

- **事件。**新巨丰发布 2023 年中报，2023H1 实现营收/归母净利润/扣非净利润 8.67/0.79/0.78 亿元，同比增加 24.72%/10.61%/22.34%；23Q2 实现营收/归母净利润/扣非净利润 4.35/0.37/0.37 亿元，同增 25.55%/2.30%/12.68%。
- **乳制品行业承压，公司提高客户份额实现高速增长。**23H1 液态奶无菌包装/其他分别贡献收入 8.47/0.21 亿元，分别占比 97.59%/2.41%，同比分别增加 24.48%/35.15%。公司采取“以销定产”的订单式生产模式，根据客户下达的订单进行日常生产，上半年主要大客户伊利收入增长仅为 4.31%，但公司通过增加客户份额叠加提高单价较高的砖包以及钻石包销量实现收入高速增长。
- **股权激励影响净利率暂时承压，看好未来产能利用率提升盈利水平改善。**23H1 毛利率/净利率分别为 19.93%/9.12%，同比分别下降 1.33%/1.16%，毛利率下降主要受运费调整至成本所致，净利率下降主要受股权激励费用影响，在不考虑计提限制性股票和股票期权费用 1844.16 万元的情况下，公司上半年净利润同比增长 29.94%，扣除非经常性损益的净利润同比增长 44.12%，净利率为 10.72%，较去年同期增长 0.44pct。23H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.65%/6.11%/0.61%/-1.04%，同比变化-2.59/2.9/-0.06/-1.72 pct，销售费用下降主要系运费调整至营业成本入账；管理费用大幅上升主因增加股权激励及中介服务费；财务费用下降主因募集资金存款利息收入增加。23Q2 毛利率/净利率同比下降 1.46/1.95pct 至 20.89%/8.58%，环比分别变化 1.92/-1.09pct，毛利率环比上升主因 23Q2 聚乙烯价格环比下降 2.17%，铝箔价格指数环比下降 9.80pct，成本下降带动毛利率提升；净利率环比下降主因二季度管理/财务费用率分别环比上升 0.52/1.66 pct 所致。23Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.68%/6.37%/0.58%/-0.21%，同比变化-2.82/3.21/-0.07/-1.44pct。23H1 经营性现金流净额为 2.02 亿元，同比增长 63.86%，主要系销售收入及贴现增加所致。23H1 资本负债率为 22.82%，同比下降 10.57pct；应收账款为 3.40 亿元，较年初减少 22.05%，公司财务报表质量不断优化。23H1 存货为 3.36 亿元，较年初增加 28.3%，主因公司年中扩产 50 亿包产能，为新增产能囤原材料所致。
- **投资建议：**内部：公司产能快速扩张，根据公司公告，预计年底产能将达到 280 亿包（新增 100 亿包），背靠伊利不断提升大客户份额，产能利用率有望提升带来盈利水平持续改善。外部：公司加快产业整合节奏，目前对纷美的收购公司正积极接受市场监管总局调查，若顺利完成收购，公司产能将再上一层台阶，同时拥有灌装机生产能力，向产业链上游扩展。内外兼修助力公司提升自身竞争力，市场份额有望进一步提高。我们预计 2023-2025 年归属母公司净利润为 2.40/3.04/4.02 亿元，对应 PE 为 26X/21X/16X，维持“**推荐**”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧风险，对核心客户依赖度过高风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,608	2,080	2,592	3,232
增长率（%）	29.5	29.4	24.6	24.7
归属母公司股东净利润（百万元）	170	240	304	402
增长率（%）	7.8	41.3	26.8	32.2
每股收益（元）	0.40	0.57	0.72	0.96
PE	37	26	21	16
PB	2.7	2.4	2.2	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 30 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
14.99 元

分析师 徐皓亮

 执业证书：S0100522110001
 邮箱：xuhaoliang@mszq.com

相关研究

1. 新巨丰 (301296.SZ) 深度报告：国产替代兴起，整合产业链资源打造民族品牌-2023/06/11

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,608	2,080	2,592	3,232
营业成本	1,331	1,664	2,062	2,536
营业税金及附加	8	8	10	13
销售费用	21	27	34	42
管理费用	52	94	117	145
研发费用	10	10	13	16
EBIT	209	293	377	504
财务费用	0	-16	-15	-15
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	9	10	13	16
营业利润	226	319	405	535
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	227	319	405	535
所得税	57	80	101	134
净利润	170	240	304	402
归属于母公司净利润	170	240	304	402
EBITDA	254	339	426	560

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,418	1,336	1,345	1,571
应收账款及票据	442	584	727	907
预付款项	8	10	12	15
存货	262	328	407	500
其他流动资产	161	192	217	247
流动资产合计	2,291	2,450	2,708	3,240
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	458	485	509	649
无形资产	37	37	37	36
非流动资产合计	584	760	904	897
资产合计	2,875	3,210	3,612	4,137
短期借款	6	6	6	6
应付账款及票据	390	488	604	744
其他流动负债	50	65	69	85
流动负债合计	445	559	680	834
长期借款	31	29	29	29
其他长期负债	28	26	27	27
非流动负债合计	59	55	56	56
负债合计	504	614	736	890
股本	420	420	420	420
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,370	2,596	2,876	3,247
负债和股东权益合计	2,875	3,210	3,612	4,137

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	29.48	29.38	24.60	24.68
EBIT 增长率	2.16	40.10	28.60	33.74
净利润增长率	7.84	41.31	26.75	32.23
盈利能力 (%)				
毛利率	17.23	20.01	20.46	21.52
净利润率	10.54	11.52	11.71	12.42
总资产收益率 ROA	5.90	7.46	8.41	9.71
净资产收益率 ROE	7.15	9.23	10.56	12.37
偿债能力				
流动比率	5.15	4.38	3.98	3.88
速动比率	4.43	3.67	3.28	3.20
现金比率	3.19	2.39	1.98	1.88
资产负债率 (%)	17.54	19.12	20.37	21.52
经营效率				
应收账款周转天数	99.14	100.00	100.00	100.00
存货周转天数	71.86	72.00	72.00	72.00
总资产周转率	0.70	0.68	0.76	0.83
每股指标 (元)				
每股收益	0.40	0.57	0.72	0.96
每股净资产	5.64	6.18	6.85	7.73
每股经营现金流	-0.07	0.34	0.53	0.69
每股股利	0.04	0.06	0.07	0.10
估值分析				
PE	37	26	21	16
PB	2.7	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA	18.72	14.02	11.18	8.50
股息收益率 (%)	0.25	0.38	0.48	0.64
现金流量表 (百万元)				
净利润	170	240	304	402
折旧和摊销	45	46	49	55
营运资金变动	-218	-123	-110	-140
经营活动现金流	-31	144	221	290
资本开支	-53	-191	-192	-48
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	66	-210	-179	-32
股权募资	1,073	0	0	0
债务募资	21	1	-7	0
筹资活动现金流	1,092	-16	-32	-32
现金净流量	1,127	-82	9	226

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026