

Q1 利润同比+5%，海外业务持续放量

昇兴股份(002752)

评级:	买入	股票代码:	002752
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	6.23/3.83
目标价格:		总市值(亿)	46.79
最新收盘价:	4.79	自由流通市值(亿)	46.72
		自由流通股数(百万)	975.37

事件概述

昇兴股份发布 2022 年年报及 2023 年一季度报。2022 年公司实现营收 68.78 亿元，同比+20.78%；归母净利润 2.09 亿元，同比+22.83%。分季度看，Q4 单季度营业收入 16.50 亿元，同比-8.43%；归母净利润 392.24 万元，同比-89.94%。Q4 公司业绩的下滑主要系受 22 年末疫情反复，下游饮料啤酒行业整体消费需求增长放缓所致；同时，区域的管控措施，拖累公司产能的进一步释放，短暂性地制约了公司整体业绩。现金流方面，2022 年公司经营活动产生的现金流量净额为 7.19 亿元，同比+1015.68%，主要系报告期内销售商品收到的现金大幅增加所致。

2023Q1 公司实现营业收入 15.36 亿元，同比+1.59%；归母净利润 0.53 亿元，同比+4.67%，盈利能力在去年同期高基数下依然保持稳中有升。现金流方面，2023Q1 公司经营活动产生的现金流量净额为 1.94 亿元，同比+154.80%，主要系报告期内公司及时收回了到期的应收账款所致。

此外，公司拟每 10 股派发现金红利 0.50 元（含税），积极回馈广大投资者。

分析判断：

► 收入端：增速亮眼，海外业务持续放量。

面对 2022 年宏观经济增长放缓、原材料价格高位波动、疫情反复、终端消费需求疲软等不利局势，公司依然逆势实现业绩较高增长。分产品看，占营收比例高达 89.26% 的易拉罐&瓶罐&涂印加工业务实现营收 61.39 亿元，同比+19.44%。细分来看，我们预计得益于深度绑定下游优质大客户（天丝红牛），公司三片罐业务中能量饮料报告期内持续保持高速增长；二片罐业务坚定内增+外延策略，公司在国内持续推进下属二片罐工厂的技改增产以及积极加强新产能建设的同时，面对国内啤酒饮料消费需求下滑的情况下，海外金边昇兴 2022 年已顺利完成柬埔寨 II 期项目建设任务，实现销量同比+75%（柬埔寨 III 期项目有望于 2023 年建成），助力公司海外营收同比+57.76%至 7.23 亿元，营收占比由 8.05% 上升至 10.52%，公司海外业务的持续放量，有利于加速公司实现全球化市场布局。此外，公司已于 2023 年 2 月完成了对太平洋制罐（北京）有限公司的收购，外延能力进一步提升。灌装业务方面，中山昇兴灌装业务持续增线，安徽滁州灌装基地已通过客户验厂，云南曲靖新灌装基地已于 2022 年四季度开始试生产，产能的持续释放帮助公司灌装业务量同比增长 30% 以上。铝瓶业务方面，报告期内公司铝瓶业务持续增长，铝瓶销量较 2021 年有明显的提升。

► 盈利端：2023Q1 毛利率同比和环比均实现提升

盈利能力方面，2022 年公司毛利率、净利率分别为 9.47%、3.13%，同比分别-1.38pct、-0.18pct。其中，Q4 单季度毛利率、净利率分别为 8.90%、0.40%，同比分别-0.96pct、-2.43pct，盈利能力略有下滑，主要系 2022 年原材料价格仍处历史相对高位。分地区来看，境内业务毛利率为 8.76%，同比-2.32pct，海外业务毛利率为 15.51%，同比+12.38pct，主要得益于公司海外业务成本端优势明显，且销售单价相对较高。期间费用率方面，2022 年公司期间费用率为 5.52%，同比-1.05pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 0.42%、2.99%、0.69%、1.43%，同比分别-0.09pct、-0.68pct、-0.02pct、-0.26pct，整体费用率持续优化。

2023Q1 单季度公司毛利率、净利率分别为 10.69%、3.43%，同比分别+1.35pct、+0.08pct，环比分别+1.78pct、

+3.03pct, Q1 毛利率和净利率有较大改善。期间费用率方面, 2023Q1 公司期间费用率为 6.08%, 同比+0.39pct, 其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 0.46%、3.47%、0.63%、1.52%, 同比+0.03pct、+0.73pct、-0.15pct、-0.22pct, 期间费用率略有一定上升。

投资建议

我们持续看好昇兴股份, 公司作为金属包装行业里的龙头企业, 产品线主要饮料罐和食品罐, 包括三片罐, 两片罐和铝瓶。短期来看, 消费复苏催化下游需求回升叠加成本下行趋势不变, 利好公司业绩进一步提升。中长期看, 公司三片罐业务深度绑定优质客户共生长, 而二片罐业务也将受益于行业罐化率提升以及格局改善带来的整体盈利提升以及公司自身的产能扩张。由于国内消费复苏程度后续仍具有不确定性, 我们略调整此前的盈利预测, 2023-2024 年公司的营收分别由 90.11/99.94 亿元调整至 83.40/105.71 亿元, EPS 分别由 0.40/0.49 元调整至 0.26/0.34 元, 预计 2025 年营收和 EPS 分别为 123.45 亿元和 0.41 元, 对应 2023 年 4 月 27 日的收盘价 4.79 元/股, PE 分别为 18/14/12 倍, 维持“买入”评级不变。

风险提示

1) 原材料价格大幅波动风险; 2) 宏观经济波动导致下游需求不及预期; 3) 行业竞争加剧风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,694	6,878	8,340	10,571	12,345
YoY (%)	75.9%	20.8%	21.3%	26.8%	16.8%
归母净利润(百万元)	170	209	258	336	404
YoY (%)	1058.5%	22.8%	23.3%	30.0%	20.5%
毛利率 (%)	10.4%	9.5%	10.6%	11.3%	11.6%
每股收益 (元)	0.18	0.21	0.26	0.34	0.41
ROE	5.5%	7.4%	8.3%	9.8%	10.5%
市盈率	26.61	22.81	18.13	13.95	11.57

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 徐林锋

邮箱: xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

分析师: 戚志圣

邮箱: qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

研究助理: 宋姝旺

邮箱: songsw@hx168.com.cn

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,878	8,340	10,571	12,345	净利润	215	263	342	413
YoY (%)	20.8%	21.3%	26.8%	16.8%	折旧和摊销	310	510	646	811
营业成本	6,226	7,456	9,373	10,912	营运资金变动	60	8	260	164
营业税金及附加	36	43	63	78	经营活动现金流	719	875	1,404	1,570
销售费用	29	42	63	89	资本开支	-536	-696	-842	-950
管理费用	206	334	412	481	投资	153	95	45	55
财务费用	98	65	123	144	投资活动现金流	-376	-597	-790	-887
研发费用	47	58	76	90	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-21	-26	-27	-26	债务募资	363	236	236	244
投资收益	6	8	10	10	筹资活动现金流	-198	164	102	81
营业利润	230	330	452	544	现金净流量	140	440	714	764
营业外收支	4	-1	-1	-1					
利润总额	234	329	451	543	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	19	66	108	130	成长能力				
净利润	215	263	342	413	营业收入增长率	20.8%	21.3%	26.8%	16.8%
归属于母公司净利润	209	258	336	404	净利润增长率	22.8%	23.3%	30.0%	20.5%
YoY (%)	22.8%	23.3%	30.0%	20.5%	盈利能力				
每股收益	0.21	0.26	0.34	0.41	毛利率	9.5%	10.6%	11.3%	11.6%
					净利率	3.0%	3.1%	3.2%	3.3%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	2.7%	2.7%	3.3%	3.3%
货币资金	734	1,173	1,887	2,651	净资产收益率 ROE	7.4%	8.3%	9.8%	10.5%
预付款项	113	321	359	362	偿债能力				
存货	886	1,463	1,437	1,952	流动比率	0.94	0.97	1.00	1.04
其他流动资产	2,142	2,544	2,309	2,815	速动比率	0.68	0.64	0.68	0.71
流动资产合计	3,874	5,502	5,992	7,779	现金比率	0.18	0.21	0.31	0.35
长期股权投资	29	34	39	44	资产负债率	62.8%	67.1%	65.9%	67.9%
固定资产	2,736	2,832	2,954	3,012	经营效率				
无形资产	324	347	380	419	总资产周转率	0.88	0.96	1.06	1.10
非流动资产合计	3,912	4,098	4,291	4,426	每股指标 (元)				
资产合计	7,786	9,600	10,283	12,205	每股收益	0.21	0.26	0.34	0.41
短期借款	1,326	1,563	1,799	2,043	每股净资产	2.91	3.18	3.52	3.93
应付账款及票据	2,309	3,412	3,482	4,685	每股经营现金流	0.74	0.90	1.44	1.61
其他流动负债	465	679	715	777	每股股利	0.05	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4,101	5,653	5,995	7,505	估值分析				
长期借款	613	613	613	613	PE	22.81	18.13	13.95	11.57
其他长期负债	173	173	173	173	PB	1.79	1.51	1.36	1.22
非流动负债合计	786	786	786	786					
负债合计	4,887	6,439	6,781	8,290					
股本	977	977	977	977					
少数股东权益	53	59	65	74					
股东权益合计	2,899	3,161	3,502	3,914					
负债和股东权益合计	7,786	9,600	10,283	12,205					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，10年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，8年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

宋姝旺：轻工行业助理分析师。2021年7月加入华西证券，悉尼大学金融学硕士，阿德莱德大学会计学学士。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。