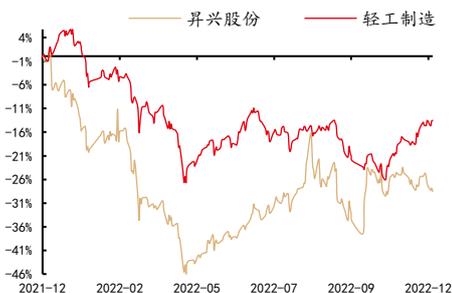




股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	5.13
总股本/流通股本(亿股)	9.77 / 9.75
总市值/流通市值(亿元)	50 / 50
52周内最高/最低价	7.36 / 3.90
资产负债率(%)	59.5%
市盈率	28.68
第一大股东	昇兴控股有限公司
持股比例(%)	55.6%

研究所

分析师: 杨维维
SAC 登记编号: S1340522090007
Email: yangweiwei@cnpsec.com

昇兴股份(002752)

深度绑定战略客户&产能扩张，成长可期

● 金属包装行业领先企业，业绩表现靓丽

公司自创立来深耕食品饮料行业，目前已成为金属包装行业领先企业，主要产品为以三片罐、两片罐、铝瓶产品为主的饮料罐和食品罐，产品品类齐全。产能规模排名靠前，目前产能布局基本覆盖全国主要发达地区。得益于战略客户拓展、并表太平洋制罐厂以及产能扩张等，公司业务规模快速扩大，收入自2017年起增长提速，2012-2017年收入年复合增速6%，而2017-2021年收入年复合增速26%；利润端于2020年见底开始回升，主要受益于原材料成本下行，公司业务结构优化等。2022年前三季度公司收入为52.28亿元，同比增长34.30%，归母净利润为2.05亿元，同比增长56.27%，业绩持续表现亮眼。

● 行业供需紧平衡，盈利水平修复。

金属包装行业经过多年的行业整合，行业竞争格局逐渐稳定，市场回归供求相对均衡状态，行业盈利水平逐步修复，2021年以来金属包装行业收入保持高速增长，2021年、2022年上半年行业收入同比分别增长25.61%、12.66%，行业整体需求持续向好；利润端则于2019年金属包装行业利润总额触底，自2020年后行业利润总额缓慢提升。细分来看，三片罐需求端存结构性行情，主要受益于下游功能饮料需求稳步提升，另外，由于头部企业与下游客户“共生式”的发展模式，格局持续优化；两片罐需求得益于下游啤酒罐化率提升，且未来提升空间巨大，行业需求稳步提升，并且随着下游品牌客户集中度提升，以及行业龙头产能布局，龙头企业市占率或有提升空间。另外，原材料价格下行，利润弹性释放。金属包装行业主要原材料为马口铁、铝材，原材料成本占营业成本比重约8成，从目前来看，马口铁、铝材价格均呈不同幅度的下降态势，行业成本端持续改善。

● 深度绑定战略客户&产能释放，成长可期。

公司未来成长驱动力十足，主要为：1) 公司深度绑定天丝红牛，与天丝红牛形成长期战略合作关系，随着天丝红牛加速布局中国市场，公司三片罐销量快速提升，此外，由于红牛对罐品质要求较高，罐单价和高于普通三片罐客户，公司三片罐业务量价双升；2) 两片罐受益于下游啤酒罐化率提升以及柬埔寨工厂产能释放，收入稳步增长；3) 产品及客户结构优化、铝材、马口铁等主要原材料价格高点回落，盈利水平稳步提升。

● 投资建议

我们认为，公司在金属包装行业中成长驱动力足，未来发展可期，我们维持此前对于公司的盈利预测，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 12 月 14 日市值，公司 23 年 PE 为 13 倍，估值性价比高，维持“买入”评级。

● 风险提示

天丝红牛与华彬红牛官司进展不及预期风险；疫情扰动风险；主要原料价格大幅上行风险等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5166	7187	8802	9273
增长率(%)	59.6%	39.1%	22.5%	5.4%
EBITDA（百万元）	558	629	756	843
归属母公司净利润（百万元）	170	290	373	449
增长率(%)	1,059.3%	70.3%	28.5%	20.5%
EPS（元/股）	0.17	0.30	0.38	0.46
市盈率（P/E）	29.39	17.26	13.43	11.15
市净率（P/B）	2.78	3.05	3.43	3.89
EV/EBITDA	14.09	11.16	8.40	7.27

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 核心观点：金属包装行业领先企业，深度绑定大客户&产能扩张，成长可期	6
2 昇兴股份：金属包装行业龙头企业，深耕食品饮料行业	6
2.1 金属包装行业领先企业，产能规模靠前	7
2.2 制罐业务为主，罐装等增值业务为辅	7
2.3 业务结构逐渐优化，盈利能力边际向上	8
2.4 营收增长提速，利润端持续回升	9
2.5 股权结构稳定，林氏家族为实控人	10
2.6 实施员工持股计划，深度绑定核心高管	10
3 金属包装行业：供需格局改善，利润触底回升	11
3.1 金属包装环保优势明显，下游应用领域广	11
3.2 三片罐：供求格局稳定，需求持续受益于功能性饮料行业发展	12
3.3 两片罐供求格局持续优化，啤酒罐化率驱动力度强劲	13
3.4 主要原材料价格下行，行业成本端改善明显	16
4 三片罐：受益于核心客户放量，有望迎来新一轮成长期	16
4.1 天丝红牛加快中国市场布局，产品销售放量明显	16
4.2 深度绑定天丝红牛，三片罐业务量价齐升	17
5 两片罐：国内市场盈利向上，海外柬埔寨产能陆续释放	18
5.1 收购太平洋制罐厂，两片罐产能大幅提升	18
5.2 柬埔寨生产基地产能释放，两片罐收入稳步增长	18
6 铝瓶：高端啤酒罐装，盈利弹性大	19
6.1 收购博德科技，切入高端铝瓶市场	19
6.2 设立博得新材料，扩充铝瓶产能	21
7 灌装：产能快速扩张，提升战略客户增值配套服务能力	22
8 投资建议：	22
8.1 盈利预测	22
8.2 估值分析	23
9 风险提示：	23

图表目录

图表 1: 投资逻辑: 成长驱动力足, 估值性价比高	6
图表 2: 深耕食品饮料行业, 目前已成为金属包装行业龙头企业.....	7
图表 3: 主营业务以三片罐、两片罐等制罐为主	8
图表 4: 公司以制罐业务为主.....	8
图表 5: 两片罐占比提升, 公司整体易拉罐毛利率下行	8
图表 6: 收入增长自 2018 年开始提速	9
图表 7: 利润于 2020 年见底开始回升	9
图表 8: 盈利能力 2020 年触底后逐步改善	10
图表 9: 期间费用率管控良好.....	10
图表 10: 公司股权结构稳定 (截至 2022 年三季度)	10
图表 11: 员工持股计划高管认购占比近半	11
图表 12: 金属包装具有环保、空间利用优势等优势	11
图表 13: 2021 年金属包装收入占包装行业比重 11.5%	11
图表 14: 2021 年起金属包装行业收入呈双位数高增长.....	12
图表 15: 2020 年金属包装行业利润逐渐修复.....	12
图表 16: 软饮料行业产量呈现先降后升态势	13
图表 17: 功能饮料市场规模稳步提升 (单位: 亿元)	13
图表 18: 三片罐行业龙头占比高 (2020 年)	13
图表 19: 头部三片罐企业深度绑定下游客户	13
图表 20: 两片罐市场供需达紧平衡.....	14
图表 21: 两片罐下游主要应用于啤酒等领域 (2019 年)	14
图表 22: 我国啤酒产量于 2020 年触底回升	14
图表 23: 我国啤酒高端化趋势明显	14
图表 24: 我国啤酒罐化率逐年提升且提升空间大	15
图表 25: 啤酒罐化率提升持续促进两片罐需求	15
图表 26: 我国两片罐头部企业客户优势领先	15
图表 27: 我国两片罐行业格局持续优化	15
图表 28: 龙头企业加速东南亚等市场布局	16
图表 29: 马口铁价格持续下行.....	16
图表 30: 铝材价格高点回落.....	16
图表 31: 天丝红牛产品不断丰富.....	17
图表 32: 天丝红牛天猫淘宝销售额逐年走高	17
图表 33: 深度绑定天丝红牛.....	18
图表 34: 昇兴中山基地于 2020 年首批红牛产品发运	18
图表 35: 公司逐步收购并表太平洋制罐国内工厂	18

图表 36: 太平洋制罐(北京)收入体量逐年提升	18
图表 37: 柬埔寨产能加速布局	19
图表 38: 公司持续布局柬埔寨产能	19
图表 39: 博德科技产品主要用于高端产品包装	20
图表 40: 博德铝瓶自动化生产设备	20
图表 41: 博德科技主要客户为百威、青啤	20
图表 42: 百威啤酒经典红色铝瓶	20
图表 43: 博德科技收入规模保持平稳	21
图表 44: 博德科技净利润受疫情影响较大	21
图表 45: 博德新材料收入快速扩张	21
图表 46: 博德新材料净利润于 2021 年实现正贡献	21
图表 47: 公司中山公司罐装于 19 年 10 月投产	22
图表 48: 公司成都公司罐装线于 21 年 8 月顺利投产	22
图表 49: 可比公司估值	23

1 核心观点：金属包装行业领先企业，深度绑定大客户&产能扩张，成长可期

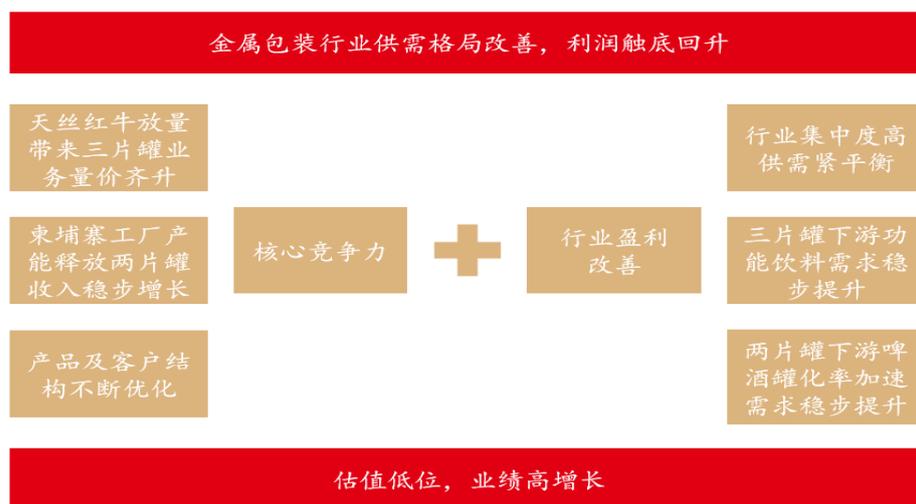
公司作为金属包装行业领先企业，产能规模、客户资源等具有显著优势。往后看，公司持续受益于天丝红牛等战略客户放量、下游啤酒罐化率提升、柬埔寨及国内工厂产能释放等，未来成长可期。此外，铝材、马口铁等主要原材料价格下行，公司成本压力逐步缓解，叠加下游啤酒高端化发展以及公司产品结构优化，公司利润弹性大。具体来看：

行业供需紧平衡：我国金属包装行业集中度高，供需格局相对稳定，其中，三片罐需求端存结构性行情，主要受益于下游功能饮料需求稳步提升，而供应端由于功能饮料厂商已与上游金属包装厂深度绑定，格局或将持续优化；两片罐需求得益于下游啤酒罐化率提升，且未来提升空间巨大，行业需求稳步提升，而供应端随着下游品牌客户集中度提升，以及行业龙头产能布局，龙头企业市占率或有提升空间。

公司未来成长可期：天丝红牛放量带来三片罐业务量价齐升，迎来新一轮成长期；两片罐受益于下游啤酒罐化率提升以及柬埔寨工厂产能释放，收入稳步增长；产品及客户结构优化、主要原材料价格高点回落，盈利水平稳步提升。

我们认为，公司在金属包装行业中成长驱动力足，未来发展可期，我们维持此前对于公司的盈利预测，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%，对应当前市值，公司 23 年 PE 为 13 倍，估值性价比高，维持“买入”评级。

图表1：投资逻辑：成长驱动力足，估值性价比高



资料来源：公司公告，中邮证券研究所整理

2 昇兴股份：金属包装行业龙头企业，深耕食品饮料行业

2.1 金属包装行业领先企业，产能规模靠前

公司前身升兴铁制品 1992 年成立于福州，后于 1994 年改名为昇兴集团，2010 年整体变更为股份公司，2015 年于深圳证券交易所上市。考虑到啤酒罐化率提升带来两片罐需求提升，2016 年公司设立产业并购基金筹划收购太平洋制罐漳州、北京、武汉、肇庆、沈阳、青岛等六家中国工厂，后续陆续并入上市公司体内，加大对两片罐领域拓展；2017 年公司完成发行股份并支付现金方式购买博德科技 70% 股权，拓展高端铝瓶业务。公司自创立来深耕食品饮料行业，目前已成为金属包装行业领先企业，产能规模排名靠前，目前已在福建、北京、广东、山东、安徽、河南、云南、江西、浙江、四川、陕西等地区设立了生产基地，基本覆盖全国主要发达地区。

图表2：深耕食品饮料行业，目前已成为金属包装行业龙头企业



资料来源：公司公告，公司官网，中邮证券研究所

2.2 制罐业务为主，罐装等增值业务为辅

公司主营业务为食品饮料金属包装产品的研发、设计、生产和销售及提供饮料灌装服务，主要产品为以三片罐、两片罐、铝瓶产品为主的饮料罐和食品罐，产品品类齐全，其中：

- 1) 三片罐：以马口铁为原材料，由罐身、顶盖、底盖三部分组成的金属包装，下游主要为功能饮料和植物饮料等行业；
- 2) 两片罐：以铝材为主要原材料，由罐身和顶盖两部分组成的金属包装，下游主要为啤酒、凉茶、可乐等行业；
- 3) 铝瓶：以铝材为主要原材料，主要应用于高端啤酒等，消费场景主要为婚庆、夜店、KTV 等线下场所；
- 4) 灌装：为了提高对核心客户粘性，公司提供罐装等增值服务，为下游企业提供从研发到灌装等一整套服务。

图表3：主营业务以三片罐、两片罐等制罐为主



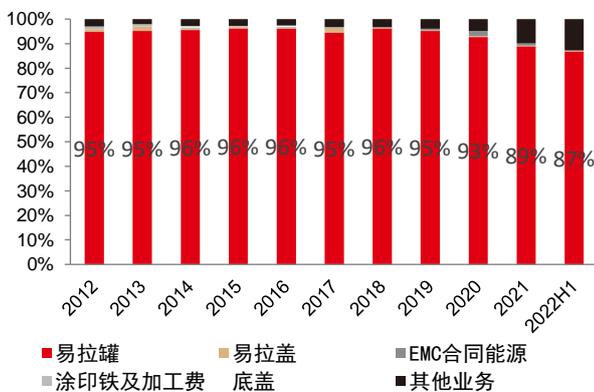
资料来源：公司公告，公司官网，中邮证券研究所

2.3 业务结构逐渐优化，盈利能力边际向上

业务结构优化&原材价格下行，盈利能力向上。公司成立以来以三片罐业务为主，主要供应养元、露露等植物饮料，2018年引入战略客户泰国天丝红牛，而公司原有两片罐产能用于供应王老吉、青岛啤酒等客户。2019年以来陆续收购并表太平洋制罐厂，两片罐产能规模扩张，行业地位明显提升，两片罐业务自此成为主要收入来源。2022年上半年公司易拉罐&瓶罐&涂印加工业务、盖子、其他业务等收入占比分别为86.84%、0.29%、12.76%。

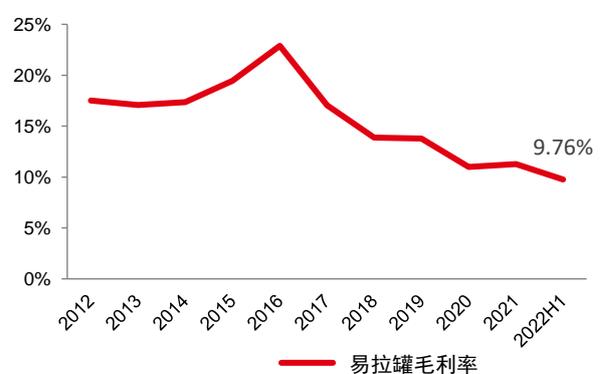
毛利率方面，由于两片罐整体毛利率低于三片罐毛利率，因此随着两片罐业务收入贡献提升，叠加铝材、马口铁等主要原材料自2020年价格持续上行，公司整体易拉罐毛利率持续向下，在2017年之前公司易拉罐整体毛利率在17%以上，2018年之后毛利率持续下滑至10%左右，2021年、2022H1公司易拉罐毛利率分别为11.27%、9.76%。我们认为随着太平洋制罐工厂并表陆续完成、海外柬埔寨工厂产能释放以及公司三片罐业务放量，叠加原材料价格下行，公司整体盈利水平将逐步向上发展。

图表4：公司以制罐业务为主



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表5：两片罐占比提升，公司整体易拉罐毛利率下行



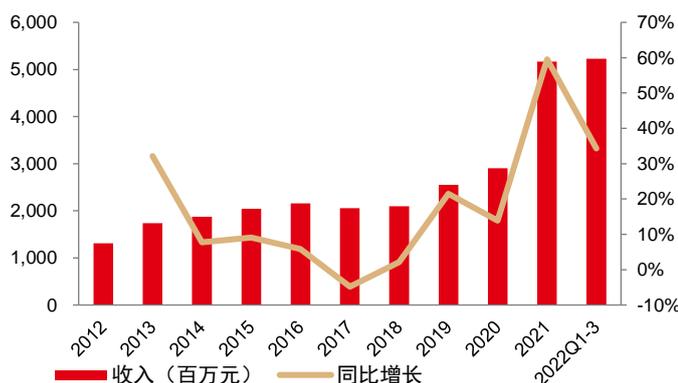
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.4 营收增长提速，利润端持续回升

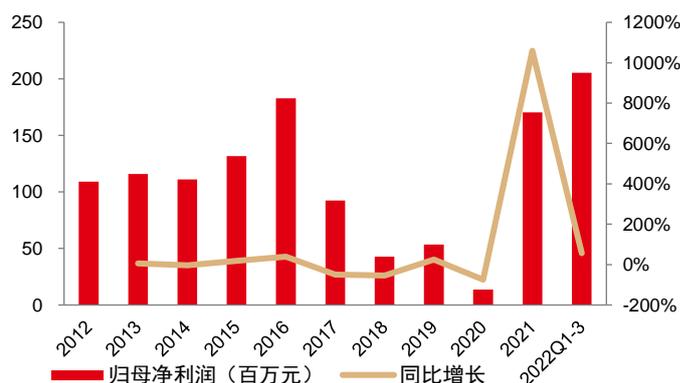
收入自 2017 年开始收入增长提速，主要得益于：1) 公司于 2018 年开始成功拓展天丝红牛战略客户，受益于功能饮料行业高景气发展以及天丝红牛产品放量，三片罐业务迎来新一轮成长期；2) 2019 年之后陆续收购并表太平洋制罐厂以及公司在国内外产能扩张等，业务规模快速扩大。2012-2017 年公司收入年复合增速 6%，而 2017-2021 年收入年复合增速 26%，收入增长提速，2021 年公司收入规模达 51.66 亿元，同比增长 60%。2022 年前三季度公司收入为 52.28 亿元，同比增长 34.30%，收入继续保持高增长。

利润端 2020 年见底开始回升。2017 年之前公司利润端波动基本与收入端波动趋势一致，但 2018-2020 年尤其是 2020 年利润与收入偏离明显，主要由于：1) 成本端：铝材、马口铁等主要原材料价格上涨较多，而价格传导有所滞后；2) 业务端：三片罐业务受疫情影响，下游客户需求萎缩等，单价&产能利用率均有所承压，另外两片罐行业竞争加剧，行业盈利能力走低；3) 费用端：公司产能扩张，融资规模增加导致财务费用率上行。以上多重因素影响下，公司利润端于 2020 年见底，2021 年及此后随着战略客户加速放量，海外柬埔寨工厂产能释放以及成本端逐步传导至下游客户等，公司利润端持续回升。2021 年公司归母净利润达 1.70 亿元，2022 年前三季度公司归母净利润为 2.05 亿元，同比增长 56.27%，业绩持续表现亮眼。

图表6：收入增长自 2018 年开始提速



图表7：利润于 2020 年见底开始回升

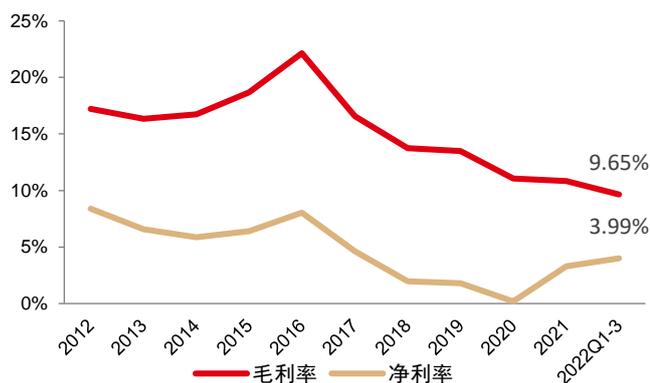


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

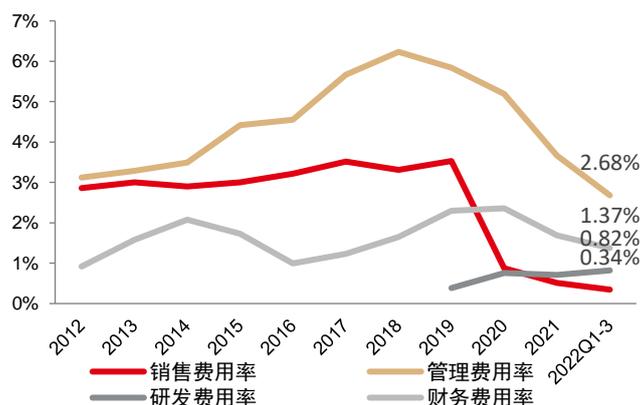
盈利能力改善，期间费用管控良好。公司毛利率水平于 2016 年达到高点后持续向下，至 2020 年公司整体毛利率下降趋势放缓，2021 年、2022 年前三季度整体毛利率分别为 10.85%、9.65%；净利率则于 2020 年触底至 0.19%，此后得益于公司期间费用率管控，净利率水平持续改善，2021 年公司净利率恢复至 3.30%，2022 年前三季度继续提升至 3.93%，预计受益于客户及业务结构优化，原材料价格下行以及费用率管控，公司整体盈利水平将持续改善。期间费用率方面，伴随公司产能规模的扩张，融资规模增加以及公司提高管理及研发等人员薪酬，公司管理费用率、研发费用率及财务费用率提升，导致期间费用率从 2012 年的 6.90% 提升至 2019 年的 12.05%，2019 年随着公司收入规模快速提升，以及公司减少不必要销售费用，并通过发行定增融资有效降低负债率，期间费用率下降明显，至 2021 年公司期间费用率下降至 6.57%，2022 年前三季度期间费用率继续下降至 5.22%。

图表8：盈利能力 2020 年触底后逐步改善



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表9：期间费用率管控良好

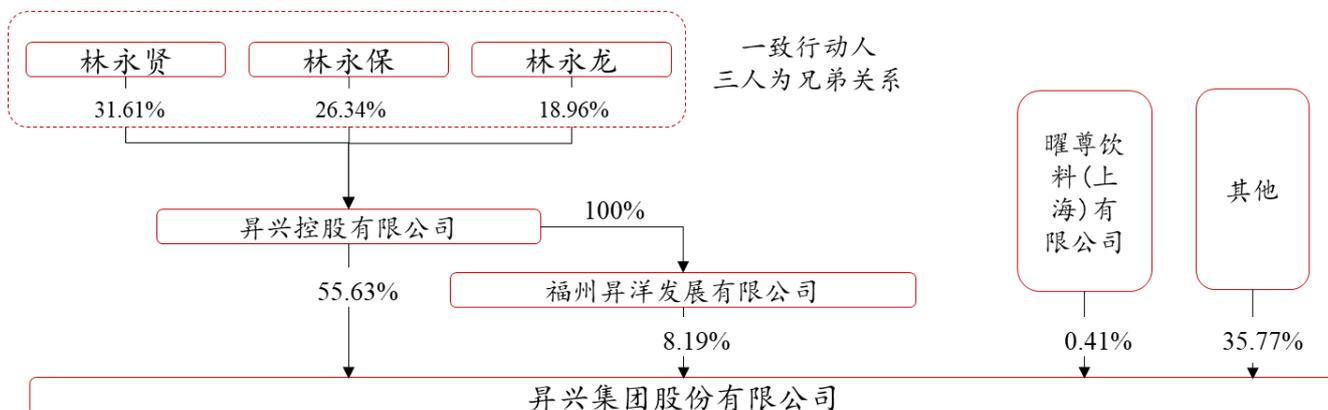


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.5 股权结构稳定，林氏家族为实控人

林氏家族为公司实控人，合计控制 63.82% 的股权。林永贤（现任董事长）、林永保（现任总裁）、林永龙等三兄弟为公司实际控制人，截至 2022 年三季报，林氏三兄弟通过昇兴控股（公司控股股东）持有公司 55.63% 的股权，通过福州昇洋发展有限公司持有 8.19% 股权，合计控制公司 63.82% 的股权。

图表10：公司股权结构稳定（截至 2022 年三季报）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.6 实施员工持股计划，深度绑定核心高管

员工持股计划完成，高管认购彰显信心。公司于 2020 年 6 月实施员工持股计划，参加对象为公司董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员、与公司或下属公司签订劳动或劳务合同的其他员工及经董事会认定的其他员工，合计不超过 60 人。截至 2020 年 11 月 28 日，第一期员工持股计划已完成购买，认购的资金总额为 2483.85 万元，累计买入公司股票 466.17 万股，占公司总股本 0.48%，成交均价为 5.33 元/股。本次持股计划高管认购占比近半，充分体

现管理层对未来发展的信心。

图表11：员工持股计划高管认购占比近半

序号	姓名	职务	认购金额（万元）	认购比例
1	刘嘉屹	董事、副总裁、董事会秘书	200	8.05%
2	吴武良	副总裁	180	7.25%
3	童晓冬	副总裁	80	3.22%
4	王礼雨	副总裁	50	2.01%
5	林斌	副总裁	680	27.39%
6	黄冀湘	财务总监	30	1.21%
7	丘鸿长	监事	20	0.81%
董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员小计			1240	49.94%
其他员工			1243	50.06%
合计			2483	100%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

3 金属包装行业：供需格局改善，利润触底回升

3.1 金属包装环保优势明显，下游应用领域广

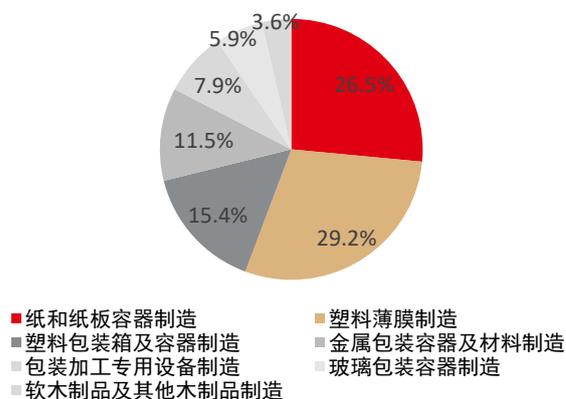
金属包装优势明显，产品应用领域广。相比于其他包装形式，金属包装环保、空间利用等优势，可通过回收、再生进行无限次重复利用的资源。此外，由于其具有较强的阻隔和防护性能，可为内容物提供优良保护，能够更长时间保持商品质量，并且因为质量轻薄、耐压强度高，能够节约产品放置空间并且降低运输成本。因此，金属包装下游应用领域广泛，适用于食品饮料、化工、药品、化妆品等行业。据中国包装联合会，2021年金属包装行业收入占包装行业收入比重为11.5%，次于纸包装、塑料薄膜、塑料包装等细分行业，收入占比排名第四。

图表12：金属包装具有环保、空间利用优势等优势

包装类型	主要上游产业	主要下游产业	主要产品类型
纸质包装	造纸、油墨、机械设备	电子电器、食品、烟草、食品饮料、医药	彩盒（含精品盒）、纸箱、说明书、无菌复合纸包装、纸袋
塑料包装	化工原料、机械设备	食品、药品、服装、日化用品	软管产品、注塑产品、复合高阻隔包材
金属包装	金属制品（马口铁、铝材等）、涂料、油墨、机械设备	食品、饮料、化工、药品、化妆品、军火	易拉罐（包括三片罐、二片罐）、气雾罐、食品罐和各类瓶盖
玻璃包装	矿物、化工原料、燃料、机械设备等	食品、饮料、酒、化妆品、医药等	各种瓶类

资料来源：嘉美包装招股书，中邮证券研究所

图表13：2021年金属包装收入占包装行业比重11.5%



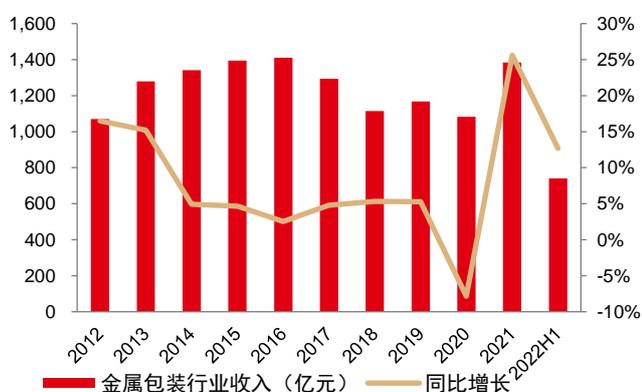
资料来源：中国包装联合会，中邮证券研究所

金属包装行业收入高增，利润率逐步修复。2015年以来受下游食品饮料行业向高标准行业有序发展以及疫情等多种因素影响，据中国包装联合会，金属包装行业收入由2016年1410

亿元逐步下降至 2020 年的 1083 亿元，2021 年以来随着下游啤酒罐化率持续提升、禁塑令执行以及消费需求逐渐恢复，金属包装行业收入增长提速，且保持双位数高增长态势，2021 年、2022 年上半年金属包装行业收入分别为 1384 亿元、741 亿元，同比分别增长 25.61%、12.66%，行业整体需求持续向好。

此外，经过多年的行业整合，外资及部分中小企业逐步退出，行业竞争格局逐渐稳定，市场回归供求相对均衡状态，相应的，金属包装行业利润端逐步修复，据中国包装联合会，金属包装行业利润总额由 2016 年 88 亿元下降至 2019 年 48 亿元，2019 年金属包装行业利润总额触底，自 2020 年后行业利润总额缓慢提升，2021 年、2022 年上半年行业利润总额分别为 56.73 亿元、29.71 亿元，同比分别增长 2.66%、9.32%，我们预计随着马口铁、铝材等主要原材料价格下行，下游啤酒向高端化逐步发展以及行业格局持续优化，金属包装行业盈利端将进一步改善。

图表14：2021年起金属包装行业收入呈双位数高增长



图表15：2020年金属包装行业利润逐渐修复



资料来源：国家统计局，中国包装联合会，中邮证券研究所

资料来源：国家统计局，中国包装联合会，中邮证券研究所

3.2 三片罐：供求格局稳定，需求持续受益于功能性饮料行业发展

需求端：受益于功能饮料行业发展，三片罐需求稳步提升。三片罐以马口铁为主要原材料，由罐身、罐底和罐盖三部分组成，由于其刚性好、材料利用率高及罐体耐高温性能等方面的优势，在八宝粥、功能饮料、植物蛋白饮料、咖啡等下游应用领域起主导地位。

近年来饮料行业产量呈现先降后升趋势，据国家统计局，2020 年我国软饮料产量 1.63 亿吨，同比-8.0%，而 2021 年产量有所回升，产量达到 1.83 亿吨，同比+12.2%，2022 年 1-10 月受全国各地疫情影响，线下聚会、婚庆等消费场所有所受损，软饮料行业基本保持平稳波动，2022 年 1-10 月软饮料行业产量达 1.57 亿吨，同比-0.2%，基本持平。随着疫情管控优化，消费场景逐步恢复，预计软饮料行业有所改善。

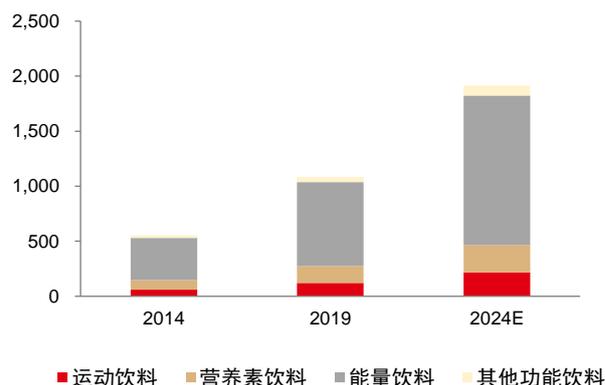
细分来看，由于快节奏的生活给人们带来了疲惫感，功能性饮料逐渐作为学习工作中的必备“伴侣”，这都使得维生素、运动、能量等功能饮料得到了较快的发展，据艾媒咨询，2014-2019 年功能饮料市场整体年复合增速 12.0%，高于整体软饮料行业 1.3%年复合增速，其中，能量饮料行业是功能饮料市场主要品种，2019 年能量饮料占功能饮料市场份额 71%。2020 年以来受疫情影响，线下消费短期承压，但随着疫情管控优化，消费场景恢复，终端需求预计将逐步改善，从而带来三片罐行业稳步发展。

图表16: 软饮料行业产量呈现先降后升态势



资料来源: 国家统计局, 中邮证券研究所

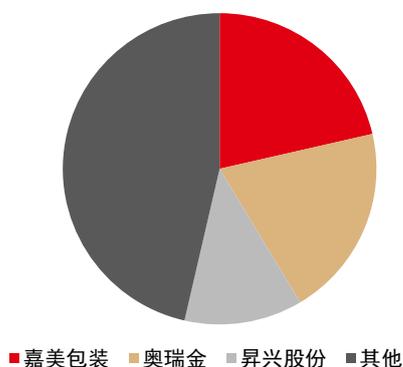
图表17: 功能饮料市场规模稳步提升 (单位: 亿元)



资料来源: 艾媒咨询, 中邮证券研究所

供给端: 三片罐市场供应格局有提升空间。经过多轮洗牌, 行业格局持续优化, 另外, 头部企业与下游客户“共生式”的发展模式, 进一步压缩小厂的生存空间, 如奥瑞金深度绑定华彬红牛, 嘉美包装三片罐客户主要为养元饮品、银鹭等, 昇兴股份拥有天丝红牛等战略供应商, 中粮包装为露露、伊利等提供服务, 市场供应格局基本稳定。据前瞻产业研究院数据显示, 2020年三片罐市场主要领先企业分别为奥瑞金、嘉美包装、昇兴股份等, 前三大领先企业合计份额54%。

图表18: 三片罐行业龙头占比高 (2020年)



资料来源: 前瞻产业研究院, 中邮证券研究所

图表19: 头部三片罐企业深度绑定下游客户

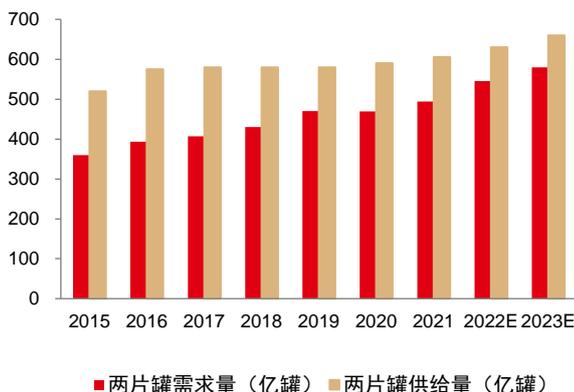
公司	三片罐主要客户
奥瑞金	华彬红牛、达利园、君乐宝等
嘉美包装	养元饮品、银鹭
昇兴股份	天丝红牛、养元饮品、露露、银鹭等
中粮包装	银鹭、露露、养元、伊利等

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

3.3 两片罐供求格局持续优化, 啤酒罐化率驱动力度强劲

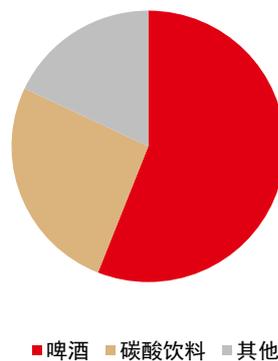
两片罐市场供求紧平衡, 行业集中度逐渐上升。21世纪后, 随着我国餐饮行业的持续发展及新技术引进和更新, 金属包装行业迎来快速发展机遇, 特别是2010年后, 由于两片罐生产过程中减少了罐体和罐底粘合步骤, 其高生产效率及优越的密封性能受到行业一致看好, 国内外厂商纷纷加码布局, 此后两片罐市场供给经历了非理性快速扩张及产能利用率急剧下降。十三五以来, 下游餐饮行业政策的高标准及严要求造成金属包装终端软饮需求下降, 也进一步推动了两片罐市场供求协调发展及金属包装行业结构性调整。据中粮包装, 2021年两片罐市场总产能维持在600亿罐左右, 需求量约500亿罐, 行业整体供需紧平衡。从下游需求端看, 两片罐下游主要应用于啤酒、碳酸饮料行业, 其中, 啤酒是两片罐主要的应用市场。

图表20：两片罐市场供需达紧平衡



资料来源：中粮包装公告，中邮证券研究所

图表21：两片罐下游主要应用于啤酒等领域（2019年）



资料来源：智研咨询，国家统计局，中邮证券研究所

需求端：啤酒产量回升，高端化发展趋势明显。受国内人口老龄化趋势加强、消费者健康意识强化及消费主力军变动影响，我国啤酒产量保持较高水平，2010 以来每年啤酒产量保持在 3400-5000 万千升，其中，受疫情等冲击，我国啤酒产量于 2020 年触底至 3411 万千升，2021 年啤酒产量回升明显，2021 年我国啤酒产量 3562 万千升，同比+4.4%，增速自 2014 年以来首次实现正增长。

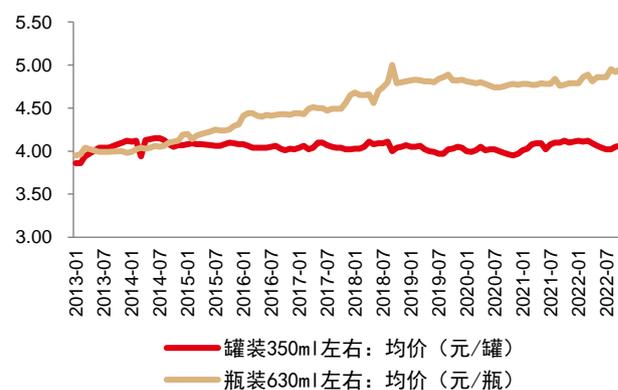
从啤酒单价看，我国啤酒单价从 2013 年开始啤酒单价稳步提升，啤酒行业开启高端化竞争，罐装 350ml 啤酒价格由 2013 年的 3.86 元/罐提升至目前的 4.06 元/罐，增幅 5%；瓶装 630ml 啤酒均价由 2013 年的 3.95 元/瓶提升至目前的 4.95 元/瓶，增幅 25%，行业整体的增长主要来源于均价的提升，预计随着下游啤酒逐步向高端化发展，啤酒均价或将继续提升。

图表22：我国啤酒产量于 2020 年触底回升



资料来源：国家统计局，Wind，中邮证券研究所

图表23：我国啤酒高端化趋势明显

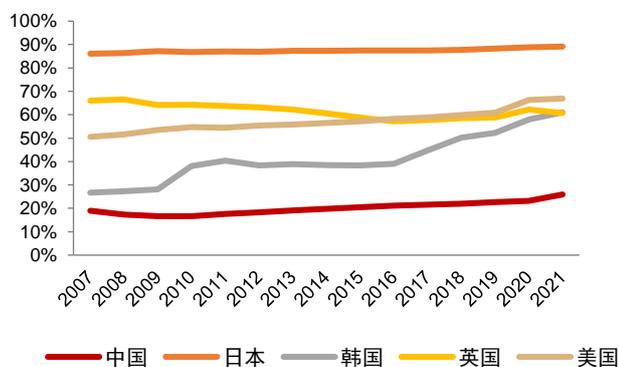


资料来源：国家发改委，Wind，中邮证券研究所

需求端：啤酒罐化率提升，两片罐需求端稳步增长。随着啤酒高端化趋势的显现，下游啤酒企业对于成本管控愈加严格。从啤酒包装看，两片罐相较于传统的玻璃瓶在生产成本及回收、终端投放方面具有明显优势，因此，环保倒逼、啤酒高端化发展以及电商等渠道的快速发展以及啤酒企业产能调整导致运输半径增加，我国啤酒罐化率快速提升。据欧瑞国际，2007 年中国啤酒罐化率仅为 19%，至 2021 年提升至 26%，啤酒罐化率持续提升，带动两片罐行业需求稳步增长。但对标海外，我国啤酒罐化率仍有较大提升空间，据欧睿国际，2021 年美国、英国、韩国、日本等啤酒罐化率分别为 67%、61%、89%，我国啤酒罐化率提升空间大。啤酒罐化率持

持续提升，预计将带动两片罐市场需求及盈利进一步扩大，据欧瑞国际及我们测算，2025 年我国啤酒罐化率有望提升至 28.28%，预计由于啤酒罐化率提升带来两片罐市场需求至 251 亿罐，即每年对两片罐市场需求提升 10-15 亿罐。

图表24：我国啤酒罐化率逐年提升且提升空间大



图表25：啤酒罐化率提升持续促进两片罐需求

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
啤酒产量 (万千升)	3,812	3,765	3,411	3,562	3,491	3,556	3,557	3,543
yoy	-13.39%	-1.23%	-9.41%	4.44%	-2.01%	1.88%	0.01%	-0.37%
单罐啤酒 (ml)	400	400	400	400	400	400	400	400
啤酒产量 (亿罐)	953	941	853	891	873	889	889	886
罐化率	22.03%	22.66%	23.25%	25.91%	25.07%	26.21%	27.25%	28.28%
二片罐需求 (亿罐)	210	213	198	231	219	233	242	251

资料来源：欧瑞国际，中邮证券研究所

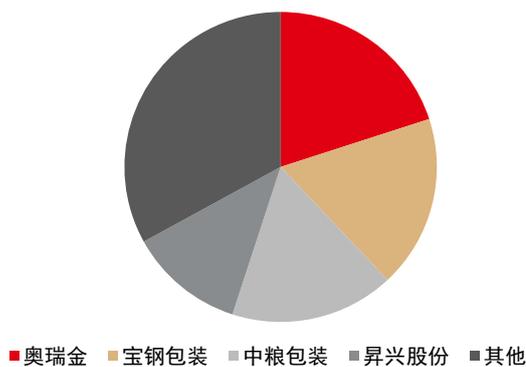
资料来源：国家统计局，欧瑞国际，中邮证券研究所

供给端：行业集中度提高，龙头企业议价能力较强。两片罐产能由于建设成本较高导致行业准入门槛较高，加上近年来环境保护对于头部企业的产能运营压力进一步增强。此外，头部企业积极进行产业结构升级，通过高端化产品路线，提高产品附加价值，满足客户的高端化产品需求，增加客户粘性，行业集中度进一步提高，据前瞻产业研究院，2020 年两片罐 CR4 高达 75%。另外，从龙头企业国内新产能规划看，国内市场新产能布局主要集中于云南、沈阳、贵州等供需格局相对较优地区，新增产能体量也相对较小。

图表26：我国两片罐头部企业客户优势领先

企业	两片罐主要客户
奥瑞金	青岛啤酒、百威啤酒、百事可乐、可口可乐等
嘉美包装	王老吉、燕京啤酒、达利集团
昇兴股份	王老吉、雪花啤酒、青岛啤酒、百事可乐、可口可乐等
宝钢包装	百威啤酒、雪花啤酒、青岛啤酒、百事可乐、可口可乐等
中粮包装	加多宝、可口可乐、雪花啤酒、青岛啤酒、百威啤酒等

图表27：我国两片罐行业格局持续优化



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

资料来源：前瞻产业研究院，中邮证券研究所

龙头企业积极出海，加速拓展国际市场。由于海外市场两片罐行业盈利整体水平高于国内市场，且行业保持稳步增长，其中东南亚市场由于地处热带和亚热带，有消费饮料和啤酒的生活习惯，且旅游业发达，在一定程度上促进了两片罐需求的增长，东南亚市场成为两片罐全球快速增长区域之一。而与此同时，东南亚市场的整体二片罐供需格局相对平衡，竞争环境相对较好。因此，近几年国外国内金属包装行业龙头纷纷加速布局，以柬埔寨为例，全球领先的金属包装产品供应商 CROWN 集团，在柬埔寨生产经营已有 10 余年的历史，并于 2019 年再度投产增加生产线，公司也于 2019 年进军柬埔寨建设当地生产基地，宝钢包装于 2022 年非公开发

行建设柬埔寨工厂，加速抢占柬埔寨等东南亚市场，进一步打开成长空间，拓展盈利能力。

图表28：龙头企业加速东南亚等市场布局

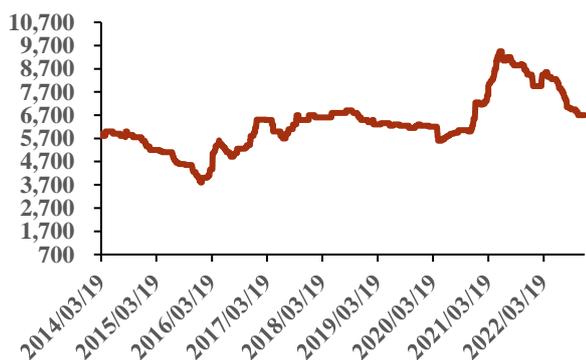
时间	事件
2012年	宝钢包装开始越南业务
2019年9月	昇兴股份在柬埔寨新建年产6亿罐两片罐生产线
2019年底	中粮包装在比利时年产10亿罐生产线投产
2020年5月	宝钢包装公告将于马来西亚新建年产8亿罐生产线
2020年8月	昇兴股份在柬埔寨投建二期生产基地，年产6亿罐两片罐
2022年11月	宝钢包装非公开发行，新建柬埔寨工厂年产12亿罐两片罐生产线

资料来源：各公司公告，中邮证券研究所

3.4 主要原材料价格下行，行业成本端改善明显

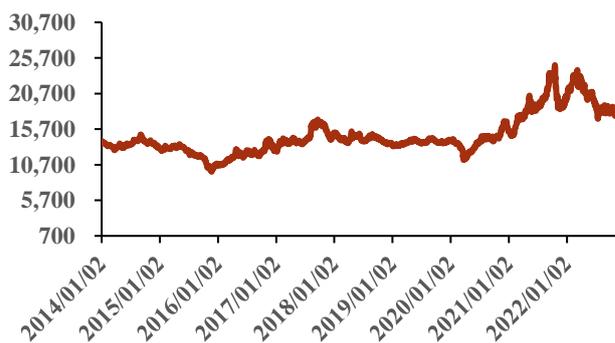
原材料价格下行，行业盈利能力改善。金属包装中原材料是主要的营业成本，其中，三片罐主要原材料为马口铁，两片罐及铝瓶主要原材料为铝材。据昇兴股份，原材料成本占营业成本比重约8成。从目前来看，马口铁、铝材价格均呈不同幅度的下降态势，其中，马口铁价格于2020年11月从6000元/吨快速上涨至2021年6月最高点9500元/吨，随后一路震荡向下至目前的6700元/吨，目前价位同比下降21%，较年初下降19%；铝材价格于2022年3月高点2.3万元/吨回落至7月的1.7万元/吨，随后在欧洲产能限产以及国内部分区域缺水等影响下，铝材价格回升至目前铝材价格约1.9万元/吨，目前价位较年初下滑8%，较3月高点下降17%。原材料价格下行，行业成本端持续改善。

图表29：马口铁价格持续下行



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表30：铝材价格高点回落



资料来源：Wind，中邮证券研究所

4 三片罐：受益于核心客户放量，有望迎来新一轮成长期

4.1 天丝红牛加快中国市场布局，产品销售放量明显

天丝红牛加快中国市场布局，产品销售放量明显。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。2021年9月，天丝集团北京办公室正式启用，新公司的设立能够让其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，标志着天丝集团在华投资的进一步落地。

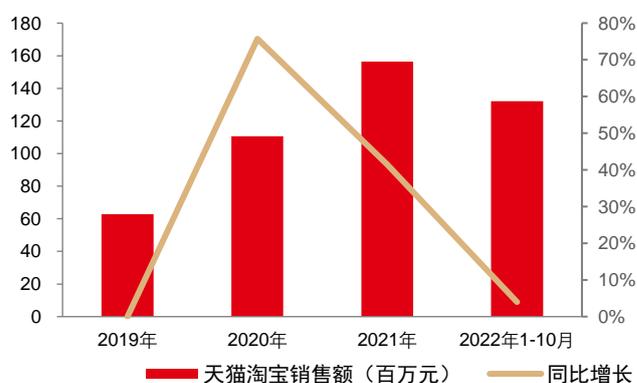
相应的，天丝红牛产品端不断丰富，2019年4月底，泰国天丝红牛推出红牛安奈吉饮料，主打新添西洋参提取物；同年10月，授权普盛食品销售红牛维生素风味饮料，主打原装进口，红牛品牌经典风味与高品质原材料结合，快速打开中国市场销售。2022年4月，红牛安奈吉改名为红牛维生素牛磺酸饮料，口味也进行大幅调整，降低西洋参提取物含量，口感趋于中国红牛口感。2022年11月天丝红牛首发新品“0糖果味红牛®维生素能量饮料”，该饮料自泰国原装进口，有混合水果味道、百香果味两种口味，进一步满足终端消费者对多元化、高品质产品需求。

图表31：天丝红牛产品不断丰富



资料来源：天丝红牛官方公众号，中邮证券研究所

图表32：天丝红牛天猫淘宝销售额逐年走高



资料来源：通联数据，中邮证券研究所

4.2 深度绑定天丝红牛，三片罐业务量价齐升

深度绑定天丝红牛，三片罐业务迎来新一轮成长期。2018年公司子公司中山昇兴与红牛安奈吉国内运营商广州曜能量饮料有限公司签署《罐装功能饮料代加工合同》，合同期限自2018年5月25日始至2028年5月24日止，共计十年。此后，中山昇兴为红牛安奈吉产品供应空罐和提供灌装服务。2020年6月，公司正式启动与天丝红牛维生素风味饮料项目，同年12月中山基地首批红牛维生素风味饮料产品发运。2020年11月开始，中山灌装四线商业化生产红牛维生素风味饮料，灌装年产能达到13.4亿罐。公司深度绑定天丝红牛，与天丝红牛形成长期战略合作关系，此外，由于红牛对罐品质要求较高，罐单价高于普通三片罐客户，随着天丝红牛在国内市场的快速放量，公司三片罐产线产能利用率提升，三片罐业务有望迎来新一轮成长周期。

图表33：深度绑定天丝红牛

时间	布局
2018年	子公司中山昇兴与曜能量签订《罐装功能饮料代加工合同》，合同期10年至2028年5月24日止
2019年5月	中山昇兴开始为红牛安奈吉供应空罐及罐装
2019年8月	中山昇兴罐装线开始商业化量产
2019年	成都、西安等工厂为红牛安奈吉供应空罐
2020年6月	正式启动红牛维生素风味饮料合作项目
2020年11月	中山公司罐装四线商业化红牛维生素风味饮料
2021年4月	宁夏公司三片罐项目二期投产

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表34：昇兴中山基地于2020年首批红牛产品发运



资料来源：公司官方公众号，中邮证券研究所

5 两片罐：国内市场盈利向上，海外柬埔寨产能陆续释放

5.1 收购太平洋制罐厂，两片罐产能大幅提升

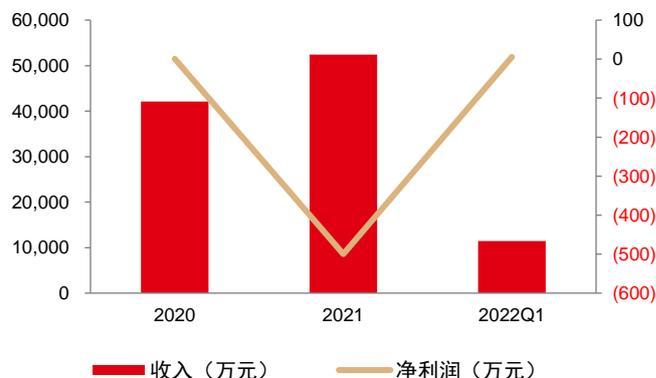
逐步收购太平洋制罐，完善两片罐业务布局。太平洋制罐厂是中国领先的专门生产两片铝饮料罐的生产商，拥有多个生产基地，主要客户包括青岛啤酒、广药王老吉、百事可乐、可口可乐、华润雪花、百威英博、燕京啤酒等国内知名的啤酒及饮料企业，罐型较为齐全。2016年公司参投产业并购基金，筹划收购“太平洋制罐集团”旗下公司股权，并于2019年起陆续收购并表太平洋制罐（漳州）、太平洋制罐（武汉）、太平洋制罐（沈阳）、太平洋制罐（青岛）、太平洋制罐（肇庆）公司，两片罐业务产能规模快速扩张，目前公司已启动对太平洋制罐（北京）公司的收购，收购完成后，公司两片罐产能持续增加。此外，公司对太平洋制罐各公司产线进行技改，各公司产能规模进一步扩张，截至目前，公司两片罐产能规模排名靠前，与宝钢包装、奥瑞金、中粮包装等同处于领先水平。

图表35：公司逐步收购并表太平洋制罐国内工厂

时间	事件
2016年10月	设立产业并购基金，计划先后收购太平洋制罐6家中国工厂，共计约70亿罐产能。
2019年	收购并表太平洋制罐（漳州）工厂、太平洋制罐（武汉）工厂
2021年1月	收购并表太平洋制罐（沈阳）工厂
2022年3月	收购并表太平洋制罐（青岛）工厂
2022年8月	拟收购太平洋制罐（北京）工厂
2022年9月	收购并表太平洋制罐（肇庆）工厂

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表36：太平洋制罐（北京）收入体量逐年提升



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

5.2 柬埔寨生产基地产能释放，两片罐收入稳步增长

柬埔寨产能释放，带动业绩高增。柬埔寨工厂作为公司首个海外项目，于2021年二季度开始试生产，并于四季度正式投产，在2022年开始贡献利润。此外，由于柬埔寨工厂目前需求大幅度增长，公司已启动柬埔寨工厂的二期建设，并于2022年上半年完成。柬埔寨工厂已锁定国际知名客户订单，公司将积极推动柬埔寨基地产能释放，以建立全球金属包装标杆工厂的要求保证产品质量和客户服务能力，以产品质量高、客户服务口碑好、高标准生产工艺、严控生产成本和高经营绩效等核心经营管理要求，成为公司海外标杆示范工厂的最佳实践。

从单罐和盈利来看，东南亚市场两片罐定价以及毛利率水平平均高于国内市场。随着二期产能的建设和释放，公司柬埔寨工厂逐渐成为公司业绩增长点之一，对公司收入尤其是利润端贡献逐步增加。

图表37：柬埔寨产能加速布局



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

图表38：公司持续布局柬埔寨产能

时间	布局
2019年9月	在柬埔寨新建一期生产线（6亿罐两片罐，可生产330ML普通罐和SLIM罐）及配套设施
2020年8月	投入1800万元用于二期产能建设
2021年4月	二期产能技改扩建，项目总投资不超过1.11亿元
2021年10月	一期产能完成爬坡
2022年4月	二期产能投入使用

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

6 铝瓶：高端啤酒罐装，盈利弹性大

6.1 收购博德科技，切入高端铝瓶市场

收购博德科技，切入高端铝瓶市场。铝瓶相较于传统的玻璃瓶，具有环保节能、便于运输、耐高低温、导热性好、耐久性强、遮光性好等优点，满足了饮料行业高温灭菌、长期保质的需求，另外，铝瓶印刷附着力强，防伪性高，印刷图案、商标鲜艳美观，可为客户提供更具个性化的产品包装。而相较于铝制两片罐，铝瓶造型新颖、丰富、抗压性强，主要用于高端产品包装，与铝制两片罐在产品系列上形成互补。

为了满足下游客户对高端市场包装需求，抢占高端铝瓶市场发展先机，公司于2017年通过定增方式收购博德科技70%的股权，切入铝瓶领域。博德科技自成立以来一直从事食品级铝瓶的设计、生产及销售服务，产品目前主要用于啤酒高端产品包装，产品应用场景多在婚庆、酒吧及娱乐消费等高端场所。

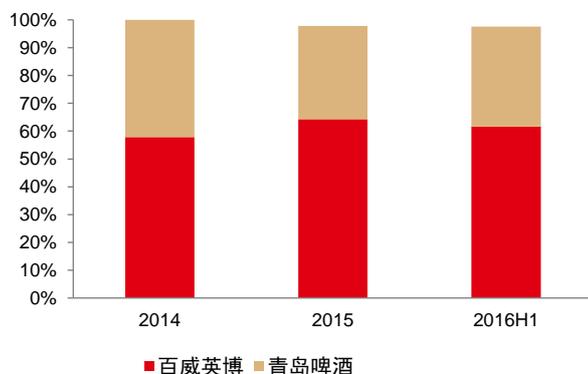
图表39：博德科技产品主要用于高端产品包装


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表40：博德铝瓶自动化生产设备


资料来源：公司官网，中邮证券研究所

博德科技为国内率先引入铝瓶包装生产线的企业之一，拥有国际先进的自动化生产线，2015年博德科技产能约7200万只。博德科技在关键生产工艺环节创新形成了成熟的自有技术，具备较强的产品质量控制能力，在生产技术、产品质量、客户资源等方面形成的市场竞争力，目前主要客户为青岛啤酒、百威英博等知名啤酒制造商，据公司公告，2016年上半年百威英博、青岛啤酒分别贡献收入62%、36%。此外，公司不断拓展新客户，与四川成都建华食品等建立合作关系，应用领域从啤酒行业向食品行业拓展。

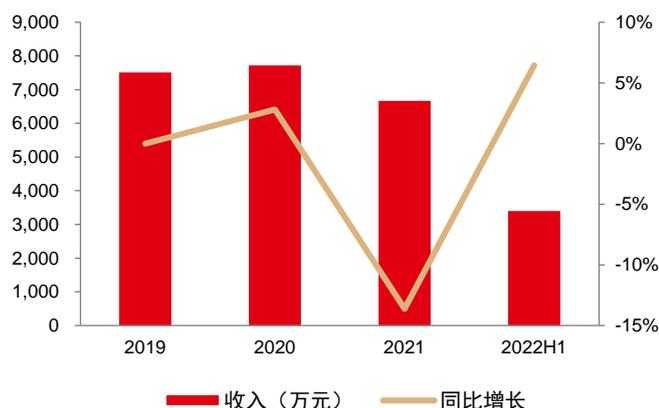
图表41：博德科技主要客户为百威、青啤


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

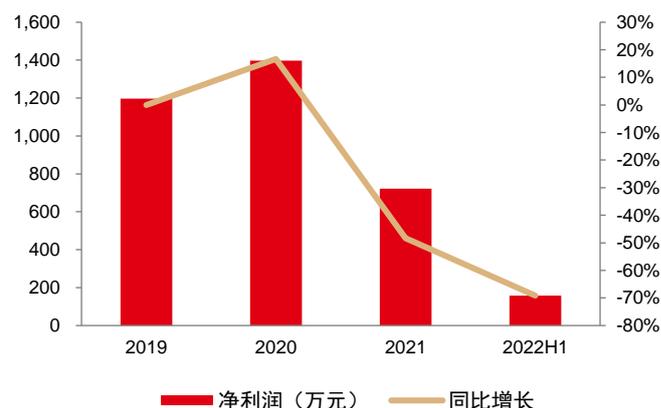
图表42：百威啤酒经典红色铝瓶


资料来源：公司官网，中邮证券研究所

受疫情影响线下消费场景，博德科技产能利用率不足，整体收入、净利润规模下降明显，2021年博德科技收入约6670万元，净利润仅为722万元；2022年上半年博德科技收入约3399万元，净利润为158万元，整体业绩处于较低水平。从盈利水平看，目前虽然博德科技产能利用率不足，但净利率水平仍显著高于公司整体盈利水平，2021、2022H1博德科技净利率分别为10.83%、4.64%，显著高于公司整体净利率3.30%、3.64%，预计随着疫情管控的优化，下游应用场景的修复以及公司新客户的不断拓展，产能利用率提升，博德科技整体的收入及利润预计将有所提升，其中，利润弹性更大。

图表43：博德科技收入规模保持平稳


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

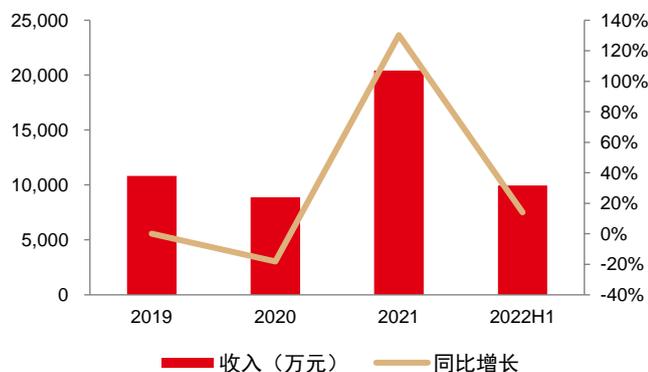
图表44：博德科技净利润受疫情影响较大


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

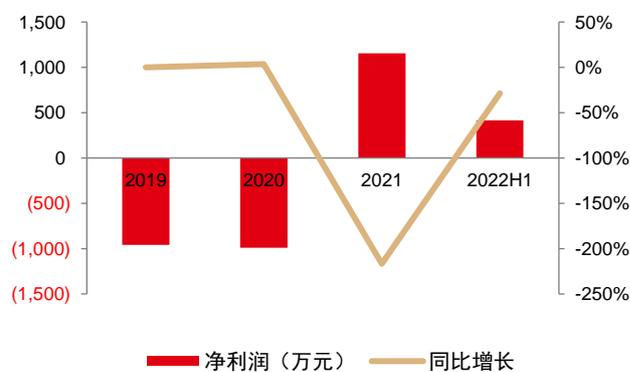
6.2 设立博得新材料，扩充铝瓶产能

成立昇兴博德新材料公司，提升高端铝瓶产能。在收购博德科技同时，公司于2017年与温州博德共同设立博德新材料公司，2018年加大投资，引入国际先进生产设备扩充高端铝瓶产能和开发新罐型，新建一条年产2.2亿只“旋口铝瓶”生产线。目前，公司控股子公司昇兴博德新材料的高端铝瓶产能已达2.2亿罐/年，已跃居国内领先地位，有助于公司把握住国内高端啤酒增长商机，促进了昇兴博德新材料取得国内多数啤酒品牌企业的高端铝瓶供应商资质和长期合同。

随着2019年博德新材料产线的投产，公司将青岛啤酒和百威啤酒的部分订单分配给博德新材料，博德新材料营收规模快速扩张，2020年、2021年博得新材料收入分别为0.89、2.04亿元，占公司收入比重分别为2.75%、3.95%，对整体收入贡献逐步增加；利润方面，随着订单逐步增加，博德新材料产线跑顺，净利润自2021年开始实现正贡献，2020、2021年博德新材料实现净利润分别为-991、1156万元，净利率分别为-11.17%、5.66%，净利率水平高于传统两片罐、三片罐业务，但受疫情对线下消费场景等影响，公司产能利用率不足，盈利水平仍处于较低水平，预计随着疫情管控优化，下游消费场景逐步恢复，公司产能利用率提升，博德新材料收入以及盈利水平有较大的提升空间。

图表45：博德新材料收入快速扩张


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表46：博德新材料净利润于2021年实现正贡献


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

7 灌装：产能快速扩张，提升战略客户增值配套服务能力

提供罐装业务，增强客户粘性。根据公司官网，公司罐装管理部及罐装工厂成立于 2016 年，同时在云南楚雄、广州中山建设现代化产线，为包括王老吉在内的核心客户提供罐装业务。随着核心客户产品逐步放量，公司在拓展制罐产线的同时，也不断拓展配套的罐装生产线。2018 年 7 月公司全资子公司昇兴（中山）投资建设罐装二期项目，并与广州曜能量签署《罐装功能饮料代加工合同》，合同约定，在中山昇兴取得为甲方代加工保健食品所需的食品生产许可证后，甲方及其关联公司将指定中山昇兴作为代加工商为甲方提供罐装功能饮料（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，实际开始执行日期以中山昇兴开始为甲方提供代加工业务开始计时共十年；2019 年初，中山昇兴二期罐装项目建成投产，并于 5 月开始为广州曜能量的红牛安奈吉（现改名为红牛牛磺酸）产品供应空罐及罐装服务；2021 年，安徽滁州的灌装基地完成建设，中山昇兴灌装基地不断增加生产线，成都灌装基地已经顺利投产。

公司不断建设、扩张罐装基地，新建设的灌装基地逐渐投入使用，大大提高了罐装业务产能，实现了制罐和灌装一体化商业模式，满足客户的配套服务需求，提高了综合服务能力，此外，罐装业务也有助于增厚业绩，且现金流相对稳定。

图表47：公司中山公司罐装于 19 年 10 月投产



资料来源：公司官方公众号，中邮证券研究所

图表48：公司成都公司罐装线于 21 年 8 月顺利投产



资料来源：公司官方公众号，中邮证券研究所

8 投资建议：

8.1 盈利预测

盈利预测假设：

1) **三片罐：量价齐升，迎来新一轮成长期。**受益于天丝红牛的放量以及下游功能饮料行业发展，公司三片罐业务有望迎来新的成长期。另外，供应天丝红牛三片罐的罐均价高于传统客户，随着天丝红牛快速放量，公司整体三片罐均价持续向上，且产能利用率水平进一步提升，从而带来盈利能力进一步抬升。

2) **两片罐：国内市场盈利向上，海外柬埔寨工厂放量。**国内两片罐行业供需紧平衡，且

随着铝材价格下行，盈利逐渐改善，另外太平洋工厂并表，公司收入快速提升。海外柬埔寨需求旺盛，公司产能扩张带来收入快速增长，且海外柬埔寨价格、盈利高于国内市场，随着占比提升，整体两片罐业务价格、盈利趋势向上。

3) **其他：铝瓶盈利弹性大，罐装等增值服务增加现金流。**铝瓶消费场景主要为线下婚庆、酒吧等场所，随着疫情管控优化，线下消费场景逐步恢复，预计收入及利润弹性较大；罐装等增值服务主要为增加客户粘性，盈利能力较低，但具有稳定现金流。

根据以上假设，我们维持此前对于公司的盈利预测，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%。

8.2 估值分析

我们选取同属于金属包装行业的宝钢包装、奥瑞金作为可比公司进行可比公司估值，具体如下：

图表49：可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				21A	22E	23E	21A	22E	23E
002701.SZ	奥瑞金	5.00	129	0.37	0.31	0.37	14	16	14
601968.SH	宝钢包装	7.14	86	0.24	0.28	0.35	30	26	20
	平均值			0.31	0.30	0.36	22	21	17
002752.SZ	昇兴股份	5.49	54	0.17	0.30	0.38	29	17	13

资料来源：Wind，中邮证券研究所 注：截至 2022 年 12 月 14 日数据

宝钢包装、奥瑞金等可比公司 2021-2023 年平均 PE 分别为 22/21/17 倍，而公司对应 PE 分别为 29/17/13 倍。考虑到公司主业边际向上，以及业务成长性，维持“买入”评级。

9 风险提示：

天丝红牛与华彬红牛官司进展不及预期风险。若官司进展不及预期或最终落地不利于天丝红牛方，那么天丝红牛在中国市场拓展速度或受到影响，从而对公司订单及产能利用率有所影响；

疫情扰动风险。公司产能为全球化布局，国内厂房分布较广，若疫情反复，则对公司生产节奏有所影响。另外，疫情反复限制线下消费场景，对下游客户消费需求短期或存在一定抑制，短期公司订单或有承压；

主要原料价格大幅上行风险。公司原材料成本是最主要成本，占营业成本约 7-8 成，主要原材料马口铁、铝材价格若继续向上波动，而公司提价滞后或提价幅度无法覆盖原材料上涨幅度，则对公司盈利端产生较大负面影响。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	5166	7187	8802	9273	营业收入	59.6%	39.1%	22.5%	5.4%
营业成本	4606	6491	7894	8273	营业利润	596.7%	68.2%	28.8%	20.6%
税金及附加	27	36	44	46	归属于母公司净利润	1,059.3%	70.3%	28.5%	20.5%
销售费用	26	28	37	37	获利能力				
管理费用	189	194	258	267	毛利率	10.8%	9.7%	10.3%	10.8%
研发费用	37	59	72	74	净利率	3.3%	4.0%	4.2%	4.8%
财务费用	87	57	76	59	ROE	6.3%	9.7%	11.1%	11.8%
资产减值损失	-7	0	0	0	ROIC	5.1%	6.6%	8.0%	8.5%
营业利润	214	360	464	559	偿债能力				
营业外收入	2	5	5	5	资产负债率	58.8%	59.4%	57.9%	55.0%
营业外支出	3	2	2	2	流动比率	1.02	0.96	1.03	1.12
利润总额	213	363	467	562	营运能力				
所得税	43	73	93	112	应收账款周转率	5.24	4.80	4.93	5.29
净利润	171	290	373	450	存货周转率	6.97	6.64	7.30	7.61
归母净利润	170	290	373	449	总资产周转率	0.86	1.01	1.13	1.11
每股收益(元)	0.17	0.30	0.38	0.46	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.17	0.30	0.38	0.46
货币资金	579	-165	507	727	每股净资产	2.78	3.05	3.43	3.89
交易性金融资产	161	61	61	61	估值比率				
应收票据及应收账款	1353	2161	1996	2126	PE	29.39	17.26	13.43	11.15
预付款项	252	292	316	331	PB	1.84	1.68	1.49	1.32
存货	938	1226	1186	1250	现金流量表				
流动资产合计	3453	3711	4213	4631	净利润	171	290	373	450
固定资产	2087	2261	2279	2239	折旧和摊销	262	226	232	240
在建工程	242	242	242	242	营运资本变动	-613	-625	417	-170
无形资产	263	563	663	763	其他	103	54	53	54
非流动资产合计	3287	3767	3885	3945	经营活动现金流净额	-77	-54	1075	573
资产总计	6740	7478	8098	8576	资本开支	-486	-697	-347	-297
短期借款	1056	1056	1056	1056	其他	-85	108	16	15
应付票据及应付账款	1777	2262	2474	2489	投资活动现金流净额	-571	-589	-331	-282
其他流动负债	545	536	571	584	股权融资	740	0	0	0
流动负债合计	3378	3854	4101	4130	债务融资	333	0	0	0
其他	586	586	586	586	其他	-431	-101	-72	-72
非流动负债合计	586	586	586	586	筹资活动现金流净额	642	-101	-72	-72
负债合计	3964	4440	4688	4716	现金及现金等价物净增加额	-8	-744	672	219
股本	977	977	977	977					
资本公积金	894	894	894	894					
未分配利润	808	1025	1343	1724					
少数股东权益	56	57	57	57					
其他	41	85	141	208					
所有者权益合计	2776	3037	3411	3860					
负债和所有者权益总计	6740	7478	8098	8576					

资料来源：公司公告，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
<p>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。</p> <p>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。</p>	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

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。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048