

昇兴股份(002752)

报告日期: 2025年05月01日

两片罐承压，期待格局改善驱动盈利改善

——昇兴股份点评报告

投资要点

□ 公司公布 2024&2025Q1 业绩:

24年公司实现营收71.3亿元，同比+0.5%，实现归母净利润4.2亿元，同比+27%，实现扣非归母净利润4.1亿元，同比+21%，其中Q4收入21.36亿元，同比+11.05%，实现归母净利润0.8亿元，同比+38%，实现扣非归母净利润0.8亿元，同比+21%。25Q1营收16.2亿元，同比-3%，归母净利润0.93亿元，同比-24%，扣非归母净利0.83亿元，同比-31%，Q1压力较为明显。

□ 境外靓丽，境内两片罐压力明显

1) **分产品:** 24年易拉罐&铝瓶收入67.19亿元，同比+0.29%，毛利率14.99%，同比+1.14pct，为收入核心，盖子/EMC合同能源/其他分别收入0.18/0.06/3.86亿元，分别同比+1.9%/3.3%/4.2%。

2) **分地区:** 24年境内收入61.76亿元，同比-2.45%，毛利率13.52%，同比+0.91pct，24年马口铁等原材料处于下行趋势，盈利能力有所优化，24年外销收入9.54亿元，同比+25%，毛利率20.84%，同比+1.53pct，海外市场需求旺盛拉动收入盈利共同提升。

□ 期待两片罐格局改善后盈利能力逐步修复

当前金属包装行业核心在于奥瑞金完成对中粮收购后行业格局大幅改善：中粮包装是我国两片罐行业产能体量第三的企业，市场份额17%（TOP4企业分别为奥瑞金22%，宝钢包装18%，中粮包装17%，昇兴股份16%），23年中粮包装实现营收102.7亿元，同比+0.1%，实现归母净利润4.75亿元，同比-2.42%，销售毛利率15.64%，销售净利率4.73%，业绩整体稳定。整体看，奥瑞金收购完成中粮包装后行业集中度得到大幅提升，纵观两片罐行业历史，当前行业盈利能力处于历史底部，以宝钢包装为例，历史罐价由于原材料价格波动影响均价基本维持在0.37-0.54元，而毛利率端从2012年19.09%逐步下降至24年8.1%，25Q1更是降低至7.1%。展望未来，我们认为随着行业整合推进，行业底部正逐步确立，对标海外龙头皇冠、波尔毛利率20%左右，行业盈利能力向上改善弹性较大。

□ 24年盈利修复，25Q1受两片罐压制

24年公司毛利率14.5%，同比+1.1pct，盈利能力在原材料下降下得到优化，期间费用率5.6%，同比-0.3pct，其中销售费用率0.51%，同比-0.1pct，管理与研发费用率4.6%，同比+0.4pct，财务费用率0.45%，同比-0.57pct，债务规模得到优化，利息费用减少，归母净利率5.9%，同比+1.24pct。25Q1公司毛利率11.7%，同比-2.4pct，期间费用率4.6%，同比-0.26pct，其中销售费用率0.45%，同比持平，管理与研发费用率3.68%，同比-0.37pct，财务费用率0.49%，同比+0.1pct。

□ 盈利预测与投资建议

考虑25Q1两片罐盈利压力较大且在季度调价模式下，后续价格仅根据原材料价格进行调整，对应全年两片罐压力或延续，我们下调对公司盈利预测，预计公司25-27年实现收入72.4/79.4/87.4亿元，分别同比+2%/10%/10%，实现归母净利润4.1/4.7/5.7亿元，分别同比-2%/+13%/+22%，对应PE 13/11/9X，维持买入评级。

□ 风险提示

投资评级：买入(维持)

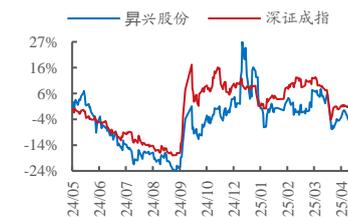
分析师: 史凡可
 执业证书号: S1230520080008
 shifanke@stocke.com.cn

分析师: 曾伟
 执业证书号: S1230524090011
 zengwei@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 5.40
总市值(百万元)	5,275.36
总股本(百万股)	976.92

股票走势图



相关报告

- 《业绩弹性突出，期待格局改善加速盈利能力修复》
2024.06.13
- 《场景修复驱动 Q2 业绩超预期，看好 23H2 持续改善》
2023.08.28
- 《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》
2023.04.28

行业竞争加剧，原材料波动，下游需求不及预期。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,130	7,243	7,941	8,738
(+/-) (%)	0.50%	1.58%	9.64%	10.04%
归母净利润	423	413	467	572
(+/-) (%)	27.10%	-2.48%	13.18%	22.33%
每股收益(元)	0.43	0.42	0.48	0.59
P/E	12.46	12.78	11.29	9.23

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)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,121	4,202	5,124	5,482
现金	1,029	1,034	1,355	1,697
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1,933	1,932	2,484	2,328
其它应收款	21	39	13	52
预付账款	173	193	203	225
存货	842	929	995	1,104
其他	123	75	75	75
非流动资产	3,817	3,817	3,694	3,526
金融资产类	40	40	40	40
长期投资	0	5	10	15
固定资产	2,910	2,978	2,940	2,838
无形资产	364	397	421	437
在建工程	208	132	57	3
其他	296	265	226	193
资产总计	7,938	8,019	8,818	9,008
流动负债	3,981	3,635	3,942	3,524
短期借款	1,201	1,138	766	549
应付款项	2,263	1,986	2,631	2,407
预收账款	1	1	1	2
其他	516	509	543	567
非流动负债	471	471	471	471
长期借款	287	287	287	287
其他	184	184	184	184
负债合计	4,452	4,105	4,412	3,994
少数股东权益	71	75	80	85
归属母公司股东权益	3,416	3,839	4,326	4,928
负债和股东权益	7,938	8,019	8,818	9,008

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	524	795	1222	1071
净利润	425	417	472	577
折旧摊销	384	673	607	641
财务费用	46	47	38	26
投资损失	(10)	(7)	(7)	(8)
营运资金变动	(447)	(359)	77	(216)
其它	125	24	34	50
投资活动现金流	(276)	(680)	(491)	(485)
资本支出	(313)	(683)	(497)	(489)
长期投资	39	(4)	(1)	(4)
其他	(1)	7	7	8
筹资活动现金流	(482)	(110)	(410)	(244)
短期借款	(681)	(63)	(372)	(217)
长期借款	(83)	0	0	0
其他	282	(47)	(38)	(26)
现金净增加额	(230)	6	321	342

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	7130	7243	7941	8738
营业成本	6096	6374	6927	7557
营业税金及附加	45	47	52	57
营业费用	36	36	40	44
管理费用	284	264	290	315
研发费用	46	47	52	57
财务费用	32	36	28	13
资产减值损失	(78)	(23)	(33)	(49)
公允价值变动损益	(1)	0	0	0
投资净收益	6	7	7	8
其他经营收益	35	58	16	9
营业利润	537	481	544	665
营业外收支	(3)	(2)	(2)	(2)
利润总额	534	479	542	664
所得税	109	62	71	86
净利润	425	417	472	577
少数股东损益	2	4	5	6
归属母公司净利润	423	413	467	572
EBITDA	983	1206	1205	1359
EPS (最新摊薄)	0.43	0.42	0.48	0.59

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	0.50%	1.58%	9.64%	10.04%
营业利润	34.96%	-10.45%	13.14%	22.27%
归属母公司净利润	27.10%	-2.48%	13.18%	22.33%
获利能力				
毛利率	14.50%	12.00%	12.77%	13.52%
净利率	5.94%	5.70%	5.88%	6.54%
ROE	12.39%	10.75%	10.80%	11.60%
ROIC	9.04%	8.22%	9.03%	10.16%
偿债能力				
资产负债率	56.08%	51.19%	50.04%	44.35%
净负债比率	127.67%	104.89%	100.15%	79.68%
流动比率	1.04	1.16	1.30	1.56
速动比率	0.76	0.83	0.98	1.16
营运能力				
总资产周转率	0.86	0.91	0.94	0.98
应收账款周转率	3.83	4.00	4.00	4.00
应付账款周转率	8.84	12.00	12.00	12.00
每股指标(元)				
每股收益	0.43	0.42	0.48	0.59
每股经营现金	0.54	0.81	1.25	1.10
每股净资产	3.50	3.93	4.43	5.04
估值比率				
P/E	12.46	12.78	11.29	9.23
P/B	1.54	1.37	1.22	1.07
EV/EBITDA	7.08	4.95	4.38	3.47

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>