

**订单季节性波动营收暂时承压，静待四季度订单重回增长区间**

➤ **事件：**新巨丰发布 2023 年三季报，2023Q3 实现营收/归母净利润/扣非净利润 3.70/0.32/0.30 亿元，同比降低 13.39%/35.68%/24.60%；23 年前三季度实现营收/归母净利润/扣非净利润 12.37/1.11/1.08 亿元，同比变化+10.23%/-8.50%/+4.15%。

➤ **行业增速下降叠加客户派发订单季节性影响，公司营收暂时承压。** 23Q3 公司营收为 3.70 亿元，同比降低 13.39%。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，23 年 1-8 月全国乳制品产量为 2008.9 万吨，同比增长仅 3.6% 的背景下，公司营收亦暂时承压，我们判断主因公司客户派发订单季节性波动，预计四季度将重回增长区间。

➤ **原材料成本下降毛利率持续上升，剔除股权激励费用后净利率基本维持不变。** 23Q3 毛利率/净利率分别为 22.95%/8.75%，同比分别变化+4.71/-3.03pc t，我们认为毛利率上升主因公司原材料成本下降，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 981.14 万元的情况下，公司 23Q3 净利润同比减少 16.17%，扣除非经常性损益的净利润同比减少 0.18%，净利率为 11.41%，较去年同期下降 0.37pct。23Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.21%/8.41%/0.71%/-0.63%，同比变化-2.01/+5.41/+0.11/+1.83 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。23Q3 经营性现金流净额为 0.07 亿元，同比增长 113.69%，我们判断主要系公司回款效率增加所致。截至 23Q3 公司资产负债率为 24.25%，同比上升 2.0pct；应收票据及应收账款为 3.19 亿元，较年初减少 27.83%，公司财务报表质量不断优化。截至 23Q3 存货为 3.33 亿元，较年初增加 27.08%，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，2023 年 10 月 9 号公司通过协议转让方式以现金收购 JSH Venture Holdings Limited 持有的纷美包装有限公司（以下简称“标的公司”或“纷美包装”）3.77 亿股股票，约占标的公司总股份的 28.22%。顺利完成收购后，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 1.85/2.98/4.11 亿元，对应 PE 为 27X/17X/12X，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	1,907	2,563	3,322
增长率（%）	29.5	18.6	34.4	29.6
归属母公司股东净利润（百万元）	170	185	298	411
增长率（%）	7.8	8.9	61.7	37.7
每股收益（元）	0.40	0.44	0.71	0.98
PE	29	27	17	12
PB	2.1	1.9	1.7	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 26 日收盘价）

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**11.75 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) 2023 年半年报点评：  
 国产替代顺势而为，内外兼修打造民族品牌-  
 2023/08/30

 2. 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-2023/0  
 6/11

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>1,608</b>	<b>1,907</b>	<b>2,563</b>	<b>3,322</b>
营业成本	1,331	1,518	2,023	2,591
营业税金及附加	8	8	10	13
销售费用	21	29	33	43
管理费用	52	134	115	149
研发费用	10	10	13	17
EBIT	209	225	388	535
财务费用	0	-11	3	4
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	9	10	13	17
<b>营业利润</b>	<b>226</b>	<b>246</b>	<b>398</b>	<b>548</b>
营业外收支	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>227</b>	<b>246</b>	<b>398</b>	<b>548</b>
所得税	57	62	99	137
净利润	170	185	298	411
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>170</b>	<b>185</b>	<b>298</b>	<b>411</b>
EBITDA	254	271	437	590

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,418	586	561	769
应收账款及票据	442	535	719	932
预付款项	8	9	12	16
存货	262	299	399	511
其他流动资产	161	166	198	234
<b>流动资产合计</b>	<b>2,291</b>	<b>1,596</b>	<b>1,889</b>	<b>2,461</b>
长期股权投资	0	954	954	954
固定资产	458	485	509	649
无形资产	37	37	37	36
<b>非流动资产合计</b>	<b>584</b>	<b>1,735</b>	<b>1,879</b>	<b>1,872</b>
<b>资产合计</b>	<b>2,875</b>	<b>3,331</b>	<b>3,768</b>	<b>4,334</b>
短期借款	6	156	156	156
应付账款及票据	390	445	593	760
其他流动负债	50	56	64	82
<b>流动负债合计</b>	<b>445</b>	<b>657</b>	<b>813</b>	<b>997</b>
长期借款	31	108	108	108
其他长期负债	28	24	25	25
<b>非流动负债合计</b>	<b>59</b>	<b>132</b>	<b>133</b>	<b>133</b>
<b>负债合计</b>	<b>504</b>	<b>789</b>	<b>946</b>	<b>1,130</b>
股本	420	420	420	420
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>2,370</b>	<b>2,542</b>	<b>2,822</b>	<b>3,203</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2,875</b>	<b>3,331</b>	<b>3,768</b>	<b>4,334</b>

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	29.48	18.61	34.39	29.61
EBIT 增长率	2.16	7.58	72.35	37.78
净利润增长率	7.84	8.86	61.68	37.72
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	17.23	20.42	21.06	22.01
净利润率	10.54	9.68	11.64	12.37
总资产收益率 ROA	5.90	5.54	7.92	9.48
净资产收益率 ROE	7.15	7.26	10.57	12.83
<b>偿债能力</b>				
流动比率	5.15	2.43	2.32	2.47
速动比率	4.43	1.90	1.77	1.90
现金比率	3.19	0.89	0.69	0.77
资产负债率 (%)	17.54	23.68	25.10	26.08
<b>经营效率</b>				
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	0.61	0.72	0.82
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.40	0.44	0.71	0.98
每股净资产	5.64	6.05	6.72	7.63
每股经营现金流	-0.07	0.35	0.45	0.67
每股股利	0.04	0.04	0.07	0.10
<b>估值分析</b>				
PE	29	27	17	12
PB	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	17.10	16.02	9.95	7.37
股息收益率 (%)	0.31	0.37	0.60	0.83
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	170	185	298	411
折旧和摊销	45	46	49	55
营运资金变动	-218	-71	-145	-167
<b>经营活动现金流</b>	<b>-31</b>	<b>146</b>	<b>190</b>	<b>280</b>
资本开支	-53	-191	-192	-48
投资	0	-954	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>66</b>	<b>-1,186</b>	<b>-180</b>	<b>-32</b>
股权募资	1,073	0	0	0
债务募资	21	230	-7	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,092</b>	<b>207</b>	<b>-36</b>	<b>-40</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,127</b>	<b>-832</b>	<b>-25</b>	<b>208</b>

## 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