

# 昇兴股份 (002752.SZ)

## 金属包装龙头，内生外延、份额扩张

**金属包装领军企业，业绩持续增长。**公司系国内金属包装龙头企业之一，主要产品为饮料罐和食品罐，具备完整的产品矩阵和一体化服务体系。公司积累了在啤酒、凉茶、植物蛋白饮料、能量饮料等多个食品饮料细分行业的知名客户。2019-2023年公司营业收入CAGR为29.2%，归母净利润CAGR为58.0%，业绩表现良好。

**二片罐：国内啤酒罐化率提升，东南亚需求重回增长。**1) 国内：伴随着下游啤酒厂商追求高端化与降本增效，叠加环保因素，我们预测2025年国内二片罐需求可达到540亿罐，2021-2025年CAGR预计可达约2.3%。同时伴随着国内龙头的加速整合，未来行业议价能力有望加强。2) 东南亚：2020年后下游市场重回增长趋势，啤酒销售收入于2023年回升至222亿美元，软饮料销售收入于2022年回升至404.6亿美元。此外，由于海外二片罐市场具备更高的盈利水平，国内头部企业均积极拓展其海外产能，目前宝钢、昇兴、中粮已在海外有二片罐产能布局。

**三片罐：能量饮料快速放量，植物蛋白饮料稳健增长。**2022年我国三片罐行业产量/需求量分别为310.5/305.3亿罐，产量与需求量增长情况基本匹配。下游市场方面：1) 能量饮料：2022年我国能量饮料市场规模为1459亿元，2017-2022年CAGR为11.0%，整体呈现快速增长趋势。其中，红牛在能量饮料中占据领先份额，2022年占比约41.2%，伴随着人们消费习惯改善，需求有望持续增长。2) 植物蛋白饮料：2022年我国植物蛋白饮料市场规模为1351亿元，2017-2022年CAGR为3.4%，整体呈现稳健增长态势。

**深度绑定B端客户，内生外延产能扩张。**公司采取“贴近式”经营模式，其产能扩张与客户深度绑定。1) 二片罐：公司下游客户涵盖凉茶、啤酒、碳酸饮料领域，公司自2019年-2023年陆续完成了针对太平洋制罐6家二片罐工厂的收购并对已有产能进行技改扩产，二片罐产能迅速增长；公司在东南亚绑定国际知名客户，并于2019年于柬埔寨投资建厂，正式开展海外业务。2020-2023年CAGR达到111.2%，且海外业务毛利率约20%，高于国内同业二片罐水平。2) 三片罐：能量饮料方面，公司深度绑定天丝红牛，2021-2023年其累计在华投资10.6亿元以建设相关产能，并于2023年新增投资13亿元于广西建厂，公司亦同步在天丝红牛生产基地所在城市开设相应的三片罐制罐及灌装产能，三片罐业绩预计进一步提升。植物蛋白饮料方面，公司于养元饮品及承德露露的采购份额中占比稳定，相应三片罐收入预计受益于植物蛋白饮料需求的稳健增长。伴随着公司海外高毛利产能以及三片罐产能增长，公司盈利有望改善。

**盈利预测：**2024-2026年公司归母净利润将分别为4.8、5.7、6.5亿元，对应PE估值分别为9.6X、8.1X、7.1X。考虑到行业资本开支较重、整体负债率较高且竞争充分，我们采取EV/EBITDA估值法。预计2024-2026年公司EBITDA将分别为8.6、10.5、11.6亿元，对应EV/EBITDA分别为6.6X、4.7X、4.3X。2024年可比公司EV/EBITDA平均估值为8.6X，考虑到公司产能布局充分、盈利结构改善，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**人民币汇率波动，海外需求复苏不及预期，原材料价格波动，产能爬坡不及预期，测算误差风险，数据滞后性风险。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,052	7,095	7,555	8,414	9,372
增长率 yoy (%)	23.8	0.6	6.5	11.4	11.4
EBITDA(百万元)	651	827	864	1,054	1,161
增长率 yoy (%)	14.3	27.1	4.4	22.1	10.1
归母净利润(百万元)	209	333	478	567	648
增长率 yoy (%)	22.7	59.3	43.4	18.6	14.5
EPS 最新摊薄(元/股)	0.21	0.34	0.49	0.58	0.66
EV/EBITDA	9.4	6.8	6.6	4.7	4.3
P/E(倍)	21.9	13.8	9.6	8.1	7.1

资料：Wind，国盛证券研究所注：股价为2024年8月8日收盘价

### 买入(首次)

#### 股票信息

行业	包装印刷
8月8日收盘价(元)	4.69
总市值(百万元)	4,581.75
总股本(百万股)	976.92
其中自由流通股(%)	99.98
30日日均成交量(百万股)	8.34

#### 股价走势



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	4011	4640	4867	5544	6137
现金	812	1628	1231	1825	1706
应收票据及应收账款	1973	1827	2220	2287	2732
其他应收款	50	12	54	19	63
预付账款	115	197	135	235	177
存货	947	831	1081	1032	1313
其他流动资产	114	146	146	146	146
<b>非流动资产</b>	4116	3952	3970	4128	4263
长期投资	29	39	53	67	82
固定资产	2869	2958	2957	3089	3199
无形资产	366	375	401	419	438
其他非流动资产	852	580	559	553	544
<b>资产总计</b>	8127	8592	8837	9672	10400
<b>流动负债</b>	4175	4910	4961	5372	5624
短期借款	1326	1882	1882	1882	1882
应付票据及应付账款	2364	2587	2737	3147	3383
其他流动负债	484	441	342	343	359
<b>非流动负债</b>	809	538	464	405	339
长期借款	613	370	296	237	172
其他非流动负债	196	168	168	168	168
<b>负债合计</b>	4984	5447	5425	5777	5963
少数股东权益	53	59	-53	-90	-141
股本	977	977	977	977	977
资本公积	1160	865	865	865	865
留存收益	951	1235	1485	1880	2314
归属母公司股东权益	3090	3085	3465	3985	4578
<b>负债和股东权益</b>	8127	8592	8837	9672	10400

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	749	1414	294	1273	637
净利润	215	335	365	530	597
折旧摊销	322	352	312	348	394
财务费用	100	72	82	77	115
投资损失	-6	-5	-4	-5	-5
营运资金变动	61	522	-461	324	-463
其他经营现金流	58	137	-1	-1	-1
<b>投资活动现金流</b>	-385	-453	-326	-500	-522
资本支出	545	421	4	144	120
长期投资	153	-34	-14	-14	-15
其他投资现金流	314	-65	-335	-371	-417
<b>筹资活动现金流</b>	-222	-879	-365	-179	-233
短期借款	260	555	0	0	0
长期借款	192	-243	-73	-59	-66
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-144	-295	0	0	0
其他筹资现金流	-530	-897	-291	-120	-167
<b>现金净增加额</b>	137	84	-397	594	-118

**利润表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	7052	7095	7555	8414	9372
营业成本	6376	6141	6604	7300	8100
营业税金及附加	38	46	46	49	55
营业费用	32	42	42	42	47
管理费用	221	258	272	278	309
研发费用	50	46	38	42	47
财务费用	100	72	82	77	115
资产减值损失	-24	-112	0	0	0
其他收益	23	15	0	0	0
公允价值变动收益	-1	3	1	1	1
投资净收益	6	5	4	5	5
资产处置收益	0	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	229	398	476	633	704
营业外收入	5	2	3	3	3
营业外支出	1	15	10	7	8
<b>利润总额</b>	232	385	469	629	699
所得税	17	50	104	99	102
<b>净利润</b>	215	335	365	530	597
少数股东损益	6	2	-112	-36	-51
<b>归属母公司净利润</b>	209	333	478	567	648
EBITDA	651	827	864	1054	1161
EPS (元/股)	0.21	0.34	0.49	0.58	0.66

**主要财务比率**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	23.8	0.6	6.5	11.4	11.4
营业利润 (%)	6.8	73.9	19.8	32.9	11.2
归属母公司净利润 (%)	22.7	59.3	43.4	18.6	14.5
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	9.6	13.4	12.6	13.2	13.6
净利率 (%)	3.0	4.7	6.3	6.7	6.9
ROE (%)	6.8	10.7	10.7	13.6	13.5
ROIC (%)	5.6	7.3	7.3	9.4	9.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	61.3	63.4	61.4	59.7	57.3
净负债比率 (%)	48.2	30.1	34.0	13.1	12.8
流动比率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	4.0	3.7	3.7	3.7	3.7
应付账款周转率	2.7	2.5	2.5	2.5	2.5
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.21	0.34	0.49	0.58	0.66
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.77	1.45	0.30	1.30	0.65
每股净资产 (最新摊薄)	3.16	3.16	3.55	4.08	4.69
<b>估值比率</b>					
P/E	21.9	13.8	9.6	8.1	7.1
P/B	1.5	1.5	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	9.4	6.8	6.6	4.7	4.3

资料 : Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024年8月8日收盘价

## 内容目录

1.金属包装领先企业，内生外延产能扩张	5
1.1 深耕食品饮料赛道，业绩持续增长	5
1.2 制罐贡献主要收入，盈利持续改善	6
1.3 股权架构稳定，员工持股彰显信心	9
2.金属包装行业：深度绑定食饮，供需结构改善	10
2.1 二片罐：罐装啤酒需求增长，供需结构改善	11
2.1.1 国内：啤酒罐化率提升，发展趋于良性	11
2.1.2 东南亚：下游市场复苏，头部产能积极出海	14
2.2 三片罐：客户绑定深入，竞争格局&盈利稳定	16
2.2.1 能量饮料：需求持续增长，红牛份额领先	17
2.2.2 植物蛋白饮料：行业稳健增长，竞争格局分散	17
2.2.3 行业集中度较高，竞争格局有望保持稳定	19
3.下游需求放量，盈利结构改善	19
3.1 二片罐：外延收购完成，海外产能释放	19
3.2 三片罐：绑定核心客户，原材料价格下行	20
3.3 铝瓶：紧跟啤酒高端化趋势，完善产品矩阵	22
3.4 灌装：构建一体化服务体系，强化增值服务能力	23
3.5 新能源：开拓电池结构件赛道，拓展第二增长曲线	24
4.盈利预测&投资评级	24
4.1 盈利预测	24
4.2 投资评级	26
风险提示	28

## 图表目录

图表 1: 财务数据一览	5
图表 2: 公司发展历程	6
图表 3: 公司业务结构拆分	7
图表 4: 公司主要产品	7
图表 5: 两片罐与三片罐毛利对比	8
图表 6: 公司毛利率与净利率情况	8
图表 7: 公司期间费率情况	8
图表 8: 各金属包装公司存货周转天数(天)	8
图表 9: 各金属包装公司收现比情况	8
图表 10: 股权结构图(截止 2024Q1)	9
图表 11: 公司第一期员工持股计划信息	9
图表 12: 公司第一期员工持股计划认购情况	10
图表 13: 啤酒及饮料产量情况	10
图表 14: 金属包装行业规模以上企业营收情况	10
图表 15: 二片罐市场规模及增速(亿罐)	11
图表 16: 2022 年海外啤酒罐化率对比	11
图表 17: 罐装啤酒价格高于瓶装啤酒(元/100ml)	11
图表 18: 2022 年啤酒行业 CR5	12
图表 19: 啤酒龙头企业归母净利率	12
图表 20: 2018-2023 年青岛啤酒整体吨价变化	12
图表 21: 金属包装龙头历史投资一览	13
图表 22: 2023 年二片罐竞争格局(按产能)	13

图表 23: 二片罐行业供需平衡表测算 (亿罐)	14
图表 24: 中粮包装收购流程	14
图表 25: 东南亚人均消费 (美元)	15
图表 26: 2018-2023 东南亚啤酒消费规模 (亿美元)	15
图表 27: 2018-2023 东南亚软饮料消费规模 (亿美元)	15
图表 28: 国内头部企业海外产能情况	16
图表 29: 国外制罐企业东南亚产能情况	16
图表 30: 中国马口铁三片罐行业产量及需求量 (亿罐)	16
图表 31: 中国功能性饮料、能量饮料市场规模及增速 (亿元)	17
图表 32: 2023 年能量饮料人均销量 (升/人)	17
图表 33: 2015、2022 年各能量饮料品牌市场份额变化	17
图表 34: 2017-2023 年中国植物蛋白饮料市场规模及增速	18
图表 35: 2021 年我国植物蛋白饮料竞争格局	18
图表 36: 养元饮品 2023 年营收结构 (按产品)	18
图表 37: 承德露露 2023 年营收结构 (按产品)	18
图表 38: 养元饮品分季度收入、净利润及增速	18
图表 39: 承德露露分季度收入、净利润及增速	18
图表 40: 2022 年三片罐行业竞争格局	19
图表 41: 奥瑞金三片罐、二片罐单价 (元/罐)	19
图表 42: 公司二片罐产能扩张情况	20
图表 43: 公司海外二片罐产能扩张情况	20
图表 44: 公司境外收入情况 (亿元)	20
图表 45: 公司境外毛利率对比国内二片罐厂商	20
图表 46: 公司与天丝红牛深度绑定	21
图表 47: 天丝红牛广西东盟经开区生产基地开工仪式	21
图表 48: 养元饮品营收情况 (亿元)	21
图表 49: 承德露露营收情况 (亿元)	21
图表 50: 公司占比养元与露露的采购份额	22
图表 51: 养元与露露对公司的采购金额	22
图表 52: 公司营业成本结构	22
图表 53: 马口铁原材料价格情况 (元/吨)	22
图表 54: 公司铝瓶业务收入 (亿元)	23
图表 55: 公司铝瓶业务净利润 (百万元)	23
图表 56: 公司中山灌装四线投产	23
图表 57: 公司中山灌装产能变化	23
图表 58: 我国动力电池出货量情况 (GWh)	24
图表 59: 我国储能电池出货量情况 (GWh)	24
图表 60: 昇兴股份收入拆分	25
图表 61: 各包装企业折旧摊销/营业收入	26
图表 62: 金属包装企业资产负债率	26
图表 63: 盈利预测	27
图表 64: 可比公司估值比较	27

## 1. 金属包装领先企业，内生外延产能扩张

### 1.1 深耕食品饮料赛道，业绩持续增长

**金属包装领先企业，深耕食品饮料赛道。**公司系国内金属包装龙头企业之一，主要业务为食品饮料金属包装产品的研发、设计、生产和销售及提供相应的印刷、灌装等服务，主要产品为饮料罐和食品罐。三十余年的深耕，公司积累了在啤酒、凉茶、植物蛋白饮料、能量饮料等多个食品饮料细分行业的知名客户。2019-2023年公司受益于收购并表太平洋制罐工厂以及天丝红牛持续放量，业务规模持续增长，相应收入/归母净利润CAGR分别为29.2%/58.0%；2024Q1公司收入/归母净利润同比分别为16.4%/158.8%，未来伴随二片罐下游啤酒业稳步复苏以及三片罐客户天丝红牛（能量饮料）持续放量，公司业绩有望持续增长。

图表 1: 财务数据一览

单位：百万元	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024Q1
营业总收入	2549.48	2903.01	5166.12	6877.65	7094.80	1676.40
YOY	21.50%	13.87%	77.96%	33.13%	3.16%	16.39%
归母净利润	53.46	13.64	170.50	209.29	333.04	121.67
YOY	25.29%	-74.48%	1149.88%	22.75%	59.13%	158.79%
扣非归母净利润	12.73	5.63	149.96	180.77	336.77	119.43
YOY	-58.69%	-55.79%	2564.40%	20.54%	86.30%	193.29%
毛利率	13.50%	11.07%	10.85%	9.47%	13.45%	14.03%
期间费用率	12.05%	9.19%	6.57%	5.52%	5.90%	4.88%
销售费用率	3.53%	0.88%	0.51%	0.42%	0.60%	0.43%
研发费用率	0.38%	0.76%	0.71%	0.69%	0.64%	0.60%
管理费用率	5.84%	5.20%	3.67%	2.99%	3.64%	3.45%
财务费用率	2.30%	2.36%	1.69%	1.43%	1.02%	0.41%
归母净利率	2.10%	0.47%	3.30%	3.04%	4.69%	7.26%
存货周转天数	64.28	62.88	55.88	52.71	50.31	50.85
较上年同期增减	-18.25	-1.41	-7.00	-3.17	-2.40	-19.80
应收账款周转天数	66.17	82.86	62.99	73.36	88.65	91.49
较上年同期增减	14.14	16.69	-19.87	10.38	15.28	15.48
应付账款周转天数	62.76	65.45	42.95	50.31	52.22	46.52
较上年同期增减	24.65	2.69	-22.50	7.37	1.90	-2.82
经营性现金流净额	310.83	430.15	-77.14	719.32	1413.62	59.97
较上年同期增减	215.82	119.32	-507.29	796.47	694.29	-36.74
筹资性现金流净额	251.87	93.13	641.67	-197.66	-879.28	-241.08
较上年同期增减	-115.36	-158.74	548.53	-839.33	-681.62	-419.33
资本开支	233.28	388.29	491.55	536.23	421.34	58.98
较上年同期增减	-244.35	155.01	103.26	44.68	-114.88	-73.10
ROE	2.91%	0.75%	6.27%	7.35%	10.79%	3.79%
YOY (±)	0.53%	-2.16%	5.52%	1.09%	3.44%	2.08%
资产负债率	59.89%	60.91%	58.81%	62.77%	63.40%	55.97%
YOY (±)	10.77%	1.02%	-2.10%	3.95%	0.64%	-6.77%

资料：Wind, 国盛证券研究所

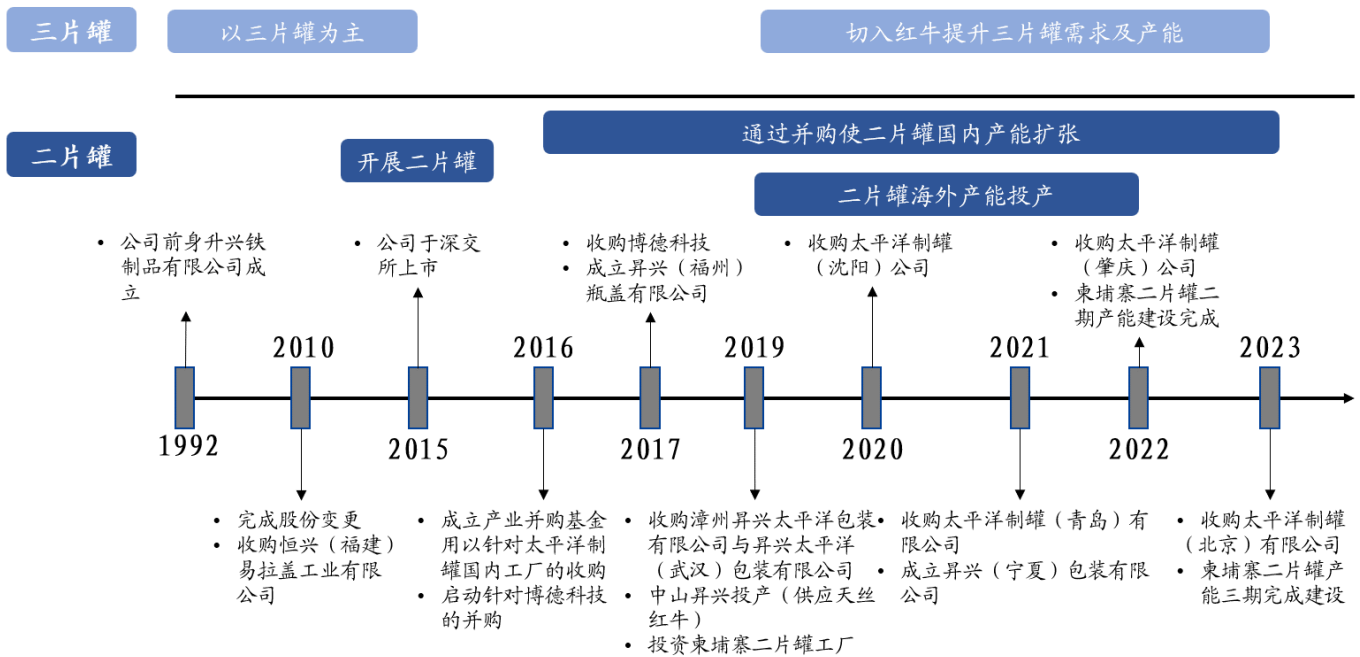
产能持续扩张，国内外逐步覆盖。截至目前，公司已拥有三片马口铁罐、二片铝制易拉罐、铝瓶生产基地及饮料灌装服务基地共 31 个，形成了国内全覆盖以及以东埔寨为起点辐射整个东南亚的战略布局。公司的发展历程可以分为如下阶段：

**三片罐业务为主，拓展二片罐市场（1992-2015）。**公司前身为1992年成立的升兴铁制品有限公司，后于1994年第二次增资后正式更名为昇兴。成立之初公司以三片罐业务为主，后伴随2013年及2015年泉州分公司与安徽昇兴各1条二片罐产线投产，公司正式切入二片罐业务，并在2015年成功A股上市。截至2015年年底，公司已累计拥有三片罐产线28条，二片罐产线2条。

**多元化品类拓宽，打通一体化商业模式（2016-2018）。**2016年，公司启动收购兼并温州博德科技有限公司的并购程序以拓展高端铝瓶业务，并于2018年正式建设完成年产2.2亿只的高端铝瓶产线，正式形成“三片易拉罐+两片易拉罐+铝瓶”的产品系列。此外，为打通“制罐+灌装”一体化的商业模式，公司在2017年完成针对中山昇兴灌装产线的建设，完善其产业链布局。

**产能持续扩张，出海进行时（2019-至今）。**1) 三片罐方面，2019年公司正式切入天丝红牛供应链并投产山东昇兴，为其提供相应的空罐以及罐装业务，改变公司三片罐以植物蛋白饮料为主的结构，公司三片罐业务得以快速增长；2) 二片罐方面，公司于2016年正式设立产业并购基金，开展针对太平洋制罐在国内的6家工厂（合计70亿二片罐产能）的收购计划以迎合下游啤酒业带来的二片罐上升需求。正式的收购于2019年陆续开始，并于2023年全部完成。此外，公司于2019年在柬埔寨投资设厂用于生产二片罐以迎合当地的啤酒及饮料市场，并于2022年进行了二期扩产，2023年三期项目也已建设完成，持续开拓海外市场。

图表2: 公司发展历程

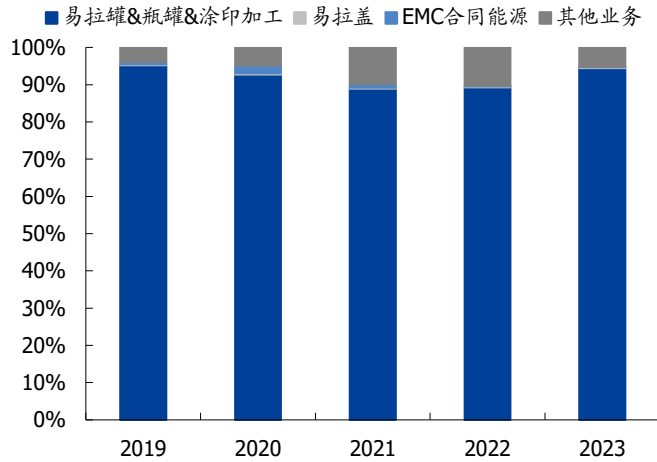


资料：公司官网，公司招股说明书，公司定期报告，公司《关于公司投资设立产业并购基金的公告》，公司《关于筹划发行股份购买资产并募集配套资金停牌的公告》，国盛证券研究所

## 1.2 制罐贡献主要收入，盈利持续改善

**产品品类齐全，多元化绑定客户。**2019-2023年公司易拉罐制罐相关业务占比公司总营收始终保持在85%以上，其中易拉罐产品主要为马口铁三片罐及铝制二片罐，前者主要供应植物蛋白饮料、能量饮料等赛道，代表客户有养元集团、承德露露、天丝红牛等，后者主要供应凉茶、啤酒、可乐等赛道，代表客户有王老吉、青岛啤酒、百事可乐等。

图表3: 公司业务结构拆分



资料来源: 公司定期报告, 国盛证券研究所

图表4: 公司主要产品

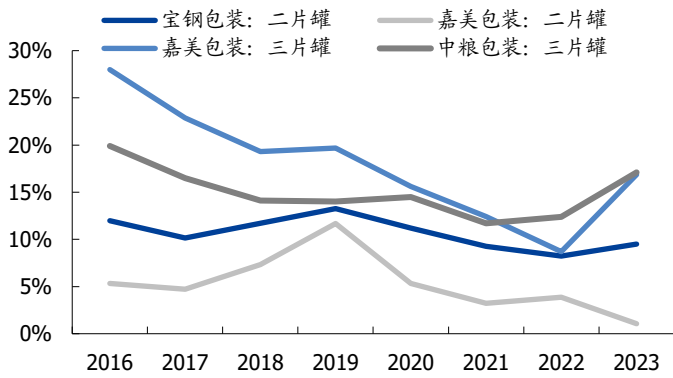
产品	定义	主要优点	代表客户
三片罐	主要以马口铁为基材, 用于各类饮料产品包括植物蛋白饮料、能量饮料、八宝粥、食品罐等的包装。	刚性好、材料利用率高、易变换尺寸	Red Bull 红牛, 美年, 高露洁
两片罐	主要以铝材为基材, 主要用于啤酒、凉茶、可乐等的包装。	密封性好、生产效率高、节省原材料	TSINGTAO 青岛啤酒, 王老吉, pepsi, Coca-Cola
铝瓶	主要用于高端啤酒和饮料产品的包装。美观、易携带、密封性好		TSINGTAO 青岛啤酒, 白威啤酒

资料来源: 公司官网, 公司定期报告, 公司招股说明书, 上海市包装技术协会, 国际制罐技术高峰论坛, 国盛证券研究所

**三片罐盈利高于二片罐, 盈利结构逐步改善。**公司毛利率中枢从 2014-2017 年的 16%-23% 下降至 2018-2024Q1 的 9%-15%, 其中主要系下游原材料压力, 此外, 国内金属包装行业中二片罐由于下游客户体量大以及中游市场竞争格局较为激烈等原因, 价格传导存在难度, 二片罐产品毛利水平普遍低于三片罐, 而 2019 年后公司开始对太平洋制罐旗下的 6 家工厂进行收购并表, 国内二片罐产能持续增加。2023 年后, 伴随公司较高毛利水平的三片罐业务以及海外二片罐业务良好增长, 公司整体毛利率逐步提高。

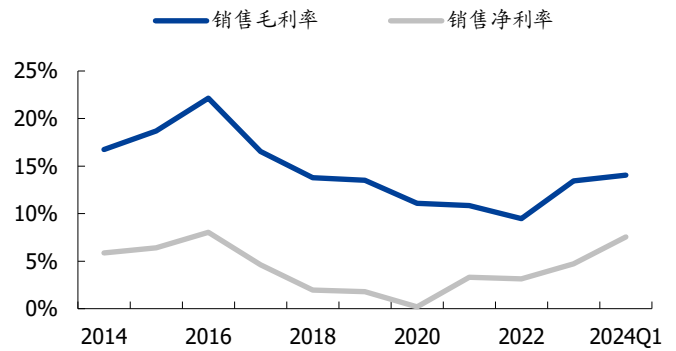
**费用端方面,** 由于公司内生外延扩充易拉罐产能以及收购博德科技拓展铝瓶业务等因素, 公司员工薪酬以及利息净支出持续增长, 相应地管理费率 (含研发) 以及财务费率亦分别从 2016 年的 4.5%/1.0% 上升至 2019 年的 6.2%/2.3%。2019 年后伴随公司营收增长, 相应管理费率及财务费率整体呈现下降趋势, 公司期间费率亦在 2023 年及 2024Q1 分别下降至 5.9%/4.9%。

图表 5: 两片罐与三片罐毛利对比



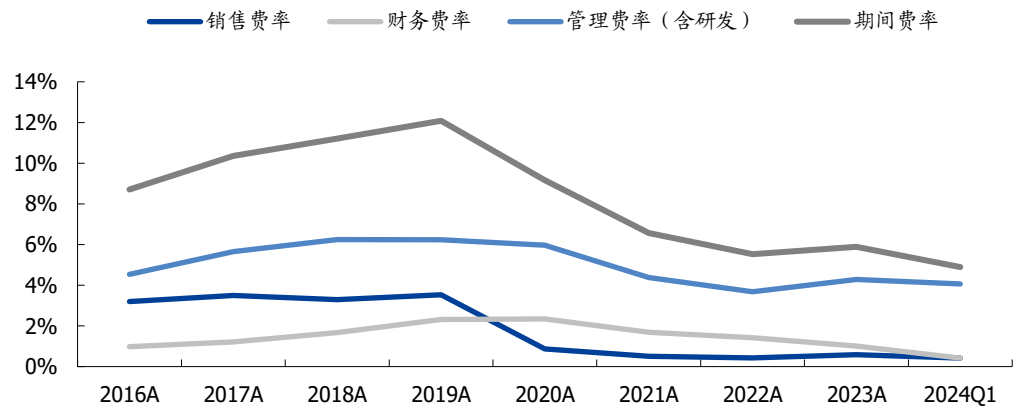
资料 : Choice, 中粮包装定期报告, 国盛证券研究所 (注: 中粮包装三片罐以其披露的马口铁包装毛利率为统计口径, 包括奶粉罐、气雾罐、金属盖、钢桶等, 嘉美三片罐仅包括食品饮料罐)

图表 6: 公司毛利率与净利率情况



资料 : Choice, 国盛证券研究所

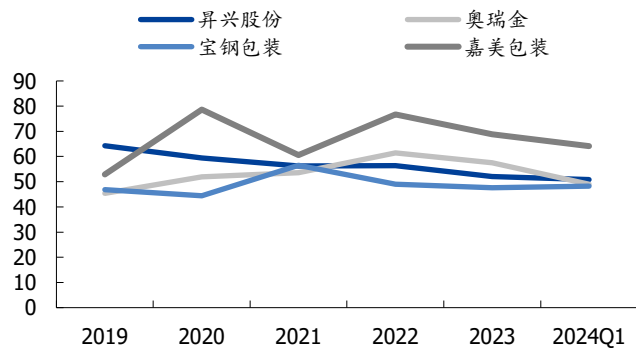
图表 7: 公司期间费率情况



资料 : Choice, 国盛证券研究所

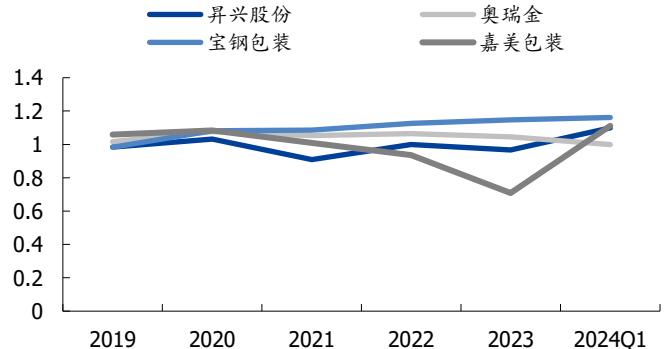
**运营效率改善, 收现比稳定。**运营方面, 伴随着公司加强库存管理, 缩短采购周期, 叠加公司“贴近式”产能布局, 公司整体存货周期由2019年的64.28天下降至2023年的52.11天, 处于行业相对低位。现金流方面, 公司整体现金流稳定, 收现比呈现震荡向上趋势, 目前已处于健康水平。

图表 8: 各金属包装公司存货周转天数 (天)



资料 : Choice, 国盛证券研究所

图表 9: 各金属包装公司收现比情况



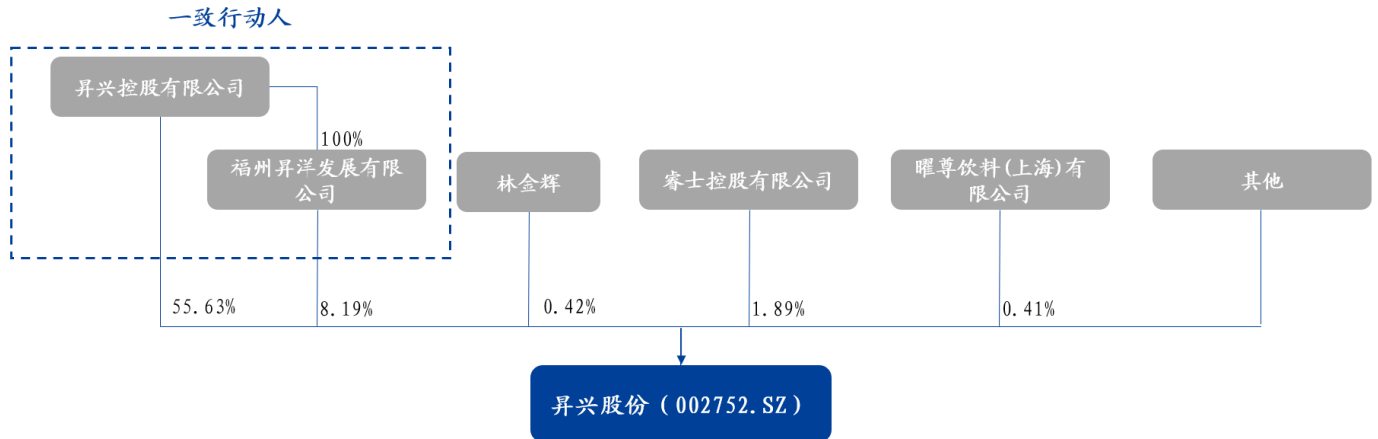
资料 : Choice, 国盛证券研究所



### 1.3 股权架构稳定，员工持股彰显信心

公司股权架构稳定，林氏家族为实际掌控人。截至 2024Q1，昇兴控股司为本公司控股股东，昇洋发展为昇兴控股的一致行动人，二者合计持有公司 63.82%的股权。此外，根据公司 2023 年年报披露，截至报告期，林永贤、林永保、林永龙分别持有昇兴控股 32.59%/27.33%/19.82%的股权，三人系兄弟关系。其中，林永保自 2024 年 1 月 5 日起接任公司现任董事长，其自初创时便历任升兴（福建）铁制品有限公司副总经理、总经理，并于 2010 年 9 月起任公司董事、总经理（总裁），具备丰富的管理经验。

图表 10: 股权结构图 (截止 2024Q1)



资料 : Choice, 国盛证券研究所

员工持股彰显公司信心。公司于 2020 年 6 月实施第一期员工持股计划，参加对象涵盖公司董事（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。2020 年 11 月，公司公告第一期员工持股计划已完成购买，合计通过大宗交易以及集中竞价的方式买入公司股票 466.17 万股。其中，第一批股票计划于 2020 年 11 月 28 日解锁，占本次持股计划总数比例 60%；第二批股票计划于 2022 年 11 月 27 日解锁（后延长存续期至 2023 年 12 月 28 日），占本次持股计划总数比例 40%。截至 2023 年 12 月，公司第一期员工持股计划第二批股票已通过集中竞价方式出售，至此第一期员工持股计划实施完毕并终止。

图表 11: 公司第一期员工持股计划信息

批次	解锁时间	数量 (万股)	占本次持股计划总数比例	出售方式
第一批	2020年11月28日	279.7	60%	集中竞价
第二批	2022年11月27日 (后延长存续期至 2023年12月28日)	186.47	40%	集中竞价

资料 : 公司《第一期员工持股计划管理办法》，公司《关于第一期员工持股计划第一批股票出售完毕的公告》，公司定期报告，国盛证券研究所

图表 12: 公司第一期员工持股计划认购情况

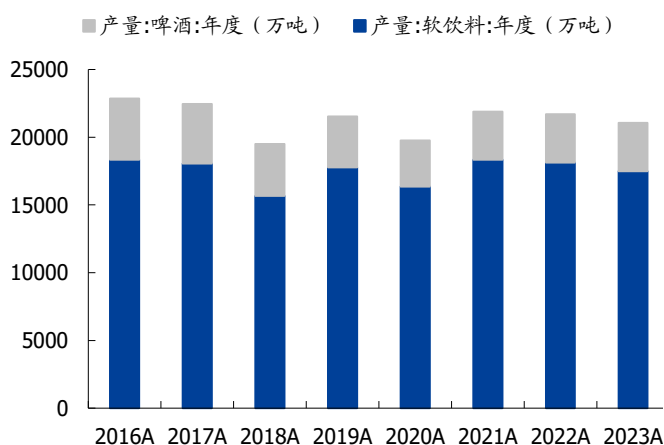
姓名	职务	认购金额 (万元)	认购比例
刘嘉屹	董事、副总裁、董事会秘书	200	8.05%
吴武良	副总裁	180	7.25%
童晓冬	副总裁	80	3.22%
王礼雨	副总裁	50	2.01%
林斌	副总裁	680	27.39%
黄冀湘	财务总监	30	1.21%
丘鸿长	监事	20	0.81%
董事 (不含独立董事)、监事、高级管理人员小计		1240	49.94%
其他员工		1243	50.06%
合计		2483	100.00%

资料：公司《关于第一期员工持股计划完成购买的公告》，国盛证券研究所

## 2. 金属包装行业：深度绑定餐饮，供需结构改善

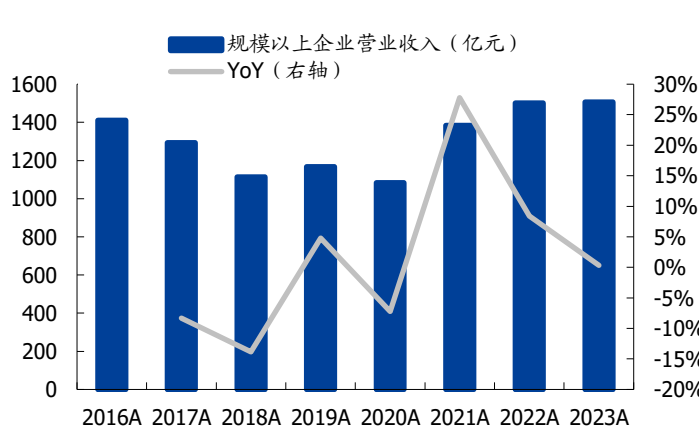
**行业景气度与餐饮深度关联。**金属包装具备可回收、阻隔性好等优点，上游原材料主要为马口铁、铝材等，产品形式主要为二片罐、三片罐与其他杂罐，下游则主要为食品饮料、医药、日化等行业。根据思瀚研究院公众号 2024 年 7 月 21 日推送信息，我国金属包装的市场需求中约 70% 来自食品饮料行业，下游行业集中度较高。2016-2020 年，食品饮料行业先后经历了国家高质量、高标准要求带来的产业结构调整期以及近年来消费下降影响，啤酒及软饮料产量整体下滑，金属包装行业收入于 2020 年达到低点，后伴随着消费复苏，啤酒及软饮料产量规模较 2020 年低点有所回升，叠加国家禁塑令以及啤酒罐化率提升等因素影响，我国金属包装行业营收重新呈现增长趋势，2020-2023 年规模以上企业营业收入 CAGR 为 11.6%。

图表 13: 啤酒及饮料产量情况



资料：Choice, 国盛证券研究所

图表 14: 金属包装行业规模以上企业营收情况



资料：中国包装联合会, 国盛证券研究所

## 2.1 二片罐：罐装啤酒需求增长，供需结构改善

### 2.1.1 国内：啤酒罐化率提升，发展趋于良性

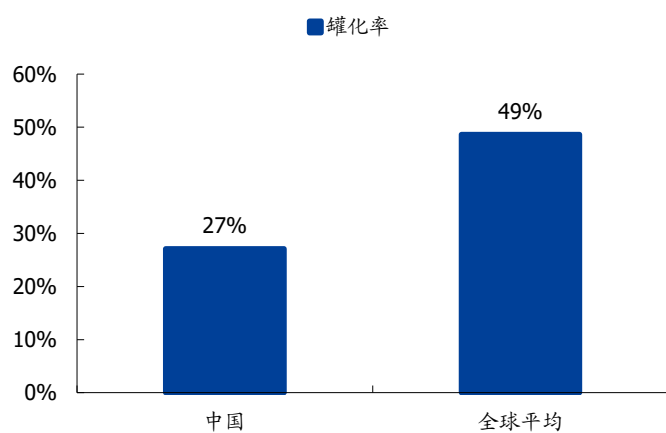
啤酒贡献主要需求，罐化率提升驱动行业增长。二片罐是由罐盖和带底的罐身两个部分组成的金属容器，通过冲床冲压拉伸加工制成，具备密封性好、重量轻、节省原材料、生产效率高等优势，同时其罐身支撑强度可以很好地被气泡饮品或充氮饮品中的气体所弥补，因此被广泛运用于啤酒、碳酸饮料及充氮饮料（如凉茶）领域。2020年啤酒罐占二片罐需求57.2%，根据新浪港股援引的欧睿数据，国内啤酒罐化率已由2014年的21.3%提升至2022年的27.1%，但仍显著低于全球平均48.6%、英美等发达国家65%以上的啤酒罐化率水平。根据我们测算，假设啤酒罐化率逐年提升，叠加凉茶、碳酸饮料等下游市场稳步增长，2021-2025年二片罐总需求规模CAGR可达约2.3%。

图表 15：二片罐市场规模及增速（亿罐）

二片罐市场	单位	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
总需求规模	亿罐	470	469	494	510	513	528	540
YOY			-0.2%	5.3%	3.3%	0.6%	2.9%	2.3%
啤酒	亿罐	263	268	283	300	300	312	322
YOY			1.9%	5.4%	6.1%	0.1%	4.0%	3.0%
啤酒年产量	万千升	3765	3411	3562	3569	3556	3609	3663
YOY	%		-9.4%	4.4%	0.2%	-0.4%	1.5%	1.5%
啤酒罐化总体空间	亿罐	1074	1086	1075	1107	1088	1112	1125
啤酒罐化率	%	24.5%	24.7%	26.3%	27.1%	27.6%	28.1%	28.6%
市场占比	%	56.0%	57.2%	58.0%	58.8%	58.5%	59.2%	59.6%
茶饮及其他	亿罐	122.20	117.25	123.50	125	127	129	131
YOY	%		-4.1%	5.3%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
市场占比	%	26.0%	25.0%	25.0%	24.6%	24.8%	24.5%	24.3%
碳酸饮料	亿罐	84.60	83.48	83.98	85	86	87	87
YOY	%		-1.3%	0.6%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
市场占比	%	18.0%	17.8%	17.0%	16.6%	16.7%	16.4%	16.2%

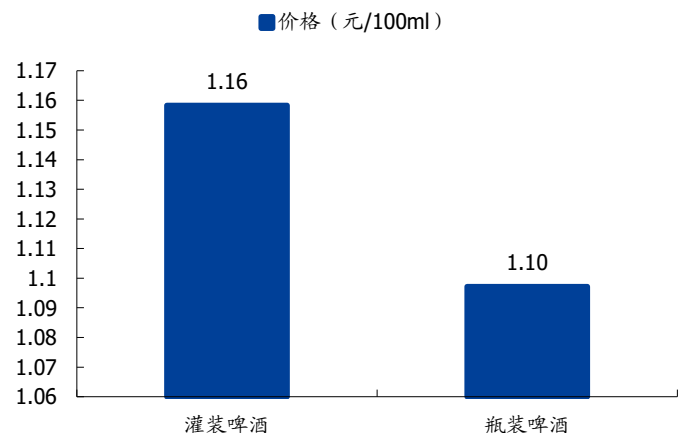
资料：中粮包装公告，思瀚产业研究院，新浪港股，智研咨询，Wind，国盛证券研究所测算（注：标红数据均为假设值，由于部分历史行业数据缺失，我们对2020-2021年茶饮市场占比、2021年啤酒市场占比、2021年啤酒单罐容量进行假设；测算数据存在误差风险，假设当年单罐啤酒容量为前两年平均值）

图表 16：2022年海外啤酒罐化率对比



资料：新浪港股，国盛证券研究所

图表 17：罐装啤酒价格高于瓶装啤酒（元/100ml）

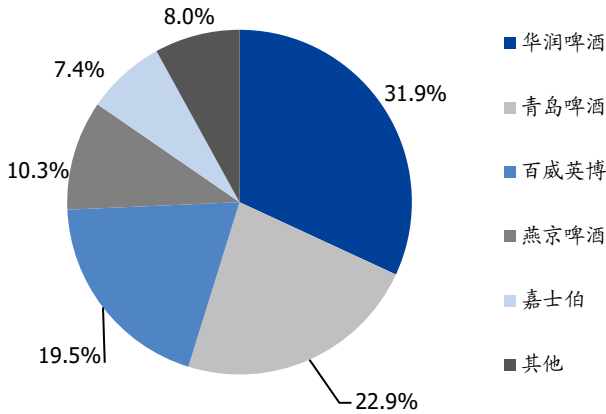


资料：天猫旗舰店，国盛证券研究所（注：以青岛啤酒经典系列为例，更新时间为2023年7月26日）

啤酒高端化驱动包装高端化，下游产品结构升级。啤酒作为二片罐最为重要的下游应用领域，行业集中度较高，2022年CR5达到90%以上，伴随我国啤酒企业盈利能力持续修复，包装企业产品结构有望升级。根据青岛啤酒年报，2018-2023年青岛啤酒整体

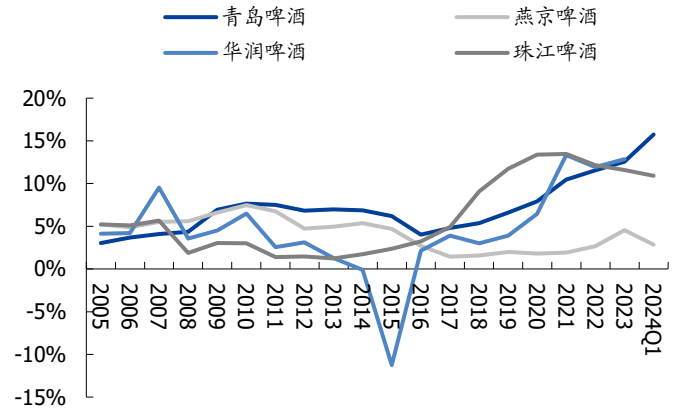
吨价从3267元/吨提升至4171元/吨（2018-2023年价格CAGR为5.0%），啤酒高端化趋势凸显，有望拉动二片罐中附加值较高的异形罐、限定包装等罐型等包装需求增长。

图表 18: 2022 年啤酒行业 CR5



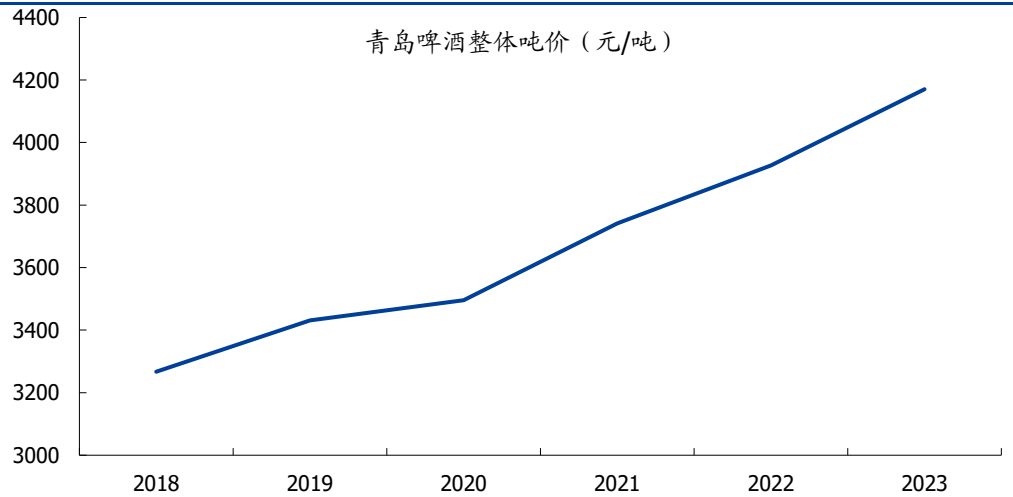
资料：新浪财经，国盛证券研究所

图表 19: 啤酒龙头企业归母净利润率



资料：Wind，国盛证券研究所

图表 20: 2018-2023 年青岛啤酒整体吨价变化



资料：数局公众号，国盛证券研究所

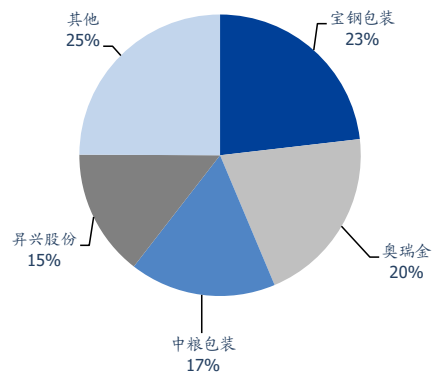
**头部企业外延并购，市场集中度较高。**我国金属包装行业经历多轮并购整合，截止目前昇兴股份已收购太平洋中国&博德科技、中粮包装已收购纪鸿包装&成都高森，奥瑞金已收购波尔亚太&入股中粮包装。伴随头部企业不断外延并购，我国二片罐市场集中度也达到较高水平，根据公开披露产能，2023年我国二片罐行业CR4已提升至75%（按产能），其中宝钢包装/奥瑞金/中粮包装/昇兴股份产能份额分别为23%/20%/17%/15%。

图表 21: 金属包装龙头历史投资一览

收购公司	时间	标的公司	股权比例
奥瑞金	2016年1月	中粮包装	24%
		波尔佛山	100%
	2018年12月	波尔北京	100%
		波尔青岛	100%
		波尔湖北	95.69%
中粮包装	2015年4月	永富容器(哈尔滨)	91.3%
		福建永富容器	100%
	2017年3月	纪鸿包装	51%
		高森包装	100%
2019年3月	纪鸿包装	14.1%	
昇兴股份	2017年1月	博德科技	70%
	2019年5月	太平洋制罐(漳州)	100%
		太平洋制罐(武汉)	100%
	2020年12月	太平洋制罐(沈阳)	100%
	2021年6月	太平洋制罐(青岛)	100%
	2022年6月	太平洋制罐(肇庆)	100%
	2022年8月	太平洋制罐(北京)	100%

资料 : Wind, 各公司公告, 国盛证券研究所

图表 22: 2023年二片罐竞争格局(按产能)



资料 : 各公司公告, 经济导刊, 共研产业咨询, 奥瑞金投资者问答等, 国盛证券研究所测算

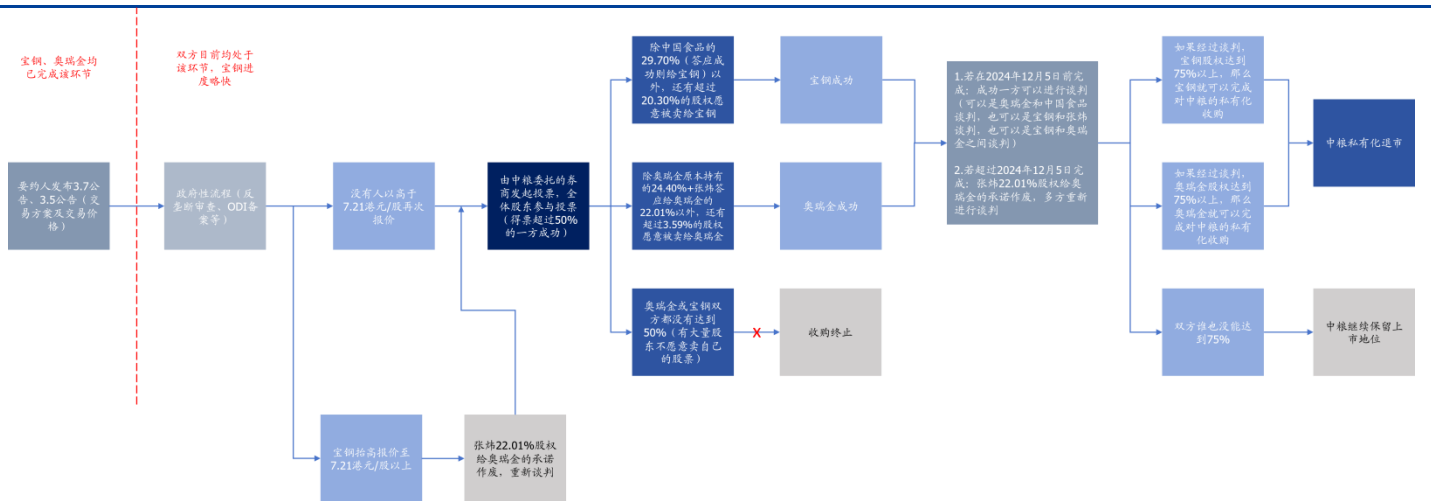
**龙头整合持续进行, 行业议价能力有望提升。**由于国内啤酒龙头多采取招投标制进行二片罐采购, 叠加二片罐产品本身差异化较小, 因此导致在行业供过于求的情况下, 行业整体议价能力较弱。2024年6月7日晚, 奥瑞金披露重大资产购买预案, 以每股7.21港元的要约价向中粮包装全体股东发起自愿有条件全面要约, 计划以现金方式收购中粮包装全部已发行股份, 整体交易对价上限约合人民币55.24亿元, 并与中粮包装大股东张炜(持股22.01%)签订有条件股份转让承诺; 而先前于2023年12月6日, 宝钢包装提出有先决条件的自愿全面现金要约, 计划以每股6.87港元的要约价以现金方式收购中粮包装全部已发行股份, 并与中粮包装第一大股东中国食品(持股29.70%)签订有条件股份转让承诺。伴随整合落地以及龙头集中度的上升, 行业整体议价能力有望加强。

图表 23: 二片罐行业供需平衡表测算 (亿罐)

公司名称	2022	2023	2023-2024国内新设产能	2024E	2025E
奥瑞金	138	141	1.枣庄项目一期9亿罐 (23年底投产, 假设2023/2024年达产30%/100%) 2.佛山迁建水都项目	150	150
宝钢包装	145	159	1.安徽项目一期新增产能14亿罐/年 (23年8月已竣工, 第1年/2年达产50%/90%) 2.贵州项目年产易拉罐10亿罐 (23年8月竣工验收, 第1年/2年达产70%/90%) 3.安徽项目二期新增产能6亿罐/年 (24年7月已完成设备采购, 尚未完成建设, 假设25年投产并达产50%)	167	170
中粮包装	110	116	1.昆明新厂年产能10亿罐 (23年12月验收报告, 假设2024/2025年达产30%/50%) 2.成都三线新增产能8.5亿罐 (23年3月验收报告, 假设2023/2024年达产30%/70%) 3.沈阳新厂年产能10亿罐 (22H1开始建设, 假设2023/2024年达产30%/70%)	126	128
昇兴股份	94	100	1.雅安工厂年产能6.46亿 (已开始试生产, 假设2024/2025年达产70%/90%) 2.武汉产线技改新增5.95亿产能 (已完成)	105	106
行业CR4	74%	75%		76%	77%
行业总产能	658	686		718	724
行业总需求	510	513		528	540
<b>供给过剩 (供给-需求)</b>	<b>148</b>	<b>173</b>		<b>190</b>	<b>184</b>

资料: 各公司公告, 经济导刊, 奥瑞金投资者问答, 共研产业咨询, 长江商报, 安宁市人民政府, 中华人民共和国生态环境部, 国盛证券研究所测算 (注: 行业总需求数据引用自本文图 15)

图表 24: 中粮包装收购流程



资料: 中粮包装公告, 国盛证券研究所

### 2.1.2 东南亚: 下游市场复苏, 头部产能积极出海

啤酒及软饮料市场持续复苏。东南亚国家地处热带和亚热带, 高温气候叠加人均消费提高等因素, 刺激了东南亚啤酒及软饮料销量的增长。根据  数据, 2019年东南亚整体啤酒与软饮料的消费规模分别达到了 281/396 亿美元, 又分别于 2021/2020 年下滑至低点。后伴随着相关限制的放松, 啤酒销售收入于 2023 年回升至 222 亿美元, 软饮料销售收入于 2022 年回升至 404.6 亿美元。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/636222012155010212>