.79	329.92		

资料来源: Wind, 国家烟草专卖局, 天风证券研究所

公司盈利水平优于其他同行业公司。受益于规模优势、创新能力以及成本控制能力, 公司在烟标业务的毛利率略高于其他上市公司。2017 年, 公司烟标业务毛利率为 44.93%, 超出同期其他公司 3-14pct。

图 24: 各公司烟标业务毛利率情况 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

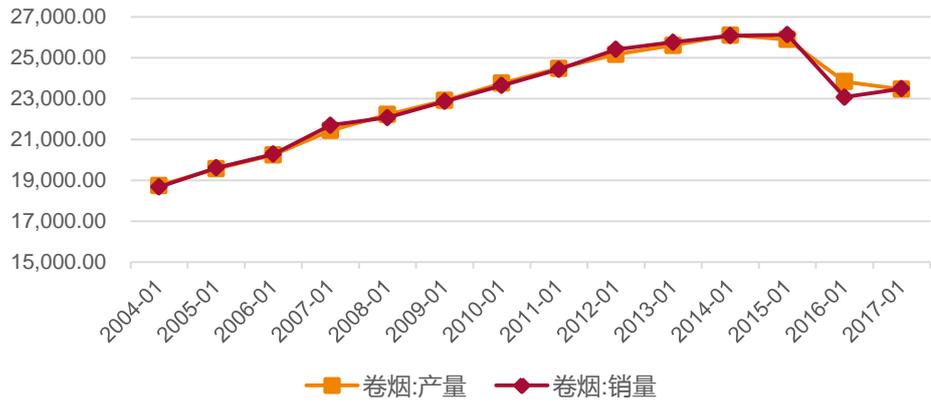
3.2. 竞争优势之一: 客户优势—高品质消费类客户

我们从 Amcor 的“品类聚焦 (Focused Portfolio)”战略中就可看出对于印刷包装类企业来说, 为避免恶性竞争、订单波动、以及利润空间受挤压, 选择较高质量的客户群体及细分领域至关重要, 只有在竞争结构较好的细分领域中持续、深度的耕耘才能打造企业真正的竞争壁垒和成长空间。

烟标为印刷包装行业中的黄金子行业。相对于我国其他消费品包装, 烟草包装因为稳定的订单及现金流、较高的利润空间等特征成为众多印刷包装企业希望分羹的“黄金领域”。根据 Wind 统计, 我国烟草卷销量在近 15 年来呈现稳中有升的态势 (2016 年受政策影响及渠道库存过高因素出现产销量下滑, 2017 年企稳回升), “健康消费”与“个性化消费”推动“细中短爆”等新品类成为未来卷烟销量增长的新动力, 2004-2017 年, 我国卷烟产量由 18736.35 亿支增长至 23448.25 亿支, CAGR 为 1.74%。因为烟草制品本身具有成瘾性、高粘性的特征, 预计未来烟草产销量仍将保持总体平稳向好的趋势。

行业进入壁垒高, 竞争结构较好。相对于传统印刷包装, 烟标印刷的工艺要求、技术水平、资本投入需求都较高; 同时为确保烟标产品质量, 目前我国卷烟生产企业对烟标供应商实行资质认证制度, 只有取得“合格供应商资质”的企业才可进入烟标行业, 从产品试样到正式成为供应商通常需要 2-3 年时间, 小规模、未生产过烟标的印刷包装企业很难获得烟标订单, 因此行业进入壁垒较高, 竞争结构较好。

图 25: 我国历年卷烟产销量 (亿支)

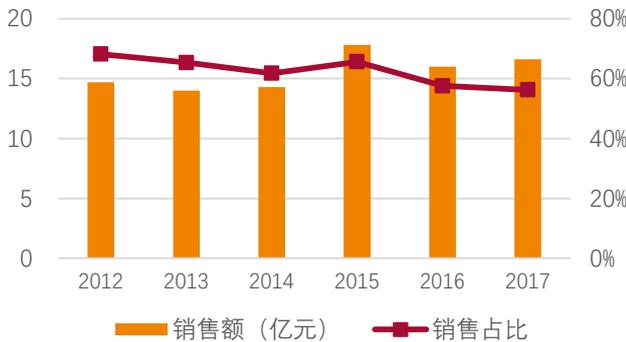


资料来源: Wind, 天风证券研究所

公司与卷烟企业长期稳定合作: 公司长期与卷烟企业客户保持良好的合作关系, 2017年, 华东地区贡献的销售额占比大于40%、西南约30%, 以及部分华南地区。根据公司2012-2017年报, 占销售收入前五的客户保持稳定, 其收入贡献维持在年度营销总额的50%以上。

营销网络的广度和深度并进, 加大配套服务, 与客户深度绑定: 公司贴近客户在当地布局生产(安徽安泰、昆明彩印、江苏顺泰、贵州劲嘉等), 优化响应速度, 提升服务深度。公司目前与全国19家烟草工业公司均有烟标生产配套合作, 已为全国多家大中型卷烟厂累计开发、设计、印制了上百个品牌及规格烟标。

图 26: 公司销售收入前五客户的总销售额、总销售占比



资料来源: 公司年报和公告, 天风证券研究所

图 27: 公司烟标客户分布情况



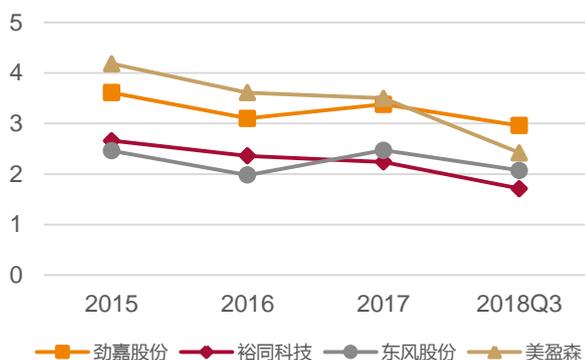
资料来源: 公司年报和公告, 天风证券研究所

现金流稳定, 收益质量高: 受益于烟草公司较好的支付能力和信用体系, 公司应收账款周转率处于同业中较高水平且波动小, 现金利润比基本保持在100%左右, 收益质量较高; 2017年, 公司经营活动产生的现金流量净额达8.20亿元, 现金流状况较好。烟标业务稳定的现金流可帮助公司平滑下游客户周期业绩波动风险, 增强公司抗风险能力。

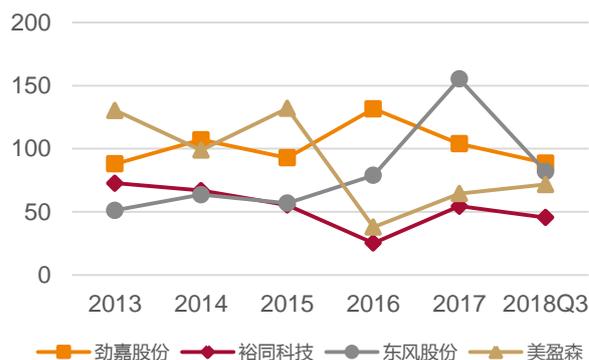
持续的盈余保证生产效率和创新能力不断提升: 持续且稳定的订单及利润结余保证了公司在生产过程中不断优化生产经营效率及持续研发投入, 长期合作关系也助力公司与客户一起协同创新, 整合升级。

图 28: 劲嘉应收账款周转率(次)较高

图 29: 经营活动产生的现金流量净额/营业利润(TTM) (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.3. 竞争优势之二：技术优势—设计与印刷工艺行业领先

3.3.1. 设计—设计能力突出，持续高研发投入

行业最具影响力的设计团队之一。从消费品角度来看，包装作为沟通生产者和消费者之间的重要媒介，对潜在销售起关键影响和带动作用。尤其近年来各大烟草企业间的品牌竞争日趋激烈，烟标成为突出卷烟品牌、风格和价值的重要载体，烟草企业对于烟标的设计水平、外观手感、防伪性能的要求逐步提高，只有拥有优异研发设计团队的烟标公司才能持续的为卷烟企业的“新品”及“老品升级”提供设计服务。

蓝莓文化为劲嘉为烟标设计设立的独立运营子公司，是中国烟草包装设计界最具影响力的公司之一，其作品屡获世界级大奖，包括世界之星奖、Pentawards、德国 iF 设计奖、红点设计奖等，足见市场对公司设计的高度认可，这也有助于赋能公司的精品彩盒业务，进一步提升产品和服务价值，增强公司核心竞争力。

图 30: 蓝莓文化设计的娇子荣获 2014 Pentawards 金奖



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

图 31: 公司产品“天都高山流水”获得 2017 世界之星包装

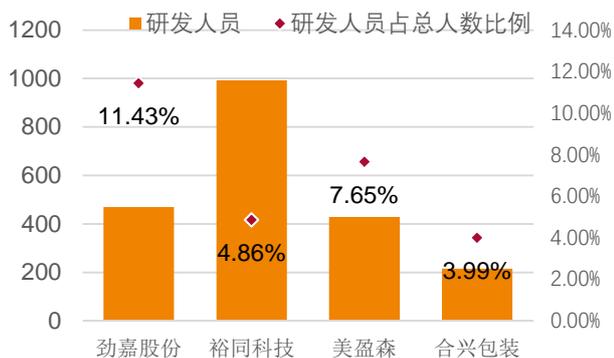


资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

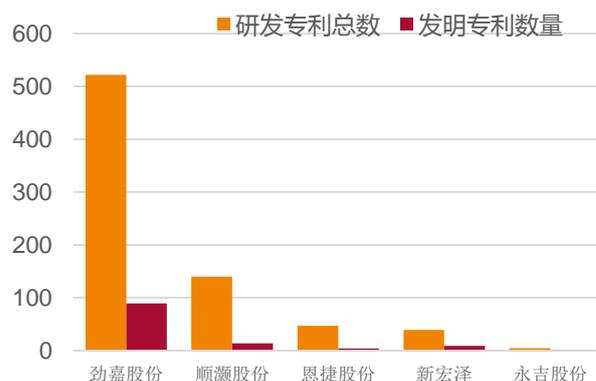
持续高研发投入是公司技术领先的重要保障。公司一直秉持“抓技改、求创新、增效益”的发展模式，近年来每年均投入上亿元研发支出，2017 年公司研发投入超 1.26 亿，占营收比例为 4.3%，研发人员达 469 人，研发人员占总员工比例达到 11.43%，远超其他包装公司。同时，较高的研发投入体现在远超同行的专利技术数量，截止 2018 年上半年，公司已累计获得专利授权 522 项，其中发明专利 89 项。另外，公司通过参股华大北斗，借力华大北斗在芯片研发领域的技术优势，积极探索智能包装，推动包装载体与智能物流、智能零售、智慧商业、产品追踪、包装设计与品牌策划等领域的融合，推动公司向物联网领域进军。

图 32: 2017 年公司研发人员数量及占比与同行业公司比较 (人)

图 33: 截止 2018H1 公司专利领先同行 (个)



资料来源：公司年报，天风证券研究所

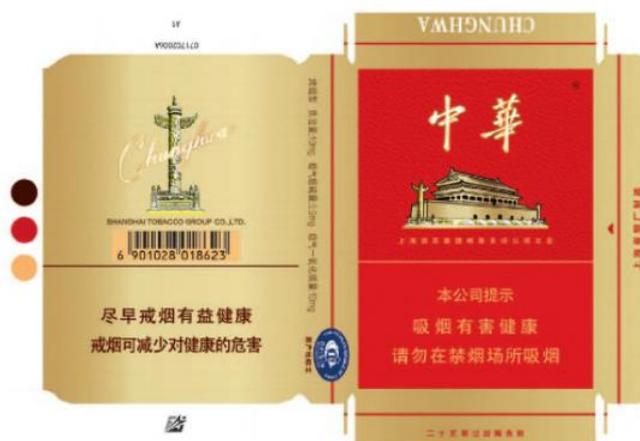


资料来源：公司年报，天风证券研究所

3.3.2. 印刷—高精度、高质量、高效率

- **工艺要求：**与传统印刷相比，烟标对产品的外观效果、防伪特性、模切精度、耐磨度、环保水平等都具有极高的要求，烟标印刷难度远高于其他纸质包装印刷。从最初的原材料白卡到最终的烟标成品，需要经过转移、胶印、凹印、丝印、镭射转移、烫金、凹凸、模切等数十道工序反复处理，保证产品的图像色彩、成型、耐磨度等达到客户要求，同时版面位移控制在毫米以内。

图 34：烟标产品示例



资料来源：公司官网，天风证券研究所

- **设备与环境控制：**为实现较高的印刷质量与色彩展现力，烟标印刷一般需要从国外进口能够一次性完成多色印刷（七种颜色以上）的大型设备，造价高昂。劲嘉在 2003 年率先与意大利赛鲁迪公司合作完成全世界首台复合转移 9 色连线赛鲁迪凹印机组，大幅提高了成品良率及印刷效果，目前公司已陆续购置 8 台系列设备，生产能力和技术水平行业领先。同时，由于纸张本身易潮湿、易变性的特征，为保证烟标产品质量稳定，厂商需要对纸张材料、油墨特性、印刷速度、印刷压力、生产环境的温度及湿度都有极高的控制要求。

图 35：公司赛鲁迪印刷机组



资料来源：公司官网，天风证券研究所

- **成本控制及效率提升：**
 - 1. 原材料端：**因纸张为烟标的主要生产原料之一，公司一方面实行集团统一采购控制价格，另一方面加大自供比例，例如由子公司中丰田供应全部所需激光镭射纸膜产品。
 - 2. 生产端：**因不同卷烟品牌的烟标设计印刷差别较大，为最大化提升设备利用效率同时保证印刷质量的稳定，需要工厂能够在不同产品间实现快速更换和调整。
 - 3. 人员端：**公司为提升生产效率与员工积极性，鼓励员工对公司现有问题做出“改善提案”，从原材料、设备、印刷、组装、仓储管理等多个方面做出改进和完善，大幅提高了公司的经营效率与竞争力。

图 36：公司员工参与生产改进提案的示例

安徽安泰 李俊杰

坚持“修旧利废”，杜绝“以换代修”，合理使用库存零配件，降低设备维修成本；通过学习研究，对赛鲁迪凹印机组、海德堡胶印机及有恒烫金机等设备进行了多达 25 余项的设备升级改造，大大提高了设备的性能和生产效率。其中赛鲁迪凹印机组就有将近 10 个创新改造点，其中加装连线背涂烘干系统以低造价高性能完全满足了现在工艺要求，其改造后新增了一个印刷单元，提升了赛鲁迪机组对生产工艺的适应性，降低了成本。



昆明彩印 杨永岗

从设备的维护保养升级到水电使用成本的下降，为公司生产做出了有力保障。在昆彩公司引进的第一台 PB-6 型日本富士四印生产线上，自行设计出一套锥形夹纸装置、挡墨装置，有效延伸了设备性能。将进口零部件国产化或自动化，满足了设备使用要求，为公司节约近 20 万元。用电方面为公司节约资金 11 万元，用水方面也大大节约了成本。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

此外，公司近年来在保持烟标领域的竞争优势外，向以“酒包”为代表的精品彩盒领域发力，该品类天然具有较高“印刷、防伪及品质诉求”，普通厂商难以达标，该品类特征恰好与劲嘉数十年烟标印刷的经验与能力匹配，最大化发挥公司竞争优势。

3.3.3. 鉴真溯源+新零售服务一盒知开启包装新空间

盒知科技作为公司向智能物联网包装迈进的核心一环，目前已运用北斗物联网监控、蚂蚁

金服区块链两大技术，与传统包装有机结合，大幅提升了“高价值量消费品”的防伪力度和管理效率。另一方面，公司协助“茅台醇”发布“星座”系列酒，进行产品营销和品牌升级，后期还可加入“流量导入”和“精准营销”模块，进行个性化定制，为客户带来增量价值，打开公司包装业务的增量空间，从单一的“包装业务”进化为“综合包装服务平台”，目前是国内率先达成“Amcor Way”发展模型的包装企业，未来想象空间可观！

图 37：盒知科技业务概览及案例展示



资料来源：盒知官网，天风证券研究所

3.4. 竞争优势之三：稳健进取的管理风格

以“股权合作”为主要并购方式，风险收益共担：外延并购扩张是各包装公司主要采取的经营策略之一，包括贴近客户独立建厂、收购客户当地供应商、与客户合资建厂等方式，不同扩张方式的风险与收益均有差别。其中，“股权合作”为双方合作开发，共享资源与收益，共担风险，在一定程度上降低了“外延扩张”所带来的市场和经营风险，达到双赢。

表 4：不同扩张方式比较

	贴近客户独立建厂	与客户合资建厂
固定资产投入	较高	较低，通常客户已有部分产能
持续经营风险	较高，存在客户流失风险	较低，与客户共担风险
对主业经营影响	或拖累主业盈利能力	较小
管理成本	较高	较低

资料来源：天风证券研究所

稳健进取的管理风格：公司的 12 家实体生产公司中，有 8 家收购而来，均为烟标领域。公司一方面通过“股权合作”这种软性合作方式与客户深度绑定，稳健扩张；另一方面，积极探索新兴增长领域，挖掘与包装业务的协同性及潜在增长机会。

表 5：烟标相关参控公司及其客户情况梳理（%）

被参控公司	参控关系	直接持股比例	间接持股比例	客户情况
安徽安泰新型包装材料有限公司	子公司	52.00	48.00	安徽中烟定点烟标配套供应商，是华东地区最大的烟标生产企业之一
江苏顺泰包装印刷科技有限公司	子公司	49.00	51.00	江苏中烟重要烟标供应商之一
昆明彩印有限责任公司	子公司	10.00	41.61	客户包括红塔集团、红云红河集团
长春吉星印务有限公司	子公司	70.00		客户包括吉林烟草、黑龙江烟草和河南中烟

限责任公司				
江西丰彩丽印刷包装有限公司	子公司	27.00	25.00	客户包括江西中烟、红塔集团。占红塔山（1956）烟标的产量 48%以上。公司占江西中烟烟标的市场份额为 10%左右
重庆宏劲印务有限公司	联营企业	33.00		客户包括川渝中烟、云南中烟。
限责任公司				
青岛嘉泽包装有限公司	联营企业		30.00	国内烟辅行业产品线最丰富的供应商，是北方地区规模最大的烟辅材料供应商之一，其他产品主要供应山东中烟市场
重庆宏声印务有限公司	联营企业	66.00		客户包括川渝中烟、云南中烟。
限责任公司				

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 公司业务展望

4.1. 烟板块：卷烟结构化调整带来差异化机会

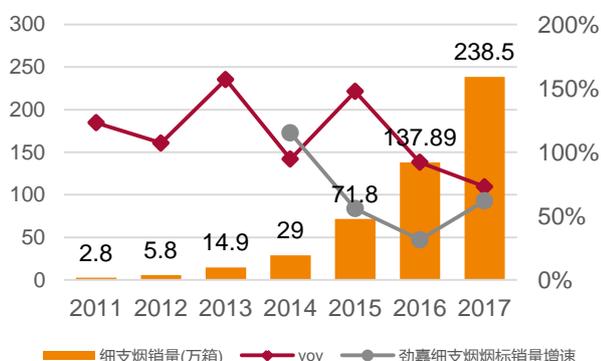
4.1.1. 从量的角度

- **卷烟结构化调整为劲嘉带来提升空间：**为深化我国卷烟产品结构调整，国家烟草专卖局多次调整卷烟分类标准以促进我国中高档卷烟产品的生产，劲嘉的高标准、高工艺的烟标设计生产技术在中下游产业结构升级中机会明显，中高档烟草包装产品需求所带来的烟标销量增长将显著高于烟草行业的平均增长。

近年来以“细中短爆”为代表的新品类卷烟因口味多样、设计时尚、降焦减害等特征为烟民所喜爱，为传统卷烟市场注入新的增长活力。以细支烟为例，自推出以来每年高速增长，2017年细支烟销量达到238.5万箱，同比增长73%，2017年销量占比达5.03%、销售额占比达7.21%，2012至2017之间的年均增速达到110.29%。公司受益于设计和技术优势，在细支烟烟标领域行业领先，2017年细支烟订单同比增长61.96%，我们预计公司未来仍将受益于卷烟结构化调整所带来的结构红利。

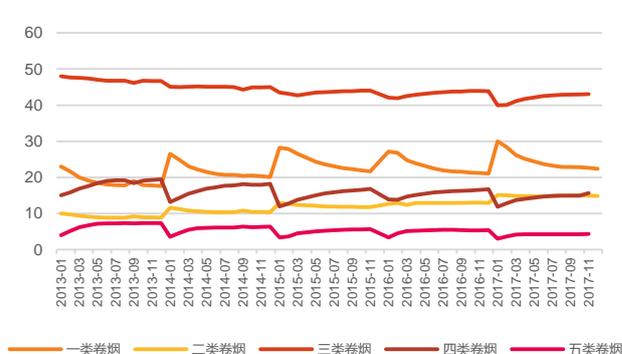
- **精品烟盒市场需求尚未满足：**近年来卷烟品牌发展逐步由计划调配转向市场驱动，倒逼品牌进行升级换代，带动精品烟盒需求逐年提高，并逐步重视包装在品牌建设与营销中的作用和营销，随着大众消费的不断升级，未来精品烟盒需求有望继续提升。
- **国际烟草品牌订单逐步导入：**公司已成为多个国际烟草巨头合格供应商，未来有望导入新型烟草产品包装订单。

图：近年来细支烟发展迅猛



资料来源：国家烟草专卖局，天风证券研究所

图 38：2013-2017 年分价类卷烟销量占比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

4.1.2. 从价的角度

- **卷烟单箱结构提升，烟标有涨价空间：**近年来卷烟销量增速承压，单箱结构逐年提高，

卷烟价格的上升在一定程度上抵消了卷烟销量下滑所造成的影响，使得卷烟收入及利税依旧保持稳定增长。而烟标作为卷烟成本中的固定比例支出，或将获得卷烟价格上涨所带来的提价机会。根据 WHO 统计，2016 年我国卷烟平均零售价为 1.5 美金/盒/20 支，在 187 个国家中排名第 126 位，仍有涨价空间。

- **精品烟盒价值量高于普通烟标产品：**因设计、工艺难度较高，精品烟盒单体价值量要高于烟标，公司 2017 年烟标平均单价为 2.91 元/套，我们预计精品烟盒单价约为 10 元/套以上，对公司产品的单体价值量有明显拉升作用，随着精品烟盒的进一步放量增长，公司包装单品价值量有望进一步提升。
- **新型烟草：**借鉴菲莫国际的定价体系，将有减害效果的 IQOS 烟弹定位于“中高档”，售价高于一般卷烟品牌。我们认为如果国内新型烟草政策放开，因其减害、新兴、时尚等特征，其定价将高于大部分国内卷烟品牌，烟标议价提升空间可观。

图 39：2010-2017 年全国卷烟单箱均价增长情况（元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 40：精品烟盒产品示例



资料来源：公司官网，天风证券研究所

4.1.3. 从延伸发展的角度

- **场景营销、品牌增值服务：**公司可利用设计优势、品牌运营优势来协助卷烟品牌进行市场调研、营销推广方面的增值服务，提升客户粘性及其价值量。
- **新型烟草：**公司已联合云南中烟、小米，积极布局新型烟草，在政策允许的前提下可拓展烟具、配件等多样化产品生产和加工业务。

4.2. 酒板块：携手茅台技开司—开启酒包长期高增长空间

酒包市场格局分散，整合空间大：目前我国酒包的生产商多为各地方酒厂旗下的三产企业或周边小型厂商，整体格局非常分散。但随着近年来酒企对于品牌包装展示、防伪溯源的重视度不断提高，迫切需要工艺领先、技术创新、有优异品牌设计能力的综合性包装厂商来进行酒包的设计与加工。根据统计，2017 年我国白酒（折 65 度，商品量）累计产量达到 1198.1 千万升，实现销售收入 5654.42 亿元，我们测算纸包装约占收入比为 6%，故白酒包装市场规模约为 340 亿元。

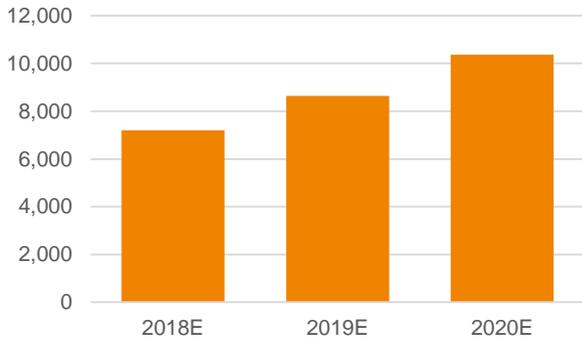
牵手茅台，打开高端酒包长期高增长空间：公司目前通过直接、间接合计持股茅台技开司子公司“申仁包装”40.6%的股权，约定优先选择申仁或劲嘉合作，进行包装印刷等业务合作，劲嘉将为茅台技开司提供包括创意设计、产能建设等服务。借助此次与国内酒业的龙头合作，有利于公司未来市场进一步拓展，在介入高端白酒包装市场之后拓展整个酒业包装市场，突破现有维度放量增长。

目前申仁包装的主要产品有茅台 53 度飞天、天朝上品等酒包、手提袋，根据茅台集团“十三五”发展战略规划，到 2020 年，其白酒产量将达到 12 万吨，龙头产品茅台酒的产量达

5 万吨，申仁包装计划进一步加大给茅台集团的包装供给，按照规划，申仁包装未来将覆盖整个贵州省的酒包业务，包括茅台集团及其他酒厂的包装任务。

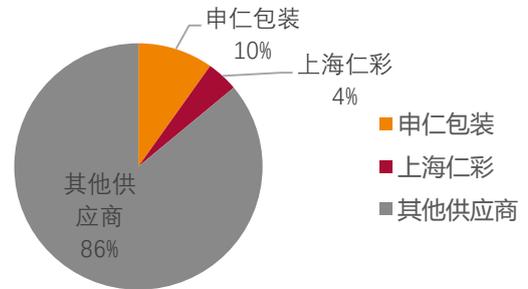
盒知助力茅台醇，提供全方位品牌增值服务：在传统印刷包装业务之外，公司率先开启由包装企业为客户进行品牌营销、渠道运营等增值服务的新型包装商业模式，该模式下客户粘性极强，包装企业议价能力得到大幅改善，未来可推广应用至多品牌、多品类的包装服务中，想象空间可观。

图 41：申仁包装净利润预测（万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 42：申仁包装和上海仁彩占茅台包装材料比重



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.3. 其他：继续外延拓展品类及市场

除烟、酒板块外，公司将继续拓展消费电子产品包装、盐包等社会化产品包装业务，整合资源及市场，进一步扩张规模及综合包装模式升级，奠定可持续发展基础。

根据 IDC 与欧睿国际统计，2017 年全球智能手机、PC 的产量分别达到 14.72 亿部、2.60 亿台，全球新型烟草销售额约 180 亿美元，传统电子烟和加热烟草制品的高速发展将带来可观的包装需求，目前公司 3C 产品客户已涵盖 VIVO、英美烟草 BAT、雷诺烟草 RJR、菲莫国际 PMI、四川中烟、钜联等。

图 43：公司业务板块一览



资料来源：公司官网，天风证券研究所

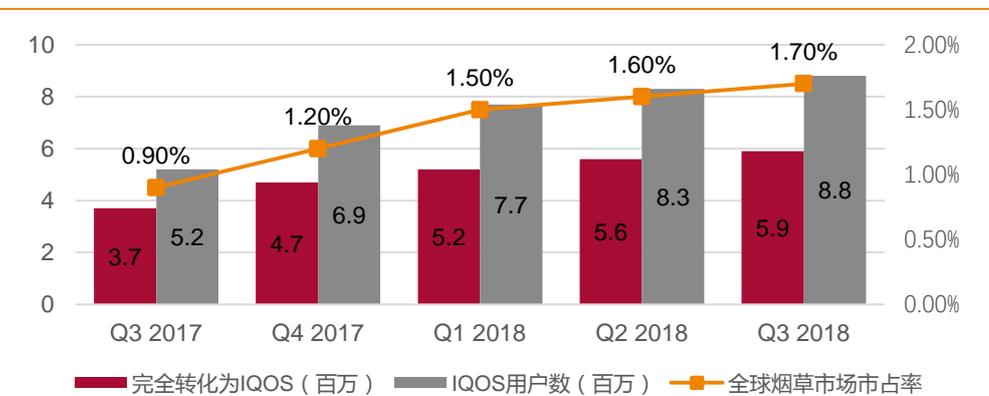
5. 产业催化剂：新型烟草东风将至，公司卡位新型烟草主渠道

5.1. 国际烟草巨头重心转向新型烟草制品

在烟草控制加强、健康意识提高的影响下，新型减害制品增长迅速，是各大烟草公司的重点研发和推广方向。近年来，各大跨国烟草公司几乎无一例外地将战略重点转移到新型减害制品领域。

- **菲莫国际宣称向新型无烟减害制品转型。**菲莫国际公司网站进行了全新改版，醒目置顶标题为“设计一个无烟未来——卷烟领导企业即将告别卷烟业务”。公司对战略目标和核心有了全新的阐释：将经营目标确定为规划设计一个无烟的未来，战略重点包括研发、制售、推广无烟替代品、将公司资源由卷烟向无烟产品转移、推动监管政策支持无烟替代品、推动全价值链可持续发展、吸引全球顶尖人才、加强交流和透明度、提高投资回报率。根据公司统计的最新截止 2018 年 9 月的数据，IQOS 在全球的市占率已达到 1.7%，同比增加 0.8pct，在日本的市占率达到 15.5%，位列加热不燃烧烟草制品第一位。

图 44：IQOS 消费者数量（百万）及全球市占率（%）



资料来源：菲莫国际公告，天风证券研究所

- **英美烟草确立了下一代产品领导战略。**过去 5 年间投入超过 10 亿美元，全面打造了新型产品品牌组合，主要包括加热不燃烧烟草产品、混合型烟草产品、开放式电子烟系列以及第一个由烟草公司获准作为药品销售的新型产品。
- **日本烟草在新型烟草制品和传统烟草制品分别确立了发展战略。**在新型制品领域，加快国内外投资，并新建国际化的电子烟生产基地。在传统烟草制品领域，加快“种子市场”培育，通过并购重组抢占市场，实行品牌整合。调整了烟草业务组织架构，增设了“全球战略委员会”，专门研究中长期战略，更加突出了战略规划的地位。
- **帝国烟草借助新型烟草产品发力成长性市场。**通过收购方式，专注布局新型烟草市场：公司于 2012 年设立子公司 Fontem Venture 开始在“下一代产品”领域内寻求新的增长机会。2014 年，Fontem 在英国推广了第一个电子烟品牌 Puritane。2015 年，公司通过 Fontem 完成了对 Blu（蓝光）电子烟品牌的收购。2017 年，收购英国蒸汽烟创新业务 Nerudia，并开始在亚洲和欧洲布局加热烟草产品。2018 年，公司首次在国际市场推出 Myblu 产品，并通过 Fontem 进行了对高品质蒸汽液体领先创新企业 Cosmic Fog Vapors 的股权收购。

5.2. 国内中烟公司加速研发，新型烟草产品试水海外市场

新型烟草在国内暂未放开销售。国际市场上新型烟草制品的火热也带动了国内消费者的热情，然而国内消费者仅可购买到传统卷烟和极小部分的不含烟的电子烟产品，因此有消费者通过国外非法渠道来获取含烟草成分的新型烟草制品。消费者的这一需求直接刺激了各

类走私活动，严重破坏了烟草市场的正常秩序。

我们认为，走私案件的频发反映了一部分国内消费者对新型烟草这种多样化烟草产品的需求。从走私品多为加热不燃烧烟草烟弹这个情况来看，显然一部分消费者在购得烟具获取加热不燃烧烟草的初次体验后，仍然希望能够持续获得替用烟弹，以便使这种体验能够继续满足。但这却严重违反了我国烟草的专营专卖制度，对传统卷烟的销售造成了不利影响。由此可见，如果政策放开，在明确了新型烟草制品及配套设备的生产商、经销商的权责范围的前提下，国内新型烟草市场有望前景光明。

各中烟公司与旗下研究院通过自发力或合作方式开展在新型烟草领域布局，目前已有 6 家企业成品试水海外市场。其中，最早入局者可追溯至 2013 年。目前在研发方面已有成品并已上市的企业有四川中烟、云南中烟、广东中烟、湖南中烟、湖北中烟以及上海新型烟草研究院，产品包括加热不燃烧烟草、电子烟、以及口含烟。在销售渠道方面，以在国外市场试水为主，或有继续在国外开拓市场的战略，但国内目前尚无明确发售计划。

表 6：各中烟公司在新型烟草上的布局与进展

	布局时间	研发成果	上市情况
四川中烟	--	宽窄·功夫加热不燃烧烟草品牌	2017 年底登陆韩国
云南中烟	2013	可燃可烤烟具 VIPN 和烟支 Ashima Lulu；烟具 MC Mate1.2, MC P1.0 和 MC Mini1.0, 以及烟支 MC 等	2018 年 4 月登陆韩国
广东中烟	2013	MU+、ING 加热不燃烧烟草制品	2018 年 7 月于老挝上市
湖南中烟	2014	超声雾化电子烟 Usonicig	2017 年 12 月向英国客户交货
湖北中烟	2017	MOK 加热不燃烧制品，加热不燃烧醋纤嘴棒	2018 年 11 月登陆韩国
安徽中烟	2017	新型烟草：电子烟、加热不燃烧烟草	-
山东中烟	2013	电子烟：有连体烟弹小烟、可换烟弹小烟、注液式大烟、电子烟斗、电子雪茄烟 5 类形态，“泰山”“爱特”“TS” 3 个品牌产品系列	-
贵州中烟	2014	新型卷烟红外加热技术。已开发出产品：2 款新型卷烟烟具，1 款新型卷烟烟支，3 款电子烟烟具，10 余款具有不同口味的电子烟烟液，10 余款不同口味的无烟气烟草制品等。	-
上海新型烟草研究院（上海中烟）	2015	多线布局：口含烟、电子烟、加热不燃烧烟草；“FIRAVO”电子烟；“金鹿”口含烟	2016 年 8 月在美国纽约及洛杉矶上市销售；2017 年 2 月在海外投放

资料来源：中国烟草，“电子烟”、“加热不燃烧电子烟”微信公众号，华玉科技，天风证券研究所

5.3. 劲嘉联合小米及云南中烟，布局新型烟草主渠道

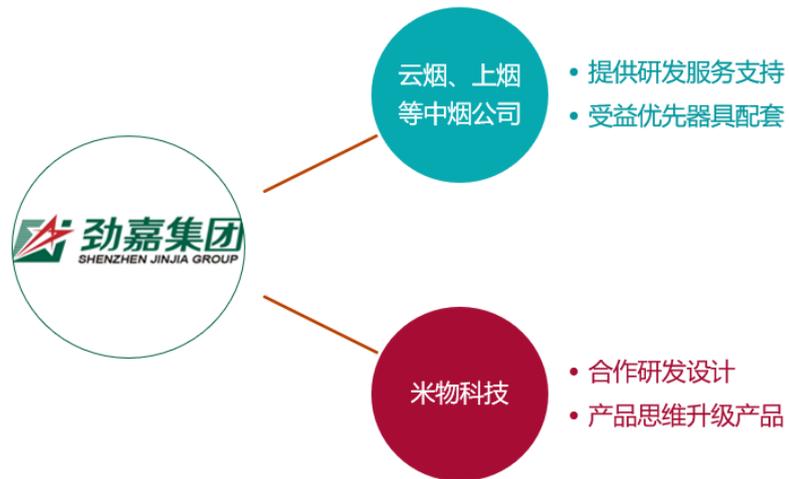
公司当前布局新型烟草已初具成效，期待国内新型烟草政策明朗化之后，公司厚积薄发有望充分把握下一波机遇。在新型烟草领域，布局体现在四个方面：

1. **积极投入新型烟草产品研发。**公司子公司劲嘉科技于 2014 年进入新型烟草领域，持续对低温不燃烧器具及电子烟等新型烟草产品进行研发投入，劲嘉科技目前已获得该领域有效专利总数 40 项，其中发明专利 12 项，实用新型专利 28 项。
2. **积极向中烟公司进行推介实现，在未来中烟公司新型烟草配套中占得先机。**公司积极向中烟公司接触进行推介，目前公司已经与云南、上海、河南等中烟公司展开合作。未来中烟公司推出电子烟袋，进行烟具配套时，公司将有望率先进入供应体系，全面占得先机。
3. **与小米生态链开展合作，借助外力进一步提升设计能力。**公司全资子公司劲嘉科技与

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)设立合资公司，小米生态链公司以面向 C 端的产品设计能力而著名，通过本次合作，公司将借鉴小米的产品思维、用户思维实现电子烟产品的升级。

4. **与云南中烟实现战略合作，设立合资公司开拓蓝海。**公司于 2018 年 8 月与云南中烟工业有限责任公司签署了《战略合作框架协议》，在新型烟草的技术研发、产品生产及销售推广方面达成战略合作；与云南中烟下属子公司共同出资 2,000 万元人民币设立合资公司，推进公司新型烟草业务布局。

图 45：劲嘉新型烟草布局情况



资料来源：公司官网，天风证券研究所

6. 投资建议及盈利预测

核心假设：

1. 根据 2018 年全国烟草工作会议指示，要做到“稳产量、增销量、提结构、增税利”、“努力开创烟草行业稳中向好新局面”，而公司烟标业务与卷烟产销量正相关，因此我们假设公司包装印刷业务继续稳定增长，同时精品彩盒业务也受益于卷烟品牌升级、酒包业务放量而持续高增长，给予 2017-2020 年 11.19%的复合年均增速。
2. 公司继续发挥在镭射包装材料的产业链整合优势，子公司中丰田在满足公司自身采购需求的情况下继续向国际市场拓展销路及产量，给予 2017-2020 年 22.65%的复合年均增速。
3. 随着公司分别在烟标、非烟标包装业务的龙头优势与技术优势的建立与深化，公司的议价能力、成本管控能力以及盈利能力将得到提升。

表 7：公司收入拆分与预测（万元）

		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
包装印刷	销售收入	253127.66	257362.71	269085.50	297178.03	330461.97	369853.03
	增长率	21.80%	1.67%	4.55%	10.44%	11.20%	11.92%
	毛利率	43.26%	39.01%	41.87%	42.50%	43.30%	44.60%
	毛利	109503.02	100397.19	112666.10	126300.66	143090.03	164954.45
镭射包装材料	销售收入	49768.31	46853.79	58158.37	69790.04	85841.75	107302.19
	增长率	8.63%	-5.86%	24.13%	20.00%	23.00%	25.00%
	毛利率	22.83%	25.20%	23.08%	25.00%	23.00%	21.00%

	毛利	11362.11	11807.15	13422.95	17447.51	19743.60	22533.46
物业管理	销售收入	1241.98	1207.77	1277.17	1341.03	1408.08	1478.48
	增长率	6.25%	-2.75%	5.75%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	42.91%	32.98%	30.28%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利	532.93	398.37	386.71	402.31	422.42	443.55
其他业务	销售收入	4252.63	13220.40	27813.49	55626.98	97347.22	146020.82
	增长率	10.64%	210.88%	110.38%	100.00%	75.00%	50.00%
	毛利率	84.42%	33.79%	28.47%	25.00%	25.00%	25.00%
	毛利	3590.08	4466.65	7917.15	13906.75	24336.80	36505.21
合计	营业收入	272004.97	277695.48	294529.35	339262.98	399056.87	473851.75
	增长率	17.08%	2.09%	6.06%	15.19%	17.62%	18.74%
	毛利率	45.91%	41.33%	44.11%	45.22%	45.41%	45.61%
	毛利	124872.48	114769.57	129916.90	153400.21	181212.74	216142.51

资料来源: Wind, 公司年报, 天风证券研究所

根据我们前文分析, 与同业烟标公司比较来看, 公司营收体量、盈利能力、营运管理能力、研发能力(专利数量与研发人员配备)等均处于行业领先或靠前排名。从估值水平来看, 国内主要印刷上市公司 18-19 年的平均估值为 21 倍、16 倍, 而劲嘉股份的估值分别仅为 16 倍、13 倍, 处于板块内较低水平。

表 8: 主要印刷业上市公司估值 (PE) 比较

	2018E	2019E	2020E
东港股份	18.48	14.96	12.33
劲嘉股份	15.58	13.05	11.13
集友股份	37.08	25.77	18.40
东风股份	12.49	11.40	10.81
平均	20.91	16.30	13.17

资料来源: Wind, 天风证券研究所 注: PE 值来自 wind 一致预期

我们认为, 在烟草去库存基本结束、消费升级驱动消费者对于精品包装的需求不断上升的背景下, 公司发展的外部环境稳中向好, 同时随着公司向酒类包装产品、精品彩盒产品业务的不断开拓, 与茅台等高端白酒品牌的合作将促进公司销售收入进一步提升; 同时, 受益于产品结构优化、议价能力提升, 公司盈利水平逐步提升, 我们对此前盈利预测做出调整, 预计 2018/19/20 年, 公司实现营收 33.93/39.91/47.39 亿元(前值: 33.68/39.95/49.09 亿元), 净利润 7.34/9.22/11.28 亿元(前值: 7.20/8.66/9.98 亿元), 同比增长 27.83%/25.55%/22.35%, EPS 分别为 0.49/0.62/0.75 元。基于公司作为烟标行业的龙头的规模优势不断凸显、研发优势的落地变现、酒类包装市场的持续开拓(11 月 10 日公司主导茅台醇星座酒发布), 以及在新型烟草领域的领先布局与卡位(11 月 22 日云烟发布加热不燃烧新品), 我们给予公司 2019 年 16 倍估值, 目标价格 9.92 元, 由 10 月 30 日的“增持”评级上调至“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	786.10	1,226.90	1,881.39	3,468.68	3,202.77
应收账款	874.15	708.98	883.67	786.62	1,196.73
预付账款	14.50	11.41	33.86	8.17	42.97
存货	634.81	712.18	495.00	879.21	771.63
其他	147.68	864.67	486.07	189.56	567.84
流动资产合计	2,457.25	3,524.15	3,779.99	5,332.23	5,781.94
长期股权投资	43.75	1,018.89	1,018.89	1,018.89	1,018.89
固定资产	2,006.26	1,680.66	1,654.06	1,624.49	1,580.15
在建工程	208.65	133.97	116.38	117.83	100.70
无形资产	376.28	293.06	286.20	279.33	272.46
其他	1,588.50	1,473.04	1,394.82	1,401.70	1,400.32
非流动资产合计	4,223.43	4,599.63	4,470.35	4,442.24	4,372.52
资产总计	6,680.68	8,123.78	8,250.34	9,774.48	10,154.46
短期借款	295.87	10.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,001.51	1,034.05	418.51	1,348.28	833.04
其他	506.59	351.10	491.01	477.34	640.66
流动负债合计	1,803.97	1,395.16	909.51	1,825.63	1,473.70
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	65.00	37.92	81.02	57.20	67.74
非流动负债合计	65.00	37.92	81.02	57.20	67.74
负债合计	1,868.97	1,433.07	990.54	1,882.83	1,541.45
少数股东权益	317.90	241.81	313.08	387.07	471.44
股本	1,315.50	1,494.83	1,494.83	1,494.83	1,494.83
资本公积	249.70	1,651.80	1,651.80	1,651.80	1,651.80
留存收益	3,240.21	4,966.35	5,451.89	6,009.74	6,646.74
其他	(311.61)	(1,664.09)	(1,651.80)	(1,651.80)	(1,651.80)
股东权益合计	4,811.70	6,690.71	7,259.80	7,891.65	8,613.02
负债和股东权益总计	6,680.68	8,123.78	8,250.34	9,774.48	10,154.46

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	637.88	672.65	734.26	921.88	1,127.91
折旧摊销	196.67	160.47	111.06	114.99	118.34
财务费用	11.88	14.08	15.29	0.00	16.99
投资损失	(114.07)	(34.86)	(49.03)	(58.84)	(82.37)
营运资金变动	109.00	(742.17)	26.80	916.86	(1,074.97)
其它	76.82	749.65	71.27	73.99	84.37
经营活动现金流	918.19	819.83	909.65	1,968.89	190.28
资本支出	874.48	356.58	16.89	103.82	39.46
长期投资	(491.15)	975.15	0.00	0.00	0.00
其他	(898.27)	(2,632.07)	(27.91)	(124.95)	(7.09)
投资活动现金流	(514.94)	(1,300.34)	(11.02)	(21.13)	32.37
债权融资	340.87	10.00	31.67	25.56	34.07
股权融资	46.22	1,664.15	26.01	38.68	32.52
其他	(608.22)	(714.56)	(301.82)	(424.71)	(555.15)
筹资活动现金流	(221.13)	959.59	(244.14)	(360.47)	(488.55)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	182.12	479.08	654.49	1,587.29	(265.91)

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,776.95	2,945.29	3,392.63	3,990.57	4,738.52
营业成本	1,629.26	1,646.09	1,858.63	2,178.44	2,577.09
营业税金及附加	36.72	41.91	44.10	47.89	56.86
营业费用	87.56	105.06	115.35	135.68	156.37
管理费用	406.29	390.88	441.04	498.82	573.36
财务费用	5.77	10.01	15.29	0.00	16.99
资产减值损失	27.83	23.23	37.00	37.00	37.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	114.07	34.86	49.03	58.84	82.37
其他	(228.13)	(95.55)	(98.06)	(117.68)	(164.75)
营业利润	697.59	788.81	930.25	1,151.58	1,403.21
营业外收入	32.93	0.67	10.00	10.00	10.00
营业外支出	3.59	0.93	3.59	3.59	3.59
利润总额	726.93	788.55	936.67	1,157.99	1,409.62
所得税	89.05	115.90	131.13	162.12	197.35
净利润	637.88	672.65	805.53	995.87	1,212.28
少数股东损益	67.16	98.24	71.27	73.99	84.37
归属于母公司净利润	570.72	574.41	734.26	921.88	1,127.91
每股收益(元)	0.38	0.38	0.49	0.62	0.75

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	2.09%	6.06%	15.19%	17.62%	18.74%
营业利润	-19.02%	13.08%	17.93%	23.79%	21.85%
归属于母公司净利润	-20.81%	0.65%	27.83%	25.55%	22.35%
获利能力					
毛利率	41.33%	44.11%	45.22%	45.41%	45.61%
净利率	20.55%	19.50%	21.64%	23.10%	23.80%
ROE	12.70%	8.91%	10.57%	12.28%	13.85%
ROIC	17.11%	16.68%	16.30%	19.79%	30.27%
偿债能力					
资产负债率	27.98%	17.64%	12.01%	19.26%	15.18%
净负债率	7.63%	11.09%	2.70%	-11.69%	-18.71%
流动比率	1.36	2.53	4.16	2.92	3.92
速动比率	1.01	2.02	3.61	2.44	3.40
营运能力					
应收账款周转率	3.62	3.72	4.26	4.78	4.78
存货周转率	5.31	4.37	5.62	5.81	5.74
总资产周转率	0.46	0.40	0.41	0.44	0.48
每股指标(元)					
每股收益	0.38	0.38	0.49	0.62	0.75
每股经营现金流	0.61	0.55	0.61	1.32	0.13
每股净资产	3.01	4.31	4.65	5.02	5.45
估值比率					
市盈率	19.93	19.80	15.49	12.34	10.09
市净率	2.53	1.76	1.64	1.52	1.40
EV/EBITDA	14.81	13.31	8.93	6.24	5.37
EV/EBIT	18.89	16.00	9.98	6.87	5.82

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com