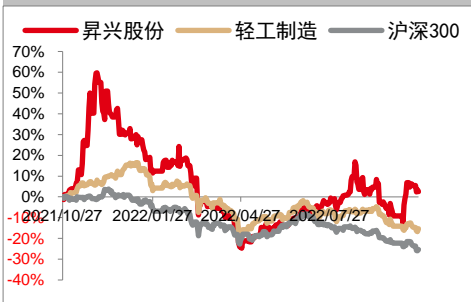


## 股票投资评级

**推荐 | 首次覆盖**

## 个股表现



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

## 公司基本情况

最新收盘价(元)	5.27
总股本/流通股本(亿股)	9.77/9.75
总市值/流通市值(亿元)	51.48/51.40
52周内最高/最低价	8.76/3.81
资产负债率	63.57%
市盈率(TTM)	25.23
第一大股东	昇兴控股有限公司
持股比例	55.63%

## 研究所

分析师：杨维维

SAC 登记编号：S1340522090007

Email：yangweiwei@cnpsec.com

**昇兴股份 (002752.SZ)：**
**Q3 业绩延续高增长，盈利改善逐季兑现**
**● 事件概述：**

公司发布 2022 年前三季度报：

公司前三季度收购太平洋制罐（青岛）、太平洋制罐（肇庆）100% 股权，因此对上年同期数据进行追溯调整。调整后，2022 年前三季度公司收入为 52.28 亿元，同比+34.30%；归母净利润为 2.05 亿元，同比+56.27%；扣非后归母净利润为 1.66 亿元，同比+48.83%。

分季度看，2022Q3 公司收入为 20.97 亿元，同比+46.16%；归母净利润为 0.89 亿元，同比+72.99%；扣非后归母净利润为 0.77 亿元，同比+53.54%。**Q3 公司业绩表现处于此前预告区间中位水平，单季度业绩延续上半年高增长态势，盈利改善逐季兑现。**

**● 收入端：多因素驱动，收入延续高增长**

公司 Q3 收入延续上半年高增长发展态势，且增长提速（追溯调整后，22H1、22Q3 收入分别+31.80%、+46.16%），我们认为主要原因为：1) 三片罐：红牛等战略客户持续放量，三片罐业务量价齐升，迎来新一轮成长期；2) 两片罐：销量方面，我们预计主要得益于下游啤酒罐化率提升以及禁塑令推进，国内市场下游啤酒等品牌客户对两片罐需求稳步提升，公司积极配合客户产能布局并通过技改等方式稳步提升产能，另外公司柬埔寨工厂产能陆续释放，海外市场订单充沛。供罐价格方面，由于国内市场去年多次提价并落实，且海外柬埔寨市场价格预计好于国内市场，随着海外市场订单增加，整体均价预计有所提升。

**● 盈利端：净利率水平同比提升，盈利改善逐季兑现**

盈利能力方面，追溯调整后，公司 2022 年前三季度毛利率、归母净利率分别为 9.65%、3.93%，同比分别-1.35pct、+0.55pct，其中，Q3 单季度公司毛利率、归母净利率分别为 10.52%、4.23%，同比分别-0.29pct、+0.66pct，毛利率同比略有下滑，净利率稳步提升。我们认为随着公司业务及客户结构优化、规模效应逐步发挥以及成本端改善，公司盈利能力将持续向上，其中，原材料方面，公司主要原材料马口铁、铝材价格今年以来持续下行，据同花顺，较年初，9 月底马口

铁、铝材价格分别下降约 15%、10%，且公司与客户调整价格相对滞后，盈利弹性显现。期间费用率方面，2022 年前三季度公司期间费用率同比-1.54pct 至 5.22%，其中，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 0.34%、2.68%、0.82%、1.37%，同比分别-0.22 pct、-0.84pct、-0.18pct、-0.31pct。其中，Q3 单季度公司期间费用率同比-1.55pct 至 5.13%，其中，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 0.31%、2.62%、0.80%、1.39%，同比分别-0.13 pct、-0.96pct、-0.24pct、-0.23pct，期间费用率管控良好。

### ● 投资建议：

公司作为金属包装行业领先企业，持续受益于战略客户放量以及下游啤酒罐化率提升，国内外产能增加及释放等，收入端预计保持高速增长发展态势，利润端则随着产品及客户结构优化、主要原材料价格下行，盈利逐季改善。我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 71.87/88.02/92.73 亿元，同比分别+39.1%/+22.5%/+5.4%；归母净利润分别为 2.90/3.73/4.49 亿元，同比分别+70.3%/+28.5%/+20.5%，对应 2022 年 10 月 25 日市值，PE 分别为 17.7/13.8/11.5 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

### ● 风险提示

下游消费需求或战略客户放量不及预期风险；主要原材料价格大幅上行风险；红牛官司进展不及预期风险；行业竞争加剧风险。

财务和估值数据摘要		单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2549.48	2903.01	5166.12	7186.95	8802.03	9273.33
增长率(%)	21.50%	13.87%	77.96%	39.12%	22.47%	5.35%
归母净利润	53.46	13.64	170.50	290.28	373.07	449.40
增长率(%)	25.29%	-74.48%	1149.88%	70.25%	28.52%	20.46%
每股收益 EPS(元)	0.05	0.01	0.17	0.30	0.38	0.46
销售毛利率	13.50%	11.07%	10.85%	9.83%	10.36%	10.82%
销售净利率	1.79%	0.19%	3.30%	4.07%	4.27%	4.89%
市盈率(P/E)	96.31	377.41	30.20	17.74	13.80	11.46

数据来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	338.04	579.14	718.69	880.20	927.33	营业收入	2903.01	5166.12	7186.95	8802.03	9273.33
应收票据及账款	824.93	1371.70	2060.39	2523.40	2658.52	营业成本	2581.53	4605.78	6480.28	7890.37	8270.31
预付账款	156.69	252.35	493.73	604.68	637.05	税金及附加	20.85	26.76	35.22	43.13	41.73
其他应收款	20.59	21.29	268.23	328.51	346.10	销售费用	25.47	26.32	24.44	35.21	35.24
存货	492.06	937.75	1252.82	1525.43	1598.89	管理费用	150.82	189.36	215.61	249.10	250.38
其他流动资产	103.38	291.27	258.61	312.23	327.88	研发费用	22.01	36.67	51.03	61.61	63.06
<b>流动资产总计</b>	<b>1935.70</b>	<b>3453.49</b>	<b>5052.47</b>	<b>6174.46</b>	<b>6495.77</b>	财务费用	68.48	87.19	76.94	88.06	81.89
长期股权投资	94.31	23.76	32.76	41.76	50.76	资产减值损失	-21.19	-7.00	-10.06	0.00	0.00
固定资产	1842.27	2168.85	2171.44	2287.88	2322.92	投资收益	0.44	5.01	12.00	12.00	12.00
在建工程	273.59	241.59	317.06	230.53	100.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	249.86	263.35	252.31	260.01	252.72	其他收益	20.25	22.30	19.77	19.77	19.77
长期待摊费用	24.94	30.57	32.79	17.50	17.50	营业利润	32.40	214.11	329.52	467.09	563.28
其他非流动资产	352.37	558.80	587.37	590.14	576.91	营业外收入	2.25	1.90	5.00	5.00	5.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>2837.35</b>	<b>3286.93</b>	<b>3393.73</b>	<b>3427.83</b>	<b>3320.81</b>	营业外支出	20.40	2.54	2.00	2.00	2.00
<b>资产总计</b>	<b>4773.05</b>	<b>6740.42</b>	<b>8446.20</b>	<b>9602.29</b>	<b>9816.58</b>	利润总额	14.24	213.47	332.52	470.09	566.28
短期借款	854.35	1056.39	1583.49	1798.05	1560.84	所得税	8.81	42.83	39.90	94.02	113.26
应付票据及账款	999.54	1776.92	2504.60	3049.60	3196.44	净利润	5.43	170.64	292.62	376.08	453.02
其他流动负债	528.91	544.71	839.30	1022.55	1071.96	少数股东损益	-8.21	0.14	2.34	3.01	3.62
<b>非流动负债合计</b>	<b>524.44</b>	<b>586.24</b>	<b>499.92</b>	<b>401.25</b>	<b>280.74</b>	归母净利润	13.64	170.50	290.28	373.07	449.40
<b>负债合计</b>	<b>2907.24</b>	<b>3964.25</b>	<b>5427.31</b>	<b>6271.45</b>	<b>6109.98</b>	EBITDA	304.71	551.82	708.66	918.05	1029.18
股本	833.18	976.92	976.92	976.92	976.92	EPS(元)	0.01	0.17	0.30	0.38	0.46
资本公积	289.89	893.70	893.70	893.70	893.70						
留存收益	696.60	849.09	1089.46	1398.40	1770.55						
归属母公司权益	1819.68	2719.70	2960.08	3269.02	3641.17						
少数股东权益	46.13	56.46	58.81	61.81	65.44						
<b>股东权益合计</b>	<b>1865.81</b>	<b>2776.17</b>	<b>3018.89</b>	<b>3330.83</b>	<b>3706.61</b>						
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>4773.05</b>	<b>6740.42</b>	<b>8446.20</b>	<b>9602.29</b>	<b>9816.58</b>						

现金流量表					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	5.43	170.64	261.33	347.64	424.58
折旧与摊销	222.00	251.16	299.20	359.90	381.02
营运资金变动	117.99	-612.59	-577.98	-232.24	-77.93
<b>经营性现金净流量</b>	<b>430.15</b>	<b>-88.00</b>	<b>82.27</b>	<b>586.13</b>	<b>832.32</b>
资本支出	288.05	549.29	397.00	385.00	265.00
其他投资现金流	-100.08	66.04	140.34	-3.33	-3.33
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-507.27</b>	<b>-571.43</b>	<b>-256.66</b>	<b>-388.33</b>	<b>-268.33</b>
其他筹资现金流	167.45	-427.44	-126.84	-152.19	-159.13
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>93.13</b>	<b>641.67</b>	<b>313.95</b>	<b>-36.29</b>	<b>-516.86</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>16.01</b>	<b>-19.16</b>	<b>139.56</b>	<b>161.51</b>	<b>47.13</b>

主要财务比率					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营收增长率	13.87%	77.96%	39.12%	22.47%	5.35%
营业利润增长率	-1.21%	560.90%	53.90%	41.75%	20.59%
EBIT 增长率	-30.31%	263.48%	36.19%	36.31%	16.13%
归母净利润增长率	-74.48%	1149.88%	70.25%	28.52%	20.46%
经营现金流增长率	38.39%	-120.46%	193.49%	612.44%	42.00%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	11.07%	10.85%	9.83%	10.36%	10.82%
净利率	0.19%	3.30%	4.07%	4.27%	4.89%
ROE	0.75%	6.27%	9.81%	11.41%	12.34%
ROA	0.29%	2.53%	3.44%	3.89%	4.58%
ROIC	1.58%	7.89%	8.70%	8.89%	9.52%
<b>估值倍数</b>					
P/E	377.41	30.20	17.74	13.80	11.46
P/S	1.77	1.00	0.72	0.58	0.56
P/B	2.83	1.89	1.74	1.57	1.41

数据来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。