

劲嘉股份（002191）/轻工

证券研究报告/公司深度报告

2022年03月18日

评级：买入（上调）

市场价格：13.92

分析师：郭美鑫

执业证书编号：S0740520090002

Email: guomx@r.qizq.com.cn

联系人：张舒怡

Email: zhangsy@r.qizq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3988.7	4191.4	5084.9	6352.2	8259.6
增长率 yoy%	18.2%	5.1%	21.3%	24.9%	30.0%
净利润（百万元）	876.8	823.6	1005.7	1240.0	1525.4
增长率 yoy%	20.9%	-6.1%	22.1%	23.3%	23.0%
每股收益（元）	0.60	0.56	0.68373	0.84306	1.04
每股现金流量	0.81	0.71	0.05	0.74	0.93
净资产收益率	12.12%	10.78%	12.29%	14.04%	15.83%
P/E	23.26	24.76	20.36	16.51	13.37
PEG	1.11	(4.08)	0.92	0.71	0.58
P/B	2.94	2.75	2.57	2.38	2.19

备注：股价数据截至2022年03月17日收盘。

报告摘要

- 烟标业务迎修复拐点，多元化产品放量，大包装行稳致远。**公司是烟标行业市占率约10%的龙头（2020年），边际变化看，前期受招投标体系变动影响份额略有下滑，经过两年的消化调整，最新中标情况良好，烟标业务预计迎来修复；而长期看，卷烟高端化、集中化趋势下，公司份额有望持续提升。在包装业务延伸上，公司坚定践行大包装战略，在做大做强烟标主业的同时横向拓展彩盒包装、纵向延伸包装材料等业务，随着与大客户合作不断深入及智能包装产能建设推进，预计大包装业务保持中高速增长。
- 监管推动雾化格局出清，HNB若开放中烟供应链企业受益。**全球新型烟草渗透率提升趋势下，受益海外市场一次性小烟市场爆发，我国电子烟产业快速发展，2021年出口额达1383亿元，同增180%（行业协会数据）。国内3月11日国家烟草专卖局发布《电子烟国家标准（二次征求意见稿）》及《电子烟管理办法》两项重磅文件，监管靴子落地，推动格局出清，预计行业将从无序扩张走向有序发展。同时电子烟雾化烟规范化进程对HNB烟草市场放开形成映射，随着政策端边际明朗，我们认为其国内市场进程有望加速推进，中烟供应链相关企业受益。
- 内生+并购，新型烟草全产业链布局抢先机。**在前期政策真空期，劲嘉股份提前卡位，已实现新型烟草全产业链布局。1) 在HNB烟草领域，公司定位为中烟的供应链服务商，布局了HNB香精香料企业长宜科技、HNB烟具代工企业嘉玉科技、HNB海外营销推广企业恒天商业。2) 在电子烟雾化烟领域，公司定位为一体化方案解决商，布局了雾化烟油企业云烁科技、雾化代工企业劲嘉科技、雾化品牌企业因味科技。3) 公司通过佳聚电子进军本草颗粒全产业链，并通过云普星河、云普飞匣等打造新型烟草供应链。受益于新客户导入及海外一次性小烟市场爆发，2021年公司新型烟草营收高速增长，约达2亿元（+381.16%）。
- 股权激励彰显公司发展信心，主业稳健、新型烟草业务进一步贡献弹性空间。**根据公司股权激励目标测算，2020-2023年净利润CAGR约为22.8%，彰显主业发展信心，同时新型烟草产业链卡位布局在政策推进下有望贡献业绩增量。由于烟标主业修复良好，新型烟草布局推进超预期，我们调整盈利预测，预计公司2021-2023年实现营业收入50.8亿元、63.5亿元、82.6亿元，同比增长21.3%、24.9%、30.0%，实现归属于母公司净利润10.06亿元、12.40亿元、15.25亿元，同比增长22.1%、23.3%、23.0%（前次预测值为收入51.2、61.8、74.2亿元，归母净利润10.3、12.7、15.3亿元）。
- 投资建议：**公司烟标业务壁垒深厚，大包装战略稳步推进，新型烟草业务全产业链布局，具备向上期权。以截至2022年3月17日收盘价计算，当前公司市值为205亿元，对应2021、2022年PE分别为20.4X和16.5X，而同行业可比公司平均估值水平为35.5X和25.2X，公司主业具备安全垫，给予“买入”评级。
- 风险提示：**公共卫生和监管政策风险、烟标招投标体系变动风险、HNB政策推进不达

基本状况

总股本(百万股)	1470.89
流通股本(百万股)	1421.99
市价(元)	13.92
市值(百万元)	20474.79
流通市值(百万元)	19794.10

股价与行业-市场走势对比

相关报告

预期风险、研报使用信息数据更新不及时及测算结果偏差风险等。

内容目录

烟标: 现金牛业务, 调整修复.....	- 5 -
烟标市场稳定, 集中化趋势持续演绎	- 5 -
烟标业务壁垒深厚, 经历调整开启修复.....	- 7 -
大包装: 多元化产品放量, 大包装战略驱动增长.....	- 10 -
彩盒放量, 多元化产品齐头并进.....	- 10 -
布局上游包装材料, 强化竞争优势	- 13 -
新型烟草: 全产业链布局, 具备向上期权.....	- 13 -
内生+并购, 全产业链布局抢先机	- 13 -
电子雾化烟: 海外一次性小烟爆发, 国内监管推动格局出清	- 15 -
HNB 烟草: 中烟主导推进, 供应链企业受益	- 19 -
盈利预测与投资建议	- 22 -
盈利预测	- 22 -
投资建议	- 24 -
风险提示	- 25 -
公共卫生和监管政策风险	- 25 -
烟标招投标体系变动风险	- 25 -
行业市场竞争加剧风险	- 25 -
研报使用信息数据更新不及时风险	- 25 -
测算结果偏差风险	- 25 -

图表目录

图表 1: 中国卷烟产量及增速.....	- 5 -
图表 2: 中国烟草实现工商利税总额及增速.....	- 6 -
图表 3: 烟草利税在财政收入占比	- 6 -
图表 4: 中国烟标市场规模测算.....	- 6 -
图表 5: 中国烟标行业竞争格局 (2020 年)	- 6 -
图表 6: 中国卷烟单箱售价持续提升.....	- 7 -
图表 7: 劲嘉股份烟标业务收入.....	- 8 -
图表 8: 劲嘉股份烟标业务毛利率	- 8 -
图表 9: 劲嘉股份烟标业务单季度收入.....	- 8 -
图表 10: 蓝莓文化获 Pentawards 金奖.....	- 9 -
图表 11: 全球首创可弹奏发声跨界包装.....	- 9 -
图表 12: 劲嘉股份烟标业务收购布局.....	- 9 -
图表 13: 劲嘉股份大包装产业链拓展历程	- 10 -
图表 14: 劲嘉股份彩盒业务收入及增速.....	- 11 -
图表 15: 劲嘉股份彩盒收入结构拆分 (2021)	- 11 -
图表 16: 劲嘉股份精品烟盒示例.....	- 11 -

图表 17: 劲嘉股份电子烟包装产品.....	- 12 -
图表 18: 劲嘉股份精品酒包产品.....	- 12 -
图表 19: 劲嘉股份对申仁包装权益法下的投资收益.....	- 12 -
图表 20: 劲嘉股份镭射包装材料业务收入及增速.....	- 13 -
图表 21: 镭射包装材料应用示例.....	- 13 -
图表 22: 公司新型烟草产业链布局梳理（按时间顺序）.....	- 14 -
图表 23: 公司新型烟草产业链布局.....	- 14 -
图表 24: 全球新型烟草市场规模及增速.....	- 15 -
图表 25: 中国电子烟产业快速发展（亿元）.....	- 15 -
图表 26: 劲嘉股份新型烟草业务收入高速增长.....	- 16 -
图表 27: 2021 年国内电子烟相关政策梳理.....	- 16 -
图表 28: 《电子烟监管办法》梳理.....	- 17 -
图表 29: 劲嘉科技主要代工品牌客户.....	- 18 -
图表 30: 云烁科技部分烟草口味雾化烟油.....	- 19 -
图表 31: 多家中烟已推出 HNB 产品.....	- 19 -
图表 32: 中烟香港新型烟草出口数量快速增长.....	- 20 -
图表 33: HNB 烟草渗透带来产业链扩容机会.....	- 20 -
图表 34: 云烟 MC G 3.0 加热不燃烧烟具.....	- 21 -
图表 35: 佳聚电子旗下威悦 HNB 本草烟弹及烟具.....	- 21 -
图表 36: 劲嘉股份股权激励业绩目标.....	- 22 -
图表 37: 劲嘉股份收入拆分预测（单位：亿元）.....	- 23 -
图表 38: 可比公司估值参照表.....	- 24 -
图表 39: 劲嘉股份三大财务报表.....	- 26 -

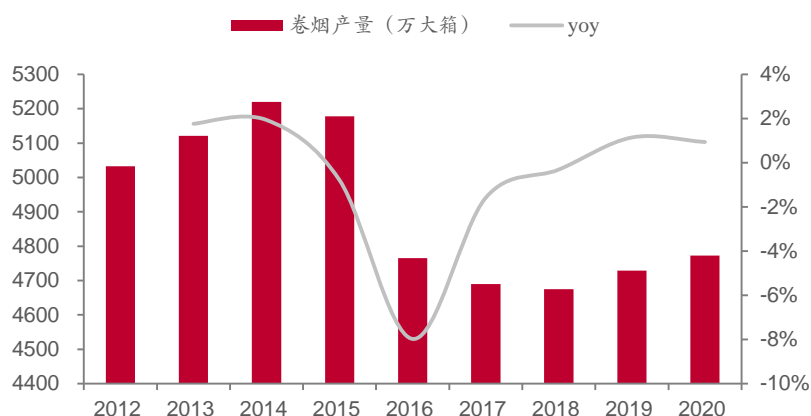
烟标：现金牛业务，调整修复

- 劲嘉股份烟标业务具备现金牛属性，2019-2021 年招标波动和老产品让利的的影响已逐步消化，伴随新进客户增加烟标主业有望开启修复通道。我们判断烟标市场未来整体规模稳定，行业集中化趋势持续演绎，公司深耕烟标行业二十余年，设计、制造、客户优势突出，近两年受招投标体系变动影响业务略有调整，预计烟标业务将随中标改善而逐步修复。

烟标市场稳定，集中化趋势持续演绎

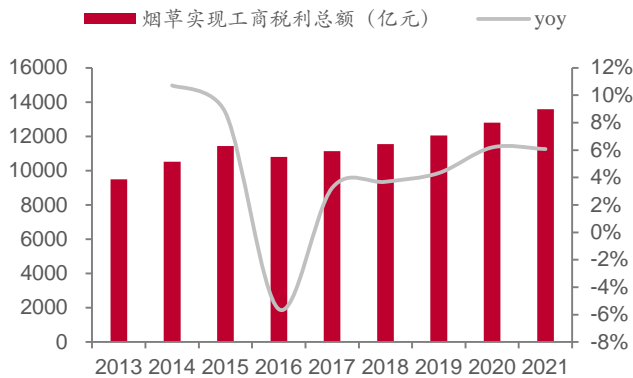
- **中烟调结构，烟标行业规模总体稳定。**烟标是香烟制品的商标，即通常所说的烟盒。随着全球控烟及卷烟高端化趋势推进，我们认为烟标行业总体市场规模将保持稳定。
- **1) 控烟框架下卷烟产量稳定。**我国是世界卫生组织《烟草控制框架公约》缔约国之一，具备控烟减害责任，控烟行动亦纳入 2016 年国务院《“健康中国 2030”规划纲要》。长期来看，中烟统筹下卷烟产量有望稳定在 4700 万大箱，卷烟产品与烟标需求完全配套（每大箱用烟标 250 套），烟标总需求较为稳定。

图表 1：中国卷烟产量及增速

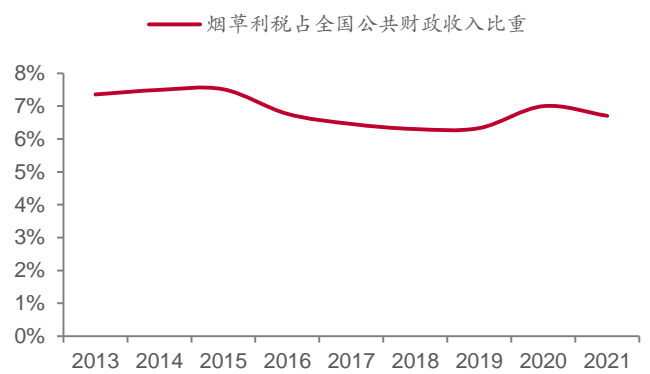


来源：国家统计局、中泰证券研究所

- **2) 控烟+利税诉求下，卷烟产品高端化趋势明显。**另一方面，烟草利税在我国财政体系中扮演重要角色，以 2020 年为例，烟草实现工商利税总额 1.28 万亿元，占全国公共财政收入的 7%。因此深化调整卷烟产品结构、实施“卷烟上水平战略”成为国家烟草专卖系统的重点工作，有助于政府平衡控烟减害和利税诉求之间的矛盾。在量稳价增调结构的策略下，烟草利税总额 18-21 年复合增速 5.5%，而随着卷烟产品结构升级，作为卷烟产品唯一的形象传播载体，中高端卷烟占比提升将带动烟标价值量上行。
- **3) 根据我们测算，假设卷烟产量保持在 4700 万大箱，烟标平均单价每年提升 0.01 元，则 2020-2025 年我国烟标市场规模将保持在约 250 亿元，整体规模较为稳定。**

图表 2: 中国烟草实现工商利税总额及增速


来源: 中国烟草网、中泰证券研究所

图表 3: 烟草利税在财政收入占比


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 4: 中国烟标市场规模测算

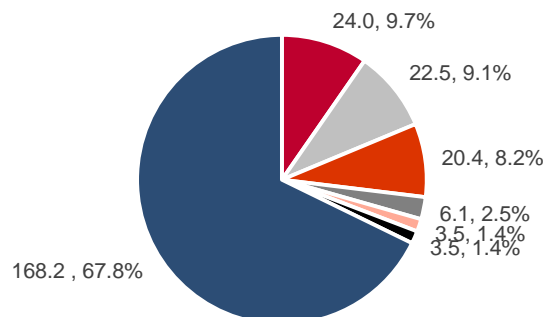
	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
卷烟产量 (万大箱)	4765	4690	4675	4728	4773	4758	4744	4730	4716	4702
yoy	-8.0%	-1.6%	-0.3%	1.1%	0.9%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
单箱烟标套数	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250
烟标需求量 (亿套)	119	117	117	118	119	119	119	118	118	118
烟标均价 (元/套)	2.04	2.05	2.06	2.07	2.08	2.09	2.10	2.11	2.12	2.13
烟标市场 (亿元)	243	240	241	245	248	249	249	250	250	250
yoy	-7.5%	-1.1%	0.2%	1.6%	1.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

来源: 中国烟草网、公司公告、中泰证券研究所测算

- 烟标行业格局: 产能分散, 集中度低。** 全国规模以上的烟标印刷企业约有 200 余家, 以劲嘉股份为代表的行业龙头企业市占率仅不到 10%, 2020 年行业 CR3 仅为 27%。烟标产品订单周期短、定制化生产, 需要长期合作经验, 使得行业内客户黏性普遍较高, 同时服务半径限制也客观上限制了市场集中度提升, 行业内 60%-70% 的产能为地方性中小企业和卷烟厂下属的“三产”企业所有。

图表 5: 中国烟标行业竞争格局 (2020 年)

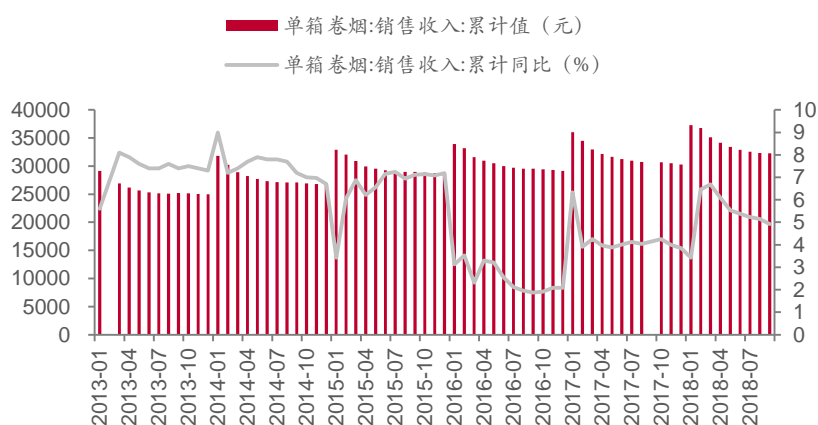
■ 劲嘉股份 ■ 东风股份 ■ 澳科控股 ■ 陕西金叶 ■ 永吉股份 ■ 新宏泽 ■ 其他



来源: 各公司公告、中泰证券研究所测算 注: 单位为亿元

- **卷烟高端化、集中化，有望带动烟标市场走向集中。**
- 1) 产品高端化。从对卷烟行业内部细分市场的分析发现，行业内部高端化趋势明显，一二类卷烟占比持续提升，推动单箱卷烟价格从 2017 年起突破 3 万元大关。从创新产品看，细支烟、短支烟、中支烟、爆珠烟等创新产品销量快速增长，根据《烟草市场》，2021 年前 11 个月，创新产品的市场份额已经接近 18%，尤其一类卷烟成长为创新产品的销量主体，接近 50%的创新产品属于一类卷烟，对配套烟标产品的设计印刷提出了更多新要求。
- 2) 品牌集中化。近年来，我国卷烟行业一直处于品牌整合的大潮中，卷烟品牌集中度持续提升。截止 2020 年，有 8 个品牌销量超过 300 万箱，5 个品牌超过 200 万箱，“中华”销售收入稳定在 1500 亿元以上，有 4 个品牌突破 1000 亿元。头部品牌增速远超行业平均。随着尾部品牌退出，我们预计仅依赖一两个烟标生存的中小/三产企业业务将自然流失。
- 我们认为，随着卷烟高端化、品牌集中化，对产品要求的日趋严格，烟标行业对于技术和设备的要求也逐步提高，通过在印前设计、环保技术、防伪技术、多工艺组合印刷技术方面形成经验壁垒打造核心竞争力，大型烟标企业规模化、品牌化优势将逐渐显现，而中小型的烟标印刷企业受制于其相对落后的印刷设备与技术将逐步退出市场。

图表 6：中国卷烟单箱售价持续提升

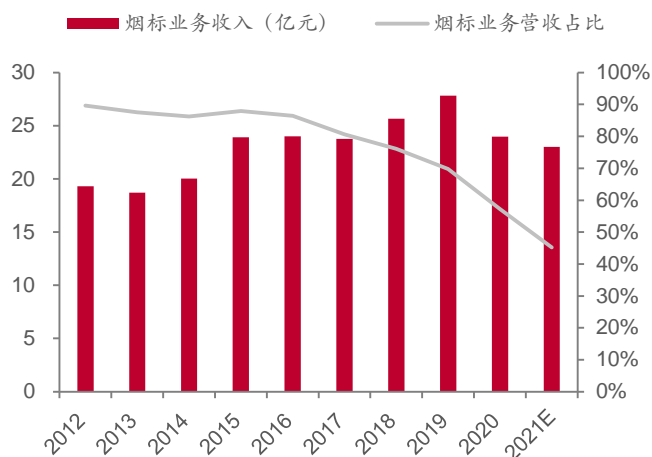


来源：烟草在线、中泰证券研究所

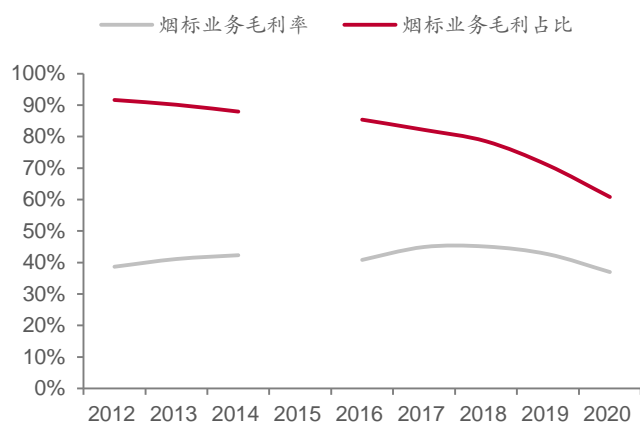
烟标业务壁垒深厚，经历调整开启修复

- **劲嘉股份：烟标是收入稳健、利润丰厚的现金牛业务。**劲嘉股份主营高端包装印刷品和包装材料的研究生产，其中烟标印制是公司核心业务，2012 年至 2021 年，烟标业务收入从 19.3 亿元增至 23 亿元，虽然随着公司业务拓展，营收占比从 89.7%下降至 45.3%，但作为包装印刷业的黄金赛道，烟标业务毛利率水平较高且稳定，属于现金牛业务。
- **趋势：招标及价格调整影响逐步消化，或步入修复通道。**2019 年末开始，受烟草行业反腐影响，行业招投标体系发生变动，如云南中烟宣布修改招标规则，更强调价格而非技术要素，目的为杜绝贪腐，此类招标

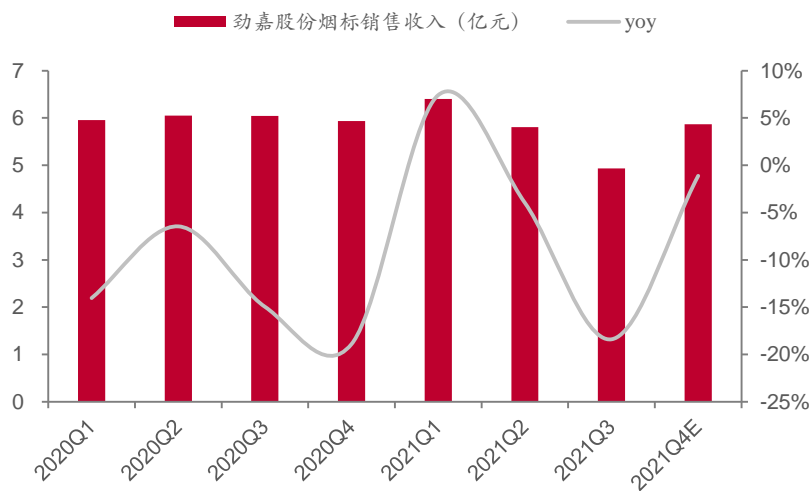
规则变动影响了公司短期中标情况及利润水平，造成 2020-2021 年公司烟标营收分别下滑 13.8%和 4.1%，毛利率水平亦有影响，2020 年公司烟标业务毛利率 37%，较 2019 年下滑 5.6 个百分点，2021 年已趋缓。从近期招投标开标结果来看，公司中标情况良好，预计将陆续反映至业绩端。

图表 7：劲嘉股份烟标业务收入


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 8：劲嘉股份烟标业务毛利率


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 9：劲嘉股份烟标业务单季度收入


来源：公司公告、中泰证券研究所

- 烟标业务强壁垒：1) 前端设计能力。**在烟草广告禁令下，作为卷烟产品唯一的形象传播载体，烟标是烟草品牌销售、产品升级的重要推手，因此优秀的研发设计能力对于烟标企业至关重要。劲嘉股份拥有全资子公司蓝莓文化，提供品牌策划、文化创意、品牌营销、设计制作等服务，是中国包装设计的领航者，也是中国烟草包装设计界最具影响力的公司之一。蓝莓文化擅长将品牌设计与视觉消费结合，进行创意转化，跨界整合，构建实效的商业体系，拥有多项发明专利，曾获得 Pentawards 金奖、“世界之星”包装设计大奖等众多奖项，是公司大包装产业链的重

要一环，显现公司品牌影响力和核心竞争力。

图表 10: 蓝莓文化获 Pentawards 金奖



来源：蓝莓文化官网、中泰证券研究所

图表 11: 全球首创可弹奏发声跨界包装



来源：蓝莓文化官网、中泰证券研究所

- 2) **精密制造能力。**相对于其他包装印刷子行业而言，卷烟的产品属性决定了烟标往往需兼具防伪、宣传、包装等功能，烟标印刷具有技术水平高、创新空间大、工艺复杂等特点，特别是卷烟生产线的高速自动包装趋势对于烟标的平整度、光滑度、耐磨性、热封性、膜切精度诸项指标都提出了更高的要求。因此，烟标生产一般需采用进口的成套生产设备，购置成本较高。劲嘉不仅具备多台赛鲁迪复合转移连线9色凹印机组、德国海德堡速霸印刷机群、日本高精度全自动模切机群等先进的高端生产设备，还在设备的升级改造中注入公司的自主研发及专利技术，使设备更加符合客户、市场的需要。
- 3) **客户资源积累。**全国 19 家中烟工业企业在地域上呈现分散化分布，同时烟标业务订单周期短、定制化生产的特征对及时响应能力提出了极高要求，因此烟标生产企业需要贴近客户在当地布点以扩张服务半径、获取客户资源。劲嘉股份深耕烟标行业二十余年，通过兼并小型地方性企业的方式获取当地的客户资源、实现产能全国布局，与绝大多数中烟公司建立起了深入稳定的合作关系。

图表 12: 劲嘉股份烟标业务收购布局

收购时间	收购标的	权益占比	标的企业主要客户
2006	昆明彩印	51.61%	云南市场，目前主要为昆明卷烟厂服务
2008	安徽安泰	100%	安徽中烟
2012	青岛嘉泽	30%	山东中烟
2013	重庆宏声	66%	川渝中烟、云南中烟
2015	重庆宏劲	33%	川渝中烟，占标的企业全部营收 97%
2015	江苏顺泰	100%	江苏中烟，占标的企业全部营收 72%
2016	长春吉星	70%	吉林烟草、黑龙江烟草、河南中烟
2019	江西丰彩丽	100%	江西中烟、云南红塔

来源：公司公告、中泰证券研究所

大包装：多元化产品放量，大包装战略驱动增长

- **立足传统烟标业务优势，实施大包装战略。**2007 年公司刚上市时，烟标业务营收占比 90%以上，在做大做强烟标主业的同时，公司积极拓展新业务，寻找新的利润增长点：1) 基于烟标业务的技术和资源，公司横向拓展了精品烟酒、3C 电子、日化等彩盒精品包装业务。2) 向上游印刷包装材料延伸，投资镭射膜、烟膜、可降解材料等业务。随着与大客户合作不断深入及智能包装产能建设推进，我们预计公司大包装业务保持中高速增长。

图表 13：劲嘉股份大包装产业链拓展历程

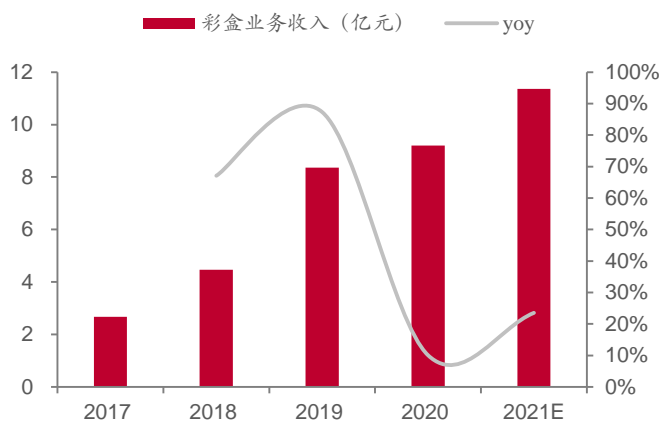
时间	事项
2008	收购中丰田光电 60%股权，向上游拓展镭射包装材料
2012	与贵州盐业集团下属子公司合资设立公司，开发生产以多层共挤复合塑料包装为主的功能性包装产品
2013	增持中丰田光电 40%股权
2014	开始为步步高、云南白药牙膏、冷酸灵牙膏、红桃 K 等知名企业和品牌提供产品包装服务
2015	深圳精品包装基地一期投产，客户包括步步高·VIVO 等知名电子企业，重庆基地为步步高·VIVO、冷酸灵等提供印刷包装服务
2016	深圳精品包装基地二期竣工，成功拓展步步高·VIVO、魅族、茅台醇等客户，推动精品包装的智能化进程，包装物联网建设取得实质性进展
2017	成功开拓知名烟草产品的精品彩盒包装，与茅台技开司签署战略合作协议，收购申仁包装 29%股权
2018	保持知名烟酒品牌的精品彩盒包装市场份额的同时，取得英美烟草、菲莫国际、悦刻等新型烟草产品的合格供应商资格，取得知名白酒品牌如红星二锅头、江小白的外包装业务；对申仁包装进行增资，直接持股比例增加至 35%，与茅台的合作力度进一步加强；推进中丰田光电科技改扩建项目
2019	推进申仁包装改扩建项目，与四川省宜宾丽彩集团签署战略合作协议，设立合资公司嘉美包装
2020	申仁包装正式启动生产改扩建项目，项目总投资 6.3 亿元；设立山东菏泽中丰田光电科技有限公司，作为“山东新型 BOPP 薄膜及复合纸材料项目”的实施主体，提升公司在包装原材料产业的综合服务能力；收购青岛英诺 30%股权，优化拓展高端膜类产品的结构及区域布局
2021	设立遵义劲嘉新型智能包装有限公司，发展以酒包装为重点的彩盒包装业务，实现就近配套及西南地区乃至全国范围内的彩盒业务布局；收购青岛英诺剩余 70%股权。

来源：公司公告、公司官网、中泰证券研究所

彩盒放量，多元化产品齐头并进

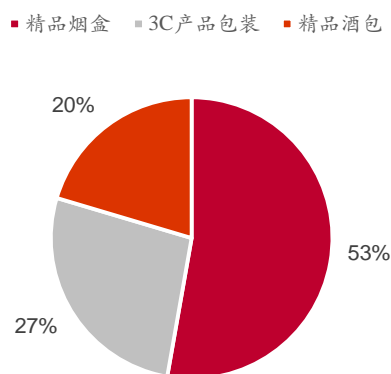
- **彩盒：**目前公司彩盒业务主要包括精品烟盒、3C 电子包装（主要为悦刻等电子烟包装及 Vivo 等手机包装）、精品酒包（客户覆盖了茅台、五粮液、洋河、习酒、国台、汾酒、江小白等），同时公司也在积极拓展药包、日化包装等业务。
- 2021 年公司彩盒包装业务预计实现收入 11.36 亿元，同比增长 23.5%。拆分来看，我们推算其中精品烟盒约占比约 53%，3C 产品包装约占比 27%，精品酒包约占比 20%。

图表 14: 劲嘉股份彩盒业务收入及增速



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 15: 劲嘉股份彩盒收入结构拆分 (2021)



来源: 公司公告、中泰证券研究所测算

- 1) 精品烟盒方面, 受益于卷烟高端化趋势, 精品烟盒占比逐渐提升。依托在传统烟标业务的设计及供应链优势, 公司成功拓展了“中华(金中支)”、“南京(九五之尊)”、“黄山(徽商)”、“云烟(大重九)”等知名产品的精品彩盒包装。我们推算 2021 年精品烟盒收入近 6 亿元, 同比增长 14.2%。

图表 16: 劲嘉股份精品烟盒示例



来源: 公司官网、中泰证券研究所

- 2) 3C 电子产品包装方面, 目前公司主要业务为电子烟包装, 2021 年受国内监管政策变动影响, 下游客户出货情况不及预期, 我们推算 2021 全年实现营收 3 亿元, 约同比下滑 5%, 预期未来随着电子烟政策明朗, 配套包装业务有望恢复增长。
- 3) 精品酒包方面, 公司从高端酒包入手, 与茅台、五粮液等签订战略合作协议, 并逐步向中高端酒包市场渗透。我们推算 2021 全年实现营收 2.3 亿, 约同比增长 217.6%。

图表 17: 劲嘉股份电子烟包装产品



来源: 公司官网、中泰证券研究所

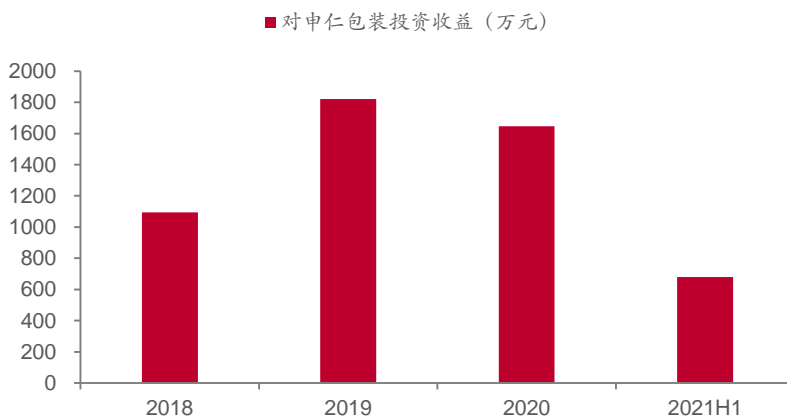
图表 18: 劲嘉股份精品酒包产品



来源: 公司官网、中泰证券研究所

- **与茅台合资公司申仁包装改扩建项目进行中:**2016 年公司 与茅台集团进行合作，为其设计开发了“茅台醇”，切入精品酒包业务。2017 年 12 月公司与茅台技开司结成战略联盟，入股茅台下属子公司申仁包装，获得 29% 股权，并于 2018 年 3 月增资至持股 35%。2020 年 9 月，申仁包装正式启动生产改扩建项目，预定的建设规模为年产满足 15 万吨白酒的纸质包装品以及 20 万箱烟标。2020 年申仁包装收入 2.9 亿元，净利润 4702 万元，贡献投资收益 1646 万元。
- **与五粮液合资公司经营状况良好:**2019 年 4 月公司与四川宜宾五粮液精美印务合资设立宜宾嘉美公司（公司持股 51%），重点在酒盒设计创意、酒盒后道成型自动化、烟酒包装联合发展上协同，11 月正式投产。2020 年受疫情影响经营业绩略有下滑，2021 年随着与客户合作加深，经营业绩快速提升。
- **遵义智能包装持续投产放量:**2021 年 3 月设立遵义智能包装公司，立足贵州市场，服务于西南地区及全国的酒企，目前的客户有国台、习酒等，客户范围不断拓展，产能快速提升。

图表 19: 劲嘉股份对申仁包装权益法下的投资收益

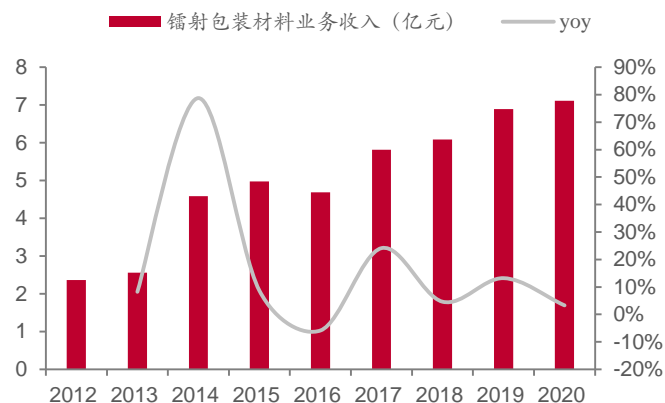


来源: 公司公告、中泰证券研究所

布局上游包装材料，强化竞争优势

- **新材料：**劲嘉股份通过子公司中丰田光电、青岛英诺拓展印刷包装新材料业务，2012-2020 年公司镭射包装材料业务收入从 2.4 亿提升至 7.1 亿，复合增速 14.7%。
- 1) 中丰田光电：公司 IPO 募投项目之一即以 3.8 亿元收购中丰田光电 60% 股权项目，2008 年 7 月正式完成收购，2013 年 11 月进一步收购中丰田光电剩余 40% 股权。2018 年公司使用非公开发行募资实施中丰田光电改扩建项目，扩大产品种类及产能。2020 年 11 月设立子公司菏泽中丰田实施“山东新型 BOPP 薄膜及复合纸材料项目”。中丰田光电主营产品包括 OPP 镭射膜、PET 镭射膜、PVC 镭射膜以及镭射纸，向烟标包装企业等客户供应镭射包装材料。镭射制版及无版缝工艺技术，是中丰田光电在镭射包装材料领域的核心竞争力。通过向上游延伸收购中丰田光电，公司成功实现对生产链上游环节供应的质量和成本控制。
- 2) 青岛英诺：2020 年 4 月中丰田光电以 2700 万元收购青岛英诺 30% 股权，并于 2021 年 6 月进一步收购剩余 70% 股权。青岛英诺的主营产品包括烟膜、高端转移及复合膜、金拉线基膜、可降解薄膜等，通过布局青岛英诺，公司高端膜类产品的结构及区域布局得以进一步拓展优化。目前青岛英诺已引入专业的研发团队，就可降解塑料包装材料产品的品质提升及量产进行一系列技术性指导，可降解材料运用范围广、绿色环保，有很强的市场需求，也能够增强公司的产品竞争力。

图表 20：劲嘉股份镭射包装材料业务收入及增速



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 21：镭射包装材料应用示例



来源：公司官网、中泰证券研究所

新型烟草：全产业链布局，具备向上期权

内生+并购，全产业链布局抢先机

- **内生+并购，实现新型烟草全产业链布局。**在政策真空期，通过投资和收购，劲嘉股份已形成电子雾化/HNB/本草颗粒全品类、上游原料/中游制造/下游品牌的全产业链布局。
 - 1) 在 HNB 领域，公司定位为中烟的供应链服务商，布局了 HNB 香精香料企业长宜科技、HNB 烟具代工企业嘉玉科技、HNB 海外营销推广

企业恒天商业。

2) 在电子雾化烟领域，公司定位为一体化方案解决商，布局了雾化烟油企业云烁科技、雾化代工企业劲嘉科技、雾化品牌企业因味科技。

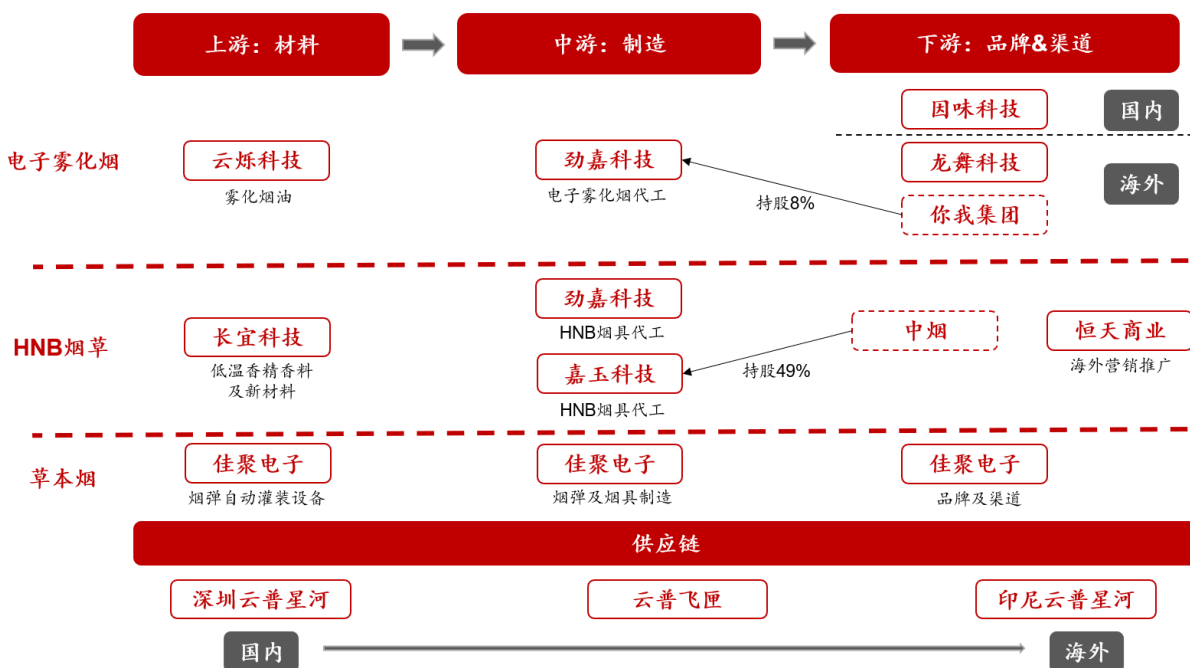
3) 布局佳聚电子进军本草颗粒全产业链，并通过云普星河、云普飞匣打造新型烟草供应链。

图表 22: 公司新型烟草产业链布局梳理 (按时间顺序)

公司	公告时间	投资金额	股份	取得方式	赛道	环节	产品
劲嘉科技	-	-	62%	收购	雾化	中游制造	雾化电子烟 ODM 代工
因味科技	2018 年 9 月 14 日	-	51%	设立	雾化	下游品牌	自主品牌 Foogo 电子烟
嘉玉科技	2018 年 10 月 11 日	1020 万元	51%	设立	HNB	中游制造	HNB 烟具
龙舞科技	2021 年 1 月 6 日	355 万元	3.1%	收购	雾化	下游品牌	电子烟品牌 gipro
深圳云普星河	2021 年 3 月 18 日	2800 万元	70%	设立	-	供应链	供应链服务
印尼云普星河	2021 年 6 月 16 日	450 万元	100%	设立	-	供应链	供应链服务
恒天商业	2021 年 11 月 16 日	1000 万港元	40%	收购	HNB	供应链	中烟 HNB 产品海外营销推广
云烁科技	2021 年 11 月 25 日	1059 万元	51% (穿透后 23%)	收购	雾化	上游辅料	雾化烟油、烟用香精香料
佳聚电子	2022 年 1 月 12 日	2380 万元	40%	收购	HNB	中游制造/下游品牌	HNB 烟具、HNB 本草颗粒烟弹及自动化生产设备
长宜科技	2022 年 2 月 16 日	1575 万元	35%	收购	HNB	上游辅料	HNB 香精香料及降温段等新材料
云普飞匣	2022 年 3 月 1 日	1100 万元	55%	设立	-	供应链	供应链服务

来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 23: 公司新型烟草产业链布局

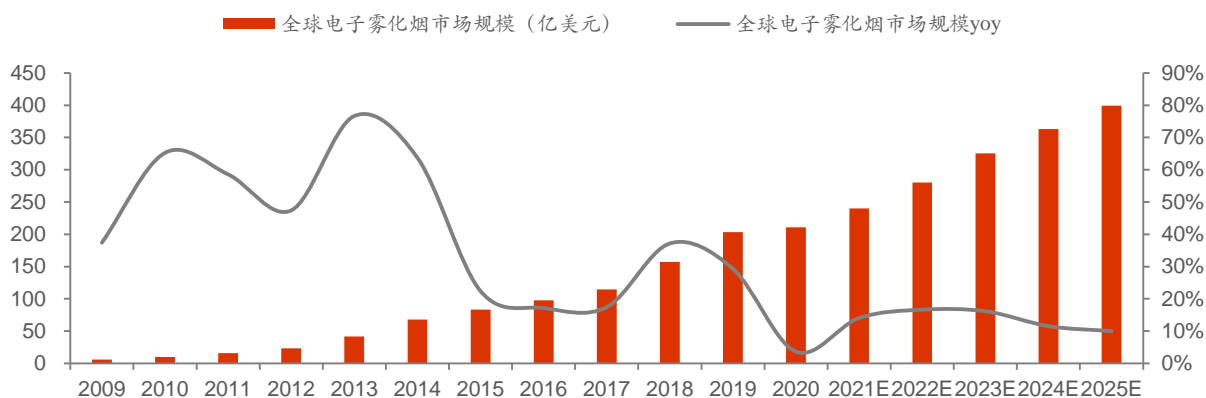


来源: 公司公告、中泰证券研究所 注: 虚线主体表示无劲嘉参股

电子雾化烟：海外一次性小烟爆发，国内监管推动格局出清

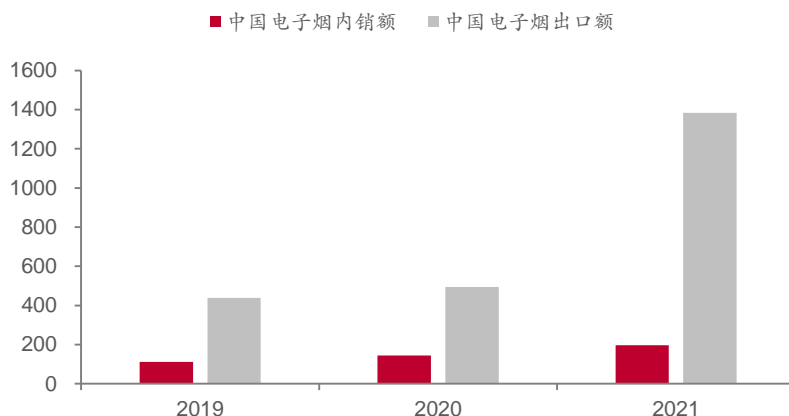
- **海外：电子雾化烟快速渗透，全球范围内新型烟草趋势已成。**根据欧睿国际数据，从 2016-2020 年，全球电子雾化烟市场规模从 98 亿美元增长至 211 亿美元，CAGR 达 21.2%，并预期将于 2025 年达到 400 亿美元，对应 5 年 CAGR 达 13.7%。以菲莫国际、英美烟草为代表的海外烟草巨头发力新型烟草业务意志坚定，无烟未来愿景和高增长目标体现公司发展信心，全球范围内新型烟草趋势已成。我国是全球最大的电子烟生产和出口国，根据《2021 电子烟产业蓝皮书》，我国 2021 年电子烟出口额达 1383 亿元（+180%），在海外电子雾化烟快速渗透背景下，行业景气度有望持续。

图表 24：全球新型烟草市场规模及增速



来源：欧睿国际、中泰证券研究所

图表 25：中国电子烟产业快速发展（亿元）



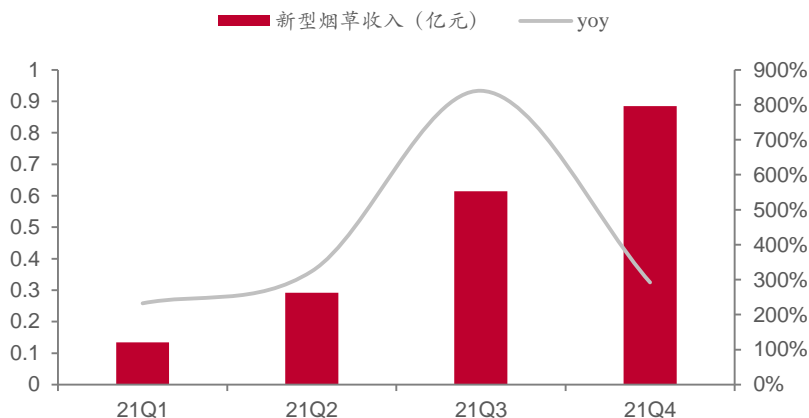
来源：中国电子商会电子烟行业委员会《2021 年电子烟产业蓝皮书》、中泰证券研究所

- **口味烟禁令下，一次性小烟市场爆发。**2020 年 1 月 2 日，FDA 发布了针对电子烟的监管方案，以遏制青少年使用电子烟，即禁止除烟草及薄荷以外口味的换弹式电子烟产品销售，但是一次性电子烟被排除在了监管范围之外。以 Puff Bar 和 Bidi Bar 为代表的一次性电子烟市场出现爆发式增长，根据尼尔森零售数据，截至 2020 年 10 月一次性电子烟销售

额已占全部电子烟市场的 8.5%，52 周内销售额同比增长 113%。

- **劲嘉股份: 受益海外一次性小烟市场爆发, 2021 年收入同增 381%。**2021 年公司导入电子烟 ODM 业务的战略客户你我集团, 其旗下拥有 Suorin、Youme 等品牌, 受益于美国市场一次性小烟市场的爆发快速放量, 我们推算 2021 年新型烟草实现营收 1.9 亿元, 同比增长 381.16%。

图表 26: 劲嘉股份新型烟草业务收入高速增长



来源: 公司公告、中泰证券研究所测算

国内: 监管靴子落地, 从无序扩张走向有序发展。长期以来, 由于不含有烟草, 电子烟以普通消费品方式销售, 游离于监管之外。2021 年 11 月 26 日, 国务院正式修订《烟草专卖法实施条例》, 增加附则“电子烟参照卷烟管理”, 11 月 30 日和 12 月 2 日, 国家烟草专卖局接连发布电子烟国家标准及电子烟管理办法(征求意见稿)。2022 年 3 月 11 日国家烟草专卖局同日发布《电子烟国家标准(二次征求意见稿)》及《电子烟管理办法》两项重磅文件, 国标征求意见截至 3 月 17 日, 管理办法将从 5 月 1 日起正式施行, 监管靴子落地, 推动格局出清, 预计行业将在监管下持续良性发展。

图表 27: 2021 年国内电子烟相关政策梳理

时间	监管单位	核心内容
2021.3.22	工信部 烟草专卖局	联合发布《关于修改<中华人民共和国烟草专卖法实施条例>的决定(征求意见稿)》, 拟在《实施条例》中增加一条附则“电子烟等新型烟草制品参照本条例中关于卷烟的有关规定执行”。
2021.5.26	国家卫健委 世卫组织驻华代表	发布《中国吸烟有害健康报告 2020》, 较旧版新增电子烟对健康的危害内容, 指出有充分证据表明电子烟会对健康产生危害, 同时电子烟会诱导青少年使用卷烟。
2021.6.19	烟草专卖局 市场监督管理总局	联合开展保护未成年人免受烟侵害“守护成长”专项行动, 提出全面从严监管电子烟经营行为、引导电子烟实体店合法规范经营。
2021.11.26	国务院	发布《关于修改<中华人民共和国烟草专卖法实施条例>的决定》, 新增一条附则“电子烟等新型烟草制品参照本条例卷烟的有关规定执行。”
2021.11.30	烟草专卖局	发布《电子烟国家标准(征求意见稿)》
2021.12.2	烟草专卖局	发布《电子烟管理办法(征求意见稿)》
2022.3.11	烟草专卖局	发布《电子烟国家标准(二次征求意见稿)》及《电子烟管理办法》

来源: 中国政府网、烟草专卖局、中泰证券研究所整理

- 国内电子烟监管趋严，或将提升行业门槛，推动规范化发展。**根据《电子烟管理办法》：1) 牌照管理制度：电子烟生产、烟油烟碱生产、电子烟批发企业，均须经国务院烟草专卖行政主管部门审批取得许可证，审批层级较高，行业门槛显著提升。2) 产品端：上市产品须通过专业检测机构技术审评，符合电子烟强制性国家标准（仅保留烟草口味），规范化将使得通配等劣质产品退出市场，有利于行业格局出清。3) 销售端：电子烟批发企业许可证仅能通过变更范围获得，预计将限于中烟体系内，零售企业不得排他性经营上市销售的电子烟产品，电子烟渠道体系面临重构。4) 交易：各环节需在统一的电子烟交易管理平台中进行交易，零售网点开设需要满足当地电子烟网点布局要求，微商、窜货、乱价等行业乱象或将终结，行业无序扩张和恶性竞争情况或将有所好转。5) 出口：出口电子烟产品优先参考目的地国家或地区的法律法规和标准要求，预计对出口业务影响有限。

图表 28: 《电子烟监管办法》梳理

环节	管理细则
产品	需符合电子烟强制性国家标准，禁止销售除烟草口味外的调味电子烟和可自行添加雾化物的电子烟，在国内上市销售前，国务院烟草专卖行政主管部门应当组织专业机构根据检验检测报告等申请材料对电子烟产品进行技术审评，建立电子烟抽检制度和产品追溯制度
采购	所用的烟叶（包括再造烟叶和烟梗，下同）、复烤烟叶、烟丝等烟草专卖品应当从有经营权烟草企业购进（国标规定应使用烟草中提取的烟碱），国务院烟草专卖行政主管部门下达烟叶、复烤烟叶、烟丝等烟草专卖品的购销计划
生产	设立电子烟生产企业（含产品生产、代加工、品牌持有企业等，下同）、雾化物生产企业和电子烟用烟碱生产企业等，必须经国务院烟草专卖行政主管部门批准，取得烟草专卖生产企业许可证，并经市场监督管理部门核准登记，首次公开发行股票并上市、为扩大生产能力进行基本建设或者技术改造等均应当报经国务院烟草专卖行政主管部门批准
批发	取得烟草专卖批发企业许可证的企业，应当经烟草专卖行政主管部门批准，变更许可范围后方可从事电子烟产品批发业务
零售	零售业务在要求取得烟草专卖零售许可证的同时，需符合当地电子烟零售点合理布局的要求，避开普通中小学、特殊教育学校、中等职业学校、专门学校、幼儿园周边在当地电子烟批发企业购进电子烟产品，不得排他性经营上市销售的电子烟产品
交易	建立全国统一的电子烟交易管理平台，电子烟生产企业、雾化物生产企业、电子烟用烟碱生产企业、电子烟批发企业、电子烟零售经营主体等应当通过电子烟交易管理平台进行交易
运输	电子烟产品、雾化物、电子烟用烟碱等的运输，应当接受烟草专卖行政主管部门的监管，寄递、异地携带电子烟产品、雾化物、电子烟用烟碱等实行限量管理，个人进入中国境内携带电子烟产品实行限量管理
出口	仅用于出口的电子烟产品，应当符合目的地国家或地区的法律法规和标准要求

来源：烟草专卖局、中泰证券研究所整理

- 劲嘉股份：或将受益于监管推动下的行业格局优化。**根据《2021 电子烟产业蓝皮书》，当前我国电子烟制造及品牌企业约 1500 家，年销售额 2000 万以上企业共 743 家，行业内充斥大量中小企业。根据即将落地实施的电子烟管理办法，电子烟生产、代工、品牌均需取得烟草专卖生产企业许可证，预期行业门槛显著提升，大量中小企业将退出市场，公司拥有领先的研发及制造能力，长期规范化经营，或将受益于监管推动下的行业格局优化。
- 股权合作绑定大客户，自主品牌和代工同步发展。**公司重视新型烟草趋势下的发展机遇，2014 年起即依托子公司劲嘉科技开展电子烟相关业务。劲嘉科技是公司在电子雾化烟领域的核心主体，2014 年起涉足电子烟领域，主要做电子雾化产品的 ODM/OEM 代工。目前核心客户为出口国外

的电子烟品牌 Suorin（你我集团）、gipro（龙舞科技）及公司内销自主品牌 Foogo。公司与核心大客户均具有股权绑定：1）**你我集团**：专注于电子雾化技术产品的研发，产品线已覆盖包括美国、欧洲、中东国家等在内的全球主流国家，于 2020 年已提交下属“Suorin”品牌旗下的一款产品在美国的 PMTA 认证申请，具有良好的市场竞争能力，2021 年 1 月你我集团向劲嘉科技增资 400 万元取得 8% 股份；2）**龙舞科技**：龙舞科技下属 gipro 品牌成立于日本东京，产品包括各类型电子雾化设备、加热不燃烧器具和非烟草耗材等产品，全产品线覆盖大多数主流国家和地区，2021 年 1 月劲嘉科技以 355 万元向龙舞科技增资及受让部分股权，共持股 3.09%。**因味科技**是公司自主品牌 Foogo 的经营主体，系 2018 年 9 月与小米生态链企业米物科技合资成立（持股 51%），旗下 GT 小钢炮系列产品广受用户好评。

图表 29：劲嘉科技主要代工品牌客户



来源：各公司官网、中泰证券研究所

- **向上游布局雾化烟油，强化竞争壁垒。**2021 年 11 月公司通过产业投资基金（济南睿德）收购了云烁科技 51% 股权，向上游烟油领域进军。云烁科技的主营业务为烟用（含新型烟草）香精香料和雾化电子烟油的技术研发、生产、销售，拥有年产量 2500 吨的烟油、香精香料食品级生产车间，现有的管理团队具有丰富的行业经营经验，取得多项行业专利。根据《电子烟国家标准（二次征求意见稿）》，雾化物添加剂临时许可限定为 101 种，取缔果味烟油，仅保留以烟草口味为主基调的混合型口味我们认为在国标规范下，电子雾化烟油的调制能力尤其是对于烟草味型的把握或将成为重要的竞争要素。

图表 30: 云烁科技部分烟草口味雾化烟油



来源: 云烁科技官网、中泰证券研究所

HNB 烟草: 中烟主导推进, 供应链企业受益

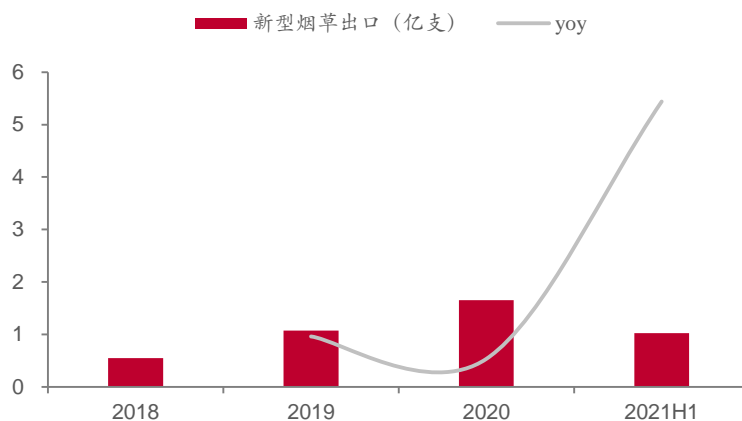
- **从 0 到 1, 中烟主导下产业链扩容。**根据我国电子烟国家标准, 对电子烟的定义为烟碱电子传送系统, 包括电子雾化烟、固体电子烟(本草烟), 但不包括 HNB 卷烟。由于 HNB 产品的原料为传统烟叶, 管辖权自始至终在中烟体系。目前国内多家中烟系公司已经积极布局 HNB 产品。自 2017 年四川中烟率先推出国内首个 HNB 烟草产品“宽窄·功夫”之后, 云南中烟、湖北中烟等地方中烟公司陆续跟进, 推出相关产品并面向以东南亚为主的海外市场销售。电子雾化烟产品端的规范化进程对 HNB 产品的推出形成映射, 随着政策端边际明朗, 我们认为其国内市场进程有望加速推进, 中烟供应链企业有望受益。

图表 31: 多家中烟已推出 HNB 产品

公司名称	产品名称	首款产品上市年份
四川中烟	宽窄系列	2017
云南中烟	Webacco、MC	2018
安徽中烟	TOOP-ZERO、DUBLISS	2019
湖北中烟	MOK、COO	2018
广东中烟	MU+、ING	2018
黑龙江中烟	LOPATO	2019
江西中烟	智圣出山、FABU	2020
江苏中烟	优加	
山东中烟	方寸	2018
河南中烟	悦尚	2020

来源: 各公司官网、宽窄造物、中泰证券研究所

图表 32: 中烟香港新型烟草出口数量快速增长



来源: 中泰证券研究所测算

- 中性情境下, 参考全球平均水平, 我们认为 HNB 在烟草市场的渗透率可以达到 10%: 1) 假设 HNB 烟具单价 500 元, 使用周期 1 年, 则烟具市场规模可达 150 亿元; 2) 在 HNB 香精领域, 由于香精成为主要的香味来源, 使用量成倍增加, 假设烟用香精用量是原用量的 7.5 倍 (对应 31.6 吨/万箱), 则低温 HNB 烟用香精市场规模达 26.1 亿元。

图表 33: HNB 烟草渗透带来产业链扩容机会

情境	保守	中性	乐观
卷烟产量 (万箱)	4500	4600	4700
烟民人数 (亿人)	3	3	3
HNB 渗透率	5%	10%	25%
HNB 烟草薄片			
烟具单价 (元/个)	400	500	600
烟具置换周期 (年)	0.8	1	1.5
烟具市场规模 (亿元)	48.0	150.0	675.0
HNB 香精香料			
香精香料用量 (吨/万箱)	21.1	31.6	42.1
香精香料总用量 (万吨)	0.5	1.5	4.9
香精香料单价 (万元/吨)	18	18	18
香精香料市场规模 (亿元)	8.5	26.1	89

来源: 中泰证券研究所测算

- **劲嘉股份: 深度服务中烟, 把握中烟主导下的产业链扩容机会。**公司以烟标业务起家, 与全国大多数中烟公司建立了长期深度合作, 并积极布局 HNB 供应链, 有望受益于中烟主导下的产业链扩容机会。
- 1) 2018 年 9 月公司与云南中烟签订《战略合作框架协议》, 在新型烟草领域开展深度合作, 与云南中烟合资成立**嘉玉科技** (持股 51%), 承担了云南中烟 HNB 烟具的生产工作。
- 2) 2021 年 11 月公司以 1000 万港元投资**恒天商业**, 获得 40% 股权, 恒天商业为部分中烟公司提供 HNB 产品的海外营销及渠道拓展服务, 并

对 2021-2023 年业绩做出承诺，原有业务利润不低于 600、900、1000 万港元。

- 3) 2022 年 2 月公司以 1575 万元投资长宜科技，获得 35% 股权，长宜科技在 HNB 香精香料及新材料领域已占据相当市场份额，与四川中烟、云南中烟等建立了良好的合作关系。

图表 34: 云烟 MC G 3.0 加热不燃烧烟具



来源：华玉科技官网、中泰证券研究所测算

- 布局本草烟，储备 HNB 产业链经验。2022 年 1 月公司投资 2380 万元获得佳聚电子 40% 股权，佳聚电子现有业务包含 HNB 本草烟弹及自动化生产设备、HNB 创新类烟具等，是一家 HNB 本草烟全产业链企业：拥有完全自主知识产权的本草烟弹全自动灌装生产线，多渠道销售自有品牌烟弹 LONO（威悦），并为海外品牌客户提供 HNB 本草烟弹的 ODM/OEM 服务。

图表 35: 佳聚电子旗下威悦 HNB 本草烟弹及烟具



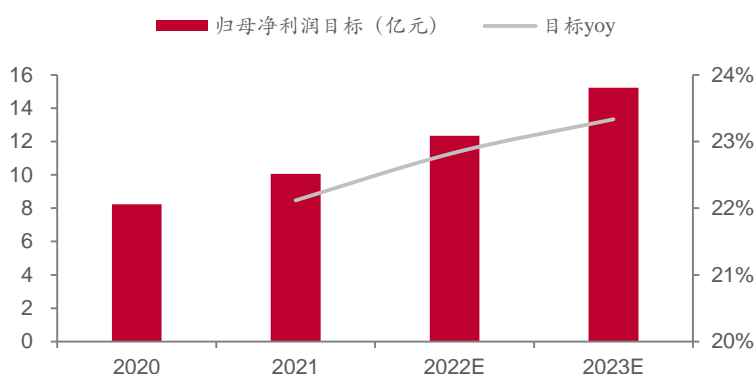
来源：威悦官网、中泰证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

- **股权激励目标清晰，奠定高安全边际。**2021年9月公司公告2021年限制性股票激励计划，拟向董事、高级管理人员、中层管理人员、核心业务（技术）人员等授予限制性股票数量3000万股（占当日总股本的2.05%）。此次股权激励设定的业绩目标为，以2020年业绩为基数，2021-2023年的净利润增长率分别不低于22%、50%、85%，据此测算2020-2023年净利润复合增速约为22.8%。根据2021年业绩预告，公司预计2021年实现营收50.85亿元（+21.32%），实现归母净利润10.06亿元（+22.12%），已初步实现股权激励业绩目标。

图表 36：劲嘉股份股权激励业绩目标



来源：公司公告、中泰证券研究所测算

- **核心假设：**
- 1) 烟标业务：公司招投标中标情况良好，烟标业务修复顺利，预计2021-2023年实现营业收入23.0/24.6/26.8亿元，同比增长-4.1%/7%/9%。
- 2) 彩盒业务：公司精品烟盒业务受益于卷烟高端化趋势，精品酒包业务受益于智能包装产能释放及申仁包装项目顺利推进，我们预计公司彩盒业务整体保持快速增长，2021-2023年实现营业收入11.4/14.2/17.6亿元，同比增长23.5%/25.0%/23.7%。
- 3) 镭射包装材料业务：随着公司大包装业务开展及外供比例提升，预计镭射包装材料业务有望稳健增长，2021-2023年实现营业收入9.1/11.6/14.6亿元，同比增长28%/27%/26%。
- 4) 其他主营业务：新型烟草行业市场广阔，公司作为中烟供应链企业，具备全产业链布局先发优势，叠加供应链业务快速放量，有望高速增长。我们预计2021-2023年实现其他主营业务收入16.3/22.8/32.8亿元，同比增长60%/40%/44%。
- 5) 受益于供应链及成本管控优势，我们预计公司大包装业务盈利能力将保持平稳，新型烟草业务有望随着收入规模扩大及产业链协同效应提升，净利率逐年上行。

图表 37: 劲嘉股份收入拆分预测 (单位: 亿元)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	27.77	29.45	33.74	39.89	41.91	50.8	63.5	82.6
yoy	2.1%	6.1%	14.6%	18.2%	5.1%	21.3%	24.9%	30.0%
毛利	10.98	12.01	14.73	16.73	14.58	15.97	20.12	25.96
毛利率	39.5%	40.8%	43.7%	41.9%	34.8%	31.4%	31.7%	31.4%
烟标								
收入	24.00	23.75	25.66	27.82	23.99	23.01	24.62	26.84
yoy	0.4%	-1.1%	8.1%	8.4%	-13.8%	-4.1%	7.0%	9.0%
毛利率	40.8%	44.9%	45.1%	42.6%	37.0%	35.6%	35.8%	36.0%
业务收入比例	<u>86.4%</u>	<u>80.6%</u>	<u>76.1%</u>	<u>69.8%</u>	<u>57.2%</u>	<u>45.3%</u>	<u>38.8%</u>	<u>32.5%</u>
彩盒								
收入	0.00	2.67	4.46	8.36	9.20	11.36	14.20	17.57
yoy	0.0%	0.0%	67.1%	87.3%	10.0%	23.5%	25.0%	23.7%
毛利率	0.0%	0.0%	23.5%	32.4%	38.5%	42.8%	42.8%	42.8%
业务收入比例	<u>0.0%</u>	<u>9.1%</u>	<u>13.2%</u>	<u>21.0%</u>	<u>22.0%</u>	<u>22.3%</u>	<u>25.6%</u>	<u>27.3%</u>
镭射包装材料								
收入	4.69	5.82	6.08	6.89	7.11	9.11	11.56	14.57
yoy	-5.9%	24.1%	4.6%	13.2%	3.3%	28.0%	27.0%	26.0%
毛利率	25.2%	23.1%	23.1%	20.2%	22.2%	18.0%	18.0%	18.0%
业务收入比例	<u>16.9%</u>	<u>19.7%</u>	<u>18.0%</u>	<u>17.3%</u>	<u>17.0%</u>	<u>17.9%</u>	<u>18.2%</u>	<u>17.6%</u>
其他主营业务								
收入	2.28	3.40	4.29	5.08	10.17	16.28	22.79	32.82
yoy	16.7%	49.1%	26.4%	18.5%	100.2%	60.0%	40.0%	44.0%
毛利率	0.0%	0.0%	22.2%	26.4%	12.1%	10.0%	12.0%	14.0%
业务收入比例	<u>8.2%</u>	<u>11.5%</u>	<u>12.7%</u>	<u>12.7%</u>	<u>24.3%</u>	<u>32.0%</u>	<u>35.9%</u>	<u>39.7%</u>
内部抵销								
收入	-3.20	-6.18	-6.76	-8.27	-8.56	-8.91	-9.65	-9.20
毛利率	0.0%	0.0%	3.7%	6.9%	7.4%	4.0%	4.0%	4.0%
业务收入比例	<u>-11.5%</u>	<u>-21.0%</u>	<u>-20.0%</u>	<u>-20.7%</u>	<u>-20.4%</u>	<u>-17.5%</u>	<u>-18.4%</u>	<u>-17.2%</u>

来源: 中泰证券研究所测算

投资建议

- 公司烟标业务壁垒深厚，大包装战略稳步推进，新型烟草业务全产业链布局，具备向上期权。我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入 50.8 亿元、63.5 亿元、82.6 亿元，同比增长 21.3%、24.9%、30.0%，实现归属于母公司净利润 10.06 亿元、12.40 亿元、15.25 亿元，同比增长 22.1%、23.3%、23.0%，对应 EPS 为 0.68、0.84、1.04 元。
- 以截至 2022 年 3 月 17 日收盘价计算，当前公司市值为 205 亿元，对应 2021、2022 年 PE 分别为 20.4X 和 16.5X，而同行业可比公司平均估值水平为 35.5X 和 25.2X，公司主业具备安全垫同时新型烟草业务全产业链布局，给予“买入”评级。

图表 38：可比公司估值参照表

简称	市值(亿元)	EPS				PE				PEG
		2019	2020	2021E	2022E	2019	2020	2021E	2022E	
东风股份	96	0.27	0.36	0.45	0.46	23.4	17.6	13.9	13.7	9.1
集友股份	75	0.53	0.19	0.41	0.77	37.0	104.1	47.6	25.4	0.3
思摩尔国际	953	0.36	0.40	0.89	1.10	111.1	100.6	45.0	36.5	1.6
可比公司平均估值						57.2	74.1	35.5	25.2	3.6
劲嘉股份	205	0.60	0.56	0.68	0.84	23.4	24.9	20.4	16.5	0.7

来源：Wind、中泰证券研究所 注：股价数据截至 2022 年 03 月 17 日，除劲嘉股份外均采用万得一致预测，货币单位均为人民币。

风险提示

公共卫生和监管政策风险

- 电子烟产品尚有争议，国内及美国政策均有趋严趋势，若未来监管政策发生变动，可能影响销售情况并对企业盈利能力造成影响。

烟标招投标体系变动风险

- 烟标业务主要采用招投标方式开展，若行业招投标体系发生变动，或公司因各种原因丧失供应商资质，将导致公司主业大幅调整。

行业市场竞争加剧风险

- 电子烟行业利润率较高，吸引了较多竞争者进入，若行业竞争进一步加剧，则公司营收或不达预期，利润率亦可能受损。

研报使用信息数据更新不及时风险

- 研报所使用信息及数据均基于特定时点，可能存在更新不够及时的风险，根据该信息及数据所得结论或因后续信息及数据更新发生变化。

测算结果偏差风险

- 文中测算基于一定假设，或存在与实际数据不相符的情况，结果仅供参考使用。

图表 39: 劲嘉股份三大财务报表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,629	1,370	2,029	2,892	营业收入	4,191	5,085	6,352	8,260
应收票据	0	137	148	168	营业成本	2,733	3,488	4,340	5,663
应收账款	614	949	1,122	1,361	税金及附加	51	51	60	81
预付账款	68	53	74	111	销售费用	72	68	91	113
存货	639	1,276	1,516	1,891	管理费用	263	296	355	475
合同资产	0	0	0	0	研发费用	203	224	260	355
其他流动资产	845	1,248	1,220	1,207	财务费用	-5	0	-1	-3
流动资产合计	3,795	5,033	6,109	7,630	信用减值损失	-3	1	1	0
其他长期投资	588	588	588	588	资产减值损失	-18	-1	-13	-11
长期股权投资	1,427	1,427	1,427	1,427	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	1,653	1,642	1,656	1,622	投资收益	97	231	218	226
在建工程	119	114	64	4	其他收益	37	30	30	32
无形资产	277	255	230	203	营业利润	991	1,217	1,482	1,823
其他非流动资产	1,148	1,149	1,154	1,154	营业外收入	5	4	4	5
非流动资产合计	5,212	5,175	5,119	4,998	营业外支出	3	3	3	3
资产合计	9,007	10,208	11,228	12,628	利润总额	993	1,218	1,483	1,825
短期借款	0	0	0	0	所得税	129	183	209	256
应付票据	386	426	550	754	净利润	864	1,035	1,274	1,569
应付账款	506	1,005	1,127	1,388	少数股东损益	40	29	34	44
预收款项	4	23	30	43	归属母公司净利润	824	1,006	1,240	1,525
合同负债	27	32	40	52	NOPLAT	859	1,035	1,273	1,566
其他应付款	137	137	137	137	EPS (摊薄)	0.56	0.68	0.84	1.04
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	194	230	281	334	主要财务比率				
流动负债合计	1,254	1,853	2,165	2,708	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	60	120	180	240	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	5.1%	21.3%	24.9%	30.0%
其他非流动负债	50	50	50	50	EBIT增长率	-12.6%	23.3%	21.7%	22.9%
非流动负债合计	110	170	230	290	归母公司净利润增长率	-6.1%	22.1%	23.3%	23.0%
负债合计	1,364	2,023	2,395	2,998	获利能力				
归属母公司所有者权益	7,426	7,939	8,553	9,306	毛利率	34.8%	31.4%	31.7%	31.4%
少数股东权益	217	246	280	324	净利率	20.6%	20.4%	20.1%	19.0%
所有者权益合计	7,643	8,185	8,833	9,630	ROE	10.8%	12.3%	14.0%	15.8%
负债和股东权益	9,007	10,208	11,228	12,628	ROIC	22.6%	24.4%	25.7%	27.3%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	15.1%	19.8%	21.3%	23.7%
					债务权益比	1.4%	2.1%	2.6%	3.0%
					流动比率	3.0	2.7	2.8	2.8
					速动比率	2.5	2.0	2.1	2.1
					营运能力				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7
经营活动现金流	1,045	70	1,093	1,368	应收账款周转天数	52	55	59	54
现金收益	1,051	1,236	1,470	1,763	应付账款周转天数	71	78	88	80
存货影响	262	-637	-240	-375	存货周转天数	101	99	116	108
经营性应收影响	105	-455	-193	-284	每股指标(元)				
经营性应付影响	-170	557	254	478	每股收益	0.56	0.68	0.84	1.04
其他影响	-203	-631	-197	-214	每股经营现金流	0.71	0.05	0.74	0.93
投资活动现金流	-98	-164	-141	-76	每股净资产	5.05	5.40	5.81	6.33
资本支出	74	-162	-137	-75	估值比率				
股权投资	-138	0	0	0	P/E	25	20	16	13
其他长期资产变化	-34	-2	-4	-1	P/B	3	3	2	2
融资活动现金流	-410	-165	-293	-429	EV/EBITDA	44	37	31	26
借款增加	60	60	60	60					
股利及利息支付	-336	-650	-798	-980					
股东融资	2	0	0	0					
其他影响	-136	425	445	491					

来源: 中泰证券研究所测算

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。