

劲嘉股份 (002191)

证券研究报告

2021年11月17日

拟收购恒天商业 40%股权，布局海外新型烟草渠道平台！

事件：11月16日，公司公告，公司全资子公司中华香港国际烟草集团有限公司拟1000万元港币收购恒天商业40%股权，恒天商业将成为公司的控股子公司，公司将其纳入合并报表范围。

拟收购恒天商业有限公司40%股权，纳入合并报表范围

公司全资子公司中华香港拟分别以400万港元收购Tan Kim Chwee持有的恒天商业有限公司16%股权、以300万港元收购张东浩持有的恒天商业12%股权、以300万港元收购秋山产业株式会社持有的恒天商业12%股权达成一致意见。本次交易完成后，中华香港合计持有恒天商业40%股权，Tan Kim Chwee、张东浩、秋山产业株式会社分别向中华香港无偿让渡恒天商业5%、3%、3%的表决权等相应全部股东权利，因此，恒天商业将成为公司的控股子公司，公司将其纳入合并报表范围。

布局烟草贸易服务和市场营销，拟打造烟草行业贸易服务综合平台

恒天商业主要业务包括通过与中烟国际（香港）有限公司等的合作，把中国品牌卷烟出口到泰国、吉尔吉斯斯坦、海参崴等国家或地区的免税渠道；为部分中烟公司提供加热不燃烧产品的海外营销及渠道拓展服务；作为知名雪茄烟机生产商ATD Machinery B.V.（荷兰）大中华区的独家代理，向国内客户推广其雪茄烟机设备及零部件；开展雪茄的国外贸易与国内零售业务；为客户提供烟草相关展会的代参展等服务。根据目标公司与转让方承诺，该目标公司预计2021-2023年实现的净利润分别不低于600/900/1000万港元，该业绩承诺仅限于原有业务，即扣除转让方、受让方与目标公司合作的雾化电子烟和加热不燃烧新项目盈亏后的业绩。**此次公司股权收购，将与恒天商业优势互补，打造烟草行业的贸易服务综合平台，形成烟标产品研发制造到卷烟产品贸易出口的综合服务体系，扩大新型烟草产品的服务范围，发展新型烟草产品的海外营销推广服务。**

烟标板块稳中向好，大包装战略稳健向上，积极蓄能新型烟草

公司作为烟标行业龙头，近年来持续通过规模化集采及生产工艺控制实现有效的成本控制及领先的技术水平，继续保持烟标行业龙头地位。在精品酒包业务上通过多区域、多品种的全面布局，精品酒盒营收快速增长。在新型烟草方面，始终以政策要求及客户需求为导向，劲嘉科技作为电子雾化设备及加热不燃烧器具等新型烟草制品的综合制造商和综合服务商，不断加强与国内外客户的合作与拓展。我们认为，随着国内监管的逐步落地，有资质、生产规范、技术成熟的龙头企业将脱颖而出，享受新型烟草蓝海市场，新型烟草也有望成为公司新的利润增长点。

投资建议：我们预计公司2021-23年的营收为52.58/64.26/76.94亿元，净利润为10.67/13.0/15.86亿元。基于公司规模与技术优势、大包装拓展，积极卡位新型烟草，维持“买入”评级。

风险提示：订单波动风险、销售不及预期、政策风险、收购合作不及预期

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,988.70	4,191.43	5,258.25	6,426.30	7,693.74
增长率(%)	18.22	5.08	25.45	22.21	19.72
EBITDA(百万元)	1,493.19	1,369.38	1,464.93	1,741.17	2,093.63
净利润(百万元)	876.79	823.59	1,066.52	1,299.80	1,585.66
增长率(%)	20.88	(6.07)	29.50	21.87	21.99
EPS(元/股)	0.60	0.56	0.73	0.89	1.08
市盈率(P/E)	23.84	25.38	19.60	16.08	13.18
市净率(P/B)	3.02	2.81	2.63	2.43	2.22
市销率(P/S)	5.24	4.99	3.98	3.25	2.72
EV/EBITDA	9.88	7.91	12.56	9.72	8.25

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（维持评级）
当前价格	14.27元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,464.87
流通A股股本(百万股)	1,443.10
A股总市值(百万元)	20,903.70
流通A股市值(百万元)	20,593.05
每股净资产(元)	5.21
资产负债率(%)	27.11
一年内最高/最低(元)	14.85/8.93

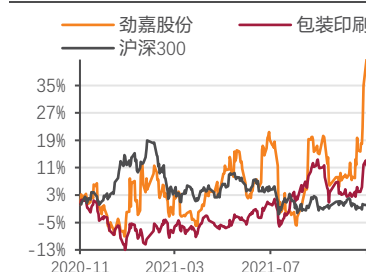
作者

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

蒋梦晗 分析师
SAC执业证书编号：S1110519110001
jiangmenghan@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《劲嘉股份-季报点评:Q3业绩复苏改善，看好大包装与新材料持续放量》2021-10-23
- 2 《劲嘉股份-公司点评:发布限制性股权激励计划，彰显公司发展信心》2021-09-03
- 3 《劲嘉股份-半年报点评:H1业绩复苏向好，彩盒与新型烟草延续高增长》2021-08-30

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,057.92	1,628.68	1,499.94	3,093.73	2,856.60
应收票据及应收账款	720.62	614.14	1,430.74	586.66	1,828.62
预付账款	48.67	68.11	22.62	106.71	53.78
存货	901.06	639.22	1,617.87	1,005.13	2,197.02
其他	779.99	845.10	1,083.32	863.51	1,077.30
流动资产合计	3,508.25	3,795.25	5,654.49	5,655.74	8,013.33
长期股权投资	1,289.20	1,426.75	1,426.75	1,426.75	1,426.75
固定资产	1,764.86	1,652.82	1,632.73	1,612.19	1,578.38
在建工程	242.94	119.35	107.61	112.57	97.54
无形资产	313.26	281.58	270.69	259.80	248.91
其他	1,554.17	1,731.02	1,716.89	1,706.94	1,699.32
非流动资产合计	5,164.43	5,211.52	5,154.66	5,118.24	5,050.90
资产总计	8,672.68	9,006.77	10,809.15	10,773.98	13,064.23
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	903.21	892.23	1,549.65	1,280.84	2,016.37
其他	488.78	362.28	933.23	411.71	1,055.06
流动负债合计	1,391.99	1,254.51	2,482.88	1,692.55	3,071.43
长期借款	0.00	60.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	48.98	49.53	47.85	48.79	48.72
非流动负债合计	48.98	109.53	47.85	48.79	48.72
负债合计	1,440.97	1,364.04	2,530.73	1,741.34	3,120.15
少数股东权益	305.62	216.82	320.34	424.66	543.26
股本	1,464.87	1,464.87	1,464.87	1,464.87	1,464.87
资本公积	1,441.63	1,436.72	1,436.72	1,436.72	1,436.72
留存收益	5,472.73	6,072.90	6,493.21	7,143.12	7,935.95
其他	(1,453.15)	(1,548.57)	(1,436.72)	(1,436.72)	(1,436.72)
股东权益合计	7,231.71	7,642.73	8,278.42	9,032.64	9,944.08
负债和股东权益总计	8,672.68	9,006.77	10,809.15	10,773.98	13,064.23

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	966.42	863.76	1,066.52	1,299.80	1,585.66
折旧摊销	176.79	192.10	102.72	106.47	109.72
财务费用	2.78	0.74	3.20	3.50	3.70
投资损失	(83.03)	(96.98)	(96.40)	(115.68)	(161.95)
营运资金变动	645.34	(73.57)	(744.06)	813.09	(1,208.28)
其它	(518.42)	159.39	106.61	104.32	118.61
经营活动现金流	1,189.89	1,045.44	438.59	2,211.51	447.46
资本支出	307.89	51.99	61.68	79.06	50.06
长期投资	(4.65)	137.54	0.00	0.00	0.00
其他	(766.88)	(287.65)	(31.46)	(43.38)	61.89
投资活动现金流	(463.64)	(98.12)	30.22	35.68	111.95
债权融资	0.00	60.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	42.09	(57.06)	151.75	39.60	39.40
其他	(541.69)	(412.53)	(749.30)	(693.00)	(835.93)
筹资活动现金流	(499.60)	(409.59)	(597.55)	(653.40)	(796.53)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	226.64	537.74	(128.74)	1,593.78	(237.12)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,988.70	4,191.43	5,258.25	6,426.30	7,693.74
营业成本	2,315.46	2,733.00	3,260.30	3,968.32	4,667.64
营业税金及附加	47.20	50.80	68.36	77.12	92.32
营业费用	145.26	72.34	107.27	141.38	207.73
管理费用	261.83	263.23	331.27	411.28	492.40
研发费用	175.46	203.02	210.33	289.18	384.69
财务费用	(3.03)	(5.10)	3.20	3.50	3.70
资产减值损失	(20.51)	(18.03)	18.00	20.00	27.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	3.09	0.00	0.00
投资净收益	83.03	96.98	96.40	115.68	161.95
其他	(149.05)	(195.32)	(198.98)	(231.36)	(323.90)
营业利润	1,133.05	990.50	1,359.01	1,631.20	1,980.21
营业外收入	3.45	6.12	5.00	5.00	5.00
营业外支出	3.37	3.48	3.50	3.50	3.50
利润总额	1,133.13	993.14	1,360.51	1,632.70	1,981.71
所得税	166.71	129.38	190.47	228.58	277.44
净利润	966.42	863.76	1,170.04	1,404.13	1,704.27
少数股东损益	89.63	40.17	103.52	104.32	118.61
归属于母公司净利润	876.79	823.59	1,066.52	1,299.80	1,585.66
每股收益(元)	0.60	0.56	0.73	0.89	1.08

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	18.22%	5.08%	25.45%	22.21%	19.72%
营业利润	18.84%	-12.58%	37.20%	20.03%	21.40%
归属于母公司净利润	20.88%	-6.07%	29.50%	21.87%	21.99%
获利能力					
毛利率	41.95%	34.80%	38.00%	38.25%	39.33%
净利率	21.98%	19.65%	20.28%	20.23%	20.61%
ROE	12.66%	11.09%	13.40%	15.10%	16.87%
ROIC	17.67%	17.26%	24.74%	25.79%	36.92%
偿债能力					
资产负债率	16.62%	15.14%	23.41%	16.16%	23.88%
净负债率	-14.63%	-20.53%	-18.12%	-34.25%	-28.73%
流动比率	2.52	3.03	2.28	3.34	2.61
速动比率	1.87	2.52	1.63	2.75	1.89
营运能力					
应收账款周转率	4.99	6.28	5.14	6.37	6.37
存货周转率	4.74	5.44	4.66	4.90	4.81
总资产周转率	0.47	0.47	0.53	0.60	0.65
每股指标(元)					
每股收益	0.60	0.56	0.73	0.89	1.08
每股经营现金流	0.81	0.71	0.30	1.51	0.31
每股净资产	4.73	5.07	5.43	5.88	6.42
估值比率					
市盈率	23.84	25.38	19.60	16.08	13.18
市净率	3.02	2.81	2.63	2.43	2.22
EV/EBITDA	9.88	7.91	12.56	9.72	8.25
EV/EBIT	11.16	9.12	13.50	10.35	8.71

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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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