

证券研究报告

2024年08月23日

行业报告 | 行业专题研究

包装印刷

重视红利价值、格局优化及景气赛道

作者：

分析师 孙海洋 SAC执业证书编号：S1110518070004

联系人 张彤



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（首次评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

主线一：把握红利价值。包装行业规模大、集中度低，软塑/纸包为主流包材类型，龙头厂商在产品研发/产能布局/资金实力/供应链能力等方面形成领先优势，获取头部客户供应商资质认证后可形成持续性服务能力，相对易守难攻，市场份额稳健提升。此外，智能化、数字化能力带来生产效率提升为龙头超额收益核心来源；伴随前期扩产渐入收获期，行业发展日趋成熟，龙头盈利能力及ROE提升、分红能力增强，具备较强防御属性。推荐3C赛道景气、多元品类持续拓展、分红提升的纸包龙头**裕同科技**（24年股息率4.9%），以及内销经营具韧性、海外市场贡献增量的高股息软塑龙头**永新股份**（24年股息率7.0%）等。

主线二：把握格局优化。金属包装盈利能力受供需结构及原材料价格走势影响，其中三片罐供需均衡，厂商&客户深度绑定，片价传导能力强，利润表现可观（毛利率区间15-25%）；二片罐国内需求平稳，龙头扩产激进导致供过于求，行业处盈利低位，当前龙头之间发起要约收购，整合落地有望加速竞争格局改善，此外龙头资本开支节奏放缓，预计盈利中枢有望底部向上。建议积极关注原材料红利逐步显现、二片罐盈利弹性更高的**宝钢包装**，以及兼具两片罐盈利修复弹性&三片罐稳健利润贡献的**昇兴股份**、**奥瑞金**、**嘉美包装**。

主线三：把握景气赛道。我国药玻行业稳定扩容（12-21年CAGR为3.7%），产品年化需求约800亿支，其中中硼硅药玻渗透率不到10%。中硼硅产品性能优异、进入壁垒较高，目前国内仅4家企业实现转“A”认证，山东药玻占据大部分市场份额，行业格局优异，且盈利能力较强。伴随一致性评价及关联审评政策驱动，根据制药网预测，中硼硅药玻渗透率有望达到30-40%，替代空间相对广阔。推荐中硼硅模制瓶通过转“A”认证、客户储备丰富、新增产能加速释放的**力诺特玻**。

风险提示：下游需求恢复不及预期；行业竞争加剧；行业并购整合进度较慢；原材料价格波动等

重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2024-08-22	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002831.SZ	裕同科技	22.32	买入	1.55	1.89	2.17	2.58	14.40	11.81	10.29	8.65
002014.SZ	永新股份	9.02	买入	0.67	0.78	0.88	0.97	13.46	11.56	10.25	9.30
002752.SZ	昇兴股份	4.51	买入	0.34	0.44	0.51	0.59	13.26	10.25	8.84	7.64
601968.SH	宝钢包装	4.45	买入	0.19	0.24	0.28	0.32	23.42	18.54	15.89	13.91
002701.SZ	奥瑞金	4.32	买入	0.30	0.36	0.42	0.48	14.40	12.00	10.29	9.00
600210.SH	紫江企业	4.84	买入	0.37	0.45	0.51	0.59	12.74	10.86	9.58	8.27
301188.SZ	力诺特玻	11.44	买入	0.28	0.64	0.93	1.21	40.86	17.88	12.30	9.45
603687.SH	大胜达	5.78	增持	0.16	0.24	0.31	0.37	36.13	24.08	18.65	15.62

资料来源：Wind，天风证券研究所；注：紫江企业为Wind一致预期，其他盈利预测为天风预测

目录

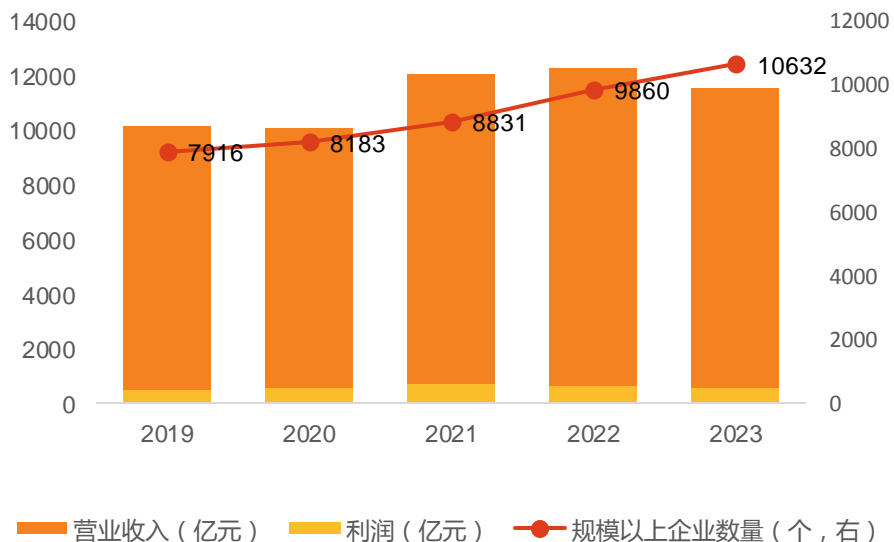
1、 主线一：把握红利价值	5 页
2、 主线二：把握格局优化	14 页
3、 主线三：把握景气赛道	25 页
4、 风险提示	30 页

1 主线一：把握红利价值

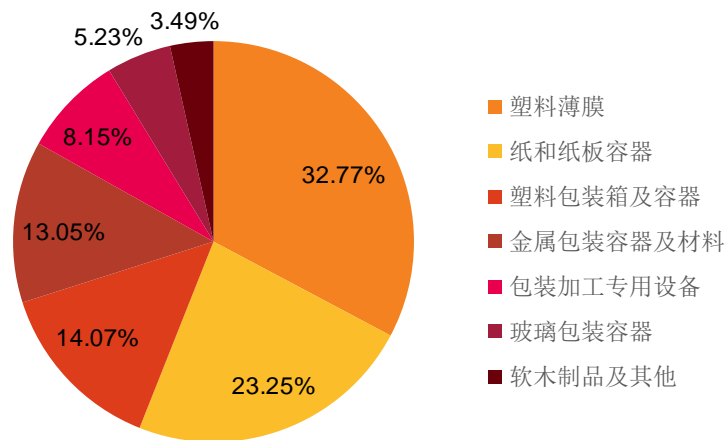
纸包&软塑：成长预期稳健，红利价值凸显

包装行业规模大、集中度低，环保趋严加速中小产能出清。19-23年包装行业收入规模及企业数量CAGR分别为3.2%/7.7%，按包材类型，23年塑料薄膜包装/纸包装营收占比分别为47%/23%，主流包材行业规模较大，成长预期稳健。由于中低端包装技术门槛较低，区域型中小企业众多，行业格局较为分散；伴随我国环保要求趋严，我们预计可降解塑料及环保纸塑等有望加速替代，头部包装厂份额有望持续提升。

图：我国包装行业市场规模



图：我国2023年包装行业市场结构（收入占比）



资料来源：中国包装联合会公众号，中商情报网，天风证券研究所

纸包&软塑：成长预期稳健，红利价值凸显

行业发展日趋成熟，红利价值凸显。龙头包装厂商在产品质量/产能布局/资金实力/供应链能力等方面形成领先优势，获取头部客户供应商资质认证后可形成持续性服务能力，我们认为相对易守难攻。近年来龙头持续降本提效、以综合成本领先战略为基础，有利于优化盈利能力、ROE及现金流水平，此外伴随产能布局日趋完善、资本开支降低，优质包装厂分红能力持续增强，如永新股份/紫江企业/裕同科技2024年股息率约为7.2%/6.2%/4.8%，当前低估值、高分红，我们认为具备较强防御属性。

图：高股息纸包装龙头梳理（股价截至2024/8/19）

股票代码	公司名称	总市值 (亿元)	分红比例 (%)				ROE (%)			归母净利润 (亿元)	PE	PE历史分位 (%)	股息率 (%)
			上市以来	2021	2022	2023	2021	2022	2023				
002014.SZ	永新股份	55.74	70.96	80.78	67.52	82.56	14.84	15.92	16.60	4.72	11.81	5.27	6.99
600210.SH	紫江企业	74.17	59.58	68.55	62.86	67.77	9.98	10.95	9.70	6.76	10.97	11.71	6.18
002831.SZ	裕同科技	210.58	28.81	19.99	20.14	60.29	10.98	14.53	13.01	17.22	12.23	0.11	4.93
002302.SZ	美盈森	64.13	19.01	14.20	21.78	22.51	9.23	5.76	6.49	7.61	8.43	12.81	2.67

资料来源：Wind，天风证券研究所

①绑定优质客户，强服务粘性提升市场份额

客户结构优异、核心供应商地位稳固，市场份额持续提升。包装材料占客户产品价值量比重较低，头部客户对供应链质量、安全性、稳定性要求更高，龙头包装厂凭借优质服务/产品质量深入下游细分龙头供应链，并伴随主要客户实现全球工厂布局，我们认为形成不可替代的供应壁垒，且优质客户资源使得包装龙头在行业竞争中依旧可保障相对可观利润水平，份额持续向上集中。

20-23年裕同/永新收入CAGR分别为8.9%/7.3%，而相应行业增速分别为-2.4%/0.8%，市场份额持续向上，议价能力有望进一步提升。

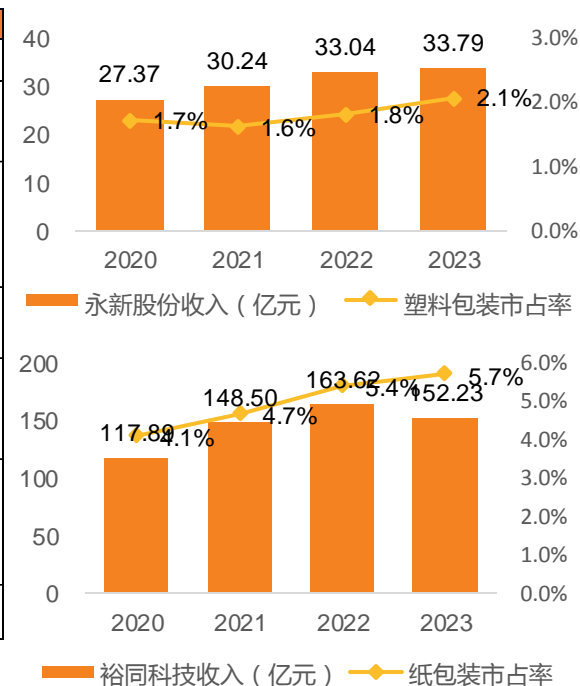
图：下游客户多为细分行业龙头

公司	业务领域	核心客户
裕同科技	ICT	苹果 小米 联想 三星 华为
	酒包	茅台 五粮液 泸州老窖
	烟包	宽窄 黄鹤楼 中国烟草
	食品	雀巢 星巴克 东阿阿胶
永新股份	日化	宝洁 欧莱雅 联合利华
	奶粉	贝因美 美赞臣
	饮料	伊利 蒙牛 农夫山泉
	医药	神威药业 小林制药 三九集团
永新股份	食品	旺旺 农心 亿滋 喜之郎
	调料	乌江 太太乐 丹宝利

图：苹果供应链包材名单梳理

包材供应商	2020	2021	2022	2023
凯成科技	重庆；广东	重庆；广东	/	广东
美盈森	重庆；广东；江苏；越南Bac Ninh	重庆；广东；江苏；越南Bac Ninh	重庆；广东；江苏；越南Ha Nam	/
裕同科技	广东；河南；江苏；上海；四川；印度Karnataka；越南Bac Ninh	广东；河南；江苏；上海；四川；印度Karnataka；越南Bac Ninh	广东；河南；江苏；上海；四川；印度Karnataka；越南Bac Ninh	广东；河南；江苏；上海；四川；印度Karnataka；越南Bac Ninh
CymMetrik (正美集团)	广东；河南；江苏	广东；河南；江苏	广东；河南；江苏；越南Bac Ninh	广东；河南；江苏；越南Bac Ninh
Stora enso	广东；河北；江苏；浙江；芬兰Northern Savonia	广东；河北；江苏；浙江；芬兰Northern Savonia	广东；河北；江苏；波兰Lodz	广东；河北；江苏
R.R. Donnelley and SonS Company	广东；江苏；上海；四川	广东；河南；江苏；上海；四川；墨西哥Tamaulipas；越南Hai Duong	广东；河南；江苏；上海；四川	广东；河南；江苏；上海；四川；越南Bac Ninh
Golden arrow	江苏	/	/	江苏；越南Ha Nam

图：永新、裕同市占率持续提升



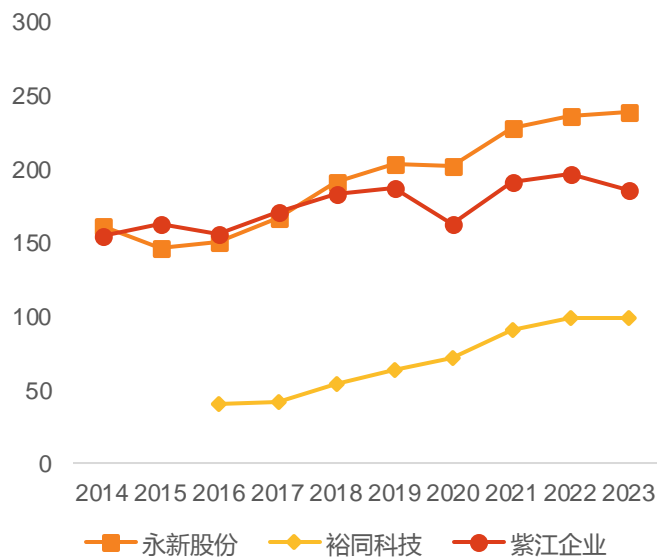
资料来源：各公司官网，Apple供应链名单，Wind，中国包装联合会，天风证券研究所

②成本管控、精益制造为超额收益来源

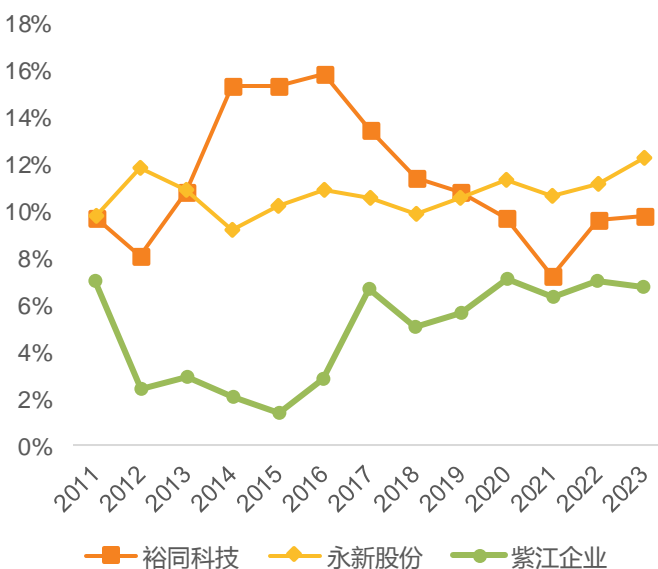
生产数智升级，龙头盈利能力、人效持续提升。行业整体盈利能力通常受原材料价格、赛道景气度、市场竞争关系影响，我们认为极致成本管理、高度规模化及智能化生产有望贡献超额利润，为龙头综合盈利能力提升的关键。如永新持续深化供应链体系建设，全面推进智能化、信息化，切实提升管理效率，净利率稳健向上；裕同19年开始筹备许昌智能工厂建设，目前国内主要区域基本完成标杆智能工厂建设，海外积极推进智能样板工厂打造，18-23年直接人工成本占比从16%下降至12%。

18-23年裕同/永新生产人均创收CAGR分别为12.6%/4.6%，较同行表现更为突出，中长期管理及人效提升可期。

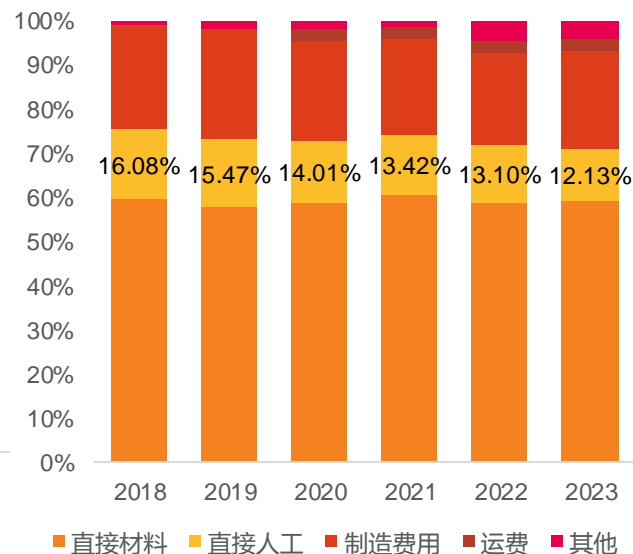
图：人均创收（营业收入/生产人员）持续提升



图：各公司净利率对比



图：裕同人工成本占比持续下降



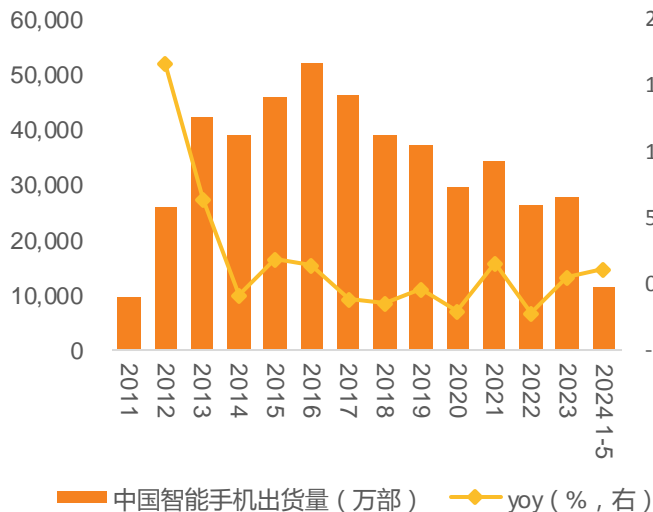
资料来源：Wind，各公司年报，天风证券研究所

③优化产品结构，延伸产业链布局

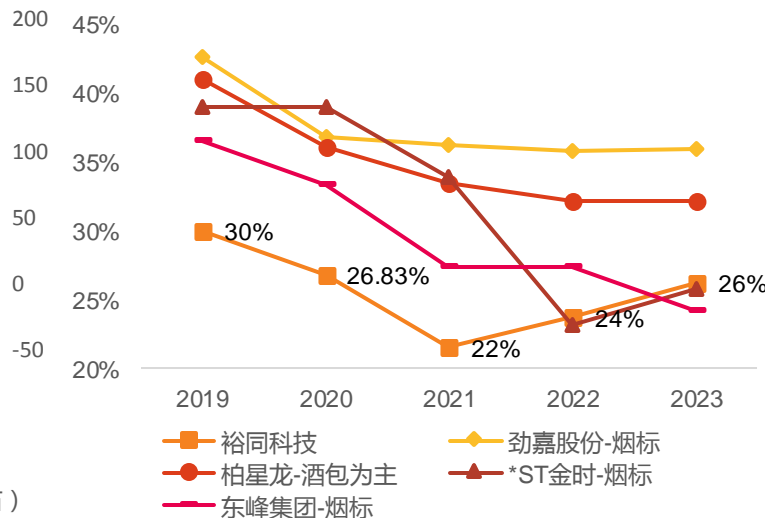
多元布局高毛利品种：裕同科技产品结构以3C包装为主，16-20年行业景气向下，客户压价或导致利润率受损。近年来公司持续加大烟酒、环保、化妆品等领域客户开拓，19-22年3C收入占比从76%下降至67%，预计多元产品及客户布局利于平滑业绩波动。烟酒包装行业利润率较高（同行烟酒包装毛利率水平约为35%左右）且逐渐市场化，我们预计伴随优质客户开拓，利润率上行空间可观。

产业链上游延伸：永新股份延伸至塑料软包装薄膜、镀铝包装材料及油墨等上游产品，2023年自供比例分别为60%、77%、43%，有利于在产前设计、产品属性、品质稳定性、效能提升等方面改善彩印复合包装生产，我们预计对毛利率水平有正向提升作用。

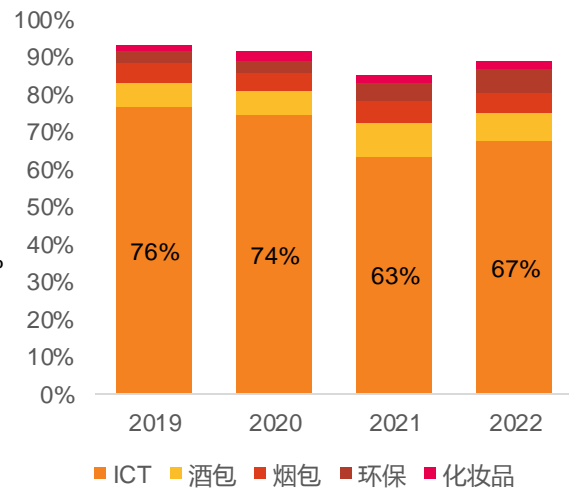
图：2016-2020年智能手机出货量下滑



图：烟酒包装毛利率高于3C包装



图：裕同科技收入结构



资料来源：Wind，裕同科技官方公众号，天风证券研究所

④全球产能布局完善，资本开支收敛

资本开支步入下行周期，分红能力强化。过去包装龙头经历大规模产能扩张提市占、拓展多元产品类别、海外跟随客户布局、股权收购等等，我们认为当前已经在产能覆盖及生产效率方面形成综合竞争优势，产能渐入收获期。后续我们预计在产品研发、智能化升级等方面积极跟进，资本开支有望持续收敛，盈利能力、ROE、经营现金流等有望持续改善，分红比例有望进一步提升。

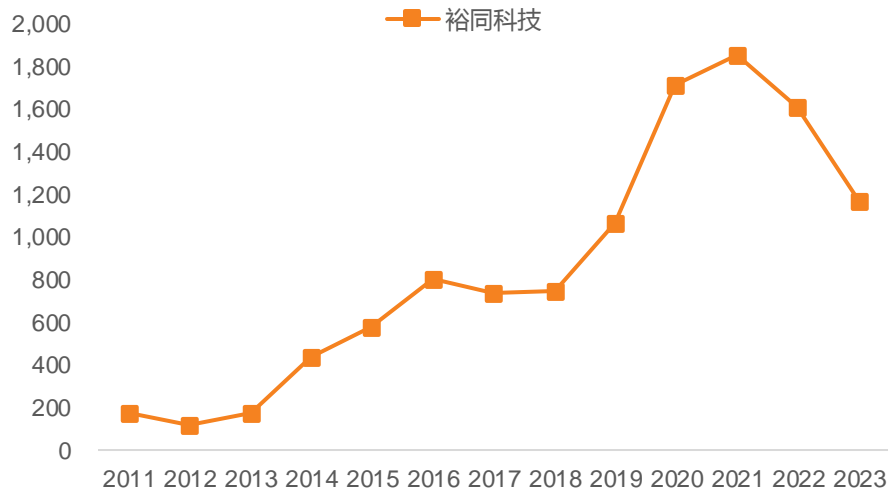
图：裕同科技生产及服务中心布局

在全球9个国家、40余座城市设有 50+ 生产基地及3大服务中心

国内布局 宜宾，惠州，上海，东莞，苏州，宿迁，南通，许昌，武汉，烟台，潍坊，廊坊，天津，孝感，宝鸡，岳阳，九江，合肥，亳州，遵义，成都，泸州，重庆，来宾，海口，铜仁，昆明，淮安，肇庆，香港

国际布局 美国（圣克拉拉），印度（班加罗尔、德里），越南（北宁、平阳），印尼（雅加达），澳大利亚（墨尔本），泰国（北榄），马来西亚（双溪大年），菲律宾

图：2022年以来裕同科技资本开支下行（百万元）



资料来源：裕同科技官网，裕同科技官方公众号，天风证券研究所

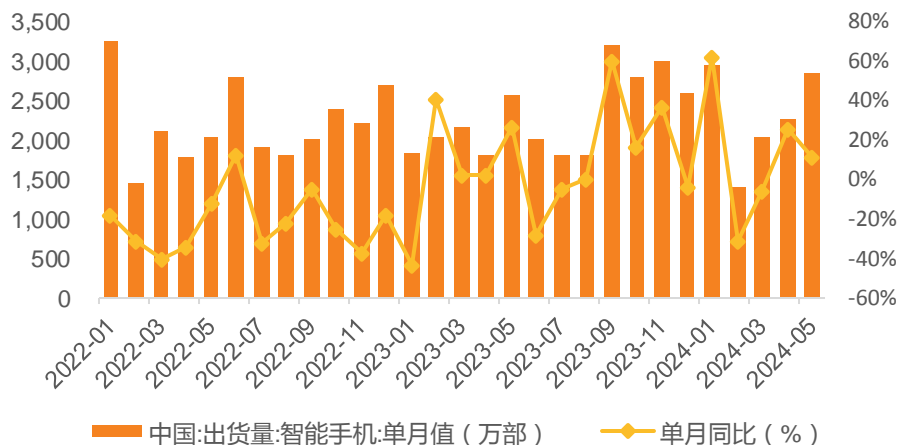
投资建议：裕同科技-3C景气带动需求回暖，红利价值显现

3C向上周期，客户份额持续提升。据wind数据显示，24H1国内智能手机出货量1.39亿部，同比+11.6%，消费电子景气向上；此外，AI手机推出有望催化国内换机潮，苹果对于搭载AI功能的iPhone16系列上调备货目标，据 IDC预测，中国AI手机占比将在24年后迅速攀升，到2027年市场份额将超过50%。公司国内外基地贴近式服务有望加速客户份额提升，我们预计3C需求景气有望带动公司业绩向上。

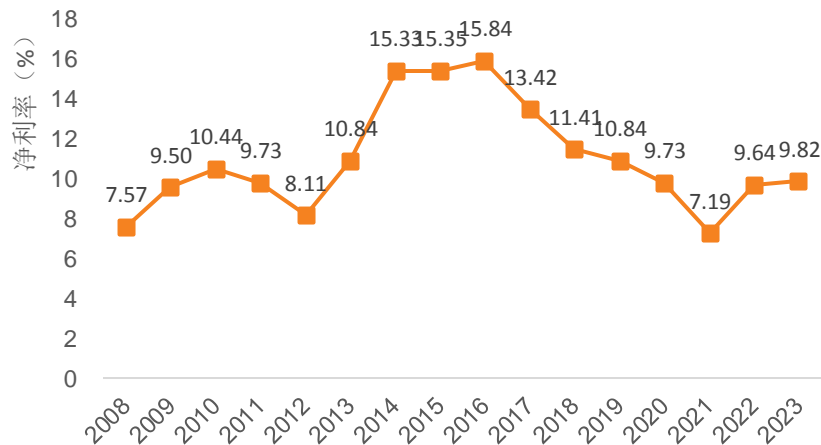
盈利能力处上升通道，红利价值凸显。2022年以来公司盈利能力持续改善，主要系：1) 原材料价格持续下降；2) 消费电子景气回升、竞争缓和；3) 前期产能投放渐入收获期，烟包、酒包、环保包装等初具规模，收入结构优化；4) 智能工厂等逐步落地，制造成本优化，运营效率提升。后续公司预期资本开支逐渐收窄，且承诺23-25年现金分红比例至不少于60%，24年拟回购1-2亿元，充分彰显经营信心。

盈利预测：我们预计24-26年公司归母净利润分别为17.6/20.2/24.0亿元，对应PE分别为12X/11X/9X。

图：我国智能手机出货量单月环比提升



图：裕同科技净利率水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

投资建议：永新股份-经营稳健高分红，国际业务提速

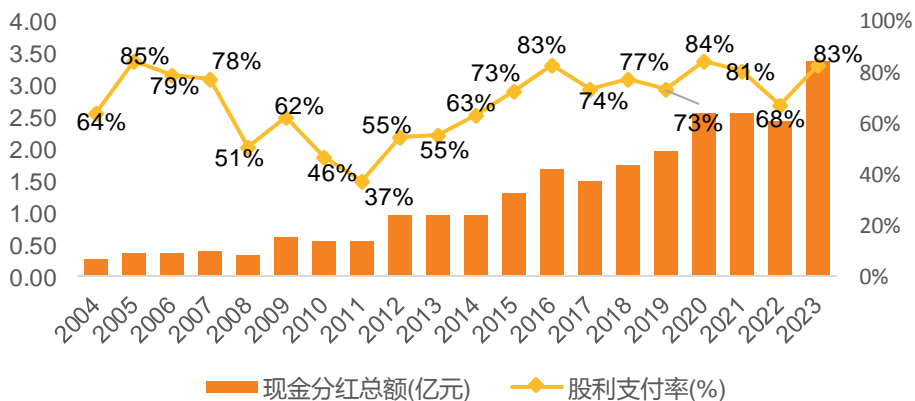
彩印经营具韧性，产能扩张奠定成长。公司瞄准细分行业龙头，积极巩固客户关系、拓展客户新产品领域，我们预计伴随客户份额提升及公司品类拓展，成长较为稳健。24年公司投建“年产4万吨彩印复合软包装材料智能工厂项目”，设计彩印生产线10条（新购置6条+由总部搬迁4条），根据公司测算，扣除搬迁设备产能影响后项目预计新增营业收入6.29亿元、利润1亿元，奠定中期成长基础。

薄膜产能释放，盈利能力提升。23年公司3.3万吨BOPE薄膜项目逐步投产，单一PE材质包装已正常使用，且在东南亚市场占有一定份额，在满足自产需求的同时，有望持续开发高附加值、功能性产品，我们预计盈利更具弹性空间。

泰国办事处落地，国际业务提速。23年国际市场收入3.80亿，同比+7.8%，毛利率为29.1%，同比+4.7pct；公司一方面切入跨国公司全球供应链，另一方面通过设立海外办事处、代理商合作、建HUB仓来拓展海外市场。24年泰国办事处落地，有利于创新海外营销模式，提升市场响应速度及海外品牌知名度和影响力。

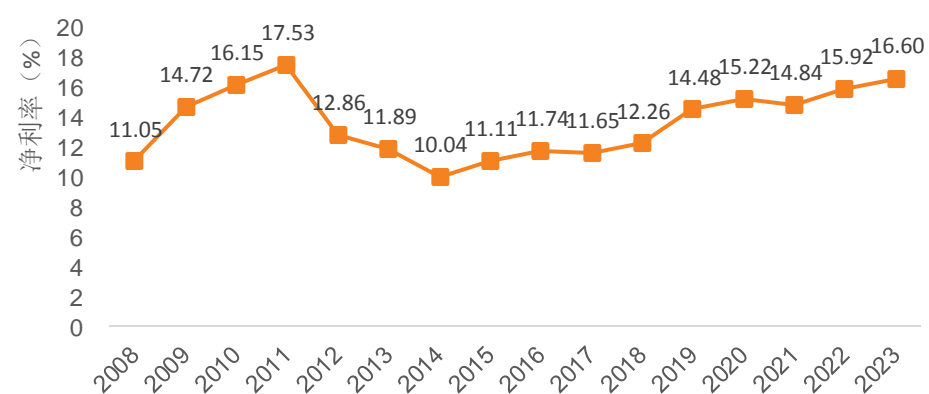
盈利预测：公司上市以来维系稳健高分红政策，伴随份额提升、盈利改善及海外市场开拓，我们预计24-26年归母净利润分别为4.8/5.4/5.9亿，对应PE为12/11/10X。

图：永新股份保持高分红比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

图：永新股份净利率稳健上行



2 主线二：把握格局优化

金属包装：三片罐格局、盈利更优；二片罐行业整合提速

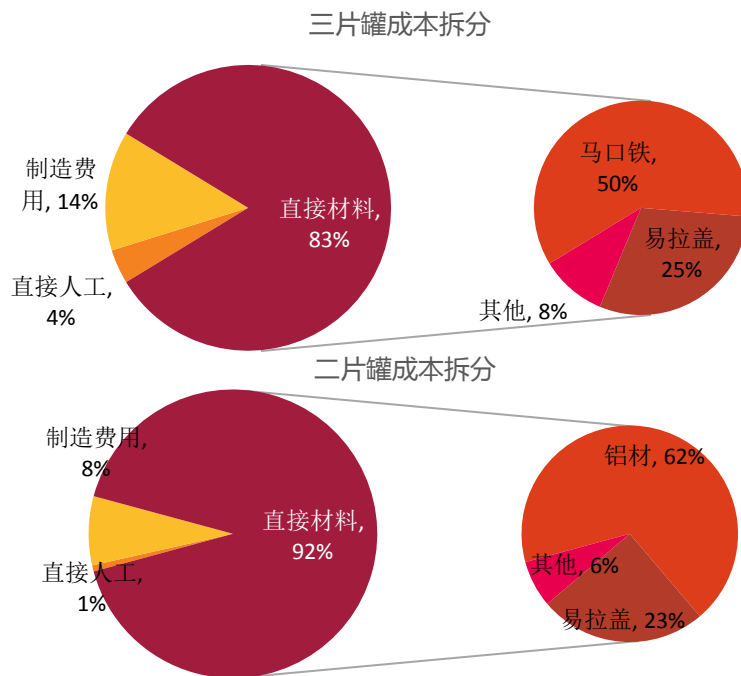
金属包装为仅次于塑料、纸包装的第三大主流包装类型，23年收入占比为13.1%。金属包装阻隔性能、可加工性能较强，广泛运用于食品、饮料、化工、药品和化妆品等包装。金属包装可循环回收，绿色环保，契合循环经济理念，占比有望稳步提升。

我们认为供需结构及原材料价格为金属包装盈利能力的**关键扰动变量**：1) 金属罐原材料成本占比高达80-90%，成本加成的定价模式下，产品价格调整幅度及调整时间滞后性易导致毛利率波动；2) 由于产品同质化较高且依靠规模生产，制罐厂易通过竞价获取客户份额，其中三片罐竞争格局及盈利能力优于二片罐。

图：二片罐&三片罐对比

项目	三片罐	两片罐	
定义	以金属薄板为材料经压接、粘接合电阻焊接加工成型的罐型包装容器，由罐身、罐底和罐盖三部分组成	由金属薄板通过冲床冲压拉伸加工，罐身和罐底一体成形，由罐身和顶盖两部分组成	
技术水平	主要材料	马口铁	钢材或铝材
	技术特点	刚性较好，运输要求低，且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，印刷性较好	减少了罐体和罐底粘合步骤，密封性好、生产效率高、节省原材料、重熔性好、保鲜、安全、环保
	印刷环节	平板印刷	曲面印刷
	制造工艺	罐身、罐盖和罐底分别加工后组装而成，罐身由矩形金属片经焊接制成圆筒状，罐身与罐底盖、罐顶盖结合采用卷边密封	罐底和罐身由深冲加工成型，罐顶盖与罐体结合采用卷边密封
	罐装条件	可以适应食品的冷热加工、高温灭菌以及灭菌后的快速冷却等加工需要	通常是在常温下灌装，产品含气(如啤酒、碳酸饮料)，或灌装时添加氮气
下游领域	不含气体的饮料罐、食品罐、化工罐、气雾罐等	多用于凉茶、碳酸饮料和啤酒包装	

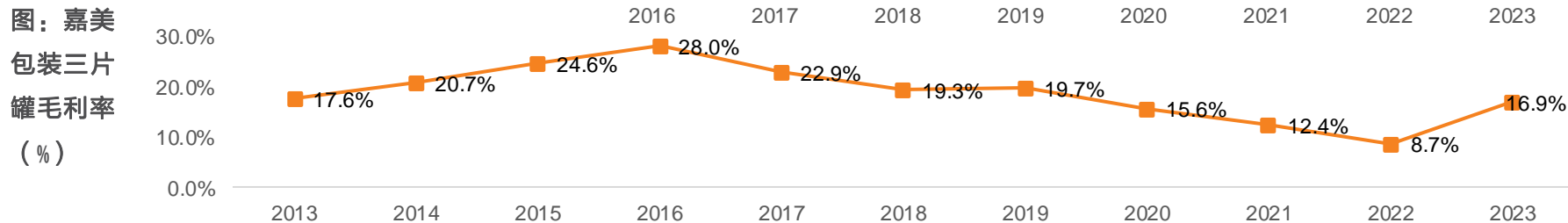
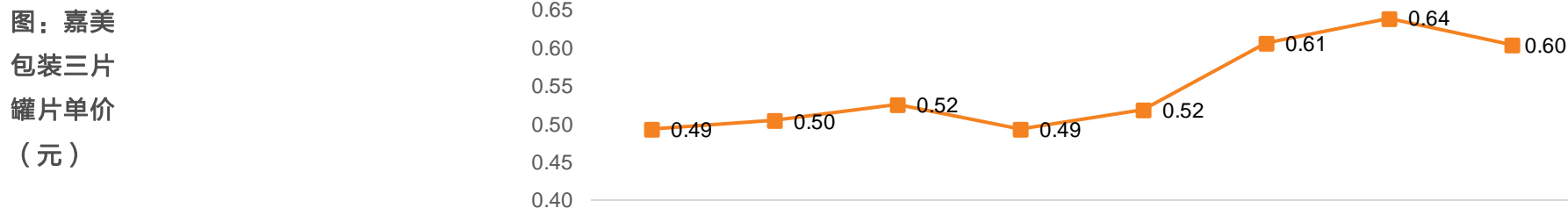
图：金属包装原材料成本占比高达80-90%



资料来源：奥瑞金可转债审核问询函回复，嘉美包装首次公开发行股票招股说明书，天风证券研究所

三片罐：供需均衡，顺价能力强，盈利及现金流稳健

根据智研咨询，2022年中国马口铁三片罐行业产量约为310.5亿罐，需求量约为305.3亿罐，供需关系较为均衡。22H1经营环境受全球卫生事件影响，三片罐厂商订单、开工率及盈利能力下滑至低点；22H2以来原材料价格高位回落，行业需求复苏，三片罐毛利率持续恢复至常态化水平（参考嘉美包装毛利率区间在15%-25%）。



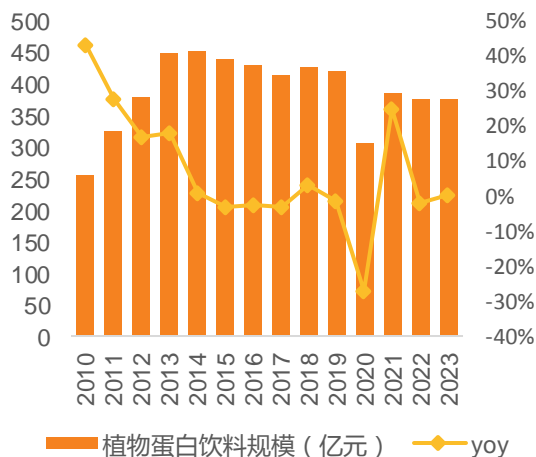
资料来源：Wind，嘉美包装可转债评级报告，嘉美包装可转债募集说明书，嘉美包装招股书，天风证券研究所

①需求端：乳饮植物蛋白等季节波动明显，关注天丝红牛增量

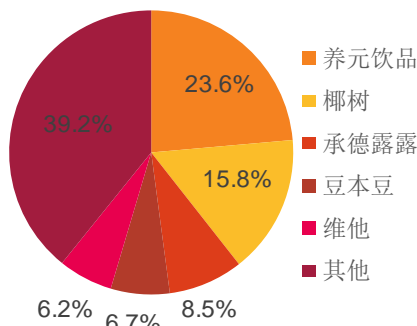
需求稳定，开工率受淡旺季影响。三片罐主要应用于含乳饮料、植物蛋白饮料、功能饮料、八宝粥等软饮料，其中含乳饮料、植物蛋白饮料等需求稳健且具备一定礼品属性，因此三片罐需求具备明显的淡旺季，通常除夕前90天、中秋节前60天的旺季期间开工率可达60-70%，其余淡季开工率仅为30%左右。

功能饮料增量充沛，商标权诉讼加速天丝红牛份额提升。18-23年我国功能饮料销量CAGR为7.8%，有效带动三片罐市场扩容，其中红牛位居品牌TOP1（市占率34.3%）。2016年以来为争夺“红牛商标权”，泰国天丝红牛以“红牛安奈吉”和“红牛维生素风味饮料”抢夺中国市场红牛份额，销量快速提升，绑定天丝红牛的供应商（昇兴、嘉美）有望逆势增长。

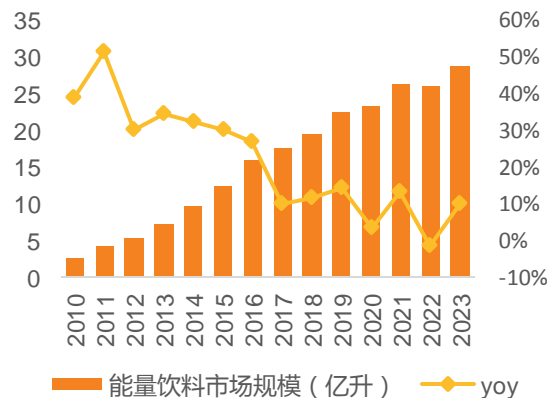
图：植物蛋白饮料市场规模



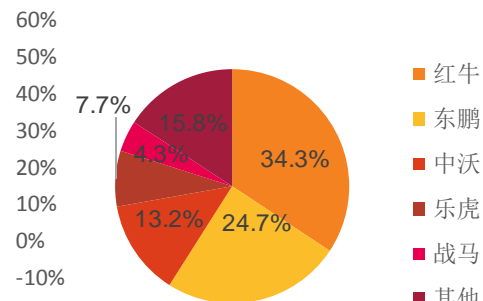
图：2023年植物蛋白饮料市场格局



图：能量饮料市场规模



图：2023年能量饮料市场格局



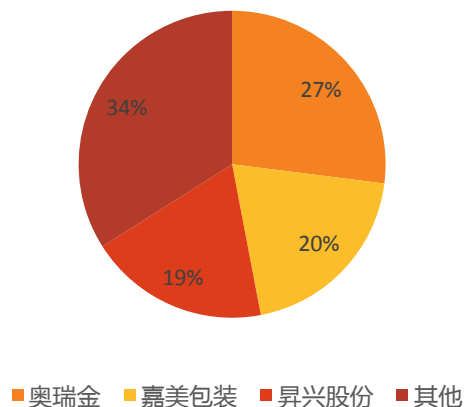
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

②供给端：格局集中，客户&供应商合作关系稳固

格局集中，供需关系均衡。根据智研咨询，2022年三片罐行业CR3接近70%，格局较为集中，其中奥瑞金/嘉美包装/昇兴股份国内三片罐产能分别为87亿罐/80亿罐/60亿罐；目前行业新增产能较少，我们预计供需关系保持稳定。

三片罐厂商与下游饮料客户形成较为稳固的合作关系（如奥瑞金一度为中国红牛独家供应商，嘉美包装为养元饮品最大供应商），主要系：1）下游客户集中度较高，根据嘉美包装招股书，前7大品牌三片罐使用量占比达到70%以上、前两大品牌占比达到40%以上，且大型食饮客户出于供应链安全性考虑不会轻易更换供应商；2）金属包装存在运输半径，制罐企业采用“跟进式”生产布局建立起长期合作关系，新进入者市场开拓较为困难。长期稳定的合作关系及供需格局使得三片罐厂商具备较为公允和稳定的议价能力，原材料价格传导较为顺畅，盈利能力长期高于二片罐。

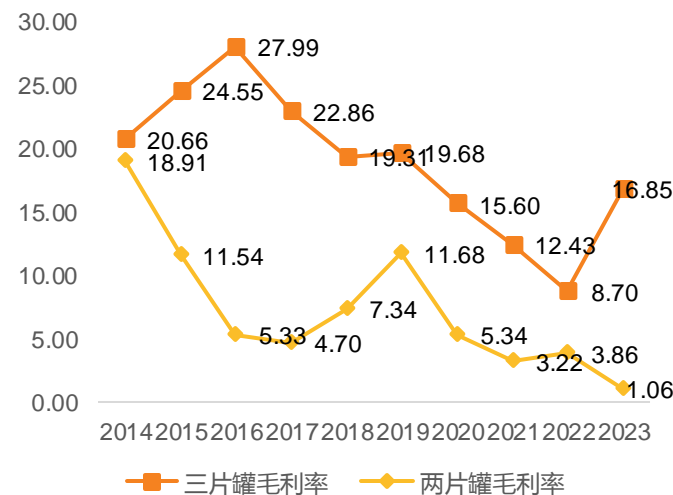
图：2022年国内三片罐行业竞争格局（按销量）



图：三片罐主要客户及供应商

客户品牌	三片罐供应商				
	奥瑞金	昇兴股份	嘉美包装	吉源控股	福贞控股
中国红牛	√				
天丝红牛		√	√		
六个核桃		√	√		
旺旺	√		√		
银鹭集团			√	√	√
娃哈哈			√		
承德露露		√	√		
椰树			√		
达利集团		√			

图：嘉美包装三片罐及两片罐毛利率（%）



资料来源：智研咨询，奥瑞金公司公告、可转债募集说明书，嘉美包装可转债跟踪评级报告，天风证券研究所

二片罐：供需主导定价，当前盈利低位，并购加速格局优化

2012年前：皇冠、波尔、太平洋等外资主导，**行业毛利率19%**，内资纷纷入局

2012-2016年：加多宝及王老吉分别自12年和14年将三片改两片，带动二片罐需求提升；前期投资集中释放，行业竞争激烈，原料价格传导受阻，**行业利润率下降**

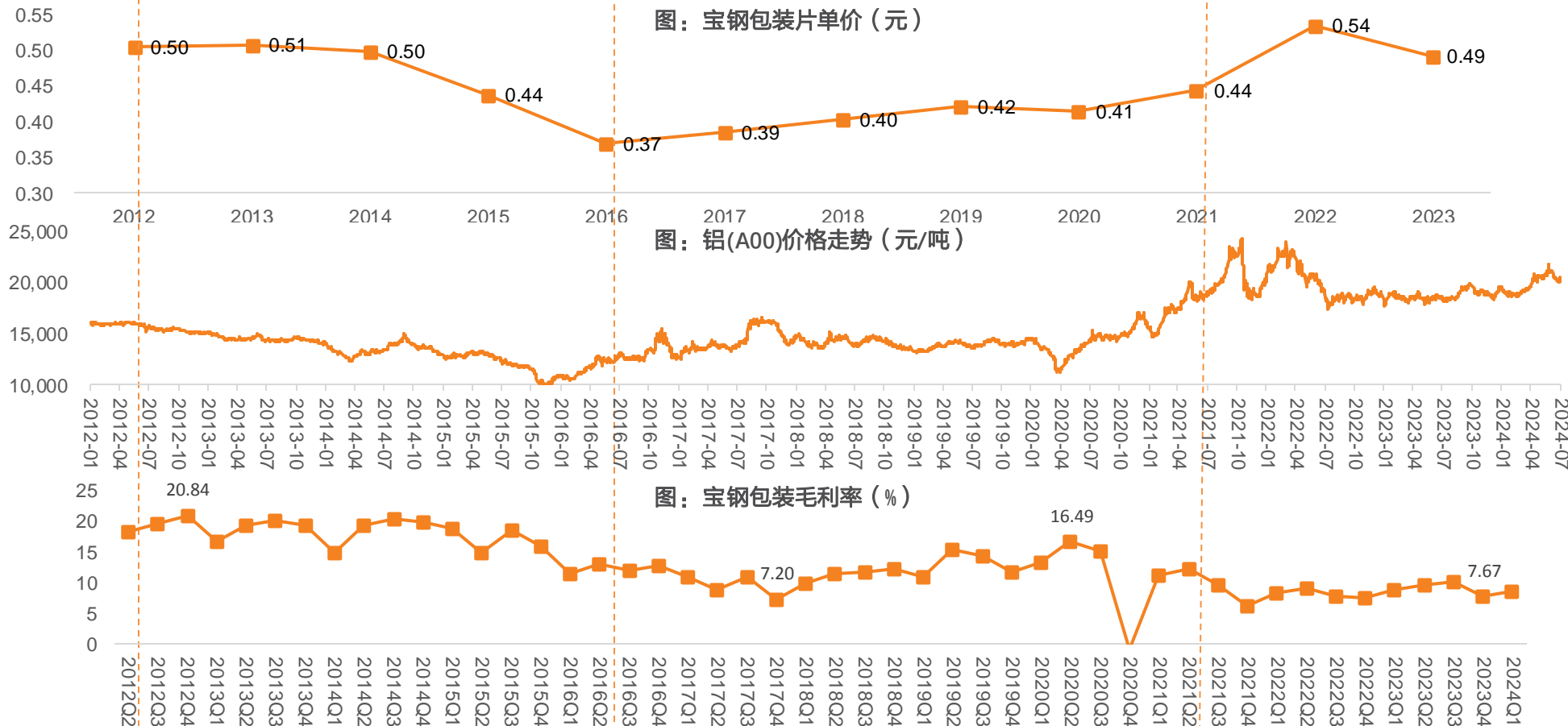
2016-2021年：行业开启整合，奥瑞金收购波利亚亚太地区业务、昇兴收购太平洋、中粮收购纪鸿，供需关系缓和，龙头议价能力提升，**行业盈利逐渐复苏**

2022年以来：龙头加码扩张，需求萎靡，供需关系恶化，23年以来原材料价格平稳，**单价及盈利下行**

图：宝钢包装片单价（元）

图：铝(A00)价格走势（元/吨）

图：宝钢包装毛利率（%）

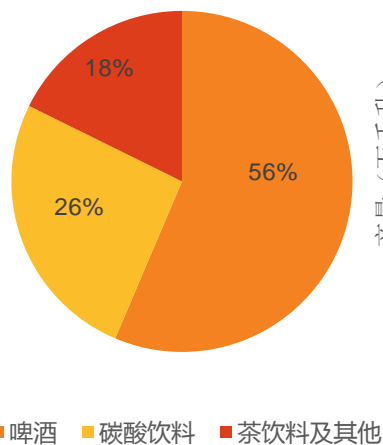


资料来源：Wind，宝钢包装年报，宝钢包装招股书，嘉美包装年报，奥瑞金公告等，天风证券研究所

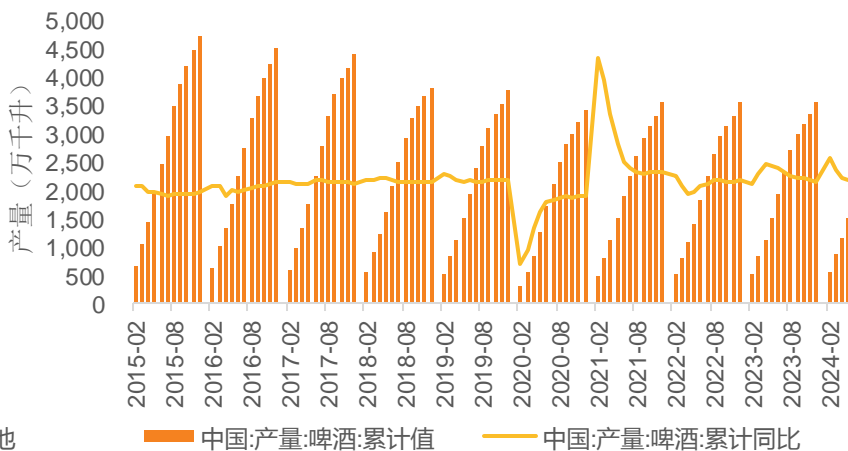
①需求端：啤酒、饮料客户增长平稳，期待罐化率提升

需求稳定，罐化率提升有望带动行业增长。根据智研咨询，2020年我国二片罐需求超过520亿罐；2019年，啤酒、碳酸饮料、茶饮料等占比分别为56%、26%、18%，啤酒为二片罐最主要应用场景。我国啤酒行业已进入成熟期，产量较为稳定，20-23年我国啤酒产量CAGR为1.4%（2024年1-5月啤酒产量yoy+0.7%）；此外，2009-2021年我国啤酒罐化率从16%提升至30%，相较发达国家（日本89%、韩国74%、美国75%）尚有提升空间，需求平稳向上及罐化率提升有望带动我国二片罐需求持续稳定增长。

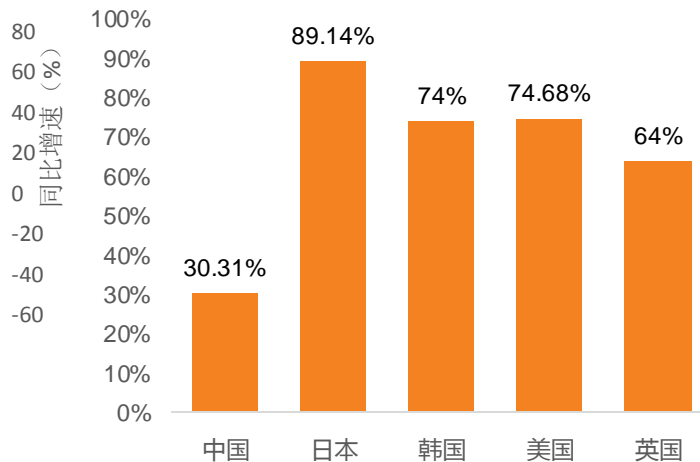
图：二片罐下游需求结构（2019年）



图：啤酒产量及同比增速



图：各国啤酒罐化率对比（2021年）



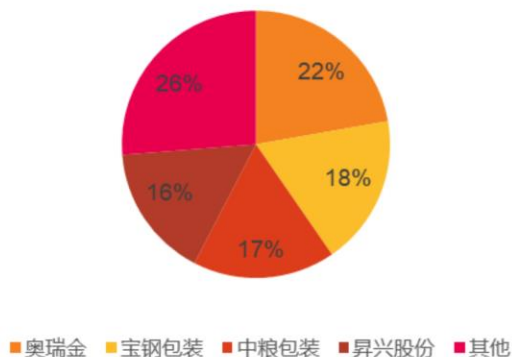
资料来源：智研咨询公众号，国家统计局，Wind，英联股份募集说明书，天风证券研究所

②供给端：龙头整合推动集中度提升，供需有望改善

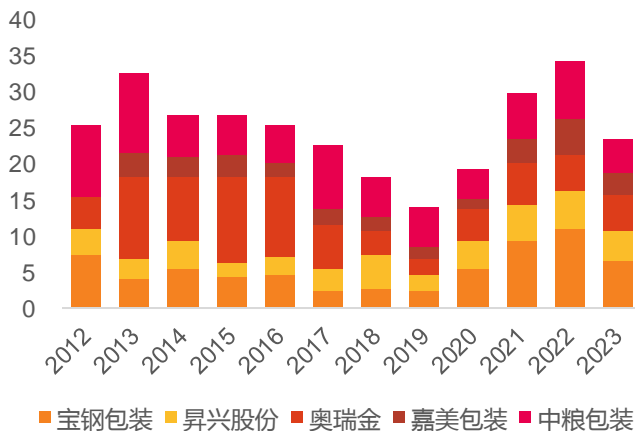
上一轮行业整合后集中度较高。我国二片罐行业格局集中且龙头份额较为均衡，CR4超过70%，其中奥瑞金/中粮包装/宝钢包装/昇兴股份国内产能分别为135亿罐/120+亿罐/110+亿罐/近100亿罐（其中，昇兴股份产能为研究员推算）。过去龙头通过产能扩建（03-15行业固定资产投资CAGR为34%）、兼收并购（16年以来奥瑞金收购波尔亚太地区业务、昇兴收购太平洋等）加速行业集中度提升。

当前二片罐厂商盈利能力仍偏弱，主要系：1）2020年以来部分厂商追逐规模效益加码扩张，行业供过于求；2）相比三片罐，下游啤酒等国内外知名客户尚未与二片罐供应商建立独占或排他的供需关系，且市场化招投标方式导致市场充分竞争；3）近年来食饮下游需求及盈利能力受宏观环境影响，包装采购价格敏感度提升。

图：2022年国内二片罐行业竞争格局



图：2020年以来龙头资本开支持续增加（亿元）



图：二片罐主要客户及供应商

类别	客户品牌	二片罐供应商				
		奥瑞金	宝钢包装	中粮包装	昇兴股份	嘉美包装
啤酒-国内	青岛啤酒	√	√	√	√	
	燕京集团	√		√	√	
	雪花啤酒	√	√	√	√	
啤酒-国际	百威啤酒	√	√	√	√	
凉茶	加多宝	√		√		
	王老吉		√		√	√
可乐	可口可乐	√	√	√	√	
	百事可乐		√		√	

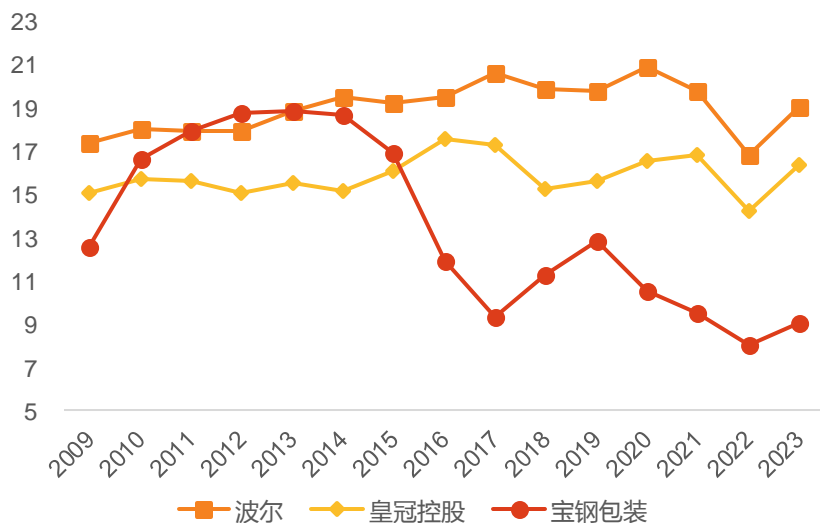
资料来源：共研产业咨询（共研网），Wind，奥瑞金公司公告，天风证券研究所

②供给端：龙头整合推动集中度提升，供需有望改善

2023年以来宝钢包装及奥瑞金相继向中粮包装发起要约收购，我们认为若收购顺利完成，行业龙一市占率达到40%左右（假设不考虑产能整合），参考北美金属包装龙头波尔、皇冠整合路径（23年毛利率15-20%，CR2超过70%），我们认为国内龙头再次整合后盈利及估值中枢有望抬升；

此外，2023年以来龙头顺应国企改革导向，诉求逐渐从规模扩张转向利润，资本开支计划收窄，行业供需关系有望进一步缓和，或将提升二片罐厂商议价能力及盈利能力。

图：海外龙头毛利率对比（%）



图：龙头资本开支规划

公司	项目	产能规模/年	投产时间	规划金额（亿元）
奥瑞金	枣庄新建年产16亿只易拉罐（二片罐）配套项目	一期9亿只	预计2023年底	3.65
		二期7亿支	预计2025年	
	佛山迁建水都项目	一期20亿只	预计2026年	8.8
		二期10亿只	预计2027年	
中粮包装	沈阳两片罐工厂	一期10亿只	2024年已投产	6
		二期7亿只	-	
宝钢包装	安徽新建智能化铝制两片罐生产基地项目	一期14亿罐	2023年已投产	7.5
		二期6亿罐，并预留扩容到11亿罐	二期已进行设备采购	
	越南顺化新建智能化铝制两片罐生产基地	8亿罐	预计2026年	5.25
昇兴股份	广西南宁三条三片罐制罐线项目	/	预计2025年	1.07
嘉美包装	年产10亿罐二片罐生产线项目（嘉美包装）	10亿罐	预计2024年	2.9
	福建无菌纸包生产线建设项目	50亿包	预计2024年	1.15

资料来源：共研网，Wind，各公司公告，天风证券研究所

③海外：东南亚增速高、格局优、盈利佳，龙头积极布局

东南亚二片罐市场增速高、格局优、盈利佳。东南亚当地人口结构年轻、罐装饮料需求增速更高，根据欧睿国际，18-23年柬埔寨/印尼/老挝/泰国啤酒需求量增速分别为6.3%/4.8%/6.2%/0.9%，增速高于全球（0.0%）及中国（-1.2%）；此外当地二片罐市场竞争格局较优，波尔、皇冠占据市场主导地位，罐价及盈利能力优异。

龙头积极进军东南亚，优化利润结构。2011年起宝钢包装以收购方式进入越南市场，2019年以来昇兴、宝钢相继在东南亚地区自建产能，有望享受市场自然增量；23年昇兴、宝钢外销毛利率分别为19%、11%，高于国内水平。

图：龙头企业海外布局梳理

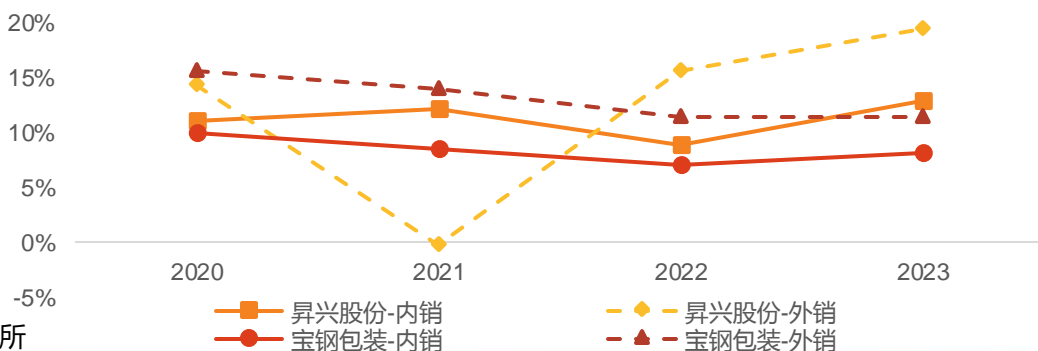
公司	时间	地点	项目	产品	产能规模
奥瑞金	2021年	澳大利亚	收购澳洲食品罐公司JAMESTRONG	/	/
	2023年宣布	中东欧	与中粮包装成立合资公司，拟在中东欧投资项目	金属包装	/
中粮包装	2018年宣布	比利时	与嘉兴豪能在比利时合作成立合营公司	两片罐	/
	2023年宣布	中东欧	与奥瑞金成立合资公司，拟在中东欧投资项目	金属包装	/
宝钢包装	2012年	越南	收购越南宝钢制罐有限公司（平阳）70%股权	330ml和500ml的两片罐	7亿罐
	2016年投产	越南	越南顺化宝钢制罐	/	/
	2022年投产	马来西亚	马来西亚宝钢制罐	/	/
	2023年投产	柬埔寨	柬埔寨新建智能化铝制两片罐生产基地	两片罐	12亿罐
	2023年投产	越南	越南宝钢制罐复线项目	/	/
	2024年6月宣布建设	越南	越南隆安省新建易拉罐生产基地	两片罐	8亿罐
昇兴股份	2021年投产	柬埔寨	柬埔寨子公司	330ml普通罐及SLIM罐	/
	2022年投产	柬埔寨	柬埔寨II期项目	两片罐	5.7亿罐（新增）
	2023年投产	柬埔寨	金边昇兴III期项目	/	/

资料来源：各公司公告，欧睿国际，中钢联，第一财经等，天风证券研究所

图：东南亚市场啤酒需求增速更高

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
全球	2%	2%	2%	0%	0%	-1%	-1%	1%	2%	2%	-8%	5%	2%	0%
中国	6%	5%	3%	3%	-1%	-5%	-4%	0%	0%	1%	-8%	6%	-5%	1%
美国	-2%	-1%	1%	-1%	1%	1%	0%	-1%	-1%	-1%	-3%	0%	-3%	-3%
柬埔寨	19%	27%	56%	14%	11%	18%	7%	16%	28%	9%	-14%	0%	26%	15%
印尼	-3%	6%	11%	10%	4%	-12%	10%	6%	8%	9%	-32%	28%	25%	8%
老挝	53%	4%	8%	28%	2%	6%	7%	6%	-4%	11%	1%	-6%	21%	7%
泰国	3%	2%	6%	-3%	-2%	5%	9%	-1%	-5%	3%	-13%	-3%	10%	8%
越南	24%	11%	6%	8%	5%	9%	9%	5%	6%	7%	-15%	-7%	32%	-12%

图：龙头企业国内外盈利能力对比



投资建议：短期关注需求改善，期待两片罐盈利弹性

短期来看：需求端，上半年下游食品饮料客户受国内宏观环境影响，部分客户如天丝红牛仍保持稳定增长，下半年旺季有望刺激需求边际改善；原材料端，马口铁价格延续下跌，Q2三片罐盈利环比改善；当前铝价已现回落，二片罐行业提价转嫁上半年铝价上涨压力，预计下半年盈利边际向好。

中期来看：三片罐行业有望维系供需稳定，厂商&客户深度绑定，利润可观，成长型客户有望带来行业增量。二片罐国内下游需求平稳增长，龙头整合落地后，行业供需关系有望缓和，此外龙头资本开支节奏放缓，预计盈利中枢有望底部逐步向上；东南亚市场增速高、格局优，利润空间可观，积极布局的龙头企业利润结构有望持续优化。

投资建议：建议关注盈利弹性更高的**宝钢包装**，以及兼具两片罐盈利修复弹性&三片罐稳健利润贡献的**昇兴股份**、**奥瑞金**、**嘉美包装**。

图：金属包装企业梳理（估值截至24年8月12日）

公司	收入（亿元）	收入结构	资本开支（亿元）		毛利率		归母净利润（亿元）			PE		
	2023	2023	2023	历史分位	2023	历史分位	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
宝钢包装	77.60	二片罐占94% 印铁占6%	6.39	53%	9%	9%	2.68	3.14	3.62	19	17	14
昇兴股份	70.95	金属包装占95%	4.21	78%	13%	31%	4.32	4.99	5.74	11	9	8
奥瑞金	138.43	金属包装占87% 灌装占1%	5.07	36%	15%	15%	9.3	10.71	12.34	12	10	9
嘉美包装	31.52	三片罐占66% 两片罐占14% 灌装占12%	3.05	48%	15%	47%	-	-	-	-	-	-

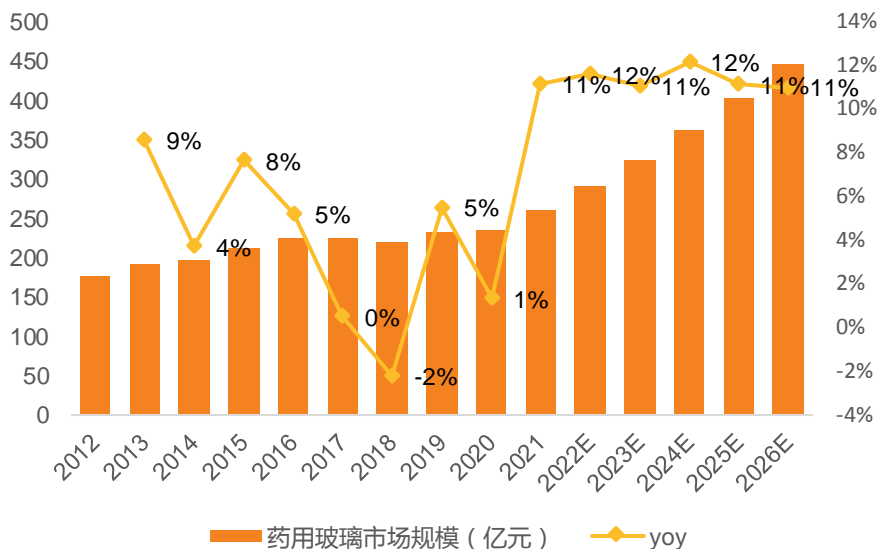
资料来源：Wind，同花顺资讯，各公司公告等，天风证券研究所

3 主线三：把握景气赛道

药用玻璃：中硼硅高景气，政策助力产品升级及渗透率提升

药用玻璃稳定扩容，中硼硅性能更优。根据Reportlinker，2012-2021年我国药用玻璃市场规模CAGR为4.5%，行业稳定扩容。按玻璃成分分类，药用玻璃分为中硼硅药玻、低硼硅药玻、高硼硅药玻，其中，中硼硅玻璃是国际公认的最好的药用包装的材料，其耐酸耐碱一级，抗急冷急热性强，化学稳定性、机械强度、抗冲击性都优于其他玻璃；且作为药物包装与药液及血液长期接触不会有沉淀物析出，能有效保护药品和保健食品的化学性能。因此，中硼硅模制瓶目前尚无替代产品出现。

图：我国药玻行业规模稳健提升



图：中硼硅产品性能更优

材质	价格/性能/用途
I类 高硼硅玻璃：含硼砂 $\geq 12\%$ ，制作难度大，使用少 中硼硅玻璃：含硼砂 $\geq 8\%$ ，国内外普遍使用	中硼硅药玻注射剂瓶价格一般为同种设备工艺的低硼硅/钠钙玻璃注射瓶5-10倍
II类 低硼硅玻璃：含硼砂 $\geq 5\%$ ，我国自主研发，国际上并无分类	盛装PH较高的药物，玻璃中的碱性物质容易析出，容易因药品浸泡、侵蚀产生“脱片”现象
III类 钠钙玻璃：含硼砂 $< 5\%$	经过表面处理提高稳定性，经过清洗容易损伤富硅层形成脱片，因此经过表面处理的钠钙玻璃用于一次性输液瓶或口服液。

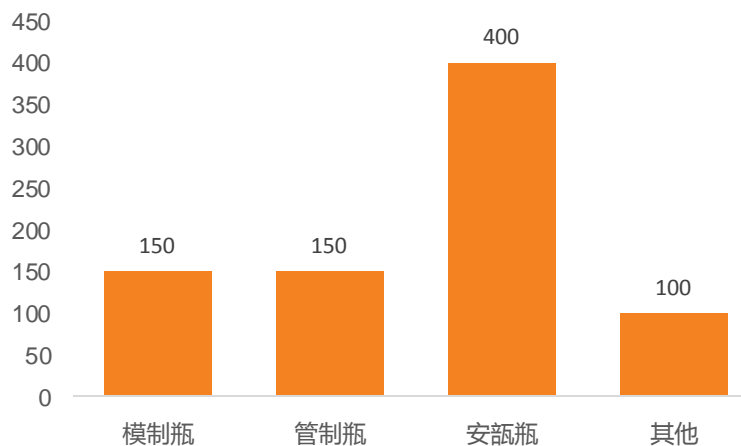
资料来源：Reportlinker，中研普华产业研究院，观研天下公众号等，天风证券研究所

药用玻璃：中硼硅高景气，政策助力产品升级及渗透率提升

我国中硼硅药玻渗透率低，替代空间广阔。根据制药网数据，我国药玻产品年需求约800亿支，其中模制瓶150亿支、管制瓶150亿支、安瓿瓶400亿支以及其他药玻种类100亿支，2018年中硼硅药用玻璃渗透率仅有7%-8%。根据制药网预测，未来5-10年内，我国将会有30%-40%的药用玻璃由低硼硅玻璃、钠钙玻璃升级为中硼硅药用玻璃，替代空间相对广阔。

政策驱动中硼硅转换。一方面，16年12月提出重点加速中硼硅转化，伴随一致性评价的不断推进，仿制药需要在药效与质量达到原研药一致水平，必然选择与原研药同样规格标准的材质；另一方面，关联审评亦增加了药包材企业与药企粘性。

图：我国药玻产品年需求约800亿支



图：政策加速中硼硅渗透率提升

时间	政策内容	主要变化
2016年12月	《医药工业发展规划指南》第五类“推进重点领域发展”第五点“药用辅料和包装系统”中提到：“加快包装系统产品升级，开发应用安全性高、质量性能好的新型材料，逐步淘汰质量安全风险大的品种，重点加快注射剂包装由低硼硅玻璃瓶向中性硼硅玻璃瓶转换。”	提出重点加速中硼硅转换
2019年	最新修订的《中华人民共和国药品管理法》开始实施	关联审评制度正式落地并开始推行
2019年7月	《国家药监局关于进一步完善药品关联审评审批和监管工作有关事宜的公告（2019年第56号）》，药品制剂注册申请与已登记原辅包进行关联，药品制剂获得批准时，即表明其关联的原辅包通过了技术审评，登记平台标识为“A”；未通过技术审评或尚未与制剂注册进行关联的标识为“I”。	关联审评制度提高了药企更换原辅包供应商的成本
2020年5月	《国家药监局关于开展化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价工作的公告（2020年第62号）》；一致性评价技术要求明确指出，注射剂使用的直接接触药品的包装材料和容器应符合总局颁布的包材标准，所用包材不应低于原研药所用包材，而国际主流原研注射剂药物普遍选择中硼硅玻璃作为药用玻璃材料。	宣布注射剂一致性评价正式开始，注射剂一致性评价全面推进

资料来源：Wind，力诺特玻招股说明书、可转债募集说明书，天风证券研究所

药用玻璃：中硼硅模制瓶格局优异，盈利能力强

中硼硅模制瓶格局优异，盈利能力强。根据CDE，目前国内仅山东药玻、四川阆中、山东鼎鑫、力诺特玻中硼硅模制注射剂瓶登记备案为“A”状态，行业竞争对手较少，假设当前中硼硅模制瓶渗透率达10%，则行业需求15亿支，目前山东药玻占据大部分市场份额，行业格局较优。盈利能力方面，参考山东药玻模制瓶毛利率为39%，我们预计其中中硼硅模制瓶毛利率更高。力诺特玻于2024年4月底实现转“A”认证，伴随新增产能放量，或将共享行业扩容。

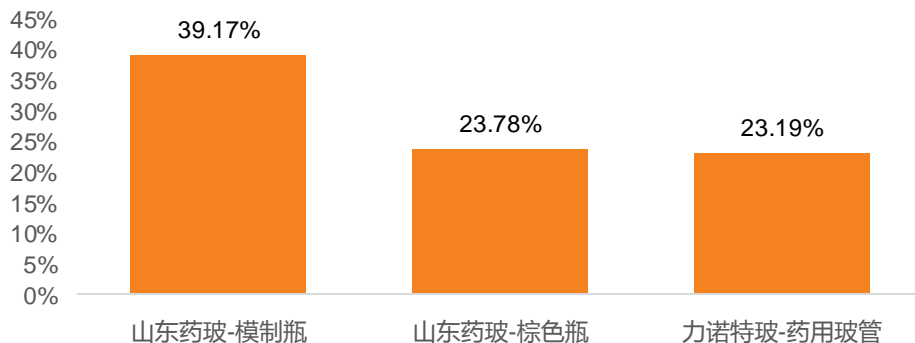
图：中硼硅模制瓶登记备案情况（国内厂商）

公司	品种名称	登记号	规格	更新日期	与制剂共同审评审批结果
山东药玻	中硼硅玻璃模制注射剂瓶	B20180000488	包装规格：5ml-100ml 规格：2ml-500ml	2019-11-04	A
		B20170000362	2ml-200mL	2022-06-10	A
		B20190007645	5ml-100ml	2024-06-12	A
力诺特玻	中硼硅玻璃模制镀膜聚二甲基硅氧烷膜注射剂瓶	B20230001337	1mL-100mL	2024-03-07	I
		B20220000551	5ml-500ml	2024-04-29	A
山东鼎新	中硼硅玻璃模制输液瓶	B20220000005	2ml-500ml	2023-02-03	I
		B20210000287	2ml-500ml	2023-10-19	A
四川阆中	中硼硅玻璃模制注射剂瓶	B20190006263	/	2021-03-12	A
		B20180000588	/	/	A

图：中硼硅模制瓶产能梳理

公司	现有产能规模
山东药玻	截止23年底，一类模制瓶产能15-16亿支，24Q1投产了一台60T电熔炉
四川阆中	日产量约3-5万支，估算年产能约1095-1925万支
山东鼎新	-
力诺特玻	已有一台年产5000吨左右的中硼硅模制瓶窑炉，24年5月点火一台新的模制瓶窑炉，达产后可实现年产中硼硅药用模制瓶1.1万余吨

图：模制瓶盈利能力（毛利率）更高



资料来源：国家药品监督管理局药品审评中心，Wind，山东药玻公司公告，力诺特玻公司公告，天风证券研究所

投资建议：力诺特玻-模制瓶放量、管制瓶高景气，盈利修复可期

模制瓶：产能加速释放，放量可期。公司中硼硅模制瓶客户意向订单充沛，产能加速释放（目前已有试验炉0.5wt+超募项目1.1wt，积极推进可转债4条线），中期三期项目有望打开成长空间；模制瓶需求充足、格局稳定且利润率较高，预计业绩贡献持续提升。

管制瓶：景气延续，成本有望优化。管制瓶赛道景气延续、公司订单饱和，加速设备采购释放募投产能；且具备自主拉管制管能力，有望明显优化成本；我们预计伴随产能限制持续突破，有望享长期渗透率提升。

高硼硅：乐观预期复苏节奏，盈利能力修复。24年海外耐热玻璃需求复苏明显，公司绑定康宁、乐扣等核心客户，产品积极向高端化/轻量化/环保化转型；此外硼砂、硼酸等原料价格下降（年初至今下滑10-20%）有望贡献利润弹性。

投资建议：公司客户资源、成本效率及产品壁垒优势领先，看好中期成长。我们预计24-26年归母净利润分别为1.5/2.2/2.8亿，对应PE分别为19X/13X/10X。

图：力诺特玻中硼硅模制瓶产能情况

项目名称	项目产能及进度
募投项目轻量薄壁高档药用玻璃瓶项目	产能约5,080吨，2022年8月点火投产
M2轻量化药用模制玻璃瓶（I类）项目	产能为11,242吨，2024年5月点火
第一期：轻量药用模制玻璃瓶（I类）产业化项目	投资总额6.4亿，达产后新增中硼硅药用模制瓶产能46,574吨
第二期：药用包装及光学玻建设项目	投资总额11.6亿
第三期：科创中心及配套设施建设	投资总额2亿，三期合计建成后药用包装产品产能12万吨，预灌封注射剂2亿支，光学玻璃7000吨，全部达产后预计年产值20亿

图：力诺特玻中硼硅模制瓶客户情况

客户类别	代表性客户
原有客户的产品升级	悦康药业、华润双鹤、齐鲁制药等已启动中硼硅药用玻璃产品的升级
新增中硼硅药玻客户	新增四川美大康华康药业有限公司、山东罗欣药业集团股份有限公司等优质中硼硅药用玻璃客户

资料来源：Wind，力诺特玻公司公告，天风证券研究所

4 风险提示

风险提示

下游需求恢复不及预期。包装下游多为日化、食品、3C、药品等消费品，若宏观经济持续疲软，下游消费需求下滑，包装厂或面临一定经营压力。

行业竞争加剧。由于中低端包装技术门槛较低，区域型中小企业众多，行业格局较为分散，若中小厂商持续降价，或将扰乱市场秩序，拉低行业盈利能力。

行业并购整合进度较慢。当前宝钢包装、奥瑞金相继发起收购中粮包装要约，若收购进度较慢，或影响金属包装行业盈利改善进度。

原材料价格波动。包装产品原材料成本占比较高，且上游多为大宗商品，易受宏观经济波动影响，若原材料价格波动加剧，或将导致包装厂向下游传导不顺，进而拖累盈利能力。

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

THANKS