



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

金属包装龙头稳进，份额提升&盈利修复

—奥瑞金(002701)公司深度报告

2022 年 12 月 28 日

李宏鹏 轻工行业首席分析师
S1500522020003
lihongpeng@cindasc.com

证券研究报告

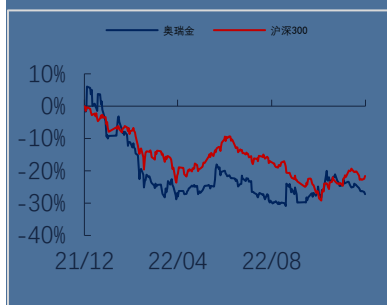
公司研究

公司深度报告

奥瑞金 (002701)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	4.80
52 周内股价波动区间 (元)	7.00-4.56
最近一月涨跌幅 (%)	-2.24
总股本 (亿股)	25.73
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	123.52

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

金属包装龙头稳进，份额提升&盈利修复

2022 年 12 月 28 日

报告内容摘要：

◆**中国金属包装龙头，专注主业发展稳健。**公司是我国金属包装行业龙头，截至 2021 年底，公司拥有三片罐年产能 95 亿罐、二片罐年产能 135 亿罐，是国内规模最大的金属制罐企业之一，拥有中国红牛、百威啤酒、青岛啤酒、加多宝、旺旺、可口可乐、飞鹤等优质食品饮料品牌客户，为其提供三片罐、二片罐金属包装及灌装 OEM 一体化综合服务。22 年 1-9 月公司实现收入 108.64 亿元，同比增长 1.69%，其中三片罐、二片罐占比分别约五成，归母净利润 5.44 亿元，同比下降 33.85%。单 Q3 公司收入 40.21 亿元，同比增长 9.72%，归母净利润 1.86 亿元，同比下降 23.4%；Q3 毛利率、净利率分别环比提升 0.13pct、0.18pct，利润率已触底企稳。

◆**二片罐行业加速整合，供需格局优化，行业拐点渐至。**2021 年我国金属包装行业规模 1384 亿元，2019-2021 年 CAGR 为 7.5%，其中饮料罐为最大细分品类。**从需求端看**，三片罐主要用于功能饮料与奶制品包装，供需格局基本稳定；二片罐受益啤酒罐化率提升需求量稳步扩张，根据 Euromonitor 数据，2021 年我国啤酒罐化率约 34%，距离美、英、日等 60% 以上的罐化率仍有提升空间，以啤酒罐化率约 60% 的假设测算，我国啤酒二片罐的需求增量空间为 228 亿罐，以 2020 年我国二片罐需求量约 520 亿罐为基数，需求量仍有约 40% 增长空间。**从供给端看**，当前三片罐 CR3、二片罐行业 CR4 分别达约 54%、67%；其中二片罐行业经过 2014-2015 年产能投放高峰期后开始加速整合出清，逐步形成奥瑞金+中粮包装+波尔、昇兴股份+太平洋制罐、宝钢包装等三大联合主体；当前行业产能投放趋于合理，随着过剩产品逐步被需求消化，行业经营格局持续向好。

◆**红牛案件进展有望驱动估值修复，二片罐格局向好盈利提升可期。**公司主要业务三片罐、二片罐营收占比分别约五成，灌装体量较小；毛利润贡献仍以三片罐为主，二片罐盈利有望提升。**1) 三片罐：**饮料罐方面，公司与大客户中国红牛长期稳定合作，三片罐毛利率显著高于同行；9 月随着中国红牛和泰国天丝的诉讼进程推进，公司有望迎来估值修复机会。食品罐方面，公司 2021 年完成澳洲 Jamestrong 收购，成为新西兰 A2 奶粉独家供罐商，产品矩阵持续丰富。**2) 二片罐：**公司板块收入受益内生与外延产能布局实现快速增长，随着公司 2019 年完成波尔亚太收购，切入啤酒客户，公司二片罐产能市占率约达 20%，位居第一梯队。目前，公司主要产能布局完毕，随着公司产能利用率提升与行业龙头议价能力提升，叠加近期主要原材料铝锭价格回落，二片罐毛利率具备提升空间。**3) 灌装：**公司灌装业务体量较小，2016-2021 年 CAGR 达 11% 增速较快，截止 2021 年公司年产能超 20 亿罐，为中国红牛、加多宝、战马、元气森林、伊利、可口可乐、东鹏等知名品牌提供包装+灌装一体化解决方案。

◆**盈利预测与投资评级：**公司坚守“综合包装整体解决方案提供商”定位，“包装+”战略方向深化，拓展优化自身业务结构，打开客户多元化服务窗口；三片罐稳健发展，二片罐盈利向上，灌装业务一体化服务能力突出强化客户粘性，推广自有品牌快消产品，增强发展新动力。暂不考虑可转债发行影响，我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 6.28 亿元、8.12 亿元、9.45 亿元，分别同比变化-30.6%、29.2%、16.4%，目前股价对应 23 年 PE 为 15X，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险因素：**客户集中度较高风险，原材料价格大幅上涨风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	11,550	13,885	14,308	15,563	16,662
增长率 YoY %	23.3%	20.2%	3.0%	8.8%	7.1%
归属母公司净利润 (百万元)	756	905	628	812	945
增长率 YoY%	10.7%	19.7%	-30.6%	29.2%	16.4%
毛利率%	19.8%	15.5%	13.1%	13.6%	14.0%
净资产收益率ROE%	10.8%	12.0%	7.4%	8.8%	9.2%
EPS(摊薄)(元)	0.29	0.35	0.24	0.32	0.37
市盈率 P/E(倍)	16.20	13.53	19.50	15.09	12.97
市净率 P/B(倍)	1.76	1.62	1.45	1.32	1.20

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 12 月 27 日收盘价

目 录

投资聚焦.....	6
一、奥瑞金：中国金属包装行业龙头.....	7
1.1 公司是领先的综合包装解决方案提供商.....	7
1.2 华润入股公司战略股东，股权投资扩大产业布局.....	8
1.3 营收稳健、盈利能力回升.....	9
二、二片罐行业整合加速，行业经营拐点渐至.....	11
2.1 需求端：饮料消费稳步增长，罐化率提升驱动二片罐扩容.....	11
2.2 供给端：三片罐产能稳定，二片罐加速整合.....	14
三、公司分析：主业内生外延并重，静待估值&盈利修复.....	16
3.1 三片罐：红牛诉讼取得阶段性进展，加速扩展食品罐业务.....	16
3.2 二片罐：经营格局改善，利润有望逐步释放.....	18
3.3 罐装：提升公司一体化服务能力.....	20
四、盈利预测与估值.....	22
五、风险因素.....	23

表 目 录

表 1：公司主要产品.....	7
表 2：公司主要股东-2022 年 9 月.....	8
表 3：公司主要参股公司.....	9
表 4：啤酒罐化率对二片罐需求量敏感性分析.....	13
表 5：二片罐行业主要并购整合项目梳理.....	15
表 6：公司发行可转债募投项目.....	20
表 7：公司收入预测简表.....	22
表 8：公司盈利预测简表.....	22
表 9：可比公司相对估值.....	23

图 目 录

图 1：奥瑞金发展历程.....	7
图 2：营业收入 16-21 年 CAGR 为 12.8%.....	9
图 3：三片罐、二片罐产品为主要收入来源.....	9
图 4：归母净利润 16-21 年 CAGR 为 57.46%.....	10
图 5：公司利润率处于历史较低水平.....	10
图 6：公司分季度营业收入与同比增长.....	10
图 7：公司分季度归母净利润与同比增长.....	10
图 8：公司分季度毛利率、净利率.....	10
图 9：公司主要原材料价格.....	10
图 10：公司期间费用率持续优化.....	11
图 11：公司投资性现金流净流出较大.....	11
图 12：金属包装行业近年规模过千亿.....	11
图 13：2020 年金属包装细分品类占比.....	11
图 14：二片罐需求量占较大-2020 年.....	12
图 15：各类饮料产量各年份区间增长 CAGR.....	12
图 16：2014-2020 年二片罐需求量与啤酒包装需求量.....	13
图 17：2019 年中国二片罐行业需求量结构.....	13
图 18：我国啤酒罐化率持续提升.....	13
图 19：2021 年我国啤酒罐化率较其他主要国家仍有差距.....	13
图 20：2020 年三片罐行业竞争格局.....	14
图 21：2020 年二片罐行业竞争格局.....	14
图 22：2021 年行业下游客户集中度（CR5）普遍较高.....	14
图 23：近年来二片罐龙头固定资产增长率恢复平稳.....	15
图 24：二片罐龙头净利率回升.....	15
图 25：公司三片罐业务维持稳定增长.....	16
图 26：三片罐以饮料罐为主.....	16
图 27：公司三片罐毛利率显著高于可比公司.....	17
图 28：三片罐主要原材料为马口铁.....	17
图 29：近年来自中国红牛销售额维持平稳.....	17
图 30：公司客户集中度不断降低.....	17
图 31：红牛商标权属纷争始末.....	18

图 32: 公司二片罐收入快速增长.....	19
图 33: 公司总体产能利用率提升.....	19
图 34: 公司二片罐毛利率较可比公司具备改善空间	19
图 35: 公司二片罐产能逐步提升.....	19
图 36: 铝锭价格有所回落	20
图 37: 公司二片罐与三片罐毛利润占比	20
图 38: 公司灌装业务收入	21
图 39: 过去年度公司灌装毛利率高于整体毛利率水平.....	21

投资聚焦

投资逻辑:

- **二片罐行业加速整合，供需格局显著优化。从需求端看**，二片罐受益啤酒罐化率提升需求稳步扩张，根据 Euromonitor 数据，2021 年我国啤酒罐化率约 34%，距离美、英、日等 60% 以上的罐化率仍有提升空间，以啤酒罐化率约 60% 的中性假设测算，我国啤酒二片罐的需求增量空间为 228 亿罐，以 2020 年我国二片罐需求量约 520 亿罐为基数，需求量仍有 44% 左右的增长空间。**从供给端看**，当前三片罐 CR3、二片罐行业 CR4 分别达约 54%、70%；其中二片罐行业经过 2014-2015 年产能投放高峰期后开始加速整合出清，逐步形成奥瑞金+中粮包装+波尔、昇兴股份+太平洋制罐、宝钢包装等三大联合主体；当前行业产能投放趋于合理，随着过剩产品逐步被需求消化，行业经营格局持续向好。
- **红牛案件进展有望驱动估值修复，二片罐格局向好盈利提升可期。**公司主要业务三片罐、二片罐营收占比分别约五成，灌装体量较小；毛利润贡献仍以三片罐为主，二片罐盈利有望提升。
 - 1) **三片罐**：饮料罐方面，公司与大客户中国红牛长期稳定合作，三片罐毛利率显著高于同行；9 月随着中国红牛和泰国天丝的诉讼取得阶段性进展，公司有望迎来估值修复机会。食品罐方面，公司 2021 年完成澳洲 Jamestrong 收购，成为新西兰 A2 奶粉独家供罐商，产品矩阵持续丰富。
 - 2) **二片罐**：公司二片罐受益内生与外延产能布局实现快速增长，随着公司 2019 年完成波尔亚太收购，切入啤酒客户，公司二片罐产能市占率约达 20%，位居第一梯队。目前，公司二片罐主要产能布局完毕，随着公司产能利用率提升与行业龙头议价能力提升，叠加近期主要原材料铝锭价格回落，二片罐毛利率具备提升空间。
- **盈利预测与投资评级**：公司坚守“综合包装整体解决方案提供商”定位，“包装+”战略方向深化，拓展优化自身业务结构，打开客户多元化服务窗口；三片罐稳健发展，二片罐盈利向上，灌装业务一体化服务能力突出强化客户粘性，推广自有品牌快消产品，增强发展新动力。暂不考虑可转债发行影响，我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 6.28 亿元、8.12 亿元、9.45 亿元，分别同比变化-30.6%、29.2%、16.4%，目前股价对应 23 年 PE 为 15X，首次覆盖给予“买入”评级。

一、奥瑞金：中国金属包装行业龙头

公司为我国金属包装行业龙头，凭借业内领先的全国化产能布局、一站式服务模式和研发创新能力，使公司多年来积累了一批优秀的客户资源。1995 年公司成为中国红牛的易拉罐供应商，以后双方合作二十多年共同快速成长。2016-2020 年，公司进一步拓宽战略合作领域，优化客户和收入结构，持续创新产品包装和服务，龙头地位得以巩固。截至 2021 年底，公司拥有三片罐年产能约 95 亿罐、两片罐年产能约 135 亿罐，是国内规模最大的金属制罐企业之一。

1.1 公司是领先的综合包装解决方案提供商

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。1994 年，公司于海南文昌成立，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。**产品方面**，公司主要产品为金属包装产品及服务，为客户提供满足产品需求的三片罐、二片罐金属包装及互联网智能包装等创新服务，同时为客户提供灌装 OEM 一体化综合服务。**客户方面**，公司长期服务的快消品品牌客户包括红牛、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。**产能方面**，截至 2021 年底，公司三片罐年产能约 95 亿罐、二片罐年产能约 135 亿罐。

图 1：奥瑞金发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，信达证券研发中心

表 1：公司主要产品

产品分类	合作品牌	产品介绍
二片罐	 青岛啤酒  百威啤酒  燕京啤酒  雪花啤酒	二片罐事业部年产能约 135 亿罐。生产线布局浙江、广东、广西、山东、陕西、湖北，产品领域涵盖啤酒、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。
	 Coca-Cola  Pepsi  Danone  安利	
	 统一企业  白加黑  S  加多宝	

三片罐



三片罐事业部拥有 14 家生产制造基地，年产能约 95 亿罐。产业遍布北京、天津、河北、山东、江苏、湖北、浙江、四川、福建、广东、海南、黑龙江，产品领域涵盖功能饮料、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。

灌装



公司拥有 6 家灌装基地，年产能超 20 亿罐。为中国红牛、加多宝、战马、元气森林、伊利、可口可乐、东鹏等知名品牌提供包装+灌装一体化解决方案。在当前诸多新兴品牌普遍采取轻资产运营模式的情况下，灌装+包装设计服务一体化解决方案为公司深度绑定了一批优质客户。

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

1.2 华润入股公司战略股东，股权投资扩大产业布局

2021 年公司引入华润集团作为战略股东。截至 2022 年 9 月，公司控股股东上海原龙投资控股有限公司，持股比例为 33.1%，实际控制人为周云杰先生。据公司 2021 年三季报，珠海润格长青股权投资基金合伙企业成为新晋第二大股东。珠海润格长青股权投资基金合伙企业股东为华润和格力集团，华润集团为国内大消费领域龙头。

公司通过此次引入战略股东，有望进一步深化双方业务合作，同时借助华润集团丰富的渠道资源，加快大健康、大消费赛道布局。公司具有一体化饮料代工能力及供应链体系，华润在渠道方面优势明显，华润的加入将大幅提升双方在大消费产业的拓展空间，形成资本强强联合，产业形成互补的优势。同时，华润也将积极协同润格基金股东格力集团在珠海市的资源，为公司及其产业链上下游在珠海市开展业务布局提供便利和支持。

表 2：公司主要股东-2022 年 9 月

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
上海原龙投资控股(集团)有限公司	850,795,554	33.1
珠海润格长青股权投资基金合伙企业(有限合伙)	117,161,280	4.6
北京华彬庄园绿色休闲健身俱乐部有限公司	62,350,366	2.4
香港中央结算有限公司	60,871,653	2.4
汇添富基金国寿股份成长股票型组合单一资产管理计划	55,993,244	2.2
厦门瑞合盛圆股权投资合伙企业(有限合伙)	47,104,512	1.8
山东铁路发展基金有限公司	24,999,938	1.0
招商证券股份有限公司	19,342,274	0.8
北京二十一兄弟商贸有限公司	17,487,360	0.7
君信和乐飞二号私募证券投资基金	17,391,110	0.7
合计	1,273,497,291	49.5

资料来源：wind，信达证券研发中心

公司近年来进行了较大规模的与主业相关的股权投资，盈利结构多元化。公司在包装行业主要投资标的包含永新股份（002014.SZ）、中粮包装（0906.HK）。2021 年底公司直接、间接持有永新股份 23.83% 股份，是永新股份第二大股东，并向永新股份派驻 3 名董事，其中公司董事周原任永新股份的副董事长。2021 年底公司持有中粮包装 24.4% 股份，是中粮包装的第二大股东，并派驻 2 名董事。

表 3: 公司主要参股公司

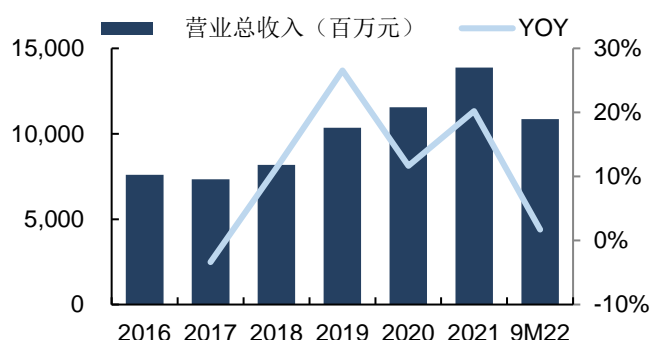
主要合营企业或联营企业	业务	持股比例		2021 年投资收益 (百万元)
		直接	间接	
永新股份	生产彩印复合包装材料、塑料软包装薄膜、油墨和真空镀铝包装材料等产品, 在塑料软包装行业拥有领先地位	22.04%	1.79%	76
中粮包装	拥有二片饮料罐、食品罐、气雾罐、金属盖、印铁、钢桶和塑胶等七大类主要包装产品, 是综合性消费品金属包装领域龙头		24.40%	112

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

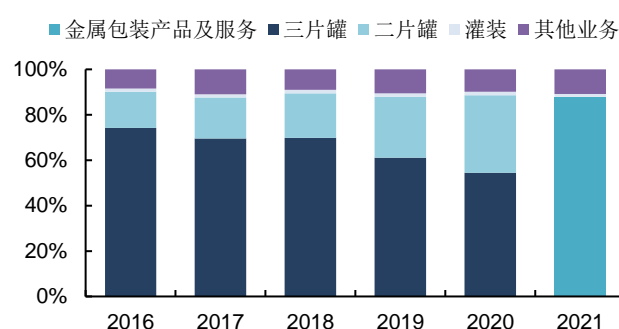
1.3 营收稳健、盈利能力回升

2016-2021 年公司收入 CAGR 为 12.8%, 随着国内产能的有效整合, 客户和服务结构的不断优化, 公司收入持续增长。公司 2021 年实现收入 138.85 亿元, 同比 2020 年调整后收入增长 20.2%, 调整项为企业并购。22 年 1-9 月公司实现收入 108.64 亿元, 同比去年同期调整后收入增长 1.69%, 疫情扰动及去年高基数下收入增长有所放缓。

2021 年公司金属包装产品及服务收入占比营业总收入 88%, 其中三片罐、二片罐占比分别约五成。近年来三片罐业务规模基本稳定, 二片罐随内外生产能扩张持续显著增长。

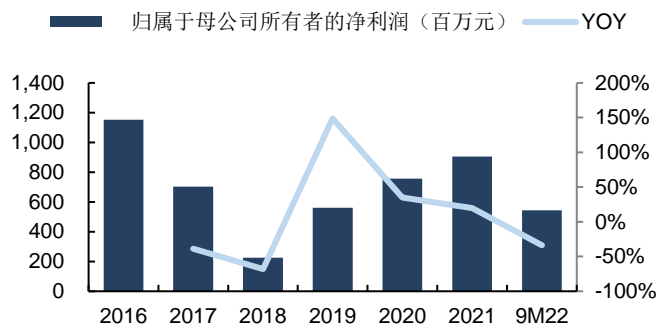
图 2: 营业收入 16-21 年 CAGR 为 12.8%


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

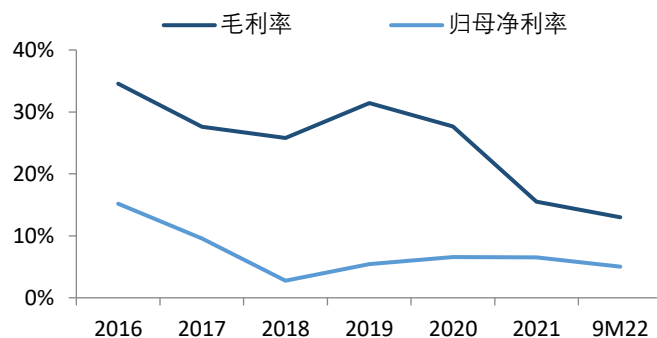
图 3: 三片罐、二片罐产品为主要收入来源


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2016-2021 年公司归母净利 CAGR 为 57.46%, 当前盈利具备改善空间。2021 年公司实现归母净利润 9.05 亿元, 同比 2020 年调整后增长 19.68%; 22 年 1-9 月公司归母净利为 5.44 亿元, 同比去年同期调整后下降 33.85%。2019 年以来, 公司盈利能力稳定回升, 销售净利率稳定在 7%~8% 左右。2021 年原材料价格上涨导致公司毛利率下行。整体看, 近年来公司毛利率整体呈下降趋势, 主要由于: 1) 公司毛利率较低的二片罐业务占比持续提升。2) 2021 年至今原材料价格维持高位, 具有一定的成本压力。

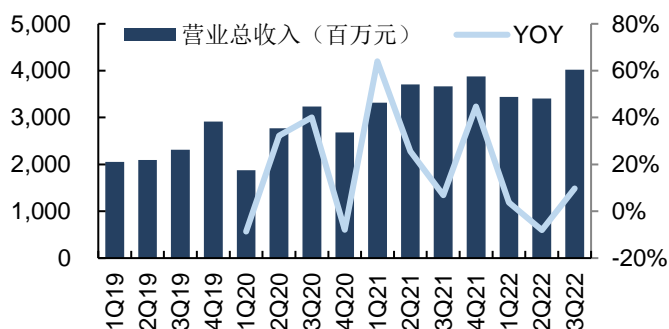
图 4：归母净利润 16-21 年 CAGR 为 57.46%


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

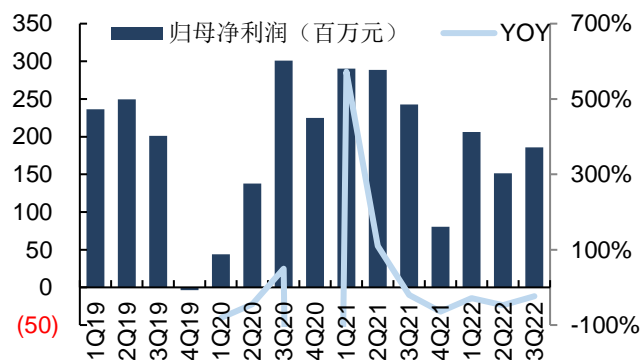
图 5：公司利润率处于历史较低水平


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3Q22 公司营收环比恢复正增，产能整合效能有望持续释放。3Q22 公司实现收入 40.21 亿元，同比去年同期调整后收入增长 9.72%，上半年受疫情扰动收入同比下滑，Q3 疫情影响边际改善，公司季度营收恢复正增。3Q22 公司实现归母净利润 1.86 亿元，同比下降 23.4%，主要由于原材料端的压力。

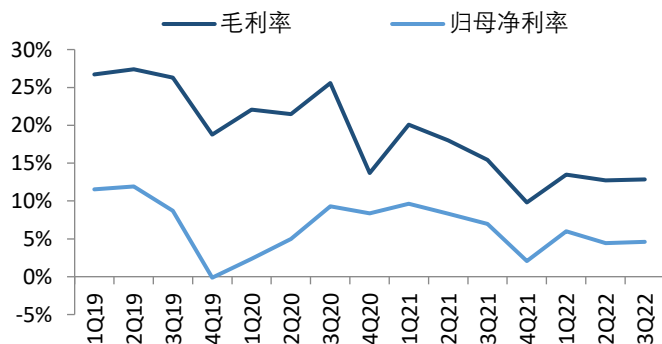
图 6：公司分季度营业收入与同比增长


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

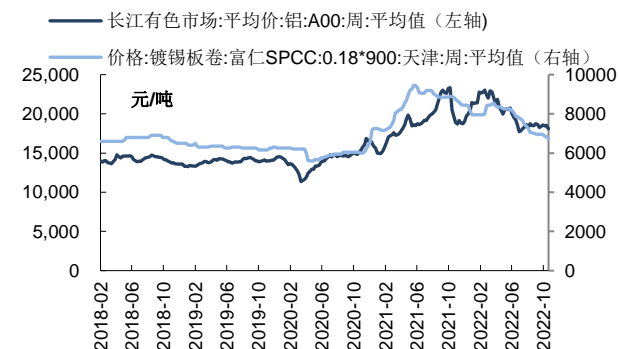
图 7：公司分季度归母净利润与同比增长


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

利润率低位企稳，Q3 环比有所改善。上半年马口铁、铝价维持历史高位，自 Q3 起相关原材料价格开始回调，3Q22 公司毛利率、净利率分别环比提升 0.13pct、0.18pct，利润率已触底企稳，后续随着主要原材料价格持续回落，公司盈利端有望改善。另外，公司近年来二片罐产能整合效能逐步释放，产能利用率提升亦有望驱动盈利提升。

图 8：公司分季度毛利率、净利率


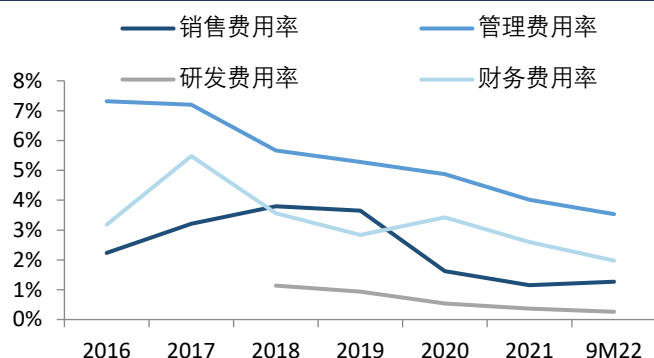
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 9：公司主要原材料价格


资料来源：wind，信达证券研发中心

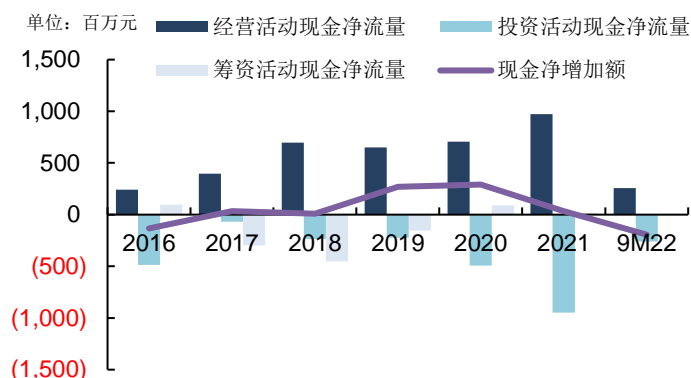
期间费用率持续优化，股权支付导致投资性现金流出较大。2016-2021 年公司期间费用率呈现持续下降趋势，2021 年期间费用率为 8.13%，较去年同比下降 2.33pct。公司现金流主要受投资活动现金流变化影响，公司近年来的投资现金流出主要是为股权并购支付的资金。

图 10：公司期间费用率持续优化



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 11：公司投资性现金流净流出较大



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二、二片罐行业整合加速，行业经营拐点渐至

1) 需求端：二片罐近年受益三片罐转二片罐及啤酒罐化率提升需求量稳步扩张，2021 年我国啤酒罐化率约 34%，距离美、英、日等 60% 以上的罐化率仍有提升空间，以啤酒罐化率约 60% 的中性假设测算，我国啤酒二片罐的需求增量空间为 228 亿罐。**2) 供给端：**金属包装行业经多年整合已形成数家巨头竞争格局，当前三片罐 CR3、二片罐 CR4 分别达约 54%、70%；其中二片罐行业经过 2014-2015 年产能投放高峰期后开始加速整合出清，逐步形成奥瑞金+中粮包装+波尔、昇兴股份+太平洋制罐、宝钢包装等三大联合主体，当前行业产能投放趋于合理，过剩产品逐步被需求消化，行业经营格局持续向好。

2.1 需求端：饮料消费稳步增长，罐化率提升驱动二片罐扩容

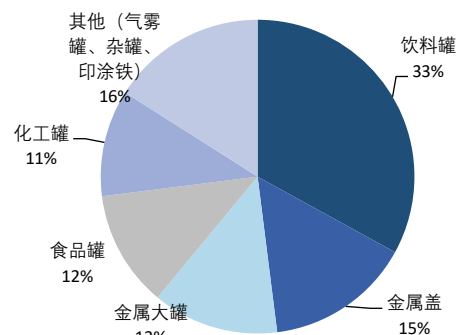
国内金属包装行业规模过千亿，饮料罐为最大细分品类。据中国包装联合会和智研咨询数据显示，2021 年受益于疫情后各类消费、工业活动回暖，中国金属包装行业营业收入为 1384 亿元，同比显著增长 27.78%。金属包装主要品类丰富，其中饮料罐占比达 33% 为最大的金属包装细分品类，金属盖、金属大罐、食品罐、化工罐占比分别为 15%、13%、12%、11%。

图 12：金属包装行业近年规模过千亿



资料来源：智研咨询，中国包装联合会，信达证券研发中心

图 13：2020 年金属包装细分品类占比



资料来源：观研天下，信达证券研发中心

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 11

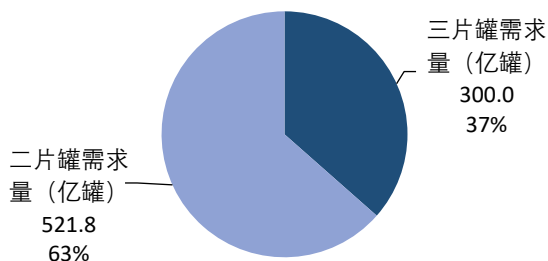
食饮金属包装主要分为二片罐与三片罐，二片罐主要用于碳酸饮料、啤酒，三片罐主要用于奶制品、功能饮料。**1) 三片罐：**刚性较好，能生产各种形状的罐体，材料利用率较高，容易变换尺寸，生产工艺成熟，包装产品种类多等特点，在食品、饮料行业广泛应用，三片罐制成品更为坚固、外观更加高档。**2) 二片罐：**具有密封性好、生产效率更高、节省原材料等优点，目前碳酸饮料和啤酒均采用二片罐作为金属包装容器，2009 年下半年开始，随着充氮技术不断完善，很多企业纷纷从三片罐换装为二片罐。

二片罐需使用填充气体以保持罐体强度，尤其适合于含气的碳酸饮料和啤酒，对于不含气的饮品，可加入氮气进行使用，但前提是加入气体不能改变产品口味，故凉茶、咖啡等亦逐步采用二片罐。而奶制品、功能饮料（如：红牛）因保证品质及口味的考量，仍维持三片罐装。

二片罐年需求量约 520 亿罐，三片罐年需求量约 300 亿罐。**1) 二片罐：**根据智研咨询统计，2020 年我国二片罐年需求量为 522 亿罐，需求规模随着啤酒罐化率提升、下游需求稳步增长呈现有序扩大趋势。**2) 三片罐：**根据奥瑞金债券跟踪评级书，公司在三片罐行业市占率约 23%，公司 2019 年三片罐产能约 87 亿罐，总体产能利用率约 80%，推算三片罐行业需求量约 300 亿罐，三片罐行业需求量在过去几年内保持平稳。

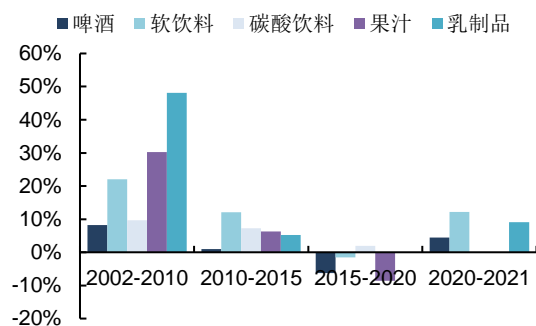
从行业下游需求看，当前我国饮料消费需求呈稳步增长态势。2002-2010 年，我国饮料行业快速增长，其中软饮料产量 CAGR 达 22.1%，啤酒产量 CAGR 达 8.2%，部分饮料为了美观、轻便等因素从三片罐转用二片罐，二片罐需求量显著提高。2010-2015 年，饮料行业需求保持相对稳定的增长。2015-2020 年，受我国宏观经济放缓等因素影响，软饮料市场也出现下滑。2021 年随着疫情缓解，饮料行业产量复苏，预计未来也将保持稳定增长。

图 14：二片罐需求量占较大-2020 年



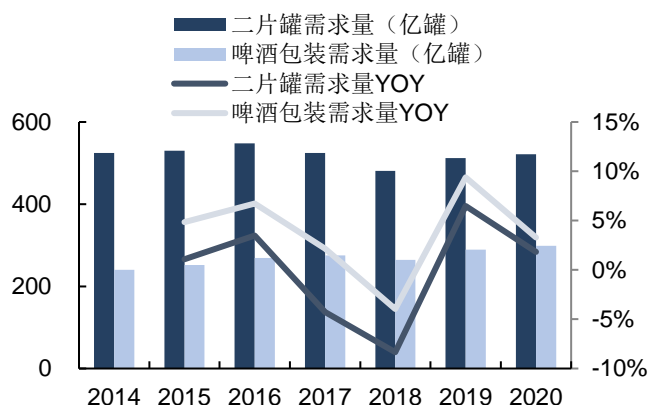
资料来源：国家统计局，智研咨询，奥瑞金可转债评级书，信达证券研发中心

图 15：各类饮料产量各年份区间增长 CAGR

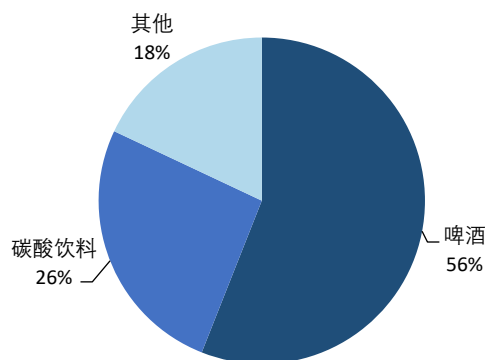


资料来源：wind，信达证券研发中心

啤酒罐化率提升有望驱动二片罐需求持续增长。根据智研咨询统计，我国两片罐主要用于啤酒和碳酸饮料包装，其中 2019 年啤酒、碳酸饮料的二片罐需求量占比分别为 56%、26%。其中啤酒包装的二片罐需求量 2014-2020 年 CAGR 为 3.7%，高于二片罐整体需求量增长。

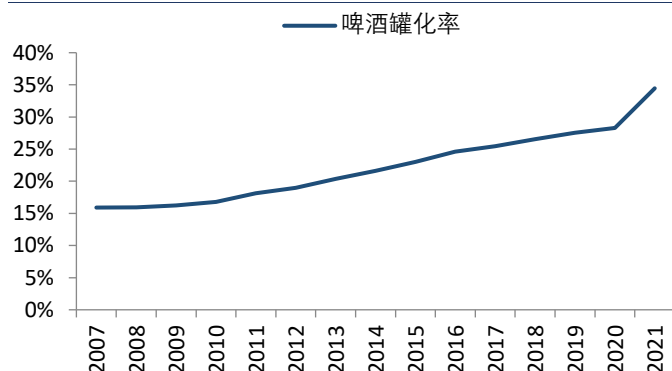
图 16：2014-2020 年二片罐需求量与啤酒包装需求量


资料来源：国家统计局，智研咨询，信达证券研发中心

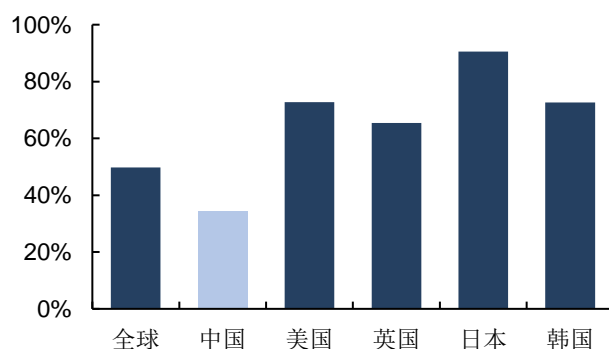
图 17：2019 年中国二片罐行业需求量结构


资料来源：国家统计局，智研咨询，信达证券研发中心

2021 年我国啤酒罐化率达 34%，仍距离美、英、日等国有较大差距。我国啤酒罐化率持续提升，2021 年已达 34%，对比 2007 年的 15.9% 水平已显著提升 18.6pct。而对比美国、英国、日韩等发达国家及地区超过 60% 的罐化率水平，我国啤酒罐化率仍有较大的提升空间。

图 18：我国啤酒罐化率持续提升


资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

图 19：2021 年我国啤酒罐化率较其他主要国家仍有差距


资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

啤酒罐化率加速提升趋势持续，罐化率提升拉动二片罐需求量。近年来我国啤酒罐化率显著提升，主要由于疫情后啤酒消费渠道从酒吧等渠道更多转向零售店和网络渠道，罐装形式的销量实现较高增长。中长期看，我国啤酒罐化率提升为大势所趋：一方面，由于环保要求提高，部分中小型玻璃瓶厂退出，导致供给出现缺口，新瓶价格也因多个因素有所上涨，因而啤酒品牌具备提升罐化率的动力；另一方面，从营销角度，金属包装更为精美，产品溢价更高，有助于下游啤酒品牌提升产品定位，拉动利润规模增长。

我们测算，以 2021 年我国啤酒 3562.4 万千升产量、啤酒罐装规格 400ml 估计，罐化率每提升 10pct，则二片罐需求量将增加约 90 亿罐。以啤酒罐化率达 60% 的假设测算，我国啤酒二片罐的需求较 2021 年增量空间为 228 亿罐。

表 4：啤酒罐化率对二片罐需求量敏感性分析

2021 年啤酒产量（万千升）	3562.4							
罐化率	34.46%	40%	45%	50%	55%	60%	70%	80%

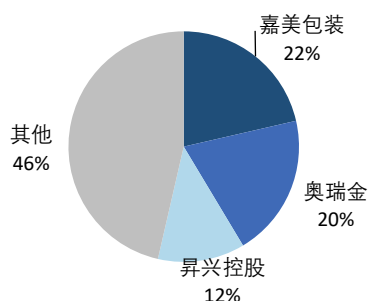
瓶装规格 (L/个)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
罐装规格 (L/个)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
玻璃瓶需求量 (亿个)	389.2	356.2	326.6	296.9	267.2	237.5	178.1	118.7
啤酒二片罐需求量 (亿个)	306.9	356.2	400.8	445.3	489.8	534.4	623.4	712.5
啤酒二片罐需求较 2021 年增量 (亿个)		49.4	93.9	138.4	183.0	227.5	316.5	405.6

资料来源: wind, Euromonitor, 信达证券研发中心

2.2 供给端：三片罐产能稳定，二片罐加速整合

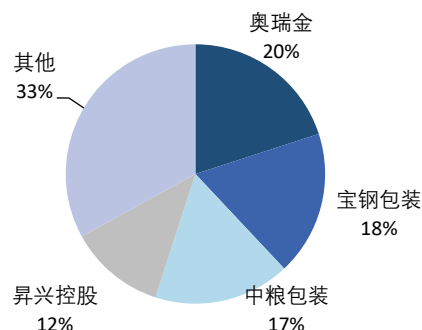
金属包装行业呈现数家巨头竞争格局，行业经过多年整合集中度较高。1) 三片罐：据前瞻产业研究院统计，市场主要集中于国内的奥瑞金、嘉美包装、昇兴股份等公司，2020 年市场份额分别为 20%、22%、12%。2) 二片罐：基本形成奥瑞金+中粮包装+波尔、昇兴股份+太平洋制罐、宝钢包装等三大联合主体的情况，三大主体市场占有率超 65%。

图 20：2020 年三片罐行业竞争格局



资料来源: 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

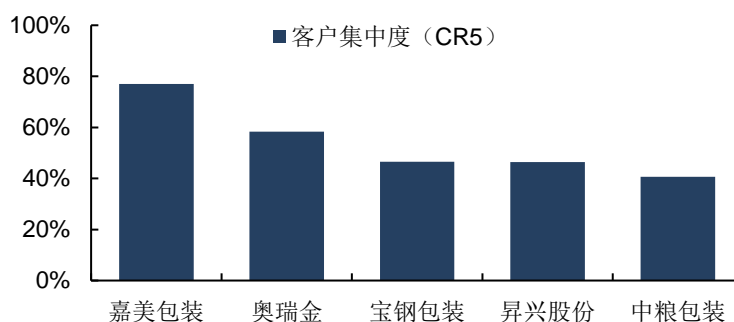
图 21：2020 年二片罐行业竞争格局



资料来源: 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

主要饮料公司与供应商合作关系稳定，金属包装龙头格局基本稳定。出于食品安全质量以及供应链的角度考虑，国内主要食品饮料公司会选择与固定供应商长期合作，使龙头制罐企业前五大客户集中度普遍较高。1) 三片罐：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。2) 二片罐：加多宝主要由中粮包装供货，青岛啤酒和百威啤酒主要由奥瑞金供货、燕京啤酒主要由昇兴股份供货、可口可乐主要由宝钢包装、中粮包装、奥瑞金供货。

图 22：2021 年行业下游客户集中度 (CR5) 普遍较高



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

二片罐行业经过近年来并购整合加速，驱动行业经营进入良性轨道。2000-2010 年，下游

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 14

饮料行业迅速增长，同时出于对轻便、美观的考虑，二片罐需求量显著提高。**2010-2012年**，基于对二片罐行业前景的一致看好，国内外金属包装企业纷纷加码二片罐市场，**2014-2015年**，新建产能集中投产，全国二片罐供需严重失衡，引发激烈竞争，导致二片罐价格下滑；与此同时，受我国宏观经济放缓等因素影响，软饮料市场也出现下滑迹象。**2016年开始**，行业中小企业面对竞争、环保、原材料等压力逐步退出市场，行业开始进入过剩产能的出清阶段。**2017-至今**，行业内奥瑞金、中粮包装、宝钢包装、昇兴股份四家巨头开始密集并购整合，驱动龙头集中度持续提升，根据智研咨询统计，2020年二片罐行业CR4约达70%。

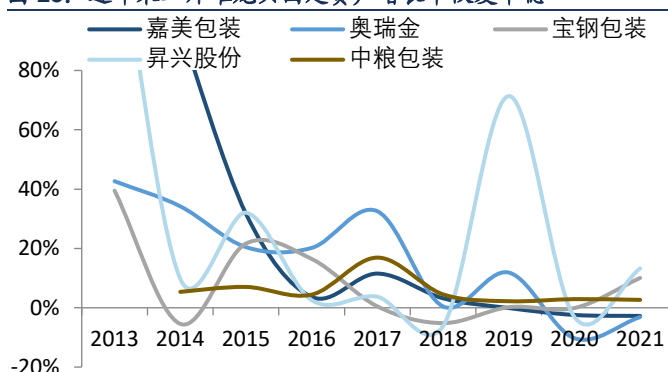
表 5: 二片罐行业主要并购整合项目梳理

公司名称	时间	标的	标的产能
昇兴股份	2016年成立并购基金收购。2019-2022年陆续完成上市公司体内全资收购	太平洋制罐6大工厂	65-70亿罐
中粮包装	2017年3月	浙江纪鸿包装有限公司(51%)	26-27亿罐
	2017年3月	高森包装容器有限公司(100%)(成都中粮制罐)	
	2019年3月	浙江纪鸿包装有限公司(14.1%)	
奥瑞金	2016年	入股中粮包装(27%)	-
	2019年	波尔亚太	75.53亿罐
宝钢包装	2021年	四家制罐厂(47.51%股权)	46.5亿罐
	2021年10月	四家制罐厂(2.49%股权)	-

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

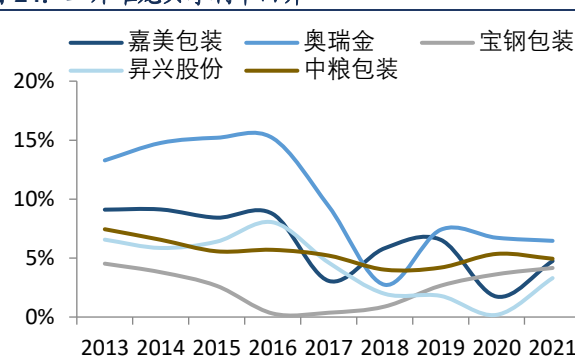
产能投放高峰期已过，行业供需逐步平衡，盈利能力回升。产能方面，近年来各公司固定资产增长率已回落至平稳，增长主要为并购带来的固定资产提升，行业产能经过2015年左右的集中投放与后续年份的持续消化，目前已较平稳。供需平衡方面，根据奥瑞金债权评级报告书统计2020年二片罐行业年产能超过600亿罐，根据智研咨询统计行业年需求约520多亿罐，行业产能仍处于过剩状态，随着行业集中度提升，过剩产能持续被需求增长消化，带动行业产能利用率改善。盈利能力方面，尽管2021年行业上游铝锭、马口铁等价格显著上涨，行业龙头利润率水平平均呈现上升改善趋势，行业整体经营环境步入良性回归的通道。

图 23: 近年来二片罐龙头固定资产增长率恢复平稳



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 24: 二片罐龙头净利率回升



资料来源：wind，信达证券研发中心

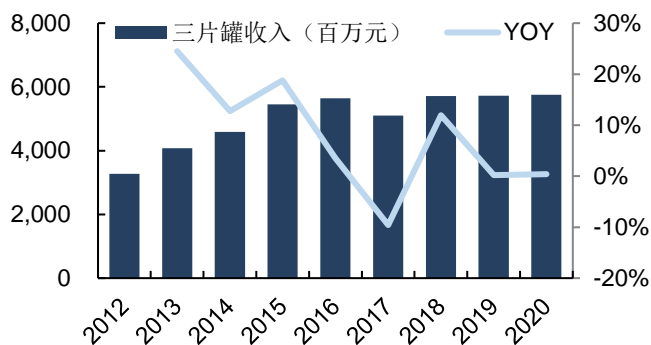
三、公司分析：主业内生外延并重，静待估值&盈利修复

公司主要业务三片罐、二片罐营收占比分别约五成，灌装体量较小；毛利润贡献仍以三片罐为主，二片罐盈利有望提升。**1) 三片罐：**饮料罐方面，公司与中国红牛合作关系稳定，三片罐毛利率显著高于同行，近期中国红牛诉讼取得阶段性进展，公司有望迎来估值回升；食品罐方面，公司 2021 年完成澳洲 Jamestrong 收购，成为新西兰 A2 奶粉独家供罐商，公司持续扩展产品矩阵。**2) 二片罐：**公司受益并购与产能利用率提升快速增长，随着 2019 年完成波尔亚太收购，公司二片罐产能已达 135 亿罐，行业市占率约达 20%；我们认为，当前二片罐行业整体供需格局改善、龙头整体议价能力提升，随着主要原材料铝锭价格自 2021 年高位逐步回落，往后看公司二片罐毛利率提升弹性显著。

3.1 三片罐：红牛诉讼取得阶段性进展，加速扩展食品罐业务

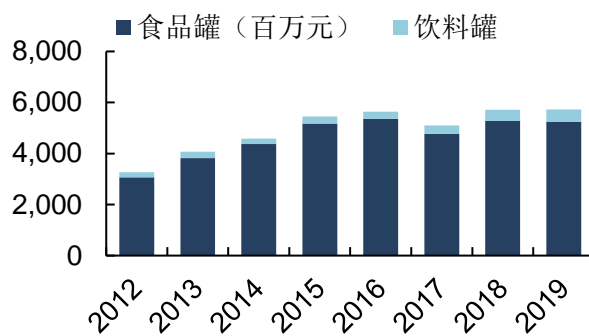
公司三片罐业务平稳发展，主要客户包括中国红牛、飞鹤等知名饮料公司。公司三片罐业务 2012-2020 年增长 CAGR 达 7.31%，2020 年收入规模为 57.49 亿元，同比增长持平，占整体营收比重为 54%。三片罐主要为饮料罐与食品罐，其中饮料罐主要客户为中国红牛，食品罐主要客户为奶粉品牌。截止 2021 年底，公司拥有三片罐年产能约 95 亿罐，较 2021 年 3 月末的 83 亿罐小幅增长，主要由于并购 Jamestrong 所致。近年来公司三片罐产能基本保持稳定，产能少量调整主要系处置部分老旧生产设备、通过技改等方式优化部分生产线、部分设备进行内部公司之间转移处于调试阶段尚未转固所致。

图 25：公司三片罐业务维持稳定增长



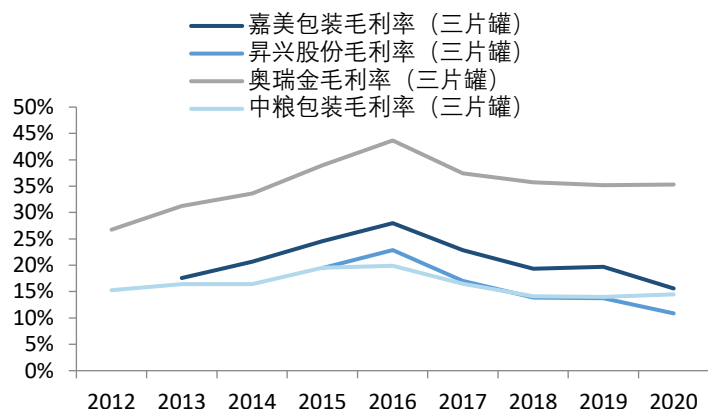
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 26：三片罐以饮料罐为主

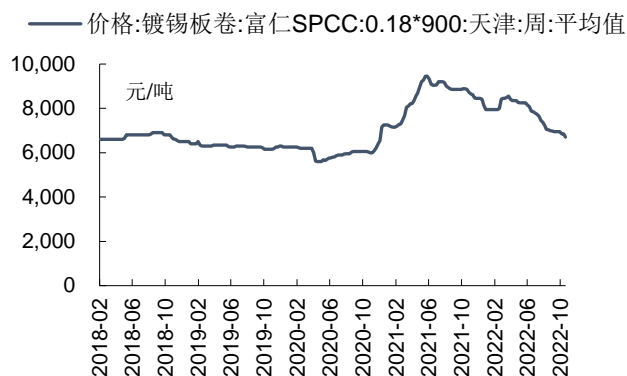


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

饮料罐：三片罐毛利率高于可比公司。近年来公司依托与大客户的稳定合作关系，三片罐业务售价稳定，毛利率水平维持在 35% 左右，而行业内其他可比公司三片罐业务毛利率则普遍在 13% 左右。三片金属罐的主要原材料为镀锡钢板（俗称马口铁），在三片金属罐中的成本占比在 80% 以上；2020 年前三季度，钢铁及铝锭价格处于低位运行阶段。2020Q4 起，钢铁原材料价格开始上扬且涨幅明显，2021 年全年价格持续历史高位，导致公司全年整体毛利率较低；进入 2022 年钢材价格逐步回落，预计将对公司毛利率有积极改善效果。

图 27：公司三片罐毛利率显著高于可比公司


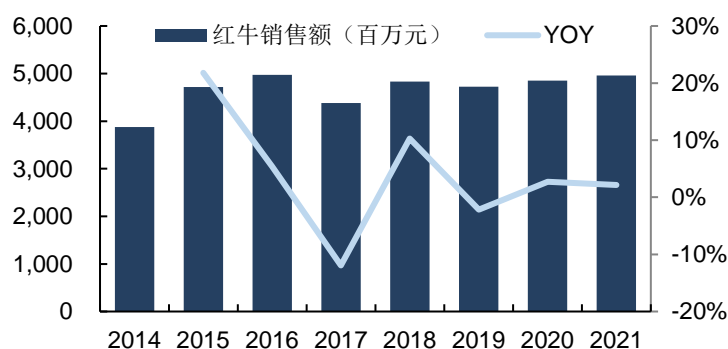
资料来源：wind，公司债券评级报告，中粮包装公告，信达证券研发中心

图 28：三片罐主要原材料为马口铁


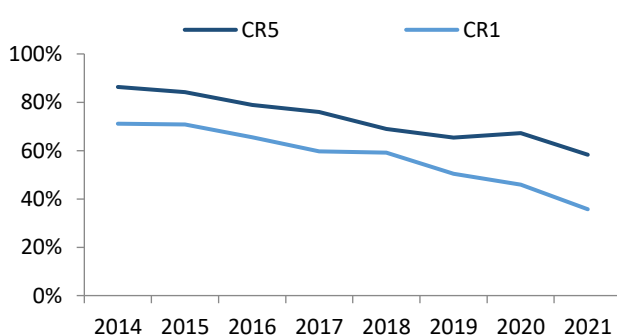
资料来源：wind，信达证券研发中心

来自三片罐核心客户中国红牛收入规模维持稳定。公司与中国红牛饮料的合作已长达 20 多年，2020 年公司为中国红牛罐体唯一供应商，2019 年公司占中国红牛罐体采购量比重仍在 95% 左右。红牛作为公司的第一大客户，2021 年来自其收入规模为 49.6 亿元，同比增长 2.17%。公司与中国红牛合作稳定，来自中国红牛的收入体量近年来维持在 49 亿元左右。

目前，中国红牛与泰国天丝的商标权属相关案件取得阶段性进展，有望驱动估值回升。2017 年来自红牛收入显著下滑，主要由于中国红牛与泰国天丝红牛的商标权纠纷；22 年 9 月，中国红牛与泰国天丝红牛诉讼取得阶段性进展，“50 年”协议司法鉴定结果为真，随着案件逐步清晰，公司作为中国红牛供应商有望迎来估值回升。另外，随着公司持续客户扩展，红牛销售占比持续下降，2021 年红牛占公司总体销售额已降低至 35.72%，客户结构持续优化，显著降低了对单一大客户的依赖。

图 29：近来自中国红牛销售额维持平稳


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 30：公司客户集中度不断降低


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 31：红牛商标权属纷争始末



资料来源：信达证券研发中心整理

食品罐：加速布局奶粉包装增量赛道。公司为客户飞鹤启动在克东工厂内建立第二个“厂中厂”项目，投资建设新的奶粉罐生产基地。利用产品研发创新和综合服务优势，公司成功开发了雅士利（内蒙古蒙牛）、美可高特（羊奶粉）、天山云牧（新疆天山云牧乳业）、阿丽塔、宜品（黑龙江宜品乳业）等 5 家奶粉行业客户，夯实了奶粉罐业务的客户基础。

收购海外奶粉罐优质标的，独供新西兰 A2 奶粉，深化国际布局。2021 年 11 月公司公告拟以人民币 4 亿元收购 Jamestrong，收购已于 2021 年 11 月公告完成，继功能饮料罐之后，奶粉罐有望成为公司的重要业务驱动之一。Jamestrong 在 2020 年 1-11 月收入规模约 10 亿元，以 0.5 元/罐的单价估算产能规模约在 20 亿罐左右。

Jamestrong 主要在澳洲从事金属食品罐包装和铝制气雾罐包装，分别控制澳大利亚和新西兰的 6 家制罐工厂、1 家制盖工厂，并向澳洲市场的主要食品、婴儿奶粉及个人护理用品生产商提供产品；主要客户包括亨氏（Heinz）、联合利华（Unilever）、辛莱特（Synlait）等国际知名食品、日化行业企业。通过此次收购，公司与亨氏、联合利华、A2 奶粉等国际知名食品饮料客户建立了战略合作关系，且公司新晋为新西兰 A2 奶粉独家供罐商。

3.2 二片罐：经营格局改善，利润有望逐步释放

近年来公司二片罐显著驱动收入增长。公司自 2012 年开始进入二片罐行业，通过并购、自建等方式已逐步完成对二片罐的全国性布局，主要客户包括青岛啤酒、百威啤酒、雪花啤酒等。近年来公司二片罐业务收入增长显著，2015-2020 年收入 CAGR 达 33.3%。2020 年实现收入 36 亿元，同比增长 43.6%，根据公司可转债评级报告，公司 21Q1 二片罐实现收入

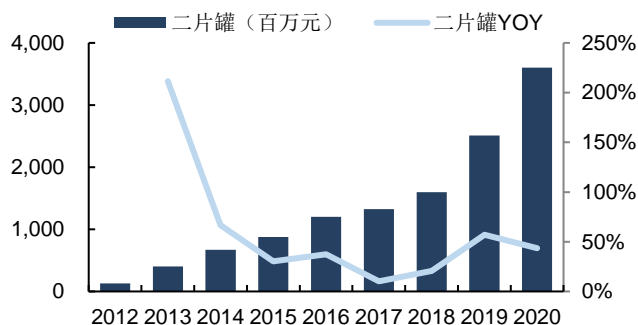
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 18

13.12 亿元，同比增长 109%，估算 2021 年二片罐业务持续高速增长。

二片罐产能全国布局基本完成，收购波尔切入啤酒客户，产能利用率持续提升。目前公司二片罐年产能约为 135 亿罐，其中收购波尔亚太产能 64 亿罐（设计产能为 75 亿罐，考虑检修、换型等因素后，实际产能按 64 亿罐计算）。

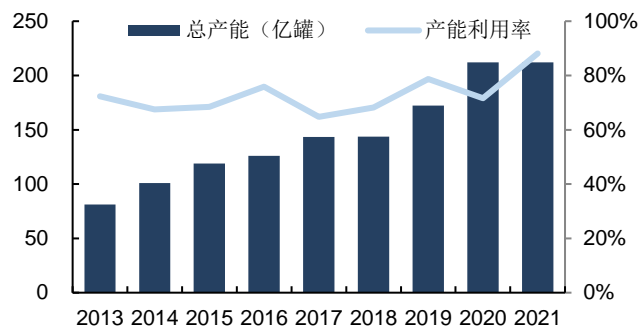
公司于 2019 年 10 月完成波尔亚太四家工厂收购，公司向百威啤酒、青岛啤酒、雪花啤酒、可口可乐及百事可乐等的供应量增加。经过前期整合、工厂搬迁等动作完成，公司二片罐产能逐步释放，驱动公司整体产能利用率提升。

图 32：公司二片罐收入快速增长



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 33：公司总体产能利用率提升

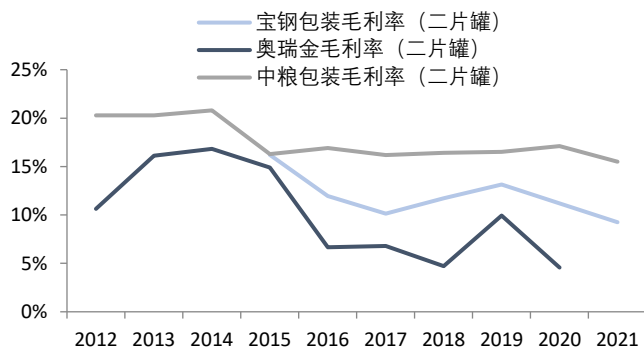


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

随着产能整合完毕，二片罐毛利率具备提升空间。过去几年中，公司二片罐毛利率较同行业公司低，主要由于：1）二片罐市场总体供过于求，竞争较为激烈，公司对下游客户议价能力较弱，难以提价传导成本压力；2）公司收购波尔亚太产能之前，二片罐总体产能规模仍较其他龙头公司小，不具备较强的规模优势与议价能力。

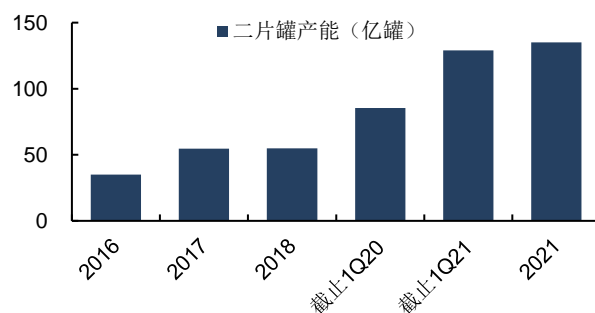
截止 2021 年底，公司二片罐总体产能已提升至 135 亿罐，市占率约超 20%，已在行业位列头部；同时二片罐行业 CR4 达 67%，对下游议价能力有望改善，随着公司逐渐开始缓慢提价，企业盈利情况有望向好。

图 34：公司二片罐毛利率较可比公司具备改善空间



资料来源：wind，公司债券评级报告，中粮包装公告，信达证券研发中心

图 35：公司二片罐产能逐步提升

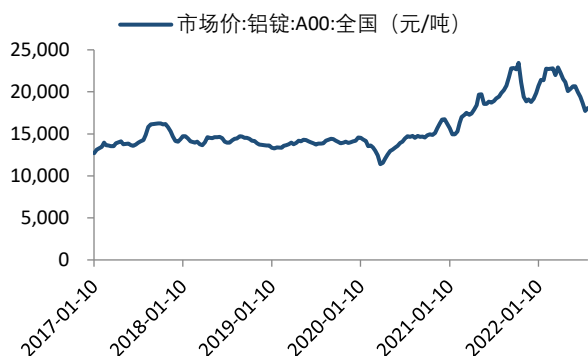


资料来源：公司债券评级报告，信达证券研发中心

尽管 2021 年二片罐生产规模、产能利用率均提升，而由于原材料显著上涨盈利依旧承压。二片金属罐的主要原材料为铝，在其成本占比在 70% 以上。2021 年铝锭价格显著上涨，至 1Q22 仍维持高位，2Q22 起价格开始回落，全年具备一定成本改善空间。

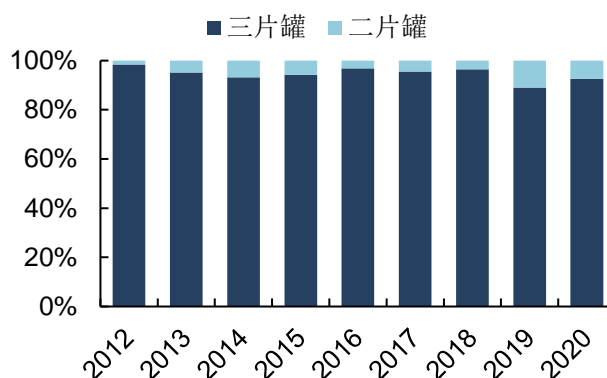
总体看，预计随着公司波尔亚太产能整合完毕，近年来行业产能经整合后逐步消化、二片罐供需趋于平衡，以及铝材价格自 2021 年高位逐步回落，公司 2022 年盈利情况有望持续改善，二片罐毛利润贡献占比也有望持续提升。

图 36：铝锭价格有所回落



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 37：公司二片罐与三片罐毛利润占比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

可转债拟募投建设啤酒罐配套产能与基地搬迁，把握啤酒罐化率提升增量机会。2022 年 7 月公司公告可转债发行预案，拟募资不超过 10 亿元用于建设枣庄年产 16 亿只（一期 9 亿只）易拉罐配套项目，以及奥瑞金佛山搬迁水都项目。

1) 枣庄产能建设项目：2022 年初公司重要客户青岛啤酒（枣庄）有限公司 100 万千升（一期 60 万千升）啤酒项目建成试产，应青岛啤酒邀请并遵照公司“贴近服务模式”原则，公司将以约 3.6 亿元在山东省枣庄市薛城区青啤产业园内投建一条年产 16 亿只（一期 9 亿只）的自动化生产线。枣庄项目的实施，可配合客户加快、加深智慧化生态产业建设，有利于与客户共同打造上下游一体的产业链创新集群。

2) 佛山搬迁项目：为落实与百威集团达成的供罐协议及应对预期的市场增长，公司拟投资约 8.8 亿元实行搬迁项目，搬迁项目有利于显著缩短与第一大客户佛山百威的运输距离，又可以在搬迁时优化生产线布局，提升生产线产能和效率。另外，公司搬迁有效阻止竞争对手在水都扩张建厂，降低周边区域对手的市场竞争能力，有利于公司保持在华南市场的竞争力和市场地位。

表 6：公司发行可转债募投项目

项目名称	项目总投资金额（万元）	拟使用募集资金金额（万元）
奥瑞金（枣庄）包装有限公司新建年产 16 亿只（一期 9 亿只）易拉罐配套项目	36,474	24,500
奥瑞金（佛山）包装有限公司迁建水都项目	88,000	72,500
合计	124,474	97,000

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

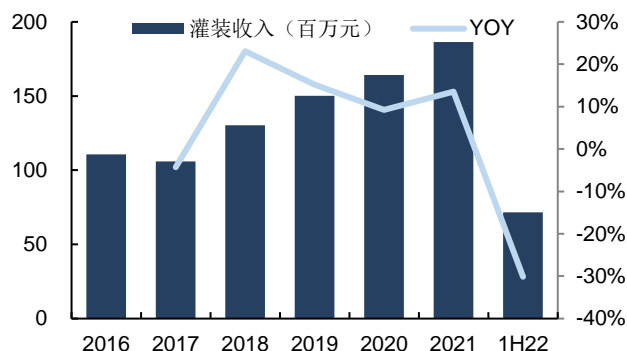
3.3 罐装：提升公司一体化服务能力

灌装业务规模较小，增速较快。2021 年公司灌装业务收入规模为 1.86 亿元，同比增长 13.5%，占公司收入比重为 1.3%。2016-2021 年收入增长 CAGR 为 11%，整体增长较快。22 年上半年受疫情影响，灌装收入同比下滑 30%。公司灌装业务客户包括元气森林、伊利、东鹏特饮、新希望乳业等，随着客户逐年扩展，公司灌装业务收入持续提升。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>20

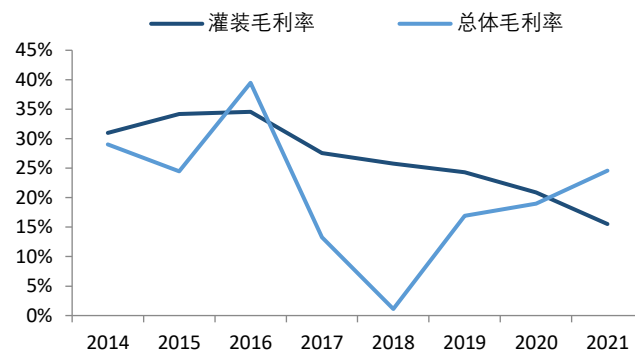
一体化商业服务模式打开客户多元化发展窗口，深度切入客户服务体系。2014 年公司开始布局灌装业务，具备先发优势，截止 2021 年公司年产能超 20 亿罐，为中国红牛、加多宝、战马、元气森林、伊利、可口可乐、东鹏等知名品牌提供包装+灌装一体化解决方案。在当前诸多新兴品牌普遍采取轻资产运营模式的情况下，灌装+包装设计服务一体化解决方案为公司深度绑定了一批优质客户。

图 38: 公司灌装业务收入



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 39: 过去年度公司灌装毛利率高于整体毛利率水平



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

四、盈利预测与估值

主要收入预测假设：1) 三片罐：以饮料罐产品为主，主要为中国红牛功能饮料供货，假设三片罐未来3年保持个位数稳定增长。2) 二片罐：当前产能基本布局完毕，部分啤酒品牌配套产能仍在建设，随着公司在建产能投产&产能利用率逐步提升，预计未来3年保持高个位数增长。3) 灌装：公司灌装业务为多个知名饮料品牌提供一体化服务，22年上半年疫情影响板块收入，预计23-24年该业务恢复较快增长。

表 7：公司收入预测简表

单位：百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
1、金属包装产品及服务	8,234	10,341	12,197	12,522	13,579	14,447
YOY		25.6%	17.9%	2.7%	8.4%	6.4%
三片罐	5,726	5,749	6,300	6,315	6,640	7,003
YOY		0.4%	9.6%	0.2%	5.1%	5.5%
二片罐	2,509	3,603	5,897	6,206	6,939	7,444
YOY		43.6%	63.7%	5.2%	11.8%	7.3%
2、灌装	150	164	186	134	167	216
YOY		9.2%	13.5%	-28.1%	24.6%	29.6%
3、其他	985	1,045	1,502	1,652	1,817	1,999
		6.1%	43.7%	10.0%	10.0%	10.0%
合计收入	9,369	11,550	13,885	14,308	15,563	16,662
YOY		23.3%	20.2%	3.0%	8.8%	7.1%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

毛利率和费用率假设：1) 不考虑原材料价格下降，仅考虑产品结构及产能利用提升，假设22-24年公司毛利率保持在14%-15%左右。2) 假设22-24年销售费用率、管理费用率、研发费用率均基本稳定。3) 假设22-24年投资收益规模维持在2亿元左右，无大额信用减值变动、所得税率基本稳定。综合以上考虑，我们预计2022-2024年公司归母净利润分别为6.28亿元、8.12亿元、9.45亿元，分别同比变化-30.6%、29.2%、16.4%。

表 8：公司盈利预测简表

单位：百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	9,369	11,550	13,885	14,308	15,563	16,662
%增长率		14.6%	23.3%	20.2%	3.0%	8.8%
毛利	2,276	2,285	2,156	1,878	2,112	2,332
%毛利率		24.3%	19.8%	15.5%	13.1%	13.6%
销售费用	378	192	160	179	195	208
%销售收入		4.0%	1.7%	1.2%	1.3%	1.3%
管理费用	546	600	558	515	553	592
%销售收入		5.8%	5.2%	4.0%	3.6%	3.6%
研发费用	97	63	50	39	44	50
%销售收入		1.0%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%
财务费用	294	383	361	374	350	343
%销售收入		3.1%	3.3%	2.6%	2.6%	2.2%
投资收益	141	195	251	200	218	233

归属于母公司的净利润	683	756	905	628	812	945
净利率	7.3%	6.5%	6.5%	4.4%	5.2%	5.7%
%增长率		10.7%	19.7%	-30.6%	29.2%	16.4%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司坚守“综合包装整体解决方案提供商”定位，“包装+”战略方向深化，拓展优化自身业务结构，打开客户多元化服务窗口；三片罐稳健发展，二片罐盈利向上，灌装业务一体化服务能力突出强化客户粘性，推广自有品牌快消产品，增强发展新动力。暂不考虑发行可转债影响，我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 6.28 亿元、8.12 亿元、9.45 亿元，分别同比变化-30.6%、29.2%、16.4%，目前股价对应 23 年 PE 为 15X，首次覆盖给予“买入”评级。

表 9：可比公司相对估值

公司	股价（元）	— 归母净利（亿元） —		— PE —		PB
	2022/12/27	2022E	2023E	22PE	23PE	(MRQ)
宝钢包装	6.60	3.2	3.9	23.7	19.0	2.0
昇兴股份	5.40	2.9	3.7	18.5	14.4	1.8
中粮包装	4.24	5.1	5.7	8.3	7.4	0.8
裕同股份	32.99	15.3	18.4	20.1	16.7	3.1
新巨丰	15.52	1.8	2.6	35.9	25.0	2.8
永新股份	8.12	3.7	4.3	13.4	11.7	2.3
平均				20.0	15.7	2.1
奥瑞金	4.80	6.3	8.1	19.5	15.1	1.5

资料来源：wind，信达证券研发中心（奥瑞金归母净利润为信达证券研发中心预测值，其余为 wind 一致预期）

五、风险因素

- 1、客户集中度较高风险：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，上述纠纷对公司未来的经营构成潜在风险。公司一直正常履行与中国红牛的战略合作协议，中国红牛业务总量近几年保持在历史较高水平，上述纠纷对公司未来的经营构成潜在风险。
- 2、原材料价格大幅波动风险：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。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6,131	7,019	7,693	8,650	10,331
货币资金	1,030	942	1,063	1,924	2,885
应收票据	0	107	131	128	150
应收账款	2,645	2,960	3,399	3,432	3,789
预付账款	265	318	337	365	389
存货	1,627	2,162	2,434	2,494	2,763
其他	564	529	329	307	356
非流动资产	9,782	9,633	10,354	10,350	10,004
长期股权投资	2,578	2,645	2,645	2,645	2,645
固定资产(合计)	5,071	4,551	5,448	5,552	5,294
无形资产	514	484	444	409	374
其他	1,619	1,953	1,817	1,743	1,691
资产总计	15,913	16,652	18,048	19,000	20,335
流动负债	6,294	6,566	7,015	7,162	7,562
短期借款	2,168	2,383	2,383	2,383	2,383
应付票据	114	216	248	254	281
应付账款	2,079	2,503	2,876	2,945	3,256
其他	1,933	1,464	1,508	1,580	1,642
非流动负债	2,434	2,331	2,384	2,384	2,384
长期借款	1,151	1,062	472	472	472
其他	1,283	1,268	1,912	1,912	1,912
负债合计	8,728	8,897	9,398	9,546	9,945
少数股东权益	207	196	190	183	175
归属母公司股东权益	6,978	7,559	8,459	9,271	10,216
负债和股东权益	15,913	16,652	18,048	19,000	20,335

重要财务指标			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	11,550	13,885	14,308	15,563	16,662
同比(%)	23.3%	20.2%	3.0%	8.8%	7.1%
归属母公司净利润	756	905	628	812	945
同比(%)	10.7%	19.7%	-30.6%	29.2%	16.4%
毛利率(%)	19.8%	15.5%	13.1%	13.6%	14.0%
ROE%	10.8%	12.0%	7.4%	8.8%	9.2%
EPS(摊薄)(元)	0.29	0.35	0.24	0.32	0.37
P/E	16.20	13.53	19.50	15.09	12.97
P/B	1.76	1.62	1.45	1.32	1.20
EV/EBITDA	7.80	10.49	8.14	6.82	5.82

利润表			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	11,550	13,885	14,308	15,563	16,662
营业成本	9,265	11,729	12,429	13,451	14,330
营业税金及附加	72	87	67	73	78
销售费用	192	160	179	195	208
管理费用	600	558	515	553	592
研发费用	63	50	39	44	50
财务费用	383	361	374	350	343
减值损失合计	-229	-60	-60	-55	-55
投资净收益	195	251	200	218	233
其他	198	92	33	68	73
营业利润	1,138	1,221	877	1,130	1,313
营业外收支	-5	-13	-13	-13	-13
利润总额	1,133	1,209	865	1,117	1,300
所得税	374	312	242	313	364
净利润	759	897	623	804	936
少数股东损益	3	-8	-6	-7	-8
归属母公司净利润	756	905	628	812	945
EBITDA	2,037	1,992	1,880	2,117	2,318
EPS (当年)(元)	0.32	0.37	0.24	0.32	0.37

现金流量表	单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	782	1,183	1,361	1,684	1,468
净利润	759	897	623	804	936
折旧摊销	614	602	739	800	840
财务费用	374	346	252	228	228
投资损失	-195	-251	-200	-218	-233
营运资金变动	-860	-475	-155	2	-371
其它	89	63	103	68	68
投资活动现金流	-169	-2	-1,312	-595	-279
资本支出	-187	-485	-1,513	-813	-513
长期投资	-159	248	30	0	0
其他	177	235	170	218	233
筹资活动现金流	-104	-1,318	73	-228	-228
吸收投资	2	0	622	0	0
借款	4,283	2,902	-591	0	0
支付利息或股息	-691	-366	-602	-228	-228
现金流净增加额	506	-150	121	861	961

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，2015年8月入职招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第4、第2、第3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022年加入信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。