

新巨丰(301296)

报告日期: 2023年04月20日

# 内生增长确定性高, 23年盈利释放可期

## ——新巨丰点评报告

### 投资要点

22A公司实现收入16.08亿元(同比+29.48%),其中Q4实现收入4.86亿元(同比+28%),产能释放&伊利体系中渗透率提升驱动成长,实现归母净利润1.7亿元(同比+7.84%),食品卡、铝箔、PE均处高位拖累盈利释放。23Q1实现收入4.33亿元(同比+23.89%),增速略有下降主要系春节前核心备货期受疫情影响,实现归母净利润4182万元(同比+19.24%),剔除激励费用影响后同比+45.53%,原材料下行,公司盈利能力持续释放。

#### □ 产能有序释放,内生增长确定性高

分赛道&产品看,22年液态奶无菌包装贡献收入15.75亿元(同比+30.86%),收入占比提升至98%,碳酸饮料收入2701万元(同比-14.85%)。

**量价:**22年公司产能持续扩张,年底达180亿包,实现总销量115亿包(同比+32.3%),单价0.14元/包(同比-1.6%),维持下降趋势,公司产品年度定价,目前22年盈利承压整体未提价,我们预计单品类单价23年或维持稳定,若考虑高单价产品砖包、钻包占比提升,平均单价有望提升。

**产能:**23年募投项目产能将持续释放,我们测算22年公司在伊利体系中份额20%-25%,考虑公司产品与利乐产品相比考虑服务费后价差仍超10%,性价比突出,看好公司在伊利体系中份额进一步提升并消化新增产能。

#### □ 原材料Q2有望加速下行,盈利弹性突出

22A公司毛利率17.23%(同比-10.06pct),主要系食品卡、铝箔、PE等原材料高位与运输费用会计口径调整,剔除影响后22A毛利率20.13%(同比-7.16pct),若以相同运输费用占比测算,公司Q1毛利率21.88%相比22Q3已提升3.64pct,环比亦持续上行。展望23Q2及23年全年趋势,阔叶浆&针叶浆或延续持续下降并持续磨底趋势,对应原纸或同步调整,公司有望充分受益,驱动盈利释放。

#### □ 激励费用影响业绩释放,现金流承压

**1) 费用:**22A公司期间费用率5.19%,同比-5.46pct,其中管理与研发费用率3.89%,同比-2.08pct,费用管控良好,销售费用率1.31%,同比-3.46%,主要系运输费用调整至营业成本所致,还原后同比-1.56pct。23Q1期间费用率6.24%,同比-1.83%,销售费用率1.62%,同比-2.36pct,管理与研发费用率6.49%,同比+2.54%,主要系激励费用Q1摊销922万,全年预计摊销3200万,将部分影响业绩释放。

**2) 现金流:**22A公司经营净现金流-0.31亿(同比下降1.11亿),23Q1-1.88亿元(同比下降1.71亿),现金流承压主要系收入快速增长,应收账款增加以及公司原材料购买增加与票据贴现影响。

**3) 存货:**截至23Q1公司存货2.88亿,环比22Q4增加2628万。

#### □ 盈利预测与投资建议

公司内生增长确定性高,23年中本轮对纷美的外延收购或有望落地加速公司成长,此后公司将进一步加快产业整合步伐,驱动内外延高增。仅考虑内生业绩下,我们预计23-25年实现收入20.45/26.52/33.88,分别同比+27%/30%/28%,实现利润2.36/3.14/4.19亿元,分别同比+39%/33%/33%,对应PE29/22/17X,维持“买入”评级。

### 投资评级: 买入(维持)

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

研究助理: 曾伟  
 zengwei@stocke.com.cn

### 基本数据

|          |          |
|----------|----------|
| 收盘价      | ¥ 16.55  |
| 总市值(百万元) | 6,951.00 |
| 总股本(百万股) | 420.00   |

### 股票走势图



### 相关报告

1 《拟现金收购纷美包装28%股权, 无菌包装龙头起航》  
 2023.01.30

**□ 风险提示**

产能扩张不及预期，收并购进展不及预期，市场份额提升不及预期。

**财务摘要**

| (百万元)     | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 1,608  | 2,045  | 2,652  | 3,388  |
| (+/-) (%) | 29.48% | 27.16% | 29.71% | 27.74% |
| 归母净利润     | 170    | 236    | 314    | 419    |
| (+/-) (%) | 7.84%  | 39.40% | 32.87% | 33.30% |
| 每股收益(元)   | 0.40   | 0.56   | 0.75   | 1.00   |
| P/E       | 41.00  | 29.41  | 22.14  | 16.61  |

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)          | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 2,291 | 2,785 | 3,258 | 4,072 |
| 现金             | 1,418 | 1,719 | 2,030 | 2,406 |
| 交易性金融资产        | 34    | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款           | 442   | 675   | 821   | 1,127 |
| 其它应收款          | 1     | 5     | 1     | 7     |
| 预付账款           | 8     | 15    | 18    | 21    |
| 存货             | 262   | 371   | 389   | 511   |
| 其他             | 125   | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 584   | 612   | 603   | 597   |
| 金额资产类          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 458   | 468   | 458   | 443   |
| 无形资产           | 37    | 36    | 35    | 34    |
| 在建工程           | 56    | 74    | 76    | 86    |
| 其他             | 34    | 34    | 35    | 35    |
| <b>资产总计</b>    | 2,875 | 3,397 | 3,861 | 4,670 |
| <b>流动负债</b>    | 445   | 731   | 881   | 1,271 |
| 短期借款           | 6     | 7     | 8     | 9     |
| 应付款项           | 390   | 569   | 718   | 1,081 |
| 预收账款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 50    | 155   | 156   | 181   |
| <b>非流动负债</b>   | 59    | 59    | 59    | 59    |
| 长期借款           | 31    | 31    | 31    | 31    |
| 其他             | 28    | 28    | 28    | 28    |
| <b>负债合计</b>    | 504   | 790   | 940   | 1,330 |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 归属母公司股东权益      | 2,370 | 2,607 | 2,921 | 3,339 |
| <b>负债和股东权益</b> | 2,875 | 3,397 | 3,861 | 4,670 |

### 现金流量表

| (百万元)          | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | (31)  | 337   | 343   | 410   |
| 净利润            | 170   | 236   | 314   | 419   |
| 折旧摊销           | 45    | 51    | 54    | 55    |
| 财务费用           | 3     | 2     | 2     | 2     |
| 投资损失           | (11)  | (10)  | (13)  | (17)  |
| 营运资金变动         | (218) | 58    | (14)  | (49)  |
| 其它             | (20)  | (0)   | (0)   | (0)   |
| <b>投资活动现金流</b> | 66    | (34)  | (31)  | (32)  |
| 资本支出           | (53)  | (79)  | (45)  | (49)  |
| 长期投资           | 0     | 34    | 0     | 0     |
| 其他             | 119   | 10    | 13    | 17    |
| <b>筹资活动现金流</b> | 1,092 | (1)   | (1)   | (1)   |
| 短期借款           | 2     | 1     | 1     | 1     |
| 长期借款           | (5)   | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 1,095 | (2)   | (2)   | (2)   |
| <b>现金净增加额</b>  | 1,127 | 301   | 310   | 377   |

### 利润表

| (百万元)           | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 1,608 | 2,045 | 2,652 | 3,388 |
| 营业成本            | 1,331 | 1,627 | 2,115 | 2,699 |
| 营业税金及附加         | 8     | 10    | 13    | 17    |
| 营业费用            | 21    | 22    | 29    | 37    |
| 管理费用            | 52    | 94    | 106   | 113   |
| 研发费用            | 10    | 12    | 16    | 20    |
| 财务费用            | 0     | (19)  | (24)  | (28)  |
| 资产减值损失          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动损益        | 8     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 9     | 10    | 13    | 17    |
| 其他经营收益          | 6     | 7     | 9     | 12    |
| <b>营业利润</b>     | 226   | 315   | 419   | 558   |
| 营业外收支           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 227   | 315   | 419   | 558   |
| 所得税             | 57    | 79    | 105   | 140   |
| <b>净利润</b>      | 170   | 236   | 314   | 419   |
| 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 170   | 236   | 314   | 419   |
| EBITDA          | 254   | 336   | 436   | 568   |
| EPS (最新摊薄)      | 0.40  | 0.56  | 0.75  | 1.00  |

### 主要财务比率

|                | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入           | 29.48% | 27.16% | 29.71% | 27.74% |
| 营业利润           | 7.50%  | 39.11% | 32.89% | 33.31% |
| 归属母公司净利润       | 7.84%  | 39.40% | 32.87% | 33.30% |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率            | 17.23% | 20.41% | 20.24% | 20.33% |
| 净利率            | 10.54% | 11.56% | 11.84% | 12.35% |
| ROE            | 7.15%  | 9.07%  | 10.75% | 12.53% |
| ROIC           | 6.49%  | 8.08%  | 9.65%  | 11.36% |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 17.54% | 23.26% | 24.36% | 28.49% |
| 净负债比率          | 21.27% | 30.32% | 32.20% | 39.84% |
| 流动比率           | 5.15   | 3.81   | 3.70   | 3.20   |
| 速动比率           | 4.43   | 3.28   | 3.24   | 2.79   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.70   | 0.65   | 0.73   | 0.79   |
| 应收账款周转率        | 4.08   | 4.00   | 4.14   | 4.07   |
| 应付账款周转率        | 8.07   | 8.57   | 7.91   | 7.20   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益           | 0.40   | 0.56   | 0.75   | 1.00   |
| 每股经营现金         | -0.07  | 0.80   | 0.82   | 0.98   |
| 每股净资产          | 5.64   | 6.21   | 6.95   | 7.95   |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 41.00  | 29.41  | 22.14  | 16.61  |
| P/B            | 2.93   | 2.67   | 2.38   | 2.08   |
| EV/EBITDA      | 20.12  | 15.68  | 11.40  | 8.08   |

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>