

昇兴股份(002752)

报告日期: 2023年04月28日

# 柬埔寨产能释放驱动利润高增，期待旺季盈利能力进一步上行

## ——昇兴股份点评报告

### 投资要点

□ 公司发布 2022 年年报与 23Q1 季报，22Q4 与 23Q1 公司分别完成了太平洋肇庆、太平洋北京的收购及工商变更，本报告财务数据基于报表追溯调整后数据：22A 公司实现收入 68.78 亿元（同比+20.78%），归母净利润 2.09 亿元（同比+22.83%），扣非净利润 1.81 亿元（同比+20.5%）；22 年公司柬埔寨产能释放、原材料价格上行驱动收入高增，22 年调价机制转为季度调价，提价幅度高于原材料上升，驱动利润同步高增，其中 22Q4 实现收入 16.5 亿元（同比-8.4%），归母净利润 392 万元（同比-89.94%），归母净利润下滑主要系 Q4 计提资产减值 3283 万元。23Q1 公司实现收入 8903 万元（同比+1.59%），实现归母净利润 5336 万元（同比+4.67%），实现扣非归母净利润 5391 万元（同比+32.4%）

### 疫情影响 Q4 表现，资产减值压制利润释放

Q4 公司收入同比-8.4%，预计主要系：1) 公司核心原材料铝价与马口铁自 22 年 3 月达高点后持续下行。7 月筑底，22 年 8 月至今区间震荡，公司 Q4 跟随原材料价格大幅下行后对两片罐产品有所降价，且公司产品按照成本加成法定价，22Q4 原材料价格亦高于 21Q4；2) 12 月疫情影响扩大，公司下游客户生产受阻，对应公司产品需求减少。Q4 公司归母净利润 392 万元（同比-89.94%），主要系公司计提应收账款、存货等各项资产减值 3283 万元，还原后公司实现净利润 3675 万元（同比-21%），主要系疫情影响产能利用率，公司规模效应受影响，Q4 公司毛利率 8.9%（同比-0.96pct）。

### Q1 原材料低位收入增长承压，利润释放趋势不变

Q1 公司收入+1.59%，产能释放销量高增下收入增长承压主要系：1) 核心原材料 Q1 仍区间波动，以国内铝价计算 23Q1 平均铝价 1.84 万元/吨，22Q1 为 2.22 万元/吨，23Q1 同比下降 16.9%。2) 原材料下行，两片罐核心下游需求方啤酒 Q1 为淡季，公司对产品进行一定降价。利润端，Q1 实现归母净利润 5336 万元（同比+4.67%），增长较缓主要系 23Q1 政府补贴较少，扣非归母净利润同比增长 32.4%，利润保持高速释放趋势，利润高速释放对应 Q1 毛利率 10.69%（+1.35pct），主要系：1) 23Q1 放开，春节外出需求增长，三片罐核心客户露露需求有所好转，公司同步受益，2) 高毛利柬埔寨二期产能 22Q4 投产，Q1 释放良好，3) 铝瓶业务伴随疫后场景修复，需求端大幅改善，贡献利润增量。

### 展望 Q2 及全年看好产能释放&产能利用率提升驱动业绩成长

Q2 即将进入核心下游需求啤酒的旺季，两片罐盈利有望伴随需求改善持续上行，展望全年公司两片罐将继续在柬埔寨扩产，贡献盈利增量，天丝红牛发展趋势良好，预计公司将进一步伴随天丝红牛稳健成长，养元露露受益于疫后走亲访友需求恢复，预计将共同驱动公司 23 年利润释放。

### 盈利预测与估值

预计 22-24 年实现营收 81.0/95.6/109.3，分别增长 18%/18%/14%，实现净利润 3.15/4.08/4.81 亿元，分别增长 51%/30%/18%，对应 PE15/12/10X，维持“买入”评级。

### 风险提示

原材料价格波动，下游需求修复不及预期，行业竞争加剧

### 投资评级：买入(维持)

分析师：史凡可  
 执业证书号：S1230520080008  
 shifanke@stocke.com.cn

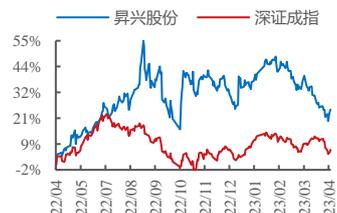
分析师：马莉  
 执业证书号：S1230520070002  
 mali@stocke.com.cn

研究助理：曾伟  
 zengwei@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥ 4.83
总市值(百万元)	4,718.52
总股本(百万股)	976.92

### 股票走势图



### 相关报告

- 《盈利拐点显现，看好业绩持续释放——昇兴股份点评报告》2022.10.27
- 《金属包装领军企业，业绩步入快速释放期——昇兴股份深度报告》2022.10.10

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6,878	8,100	9,562	10,927
(+/-) (%)	20.78%	17.78%	18.04%	14.28%
归母净利润	209	315	408	481
(+/-) (%)	22.83%	50.68%	29.52%	17.75%
每股收益(元)	0.21	0.32	0.42	0.49
P/E	22.55	14.96	11.55	9.81

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>	3,874	5,034	5,917	7,003
现金	734	1,189	1,342	2,114
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	2,019	1,860	2,926	2,431
其它应收款	12	235	33	286
预付账款	113	262	232	308
存货	886	1,386	1,281	1,762
其他	112	103	103	103
<b>非流动资产</b>	3,912	4,049	4,248	4,402
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	29	8	-21	-35
固定资产	2,736	2,832	2,954	3,012
无形资产	324	347	380	419
在建工程	357	370	405	458
其他	465	492	530	549
<b>资产总计</b>	7,786	9,084	10,165	11,405
<b>流动负债</b>	4,101	5,076	5,738	6,485
短期借款	1,326	1,563	1,811	2,053
应付款项	2,309	2,938	3,330	3,760
预收账款	1	2	2	2
其他	464	574	595	670
<b>非流动负债</b>	786	786	786	786
长期借款	613	613	613	613
其他	173	173	173	173
<b>负债合计</b>	4,887	5,862	6,524	7,271
少数股东权益	53	61	72	84
归属母公司股东权	2,846	3,161	3,569	4,050
<b>负债和股东权益</b>	7,786	9,084	10,165	11,405

### 现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	719	951	851	1,608
净利润	215	323	419	493
折旧摊销	310	523	665	829
财务费用	115	72	84	97
投资损失	(6)	(8)	(9)	(10)
营运资金变动	60	34	(316)	191
其它	25	6	8	9
<b>投资活动现金流</b>	(376)	(659)	(862)	(981)
资本支出	(536)	(678)	(887)	(996)
长期投资	(5)	11	16	4
其他	165	8	9	10
<b>筹资活动现金流</b>	(198)	164	164	145
短期借款	260	236	248	242
长期借款	192	0	0	0
其他	(650)	(72)	(84)	(97)
<b>现金净增加额</b>	140	455	153	772

### 利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	6,878	8,100	9,562	10,927
营业成本	6,226	7,292	8,574	9,775
营业税金及附加	36	41	48	55
营业费用	29	32	38	44
管理费用	206	211	277	317
研发费用	47	53	62	71
财务费用	98	65	72	83
资产减值损失	-21	-6	-8	-8
公允价值变动损益	-1	0	0	0
投资净收益	6	8	9	10
其他经营收益	23	24	19	11
<b>营业利润</b>	230	434	510	595
营业外收支	4	-1	-1	-1
<b>利润总额</b>	234	434	510	595
所得税	19	110	91	102
<b>净利润</b>	215	323	419	493
少数股东损益	6	8	10	12
<b>归属母公司净利润</b>	209	315	408	481
<b>EBITDA</b>	635	1,020	1,246	1,505
<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.21	0.32	0.42	0.49

### 主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	20.78%	17.78%	18.04%	14.28%
营业利润	7.31%	88.84%	17.55%	16.62%
归属母公司净利润	22.83%	50.68%	29.52%	17.75%
<b>获利能力</b>				
毛利率	9.47%	9.98%	10.33%	10.54%
净利率	3.04%	3.89%	4.27%	4.40%
ROE	7.35%	9.98%	11.44%	11.87%
ROIC	5.84%	6.52%	7.53%	7.92%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	62.77%	64.53%	64.18%	63.75%
净负债比率	168.57%	181.90%	179.16%	175.86%
流动比率	0.94	0.99	1.03	1.08
速动比率	0.68	0.65	0.75	0.74
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.88	0.96	0.99	1.01
应收账款周转率	4.72	5.07	4.89	4.97
应付账款周转率	6.34	6.62	6.47	6.55
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.21	0.32	0.42	0.49
每股经营现金	0.74	0.97	0.87	1.65
每股净资产	2.91	3.24	3.65	4.15
<b>估值比率</b>				
P/E	22.55	14.96	11.55	9.81
P/B	1.66	1.49	1.32	1.16
EV/EBITDA	10.34	5.83	4.85	3.66

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>