

新巨丰 (301296)

证券研究报告

2023年02月01日

拟收购 28% 纷美包装股权，短期有望增厚业绩，中长期战略协同加速国产替代

拟以 8.64 亿元收购 28% 纷美包装股权，交易完成后，新巨丰将成为纷美包装第一大股东。公司公告，拟以现金收购 JSH Venture Holdings Limited 持有的纷美包装 3.77 亿股股票，约占标的公司总股份 28.22%，本次交易收购对价为每股 2.65 港元，对应标的资产转让价 9.99 亿港元，约合人民币 8.64 亿元。交易完成后，新巨丰将成为标的公司第一大股东。

纷美包装为液体食品跨系统无菌包装综合解决方案供应商，向液体乳制品及非碳酸软饮料生产商提供高性价比无菌包装材料和灌装机、零配件等，产品包括纷美砖、纷美枕、纷美冠等。2021 及 22H1 纷美包装收入分别为 34.63 亿、17.74 亿，归母净利润分别为 2.85 亿、0.67 亿，22 全年预计 1.68-1.88 亿，28.22% 股权对应 0.47-0.53 亿。

战略入股优质资产，加速推动无菌包装国产替代，提升食品安全。

益普索预计 2022 年我国常温奶市场 854 万吨，对无菌包装需求不断增长。目前国内无菌包装仍由外资主导，根据益普索报告，2020 年利乐无菌包装销售量（标准包）占全球无菌包装市场销售量约 62%；国际无菌包装企业进入中国后，通过灌装机与包装材料捆绑销售的策略，一度占据中国无菌包装市场 90% 以上市场。为减少对外资供应商依赖，降低采购成本，国内下游客户逐步采用国产包装进行替代。同时，新巨丰本次将纷美 28.22% 股份从国际资本手中收购，提升国家食品安全，对打造无菌包装民族品牌有一定积极意义。

纷美及新巨丰均为国内无菌包装领军企业，强强联合有望深度合作，助力新巨丰完善产品、客户卡位及市场布局，提升国产品牌整体竞争力，具体来看：

1) 产能有望迅速扩张，或将实现跨越式发展。新巨丰预计 22 年底可拥有约 180 亿包产能，募投产能 100 亿包逐步推进；截至 22H1 纷美拥有 300 亿包产能，并于 22 年 8 月收购意大利 Alternapak 工厂，预计带来一定产能增量，未来新巨丰总产能或将至少达到 580 亿包以上。

2) 客户方面，纷美为蒙牛重要供应商，新巨丰亦拥有优质客户资源，截至 2021 年末已与国内外超过 140 家知名液态奶、非碳酸饮料行业公司建立了良好的业务合作关系，其中包括伊利、新希望等知名企业，我们认为，新巨丰有望借助纷美既有资源，发挥协同效应，销售渠道或将加速拓展。

3) 市场方面，纷美约 30% 收入来自海外，2021 及 22H1 纷美海外收入分别为 10.61 亿（同增 14.9%）、6.33 亿（同增 19.6%），并于德国、意大利拥有海外工厂，我们认为，新巨丰亦有望借此进入国际市场。

4) 产品方面，借助纷美灌装机等前端设备生产及销售能力，新巨丰产品及服务有望进一步完善。新巨丰主要产品为辊型无菌包装，包含枕包、砖包、钻石包、金属包；纷美包装为液体食品跨系统无菌包装综合解决方案供应商，其砖包、钻石包、金属包产品规格和类型更为丰富，并且可提供灌装机、零配件等整体解决方案。未来双方将在产品设计研发、销售等开展深度合作，新巨丰有望切入灌装机、配件、技术服务等包装及灌装解决方案业务，完善产品及服务种类。

盈利预测：我们看好公司凭借质量稳定、具备性价比的产品，深度绑定优质大客户，如暂不考虑收购，我们预计新巨丰 22-24 年归母净利润分别为 1.6/2.2/2.9 亿，对应 PE 分别为 47X/35X/27X，维持“增持”评级。

风险提示：交易仍需审批，存在被终止或取消的风险；交易标的业绩不达预期的风险；收购后管理风险等。

投资评级

行业	轻工制造/包装印刷
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	18.49 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	420.00
流通 A 股股本(百万股)	59.15
A 股总市值(百万元)	7,765.80
流通 A 股市值(百万元)	1,093.75
每股净资产(元)	5.53
资产负债率(%)	22.25
一年内最高/最低(元)	22.07/13.96

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

尉鹏洁 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521070001
weipengjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《新巨丰-首次覆盖报告:我国内资控股第一大无菌包装供应商，乘国产替代东风步入快速发展通道》 2022-12-26

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,014.45	1,241.84	1,634.05	2,208.96	2,905.33
增长率(%)	8.48	22.42	31.58	35.18	31.52
EBITDA(百万元)	281.26	254.57	259.28	345.68	430.48
归属母公司净利润(百万元)	169.10	157.20	163.79	219.22	286.05
增长率(%)	46.35	(7.04)	4.19	33.84	30.49
EPS(元/股)	0.40	0.37	0.39	0.52	0.68
市盈率(P/E)	45.78	49.24	47.26	35.31	27.06
市净率(P/B)	7.85	6.77	3.28	3.00	2.70
市销率(P/S)	7.63	6.23	4.74	3.50	2.66
EV/EBITDA	0.00	0.00	23.17	16.91	12.86

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	251.68	346.74	1,610.19	1,760.89	2,064.66	营业收入	1,014.45	1,241.84	1,634.05	2,208.96	2,905.33
应收票据及应收账款	224.81	358.54	392.36	676.35	668.09	营业成本	661.37	902.90	1,272.48	1,718.10	2,261.34
预付账款	7.26	9.38	9.59	18.51	19.31	营业税金及附加	7.54	7.13	12.54	16.00	20.40
存货	132.40	185.58	282.52	404.41	469.05	销售费用	51.04	59.24	68.63	92.78	122.02
其他	224.39	227.87	215.82	222.49	222.49	管理费用	63.34	65.82	50.66	68.48	92.97
流动资产合计	840.54	1,128.12	2,510.49	3,082.66	3,443.61	研发费用	4.39	8.32	16.34	22.09	31.96
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(3.81)	(1.14)	(8.47)	(11.24)	(13.88)
固定资产	475.10	485.54	462.42	460.58	457.65	资产/信用减值损失	(10.48)	1.65	0.62	(5.70)	(3.48)
在建工程	70.23	46.02	50.42	56.33	61.07	公允价值变动收益	2.21	4.38	0.00	0.00	0.00
无形资产	38.44	37.64	36.65	35.66	34.67	投资净收益	(0.19)	0.21	1.61	1.33	0.74
其他	29.10	30.54	33.52	34.41	32.50	其他	9.33	(17.26)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	612.87	599.73	583.01	586.98	585.88	营业利润	229.71	210.59	224.11	298.39	387.77
资产总计	1,453.42	1,727.85	3,093.50	3,669.64	4,029.49	营业外收入	0.02	0.22	0.10	0.12	0.11
短期借款	3.94	4.02	5.60	5.04	4.54	营业外支出	1.57	0.07	0.47	0.55	0.66
应付票据及应付账款	272.73	415.96	497.97	858.47	898.73	利润总额	228.17	210.74	223.74	297.95	387.22
其他	113.65	87.29	162.26	162.05	198.38	所得税	59.07	53.54	59.94	78.74	101.17
流动负债合计	390.32	507.27	665.83	1,025.56	1,101.65	净利润	169.10	157.20	163.79	219.22	286.05
长期借款	40.19	35.68	32.30	29.07	26.16	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	169.10	157.20	163.79	219.22	286.05
其他	32.12	35.79	32.07	32.50	33.12	每股收益(元)	0.40	0.37	0.39	0.52	0.68
非流动负债合计	72.31	71.47	64.37	61.57	59.28						
负债合计	466.82	584.05	730.20	1,087.12	1,160.93						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
股本	357.00	357.00	420.00	420.00	420.00	成长能力					
资本公积	250.54	250.54	1,243.25	1,243.25	1,243.25	营业收入	8.48%	22.42%	31.58%	35.18%	31.52%
留存收益	379.06	536.26	700.05	919.27	1,205.31	营业利润	43.93%	-8.32%	6.42%	33.15%	29.95%
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	46.35%	-7.04%	4.19%	33.84%	30.49%
股东权益合计	986.60	1,143.80	2,363.30	2,582.52	2,868.56	获利能力					
负债和股东权益总计	1,453.42	1,727.85	3,093.50	3,669.64	4,029.49	毛利率	34.81%	27.29%	22.13%	22.22%	22.17%
						净利率	16.67%	12.66%	10.02%	9.92%	9.85%
						ROE	17.14%	13.74%	6.93%	8.49%	9.97%
						ROIC	34.18%	26.35%	24.02%	33.51%	40.11%
						偿债能力					
						资产负债率	32.12%	33.80%	23.60%	29.62%	28.81%
						净负债率	-20.58%	-26.38%	-65.38%	-66.02%	-70.39%
						流动比率	2.13	2.20	3.77	3.01	3.13
						速动比率	1.79	1.84	3.35	2.61	2.70
						营运能力					
						应收账款周转率	4.57	4.26	4.35	4.13	4.32
						存货周转率	7.22	7.81	6.98	6.43	6.65
						总资产周转率	0.72	0.78	0.68	0.65	0.75
						每股指标(元)					
						每股收益	0.40	0.37	0.39	0.52	0.68
						每股经营现金流	0.58	0.19	0.48	0.47	0.83
						每股净资产	2.35	2.72	5.63	6.15	6.83
						估值比率					
						市盈率	45.78	49.24	47.26	35.31	27.06
						市净率	7.85	6.77	3.28	3.00	2.70
						EV/EBITDA	0.00	0.00	23.17	16.91	12.86
						EV/EBIT	0.00	0.00	28.00	19.57	14.51

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 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