

# 奥瑞金 (002701.SZ)

## 金属包装行业整合在即，奥瑞金稳中求进迎拐点

### 核心观点：

- **深耕行业数十载，奥瑞金已成长为金属包装龙头。**据 wind，18-23 年公司营收从 81.8 亿元上升至 138.4 亿元，归母净利润从 2.3 亿元增长至 7.7 亿元，CAGR 分别达 11.1%、28.1%，当前在二片、三片罐行业皆处领先地位，龙头地位稳固。
- **二片罐格局变化在即，三片罐格局较稳定。**据观研天下，23 年我国二片罐市场达 267 亿元，19-23 年 CAGR 达 5.5%，其中 56% 的需求来自啤酒包装。据奥瑞金《可转债募集书》，22 年我国啤酒罐化率达 27.1%，虽较 16 年提升 2.5pct，但仍显著低于美国及英国，预计我国啤酒罐化率有望持续增长，带动行业扩容。当前对于中粮包装的收购稳步进行中，行业集中度有望进一步提升，利好龙头利润中枢上行。从三片罐来看，据智研咨询，行业 CR3 达到 66%，下游客户分布在功能饮料及植物蛋白饮料，当前中国红牛与泰国天丝案件仍未有定论，预计率先摆脱单一客户依赖，且不断丰富客户结构的企业有望拥有更高的业绩稳健性。
- **成功降低大客户依赖，积极寻找第二成长曲线。**据 Wind，奥瑞金第一大客户中国红牛销售占比由 18 年的 59.1% 下降至 23H1 的 33.7%。公司持续拓展新客户，当前显著分散了由于红牛法律纠纷可能带来的风险。据公司官网，截止 24H1 公司两片、三片罐年产能分别达 135、90 亿罐，国内生产网络全面覆盖，客户深度绑定。此外，公司早期通过对亚太及澳新市场的布局，成功为出海打下基础，预计海外空间广阔，公司境外业务利润率有望持续提升。
- **盈利预测与投资建议。**公司为金属包装龙头，通过优质供应提升份额，出海及新能源业务拓张有望带来新的增长点，预计需求承压下仍能延续业绩韧性。预计 24-26 年归母净利为 8.75/10.00/11.17 亿元，参考可比公司，给予 25 年合理估值 15 倍 PE，对应合理价值 5.86 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**宏观经济下行的风险、收购中粮包装失败的风险、原材料价格上行的风险、下游客户经营不及预期的风险。

### 盈利预测：

|              | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）    | 14,067 | 13,843 | 14,904 | 15,995 | 17,105 |
| 增长率（%）       | 0.6%   | -1.6%  | 7.7%   | 7.3%   | 6.9%   |
| EBITDA（百万元）  | 1,513  | 1,775  | 1,994  | 2,144  | 2,241  |
| 归母净利润（百万元）   | 565    | 775    | 875    | 1,000  | 1,117  |
| 增长率（%）       | -36.7% | 37.0%  | 12.9%  | 14.3%  | 11.7%  |
| EPS（元/股）     | 0.22   | 0.30   | 0.34   | 0.39   | 0.44   |
| 市盈率（x）       | 22.95  | 13.80  | 16.16  | 14.13  | 12.65  |
| ROE（%）       | 6.8%   | 8.9%   | 9.4%   | 10.0%  | 10.3%  |
| EV/EBITDA（x） | 10.34  | 7.55   | 8.06   | 7.19   | 6.58   |

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

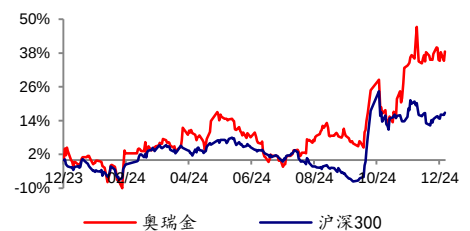
### 买入

|      |            |
|------|------------|
| 当前价格 | 5.52 元     |
| 合理价值 | 5.86 元     |
| 报告日期 | 2024-12-10 |

### 基本数据

|                   |             |
|-------------------|-------------|
| 总股本/流通股本（百万股）     | 2559/2557   |
| 总市值/流通市值（百万元）     | 14129/1411  |
| 一年内最高/最低（元）       | 5.87/3.69   |
| 30 日日均成交量/成交额（百万） | 42/23       |
| 近 3 个月/6 个月涨跌幅（%） | 29.88/26.24 |

### 相对市场表现



### 分析师：

曹倩雯



SAC 执证号：S0260520110002



021-38003621



caoqianwen@gf.com.cn

### 分析师：

张雨露



SAC 执证号：S0260518110003



SFC CE No. BNU523



021-38003692



zhangyulu@gf.com.cn

请注意，曹倩雯并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

### 联系人：

李悦瑜 021-38003784

liyueyu@gf.com.cn

## 目录索引

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 一、金属包装领军企业，龙头具备业绩韧性.....             | 5  |
| （一）深耕金属包装行业二十余载，龙头地位稳固 .....         | 5  |
| （二）股权结构集中，高管团队稳定 .....               | 6  |
| （三）消费承压下，奥瑞金作为龙头企业韧性凸显 .....         | 7  |
| 二、金属包装行业呈现寡头格局，重大整合在即 .....          | 10 |
| （一）金属包装为我国包装行业重要组成部分 .....           | 10 |
| （二）二片罐受益于啤酒罐化率提升，近年来行业持续整合 .....     | 11 |
| （三）中粮包装整合稳步进行中，二片罐行业集中度有望进一步提升 ..... | 13 |
| （四）三片罐供应格局集中，下游客户竞争格局仍在变化中 .....     | 14 |
| 三、降低大客户依赖，积极寻找第二成长曲线 .....           | 16 |
| （一）降低单一客户风险，多元拓展铸造稳定性 .....          | 16 |
| （二）国内产能布局全面，海外进展有望加速 .....           | 18 |
| （三）新能源业务整装待发，有望贡献新的盈利增长点 .....       | 22 |
| 四、盈利预测和投资建议 .....                    | 24 |
| （一）宏观经济下行的风险 .....                   | 26 |
| （二）原材料价格上行的风险 .....                  | 26 |
| （三）收购中粮包装失败的风险 .....                 | 26 |
| （四）下游客户经营不及预期的风险 .....               | 26 |

## 图表索引

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 图 1: 奥瑞金科技发展历程                | 5  |
| 图 2: 奥瑞金产品矩阵布局                | 6  |
| 图 3: 奥瑞金股权结构 (截止 2024Q3)      | 6  |
| 图 4: 奥瑞金营收及同比 (亿元, %)         | 8  |
| 图 5: 奥瑞金归母净利润及同比 (亿元, %)      | 8  |
| 图 6: 2024H1 奥瑞金各产品营收占比 (%)    | 8  |
| 图 7: 奥瑞金各产品收入及同比增速 (亿元, %)    | 8  |
| 图 8: 奥瑞金分地区营收及同比 (亿元, %)      | 9  |
| 图 9: 奥瑞金国内外收入占比 (%)           | 9  |
| 图 10: 奥瑞金毛利率与净利率 (%)          | 9  |
| 图 11: 奥瑞金各项费用率 (%)            | 9  |
| 图 12: 中国包装行业市场规模 (百亿元)        | 10 |
| 图 13: 2023 年包装细分行业累计营收占比 (%)  | 10 |
| 图 14: 金属包装行业产业链梳理             | 11 |
| 图 15: 2023 年企业纸包装业务成本结构拆分 (%) | 11 |
| 图 16: 二片罐下游需求结构 (%)           | 11 |
| 图 17: 二片罐市场规模变化 (亿元, %)       | 11 |
| 图 18: 近年中国啤酒产量变化              | 12 |
| 图 19: 我国啤酒即饮及非即饮渠道占比 (%)      | 12 |
| 图 20: 我国啤酒罐化率 (%)             | 12 |
| 图 21: 海外啤酒罐化率 (%)             | 12 |
| 图 22: 2022 年二片罐市场份额 (%)       | 13 |
| 图 23: 金属包装行业规模以上企业数量 (个)      | 13 |
| 图 24: 中粮包装股权结构 (截止 2024H1)    | 13 |
| 图 25: 中粮包装收入及利润               | 14 |
| 图 26: 中粮包装产能布局                | 14 |
| 图 27: 中国三片罐市场规模 (亿元)          | 15 |
| 图 28: 2022 年三片罐市场竞争格局 (%)     | 15 |
| 图 29: 中国功能饮料市场规模              | 15 |
| 图 30: 2022 中国功能饮料市占率 (终端销售额)  | 15 |
| 图 31: 植物蛋白饮料市场规模 (亿元)         | 16 |
| 图 32: 2021 年植物蛋白饮料市场竞争格局 (%)  | 16 |
| 图 33: 奥瑞金前五大客户占比 (%)          | 17 |
| 图 34: 奥瑞金前五大客户销售情况            | 17 |
| 图 35: 奥瑞金灌装服务营收规模             | 17 |
| 图 36: 奥瑞金二维码营销                | 17 |
| 图 37: 奥瑞金国内产能布局地图             | 19 |
| 图 38: 2023 年奥瑞金产能占比 (%)       | 20 |
| 图 39: 奥瑞金金属包装产品产量及销量          | 20 |
| 图 40: Jamestrong 财务情况 (亿元)    | 21 |

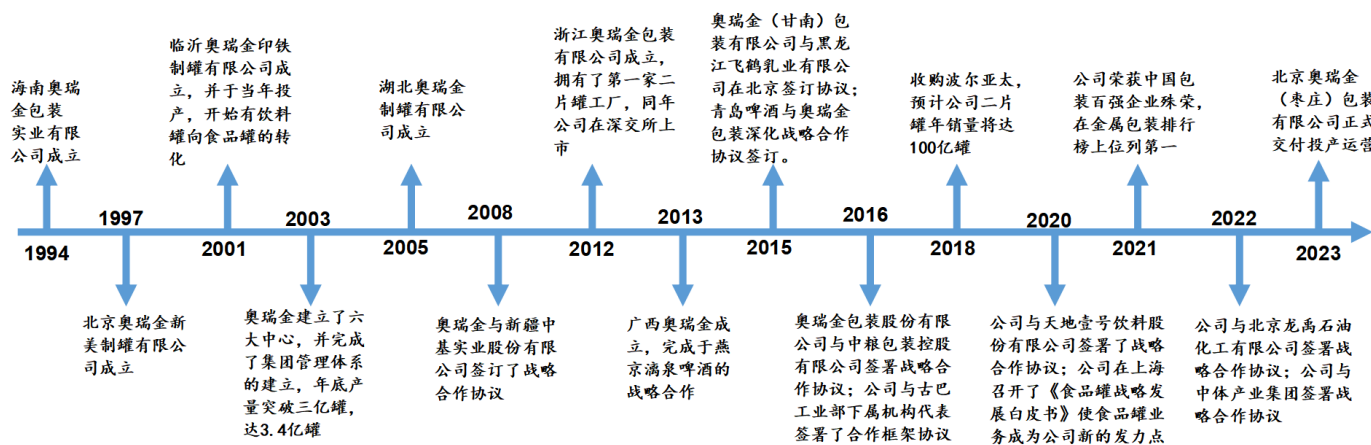
|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 图 41: 奥瑞金境外业务收入及增速 .....                     | 21 |
| 图 42: 22 年波尔饮料包装各地区占有率情况 (%) .....           | 22 |
| 图 43: 波尔及皇冠控股分地区收入拆分 .....                   | 22 |
| 图 44: 波尔&皇冠销售毛利率 (%) .....                   | 22 |
| 图 45: 奥瑞金分业务毛利率 (%) .....                    | 22 |
| 图 46: 奥瑞金枣庄新能源电池结构件生产基地 .....                | 23 |
| 图 47: 合作伙伴卫蓝新能源基地建设 .....                    | 23 |
|                                              |    |
| 表 1: 奥瑞金董事会及高管人员简介 .....                     | 7  |
| 表 2: 2020-2023H1 公司前五大客户分布 .....             | 16 |
| 表 3: 奥瑞金全国工厂主要客户及产能大致情况 .....                | 18 |
| 表 4: 波尔亚太各工厂财务指标 (万元) .....                  | 20 |
| 表 5: 奥瑞金核心业务拆分 (百万元, %) .....                | 24 |
| 表 6: 奥瑞金可比公司估值对比 (截至 2024 年 12 月 10 日) ..... | 25 |

## 一、金属包装领军企业，龙头具备业绩韧性

### （一）深耕金属包装行业二十余载，龙头地位稳固

奥瑞金前身为海南奥瑞金包装实业有限公司，当前领跑金属包装行业。奥瑞金于1994年在海南省成立，1997年在北京建立集团总部，2003年年底，经过持续地扩产及效率提升，产量成功突破三亿罐。公司历经多年发展，于2012年成立第一家二片罐工厂，有效增强了自身在业内的竞争力，并于同年成功在深交所上市，为我国金属包装行业首家A股上市公司。此后，公司持续拓客，先后与飞鹤乳业、青岛啤酒、漓泉啤酒等知名客户达成战略合作协议，行业知名度不断扩大。此外，伴随订单的增长，公司持续扩大生产规模，自身不断降本增效的同时，于2018年完成对波尔亚太的收购，收购完成后预计公司二片罐销量再上台阶，内生与外延并驾齐驱，交付能力得到明显提升。此外，奥瑞金在原有二片、三片罐生产业务基础上，将业务领域拓展至包装设计、灌装服务、智能包装综合服务等新领域，全面提升综合实力。公司于2021年荣获中国百强包装企业并位居金属包装细分行业第一，当前奥瑞金已成功搭建辐射全国的销售网络，其金属包装龙头地位稳固。

图1：奥瑞金融科技发展历程



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

奥瑞金服务企业集中在食品饮料行业，主要产品为金属二片罐和三片罐。其中，从细分产品来看，二片罐原材料主要为铝材，由罐身和顶盖两部分组成，其较好的密封性使其多应用于啤酒、碳酸饮料等领域；三片罐核心原料为马口铁，由罐身、顶盖、底盖三部分组成，多应用于功能饮料、植物蛋白饮料、乳饮料、食品罐头等。据奥瑞金官网显示，截至24H1，公司两片罐事业部目前拥有14家生产制造基地，年产能135亿罐；三片罐事业部拥有14家生产制造基地，年产能约90亿罐。此外，据奥瑞金官网显示，公司长期服务的食品饮料品牌包括红牛、战马、东鹏特饮、安利、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、伊利、蒙牛、燕之屋、大洲新燕、露露、旺旺等。

图2：奥瑞金产品矩阵布局

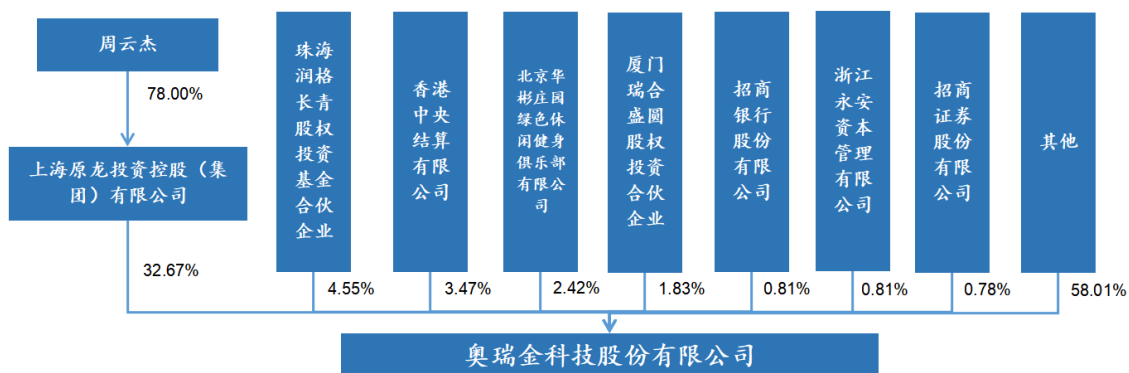


数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

## （二）股权结构集中，高管团队稳定

奥瑞金实控人持股比例较高，高管团队成员稳定。据Wind数据显示，截止2024年Q3，公司实际控制人周云杰通过78.00%的股权控制上海原龙投资控股（集团）有限公司持有奥瑞金32.67%的股份，为公司第一大股东。此外，周云杰先生为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、北京市优秀企业家担任公司董事长、现任公司董事长，深耕包装行业，对行业有较深刻的理解及前瞻的决策眼光，与现任副董事长周原系父子关系。公司现任管理层均具有较高学历背景，从业经验丰富，且在公司任职多年，核心管理团队较为稳定，有利于公司长期战略规划部署和持续的发展。

图3：奥瑞金股权结构（截止2024Q3）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表1：奥瑞金董事会及高管人员简介

| 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，现任奥瑞金科技股份有限公司董事长。                                                                                                                               |
| 周原  | 副董事长、董事    | 1987年出生，硕士学位。现任奥瑞金科技股份有限公司董事、副董事长，同时兼任奥瑞金科技股份有限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，硕士学位。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。现任奥瑞金科技股份有限公司总经理、董事，同时兼任奥瑞金科技股份有限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。                                                                      |
| 周云海 | 董事、副总经理    | 1970年出生，本科学历。现任奥瑞金科技股份有限公司深加工产品事业部总经理、公司董事。                                                                                                                                                                           |
| 马斌云 | 副总经理       | 1969年出生，硕士学位。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月加入奥瑞金科技股份有限公司，现任奥瑞金科技股份有限公司二片罐及灌装事业部总经理。                                                                                                                     |
| 陈玉飞 | 副总经理       | 1972年出生，大学学历。1997年加入奥瑞金科技股份有限公司，曾任技术检验部部长、技术中心总监、制造中心总经理等，现任奥瑞金科技股份有限公司三片罐事业部总经理。                                                                                                                                     |
| 张少军 | 副总经理       | 1972年出生，硕士学位。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。现任奥瑞金科技股份有限公司副总经理，同时兼任奥瑞金科技股份有限公司控股股东上海原龙投资控股（集团）有限公司董事。 |
| 高树军 | 董事会秘书、副总经理 | 1969年出生，硕士学位。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。现任奥瑞金科技股份有限公司董事会秘书、副总经理。                                                                                                                                            |
| 高礼兵 | 财务总监       | 1977年出生，本科学历，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年加入奥瑞金科技股份有限公司，现任奥瑞金科技股份有限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。                                                                                          |

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

### （三）消费承压下，奥瑞金作为龙头企业韧性凸显

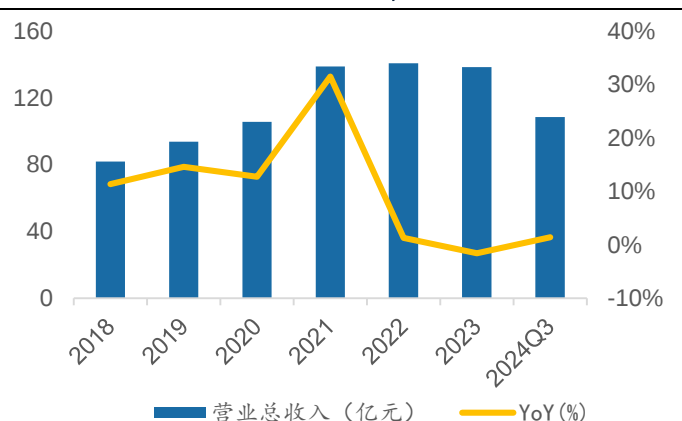
公司营收稳定，利润表现亮眼。据Wind，回顾2018-2023年，公司营收从81.75亿元上升至138.43亿元，期间CAGR为11.11%；归母净利润从2.25亿元增长至7.75亿元，期间CAGR为28.06%。

其中，公司2019年归母净利产生较大波动，同比增长203.15%，主要系18年奥瑞金联营公司中粮包装年度审计报告被出具保留意见，奥瑞金经内部评估后计提相关资产减值5.01亿元，且公司核心客户陷入法律诉讼风波，导致18年整体利润基数较低；同时，公司于19年触底反弹，19Q4完成对波尔亚太两片罐业务的并表整合，低基数加业务整合共同带来19年业绩的高速增长。然而20年以来，行业自身增长放缓叠加下游消费受疫情影响，竞争加剧引发价格战，行业收入、利润出现波动，奥

瑞金业绩同样在此期间受到影响。23年以来，公司收入端同比未见明显好转，但从利润端表现来看，公司作为行业龙头，已率先走出价格战泥潭，成功与小企业拉开差距，23年公司归母净利润同比增长37.05%，公司顶住行业压力，利润表现亮眼，韧性凸显。

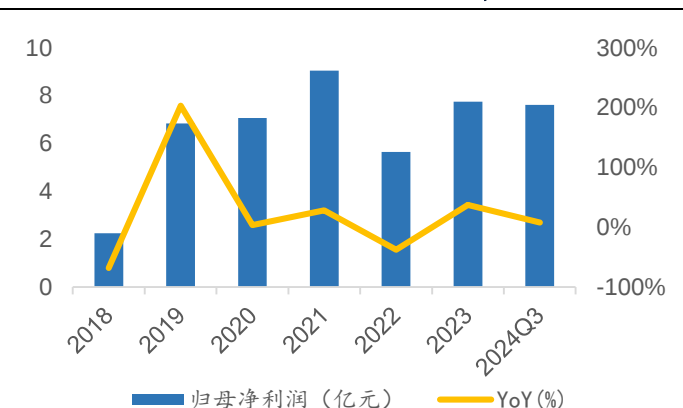
今年以来，国内经济及金属包装行业运行总体平稳，公司围绕自身主营业务，持续推进金属包装产品的创新研发、生产、销售及智能化综合服务。据Wind，2024年前三季度奥瑞金实现营收108.57亿元，同比增长1.4%；实现归母净利润7.61亿元，同比增长7.74%，由于24H1下游消费缓慢复苏，公司生产运营环境基本稳定，利润率已实现明显回暖，全年预计维持稳健增长态势。

图4：奥瑞金营收及同比（亿元，%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

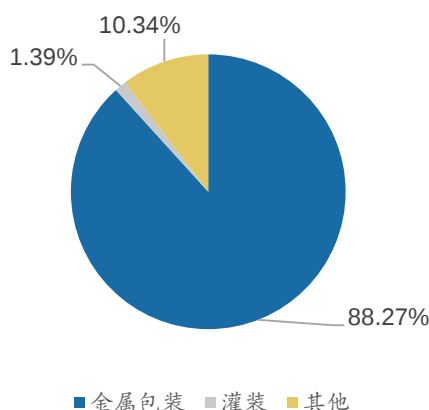
图5：奥瑞金归母净利润及同比（亿元，%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

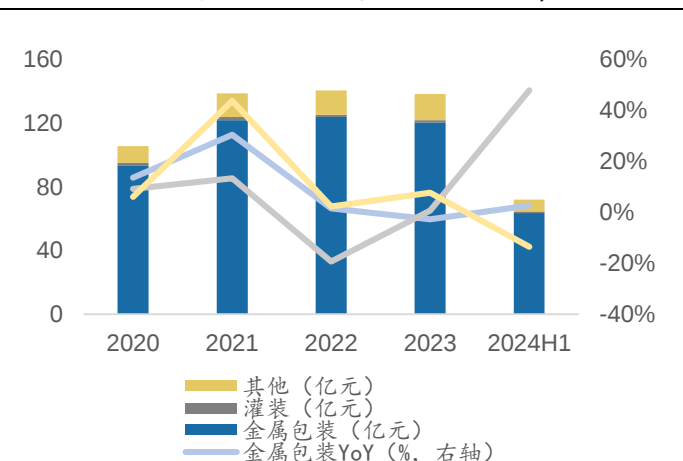
分产品看，金属包装产品及服务为公司主要营收来源。公司收入主要由金属包装产品及服务、灌装、其他三部分业务构成。据公司24年半年报，截止2024H1，公司金属包装产品及服务销售实现收入63.6亿元，占比达88.27%，为公司第一大收入来源；灌装业务在24H1实现收入1.0亿元，占比达1.39%，占比相对较小。具体来看，公司聚焦二片及三片罐核心业务，金属包装增速于24H1达到2.66%，保持稳定；灌装业务收入于24H1突破亿元，仍然快速增长中，增速达到48.49%。公司通过优化客户结构、拓展产品领域，保持了整体盈利能力的长期稳健。

图6：2024H1奥瑞金各产品营收占比（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

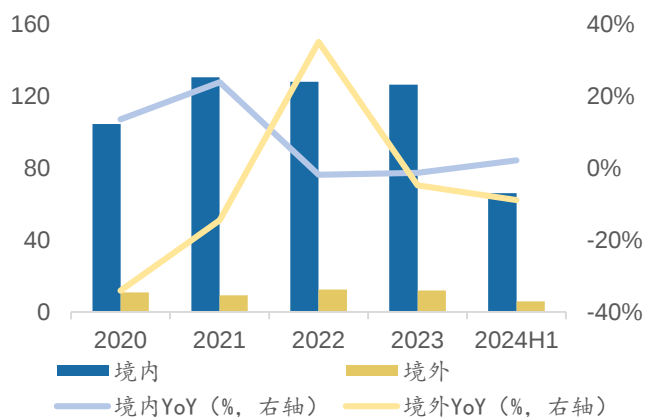
图7：奥瑞金各产品收入及同比增速（亿元，%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

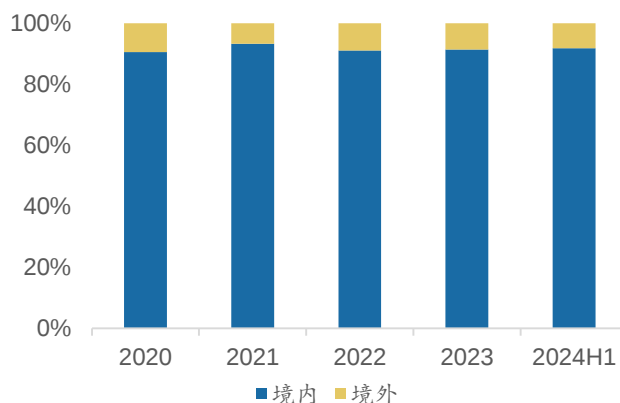
公司当前以国内销售为主。据公司24年半年报，2024H1公司国内地区实现营收66.15亿元，同比增长2.14%，占比达91.80%，为公司当前核心发展区域；公司国外地区实现营收5.91亿元，同比降低8.86%，占比达8.20%。2020年至2024H1，公司国内收入占比均保持在90%以上，但随着奥瑞金海外投产及业务布局的加快，未来出海市场有望支撑公司第二成长曲线。

图8：奥瑞金分地区营收及同比（亿元，%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

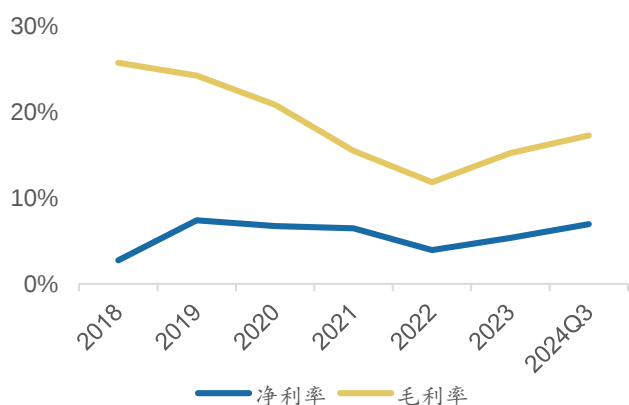
图9：奥瑞金国内外收入占比（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

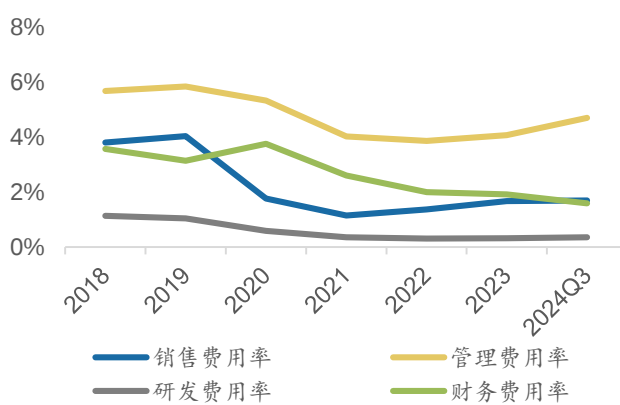
各项费用率控制良好，利润率稳定回升。从毛利率和净利率来看，2020年开始，由于行业整合，竞争加剧和宏观环境影响，叠加原料市场价格水平上行，公司利润承压。2023年疫后消费市场回暖，奥瑞金利润改善，毛利率与净利率均得到明显修复。从各项费用率来看，公司销售、财务、研发费用率于18年以来呈现整体下行趋势，管理费率在可控范围内波动，预计公司费用投放精准度不断加强，预计整体费用率水平维持较为稳定。长期看行业整合、原料价格稳定、下游客户订单回暖，奥瑞金盈利中枢水平有望上移。

图10：奥瑞金毛利率与净利率（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图11：奥瑞金各项费用率（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

## 二、金属包装行业呈现寡头格局，重大整合在即

### （一）金属包装为我国包装行业重要组成部分

我国包装行业市场庞大，当前需求趋于稳定。随着疫情修复，包装行业市场规模在2021年明显修复，同比增长高达19.64%。近年随着网购的普及和人们消费习惯的成型，包装市场的需求量逐渐趋于稳定，增速开始放缓，市场规模从2019年的10033亿元成长为2023年的11539亿元，CAGR达到3.56%。预计2024年保持平稳增长，市场规模有望达到11950亿元。

金属包装是我国包装行业的重要组成部分。据中国包装联合会数据显示，在2023年，我国金属包装容器制营收占包装行业整体的13.05%，位于第四名，整体小于塑料薄膜与纸包装制造，与塑料包装制造相近。当前行业内新型包装材料不断涌现，但金属包装作为传统材料，在行业内仍然占据重要地位，是包装市场不可或缺的组成。

图12：中国包装行业市场规模（百亿元）

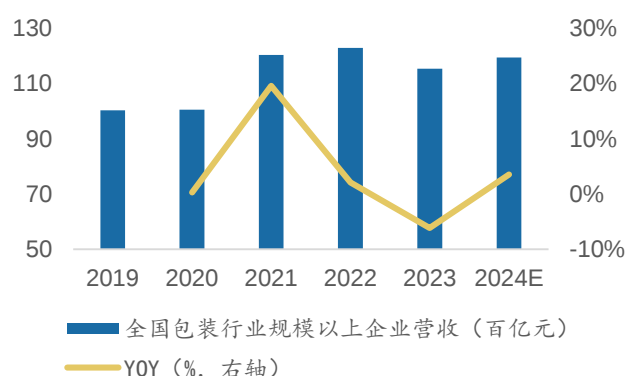
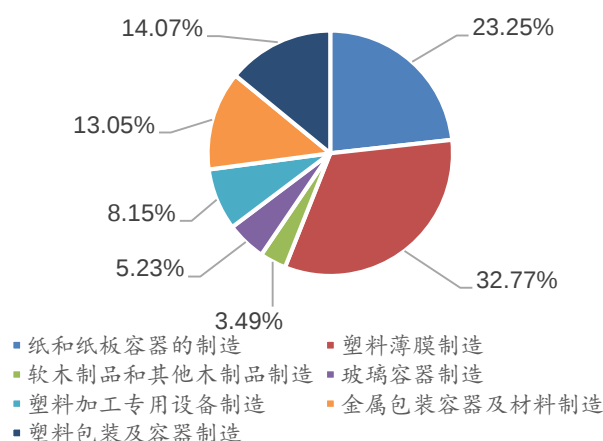


图13：2023年包装细分行业累计营收占比（%）



数据来源：中国包装联合会、中商产业研究院、广发证券发展研究中心

数据来源：中国包装联合会、广发证券发展研究中心

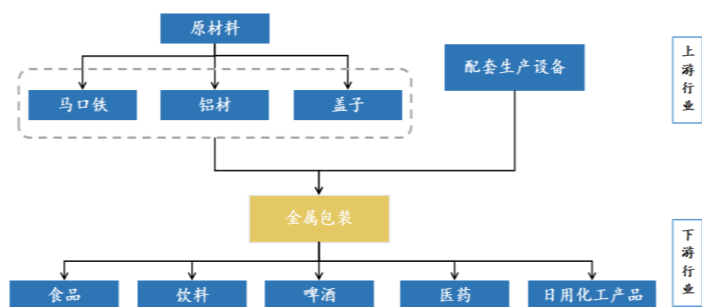
金属包装企业位处行业中游，议价能力不强，规模优势、库存管理、价格传导能力成为稳定利润的关键。金属包装产业链上游主要为马口铁、铝材等原材料的冶炼及加工行业，下游则主要面向饮料、食品等日用消费行业。上游原材料在成本中占比较大，且原材料价格波动具有一定的周期性。据Wind显示，2023年核心金属包装企业原材料占比多在80%以上，对上游铝、马口铁价格变动敏感程度较高，因此，与上游采购商稳定的合作、对库存及成本端的管控能力成为包装企业实现高毛利水平的关键因素。

根据公司23年年报显示，2023年度，我国包装行业规模以上企业10632家，数量同比增加772家，其中，金属包装容器行业规模以上企业928家，同比增加64家。在金属包装行业中，除少数具有绝对品牌优势的厂商能在其细分市场通过绑定大客户，跟随客户销售半径建厂，达成稳定合作并形成一定程度的寡头竞争格局外，其余多数金属包装企业预计仍然缺乏规模效应及稳定供应的客户关系，价格竞争仍是主要

的竞争手段。

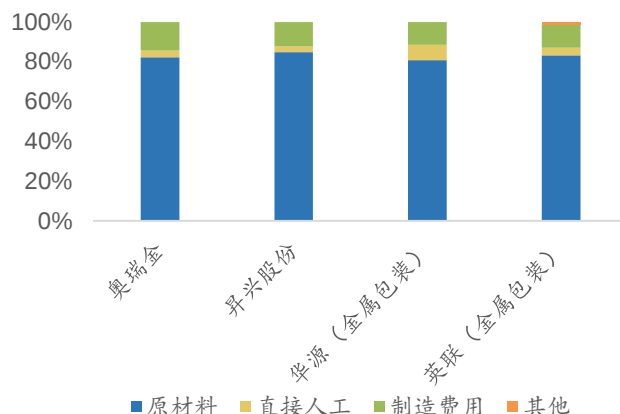
从下游结构来看，客户主要集中在食饮等日用消费领域，多为国际知名的大型企业，其供应链进入壁垒较高，且通常拥有较强的议价能力。因此，金属包装行业下游转嫁成本的空间相对有限，盈利受下游产业不利变化的影响也较大，议价能力、成本传导及一体化设计服务能力成为核心优势。

图14：金属包装行业产业链梳理



数据来源：广发证券发展研究中心梳理

图15：2023年企业纸包装业务成本结构拆分（%）

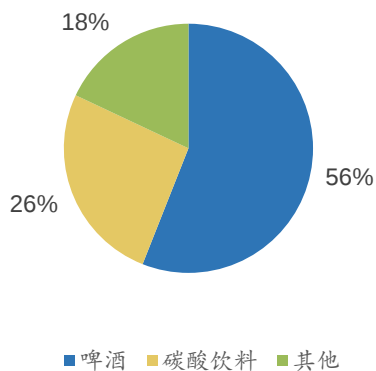


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

## （二）二片罐受益于啤酒罐化率提升，近年来行业持续整合

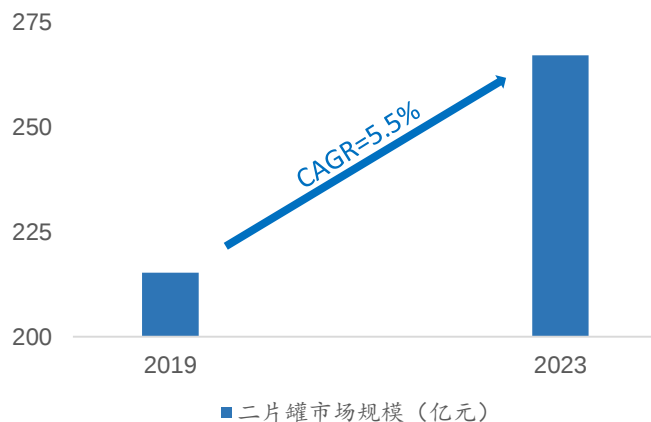
二片罐主要用于啤酒，市场规模增速稳定。二片罐的市场规模在近几年增长较为稳定，据观研天下数据所示，从金额来看，截至2023年我国二片罐行业总规模约为267亿元，2019-2023年复合增速达到5.5%，呈现稳定增长趋势；从数量来看，2023年我国二片罐总需求量约为607亿罐，2019-2023年复合增速达到4.3%。二片罐下游需求结构主要来自于啤酒，碳酸饮料及其他应用。根据观研天下数据所示，啤酒的需求占比最大，达56%；碳酸饮料需求也相对较多，占比达到26%；而剩余18%来自于其他领域。

图16：二片罐下游需求结构（%）



数据来源：观研天下、广发证券发展研究中心

图17：二片罐市场规模变化（亿元，%）

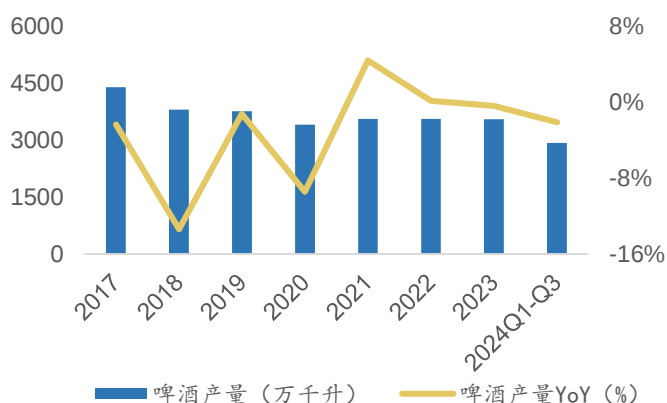


数据来源：观研天下、广发证券发展研究中心

当前我国啤酒消费略承压，影响相关企业订单增长。据Wind所示，我国啤酒产量2020年受疫情影响，同比出现下滑，2020年以后保持较为稳定。在2024年前三季度，我国啤酒行业实现产量2930万千升，同比下滑2.11%，主要是国内消费疲软，可选消费品销量承压，预计随后续内需刺激政策持续落地，啤酒等相关消费品销量有望看到一定回暖。

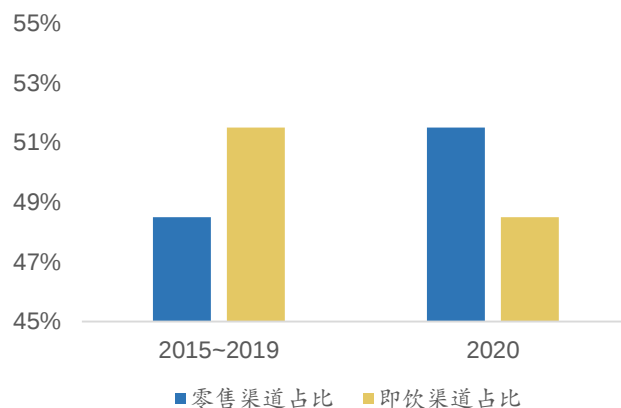
我国啤酒罐化率持续增长，且当前仍具发展潜力。虽然二片罐下游最主要行业啤酒的产量今年以来表现不佳，但在疫情的影响下，餐饮等行业受挫，消费场景由即饮主导转向为非即饮，据前瞻产业研究院，即饮渠道占比由2015至2019年期间的51.5%下降到2020年的48.5%。非即饮占比上升叠加环保政策趋严，在两大因素推动下，啤酒行业罐化率提升明显，预计对冲啤酒行业整体产量下行的风险，带动二片罐行业量增，支撑行业扩容。据奥瑞金《可转债募集说明书》显示，我国啤酒罐化率已由2016年的24.6%提升至2022年的27.1%，期间提升了2.5pct；同期美国地区啤酒罐化率由66.1%提升至72.3%，英国则是保持在65%左右的水平；全世界平均来看，啤酒罐化率也由43.6%提升至48.6%。因此，虽然我国啤酒罐化率近年来有所增长，但当前仍低于世界平均水平，且显著低于美国及英国，预计未来我国啤酒罐化率仍然存在较大的增长空间。

图18：近年中国啤酒产量变化



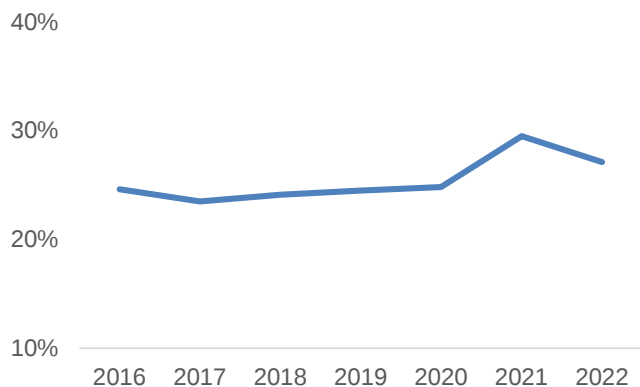
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图19：我国啤酒即饮及非即饮渠道占比 (%)



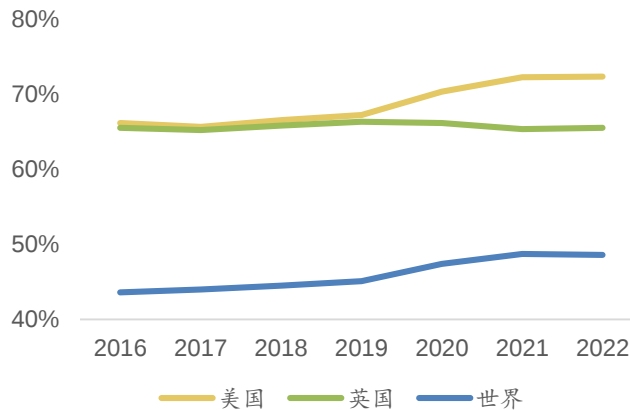
数据来源：前瞻产业研究院、广发证券发展研究中心

图20：我国啤酒罐化率 (%)



数据来源：奥瑞金《可转债募集说明》、广发证券发展研究中心

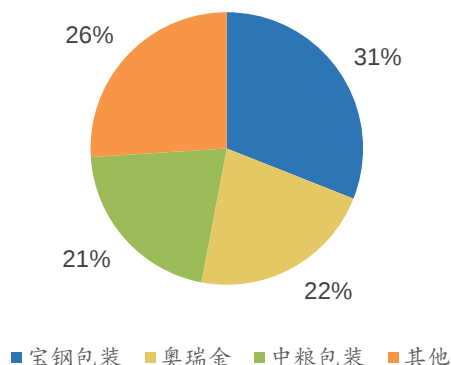
图21：海外啤酒罐化率 (%)



数据来源：奥瑞金《可转债募集说明》、广发证券发展研究中心

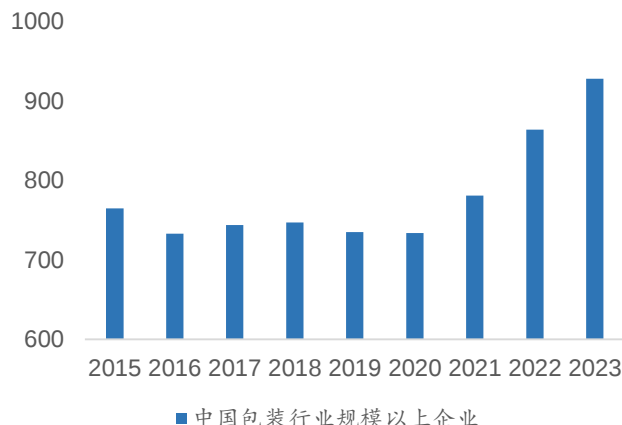
我国二片罐市场历经多次整合，龙头企业现呈现寡头格局。我国二片罐行业经过集中投资扩张与产能密集释放后已形成明显头部聚集，龙头企业凭借大规模兼并收购，构筑规模壁垒。近年来市场竞争激烈，中小企业出清，外资退出及大企业并购推进，有效提升了行业集中度。据观研天下数据所示，截至2022年，我国主要二片罐企业包括宝钢包装、奥瑞金、中粮包装，市占率分别约为31%、22%、21%，CR3接近74%，寡头竞争格局明显。

图22：2022年二片罐市场份额（%）



数据来源：观研天下、广发证券发展研究中心

图23：金属包装行业规模以上企业数量（个）

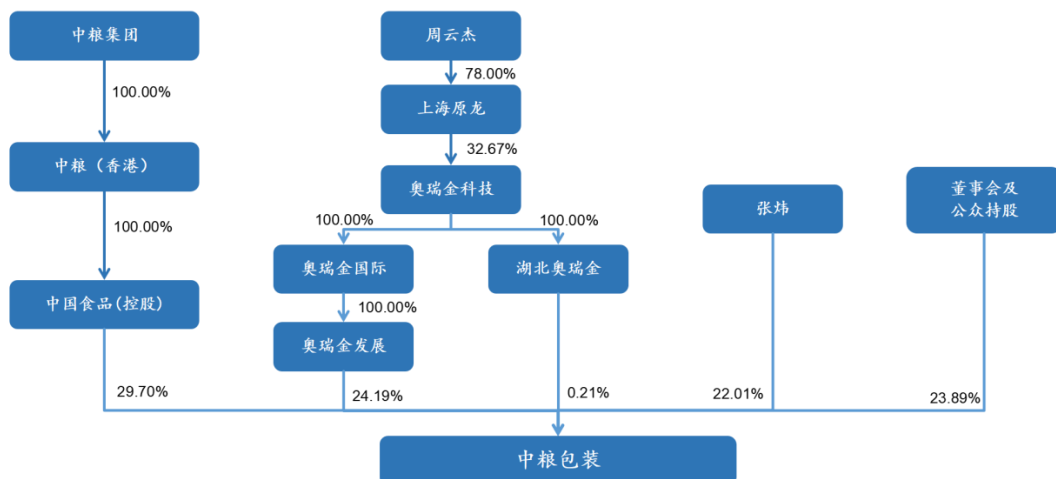


数据来源：中国包装联合会、广发证券发展研究中心

### （三）中粮包装整合稳步进行中，二片罐行业集中度有望进一步提升

中粮包装当前股权较集中，奥瑞金为第二大股东。据中粮包装2024H1报告所示，中粮24H1实现收入55.48亿元人民币，归母净利2.67亿元人民币，产品主要辐射涵盖铝制包装、马口铁包装及塑胶包装。据观研天下，2022年中粮于二片罐行业市占率达到21%，排名第三。据中粮23年年报，截止2023年12月，中粮共计运营38家境内子公司、3家合营公司、1家境外合营公司。当前中粮包装股权主要集中在中粮集团、奥瑞金、个人股东张炜、董事会及公众持股中，其中奥瑞金持股比例达到24.40%，为中粮包装第二大股东。

图24：中粮包装股权结构（截止2024H1）



数据来源：中粮包装 2024 年中期报告、广发证券发展研究中心

图25: 中粮包装收入及利润



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 26：中粮包装产能布局



数据来源：中粮包装 2023 年年报、广发证券发展研究中心

**宝钢包装、奥瑞金皆表现出对中粮的整合意愿。**根据中粮包装2023年12月6日发布的《有先决条件的自愿全面现金要约以收购中粮》公告，长平实业拟以每股6.87港元的价格收购中粮包装全部在外已发行股份，长平实业的实际控制人为宝武集团，宝武同时也是宝钢包装的实际控制人，若长平实业并购完成，宝武集团将同时控制中粮包装和宝钢包装。与此同时，奥瑞金同样有意参与行业整合，2023年12月12日奥瑞金发布《筹划重大资产重组的公告》，公司境外下属子公司华瑞风泉拟以每股7.21港元的要约价收购中粮包装全部已发行股份，并与个人股东张炜订立不可撤销的承诺接受要约，该价格略高于此前宝武的收购价格。

**宝钢包装未能满足要约条件，奥瑞金已通过多方反垄断调查。**宝武集团于2024年7月15日即获得国家市场监管总局的反垄断许可，对于中粮的收购虽然具有一定的先发优势，但2024年9月，宝武仅获得中粮第一大股东中国食品的29.7%的股权及公开市场上约1.20%，共计30.9%的股权，未能达成至少获得中粮50%股权的先决要约条件。至此，宝武在未来12个月将不得再发起对中粮的要约收购，本次整合暂时停滞。而反观奥瑞金，公司本就持有中粮包装24.40%股权，叠加个人股东张炜持股部分，预计共计持股比例将首先达到46.41%，距离50%更为接近。此外，据公司11月发布的《重大资产重组的进展》表明，公司已于8月通过新西兰、中国的反垄断调查，11月11日国家发改委对本次交易涉及的境外投资项目予以备案。如果行业兼并最终结果成功落地，金属包装行业整合在即，长期看利好龙头企业话语权提升，且二片罐行业定价能力、利润率中枢皆有望上行。

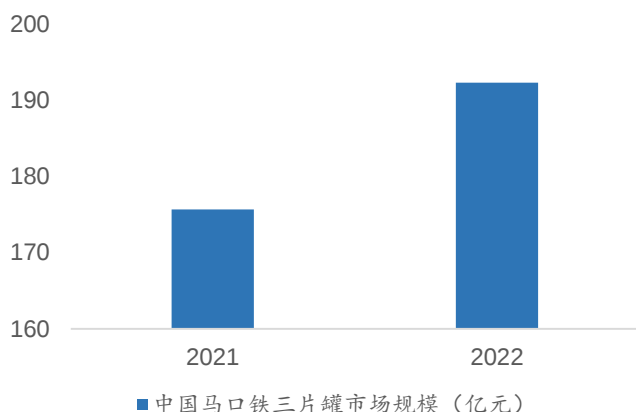
(四) 三片罐供应格局集中，下游客户竞争格局仍在变化中

三片罐行业规模基本稳定，近年有所增长。据智研咨询数据所示，从金额来看，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%；从数量来看，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。

行业市场集中度较高，前三龙头企业占据较大市场份额。我国三片罐基本与下游功能饮料及植物蛋白饮料企业绑定，因此与各大食品饮料厂有深度合作的企业更具市场竞争力，从而使得头部企业占据较大的市场份额，行业集中度较高。据智研

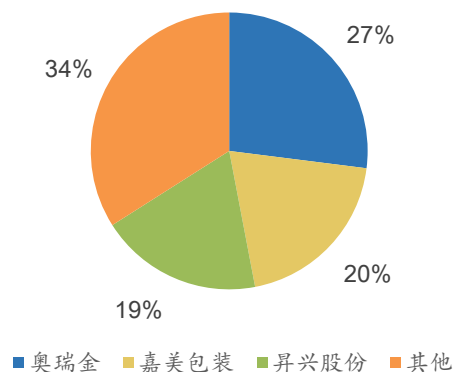
咨询数据所示，2022年国内奥瑞金、嘉美包装、昇兴股份三家企业市场份额分别为27%、20%、19%，CR3合计66%。

图27：中国三片罐市场规模（亿元）



数据来源：智研咨询、广发证券发展研究中心

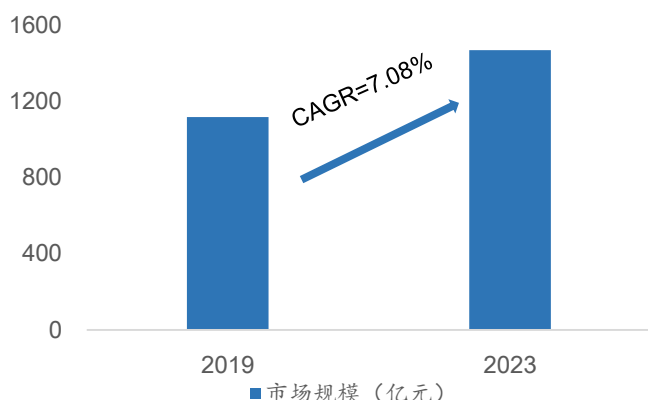
图28：2022年三片罐市场竞争格局（%）



数据来源：智研咨询、广发证券发展研究中心

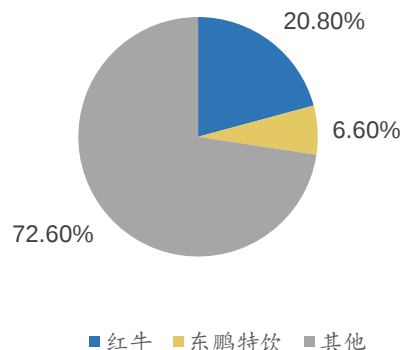
**下游主要细分功能饮料市场稳步增长。**得益于国内生活节奏的改变和消费者健康意识的提升，使得功能饮料的消费情景越来越广阔。根据智研咨询数据所示，2019-2023年中国功能饮料市场规模从1119亿元增至1471亿元，年均复合增长率达7.08%。市场规模的增大使得功能饮料行业对以三片罐为主的产品包装需求提升。

图29：中国功能饮料市场规模



数据来源：智研咨询、广发证券发展研究中心

图30：2022中国功能饮料市占率（终端销售额）

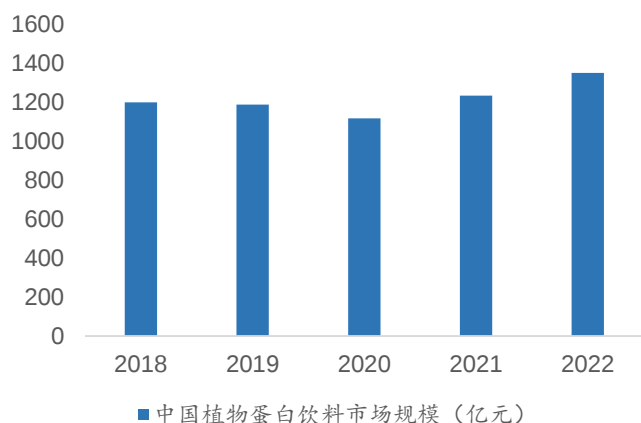


数据来源：前瞻产业研究院、广发证券发展研究中心

**功能饮料市场竞争格局较为集中，红牛市占率占较高。**三片罐下游功能饮料行业具有较高的集中度，据前瞻产业研究院，2022年我国功能饮料市场中红牛市占率达20.80%，东鹏特饮占6.6%，当前功能饮料行业市场格局仍在变化中，预计后续对大客户的持续正向绑定有望为包装企业贡献更为稳定的订单。

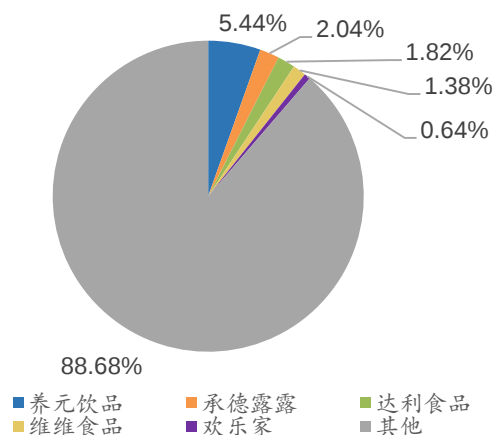
**健康高品质消费需求成为市场发展方向，植物蛋白饮料市场规模稳步增长。**据中商产业研究院，2022年我国植物蛋白饮料行业市场规模约1351亿元，同比增长9.5%。目前我国植物蛋白饮料市场竞争格局分散，行业集中率低。据中商产业研究院，2021年，养元饮品市场份额占比最高，达5.44%，CR5也仅有11.32%。

图31：植物蛋白饮料市场规模（亿元）



数据来源：中商产业研究院、广发证券发展研究中心

图 32：2021 年植物蛋白饮料市场竞争格局（%）



数据来源：中商产业研究院、广发证券发展研究中心

### 三、降低大客户依赖，积极寻找第二成长曲线

#### （一）降低单一客户风险，多元拓展铸造稳定性

公司与众啤酒公司深度合作，二片罐业务与优质客户绑定。公司自成立以来，始终坚持“包装名牌、名牌包装”的发展理念，以优质的产品质量及一体化服务能力对接客户，公司两片罐事业部已在各大一线品牌中赢得口碑，据公司可转债募集说明书，公司已经成功与青啤、百威、雪花、燕京等多家国内外知名啤酒企业实现长期合作。

三片罐方面，公司显著降低对中国红牛的依赖程度。中国红牛与泰国天丝红牛就商标归属问题持续未能达成一致，中国功能饮料市场存在多个红牛品牌共同竞争的局面，且中、泰红牛双方相互掣肘，未有真正赢家，对红牛饮料的终端销售及上游核心制罐供应商皆造成影响。据Wind数据，奥瑞金前五大客户的销售额占比从2018年的71.46%下降至2023H1的56.09%，其中，来自于第一大客户中国红牛的收入金额从48.32亿元下降至46.58亿元，明显受到红牛法律纠纷事件影响。奥瑞金也较早地意识到了客户结构单一带来的风险，因此公司持续拓展功能饮料新客户，与东鹏特饮、战马、广东健力宝等企业签署战略合作协议，红牛占比由18年的59.1%下降至23H1的33.65%，显著分散了由于第一大客户法律纠纷带来的公司整体收入下降的风险。

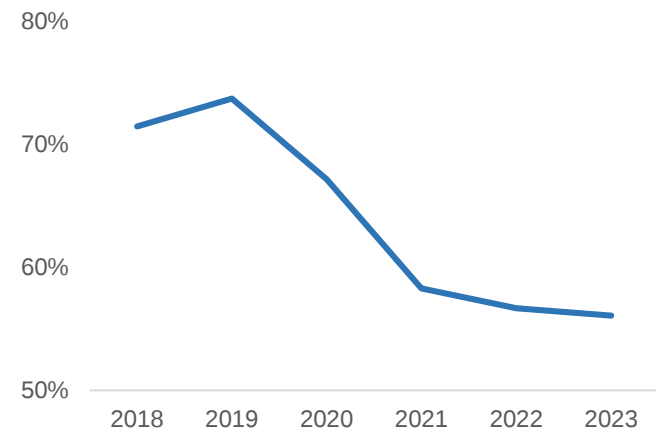
表 2：2020-2023H1 公司前五大客户分布

| 年份   | 排名 | 客户名称 | 销售产品 |
|------|----|------|------|
| 2020 | 1  | 中国红牛 | 三片罐  |
|      | 2  | 百威啤酒 | 二片罐  |
|      | 3  | 青啤集团 | 二片罐  |
|      | 4  | 雪花啤酒 | 二片罐  |
|      | 5  | 飞鹤乳业 | 三片罐  |
| 2021 | 1  | 中国红牛 | 三片罐  |
|      | 2  | 百威啤酒 | 二片罐  |

|        |   |      |     |
|--------|---|------|-----|
| 2022   | 3 | 青啤集团 | 二片罐 |
|        | 4 | 雪花啤酒 | 二片罐 |
|        | 5 | 燕京集团 | 二片罐 |
|        | 1 | 中国红牛 | 三片罐 |
|        | 2 | 百威啤酒 | 二片罐 |
|        | 3 | 青啤集团 | 二片罐 |
|        | 4 | 雪花啤酒 | 二片罐 |
|        | 5 | 燕京集团 | 二片罐 |
|        | 1 | 中国红牛 | 三片罐 |
|        | 2 | 百威啤酒 | 二片罐 |
| 2023H1 | 3 | 青啤集团 | 二片罐 |
|        | 4 | 雪花啤酒 | 二片罐 |
|        | 5 | 燕京集团 | 二片罐 |

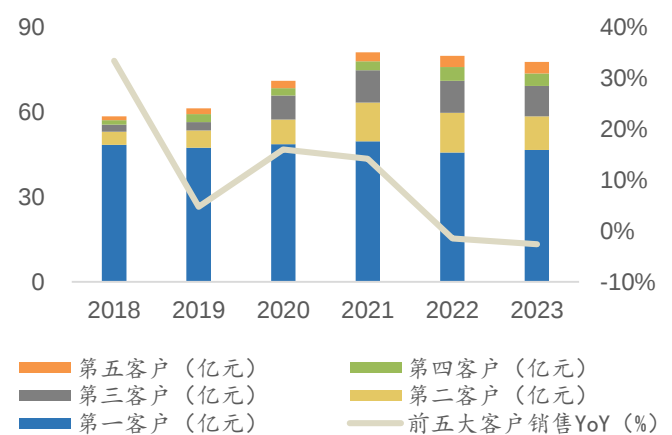
数据来源：奥瑞金《可转债募集说明书》、广发证券发展研究中心

图33：奥瑞金前五大客户占比（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

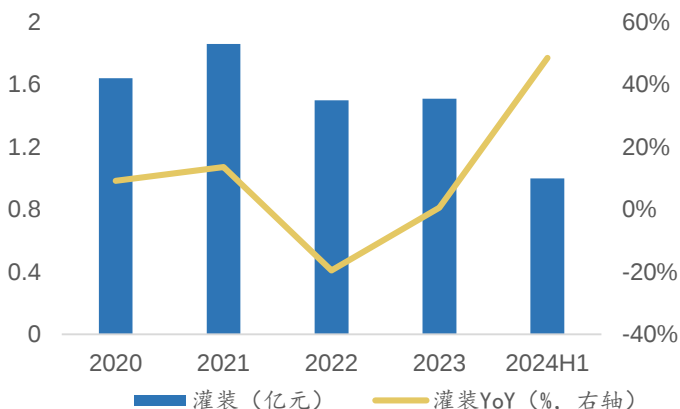
图34：奥瑞金前五大客户销售情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

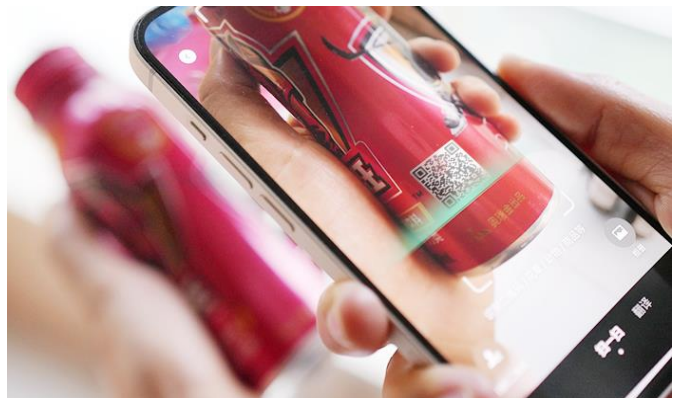
**灌装服务积极开发和培育优质客户，持续扩大营收规模。**除二片、三片核心业务外，公司灌装服务事业部与国内一线品牌积极合作，包括安利、加多宝、达能、东鹏特饮、日加满、统一等。据Wind所示，奥瑞金灌装服务在2024H1增速达48.49%。灌装服务满足客户个性化需求，差异化服务显现竞争优势。

图35：奥瑞金灌装服务营收规模



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图36：奥瑞金二维码营销



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

## (二) 国内产能布局全面，海外进展有望加速

奥瑞金采用“跟进式”生产布局模式，深度绑定核心客户。公司通过“共生型生产布局”和“贴近式生产布局”，与核心客户在空间上紧密依存，由此满足客户差异化需求，以推进战略合作达成。据2020年奥瑞金可转债募集说明书，“共生型生产布局”是指在核心客户条件允许的情况下，公司直接租用其场地进行生产；“贴近式生产布局”是指在核心客户场地有限的情况下，公司在较为经济的运输半径内为核心客户供应产品。在此模式下，公司也能够大幅降低产品和包装运输成本，有效避免金属包装体积大、重量轻、价值低的运输不经济问题。当前公司已实现全国范围内全面布局，客户遍布食品、饮料、啤酒、蛋白饮品等行业，且大多实现深入绑定。

表 3：奥瑞金全国工厂主要客户及产能大致情况

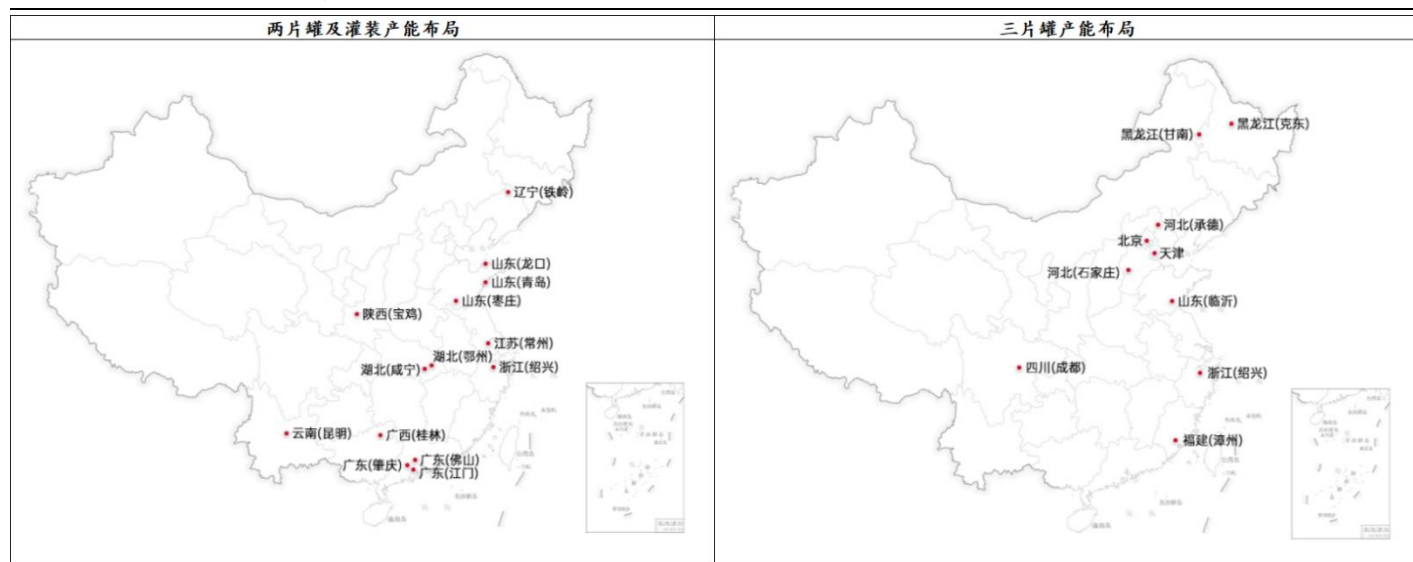
| 生产布局   | 主要客户                   | 主营业务    | 产能        |
|--------|------------------------|---------|-----------|
| 北京     | 蒙牛、伊利、飞鹤、青岛啤酒、珠江啤酒等    | 三片罐     | 6000 万只/年 |
| 临沂     | 新西兰客户                  | 三片罐     | \         |
| 湖北制罐   | 红牛、旺旺、银鹭等              | 三片罐     | 18 亿罐/年   |
| 江苏     | 红牛、旺旺等                 | 三片罐     | 11.5 亿只/年 |
| 天津     | \                      | 三片罐、二片罐 | 6 亿罐/年    |
| 龙口     | 公司配套需求                 | 三片罐     | 54 亿片/年   |
| 江苏奥宝   | 红牛、旺旺等                 | 三片罐     | \         |
| 齐齐哈尔   | 飞鹤、伊利、贝因美、辉山、太子乐、多元    | 三片罐     | 9000 万罐/年 |
| 漳州     | 燕之屋、新燕等                | 三片罐     | \         |
| 佛山     | 红牛、苏萨、泰奇、达利、可乐等        | 三片罐     | \         |
| 河北     | \                      | 三片罐     | \         |
| 浙江     | 百威、青啤、雪花、燕京、可口可乐、百事可乐等 | 二片罐     | 10 亿只/年   |
| 广东肇庆   | 百威、青啤、雪花、燕京、可口可乐、百事可乐等 | 二片罐     | 10 亿只/年   |
| 广西     | 百威、青啤、雪花、燕京、可口可乐、百事可乐等 | 二片罐     | 10 亿只/年   |
| 山东     | 百威、青啤、雪花、燕京、可口可乐、百事可乐等 | 二片罐     | 10 亿只/年   |
| 湖北包装   | 百威、达能、安利、日加满、爱洛星等      | 二片罐     | 14 亿只/年   |
| 陕西     | 百威、青啤、雪花、燕京、可口可乐、百事可乐等 | 二片罐     | 10 亿只/年   |
| 辽宁     | 红牛、加多宝、自主品牌“元本善粮”、预制菜等 | 灌装      | 5 亿罐/年    |
| 绍兴     | 佳必可、兴旺、今日、秀可、海兴等       | 三片罐     | 1.3 亿罐/年  |
| 成都     | 旺旺、达利园、建华香油等           | 三片罐     | 3.5 亿罐/年  |
| 昆明     | 加多宝                    | 灌装      | \         |
| 湖北饮料工业 | \                      | 灌装      | 7.3 亿罐瓶/年 |
| 上虞     | \                      | 覆膜铁     | 5 万吨/年    |
| 贵州     | 红牛、东鹏等                 | 三片罐、灌装  | \         |
| 福建     | 红牛等                    | 三片罐     | 4 亿罐/年    |

|    |                                |     |         |
|----|--------------------------------|-----|---------|
| 枣庄 | 青岛啤酒、可口可乐、加多宝、东鹏特饮、<br>一枝笔、战马等 | 两片罐 | 9 亿只/年  |
| 江门 | \                              | 两片罐 | 10 亿罐/年 |

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

在此模式下，奥瑞金持续推进产能布局建设。据奥瑞金官网，截止24H1，公司两片罐事业部目前拥有14家生产制造基地，年产能共计约135亿罐，生产线布局浙江、广东、广西、山东、陕西、湖北；三片罐事业部拥有14家生产制造基地，年产能共计约90亿罐，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；灌装事业部拥有3家生产制造基地，年产能约20亿罐，产业遍布湖北、辽宁、云南等地区。奥瑞金在国内各个地区均有完善生产线布局，有效配合下游客户的销售网络，实现深入绑定，一体化交付能力得到提升，与小企业拉开差距。

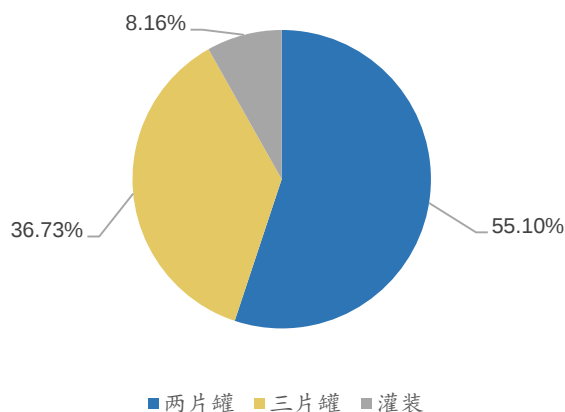
图37：奥瑞金国内产能布局地图



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

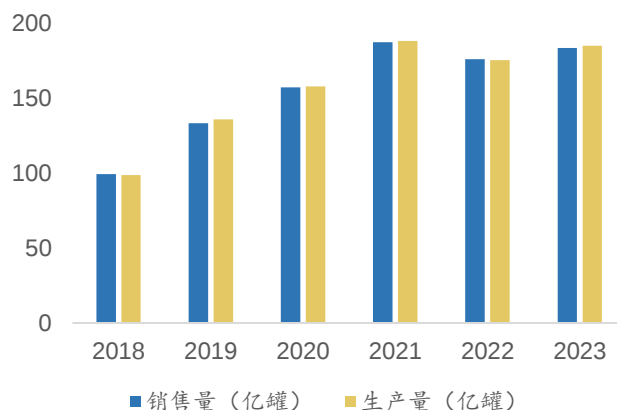
奥瑞金生产线布局完备，生产自动化、智能化，形成先进产能管理优势。据奥瑞金23年年报，截止2023年，公司金属包装产品实现产量184.73亿罐，实现销量183.23亿罐，基本保持产销相匹配。奥瑞金依靠“跟进型”生产布局模式，高覆盖率的生产线有效降低库存压力，使得产能得以高效利用。同时，公司关注自动化、智能化制造，自动化生产从局部向全部推广，譬如奥瑞金江门引进先进的设备，使用自动化控制系统，确保整条生产线以高效率、高品质运行，预计智能化成功经验有望复制到公司多条生产线，降本增效仍然存在一定空间。据Wind显示，奥瑞金成本构成中，直接人工费用占比长期维持在3%左右，处于较低水平，显示出公司优秀的产能管理能力，先进的自动化、智能化生产使得生产效率持续领先行业。

图38：2023年奥瑞金产能占比（%）



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

图39：奥瑞金金属包装产品产量及销量



数据来源：公司18-23年年报、广发证券发展研究中心

先后收购波尔亚太、Jamestrong，为奥瑞金进军海外市场打下基础。据公司2018年12月发布的《收购Ball Asia Pacific Ltd.相关公司股权》的公告，奥瑞金以自筹资金2.05亿美元收购Ball Asia Pacific Ltd.于中国包装业务相关公司股权：波尔佛山100%、波尔北京100%、波尔青岛100%，波尔湖北95.69%。

本次收购使得奥瑞金在多个方面受益。（1）**扩大客户基础**：标的资产主营二片罐及其它金属包装的制造与销售业务，与奥瑞金高度协同，其中波尔青岛将扩大奥瑞金与下游青岛啤酒等啤酒制造商的合作关系，波尔佛山与公司肇庆基地实现增强式整合，波尔湖北、波尔北京则将有效弥补公司在华中、华北区域的空白市场，继续打开公司销售渠道。（2）**实现产能、效率双增长**：据奥瑞金官网显示，奥瑞金合并波尔亚太，初交割时的两片罐年产能可为131.7亿只，而在三年后，在未对技改做出大规模投入的背景下，产能增长约8%，达到142.4亿只。此外，原波尔北京生产线于2020年5月起搬迁至宝鸡工厂，佛山3条线搬迁至江门，陕西新增2条线，青岛、浙江、广西、山东等省市生产线均获得一定规模的提速，加强公司整体产能运作效率。（3）**学习先进经验**：波尔集团的发展历程对中国包装企业有一定借鉴意义，本次奥瑞金对波尔亚太地区的整合也有望帮助公司学习海外龙头在信息化系统、内部控制、国际化市场销售等经验，本次奥瑞金完成取长补短，相互赋能的成功也为后续公司的进一步收购兼并奠定基础。

表4：波尔亚太各工厂财务指标（万元）

| 日期        | 公司   | 资产总额      | 负债总额     | 营业收入      | 净利润      |
|-----------|------|-----------|----------|-----------|----------|
| 2017      | 波尔佛山 | 140273.72 | 75219.94 | 196300.72 | -1538.67 |
|           | 波尔北京 | 28767.90  | 11016.83 | 16605.28  | -1624.55 |
|           | 波尔青岛 | 37834.41  | 14578.78 | 21971.58  | -2922.54 |
|           | 波尔湖北 | 80731.97  | 34800.32 | 71961.14  | -3361.18 |
| 2018 前三季度 | 波尔佛山 | 141057.49 | 74630.08 | 151175.90 | 1373.64  |
|           | 波尔北京 | 26907.20  | 9780.16  | 13140.53  | -624.03  |
|           | 波尔青岛 | 34333.43  | 13697.77 | 16880.53  | -2624.47 |

波尔湖北

83422.61

37165.06

60014.77

325.90

数据来源：奥瑞金《关于收购 Ball Asia Pacific Ltd.中国包装业务相关公司股权的公告》、广发证券发展研究中心

奥瑞金在21年收购Jamestrong，海外布局更进一步。据奥瑞金21年1月公告显示，奥瑞金拟以4亿元人民币收购澳洲奥润实业持有的香港景顺100%股权，从而全资控股香港景顺、Jamestrong。Jamestrong在澳洲主要从事金属食品罐包装和铝制气雾罐包装，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，其主要客户包括亨氏（Heinz）、联合利华(Unilever)、辛莱特(Synlait)等国际知名企业。此举将帮助奥瑞金开拓澳新市场，积累海外本地化运营经验。

据Wind，公司海外业务收入近年来不断增长，从18年的0.77亿元增长至23年的12.01亿元，期间CAGR达到73.04%，具备远期成长空间。

图40：Jamestrong财务情况（亿元）

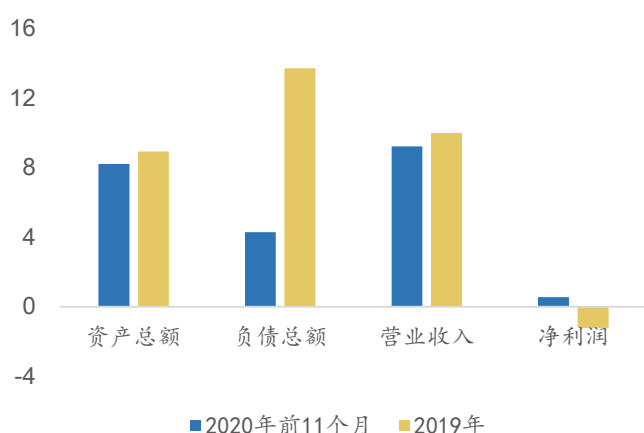
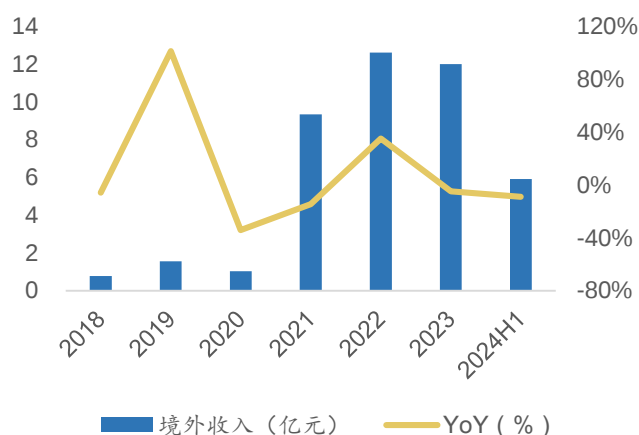


图 41：奥瑞金境外业务收入及增速



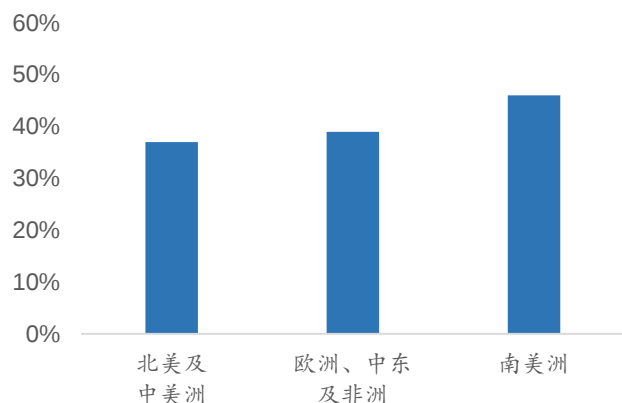
数据来源：奥瑞金《收购香港景顺》公告、广发证券发展研究中心

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

海外铝材包装渗透率仍在提升，长期看国内企业出海空间广阔，利润率中枢有望上移。据波尔官网显示，基于铝材的可循环特点及环保特征，22年在美国推出的所有新饮料中（除静态水）有84%使用铝包装，铝材已经占据绝大部分的份额。在其余市场，铝罐仍具较大潜力，其中北美和美洲中部地区2017年以来铝罐在非酒精饮料市场的渗透率上升约6pct，达到54%，在酒精饮料市场的渗透率上升约7pct，达到66%；在欧洲、中东和非洲，2018年以来铝罐在碳酸软饮料市场的渗透率上升约4pct，达到20%。

北美地区金属包装企业格局高度集中。据波尔集团官网显示，截止2022年，波尔集团在全球26个国家拥有超过60家生产基地。22年波尔实现销售总收入153.49亿美元，分别于北美洲及美洲中部地区（NCA）、欧洲&中东&非洲（EMEA）、南美洲地区（SA）实现饮料包装销售收入66.96亿美元、38.54亿美元、21.08亿美元，在上述地区市占率分别达到37%、39%及46%，处于行业龙头地位，地位较为稳固。据皇冠集团官网数据显示，皇冠与波尔在销售区域划分上略有差异，公司22年于美洲地区实现饮料包装销售收入51.26亿美元，低于波尔披露的NCA地区销售金额。虽二者披露的销售区域口径不完全一致，但据皇冠官网，22年皇冠于北美洲地区的饮料包装市场市占率排名第二。由此可以推断，波尔集团、皇冠集团分别处于北美洲地区龙一、龙二位置，北美金属包装行业呈现高度集中的格局。

图42：22年波尔饮料包装各地区占有率情况（%）



数据来源：波尔官网、广发证券发展研究中心

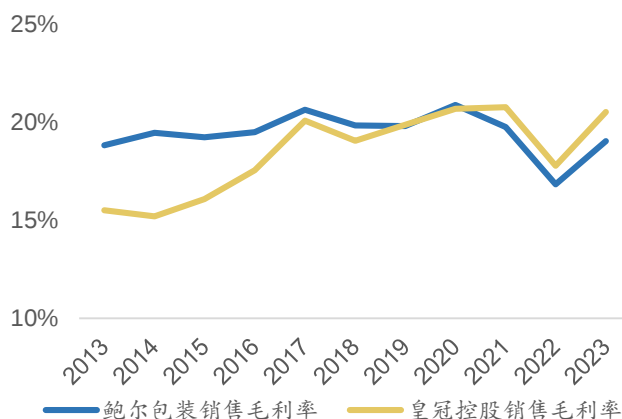
图43：波尔及皇冠控股分地区收入拆分

| 地区   |               | 2022年净销售额（百万美元） |
|------|---------------|-----------------|
| 波尔集团 | 北美洲及中部地区      | 6,696           |
|      | 欧洲、中东及非洲      | 3,854           |
|      | 南美洲           | 2,108           |
|      | 航空航天          | 1,977           |
|      | 其他业务          | 714             |
| 合计   |               | 15,349          |
| 皇冠控股 | 美洲            | 5,126           |
|      | 欧洲            | 2,114           |
|      | 亚太地区（饮料及食品包装） | 1,615           |
|      | 运输包装          | 2,545           |
|      | 其他业务          | 1,543           |
| 合计   |               | 12,943          |

数据来源：波尔 22 年年报、皇冠 22 年年报、广发证券发展研究中心

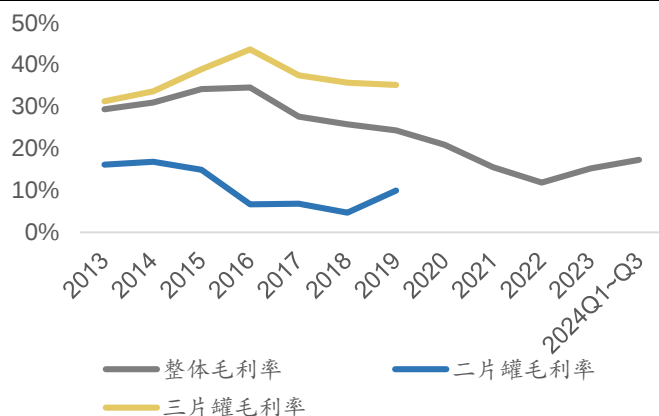
**奥瑞金出海业务利润率有望不断提升。**经过多年的整合及扩张，当前北美金属包装市场格局已基本稳定，据Wind数据显示，波尔集团作为龙头企业，13-23年毛利率基本维持在20%上下，整体较为稳定；此外，皇冠控股后来居上，21年后毛利率反超波尔。奥瑞金近年来毛利率水平受到行业价格战、原材料价格波动、下游需求疲软等影响，表现不佳。2016年奥瑞金毛利率达到历史高点，此后一路下行，24Q1-3毛利率回暖，达到17.30%。然而，细拆奥瑞金两片及三片业务可以发现，两片罐产品利润率明显拖累公司整体毛利率水平，较海外龙头企业更是存在较大差距，究其原因，我们认为国内金属包装集中度低于海外，整体话语权较弱；下游多为中国地区客户，全球型客户比例较低，客户对于单一地区经济形势变化的抗风险能力较小，导致上游包装企业难以完全向下传导价格。短期看如果二片罐行业实现成功整合，国内两片罐金属包装市场集中度有望向海外市场靠拢，龙头毛利率有进一步提升的可能性。长期来看，海外金属包装市场空间广阔，预计后续随公司海外布局进度加速，公司两片罐业务毛利率及海外业务毛利率均有望实现增长。

图44：波尔&皇冠销售毛利率（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图45：奥瑞金分业务毛利率（%）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

### （三）新能源业务整装待发，有望贡献新的盈利增长点

奥瑞金在枣庄高效建成新能源电池结构件样板产线，充分发挥公司产研优势。

在国家高度重视和政策大力支持新能源行业发展的背景下，公司在枣庄投建新能源电池精密结构件生产线项目，该项目已经获得了战略电池客户产线验收与供应商准入。同时，奥瑞金积极开发新的新能源电池客户，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。

新能源电池精密结构件投建完成或将成为公司立足新能源行业的契机，为公司创造新的业绩增长曲线。公司重要合作伙伴卫蓝新能源是中国科学院物理研究所固态电池产学的研孵化企业，在行业内具有较强竞争优势，预计与奥瑞金强强联手，为奥瑞金站稳新能源电池行业助力。据公司官网显示，截止24年10月28日，奥瑞金科技与蜂巢能源科技举行新能源电池结构件项目的投资签约仪式，标志着奥瑞金在新能源电池领域的布局再下一城，业务版图进一步扩大。

图46：奥瑞金枣庄新能源电池结构件生产基地



数据来源：公司 23 年年报、广发证券发展研究中心

图 47：合作伙伴卫蓝新能源基地建设



数据来源：卫蓝新能源官网、广发证券发展研究中心

## 四、盈利预测和投资建议

在不考虑奥瑞金收购中粮包装的影响下，基于公司在新客户拓展、产能扩张、一体化服务能力等方面的优势，以及国内食品饮料消费场景修复，海外消费空间广阔，预计公司24上半年受益于下游大客户红牛及植物蛋白饮料客户修复，下半年虽环比承压，但全年仍能维持正增长，25-26年预计内需回暖，公司出海进度加快，收入端维持稳定增速，盈利端趋势预计与收入端一致。

(1) 公司金属包装业务主要为二片及三片罐的生产及销售业务，为第一大营收来源，收入占比长期维持在85%以上。公司金属包装客户均为饮料及食品类客户，23年受国内下游消费疲软影响，整体订单下滑，导致23年金属包装业务同比减少2.8%。然而24年以来，公司第一大客户中国红牛实现复苏，虽然中国红牛与泰国天丝红牛的法律纠纷仍未有最终定论，但中国红牛在国内市场份额趋于稳定，且公司作为第一大供应商，份额也较稳定，当前受中国红牛影响已经逐渐减小。此外，公司植物蛋白饮料等领域客户表现也在24年同比转好，持续带动公司收入转正。预计25-26年公司来自于红牛的收入有望维持稳定，此外其余客户受益于国内消费刺激政策持续回暖，且公司前期通过收购波尔亚太及Jamestrong已为出海打下基础，预计海外空间广阔，公司海外金属包装业务有望实现快速增长。

毛利率层面，包装行业处于产业链中游，原材料为马口铁及铝材，原料价格波动预计对公司毛利率带来较为明显的影响，整体话语权较弱。23年国内食品饮料下游消费不佳，导致公司难以完成对下游的顺价，竞争加剧导致公司金属包装均价出现下滑，同比减少6.7%。后续来看，国内需求有望企稳上行，公司积极出海也有望帮助境外金属包装业务出厂价提升，预计24-26年公司毛利率稳中有升。

(2) 除金属包装外，其余业务整体对于收入贡献体量相对较小。2023年公司第二大业务灌装收入占比仅达到1.1%，预计24-26年仍然维持较低比例，相较金属包装业务，该业务不是公司发展的重心，24年预计在低基数上实现双位数增长，24-26年整体收入增速预计维持较为平稳。毛利率层面，23年受原料价格波动影响以及客户结构调整影响，灌装业务毛利率下降明显，预计24年开始毛利率修复至22年水平，且预计此后维持较为稳定。

(3) 费用率方面，公司在稳定国内金属包装份额的基础上，持续出海及拓展新能源业务，积极寻找第二成长曲线，预计持续投入研发及推广，24-26年整体费用率预计较为稳健。

表 5：奥瑞金核心业务拆分（百万元，%）

|             | 2022A   | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>金属包装</b> |         |         |         |         |         |
| 收入          | 12381.4 | 12038.7 | 12996.5 | 13980.5 | 14976.9 |
| 增长率(%)      | 1.5%    | -2.8%   | 8.0%    | 7.6%    | 7.1%    |
| 占比(%)       | 88.0%   | 87.0%   | 87.2%   | 87.4%   | 87.6%   |
| 毛利率(%)      | 12.5%   | 16.8%   | 16.9%   | 17.0%   | 17.0%   |

|          |         |         |         |         |         |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 销量 (万罐)  | 1758400 | 1832338 | 1933117 | 2029772 | 2121112 |
| 增长率(%)   | -6.0%   | 4.2%    | 5.5%    | 5.0%    | 4.5%    |
| 单价 (元/罐) | 0.70    | 0.66    | 0.67    | 0.69    | 0.71    |
| 增长率(%)   | 7.9%    | -6.7%   | 2.3%    | 2.4%    | 2.5%    |
| 灌装       |         |         |         |         |         |
| 收入       | 149.9   | 150.7   | 170.9   | 191.9   | 213.6   |
| 增长率(%)   | -19.6%  | 0.5%    | 13.4%   | 12.3%   | 11.3%   |
| 占比(%)    | 1.1%    | 1.1%    | 1.1%    | 1.2%    | 1.2%    |
| 毛利率(%)   | 2.6%    | -6.8%   | 3.0%    | 4.0%    | 5.0%    |
| 销量 (万罐)  | 67301   | 54303   | 58647   | 63339   | 67139   |
| 增长率(%)   | -33.5%  | -19.3%  | 8.0%    | 8.0%    | 6.0%    |
| 单价 (元/罐) | 0.22    | 0.28    | 0.29    | 0.30    | 0.32    |
| 增长率(%)   | 20.9%   | 24.6%   | 5.0%    | 4.0%    | 5.0%    |
| 合计       |         |         |         |         |         |
| 收入       | 14067.1 | 13842.8 | 14903.6 | 15995.4 | 17104.7 |
| 增长率(%)   | 1.3%    | -1.6%   | 7.7%    | 7.3%    | 6.9%    |
| 毛利率(%)   | 11.9%   | 15.2%   | 15.4%   | 15.5%   | 15.6%   |

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

(注: 盈利预测未考虑收购中粮包装)

预计公司24-26年公司收入分别为149.04、159.95、171.05亿元, 同比+7.7%、+7.3%、+6.9%,归母净利分别为8.75、10.00、11.17亿元, 同比+12.9%、+14.3%、+11.7%。公司属于金属包装龙头企业主营二片及三片罐的生产及销售业务, 选取宝钢包装、昇兴股份为可比公司。宝钢为二片罐龙头企业、昇兴为三片罐龙头企业, 二者皆在业务结构上与奥瑞金有较高的相似性。由于宝钢2022年于二片罐行业市占率排名第一, 其较早地布局出海, 在越南、柬埔寨等地均有二片罐生产基地, 且由于宝钢的国企背景, 预计在原料采购上存在一定话语权, 因此, 宝钢包装拥有一定的估值溢价。昇兴股份22年在三片罐行业市占率排名第三, 在龙头地位上略弱于宝钢, 因此估值相较宝钢也更低。考虑到奥瑞金在金属包装行业稳定的龙头地位(2022年二片罐第二名, 三片罐第一名), 以及海外拓展的潜力, 预计其合理估值应处在宝钢及奥瑞金中间水平, 给予公司25年15xPE估值, 对应合理价值5.86元/股, 给予“买入”评级。

表6: 奥瑞金可比公司估值对比 (截至2024年12月10日)

| 公司名称 | 公司代码      | 业务类型 | 市值(亿元) | 净利润 (百万元) |        |        | PE估值水平 |       |       |
|------|-----------|------|--------|-----------|--------|--------|--------|-------|-------|
|      |           |      |        | 2023A     | 2024E  | 2025E  | 2023A  | 2024E | 2025E |
| 宝钢包装 | 601968.SH | 金属包装 | 61.30  | 242.79    | 191.87 | 227.18 | 28.04  | 31.95 | 26.98 |
| 昇兴股份 | 002752.SZ | 金属包装 | 56.17  | 335.20    | 451.23 | 542.34 | 16.87  | 12.45 | 10.36 |

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(备注: 盈利预测来自 Wind 一致预测)

## 五、风险提示

### （一）宏观经济下行的风险

公司处在顺周期行业，下游客户基本分布在日用食品及饮料、啤酒等行业，宏观经济下行将对消费信心带来一定冲击，公司整体业绩有可能会受到影响。

### （二）原材料价格上行的风险

公司原材料主要为铝材和马口铁，且公司原材料在成本结构中占比较高，原料价格波动将对公司毛利率水平产生不利影响。

### （三）收购中粮包装失败的风险

当前公司对中粮包装的收购预计已领先另一竞争对手宝钢包装，但本次收购仍在进行中，最终结果未定，假设收购失败，预计将会对公司的估值带来短期扰动。

### （四）下游客户经营不及预期的风险

奥瑞金第一大客户仍为中国红牛，当前中国红牛与泰国天丝的法律纠纷未有最终定论，假设未来判决不利于中国红牛，导致其在中国功能饮料市场出现下滑，将对奥瑞金的收入及利润带来不利影响。

**资产负债表**

单位：百万元

| 至 12 月 31 日    | 2022A         | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>7,483</b>  | <b>6,815</b>  | <b>7,252</b>  | <b>7,891</b>  | <b>8,548</b>  |
| 货币资金           | 1,478         | 1,255         | 1,516         | 2,087         | 2,633         |
| 应收及预付          | 3,578         | 3,541         | 3,681         | 3,695         | 3,756         |
| 存货             | 2,070         | 1,682         | 1,723         | 1,764         | 1,805         |
| 其他流动资产         | 357           | 337           | 332           | 345           | 354           |
| <b>非流动资产</b>   | <b>9,553</b>  | <b>9,591</b>  | <b>9,394</b>  | <b>9,520</b>  | <b>9,655</b>  |
| 长期股权投资         | 2,727         | 2,826         | 2,876         | 2,926         | 2,966         |
| 固定资产           | 5,212         | 5,058         | 4,750         | 4,820         | 4,893         |
| 在建工程           | 262           | 444           | 508           | 571           | 631           |
| 无形资产           | 488           | 510           | 492           | 488           | 498           |
| 其他长期资产         | 864           | 753           | 767           | 714           | 666           |
| <b>资产总计</b>    | <b>17,036</b> | <b>16,406</b> | <b>16,645</b> | <b>17,411</b> | <b>18,203</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>6,450</b>  | <b>6,146</b>  | <b>5,947</b>  | <b>6,022</b>  | <b>6,057</b>  |
| 短期借款           | 2,090         | 1,830         | 1,710         | 1,590         | 1,470         |
| 应付及预收          | 2,567         | 2,195         | 2,382         | 2,515         | 2,608         |
| 其他流动负债         | 1,793         | 2,120         | 1,855         | 1,917         | 1,979         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>2,148</b>  | <b>1,345</b>  | <b>1,211</b>  | <b>1,227</b>  | <b>1,243</b>  |
| 长期借款           | 762           | 539           | 439           | 439           | 439           |
| 应付债券           | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 其他非流动负债        | 1,386         | 805           | 772           | 788           | 804           |
| <b>负债合计</b>    | <b>8,598</b>  | <b>7,490</b>  | <b>7,158</b>  | <b>7,249</b>  | <b>7,300</b>  |
| 股本             | 2,573         | 2,573         | 2,573         | 2,573         | 2,573         |
| 资本公积           | 1,355         | 1,346         | 1,340         | 1,340         | 1,340         |
| 留存收益           | 4,334         | 4,803         | 5,426         | 6,129         | 6,903         |
| 归属母公司股东权益      | 8,251         | 8,735         | 9,332         | 10,036        | 10,810        |
| 少数股东权益         | 187           | 181           | 155           | 126           | 94            |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>17,036</b> | <b>16,406</b> | <b>16,645</b> | <b>17,411</b> | <b>18,203</b> |

**利润表**

单位：百万元

| 至 12 月 31 日     | 2022A         | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>14,067</b> | <b>13,843</b> | <b>14,904</b> | <b>15,995</b> | <b>17,105</b> |
| 营业成本            | 12,399        | 11,734        | 12,609        | 13,511        | 14,443        |
| 营业税金及附加         | 74            | 93            | 94            | 99            | 106           |
| 销售费用            | 193           | 232           | 249           | 267           | 287           |
| 管理费用            | 543           | 563           | 678           | 733           | 800           |
| 研发费用            | 44            | 44            | 52            | 56            | 60            |
| 财务费用            | 281           | 264           | 233           | 215           | 156           |
| 资产减值损失          | -51           | -53           | -14           | -16           | -22           |
| 公允价值变动收益        | -2            | -2            | 0             | 0             | 0             |
| 投资净收益           | 204           | 205           | 209           | 227           | 243           |
| <b>营业利润</b>     | <b>809</b>    | <b>1,076</b>  | <b>1,247</b>  | <b>1,392</b>  | <b>1,545</b>  |
| 营业外收支           | -10           | -24           | -16           | -15           | -17           |
| <b>利润总额</b>     | <b>800</b>    | <b>1,052</b>  | <b>1,231</b>  | <b>1,377</b>  | <b>1,528</b>  |
| 所得税             | 243           | 313           | 381           | 406           | 443           |
| <b>净利润</b>      | <b>556</b>    | <b>739</b>    | <b>849</b>    | <b>971</b>    | <b>1,085</b>  |
| 少数股东损益          | -9            | -35           | -25           | -29           | -33           |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>565</b>    | <b>775</b>    | <b>875</b>    | <b>1,000</b>  | <b>1,117</b>  |
| EBITDA          | 1,513         | 1,775         | 1,994         | 2,144         | 2,241         |
| EPS (元)         | 0.22          | 0.30          | 0.34          | 0.39          | 0.44          |

**现金流量表**

单位：百万元

| 至 12 月 31 日    | 2022A        | 2023A         | 2024E         | 2025E        | 2026E        |
|----------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>1,051</b> | <b>1,507</b>  | <b>1,347</b>  | <b>1,535</b> | <b>1,558</b> |
| 净利润            | 556          | 739           | 849           | 971          | 1,085        |
| 折旧摊销           | 656          | 620           | 531           | 552          | 558          |
| 营运资金变动         | -230         | -5            | 68            | 128          | 43           |
| 其它             | 69           | 153           | -102          | -116         | -128         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-284</b>  | <b>-312</b>   | <b>-47</b>    | <b>-383</b>  | <b>-389</b>  |
| 资本支出           | -402         | -428          | -141          | -560         | -592         |
| 投资变动           | -10          | -2            | 0             | 0            | 0            |
| 其他             | 128          | 118           | 94            | 177          | 203          |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-233</b>  | <b>-1,385</b> | <b>-1,034</b> | <b>-581</b>  | <b>-624</b>  |
| 银行借款           | -593         | -483          | -220          | -120         | -120         |
| 股权融资           | 3            | 12            | -6            | 0            | 0            |
| 其他             | 358          | -913          | -808          | -461         | -504         |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>538</b>   | <b>-182</b>   | <b>261</b>    | <b>571</b>   | <b>546</b>   |
| <b>期初现金余额</b>  | <b>813</b>   | <b>1,351</b>  | <b>1,169</b>  | <b>1,430</b> | <b>2,001</b> |
| <b>期末现金余额</b>  | <b>1,351</b> | <b>1,169</b>  | <b>1,430</b>  | <b>2,001</b> | <b>2,547</b> |

**主要财务比率**

| 至 12 月 31 日     | 2022A  | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |        |       |       |       |       |
| 营业收入增长          | 0.6%   | -1.6% | 7.7%  | 7.3%  | 6.9%  |
| 营业利润增长          | -33.1% | 33.0% | 15.9% | 11.7% | 11.0% |
| 归母净利润增长         | -36.7% | 37.0% | 12.9% | 14.3% | 11.7% |
| <b>获利能力</b>     |        |       |       |       |       |
| 毛利率             | 11.9%  | 15.2% | 15.4% | 15.5% | 15.6% |
| 净利率             | 4.0%   | 5.3%  | 5.7%  | 6.1%  | 6.3%  |
| ROE             | 6.8%   | 8.9%  | 9.4%  | 10.0% | 10.3% |
| ROIC            | 4.7%   | 6.3%  | 7.8%  | 8.3%  | 8.4%  |
| <b>偿债能力</b>     |        |       |       |       |       |
| 资产负债率           | 50.5%  | 45.7% | 43.0% | 41.6% | 40.1% |
| 净负债比率           | 101.9% | 84.0% | 75.4% | 71.3% | 66.9% |
| 流动比率            | 1.16   | 1.11  | 1.22  | 1.31  | 1.41  |
| 速动比率            | 0.79   | 0.79  | 0.88  | 0.96  | 1.06  |
| <b>营运能力</b>     |        |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.84   | 0.83  | 0.90  | 0.94  | 0.96  |
| 应收账款周转率         | 4.53   | 4.28  | 4.56  | 4.80  | 5.10  |
| 存货周转率           | 5.86   | 6.25  | 7.41  | 7.75  | 8.09  |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |       |       |       |       |
| 每股收益            | 0.22   | 0.30  | 0.34  | 0.39  | 0.44  |
| 每股经营现金流         | 0.41   | 0.59  | 0.53  | 0.60  | 0.61  |
| 每股净资产           | 3.21   | 3.39  | 3.65  | 3.92  | 4.22  |
| <b>估值比率</b>     |        |       |       |       |       |
| P/E             | 22.95  | 13.80 | 16.16 | 14.13 | 12.65 |
| P/B             | 1.57   | 1.22  | 1.51  | 1.41  | 1.31  |
| EV/EBITDA       | 10.34  | 7.55  | 8.06  | 7.19  | 6.58  |

## 广发造纸轻工行业研究小组

曹倩雯：联席首席分析师，北京大学硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

张雨露：资深分析师，美国杜兰大学金融学硕士，2016 年加入广发证券发展研究中心。

李悦瑜：高级研究员，悉尼大学硕士，2023 年加入广发证券，曾任职于德邦基金管理有限公司，1 年证券行业研究经验。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

## 联系我们

|      | 广州市                             | 深圳市                               | 北京市                         | 上海市                                  | 香港                        |
|------|---------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------|--------------------------------------|---------------------------|
| 地址   | 广州市天河区马场路<br>26 号广发证券大厦 47<br>楼 | 深圳市福田区益田路<br>6001 号太平金融大厦<br>31 层 | 北京市西城区月坛北<br>街 2 号月坛大厦 18 层 | 上海市浦东新区南泉<br>北路 429 号泰康保险<br>大厦 37 楼 | 香港湾仔骆克道 81 号<br>广发大厦 27 楼 |
| 邮政编码 | 510627                          | 518026                            | 100045                      | 200120                               | -                         |
| 客服邮箱 | gfyqyf@gf.com.cn                |                                   |                             |                                      |                           |

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。