

## 昇兴股份（002752）

证券研究报告

2025 年 09 月 18 日

## 完善客户结构，海外市场积极扩张

## 公司发布 2025 年半年报

25Q2 公司营收 16 亿，同增 4%，归母净利 0.5 亿，同减 51%。25H1 营收 32 亿同增 0.1%，归母净利 1.5 亿同减 37%。

2025 年上半年，金属包装行业下游的饮料啤酒市场需求不振，行业内部产能供大于求的局面也还没有出现根本性改变，面对不利的内外外部环境，公司苦练内功，重点关注增加市场份额，积极优化生产布局和海外拓展。

## 巩固提升既有客户市占率及拓展新客户并重，持续提升市场份额

2025 年上半年，公司积极应对下游饮料啤酒行业需求的结构性变化和周期性变化，持续提升了市场份额，一方面巩固了传统优势客户的市场占有率，部分战略重点客户的市占率还有所上升，另一方面抓住细分市场的商机，加快新产品和新业务的开发进度，积极发掘具备潜在增长客户，也进一步完善客户结构。

## 继续优化产能布局，稳步推进新项目建设

公司审慎控制资本开支和新产能建设，同时也结合客户需求变化，持续优化国内产能布局，推进新项目落地，公司南宁工厂已于上半年投产，针对客户个性化区域化的需求，公司也适时增加区域产能投入，以快速匹配客户需求。

## 积极拓展海外业务，提升海外业务占比

海外尤其是东南亚市场的拓展，一直是公司关注的重点。25H1 公司在稳定已有的金边工厂业务的同时，积极推进其他区域新项目和客户的拓展工作，印尼工厂已于上半年开始试生产，同时公司也启动了越南工厂两片罐生产线建设投资项目。

## 调整盈利预测，维持“买入”评级

公司主营业务是食品饮料包装容器的研发、设计、生产和销售及提供饮料灌装服务，主要产品为饮料罐和食品罐，包括三片罐、二片罐、铝瓶产品，为食品、饮料及啤酒行业企业提供从研发、设计、晒版、印刷、生产、配送、灌装、信息智能数据服务的一体化全方位服务。基于 25H1 公司业绩表现，考虑下游需求情况，我们调整盈利预测，预计 25-27 年归母利润分别为 3.6/4.5/5.6 亿元（25-26 年前值分别为 5.3/6.5 亿元）。

## 风险提示：新业务拓展风险；市场竞争加剧风险；海外产能扩张风险

| 财务数据和估值       | 2023     | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 7,094.80 | 7,130.25 | 7,261.48 | 7,840.68 | 8,621.34 |
| 增长率(%)        | 3.16     | 0.50     | 1.84     | 7.98     | 9.96     |
| EBITDA(百万元)   | 1,068.50 | 1,102.62 | 984.89   | 1,142.81 | 1,262.65 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 333.04   | 423.30   | 362.99   | 454.54   | 559.90   |
| 增长率(%)        | 59.13    | 27.10    | (14.25)  | 25.22    | 23.18    |
| EPS(元/股)      | 0.34     | 0.43     | 0.37     | 0.47     | 0.57     |
| 市盈率(P/E)      | 16.34    | 12.85    | 14.99    | 11.97    | 9.72     |
| 市净率(P/B)      | 1.76     | 1.59     | 1.48     | 1.35     | 1.23     |
| 市销率(P/S)      | 0.77     | 0.76     | 0.75     | 0.69     | 0.63     |
| EV/EBITDA     | 5.29     | 6.07     | 5.65     | 4.67     | 3.95     |

资料来源：wind，天风证券研究所

## 投资评级

|        |           |
|--------|-----------|
| 行业     | 轻工制造/包装印刷 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级）  |
| 当前价格   | 5.57 元    |
| 目标价格   | 元         |

## 基本数据

|               |           |
|---------------|-----------|
| A 股总股本(百万股)   | 976.92    |
| 流通 A 股股本(百万股) | 976.77    |
| A 股总市值(百万元)   | 5,441.44  |
| 流通 A 股市值(百万元) | 5,440.60  |
| 每股净资产(元)      | 3.54      |
| 资产负债率(%)      | 54.54     |
| 一年内最高/最低(元)   | 7.71/4.17 |

## 作者

|                           |     |
|---------------------------|-----|
| 孙海洋                       | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110518070004 |     |
| sunhaiyang@tfzq.com       |     |
| 张彤                        | 联系人 |
| zhangtong@tfzq.com        |     |

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

- 1 《昇兴股份-季报点评:国际业务保持稳健成长》 2024-11-05
- 2 《昇兴股份-半年报点评:海外市场增长显著》 2024-08-28
- 3 《昇兴股份-年报点评报告:三片罐推动利润增长，铝瓶优势逐步显现》 2024-05-16

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2023            | 2024            | 2025E           | 2026E           | 2027E           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金             | 1,627.59        | 1,028.58        | 580.92          | 627.25          | 825.41          |
| 应收票据及应收账款        | 1,826.55        | 1,932.69        | 1,841.85        | 2,311.09        | 2,219.98        |
| 预付账款             | 197.31          | 173.40          | 183.60          | 192.94          | 231.94          |
| 存货               | 830.93          | 841.54          | 937.25          | 937.35          | 1,108.94        |
| 其他               | 157.59          | 144.81          | 136.42          | 154.50          | 142.31          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>4,639.97</b> | <b>4,121.01</b> | <b>3,680.03</b> | <b>4,223.13</b> | <b>4,528.59</b> |
| 长期股权投资           | 39.18           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 固定资产             | 2,957.99        | 2,910.29        | 2,628.36        | 2,634.73        | 2,459.68        |
| 在建工程             | 216.69          | 207.52          | 513.55          | 545.31          | 766.81          |
| 无形资产             | 374.54          | 363.62          | 351.36          | 339.09          | 326.83          |
| 其他               | 363.31          | 335.96          | 333.43          | 316.78          | 317.45          |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>3,951.70</b> | <b>3,817.39</b> | <b>3,826.70</b> | <b>3,835.92</b> | <b>3,870.77</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>8,591.67</b> | <b>7,938.40</b> | <b>7,506.73</b> | <b>8,059.05</b> | <b>8,399.36</b> |
| 短期借款             | 1,881.64        | 1,200.86        | 312.99          | 292.03          | 0.00            |
| 应付票据及应付账款        | 2,586.53        | 2,262.66        | 2,461.94        | 2,789.69        | 2,908.25        |
| 其他               | 397.53          | 481.85          | 444.29          | 514.98          | 475.56          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>4,865.69</b> | <b>3,945.36</b> | <b>3,219.22</b> | <b>3,596.69</b> | <b>3,383.81</b> |
| 长期借款             | 369.98          | 286.69          | 369.98          | 200.00          | 328.33          |
| 应付债券             | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他               | 167.69          | 183.98          | 174.79          | 175.49          | 178.09          |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>537.66</b>   | <b>470.67</b>   | <b>544.77</b>   | <b>375.49</b>   | <b>506.42</b>   |
| <b>负债合计</b>      | <b>5,447.32</b> | <b>4,451.52</b> | <b>3,763.99</b> | <b>3,972.18</b> | <b>3,890.23</b> |
| 少数股东权益           | 59.11           | 70.61           | 70.75           | 70.92           | 71.13           |
| 股本               | 976.92          | 976.92          | 976.92          | 976.92          | 976.92          |
| 资本公积             | 864.75          | 859.10          | 859.65          | 859.65          | 859.65          |
| 留存收益             | 1,235.03        | 1,560.64        | 1,831.98        | 2,168.85        | 2,590.24        |
| 其他               | 8.55            | 19.60           | 3.45            | 10.53           | 11.19           |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>3,144.35</b> | <b>3,486.88</b> | <b>3,742.74</b> | <b>4,086.86</b> | <b>4,509.13</b> |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>8,591.67</b> | <b>7,938.40</b> | <b>7,506.73</b> | <b>8,059.05</b> | <b>8,399.36</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2023            | 2024            | 2025E           | 2026E           | 2027E           |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润            | 335.20          | 424.91          | 362.99          | 454.54          | 559.90          |
| 折旧摊销           | 352.36          | 368.59          | 351.26          | 369.44          | 379.02          |
| 财务费用           | 88.96           | 46.48           | 19.68           | 8.74            | 2.63            |
| 投资损失           | (6.73)          | (9.84)          | (5.93)          | (5.83)          | (6.05)          |
| 营运资金变动         | 528.69          | (406.51)        | 131.28          | (78.55)         | (33.99)         |
| 其它             | 115.15          | 100.75          | 0.18            | 0.23            | 0.28            |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>1,413.62</b> | <b>524.38</b>   | <b>859.46</b>   | <b>748.56</b>   | <b>901.79</b>   |
| 资本支出           | 428.83          | 210.86          | 372.29          | 394.61          | 410.60          |
| 长期投资           | 10.31           | (39.18)         | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他             | (891.78)        | (447.22)        | (729.46)        | (784.08)        | (817.75)        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(452.64)</b> | <b>(275.53)</b> | <b>(357.17)</b> | <b>(389.47)</b> | <b>(407.15)</b> |
| 债权融资           | 206.79          | (751.87)        | (842.66)        | (202.11)        | (158.57)        |
| 股权融资           | (102.55)        | (92.28)         | (107.31)        | (110.64)        | (137.92)        |
| 其他             | (983.52)        | 361.74          | 0.00            | (0.00)          | 0.00            |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(879.28)</b> | <b>(482.42)</b> | <b>(949.96)</b> | <b>(312.75)</b> | <b>(296.49)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>81.69</b>    | <b>(233.57)</b> | <b>(447.67)</b> | <b>46.34</b>    | <b>198.15</b>   |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2023            | 2024            | 2025E           | 2026E           | 2027E           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>7,094.80</b> | <b>7,130.25</b> | <b>7,261.48</b> | <b>7,840.68</b> | <b>8,621.34</b> |
| 营业成本             | 6,140.83        | 6,096.45        | 6,302.59        | 6,726.34        | 7,349.67        |
| 营业税金及附加          | 46.20           | 44.86           | 38.49           | 47.04           | 51.73           |
| 销售费用             | 42.26           | 36.22           | 36.31           | 37.64           | 38.80           |
| 管理费用             | 257.98          | 284.25          | 279.57          | 297.95          | 325.89          |
| 研发费用             | 45.73           | 46.34           | 47.20           | 50.96           | 56.04           |
| 财务费用             | 72.38           | 31.89           | 19.68           | 8.74            | 2.63            |
| 资产/信用减值损失        | (115.77)        | (94.33)         | (80.98)         | (97.03)         | (90.78)         |
| 公允价值变动收益         | 3.30            | (1.47)          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 投资净收益            | 5.17            | 6.39            | 5.93            | 5.83            | 6.05            |
| 其他               | 198.88          | 142.75          | 0.00            | 0.00            | (0.00)          |
| <b>营业利润</b>      | <b>397.83</b>   | <b>536.90</b>   | <b>462.59</b>   | <b>580.81</b>   | <b>711.86</b>   |
| 营业外收入            | 1.92            | 1.43            | 2.69            | 2.02            | 2.05            |
| 营业外支出            | 14.71           | 4.45            | 6.74            | 8.63            | 6.61            |
| <b>利润总额</b>      | <b>385.04</b>   | <b>533.88</b>   | <b>458.55</b>   | <b>574.20</b>   | <b>707.30</b>   |
| 所得税              | 49.84           | 108.97          | 95.38           | 119.43          | 147.12          |
| <b>净利润</b>       | <b>335.20</b>   | <b>424.91</b>   | <b>363.17</b>   | <b>454.76</b>   | <b>560.18</b>   |
| 少数股东损益           | 2.16            | 1.61            | 0.18            | 0.23            | 0.28            |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>333.04</b>   | <b>423.30</b>   | <b>362.99</b>   | <b>454.54</b>   | <b>559.90</b>   |
| 每股收益（元）          | 0.34            | 0.43            | 0.37            | 0.47            | 0.57            |

| 主要财务比率         | 2023   | 2024   | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
|----------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |         |        |        |
| 营业收入           | 3.16%  | 0.50%  | 1.84%   | 7.98%  | 9.96%  |
| 营业利润           | 73.01% | 34.96% | -13.84% | 25.56% | 22.56% |
| 归属于母公司净利润      | 59.13% | 27.10% | -14.25% | 25.22% | 23.18% |
| <b>获利能力</b>    |        |        |         |        |        |
| 毛利率            | 13.45% | 14.50% | 13.21%  | 14.21% | 14.75% |
| 净利率            | 4.69%  | 5.94%  | 5.00%   | 5.80%  | 6.49%  |
| ROE            | 10.79% | 12.39% | 9.89%   | 11.32% | 12.62% |
| ROIC           | 10.22% | 12.30% | 9.77%   | 12.31% | 14.45% |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |         |        |        |
| 资产负债率          | 63.40% | 56.08% | 50.14%  | 49.29% | 46.32% |
| 净负债率           | 25.75% | 19.75% | 8.37%   | 1.80%  | -6.22% |
| 流动比率           | 0.95   | 1.04   | 1.14    | 1.17   | 1.34   |
| 速动比率           | 0.78   | 0.82   | 0.85    | 0.91   | 1.01   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |         |        |        |
| 应收账款周转率        | 3.69   | 3.79   | 3.85    | 3.78   | 3.81   |
| 存货周转率          | 8.27   | 8.53   | 8.16    | 8.37   | 8.43   |
| 总资产周转率         | 0.87   | 0.86   | 0.94    | 1.01   | 1.05   |
| <b>每股指标（元）</b> |        |        |         |        |        |
| 每股收益           | 0.34   | 0.43   | 0.37    | 0.47   | 0.57   |
| 每股经营现金流        | 1.45   | 0.54   | 0.88    | 0.77   | 0.92   |
| 每股净资产          | 3.16   | 3.50   | 3.76    | 4.11   | 4.54   |
| <b>估值比率</b>    |        |        |         |        |        |
| 市盈率            | 16.34  | 12.85  | 14.99   | 11.97  | 9.72   |
| 市净率            | 1.76   | 1.59   | 1.48    | 1.35   | 1.23   |
| EV/EBITDA      | 5.29   | 6.07   | 5.65    | 4.67   | 3.95   |
| EV/EBIT        | 7.77   | 8.92   | 8.78    | 6.91   | 5.64   |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

## 天风证券研究

| 北京                    | 海口                                       | 上海                       | 深圳                          |
|-----------------------|------------------------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088             | 邮编：570102                                | 邮编：200086                | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com  | 电话：(0898)-65365390                       | 电话：(8621)-65055515       | 电话：(86755)-23915663         |
|                       | 邮箱：research@tfzq.com                     | 传真：(8621)-61069806       | 传真：(86755)-82571995         |
|                       |                                          | 邮箱：research@tfzq.com     | 邮箱：research@tfzq.com        |