

奥瑞金 (002701.SZ)

多元布局促成长，关注行业整合效能释放

买入 (首次评级)

投资要点:

➤ 金属包装领军企业，一体化布局打造制造、服务、创新优势

公司是全国领先的大型专业化金属包装企业。**制造端**，截止目前公司三片罐、二片年产能约为90亿罐、135亿罐，产能辐射全国主要地区，制罐品类齐全、生产线先进领先。**服务端**，公司为客户提供品牌策划、包装设计、灌装服务、信息化辅助营销等一体化综合服务，以“名牌包装、包装名牌”为经营理念，与国内一线品牌积极合作，强化公司综合包装解决方案的服务能力。**创新方面**，材料创新、罐型创新、模式创新。

➤ 三片罐：客户优势突出，客户&区域多维度开拓差异化路线

行业方面，2022年三片罐行业CR3达66%，公司约占27%，且业内主要饮料公司与供应商紧密合作、格局稳定。**公司方面**，公司多年深度合作优质客户中国红牛（功能饮料市占率约51%），通过战略合作绑定双方利益，确保公司三片罐业务规模稳步扩张、盈利领先同行。同时，公司积极拓宽客户与区域结构，已扩展多个植物蛋白饮料罐、食品罐、奶粉罐、炮弹罐、碗罐客户，并于21年完成澳洲Jamstrong收购，积累海外本地化运营经验。

➤ 二片罐：增量赛道渐入有序扩张，期待行业整合、盈利优化

行业方面，**1) 需求端**：对标海外发达国家，我国啤酒罐化率持续提升是二片罐行业增长的主要驱动。**2) 供给端**：23年行业资本开支有所下降，新增产能以海外及客户配套为主，行业逐步进入有序扩张；但前期扩产下行业仍供给过剩；同时，目前行业CR4超70%，较北美CR2约71%的格局仍有优化空间。近期行业整合预期升温，龙头的议价权及行业整体盈利能力或存整体改善空间。

公司方面，**1) 营收**：2014-2022年二片罐收入CAGR达31%，驱动营收增长。目前主要客户包括青啤、百威、雪花、燕京、百事可乐、可口可乐、等头部企业，近年来主要啤酒客户占公司二片罐营收比重逐步扩大。**2) 盈利**：二片罐盈利受原材料波动影响较大，近期随着铝价回落，公司23年整体毛利率为15.2%，同比+3.4pct，1H24公司整体毛利率为17.82%，较2023年持续修复。中长期看，若中粮包装收购落地，无论最终收购方为何，均有望带动行业步入更为良性的发展阶段。

➤ 盈利预测与投资建议

我们预计公司2024-2026年收入增速分别为7.8%、7.5%、8.2%，归母净利润分别同比18.9%、12.8%、14.3%，对应EPS分别为0.36元、0.40元、0.46元，目前股价对应2024年PE为13x，低于可比公司平均水平。我们认为，公司作为金属包装行业龙头，未来如果二片罐格局进一步改善带动行业盈利修复，龙头企业有望率先受益，首次覆盖给予“买入”评级。

➤ 风险提示

行业整合不及预期风险，原材料价格大幅上涨风险，下游需求不及预期风险，客户集中度高风险。

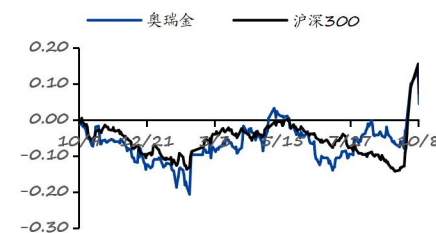
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14,067	13,843	14,926	16,052	17,363
增长率	1%	-2%	8%	8%	8%
净利润(百万元)	565	775	921	1,039	1,187
增长率	-37%	37%	19%	13%	14%
EPS(元/股)	0.22	0.30	0.36	0.40	0.46
市盈率(P/E)	21.5	15.7	13.2	11.7	10.2
市净率(P/B)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2024-10-09
收盘价:	4.72元
总股本/流通股本(百万股)	2,573.26/2,570.91
流通A股市值(百万元)	12,134.68
每股净资产(元)	3.46
资产负债率(%)	49.40
一年内最高/最低价(元)	5.47/3.57

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 李宏鹏(S0210524050017)
lhp30568@hfzq.com.cn
分析师: 汪浚哲(S0210524050024)
wjz30579@hfzq.com.cn
分析师: 李含稚(S0210524060005)
lhz30597@hfzq.com.cn

相关报告



正文目录

1 奥瑞金：金属包装领军企业，一体化布局持续深入	4
2 三片罐客户优势突出，产品&区域多元布局	8
2.1 行业供需平衡，格局稳定	8
2.2 深度合作中国红牛，多维度开拓差异化路线	9
3 二片罐：竞争格局初具，积极布局增量赛道	11
3.1 啤酒罐化率提升为核心驱动，行业渐入有序扩张	12
3.2 二片罐驱动营收增长，期待格局优化盈利改善	13
4 灌装及其他：布局包装一体化服务，自主品牌助力挖掘需求	16
5 盈利预测与投资建议	17
5.1 盈利预测	17
5.2 投资建议	18
6 风险提示	19

图表目录

图表 1：公司全国三片罐、二片罐产能布局	4
图表 2：公司历年营收及增速	5
图表 3：公司历年归母净利润及增速	5
图表 4：公司二片罐、三片罐主要客户	5
图表 5：公司主要业务营收占比	5
图表 6：公司历年来毛利率、净利率	5
图表 7：公司股权结构（截至 2024/06/30）	6
图表 8：公司主要董事及高管介绍	7
图表 9：公司近年来投资收益及占利润总额比重	7
图表 10：公司主要合营联营企业情况	7
图表 11：2022 年我国三片罐市场规模达 192 亿元	8
图表 12：我国三片罐行业近年来供需基本平衡	8
图表 13：主要三片罐企业均价（元/罐）维持稳定	9
图表 14：2022 年三片罐 CR3 合计 66%（销量计）	9
图表 15：我国功能饮料市场规模	9
图表 16：2021 年我国功能饮料品牌及供应商情况	9
图表 17：公司三片罐营收及增速	10
图表 18：奥瑞金与嘉美包装三片罐毛利率	10
图表 19：奥瑞金对中国红牛销售额	10
图表 20：对第一大客户依赖程度降低	10
图表 21：奥瑞金境外营收及增速	11
图表 22：公司三片罐前五大客户集中度	11
图表 23：2019 年中国两片罐行业需求量结构	12
图表 24：我国啤酒罐化率仍有较大提升空间	12
图表 25：2022 年二片罐产能 CR4 超 70%	12
图表 26：2022 年两片罐主要企业产能	12
图表 27：主要企业资本开支（亿元）	13
图表 28：2019 年以来上市公司新增二片罐产能项目	13
图表 29：公司二片罐营收及增速	14
图表 30：奥瑞金二片罐主要客户	14
图表 31：奥瑞金二片罐及公司整体毛利率	14
图表 32：2022 年下半年起铝价逐步回落	14
图表 33：中粮包装股权结构图	15
图表 34：国内三片罐、二片罐及北美二片罐行业对比	15
图表 35：公司灌装营收及增速	16
图表 36：奥瑞金灌装合作品牌	16



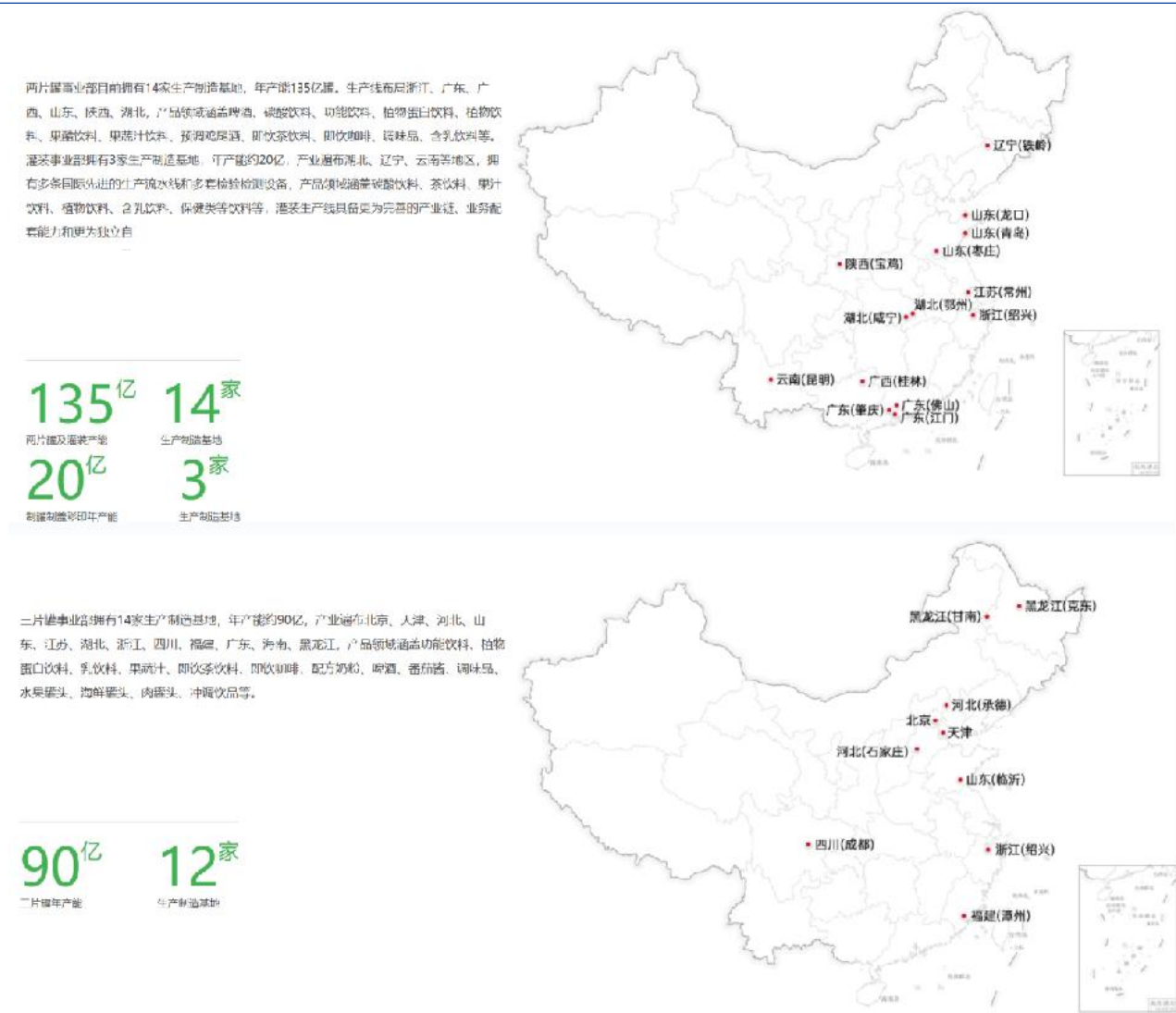
图表 37: 奥瑞金自主品牌产品	17
图表 38: 奥瑞金 DRD 罐示意图	17
图表 39: 公司业绩拆分预测表	18
图表 40: 公司上市以来估值水平	19
图表 41: 公司 2018 年以来市值波动	19
图表 42: 可比公司估值表	19
图表 43: 财务预测摘要	20

1 奥瑞金：金属包装领军企业，一体化布局持续深入

公司是一家集金属制罐、底盖生产、易拉盖制造和新产品研发为一体的大型专业化金属包装企业，为各类快消品客户提供综合包装整体解决方案。公司主要产品为金属包装产品及服务，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。

目前，公司三片罐事业部在国内拥有 14 家制罐生产基地，年产能约 90 亿罐，产品涵盖功能饮料、植物蛋白饮料、乳饮料、罐头、调味品、宠物食品、滋补品、啤酒、乳粉等，是全国范围内产品品类最齐全、生产规模最大的食品级金属包装经营系统。二片罐事业部拥有 14 家制罐生产基地，年产能约 135 亿罐，产品领域涵盖啤酒、碳酸饮料、功能饮料、即饮茶饮料、即饮咖啡、调味品、含乳饮料等，是在全国范围内品类覆盖最广、罐型型号最全、生产线最先进化的食品级金属二片罐包装经营系统之一。

图表 1：公司全国三片罐、二片罐产能布局

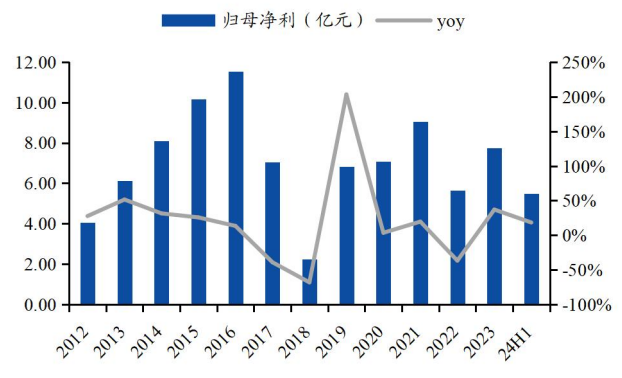
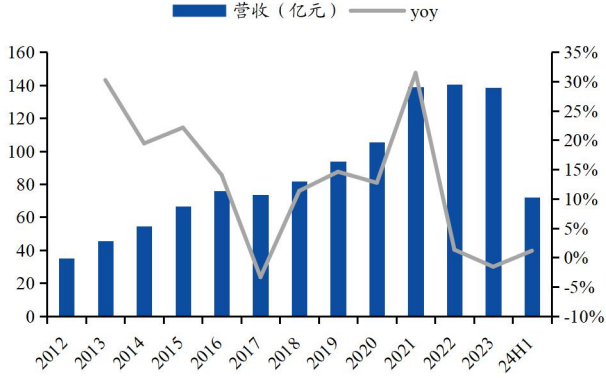


数据来源：公司官网，华福证券研究所

历年营收增长稳健，2012-2023 年营收、归母净利润 CAGR 分别为 13.3%、6.1%。公司营收规模由 2012 年的 35.06 亿元增长至 2023 年的 138.43 亿元，源于其产能不断释放与收购优质资产。归母净利润方面，公司归母净利润在 2016 年及之前稳步提升，2016 年后金属包装二片罐行业进入整合期，公司归母净利波动较大。2023 年公司实现归母净利润 7.75 亿元，同比+37%，2012-2023 年归母净利润 CAGR 为 6.1%。

图表 2: 公司历年营收及增速

图表 3: 公司历年归母净利及增速



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

按业务来看，公司主要业务为三片罐、二片罐及灌装业务。其中二片罐业务占比逐年提升，三片罐营收保持稳健。2012-2022 年二片罐营收 CAGR 达 47.2%，占比由 2012 年的 3.68% 提升至 2022 年的 40.29%。三片罐营收基本保持稳健，2022 年公司三片罐营收 64 亿元。灌装业务是公司向客户提供一体化包装服务的重要组成部分之一，2023 年公司灌装业务占比 1.07%。

图表 4: 公司二片罐、三片罐主要客户

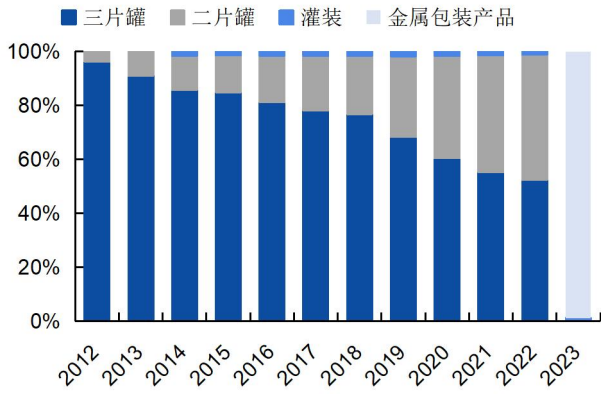


数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

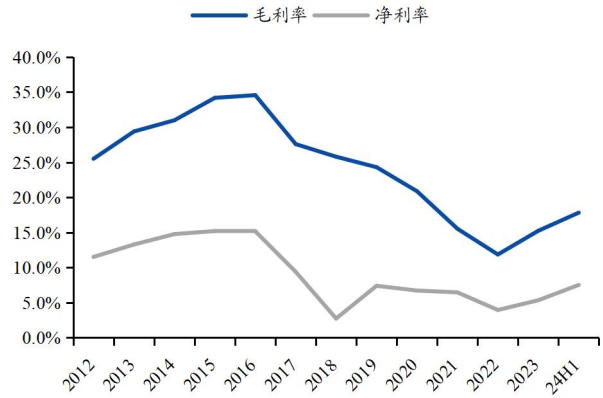
利润率方面，伴随公司二片罐营收占比提升，在行业整合期间公司整体毛利率承压。2023 年公司毛利率、净利率得到改善，分别实现 15.2%/5.3%，同比分别增长 3.4、1.4pct。若未来二片罐行业格局持续优化，行业盈利中枢仍有提升空间。

图表 5: 公司主要业务营收占比

图表 6: 公司历年来毛利率、净利率



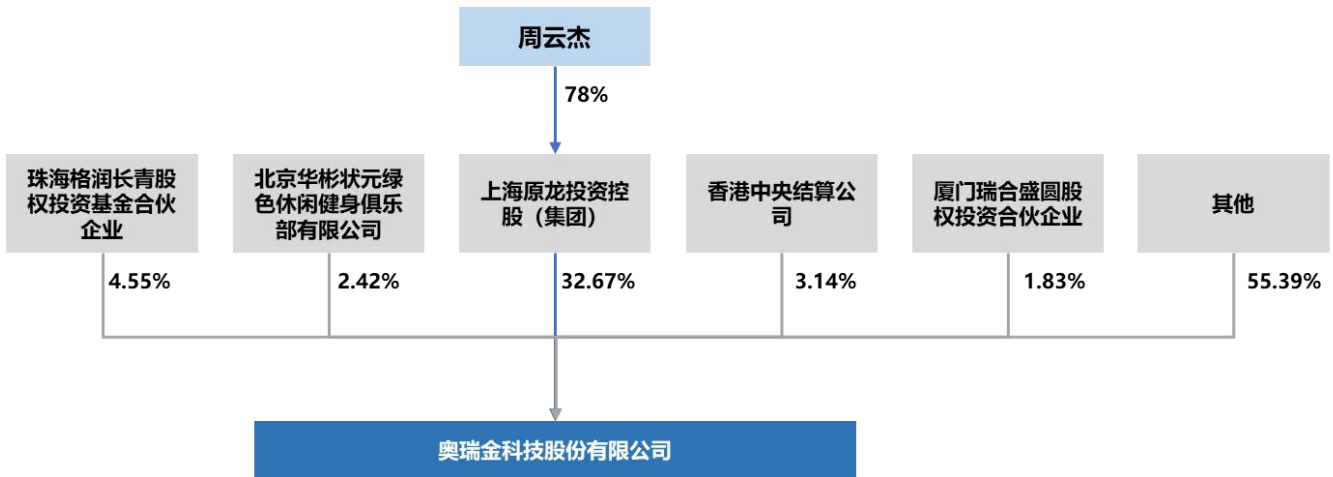
数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

实控人持股比例较高, 引入华润协同渠道资源、赋能健康、消费赛道。公司实际控制人、董事长为周云杰先生, 主要通过控股上海原龙投资间接持有公司 25.48% 的股权, 公司主要董事及高管深耕行业多年, 经营稳健。珠海润格长青股权投资基金合伙企业为第二大股东, 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, 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。

图表 7: 公司股权结构 (截至 2024/06/30)



数据来源: wind, 华福证券研究所



图表 8: 公司主要董事及高管介绍

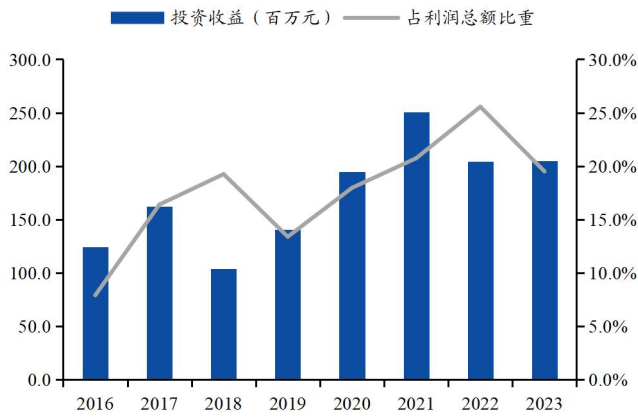
姓名	职务	简介
周云杰	董事长,董事	1961 年出生, 中国包装联合会第九届理事会副会长,中国包装联合会金属容器委员会荣誉主任,北京市优秀企业家。曾就职于国家物资部中国物资出版社,2008 年 8 月至今担任公司董事长。
周原	副董事长,董事	1987 年出生,2010 年 10 月至今任公司董事,2011 年 1 月至今任公司副董事长,同时兼任公司控股股东上海原龙投资控股(集团)有限公司董事,黄山永新股份有限公司副董事长,中粮包装控股有限公司非执行董事。
沈陶	董事、总经理	1971 年出生,曾任宝钢冷轧厂轧钢分厂作业长,上海宝翼制罐有限公司总经理,宝钢金属有限公司总经理助理等。2008 年 7 月加入公司,现任公司总经理,董事,同时兼任公司控股股东上海原龙投资控股(集团)有限公司董事,黄山永新股份有限公司董事,中粮包装控股有限公司非执行董事。
秦锋	董事	1979 年出生,曾任华润金融控股有限公司副总经理,华润(集团)有限公司董事会办公室助理总监,华润集团董事长助理;此前曾任招商局集团董事会秘书,招商局集团董事长助理,招商证券机构业务北京区负责人等职。现任华润资本管理有限公司董事,总经理,深圳市华润资本股权投资有限公司法定代表人,董事长,珠海华润格金股权投资有限公司副董事长,珠海华润格金投资管理有限公司副董事长。2021 年 11 月至今任公司董事。
仝芳妍	董事	1983 年出生,曾任职于中信证券股份有限公司。现任公司控股股东上海原龙投资控股(集团)总经理。2023 年 12 月起任公司董事。
周云海	董事、副总	1970 年出生,1997 年加入公司,现任公司深加工产品事业部总经理。2023 年 12 月起任公司董事。
高树军	副总、董秘	1971 年出生,曾任职于中航工业总公司第 304 研究所,天同证券研究部,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 年加入公司,现任公司董事会秘书,副总经理。
陈玉飞	副总	1972 年出生,1997 年加入公司,曾任技术检验部部长,技术中心总监,制造中心总经理等,现任公司副总经理。
马斌云	副总	1969 年出生,曾任职于华东联合制罐有限公司,上海联合制罐有限公司,上海宝钢金属有限公司。2011 年 4 月加入公司,现任公司副总经理。
张少军	副总	1972 年出生,曾任香港威林航业有限公司助理总经理,香港大正国际财务有限公司董事,中国经贸船务公司财务总监,中外运航运有限公司董事兼财务总监,中国外运长航集团有限公司财务部副总经理,中外运长航财务有限公司,招商局集团财务有限公司总经理,招商局集团航运筹备办公室副主任,招商局能源运输股份有限公司财务总监。现任公司副总经理,同时兼任公司控股股东上海原龙投资控股(集团)有限公司董事。
高礼兵	财务总监	1977 年出生,中级会计师,注册税务师。曾任职于汉阳光电(上海)有限公司,日本 JCD 集团,北京品极通达通信有限公司。2011 年加入公司,现任公司财务管理中心总经理,同时兼任江苏沃田集团股份有限公司监事。2023 年 12 月起任公司财务总监。

数据来源: wind, 华福证券研究所

公司积极布局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)。2015 至 2017 年期间, 公司对永新股份实施股权战略投资; 2015 年公司与中粮集团(香港)有限公司就中粮包装股份转让事宜签署《股份买卖协议》, 2016 年 3 月 7 日, 公司与中粮包装签订《战略合作协议》, 建立战略合作伙伴关系, 双方在技术、营销、产能布局和供应链等多维度开展深度合作。截止 2023 年底公司直接、间接持有永新股份 24%股份, 是永新股份第二大股东; 持有中粮包装 24.4%股份, 是中粮包装第二大股东。

图表 9: 公司近年来投资收益及占利润总额比重

图表 10: 公司主要合营联营企业情况



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

企业	业务	持股比例	
		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	22.20%	1.80%
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%

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

2 三片罐客户优势突出, 产品&区域多元布局

2.1 行业供需平衡, 格局稳定

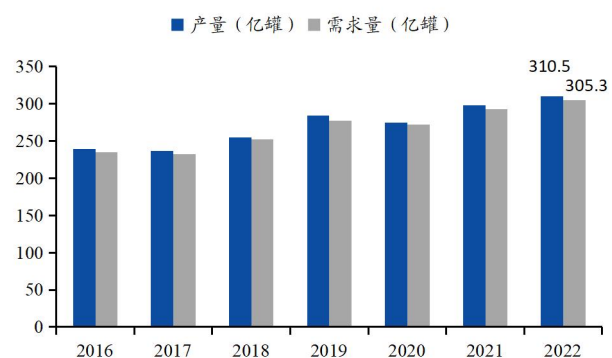
我国三片罐市场规模基本保持稳定, 根据智研咨询, 2022年中国马口铁三片罐行业市场规模约为192.3亿元, 同比增长9.48%。国内市场供需方面, 根据智研咨询, 2022年中国马口铁三片罐行业产量约为310.5亿罐, 需求量约为305.3亿罐, 分别同比增长4.33%、4.26%, 国内实现供需平衡。同铝质二片罐相比, 马口铁三片罐具有刚性好, 能生产各种形状的罐, 材料利用率较高, 容易变换尺寸, 生产工艺成熟, 包装产品种类多的特点。目前三片罐广泛应用于功能饮料、奶粉、茶饮料等产品包装, 此外工业上还应用于化工罐和气雾罐等。

图表 11: 2022 年我国三片罐市场规模达 192 亿元



数据来源: 智研咨询, 华福证券研究所

图表 12: 我国三片罐行业近年来供需基本平衡



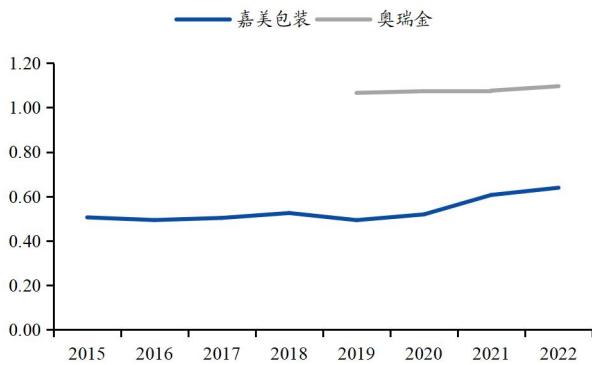
数据来源: 智研咨询, 华福证券研究所

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。根据智研咨询, 2022年我国三片罐行业 CR3 达 66% (销量计), 行业集中度较高的原因我们认为主要有二: 1) 出于食品安全和供应链稳定性的考虑, 大型知名食品饮料客户对供应商的选择非常谨慎, 通常需要经过严格、漫长的认证程序, 一旦确立合作关系,



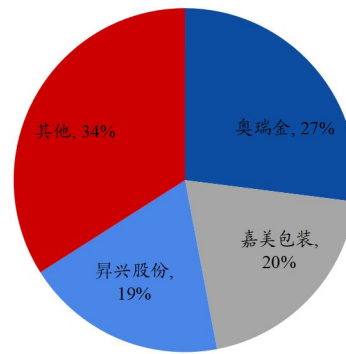
通常选择与主要供应商长期合作；2) 同时，由于金属包装运输半径对成本、供货及时性的影响相对较大，客户与主要供应商之间容易形成一种紧密的共赢合作模式。在稳定的客户结构与行业格局背景下，近年三片罐企业均价呈稳中有升的趋势。以嘉美包装、奥瑞金的三片罐出厂均价来看，近年来，二者三片罐均价呈现稳中有升的态势。

图表 13: 主要三片罐企业均价 (元/罐) 维持稳定



数据来源: 公司公告, wind, 华福证券研究所

图表 14: 2022 年三片罐 CR3 合计 66% (销量计)



数据来源: 智研咨询, 华福证券研究所

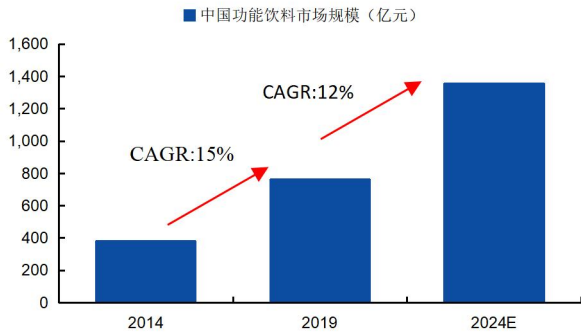
2.2 深度合作中国红牛，多维度开拓差异化路线

公司深度合作功能饮料龙头中国红牛，战略合作绑定双方利益。据奥瑞金可转债募集说明书，2021 年中国功能性饮料市场份额（按零售额）构成中，中国红牛产品占比 51%、东鹏特饮占比 14%、乐虎占比 7%、体质能量占比 6%、战马占比 3%、泰国红牛占比 3%、其他品牌合计占比 16%。

从罐体供应商维度看，据奥瑞金可转债募集说明书，奥瑞金为中国红牛、东鹏、乐虎、战马等头部功能饮料产品的罐体供应商。中国红牛客户方面，1996 年公司便生产出第一个红牛罐；2012 年公司与中国红牛签订《战略合作协议》协议有效期为 10 年，双方约定，红牛应优先向公司采购饮料罐，并尽量保持采购量每年均有一定比例的增长；公司应优先为红牛提供配套产能，优先保证红牛的用罐需求；2022 年，公司与中国红牛续签了为期十年的战略合作协议。另外，东鹏特饮由奥瑞金独家供应、乐虎部分由奥瑞金供应。

图表 15: 我国功能饮料市场规模

图表 16: 2021 年我国功能饮料品牌及供应商情况



数据来源: 艾媒咨询, 华福证券研究所

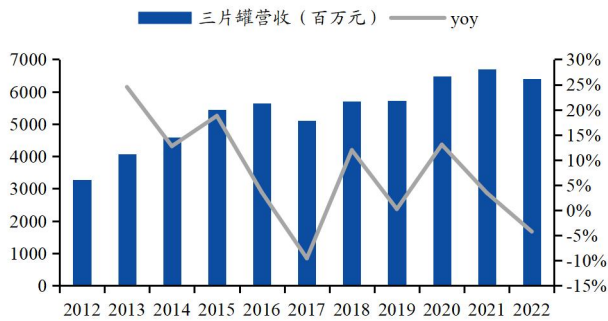
功能性饮料品牌	品牌份额	罐型	罐体供应商
中国红牛	51%	三片罐	奥瑞金
东鹏特饮	14%	三片罐	奥瑞金
乐虎	7%	两片罐、三片罐	昇兴股份、奥瑞金等
战马	3%	两片罐	奥瑞金
泰国红牛	3%	三片罐	昇兴股份、嘉美包装

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

公司三片罐营收增长稳健, 盈利能力较高。2012-2022 年三片罐营收 CAGR 为 7%, 毛利率多年来在行业中处于前列。公司三片罐事业部在国内拥有 14 家制罐生产基地, 年产能约 90 亿罐, 是全国范围内产品品类最齐全、生产规模最大的食品级金属包装经营系统。

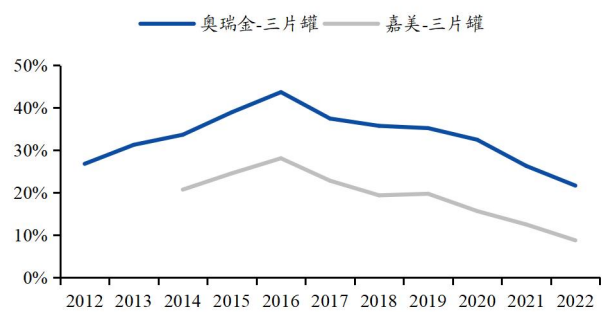
中国红牛销售额占奥瑞金三片罐营收比例较高, 中国红牛作为国内功能饮料龙头企业, 其业务体量较大, 能够为金属包装合作企业带来持续、稳定的订单需求。公司依托与大客户的稳定合作关系, 三片罐业务售价稳定, 毛利率水平维持在 20-30% 左右, 而行业内其他可比公司三片罐业务毛利率则普遍在 15%-20% 左右。

图表 17: 公司三片罐营收及增速



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 18: 奥瑞金与嘉美包装三片罐毛利率

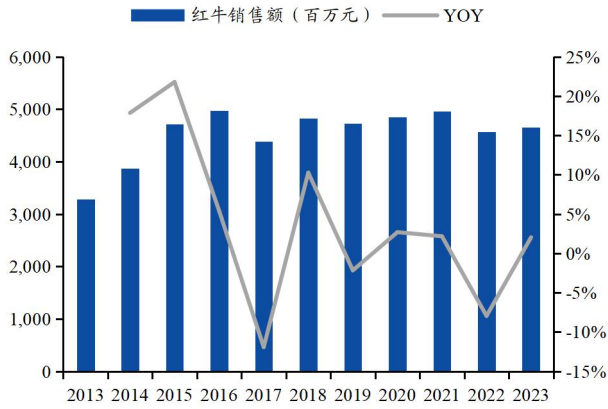


数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

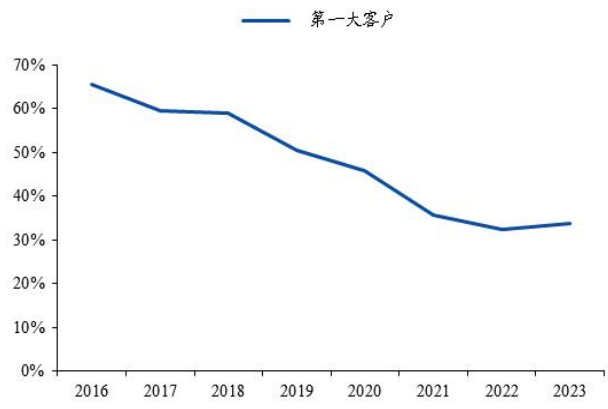
中国红牛与天丝红牛诉讼未结, 仍有待落地。2017 年来自红牛收入显著下滑, 主要由于中国红牛与泰国天丝红牛的商标权纠纷; 22 年 12 月, 中国红牛与泰国天丝红牛诉讼取得阶段性进展, “50 年”协议司法鉴定结果为真, 中国红牛继续推进对 50 年协议的认定和红牛经营许可权的争夺。截止目前案件仍没有最终的结果, 市场中双方都在组织销售自主的产品。另外, 随着公司二片罐持续客户扩展, 红牛销售占比持续下降, 2023 年红牛占公司总体销售额已降低至 34%, 客户结构持续优化, 显著降低了对单一大客户的依赖。

图表 19: 奥瑞金对中国红牛销售额

图表 20: 对第一大客户依赖程度降低



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

收购境外制罐公司 Jamestrong, 积累海外本地化运营经验。2021 年, 公司完成了对 Jamestrong 包装业务的收购工作, 在“三片罐+二片罐”的主要产品系列之外, 积极拓展下游客户需求, 优化公司产品结构。截至 2023 年 6 月, Jamestrong 在澳大利亚和新西兰合计拥有 6 家制罐工厂、1 家制盖工厂, 主要向澳大利亚、新西兰市场的主要食品、婴儿奶粉及个人护理用品生产商提供金属食品罐、奶粉罐和气雾罐包装产品, 2022 年年产能分别约为 5.3 亿罐、2.1 亿罐及 2.5 亿罐, 客户包括亨氏、联合利华、辛莱特等国际知名食品、日化行业企业。2023 年, 公司境外收入达 12 亿元, 占总体营收比重约 9%, 在收购澳洲 Jamestrong 后, 公司持续进行供应链、客户、生产管理等方面的整合, 积累海外本地化运营经验。

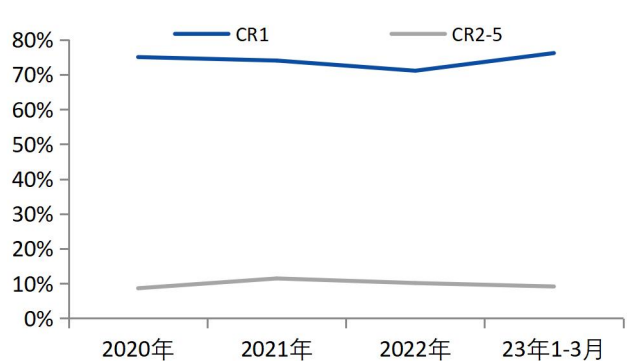
三片罐亦持续丰富食品罐、奶粉罐等客户。截止 2023 年 3 月, 公司三片罐合作客户除中国红牛外, 亦包括飞鹤乳业、旺旺、露露、东鹏等。目前公司三片罐前 2-5 名客户在三片罐业务的占比约在 10%左右。

图表 21: 奥瑞金境外营收及增速



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 22: 公司三片罐前五大客户集中度



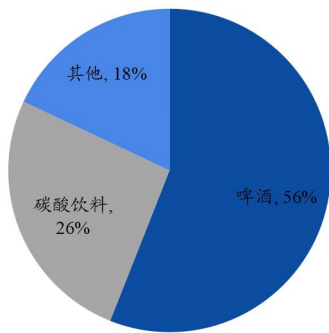
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

3 二片罐: 竞争格局初具, 积极布局增量赛道

3.1 啤酒罐化率提升为核心驱动，行业渐入有序扩张

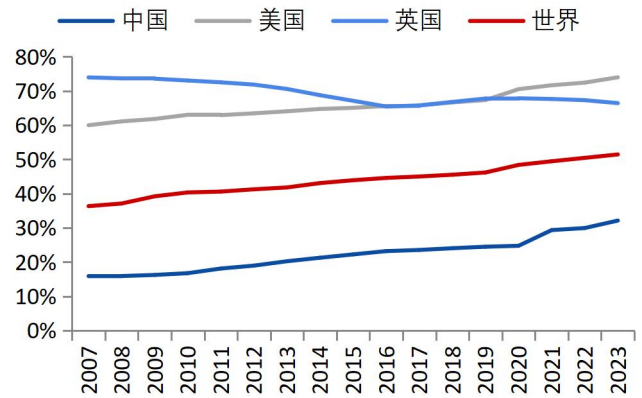
啤酒罐化率提升有望驱动二片罐需求持续增长。从厂商角度，铝罐避光性强（保证风味）、可印刷个性化包装（精准营销）；从消费者角度，非即饮场景增多（增加便捷性需求），便利店/线上等消费崛起共同促进啤酒罐化率提升。根据智研咨询统计，我国两片罐主要用于啤酒和碳酸饮料包装，其中 2019 年啤酒、碳酸饮料的二片罐需求量占比分别为 56%、26%。2022 年我国啤酒罐化率约 30%，距离美、英、日等国仍有较大差距。Euromonitor 数据显示，近年我国啤酒罐化率持续提升，2023 年约为 32.1%，对比 2016 年的 23.2% 水平提升约 9pct。但是，对比美国、英国、日韩等发达国家及地区超过 60% 的罐化率水平，未来我国啤酒罐化率仍有较大的提升空间。

图表 23: 2019 年中国两片罐行业需求量结构



数据来源：智研咨询，华福证券研究所

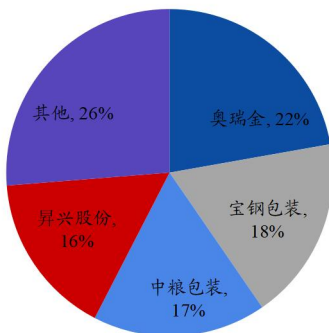
图表 24: 我国啤酒罐化率仍有较大提升空间



数据来源：欧睿，华福证券研究所

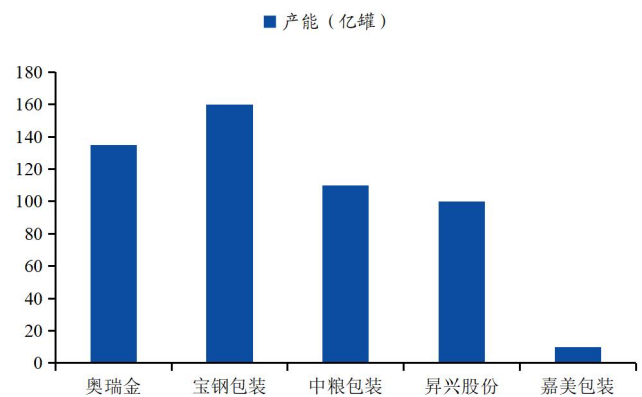
目前行业竞争格局初步成型，CR4 超过 70%。我国二片罐行业基本形成以奥瑞金(+波尔)+中粮包装、宝钢包装、昇兴股份(+太平洋制罐)，4 家领先格局。CR4 超过 70%。

图表 25: 2022 年二片罐产能 CR4 超 70%



数据来源：共研产业咨询，五金机电网，华福证券研究所

图表 26: 2022 年两片罐主要企业产能

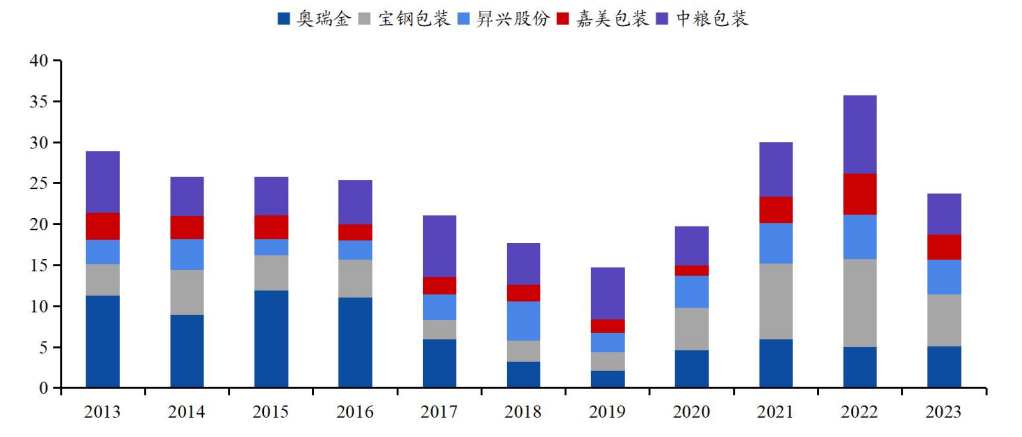


数据来源：共研产业咨询，五金机电网，华福证券研究所

2023 年行业资本开支有所下降，新增产能以海外及客户配套为主，行业逐步进

入有序扩张。行业产能经过 2013-2014 年左右的集中投放与后续年份的持续消化，头部企业资本开支逐渐下降，并于 2019 年触底。2020-2022 年资本开支规模增幅显著，其中，部分项目为建设海外基地（昇兴、宝钢柬埔寨项目）、部分为收购兼并（昇兴收购太平洋剩余股权，奥瑞金收购 jamstrong 等），还有部分用于新建国内产线，主要包括宝钢安徽、贵州项目，奥瑞金枣庄项目等，顺应当地啤酒、软饮等客户需求为主。

图表 27: 主要企业资本开支 (亿元)



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 28: 2019 年以来上市公司新增二片罐产能项目

公司	募投项目	年份	新增产能 (亿罐)	地点	投资额 (亿元)	投产时间
奥瑞金	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	2023	9	枣庄	3.65	开工后15个月达产
	奥瑞金 (佛山) 包装有限公司迁建水都项目		10 (新增) +20 (搬迁)	佛山	8.8	开工后37个月达产
昇兴股份	云南曲靖灌装及制罐生产线建设项目		10	曲靖	5.5	2022年达产
	昇兴太平洋 (武汉) 包装有限公司两片罐制罐生产线技改扩建及配套设施建设项目	2020	5.9	武汉	1.5	-
	昇兴 (安徽) 包装有限公司年产18亿只铝制两片罐项目 (二、三期)		7	滁州	1.4	2021年已建成
	昇兴柬埔寨铝制两片罐 (一~三期)	2019	14	柬埔寨	-	2023年6月建成
宝钢包装	马来西亚宝钢制罐一期项目	2020	8	马来西亚	4.6	2022年达产
	安徽宝钢制罐有限公司新建智能化铝制两片罐生产基地项目 (一期)		14	蚌埠	7.5	2023年8月
	贵州新建智能化铝制两片罐生产基地项目	2022	10	黔南	4.3	2023年8月
	柬埔寨新建智能化铝制两片罐生产基地项目		12	柬埔寨	4.99	预计2024年末
嘉美包装	越南顺化宝钢制罐隆安新建智能化铝制两片罐生产基地项目	2024	8	越南	5.25	开工后20个月达产
	年产10亿罐二片罐生产线项目	2019	10	滁州	3.3	延期
中粮包装	二片罐生产线建设项目 (鹰潭嘉美)	2020	10	鹰潭	2.2	2023年
	云南项目	2021	10	昆明	5	2023年
合计	沈阳项目	2022	10	沈阳	6	2023年
	比利时二片罐项目 (一期、二期)	2019	-	比利时	-	2022年
国内新增二片罐产能			100+			
国外新增二片罐产能			40+			

数据来源: 各公司公告, 琅琊区经济开发区官网、中国基建报, 华福证券研究所

3.2 二片罐驱动营收增长, 期待格局优化盈利改善



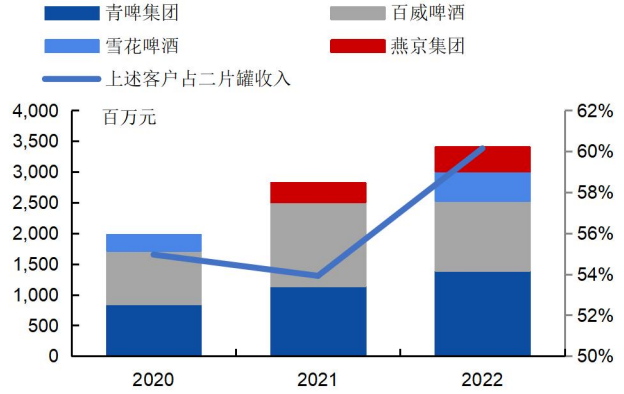
近年来公司二片罐营收保持较快增长，盈利主要受铝价波动影响。营收方面，公司自 2012 年开始进入二片罐行业，通过并购、自建等方式已逐步完成对二片罐的全国性布局，近年来公司二片罐业务收入增长显著，2012-2022 年二片罐收入 CAGR 达 47.2%。客户方面，公司二片罐客户包括青岛啤酒、百威啤酒、雪花啤酒、燕京集团等，近年来主要啤酒客户占公司二片罐营收比重逐步扩大。盈利方面，公司业绩对原材料价格变化较为敏感，公司一般提前约 2-3 个月下达马口铁、铝材采购订单，导致原材料大宗价格波动传导至公司实际生产成本的变动具有一定的滞后效应。2020-2021 年二片罐主要原材料铝材价格显著上涨，对公司二片罐毛利率、整体毛利率均造成影响；2022 年下半年铝价高位逐步回落，2023 年铝价平稳波动，公司 2023 年整体毛利率为 15.2%，同比+3.4pct，1H24 公司整体毛利率为 17.82%，较 2023 年持续修复。

图表 29: 公司二片罐营收及增速



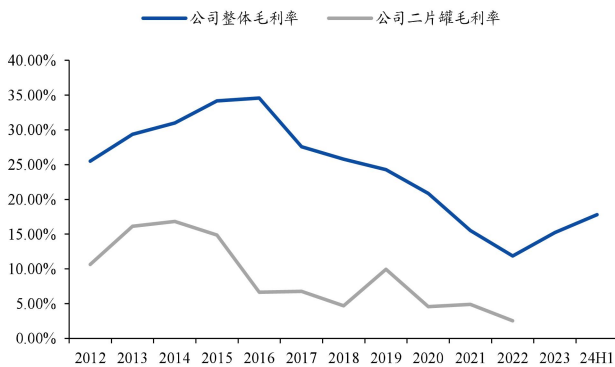
数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 30: 奥瑞金二片罐主要客户



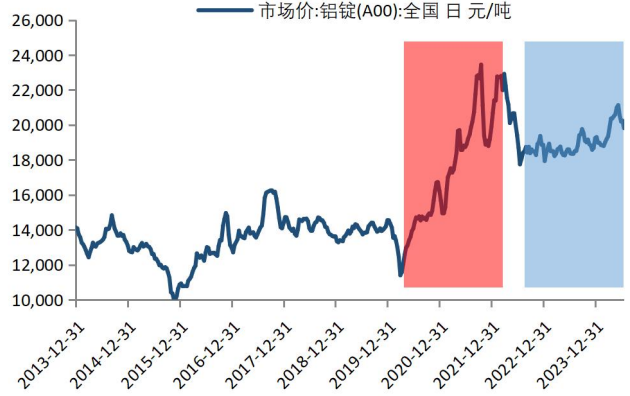
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 31: 奥瑞金二片罐及公司整体毛利率



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 32: 2022 年下半年起铝价逐步回落



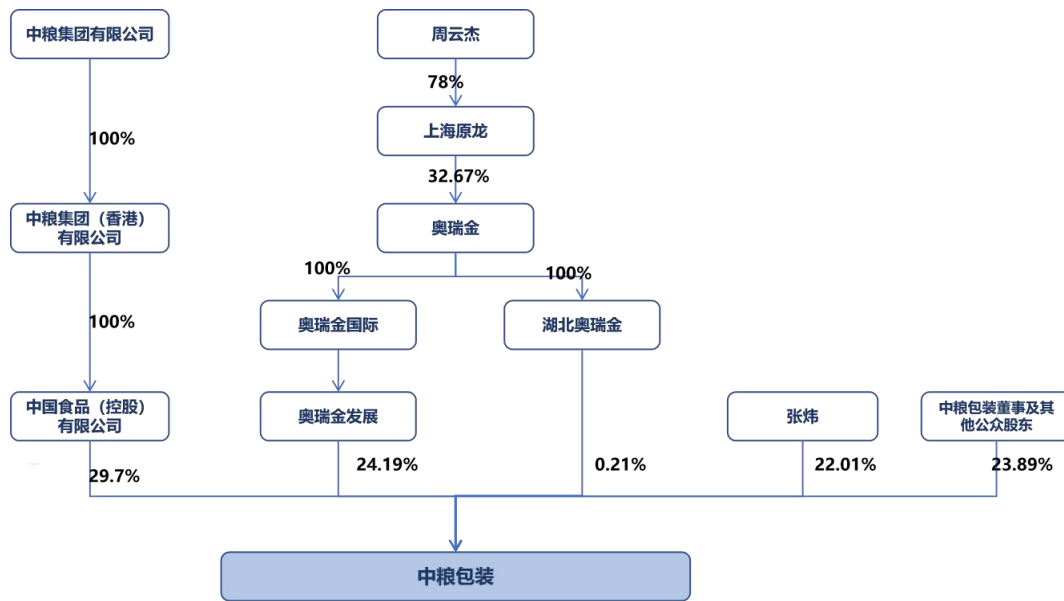
数据来源: iFind, 华福证券研究所

公司拟要约收购中粮包装，二片罐格局持续优化。奥瑞金公告重大资产购买预案摘要。公司拟通过下属华瑞凤泉有限公司的境外下属公司以每股要约股份 7.21 港元的要约价现金收购中粮包装 (0906.HK) 全部已发行 8.4 亿股，即中粮包装 75.56%



股权，整体交易对价上限为 60.7 亿港元，约合人民币 55 亿元。**若成功整合中粮包装，奥瑞金金属包装市场地位有望进一步强化：**1) 市场地位层面：通过本次要约收购，奥瑞金及中粮包装可以利用各自的资源与优势，共同开拓市场，培育境内外运营和生产基地，从而扩展全球产业链、价值链和物流链，进一步提升上市公司的国内市场和国际市场影响力，助力打造金属包装民族品牌。2) 业务层面：通过本次交易，奥瑞金将进一步夯实二片罐及三片饮料、奶粉罐的主营业务，并进一步丰富国内钢桶、气雾罐、塑胶包装等产品线，培育新的利润增长点；奥瑞金也将从技术、营销、产能、供应链等多维度与中粮包装实现优势互补，以差异化定位服务于不同需求的客户，从而进一步拓展战略客户，降低单一客户依赖。

图表 33：中粮包装股权结构图



数据来源：公司公告，华福证券研究所

根据我们的外发报告《复盘国内、对标海外，金属包装行业整合之路》，通过对比国内二片罐、国内三片罐、北美二片罐来看，由于三者 in 供求格局、客户结构、下游成熟度等方面存在差异，导致即使国内三片罐和二片罐的竞争格局相似，但行业盈利却差异明显；而北美在成熟的市场环境下，即使 TOP2 份额差距并非很大，但仍能呈现稳定的双寡头格局。展望未来，我们认为，虽然影响前次整合效果的客户结构、下游成熟度等因素均是长变量，但若未来行业进一步集中、头部企业通过兼并收购等方式实现份额显著提升，对于行业定价权的强化预计将较快体现，仍有望推动供需格局优化和盈利改善。

图表 34：国内三片罐、二片罐及北美二片罐行业对比

	国内三片罐	国内二片罐	北美二片罐
集中度	CR3 66% 奥瑞金、嘉美、昇兴；TOP3 份额较均衡	CR4 74%，奥瑞金、宝钢、中粮、昇兴；TOP4 份额较均衡	CR2 72%，波尔 41%、皇冠 31%

供需格局	供需平衡	过剩：需求/产能约 80%	-
客户结构	各自拥有核心客户，绑定程度高，合作时间长	四家均为啤酒客户供应商，绑定程度较低，合作时间较短	核心客户合作时间长
下游成熟度	较成熟	啤酒高端化较低，产业链利润分配相对较少	啤酒高端化较高，产业链利润分配相对较高

数据来源：智研咨询，共研产业咨询，BALL 官网，华福证券研究所

4 灌装及其他：布局包装一体化服务，自主品牌助力挖掘需求

布局灌装业务，深化对客户的一体化服务。公司自 2014 年公司开始布局灌装业务，具备先发优势，目前公司拥有 3 家生产制造基地，年产能约 20 亿罐，产业遍布湖北、辽宁、云南、四川地区，拥有多条国际先进的生产流水线和多套检验检测设备，产品领域涵盖碳酸饮料、茶饮料、果汁饮料、植物饮料、含乳饮料、保健饮料等。

灌装业务是公司提供一体化包装服务的重要组成部分之一，灌装事业部以“综合饮料灌装解决方案提供商”为经营理念，与国内一线品牌积极合作，包括安利、加多宝、达能、东鹏特饮、日加满、统一等，同时积极开发和培育优质客户，持续扩大市场份额。近年来公司灌装业务整体保持稳健。2014-2023 年公司灌装业务营收 CAGR 为 5.5%，毛利率波动较大。

图表 35：公司灌装营收及增速



数据来源：wind，公司公告，华福证券研究所

图表 36：奥瑞金灌装合作品牌



数据来源：公司官网，华福证券研究所

自主品牌加大创新罐形产品曝光，挖掘客户需求。其他业务方面，奥瑞金通过商业模式创新，打造了自主品牌“犀旺”运动饮料、“乐 K”精酿啤酒、“元本善粮”预制菜等，分别使用了一体化铝罐、炮弹罐、碗罐等创新包装产品，为最终消费者提供美味、健康、安全的全新体验。

同时，公司自主品牌有助于加大创新罐形的市场曝光，挖掘客户需求，如公司的“DRD 罐”用覆膜铁为原材料进行开发设计的碗型产品，适用于水果、蔬菜、干



果、海产品等；产品通过外观设计让产品富有美感和文化附加值，有别于传统冷冰冰罐头外观，为产品品牌构建新的高度，给人带来温馨、轻松的感觉，吸引消费者对产品的关注度。

图表 37: 奥瑞金自主品牌产品



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 38: 奥瑞金 DRD 罐示意图



数据来源：公司官网，华福证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

(1) 基于前文对三片罐产品未来供需格局的分析，我们判断三片罐 2024 年受终端需求增速放缓影响略有下滑，25-26 年将随需求回升、客户结构持续优化而有所增长。我们假设 24-26 年三片罐收入分别 66/68/71 亿元。二片罐随行业格局改善，终端需求持续修复，假设 24-26 年营收分别 65/73/82 亿元。

(2) 成本方面，三片罐原料马口铁 2023 年起价格下滑至低位，预计未来仍将保持低位震荡，单位成本将随公司产能协调能力提升、优质客户开拓持续推进而优化。二片罐原料铝价我们预计未来仍将温和上涨，24-26E 公司二片罐单位成本仍将有所提升，但随产能规模持续释放，规模效益逐渐凸显，单位成本增长幅度将有所收窄。故我们预计 24-26E 三片罐毛利率分别为 26.62%/27.06%/27.42%；二片罐毛利率分别为 6.93%/7.84%/9.19%。

(3) 根据公司业务发展结构，灌装业务主要系公司提供一体化服务的重要组成部分，过去几年灌装业务营收规模基本保持稳健，我们预计灌装业务 2024-2026 年规模整体持平。

综上，我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 7.8%、7.5%、8.2%，归母净利润分别同比 18.9%、12.8%、14.3%，对应 EPS 分别为 0.36 元、0.40 元、0.46 元。


图表 39: 公司业绩拆分预测表

单位: 百万元	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收	9369.16	10561.01	13884.98	14067.07	13,842.84	14925.92	16052.30	17362.95
yoy	14.6%	12.7%	31.5%	1.3%	-1.6%	7.8%	7.5%	8.2%
营业成本	7092.99	8356.98	11729.18	12399.02	11733.6	12,627.6	13,530.1	14,546.5
yoy	16.9%	17.8%	40.4%	5.7%	-5.4%	7.6%	7.1%	7.5%
毛利率	24.29%	20.87%	15.53%	11.86%	15.24%	15.40%	15.71%	16.22%
分业务营收								
金属包装产品及服务	8234.14	10,074.94	11,937.08	12,077.09	12,038.67	13,039.07	14,078.63	15,298.14
其中: 三片罐	5725.51	6,471.94	6694.87	6409.46	6570.34	6570.17	6820.53	7114.63
二片罐	2508.63	3,603.00	5242.21	5667.63	5468.33	6468.90	7258.10	8183.51
灌装	150.24	164.11	186.33	149.88	150.67	150.67	150.67	150.67
其他	985	322	1,762	1,840	1,654	1,736	1,823	1,914
分业务成本								
金属包装产品及服务	5971.14	7811.44	9922.81	10547.48	10012.80	10,841.71	11,663.76	12,594.88
其中: 三片罐	3711.89	4373.09	4937.46	5024.38	4894.26	4821.09	4974.86	5163.50
二片罐	2259.25	3438.34	4985.34	5523.10	5118.54	6020.62	6688.91	7431.38
灌装	124.85	132.96	140.53	145.99	160.9	148.00	146.52	145.79
其他	997	412.6	1665.8	1705.6	1559.9	1637.9	1719.8	1805.8
分业务毛利率								
金属包装产品及服务	27.48%	22.47%	16.87%	12.67%	16.83%	16.85%	17.15%	17.67%
其中: 三片罐	35.17%	32.43%	26.25%	21.61%	25.51%	26.62%	27.06%	27.42%
二片罐	9.94%	4.57%	4.90%	2.55%	6.48%	6.93%	7.84%	9.19%
灌装	16.90%	18.98%	24.58%	2.60%	-6.77%	1.77%	2.76%	3.24%
其他	-	-	5.43%	7.31%	5.66%	5.66%	5.66%	5.66%

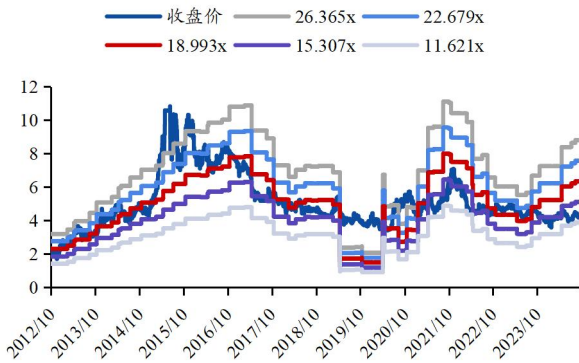
数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

5.2 投资建议

公司作为金属包装龙头企业, 三片罐营收稳健, 与主要客户拥有长期稳定良好的关系, 并持续优化及拓展客户结构; 二片罐业务全国布局具备规模优势, 未来若中粮包装股权收购落地, 头部集中度将持续提升, 公司有望受益行业议价权及盈利中枢提升。我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 7.8%、7.5%、8.2%, 归母净利润分别同比 18.9%、12.8%、14.3%。

我们选取与公司同为金属包装行业内龙头的昇兴股份, 宝钢包装作为可比公司, 二者 2024 年 PE 平均值为 17X, 高于公司目前 13X 的估值水平。我们认为, 公司作为金属包装行业龙头, 未来如果二片罐格局进一步改善带动行业盈利修复, 龙头企业有望率先受益, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 40: 公司上市以来估值水平



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 41: 公司 2018 年以来市值波动



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 42: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价(元)		EPS(元)			PE(倍)			
		2024/10/9	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002752.SZ	昇兴股份	5.2	0.34	0.47	0.56	0.64	15.19	11.09	9.33	8.18
601968.SH	宝钢包装	5.06	0.19	0.22	0.27	0.32	26.59	22.58	18.71	15.61
	平均值						20.89	16.83	14.02	11.89
002701.SZ	奥瑞金	4.72	0.3	0.36	0.40	0.46	13.75	13.19	11.69	10.23

数据来源: wind 一致预期, 华福证券研究所; 其中奥瑞金为华福轻工团队预测

6 风险提示

(1) 行业整合不及预期风险。若奥瑞金收购中粮包装股权进程不及预期, 行业格局波动将影响公司盈利能力。

(2) 原材料价格大幅上涨风险。铝在二片罐生产成本中占比超 70%, 铝价大幅波动将影响生产成本继而影响二片罐利润率。

(3) 下游需求不及预期风险。啤酒及软饮料若行业增速放缓、利润下滑, 将影响上游金属包装行业盈利。

(4) 客户集中度较高的风险: 公司对第一大客户中国红牛及其关联企业的销售收入占公司营业收入的比重较高, 如果主要客户由于自身原因或终端消费市场的重大不利变化而导致对公司产品的需求大幅下降, 公司经营业绩将受到不利影响。



图表 43: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,255	2,985	3,210	3,473
应收票据及账款	3,370	3,416	3,584	3,835
预付账款	171	189	203	218
存货	1,682	2,063	4,515	2,938
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	337	280	303	329
流动资产合计	6,815	8,934	11,815	10,793
长期股权投资	2,826	2,826	2,826	2,826
固定资产	5,058	4,976	4,960	5,002
在建工程	444	444	444	344
无形资产	510	489	477	470
商誉	59	59	59	59
其他非流动资产	694	703	713	721
非流动资产合计	9,591	9,498	9,479	9,423
资产合计	16,406	18,432	21,294	20,216
短期借款	1,830	2,960	5,333	3,645
应付票据及账款	2,195	2,457	2,628	2,803
预收款项	0	0	0	0
合同负债	110	119	128	138
其他应付款	208	208	208	208
其他流动负债	1,802	1,820	1,833	1,859
流动负债合计	6,146	7,564	10,130	8,653
长期借款	539	589	519	599
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	805	805	805	805
非流动负债合计	1,345	1,395	1,325	1,405
负债合计	7,490	8,959	11,454	10,058
归属母公司所有者权益	8,735	9,335	9,749	10,121
少数股东权益	181	139	91	37
所有者权益合计	8,916	9,473	9,840	10,158
负债和股东权益	16,406	18,432	21,294	20,216

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,507	1,317	-893	3,210
现金收益	1,558	1,663	1,815	1,977
存货影响	388	-381	-2,452	1,577
经营性应收影响	89	-9	-126	-206
经营性应付影响	-354	261	171	175
其他影响	-175	-217	-302	-313
投资活动现金流	-312	-227	-280	-224
资本支出	-605	-451	-516	-479
股权投资	-99	0	0	0
其他长期资产变化	393	224	236	255
融资活动现金流	-1,385	641	1,399	-2,724
借款增加	-140	1,180	2,302	-1,607
股利及利息支付	-465	-887	-1,138	-1,327
股东融资	12	0	0	0
其他影响	-791	348	235	210

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13,843	14,926	16,052	17,363
营业成本	11,734	12,628	13,530	14,546
税金及附加	93	93	98	105
销售费用	232	250	257	260
管理费用	563	597	618	668
研发费用	44	48	51	56
财务费用	264	230	279	302
信用减值损失	-49	-30	-30	-48
资产减值损失	-53	-55	-55	-60
公允价值变动收益	-2	-7	-4	-4
投资收益	205	230	248	268
其他收益	62	62	62	62
营业利润	1,076	1,280	1,440	1,642
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	26	26	26	26
利润总额	1,052	1,256	1,416	1,618
所得税	313	377	425	485
净利润	739	879	991	1,133
少数股东损益	-35	-42	-47	-54
归属母公司净利润	775	921	1,039	1,187
EPS (按最新股本摊薄)	0.30	0.36	0.40	0.46

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-1.6%	7.8%	7.5%	8.2%
EBIT 增长率	21.7%	13.0%	14.0%	13.3%
归母公司净利润增长率	37.0%	18.9%	12.8%	14.3%
获利能力				
毛利率	15.2%	15.4%	15.7%	16.2%
净利率	5.3%	5.9%	6.2%	6.5%
ROE	8.7%	9.7%	10.6%	11.7%
ROIC	13.7%	13.1%	12.1%	15.1%
偿债能力				
资产负债率	45.7%	48.6%	53.8%	49.8%
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.8	0.9	0.7	0.9
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转天数	84	78	74	73
存货周转天数	58	53	88	92
每股指标 (元)				
每股收益	0.30	0.36	0.40	0.46
每股经营现金流	0.59	0.51	-0.35	1.25
每股净资产	3.39	3.63	3.79	3.93
估值比率				
P/E	16	13	12	10
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	16	14	13	12

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn