

新巨丰(301296)

报告日期: 2023年01月29日

拟现金收购纷美包装 28% 股权，无菌包装龙头起航

——新巨丰点评报告

投资要点

- 事件:** 新巨丰公告拟以现金收购怡和控股持有的 28.22% 纷美包装股份，本次收购成功后新巨丰将成为纷美包装第一大股东。本次收购定价 2.65 港元/股，相比现价溢价 22.7%，对应总市值 35.4 亿港元，以 22 年预计利润中值 1.78 亿元计算，本次收购对应 22 年 PE 17X。
- 纷美包装: 蒙牛核心供应商，国内无菌包装行业第二大企业**
 纷美包装是我国无菌包装行业第二大企业，2020 年市场份额 12.34%，此外利乐 52.63%，SIG 10.98%，新巨丰 6.99%。21 年公司实现收入 34.6 亿元，净利润 2.85 亿元，22 年预计实现利润 1.68-1.88 亿元。公司具有无菌包装年产能约 300 亿包，在山东、内蒙古和德国（供应海外客户）三地均有自有工厂，核心客户为蒙牛。
- 本次收购完成后对新巨丰利润贡献超 5000 万元**
 考虑公司收购后将成为纷美包装第一大股东，以 2022 年预计利润中值 1.78 亿元计算，本次收购预计可以给新巨丰贡献 5000 万利润，此外考虑 22 年原材料高位纷美利润承压，而 23 年核心原材料原纸等预期下行，保守假设 23 年利润率恢复至 21 年水平（8%，历史中枢 12%+），对应 23 年纷美包装利润有望超 3 亿元，对应收购后对新巨丰利润贡献或将近 1 亿元。
- 业务强协同，国产无菌包装龙头起航**
我们认为在贡献利润增量外，本次收购对于业务拓展的战略意义更为重要，新巨丰未来成长逻辑会更加清晰:
 - 1) 行业竞争格局优化:** 收购完成后，以 20 年计算，纷美与新巨丰合计市场份额达到 19.3%，市场地位明显转变，有利于市场拓展。**产能维度上，公司当前产能 180 亿包，纷美 300 亿包，叠加公司 23 年募投项目投产后增加 100 亿包，综合将形成约 600 亿包的行业巨头。**
 - 2) 蒙牛客户拓展:** 新巨丰此前核心客户为伊利，在伊利体系中整体份额约 25%，纷美深度绑定蒙牛。本次收购后新巨丰将成功切入蒙牛体系，并以自身经营管理优势赋能纷美，提升纷美产品性价比，共同提高于蒙牛体系中的份额。
 - 3) 产业链完善与全球市场拓展:** 全球无菌包装市场超千亿元，但对一体化服务能力要求较高，纷美包装具有一体化服务能力与前端灌装机生产及销售能力（对应 21 年海外收入占比达 31%），本次收购后公司全球化拓展有望提速，打开成长天花板。
- 盈利预测与投资建议**
 暂不考虑收购完成后对利润贡献，我们预计公司 22-24 年实现营收 16.23/21.22/27.24 亿元，分别+30.73%/30.72%/28.35%，实现归母净利润 1.66/2.45/3.23 亿元，分别+5.71%/47.26%/31.87%，对应现价 PE41/28/21X。考虑收购后利润贡献超 5000 万，23 年业绩对应现价 PE 仅约 21X 与双方强协同效应下，公司未来成长路径更为清晰，我们上调投资评级至“买入”评级。
- 风险提示**
 收并购进度不及预期，市场竞争加剧，原材料波动。

投资评级: 买入

分析师: 史凡可
 执业证书号: S1230520080008
 shifanke@stocke.com.cn

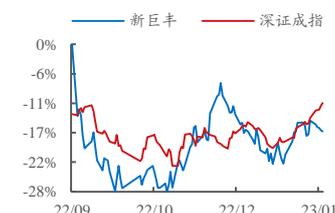
分析师: 马莉
 执业证书号: S1230520070002
 mali@stocke.com.cn

分析师: 傅嘉成
 执业证书号: S1230521090001
 fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 16.30
总市值(百万元)	6,846.00
总股本(百万股)	420.00

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1241.84	1623.45	2122.19	2723.84
(+/-) (%)	22.42%	30.73%	30.72%	28.35%
归母净利润	157.20	166.17	244.71	322.71
(+/-) (%)	-17.29%	5.71%	47.26%	31.87%
每股收益(元)	0.37	0.40	0.58	0.77
P/E	43.55	41.20	27.98	21.21

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1128	2586	2937	3447
现金	347	1672	1819	2037
交易性金融资产	154	157	158	156
应收账款	359	410	551	741
其它应收款	1	2	2	3
预付账款	9	12	16	20
存货	186	266	324	420
其他	72	67	67	69
非流动资产	600	641	691	740
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	486	509	543	577
无形资产	38	36	34	32
在建工程	46	61	81	97
其他	31	35	34	35
资产总计	1728	3227	3628	4187
流动负债	513	702	859	1094
短期借款	4	4	4	4
应付款项	416	547	687	899
预收账款	0	5	2	4
其他	93	146	165	187
非流动负债	71	68	69	70
长期借款	36	36	36	36
其他	36	33	34	34
负债合计	584	771	928	1163
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1144	2456	2701	3023
负债和股东权益	1728	3227	3628	4187

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	80	224	222	278
净利润	157	166	245	323
折旧摊销	43	33	37	41
财务费用	(1)	(12)	(24)	(26)
投资损失	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	(32)	133	28	46
其它	(87)	(96)	(64)	(106)
投资活动现金流	(21)	(72)	(89)	(88)
资本支出	14	(70)	(90)	(90)
长期投资	0	0	0	0
其他	(35)	(2)	1	2
筹资活动现金流	14	1173	13	28
短期借款	0	(0)	0	0
长期借款	(5)	0	0	0
其他	19	1173	13	28
现金净增加额	74	1325	147	218

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1242	1623	2122	2724
营业成本	903	1254	1575	2024
营业税金及附加	7	9	12	14
营业费用	59	73	95	123
管理费用	66	84	142	163
研发费用	8	8	11	14
财务费用	(1)	(12)	(24)	(26)
资产减值损失	(2)	(2)	(3)	(4)
公允价值变动损益	4	4	4	5
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	5	5	6	5
营业利润	211	219	324	428
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	211	219	324	428
所得税	54	53	79	106
净利润	157	166	245	323
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	157	166	245	323
EBITDA	251	240	337	443
EPS (最新摊薄)	0.37	0.40	0.58	0.77

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	22.42%	30.73%	30.72%	28.35%
营业利润	-15.99%	3.97%	47.82%	32.31%
归属母公司净利润	-17.29%	5.71%	47.26%	31.87%
获利能力				
毛利率	27.29%	22.75%	25.77%	25.71%
净利率	12.66%	10.24%	11.53%	11.85%
ROE	14.76%	9.23%	9.49%	11.28%
ROIC	13.04%	6.23%	8.25%	9.85%
偿债能力				
资产负债率	33.80%	23.88%	25.57%	27.79%
净负债比率	7.70%	7.72%	5.34%	4.41%
流动比率	2.20	3.68	3.42	3.15
速动比率	1.84	3.30	3.04	2.77
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.66	0.62	0.70
应收账款周转率	4.35	4.34	4.60	4.43
应付账款周转率	7.22	6.91	6.85	6.88
每股指标(元)				
每股收益	0.37	0.40	0.58	0.77
每股经营现金	0.19	0.53	0.53	0.66
每股净资产	3.20	5.85	6.43	7.20
估值比率				
P/E	43.55	41.20	27.98	21.21
P/B	5.09	2.79	2.53	2.26
EV/EBITDA	-1.81	21.18	14.59	10.61

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>