

易世达 (300125)

证券研究报告

2020年02月24日

与美国 ChillHit Labs Inc 公司合作，战略布局美国 CBD 类产品渠道商

事件：公司发布公告，子公司聆达生物与汉麻集团共同出资设立的合资公司沃达公司于 2020 年 2 月 21 日与美国的 ChillHit Labs Inc. 签订《合作框架协议》。

CBD 在美国受消费者欢迎，行业竞争格局未定，把握渠道很关键

CBD 作为工业大麻中不具精神活性的大麻素成分正得到北美市场的欢迎。根据 Brightfield Group 公司数据，美国 CBD 市场到 2019 年增长达 700%。健康保健概念的流行推动 CBD 的快速增长，到 2023 年，北美 CBD 市场有望增长到 237 亿美元。美国 CBD 市场处于蓝海状态，大多数参与企业仍处于中小规模，目前美国 CBD 公司中只有 1.0% 的公司销售额在 4000 万美元以上或在 1000 家以上的商店中销售，而 92.9% 的公司销售额在 100 万美元以下或在少于 100 家商店中销售，**CBD 行业竞争格局未定，为企业参与提供机会，拥有充足渠道是 CBD 产品被美国消费者所熟悉的重要方式。**

合作方工业大麻业务经验丰富，CBD 产品销往全美 1500 家便利店

此次合作方 ChillHit Labs Inc. 是一家注册于美国加利福尼亚州的公司，主要从事工业大麻行业生产、销售服务咨询业务，为北美市场 CBD 品牌提供服务，其经销的贴注 CBD 标签的产品目前在全美超过 1500 家便利店销售，非 CBD 产品在全美 5 万多家门店销售。我们认为，公司合作方在美国有丰富的 CBD 销售经验，在全美渠道较为广泛，有望较快打开公司 CBD 产品在美销售市场。

公司工业大麻 CBD 产品研发推进稳健，为销售拓展奠定基础

公司已经在工业大麻领域展开多个布局。国外业务方面，公司子公司与美国 REDCO 出资在美国内华达州设立大麻素及相关产品检测服务中心，以自有资金出资 360 万美元，持有标的公司 60% 的股权，提供检测与 CBD 等健康产品溯源防伪服务。国内业务方面，公司与汉麻投资集团合作，计划在云南省共同建设工业大麻基材产香薄片及其产品生产加工项目，投资总金额为 4 亿元；公司子公司与汉麻集团的合资公司沃达公司就与云南农业大学烟草学院合作，旨在推进工业大麻及加热不燃烧技术相关产业的发展。

投资建议：由于公司工业大麻业务暂处于布局阶段，暂不考虑收入，我们维持对公司 19-21 年净利润的预测 0.40/0.52/0.67 亿元，继续看好公司新兴产业前景，维持“增持”评级。

风险提示：投资进展不及预期，合资公司能否取得批准具有不确定性，工业应与中间型大麻、娱乐大麻/毒品严格区分，工业大麻相关业务可能有政策变动风险、法律风险、经营管理风险、自然风险、研发操作风险、合作不确定性；坚决反对娱乐大麻合法化；我国从未批准工业大麻用于医用和食品添加

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	112.68	152.26	245.03	293.63	362.99
增长率(%)	(30.70)	35.12	60.93	19.84	23.62
EBITDA(百万元)	(191.56)	72.86	140.13	157.75	174.86
净利润(百万元)	(264.25)	36.69	39.85	51.61	66.51
增长率(%)	324.44	(113.88)	8.62	29.50	28.87
EPS(元/股)	(1.00)	0.14	0.15	0.19	0.25
市盈率(P/E)	(13.43)	96.75	89.07	68.78	53.37
市净率(P/B)	4.61	4.66	3.80	3.60	3.38
市销率(P/S)	31.50	23.31	14.49	12.09	9.78
EV/EBITDA	(17.61)	34.18	26.32	22.58	20.62

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	公用事业/电力
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	13.37 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	265.50
流通 A 股股本(百万股)	263.78
A 股总市值(百万元)	3,549.73
流通 A 股市值(百万元)	3,526.70
每股净资产(元)	2.88
资产负债率(%)	35.71
一年内最高/最低(元)	27.18/10.54

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

石家骏 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110001
shijiajun@tfzq.com

林逸丹 联系人
linyidan@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《易世达-公司点评:与云南农业大学烟草学院合作，工业大麻薄片开发加速!》2020-01-03
- 《易世达-公司点评:工业大麻基材产香薄片加热不燃烧项目加速推进!》2019-09-24
- 《易世达-公司点评:携手汉麻建设工业大麻产香薄片项目，“大健康”战略持续推进》2019-09-01



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	175.78	103.11	132.05	61.18	29.04
应收票据及应收账款	136.27	185.59	222.79	266.60	338.39
预付账款	5.02	1.15	6.23	2.67	8.46
存货	79.89	14.86	83.59	20.29	109.60
其他	309.57	396.87	232.17	244.94	250.39
流动资产合计	706.53	701.58	676.83	595.68	735.87
长期股权投资	55.04	65.84	55.84	55.84	55.84
固定资产	391.73	377.22	370.93	366.23	362.07
在建工程	50.83	0.00	6.00	9.60	11.76
无形资产	134.66	58.00	114.91	71.82	28.73
其他	58.95	51.56	146.46	143.57	142.74
非流动资产合计	691.21	552.62	694.15	647.06	601.14
资产总计	1,397.74	1,254.20	1,370.98	1,242.73	1,337.01
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	9.53
应付票据及应付账款	71.45	44.87	69.98	68.52	104.66
其他	110.37	64.12	49.68	73.22	55.65
流动负债合计	181.83	108.99	119.67	141.74	169.84
长期借款	395.00	365.00	273.10	50.00	23.39
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	23.49	9.19	17.76	16.81	14.59
非流动负债合计	418.49	374.19	290.86	66.81	37.98
负债合计	600.31	483.18	410.53	208.55	207.82
少数股东权益	28.21	10.02	27.10	49.22	77.72
股本	118.00	177.00	265.50	265.50	265.50
资本公积	811.23	751.33	751.33	751.33	751.33
留存收益	651.22	628.00	667.85	719.46	785.98
其他	(811.23)	(795.33)	(751.33)	(751.33)	(751.33)
股东权益合计	797.43	771.02	960.45	1,034.18	1,129.20
负债和股东权益总	1,397.74	1,254.20	1,370.98	1,242.73	1,337.01

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	(264.58)	36.19	39.85	51.61	66.51
折旧摊销	53.60	45.31	63.38	64.20	65.09
财务费用	24.64	22.74	17.55	16.29	9.80
投资损失	(8.25)	(18.63)	(28.00)	(36.00)	(41.00)
营运资金变动	2.81	(90.32)	68.53	33.47	(155.43)
其它	196.84	(10.63)	17.08	22.12	28.50
经营活动现金流	5.04	(15.33)	178.39	151.69	(26.53)
资本支出	(125.89)	(72.05)	189.43	20.95	22.22
长期投资	44.51	10.80	(10.00)	0.00	0.00
其他	48.65	111.04	(349.43)	(4.95)	(1.22)
投资活动现金流	(32.73)	49.79	(170.00)	16.00	21.00
债权融资	422.50	395.00	300.60	78.33	61.52
股权融资	(21.56)	(65.45)	114.95	(16.29)	(9.80)
其他	(441.38)	(429.43)	(395.00)	(300.60)	(78.33)
筹资活动现金流	(40.44)	(99.88)	20.55	(238.56)	(26.61)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(68.13)	(65.43)	28.94	(70.87)	(32.14)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	112.68	152.26	245.03	293.63	362.99
营业成本	73.29	108.20	147.67	178.08	222.66
营业税金及附加	1.56	1.59	3.28	3.69	4.40
营业费用	4.21	1.20	3.68	4.40	5.44
管理费用	43.46	41.01	22.05	26.43	32.67
研发费用	1.41	0.00	19.60	23.49	29.04
财务费用	21.56	20.55	17.55	16.29	9.80
资产减值损失	243.17	(9.13)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.25	18.63	28.00	36.00	41.00
其他	(18.99)	(67.41)	(56.00)	(72.00)	(82.00)
营业利润	(265.23)	37.62	59.20	77.26	99.97
营业外收入	3.17	3.90	3.00	3.36	3.42
营业外支出	1.89	4.84	2.27	3.00	3.37
利润总额	(263.96)	36.68	59.93	77.61	100.02
所得税	0.62	0.49	3.00	3.88	5.00
净利润	(264.58)	36.19	56.93	73.73	95.02
少数股东损益	(0.33)	(0.49)	17.08	22.12	28.50
归属于母公司净利润	(264.25)	36.69	39.85	51.61	66.51
每股收益(元)	(1.00)	0.14	0.15	0.19	0.25

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	-30.70%	35.12%	60.93%	19.84%	23.62%
营业利润	225.78%	-114.18%	57.36%	30.50%	29.40%
归属于母公司净利润	324.44%	-113.88%	8.62%	29.50%	28.87%
获利能力					
毛利率	34.96%	28.94%	39.74%	39.35%	38.66%
净利率	-234.50%	24.10%	16.26%	17.58%	18.32%
ROE	-34.35%	4.82%	4.27%	5.24%	6.33%
ROIC	-20.61%	5.82%	7.20%	8.29%	10.46%

偿债能力	2017	2018	2019E	2020E	2021E
资产负债率	42.95%	38.53%	29.94%	16.78%	15.54%
净负债率	30.94%	37.86%	17.55%	1.66%	2.88%
流动比率	3.89	6.44	5.66	4.20	4.33
速动比率	3.45	6.30	4.96	4.06	3.69
营运能力					
应收账款周转率	0.90	0.95	1.20	1.20	1.20
存货周转率	1.04	3.21	4.98	5.65	5.59
总资产周转率	0.07	0.11	0.19	0.22	0.28

每股指标(元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	-1.00	0.14	0.15	0.19	0.25
每股经营现金流	0.02	-0.06	0.67	0.57	-0.10
每股净资产	2.90	2.87	3.52	3.71	3.96
估值比率					
市盈率	-13.43	96.75	89.07	68.78	53.37
市净率	4.61	4.66	3.80	3.60	3.38
EV/EBITDA	-17.61	34.18	26.32	22.58	20.62
EV/EBIT	-13.78	88.91	48.05	38.07	32.85

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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com