

奥瑞金(002701)

# 二片罐景气叠加灌装机遇，金属包装翘楚再起航

## —奥瑞金深度报告

深度报告

行业公司研究—轻工制造

证券研究报告

✍ 分析师：史凡可 执业证书编号：S1230520080008  
☎ 分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002  
联系人：傅嘉成、姜文镭  
✉ : shifanke@stocke.com.cn

**评级** **买入**

上次评级 首次评级  
当前价格 ¥4.4

**单季度业绩** **元/股**

4Q/2019	0.00
1Q/2020	0.02
2Q/2020	0.06
3Q/2020	0.13

### 报告导读

金属包装行业翘楚，二片罐业务受益供需格局改善、啤酒罐化率提升；灌装业务步入放量期，看好21年业绩向上空间。

### 投资要点

#### □ 金属包装行业翘楚，二片罐、灌装服务催化成长

奥瑞金成立于1997年，是我国金属包装领域第一大龙头，主要业务为三片罐、二片罐及灌装服务，下游主要对接红牛、伊利等食品饮料领域知名客户。公司2015年至今持续开拓新客户并加快外延节奏完善二片罐布局，先后入股中粮包装、永新包装，并于19年收购波尔4家工厂。伴随供需格局改善、灌装服务进入放量期、一次性负面影响消除，看好公司21年业绩在低基数上有较好表现。

#### □ 二片罐：消费升级推动罐化率提升、供需格局显著改善

**需求端：聚集啤酒结构优化，客观提升包装价值。**（1）伴随国民消费升级，啤酒结构高端化趋势显著，客观促进包装价值抬升。（2）罐化率是二片罐需求增量的核心：罐装啤酒低成本+消费者非现饮需求增加，啤酒罐化率提升顺畅。目前我国啤酒罐化率仅为21%，对标日韩50%以上罐化率有很大向上空间。我们判断在啤酒行业稳定增长下，罐化率每年提升1-2pct对应增量约25-40亿罐。

**供给端：竞争格局大幅优化，协同效应逐步体现。**（1）过剩产能出清，当前供需已经基本平衡。多年行业整合后格局大幅改善，CR3达69%，企业协同能力有望提升。（2）原材料价格上行，二片罐提价顺畅，盈利仍具弹性。20年4月以来铝价底部反弹，考虑格局优化、二片罐提价顺畅，假设21年价格上调3分/罐、铝价上涨7%，销量维稳，公司净利润增量达1.03亿元，仍具向上弹性。

**二片罐看点：波尔、咸宁效应有望释放。**（1）收购波尔，整合利好业务协同：19年公司横向收购波尔，多方位协同提升奥瑞金二片罐实力。一方面完善区域布局，提升服务响应；一方面获取波尔优质客户（波尔是百威在中国最大供应商），成为啤酒领域最大供应商，最为受益啤酒罐化率提升。20年波尔受疫情、产能搬迁、大客户百威复工较晚等因素拖累业绩，伴随奥瑞金参与管理，双方形成地域、客户协同，波尔一次性负面影响料将消除。（2）咸宁产能利用率爬坡，迎来业绩拐点：17年咸宁工厂投产，18-19年因产能利用率较低业绩承压，19Q4起公司转移部分战马业务至咸宁，带动产能利用率提升，20Q3咸宁已经实现单季度扭亏。考虑战马业务持续放量、产能利用率爬坡，咸宁21年有望扭亏为盈，测算得利润增量或达1.1亿。

### 公司简介

金属包装行业翘楚，二片罐业务受益供需格局改善、啤酒罐化率提升；灌装业务步入放量期。

### 相关报告

报告撰写人：史凡可

联系人：傅嘉成、杨舒妍

### □ 三片罐：红牛纠纷业已落地，关注食品/奶粉领域成长：

**下游功能饮料、奶粉需求增长稳健。**我国功能饮料 2013-2019 年销售额 CAGR 达 16.49%，19 年销售额 472 亿元（+15%），未来增长潜力仍较大；婴幼儿奶粉市场量稳价升，国产品牌如飞鹤、君乐宝业绩增长亮眼，市占率列第一、第四。

**格局高度集中，客户结构稳定。**2017 年三片罐总产量约为 236 亿罐，行业集中度较高（产量口径 CR5 达 72%），奥瑞金市占率约 23%。三片罐品牌客户稳定，已形成奥瑞金供货红牛、旺旺；嘉美供应养元；昇兴供货天丝等稳定格局。

**三片罐看点：红牛扰动业已落地，食品/奶粉客户贡献增长。**（1）红牛商标纠纷短期内较难出现某方压倒性胜利，伴随辽宁工厂投产，红牛业务预期稳中有升。

（2）食品/奶粉罐增长靓丽：公司积极开拓食品罐客户，公司早期绑定的飞鹤、君乐宝当前分别成为业内第一、第四，贡献增长动力。

### □ 综合解决方案服务商，开启灌装一体化新路程

**灌装 3.0 扬帆起航，贡献业绩增长新亮点。**国内饮品行业轻资产运营热潮兴起，驱动综合包装解决方案发展。奥瑞金灌装一体化服务经过多年发展受认可，截至目前公司灌装产能约 24 亿罐，伴随灌装新产线折旧完成、咸宁产能爬坡、辽宁工厂放量、毛利水平提高，我们预期 21 年全年灌装利润可达 0.8 亿元。

**多方位优化综合解决方案，服务优势突出。**（1）客户结构多元化，降低单一大客户依赖，近年持续开拓飞鹤、君乐宝、东鹏、元气森林等客户。（2）跟进式产能布局，与核心客户相邻布局，降低运输成本，快速响应需求。（3）创新产品&个性化服务有望提高附加值。公司持续推出新罐型产品如纤体罐、瓶罐等产品，符合消费趋势，产品结构升级有望带动毛利率上行。此外，公司推出二维码营销服务，满足个性化需求，客户粘性再加强。

### □ 盈利预测及估值

我们预计公司 2020-2022 年收入 105.60/119.97/132.79 亿元，同比增长 12.71%/13.61%/10.69%；归母净利润 6.77/8.64/10.51 亿元，同比-0.98%/27.66%/21.70%；对应当前市值，20-22 年 PE 为 15.71X/12.31X/10.11X，考虑到公司行业龙头地位牢固、业绩向上修复确定性较强，首次覆盖给予“买入”评级。

### □ 风险提示

红牛诉讼事件泰方获胜、二片罐行业整合不达预期

### 财务摘要

（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	9369.16	10559.79	11996.83	13279.29
(+/-)	14.60%	12.71%	13.61%	10.69%
净利润	683.24	676.58	863.72	1051.15
(+/-)	203.15%	-0.98%	27.66%	21.70%
每股收益（元）	0.28	0.29	0.37	0.45
P/E	15.56	15.71	12.31	10.11

## 正文目录

<b>1. 金属包装行业翘楚，二片罐、灌装服务催化成长</b>	<b>6</b>
1.1. 深度绑定优质客户，业绩有望迎来修复	6
1.2. 股权结构集中，大客户增持强化信心	7
1.3. 内生外延并举，拓宽产业布局	8
1.4. 二片罐业务迎来拐点，三片罐业务业已企稳	9
<b>2. 二片罐：消费升级推动罐化率提升、供需格局显著改善</b>	<b>10</b>
2.1. 供需格局改善核心变量，二片罐具盈利弹性	10
2.2. 二片罐看点：波尔、咸宁效应有望释放！	13
<b>3. 三片罐：红牛纠纷业已落地，关注食品/奶粉领域成长</b>	<b>15</b>
3.1. 三片罐行业：需求增长相对平稳，供给格局保持良性	15
3.2. 三片罐看点：红牛扰动业已落地，食品/奶粉客户贡献新增长	16
<b>4. 综合解决方案服务商，开启灌装一体化新路程</b>	<b>18</b>
4.1. 综合解决方案：灌装 3.0 扬帆起航，贡献业绩增长新亮点	18
4.2. 客户结构多元化，单一客户依赖减弱	19
4.3. 全国跟进式产能布局绑定客户，服务优势突出	20
4.4. 创新产品&个性化服务有望提高附加值	21
<b>5. 财务分析：金属罐龙头，经营稳健</b>	<b>22</b>
5.1. 营收持续增长，毛利率高于同行	22
5.2. 费用支出管理优化，期间费用率呈下降趋势	23
5.3. 营运能力较强，资产周转率边际提升	24
5.4. 经营性现金流充沛，偿债能力较强	24
5.5. 盈利端能力边际回升，看好 20 年 ROE 和净利率向上	25
<b>6. 盈利预测与投资评级</b>	<b>25</b>
6.1. 核心假设与盈利预测	25
6.2. 投资评级	26
<b>7. 风险提示</b>	<b>26</b>

## 图表目录

图 1: 奥瑞金历史财务数据一览.....	6
图 2: 奥瑞金发展历程一览.....	7
图 3: 奥瑞金股权结构一览.....	8
图 4: 奥瑞金管理层情况.....	8
图 5: 奥瑞金历年并购情况一览.....	9
图 6: 奥瑞金营收拆分.....	9
图 7: 中国啤酒产量.....	10
图 8: 中国啤酒 CR10.....	10
图 9: 国内拉格啤酒产品结构.....	10
图 10: 主流厂家啤酒吨价.....	10
图 11: 青岛啤酒成本结构.....	11
图 12: 现饮渠道、非现饮渠道占比.....	11
图 13: 我国啤酒产量及罐化率预测.....	11
图 14: 宝钢包装单价走势.....	12
图 15: 未来新增产能一览.....	12
图 16: 2018 中国两片罐市场占有率.....	12
图 17: 金属包装龙头近年数据梳理.....	12
图 18: 铝价走势(元/吨).....	13
图 19: 主要二片罐龙头毛利率走势.....	13
图 20: 盈利弹性测算.....	13
图 21: 奥瑞金产能情况一览.....	14
图 22: 波尔及奥瑞金全国地区二片罐布局.....	14
图 23: 战马“壹元乐享”促销活动.....	14
图 24: 中国功能饮料零售额.....	15
图 25: 2019 中国功能饮料市场占有率(终端销售金额).....	15
图 26: 婴儿配方奶粉市场规模.....	15
图 27: 婴儿配方奶粉市占率 CR5.....	15
图 28: 奥瑞金&昇兴股份三片罐业务毛利率.....	16
图 29: 镀锡板价格走势.....	16
图 30: 红牛商标权事件梳理.....	17
图 31: 红牛中国销售额.....	17
图 32: 奥瑞金三片罐产能.....	18
图 33: 奥瑞金全国地区三片罐布局.....	18
图 34: 灌装业务收入.....	19
图 35: 奥瑞金灌装业务发展.....	19
图 36: 公司主要大客户销售额情况.....	20
图 37: 金属包装龙头产品布局及下游客户对比.....	20
图 38: 奥瑞金主要生产基地对应服务客户一览.....	21
图 39: 奥瑞金全国化产能布局一览.....	21
图 40: 咸宁工厂纤体罐和铝瓶罐产品图一览.....	22
图 41: 红牛二维码营销.....	22

图 42: 可比公司营收、利润体量.....	23
图 43: 业内龙头费用率对比.....	23
图 44: 业内龙头营运能力对比.....	24
图 45: 总资产周转率同行比较.....	24
图 46: 存货周转率同行比较.....	24
图 47: 奥瑞金现金流情况一览.....	25
图 48: ROE 与 ROIC 同行比较.....	25
图 49: 奥瑞金拆分及预测 (百万元) .....	26
图 50: 同行估值对比.....	26
表附录: 三大报表预测值.....	27

## 1. 金属包装行业翘楚，二片罐、灌装服务催化成长

### 1.1. 深度绑定优质客户，业绩有望迎来修复

**金属包装龙头，客户结构优异。**奥瑞金成立于1997年（前身海南奥瑞吉成立于1994年），2012年登陆A股，是我国金属包装领域第一大龙头，主要业务为三片饮料罐、三片食品罐、二片饮料罐及相关灌装服务。公司下游绑定国内外知名食品饮料客户，三片罐大客户如红牛、旺旺，二片罐大客户包括青岛啤酒、燕京啤酒、伊利、飞鹤等。

**业绩低点已过，或现向上拐点。**2008-2016年公司营收由12.54亿增长至75.99亿(CAGR达25.26%)，归母净利由0.97亿增长至11.54亿(CAGR达36.34%)，利润率稳步上升、14-16年ROE高于20%。2017年因上游原材料大幅上行、核心客户红牛陷入商标纠纷，2018年因中粮包装财报收到保留意见、计提资产减值5.01亿，公司业绩连续两年承压。伴随二片罐业务内生/外延共驱增长、三片罐红牛风险预期可控/食品类客户增长较好，公司19年营收93.69亿(+14.60%)、归母净利6.83亿(+203.15%)，趋势开始向上。20年受到疫情影响及产能搬迁压制，我们判断公司21年的业绩在低基数基础上会有较好表现。

图 1: 奥瑞金历史财务数据一览

单位: 百万元	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1	2020Q1-Q3
营业收入	3,506.43	4,567.02	5,454.63	6,662.35	7,598.65	7,342.38	8,175.39	9,369.16	4,642.98	7,878.83
YOY	23.43%	30.25%	19.44%	22.14%	14.05%	-3.37%	11.35%	14.60%	12.04%	22.05%
归母净利润	404.88	613.52	808.99	1,016.98	1,153.58	703.86	225.38	683.24	181.69	482.63
YOY	27.65%	51.53%	31.86%	25.71%	13.43%	-38.98%	-67.98%	203.15%	-62.62%	-29.75%
扣非归母净利润	252.35	426.00	571.02	931.01	1,076.49	596.69	123.67	592.46	91.86	378.15
YOY	25.92%	68.81%	34.04%	63.04%	15.63%	-44.57%	-79.27%	379.07%	-79.33%	-38.57%
毛利率	25.49%	29.38%	30.98%	34.17%	34.56%	27.59%	25.79%	24.29%	21.72%	23.31%
期间费用率	10.96%	11.30%	11.32%	11.62%	12.72%	15.89%	14.17%	14.03%	14.31%	13.70%
销售费用率	1.69%	2.62%	2.15%	2.36%	2.24%	3.21%	3.80%	4.03%	3.57%	3.37%
管理+研发费用率	6.42%	6.97%	7.42%	6.96%	7.32%	7.20%	6.81%	6.86%	6.62%	6.39%
财务费用率	2.85%	1.71%	1.76%	2.30%	3.17%	5.48%	3.57%	3.14%	4.13%	3.94%
净利率	11.51%	13.28%	14.76%	15.20%	15.17%	9.39%	2.74%	7.40%	4.12%	6.26%
存货周转天数	59.86	56.62	55.27	49.64	39.66	43.49	43.47	45.38	52.56	49.28
较上年同期增减	10.17	-3.24	-1.36	-5.62	-9.98	3.83	-0.02	1.92	8.83	7.67
应收账款周转天数	76.99	76.64	71.88	77.57	106.50	116.48	83.09	83.03	103.36	95.06
较上年同期增减	10.03	-0.35	-4.76	5.69	28.93	9.99	-33.39	-0.07	26.45	19.06
应付账款周转天数	81.89	65.84	50.17	47.48	59.13	66.42	60.69	86.25	100.43	95.38
较上年同期增减	4.02	-16.05	-15.67	-2.69	11.65	7.29	-5.74	25.56	37.41	26.92
经营性现金流净额	415.28	668.90	769.52	1,185.48	760.35	1,890.63	2,077.97	1,497.64	-260.96	103.83
较上年同期增减	504.50	253.62	100.63	415.96	-425.13	1,130.28	187.34	-580.33	-1,163.31	-1,024.44
筹资性现金流净额	1,384.04	-1,10.59	401.11	1,816.47	2,343.06	-2,045.77	-2,010.43	-511.13	153.38	629.02
较上年同期增减	982.02	-1,494.64	511.70	1,415.36	526.60	-4,388.83	35.34	1,499.30	1267.73	839.07
投资性现金流净额	-429.86	-1,125.79	-973.28	-2,101.11	-4,033.42	411.47	-547.67	-1,463.77	-5.99	53.35
较上年同期增减	982.02	-1,494.64	511.70	1,415.36	526.60	-4,388.83	35.34	1,499.30	1267.73	839.07
资本开支	430.67	1,127.97	893.59	1,193.86	1,104.66	592.38	321.40	212.61	70.25	262.10
较上年同期增减	-28.21	697.30	-234.39	300.28	-89.20	-512.28	-270.97	-108.80	-36.01	191.84
商誉					18.10	18.10	40.29	88.45	88.45	88.45
ROE	13.64%	18.70%	21.58%	23.32%	22.57%	12.39%	4.19%	11.93%	3.00%	7.92%
资产负债率	37.77%	38.16%	42.95%	56.95%	64.58%	59.17%	58.22%	59.45%	57.96%	60.17%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

回顾奥瑞金的发展历程, 我们认为可分为以下三个阶段:

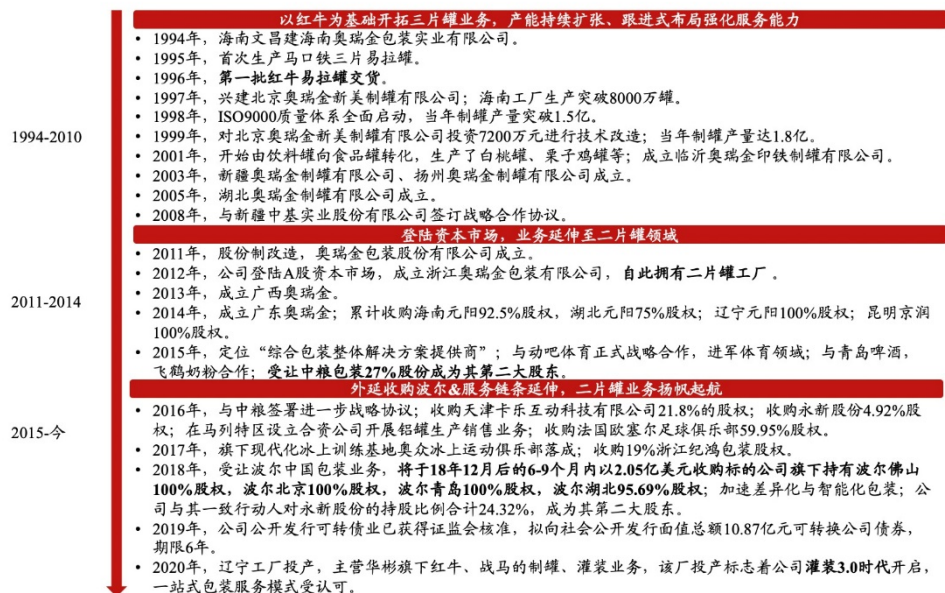
**1994-2010年——以红牛为基础开拓三片罐, 跟进式布局强化服务:** 1994年海南奥瑞金包装实业有限公司成立, 1996年首批红牛易拉罐交货, 并逐步进军食品罐业务(白桃罐等)。公司采用跟进式产能布局, 围绕客户建厂, 降低运费、提升服务响应能力, 在新疆、山东、江苏、湖北等省份建立起多个生产基地。期间公司与核心客户红牛的绑定逐渐深化、始终保持主供应商地位(份额90%以上), 分享红牛增长红利(2005-2010年红牛销售额的CAGR达到30%+)。

**2011-2014年——登陆资本市场, 业务延伸至二片罐领域:** 公司于2012年登陆A股市场, 募投4.15亿在浙江上虞建设年产7亿罐的二片罐生产基地, 正式进入二片罐领域, 并开拓加多宝、三得利啤酒、雪花啤酒、青岛啤酒等优质客户。

2012-2018年,公司二片罐业务由1.29亿增长至15.96亿,CAGR高达52%。随后公司分别在江苏宜兴、浙江绍兴、福建漳州等地建立二片罐、三片罐、包装印刷生产基地,引进先进生产线、完善产能布局。

**2015至今——三片罐大客户陷入商标纠纷,收购波尔二片罐,发力灌装3.0:**16年中泰双方的红牛商标权之争进入白热化阶段,对公司业绩产生不利影响;公司持续开拓飞鹤奶粉等新客户、深化二片罐领域啤酒客户合作,降低单一大客户经营风险。公司同时定位“综合包装整体解决方案提供商”,为客户提供品牌策划、包装设计与制造、灌装业务,其中灌装规模不断扩大,辽宁华彬工厂的建立标志着公司灌装业务进入放量发展阶段。外延方面,公司陆续入股金属罐龙头中粮包装(持股24.23%)、塑料软包龙头永新股份(持股24.32%),并于18年12月公告拟收购波尔中国业务加强话语权(19年10月完成并购)。

图 2: 奥瑞金发展历程一览

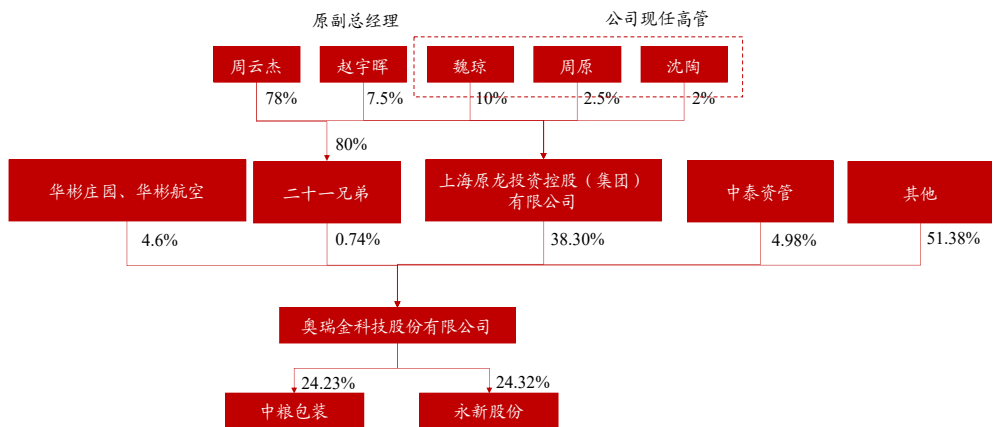


资料来源:公司公告,公司官网,浙商证券研究所

## 1.2. 股权结构集中,大客户增持强化信心

**股权结构稳定,华彬增持绑定。**公司创始人兼董事长周云杰先生通过上海原龙控股集团(持股78%)、二十一兄弟(持股80%)间接持有公司40.68%股份,为奥瑞金的实际控制人。公司重视核心高管利益绑定,其中现任副董事长周原、总经理沈陶分别通过上海原龙持有0.94%/0.75%的股权。值得注意的是,股东方的华彬集团系公司红牛罐业务大客户,近两年持续增持彰显对于公司未来成长的信心。其中华彬系的华彬航空分别于19年8月15日、8月20日受让上海原龙减持的1.05%、0.95%股权,而北京华彬庄园则分别于同年12月13日、12月16日受让上海原龙减持的1.06%、0.94%股权,至此华彬系合计持有奥瑞金4.6%股权。

图 3: 奥瑞金股权结构一览



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**管理团队经验丰富, 职业积累深厚。**公司创始人兼董事长周云杰先生历任中国包装联合会第八届理事会副会长、中国包装联合会金属容器委员会主任, 在行业内具有资深地位。总经理沈陶先生历任宝钢旗下宝翼制罐、宝钢金属等公司高管。管理团队中的多位高管加入公司已久、拥有丰富的金属包装领域从业经历。

图 4: 奥瑞金管理层情况

姓名	职务	加入公司	国籍	学历	出生年份	年龄	个人简历
周云杰	董事长 董事	1994	中国	-	1961	60	公司创始人, 中国包装联合会第八届理事会, 金属容器委员会主任; 2008年8月至今担任公司董事长
周原	副董事长 董事	-	中国	硕士	1987	34	迪肯大学国际金融硕士学位, 2010年至今任公司董事, 2011年至今任公司副董事长, 2016年至今任公司控股股东上海原龙董事、永新股份董事、永新股份副董事长、中粮包装非执行董事。
沈陶	董事 总经理	2008	中国	硕士	1971	50	北大EMBA。历任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。2010年至今任公司董事, 2014年至今任公司总经理。2016年至今任公司控股股东上海原龙董事、永新股份董事、中粮包装非执行董事。
魏琼	董事	1999	中国	硕士	1971	50	无境外永久居留权, 1971年出生, 硕士学位, 清华大学EMBA。曾就职于四川西磷化工集团公司、海南省化工进出口公司。1999年加入公司, 2006-2010年任公司副总经理, 2010-2014年任公司总经理, 2008年至今任公司董事, 2006年至今任公司控股股东上海原龙董事, 2014年至今任公司控股股东上海原龙总经理。
王冬	董事 副总经理 财务总监	-	中国	硕士	1975	46	港中文硕士, CPA。曾任职于普华永道、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, 2016年至今任永新股份董事, 江苏沃田集团股份有限公司监事, 2017年至今任陕西宝光真空电器股份有限公司独立董事, 2018年至今任中国智能交通系统(控股)有限公司独立非执行董事。
陈中革	董事 监事会主席 副总经理	1997	中国	专科	1968	53	1988-1997年任职于辽宁开原市热电厂; 1997-2006年任职于北京奥瑞金新美制罐有限公司; 2006年至2007年任湖北奥瑞金制罐有限公司副总经理, 2008年1月至今任湖北奥瑞金制罐有限公司总经理; 2011年起任公司监事, 2014-2018年任公司监事会主席; 2018年至今任公司董事、副总经理。
高树军	副总经理 董事会秘书	-	中国	硕士	1971	50	曾任职于中航工业总公司第304研究所、天同证券研究所、国泰君安财务顾问有限公司、信达投资有限公司投资银行部、信达地产股份有限公司, 2011年至今任公司董事会秘书、兼任公司副总经理。

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

### 1.3. 内生外延并举, 拓宽产业布局

**参股中粮包装、永新股份, 收购波尔完善二片罐版图。**公司历年收购集中于包装业务及下游食品饮料加工等: (1) 15年受让上市公司**中粮包装**27%股份、成为其第二大股东, 签署协议达成战略联盟, 与中粮包装在二片罐及三片罐地域、客户及市场定价方面都有良好协同, 中粮包装19年实现营收73.08亿、归母净利润2.86亿。(2) 15年9月、19年9月陆续收购**永新股份**合计24.32%股份、成为其第二大股东, 永新股份系塑料软包行业龙头, 19年实现营收26.00亿、归母净利润2.69亿。(3) 18年12月公告拟以2.05亿美元收购**波尔**中国旗下持有波尔佛山、波尔北京、波尔青岛100%股权, 以及波尔湖北95.69%股权, 随后于19年11月发行10.87亿可转换公司债券收购波尔亚太中国包装业务。



**图 5: 奥瑞金历年并购情况一览**

被收购方	收购时间	收购股权	收购金额	年度	被收购经营情况		业绩承诺(万元)
					主营业务收入(万元)	净利润(万元)	
海南元阳食品	2014/10/30	92.50%	2690万元	2013	4333.27	274.24	
湖北元阳食品	2014/10/30	75.00%	2170万元	2013	771.79	-188.21	
昆明京润食品	2014/10/30	100.00%	1394万元	2013	4256.03	1094.39	
辽宁元阳食品	2014/10/30	100.00%	2546万元	2013	1094.11	-921.29	
中粮包装	2015/11/10	27.00%	13.26亿元	2014	529541.7	34585.5	
永新股份	2016/1/13	4.92%	2.96亿元	2015	178386.78	17853.9	
天津卡乐互动科技	2016/6/27	21.80%	12亿元	2015	65775.39	29533.06	2016/2017/2018年净利润不低于3.55/4.5/5.5亿元
法国欧塞尔足球俱乐部	2016/8/6	59.95%	700万欧元	2015财年	8299.06	-6657.83	
扬州扬瑞新型包装	2016/8/26	4.90%	3822万元	2015	21504.82	5474.06	
浙江纪鸿包装	2017/3/16	19.00%	760万美元	2016	0	-294.2	
Ball Asia 波尔佛山		100.00%			196300.72	-1538.67	
Pacific Ltd. 波尔北京	2018/12/13	100.00%	2.05亿美元	2017	16605.28	-1624.55	
国包装业务 波尔青岛		100.00%			21971.58	-2922.54	
永新股份 波尔湖北		96.59%			71961.14	-3361.18	
永新股份	2019/7/6	9.80%	3.76亿元	2018	233226.75	22532.44	

资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

### 1.4. 二片罐业务迎来拐点, 三片罐业务已企稳

二片罐、灌装服务贡献成长, 三片罐低点已过。公司收入拆分主要包括三部分业务。**(1)三片罐:**19年营收57.26亿(+0.22%),收入占比61%,毛利率35.17%;其中饮料罐的营收52.34亿(-0.7%),收入占比55.87%,毛利率36.89%;食品罐的营收4.91亿(+34.63%),收入占比5.24%,毛利率16.86%;近年公司三片食品罐的增长表现较好。**(2)二片罐:**19年营收25.08亿元(+57.16%),占比27%,营收大幅增长主要系19Q4并表波尔;毛利率为9.94%(+5.24pct),受益原材料下行、供需格局改善,修复趋势明显(二片罐的历史毛利率区间在4.7%至16.82%之间)。**(3)灌装:**19年灌装业务营收1.50亿元(+15%),占比2%,毛利率16.90%(+15.78pct),加多宝需求恢复、咸宁工厂产能利用率抬升利好弹性。

**图 6: 奥瑞金营收拆分**

单位: 百万元	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
<b>营业收入</b>	<b>3,506.43</b>	<b>4,567.02</b>	<b>5,454.63</b>	<b>6,662.35</b>	<b>7,598.65</b>	<b>7,342.38</b>	<b>8,175.39</b>	<b>9,369.16</b>	<b>4,642.98</b>
YOY	23.43%	30.25%	16.84%	22.14%	14.05%	-3.37%	11.35%	14.60%	12.04%
<b>三片罐</b>	<b>3,270.29</b>	<b>4,071.87</b>	<b>4,590.49</b>	<b>5,451.91</b>	<b>5,644.36</b>	<b>5,103.31</b>	<b>5,712.82</b>	<b>5,725.51</b>	<b>2,580.13</b>
占比	93.27%	89.16%	84.16%	81.83%	74.28%	69.50%	69.88%	61.11%	55.57%
YOY	-	24.51%	12.74%	18.77%	3.53%	-9.59%	11.94%	0.22%	-7.74%
毛利率	26.75%	31.23%	33.62%	38.93%	43.67%	37.43%	35.71%	35.17%	35.48%
<b>三片罐-饮料罐</b>	<b>3,071.61</b>	<b>3,825.30</b>	<b>4,371.92</b>	<b>5,174.05</b>	<b>5,366.76</b>	<b>4,775.33</b>	<b>5,271.25</b>	<b>5,234.29</b>	<b>2,314.07</b>
占比	87.60%	83.76%	80.15%	77.66%	70.63%	65.04%	64.48%	55.87%	49.84%
YOY	-	24.54%	14.29%	18.35%	3.72%	-11.02%	10.39%	-0.70%	-10.56%
毛利率	27.98%	32.81%	35.00%	40.11%	45.03%	39.50%	37.59%	36.89%	37.64%
<b>三片罐-食品罐</b>	<b>198.69</b>	<b>246.57</b>	<b>218.57</b>	<b>277.85</b>	<b>277.60</b>	<b>327.98</b>	<b>441.57</b>	<b>491.22</b>	<b>266.06</b>
占比	5.67%	5.40%	4.01%	4.17%	3.65%	4.47%	5.40%	5.24%	5.73%
YOY	-	24.10%	-11.36%	27.12%	-0.09%	18.15%	34.63%	11.24%	27.13%
毛利率	7.84%	6.74%	5.99%	16.91%	17.38%	7.30%	13.22%	16.86%	16.67%
<b>两片罐-饮料罐</b>	<b>129.12</b>	<b>402.16</b>	<b>670.29</b>	<b>874.32</b>	<b>1,202.12</b>	<b>1,324.70</b>	<b>1,596.20</b>	<b>2,508.63</b>	<b>1,646.11</b>
占比	3.68%	8.81%	12.29%	13.12%	15.82%	18.04%	19.52%	26.78%	35.45%
YOY	-	211.46%	66.67%	30.44%	37.49%	10.20%	20.50%	57.16%	76.61%
毛利率	10.64%	16.14%	16.82%	14.88%	6.65%	6.78%	4.70%	9.94%	6.63%
<b>灌装业务</b>	<b>93.05</b>	<b>96.27</b>	<b>110.74</b>	<b>110.74</b>	<b>105.96</b>	<b>130.42</b>	<b>150.24</b>	<b>150.24</b>	<b>54.58</b>
占比	2.65%	2.11%	2.03%	1.66%	1.40%	1.78%	1.62%	1.61%	1.18%
YOY	-	3.46%	15.03%	-4.32%	23.08%	15.20%	-11.20%	-	-
毛利率	-	29.01%	24.47%	39.48%	13.31%	1.12%	16.90%	-	-
<b>其他业务(销售饮料等)</b>	<b>239.86</b>	<b>641.44</b>	<b>808.40</b>	<b>735.95</b>	<b>984.78</b>	<b>362.16</b>	<b>362.16</b>	<b>362.16</b>	<b>362.16</b>
占比	6.86%	14.09%	14.82%	11.03%	12.54%	4.14%	4.43%	3.87%	7.80%
YOY	-	167.42%	26.03%	-8.96%	33.81%	2.37%	-	-	-
毛利率	-	5.86%	1.44%	-1.11%	-1.24%	-	-	-	-

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

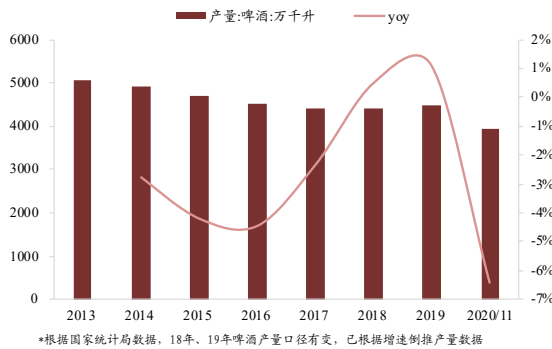
## 2. 二片罐：消费升级推动罐化率提升、供需格局显著改善

### 2.1. 供需格局改善核心变量，二片罐具盈利弹性

#### 需求端：聚焦啤酒结构优化，客观提升包装价值

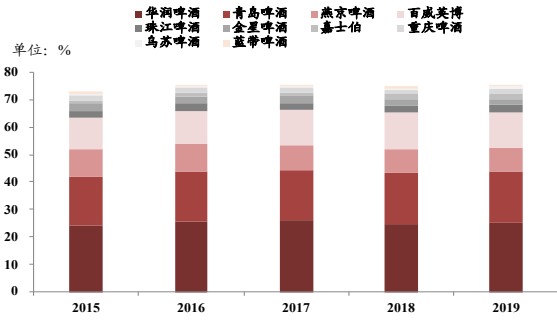
下游主要对接啤酒&碳酸饮料，长期具备扩容空间。二片罐由于焊接美观、易回收，被广泛应用于啤酒及各类饮料包装。根据奥瑞金可转债募集说明书，2018年中国市场二片罐整体需求量约410亿罐，其中啤酒罐约占二片罐需求的65%。我们根据和食品饮料团队沟通，判断啤酒行业仍具一定成长性：（1）根据Global Data Plc的行业报告，亚太地区18年的啤酒消费量占比全球的37%（中国占比全球的25%），而人口总量占比全球高达57%，尚有较大的提升空间，预期未来贡献全球主要增量；（2）根据中商产业研究院报告，我国16年的人均啤酒消费量仅为35.77升，大幅低于美国、英国、德国的74.59升、75.22升、107升。

图 7：中国啤酒产量



资料来源：Wind，浙商证券研究所

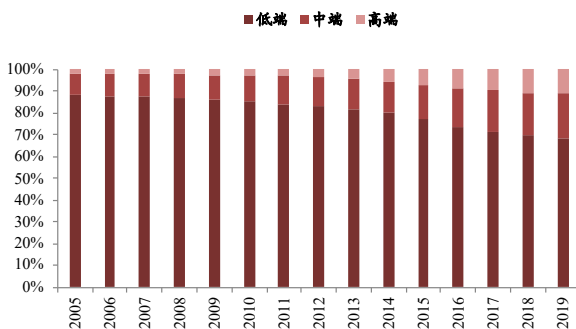
图 8：中国啤酒 CR10



资料来源：Wind，浙商证券研究所

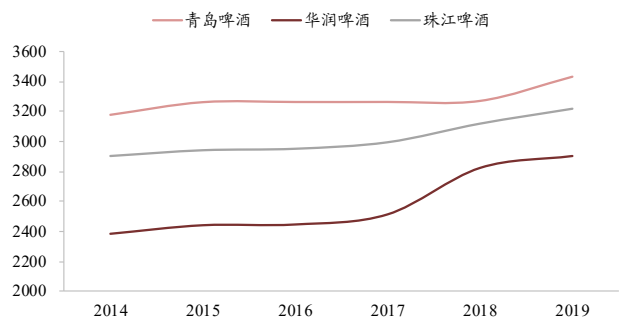
啤酒结构高端化趋势显著，客观促进包装价值提升。2013年后啤酒产业的中小产能陆续出清，大玩家着手优化结构夯实品牌，如青岛啤酒推出1903系列、白啤系列。根据Euromonitor数据，2013-2019年我国高端拉格啤酒占比从4.6%提至11.13%，中端拉格啤酒占比从13.5%提至20.5%，中高端产品占比提升明显。伴随啤酒产业的结构升级及盈利改善，客观要求包装附加值提升，从而带动以二片罐为主的包装需求增长（尤其是异型罐、限定包装等罐型）。

图 9：国内拉格啤酒产品结构



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图 10：主流厂家啤酒吨价

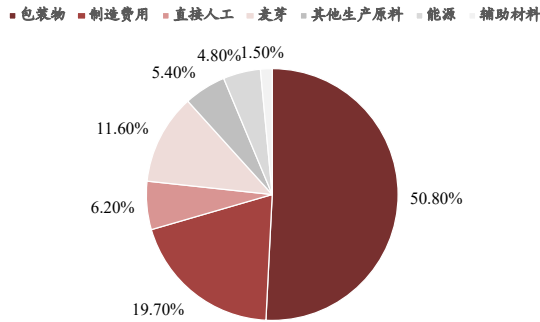


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

低成本+消费习惯改变驱动啤酒罐化率提升。目前国内啤酒包装仍以玻璃瓶为主流，二片罐的使用比例有较大提升空间：（1）包装成本是影响啤酒毛利率的

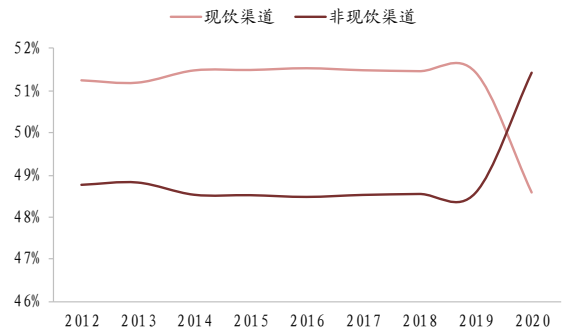
重要因素(青岛啤酒包装的总成本占比达到 50.4%),玻璃瓶的成本相较于二片罐价格更高(玻瓶价格 0.7 元-2 元/个、二片罐 0.42 元/个);(2)相较于玻璃瓶,铝材包装更环保(回收率超 90%),减少啤酒厂家回瓶压力;(3)年轻一代人群宅文化、外卖文化、电商消费习惯的兴起驱动中国非现饮场景扩宽(20 年非现饮渠道占比首次超 50%),该场景以灌装为主。

图 11: 青岛啤酒成本结构



资料来源:公司公告,浙商证券研究所

图 12: 现饮渠道、非现饮渠道占比



资料来源:欧睿,浙商证券研究所

**啤酒罐化率提升是二片罐需求增量的核心。**我国 19 年啤酒罐化率仅 21%,对比欧美及东南亚其它国家的罐化率在 40%-70%、韩国罐化率在 50%-60%,日本罐化率高达 90%,有很大的向上空间。我们判断二片罐的需求增量以啤酒罐化率的提升为主。根据测算,15-19 年我国罐化啤酒数量由 214.35 亿罐增至 284.59 亿罐,复合增长率 7.34%。假定啤酒行业销量稳定、啤酒罐化率每年提升 1-2pct,我们预期罐化啤酒的年增量会稳定在 25-40 亿罐左右。

图 13: 我国啤酒产量及罐化率预测

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E (受疫情影响)			2021E			2022E		
						悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
啤酒产量(万千升)	4715.70	4506.40	4401.50	4423.51	4472.17	4159.11	4203.84	4248.56	4117.52	4287.91	4376.01	4076.35	4373.67	4507.29
YOY	-4.19%	-4.4%	-2.3%	0.5%	1.1%	-7.0%	-6.0%	-5.0%	-1.0%	2.0%	3.0%	-1.0%	2.0%	3.0%
啤酒罐化率假定	15.0%	16.5%	18.0%	19.5%	21.0%	22.0%	22.5%	24.0%	23.0%	24.0%	25.0%	24.0%	25.5%	26.0%
罐化啤酒数量(亿罐)	214.35	225.32	240.08	261.39	284.59	277.27	286.63	308.99	286.98	311.85	331.52	296.46	337.97	355.12
YOY	-	5.1%	6.6%	8.9%	8.9%	-2.6%	0.7%	8.6%	3.5%	8.8%	7.3%	3.3%	8.4%	7.1%

资料来源:公司公告, Wind, 浙商证券研究所

### 供给端: 竞争格局大幅优化, 协同效应逐步体现

至暗时刻已过,供给格局向好。由于 10-12 年二片罐行业大量新增产能投放,14-15 年行业产能高峰达到 600+亿罐(同年需求仅 300-350 亿罐),供需压制二片罐企业的定价和盈利。以宝钢包装为例,其二片罐的单价从 14 年的 0.5 元/罐下跌至 16 年的 0.37 元/罐,毛利率从 18.67%下跌到 11.88%。价格战致使产业的部分中小企业、部分外资品牌陆续撤出,过剩产能得到出清。20 年我们判断二片罐的供需已经基本平衡,且预计未来 2-3 年内新增投产较为有限(40-50 亿罐)。

图 14: 宝钢包装单价走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

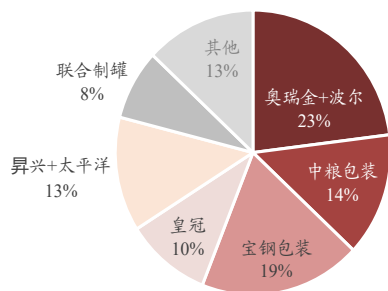
图 15: 未来新增产能一览

公司	地址	建设项目	年产能 (罐)	投资额 (亿)	预计投产时间及产能
宝钢包装	安徽蚌埠	易拉罐项目	11亿	4.40	
	甘肃兰州	铝质易拉罐项目	10亿	4.03	
嘉美包装	安徽滁州	新建两片罐生产基地	10亿	2.59	2021年可达6亿罐 2022-2035年可达8亿罐
	河南临颍	新建两片罐生产基地	10亿	2.59	2021年可达6亿罐 2022-2035年可达8亿罐
昇兴股份	福建泉州	两片罐制罐生产线技改增线项目		4.80	2022年
	云南曲靖	新增1条两片罐生产线			2022年

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

行业格局大幅改善, 多家协同略有提升。通过 16 年以来的行业整合, 目前二片罐基本形成以奥瑞金+中粮包装+波尔 (主要客户可口可乐、百威、青啤、燕京、加多宝等; 市占率合计 37%)、宝钢包装 (主要客户可口可乐、百事可乐、喜力、百威等; 市占率约 19%)、昇兴股份+太平洋制罐 (主要客户王老吉、青啤等; 市占率约 13%) 三家控盘的格局。二片罐 CR3 的市场份额高达 69%, 企业协同能力有望提升, 相对应企业的单价及盈利均有修复 (宝钢的二片罐单价从 16 年低点的 0.37 元/罐回升至 19 年的 0.42 元/罐、处于历史的 35.71% 分位)。

图 16: 2018 中国两片罐市场占有率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 17: 金属包装龙头近年数据梳理

	2019年二片罐			毛利率	主要客户
	产能 (亿罐)	收入 (亿元)	收入占比		
奥瑞金	135.6	25.09	27%	9.94%	青岛啤酒、燕京啤酒、百威啤酒、可口可乐、百事可乐等
宝钢包装	107.5	46.48	81%	13.26%	可口可乐、百事可乐、百威啤酒、青岛啤酒等
中粮包装	约100	31.46	43%	16.50%	可口可乐、加多宝、雪花啤酒、百威啤酒、青岛啤酒等

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

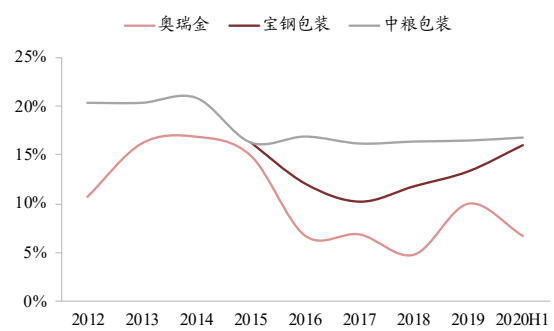
原材料价格上行, 二片罐提价顺畅、盈利仍具弹性。二片罐主要的上游原材料为铝合金薄板等, 原材料采购金额占生产成本的比例 75%-80%。18 年以来伴随铝价震荡走弱、企业价格协同, 19 年奥瑞金、宝钢包装、中粮包装二片罐的毛利率同比分别提高 5.24pct、1.54pct、0.10pct。20 年 4 月以来铝价底部反弹逐步走高 (历史价格的 80% 分位), 考虑格局优化、二片罐提价通顺, 我们对原材料价格敏感性作出如下测算: 预计 20 年二片罐收入 36.6 亿, 以 0.4 元/罐单价测算, 对应销量 93 亿罐; 假设 21 年单罐价格上调 3 分/罐、铝价上涨 7%, 在销量维持的情况下对应的净利润增量预期达到 1.03 亿, 有向上弹性。

图 18: 铝价走势(元/吨)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 19: 主要二片罐龙头毛利率走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 20: 盈利弹性测算

净利润变动	单价变动(元/个)											
	0.05	0.04	0.03	0.02	0.01	0	-0.01	-0.02	-0.03	-0.04	-0.05	
铝价变动	-15%	120%	107%	93%	80%	67%	54%	40%	27%	14%	1%	-13%
	-10%	102%	89%	75%	62%	49%	36%	22%	9%	-4%	-17%	-30%
	-7%	91%	78%	65%	51%	38%	25%	12%	-1%	-15%	-28%	-41%
	-5%	84%	71%	58%	44%	31%	18%	5%	-9%	-22%	-35%	-48%
	-3%	77%	64%	50%	37%	24%	11%	-3%	-16%	-29%	-42%	-55%
	0%	66%	53%	40%	26%	13%	0%	-13%	-26%	-40%	-53%	-66%
	3%	55%	42%	29%	16%	3%	-11%	-24%	-37%	-50%	-64%	-77%
	5%	48%	35%	22%	9%	-5%	-18%	-31%	-44%	-58%	-71%	-84%
	7%	41%	28%	15%	1%	-12%	-25%	-38%	-51%	-65%	-78%	-91%
	10%	30%	17%	4%	-9%	-22%	-36%	-49%	-62%	-75%	-89%	-102%
	15%	13%	-1%	-14%	-27%	-40%	-54%	-67%	-80%	-93%	-107%	-120%

核心假设: (1) 铝材占总成本比例约为75%; (2) 两片罐单价在0.4元/个左右。

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 2.2. 二片罐看点: 波尔、咸宁效应有望释放!

### 收购波尔: 并购波尔四个工厂, 整合利好业务协同

横向收购波尔亚太, 搬迁拖累过往业绩。18年12月, 奥瑞金公告拟受让波尔亚太中国包装业务, 以2.05亿美元收购标的公司旗下持有波尔佛山、波尔北京、波尔青岛100%股权以及波尔湖北95.69%股权, 公司于19Q3完成收购、并于19Q4并表。考虑波尔亚太的二片罐产能64亿罐(实际销量60亿罐), 整合后奥瑞金二片罐的合计产能达到135亿罐(市场份额23%)。由于受到技术使用费、员工安置补偿费用影响, 19年波尔并表确认收入5.06亿元、亏损1912万元, 且计入商誉5904.41万元; 20年波尔北京搬迁、波尔湖北受到疫情拖累、大客户百威复工较晚等因素持续拖累业绩。伴随奥瑞金逐步参与管理, 预期双方形成地域、客户协同, 一次性负面影响料将得到消除。

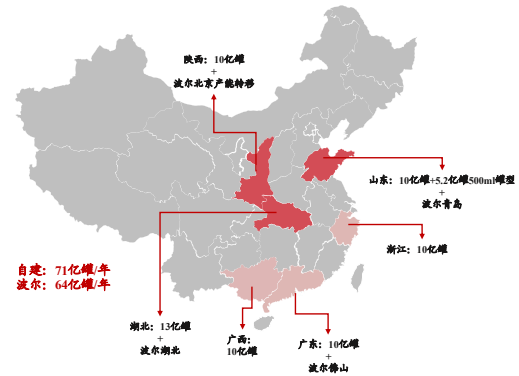
多方位协同提升奥瑞金二片罐的综合实力。(1)完善区域布局, 提升服务响应。收购波尔亚太补充北京(目前已迁至陕西)、湖北、青岛、佛山工厂, 补充华中、华南地区的二片罐实力。(2)获取优质客户成为啤酒领域最大供应商, 最为受益于啤酒罐化率提升。波尔在中国是百威啤酒最大供应商(我们估计其供货量接近30亿罐/年、占百威年销量接近50%), 原奥瑞金是燕京啤酒最大供应商、青岛啤酒第二大供应商(我们估计奥瑞金+波尔供货占到青岛啤酒40%-50%份额)。(3)波尔北京产能迁移完成+疫情影响消退。2020年5月波尔北京工厂土地被政府收购, 因此获补偿款2.06亿元, 公司顺势将波尔北京产能搬迁至陕西宝鸡。

图 21: 奥瑞金产能情况一览

奥瑞金-两片罐	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
两片罐收入/百万元	129.1	402.2	670.3	874.3	1202.1	1324.7	1596.2	2508.6
毛利率	10.64%	16.14%	16.82%	14.88%	6.65%	6.78%	4.70%	9.94%
单价	-	0.42	0.48	0.25	0.34	0.37	0.36	0.38
产能/亿罐	7.0	14.0	14.0	28.0	35.3	54.7	58.0	86.4
YOY	100.00%	0.00%	100.07%	25.85%	55.09%	6.00%	49.01%	
产能利用率	100%	70%	100%	80%	100.17%	69%	72%	80%
产量/亿罐	7.0	9.8	14.0	22.5	35.3	37.9	41.7	69.1
YOY	40.00%	42.86%	60.71%	56.93%	7.45%	9.96%	65.58%	
销量/亿罐	7.0	9.6	13.9	35.3	35.3	36.1	44.8	66.7
产销率	100.00%	98.00%	99.00%	156.67%	99.89%	95.20%	107.48%	96.56%
宝钢包袋-两片罐	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
两片罐收入/百万元	1532.0	2125.6	2634.4	2584.5	2751.3	3217.7	3862.7	4647.6
毛利率	19.09%	18.87%	19.38%	16.20%	11.96%	10.13%	11.72%	13.26%
单价	0.50	0.51	0.50	0.44	0.37	0.39	0.4	0.42
产能/亿罐	31.4	51.8	53.0	63.0	70.5	92.7	102.0	110.0
YOY	65.07%	2.32%	18.87%	11.89%	31.51%	10.03%	7.84%	
产能利用率	98%	86%	100%	92%	106%	88%	94%	98%
产量/亿罐	30.7	44.7	52.9	57.7	74.9	81.8	96.0	107.5
YOY	45.54%	18.33%	9.04%	29.92%	9.16%	17.40%	11.99%	
销量/亿罐	30.4	41.8	52.8	58.7	74.5	81.6	94.7	110.3
产销率	98.89%	93.58%	99.91%	101.79%	99.45%	99.80%	98.65%	102.60%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 22: 波尔及奥瑞金全国地区二片罐布局



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

### 咸宁工厂: 产能利用率持续爬坡, 业绩拐点已至

产能利用率持续爬坡, 迎来业绩拐点。公司的咸宁工厂于 17 年成立, 设计年产能约 13 亿罐, 主要提供新型纤体罐等高端产品, 拥有战马、安利、百威、达能等几大核心客户, 承接客户的毛利率高于普通二片罐产品。由于产能爬坡, 18 年、19 年咸宁工厂业绩承压 (预计亏损 1.5 亿、1 亿), 19 年全年咸宁工厂的整体产能利用率仅达 20-30%。19Q4 公司将原本在山东、广东等工厂生产的战马金属罐产品转至咸宁工厂生产, 带动 20Q4 咸宁工厂产能利用率提升 (预计 20Q4 达到 70%)、单季度实现扭亏。考虑咸宁工厂 13 亿产能, 我们假定 21 年产能利用率 80%、二片罐单价 0.45 元/罐、毛利率 15%, 对应利润增量或达 1.1 亿。

战马业务扬帆起航, 功能饮料种子选手。华彬集团于 15 年组建快消品集团, 启动饮品版块多元化战略; 并于 16 年推出自主研发的战马饮料, 成立战马品牌公司独立运营。作为第一个自主研发、设计、销售的功能饮料品牌, 华彬给予战马雄厚的资源支持 (18 年华彬促销开支 14 亿、战马占据 80%; 19 年、20 年投入开支 2 亿+)。18 年、19 年战马的销售额实现 8.3 亿元、13.3 亿元 (+61%; 完成年度目标), 以 5 元/罐的零售单价测算约 1.65 亿、2.66 亿罐, 20 年受疫情影响战马全年消费额预期不足 12 亿元, 伴随需求恢复 21 年有望突破 20 亿元、实现销量近 4 亿罐, 贡献公司的二片罐业务增长。

图 23: 战马“壹元乐享”促销活动



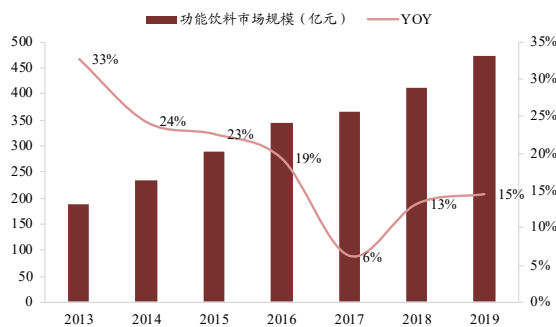
资料来源: 战马官网, 浙商证券研究所

### 3. 三片罐：红牛纠纷业已落地，关注食品/奶粉领域成长

#### 3.1. 三片罐行业：需求增长相对平稳，供给格局保持良性

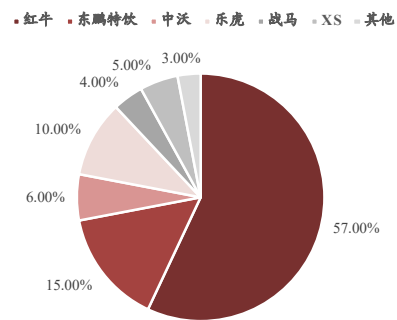
功能饮料市场增势迅猛，需求增长稳健。三片罐罐身更加坚固，运输要求比二片罐低，且印刷性比二片罐好，产品外观更加高档。功能性饮料作为三片罐最主要的下游应用领域在 2013-2019 年销售额的 CAGR 达到 16.49%，2019 年我国功能饮料的销售额达到了 472 亿元（+15%）。我们认为伴随居民健身意识提高及工作节奏的加快，功能性饮料的消费者范围将越来越广，且目前我国人均功能饮料年消费量仅 0.5 千克、对比全球 7 千克仍很低，未来市场容量持续增长的确定性较强。其中，红牛占据功能饮料市场半壁江山（2019 年约 57%），但近年由于受到商标权事件以及行业竞争加剧（东鹏特饮、乐虎等同类产品迅速崛起；18 年东鹏特饮销售额达到 50 亿元）影响，其市场份额出现一定程度的下滑。

图 24：中国功能饮料零售额



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

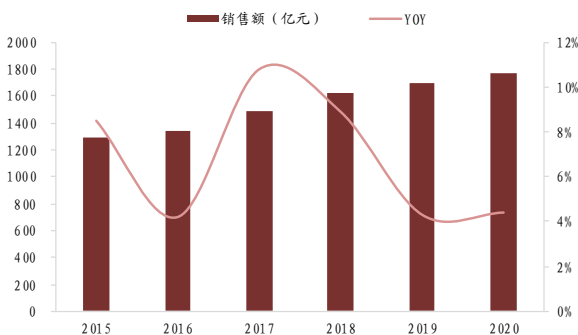
图 25：2019 中国功能饮料市场占有率（终端销售金额）



资料来源：东鹏特饮招股书，浙商证券研究所

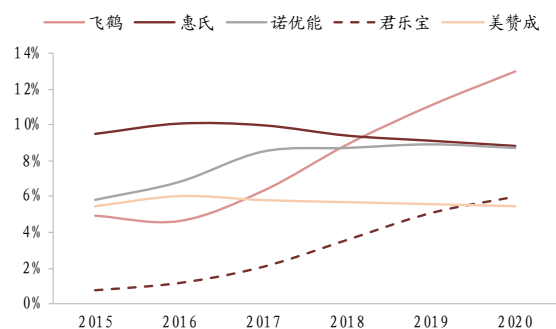
奶粉市场量稳价升，国产品牌开始崛起。考虑出生人口数量下降（17-19 年分别下降 3.5%、11.6%、3.8%），消费升级是驱动奶粉市场规模增长的主要因素。根据弗若斯特沙利文数据，奶粉平均零售价格从 2014 年的 183.2 元/KG 平稳增至 2018 年的 202.6 元/KG，CAGR 为 2.6%；高端婴配粉平均零售价由 2014 年的 336.3 元/KG 快速增长至 2018 年的 421.7 元/KG，CAGR 为 5.8%；对应我国奶粉市场规模从 2015 年的 1288 亿元增长至 2020 年的 1764 亿元，CAGR 为 6.49%。其中中国婴幼儿奶粉的市占率持续提升，2015-2019 年间，飞鹤依赖高端产品高增长，市占率从 4.9% 升至 13.0% 为业内第一大龙头，君乐宝市占率从 0.8% 增至 6.0%。

图 26：婴儿配方奶粉市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，浙商证券研究所

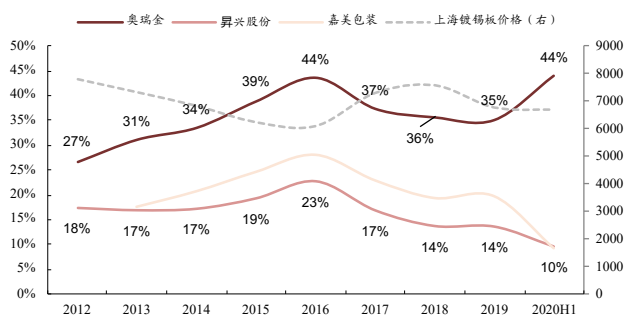
图 27：婴儿配方奶粉市占率 CR5



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

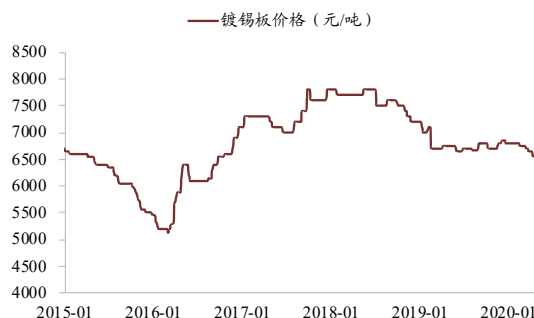
**三片罐格局高度集中,品牌客户合作稳定。**根据奥瑞金可转债说明书,2017年三片罐市场总产量约236亿罐,主要集中于国内的奥瑞金(17年产量55亿罐,市占率23%)、昇兴股份、嘉美包装、福贞控股等公司,产量口径的市占率合计72%。三片罐的品牌客户较为稳定,其中红牛维他命饮料有限公司(简称“中国红牛”)、旺旺主要由奥瑞金供货,六个核桃主要由嘉美供货,达利园、露露主要由昇兴供货,银鹭主要由吉源和福贞供货。三片罐行业的客户相对稳定,毛利率水平也较为稳定。三片罐主要原材料为马口铁(镀锡板),原材料占主营业务成本的比例约80%,17、18年镀锡板均价上升20.75%、3.99%,奥瑞金三片罐业务毛利率同比下滑7pct、1pct;19年、20H1镀锡板均价下滑10.8%、1.7%,带动公司三片罐业务的毛利率水平上行0.54、7.18pct。

图 28: 奥瑞金&昇兴股份三片罐业务毛利率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 29: 镀锡板价格走势



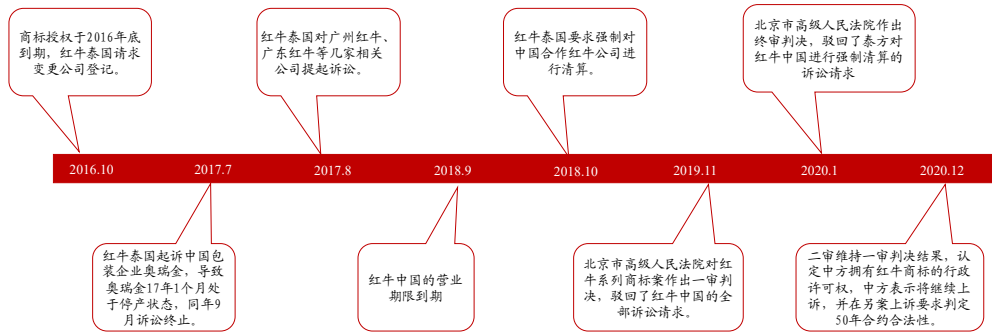
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 3.2. 三片罐看点: 红牛扰动业已落地, 食品/奶粉客户贡献新增长

**红牛商标纠纷短期内较难出现某方压倒性胜利:**泰方与中方红牛合作20年相安无事,2012年泰方创始人去世,第二代后人接班,2014年中泰双方开始产生博弈与纠纷。2016年中泰双方的争执因商标权使用期限问题进入白热化阶段,泰方认定中方的商标使用期限为20年并且在2016年10月到期,而中方认为其使用期限为50年。随即泰方在2017年开始对奥瑞金、永旺超市、广州红牛、广东红牛等中方红牛的供应商和销售商提起诉讼。2018年10月,泰方宣称鉴于中方红牛的营业期限已到期,将对红牛维他命饮料有限公司进行强制清算。北京市高级人民法院于2019年11月和2020年1月做出了一审判决和终审判决,分别驳回了中方与泰方的全部诉讼请求;此后红牛再次提出上诉,2020年12月二审判决驳回红牛诉讼请求,维持一审判决,判定红牛拥有商标使用许可权而非拥有权。本次判决并未涉及中方与泰方签订的50年合作协议(将在另案判定),如果法院能够认定该授权协议,中国红牛仍有权继续使用红牛系列商标。我们认为,中方红牛与泰方红牛短期较难出现某一方的压倒性胜利,且即使最悲观情况下中方红牛败诉,华彬集团凭借自身强大的渠道优势仍然能重塑一个新品牌与之抗衡。奥瑞金已合作东鹏特饮等降低对红牛的依赖,预期红牛事件对公司的影响趋于平稳。



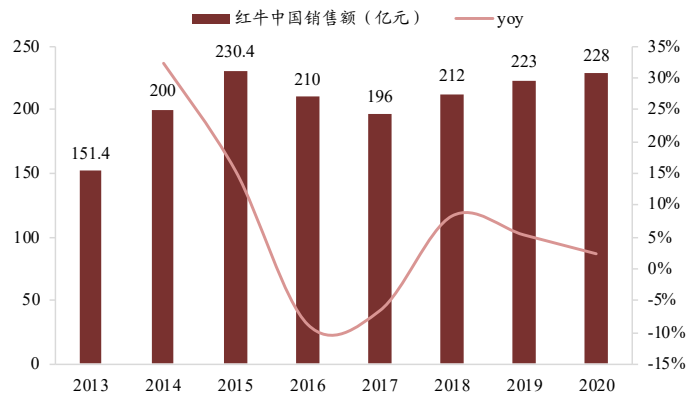
图 30: 红牛商标权事件梳理



资料来源: 红牛中国官网, 新浪财经等, 浙商证券研究所

红牛扰动有限, 辽宁工厂投产预期红牛业务稳中有升。在泰方诉讼事件导致华彬无法对红牛做营销的不利影响下, 16、17年红牛中国销售额连续两年下滑至196亿元, 但18年、19年分别实现了+8.36%、+5%的恢复性增长, 2019年全年销售额223亿元已经几乎追平15年水平, 2020年疫情影响下仍完成228亿元销售额。此外2020年12月奥瑞金辽宁工厂投产(制罐产能约4亿罐), 承载华彬集团快消生产基地职能, 为华彬集团旗下红牛、战马提供综合包装解决方案, 预期奥瑞金的红牛业务将稳中有升。

图 31: 红牛中国销售额



资料来源: 华彬集团, 浙商证券研究所

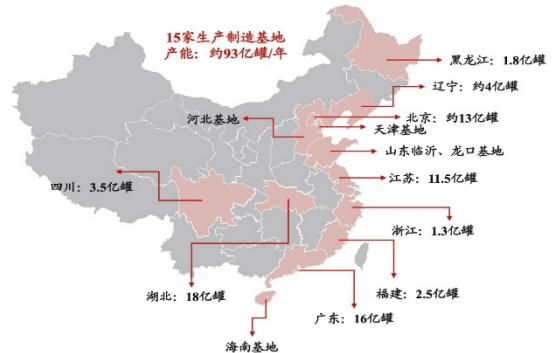
积极开拓食品罐客户, 奶粉罐增长靓丽。公司积极拓食品领域的三片罐客户, 降低红牛单一客户依赖。其中通过早期绑定的奶粉公司飞鹤、君乐宝(近年分别成为婴儿配方奶粉业内第一、第四), 贡献三片罐的增长动力。2020年9月奥瑞金与飞鹤签订战略合作协议, 将于黑龙江建立第二个厂中厂。

图 32: 奥瑞金三片罐产能

奥瑞金-三片罐	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
三片罐收入/百万元	3270.3	4071.9	4590.5	5451.9	5644.4	5103.3	5712.8	5725.5
毛利率	26.75%	31.23%	33.62%	38.93%	43.67%	37.43%	35.71%	35.17%
单价	0.89	0.85	0.85	0.60	0.94	0.93	1.01	0.86
产能/亿罐	49.1	67.3	87.0	91.0	90.7	88.7	88.9	86.0
YOY		36.87%	29.30%	4.67%	-0.40%	-2.16%	0.24%	-3.28%
产能利用率	76%	73%	62%	65%	67%	62%	63%	77%
产量/亿罐	37.2	49.0	54.2	59.0	60.3	54.9	56.4	66.5
YOY		31.75%	10.60%	8.99%	2.17%	-8.91%	2.62%	18.01%
销量/亿罐	36.6	47.9	54.0	90.7	59.9	55.1	56.6	66.4
产销率	98.49%	97.87%	99.65%	153.63%	99.32%	100.38%	100.34%	99.86%
嘉美包装-三片罐	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
三片罐收入/百万元				2076.9	1893.1	1690.3	1960.1	1696.4
毛利率				24.55%	27.99%	22.86%	19.31%	19.68%
单价				0.51	0.49	0.50	0.52	0.49
产能/亿罐				79.8	85.5	85.5	85.5	77.7
YOY					7.21%	0.00%	0.00%	-9.10%
产能利用率				51%	45%	40%	43%	45%
产量/亿罐				41.0	38.3	34.1	36.7	34.6
YOY					-6.68%	-10.92%	7.51%	-5.67%
销量/亿罐				41.1	38.4	33.6	37.4	34.4
产销率				100.22%	100.29%	98.56%	101.88%	99.54%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 33: 奥瑞金全国地区三片罐布局



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 4. 综合解决方案服务商, 开启灌装一体化新路程

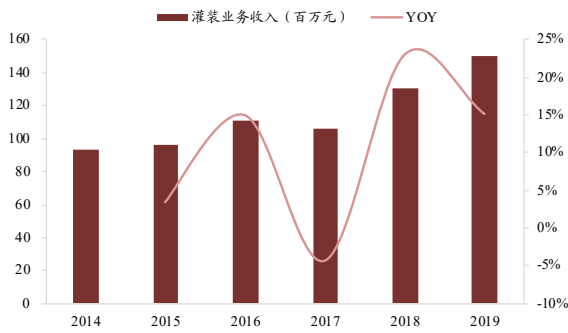
### 4.1. 综合解决方案: 灌装 3.0 扬帆起航, 贡献业绩增长新亮点

饮品企业加码轻资产运营, 驱动综合包装解决方案发展。国内饮品行业近年出现轻资产运营热潮, 老品牌逐步外包灌装业务, 新品牌多数选择轻资产入局。例如 2016 年可口可乐宣布出售全部灌装工厂, 改为售卖可乐浓缩液给各地签约灌装厂; 2017 年康师傅出售旗下 5 家灌装工厂; 2019 年仅成立三年的元气森林销售额 8.7 亿元, 公司的饮品生产、包装灌装等环节均有委外。该趋势下以奥瑞金为代表的包装龙头延伸产业链条至灌装业务。公司分别于 17 年成立咸宁灌装中心 (7.3 亿罐)、19 年扩产咸宁灌装产线、20 年投产辽宁华彬灌装产线 (与制罐配套; 约 4 亿罐灌装), 合计年产能约 24 亿罐。此外升兴股份也于 17 年新建 4.9 亿罐灌装产能、并于 19-20 年投产 3 条新灌装产线 (约 12.6 亿罐); 嘉美包装灌装产能 43.41 亿罐。

奥瑞金制罐+灌装一体化服务受到认可, 期待增长亮点。奥瑞金是业内首批切入灌装业务的龙头公司, 回溯其灌装业务发展大致可分为三个阶段: (1) 灌装 1.0, 绑定加多宝: 公司 2004 年与加多宝绑定, 签署协议建立 5 个灌装厂以补充加多宝灌装产能, 在此阶段灌装、制罐仍是独立的; (2) 灌装 2.0, 综合解决方案初形成: 2017 年公司成立咸宁灌装中心, (灌装产能 7.3 亿罐) 正式成为包装一体化解决方案提供商, 向客户直接交付饮料成品, 吸引了大量新兴品牌和轻资产转型阶段的客户如安利、战马、元气森林等等; (3) 灌装 3.0, 辽宁工厂投产标志饮料行业对制罐、灌装一体化服务的认可: 2019 年湖北灌装产线扩产改造完成; 2020 年 12 月辽宁工厂投产, 专门为华彬旗下红牛、战马提供包装一体化服务 (制罐产能约 4 亿罐, 预计灌装产能与其配套)。

收购澳洲 JAMESTRONG, 优化主业协同。此外公司近期公告拟以 4 亿元收购澳洲金属包装公司 JAMESTRONG。收购标的 JAMESTRONG 系澳洲金属食品罐、铝制气雾罐优质公司, 于澳洲、新西兰设有 6 家制罐工厂、1 家制盖工厂, 服务于亨氏、联合利华、辛莱特等国际客户。公司 19 年、20 年 1-11 月营收分别为 9.99 亿、9.22 亿, 净利润-1.22 亿、0.55 亿。本次收购有利于奥瑞金优化产品品类结构 (拓展气雾罐及奶粉罐等), 通过渠道、客户协同进行海外市场的开拓; 同时标的公司能够借助奥瑞金的供应链优势, 进一步提高盈利能力。

图 34: 灌装业务收入



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 35: 奥瑞金灌装业务发展



资料来源: 红牛官网, 浙商证券研究所

**制罐+灌装综合服务解决商, 附加值提高。**截止 2019 年公司的灌装年产能约 20.06 亿罐, 主要服务 Monster、麦氏咖啡、战马、红牛等客户。2016-2019 年公司的灌装年营收 1.11 亿、1.06 亿、1.30 亿、1.50 亿元, 灌装量 5.33 亿、4.11 亿、4.24 亿、7.58 亿罐; 毛利率 39.48%、13.31%、1.12%、16.90%。毛利率的波动一方面系主要客户加多宝销量下降, 另一方面由于新线投产导致折旧等固定成本提高。

我们测算, 假设 21 年辽宁灌装产能增量约 4 亿罐、咸宁工厂灌装产能爬坡(假定产能利用率提升 40%)增量约 3 亿罐, 则以单价 0.2 元/罐、毛利率 20%计算(考虑咸宁产能爬坡), 预期贡献收入增量 1.4 亿元、利润增量 0.28 亿元。考虑新产线折旧完成及存量产能的毛利上涨, 预期全年灌装利润 0.8 亿元。

#### 4.2. 客户结构多元化, 单一客户依赖减弱

**持续开拓优质客户, 降低一大客户经营风险。**成立初期公司主要绑定红牛, 随后公司陆续开拓加多宝、旺旺、达利等新客户; 上市后利用募集资金大力发展二片罐业务, 2011 年加多宝与公司签订的意向采购协议约定 5 年内浙江加多宝每年向奥瑞金采购二片饮料罐的数量不少于其每年用罐需求量的 50%, 并取得三得利(中国)、青岛啤酒、雪花啤酒等二片罐客户; 近年来公司进一步开拓奶粉/食品/功能饮料客户如飞鹤乳业(2015 年)、君乐宝(2016 年)、东鹏特饮(2017 年)、安利(2018 年)、元气森林(2020 年)等, 客户结构进一步多元化。2015-2019 前五名客户销售额占比由 84.16%下降至 73.74%, 其中红牛的占比由 70.87%下降至 57.18%, 客户集中度下降。

**图 36: 公司主要大客户销售额情况**

单位: 亿元		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	红牛	32.97	38.8	47.22	49.75	43.82	48.32	47.27
	yoy		17.68%	21.70%	5.36%	-11.92%	10.27%	-2.17%
	占比	72.19%	71.13%	70.87%	65.47%	59.86%	59.10%	57.18%
	销售额	3.32	4.16	5.59	4.65	4.36	4.68	6.14
2	加多宝		25.30%	34.38%	-16.82%	-6.24%	7.34%	31.20%
	yoy		7.28%	7.64%	8.38%	6.12%	5.93%	5.73%
	占比							7.30%
	销售额	2.05	2.22	1.60	2.11	3.93	2.41	2.96
3	旺旺		8.29%	-27.93%	31.88%	86.26%	-38.68%	22.82%
	yoy		4.50%	4.06%	2.40%	2.78%	5.35%	2.95%
	占比							3.52%
	销售额	1.53	1.15	0.99	1.93	2.10	1.63	2.86
4	普罗旺斯食品		-24.84%	-13.91%	94.95%	8.81%	-22.38%	75.46%
	yoy		3.35%	2.11%	1.49%	2.54%	2.86%	1.99%
	占比							3.40%

注: 第 3、4 大客户为推测客户。

资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

**图 37: 金属包装龙头产品布局及下游客户对比**

公司	包装类型	主要客户	包装特点	19年前五大销售客户所占份额
奥瑞金	三片饮料罐/三片食品罐	红牛(19年销售额占比57%), 飞鹤、君乐宝等奶粉客户	侧重红牛品牌的醒目性, 金属罐外观的运动感, 顾客对红牛原有的黄色罐体和红色标志较为敏感; 罐底和包装箱赋码(一罐一码)等硬件、技术与软件咨询服务, 利用互联网思维与技术, 搭建创新营销与追溯平台, 提升红牛的综合管理体系能力, 最终提升产品价值。	73.74%
	二片饮料罐	青岛啤酒、加多宝、雪花啤酒、燕京啤酒	啤酒包装目前向小罐化, 容量多样化发展; 在品类伤, 目前啤酒行业正在打造个性化, 多样化的包装造型, 要求包装企业能够生产个性化, 独特化的产品。	
中粮包装	奶粉罐	伊利、君乐宝、惠氏等	奶粉罐使用频次较高, 需要耐摔; 具有高阻隔性能, 可提高贮存期和保质期; 抗污染且耐低温	40.50%
	清新剂类气雾罐	天津固诺、深圳彩虹等	使用频次较高, 需要耐摔; 密封性好, 抗液体会发。产品品牌意识不高, 无需太精美。	
	三片饮料罐	红牛、养元、银鹭、露露、达利园等		
	二片饮料罐	加多宝、雪花、青岛、可口可乐、百威		
	塑料包装	宝洁、蓝月亮等		
昇兴股份	二片/三片饮料罐	王老吉、达利园、六个核桃、露露、银鹭、泰奇等	企业主要产能为三片罐, 但客户主要为两片罐, 生产基地围绕下游客户生产基地, 成本低, 价格优势明显, 需求层次低	51.87%

资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

### 4.3. 全国跟进式产能布局绑定客户, 服务优势突出

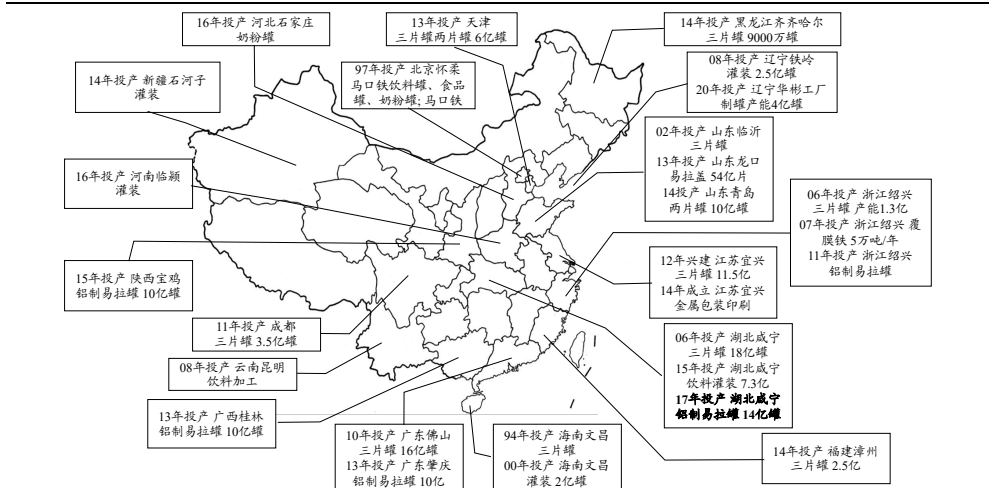
采用“跟进式”生产模式, 与核心客户相邻布局, 降低运输成本、快速响应需求。“共生型生产布局”(Implant 模式)和“贴近式生产布局”(Wall to Wall 模式)共存, 租用核心客户场地或独立购置/租赁邻近的生产场地, 运输半径多在在 500 公里以内, 可快速响应需求、实现技术开发柔性化、降低产品运输成本。(1) 二片罐事业部拥有 6 家生产制造基地, 生产线主要布局在广东(10 亿罐)、广西(10 亿罐)、湖北(14 亿罐)、山东等省份, 主要服务周边的啤酒、可乐客户。(2) 三片罐事业部以“包装名牌、名牌包装”为经营理念, 拥有 14 家生产制造基地, 生产线分布于北京、海南、湖北(18 亿罐)、广东(16 亿罐)、四川(3.5 亿罐)、福建(2.5 亿罐)、浙江(1.3 亿罐)、黑龙江(1.8 亿罐)等多个省份。(3) 灌装事业部以“综合饮料灌装解决方案提供商”为经营理念, 拥有 6 家生产制造基地, 年产能约 24 亿罐, 产业遍布湖北、辽宁、云南、海南、河南等省份。

图 38: 奥瑞金主要生产基地对应服务客户一览

生产基地	主要客户	产能(罐)	跟进方式
北京怀柔	中国红牛、露露	-	贴近式
湖北咸宁	中国红牛、旺旺、银鹭 百威、达能、安利、日加满、战马	三片罐18亿 二片罐14亿, 罐装7.3亿	共生型
广东佛山	中国红牛、苏萨、泰奇、达利、可乐	三片罐16亿	共生型
江苏宜兴	中国红牛、怡宝、旺旺	三片罐11.5亿	共生型
四川成都	旺旺、达利园、建华香油	三片罐3.5亿	贴近式
海南	中国红牛、椰芝岛、清泉、海南岛屿等	-	-
山东临沂	中国红牛、旺旺	三片罐64条生产线	-
浙江绍兴	佳必可、兴旺、今日、秀可、海兴	三片罐1.3亿	-
黑龙江甘南	飞鹤、伊利、贝因、美辉山、太子乐	三片罐1.8亿	-
福建漳州	漳州当地的蘑菇罐头、水果罐头	三片罐2.5亿	-
广东肇庆	百威、青啤、雪花、燕京	二片罐10亿罐	-
广西桂林	百威、青啤、雪花、可口可乐、百事可乐	二片罐10亿罐	-

资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

图 39: 奥瑞金全国化产能布局一览






资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

#### 4.4. 创新产品&个性化服务有望提高附加值

新罐型产品符合消费趋势, 产品结构升级有望带动毛利率上行。公司咸宁工厂于 2017 年正式投产, 定位全球最先进的包装、灌装综合工厂, 可为客户提供配方研发、营销策划、关键工艺实施、制罐、包装、灌装、食品安全等综合包装整体解决方案一体化服务。工厂主要生产罐型纤体 slim 罐 180ml、250ml; 瓶罐 bottlecan 200ml、250ml, 实现了铝瓶罐和纤体罐产品在国内首次规模化生产, 进军高端金属包装领域。纤体罐无论从生产工艺复杂度、产品设计、材质上均大幅高于普通铝瓶罐, 我们估计其单罐定价大幅高于传统铝瓶罐, 可达 1-2 元/罐, 对应毛利率可达 30-40%甚至更高, 有利于拉动公司整体盈利能力提升。

图 40: 咸宁工厂纤体罐和铝瓶罐产品图一览

品类	规格	特征	适用范围	图示
纤体罐	纤体罐Slimcan 180ml	瓶身精巧纤细, 环保、轻便、易运输、易降温升温, 同时迎合小而精、少而美的健康饮品潮流。	茶、咖啡、果汁、啤酒、功能饮料、奶制品、调味品	
	纤体罐Slimcan 250ml			
	纤体罐Slimcan 330ml		啤酒、功能饮料	
铝瓶罐	瓶罐250ml	铝材拉伸一体成形, 流畅纤细, 环保、轻便、易运输、易降解; 瓶盖可多次旋紧, 可再次封装, 38mm大口径满足嗅觉; 同时改善易拉罐饮用负担和塑料瓶不耐光线的弊端	功能饮料、咖啡、茶等品香饮料	
	瓶罐200ml			

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

**二维码营销满足个性化需求, 客户粘性再加强。**公司为客户提供一物一码整体包装营销解决方案, 进一步加强下游客户粘性, 已实现实时可视化看板、动态监控扫码、动销、复购、多维度图表分析等功能, 已累计服务红牛、战马、香飘飘、欢乐家、益海嘉里等超 30 个品牌客户, 提供超过 100 亿可变二维码量和平台运维管理, 扫码用户覆盖全国所有省市区县。截止 2017 年, 二维码赋码产品达 42.7 亿罐, 扫码量累计达 4.78 亿罐, 平均扫码率约 32%。

图 41: 红牛二维码营销



资料来源: 红牛官网, 浙商证券研究所

## 5. 财务分析: 金属罐龙头, 经营稳健

### 5.1. 营收持续增长, 毛利率高于同行

**收入恢复增长, 利润出现拐点。**16 年以前历年公司营收和归母净利实现稳健增长。17 年受核心客户红牛合作纠及原材料价格上涨影响, 公司归母净利同比下滑 38.98%, 毛利率下降 6.97pct; 18 年因为持股公司中粮包装财报收到保留意见, 公司计提长期股权投资减值损失 5.01 亿元, 若加回此部分则 18 年归母净利同比增长 3.2%。伴随 19 年公司二片罐的拐点和波尔并表, 公司业绩重回增长通道, 营收增长 14.6%, 净利润增长 203.15%。20 年上半年因疫情影响与产能搬迁等因素, 净利润同比下滑-62.62%, 伴随一次性不利因素消除, 21 年公司利润向上空间可期。

**图 42: 可比公司营收、利润体量**

公司名称	百万元	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
奥瑞金	营业收入	6662.35	7598.65	7342.38	8175.39	9369.16	4642.98
	YOY	22.14%	14.05%	-3.37%	11.35%	14.60%	12.04%
	毛利率	34.17%	34.56%	27.59%	25.79%	24.29%	21.72%
	归母净利润	1016.98	1153.58	703.86	225.38	683.24	181.69
	YOY	25.71%	13.43%	-38.98%	-67.98%	203.15%	-62.62%
	净利率	15.20%	15.17%	9.39%	2.74%	7.40%	4.12%
昇兴股份	营业收入	2040.26	2159.08	2055.12	2098.30	2549.48	977.58
	YOY	9.08%	5.82%	-4.81%	2.10%	21.50%	0.07%
	毛利率	18.69%	22.14%	16.55%	13.76%	13.50%	9.40%
	归母净利润	131.79	182.69	92.52	42.67	53.46	-41.53
	YOY	18.66%	38.62%	-49.36%	-53.88%	25.28%	-238.60%
	净利率	6.39%	8.03%	4.61%	1.97%	1.79%	-4.79%
中粮包装	营业收入	5113.31	5228.49	5986.46	6601.01	7308.39	3384.69
	YOY	-3.46%	2.25%	14.50%	10.27%	10.72%	-8.19%
	毛利率	17.75%	18.28%	16.07%	14.72%	15.06%	16.31%
	归母净利润	131.79	182.69	92.52	42.67	302.09	182.68
	YOY	18.66%	38.62%	-49.36%	-53.88%	607.97%	7.39%
	净利率	5.57%	5.70%	5.21%	4.02%	4.19%	5.41%
宝钢包装	营业收入	3299.99	4001.03	4546.36	4977.40	5769.89	2520.97
	YOY	-4.74%	21.24%	13.63%	9.48%	15.92%	-1.73%
	毛利率	16.92%	11.88%	9.38%	11.23%	12.87%	15.25%
	归母净利润	87.35	9.89	6.63	41.89	127.51	86.77
	YOY	-32.09%	-88.68%	-32.92%	531.73%	204.39%	72.32%
	净利率	2.64%	0.30%	0.37%	0.89%	2.66%	4.50%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 5.2. 费用支出管理优化, 期间费用率呈下降趋势

降本控费执行到位, 费用率管控能力逐渐增强。15 年至今公司期间费用率处于 11%-16% 区间, 略高于同行, 主要系固定资产折旧摊销费用以及利息支出影响。17 年公司有息负债利息增加及汇兑损失导致公司财务费用率上升至 5.48% (+2.31pct), 此外由于销售运费、人工成本、宣传费等费用增加, 公司当年销售费用率上升 1.14pct。18 年以来, 公司降本控费, 费用率管控能力优化, 管理费用率及财务费用率持续下行, 规模化优势渐显。

**图 43: 业内龙头费用率对比**

公司名称		2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
奥瑞金	销售费用率	2.36%	2.24%	3.21%	3.80%	4.03%	3.57%
	管理费用率	6.96%	7.32%	7.20%	6.81%	6.86%	6.62%
	财务费用率	2.30%	3.17%	5.48%	3.57%	3.14%	4.13%
	三费合计	11.62%	12.72%	15.89%	14.17%	14.03%	14.31%
昇兴股份	销售费用率	3.00%	3.22%	3.52%	3.31%	3.53%	4.46%
	管理费用率	4.41%	4.55%	5.66%	6.23%	6.22%	7.40%
	财务费用率	1.73%	0.99%	1.23%	1.65%	2.30%	2.98%
	三费合计	9.14%	8.76%	10.41%	11.19%	12.05%	14.84%
中粮包装	销售费用率	5.00%	5.00%	4.79%	4.71%	4.32%	4.20%
	管理费用率	5.40%	5.81%	4.50%	4.19%	4.38%	4.58%
	财务费用率	1.04%	1.07%	0.73%	1.37%	1.86%	1.48%
	三费合计	11.44%	11.88%	10.02%	10.27%	10.56%	10.27%
宝钢包装	销售费用率	4.74%	4.52%	3.74%	3.91%	3.39%	3.88%
	管理费用率	5.35%	4.61%	2.86%	3.22%	4.68%	4.92%
	财务费用率	3.55%	2.21%	2.40%	1.88%	0.95%	0.27%
	三费合计	13.64%	11.34%	8.99%	9.00%	9.02%	9.07%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 5.3. 营运能力较强，资产周转率边际提升

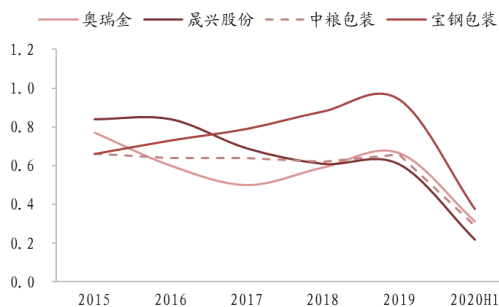
以销定产保障资金周转，存货周转效率高高于同行。公司应收账款周转率在同行公司中处于中等水平，与核心客户长期保持稳定的合作关系，坏账计提比例较低。公司2019年存货周转率为7.93，2015-2019年存货周转天数保持在43左右较稳定的水平，表现显著优于同行。基于适中的应收账款周转率和较高的存货周转率，公司总资产周转情况良好，2019年总资产周转率在可比公司中位于前列。

图 44: 业内龙头营运能力对比

公司名称	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1	
奥瑞金	存货周转天数	49.64	39.66	43.49	43.47	45.38	52.56
	存货周转率	7.25	9.08	8.28	8.28	7.93	3.42
	应收账款周转天数	77.57	106.50	116.48	83.09	83.03	103.36
	应收账款周转率	4.64	3.38	3.09	4.33	4.34	1.74
	总资产周转率	0.77	0.60	0.50	0.59	0.67	0.31
昇兴股份	存货周转天数	65.30	62.43	81.77	82.53	64.28	88.06
	存货周转率	5.51	5.77	4.40	4.36	5.60	2.04
	应收账款周转天数	64.55	83.27	73.07	52.04	66.17	106.80
	应收账款周转率	5.58	4.32	4.93	6.92	5.44	1.69
	总资产周转率	0.84	0.84	0.69	0.61	0.61	0.22
中粮包装	存货周转天数	61.35	64.07	70.92	73.77	64.72	62.79
	存货周转率	5.87	5.62	5.08	4.88	5.56	2.87
	应收账款周转天数	88.97	104.47	99.27	90.75	87.25	109.59
	应收账款周转率	4.05	3.45	3.63	3.97	4.13	1.64
	总资产周转率	0.66	0.64	0.64	0.62	0.66	0.29
宝钢包装	存货周转天数	91.01	74.34	67.76	60.05	46.90	49.64
	存货周转率	3.96	4.84	5.31	6.00	7.68	3.63
	应收账款周转天数	88.92	82.97	70.53	62.40	70.55	103.09
	应收账款周转率	4.05	4.34	5.10	5.77	5.10	1.75
	总资产周转率	0.66	0.73	0.79	0.88	0.94	0.37

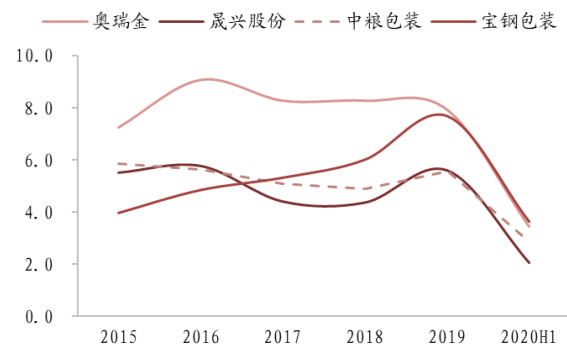
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 45: 总资产周转率同行比较



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 46: 存货周转率同行比较



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 5.4. 经营性现金流充沛，偿债能力较强

经营现金流增长稳健，资本开支有序扩张。2017-2018年公司经营性现金流保持增加的趋势，17年客户回款推动经营性现金流大幅增长；18年经营性现金流量持续增长，主要是公司盈利质量良好，利润的增加和留存收益的累积带来大量的经营性现金流入。因经营性现金流情况良好，具有较强的偿债能力。同时，公司前期资本开支规模较大，2017-2020H1年公司资本开支扩张力度持续缩小，新建厂房和新购置设备较前期有所下降。



**图 47: 奥瑞金现金流情况一览**

百万元	2015	2016	2017	2018	2018	2019	2020H1
总资产	10,481.46	14,961.78	14,293.70	13,443.36	13,443.36	14,733.05	14,988.15
净资产	4,512.21	5,290.55	5,858.22	5,616.39	5,616.39	5,973.82	6,301.72
应收账款	1,769.56	2,726.17	2,025.32	1,748.71	1,748.71	2,573.02	2,759.20
短期借款	1,470.52	1,547.44	1,088.58	1,754.19	1,754.19	1,719.00	1,733.60
经营性现金流净额	1,185.48	760.35	1,890.63	2,077.97	2,077.97	1,497.64	-260.96
投资性现金流净额	-2,101.11	-4,033.42	411.47	-547.67	-547.67	-1,463.77	-5.99
资本开支	1,193.86	1,104.66	592.38	321.40	321.40	212.61	70.25

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 5.5. 盈利端能力边际回升, 看好 20 年 ROE 和净利率向上

合作客户优质, ROE、ROIC 高于同行, 20 年预期向上修复。17 年公司 ROE 值出现较大幅度波动, 主要是受毛利率和期间费用影响, 归母净利润同比减少 38.98%, 净利率较 16 年下滑 5.59pct。2018 年 ROE 大幅下滑主要是公司计提长期股权投资减值导致归母净利润同比下降 67.98%, 净利率较上年下降 6.83pct。随着毛利率逐渐回升, 三费率持续下降, 公司净利率和 ROE 将有望持续提升。19 年公司 ROE 回升至 11.93%, 同比增加 7.74pct。

**图 48: ROE 与 ROIC 同行比较**

公司名称		2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
奥瑞金	ROE	23.32%	22.57%	12.39%	4.19%	11.93%	3.00%
	ROIC	15.48%	12.91%	7.67%	3.01%	8.44%	2.68%
昇兴股份	ROE	9.38%	11.82%	5.16%	2.38%	2.91%	-2.34%
	ROIC	8.78%	9.71%	5.01%	2.48%	2.88%	-0.89%
中粮包装	ROE	6.78%	6.59%	6.41%	5.21%	6.12%	3.77%
	ROIC	4.27%	4.16%	3.74%	2.96%	3.31%	1.96%
宝钢包装	ROE	4.35%	0.49%	0.33%	2.04%	5.52%	3.70%
	ROIC	4.00%	1.68%	1.92%	2.64%	4.70%	2.73%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 6. 盈利预测与投资评级

### 6.1. 核心假设与盈利预测

公司二片罐业务有益于供需格局改善、啤酒罐化率提升, 向上弹性充足; 三片饮料罐业务绑定红牛业绩稳健、食品罐客户增长亮眼。我们对公司各业务进行如下预测:

- (1) **二片罐:** 收购波尔后公司二片罐产能达 135 亿罐, 获取优质大客户如百威等。伴随消费升级、啤酒罐化率提升, 二片罐业务销量增长趋势确立; 行业整合加速, 龙头议价能力提升, 未来二片罐单价仍有反弹趋势, 预期公司二片罐业务弹性充足。预计 20-22 年单价每年提升 3 分/罐, 分别为 0.40、0.43、0.46 元/罐, 销量分别为 93、100、111 亿罐, 对应收入增速 45.82%、17.83%、18.39%。
- (2) **三片罐:** 红牛纠纷业已落地, 辽宁华彬工厂投产, 三片饮料罐业务稳中有升; 三片食品罐中奶粉罐增势较好, 优质客户飞鹤、君乐宝放量增长。预计三片罐单价维稳, 20-22 年销量分别为 61、66、70 亿罐, 对应三片罐收入增速 4.85%、10.15%、5.16%。

- (3) **灌装**: 业务模式受认可, 咸宁产能利用率提升、辽宁灌装产线投产, 公司灌装业务量有望实现较高增长。预计灌装单价维稳, 灌装量逐年增, 20-22 年灌装量分别为 8、15、20 亿罐, 对应收入增速为 6.50%、86.50%、36.81%。
- (4) **毛利率和费用率**: 毛利率方面, 19 年二片罐单价提升, 推动公司毛利率小幅提升, 20-21 年预计二片罐单价继续反弹伴随产能利用率提升, 预期毛利率维持向上趋势, 预计 20-22 年毛利率分别为 24.13%、25.57%、25.83%; 费用率方面, 19 年公司因收购波尔中国产生较多管理费用, 未来 2-3 年公司期间费用率预计维稳。

**图 49: 奥瑞金拆分及预测 (百万元)**

单位: 百万元	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	6662.35	7598.65	7342.38	8175.39	9369.16	10559.79	11996.83	13279.29
yoy	22.14%	14.05%	-3.37%	11.35%	14.60%	12.71%	13.61%	10.69%
<b>按产品分类 (百万元)</b>								
<b>二片罐-饮料罐</b>	874.32	1,202.12	1,324.70	1,596.20	2,508.63	3,658.10	4,310.21	5,102.76
YOY	30%	37%	10%	20%	57%	45.82%	17.83%	18.39%
销量 (亿件)	35.25	35.27	36.12	44.84	66.74	92.61	100.24	110.93
单价 (元/件)	0.25	0.34	0.37	0.36	0.38	0.40	0.43	0.46
<b>三片罐</b>	5,451.91	5,644.36	5,103.31	5,712.82	5,725.51	6,003.11	6,612.71	6,954.00
YOY	18.8%	3.5%	-9.6%	11.9%	0.2%	4.85%	10.15%	5.16%
销量 (亿件)	90.67	59.89	55.14	56.56	53.25	60.64	66.13	69.54
单价 (元/件)	0.60	0.94	0.93	1.01	1.08	0.99	1.00	1.00
其中: 三片罐-饮料罐	5,174.05	5,366.76	4,775.33	5,271.25	5,234.29	5,457.38	5,951.43	6,258.60
YOY	18.3%	3.7%	-11.0%	10.4%	-0.7%	4.3%	9.1%	5.2%
销量 (百万件)	51.74	53.67	47.75	52.71	52.34	54.57	59.51	62.59
单价 (元/件)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
其中: 三片罐-食品罐	277.85	277.60	327.98	441.57	491.22	545.74	661.27	695.40
YOY	27.1%	-0.1%	18.1%	34.6%	11.2%	11.1%	21.2%	5.2%
销量 (百万件)	38.93	6.22	7.39	3.85	0.90	6.06	6.61	6.95
单价 (元/件)	0.07	0.45	0.44	1.15	5.44	0.90	1.00	1.00
<b>灌装业务</b>	96.27	110.74	105.96	130.42	150.24	160.00	298.40	408.24
YOY	3%	15%	-4%	23%	15%	6.50%	86.50%	36.81%
灌装量 (亿件)	5.00	5.33	4.11	4.24	7.58	8.00	14.92	20.41
单价 (元/件)	0.19	0.21	0.26	0.31	0.20	0.20	0.20	0.20

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 6.2. 投资评级

我们预计公司 2020-2022 年收入 105.60/ 119.97/132.79 亿元, 同比增长 12.71%/ 13.61%/ 10.69%; 归母净利润 6.77/ 8.64/ 10.51 亿元, 同比-0.98%/ 27.66%/ 21.70%; 对应当前市值, 20-22 年 PE 为 15.71X/ 12.31X/ 10.11X, 考虑到公司行业龙头地位牢固、业绩向上修复确定性较强, 首次覆盖给予“买入”评级。

**图 50: 同行估值对比**

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	2020E 归母净利润 (百万元)	2021E 归母净利润 (百万元)	PE (2020E)	PE (2021E)
002701.SZ	奥瑞金	106.32	863.72	1051.15	12.31	10.11
002752.SZ	昇兴股份	52.24	29.50	153.00	177.09	34.14
0906.HK	中粮包装	43.98	336.05	400.24	13.09	10.99
601968.SH	宝钢包装	65.92	225.50	321.00	29.23	20.53

数据截止至 2021/1/28

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 7. 风险提示

- 1、红牛诉讼事件泰方获胜
- 2、二片罐行业整合不达预期
- 3、原材料价格上行

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	4922	5466	6478	7558	<b>营业收入</b>	9369	10560	11997	13279
现金	583	1381	1171	2904	营业成本	7093	8011	8929	9850
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	67	91	99	106
应收账款	2573	2333	3203	2749	营业费用	378	393	457	512
其它应收款	0	13	5	7	管理费用	546	658	709	795
预付账款	202	432	329	341	研发费用	97	109	124	138
存货	1086	877	1321	1119	财务费用	294	329	305	309
其他	479	430	451	438	资产减值损失	76	31	30	32
<b>非流动资产</b>	9811	9770	9586	9816	公允价值变动损益	-1	-1	-1	-1
金额资产类	0	228	194	141	投资净收益	141	141	141	141
长期投资	2552	2449	2412	2471	其他经营收益	90	108	101	100
固定资产	5236	5408	5396	5469	<b>营业利润</b>	1048	1185	1585	1777
无形资产	684	713	758	820	营业外收支	1	-3	-1	-1
在建工程	108	105	75	65	<b>利润总额</b>	1050	1182	1584	1775
其他	1230	866	750	849	所得税	357	495	710	715
<b>资产总计</b>	14733	15236	16064	17373	<b>净利润</b>	693	686	873	1061
<b>流动负债</b>	6524	6683	7271	7511	少数股东损益	10	10	10	10
短期借款	1719	1521	1665	1635	<b>归属母公司净利润</b>	683	677	864	1051
应付款项	2652	2362	2805	3227	EBITDA	1847	1933	2351	2570
预收账款	58	57	67	76	EPS (最新摊薄)	0.28	0.29	0.37	0.45
其他	2096	2744	2734	2573	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	2235	2266	1875	2125		<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
长期借款	1077	1150	1024	1084	<b>成长能力</b>				
其他	1157	1116	851	1041	营业收入	14.60%	12.71%	13.61%	10.69%
<b>负债合计</b>	8759	8949	9146	9636	营业利润	95.65%	13.02%	33.76%	12.09%
少数股东权益	244	254	264	274	归属母公司净利润	203.15%	-0.98%	27.66%	21.70%
归属母公司股东权益	5729	6032	6654	7464	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	14733	15236	16064	17373	毛利率	24.29%	24.13%	25.57%	25.83%
					净利率	7.40%	6.50%	7.28%	7.99%
					ROE	11.79%	11.04%	13.08%	14.34%
					ROIC	8.68%	8.34%	9.54%	10.48%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	59.45%	58.74%	56.93%	55.46%
					净负债比率	48.83%	53.52%	52.46%	47.96%
					流动比率	0.75	0.82	0.89	1.01
					速动比率	0.59	0.69	0.71	0.86
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.67	0.70	0.77	0.79
					应收帐款周转率	4.34	4.40	4.50	4.60
					应付帐款周转率	4.17	3.83	4.43	4.08
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.28	0.29	0.37	0.45
					每股经营现金	0.62	0.54	0.32	1.19
					每股净资产	2.43	2.50	2.75	3.09
					<b>估值比率</b>				
					P/E	15.56	15.71	12.31	10.11
					P/B	1.81	1.76	1.60	1.42
					EV/EBITDA	7.94	7.11	5.87	4.76

资料来源：浙商证券研究所

### 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

### 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话: (8621) 80108518

上海总部传真: (8621) 80106010

浙商证券研究所: <https://www.stocke.com.cn>