

2022年11月02日

劲嘉股份 (002191.SZ)

公司快报

证券研究报告

印刷

疫情致 Q3 盈利短期承压， 新型烟草持续发展可期

■事件：劲嘉股份发布 2022 年三季报。2022Q1-3 公司实现营业收入 39.42 亿元，同比增长 8.00%；归母净利润 5.85 亿元，同比下降 28.32%；扣非后归母净利润 5.06 亿元，同比下降 28.85%。其中 2022Q3 当季公司实现营业收入 12.98 亿元，同比增长 7.94%；归母净利润 0.86 亿元，同比下降 72.34%；扣非后归母净利润 0.81 亿元，同比下降 65.21%。

■烟标主业略有承压，彩盒、电子烟趋势向好，22Q3 营收稳增

22Q3 公司营收延续稳增态势，同比增长 7.94% 至 12.98 亿元。分业务看，1) 22Q3 公司烟标收入有所下滑，同比下降 27.91% 至 3.55 亿元，主要系烟标市场恢复周期较长，以及终端消费疲弱，消费端低端卷烟占比上升，公司配套的烟标产品结构调整影响所致。2) 22Q3 公司新材料收入有所下滑，同比下降 11.47% 至 2.08 亿元，主要系新材料中的镭射纸/膜主要用于烟标产品，受烟标业务下滑影响。3) 22Q3 公司彩盒收入同比增势良好，同比增长 24.75% 至 3.48 亿元，得益于公司持续发展中高端产线，持续优化产品结构，拓展行业头部新客户。其中 3C 收入增长较快，同比增长 69.86%，主要得益于电子烟盒新客户开拓顺利，同时 22Q3 酒盒收入增速亮眼，同比增长 56.06%。4) 22Q3 公司新型烟草收入保持高速增长态势，同比增长 142.68% 至 1.49 亿元。

■新型烟草全面布局，整体营收延续高增

新型烟草业务方面，公司高标准生产能力与技术水平优势构筑产品护城河，在新型烟草产业链延伸、客户拓展、产能建设等方面持续推进，22Q3 公司新型烟草收入延续高增态势。1) 雾化电子烟：公司在雾化电子烟领域前瞻性布局，从烟油（云烁科技）、代工（劲嘉科技）、品牌（因味科技）到海外渠道（印尼云普星河、云普飞匣）全面布局，竞争优势明显。2) HNB 加热不燃烧：目前公司在国内外积极进行供应链布局，不断提升与合作客户的合作深度与粘性。其中，嘉玉科技作为与云南中烟成立的合资公司为其供应 HNB 烟具，长宜科技为四川中烟、云南中烟供应 HNB 香精香料，佳聚电子生产本草烟弹与 HNB 烟具布局日本、马来西亚市场，计划进军俄罗斯、印尼市场，目前已完成俄罗斯市场产品测试。截至 2022 年 9 月末，公司子公司云烁科技、云普星河已取得相关许可证。伴随电子烟相关法规及消费税政策的出台，行业有望加速出清，国内新型烟草行业将进入有序发展阶段，公

投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**11.20 元**
股价 (2022-11-01) **7.37 元**

交易数据

总市值 (百万元)	10,840.44
流通市值 (百万元)	10,484.33
总股本 (百万股)	1,470.89
流通股本 (百万股)	1,422.57
12 个月价格区间	7.14/18.67 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-12.55	-5.94	-3.95
绝对收益	-13.09	-19.63	-29.29

罗乾生

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522010002
luoqs1@essence.com.cn

公司于电子烟产业链上、中、下游多点布局，看好公司新型烟草业务未来发展。

■ 结构变化致盈利短期承压，期间费用有所增长

盈利能力方面，2022Q1-3 综合毛利率为 28.59%，同比下降 4.99pct；22Q3 单季度综合毛利率为 21.73%，同比下降 10.72pct。公司 22Q3 毛利率短期承压，主要系公司产品结构变化，以及疫情致高端品类需求疲弱。期间费用方面，22Q1-3 公司期间费用率为 13.37%，同比提升 1.97pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.54%/7.60%/4.24%/-0.001%，同比分别+0.21/+1.77/-0.17/+0.16pct。其中，管理费用率提升主要系公司摊销股权激励费用所致。此外，22Q1-3 公司投资收益同比下降 58.38%至 0.65 亿元。综合影响下，公司 22Q1-3 净利率为 15.82%，同比下降 7.22pct；22Q3 单季度净利率为 7.34%，同比下降 19.36pct。

现金流方面，22Q1-3 公司经营性现金流净额为 2.47 亿元，同比下降 69.18%。

■ **投资建议：**劲嘉股份作为烟标和大包装龙头企业，烟标主业受益烟草消费韧性、彩盒等新业务顺利开拓，伴随监管政策落地，新型烟草业务有望成为公司新的业绩增长点。我们预计劲嘉股份 2022-2024 年营业收入为 55.85、61.45、68.09 亿元，同比增长 10.22%、10.03%、10.81%；归母净利润为 7.96、9.53、10.92 亿元，同比增长-21.94%、19.69%、14.62%，对应 PE 为 13.6x、11.4x、9.9x，维持买入-A 的投资评级。

■ **风险提示：**新型烟草政策落地不及预期风险；原材料价格波动风险；产能建设进程延缓风险；行业竞争加剧风险等。

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	4,191.4	5,067.1	5,585.1	6,145.1	6,809.1
净利润	823.6	1,019.7	796.0	952.8	1,092.1
每股收益(元)	0.56	0.69	0.54	0.65	0.74
每股净资产(元)	5.05	5.33	5.74	6.05	6.43

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	13.2	10.6	13.6	11.4	9.9
市净率(倍)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
净利润率	19.6%	20.1%	14.3%	15.5%	16.0%
净资产收益率	11.1%	13.0%	9.4%	10.7%	11.6%
股息收益率	4.7%	4.7%	3.3%	4.6%	5.0%
ROIC	17.3%	22.2%	15.5%	18.8%	23.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,191.4	5,067.1	5,585.1	6,145.1	6,809.1	成长性					
减:营业成本	2,733.0	3,435.1	3,958.5	4,331.2	4,744.7	营业收入增长率	5.1%	20.9%	10.2%	10.0%	10.8%
营业税费	50.8	50.4	55.9	67.6	74.9	营业利润增长率	-12.6%	20.9%	-20.4%	19.1%	14.5%
销售费用	72.3	92.5	83.8	104.5	115.8	净利润增长率	-6.1%	23.8%	-21.9%	19.7%	14.6%
管理费用	263.2	351.1	391.0	368.7	374.5	EBITDA 增长率	-11.5%	24.2%	-18.3%	15.7%	12.5%
财务费用	203.0	238.6	279.3	307.3	360.9	EBIT 增长率	-14.2%	27.8%	-20.4%	18.5%	14.4%
研发费用	-5.1	-7.5	-6.4	-7.9	-8.9	NOPLAT 增长率	-11.1%	22.5%	-21.6%	19.7%	14.7%
资产减值损失	-18.0	-44.0	-27.5	-29.8	-33.8	投资资本增长率	-4.6%	12.5%	-1.6%	-9.8%	3.7%
加:公允价值变动收益	-	6.7	-	-	-	净资产增长率	5.7%	6.0%	7.8%	5.6%	6.5%
投资和汇兑收益	97.0	307.6	157.0	191.0	186.0	利润率					
营业利润	990.5	1,197.2	952.7	1,134.9	1,299.4	毛利率	41.9%	34.8%	40.6%	39.7%	40.5%
加:营业外净收支	2.6	-1.3	0.5	0.6	-0.1	营业利润率	34.8%	32.2%	29.1%	29.5%	30.3%
利润总额	993.1	1,195.9	953.1	1,135.5	1,299.4	净利润率	23.6%	23.6%	17.1%	18.5%	19.1%
减:所得税	129.4	140.6	123.9	143.0	161.8	EBITDA/营业收入	19.6%	20.1%	14.3%	15.5%	16.0%
净利润	823.6	1,019.7	796.0	952.8	1,092.1	EBIT/营业收入	27.8%	28.6%	21.2%	22.3%	22.6%
							23.5%	24.8%	17.9%	19.3%	19.9%
资产负债表						运营效率					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产周转天数	147	123	112	92	74
货币资金	1,628.7	1,534.3	2,342.6	3,341.8	3,752.2	固定资产周转天数	31	26	29	19	18
交易性金融资产	596.9	559.9	559.9	559.9	559.9	流动营业资本周转天数	314	296	306	332	348
应收账款	651.4	743.8	807.6	899.4	986.5	流动资产周转天数	55	50	50	50	50
应收票据	-	412.2	77.6	93.1	96.0	应收账款周转天数	66	60	64	63	63
预付账款	68.1	45.0	90.8	68.0	96.3	存货周转天数	759	687	668	646	623
存货	639.2	1,057.9	921.4	1,244.2	1,128.2	总资产周转天数	417	357	341	292	255
其他流动资产	211.0	175.8	162.1	182.9	173.6	投资资本周转天数	470	417	355	276	210
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	11.1%	13.0%	9.4%	10.7%	11.6%
长期股权投资	1,426.7	1,531.2	1,531.2	1,531.2	1,531.2	ROA	9.6%	10.2%	8.0%	8.5%	9.6%
投资性房地产	588.3	383.3	383.3	383.3	383.3	ROIC	17.3%	22.2%	15.5%	18.8%	23.9%
固定资产	1,652.8	1,818.7	1,648.4	1,478.0	1,307.6	费用率					
在建工程	119.4	221.1	221.1	221.1	221.1	销售费用率	1.7%	1.8%	1.5%	1.7%	1.7%
无形资产	281.6	297.5	284.9	272.3	259.7	管理费用率	6.3%	6.9%	7.0%	6.0%	5.5%
其他非流动资产	1,142.8	1,547.3	1,365.9	1,380.6	1,402.2	研发费用率	4.8%	4.7%	5.0%	5.0%	5.3%
资产总额	9,006.8	10,328.1	10,396.7	11,655.9	11,897.8	财务费用率	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
短期债务	-	50.0	-	-	-	四费/营业收入	12.7%	13.3%	13.4%	12.6%	12.4%
应付账款	643.3	870.1	999.2	1,046.0	1,194.5	偿债能力					
应付票据	386.1	816.4	288.2	998.0	466.6	资产负债率	15.1%	21.6%	16.0%	20.8%	17.4%
其他流动负债	225.1	402.2	313.0	317.7	338.5	负债权益比	17.8%	27.5%	19.0%	26.3%	21.1%
长期借款	60.0	-	-	-	-	流动比率	3.03	2.12	3.10	2.71	3.40
其他非流动负债	49.5	88.8	62.4	66.9	72.7	速动比率	2.52	1.62	2.52	2.18	2.83
负债总额	1,364.0	2,227.3	1,662.9	2,428.7	2,072.4	利息保障倍数	-193.06	-167.65	-155.65	-150.55	-152.85
少数股东权益	216.8	254.1	287.2	326.9	372.4	分红指标					
股本	1,464.9	1,470.9	1,470.9	1,470.9	1,470.9	DPS(元)	0.34	0.35	0.25	0.34	0.37
留存收益	6,072.9	6,541.9	6,975.7	7,429.4	7,982.1	分红比率	61.4%	50.3%	45.5%	52.4%	49.4%
股东权益	7,642.7	8,100.7	8,733.8	9,227.2	9,825.4	股息收益率	4.7%	4.7%	3.3%	4.6%	5.0%

现金流量表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	863.8	1,055.3	796.0	952.8	1,092.1	EPS(元)	0.56	0.69	0.54	0.65	0.74
加:折旧和摊销	192.1	204.6	183.0	183.0	183.0	BVPS(元)	5.05	5.33	5.74	6.05	6.43
资产减值准备	20.7	73.8	-	-	-	PE(X)	13.2	10.6	13.6	11.4	9.9
公允价值变动损失	-	-6.7	-	-	-	PB(X)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
财务费用	0.7	6.2	-6.4	-7.9	-8.9	P/FCF	9.7	22.7	13.7	7.4	11.7
投资损失	-97.0	-307.6	-157.0	-191.0	-186.0	P/S	2.6	2.1	1.9	1.8	1.6
少数股东损益	40.2	35.6	33.2	39.7	45.5	EV/EBITDA	9.3	13.6	6.4	4.9	4.1
营运资金的变动	-30.3	-215.0	67.0	316.4	-374.8	CAGR(%)	4.7%	2.5%	-5.0%	4.7%	2.5%
经营活动产生现金流量	1,045.4	860.8	915.8	1,293.0	750.9	PEG	2.8	4.2	-2.7	2.4	3.9
投资活动产生现金流量	-98.1	-538.3	157.0	191.0	186.0	ROIC/WACC	1.6	2.1	1.5	1.8	2.3
融资活动产生现金流量	-409.6	-517.9	-264.5	-484.8	-526.5	REP	1.4	1.8	1.0	0.8	0.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034