

奥瑞金 (002701)

证券研究报告

2023年03月09日

终端需求复苏，制造成本改善，盈利拐点可期

公司于 1994 年在海南文昌创立，长期致力于食品饮料金属包装产品的研发、设计、生产和销售。在为客户提供各类食品（奶粉、罐头食品、滋补品、调味品、干果、大米、茶叶、宠物食品等）、饮料（功能饮料、茶饮料、啤酒、乳品饮料、植物蛋白饮料、果蔬汁、咖啡饮品、碳酸饮料、酒精饮品等）产品的包装制品生产的同时，还可提供包装设计、灌装及二维码辅助营销等综合包装服务。

22Q1-3 营收 108.64 亿元，同增 1.69%；22Q1-3 归母净利润 5.43 亿元，同减 33.85%。21 年公司营收 138.85 亿元，同增 20.22%，主要系 1）传统三片罐业务稳中有增，饮料罐、食品罐营收保持稳健增长。2）受疫情影响，海外二片罐出口业务提升。同时，二片罐市场供需关系改善，产能利用率上升。3）原材料成本控制能力良好。

营收端：分行业看，主要以金属包装产品（2021 年占总 87.84%）为主且营收占比较稳定；分产品看，2012-2019 年三片罐营收占比虽整体呈下降趋势，但仍占较大比例（2019 年占总 61.11%）。同期二片罐营收占比呈逐年上升趋势；从三片罐的细分看，2012-2019 年饮料罐营收占比虽整体呈下降趋势，但仍占较大比例（2019 年占总 55.87%）。同期食品罐营收占比较少（占总约 4%-5%）且较稳定；分地区看，主要以我国大陆（2021 年占总 93.28%）为主。

毛利端：22Q1-3 公司毛利率和归母净利率分别为 12.99%、5%，分别同比 -4.75pct、-3.24pct。2017-2021 年金属包装产品行业毛利率呈逐年下降趋势，主要系 1）2017-2020 年我国快消品市场增速放缓；2）2020 年疫情带来的不利影响所致。从细分金属罐看，2012-2019 年三片罐毛利率总体大于二片罐产品，且两者差距较大。从三片罐的类型看，饮料罐的毛利率总体大于食品罐，且两者差距较大。

行业营收增速数据显示，金属包装行业与啤酒行业和软饮料行业呈正相关关系。2021 年金属包装行业营收增速较快，主要受啤酒行业和软饮料行业增速上升所致。2017-2021 年啤酒行业营收增速较缓，软饮料行业营收增速较快。2017-2021 年金属包装行业营收 CAGR 为 22.19%，啤酒行业营收 CAGR 为 9.95%，软饮料行业营收 CAGR 为 40.07%。

金属包装行业景气度有望提升，主要系：1）政策端：国家产业政策支持提供良好外部环境，行业或将迎来发展机遇。2）产品端：金属包装较塑料包装和纸包装具有多项优点。3）需求端：饮料行业消费升级驱动金属包装向好发展，未来啤酒罐化率的提升或将成为二片罐需求的主要增长点。

公司成立时间与同行相比较早，在客户积累方面具有先发优势。经过二十多年的发展，公司综合包装解决能力和差异化战略不断增强。公司积累了食品饮料行业的一大批优质客户资源，并与主要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，保障公司业绩可持续发展的态势。公司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。根据欧睿国际公布的数据，2021 年中国功能饮料行业中，红牛占据着 20.8% 的市场份额，是我国功能饮料行业的龙头企业，东鹏特饮以 6.6% 的市场份额排在第二位，紧随其后的是脉动、康师傅、乐虎、健力宝和体质能量。

公司 ROE 较同行可比公司优异，主要系公司销售净利率和经营利润率较高，盈利能力较强。1）价格端：2014-2021 年公司金属罐价格较同行可比公司高。经我们测算，虽公司金属罐价格整体较同行可比公司呈小幅下降趋势，但仍明显高于同行。2021 年公司金属罐价格为 0.65 元/罐，较宝钢包装高 0.21 元/罐，较昇兴股份高 0.16 元/罐，较嘉美包装高 0.08 元/罐。

2）成本端：公司直接材料成本占主营业务成本比重较昇兴股份差距较小。直接材料成本占主营业务成本比重较大。2021 年公司直接材料成本占总

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	5.23 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,573.26
流通 A 股股本(百万股)	2,570.87
A 股总市值(百万元)	13,458.15
流通 A 股市值(百万元)	13,445.65
每股净资产(元)	3.21
资产负债率(%)	50.96
一年内最高/最低(元)	5.48/4.54

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	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

82.92%，较昇兴股份高 4.34pct。3) 费用端：公司费控能力良好。公司在国内金属包装行业率先采用“跟进式”生产布局模式。通过“共生型生产布局”（Implant 模式）和“贴近式生产布局”（Wall to Wall 模式），与核心客户在空间上紧密依存，结合核心客户的产品特点和品质需求配备具有国际领先水平的生产设备，形成相互依托的发展模式。同时，也能最大程度地降低产品和包装运输成本。

首次覆盖，给予“买入”评级

我们选取包装行业裕同科技、昇兴股份、新巨丰、喜悦智行作为可比公司。因公司盈利水平较好，给予奥瑞金 23 年 PE 为 18.95-22.95x，对应目标市值 156.49.12-189.53 亿元，目标价格区间为 6.08-7.37 元。

风险提示：客户集中度较高的风险；原材料价格波动风险；客户食品安全事件风险；外延式发展引起的运营管理风险；新冠疫情影响风险；测算具有一定主观性，仅供参考。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,561.01	13,884.98	13,998.84	16,938.59	20,665.08
增长率(%)	12.72	31.47	0.82	21.00	22.00
EBITDA(百万元)	2,348.78	2,068.52	1,362.35	2,083.71	2,721.65
归属母公司净利润(百万元)	707.43	905.12	523.71	825.98	1,274.93
增长率(%)	3.54	27.94	(42.14)	57.72	54.35
EPS(元/股)	0.27	0.35	0.20	0.32	0.50
市盈率(P/E)	19.02	14.87	25.70	16.29	10.56
市净率(P/B)	2.04	1.78	1.66	1.56	1.44
市销率(P/S)	1.27	0.97	0.91	0.76	0.62
EV/EBITDA	6.25	9.37	9.55	7.25	4.58

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 金属包装龙头，合作品牌众多	5
2. 业绩短暂承压，需求回暖有望带动净利恢复	8
3. 政策支持+需求向好，行业发展空间广阔	13
4. 客户结构优化+差异化战略，盈利能力较强	14
5. 盈利预测与估值	17
6. 风险提示	18

图表目录

图 1: 公司事业部、生产制造基地、产品领域、21 年年产能、21 年收入及占比	5
图 2: 公司 2021 年产业布局	5
图 3: 公司发展历程	6
图 4: 公司股权结构（截至 2023 年 2 月 27 日）及部分控股公司	7
图 5: 22Q1-3 营收 108.64 亿元，同比+1.69%	8
图 6: 22Q1-3 归母净利润 5.43 亿元，同比-33.85%	8
图 7: 2012-2021 年公司营收按行业分（亿元）	8
图 8: 2012-2021 年公司各行业营收占比（%）	8
图 9: 2012-2019 年营收按产品分（亿元）	9
图 10: 2012-2019 年各产品营收占比（%）	9
图 11: 2012-2019 年三片罐营收细分（亿元）	9
图 12: 2012-2019 年三片罐营收细分占比（%）	9
图 13: 2012-2021 年营收按地区分（亿元）	10
图 14: 2012-2021 年各地区营收占比（%）	10
图 15: 2012-22Q1-3 公司毛利率及归母净利率（%）	10
图 16: 2012-2021 年公司毛利率按行业分（%）	10
图 17: 2012-2021 年公司直接材料成本/营收（%）	10
图 18: 2012/01/04-2023/02/28 镀锡板卷价格走势（元/吨）	11
图 19: 2012/01/03-2023/02/28 LME 铝价格走势（美元/吨）	11
图 20: 2012-2021 年金属包装行业、食品综合行业、啤酒行业、软饮料行业增速（%）	12
图 21: 2012-2019 年公司金属包装产品毛利率细分（%）	12
图 22: 2012-2019 年公司三片罐毛利率细分（%）	12
图 23: 金属包装行业产业链	13
图 24: 2012-2021 年各公司前 5 大客户营收占比（%）	14
图 25: 2012-2021 年奥瑞金前 5 大客户营收占比细分（%）	14
图 26: 2012-2014 年宝钢包装前 5 大客户营收占比细分（%）	14
图 27: 2012-2021 年昇兴股份前 5 大客户营收占比细分（%）	15
图 28: 2015-2021 年嘉美包装前 5 大客户营收占比细分（%）	15
图 29: 2021 年金属罐行业各公司 ROE（%）	15

图 30: 2021 年金属罐行业各公司销售净利率 (%)	15
图 31: 2021 年金属罐行业各公司经营利润率 (%)	15
图 32: 2012-2021 年各公司金属罐价格走势对比 (元/罐)	16
图 33: 2012-2021 年各公司金属罐价格对比 (元/罐)	16
图 34: 2012-2021 年公司直接材料占主营成本比重对比 (%)	16
图 35: 2017-2022Q1-3 各公司销售费率对比 (%)	17
图 36: 2017-2022Q1-3 各公司管理费率对比 (%)	17
图 37: 2017-2022Q1-3 各公司财务费率对比 (%)	17
图 38: 2017-2022Q1-3 各公司研发费率对比 (%)	17
表 1: 公司部分高管人员简介	7
表 2: 2022-2024 年公司收入预测 (亿元)	18
表 3: 可比公司 PE (截至 2023/03/09)	18

1. 金属包装龙头，合作品牌众多

奥瑞金科技股份有限公司是一家集品牌策划、包装设计与制造、灌装服务、信息化辅助营销为核心的综合包装解决方案提供商。公司于 1994 年在海南文昌创立，长期致力于食品饮料金属包装产品的研发、设计、生产和销售，在为客户提供各类食品（奶粉、罐头食品、滋补品、调味品、干果、大米、茶叶、宠物食品等）、饮料（功能饮料、茶饮料、啤酒、乳品饮料、植物蛋白饮料、果蔬汁、咖啡饮品、碳酸饮料、酒精饮品等）产品的包装制品生产的同时，还可提供包装设计、灌装及二维码辅助营销等综合包装服务。

公司合作品牌众多。公司长期服务的快消品品牌有红牛、战马、东鹏特饮、乐虎、安利、体质能量、百威啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、雪花啤酒、加多宝、可口可乐、百事可乐、健力宝、元气森林、北冰洋、冰峰、飞鹤、君乐宝、伊利、露露、旺旺等。

公司金属包装可分为三片罐和二片罐。三片罐为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，二片罐为以铝材为主要材料，由罐身和顶盖两部分组成的金属包装。

图 1：公司事业部、生产制造基地、产品领域、21 年年产能、21 年收入及占比

事业部	生产制造基地	产品领域	21年年产能	合作品牌	21年收入及占比
三片罐		功能饮料、植物蛋白饮料、乳饮料、果蔬汁、即饮茶饮料、即饮咖啡、配方奶粉、啤酒、番茄酱、调味品、水果罐头、海鲜罐头、肉罐头、冲调饮品等	95亿罐		121.97亿元
二片罐		啤酒、碳酸饮料、功能饮料、植物蛋白饮料、植物饮料、果醋饮料、果蔬汁饮料、预调鸡尾酒、即饮茶饮料、即饮咖啡、调味品、含乳饮料等	135亿罐		87.84%
灌装		碳酸饮料、茶饮料、果汁饮料、植物饮料、含乳饮料、保健类等饮料等	20亿罐		1.86亿元 1.34%

资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

截至 2021 年底，公司已经在全国 16 个省/直辖市拥有三片罐、两片罐、制盖、饮料灌装、金属材料印刷在内的 40 多家制造基地，产业规模从北京辐射至山东、湖北、四川、浙江、广东、云南、海南、江苏、天津、福建、广西、黑龙江、辽宁、陕西、贵州等，拥有近百条国际领先的生产线和配套检验检测设备，三片罐年产能约 95 亿罐、两片罐年产能约 135 亿罐。

图 2：公司 2021 年产业布局

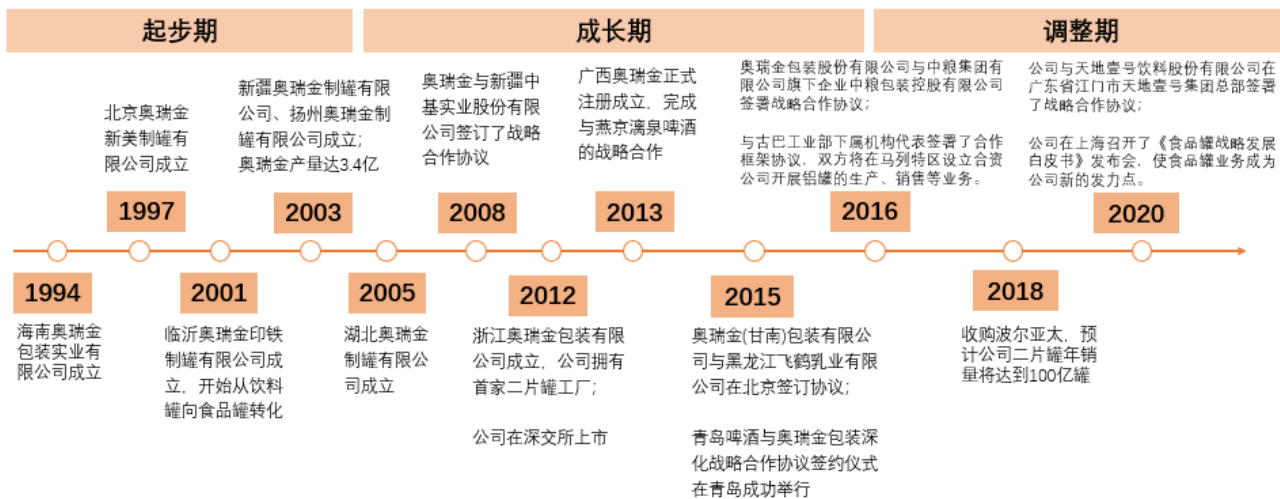


资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司历经多个发展时期，业务体量逐步上升：

- 1) **起步期（1994-2003）**：1994 年，海南奥瑞金包装实业有限公司成立（原名：文昌奥瑞金制罐公司）。1996 年，第一只红牛罐成功生产。1997 年 4 月，北京奥瑞金新美制罐有限公司成立。1998 年，制罐产量突破 1.5 亿。2001 年，临沂奥瑞金印铁制罐有限公司成立，开始从饮料罐向食品罐（白桃罐、栗子鸡罐等）转化。2003 年，奥瑞金制罐集团管理体系建立（物资供应中心、市场营销中心、资金管理中心、质量检测中心、技术研发中心、计划生产调度中心）。
- 2) **成长期（2004-2015）**：2005 年，湖北奥瑞金制罐有限公司创立。2007 年，奥瑞金与法国 IMPRESS 集团在 CANNEX 展会上正式签署了中国战略合作协议。2008 年，奥瑞金与新疆中基实业股份有限公司签订了战略合作协议。2012 年，浙江奥瑞金包装有限公司成立，公司拥有首家二片罐工厂；同年，奥瑞金包装股份有限公司在深交所中小板市场上市。2013 年，广西奥瑞金正式注册成立，完成与燕京漓泉啤酒的战略合作。2015 年，奥瑞金(甘南)包装有限公司与黑龙江飞鹤乳业有限公司在北京签订协议。甘南公司将于 2015 年投资建设一条制罐生产线，专门为飞鹤乳业提供差异化金属罐包装。同年，青岛啤酒与奥瑞金包装深化战略合作协议签约仪式在青岛成功举行；奥瑞金与北京一轻食品集团有限公司在北京龙徽博物馆签订战略合作框架协议。
- 3) **调整期（2016-至今）**：2016 年，奥瑞金包装股份有限公司与中粮集团有限公司旗下企业中粮包装控股有限公司签署战略合作协议。同年，与古巴工业部下属机构代表签署了合作框架协议，双方将在马列特区设立合资公司开展铝罐的生产、销售等业务。2019 年，公司研发的创新罐（炮弹罐、第四代碗罐）在全球制罐企业峰会上荣获两项大奖（“三片饮料罐银奖”“两片食品罐银奖”）。

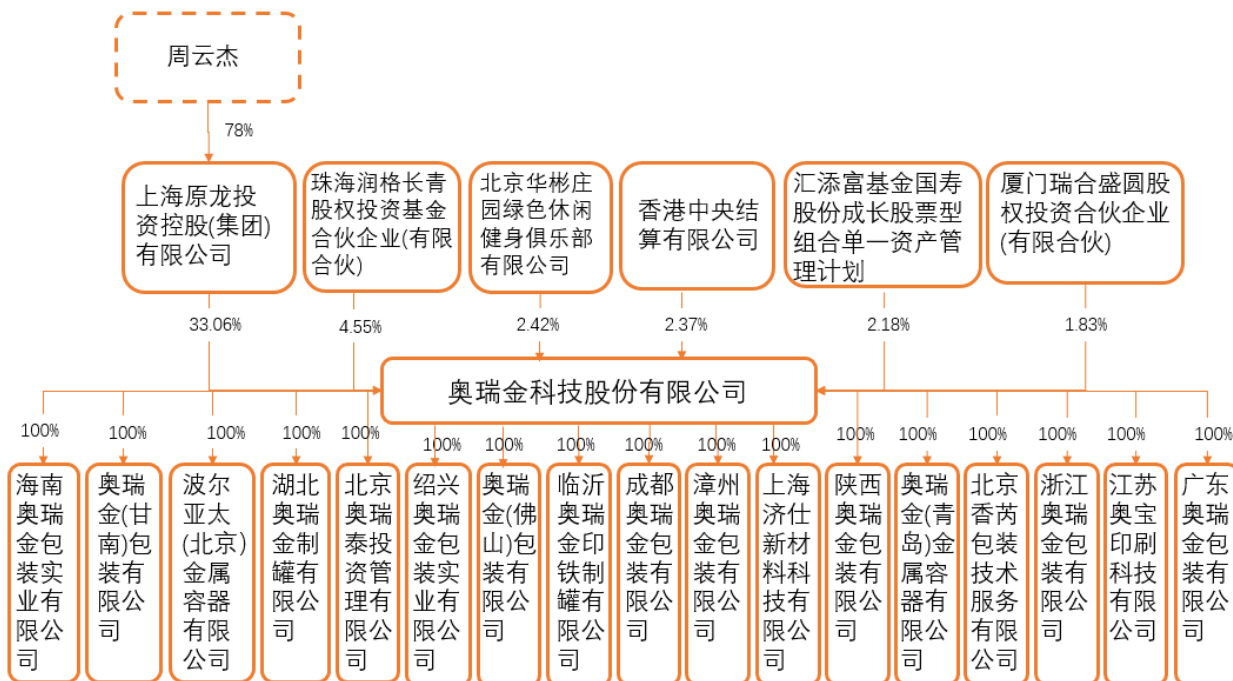
图 3：公司发展历程



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

公司股权较为集中, 核心管理层稳定且从业经验丰富。截至 2023 年 2 月 27 日, 周云杰为实际控制人和最终受益人, 间接持有公司 25.79% 股权。公司核心管理团队加入公司较早, 长期从事金属包装行业, 具有丰富的行业管理经验。

图 4: 公司股权结构 (截至 2023 年 2 月 27 日) 及部分控股公司



资料来源: wind, 天风证券研究所

表 1: 公司部分高管人员简介

人员	职位	履历简介
周云杰	董事长	澳大利亚永久居留权; 中国包装联合会第九届理事会副会长; 中国包装联合会金属容器委员会主任; 北京市优秀企业家; 2008 年至今担任公司董事长, 曾就职于国家物资部中国物资出版社。
周原	副董事长、董事	澳大利亚永久居留权; 2010 年至今任公司董事; 2011 年至今任公司副董事长; 2016 年 1 月至今任永新股份董事; 同年 2 月至今任中粮包装非执行董事; 同年 3 月至今任公

		司控股股东上海原龙董事；同年 12 月至今任永新股份副董事长。
沈陶	总经理、董事	澳大利亚永久居留权；2008 年加入公司，2008 年至 2014 年任公司副总经理，2010 年至今任公司董事，2014 年至今任公司总经理。曾任宝钢冷轧厂轧钢分厂作业长、上海宝翼制罐有限公司工厂部厂长、上海申井钢材加工有限公司总经理、上海宝翼制罐有限公司总经理、上海宝钢产业发展有限公司总经理助理、宝钢金属有限公司总经理助理。
王冬	财务总监、董事、副总经理	加拿大永久居留权；注册会计师。曾任职于普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）、中国智能交通系统（控股）有限公司，2009 年至今任公司财务总监，2014 年至今任公司董事、副总经理。

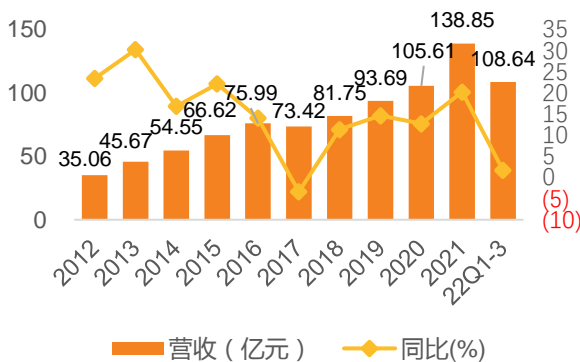
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 业绩短暂承压，需求回暖有望带动净利恢复

21 年公司营收 138.85 亿元，同增 20.22%，主要系 1) 传统三片罐业务稳中有增，饮料罐、食品罐营收保持稳健增长。2) 受疫情影响，海外二片罐出口业务提升。同时，二片罐市场供需关系改善，产能利用率上升。3) 原材料成本控制能力良好。公司通过价格传导机制对冲原材料涨价的负面影响；凭借长期稳固的供应商关系和认证新供应商保障客户需求；同时加强生产控制，降低废品率和持续推行节材降耗项目，抵御原材料成本上涨压力。

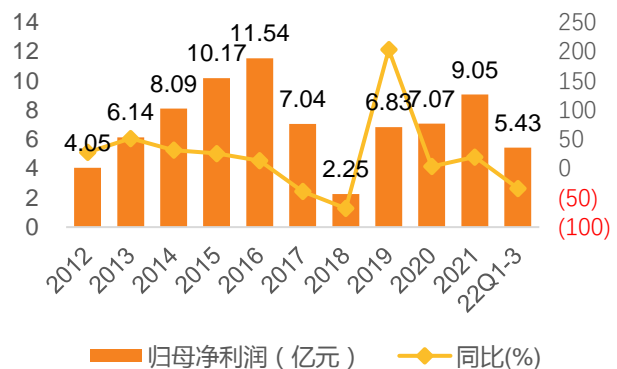
22Q1-3 营收 108.64 亿元，同增 1.69%；22Q1-3 归母净利润 5.43 亿元，同减 33.85%。

图 5：22Q1-3 营收 108.64 亿元，同比+1.69%



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：22Q1-3 归母净利润 5.43 亿元，同比-33.85%

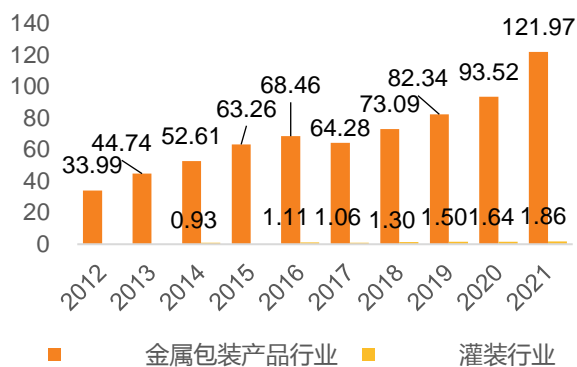


资料来源：wind，天风证券研究所

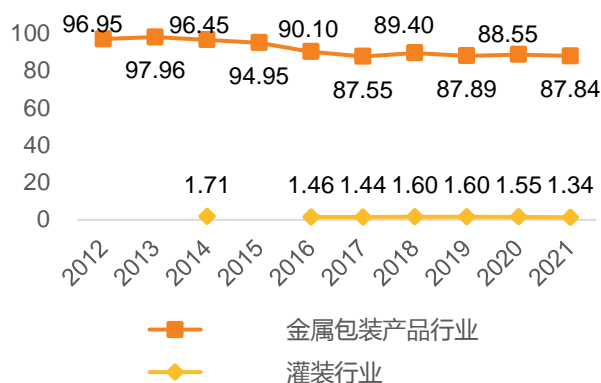
营收端：分行业看，主要以金属包装产品（2021 年占总 87.84%）为主且营收占比较稳定。2012-2021 年金属包装产品营收占比均在 87% 以上。21 年金属包装销售收入 121.97 亿元，同增 30.42%。

图 7：2012-2021 年公司营收按行业分（亿元）

图 8：2012-2021 年公司各行业营收占比（%）



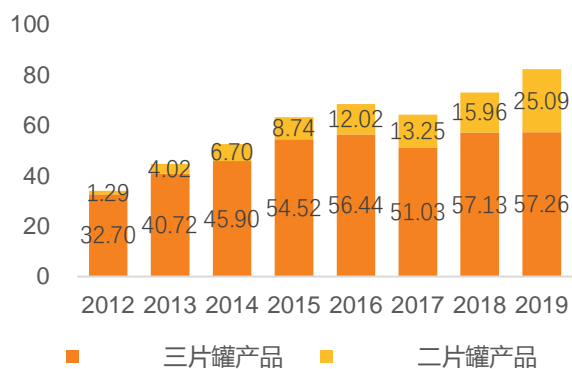
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

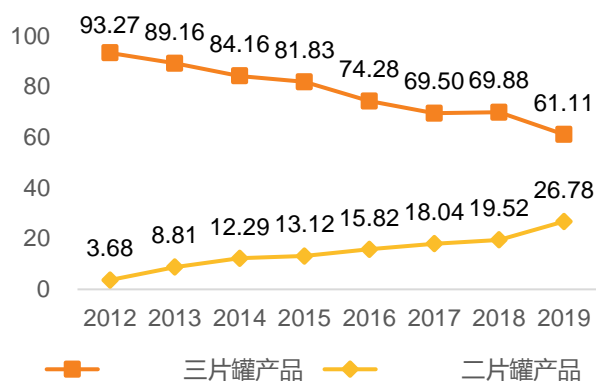
分产品看, 2012-2019年三片罐营收占比虽整体呈下降趋势, 但仍占较大比例 (2019年占总 61.11%)。同期二片罐营收占比呈逐年上升趋势。2020年公司统计营收口径改变, 不在细分三片罐和二片罐。2021年金属包装产品营收为 121.97 亿元, 同增 30.42%。

图 9: 2012-2019 年营收按产品分 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

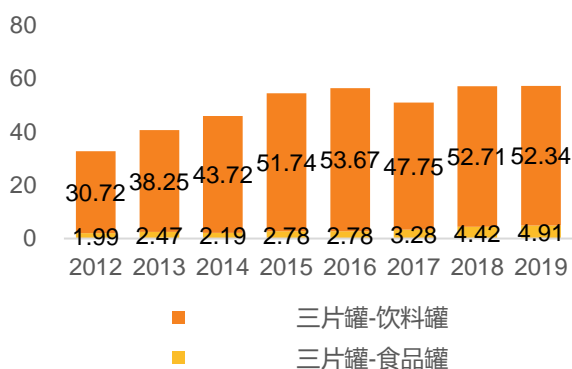
图 10: 2012-2019 年各产品营收占比 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

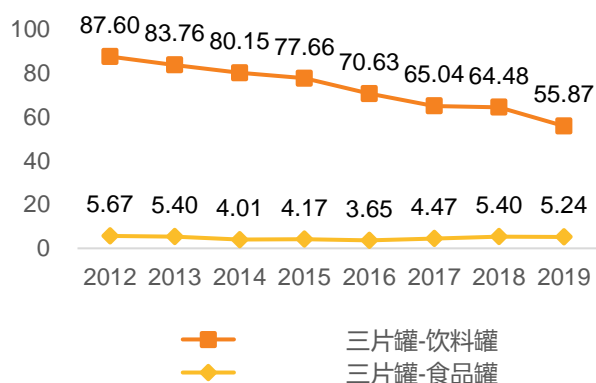
从三片罐的细分看, 2012-2019年饮料罐营收占比虽整体呈下降趋势, 但仍占较大比例 (2019年占总 55.87%)。同期食品罐营收占比较少 (占总约 4%-5%) 且较稳定。

图 11: 2012-2019 年三片罐营收细分 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 12: 2012-2019 年三片罐营收细分占比 (%)

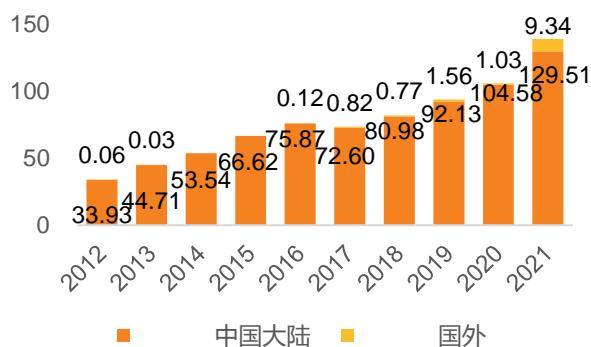


资料来源: wind, 天风证券研究所

分地区看, 主要以我国大陆 (2021年占总 93.28%) 为主。2012-2021年我国大陆营收占

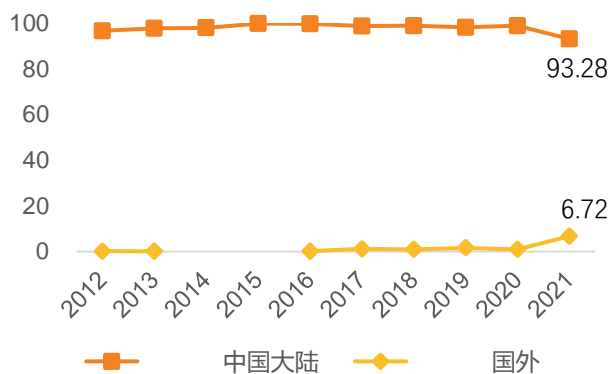
比均在 93%以上。21 年我国大陆营收 129.51 亿元，同增 23.84%。

图 13：2012-2021 年营收按地区分（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 14：2012-2021 年各地区营收占比（%）

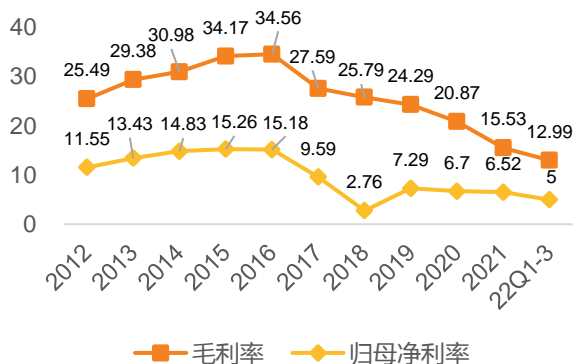


资料来源：wind，天风证券研究所

毛利端：22Q1-3 公司毛利率和归母净利率分别为 12.99%、5%，分别同比-4.75pct、-3.24pct。

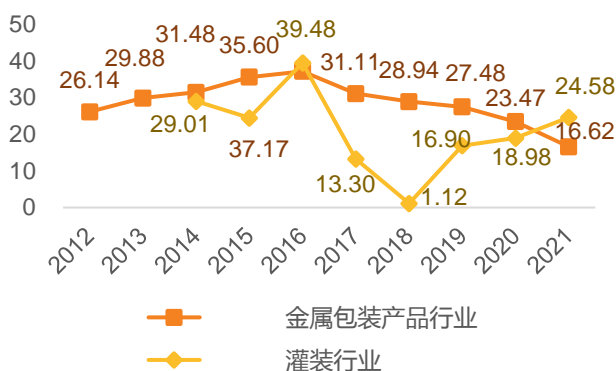
2017-2021 年金属包装产品行业毛利率呈逐年下降趋势，主要系 1) 2017-2020 年我国快消品市场增速放缓；2) 2020 年疫情带来的不利影响所致。

图 15：2012-22Q1-3 公司毛利率及归母净利率（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

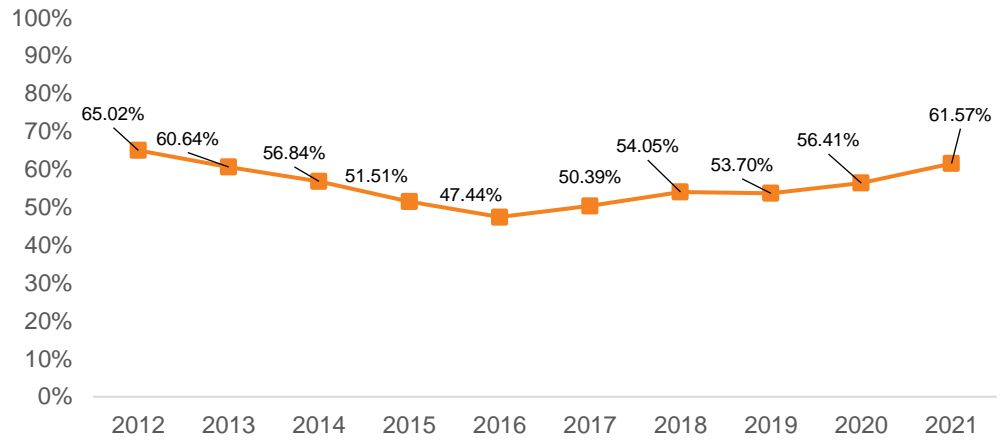
图 16：2012-2021 公司毛利率按行业分（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

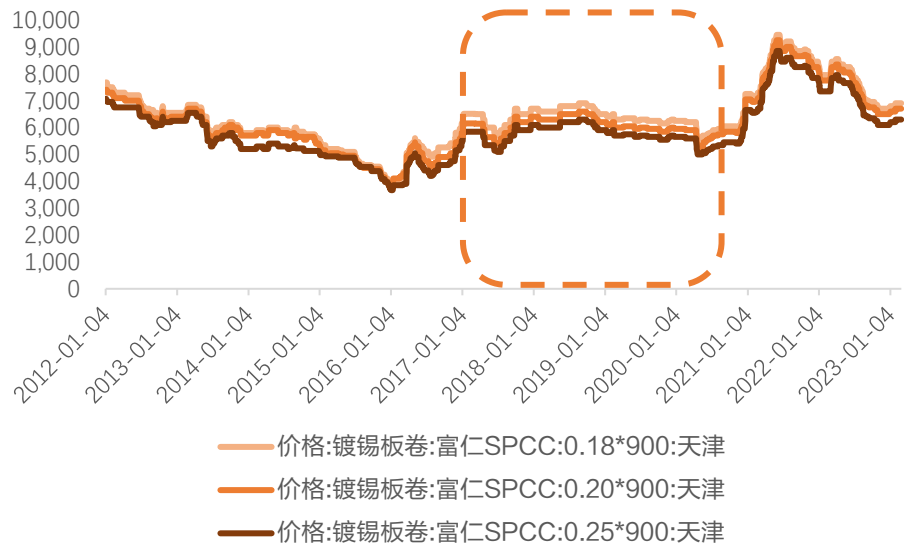
原材料成本占营收比重较大。2012-2021 年直接材料成本占营收比重均在 47%以上。2021 年原材料占营收比重为 61.57%。从价格走势图中可以看出，2017-2020 年，镀锡板卷价格持续保持在较高水平；2017-2019 年铝价呈上升趋势，2019-2020 年呈现小幅下降趋势。

图 17：2012-2021 年公司直接材料成本/营收（%）



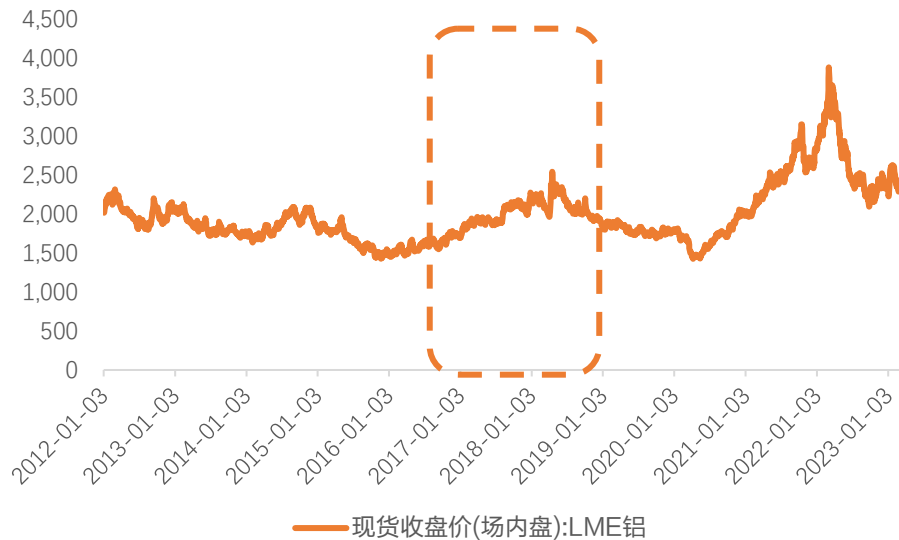
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 18：2012/01/04-2023/02/28 镀锡板卷价格走势（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 19：2012/01/03-2023/02/28LME 铝价格走势（美元/吨）

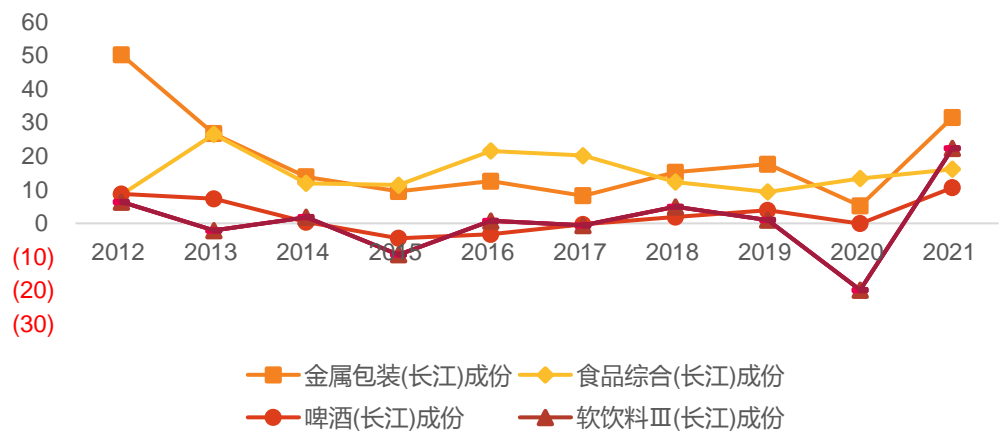


资料来源: wind, 天风证券研究所

行业营收增速数据显示，金属包装行业与啤酒行业和软饮料行业呈正相关关系。2021 年金属包装行业营收增速较快，主要受啤酒行业和软饮料行业增速上升所致。2017-2021 年啤酒行业营收增速较缓，软饮料行业营收增速较快。2017-2021 年金属包装行业营收 CAGR 为 22.19%，啤酒行业营收 CAGR 为 9.95%，软饮料行业营收 CAGR 为 40.07%。

2018 年公司灌装业务毛利率为 1.12%，为 2014-2021 年历史最低水平，主要系客户需求量减少及营业成本较高所致。因客户需求减少，公司灌装产品库存同减 83.63%。营业成本同增 40.38%。2018-2021 年公司灌装业务毛利率呈快速上升趋势。

图 20: 2012-2021 年金属包装行业、食品综合行业、啤酒行业、软饮料行业增速 (%)



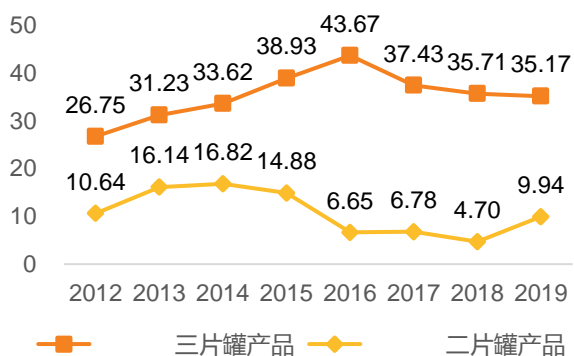
资料来源: wind, 天风证券研究所

从细分金属罐看，2012-2019 年三片罐产品毛利率总体大于二片罐产品，且两者差距较大。2019 年三片罐毛利率为 35.17%，二片罐毛利率为 9.94%，差距为 25.23pct。

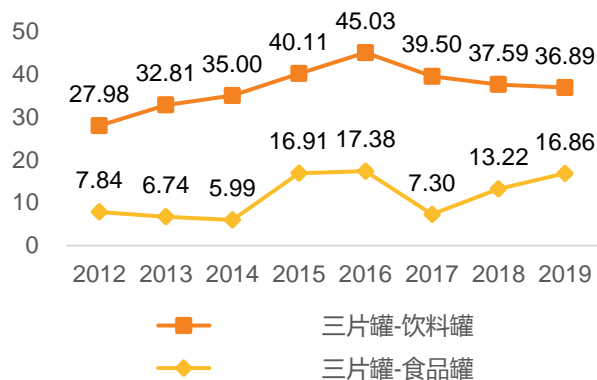
从三片罐的类型看，饮料罐的毛利率总体大于食品罐，且两者差距较大。2019 年饮料罐毛利率为 36.89%，食品罐毛利率为 16.86%，差距为 20.03pct。

图 21: 2012-2019 年公司金属包装产品毛利率细分 (%)

图 22: 2012-2019 年公司三片罐毛利率细分 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所



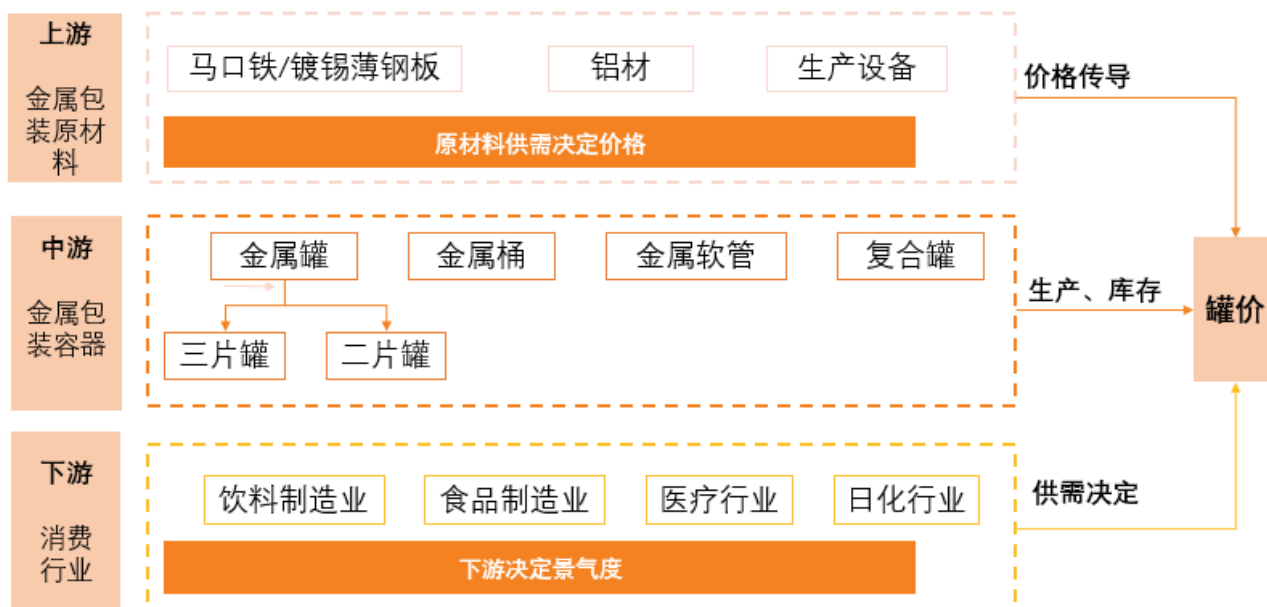
资料来源: wind, 天风证券研究所

3. 政策支持+需求向好, 行业发展空间广阔

金属包装行业景气度有望提升, 主要系:

1) 政策端: 国家产业政策支持提供良好外部环境, 行业或将迎来发展机遇。2016年12月, 工信部、商务部联合发布了《关于加快我国包装产业转型发展的指导意见》(工信部联消费[2016]397号), 提出多措并举, 进一步提升我国包装产业的核心竞争力, 推动包装强国建设进程。此后, 为进一步促进金属包装产业升级, 提高竞争力, 国家先后将金属包装列入《产业结构调整指导目录(2019年本)》“鼓励类”和《鼓励外商投资产业目录(2022年版)》, 以鼓励外商投资和行业发展。2022年9月, 中国包装联合会印发《中国包装工业发展规划(2021-2025年)》, 对我国包装工业发展的整体战略提出了进一步规划。

图 23: 金属包装行业产业链



资料来源: 前瞻产业研究院, 《包装概论(高职)》郝晓秀、周云令, 天风证券研究所

2) 产品端: 金属包装较塑料包装和纸包装具有多项优点。根据作者郝晓秀和周云令撰写的教材《包装概论(高职)》, 金属包装有以下特点。1) 金属包装的机械强度都优于其他包装材料, 不易破损且耐高温、耐虫害; 2) 金属包装有极好的阻隔性能, 能长期保持商

品的质量和风味不变；3) 金属包装便于印刷装饰，提高商品的销售价值；4) 金属包装的原材料铁和铝储藏量丰富，且已形成大规模工业生产；5) 金属包装可以循环使用，减少环境污染。

3) 需求端：饮料行业消费升级驱动金属包装向好发展，未来啤酒罐化率的提升或将成为二片罐需求的主要增长点。根据公司可转债说明书，我国是全球最大的啤酒生产国和消费国，啤酒行业处于从量化增长到品质化提升的历史过渡期，但啤酒罐化率仍处于较低水平，2021 年我国啤酒罐化率为 30.3%，与美国、英国等 65% 以上的罐化率存在较大差距。随着啤酒行业的持续整合，品牌化经营、跨区域销售、长距离运输的需求不断提高，啤酒行业不断提高罐化率，将维持啤酒罐需求的长期稳定增长，带动金属包装行业发展。

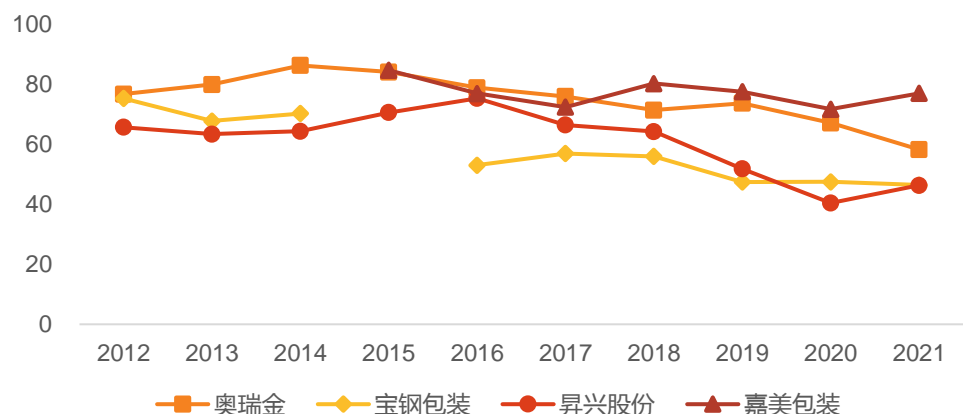
除啤酒外，金属易拉罐被广泛应用在碳酸饮料、蔬果汁、含乳饮料、茶饮料等产品包装上。根据中国包装联合会数据，2021 年全国金属包装容器及材料制造行业累计完成营业收入 1,384.22 亿元，同增 25.61%。根据欧睿国际数据，2021 年，金属包装在国内饮料和酒精类饮品中销售占比已达到 17.99%，同增 6.5%。随着人们生活水平提高，行业消费升级将引导饮料厂商不断推出新型产品和包装，促进软饮料金属包装持续发展。

4. 客户结构优化+差异化战略，盈利能力较强

根据公司的业务类型，我们选择奥瑞金（2021 年金属包装产品营收占总 87.84%）、宝钢包装（2021 年二片罐营收占总 84.91%）、昇兴股份（2021 年易拉罐营收占总 88.91%）、嘉美包装（2021 年金属包装产品营收占总 84.78%）作为金属包装行业的代表公司。

公司成立时间与同行相比较早，在客户积累方面具有先发优势。经过二十多年的发展，公司综合包装解决能力和差异化战略不断增强。公司积累了食品饮料行业的一大批优质客户资源，并与主要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，保障公司业绩可持续发展的态势。公司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。根据欧睿国际公布的数据，2021 年中国功能饮料行业中，红牛占据着 20.8% 的市场份额，是我国功能饮料行业的龙头企业，东鹏特饮以 6.6% 的市场份额排在第二位，紧随其后的是脉动、康师傅、乐虎、健力宝和体质能量。

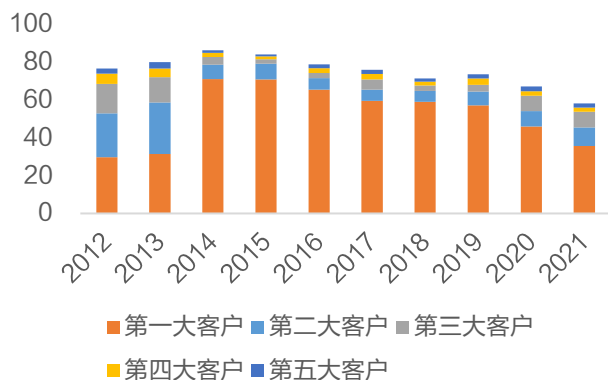
图 24：2012-2021 年各公司前 5 大客户营收占比 (%)



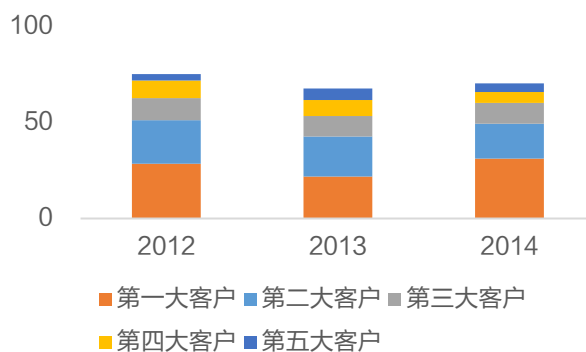
资料来源：wind，各公司公告，天风证券研究所

图 25：2012-2021 年奥瑞金前 5 大客户营收占比细分 (%)

图 26：2012-2014 年宝钢包装前 5 大客户营收占比细分 (%)



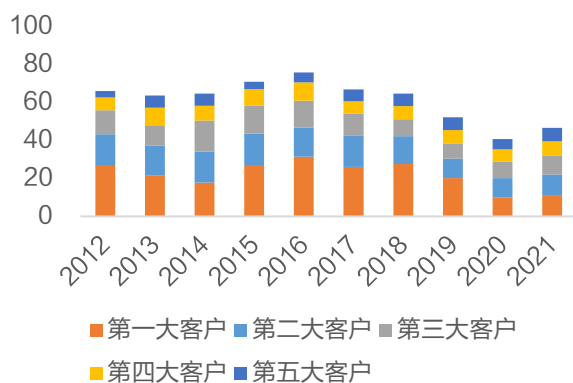
资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所



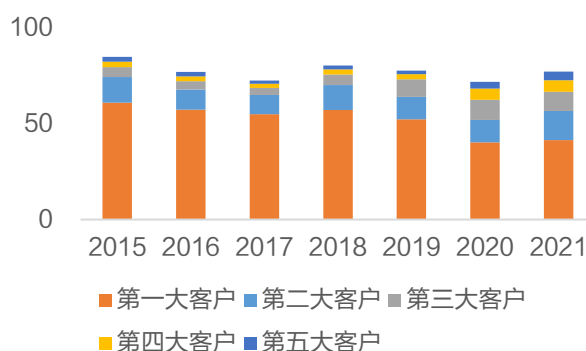
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 27: 2012-2021 年昇兴股份前 5 大客户营收占比细分 (%)

图 28: 2015-2021 年嘉美包装前 5 大客户营收占比细分 (%)



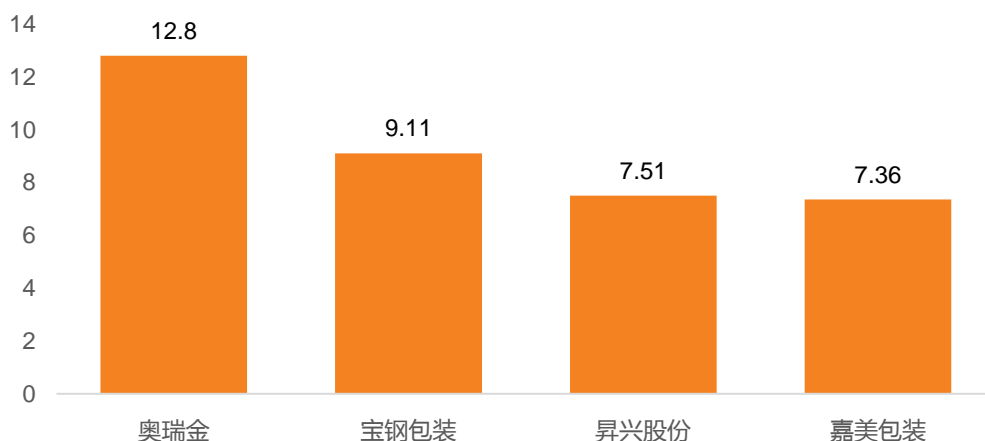
资料来源: wind, 昇兴股份公司公告, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

公司 ROE 较同行可比公司优异，主要系公司销售净利率和经营利润率较高，盈利能力较强。

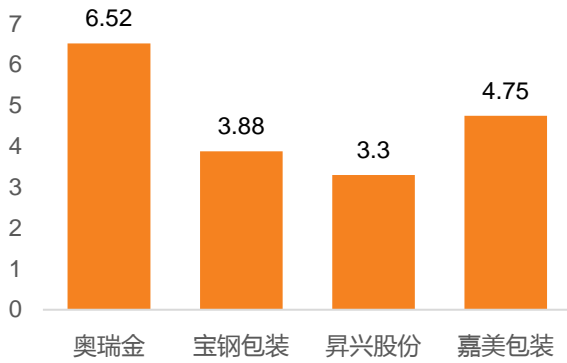
图 29: 2021 年金属罐行业各公司 ROE (%)



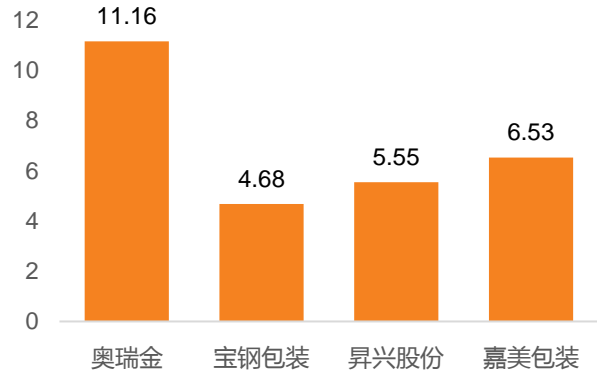
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 30: 2021 年金属罐行业各公司销售净利率 (%)

图 31: 2021 年金属罐行业各公司经营利润率 (%)



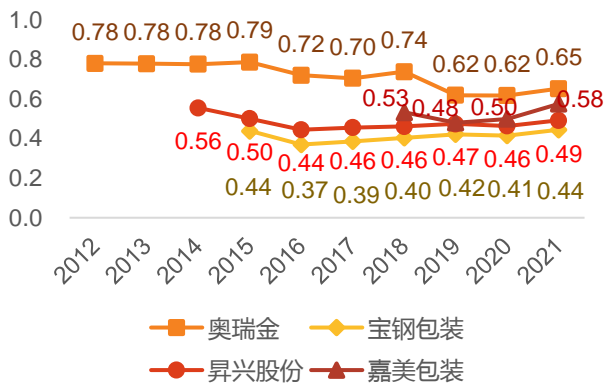
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

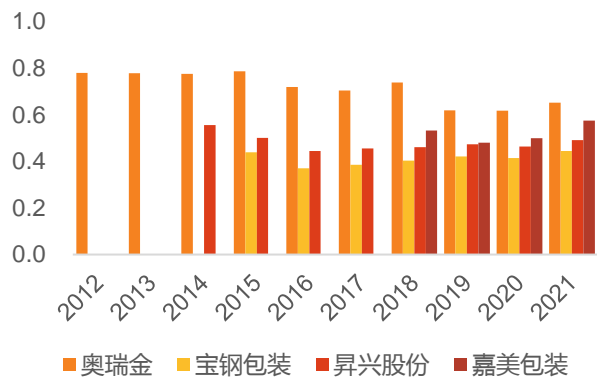
1) 价格端: 2014-2021 年公司金属罐价格较同行可比公司高。观察各公司的历史金属包装价格可知, 各公司金属包装价格整体变动幅度较小。经我们测算, 虽公司金属罐价格整体较同行可比公司呈小幅下降趋势, 但仍明显高于同行。2021 年公司金属罐价格为 0.65 元/罐, 较宝钢包装高 0.21 元/罐, 较昇兴股份高 0.16 元/罐, 较嘉美包装高 0.08 元/罐。

图 32: 2012-2021 年各公司金属罐价格走势对比 (元/罐)



资料来源: wind, 各公司公告, 天风证券研究所

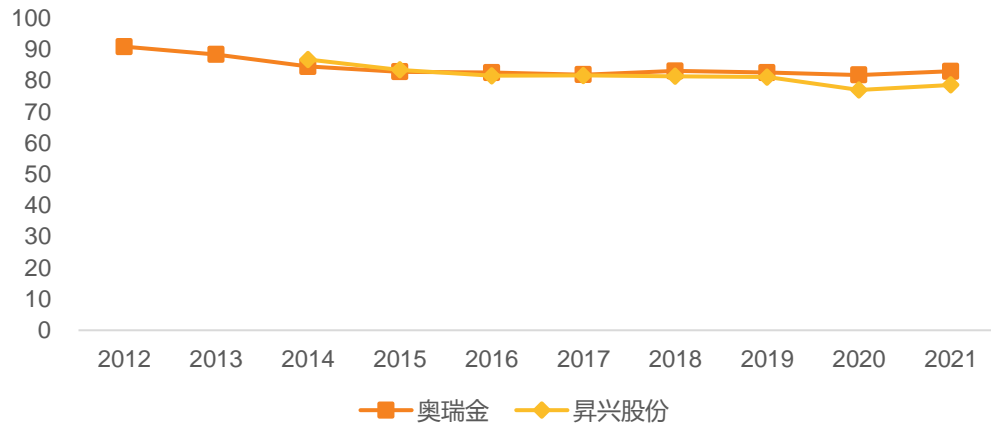
图 33: 2012-2021 年各公司金属罐价格对比 (元/罐)



资料来源: wind, 各公司公告, 天风证券研究所

2) 成本端: 公司直接材料成本占主营业务成本比重较昇兴股份差距较小。直接材料成本占主营业务成本比重较大。2021 年公司直接材料成本占总 82.92%, 较昇兴股份高 4.34pct。

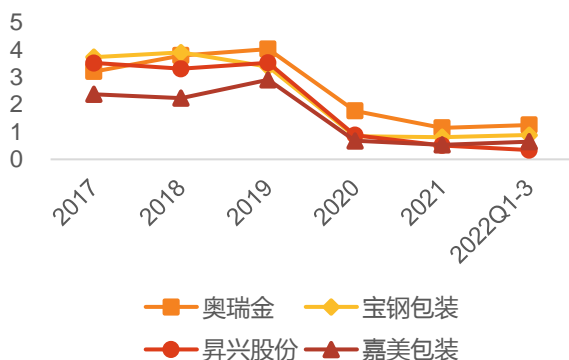
图 34: 2012-2021 年公司直接材料占主营成本比重对比 (%)



资料来源: wind, 各公司公告, 天风证券研究所

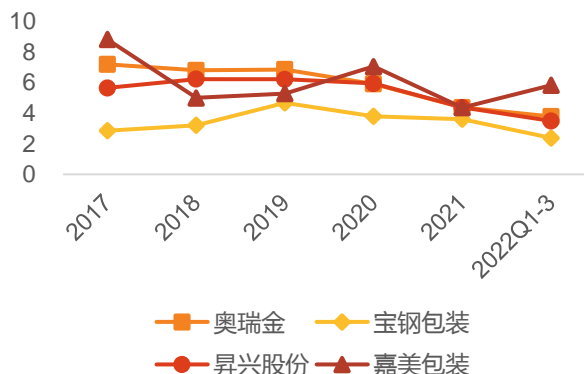
3) 费用端：公司费控能力良好。公司在国内金属包装行业率先采用“跟进式”生产布局模式。通过“共生型生产布局”（Implant 模式）和“贴近式生产布局”（Wall to Wall 模式），与核心客户在空间上紧密依存，结合核心客户的产品特点和品质需求配备具有国际领先水平的生产设备，形成相互依托的发展模式。同时，也能最大程度地降低产品和包装运输成本。

图 35：2017-2022Q1-3 各公司销售费率对比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

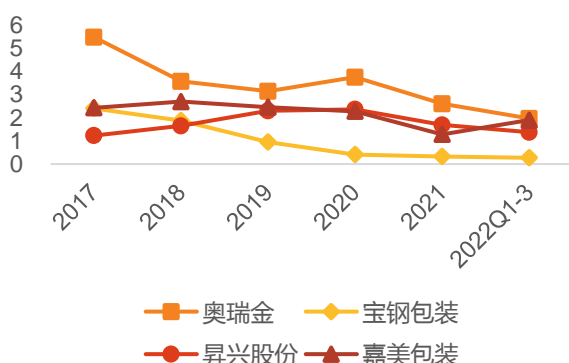
图 36：2017-2022Q1-3 各公司管理费率对比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

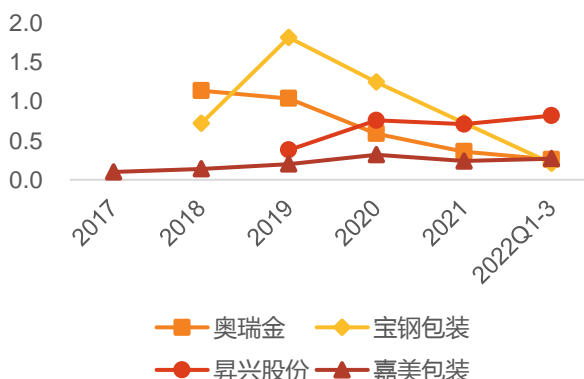
（注：管理费用率包含研发费用率）

图 37：2017-2022Q1-3 各公司财务费率对比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 38：2017-2022Q1-3 各公司研发费率对比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

5. 盈利预测与估值

核心假设

- 公司较高的毛利率、较好的费用控制能力优势或将继续保持，金属罐需求或将回暖，公司金属罐包装行业市占率或将提高。我们预计 2022-24 年公司收入增速分别为 0.82%、21.00%、22.00%，收入分别为 139.99 亿、169.39 亿、206.65 亿。
- 三片罐产品：我们预计 2023-2024 年收入增速分别为 9.91%、11.00%，收入分别为 82.50 亿、90.68 亿、100.65 亿。
- 二片罐产品：因二片罐是公司营收的主要增长点，我们预计 2022-2024 年收入增速 48.21%、49.00%，收入分别为 39.20 亿、58.09 亿、86.55 亿。
- 我们预计公司 2022-2024 年公司毛利率分别为 15%、16%和 17%；归母净利润分别为

5.24 亿、8.26 亿、12.75 亿，EPS 分别为 0.20、0.32、0.50 元/股。

表 2：2022-2024 年公司收入预测（亿元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	93.69	105.61	138.85	139.99	169.39	206.65
yoy	14.60%	12.72%	31.47%	0.82%	21.00%	22.00%
三片罐产品	57.26			82.50	90.68	100.65
yoy	0.22%				9.91%	11.00%
二片罐产品	25.09			39.20	58.09	86.55
yoy	57.16%				48.21%	49.00%
罐装	1.50	1.64	1.86	2.08	2.33	2.63
yoy	15.20%	9.23%	13.54%	11.83%	13.00%	14.00%
其他业务	9.85	10.45	15.02	16.21	18.29	16.81
yoy	33.81%	6.09%	43.75%	7.91%	12.86%	-8.07%

资料来源：wind，天风证券研究所

首次覆盖，给予“买入”评级。我们选取包装行业裕同科技、昇兴股份、新巨丰、喜悦智行作为可比公司。因公司盈利水平较好，给予奥瑞金 23 年 PE 为 18.95-22.95x，对应目标市值 156.49.12-189.53 亿元，目标价格区间为 6.08-7.37 元。

表 3：可比公司 PE（截至 2023/03/09）

	22E	23E	24E
裕同科技	17.71	14.69	12.17
昇兴股份	18.39	14.28	11.69
新巨丰	43.26	29.70	22.77
喜悦智行	39.16	25.11	18.76
均值		20.95	

资料来源：wind，天风证券研究所（可比公司 PE 来源均为 wind 一致预期）

6. 风险提示

1、客户集中度较高的风险

公司的核心客户之一中国红牛与其合作方泰国天丝医药保健有限公司之间关于商标使用许可的法律纠纷仍处于解决过程中，泰国天丝医药保健有限公司也针对公司发起了若干诉讼。近年来，随着二片罐业务的快速发展，中国红牛业务占公司总收入的比例明显持续下降，但仍对公司总体业务具有重大影响，上述纠纷对公司未来的经营构成潜在风险。

2、原材料价格波动风险。

公司主营产品的主要原材料为马口铁、铝材，与公司生产成本密切相关。尽管公司是国内主要马口铁供应商的战略客户，享有优惠的采购价格。但是，若因宏观经济变动、上游行业供应情况、下游行业需求情况等因素影响而采购价格上涨幅度过大，公司无法通过与客户的常规成本转移机制有效化解成本压力，公司经营业绩短期内将会受到不利影响。

3、客户食品安全事件风险。

公司主要客户均为食品饮料行业中的优势企业。若公司主要客户由于自身原因发生重大食品安全事件，其销售收入可能出现大幅下滑的情况，进而导致其对公司产品的需求下降，公司经营业绩将受到不利影响。

4、外延式发展引起的运营管理风险

若公司因自身管理能力不足，或者市场环境发生不利变化、行业竞争加剧等原因，导致项目不能按照进度实施，或者实施后不能达到预期收益，将对公司经营计划的实现和持续发展产生不利影响。

5、新冠疫情影响风险

2020 年初新冠疫情在全球范围内蔓延，全球经济再添风险因素，宏观经济下行压力加大。目前我国疫情防控已得到有效控制但仍呈现局部波动态势，同时全球疫情仍然严峻。

6、测算具有一定主观性，仅供参考。

公司各营收增速、毛利率和其他费率测算具有一定主观性。若公司业务收到负面影响，营收增速和毛利率将不及预期，受到负面影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,016.80	941.86	3,084.20	1,185.70	3,860.35
应收票据及应收账款	2,531.21	3,067.17	3,280.55	4,285.09	4,692.47
预付账款	250.43	318.11	348.16	402.06	497.39
存货	1,327.43	2,162.27	1,163.05	2,933.15	2,015.56
其他	564.23	529.23	660.09	538.20	741.46
流动资产合计	5,690.12	7,018.63	8,536.05	9,344.21	11,807.22
长期股权投资	2,578.18	2,644.69	2,704.69	2,755.43	2,814.52
固定资产	4,697.98	4,550.89	4,366.63	4,029.88	3,738.12
在建工程	313.31	352.93	385.44	477.92	532.79
无形资产	513.74	484.34	433.12	362.15	297.78
其他	1,300.22	1,600.37	1,294.17	1,269.97	1,232.00
非流动资产合计	9,403.42	9,633.23	9,184.07	8,895.35	8,615.20
资产总计	15,093.54	16,651.86	17,720.13	18,239.56	20,422.43
短期借款	2,126.48	2,382.86	2,000.00	2,146.78	2,200.00
应付票据及应付账款	2,021.55	2,719.06	3,513.86	3,523.02	4,616.97
其他	1,730.34	1,344.85	2,082.66	1,811.93	2,061.62
流动负债合计	5,878.37	6,446.76	7,596.52	7,481.73	8,878.59
长期借款	1,073.63	1,062.46	1,000.00	1,100.00	1,200.00
应付债券	543.47	468.73	337.40	449.87	418.67
其他	735.37	799.31	897.33	810.67	835.77
非流动负债合计	2,352.47	2,330.50	2,234.73	2,360.54	2,454.44
负债合计	8,297.85	8,896.89	9,831.25	9,842.27	11,333.03
少数股东权益	206.87	196.01	196.76	196.38	194.73
股本	2,416.32	2,447.65	2,447.65	2,447.65	2,447.65
资本公积	195.26	864.00	864.00	864.00	864.00
留存收益	3,884.97	4,111.47	4,373.67	4,810.95	5,509.37
其他	92.27	135.85	6.80	78.31	73.65
股东权益合计	6,795.69	7,754.98	7,888.88	8,397.28	9,089.40
负债和股东权益总计	15,093.54	16,651.86	17,720.13	18,239.56	20,422.43
现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	709.97	896.99	523.71	825.98	1,274.93
折旧摊销	581.25	437.29	424.70	427.74	432.74
财务费用	386.55	345.99	342.32	330.89	348.74
投资损失	(194.70)	(250.68)	(172.50)	(189.60)	(201.87)
营运资金变动	(1,272.86)	(681.62)	1,954.60	(2,939.64)	1,607.24
其它	513.39	434.84	1.50	(0.72)	(3.00)
经营活动现金流	723.60	1,182.81	3,074.32	(1,545.36)	3,458.79
资本支出	458.65	288.24	123.71	199.14	106.38
长期投资	25.70	66.52	60.00	50.74	59.08
其他	(626.83)	(357.13)	(230.13)	(173.22)	(95.70)
投资活动现金流	(142.48)	(2.37)	(46.42)	76.66	69.77
债权融资	128.37	(616.28)	(494.25)	(112.95)	(274.10)
股权融资	202.90	393.68	(391.31)	(316.85)	(579.81)
其他	(407.90)	(1,095.85)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(76.63)	(1,318.45)	(885.56)	(429.80)	(853.91)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	504.49	(138.02)	2,142.34	(1,898.50)	2,674.65

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	10,561.01	13,884.98	13,998.84	16,938.59	20,665.08
营业成本	8,356.98	11,729.18	11,899.01	14,194.54	17,152.02
营业税金及附加	72.12	87.44	94.80	112.35	135.72
销售费用	187.29	159.92	376.40	408.54	414.64
管理费用	562.35	557.78	699.94	711.42	826.60
研发费用	62.55	50.29	109.50	117.41	125.53
财务费用	395.68	361.25	342.32	330.89	348.74
资产/信用减值损失	(228.07)	(39.70)	53.76	(72.40)	(71.60)
公允价值变动收益	0.57	(15.50)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	194.70	250.68	172.50	189.60	201.87
其他	(131.86)	(477.73)	0.00	(0.00)	(0.00)
营业利润	1,088.69	1,221.37	703.13	1,180.64	1,792.10
营业外收入	4.93	14.97	10.88	9.82	10.15
营业外支出	9.69	27.65	13.74	14.58	16.42
利润总额	1,083.93	1,208.68	700.28	1,175.88	1,785.84
所得税	373.96	311.69	175.07	350.62	513.90
净利润	709.97	896.99	525.21	825.26	1,271.93
少数股东损益	2.54	(8.13)	1.50	(0.72)	(3.00)
归属于母公司净利润	707.43	905.12	523.71	825.98	1,274.93
每股收益(元)	0.27	0.35	0.20	0.32	0.50
主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	12.72%	31.47%	0.82%	21.00%	22.00%
营业利润	3.84%	12.19%	-42.43%	67.91%	51.79%
归属于母公司净利润	3.54%	27.94%	-42.14%	57.72%	54.35%
获利能力					
毛利率	20.87%	15.53%	15.00%	16.20%	17.00%
净利率	6.70%	6.52%	3.74%	4.88%	6.17%
ROE	10.74%	11.97%	6.81%	10.07%	14.33%
ROIC	11.40%	12.58%	7.99%	13.42%	14.52%
偿债能力					
资产负债率	54.98%	53.43%	55.48%	53.96%	55.49%
净负债率	55.69%	46.47%	16.60%	40.80%	9.09%
流动比率	0.96	1.07	1.12	1.25	1.33
速动比率	0.73	0.74	0.97	0.86	1.10
营运能力					
应收账款周转率	4.14	4.96	4.41	4.48	4.60
存货周转率	8.75	7.96	8.42	8.27	8.35
总资产周转率	0.71	0.87	0.81	0.94	1.07
每股指标(元)					
每股收益	0.27	0.35	0.20	0.32	0.50
每股经营现金流	0.28	0.46	1.19	-0.60	1.34
每股净资产	2.56	2.94	3.14	3.35	3.63
估值比率					
市盈率	19.02	14.87	25.70	16.29	10.56
市净率	2.04	1.78	1.66	1.56	1.44
EV/EBITDA	6.25	9.37	9.55	7.25	4.58
EV/EBIT	8.14	11.78	13.88	9.12	5.45

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