

劲嘉股份(002191)




点评报告

行业公司研究—包装印刷II行业一

证券研究报告

股权激励绑定中层&业务人员，彰显利润增长信心

——劲嘉股份公告点评

 分析师：史凡可
 分析师：马莉
 联系人：傅嘉成
 : shifanke@stocke.com.cn

执业证书编号：S1230520080008
 执业证书编号：S1230520070002

基本事件

公司发布 2021 年限制性股票激励计划草案：计划授予限制性股票 3000 万股，占总股本 2.05%，授予价格 5.37 元/股。激励目标为：以 20 年业绩为基数，21/22/23 年净利润增长率不低于 22%/50%/85%（暨剔除股权激励费用后，2021/2022/2023 年同比增长分别不低于 22.00%/22.95%/23.33%，CAGR 为 22.76%）。

投资要点

□ 股权激励绑定范围较广，激发内部活力

该计划对当前在公司任职的董事、高级管理人员、中层管理人员、核心业务（技术）人员共 240 人进行激励。其中，核心业务（技术）人员共 234 名，获授量占本次授予限制性股票总数的 77.95%。我们认为核心团队深度绑定，有利于激发公司内部活力。本次股权激励费用摊销总费用 1.12 亿元，21-24 年分别 2259/5536/2500/925 万元。

□ 附加服务提高客户粘性，彩盒持续放量

公司彩盒业务 21H1 营收 5.09 亿元（+21.26%）。分业务来看，精品烟盒仍是主要业务，中华、南京等大客户经长期合作已开始稳步放量。除了实现自身包装自动化，劲嘉也开始为客户提供自动化烟支装盒等附加服务，为客户降本增效同时也一定程度提高劲嘉相关产品出货量。精品酒盒方面，除宜宾工厂外，4 月投产的遵义工厂立足于贵州核心市场，已迅速抢占大额订单，我们预计今年精品酒盒全年收入 2 亿元左右。

□ 订单&产能齐升，新型烟草高增

21H1 营收同增 290.11%，其中 21Q2 营收同增 324.38%。公司新型烟草业务营收主要由海外贡献，7 月已和客户联合申请 PMTA。21H1 劲嘉新型烟草订单额约七千万元，受制于产能不足仅完成四千多万元营收，公司 H1 增加一万平方米产地，其中 5000 平方米在 6 月已投入使用，7 月剩下场地已使用。目前公司有序开展新型烟草相关 ODM/OEM 服务，积极打造成为具有全面服务能力的新烟草综合解决方案服务商，预期后续新型烟草将维持较高成长。

□ 盈利预测及估值

我们预计 21-23 年分别实现营收 51.21/61.61/75.00 亿，同增 22.17%/20.32%/21.73%；归母净利润 10.18/12.54/15.52 亿，同增 23.57%/23.26%/23.71%。当前股价对应 PE 为 15.62X/12.67X/10.24X，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

新型烟草政策风险，原材料价格剧烈波动，疫情影响产品销量等。

评级

买入

上次评级 买入
 当前价格 ¥10.85

单季度业绩

元/股

2Q/2021	0.17
1Q/2021	0.17
4Q/2020	0.11
3Q/2020	0.17

公司简介

劲嘉股份是纸包装行业龙头之一，主营烟标、酒盒、高端电子产品等包装业务。

相关报告

- 1 《【浙商轻工】劲嘉股份：中报业绩靓丽，彩盒高增、新型烟草翻倍》2021.09.02
- 2 《【浙商轻工】劲嘉股份：烟标有望迎修复，彩盒+新型烟草持续发力》2021.04.18
- 3 《【浙商轻工】劲嘉股份：彩盒持续放量，Q3 盈利能力提升》2020.10.26
- 4 《【浙商轻工】劲嘉股份：Q2 彩盒增长亮眼，看好下半年业绩持续修复 200731》2020.07.31

报告撰写人：史凡可、马莉

联系人：傅嘉成

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	4191.43	5120.61	6161.18	7499.86
(+/-)	5.08%	22.17%	20.32%	21.73%
净利润	823.59	1017.71	1254.43	1551.83
(+/-)	-6.07%	23.57%	23.26%	23.71%
每股收益(元)	0.56	0.69	0.86	1.06
P/E	19.30	15.62	12.67	10.24

图 1：劲嘉股份收入拆分一览

单位：百万元	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
营业总收入	1,009.54	855.08	1,019.64	1,104.44	907.34	1,010.11	1,093.40	1,180.57	1,195.08	1,252.33
YOY	24.08%	7.53%	32.76%	10.76%	-10.12%	18.13%	7.23%	6.89%	31.71%	23.98%
归母净利润	259.08	205.75	207.70	203.44	214.81	200.55	246.63	161.61	251.73	255.09
YOY	21.81%	23.71%	24.76%	13.14%	-17.09%	-2.53%	18.74%	-20.56%	17.19%	27.20%
扣非归母净利润	253.81	198.23	207.90	198.76	214.03	187.07	239.43	138.74	242.44	236.90
YOY	21.30%	30.69%	30.17%	15.85%	-15.67%	-5.63%	15.17%	-30.19%	13.27%	26.63%
毛利率	43.81%	42.16%	42.59%	39.49%	41.83%	36.74%	37.53%	25.20%	34.66%	33.62%
期间费用率	11.86%	14.36%	16.07%	15.68%	13.58%	12.50%	12.50%	12.48%	10.63%	11.23%
其中：销售费用	29.87	27.56	34.99	52.84	26.62	25.15	29.76	(9.18)	18.77	15.66
销售费用率	2.96%	3.22%	3.43%	4.78%	2.93%	2.49%	2.72%	-0.78%	1.57%	1.25%
其中：管理费用	61.70	54.44	86.76	58.91	63.48	57.95	52.16	89.65	64.31	71.56
研发费用	32.45	39.92	44.20	58.89	35.47	45.15	55.03	67.37	44.34	57.24
管理+研发费用率	9.33%	11.04%	12.84%	10.67%	10.91%	10.21%	9.80%	13.30%	9.09%	10.28%
其中：财务费用	-4.32	0.88	-2.13	2.54	-2.32	-2.01	-0.27	-0.50	-0.39	-3.77
财务费用率	-0.43%	0.10%	-0.21%	0.23%	-0.26%	-0.20%	-0.03%	-0.04%	-0.03%	-0.30%
归母净利率	25.66%	24.06%	20.37%	18.42%	23.67%	19.85%	22.56%	13.69%	21.06%	20.37%
存货	620.72	645.87	772.26	901.06	850.62	695.59	642.03	639.22	809.19	794.99
较上年同期增减	-85.60	-53.87	2.48	118.60	229.90	49.72	-130.23	-261.83	-41.43	99.39
应收票据	120.27	148.71	108.97	124.82	157.13	116.05	123.86	0.00	0.00	914.93
较上年同期增减	17.02	84.29	-24.84	5.73	36.86	-32.65	14.88	-124.82	-157.13	798.88
应收账款	1,017.71	770.97	861.31	595.80	823.51	736.39	636.23	614.14	825.06	741.02
较上年同期增减	253.29	40.99	196.72	-164.42	-194.20	-34.58	-225.09	18.34	1.55	4.63
应付账款及应付票据	886.61	730.28	855.59	903.21	913.26	757.12	713.85	892.23	1715.22	2472.34
较上年同期增减	-41.37	-83.08	12.99	107.10	26.65	26.83	-141.74	-10.98	801.96	1715.23
预收账款	16.61	13.34	15.05	41.53	40.58	40.43	38.92	26.61	769.29	125.79
较上年同期增减	6.82	3.90	2.69	31.34	23.97	27.09	23.87	-14.92	728.71	85.36
经营性现金流净额	19.07	326.38	260.32	584.12	50.50	285.05	284.77	425.13	84.36	860.59
较上年同期增减	-186.74	117.03	72.76	334.19	31.42	-41.33	24.45	-158.99	33.86	575.54
筹资性现金流净额	-27.09	-418.16	-5.62	-48.74	-29.80	-390.00	120.66	-110.45	-145.41	-677.73
较上年同期增减	109.73	-324.94	461.11	20.55	-2.71	28.15	126.28	-61.71	-115.62	-287.73
资本开支	74.13	114.02	68.52	88.73	34.09	24.23	53.93	61.45	81.67	78.86
较上年同期增减	-1.77	46.56	-39.44	5.43	-40.04	-89.79	-14.58	-27.28	47.58	54.64
ROE	3.91%	3.10%	3.14%	2.98%	3.06%	2.83%	3.44%	2.20%	3.36%	3.43%
YOY(±)	0.65%	0.51%	0.50%	0.18%	-0.86%	-0.27%	0.30%	-0.79%	0.30%	0.60%
资产负债率	15.13%	13.15%	14.97%	16.62%	15.59%	15.05%	16.34%	15.14%	26.71%	28.27%
YOY(±)	-2.05%	-7.45%	-1.47%	-0.84%	0.45%	1.89%	1.37%	-1.47%	11.13%	13.22%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 2：劲嘉股份季度财务数据一览

单位：百万元	2020Q1	2020Q2	2020H1	2020Q3	2020Q4	2020A	2021Q1	2021Q2	2021H1
主营业务收入	907.34	1010.12	1917.46	1093.40	1180.57	4191.42	1195.08	1252.33	2447.41
YOY	-10.12%	18.13%	2.83%	7.23%	7.97%	5.08%	31.71%	23.98%	27.64%
烟标业务收入	596.16	605.03	1200.80	604.22	593.61	2398.63	640.36	580.61	1220.97
占比	65.70%	59.90%	62.62%	55.26%	50.28%	57.23%	53.58%	46.36%	49.89%
YOY	-13.99%	-6.45%	-10.38%	-14.97%	-18.90%	-13.79%	7.42%	-4.04%	1.68%
毛利率	-	-	39.55%	35.40%	-	38.64%	-	-	35.43%
彩盒业务收入	183.08	236.83	420.12	272.88	227.04	920.04	250.43	258.99	509.42
占比	20.18%	23.45%	21.91%	24.96%	19.23%	21.95%	20.96%	20.68%	20.81%
YOY	-6.59%	68.79%	24.92%	27.80%	-20.70%	10.04%	36.85%	9.36%	21.26%
毛利率	-	-	41.37%	48.22%	-	38.52%	-	-	43.71%
其中：精品烟盒	89.15	126.58	215.73	142.48	148.92	507.13	115.00	-	-
yoy	-37%	41%	-7%	38%	2%	6%	28%	-	-
精品酒包装	8.54	14.20	22.74	18.90	23.36	65.00	20.00	32.38	52.38
yoy	-51%	-10%	-32%	95%	68%	14%	145%	133%	130%
消费电子包装	77.86	89.23	167.09	102.91	52.00	322.00	100.00	80.00	180.00
yoy	196%	211%	204%	8%	-53%	23%	28%	-28%	8%
其他彩盒	7.53	6.82	14.56	8.59	2.76	25.91	15.43	146.61	-
镭射包装材料收入	-	-	324.12	-	-	711.34	-	-	441.41
占比	-	-	16.90%	-	-	16.97%	-	-	18.04%
YOY	-	-	-1.09%	-	-	3.28%	-	-	36.19%
毛利率	-	-	25.45%	-	-	22.16%	-	-	18.99%
内部抵消	-	-	(410.78)	-	-	(855.96)	-	-	(495.51)
其他业务	-	-	383.20	-	-	1017.38	-	-	771.12

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	3795	5844	7483	9521	营业收入	4191	5121	6161	7500
现金	1629	2826	4518	5665	营业成本	2733	3218	3841	4647
交易性金融资产	597	414	551	521	营业税金及附加	51	64	75	92
应收账款	614	1003	1074	1292	营业费用	72	190	228	274
其它应收款	37	44	55	66	管理费用	88	363	424	508
预付账款	68	57	82	99	研发费用	175	215	259	315
存货	639	1175	990	1629	财务费用	(5)	(4)	(3)	(4)
其他	211	325	212	249	资产减值损失	18	1	1	2
非流动资产	5212	4865	4741	4623	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	97	97	97	97
长期投资	1427	1337	1351	1371	其他经营收益	40	30	32	34
固定资产	1653	1563	1480	1345	营业利润	1196	1200	1466	1798
无形资产	277	262	241	215	营业外收支	3	3	3	3
在建工程	119	92	33	26	利润总额	1199	1203	1469	1801
其他	1735	1612	1637	1666	所得税	129	146	175	209
资产总计	9007	10709	12224	14144	净利润	1069	1058	1295	1592
流动负债	1255	1808	2028	2356	少数股东损益	40	40	40	40
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	824	1018	1254	1552
应付款项	892	1218	1402	1657	EBITDA	1384	1318	1586	1918
预收账款	4	25	33	28	EPS (最新摊薄)	0.56	0.69	0.86	1.06
其他	358	566	592	671	主要财务比率				
非流动负债	110	108	109	109		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	60	60	60	60	成长能力				
其他	50	48	49	49	营业收入	5.08%	22.17%	20.32%	21.73%
负债合计	1364	1916	2136	2465	营业利润	-8.16%	0.32%	22.21%	22.59%
少数股东权益	217	257	297	337	归属母公司净利润	-6.07%	23.57%	23.26%	23.71%
归属母公司股东权益	7426	8536	9790	11342	获利能力				
负债和股东权益	9007	10709	12224	14144	毛利率	34.80%	37.15%	37.66%	38.04%
					净利率	25.52%	20.66%	21.01%	21.23%
					ROE	11.07%	12.38%	13.29%	14.26%
					ROIC	14.18%	12.22%	13.06%	13.89%
					偿债能力				
					资产负债率	15.14%	17.89%	17.48%	17.43%
					净负债比率	4.40%	3.13%	2.81%	2.43%
					流动比率	3.03	3.23	3.69	4.04
					速动比率	2.52	2.58	3.20	3.35
					营运能力				
					总资产周转率	0.47	0.52	0.54	0.57
					应收帐款周转率	6.93	6.81	6.65	6.96
					应付帐款周转率	5.06	4.91	4.57	4.89
					每股指标(元)				
					每股收益	0.56	0.69	0.86	1.06
					每股经营现金	0.71	0.44	1.17	0.69
					每股净资产	5.07	5.83	6.68	7.74
					估值比率				
					P/E	19.30	15.62	12.67	10.24
					P/B	2.14	1.86	1.62	1.40
					EV/EBITDA	8.37	9.86	7.06	5.28

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>