

昇兴股份 (002752)

核心客户放量+产能持续提升，业绩有望快速释放

昇兴股份：金属包装龙头，产品矩阵丰富

公司主业为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研发设计、晒版印刷、生产配送等一体化全方位服务。

公司 22Q1-3 收入 52.3 亿同增 34.3%，主要系积极开拓国内外市场；22Q1-3 归母净利润 2.1 亿同增 56.3%。2021 年前五大客户收入 21.6 亿占比 46.4%。

分产品看，2021 年易拉罐收入 45.9 亿（占比 88.9%）同增 71%，主要系三片罐植物蛋白饮料业务恢复式增长，能量饮料客户延续 20H2 增长势头，订单快速放量，改善三片罐业务产能利用率所致。

2021 年毛利率和归母净利率分别为 10.85%（同比-0.22pct），3.29%（同比+2.81pct），主要系疫情影响逐步消退，积极推进复工复产，重要客户订单大幅度恢复，以及之前产能投入进入回报期，产能利用率大幅提高所致。

铝价下行，盈利空间提升。2022 年以来铝价持续下行，昇兴原材料成本占总成本 80%，铝价下行显著提升盈利弹性。

三片罐增量战略客户天丝红牛持续放量，有望推动公司业绩快速增长。

三片罐中小企业出清，市场呈寡头垄断竞争态势。三片罐供给格局较为稳定，奥瑞金，昇兴股份和嘉美包装为该产品龙头企业。

植物蛋白饮料市场修复，能量饮料行业向好。根据欧睿国际数据，中国能量饮料销量连续十年正增长，2022 年目前销量已达 29.5 亿升，较 2021 年全年增长 12%；2022 年目前全国蛋白类饮料销售额 114 亿，较 2021 年全年增长 3%。

昇兴股份能量饮料领域主要客户为天丝红牛，植物蛋白饮料方面则是养元和露露；天丝红牛业务于 2021 年开始明显放量。

天丝胜诉迎发展新阶段，昇兴不断调配制罐和新投灌装产能，支撑天丝业务快速放量需求。2021 年初天丝“红牛商标案”一审胜诉，天丝持续推进在华纵深发展，22 年 3 月总投资达 20 亿的天丝集团红牛饮料（四川）生产基地开工，满产后年产值 50 亿。公司深度绑定天丝红牛，从 2021 年开始迎来较大业务需求。预计公司天丝红牛业务年内突破 10 亿罐，推动公司三片罐产能利用率持续提升，同时为其配套的灌装服务也将带来稳定的业绩增量。

两片产业链布局不断完善、海外产能加速释放

柬埔寨金边工厂贡献产能增量。公司不断完善产业链布局，已在福建、北京、广东、山东、安徽、河南、云南、江西、浙江、四川、陕西等地设立生产基地。2019 年开始正式布局柬埔寨，开拓“一带一路”市场。

二片罐行业整合推动，龙头协同增强。目前二片罐市场主要由昇兴、奥瑞金、宝钢、中粮四家企业占据，CR4 超过 70%，格局持续改善；随着太平洋制罐产能持续装入上市公司海外产能投放，昇兴二片罐总产能可进一步增加，竞争力持续提升。

啤酒罐化率提升显著提高二片罐需求：昇兴二片罐主要客户为王老吉、青岛、雪花、百威啤酒和百事、可口可乐等饮料巨头，并且客户结构比较均衡。近年啤酒罐化率明显加速，未来或将持续带来两片罐需求增量。

投资评级

行业	轻工制造/包装印刷
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	4.92 元
目标价格	7.6 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	976.92
流通 A 股股本(百万股)	975.37
A 股总市值(百万元)	4,806.44
流通 A 股市值(百万元)	4,798.80
每股净资产(元)	2.94
资产负债率(%)	63.57
一年内最高/最低(元)	7.47/3.81

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004 sunhaiyang@tfzq.com	
尉鹏洁	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521070001 weipengjie@tfzq.com	
王月	联系人
wangyue@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

灌装在建产能顺利推进，铝瓶未来弹性可期

公司灌装业务主要为天丝、曜能量、王老吉等客户提供配套增值服务，尤其从 2020 年开始持续新投灌装产能配套天丝红牛放量。此外公司铝瓶业务在产能规模、设备和技术先进性，客户结构，产品竞争力等各个层面已处于行业领先地位。虽然目前受疫情影响压制了产能利用率，但后续疫情平稳，盈利能力较强的铝瓶业务较大弹性可期。

首次覆盖，给予“买入”评级

我们预计 2022-24 年公司收入分别为 69 亿、86 亿、103 亿，其中三片罐收入分别为 24 亿、28 亿、32 亿、二片罐收入分别为 35 亿、45 亿以及 57 亿；单片罐收入分别为 2.8 亿、3.5 亿以及 4.2 亿；我们预计公司 22-24 年归母净利润分别为 2.8 亿、3.8 亿以及 4.7 亿，EPS 分别为 0.29、0.39、0.49 元/股，PE 分别为 18.6、14.0、11.1x。我们选取包装行业宝钢包装、奥瑞金、裕同科技作为可比公司，参考可比公司 2023 年一致预测 PE 均值，给予公司 23 年 PE 19.5 倍，对应目标价 7.6 元。

风险提示：1) 如果未来主要原材价格大幅上涨，公司可能面临产品毛利率大幅下降的风险。2) 如果公司及各子公司的质量管理体系执行不到位或因为其他原因发生产品质量问题，会产生赔偿风险，影响公司的信誉和产品的销售。3) 未来疫情的发展仍存在不确定性，仍可能对公司未来经营业绩造成风险。4) 募投项目若在实施过程中出现意外，将可能对项目的完成进度和投资收益产生一定影响。5) 公司董事长因涉嫌证券市场操控罚款 100 万后续发酵风险：林永贤先生的处罚决定仅涉及个人，与公司日常经营管理、业务活动无关，不会对公司日常经营造成重大影响。但是此次处罚涉及公司实际控制人、董事长，或对于公司形象、公司融资、合同签订、后续资本运作产生影响。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,903.01	5,166.12	6,923.89	8,557.11	10,306.42
增长率(%)	13.87	77.96	34.03	23.59	20.44
EBITDA(百万元)	362.69	572.81	711.18	841.25	955.41
归属母公司净利润(百万元)	13.64	170.50	284.23	377.23	474.04
增长率(%)	(74.48)	1,149.88	66.70	32.72	25.66
EPS(元/股)	0.01	0.17	0.29	0.39	0.49
市盈率(P/E)	386.72	30.94	18.56	13.98	11.13
市净率(P/B)	2.90	1.94	1.83	1.70	1.55
市销率(P/S)	1.82	1.02	0.76	0.62	0.51
EV/EBITDA	17.54	12.50	7.93	6.17	5.17

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 昇兴股份：金属包装龙头，产品矩阵丰富	4
1.1. 一体化全方位服务，积累优质客户资源	4
1.2. 股权结构集中，管理层从业经验丰富	6
1.3. 疫情影响逐步消退，核心业务增长强劲	7
2. 三片罐格局优化，深度合作天丝红牛，增长空间可观	11
2.1. 三片罐中小企业出清，市场呈寡头垄断竞争态势	11
2.2. 植物蛋白饮料市场修复，能量饮料行业向好发展	12
2.3. 昇兴产品满足差异化需求，天丝胜诉迎发展新阶段	14
3. 产业链布局完善、海外产能加速释放	16
3.1. 柬埔寨金边工厂贡献产能增量	16
3.2. 行业整合推动，龙头协同增强	17
3.3. 啤酒罐化率回升，市场需求逐步扩大	17
4. 研发能力突出，智能包装优势显著	18
5. 灌装在建产能顺利推进，铝瓶未来弹性可期	20
6. 金属包装：国家政策利好，市场需求呈现增量	21
7. 盈利预测	23
8. 风险提示	24

图表目录

图 1：昇兴股份发展历程	5
图 2：公司股权结构（截至 2022 年 9 月 30 日）	6
图 3：22Q1-3 收入 52.28 亿同增 34.30%	7
图 4：22Q1-3 归母净利润 2.05 亿同增 56.27%	7
图 5：收入和归母净利润单季度变动	8
图 6：公司前五大客户累计销售额（亿元）和占比	8
图 7：2022 年 H1 公司产品结构	9
图 8：易拉罐收入及 YOY	9
图 9：15-21 年营业成本结构	9
图 10：中国 A00 平均铝价（元/吨）	10
图 11：2022 年前三季度中，公司费用率 5.21%，同减 0.99pct	10
图 12：2015-2022Q1-Q3 毛利率归母净利率变化	11
图 13：主要产品毛利率变化	11
图 14：2020 年我国三片罐市场 CR3 超 50%	12
图 15：我国能量饮料品牌梯队	12
图 16：2020 年能量饮料竞争格局（按终端消费金额）	12
图 17：2021 年我国植物蛋白市场规模预计为 1234 亿元，同比增长 10.47%	13
图 18：养元营业收入（亿元）	13

图 19: 承德露露营业收入 (亿元)	13
图 20: 红牛饮料 (四川) 生产基地项目开工仪式现场照片	15
图 21: 昇兴股份易拉罐生产量 (万只)	16
图 22: 昇兴对柬埔寨金边工厂投资量 (万元)	17
图 23: 二片罐包装行业市场格局 (截至 2022 年 8 月 26 日)	17
图 24: 2019 年中国二片罐行业需求结构	18
图 25: 中国二片罐行业需求量与啤酒包装需求量	18
图 26: 2011-2021 中国酒精饮品金属包装销售量 (百万罐)	18
图 27: 2011-2021 中国软饮金属包装销售量 (百万罐)	18
图 28: 昇兴灌装设备	20
图 29: 2020 年全国包装行业营业收入行业小类分布情况	21
图 30: 2021 年全国包装行业营业收入行业小类分布情况	21
图 31: 2011-2021 中国饮料金属包装销售量 (百万罐)	22
图 32: 2022 年铝价和镀锡板卷价格变化	22
图 33: 2021 年中国包装百强企业前 15 (以营业收入排名) 单位: 万元	23
图 34: 2021 年金属包装企业前十名 (以营业收入排名) 单位: 万元	23
表 1: 昇兴股份部分产品	5
表 2: 昇兴股份部分客户合作情况	6
表 3: 公司部分高管人员简介	7
表 4: 三片罐市场龙头企业主要下游客户	12
表 5: 公司部分三片罐产品	14
表 6: 天丝集团与华彬集团主要诉讼案件	15
表 7: 昇兴集团特殊效果罐	19
表 8: 我们预计 2022-24 年公司收入分别为 69 亿、86 亿、103 亿, 其中金属包装行业收入分别为 64.73 亿、80.61 亿、97.63 亿	24
表 9: 可比公司 PE (截至 2022/12/19)	24

1. 昇兴股份：金属包装龙头，产品矩阵丰富

1.1. 一体化全方位服务，积累优质客户资源

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研发、设计、晒版、印刷、生产、配送、罐装、信息智能数据服务的一体化全方位服务。公司专注精细化管理和精益生产，目前已是国内专业从事食品、饮料、啤酒等快速消费品金属包装的龙头企业之一。

经过二十多年发展，公司积累了食品饮料行业的一大批优质客户资源，主要客户均为我国食品饮料领域内具有优势市场地位的知名企业，包括养元饮品、天丝红牛、广药王老吉、银鹭集团、承德露露、青岛啤酒、百威啤酒等，并和核心客户签订战略合作协议，建立长期稳定的战略合作伙伴关系。根据官网，截至目前（22 年 11 月），公司有效专利 100 项，发明专利 4 项，外观专利 22 项，实用新型 22 项，商标 6 项，参与修订国家、行业标准 1

项。

表 1：昇兴股份部分产品

产品名称	规格	图片	特点
二片罐	标准罐 330ml		主流铝制两片罐包装规格，具备环保性、轻便易运输性及更好的产品保护性，满足啤酒、饮料包装要求。
三片罐	240ml		主要包括罐身、铝易开盖、底盖三部分，具有良好的气密性、遮光性，内容物包括蛋白饮料、凉茶饮料、果汁饮料和功能饮料。
	300ml		适合单人一次性引用，消费者握持感好，罐径/罐高比例接近黄金分割数，美感性强。
	500ml (加强筋)		在普通三片罐的基础上增长加强筋，薄钢板厚度更小，原材料更节约，成本更低，用于盛装蛋白饮料、凉茶饮料、果汁饮料等。
铝瓶	355ml (旋口)		融合铝材与瓶型双重特点，兼顾高端外观、轻盈材质、优良握感，拥有更高效的保冷性及抗压性，用于高端酒类、饮料、调味品等。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司历经多个发展时期，业务体量和行业地位逐步上升：

- 1) 初创期 (1992-2010)：**1992 年，公司前身升兴（福建）铁制品有限公司成立。2005 年 7 月，成立升兴（北京）包装有限公司。2010 年，整体变更为昇兴集团股份有限公司，并收购恒兴（福建）易拉盖工业有限公司。
- 2) 成长期 (2011-2015)：**2011 年，成立昇兴（郑州）包装有限公司和昇兴（安徽）包装有限公司。2015 年，公司成功在深圳证券交易所中小企业板挂牌上市，首次公开发行 A 股。
- 3) 扩张期 (2016-至今)：**2016 年，收购广东昌胜照明科技有限公司。2018 年与王老吉“年产七亿支易拉罐生产线项目”顺利签约。2019 年，亮相 2019PACKCON 中国包装容器展。2020 年，获得五项计算机软件著作权登记证书。2021 年，成都公司（灌装）饮料灌装线一期项目建成并顺利投产。

图 1：昇兴股份发展历程



资料来源：昇兴股份公众号、公司官网，天风证券研究所

公司力求打造具有竞争优势、完整的设计、采购、生产、销售体系，在供应链、生产布局、客户资源等方面已建立比较强的竞争优势。在稳固主营业务的同时，积极推进快消品行业智慧型增值综合服务平台建设，通过提升核心客户增值服务、进军高端金属包装领域、增长灌装业务、开发和组建大数据分析平台、拓展海外业务等措施，挖掘与下游客户的深度合作，不断完善公司产业链布局与外延发展，强化公司综合包装解决方案的服务能力。

表 2：昇兴股份部分客户合作情况

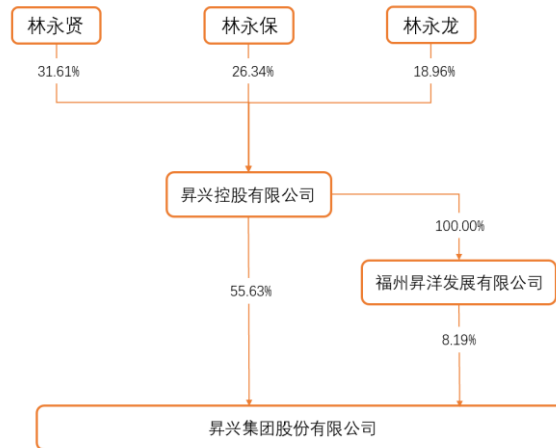
客户名称	品牌	品牌影响力	主要产品	合作关系建立时间
厦门惠尔康食品有限公司		中国驰名商标	葡萄糖饮料、菊花茶、八宝粥等	1995 年
厦门银鹭食品集团有限公司		国内最大的罐装八宝粥生产企业之一 中国驰名商标	八宝粥、花生牛奶等	1998 年
河北承德露露股份有限公司		国内最大的杏仁露露饮料生产企业 中国驰名商标	植物蛋白饮料，主要是杏仁露	2002 年
河北养元智汇饮品股份有限公司		国内最大的核桃乳饮料生产企业 中国驰名商标	植物蛋白饮料，主要是核桃乳	2004 年
福建达利集团		中国驰名商标	八宝粥、蛋白饮料、凉茶饮料等	2008 年
北京乳旺食品有限公司		系中国旺旺全资子公司，中国旺旺是国内最大的食品、饮料生产企业之一	旺仔牛奶及多种饮料	2011 年
广州王老吉大健康产业有限公司		系广州白云山医药集团股份有限公司全资子公司	凉茶饮料	2013 年
青岛啤酒股份有限公司		国内最大的啤酒厂商之一	啤酒	2014 年
福建省燕京惠泉啤酒股份有限公司		国内最大的啤酒厂商之一	啤酒	2014 年
天丝医药保健有限公司		泰国领先食品饮料生产出口商	红牛	2019 年

资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

1.2. 股权结构集中，管理层从业经验丰富

公司股权结构稳定，控股股东是昇兴控股有限公司，属于外商控股，实际控制人自上市以来一直是林永贤、林永保和林永龙，三人为兄弟关系，在 2010 年签订一致行动协议书。昇兴发展是控股股东昇兴控股的一致行动人。

图 2：公司股权结构（截至 2022 年 9 月 30 日）



资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

核心管理层稳定, 从业经验丰富。公司自上市以来董事长、总经理等核心管理层未发生重大变更, 管理层在包装领域深耕多年, 从业经验丰富。

表 3: 公司部分高管人员简介

人员	职位	履历简介
林永贤	董事长、法定代表人	高中学历; 中国包装联合会金属容器委员会第七届委员会副主任委员、福州市外商投资企业协会第六届理事会副会长; 2010 年 9 月至今任公司董事长、法定代表人。
林永保	董事、总裁	高中学历; 曾任升兴(福建)铁制品有限公司副总经理、总经理, 昇兴(福建)集团有限公司副总经理、总经理; 2010 年 9 月至今任公司董事、总经理(总裁)。
陈培铭	监事会主席	大专学历; 曾任福建新日鲜食品有限公司厂长、总经理助理, 本公司彩印厂副厂长、生管中心主任、生产管理部副部长; 2017 年 1 月至今任公司监事会主席。
黄冀湘	财务总监	本科学历, 注册会计师、注册纳税筹划师; 曾任湖南力天高新材料股份有限公司财务总监兼董事会秘书、珠海赛隆药业股份有限公司财务总监; 2019 年 6 月至今任公司财务总监。

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

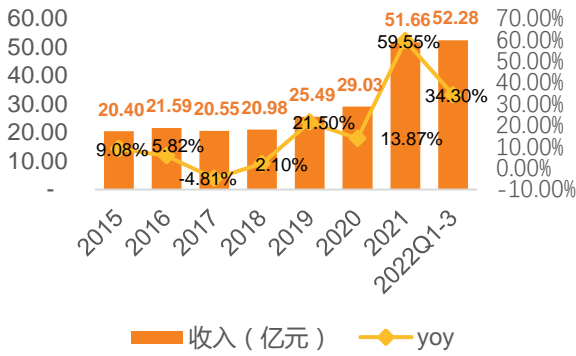
1.3. 疫情影响逐步消退, 核心业务增长强劲

公司 2021 年收入 51.66 亿元, 同比增长 59.55%; 2021 年归母净利 1.70 亿, 同比增长 1059.26%。2021 年原辅材料包括马口铁、铝材、罐盖等价格大幅增长, 公司与客户积极沟通, 探索联动机制, 改善销售结构, 同时关注内部挖潜, 降低制造费用, 提升产业链的整体控制能力, 确保预算达成。

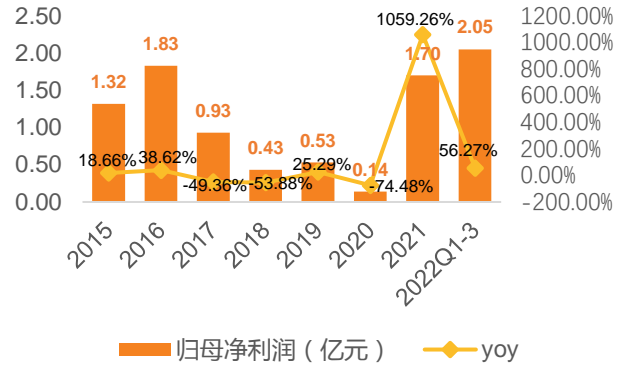
公司 22Q1-3 收入 52.28 亿元, 同比增长 34.30%, 主要系公司积极开拓国内外市场所致; 22Q1-3 归母净利 2.05 亿元, 同比增长 56.27%。

图 3: 22Q1-3 收入 52.28 亿同增 34.30%

图 4: 22Q1-3 归母净利 2.05 亿同增 56.27%



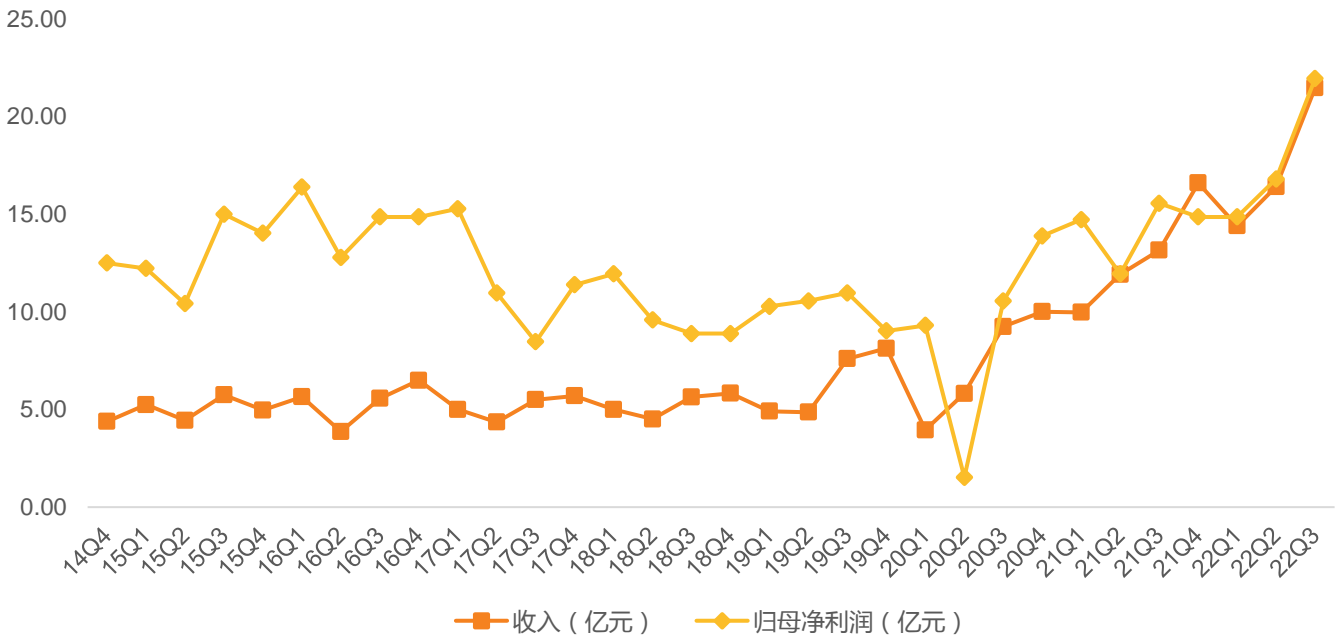
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

分季节看, 金属易拉罐企业的生产经营一般随下游客户的需求呈现一定的季节性特征。公司的下游客户主要是食品、饮料生产企业, 具有明显的“节日消费”特征, 销售旺季一般是每年的重大节日之前 (包括五一节、中秋节、国庆节、元旦、春节)。

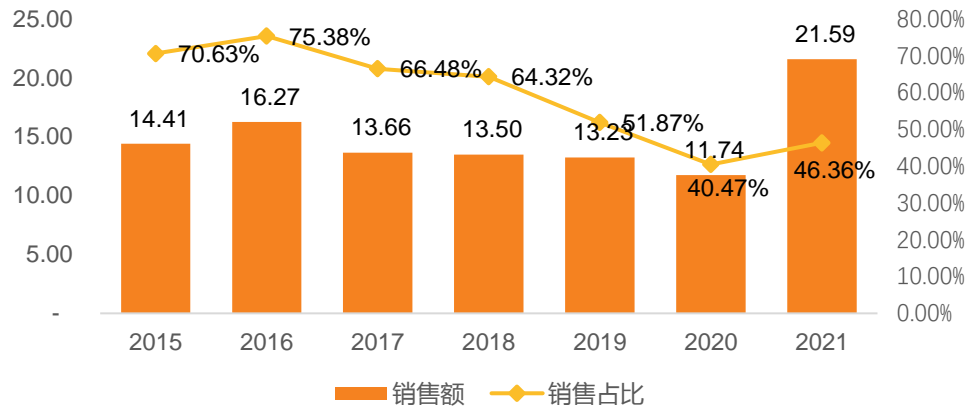
图 5: 收入和归母净利润单季度变动



资料来源: wind, 天风证券研究所

公司客户相对集中, 但集中度呈减少趋势。2021 年前五大客户收入 21.6 亿, 占比 46.36%。知名食品、饮料厂家对供应商执行严格的认证制度, 公司凭借完备的制造服务实力优势和持续优秀的质量控制能力, 与下游客户结成了长期的合作关系, 在与客户的深入合作过程中壮大了自身规模。

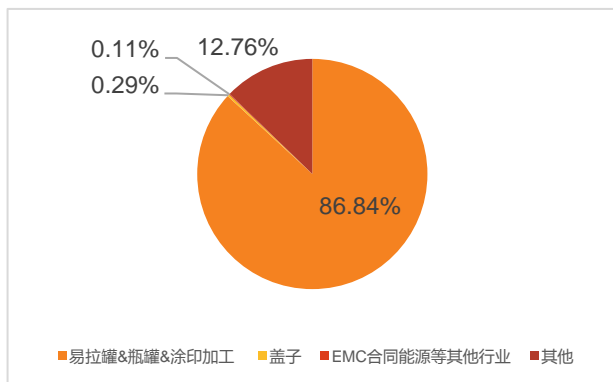
图 6: 公司前五大客户累计销售额 (亿元) 和占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

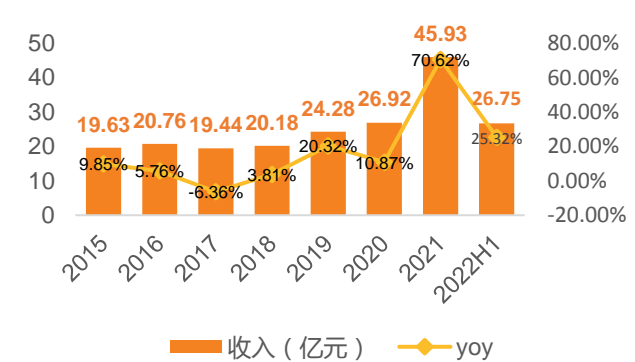
分产品看，易拉罐是公司收入主要来源，2022 年 H1 易拉罐收入 26.75 亿元(占比 86.84%)，同比增长 25.32%，主要系三片罐植物蛋白饮料业务恢复式增长，能量饮料客户延续 20H2 尤其 20Q4 增长势头，订单快速放量，改善三片罐业务产能利用率所致。

图 7：2022 年 H1 公司产品结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

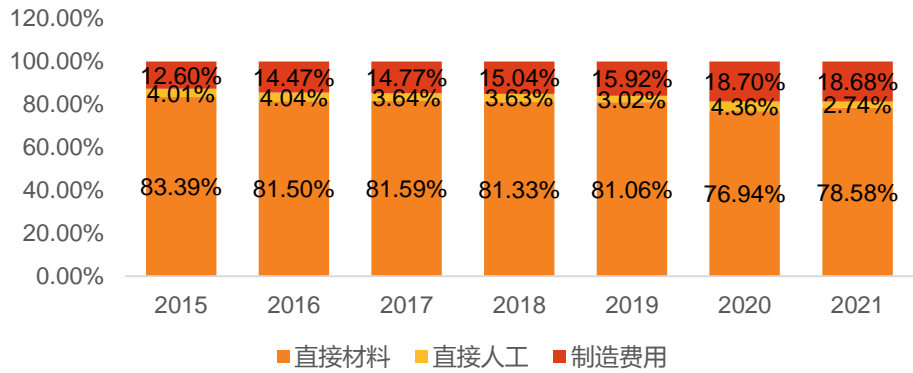
图 8：易拉罐收入及 YOY



资料来源：wind，天风证券研究所

从原材料结构看，公司主要生产成本构成中直接材料占比较高，维持在 80%左右，主要原材料为马口铁、铝材，价格受钢铁、铝等基础原料价格和市场供需关系影响。2021 年国内金属包装行业由于国内需求修复和海外供应链矛盾而出现海内外订单全面开花的局面，行业订单充足，产能利用率高企，供不应求为常态，尽管受到原材料价格过快过猛上涨的影响，但营收和利润规模仍快速提升。

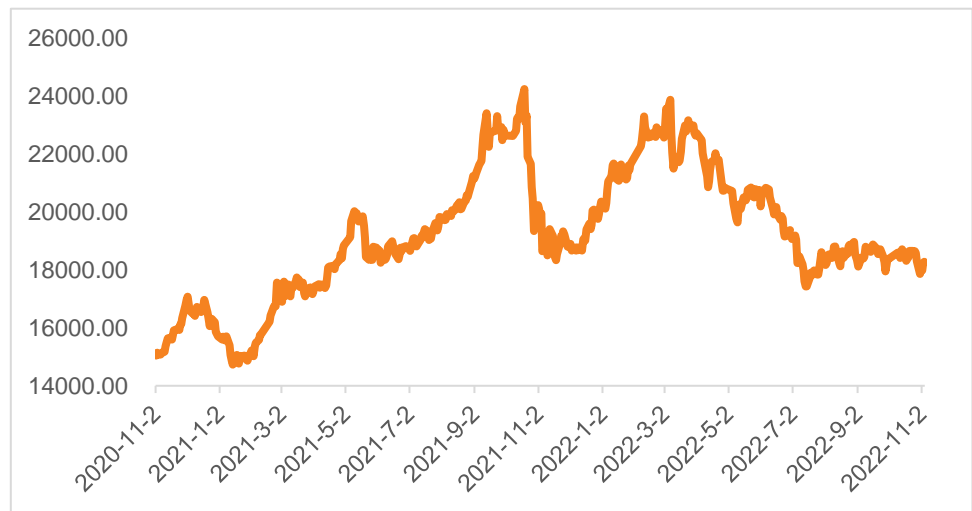
图 9：15-21 年营业成本结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

铝价下行，盈利空间提升。根据 wind 数据，2022 年以来铝价总体呈下行态势。在成本方面，昇兴股份近两年原材料成本占总营业成本近 80%，铝价下行显著提升盈利弹性，毛利率提升，盈利空间有望持续扩张。

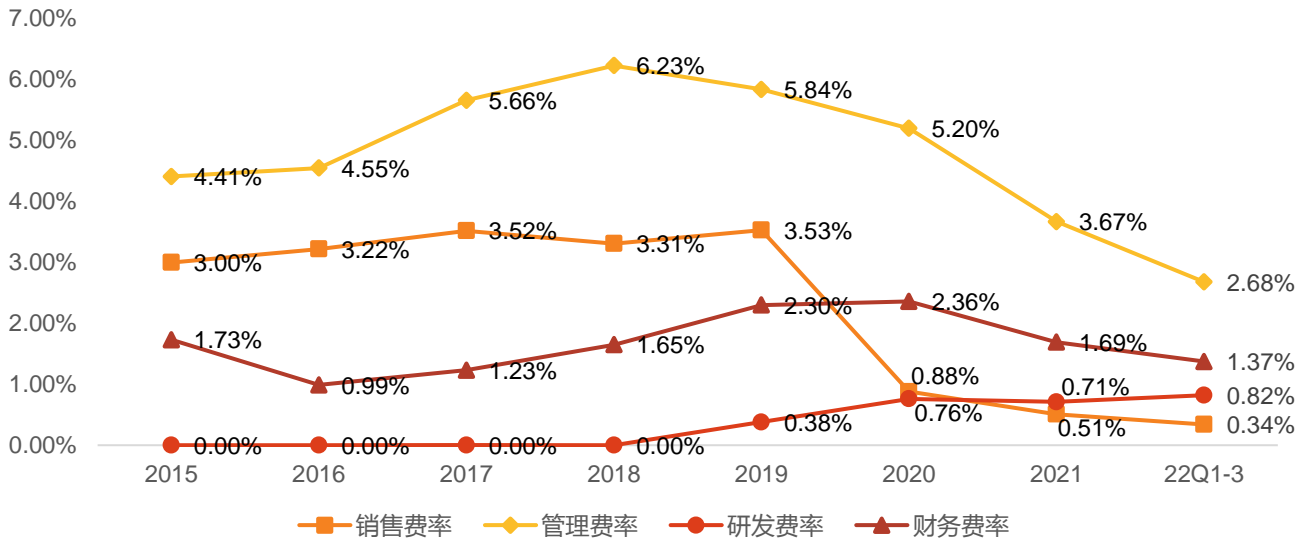
图 10：中国 A00 平均铝价（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

费控能力强。公司 2021 年费用率 6.58%，同减 2.62pct，其中销售费率 0.51%（同比-0.37pct），管理费率 3.67%（同比-1.53pct），研发费率 0.71%（同比-0.05pct），财务费率 1.69%（同比-0.67pct）；研发费用增长主要系公司加大研发投入，不断创新技术，全面推进研发项目所致。在 2022 年前三季度中，公司费用率 5.21%，同减 0.99pct，其中销售费率 0.34%（同比-0.22pct），管理费率 2.68%（同比-0.84pct），研发费率 0.82%（同比-0.18pct），财务费率 1.37%（同比+0.24pct）。

图 11：2022 年前三季度中，公司费用率 5.21%，同减 0.99pct

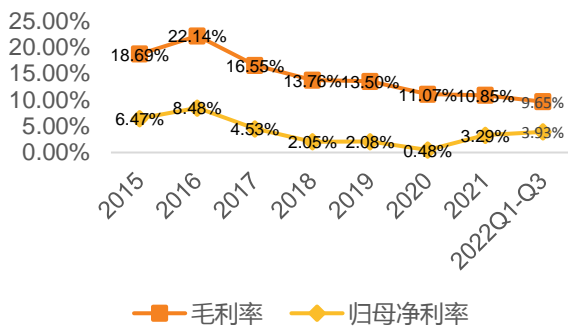


资料来源: wind, 天风证券研究所

公司 2021 年毛利率和归母净利率分别为 10.85%(同比-0.22pct), 3.29%(同比+2.81pct), 主要系各业务板块包括三片罐、二片罐、铝瓶和灌装业务均有较好表现, 客户订单大幅增长, 产能利用率提升明显, 规模效应显现, 取得了较好业绩。

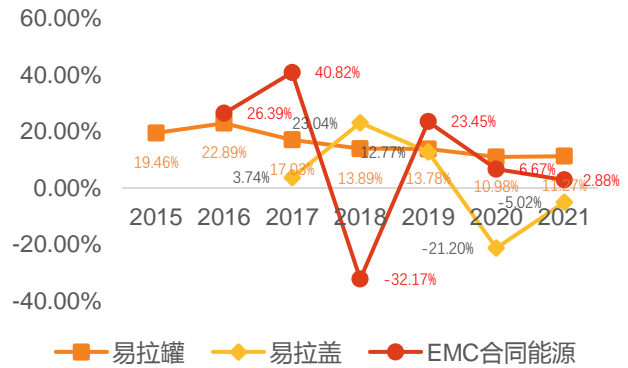
2017-2020 年毛利率逐渐减少主要系①啤酒包装罐化率提升, 国内各路资金受两片罐需求旺盛的驱动, 造成两片罐产能出现阶段性过剩; ②钢、铝等大宗商品价格阶段性提高, 造成成本端压力增大。

图 12: 2015-2022Q1-Q3 毛利率归母净利率变化



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 13: 主要产品毛利率变化



资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 三片罐格局优化, 深度合作天丝红牛, 增长空间可观

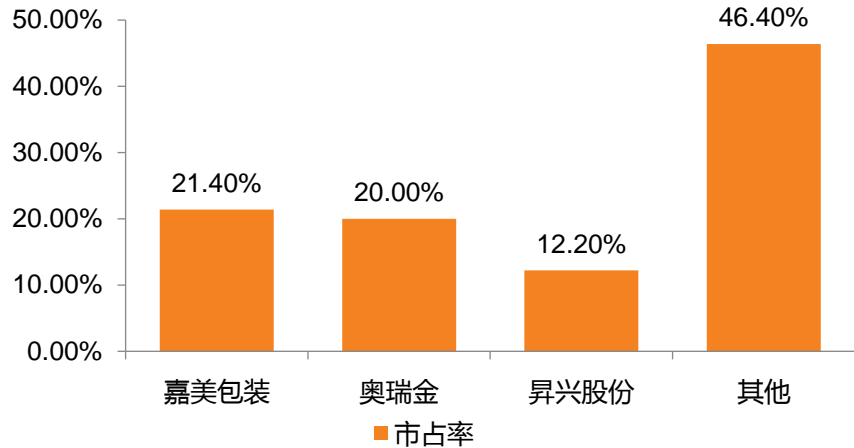
2.1. 三片罐中小企业出清, 市场呈寡头垄断竞争态势

三片罐是以马口铁为主要材料, 由罐身、顶盖、底盖三部分组成的金属包装, 其优点是刚性好, 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。

三片罐供给格局较为稳定，奥瑞金、昇兴股份和嘉美包装为该产品龙头企业。目前各家公司的产能增长主要集中在二片罐领域，比如宝钢包装在马来西亚，中粮包装在比利时均有二片罐新的产能投资，三片罐未来的整体产能预计趋于稳定。

根据中国包装联合会发布的“2021年度中国百强企业排名及行业分类排名名单”，前五名及营收分别为奥瑞金（123.83亿）、中粮包装（95.66亿）、上海宝钢包装（58.62亿）、昇兴股份（46.06亿）、嘉美包装（34.52亿）。

图 14：2020 年我国三片罐市场 CR3 超 50%



资料来源：前瞻经济学人、天风证券研究所

表 4：三片罐市场龙头企业主要下游客户

龙头企业	主要下游客户
昇兴股份	养元饮品、天丝红牛、广药王老吉、银鹭集团、承德露露、青岛啤酒
奥瑞金	红牛、战马、东鹏特饮、乐虎、安利、体质能量、百威啤酒
嘉美包装	养元饮品、王老吉、银鹭集团、达利集团、喜多多
福贞控股	台湾啤酒、可口可乐、金车、黑松、维大力
吉源	银鹭集团、加多宝、雀巢、达利集团

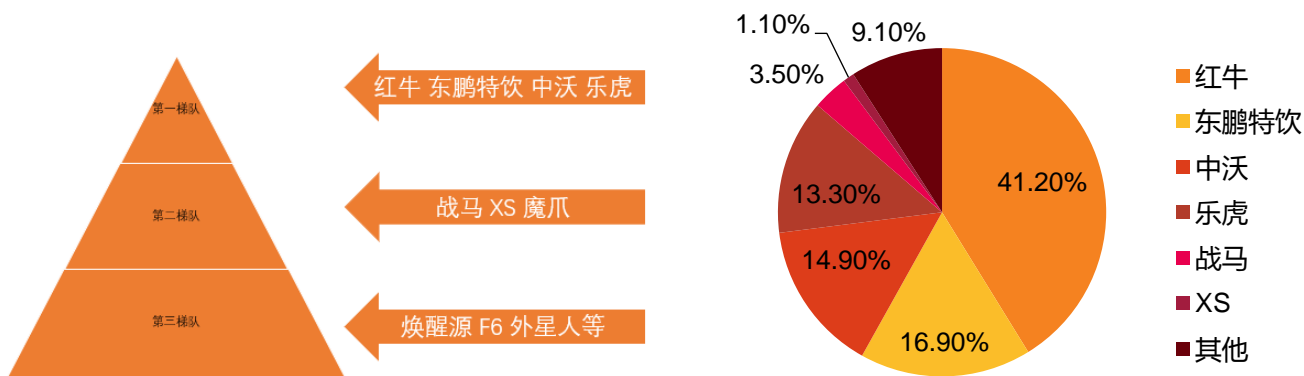
资料来源：各公司官网，各公司公告，天风证券研究所

2.2. 植物蛋白饮料市场修复，能量饮料行业向好发展

能量饮料行业向好发展，我国能量饮料可大致分为三个梯队：第一梯队是传统的“一超三强”，一超为红牛，三强分别是中沃、东鹏特饮及乐虎，自 2015 年起四家品牌在我国能量饮料市场中一直占有较高市场份额。第二梯队包括战马、XS、魔爪等，近几年市场份额逐步提高；第三梯队则主要包括唤醒源、F6、外星人等新型能量饮料品牌。

图 15：我国能量饮料品牌梯队

图 16：2020 年能量饮料竞争格局（按终端消费金额）

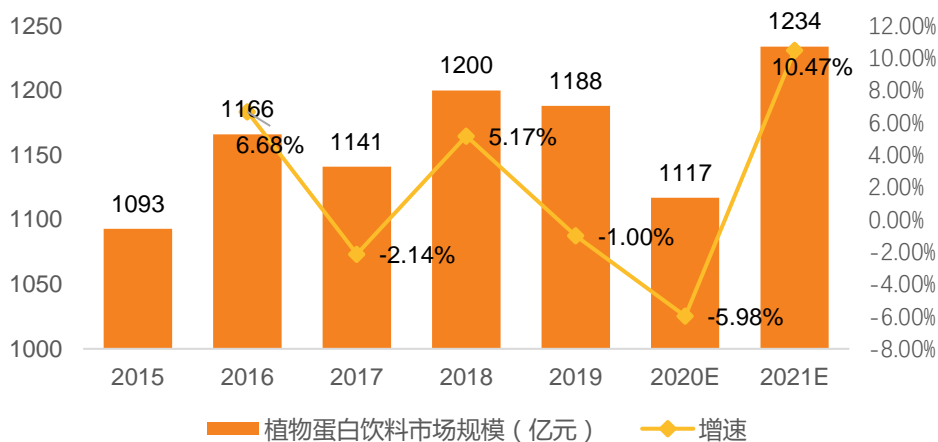


资料来源：前瞻经济学人、天风证券研究所

资料来源：前瞻经济学人、天风证券研究所

我国植物蛋白饮料市场集中度较高，根据中研网今年7月份的报告，2022年养元、椰树、维他、银鹭、露露和达利份额位于前六，CR6超过60%。除维他和达利均为豆奶，另外三家分别主营核桃奶、花生奶和杏仁露。随着疫情稳定、消费部分复苏，植物蛋白饮料市场开始修复。根据前瞻产业研究院，2021年我国植物蛋白市场规模预计为1234亿元，同比增长10.47%，复苏反弹趋势明显。

图 17：2021 年我国植物蛋白市场规模预计为 1234 亿元，同比增长 10.47%

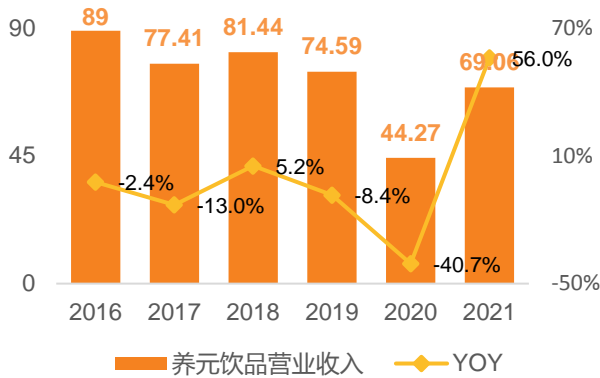


资料来源：前瞻经济学人、天风证券研究所

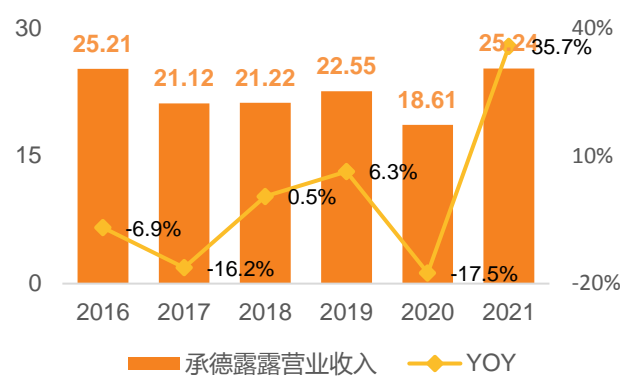
昇兴集团能量饮料领域主要客户为天丝红牛，植物蛋白饮料方面则是养元和露露。虽然红牛由于诉讼影响以及更多的竞争对手进入，市场份额有所减少，但是能量饮料在中国依然是明显的增量市场，天丝红牛的放量预计会为公司带来相应利润的持续增长。养元和承德露露2020年因为疫情营业收入有明显减少，但是从2021年起逐渐有所恢复，综合来看未来增量依然存在。

图 18：养元营业收入 (亿元)

图 19：承德露露营业收入 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

2.3. 新兴产品满足差异化需求，天丝胜诉迎发展新阶段

三片罐种类多样，积极研发创新保持差异化竞争力。公司三片罐产品规格多样、罐型丰富，公司生产的三片罐类别包括普通罐、异型罐、加强筋罐，主要内容物包括蛋白饮料、凉茶饮料、果汁饮料和功能饮料。

昇兴股份长期重视技术创新和新产品研发，2022H1 研发投入 0.26 亿，同比增长 21.19%，研发投入增幅较大，主要原因是公司不断创新技术，全面推进研发项目，研发团队上半年获得 2 项新专利授权，并完成了 5 项新专利申报和受理。

表 5：公司部分三片罐产品

序号	容量	罐型	应用
1	155g	202/202/200 × 308	本产品主要用于盛装沙丁鱼罐头，产品采用符合国家食品安全标准的材料及匹配沙丁鱼罐头特性的涂料制成。产品经装罐杀菌后，符合商业无菌要求，保质期可达三年以上。
2	430g	209/211/209 × 507	本产品采用符合国家食品安全标准的材料制成，主要包括罐身、铝易开盖、底盖三部分。具有良好的气密性、遮光性。八宝粥罐内容物以谷类、豆类、干果等植物性原料为主。经灌装杀菌后，产品符合商业无菌要求，保质期可达 24 个月。
3	240ml-250ml	206/211/209 × 309	本产品采用符合国家食品安全标准的材料制成，主要包括罐身、铝易开盖、底盖三部分。具有良好的气密性、遮光性。产品经灌装杀菌后，符合商业无菌要求，保质期可达 18 个月以上。
4	240ml (异型罐)	200/206/202 × 410	本产品罐身呈流线型，与传统的圆柱形罐体相比，更具美感，在同一货架上更利于引起视觉冲击，激发消费者购买欲望。产品中下部为内凹段，消费者握持时不易滑落；产品主要用于盛装蛋白饮料、凉茶饮料、果汁饮料等。
5	500ml (加强筋)	206/211/209 × 610	本产品在普通三片罐的基础上增长加强筋，与同罐径同罐高无加强筋罐相比，薄钢板厚度更小，原材料节约，成本更低。产品主要用于盛装蛋白饮料、凉茶饮料、果汁饮料等。

资料来源: 公司官网、天风证券研究所

天丝“红牛商标案”一审胜诉，或助推其加大在华投资。2015 年天丝与其在中国的原合作方——华彬投资（中国）有限公司出现纠纷，最终对簿公堂。2021 年 2 月 28 日，浙江省高级人民法院判定天丝集团胜诉，华彬集团旗下企业不得再含有“红牛”字样，赔偿天丝公司经济损失 1 亿元。这场旷日已久的诉讼案以天丝胜诉暂告一段落，为其在华发展打了一针强心剂，或助推天丝加大在华投资。

表 6: 天丝集团与华彬集团主要诉讼案件

2015 年	天丝与其在中国的原合作方—— 华彬投资（中国）有限公司出现纠纷，最终对簿公堂。
2018 年	红牛维他命公司将天丝公司诉至北京市高级人民法院请求法院确认“红牛系列商标”是其资产。此案经过北京高级法院、最高人民法院两审，确定红牛系列商标归天丝公司所有。
2022 年 2 月 28 日	浙江省高级人民法院认定华彬集团下设的红牛子公司存在侵犯天丝公司红牛相关商标的行为，在红牛相关商标许可使用期限届满后的持续使用现有字号行为构成不正当竞争。浙江高级法院判令，被告停止在其生产、销售的饮料商品及生产厂区使用相关标识，停止销售使用侵权标识的饮料商品，变更企业名称，新企业不得再含有“红牛”字样，赔偿天丝公司经济损失 1 亿元。

资料来源：同花顺财经，天风证券研究所

天丝持续推进在华发展纵深，20 亿资金完善投资布局。2020 年 5 月天丝集团公布了未来三年将在华投资 10.6 亿元的计划，涵盖深化本地合作伙伴关系、设立新的代表处、组建国内团队、扩建新的生产基地，以及推出更多集团旗下全新产品。

2021 年 9 月，天丝集团北京办公室正式启用，同时新公司的设立让天丝能够更好地了解中国消费者的需求、消费习惯和偏好，以开发出更能满足本地消费者需求的产品。

2022 年 3 月，项目总投资金额达 20 亿的天丝集团红牛饮料（四川）生产基地项目正式开工，项目占地 400 亩，设计年产能 14.4 亿罐，并在内江设立红牛饮料西南营销总部，满产后年产值将达 50 亿元。天丝集团红牛饮料（四川）生产基地是继海南工厂之后泰国天丝集团在中国直接投资的第二个工厂，也是泰国天丝集团在中国投资的重要一环，标志着天丝集团在华投资的进一步落地。

图 20: 红牛饮料（四川）生产基地项目开工仪式现场照片



资料来源：内江市人民政府官网、天风证券研究所

深度绑定天丝红牛迎利好，公司有望迎来较大业绩增量。据公司招股说明书，15 年上市初公司生产的三片罐主要客户为养元、露露等植物蛋白饮料领域的企业，能量饮料客户在其业务占比中并不高。

2018 年 7 月昇兴集团子公司昇兴（中山）包装有限公司与广州曜能量饮料有限公司签署了

《罐装功能饮料代加工合同》，后者指定中山昇兴作为代加工商提供灌装功能饮料（保健食品）产品和普通食品饮料的生产，合同期限自 2018 年 5 月 25 日始至 2028 年 5 月 24 日止，共 10 年时间。曜能量系天丝在中国推出安奈吉红牛的新合作方，该合同的签订使昇兴深度绑定天丝红牛，成功切入能量饮料供应链；随着天丝一审胜诉及在华投资的加大，公司有望迎来较大业绩增量。

2019 年初中山昇兴二期灌装项目已建成投产，5 月开始为广州曜能量的红牛安耐吉产品供应空罐和提供罐装服务，此外还有成都昇兴、西安昇兴也开始为红牛安耐吉提供空罐，公司三大基地年制罐产能 10 亿灌，灌装能力 7 亿罐/年；2020 年中山灌装四线投产，正式商业化生产红牛维生素风味饮料；2021 年多地红牛生产基地产能利用率进一步提升，支撑泰国天丝旗下红牛产品供应及配套能力。

3. 产业链布局完善、海外产能加速释放

3.1. 柬埔寨金边工厂贡献产能增量

公司不断完善公司产业链布局，已在福建、北京、广东、山东、安徽、河南、云南、江西、浙江、四川、陕西等地设立生产基地，覆盖了全国主要发达地区，能够为客户提供三片罐、二片罐、铝瓶、瓶盖、灌装及基于智能包装载体信息化的一体化全方位服务。

公司 2020 年收购太平洋制罐（沈阳）有限公司，21 年先后成立昇兴（宁夏）包装有限公司、昇兴（成都）食品有限公司并收购太平洋制罐（青岛）有限公司。截至 2022 年 6 月末，公司三片罐、二片罐和铝瓶生产规模、产品线及市场占有率已位居全国前列。在对生产线配备国际先进的生产设备的同时，公司重视自动化、智能化制造在生产经营中的运用。

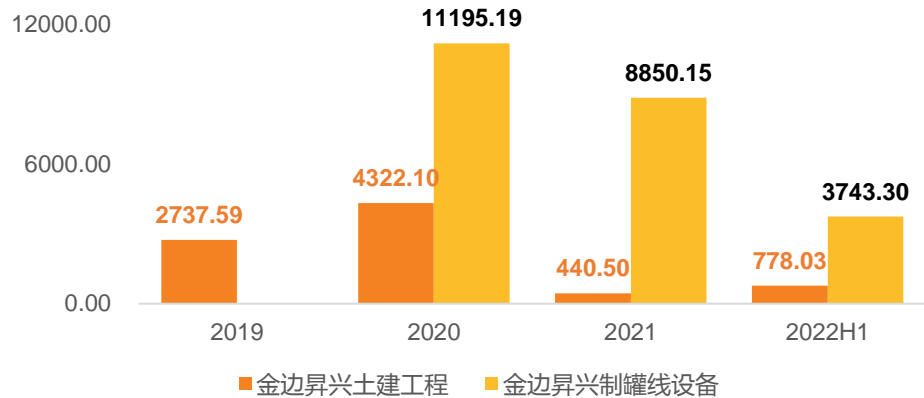
图 21：昇兴股份易拉罐产量（万只）



资料来源：wind，天风证券研究所

公司在海外市场的投入取得收益。2019 年公司为响应“一带一路”的策略，积极拓展公司东南亚地区的业务，加大国际市场的市场参与程度，并充分利用当地资源，提升公司的竞争力和盈利能力，公司下属全资子公司昇兴(香港)有限公司在柬埔寨金边市设立子公司 SHENGXING (PHNOMPENH) PACKAGING CO., LTD.(“金边昇兴”)。2020 年工厂建设基本完成后，公司投入 1.1 亿元开始制罐设备线的建设。截止 2022 年上半年，公司已投入 8278.22 万元建设工厂，以及 2.38 亿元建设生产线。

图 22：昇兴对柬埔寨金边工厂投资量（万元）



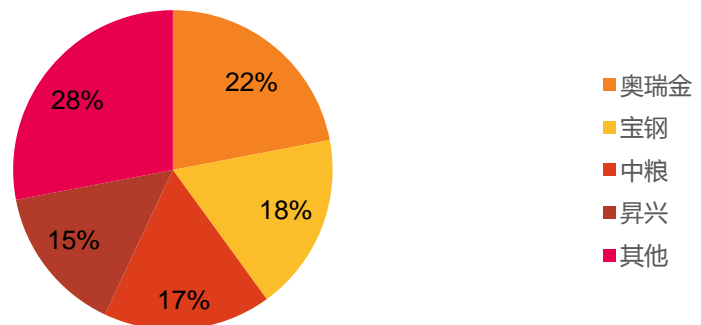
资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 行业整合推动，龙头协同增强

得益于相对较高的行业集中度和啤酒罐化带动的行业成长性，二片罐市场有望成为金属包装行业重要增长点；2019 年奥瑞金完成对波尔亚太的收购；2021 年昇兴股份完成对太平洋包装的收购，同时昇兴的柬埔寨金边工厂于 2021Q4 正式投产，将在 2022 年度贡献利润。

截至 2022 年 8 月底，二片罐市场主要由昇兴股份、奥瑞金、宝钢包装、中粮包装四家企业占据，四家龙头企业占据 72% 的市场份额，企业协同能力有所上升，行业格局逐渐稳定。

图 23：二片罐包装行业市场格局（截至 2022 年 8 月 26 日）



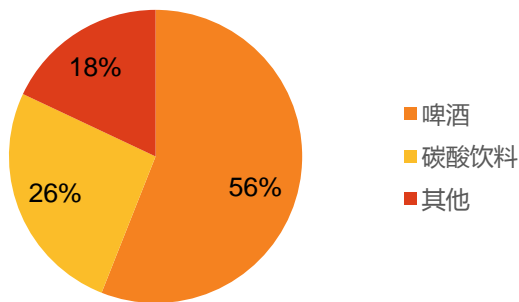
资料来源：中商情报网，天风证券研究所

行业集中度提升明显，竞争格局有明显改善。随着 2022 年年末昇兴更多生产工厂投产，我们预计二片罐总产能或将进一步增加，行业竞争力有望持续提升。

3.3. 啤酒罐化率回升，市场需求逐步扩大

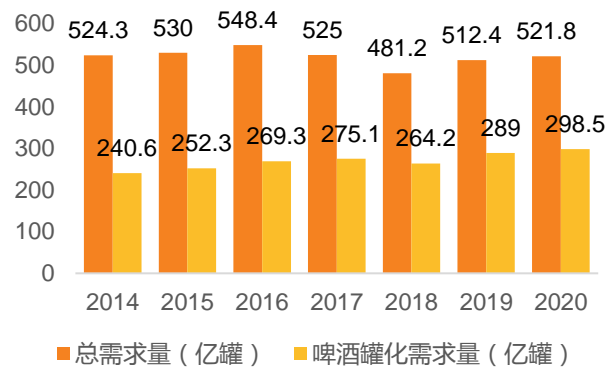
2019 年我国二片罐下游需求过半集中在啤酒行业。金属罐相对玻璃罐更加便捷、环保、利于运输。截至 2021 年，中国的啤酒的罐化率仅为 30% 左右，而欧美国家罐化率普遍达到 60% 以上，日本甚至接近 90%。中国啤酒二片罐市场与其他国家相比仍有差距，由此，我们预计未来啤酒罐化率有望继续提升，推动二片罐行业持续增长。

图 24：2019 年中国二片罐行业需求结构



资料来源：产业信息网，天风证券研究所

图 25：中国二片罐行业需求量与啤酒包装需求量

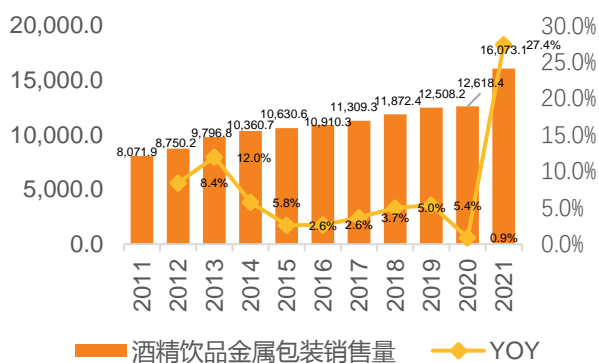


资料来源：产业信息网，天风证券研究所

我们认为啤酒罐化率提升会推动二片罐需求升高。由产业信息网可知，2014 年到 2020 年啤酒包装需求量从 240.6 亿罐增长至 298.5 亿罐，逐步上升。

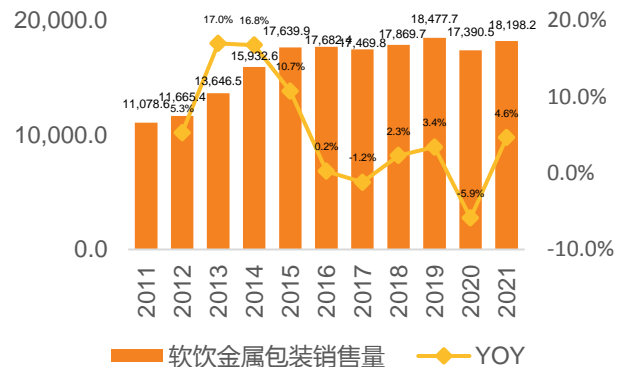
根据欧睿国际数据，2021 年中国饮料行业金属包装销售量达到 358.56 亿份，同比增长 13.8%。其中，酒精饮品和软饮金属包装销售量分别同比增长 24.6%和 4.6%。我们预计酒精饮品的增长主要得益于啤酒行业中玻璃瓶逐渐被金属罐替换。

图 26：2011-2021 中国酒精饮品金属包装销售量 (百万罐)



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 27：2011-2021 中国软饮金属包装销售量 (百万罐)



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

4. 研发能力突出，智能包装优势显著

技术研发不断突破，竞争实力进一步提升。截止 2022 年 11 月，昇兴拥有有效专利 100 项，发明专利 4 项，外观专利 22 项，实用新型 22 项，商标 6 项，参与修订国家、行业标准 1 项。研发团队 2022 年上半年获得 2 项新专利授权，并完成了 5 项新专利申报和受理；在设备研发和制造方面，继续深入提升设备综合性能和扩展设备的使用功能，并积极开发和推进数字智能化的应用，在此期间为集团增长和积累了更多的无形资产。

公司经过近 30 年的发展，已具有丰富的生产经验、规范的管理和高水平的综合服务，具

备了快速、高质量、个性化提供从产品研发设计到完工、配送、灌装、信息智能数据服务的一体化全方位服务能力。公司于 2021 年 1 月完成收购的太平洋制罐（沈阳）有限公司，下设有“太平洋制罐中国包装业务研发中心”，长期以来负责太平洋制罐企业体系内各公司新罐型设计与开发、新工艺及模具设计、核心生产设备及备件的研发、制造和厂房与车间设计工程服务。通过此次收购，有效增强了公司对核心设备的制造研发能力。截至 2022 年上半年，昇兴股份成为国内唯一一家能够制造、研发关键生产设备的制罐企业，进一步提升了公司的核心竞争力。

公司致力于智能包装业务的发展，力求通过包装形式与内容创新、以二维码为代表的新技术应用以及大数据应用等方面带动包装产品的功能性拓展，并利用互联网整合多方资源与流量，提升包装产品的应用附加值，为产业链合作伙伴赋能。同时为迎合二片罐差异化，吸引更多年轻时尚个性化消费者，推出特殊效果罐。

表 7：昇兴集团特殊效果罐



触感罐

触感罐罐体表面触摸起来呈凸凹不平，不规则的外观，表面有颗粒感，在触感油墨和触感光油的区域产生触感效果



温变前



温变后

温变罐，一般分为冷藏温变和加热温变，当温度发生变化，由于油墨中加入温变颜料，可呈现绚丽多彩变色



光变前



光变后

感光变色罐，感光变色经日光紫外线照射吸收能量，产生变色。



哑光罐



珠光罐

哑光和磨砂罐表面呈现蛋壳般光泽或表面细小沙粒感，主要在油墨中添加哑光剂和磨砂粉来实现。

资料来源：昇兴股份官网，天风证券研究所

5. 灌装在建产能顺利推进，铝瓶未来弹性可期

灌装业务具有技术优势，公司灌装业务主要为天丝、曜能量、王老吉等客户提供配套服务，公司从 21 年开始加大灌装产能的投资建设力度，随着新投灌装基地的陆续投入使用，新投放灌装产能逐步开始释放。随着客户国内销售的持续放量，公司灌装业务量也录得大幅增长。据公司 2022 年半年报，昇兴云南曲靖灌装工厂已在建设中。灌装瓶颈的突破，大大提升了公司对战略客户的配套服务能力，也有利于带动制罐业务更快增长

图 28：昇兴灌装设备



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司铝瓶为高端啤酒提供包装，应用场景主要在夜店和餐饮等，受疫情影响较大。公司遵循“与核心客户相互依存”的经营模式，积极维护和稳固核心客户的合作关系，通过一体化全方位的服务增强客户良好依存关系；同时，公司采取“贴进式”生产布局，不断完善和拓展生产布局，贴进核心客户的生产布局建立生产基地，以最大限度、最快速度地满足核心客户的需求，最大程度地降低管理成本和运输成本，保证公司产品在成本方面的竞争力，增强拓展新客户的能力。公司力求打造具有竞争优势、完整的设计、采购、生产、销售体系，在供应链、生产布局、客户资源等方面已建立的强有力的竞争优势。

2022 年上半年公司铝瓶销量仍然实现小幅增长，但是由于疫情影响，增速未达预期。随着疫情的缓解，铝瓶消费在 6 月份已开始重回快速增长轨道，销售量增长有望促进公司进一步释放产能，进而产能利用率或将持续上升。虽然目前受疫情影响压制了产能利用率，但

后续疫情平稳后，盈利能力较强的铝瓶业务较大弹性可期。

6. 金属包装：国家政策利好，市场需求呈现增量

国家政策利好金属包装行业发展。在国家政策影响下，包装行业稳步发展，而随着塑料污染治理的脚步加快，金属包装逐渐占据市场优势。《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》首次将包装列入“重点产业”，明确“加快发展先进包装装备、包装新材料和高端包装制品”的产业发展重点。“十二五”期间，国内包装产业规模稳步扩大，结构日趋优化，实力不断增强，地位持续跃升，在服务国家战略、适应民生需求、建设制造强国、推动经济发展中的贡献能力显著提升，我国作为世界第二包装大国的地位进一步巩固。

目前包装工业已位列我国 38 个主要工业门类的第 14 位，成为中国制造体系的重要组成部分。“十三五”期间，我国包装产业迎来广泛的发展机遇，也面临着严峻的发展挑战，绿色包装、安全包装、智能包装一体化发展将成为发展的重点。

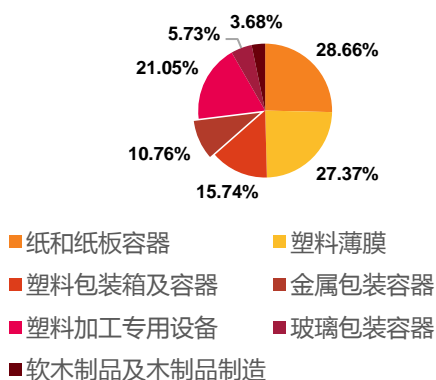
2021 年 9 月国家发改委和生态环境部印发《“十四五”塑料污染治理行动方案》，部署了“十四五”塑料污染治理的主要任务，包括持续推进一次性塑料制品使用减量和科学稳妥推广塑料替代产品。我们认为金属包装相比塑料包装优势明显：更加安全环保的生产工序、更加便捷有效的回收再利用，非常容易做到从罐到罐的闭环，是较有效的塑料替代品。

“限塑令”的出台有望改善我国金属包装行业在饮料市场中渗透率低的现状，有效提升需求量。以二片罐为例，饮料行业约占该二片罐总需求的 26%，2020 年我国二片罐需求量为 521.8 亿罐，同年全国饮料产量 16347.32 万吨，以每罐 330ml 来算，二片罐在饮料中渗透率约为 2.74%。若渗透率提升 1pct，二片罐需求量将提升 49.53 亿罐，增长率达 9.49%，市场潜力较大。所以在目前限塑令政策的影响下，以及互联网经济发展和快消行业的结构转化背景下，金属包装业市场潜力较大。金属包装能够顺应绿色包装、安全包装、智能包装一体化发展，成为未来包装行业高端化、智能化、个性化的重点。

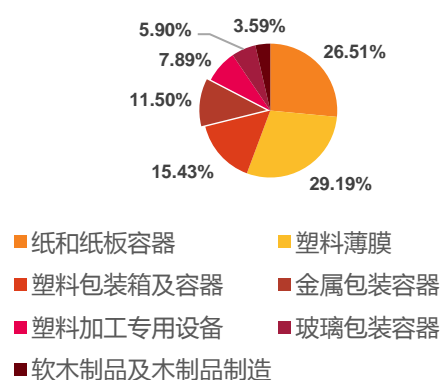
在全国包装行业营业收入中，塑料包装箱及容器、塑料加工专用设备占比均有所减少。金属包装作为包装产业的重要组成部分，具有阻隔性优异、保质期长、易于实现自动化生产、印刷精密、款式多样、易回收再利用等优点。因为其材质特性，比一般包装抗压能力更好，方便运输，不易破损。金属包装容器因其抗氧化性强，且款式多样，印刷精美，深受广大客户喜爱。

图 29：2020 年全国包装行业营业收入行业小类分布情况

图 30：2021 年全国包装行业营业收入行业小类分布情况



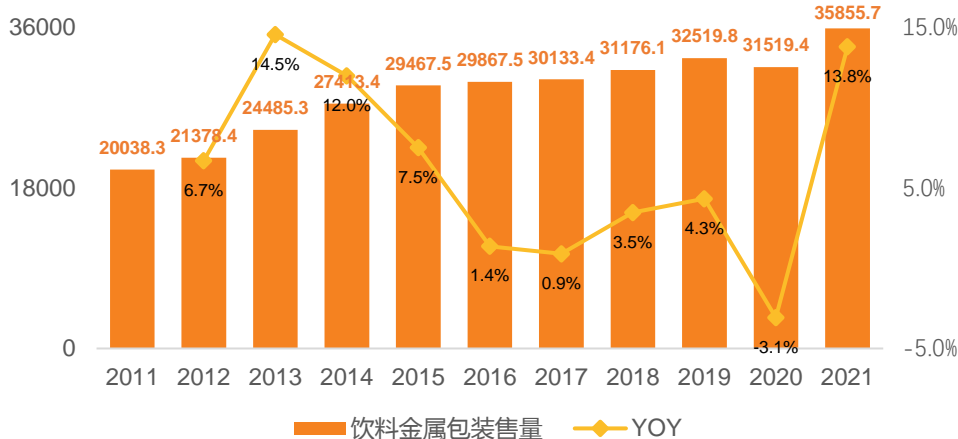
资料来源：京山汇成金属官网，天风证券研究所



资料来源：中国包装联合会，天风证券研究所

饮品金属罐需求不断增长，市场呈现增量趋势。2021 年金属包装容器制造行业规模以上企业营收 1384.22 亿元，同比增长 25.61%；利润 56.73 亿元，同比增长 2.66%。2022 年上半年金属包装行业营业收入 741.17 亿元，同比增长 12.66%；全国金属包装容器制造行业规模以上企业利润达 29.71 亿元，同比增长 9.32%。

图 31：2011-2021 中国饮料金属包装销售量（百万罐）

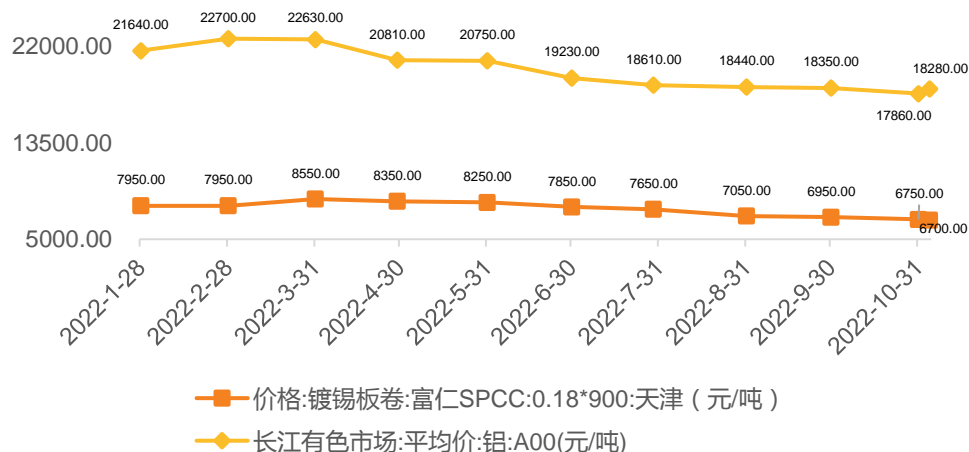


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

原材料价格下降，公司毛利率有望提升。原材料价格的减少有助于公司毛利率的提升，但同时为保障顺利的生产，公司对原材料进行适当的库存，如库存原材料价格持续下跌也将发生存货跌价损失的风险。

公司已制定原材料价格波动应对方案，通过原材物料集中采购，与重点供应商签署中长期协议等方式不断优化原材料库存管理、做好成本管控。

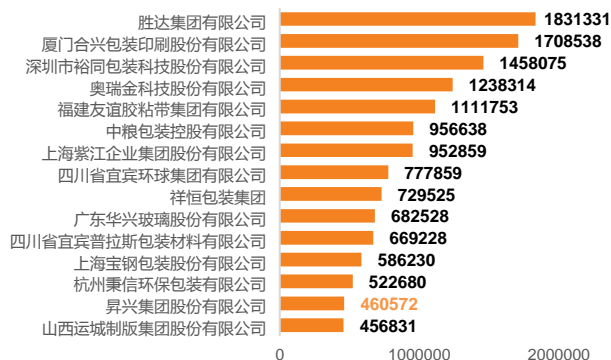
图 32：2022 年铝价和镀锡板卷价格变化



资料来源: wind, 天风证券研究所

在 2021 年度中国包装百强企业中, 昇兴集团股份有限公司以 46.06 亿的营业收入位居第 14 名。而在 2021 年度中国金属包装前 30 名企业中, 昇兴集团名列第四。

图 33: 2021 年中国包装百强企业前 15 (以营业收入排名) 单位: 万元



资料来源: 中国包装联合会, 天风证券研究所

图 34: 2021 年金属包装企业前十名 (以营业收入排名) 单位: 万元



资料来源: 中国包装联合会, 天风证券研究所

7. 盈利预测

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。主要客户为国内知名食品、饮料、啤酒品牌企业, 养元饮品、红牛、广药王老吉、银鹭集团、承德露露、青岛啤酒、百威啤酒、华润雪花、魔爪、百事可乐、可口可乐、燕京啤酒、达利集团等。

我们预计 2022-24 年公司收入分别为 69 亿、86 亿、103 亿, 其中三片罐收入分别为 24 亿、28 亿、32 亿、二片罐收入分别为 35 亿、45 亿以及 57 亿; 单片罐收入分别为 2.8 亿、3.5 亿以及 4.2 亿; 我们预计公司 22-24 年归母净利润分别为 2.8 亿、3.8 亿以及 4.7 亿, EPS 分别为 0.29、0.39、0.49 元/股, PE 分别为 18.6、14.0、11.1x。

我们选取包装行业宝钢包装、奥瑞金、裕同科技作为可比公司，参考可比公司 2023 年一致预测 PE 均值，并考虑到公司主要客户天丝集团持续推进在华发展纵深、柬埔寨金边工厂贡献产能增量等利好因素，给予公司 23 年 PE 19.5 倍，对应目标价 7.6 元。

表 8：我们预计 2022-24 年公司收入分别为 69 亿、86 亿、103 亿，其中金属包装行业收入分别为 64.73 亿、80.61 亿、97.63 亿

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入	31.42	29.45	52.63	69.24	85.57	103.06
yoy	21.50%	-6.26%	78.71%	31.56%	23.59%	20.44%
毛利			5.58	7.65	9.84	12.2
毛利率			10.61%	11.05%	11.49%	11.84%
金属包装行业收入	30.27	28.05	48.13	64.73	80.61	97.62
yoy		-7.33%	71.59%	34.49%	24.53%	21.10%
毛利率			11.04%	11.38%	11.82%	12.15%
EMC 合同能源等其他行业收入	0.14	0.6	0.52	0.5	0.55	0.61
yoy	198.90%	328.57%	-13.33%	-3.85%	10.00%	10.91%
毛利率	23.50%	6.70%	2.90%	5.00%	5.00%	5.00%
其他收入	1.01	0.8	3.98	4	4.4	4.84
yoy	47.20%	-20.79%	397.50%	0.50%	10.00%	10.00%
毛利率	5.40%	18.10%	6.40%	6.40%	6.40%	6.40%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 9：可比公司 PE (截至 2022/12/19)

	2022E	2023E	2024E
宝钢包装	24.07	19.29	15.59
奥瑞金	15.97	13.18	11.19
裕同科技	19.33	15.99	13.25
均值		16.15	

资料来源：wind，天风证券研究所

注：可比公司 PE 来自 wind 一致预期

8. 风险提示

1) 如果未来主要原材价格大幅上涨，公司可能面临产品毛利率大幅下降的风险。如库存

原材料价格持续下跌也将会发生存货跌价损失的风险。2) 如果公司及各子公司的质量管理体系执行不到位或因其他原因发生产品质量问题,不但会产生赔偿风险,还可能严重影响公司的信誉和公司产品的销售。3) 新冠肺炎疫情仍较为严重,世界卫生组织宣布,新冠大流行继续构成国际关注的公共卫生事件,未来疫情的发展仍存在不确定性,仍可能对公司未来经营业绩造成风险。4) 募投项目的实施是一个系统工程,需要一定时间,若 在实施过程中,宏观政策和市场环境发生不利变动、行业竞争加剧、技术水平发生重大更替,或其他不可预见因素等原因造成募投项目无法按计划顺利实施,将可能对项目的完成进度和投资收益产生一定影响。5) 公司董事长因涉嫌证券市场操控罚款 100 万后续发酵风险:22 年 3 月,公司实际控制人之一、董事长林永贤先生因涉嫌证券市场操纵,中国证监会决定对其立案调查;22 年 9 月,中国证监会拟决定对林永贤处以 100 万元罚款;22 年 11 月,中国证监会决定对林永贤处以 100 万元罚款。公司公告注明“上述处罚决定仅涉及林永贤先生个人,与公司的日常经营管理、业务活动无关,不会对公司日常经营造成重大影响”。但是此次处罚涉及公司实际控制人、董事长,或对于公司形象、公司融资、合同签订、后续资本运作产生影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	338.04	579.14	553.91	684.57	824.51
应收票据及应收账款	776.14	1,352.91	1,803.26	2,087.53	2,456.37
预付账款	156.69	252.35	763.12	288.01	900.74
存货	492.06	937.75	1,149.86	1,371.34	1,603.85
其他	172.76	331.35	791.43	356.97	746.67
流动资产合计	1,935.70	3,453.49	5,061.57	4,788.42	6,532.13
长期股权投资	94.31	23.76	23.76	23.76	23.76
固定资产	1,842.27	2,086.91	1,837.69	1,588.46	1,339.23
在建工程	273.59	241.59	241.59	241.59	241.59
无形资产	249.86	263.35	254.85	246.35	237.85
其他	377.32	671.31	438.61	492.31	515.89
非流动资产合计	2,837.35	3,286.93	2,796.50	2,592.47	2,358.33
资产总计	4,773.05	6,740.42	7,858.07	7,380.89	8,890.46
短期借款	854.35	1,056.39	727.45	591.96	310.51
应付票据及应付账款	999.54	1,776.92	3,048.23	2,657.82	3,822.90
其他	385.52	441.58	640.38	628.83	749.30
流动负债合计	2,239.42	3,274.88	4,416.06	3,878.61	4,882.72
长期借款	373.00	420.80	373.00	200.00	396.90
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	151.44	165.44	122.69	146.52	144.88
非流动负债合计	524.44	586.24	495.69	346.52	541.78
负债合计	2,907.24	3,964.25	4,911.76	4,225.13	5,424.50
少数股东权益	46.13	56.46	56.55	56.65	56.81
股本	833.18	976.92	976.92	976.92	976.92
资本公积	289.89	893.70	894.24	894.24	894.24
留存收益	707.16	864.31	1,027.48	1,239.49	1,549.87
其他	(10.56)	(15.22)	(8.87)	(11.55)	(11.88)
股东权益合计	1,865.81	2,776.17	2,946.32	3,155.76	3,465.96
负债和股东权益总计	4,773.05	6,740.42	7,858.07	7,380.89	8,890.46

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,903.01	5,166.12	6,923.89	8,557.11	10,306.42
营业成本	2,581.53	4,605.78	6,158.98	7,573.48	9,086.49
营业税金及附加	20.85	26.76	36.70	44.50	53.87
销售费用	25.47	26.32	34.62	45.35	57.72
管理费用	150.82	189.36	221.56	278.11	367.73
研发费用	22.01	36.67	48.47	63.32	77.30
财务费用	68.48	87.19	67.48	45.63	31.07
资产/信用减值损失	(22.25)	(7.85)	(15.66)	(15.25)	(12.92)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.44	5.01	15.78	17.08	22.62
其他	23.27	(17.24)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	32.40	214.11	356.20	508.54	641.95
营业外收入	2.25	1.90	11.14	5.10	6.05
营业外支出	20.40	2.54	8.29	10.41	7.08
利润总额	14.24	213.47	359.05	503.23	640.92
所得税	8.81	42.83	74.68	125.81	166.64
净利润	5.43	170.64	284.37	377.42	474.28
少数股东损益	(8.21)	0.14	0.14	0.19	0.24
归属于母公司净利润	13.64	170.50	284.23	377.23	474.04
每股收益 (元)	0.01	0.17	0.29	0.39	0.49

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	13.87%	77.96%	34.03%	23.59%	20.44%
营业利润	-1.21%	560.90%	66.36%	42.77%	26.23%
归属于母公司净利润	-74.48%	1149.88%	66.70%	32.72%	25.66%
获利能力					
毛利率	11.07%	10.85%	11.05%	11.49%	11.84%
净利率	0.47%	3.30%	4.11%	4.41%	4.60%
ROE	0.75%	6.27%	9.84%	12.17%	13.91%
ROIC	1.34%	8.68%	10.22%	12.76%	16.51%
偿债能力					
资产负债率	60.91%	58.81%	62.51%	57.24%	61.01%
净负债率	61.98%	43.01%	25.90%	11.64%	4.05%
流动比率	0.81	1.02	1.15	1.23	1.34
速动比率	0.61	0.74	0.89	0.88	1.01
营运能力					
应收账款周转率	4.03	4.85	4.39	4.40	4.54
存货周转率	6.44	7.23	6.63	6.79	6.93
总资产周转率	0.61	0.90	0.95	1.12	1.27
每股指标 (元)					
每股收益	0.01	0.17	0.29	0.39	0.49
每股经营现金流	0.44	-0.08	0.61	0.61	0.41
每股净资产	1.86	2.78	2.96	3.17	3.49
估值比率					
市盈率	386.72	30.94	18.56	13.98	11.13
市净率	2.90	1.94	1.83	1.70	1.55
EV/EBITDA	17.54	12.50	7.93	6.17	5.17
EV/EBIT	43.59	21.70	12.44	8.90	7.08

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	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 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com