

劲嘉股份(002191)

21Q3 营收承压，期待后续改善

——劲嘉股份季报点评

✎ 分析师：史凡可 执业证书编号：S1230520080008  
 分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002  
 ☎ 联系人：傅嘉成 执业证书编号：S1230521090001  
 ✉ : shifanke@stocke.com.cn

报告导读

公司发布 21Q3 季报：业绩符合预期，21Q3 营收 12.02 亿元 (+9.96%)，归母净利润 3.10 亿元 (+25.69%)，扣非归母净利润 2.31 亿元 (-3.36%)。预计 Q4 归母净利润在 1.30 到 2.95 亿元之间 (-19.36%至 82.56%)，中位数 2.12 亿元 (+31.60%)。

投资要点

□ 烟标主业承压，新型烟草强势高增

营收拆分来看，烟标 Q3 营收同比下滑，毛利率承压，主要系去年部分区域招标体系变化，三四季度仍在出清过程，预计全年烟标业务营收同比略有下滑，但伴随后续招投标顺利推进，明后年烟标主业压力预计减轻，营收和毛利率有望恢复正常水平；彩盒 Q3 收入增幅收窄，主要系电子烟包装受海内外政策影响，以及部分企业 8-9 月缺货明显，但 10 月电子烟企业产能陆续恢复，预计 Q4 彩盒营收增速回暖，全年保持两位数增长；新型烟草 Q3 营收保持翻倍式成长，预计四季度公司将重点突破欧洲和 CBD 客户，营收延续高增趋势。

利润端来看，公司 Q3 毛利率 32.45%(-5.08pct)，归母净利率 25.78%(+3.22pct)。21Q3 公司投资收益增厚归母净利润，劲嘉收购青岛英诺 70%股权，原持有 30% 股权的投资成本小于可辨认净资产公允价值产生的投资收益 5848 万元；青岛嘉泽厂房产权变更贡献部分收益。另根据三季报公告，公司 2021 年全年归母净利润在 9.47-11.12 亿元，推算 21Q4 归母净利润在 1.30 到 2.95 亿元之间(-19.36%至 82.56%)，中位数 2.12 亿元 (+31.60%)。

□ 期间费用下降，应收及现金流波动

期间费用率 12.36% (-0.14pct)，其中销售费用率 1.18% (-1.54pct)，管理和研发费用率 11.32% (+1.52pct)，财务费用率-0.14% (-0.12pct)。

存货 9.60 亿元，较年初+3.21 亿；应收票据及应收账款 21.06 亿，较上年初+12.14 亿。经营性现金流-1.44 亿元，较上年同期减少了-4.29 亿元；筹资性现金流 -0.25 亿万元，较上年同期减少-1.45 亿元，应收及现金流波动主要系供应链业务开展。

□ 盈利预测及估值

我们预计 21-23 年分别实现营收 51.32/66.67/86.48 亿，同增 22.44%/29.91%/29.71%；归母净利润 10.35/12.59/15.63 亿，同增 25.61%/21.70%/24.15%，当前股价对应 PE 为 15.31X/12.58X/10.13X，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，烟酒包装业务不及预期等

评级

买入

上次评级	买入
当前价格	¥ 10.81

单季度业绩

元/股

3Q/2021	0.21
2Q/2021	0.17
1Q/2021	0.17
4Q/2020	0.11



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》 2021.09.12
- 2 《【浙商轻工】劲嘉股份：烟标回暖，彩盒多元布局成效显著》 2021.05.01
- 3 《【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
- 4 《【浙商轻工】劲嘉股份：彩盒持续放量，Q3 盈利能力提升》 2020.10.26

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	5132	6667	8648
(+/-)	5.08%	22.44%	29.91%	29.71%
归母净利润	824	1035	1259	1563
(+/-)	-6.07%	25.61%	21.70%	24.15%
每股收益(元)	0.56	0.71	0.86	1.07
P/E	19.23	15.31	12.58	10.13

**表 1: 劲嘉股份收入拆分一览**

单位: 百万元	2020A	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1-3
<b>主营业务收入</b>	<b>4191.42</b>	<b>1195.08</b>	<b>1252.33</b>	<b>1202.26</b>	<b>3649.67</b>
<b>YOY</b>	<b>5.08%</b>	<b>31.71%</b>	<b>23.98%</b>	<b>9.96%</b>	<b>21.22%</b>
<b>烟标业务收入</b>	<b>2398.63</b>	<b>640.36</b>	<b>580.61</b>	<b>493.03</b>	<b>1714.00</b>
<b>占比</b>	<b>57.23%</b>	<b>53.58%</b>	<b>46.36%</b>	<b>41.01%</b>	<b>46.96%</b>
<b>YOY</b>	<b>-13.79%</b>	<b>7.42%</b>	<b>-4.04%</b>	<b>-18.40%</b>	<b>-5.06%</b>
<b>毛利率</b>	<b>38.64%</b>	-	-	-	-
<b>彩盒业务收入</b>	<b>920.04</b>	<b>250.43</b>	<b>258.99</b>	<b>278.58</b>	<b>788.00</b>
<b>占比</b>	<b>21.95%</b>	<b>20.96%</b>	<b>20.68%</b>	<b>23.17%</b>	<b>21.59%</b>
<b>YOY</b>	<b>10.04%</b>	<b>36.85%</b>	<b>9.36%</b>	<b>2.09%</b>	<b>13.74%</b>
<b>毛利率</b>	<b>38.52%</b>	-	-	-	-
其中: 精品烟盒	507.13	115.00			444.18
yoy	6%	28%			24%
精品酒包装	65.00	20.00	32.38	27.62	80.00
yoy	14%	145%	133%	46%	92%
消费电子包装	322.00	100.00	80.00	50.00	230.00
yoy	23%	28%	-10%	-51%	-15%
其他彩盒	25.91	15.43			33.82
<b>镭射包装材料收入</b>	<b>711.34</b>	-	-	-	-
<b>占比</b>	<b>16.97%</b>				
<b>YOY</b>	<b>3.28%</b>				
<b>毛利率</b>	<b>22.16%</b>				
<b>内部抵消</b>	<b>(855.96)</b>	-	-	-	-
<b>其他业务</b>	<b>1017.38</b>	-	-	-	-

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**表 2：劲嘉股份季度财务数据一览**

单位：百万元	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
<b>营业总收入</b>	907.34	1,010.11	1,093.40	1,180.57	1,195.08	1,252.33	1,202.26
<b>YOY</b>	-10.12%	18.13%	7.23%	6.89%	31.71%	23.98%	9.96%
<b>归母净利润</b>	214.81	200.55	246.63	161.61	251.73	255.09	309.99
<b>YOY</b>	-17.09%	-2.53%	18.74%	-20.56%	17.19%	27.20%	25.69%
<b>扣非归母净利润</b>	214.03	187.07	239.43	138.74	242.44	236.90	231.39
<b>YOY</b>	-15.67%	-5.63%	15.17%	-30.19%	13.27%	26.63%	-3.36%
<b>毛利率</b>	41.83%	36.74%	37.53%	25.20%	34.66%	33.62%	32.45%
<b>期间费用率</b>	13.58%	12.50%	12.50%	12.48%	10.63%	11.23%	12.36%
其中：销售费用	26.62	25.15	29.76	(9.18)	18.77	15.66	14.17
销售费用率	2.93%	2.49%	2.72%	-0.78%	1.57%	1.25%	1.18%
其中：管理费用	63.48	57.95	52.16	89.65	64.31	71.56	76.86
研发费用	35.47	45.15	55.03	67.37	44.34	57.24	59.27
管理+研发费用率	10.91%	10.21%	9.80%	13.30%	9.09%	10.28%	11.32%
其中：财务费用	-2.32	-2.01	-0.27	-0.50	-0.39	-3.77	-1.70
财务费用率	-0.26%	-0.20%	-0.03%	-0.04%	-0.03%	-0.30%	-0.14%
<b>归母净利率</b>	23.67%	19.85%	22.56%	13.69%	21.06%	20.37%	25.78%
<b>存货</b>	850.62	695.59	642.03	639.22	809.19	794.99	960.41
较上年同期增减	229.90	49.72	-130.23	-261.83	-41.43	99.39	318.37
<b>应收票据</b>	157.13	116.05	123.86	0	0.00	914.93	1,390.87
较上年同期增减	36.86	-32.65	14.88	-124.82	-157.13	798.88	1267.01
<b>应收账款</b>	823.51	736.39	636.23	614.14	825.06	741.02	864.07
较上年同期增减	-194.20	-34.58	-225.09	18.34	1.55	4.63	227.85
<b>应付账款及应付票据</b>	913.26	757.12	713.85	892.23	1715.22	2472.34	2106.35
较上年同期增减	26.65	26.83	-141.74	-10.98	801.96	1715.23	1392.49
<b>预收账款</b>	40.58	40.43	38.92	26.61	769.29	125.79	317.37
较上年同期增减	23.97	27.09	23.87	-14.92	728.71	85.36	278.45
<b>经营性现金流净额</b>	50.50	285.05	284.77	425.13	84.36	860.59	-144.23
较上年同期增减	31.42	-41.33	24.45	-158.99	33.86	575.54	-429.00
<b>筹资性现金流净额</b>	-29.80	-390.00	120.66	-110.45	-145.41	-677.73	-24.61
较上年同期增减	-2.71	28.15	126.28	-61.71	-115.62	-287.73	-145.27
<b>资本开支</b>	34.09	24.23	53.93	61.45	81.67	78.86	76.44
较上年同期增减	-40.04	-89.79	-14.58	-27.28	47.58	54.64	22.50
<b>ROE</b>	3.06%	2.83%	3.44%	2.20%	3.36%	3.43%	4.15%
<b>YOY (±)</b>	-0.86%	-0.27%	0.30%	-0.79%	0.30%	0.60%	0.71%
<b>资产负债率</b>	15.59%	15.05%	16.34%	15.14%	26.71%	28.27%	27.11%
<b>YOY (±)</b>	0.45%	1.89%	1.37%	-1.47%	11.13%	13.22%	10.78%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	3795	4454	7699	9983	<b>营业收入</b>	4191	5132	6667	8648
现金	1629	1174	4379	5455	营业成本	2733	3309	4261	5600
交易性金融资产	597	620	620	613	营业税金及附加	51	64	81	106
应收账款	614	1005	1162	1490	营业费用	72	191	246	316
其它应收款	37	44	59	76	管理费用	88	364	458	586
预付账款	68	59	91	119	研发费用	175	216	280	363
存货	639	1225	1176	1980	财务费用	(5)	(4)	(3)	(4)
其他	211	325	212	249	资产减值损失	18	1	1	2
<b>非流动资产</b>	5212	4867	4746	4634	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	197	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	<b>营业利润</b>	1196	1219	1472	1810
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	<b>利润总额</b>	1199	1223	1475	1813
其他	1735	1614	1642	1677	所得税	129	148	175	210
<b>资产总计</b>	9007	9321	12445	14617	<b>净利润</b>	1069	1075	1299	1603
<b>流动负债</b>	1255	403	2228	2796	少数股东损益	40	40	40	40
短期借款	0	(1444)	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	824	1035	1259	1563
应付款项	892	1252	1555	1997	EBITDA	1384	1337	1591	1930
预收账款	4	25	36	32	EPS (最新摊薄)	0.56	0.71	0.86	1.07
其他	358	570	636	766	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	110	108	109	109		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	60	60	60	60	<b>成长能力</b>				
其他	50	48	49	49	营业收入	5.08%	22.44%	29.91%	29.71%
<b>负债合计</b>	1364	511	2336	2905	营业利润	-8.16%	1.92%	20.72%	23.02%
少数股东权益	217	257	297	337	归属母公司净利润	-6.07%	25.61%	21.70%	24.15%
归属母公司股东权益	7426	8553	9812	11375	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	9007	9321	12445	14617	毛利率	34.80%	35.53%	36.09%	35.24%
					净利率	25.52%	20.94%	19.49%	18.54%
					ROE	11.07%	12.58%	13.31%	14.33%
					ROIC	14.18%	14.88%	13.08%	13.95%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	15.14%	5.48%	18.77%	19.87%
					净负债比率	4.40%	-270.73%	2.57%	2.07%
					流动比率	3.03	11.05	3.46	3.57
					速动比率	2.52	8.01	2.93	2.86
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.47	0.56	0.61	0.64
					应收帐款周转率	6.93	6.82	6.89	7.15
					应付帐款周转率	5.06	4.96	4.74	5.07
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.56	0.71	0.86	1.07
					每股经营现金	0.71	0.37	1.13	0.66
					每股净资产	5.07	5.84	6.70	7.76
					<b>估值比率</b>				
					P/E	19.23	15.31	12.58	10.13
					P/B	2.13	1.85	1.61	1.39
					EV/EBITDA	8.37	9.67	7.05	5.27

  

<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	1045	541	1650	962
净利润	1069	1075	1299	1603
折旧摊销	192	121	123	124
财务费用	(5)	(4)	(3)	(4)
投资损失	(97)	(197)	(97)	(97)
营运资金变动	(217)	127	283	150
其它	103	(580)	45	(814)
<b>投资活动现金流</b>	(98)	366	104	110
资本支出	236	13	38	36
长期投资	(306)	209	(38)	(45)
其他	(28)	144	103	119
<b>筹资活动现金流</b>	(410)	(1361)	1452	6
短期借款	0	(1444)	1444	0
长期借款	60	0	0	0
其他	(470)	83	8	6
<b>现金净增加额</b>	538	(453)	3206	1078

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 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

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>