

劲嘉股份 (002191.SZ)

烟标主业回暖，精品酒盒与新型烟草亮眼

核心观点：

- 劲嘉披露 2021 中报，21H1 实现营收 24.47 亿元，同比增长 27.64%，归母净利润 5.07 亿元，同比增长 22.02%，扣非后同比增长 19.51%，经营性净现金流 9.45 亿元，同比增长 181.61%。分季度看，21Q1/Q2 营收同比增长 31.71%/23.98%，归母净利润同比增长 17.19%/27.20%，略高于前期披露的快报。公司同时发布 Q1-3 业绩预告，21Q1-3 归母净利润预计同比增长 10-30%，Q3 归母净利润预计增长 10-30%。
- 烟标主业回暖，新型烟草亮眼。21H1 烟标收入同比增长 1.68%，克服投标价格下降等不利因素，提升服务能力、优化产品结构，取得多款核心新产品的中标。彩盒收入同比增长 21.3%，公司积极优化产品、拓展客户，其中遵义、嘉美、申仁等项目持续推进，精品酒盒同比增长 130.26%，3C 电子包装份额也有提升。镭射包装材料收入同比增长 36.19%，子公司中丰田开拓外部市场，公司也收购青岛英诺剩余股份。新型烟草收入同比增长 290.1%，顺应海内外行业趋势，拓展客户。
- 原材料价格波动、投标机制改变压制盈利水平。21H1 毛利率同比下降 5.0pct 至 34.1%，其中烟标毛利率同比下降 4.1pct，主要系原材料涨价及部分产品投标价格下降；镭射包装毛利率同比下降 6.5pct，彩盒毛利率同比提升 2.4pct，主要因产品结构优化、规模效应释放。21H1 销售费用率同比下降 1.3pct，主要因运费口径调整，研发费用率相对稳定。经营性净现金流同比增长 181.61%，主要因销售回款增加。
- 盈利预测与投资建议。预计劲嘉股份 21-23 年归母净利润同比增长 20.0%/19.8%/16.8%。参考可比公司估值以及新业务的成长空间，给予公司 21 年 18 倍 PE，合理价值为 12.14 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示。全球疫情持续影响下游需求，控烟政策存在不确定性，原材料价格上涨，宏观经济波动导致业绩不及预期。

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	3,989	4,191	5,001	5,901	6,854
增长率 (%)	18.2	5.1	19.3	18.0	16.1
EBITDA (百万元)	1,220	1,061	1,214	1,420	1,648
归母净利润 (百万元)	877	824	988	1,184	1,383
增长率 (%)	20.9	-6.1	20.0	19.8	16.8
EPS (元/股)	0.60	0.56	0.67	0.81	0.94
市盈率 (P/E)	19.06	16.42	14.32	11.95	10.23
ROE (%)	12.7	11.1	12.6	14.0	15.0
EV/EBITDA	12.83	11.26	10.30	8.42	6.81

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

9.66 元

合理价值

12.14 元

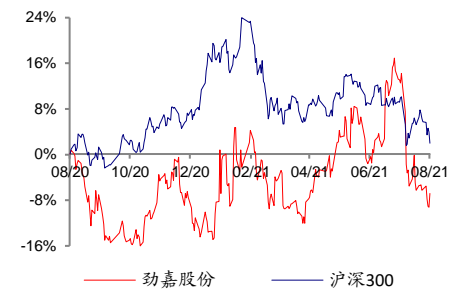
前次评级

买入

报告日期

2021-08-23

相对市场表现



分析师：

曹倩雯



SAC 执证号：S0260520110002



caoqianwen@gf.com.cn

分析师：

糜韩杰



SAC 执证号：S0260516020001



SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

请注意，曹倩雯并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

劲嘉股份 (002191.SZ) : 烟标 2021-04-25

主业短暂调整，新业务持续扩张

劲嘉股份 (002191.SZ) : 20 2021-03-05

年盈利受阻，21 年重回增长姿态

劲嘉股份 (002191.SZ) : Q3 2020-10-26

单季收入及归母净利润回归正增长，全年业绩表现可期

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3,508	3,795	4,520	5,429	6,557
货币资金	1,058	1,629	1,709	2,253	2,996
应收及预付	769	682	815	962	1,117
存货	901	639	1,137	1,339	1,552
其他流动资产	780	845	859	875	892
非流动资产	5,164	5,212	5,186	5,182	5,177
长期股权投资	1,289	1,427	1,427	1,427	1,427
固定资产	1,765	1,653	1,469	1,284	1,098
在建工程	243	119	119	119	119
无形资产	308	277	290	303	315
其他长期资产	1,559	1,735	1,881	2,049	2,218
资产总计	8,673	9,007	9,706	10,611	11,734
流动负债	1,392	1,255	1,522	1,794	2,079
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	945	896	1,088	1,283	1,487
其他流动负债	447	358	433	511	592
非流动负债	49	110	110	110	110
长期借款	0	60	60	60	60
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	49	50	50	50	50
负债合计	1,441	1,364	1,631	1,903	2,188
股本	1,465	1,465	1,465	1,465	1,465
资本公积	1,442	1,437	1,437	1,437	1,437
留存收益	4,031	4,636	5,042	5,644	6,445
归属母公司股东权益	6,926	7,426	7,832	8,434	9,235
少数股东权益	306	217	243	274	310
负债和股东权益	8,673	9,007	9,706	10,611	11,734

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,190	1,045	727	1,197	1,371
净利润	966	864	1,014	1,215	1,419
折旧摊销	177	192	204	205	206
营运资金变动	110	73	-382	-98	-104
其它	-63	-83	-109	-124	-150
投资活动现金流	-464	-98	-47	-54	-28
资本支出	-335	-138	34	31	33
投资变动	-198	-66	-215	-215	-215
其他	69	106	135	131	155
筹资活动现金流	-500	-410	-600	-600	-600
银行借款	150	60	0	0	0
股权融资	12	2	0	0	0
其他	-662	-472	-600	-600	-600
现金净增加额	227	527	81	544	743
期初现金余额	741	969	1,629	1,709	2,253
期末现金余额	969	1,495	1,709	2,253	2,996

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	18.2%	5.1%	19.3%	18.0%	16.1%
营业利润增长	18.8%	-12.6%	18.9%	19.9%	16.4%
归母净利润增长	20.9%	-6.1%	20.0%	19.8%	16.8%
获利能力					
毛利率	41.9%	34.8%	33.6%	33.7%	33.9%
净利率	24.2%	20.6%	20.3%	20.6%	20.7%
ROE	12.7%	11.1%	12.6%	14.0%	15.0%
ROIC	12.3%	9.8%	10.7%	11.9%	13.0%
偿债能力					
资产负债率	16.6%	15.1%	16.8%	17.9%	18.6%
净负债比率	19.9%	17.8%	20.2%	21.9%	22.9%
流动比率	2.52	3.03	2.97	3.03	3.15
速动比率	1.84	2.46	2.17	2.23	2.35
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.47	0.52	0.56	0.58
应收账款周转率	6.69	6.82	6.82	6.82	6.82
存货周转率	4.43	6.56	4.40	4.41	4.42
每股指标 (元)					
每股收益	0.60	0.56	0.67	0.81	0.94
每股经营现金流	0.81	0.71	0.50	0.82	0.94
每股净资产	4.73	5.07	5.35	5.76	6.30
估值比率					
P/E	19.06	16.42	14.32	11.95	10.23
P/B	2.41	1.82	1.81	1.68	1.53
EV/EBITDA	12.83	11.26	10.30	8.42	6.81

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,989	4,191	5,001	5,901	6,854
营业成本	2,315	2,733	3,319	3,911	4,533
营业税金及附加	47	51	63	72	84
销售费用	145	72	75	83	89
管理费用	262	263	300	348	398
研发费用	175	203	235	271	308
财务费用	-3	-5	-27	-30	0
资产减值损失	-21	-18	-5	-5	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	83	97	112	131	155
营业利润	1,133	991	1,178	1,412	1,645
营业外收支	0	3	3	0	0
利润总额	1,133	993	1,181	1,412	1,645
所得税	167	129	166	197	225
净利润	966	864	1,014	1,215	1,419
少数股东损益	90	40	26	31	36
归属母公司净利润	877	824	988	1,184	1,383
EBITDA	1,220	1,061	1,214	1,420	1,648
EPS (元)	0.60	0.56	0.67	0.81	0.94

广发造纸轻工行业研究小组

陆逸：资深分析师，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。
张兆函：高级分析师，厦门大学理学学士，澳洲国立大学统计与应用金融硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
曹倩雯：高级分析师，北京大学硕士，2020年11月加入广发证券，曾就职于方正证券、太平洋证券。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。
本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。