

昇兴股份 (002752.SZ)

买入 (首次评级)

格局优化、多点开花，盈利向上可期

当前价格: 4.67元

投资要点:

➤ 昇兴股份: 金属包装龙头企业，业务布局均衡发展

公司主要产品包括三片罐、二片罐、铝瓶等。主要客户包括养元饮品、天丝红牛、王老吉、青岛啤酒、华润雪花、百事、可口可乐等国内外知名食品饮料、啤酒企业。公司业绩表现受行业2016年起产能过剩、竞争加剧等影响有所调整，随着近年天丝红牛产品逐步放量、海外两片罐产能释放等因素催化，2023年公司净利润改善显著，同比增速59%；2024年上半年，公司预计实现归母净利润2.25亿元~2.6亿元，同比增长42.4%~64.55%。

➤ 伴随行业格局优化，业绩弹性有望释放

三片罐: 供需格局稳定，受益核心大客户高增。我国三片罐市场规模基本保持稳定，2022年中国三片罐行业市场规模约192.3亿元，同比增长9.48%。2022年三片罐产量约310.5亿罐，需求量约305.3亿罐，同比增长4.33%、4.26%，基本供需平衡。公司通过绑定天丝红牛，红牛系列饮料成为重要业务增长点。公司2019年开始为红牛安奈吉饮料供应三片罐，能量饮料目前已发展成为饮料行业中增速最快的细分品类之一，随着对红牛品牌系列能量饮料客户的拓展，目前已成为天丝红牛系列产品的核心供应商，预计未来随着合作关系的继续深入，三片罐业务有望形成植物蛋白饮料和能量饮料并重的业务格局。

二片罐: 看好行业持续整合，海外产能贡献新利润增长点。目前行业竞争格局初步成型，CR4超过70%。公司前瞻布局海外产能，改善二片罐盈利: 公司于2019年起建设柬埔寨二片罐产能，2023年完成一~三期产能建设，预计新增14亿罐海外二片罐产能。东南亚二片罐均价高于国内，投产后成为新的利润增长点。展望未来，我们认为若未来行业进一步集中，对行业定价权的强化预计将较快体现，有望推动供需格局优化和盈利改善。

铝瓶&灌装: 1) 铝瓶: 消费场景回暖，重点客户不断突破。公司2016年通过收购博德科技切入铝瓶业务，近年来公司持续引入国际先进生产设备扩充高端铝瓶产能和开发新罐型，当前铝瓶产能约2.4亿罐。公司铝瓶产品主要用于高端啤酒和饮料产品的包装，产能规模、技术水平、产品竞争能力和客户结构位于行业领先地位。2) **灌装: 核心客户增值服务配套，产能持续扩张。**公司自2015年起开拓饮料灌装OEM业务，进一步提升客户黏性。2023年，在产品品质与客户满意度不断提升的同时，灌装业务产量实现较好增长，当前在手灌装产能约20亿罐，未来仍将进一步扩大灌装产线，加强核心客户绑定。

➤ 盈利预测与投资建议

我们预计公司2024-2026年收入增速分别为3%、7%、5%，归母净利润增速分别为27%、30%、12%。目前公司股价对应2024年PE为11x，低于可比公司平均约16x的估值水平，考虑到公司三片罐业务稳定，二片罐盈利存在修复预期，首次覆盖给予“买入”评级。

➤ 风险提示

行业整合不及预期，原材料价格大幅上涨，下游需求不及预期，大客户集中风险等。

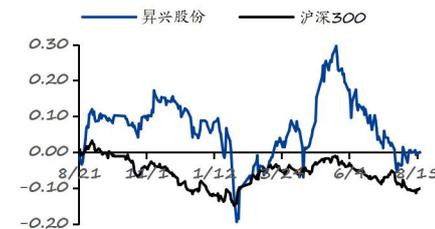
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,878	7,095	7,274	7,810	8,186
增长率	33%	3%	3%	7%	5%
净利润(百万元)	209	333	423	551	617
增长率	23%	59%	27%	30%	12%
EPS(元/股)	0.21	0.34	0.43	0.56	0.63
市盈率(P/E)	21.8	13.7	10.8	8.3	7.4
市净率(P/B)	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	976.92/976.77
流通A股市值(百万元)	4,561.51
每股净资产(元)	3.28
资产负债率(%)	55.97
一年内最高/最低价(元)	6.25/3.57

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 李宏鹏(S0210524050017)

lhp30568@hfzq.com.cn

分析师: 汪浚哲(S0210524050024)

wjz30579@hfzq.com.cn

相关报告



正文目录

1 昇兴股份：金属包装龙头企业	3
2 伴随行业格局优化，业绩弹性有望释放	5
2.1 三片罐：供需基本平衡，格局较稳定	5
2.2 二片罐：竞争格局初步成型，看好行业持续整合	7
2.3 铝瓶：消费场景回暖，重点客户不断突破	10
2.4 灌装：核心客户增值服务配套，产能持续扩张	10
3 盈利预测与投资建议	11
3.1 盈利预测	11
3.2 投资建议	12
4 风险提示	13

图表目录

图表 1: 公司致力于提供一体化全方位服务	3
图表 2: 公司营业收入及增速	4
图表 3: 公司归母净利润及增速	4
图表 4: 公司分业务营收（亿元）及增速	4
图表 5: 公司海外营收占比持续提升	4
图表 6: 公司销售毛利率、净利率	4
图表 7: 国外业务毛利率高于国内	4
图表 8: 近年 ROE 持续修复	5
图表 9: 2023 年资本开支水平有所回落	5
图表 10: 2022 年我国三片罐市场规模达 192 亿元	5
图表 11: 我国三片罐行业近年来供需基本平衡	5
图表 12: 主要三片罐企业均价（元/罐）维持稳定	6
图表 13: 2022 年三片罐 CR3 合计 66%（销量计）	6
图表 14: 我国能量饮料市场规模及增速	7
图表 15: 2021 年我国能量饮料市场格局（销量计）	7
图表 16: 2019 年中国两片罐行业需求量结构	8
图表 17: 我国啤酒罐化率提升空间较大	8
图表 18: 2022 年二片罐产能 CR4 超 70%	8
图表 19: 2022 年两片罐主要企业产能	8
图表 20: 主要企业资本开支（亿元）	9
图表 21: 2019 年以来上市公司新增二片罐产能项目	9
图表 22: 公司铝瓶产品图例	10
图表 23: 公司灌装产线图例	11
图表 24: 业绩预测简表	12
图表 25: 公司上市以来 PE band	13
图表 26: 公司上市以来市值波动	13
图表 27: 可比公司估值表	13
图表 28: 财务预测摘要	14

1 昇兴股份：金属包装龙头企业

公司是国内金属包装行业龙头企业。公司成立于1992年，主营业务为食品饮料包装容器的研发、设计、生产销售以及提供灌装服务。主要产品为饮料罐和食品罐，包括三片罐、二片罐、铝瓶等，致力于提供研发、设计、印刷、生产、配送、灌装、信息智能数据服务一体化全方位服务。公司主要客户包括养元饮品、天丝红牛、王老吉、青岛啤酒、华润雪花、可口可乐等国内外知名食品、饮料、啤酒企业。

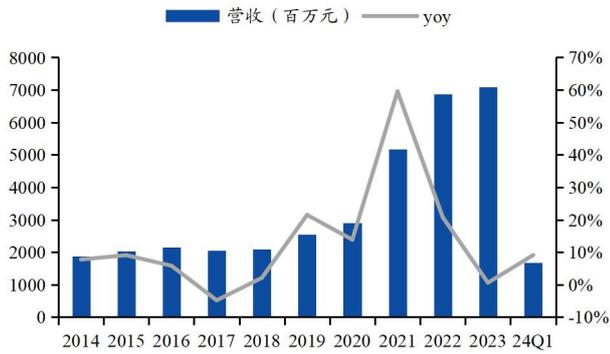
图表 1：公司致力于提供一体化全方位服务



数据来源：公司官网，华福证券研究所

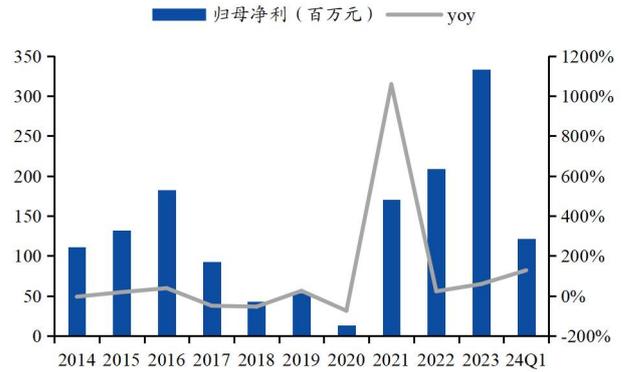
营收增长稳健，净利润自 2021 年起步入上行通道。随产能的持续释放及收购整合太平洋制罐，公司营收近年来保持稳健增长，2023 年营收 70.95 亿元，同比增长 0.6%，2014-2023 年公司营收 CAGR 为 16%。归母净利润方面，公司 2016 年及之前归母净利润稳步增长，2017-2020 年行业供需过剩开启第一轮整合，公司于 2019 年收购太平洋制罐，2021 年起公司盈利能力步入上行通道，2021-2023 年公司归母净利润 CAGR 达 39.8%，2023 年实现归母净利 3.33 亿元，同比+59%。

图表 2: 公司营业收入及增速



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 3: 公司归母净利润及增速



数据来源: wind, 华福证券研究所

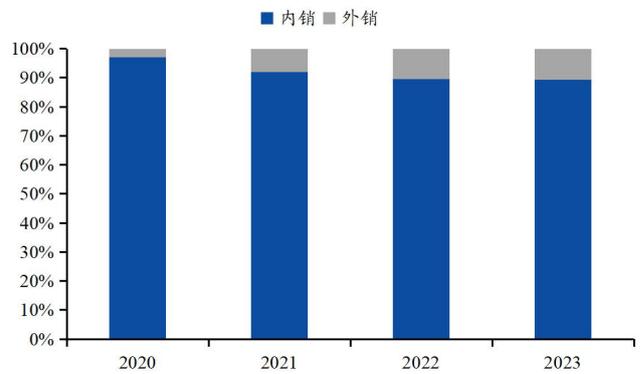
分业务来看, 公司主要营收源于易拉罐, 即三片罐、两片罐等。分地区来看, 2019 年公司前瞻布局海外产能, 开始建设柬埔寨二片罐产能, 2020 年起海外产能陆续释放, 并着手开始建设二期、三期产能。近年来, 公司海外营收占比逐年提升, 2023 年海外营收实现 7.63 亿元, 海外营收占比由 2020 年的 2.9% 提升至 2023 年的 10.8%, 未来仍有提升空间。

图表 4: 公司分业务营收 (亿元) 及增速



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 5: 公司海外营收占比持续提升

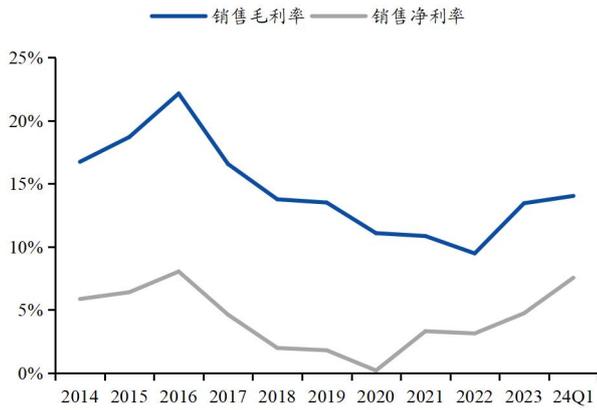


数据来源: wind, 华福证券研究所

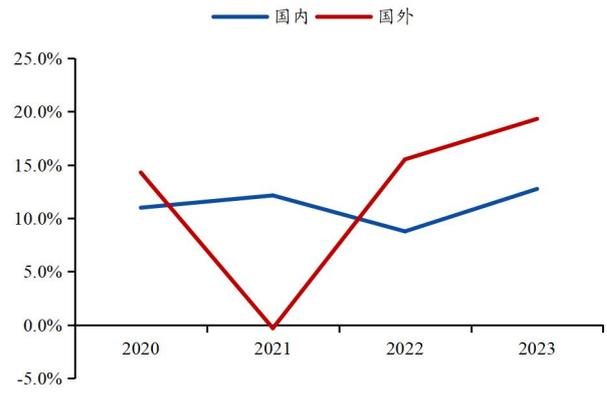
从盈利能力来看, 公司 2021 年起盈利中枢向上提升, 主要系核心三片罐客户天丝红牛的快速增长, 以及二片罐海外产能提升, 2023 年公司毛利率、净利率分别为 13%/5%, 同比分别+4/+2pct。24Q1 毛利率/净利率增长至 14%/8%。我们认为, 未来随着二片罐行业集中度持续提升, 头部企业的议价权及二片罐头、行业盈利中枢有望改善, 将对公司的盈利能力形成一定支撑。

图表 6: 公司销售毛利率、净利率

图表 7: 国外业务毛利率高于国内

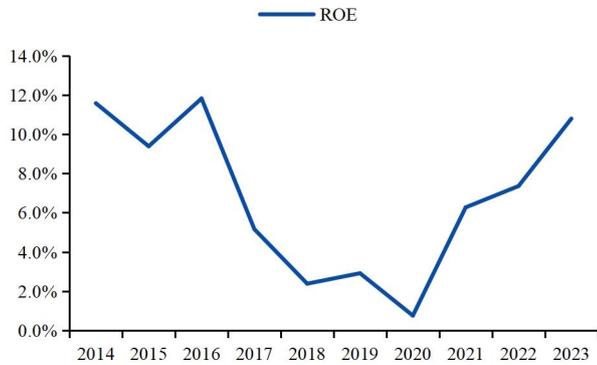


数据来源: wind, 华福证券研究所



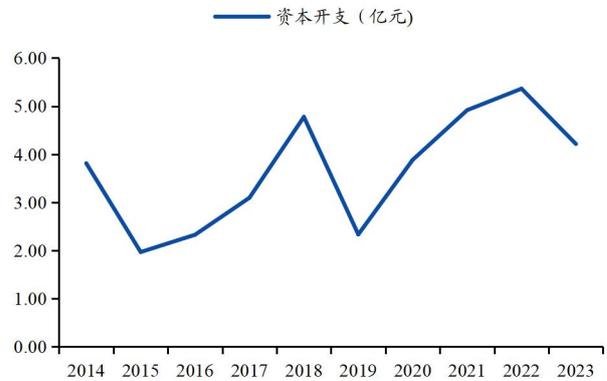
数据来源: wind, 华福证券研究所; 注: 2021年海外盈利下滑系柬埔寨工厂受疫情影响较大。

图表 8: 近年 ROE 持续修复



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 9: 2023 年资本开支水平有所回落



数据来源: wind, 华福证券研究所

2 伴随行业格局优化, 业绩弹性有望释放

2.1 三片罐: 供需基本平衡, 格局较稳定

我国三片罐市场规模基本保持稳定, 根据智研咨询, 2022 年中国马口铁三片罐行业市场规模约为 192.3 亿元, 同比增长 9.48%。国内市场供需方面, 根据智研咨询, 2022 年中国马口铁三片罐行业产量约为 310.5 亿罐, 需求量约为 305.3 亿罐, 分别同比增长 4.33%、4.26%, 国内实现供需平衡。同铝质二片罐相比, 马口铁三片罐具有刚性好, 能生产各种形状的罐, 材料利用率较高, 容易变换尺寸, 生产工艺成熟, 包装产品种类多的特点。目前三片罐广泛应用于功能饮料、奶粉、茶饮料等产品包装, 此外工业上还应用于化工罐和 aerosol 罐等。

图表 10: 2022 年我国三片罐市场规模达 192 亿元

图表 11: 我国三片罐行业近年来供需基本平衡



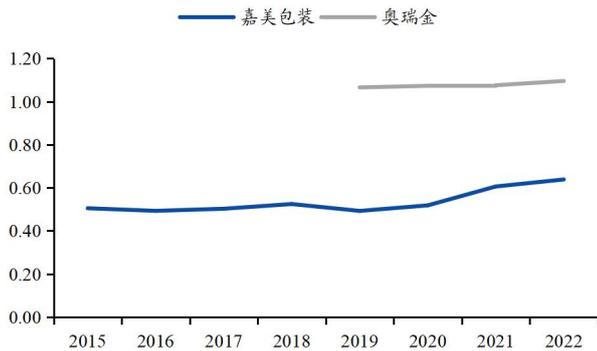
数据来源: 智研咨询, 华福证券研究所



数据来源: 智研咨询, 华福证券研究所

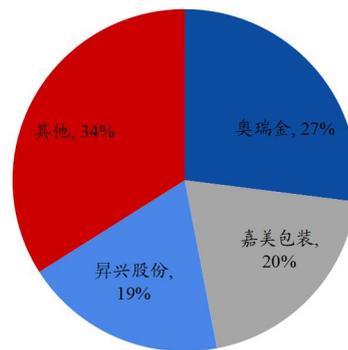
主要饮料公司与供应商合作关系稳定, 金属包装龙头格局基本成型。根据智研咨询, 2022年我国三片罐行业 CR3 达 66% (销量计), 行业集中度较高的原因我们认为主要有二: 1) 出于食品安全和供应链稳定性的考虑, 大型知名食品饮料客户对供应商的选择非常谨慎, 通常需要经过严格、漫长的认证程序, 一旦确立合作关系, 通常选择与主要供应商长期合作; 2) 同时, 由于金属包装运输半径对成本、供货及时性的影响相对较大, 客户与主要供应商之间容易形成一种紧密的共赢合作模式。在稳定的客户结构与行业格局背景下, 近年三片罐企业均价呈稳中有升的趋势。以嘉美包装、奥瑞金的三片罐出厂均价来看, 近年来, 二者三片罐均价呈现稳中有升的态势。

图表 12: 主要三片罐企业均价 (元/罐) 维持稳定



数据来源: 嘉美包装可转债募集说明书、可转债评级报告, 奥瑞金发行可转债问询函回复, wind, 华福证券研究所

图表 13: 2022 年三片罐 CR3 合计 66% (销量计)



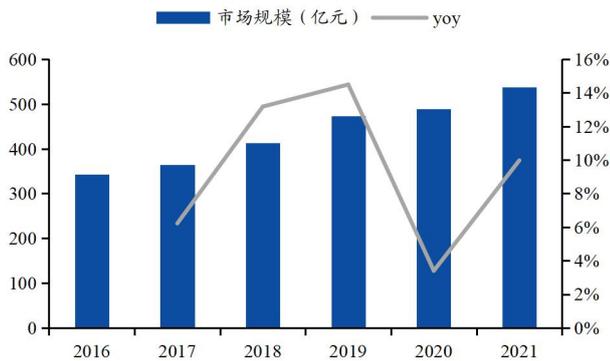
数据来源: 智研咨询, 华福证券研究所

公司绑定天丝红牛, 红牛系列饮料成为重要业务增长点。公司于 2019 年开始为天丝安奈吉饮料产品供应三片罐, 该产品由天丝医药保健有限公司授权广州曜能量饮料有限公司负责国内运营。目前, 公司在中山、西安、成都、福建、安徽等基地为天丝医药保健有限公司的红牛维生素风味饮料产品供应三片罐, 并在中山基地提供灌装服务, 后续还将根据客户需要, 发挥公司全国性生产布局的优势, 为其在全

国其他区域配套制罐和灌装产能。

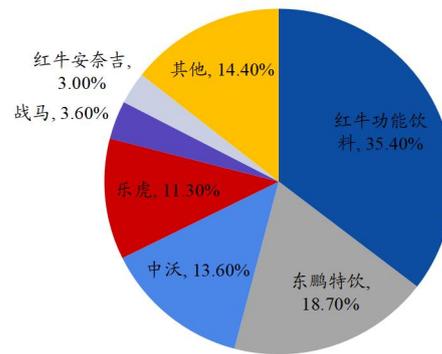
公司供罐的上述两款红牛产品均为能量饮料，能量饮料已发展成为饮料行业中增速最快的细分品类之一。公司的三片罐业务原来主要集中于植物蛋白饮料客户，随着对红牛品牌系列能量饮料客户的拓展，公司产品得以进入增长较快的能量饮料细分市场。目前公司已成为天丝医药保健有限公司旗下红牛系列产品的核心供应商，我们认为，未来随着合作关系的继续深入，三片罐业务有望逐步形成植物蛋白饮料和能量饮料并重的业务格局。

图表 14: 我国能量饮料市场规模及增速



数据来源: 华经产业研究院, 华福证券研究所

图表 15: 2021 年我国能量饮料市场格局 (销量计)



数据来源: 欧睿, 前瞻产业研究院, 华福证券研究所

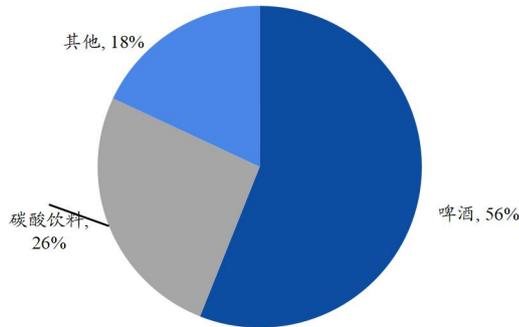
新建广西三片罐产能, 进一步完善布局与重点客户服务。2024 年 7 月 15 日, 公司发布对外投资设立子公司的公告, 公司拟在广西南宁设立子公司昇兴(广西)智能科技有限公司, 作为项目公司并投资建设三条三片罐制罐线项目, 项目总投资约为 1.1 亿元, 项目建设期约 6 个月, 预计 2025 年可正式投入运营。本次新建产能是为了完善两广地区市场布局, 加大与重要品牌客户的产业合作深度, 增强公司制罐业务的产能规模, 提高综合竞争力。

2.2 二片罐: 竞争格局初步成型, 看好行业持续整合

啤酒罐化率提升有望驱动二片罐需求持续增长。从厂商角度, 铝罐避光性强(保证风味)、可印刷个性化包装(精准营销); 从消费者角度, 非即饮场景增多(增加便捷性需求), 便利店/线上等消费崛起共同促进啤酒罐化率提升。根据智研咨询统计, 我国两片罐主要用于啤酒和碳酸饮料包装, 其中 2019 年啤酒、碳酸饮料的二片罐需求量占比分别为 56%、26%。2022 年我国啤酒罐化率约 30%, 距离美、英、日等国仍有较大差距。Euromonitor 数据显示, 近年我国啤酒罐化率持续提升, 2023 年约为 32.1%, 对比 2016 年的 23.2% 水平提升约 9pct。但是, 对比美国、英国、日韩等发达国家及地区超过 60% 的罐化率水平, 未来我国啤酒罐化率仍有较大的提升

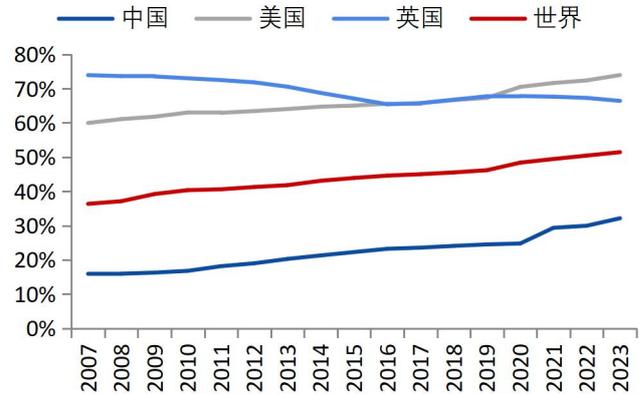
空间。

图表 16: 2019 年中国两片罐行业需求量结构



数据来源: 国家统计局, 智研咨询, 华福证券研究所

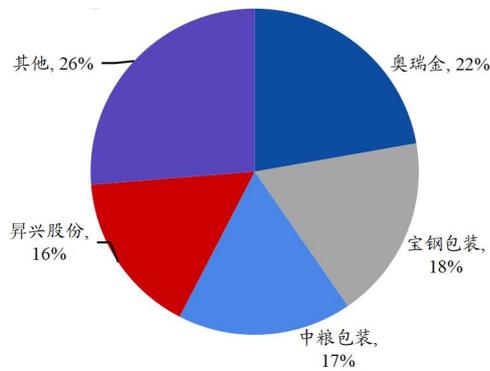
图表 17: 我国啤酒罐化率提升空间较大



数据来源: 欧睿, 华福证券研究所

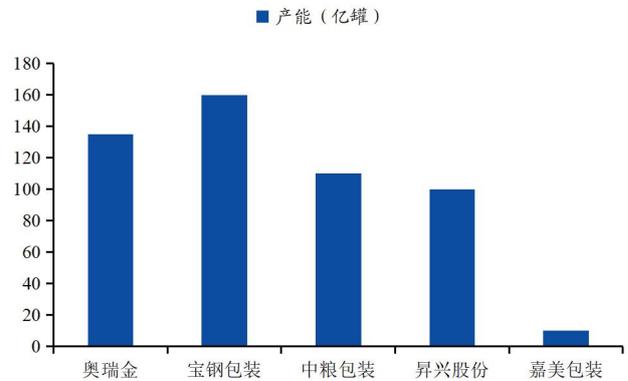
目前行业竞争格局初步成型, CR4 超过 70%。我国二片罐行业基本形成以奥瑞金(+波尔)+中粮包装、宝钢包装、昇兴股份(+太平洋制罐), 4 家领先格局, 目前行业 CR4 已超过 70%。

图表 18: 2022 年二片罐产能 CR4 超 70%



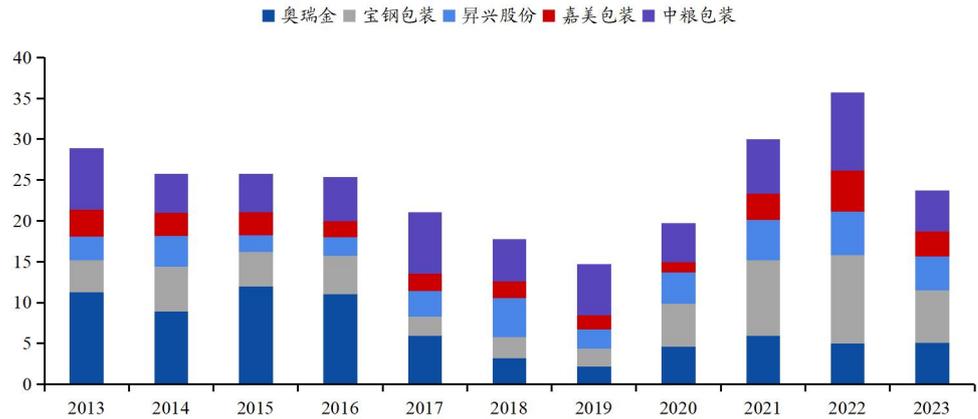
数据来源: 共研产业咨询(共研网), 五金机电网, 华福证券研究所

图表 19: 2022 年两片罐主要企业产能



数据来源: 共研产业咨询(共研网), 五金机电网, 华福证券研究所

2020-2022 年行业资本开支再度攀升, 但 23 年有所下降。行业产能经过 2013-2014 年左右的集中投放与后续年份的持续消化, 头部企业资本开支逐渐下降, 并于 2019 年触底。2020-2022 年资本开支规模增幅显著, 其中, 部分项目为建设海外基地(昇兴、宝钢柬埔寨项目)、部分为收购兼并(昇兴收购太平洋剩余股权, 奥瑞金收购 jamstrong 等), 还有部分用于新建国内产线, 主要包括宝钢安徽、贵州项目, 奥瑞金枣庄项目等, 顺应当地啤酒、软饮等客户需求为主。


图表 20: 主要企业资本开支 (亿元)


数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 21: 2019 年以来上市公司新增二片罐产能项目

公司	募投项目	年份	新增产能 (亿罐)	地点	投资额 (亿元)	投产时间
奥瑞金	奥瑞金 (枣庄) 包装有限公司新建年产16亿只 (一期9亿只) 易拉罐配套项目	2023	9	枣庄	3.65	开工后15个月达产
	奥瑞金 (佛山) 包装有限公司迁建水都项目		10	佛山	8.8	开工后37个月达产
昇兴股份	云南曲靖灌装及制罐生产线建设项目		10	曲靖	5.5	2022年达产
	昇兴太平洋 (武汉) 包装有限公司两片罐制罐生产线技改扩建及配套设施建设项目	2020	5.9	武汉	1.5	-
	昇兴 (安徽) 包装有限公司年产18亿只铝制两片罐项目 (二、三期)		7	滁州	1.4	2021年已建成
	昇兴柬埔寨铝制两片罐 (一~三期)	2019	14	柬埔寨	-	2023年6月建成
宝钢包装	马来西亚宝钢制罐一期项目	2020	8	马来西亚	4.6	2022年达产
	安徽宝钢制罐有限公司新建智能化铝制两片罐生产基地项目 (一期)		14	蚌埠	7.5	2023年8月
	贵州新建智能化铝制两片罐生产基地项目	2022	10	黔南	4.3	2023年8月
	柬埔寨新建智能化铝制两片罐生产基地项目		12	柬埔寨	4.99	预计2024年末
嘉美包装	越南顺化宝钢制罐隆安新建智能化铝制两片罐生产基地项目	2024	8	越南	5.25	开工后20个月达产
	年产10亿罐二片罐生产线项目	2019	10	滁州	3.3	延期
中粮包装	二片罐生产线建设项目 (鹰潭嘉美)	2020	10	鹰潭	2.2	2023年
	云南项目	2021	10	昆明	5	2023年
	沈阳项目	2022	10	沈阳	6	2023年
	比利时二片罐项目 (一期、二期)	2019	-	比利时	-	2022年
合计	国内新增二片罐产能		106			
	国外新增二片罐产能		42			

数据来源: 各公司年报, 昇兴股份环评文件, 昇兴募投项目变更公告, 奥瑞金可转债募集说明书, 宝钢包装非公开发行预案, 嘉美包装可转债发行说明书&可转债评级报告, 嘉美包装募投项目变更公告, 各公司对外投资公告, 中粮包装自愿性公告, 琅琊经济开发区、中国基建报, 华福证券研究所

前瞻布局海外产能, 改善二片罐盈利。公司于2019年起建设柬埔寨二片罐产能, 2023年完成一~三期产能建设, 新增14亿罐海外二片罐产能。公司海外毛利率高于国内, 投产后成为公司新的利润增长点。

根据我们的外发报告《复盘国内、对标海外, 金属包装行业整合之路》, 通过对比国内二片罐、国内三片罐、北美二片罐来看, 由于三者 in 供求格局、客户结构、下游成熟度等方面存在差异, 导致即使国内三片罐和二片罐的竞争格局相似, 但行业盈利却差异明显; 而北美在成熟的市场环境下, 即使TOP2 份额差距并非很大, 但



仍能呈现稳定的双寡头格局。展望未来，我们认为，虽然影响前次整合效果的客户结构、下游成熟度等因素均是长变量，但若未来行业进一步集中、头部企业通过兼并收购等方式实现份额显著提升，对于行业定价权的强化预计将较快体现，仍有望推动供需格局优化和盈利改善。

2.3 铝瓶：消费场景回暖，重点客户不断突破

消费场景回暖，重点客户不断突破。公司 2016 年以来，通过收购博德科技切入铝瓶业务。近年来持续引入国际先进生产设备扩充高端铝瓶产能和开发新罐型，当前铝瓶产能超 2 亿罐。公司铝瓶产品主要用于高端啤酒和饮料产品的包装，产能规模、技术水平、产品竞争能力和客户结构位于行业领先地位，同时公司凭借先进的生产线和较强的研发能力，深度协助客户开发新瓶型，在带来新增长点的同时，竞争优势进一步得到巩固。此外，2022 年昇兴博德与博德科技也依托多年啤酒铝瓶的产品开发和生产经验，成功研制了 1L 大容量铝瓶及扩口型铝杯等多项产品并投入市场销售，谋求细分市场的重大突破。

图表 22：公司铝瓶产品图例



数据来源：公司官网，华福证券研究所

2.4 灌装：核心客户增值服务配套，产能持续扩张

配套建设灌装产线进一步绑定核心客户。公司积极拓展产业链上下游空间，自 2015 年起开拓饮料灌装 OEM 业务，进一步提升客户黏性。公司为主要客户提供灌装服务。2023 年，中山及云南的灌装工厂通过设备改造和技术升级，成功开拓饮料灌装的新业务，满足了客户对新品类的代工需求。同时，各基地高效完成了数字化升级，成功为灌装业务进行数智化赋能，中山灌装的工艺改进和云南灌装产线的提速，大幅提高了工厂的交付能力。

在产品质量与客户满意度不断提升的同时，灌装业务产量实现较好增长，各项经营指标包括产能利用率、劳动生产率等均持续改善。新业务的拓展和产能利用率

的提升，有力地推动了制罐业务量的增长。

图表 23: 公司灌装产线图例



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设:

(1) 基于前文对公司二片罐、三片罐产品未来供需格局的分析, 我们判断公司易拉罐产品中三片罐营收稳健增长, 二片罐海外产能贡献新的利润增长点。随公司内生提效技改+海外产能爬坡完成, 以及行业供需格局改善带来的罐价增长, 公司易拉罐未来三年营收将保持稳健增长的态势, 我们假设 2024-2026 年易拉罐营收涨幅分别为 2.39%、7.5%、4.81%。

(2) 公司易拉盖业务增长假设跟随易拉罐业务增长, 未来三年增速分别为 2%、8%、6%。EMC 合同能源及其他业务每年保持稳定小幅增长。

(3) 公司主要原材料马口铁及铝锭均为大宗商品, 假设公司随规模效应提升及行业集中度提升后, 内部提效及向下游转移成本的能力提升, 预计公司营业成本增速良性可控, 其中 2024-2026 年易拉罐成本增速分别为 1.95%、6.53%、4.69%。

综上, 我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 2.5%、7.4%、5%, 归母净利润增速分别为 27%、30%、12%, 对应 EPS 分别为 0.43 元、0.56 元、0.63 元。

图表 24: 业绩预测简表

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总营收	2549.48	3237.92	5166.12	6877.65	7094.8	7273.87	7809.69	8186.23
yoy	21.50%	27.00%	59.55%	33.13%	3.16%	2.52%	7.37%	4.82%
总成本	2205.25	2892.18	4605.78	6226.4	6140.83	6271.28	6675.18	6989.41
yoy	21.86%	31.15%	59.25%	35.19%	-1.37%	2.12%	6.44%	4.71%
毛利率	13.50%	10.68%	10.85%	9.47%	13.45%	13.78%	14.53%	14.62%
分业务营收								
易拉罐	2427.73	2838.97	4593.17	6139.15	6700.01	6860.01	7374.71	7729.43
yoy	20.30%	16.94%	61.79%	33.66%	9.14%	2.39%	7.50%	4.81%
易拉盖	6.8	9.06	12.55	16.83	18.06	18.42	19.89	21.09
yoy	-1.16%	33.24%	38.52%	34.10%	7.31%	2.00%	8.00%	6.00%
EMC 合同能源	13.93	60.02	52.06	11.97	6.16	6.34	6.54	6.73
yoy	198.93%	330.87%	-13.26%	-77.01%	-48.54%	3.00%	3.00%	3.00%
其他业务	101.02	329.86	508.33	709.7	370.57	389.10	408.55	428.98
yoy	47.15%	226.53%	54.10%	39.61%	-47.78%	5.00%	5.00%	5.00%
分业务成本								
易拉罐	2093.13	2529.36	4075.61	5519.25	5763.75	5875.95	6259.66	6553.03
yoy	20.45%	20.84%	61.13%	35.42%	4.43%	1.95%	6.53%	4.69%
易拉盖	5.93	10.99	13.18	15.99	16.71	17.04	18.41	19.51
yoy	12.10%	85.25%	19.98%	21.32%	4.50%	2.00%	8.00%	6.00%
EMC 合同能源	10.66	56.01	50.56	11.3	4.71	4.85	5.00	5.15
yoy	73.05%	425.39%	-9.72%	-77.65%	-58.32%	3.00%	3.00%	3.00%
其他业务	95.53	295.83	466.43	679.86	355.66	373.44	392.12	411.72
yoy	58.19%	209.67%	57.67%	45.76%	-47.69%	5.00%	5.00%	5.00%
分业务毛利率								
易拉罐	13.78%	10.91%	11.27%	10.10%	13.97%	14.34%	15.12%	15.22%
易拉盖	12.77%	-21.25%	-5.02%	4.99%	7.48%	7.48%	7.48%	7.48%
EMC 合同能源	23.45%	6.69%	2.88%	5.60%	23.54%	23.54%	23.54%	23.54%
其他业务	5.44%	10.32%	8.24%	4.20%	4.02%	4.02%	4.02%	4.02%

数据来源: wind, 华福证券研究所

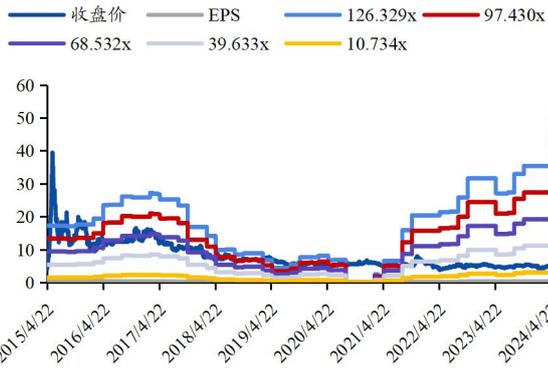
3.2 投资建议

公司三片罐绑定核心大客户天丝红牛, 受益大客户业绩增长带来的订单量增长; 二片罐前瞻布局海外产能, 优化客户结构及盈利能力, 同时随行业格局的持续改善, 二片罐业务盈利仍有提升空间。

我们选取与公司同属于金属包装行业奥瑞金、宝钢股份为可比公司。当前公司股价对应 2024 年 PE 为 11x, 低于行业可比公司平均 16x 的估值水平, 首次覆盖给予“买入”评级。



图表 25: 公司上市以来 PE band



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 26: 公司上市以来市值波动



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 27: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)		EPS (元)				PE (倍)			
		2024/8/19	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
002701.SZ	奥瑞金	4.51	0.30	0.37	0.42	0.46	13.75	12.32	10.80	9.80	
601968.SH	宝钢包装	4.63	0.19	0.24	0.29	0.34	26.59	19.68	16.18	13.51	
	平均值						20.17	16.00	13.49	11.65	
002752.SZ	昇兴股份	4.67	0.34	0.43	0.56	0.63	15.19	10.77	8.28	7.40	

数据来源: wind 一致预期, 华福证券研究所。其中昇兴股份为华福轻工预测值

4 风险提示

(1) 行业整合不及预期风险。若奥瑞金或宝钢包装收购中粮包装股权进程不及预期, 行业格局波动将影响公司盈利能力。

(2) 原材料价格大幅上涨风险。铝在二片罐生产成本中占比超 70%, 铝价大幅波动将影响生产成本继而影响二片罐利润率。

(3) 下游需求不及预期风险。啤酒及软饮料若行业增速放缓、利润下滑, 将影响上游金属包装行业盈利。

(4) 大客户集中风险。公司历年前五大客户营收占比较高, 近两年虽然有所下滑但仍接近 40%, 若大客户订单存在较大波动, 会影响公司当期业绩表现。

图表 28: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,628	1,600	1,718	1,801	营业收入	7,095	7,274	7,810	8,186
应收票据及账款	1,827	1,794	1,868	1,933	营业成本	6,141	6,271	6,675	6,989
预付账款	197	94	100	105	税金及附加	46	51	55	57
存货	831	894	951	996	销售费用	42	44	39	41
合同资产	0	0	0	0	管理费用	258	269	285	295
其他流动资产	158	181	194	204	研发费用	46	47	47	49
流动资产合计	4,640	4,563	4,832	5,038	财务费用	72	62	58	54
长期股权投资	39	39	39	39	信用减值损失	-4	-10	-10	-10
固定资产	2,958	3,019	3,093	3,158	资产减值损失	-112	-50	-20	0
在建工程	217	267	297	327	公允价值变动收益	3	1	1	2
无形资产	375	389	413	431	投资收益	5	5	6	5
商誉	89	89	89	89	其他收益	15	15	15	15
其他非流动资产	275	278	282	285	营业利润	398	491	643	714
非流动资产合计	3,952	4,081	4,212	4,329	营业外收入	2	3	3	4
资产合计	8,592	8,644	9,044	9,367	营业外支出	15	5	5	0
短期借款	1,882	1,897	1,720	1,348	利润总额	385	489	641	718
应付票据及账款	2,587	2,258	2,479	2,635	所得税	50	63	87	97
预收款项	1	1	1	1	净利润	335	426	555	621
合同负债	44	36	39	41	少数股东损益	2	3	4	4
其他应付款	37	37	37	37	归属母公司净利润	333	423	551	617
其他流动负债	359	363	368	371	EPS (按最新股本摊薄)	0.34	0.43	0.56	0.63
流动负债合计	4,910	4,592	4,644	4,432					
长期借款	370	420	350	430					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	168	168	168	168					
非流动负债合计	538	588	518	598					
负债合计	5,447	5,180	5,162	5,030					
归属母公司所有者权益	3,085	3,402	3,817	4,267					
少数股东权益	59	62	65	69					
所有者权益合计	3,144	3,464	3,882	4,337					
负债和股东权益	8,592	8,644	9,044	9,367					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,414	573	1,078	1,108
现金收益	760	871	1,004	1,078
存货影响	55	-63	-58	-45
经营性应收影响	220	185	-60	-69
经营性应付影响	276	-329	222	155
其他影响	103	-92	-32	-11
投资活动现金流	-453	-506	-517	-513
资本支出	-485	-508	-519	-517
股权投资	-10	0	0	0
其他长期资产变化	43	3	2	4
融资活动现金流	-879	-95	-443	-512
借款增加	279	66	-248	-292
股利及利息支付	-118	-237	-263	-281
股东融资	4	0	0	0
其他影响	-1,045	77	68	62

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	3.2%	2.5%	7.4%	4.8%
EBIT 增长率	37.9%	20.6%	26.7%	10.3%
归母公司净利润增长率	59.1%	27.1%	30.1%	12.0%
获利能力				
毛利率	13.4%	13.8%	14.5%	14.6%
净利率	4.7%	5.9%	7.1%	7.6%
ROE	10.6%	12.2%	14.2%	14.2%
ROIC	8.8%	9.6%	11.9%	12.6%
偿债能力				
资产负债率	63.4%	59.9%	57.1%	53.7%
流动比率	0.9	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.9
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转天数	89	89	84	84
存货周转天数	50	49	50	50
每股指标 (元)				
每股收益	0.34	0.43	0.56	0.63
每股经营现金流	1.45	0.59	1.10	1.13
每股净资产	3.16	3.48	3.91	4.37
估值比率				
P/E	14	11	8	7
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	128	111	95	89

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn