

# 宝钢包装 (601968)

证券研究报告

2024年06月10日

## 优化市场布局，国企优势凸显

### 公司发布 2023 年报及 24 年一季报

24Q1 实现收入 19.8 亿，同比+12.7%；归母净利润 0.6 亿，同比-8.9%；扣非归母净利润 0.5 亿，同比-10.5%；毛利率 8.4%，同比-0.4pct，净利率 3.1%，同比-0.6pct；

23 年实现收入 77.6 亿，同比-9.2%；归母净利润 2.2 亿，同比-18.6%；扣非归母净利润 2.2 亿，同比-14.7%；毛利率 9.0%，同比+1pct，净利率 3.1%，同比-0.2pct；

其中 23Q4 收入 19.4 亿，同比-16.5%；归母净利润 0.2 亿，同比-71.4%。

2023 年公司努力克服原材料价格波动、汇率波动、下游市场需求不及预期、行业竞争加剧等因素影响，主动采取措施保生产促经营，优化市场业务布局，加强区域协同，提升整体生产经营效率和核心竞争力。同时扎实推进国企改革各项任务，稳步推进数智化建设，赋能“标杆工厂”建设，形成了行业内最佳数字化基础。

23 年公司拟派发现金红利 1.11 亿元（含税），分红比例 50.71%，国企龙头分红维系稳健。

### 金属饮料罐销量稳步提升，国企龙头具经营韧性

23 年公司金属饮料罐实现收入 72.6 亿，同比-5.8%；毛利率 9.5%，同比+1.3pct；销量 147.7 亿罐，同比+2.6%，公司按照年度生产计划稳定有序开展各项经营活动，持续完善业务布局，金属饮料罐销量小幅增长；

包装彩印铁收入 4.8 亿，同比-40%；毛利率-0.4%，同比-5.4pct；销量 9.5 万吨，同比-28.2%，包装彩印铁下游市场需求放缓，产品销量较上年减少。

### 国内产能扩容、效率提升，东南亚市场持续巩固

国内方面，公司已在中国东部、南部、北部、中部、西部等地设立了生产基地，具有较好的产能布局优势，有利于优化供应链系统，提升公司产品竞争力。23 年公司推进新建项目和扩容项目投产，持续优化国内产能布局，优化存量业务结构，提升存量资产运营效率。

国外方面，公司坚定推动“内外联动”国际化战略，推进海外制罐项目建成投产，不断开拓品牌客户与发展新客户，提升海外市场的影响力和竞争力。23 年公司推进柬埔寨、越南复线等新建项目的建设运营，巩固了东南亚区域战略布局和市场地位。

### 优化产能布局、柔性定制生产赋能客户管理及增量市场开拓

公司贴近客户的产业布局有利于结合核心客户产品需求、配备国际领先水平的生产设备、丰富产品结构、提高附加值。当前已与包括可口可乐、百事可乐、雪花啤酒、百威啤酒、嘉士伯啤酒、青岛啤酒、王老吉等在内的国内外知名快消品牌客户，建立长期稳定的战略合作关系。

23 年公司不断开展差异化和新罐型产品研发，有针对性调整产线、扩充产能，增强盈利能力；公司在完成覆膜铁成型与应用研究的基础上，持续推动产业化和商业应用；持续优化罐型并推动材料减薄成型技术应用研究；推动国内首条柔性线顺利达产，集成数码印刷与传统印刷工艺，围绕数码打印与柔性生产不断创新商业模式，多维度构建柔性定制能力，满足客户多样化需求。

### 调整盈利预测，维持“买入”评级

#### 投资评级

行业	轻工制造/包装印刷
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	5.05 元
目标价格	元

#### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,133.04
流通 A 股股本(百万股)	1,133.04
A 股总市值(百万元)	5,721.85
流通 A 股市值(百万元)	5,721.85
每股净资产(元)	3.41
资产负债率(%)	51.06
一年内最高/最低(元)	7.50/3.86

#### 作者

孙海洋 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

#### 股价走势



资料来源：聚源数据

#### 相关报告

- 《宝钢包装-季报点评:国内外市场加速布局，品牌客户合作深化》 2023-11-02
- 《宝钢包装-半年报点评:加速东南亚布局，国企资源优势逐步显现》 2023-09-17
- 《宝钢包装-首次覆盖报告:二片罐龙头，国企赋能加速成长》 2023-07-14

2024 年公司以自有资金通过集中竞价交易方式进行股份回购, 此外实施分红、股权激励计划、资本运作等方式维护市值, 努力提升核心竞争力, 我们认为国企龙头份额有望进一步提升。根据 23 年报及 24 年一季报, 考虑当前行业竞争环境加剧及下游行业需求复苏节奏, 我们调整盈利预测, 预计 24-26 年归母净利润分别为 2.7/3.1/3.6 亿元( 24-25 年前值分别为 3.03/3.36 亿元), 对应 PE 分别为 21/18/16X, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 下游需求复苏不及预期, 国内外产能扩张不及预期, 核心客户份额下滑风险等

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,543.38	7,760.46	8,575.31	9,572.62	10,700.27
增长率(%)	22.60	(9.16)	10.50	11.63	11.78
EBITDA(百万元)	711.49	701.34	777.04	839.35	907.45
归属母公司净利润(百万元)	268.44	218.57	268.07	314.12	362.45
增长率(%)	(0.76)	(18.58)	22.65	17.18	15.39
EPS(元/股)	0.24	0.19	0.24	0.28	0.32
市盈率(P/E)	21.32	26.18	21.34	18.22	15.79
市净率(P/B)	1.52	1.49	1.41	1.33	1.25
市销率(P/S)	0.67	0.74	0.67	0.60	0.53
EV/EBITDA	10.70	8.78	6.93	5.81	4.78

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	580.08	485.27	1,038.28	1,556.24	2,124.60	营业收入	8,543.38	7,760.46	8,575.31	9,572.62	10,700.27
应收票据及应收账款	1,734.40	1,465.50	1,488.22	1,968.56	1,598.20	营业成本	7,858.02	7,060.71	7,842.12	8,752.24	9,778.98
预付账款	115.80	50.80	123.47	165.13	118.57	营业税金及附加	35.28	31.58	34.30	37.33	40.66
存货	853.97	1,011.46	731.24	1,456.83	1,008.35	销售费用	72.89	87.14	94.33	103.38	108.07
其他	152.34	191.68	155.69	185.55	162.02	管理费用	197.64	217.16	235.82	259.42	286.77
<b>流动资产合计</b>	<b>3,436.59</b>	<b>3,204.71</b>	<b>3,536.90</b>	<b>5,332.31</b>	<b>5,011.73</b>	研发费用	14.76	6.47	8.58	11.49	16.05
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	21.20	17.45	5.08	(9.78)	(11.98)
固定资产	3,678.62	4,400.28	4,248.33	4,093.20	3,931.65	资产/信用减值损失	(20.47)	(5.16)	(10.98)	(12.21)	(9.45)
在建工程	533.73	78.96	111.27	133.89	149.72	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	376.33	376.36	445.02	496.90	515.22	投资净收益	(3.86)	(38.98)	(14.28)	(19.04)	(24.10)
其他	274.09	196.96	281.54	276.45	243.22	其他	34.93	69.51	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,862.76</b>	<b>5,052.57</b>	<b>5,086.16</b>	<b>5,000.44</b>	<b>4,839.81</b>	<b>营业利润</b>	<b>332.99</b>	<b>314.58</b>	<b>329.83</b>	<b>387.28</b>	<b>448.17</b>
<b>资产总计</b>	<b>8,299.36</b>	<b>8,257.28</b>	<b>8,623.06</b>	<b>10,332.75</b>	<b>9,851.54</b>	营业外收入	7.56	5.26	7.12	6.65	6.34
短期借款	6.11	0.00	10.00	10.00	10.00	营业外支出	0.78	1.20	1.86	1.28	1.45
应付票据及应付账款	2,804.38	2,603.08	2,917.56	3,896.63	3,511.79	<b>利润总额</b>	<b>339.77</b>	<b>318.63</b>	<b>335.09</b>	<b>392.65</b>	<b>453.07</b>
其他	860.64	782.40	880.27	1,342.23	963.68	所得税	59.36	75.83	67.02	78.53	90.61
<b>流动负债合计</b>	<b>3,671.12</b>	<b>3,385.48</b>	<b>3,807.82</b>	<b>5,248.86</b>	<b>4,485.48</b>	<b>净利润</b>	<b>280.41</b>	<b>242.79</b>	<b>268.07</b>	<b>314.12</b>	<b>362.45</b>
长期借款	527.74	710.26	500.00	500.00	500.00	少数股东损益	11.97	24.23	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>268.44</b>	<b>218.57</b>	<b>268.07</b>	<b>314.12</b>	<b>362.45</b>
其他	95.92	90.90	94.57	100.66	95.51	每股收益(元)	0.24	0.19	0.24	0.28	0.32
<b>非流动负债合计</b>	<b>623.65</b>	<b>801.17</b>	<b>594.57</b>	<b>600.66</b>	<b>595.51</b>						
<b>负债合计</b>	<b>4,344.41</b>	<b>4,236.45</b>	<b>4,402.39</b>	<b>5,849.51</b>	<b>5,080.99</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	187.54	176.52	176.52	176.52	176.52	<b>成长能力</b>					
股本	1,133.04	1,133.04	1,133.04	1,133.04	1,133.04	营业收入	22.60%	-9.16%	10.50%	11.63%	11.78%
资本公积	1,662.64	1,662.64	1,662.64	1,662.64	1,662.64	营业利润	7.07%	-5.53%	4.85%	17.42%	15.72%
留存收益	969.53	1,051.00	1,265.46	1,516.75	1,806.71	归属于母公司净利润	-0.76%	-18.58%	22.65%	17.18%	15.39%
其他	2.20	(2.38)	(17.00)	(5.73)	(8.37)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,954.95</b>	<b>4,020.83</b>	<b>4,220.66</b>	<b>4,483.23</b>	<b>4,770.55</b>	毛利率	8.02%	9.02%	8.55%	8.57%	8.61%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8,299.36</b>	<b>8,257.28</b>	<b>8,623.06</b>	<b>10,332.75</b>	<b>9,851.54</b>	净利率	3.14%	2.82%	3.13%	3.28%	3.39%
						ROE	7.13%	5.69%	6.63%	7.29%	7.89%
						ROIC	9.31%	6.45%	6.39%	7.72%	9.53%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资产负债率	52.35%	51.31%	51.05%	56.61%	51.58%
净利润	280.41	242.79	268.07	314.12	362.45	净负债率	6.19%	9.11%	-0.67%	-12.18%	-23.36%
折旧摊销	318.57	387.94	419.69	436.34	451.77	流动比率	0.92	0.93	0.93	1.02	1.12
财务费用	32.77	33.25	5.08	(9.78)	(11.98)	速动比率	0.69	0.64	0.74	0.74	0.89
投资损失	3.86	10.21	14.28	19.04	24.10	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	337.74	10.79	143.60	174.75	153.64	应收账款周转率	4.97	4.85	5.81	5.54	6.00
其它	(179.09)	63.06	0.00	0.00	0.00	存货周转率	8.00	8.32	9.84	8.75	8.68
<b>经营活动现金流</b>	<b>794.27</b>	<b>748.05</b>	<b>850.72</b>	<b>934.47</b>	<b>979.98</b>	总资产周转率	1.03	0.94	1.02	1.01	1.06
资本支出	1,201.90	643.05	365.04	349.62	329.51	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.24	0.19	0.24	0.28	0.32
其他	(2,260.51)	(1,268.78)	(748.02)	(724.36)	(677.98)	每股经营现金流	0.70	0.66	0.75	0.82	0.86
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,058.62)</b>	<b>(625.73)</b>	<b>(382.98)</b>	<b>(374.74)</b>	<b>(348.47)</b>	每股净资产	3.33	3.39	3.57	3.80	4.05
债权融资	253.72	9.23	153.52	9.78	11.98	<b>估值比率</b>					
股权融资	(82.84)	(115.20)	(68.24)	(51.55)	(75.13)	市盈率	21.32	26.18	21.34	18.22	15.79
其他	(95.87)	(93.76)	0.00	0.00	(0.00)	市净率	1.52	1.49	1.41	1.33	1.25
<b>筹资活动现金流</b>	<b>75.00</b>	<b>(199.74)</b>	<b>85.27</b>	<b>(41.77)</b>	<b>(63.15)</b>	EV/EBITDA	10.70	8.78	6.93	5.81	4.78
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	19.09	18.65	15.08	12.10	9.53
<b>现金净增加额</b>	<b>(189.35)</b>	<b>(77.42)</b>	<b>553.01</b>	<b>517.96</b>	<b>568.36</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com