

下游需求承压，公司整体保持平稳增长

2024 年 04 月 24 日

➤ **事件。**23 全年实现营收/归母净利润/扣非净利润 17.37/1.70/1.64 亿元，同增 8.05%/0.39%/+19.94%；其中 23Q4 实现营收/归母净利润/扣非净利润 5.00/0.59/0.56 亿元，同增 3.01%/23.09%/+69.41%。24Q1 实现营收/归母净利润/扣非净利润 4.37/0.53/0.44 亿元，同增 1.04%/25.60%/6.52%。

➤ **乳制品行业承压，大客户增速放缓，公司亦受影响。**2023 年液态奶无菌包装/非碳酸软饮料无菌包装分别贡献收入 16.9/0.4 亿元，分别占比 97.4%/2.3%，同比分别增加 7.5%/45.3%。2023 年公司包材总销售量为 122.6 亿包，同增 6.8%，公司采取“以销定产”的订单式生产模式，根据客户下达订单进行生产，全年主要大客户伊利（占比 72%）收入增长较低，导致公司收入增速下降。24Q1 公司收入为 4.4 亿元，同增 1%，下游乳制品需求恢复缓慢，全年压力仍存。

➤ **股权激励影响净利率暂时承压，还原后净利率保持稳定。**2023 年毛利率/净利率分别为 21.66%/9.80%，同比分别变化+4.43/-0.74pct，毛利率增加主因 2023 年原纸价格下降（2023 年白卡纸均价同降 21%），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 1927 万元的情况下，公司全年净利润同比增长 11.8%，扣非后净利润同比增长 34%，净利率为 10.9%，较去年同期增长 0.36pct。2023 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.31%/5.33%/0.65%/-0.59%，同比变化+1.00/+2.07/+0.02/-0.59pct，销售费用上升主要系销售人员新增计提股权激励 940 万元，叠加奖金递延至今年发放所致；管理费用上升主因管理人员新增股权激励 987 万元，同时亦有奖金影响；财务费用下降主因募集资金存款利息收入增加。2023 年公司经营性现金流净额为 2.1 亿元，同增 778.7%，主要系公司募集资金影响。23Q4 毛利率/净利率同比上升 13.11/1.92pct 至 23.69%/11.74%，毛利率上升主因 22Q4 低基数，同时纸价下行（23Q4 白卡纸同降 7.4%），成本下降带动毛利率提升。2023Q4 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.51%/1.70%/0.66%/0.20%，同比变化+8.95/-1.85/+0.07/-0.96pct，销售费用率上升主因运费转成本所致。2023 年公司每 10 股派息 0.53 元，总计现金分红 0.22 亿元。

➤ **24Q1 盈利水平保持相对稳定。**24Q1 毛利率/净利率同增 3.6/2.4pct 至 22.5%/12.0%，毛利率增加主因原材料价格持续下降，环比来看保持相对稳定。2024Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.8%/6.7%/0.7%/-0.4%，同增 0.2/0.9/0.0/1.5 pct，财务费用率增加主要受 23Q1 募集资金利息收入较多所致。2024 年 Q1 经营性现金流净额为 2.2 亿元，同增 216.7%，主因票据贴现所致。

➤ **投资建议：内部：**公司产能快速扩张，目前产能达到 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，目前已完成对纷美的收购，公司产能再上一层楼，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 2024-2026 年归属母公司净利润为 1.91/2.20/2.47 亿元，对应 PE 为 18X/16X/14X，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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,737	1,875	2,062	2,268
增长率 (%)	8.0	7.9	10.0	10.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	170	191	220	247
增长率 (%)	0.4	12.2	15.4	12.1
每股收益 (元)	0.41	0.45	0.52	0.59
PE	20	18	16	14
PB	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 24 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

8.14 元



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

相关研究

- 新巨丰 (301296.SZ) 2023 三季报点评：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-2023/10/27
- 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
- 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)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,737	1,875	2,062	2,268
营业成本	1,361	1,480	1,614	1,769
营业税金及附加	11	11	12	14
销售费用	40	43	47	52
管理费用	93	99	107	116
研发费用	11	9	10	11
EBIT	228	247	287	324
财务费用	-10	2	4	7
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	9	10	11
营业利润	238	254	293	329
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	238	255	294	329
所得税	68	64	73	82
净利润	170	191	220	247
归属于母公司净利润	170	191	220	247
EBITDA	277	298	341	385

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	793	1,222	1,248	1,431
应收账款及票据	409	526	579	636
预付款项	8	9	10	11
存货	304	292	318	349
其他流动资产	291	192	190	200
流动资产合计	1,805	2,242	2,345	2,627
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	484	498	512	652
无形资产	36	36	36	36
非流动资产合计	1,328	1,361	1,505	1,498
资产合计	3,133	3,603	3,850	4,125
短期借款	155	396	557	557
应付账款及票据	452	434	473	518
其他流动负债	235	206	51	56
流动负债合计	841	1,035	1,081	1,132
长期借款	27	26	26	26
其他长期负债	39	37	37	37
非流动负债合计	65	63	62	62
负债合计	907	1,098	1,144	1,194
股本	420	420	420	420
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,226	2,505	2,706	2,931
负债和股东权益合计	3,133	3,603	3,850	4,125

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	8.05	7.94	9.97	9.97
EBIT 增长率	9.06	8.21	16.30	12.90
净利润增长率	0.39	12.20	15.35	12.08
盈利能力 (%)				
毛利率	21.66	21.09	21.75	22.02
净利润率	9.80	10.18	10.68	10.89
总资产收益率 ROA	5.43	5.30	5.72	5.98
净资产收益率 ROE	7.64	7.62	8.14	8.42
偿债能力				
流动比率	2.15	2.16	2.17	2.32
速动比率	1.71	1.80	1.81	1.95
现金比率	0.94	1.18	1.15	1.26
资产负债率 (%)	28.94	30.48	29.71	28.94
经营效率				
应收账款周转天数	85.59	100.00	100.00	100.00
存货周转天数	81.64	72.00	72.00	72.00
总资产周转率	0.58	0.56	0.55	0.57
每股指标 (元)				
每股收益	0.41	0.45	0.52	0.59
每股净资产	5.30	5.96	6.44	6.98
每股经营现金流	0.51	0.44	0.57	0.64
每股股利	0.05	0.05	0.05	0.06
估值分析				
PE	20	18	16	14
PB	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	10.49	9.76	8.51	7.54
股息收益率 (%)	0.65	0.56	0.64	0.72

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	170	191	220	247
折旧和摊销	48	51	54	61
营运资金变动	-15	-47	-37	-40
经营活动现金流	212	185	237	269
资本开支	-127	-193	-197	-54
投资	-957	0	0	0
投资活动现金流	-1,080	-74	-175	-42
股权募资	0	0	0	0
债务募资	316	239	2	0
筹资活动现金流	317	319	-36	-44
现金净流量	-551	430	26	183

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收到任何形式的补偿。

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