

新巨丰（301296）

证券研究报告

2023 年 04 月 23 日

剔除激励费用 23Q1 扣非净利+62%，市占率显著提升

公司发布 22 年报及 23 一季报，23Q1 收入 4.3 亿（YoY+23.9%），归母净利润 0.4 亿（YoY+19.2%）；剔除限制性股票和股票期权费用 922 万，23Q1 净利同增 46%，扣非净利同增 62%。22Q4 收入 4.9 亿（YoY+28%），归母净利润 0.5 亿（YoY+19.1%）；22 全年收入 16.1 亿（YoY+29.5%），归母净利润 1.7 亿（YoY+7.8%）。

22 年销量同增 32%，市占率较 20 年提升 3.7pct。

22 年公司无菌包装销量达 114.8 亿包，同比+32%，占中国无菌包装市场 10.1%，占中国液态奶无菌包装销量份额达 13.3%，较 20 年 9.6% 的份额提升 3.7pct。22 年公司单包均价 0.1396 元/包，较 21 年小幅减少 2%，我们推测为公司采取以价换量策略，快速抢占市场份额所致。截至 22 年底公司产能达 180 亿包（产能期初 105 亿包），为收入规模及市场份额扩张奠定基础。

深度绑定大客户，提升客户服务能力，通过战略合作实现双赢。

22 年前五大客户占比 90.6%（较 21 年+0.7pct），其中伊利占 74.7%（较 21 年+4.4pct）。公司凭借优质的产品与服务增加客户粘性，不断调整客户结构，通过战略合作实现双赢，开发新客户及深挖老客户并重，并逐步拓展国际市场、针对细分市场进行专项开发。

原材料价格上涨，叠加产品结构变化，盈利能力短期承压。

22 年毛利率 17.2%，同比-10.1pct，我们还原运费计入成本影响，毛利率 20.1%，同比-7.2pct，我们判断主要系原材料价格上涨，产品结构调整、低毛利包型占比提升。23Q1 毛利率 19%，伴随原材料成本稳步回落，盈利水平有望企稳回升。

伴随乳制品行业发展，以及无菌包装生产效率提升，无菌包装有望加速发展。

中国无菌包装市场销量保持快速增长，18-21CAGR 达 8.3%，22 年市场规模为 1136 亿包，自 19 年以来中国液奶市场保持稳步增长，未来或仍保持较高增速，无菌包装作为延长乳制品保质期的关键产品，市场前景可观。同时，随着包材和生产工艺的进步，单位无菌包装耗材更少、成本更低，易于回收再利用，行业技术升级、生产效率的提高将逐步降低无菌包装的生产成本，从而有望推动无菌包装加速替代其他包材，促进无菌包装在整体包装行业中的份额增长。

竞争格局方面，外资仍占据较高份额，国产替代趋势明确。

截至 2020 年我国无菌包装市场中利乐占 53.5%，随着国内无菌包装企业研制出更具性价比、且与利乐公司灌装机完全兼容的无菌包装产品，国内液态奶企业逐渐将国内无菌包装引入供应链，减少对外资供应商依赖，降低采购成本，保证供应链安全，国产替代趋势下，内资头部企业有望步入快速发展通道。

盈利预测与评级：我们看好公司作为内资无菌包装龙头，运营本地化及产品性价比优势突出，在国产替代与增量消费双轮驱动下，有望迎来快速增长，考虑到收入结构变化、砖包产品或增长更快，我们调整盈利预测，预计公司 23-25 年收入 20.5/25.8/31.9 亿（23/24 年前值为 22.1/29 亿），预计公司 23-25 年归母净利润 2.2/2.9/3.6 亿，对应 PE 32x/25x/20x。

风险提示：客户集中度较高；行业竞争加剧；应收账款收回风险等。

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	17.02 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)	63.00
A 股总市值(百万元)	7,148.40
流通 A 股市值(百万元)	1,072.26
每股净资产(元)	5.77
资产负债率(%)	15.38
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-公司点评: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》 2023-02-01
- 2 《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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,241.84	1,607.97	2,051.10	2,582.31	3,190.02
增长率(%)	22.42	29.48	27.56	25.90	23.53
EBITDA(百万元)	254.57	255.48	328.94	412.45	503.60
归属母公司净利润(百万元)	157.20	169.52	224.88	289.52	362.41
增长率(%)	(7.04)	7.84	32.66	28.74	25.18
EPS(元/股)	0.37	0.40	0.54	0.69	0.86
市盈率(P/E)	45.47	42.17	31.79	24.69	19.72
市净率(P/B)	6.25	3.02	2.76	2.48	2.20
市销率(P/S)	5.76	4.45	3.49	2.77	2.24
EV/EBITDA	0.00	19.75	15.18	12.66	8.98

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)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	346.74	1,418.21	2,139.33	1,902.65	2,599.94
应收票据及应收账款	358.54	441.86	399.13	772.89	687.67
预付账款	9.38	7.68	14.74	17.10	21.07
存货	185.58	262.01	287.50	454.93	420.03
其他	227.87	161.12	118.53	122.37	128.76
流动资产合计	1,128.12	2,290.89	2,959.23	3,269.93	3,857.47
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	485.54	457.75	437.18	438.57	438.47
在建工程	46.02	55.76	59.19	63.35	66.68
无形资产	37.64	36.63	35.63	34.63	33.64
其他	30.54	33.59	33.96	31.81	31.50
非流动资产合计	599.73	583.73	565.95	568.36	570.29
资产总计	1,727.85	2,874.61	3,525.18	3,838.30	4,427.76
短期借款	4.02	5.88	5.60	5.04	4.54
应付票据及应付账款	415.96	389.51	690.39	777.42	954.21
其他	87.29	48.41	171.03	110.85	164.38
流动负债合计	507.27	443.80	867.02	893.31	1,123.13
长期借款	35.68	31.18	32.30	29.07	26.16
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	35.79	27.97	31.47	31.84	31.77
非流动负债合计	71.47	59.15	63.77	60.91	57.93
负债合计	584.05	504.14	930.79	954.22	1,181.06
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	357.00	420.00	420.00	420.00	420.00
资本公积	250.54	1,243.25	1,243.25	1,243.25	1,243.25
留存收益	536.26	705.78	930.66	1,220.19	1,582.60
其他	0.00	1.44	0.48	0.64	0.85
股东权益合计	1,143.80	2,370.47	2,594.39	2,884.08	3,246.70
负债和股东权益总计	1,727.85	2,874.61	3,525.18	3,838.30	4,427.76

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	157.20	169.52	224.88	289.52	362.41
折旧摊销	43.30	43.74	43.14	45.44	47.77
财务费用	2.51	3.21	(25.75)	(24.61)	(28.39)
投资损失	(2.00)	(10.74)	(3.11)	(2.97)	(3.76)
营运资金变动	(150.97)	(300.55)	467.12	(509.61)	339.50
其它	30.14	63.54	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	80.18	(31.28)	706.29	(202.23)	717.53
资本支出	24.99	32.08	21.50	49.63	50.07
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(45.79)	34.28	(43.39)	(96.66)	(96.31)
投资活动现金流	(20.80)	66.37	(21.89)	(47.03)	(46.24)
债权融资	(2.52)	(2.75)	37.68	12.41	25.79
股权融资	0.00	1,057.15	(0.96)	0.16	0.21
其他	16.71	37.55	0.00	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	14.18	1,091.95	36.72	12.57	26.01
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	73.56	1,127.04	721.13	(236.69)	697.30

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,241.84	1,607.97	2,051.10	2,582.31	3,190.02
营业成本	902.90	1,330.88	1,635.72	2,048.64	2,523.64
营业税金及附加	7.13	8.45	13.61	16.18	19.07
销售费用	59.24	21.04	41.02	51.65	63.80
管理费用	65.82	52.42	63.58	80.05	98.89
研发费用	8.32	10.10	20.51	25.82	35.09
财务费用	(1.14)	(0.10)	(25.75)	(24.61)	(28.39)
资产/信用减值损失	1.65	18.54	(1.22)	2.12	5.27
公允价值变动收益	4.38	8.21	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.21	8.76	3.11	2.97	3.76
其他	(17.26)	(76.71)	0.00	0.00	0.00
营业利润	210.59	226.38	304.29	389.67	486.97
营业外收入	0.22	0.37	0.18	0.20	0.24
营业外支出	0.07	0.07	0.45	0.54	0.28
利润总额	210.74	226.68	304.02	389.33	486.93
所得税	53.54	57.15	79.14	99.80	124.51
净利润	157.20	169.52	224.88	289.52	362.41
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	157.20	169.52	224.88	289.52	362.41
每股收益（元）	0.37	0.40	0.54	0.69	0.86

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	22.42%	29.48%	27.56%	25.90%	23.53%
营业利润	-8.32%	7.50%	34.41%	28.06%	24.97%
归属于母公司净利润	-7.04%	7.84%	32.66%	28.74%	25.18%
获利能力					
毛利率	27.29%	17.23%	20.25%	20.67%	20.89%
净利率	12.66%	10.54%	10.96%	11.21%	11.36%
ROE	13.74%	7.15%	8.67%	10.04%	11.16%
ROIC	26.35%	25.75%	22.24%	61.59%	35.66%
偿债能力					
资产负债率	33.80%	17.54%	26.40%	24.86%	26.67%
净负债率	-26.38%	-58.05%	-80.38%	-64.52%	-78.87%
流动比率	2.20	5.15	3.41	3.66	3.43
速动比率	1.84	4.56	3.08	3.15	3.06
营运能力					
应收账款周转率	4.26	4.02	4.88	4.41	4.37
存货周转率	7.81	7.19	7.47	6.96	7.29
总资产周转率	0.78	0.70	0.64	0.70	0.77
每股指标（元）					
每股收益	0.37	0.40	0.54	0.69	0.86
每股经营现金流	0.19	-0.07	1.68	-0.48	1.71
每股净资产	2.72	5.64	6.18	6.87	7.73
估值比率					
市盈率	45.47	42.17	31.79	24.69	19.72
市净率	6.25	3.02	2.76	2.48	2.20
EV/EBITDA	0.00	19.75	15.18	12.66	8.98
EV/EBIT	0.00	23.78	17.48	14.23	9.92

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