

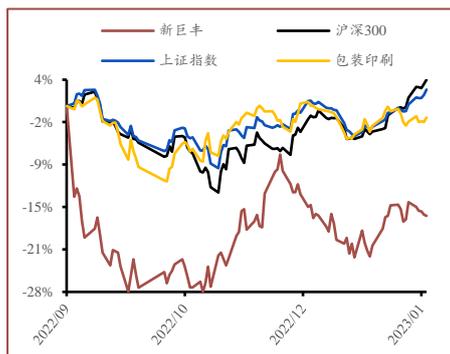
拟收购纷美股权，无菌包装国产化替代加速

 证券研究报告

 **投资评级:增持(维持)**

基本数据	2023-01-20
收盘价(元)	16.30
流通股本(亿股)	0.59
每股净资产(元)	5.53
总股本(亿股)	4.20

最近 12 月市场表现


分析师 潘宁河

 SAC 证书编号: S0160521010001
pannh@ctsec.com

分析师 刘洋

 SAC 证书编号: S0160521120001
liuyang01@ctsec.com

分析师 李跃博

 SAC 证书编号: S0160521120003
liyb@ctsec.com

相关报告

1. 《内资无菌包装龙头，国产替代空间广阔》 2023-01-11

核心观点

- ❖ **事件:** 新巨丰以 9.99 亿港币现金作为对价支付的方式，收购 JSH Venture Holdings Limited 持有的纷美包装 377,132,584 股股票，约占纷美包装总股份的 28.22%。
- ❖ **强强联合，无菌包装国产化阵营壮大:** 在中国无菌包装市场，海外的利乐公司和 SIG 集团占据 65% 份额，而国内的纷美和新巨丰分别占据 12.3% 和 6.99% 份额，是中国公司市占率排名的前两位。此次在股权层面的强强联合，使得无菌包装国产化替代阵营的实力更加强大，面对海外巨头形成更有利的竞争格局。
- ❖ **资源互补，双赢局面有望形成:** 新巨丰是伊利的第一大国产无菌包装供应商，而纷美是蒙牛的第一大国产无菌包装供应商，双方有望打通国内排名前二的乳企客户资源。另外，纷美在上游灌装机设备领域亦有布局，有望补齐新巨丰在设备领域的短板，也为国产灌装机突破利乐在中高端市场的垄断提供了机遇。
- ❖ **无菌包装市场广阔，多方因素助力公司打开成长空间:** 当前国内无菌包装市场以利乐和 SIG 两家外资企业主导，而上游乳企对于国产化替代的诉求日渐迫切。食品安全无小事，从国家政策角度亦需要中国公司提升话语权。而纵观全球，包含无菌包装及无菌灌装设备口径的市场规模约在 500 亿美元规模，且仍保持 10% 左右增速。公司未来有望在广阔的市场复制利乐的成功路径，构建全球无菌包装行业的竞争优势。
- ❖ **盈利预测与投资评级:** 公司为内资无菌包装龙头，与大型乳企合作稳定，此次收购纷美包装股份有望整合国产无菌包装市场，全面提升公司实力。我们认为公司未来增长确定性较高，2022-2024 年公司有望实现归母净利润 1.75、3.13、4.19 亿元，对应当前股价 PE 为 39、22、16 倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 客户依赖风险；行业竞争风险；原材料价格波动风险；收购未能按预案完成的风险等

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1014	1242	1634	2184	2827
收入增长率 (%)	8.48	22.42	31.55	33.72	29.39
归母净利润(百万元)	169	157	175	313	419
净利润增长率 (%)	46.35	-7.04	11.08	79.07	34.04
EPS (元/股)	0.47	0.44	0.42	0.74	1.00
PE	0.00	0.00	39.21	21.89	16.33
ROE (%)	17.14	13.74	7.35	11.64	13.49
PB	0.00	0.00	2.88	2.55	2.20

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)						财务指标					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1014.45	1241.84	1633.62	2184.49	2826.61	成长性					
减:营业成本	661.37	902.90	1266.50	1621.93	2095.31	营业收入增长率	8.5%	22.4%	31.5%	33.7%	29.4%
营业税费	7.54	7.13	9.47	13.11	16.96	营业利润增长率	43.9%	-8.3%	11.1%	79.3%	34.1%
销售费用	51.04	59.24	60.77	107.04	138.50	净利润增长率	46.4%	-7.0%	11.1%	79.1%	34.0%
管理费用	63.34	65.82	70.25	122.33	163.94	EBITDA 增长率	35.3%	-4.8%	4.8%	47.1%	20.5%
研发费用	4.39	8.32	9.80	20.75	30.53	EBIT 增长率	40.7%	-8.5%	6.3%	38.3%	27.2%
财务费用	-3.81	-1.14	-4.11	-21.92	-6.84	NOPLAT 增长率	44.0%	-7.9%	6.3%	38.1%	27.2%
资产减值损失	-10.26	0.01	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	8.8%	14.9%	103.4%	13.1%	15.5%
加:公允价值变动收益	2.21	4.38	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	9.9%	15.9%	107.6%	13.2%	15.6%
投资和汇兑收益	-0.19	0.21	0.82	86.94	158.86	利润率					
营业利润	229.71	210.59	233.97	419.61	562.49	毛利率	34.8%	27.3%	22.5%	25.8%	25.9%
加:营业外净收支	-1.55	0.15	0.10	0.10	0.10	营业利润率	22.6%	17.0%	14.3%	19.2%	19.9%
利润总额	228.17	210.74	234.07	419.71	562.59	净利率	16.7%	12.7%	10.7%	14.3%	14.8%
减:所得税	59.07	53.54	59.45	107.03	143.46	EBITDA/营业收入	25.8%	20.1%	16.0%	17.6%	16.4%
净利润	169.10	157.20	174.61	312.68	419.13	EBIT/营业收入	22.1%	16.5%	13.3%	13.8%	13.5%
资产负债表(百万元)						运营效率					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E						
货币资金	251.68	346.74	1544.95	757.61	1022.53	固定资产周转天数	171	143	117	98	84
交易性金融资产	161.49	154.35	109.35	115.35	117.35	流动营业资本周转天数	71	80	55	59	57
应收账款	220.15	350.93	444.33	622.04	787.37	流动资产周转天数	302	332	546	321	323
应收票据	4.66	7.61	10.99	13.28	18.13	应收账款周转天数	78	83	87	87	89
预付账款	7.26	9.38	12.66	16.22	20.95	存货周转天数	77	63	62	62	63
存货	132.40	185.58	250.66	308.00	425.36	总资产周转天数	497	461	532	550	497
其他流动资产	34.59	20.44	20.44	20.44	20.44	投资资本周转天数	372	350	540	457	408
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	17.1%	13.7%	7.4%	11.6%	13.5%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	870.00	870.00	ROA	11.6%	9.1%	5.6%	8.7%	9.9%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	16.0%	12.8%	6.7%	8.2%	9.0%
固定资产	475.10	485.54	523.35	588.92	649.07	费用率					
在建工程	70.23	46.02	60.79	83.59	90.49	销售费用率	5.0%	4.8%	3.7%	4.9%	4.9%
无形资产	38.44	37.64	37.94	38.24	38.64	管理费用率	6.2%	5.3%	4.3%	5.6%	5.8%
其他非流动资产	13.55	13.06	13.06	13.06	13.06	财务费用率	-0.4%	-0.1%	-0.3%	-1.0%	-0.2%
资产总额	1453.42	1727.85	3100.44	3577.22	4224.79	三费/营业收入	10.9%	10.0%	7.8%	9.5%	10.5%
短期债务	3.94	4.02	6.32	8.82	11.92	偿债能力					
应付账款	94.68	155.50	196.31	254.23	316.16	资产负债率	32.1%	33.8%	23.4%	24.9%	26.5%
应付票据	178.05	260.46	344.64	421.27	556.54	负债权益比	47.3%	51.1%	30.6%	33.1%	36.0%
其他流动负债	1.65	4.34	1.34	2.34	2.14	流动比率	2.13	2.20	3.71	2.34	2.39
长期借款	40.19	35.68	32.53	34.18	35.40	速动比率	1.69	1.78	3.28	1.92	1.94
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	108.86	88.66	77.01	101.07	115.44
负债总额	466.82	584.05	726.32	890.42	1118.86	分红指标					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	357.00	357.00	420.00	420.00	420.00	分红比率					
留存收益	379.06	536.26	710.87	1023.55	1442.68	股息收益率			0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	986.60	1143.80	2374.12	2686.80	3105.93	业绩和估值指标					
现金流量表(百万元)						2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
净利润	169.10	157.20	174.61	312.68	419.13	EPS(元)	0.47	0.44	0.42	0.74	1.00
加:折旧和摊销	37.81	44.39	43.49	83.29	80.18	BVPS(元)	2.76	3.20	5.65	6.40	7.40
资产减值准备	10.48	-1.65	-5.68	-4.86	-6.95	PE(X)	0.0	0.0	39.2	21.9	16.3
公允价值变动损失	-2.21	-4.38	0.00	0.00	0.00	PB(X)	0.0	0.0	2.9	2.5	2.2
财务费用	3.24	2.51	2.83	2.98	3.32	P/FCF					
投资收益	-1.89	-2.00	-0.82	-86.94	-158.86	P/S	0.0	0.0	4.2	3.1	2.4
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	-0.8	-1.2	20.5	16.0	12.7
营运资金的变动	25.63	-125.30	-13.81	-93.20	-80.94	CAGR(%)					
经营活动产生现金流量	245.01	80.18	200.52	213.85	255.78	PEG	0.0	—	3.5	0.3	0.5
投资活动产生现金流量	-78.67	-20.80	-54.35	-1002.36	8.14	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-102.40	14.18	1052.04	1.17	1.00	REP					

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。