


2024年06月10日
奥瑞金 (002701.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

金属包装

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

5.80元

股价 (2024-06-07)

4.43元

交易数据

总市值(百万元) 11,399.54

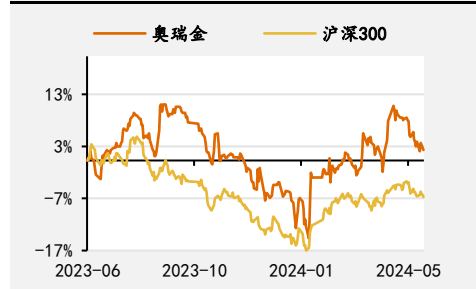
流通市值(百万元) 11,388.37

总股本(百万股) 2,573.26

流通股本(百万股) 2,570.74

12个月价格区间 3.69/4.81元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.6	2.5	6.1
绝对收益	-6.9	3.7	0.5

罗乾生

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522010002

luoqs1@essence.com.cn

刘夏凡

联系人

SAC 执业证书编号: S1450123040055

liuxf3@essence.com.cn

相关报告

23Q3 盈利能力持续提升, 关 2023-11-02

注新客户、新业务

22Q3 收入稳健增长, 期待 2022-11-06

盈利持续改善

拟要约收购中粮包装股份, 期待旺季下游景气度回升

事件: 6月7日, 公司发布奥瑞金融科技股份有限公司重大资产购买预案, 公司计划以每股要约股份 7.21 港元的要约价, 向香港联交所上市公司中粮包装全体股东发起自愿有条件全面要约, 以现金方式收购中粮包装全部已发行股份, 整体交易对价上限为 60.66 亿港元, 约合人民币 55.24 亿元。

计划收购中粮包装强化竞争优势, 供给格局优化加速

公司正筹划对另一金属龙头中粮包装的收购项目, 目前已间接持有 24.40% 的股份, 计划以现金方式收购中粮包装全部已发行股份。2024 年 6 月 6 日, 张炜先生 (持有中粮包装 2.45 亿股股份, 占中粮包装已发行股份约 22.01%) 与公司订立不可撤销的承诺, 张炜先生已无条件及不可撤销地同意及承诺于本次要约的最后接纳日期前, 就其持有的全部中粮包装股份接纳本次要约, 并承诺不会撤回该项接纳。中粮包装主营产品包括三片罐、两片罐, 2023 年总营收达 102.65 亿元。根据前瞻经济学人数据, 2022 年两片罐市场奥瑞金、中粮包装市占率分别为 20%、17%。中粮包装盈利水平表现稳健, 2023 年毛利率为 15.64%, 净利率为 4.73%, 与奥瑞金盈利水平接近。若顺利收购, 公司两片罐市占率接近翻倍, 三片罐市占率将进一步提升, 增强规模效应, 协同研发创新、供应链导入、客户资源, 强化溢价能力, 资产规模、收入规模、长期盈利能力有望显著提升。2023 年以来, 金属包装龙头资本开支增速放缓, 行业持续整合。若并购成功, 行业集中度将显著提升, 盈利能力有望持续修复。

下游景气度有望复苏, 三片罐原材料价格延续下行趋势

24Q1 以来金属包装下游饮料和酒消费持续复苏, 根据 wind, 4 月饮料类、烟酒类零售额当月值分别同比增长 8.71%、11.86%, 增速皆环比提升。分下游品类看, 1) 4 月以来消费持续弱复苏, 叠加南方降雨较多未进入天气炎热, 啤酒市场压力仍存, 4 月全国啤酒产量同比下降 9.1%。2024 年欧洲杯将于 6 至 7 月在德国举办, 奥运会将于 7 至 8 月举办, 有望带动啤酒需求, 预计动销边际改善。23 年 7、8 月啤酒市场基数较低, 待进入夏季旺季景气度有望回暖带动增速拐点向上。2) 软饮料复苏较快, 4 月全国软饮料产量同比增长 9.7%, 增速环比提升。3) 功能饮料新品催化, 行业整体稳步复苏。此外, 啤酒行业高端化升级顺利推进, Q1 中高端结构进一步改善, 龙头盈利水平整体提升, 利好上游罐化率提升、向新罐型高端化升级。公司创新研发技术优势显著, 持续开发一

体化铝罐、炮弹罐、碗罐等新罐型，同时采用“跟进式”生产布局模式贴近核心客户，市占率有望持续提升。

原材料价格方面，三片罐原材料马口铁价格 4、5 月价格环比进一步下降，根据 wind 数据，镀锡板卷 4、5 月价格分别同比下降 7.13%、5.86%。两片罐原材料铝价有所反弹，根据 wind 数据，4、5 月铝价同比分别增长 13.52%、3.33%。金属包装龙头 23 年以来资本开支增速显著放缓，行业供需格局稳定，我们预计公司目前产品价格仍存韧性，有望受益原材料价格下降。

目探索布局新能源项目，积极发展第二增长曲线

公司已在枣庄高效建成了一条对标一流的新能源电池结构件样板产线，具备新能源电池壳结构件批量生产能力。目前公司积极开发新能源电池客户，取得战略电池客户产线验收与供应商准入、提供批量测试。新能源电池精密结构件本身即是金属包装产品在动力电池领域的延伸。公司在金属包装领域已具备成熟的自动化规模化制造能力、减重降本能力、工艺创新优化能力，以及产品质量控制能力等优势，有望并利用山型结构件、二重卷封技术、覆膜铁技术等自有优势技术，为潜在客户提质降本增效。

投资建议：两片罐行业格局逐步改善，公司不断强化“制罐+灌装”一体化，并积极延伸产业链发展“包装+”战略，发展势头良好。我们预计奥瑞金 2024-2026 年营业收入为 152.26、170.19、188.67 亿元，同比增长 9.99%、11.77%、10.86%；归母净利润为 9.29、10.79、12.61 亿元，同比增长 19.91%、16.14%、16.95%，对应 PE 为 12.3x、10.6x、9.0x，给予 24 年 16.1xPE，目标价 5.80 元，维持买入-A 的投资评级。

风险提示：红牛纠纷案风险；原材料价格波动风险；客户食品安全风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	14,067.1	13,842.8	15,226.1	17,018.6	18,867.2
净利润	565.2	774.5	928.7	1,078.6	1,261.5
每股收益(元)	0.22	0.30	0.36	0.42	0.49
每股净资产(元)	3.21	3.39	3.64	3.94	4.33

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	20.2	14.7	12.3	10.6	9.0
市净率(倍)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
净利润率	4.0%	5.6%	6.1%	6.3%	6.7%
净资产收益率	6.8%	8.9%	9.9%	10.6%	11.3%
股息收益率	2.7%	0.0%	2.5%	2.7%	2.2%
ROIC	7.7%	9.4%	10.4%	11.3%	12.7%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	14,067.1	13,842.8	15,226.1	17,018.6	18,867.2	成长性					
减:营业成本	12,399.0	11,733.6	12,645.4	14,027.0	15,400.7	营业收入增长率	1.3%	-1.6%	10.0%	11.8%	10.9%
营业税费	73.6	92.6	106.6	125.9	139.6	营业利润增长率	-33.8%	33.0%	28.8%	13.9%	16.0%
销售费用	193.1	231.7	236.0	255.3	283.0	净利润增长率	-37.6%	37.0%	19.9%	16.1%	16.9%
管理费用	542.8	562.9	624.3	697.8	773.6	EBITDA 增长率	-20.4%	22.5%	20.6%	14.4%	14.4%
研发费用	44.0	44.4	48.7	59.6	75.5	EBIT 增长率	-33.1%	34.2%	25.6%	15.2%	16.0%
财务费用	281.4	264.0	304.5	374.4	433.9	NOPLAT 增长率	-35.4%	24.1%	18.5%	17.3%	16.0%
资产减值损失	-50.9	-53.0	-55.0	-60.0	-70.0	投资资本增长率	2.4%	6.7%	8.2%	2.9%	7.4%
加:公允价值变动收益	-1.9	-2.3	-	-	-	净资产增长率	8.8%	5.7%	6.8%	7.8%	9.4%
投资和汇兑收益	204.3	205.1	180.0	160.0	140.0						
营业利润	809.1	1,076.0	1,385.6	1,578.6	1,830.8	利润率					
加:营业外净收支	-9.6	-24.1	-12.0	-14.8	-9.8	毛利率	11.9%	15.2%	16.9%	17.6%	18.4%
利润总额	799.5	1,051.9	1,373.6	1,563.8	1,821.0	营业利润率	5.8%	7.8%	9.1%	9.3%	9.7%
减:所得税	243.4	312.7	467.0	516.1	600.9	净利润率	4.0%	5.6%	6.1%	6.3%	6.7%
净利润	565.2	774.5	928.7	1,078.6	1,261.5	EBITDA/营业收入	11.4%	14.2%	15.6%	16.0%	16.5%
						EBIT/营业收入	7.6%	10.4%	11.8%	12.2%	12.7%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	125	134	117	103	93
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	67	69	74	77	77
货币资金	1,478.1	1,254.8	3,269.0	3,653.9	4,050.8	流动资产周转天数	186	186	205	226	225
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	83	88	88	88	88
应收帐款	3,444.5	3,354.7	4,123.9	4,235.1	5,031.9	存货周转天数	54	49	48	47	47
应收票据	103.2	164.0	129.9	198.6	165.5	总资产周转天数	431	435	430	429	411
预付帐款	218.2	171.2	248.4	217.1	294.0	投资资本周转天数	254	270	264	249	236
存货	2,070.2	1,681.8	2,361.8	2,123.6	2,801.1						
其他流动资产	169.2	188.3	410.1	410.1	410.1	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	6.8%	8.9%	9.9%	10.6%	11.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.3%	4.5%	4.5%	5.1%	5.4%
长期股权投资	2,726.6	2,826.0	2,925.4	3,024.9	3,124.3	ROIC	7.7%	9.4%	10.4%	11.3%	12.7%
投资性房地产	92.3	89.8	87.2	84.7	82.2	费用率					
固定资产	5,211.8	5,058.3	4,819.3	4,911.9	4,845.7	销售费用率	1.4%	1.7%	1.6%	1.5%	1.5%
在建工程	262.1	444.2	594.2	794.2	994.2	管理费用率	3.9%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
无形资产	487.6	509.7	497.9	484.6	470.0	研发费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%
其他非流动资产	772.2	663.0	539.7	410.2	296.8	财务费用率	2.0%	1.9%	2.0%	2.2%	2.3%
资产总额	17,036.0	16,405.7	20,006.9	20,548.7	22,566.6	四费/营业收入	7.5%	8.0%	8.0%	8.2%	8.3%
短期债务	2,090.4	1,830.2	3,262.4	3,945.1	4,629.9	偿债能力					
应付帐款	2,601.8	2,346.1	2,986.3	2,928.8	3,565.6	资产负债率	50.5%	45.7%	52.4%	50.1%	50.2%
应付票据	155.8	57.4	172.4	82.5	197.4	负债权益比	101.9%	84.0%	110.1%	100.3%	101.0%
其他流动负债	1,601.7	1,911.9	1,894.1	1,894.1	1,894.1	流动比率	1.16	1.11	1.27	1.22	1.24
长期借款	761.8	539.2	1,365.5	632.6	244.8	速动比率	0.84	0.84	0.98	0.98	0.97
其他非流动负债	1,386.0	805.4	805.4	805.4	805.4	利息保障倍数	3.80	5.43	5.91	5.54	5.54
负债总额	8,597.5	7,490.2	10,486.1	10,288.4	11,337.2	分红指标					
少数股东权益	187.0	180.7	158.6	127.7	86.3	DPS(元)	0.12	-	0.11	0.12	0.10
股本	2,573.3	2,573.3	2,573.3	2,573.3	2,573.3	分红比率	54.6%	0.0%	31.1%	28.6%	19.9%
留存收益	5,689.3	6,149.2	6,789.0	7,559.4	8,569.9	股息收益率	2.7%	0.0%	2.5%	2.7%	2.2%
股东权益	8,438.5	8,915.5	9,520.8	10,260.3	11,229.5						
						现金流量表					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	556.1	739.2	928.7	1,078.6	1,261.5
						加:折旧和摊销	577.0	554.3	572.9	642.7	702.8
						资产减值准备	50.6	101.9	-	-	-
						公允价值变动损失	1.9	2.3	-	-	-
						财务费用	272.9	265.1	304.5	374.4	433.9
						投资收益	-204.3	-205.1	-180.0	-160.0	-140.0
						少数股东损益	-9.0	-35.3	-22.1	-30.9	-41.4
						营运资金的变动	1,271.2	-554.3	-953.0	-27.6	-752.6
						经营活动产生现金流量	1,050.6	1,506.6	651.0	1,877.3	1,464.2
						投资活动产生现金流量	-284.4	-311.6	-289.5	-759.5	-679.5
						融资活动产生现金流量	-232.6	-1,384.6	1,652.7	-733.0	-387.8
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.22	0.30	0.36	0.42	0.49
						BVPS(元)	3.21	3.39	3.64	3.94	4.33
						PE(X)	20.2	14.7	12.3	10.6	9.0
						PB(X)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
						P/FCF	-36.5	-305.9	4.9	16.5	16.9
						P/S	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
						EV/EBITDA	9.2	6.4	5.7	4.9	4.2
						CAGR(%)	23.5%	18.2%	0.4%	23.5%	18.2%
						PEG	0.9	0.8	34.5	0.4	0.5
						ROIC/WACC	0.7	0.9	1.0	1.1	1.2
						REP	2.0	1.3	1.2	1.0	0.8

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034