



公司研究 | 深度报告 | 奥瑞金 (002701.SZ)

三十而励引领整合，以外补内志在长远

报告要点

奥瑞金深度绑定核心大客户中国红牛，拥有稳健的三片罐利润基本盘，但二片罐盈利待改善，同业并购成契机。2025年初奥瑞金实现对同业龙头中粮包装的并购，目前持股 98.59%，后续将做私有化处理，一则将增加并表利润并带来整合后的规模效应，增强 α ；二则 β 层面，二片罐有望迎来困境反转，CR2 从 43% 提升至 62%，产业链定价能力增强，对标海外约 10% 净利率，国内二片罐净利率有望逐步恢复到 10% 左右（2024 年仅 1%-2%，目前 0 甚至为负），同时奥瑞金+中粮包装合计二片罐产能 275 亿罐，产能市占率近 40%，利好奥瑞金释放利润弹性。

分析师及联系人



蔡方羿

SAC: S0490516060001

SFC: BUV463



仲敏丽

SAC: S0490522050001

奥瑞金 (002701.SZ)

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

三十而励引领整合，以外补内志在长远

奥瑞金：三片罐稳健，二片罐 $\beta + \alpha$ 共振，行业领跑者受益

公司拥有稳健的三片罐利润基本盘，二片罐并购中粮包装后有望实现 $\beta + \alpha$ 共振。三片罐绑定核心大客户中国红牛，良好、稳定的盈利水平有望持续，功能饮料增长稳健（2019-2023年中国市场红牛品牌零售额 CAGR 约 6%），中国红牛预计维持稳健增长，保障奥瑞金利润基本盘，但二片罐盈利水平显著低于三片罐，导致净利润波动。2025年初奥瑞金实现对同业龙头中粮包装的并购，目前持股 98.59%，后续将做私有化处理，一则将增加并表利润并带来整合后的规模效应，增强 α ；二则 β 层面，二片罐有望迎来困境反转，CR2 从 43%提升至 62%，产业链定价能力增强，对标海外约 10%净利率，国内二片罐行业净利率有望逐步恢复到 大个位数（2024 年仅 1%-2%，目前 0 甚至为负），同时利好奥瑞金释放利润弹性，奥瑞金+中粮包装合计二片罐 275 亿罐，产能市占率近 40%，假设产能利用率 90%（2021-2023 年奥瑞金二片罐产能利用率均值），单罐净利润提升 1 分钱，对应净利率提升约 2.5pcts，增厚净利润 2.5 亿元。

并购落地，国内二片罐有望困境反转：从背景、契机、影响三个维度分析

背景：罐化率提升带动需求增长，供给过剩、协同较弱，盈利承压。需求来源自然增长+罐化率提升，目前中国罐化率较海外还有很大提升空间，以 2023 年为例，假设啤酒产量不变，罐化率提升 1%，二片罐需求增加 8 亿罐，叠加其他饮料增量，二片罐需求每年预计小幅增长，但过去几年龙头协同性弱、产能持续扩张，2021-2024 年预计行业新增产能 70+亿罐（CAGR 为 3.7%），2023 年集中投放，小幅需求增量无法消化大量新增供给，国内二片罐产能利用率和单价持续下降，参考奥瑞金 2023-2024 年毛利率预计 5%，约为历史盈利高点的一半或更少。

契机：头部企业间同业并购，龙头提升利润重视度。2023 年 12 月，宝钢包装和奥瑞金均通过相应代表主体向中粮包装发出邀约收购，最终奥瑞金收购成功并将对中粮包装做私有化处理。此外，近几年央企考核更注重利润提升和高质量发展，有望提升相应龙头对利润的重视度。

影响：国内二片罐盈利有望修复，利润弹性可期。复盘国内二片罐，供需边际决定盈利，展望未来，奥瑞金和中粮整合中产能搬迁/清退有望缓解供给过剩，且预计国内近两年鲜有二片罐新增供给；需求端，2024 年下游需求较弱，2025 年在消费提振预期下有望改善。参考国内供需恶化前、海外龙头及国内企业海外二片罐利润率，均处于 15%-20%，国内二片罐盈利修复后弹性可观，假设各企业国内产能打满，二片罐价净提 1 分钱，则净利率提升 2.5%，宝钢/奥瑞金(含中粮)/昇兴净利润增厚 1.6/2.8/1.0 亿元，较 2025 年净利润(预测)弹性为 70%/23%/18%。

出海破局，多元发展，打造新增长点

探索新市场：以外补内，志在长远。柬埔寨二片罐需求增量可观，利润率明显高于国内；越南、泰国、马来西亚等地啤酒罐化率高于中国，二片罐需求有挖潜空间，奥瑞金可借鉴其他国内二片罐企业如宝钢、昇兴等出海经验，公司自身亦做了充分准备，期待出海破局，带来新增量。

创造新需求：创新为基，多元发展。2021 年起推出自主品牌“犀旺”运动饮料、“乐 K”精酿啤酒、“元本善粮”预制菜等，与创新罐型协同发展；此外持续推进新能源电池结构件项目。

风险提示

- 1、整合不及预期；
- 2、需求不及预期；
- 3、大客户诉讼结果不及预期；
- 4、原材料价格大幅波动；
- 5、盈利预测不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	5.04
总股本(万股)	255,976
流通A股/B股(万股)	255,741/0
每股净资产(元)	3.54
近12月最高/最低价(元)	6.25/3.57

注：股价为 2025 年 1 月 27 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

奥瑞金： $\beta + \alpha$ 共振，领跑者受益	6
并购落地，国内二片罐有望困境反转	10
背景：供给过剩，协同较弱，盈利承压	10
契机：同业并购，龙头提升利润重视度	12
影响：二片罐盈利有望修复，弹性可期	15
出海破局，多元发展，打造新增长点	18
探索新市场：以外补内，志在长远	18
创造新需求：创新为基，多元发展	19
盈利预测	21
风险提示	23

图表目录

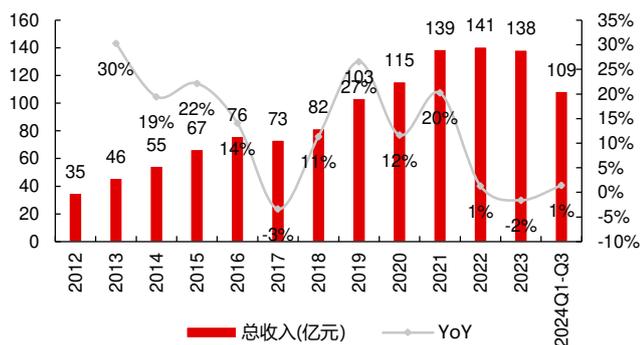
图 1：奥瑞金营业收入及 yoy	6
图 2：奥瑞金归母净利润及 yoy	6
图 3：奥瑞金三片罐/二片罐收入占比 46%/40%（2022 年）	6
图 4：奥瑞金三片罐/二片罐毛利占比 83%/9%（2022 年）	6
图 5：奥瑞金第一大客户中国红牛占公司收入和净利润比重	7
图 6：奥瑞金三片罐毛利率显著高于二片罐	7
图 7：奥瑞金收购中粮包装剩余 75.6% 股权的概况、估值、金额和资金安排	7
图 8：奥瑞金持续把握机遇，在金属包装以及其他领域开展投资和并购整合	8
图 9：奥瑞金收购中粮包装净利润测算（不考虑二片罐盈利改善，考虑并购贷款财务费用）	8
图 10：奥瑞金和中粮包装主要供应产品、客户和生产基地梳理	9
图 11：国内二片罐竞争格局及 CR4、CR2 集中度变化（产能口径）	9
图 12：各金属包装企业二片罐毛利率	10
图 13：奥瑞金收购中粮包装净利润测算（考虑二片罐盈利改善，考虑并购贷款财务费用）	10
图 14：国内二片罐供需情况、产能利用率、单价、盈利水平及原材料铝锭价格（2024 年和 2025 年为预测值）	11
图 15：二片罐下游需求主要来自啤酒、碳酸饮料、茶饮料等	11
图 16：中国二片罐罐化率持续提升，但与海外发达国家差距依旧明显	11
图 17：啤酒罐化率提升对二片罐需求量测算	12
图 18：国内二片罐头部企业产能及集中度变化	12
图 19：中粮包装股权结构（本次要约收购完成前）	13
图 20：中粮包装被邀约收购事件梳理：最终奥瑞金收购成功并将对中粮包装私有化	14
图 21：2020-2025 年央企考核指标梳理	15
图 22：国内二片罐行业历史复盘	16
图 23：奥瑞金收购中粮包装剩余股权后，国内二片罐行业产能变化	16
图 24：二片罐国内新产能投产计划（不完全统计）	17
图 25：宝钢包装和奥瑞金二片罐毛利率变化	17
图 26：波尔、皇冠毛利率变化	17

图 27: 假设国内二片罐净利率修复, 各企业利润弹性测算	18
图 28: 宝钢包装国外二片罐净利率高于国内二片罐净利率	18
图 29: 柬埔寨啤酒销量增速高于中国市场	18
图 30: 测算东南亚国家啤酒和软饮二片罐需求量	19
图 31: 东南亚啤酒罐化率高于中国	19
图 32: 中国二片罐企业海外市场布局情况	19
图 33: 奥瑞金部分自主品牌产品	20
图 34: 奥瑞金 DRD 差异化罐型包装	20
图 35: 奥瑞金和中体产业集团联合推出犀旺功能饮料	20
图 36: 犀旺赞助第 5 届全国大学生冰球联赛开赛	20
图 37: 奥瑞金枣庄新能源电池结构件生产基地	21
图 38: 奥瑞金收购中粮包装净利润测算 (不考虑二片罐盈利改善, 考虑并购贷款财务费用)	21
图 39: 奥瑞金收购中粮包装净利润测算 (考虑二片罐盈利改善, 考虑并购贷款财务费用)	22

奥瑞金：β + α 共振，领跑者受益

奥瑞金科技股份有限公司 1994 年创立于海南，1997 年在北京建立集团总部，2012 年上市，是金属包装龙一，拥有二片罐产能约 140 亿罐（核心客户青啤、百威、雪花、燕京、可口可乐等），三片罐产能约 90 亿罐（核心客户中国红牛、旺旺、飞鹤等），2024 年前三季度实现营收/归母净利润/扣非净利润 108.6/7.6/7.4 亿元，同增 1%/8%/9%，毛利率/净利率分别为 17.30%/6.95%。

图 1：奥瑞金营业收入及 yoy



资料来源：公司公告，长江证券研究所 备注：2021 年年报由于同一控制下企业合并，对 2020 年和 2019 年数据追溯调整

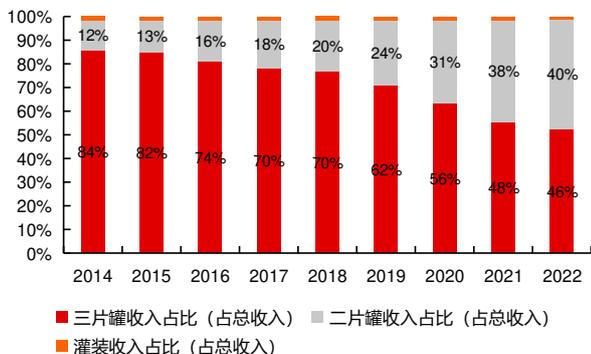
图 2：奥瑞金归母净利润及 yoy



资料来源：公司公告，长江证券研究所 备注：2021 年年报由于同一控制下企业合并，对 2020 年和 2019 年数据追溯调整

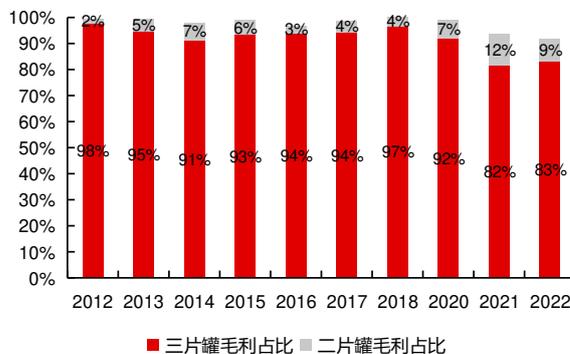
奥瑞金拥有稳健的三片罐利润基本盘，二片罐盈利待改善。2019 年起伴随奥瑞金收购波尔亚太，二片罐规模和收入占比提升（目前预计 40%），同时也带动整体收入提升，但二片罐盈利水平显著低于三片罐且波动较大，导致净利润出现波动，目前三片罐毛利占比较高（达到 80%+），中国红牛占三片罐收入超 7 成，且毛利率（预计 20%-30%）高于三片罐整体，故利润占比会更高。中国红牛与奥瑞金稳定合作 20 余年，在中国红牛与泰国天丝就合作纠纷及红牛系列注册商标纠纷得到最终解决且诉讼取得最终判决结果前，奥瑞金将继续开展与中国红牛的战略合作，目前纠纷未有明显进展，短期来看后续两者同时经营概率较大，功能饮料增长稳健（2019-2023 年中国市场红牛品牌零售额 CAGR 约 6%），中国红牛预计维持稳健增长，保障奥瑞金利润基本盘。

图 3：奥瑞金三片罐/二片罐收入占比 46%/40%（2022 年）



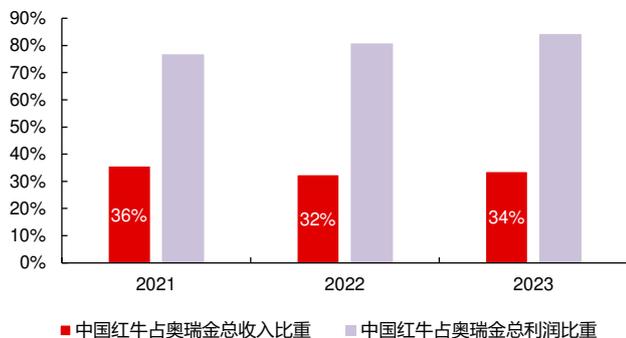
资料来源：公司公告，长江证券研究所 备注：2023 年数据未披露，预计和 2022 年数据类似

图 4：奥瑞金三片罐/二片罐毛利占比 83%/9%（2022 年）



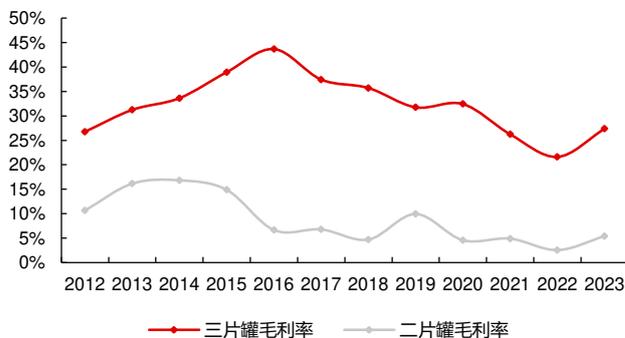
资料来源：公司公告，长江证券研究所 备注：2023 年数据未披露，预计和 2022 年数据类似

图 5：奥瑞金第一大客户中国红牛占公司收入和净利润比重



资料来源：公司公告，长江证券研究所 备注：中国红牛占奥瑞金总利润比重为估测值

图 6：奥瑞金三片罐毛利率显著高于二片罐



资料来源：公司公告，长江证券研究所 备注：2020 年之后毛利率下降存在一定的会计准则调整因素；2023 年为预测值

2024 年是公司成立 30 周年，三十而“励”，奥瑞金继续引领产业格局优化，2025 年初实现对同业龙头中粮包装的并购，截至 1 月 22 日，本次要约期已结束，奥瑞金持股中粮包装 98.59%，后续将强制收购剩余要约股份（预计于 2025 年 4 月 17 日完成），实现 100%持股，并将中粮包装私有化（中粮包装预计于 2025 年 4 月 22 日退市）。

图 7：奥瑞金收购中粮包装剩余 75.6%股权的概况、估值、金额和资金安排

一、收购概况和对应估值	
奥瑞金已持有中粮包装股权（2015年从中粮集团受让所得）	24.4%
收购方式	全部现金
收购对价（港元/股）	7.21
以2023年中粮包装归母净利润4.75亿元，对应PE（倍）	15.4
以2024H1中粮包装归母净利润2.67亿元，对应PE（倍） ——假设下半年维持上半年净利润	13.7
以截至2024年6月末中粮包装净资产61.63亿元，对应PB（倍）	1.2
二、收购金额和资金安排	
需收购剩余75.6%股权对应股本（亿股）	8.41
需收购剩余75.6%股权对应金额（亿港元）	60.66
按照要约发出前日（2024年6月6日），1港元兑0.91061人民币元，折算所需人民币金额（亿元）	55.24
自有资金（亿元）-来自经营活动现金净流入	19.67
自筹资金（亿元）-来自融资租赁售后回租业务	1.90
斯莱克增资（亿元）	1.00
无利息资金-自有及自筹资金合计（亿元）	22.57
银行并购贷款融资（亿元）-来自浦发银行，预计利率5%	32.67
有利息资金-并购贷款资金合计（亿元）	32.67

资料来源：公司公告，长江证券研究所

本次收购中粮包装股权并非奥瑞金第一次并购尝试，早在 2015 年，奥瑞金参与中粮集团旗下企业的混合所有制试点改革，受让中粮包装 27% 的股权（后调整为 24.4%），2016 年 3 月与中粮包装建立战略合作伙伴关系；2019 年奥瑞金收购金属包装外资龙头波利亚太，一定程度重塑二片罐格局；2015-2019 年奥瑞金投资塑料彩印龙头永新股份，目前持股 24%；2021 年奥瑞金收购香港景顺，间接取得其下属子公司在澳大利亚和新西兰的食品罐包装和铝制气雾罐包装业务，积累海外本地化运营经验，与亨氏、联合利华、A2 奶粉等国际知名食品饮料客户建立战略合作关系。

图 8：奥瑞金持续把握机遇，在金属包装以及其他领域开展投资和并购整合

时间	涉及公司	涉及行业	收购标的	交易对手	交易对价
2015	中粮包装	金属包装	27% 股权（后因中粮包装定增、回购等调整至 24.4%）	中粮集团（香港）有限公司	16.16 亿港元
2019	波利亚太	金属包装	100% 股权	波利亚太	2.05 亿美元
2015-2019	永新股份	塑料包装	24% 股权	永新股份	长期股权投资，截至 2023 年底预计可回收金额 16 亿元
2016-2017	沃田集团	蓝莓鲜果、蓝莓苗木和蓝莓深加工产品	17.85% 股权	沃田集团	长期股权投资，截至 2023 年底预计可回收金额 0.9 亿元
2021	香港景顺 Jamestrong	澳大利亚和新西兰的食品罐包装和铝制气雾罐包装	100% 股权	上海原龙（香港景顺是其全资子公司）	4 亿人民币
2024	中粮包装	金属包装	75.6% 股权	包括中国食品在内的各大中粮包装股东	55.24 亿人民币

资料来源：公司官网，公司公告，长江证券研究所

核心看点 1：并购中粮包装优质资产，直接增加并表利润，整合后增强奥瑞金α。据测算，叠加 100% 收购中粮包装后的增量（不考虑二片罐盈利改善，考虑并购贷款财务费用），预计 2025 年合计净利润接近 12 亿元，对应当前 PE 为 11 倍，奥瑞金历史 PE-TTM 处于 12-20 倍区间。据奥瑞金公告，2023 年中粮包装国内二片罐市占率第三（按销售额），三片罐市占率第四（按销售额）；根据中粮包装 2024 年中期报告，其在奶粉罐、旋开盖、喷雾罐、钢桶等细分领域的市场份额均为全国第一，后续双方预计在客户、基地、产线、供应商、物流等环节均有所整合，如二片罐核心客户，奥瑞金拥有青啤、百威等，中粮包装拥有加多宝、华润雪花等，有望实现更优的规模经济。

图 9：奥瑞金收购中粮包装净利润测算（不考虑二片罐盈利改善，考虑并购贷款财务费用）

奥瑞金收购中粮包装业绩测算（不考虑二片罐盈利改善）		2023A	2024E	2025E	2026E
(a)	奥瑞金归母净利润（亿元）-仅包含持股中粮包装 24.4% 的部分	7.7	8.1	9.0	9.9
	——预计来自持股中粮包装 24.4% 的投资收益（亿元）	1.2	1.2	1.3	1.4
(b)	奥瑞金自身净利润（亿元）-剔除持股中粮包装 24.4% 的投资收益	6.6	6.9	7.7	8.5
	YoY		5%	11%	10%
(c)	中粮包装归母净利润（亿元）	4.7	5.0	5.4	5.8
	YoY		6%	6%	7%
(d) = (b) + (c)	合计净利润（亿元）=奥瑞金自身净利润+100% 中粮包装并入净利润			13.0	14.2
(e)	并购贷款财务费用（亿元，公司披露）			1.6	1.5
(f) = (e) * (1-25%)	财务费用扣除所得税(25%)			1.2	1.1
(g) = (d) - (f)	最终合计净利润（亿元）-考虑并购贷款财务费用后			11.8	13.1
	对应当前奥瑞金 PE（倍）			10.9	9.8

资料来源：公司公告，长江证券研究所 备注：奥瑞金市值对应 PE 所指市值为 2025 年 1 月 27 日公司市值，下同

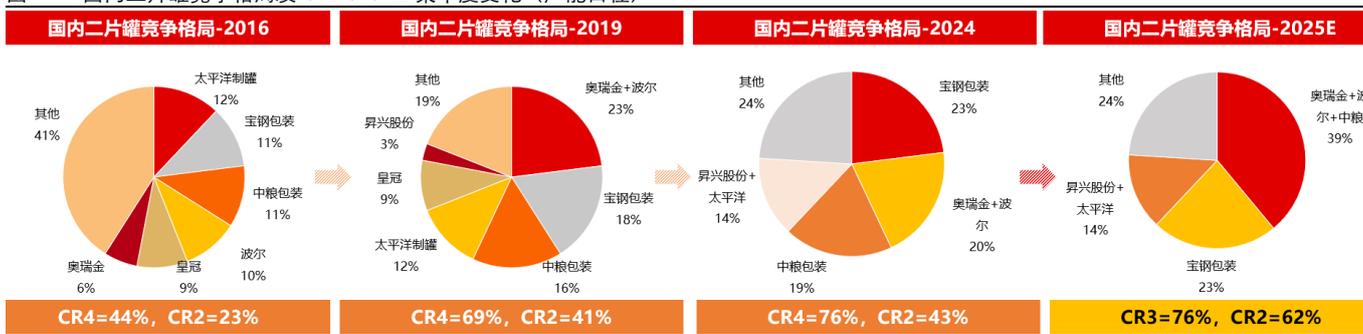
图 10：奥瑞金和中粮包装主要供应产品、客户和生产基地梳理

主营业务		生产基地	年产能	主要客户	
奥瑞金	三片罐	奥瑞金科技股份有限公司北京工厂	6000万只	蒙牛、伊利、飞鹤、青岛啤酒、珠江啤酒等	
		临沂奥瑞金铁制罐有限公司	-	-	
		湖北奥瑞金制罐有限公司	18亿罐	红牛、旺旺等	
		江苏奥瑞金包装有限公司	11.5亿只	红牛、南京旺旺等	
		龙口奥瑞金包装有限公司	54亿片	-	
		江苏奥宝印刷科技有限公司	-	红牛、旺旺等	
		奥瑞金(甘南)包装有限公司	9000万罐/年	飞鹤、伊利、贝因美、辉山、太子乐、多元等奶粉客户	
		漳州奥瑞金包装有限公司	1.29亿罐	厦门燕之屋、大洲新燕(厦门)生物科技有限公司、上海梅林正广和(绵阳)有限公司等	
		奥瑞金科技股份有限公司佛山分公司	16亿罐	红牛、苏萨、泰奇、达利、可乐等	
		河北奥瑞金包装有限公司	-	-	
	三片罐、二片罐	绍兴奥瑞金包装实业有限公司	1.3亿个	佳必可、兴旺、今日、秀可、海兴等公司	
		成都奥瑞金包装有限公司	约3.5亿罐	成都旺旺集团、达利园食品、建华香油等	
	三片罐、灌装	奥瑞金包装(福建)有限公司	4亿罐	红牛等	
		天津奥瑞金包装有限公司	6亿罐	-	
	二片罐	贵州奥瑞金包装有限公司	浙江奥瑞金包装有限公司	10亿只	百威、青啤、雪花、燕京、可口可乐、百事可乐等
			广东奥瑞金包装有限公司	10亿只	百威、青啤、雪花、燕京、可口可乐、百事可乐等
			广西奥瑞金亨源包装科技有限公司	10亿只	百威、青啤、雪花、燕京、可口可乐、百事可乐等
			山东奥瑞金包装有限公司	10亿只	百威、青啤、雪花、燕京、可口可乐、百事可乐等
			湖北奥瑞金包装有限公司	14亿只	百威、达能、安利、日加满、爱洛星等, 未来目标客户雀巢、百事可乐、可口可乐等
			陕西奥瑞金包装有限公司	10亿只	百威、青啤、雪花、燕京、可口可乐、百事可乐等
奥瑞金(枣庄)包装有限公司			9亿只	青岛啤酒、可口可乐、加多宝、东鹏特饮、一枝笔、战马等	
奥瑞金(江门)包装有限公司			10亿罐	-	
辽宁奥瑞金食品工业有限公司			5亿罐	红牛、加多宝等以及自主品牌元本善粮	
昆明景润食品有限公司			-	加多宝等	
灌装	湖北奥瑞金饮料工业有限公司	7.3亿罐	-		
	奥瑞金科技股份有限公司上虞分公司	5万吨	-		
覆膜铁	奥瑞金科技股份有限公司上虞分公司	5万吨	-		
主营业务		主要生产基地	主要产品	主要客户	
中粮包装	铝制包装	杭州、天津、武汉、成都、广州、南宁、莆田、海宁、鞍山	二片罐	百威英博、可口可乐、雪花啤酒、加多宝、嘉士伯及青岛啤酒等	
		杭州	单片罐	百威英博、中化集团及清远立道等	
	马口铁包装	杭州、广州、天津、哈尔滨、福州、齐齐哈尔	奶粉罐	飞鹤、伊利、蒙牛、联合利华及雀巢等	
		杭州、天津、广州	气雾罐	天津固诺、中山凯中、广东自由能、上海庄臣及上海大造等	
	塑胶包装	无锡、成都、临沂、广州、镇江	金属盖	海天、欢乐家、家家红、林家铺子、雪花啤酒及百威英博等	
昆山、天津、广州、青州、嘉兴		钢桶	万华化学、壳牌、中石化、埃克森美孚及科思创等		
	上海、天津、广州、太仓、荆州、宿迁、重庆、武汉	塑胶包装产品	宝洁、蓝月亮、联合利华、利洁时、海天、蒙牛和伊利等		

资料来源：各公司公告，各公司官网，长江证券研究所 备注：部分产能未统计在内

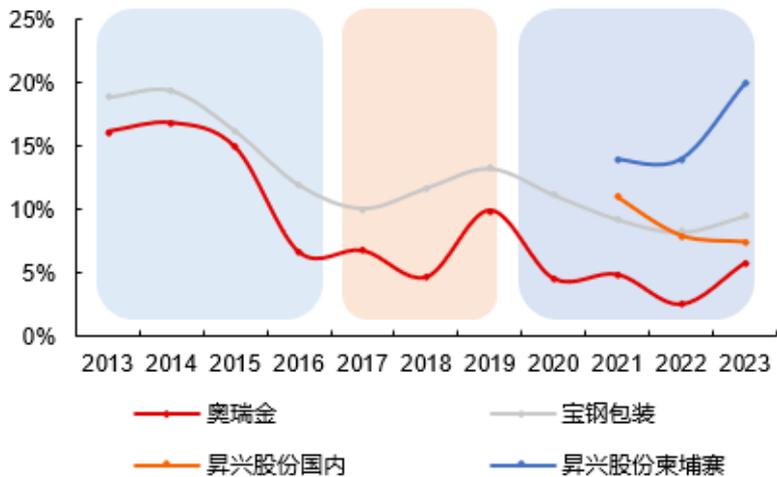
核心看点 2：奥瑞金继续引领格局优化，二片罐有望“困境反转”。二片罐作为中游制造业，供求关系的改善和产业的集中协同对提高议价权、提升利润率及行业良性发展具有决定性作用。2016-2019 年期间，得益于奥瑞金等龙头持续收购整合，头部集中度提升，二片罐价格底部回升，盈利水平改善。本次奥瑞金收购中粮包装完成后，二片罐 CR2 将从 43% 提升至 62%，产业链定价能力增强，对标海外约 10% 净利率，国内二片罐净利率有望逐步恢复到 大个位数 (2024 年仅 1%-2%，目前 0 甚至为负)。

图 11：国内二片罐竞争格局及 CR4、CR2 集中度变化 (产能口径)



资料来源：各公司官网，各公司公告，长江证券研究所

图 12: 各金属包装企业二片罐毛利率



资料来源: 各公司公告, 长江证券研究所 备注: 昇兴股份国内和柬埔寨毛利率为估测值, 仅供参考

核心看点 3: β 反转利好全行业, 预计更利好领先者释放利润弹性。奥瑞金并购中粮包装后, 合计二片罐产能 275 亿罐, 产能市占率近 40%, 显著领先第二名, 假设产能利用率 90% (2021-2023 年奥瑞金二片罐产能利用率均值), 若单罐净利润提升 1 分钱, 对应净利率提升约 2.5pcts (目前国内单罐净利润预计为 0 甚至为负, 海外单罐净利润约 4-5 分钱), 则将增厚净利润近 2.5 亿元, 合计净利润有望实现 14.3 亿元 (11.8 亿元+2.5 亿元), 对应当前 PE 为 9 倍, 奥瑞金历史 PE-TTM 处于 12-20 倍区间。

图 13: 奥瑞金收购中粮包装净利润测算 (考虑二片罐盈利改善, 考虑并购贷款财务费用)

奥瑞金收购中粮包装业绩测算 (考虑二片罐盈利改善)		2025E	2026E
(g)	最终合计净利润 (亿元) -考虑并购贷款财务费用, 不考虑二片罐净利率改善	11.8	13.1
(h)	奥瑞金+中粮包装合计二片罐产能 (亿罐)	275	275
(i)	预计产能利用率	90%	92%
(j) = (h) * (i)	预计产销量 (亿罐) -假设满产满销	248	253
(k) = (j) * 0.01	假设单罐净利润提升1分钱增厚净利润 (亿元) -对应约2.5pcts净利率提升	2.5	2.5
(l) = (j) * 0.02	假设单罐净利润提升2分钱增厚净利润 (亿元) -对应约5.0pcts净利率提升	5.0	5.1
(m) = (g) + (k)	单罐净利润提升1分钱后合计净利润 (亿元)	14.3	15.7
	对应当前奥瑞金PE (倍)	9.0	8.2
(n) = (g) + (l)	单罐净利润提升2分钱后合计净利润 (亿元)	16.8	18.2
	对应当前奥瑞金PE (倍)	7.7	7.1

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

并购落地, 国内二片罐有望困境反转

背景: 供给过剩, 协同较弱, 盈利承压

供需格局: 需求增长, 但供给过剩, 盈利承压。需求来源自然增长+罐化率提升 (下游啤酒、软饮和茶饮等, 近年我国啤酒产量平稳, 核心在于罐化率提升, 2023 年中国啤酒罐化率 27.7%, 与发达国家 60%+的罐化率差距大), 以 2023 年为例, 假设啤酒产量不

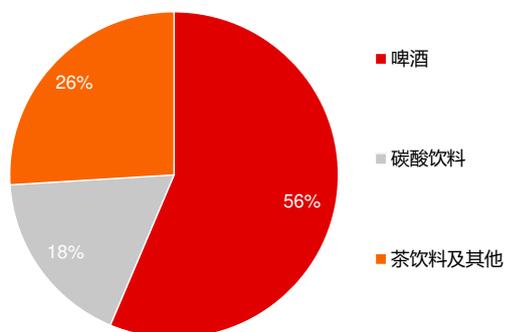
变，罐化率提升 1%，二片罐需求增加 8 亿罐，叠加其他饮料需求增量，二片罐需求每年预计小幅增长，无法消化大量新增供给，产能利用率和单价近两年持续下降，盈利水平明显承压，参考奥瑞金 2023-2024 年毛利率预计 5%，约为历史盈利高点一半或更少。

图 14：国内二片罐供需情况、产能利用率、单价、盈利水平及原材料铝锭价格（2024 年和 2025 年为预测值）

供需分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	
行业总需求 (亿罐)	360	393	407	431	459	500	520	530	550	539	566	
行业总需求 yoy		9.2%	3.6%	5.9%	6.5%	8.9%	4.0%	1.9%	3.8%	-2.0%	5.0%	
中国啤酒罐化率	20.50%	21.20%	21.60%	22.10%	22.70%	23.30%	26.30%	27.10%	27.70%	27.70%	28.30%	
行业总产能 (亿罐)	520	575	580	580	580	600	630	650	700	700	700	
行业总产能 yoy		10.6%	0.9%	0.0%	0.0%	3.4%	5.0%	3.2%	7.7%	0.0%	0.0%	
产能利用率 (假设总需求/总产能)	69%	68%	70%	74%	79%	83%	83%	82%	79%	77%	81%	
满产状态下供给过剩 (亿罐) 总产能-总需求	160	182	173	149	121	100	110	120	150	161	134	
价格 (元/罐)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	
奥瑞金二片罐单价 (注：奥瑞金二片罐仅国内销售)	0.35	0.32	0.32	0.37	0.33	0.38	0.43	0.49	0.46	0.45	0.45	
二片罐单价 yoy		-11.3%	-8.3%	0.2%	15.4%	-11.0%	14.8%	12.2%	15.0%	-5.0%	-3.1%	0.0%
原材料价格 (铝锭, 元/吨)	12067	12498	14436	14194	13950	14190	18899	19936	18700	19920	20318	
铝锭价格 yoy		-10.4%	3.6%	15.5%	-1.7%	-1.7%	1.7%	33.2%	5.5%	-6.2%	6.5%	2.0%
盈利水平	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	
奥瑞金二片罐毛利率	14.88%	6.65%	6.78%	4.70%	9.93%	4.57%	4.90%	2.55%	5.40%	5.00%	6.00%	

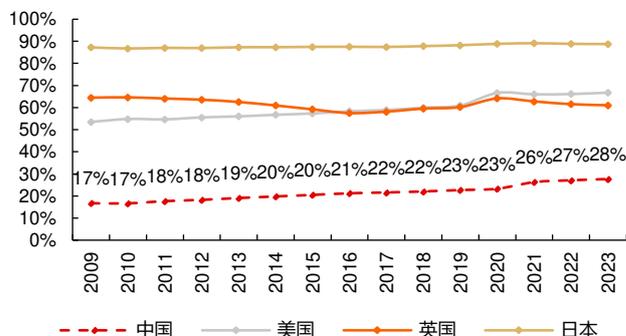
资料来源：各公司公告，智研咨询，华经产业研究院，欧睿，长江证券研究所 备注：1) 2019 年起的行业总需求和行业总产能为预测数据；2) 判断 2019 年奥瑞金二片罐售价为异常值，主因并购波尔亚太产生报表端的变化

图 15：二片罐下游需求主要来自啤酒、碳酸饮料、茶饮料等



资料来源：华经产业研究院，长江证券研究所

图 16：中国二片罐罐化率持续提升，但与海外发达国家差距依旧明显



资料来源：欧睿数据，长江证券研究所

图 17: 啤酒罐化率提升对二片罐需求量测算

罐化率	28%	29%	30%	35%	40%	45%	50%	55%
总产量 (万千升)	3556	3556	3556	3556	3556	3556	3556	3556
罐装酒总量 (万千升)	996	1031	1067	1244	1422	1600	1778	1956
一罐酒容量 (毫升)	415	415	415	415	415	415	415	415
啤酒罐需求量 (亿罐)	240	248	257	300	343	386	428	471

资料来源: Wind, 国家统计局, 长江证券研究所测算 备注: 一瓶酒容量通常为 500ml 和 330ml, 测算取其均值

竞争格局: 集中度高但协同较弱, 过去几年龙头持续扩张。国内二片罐集中度持续提升, 2024 年测算产能 CR5 超 80%, 但龙头间市占率差异不大, 协同性较弱, 在本次奥瑞金收购中粮包装之前, 宝钢包装产能市占率最高为 23%, 与奥瑞金 (含波尔)、中粮包装市占率差距不大 (后两者产能市占率 20%左右), 叠加近年来部分龙头产能大幅扩张, 2021-2024 年预计行业新增产能 70+亿罐 (CAGR 为 3.7%), 2023 年各企业产能集中投放, 不过后续国内新产能较少, 相对明确的为宝钢计划 2026 年底在厦门投产 11 亿罐 (配套厦门华润雪花), 其余企业的新产能计划均考虑海外如东南亚布局。

图 18: 国内二片罐头部企业产能及集中度变化

二片罐产能 (亿罐)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
二片罐 CR5	58%	53%	58%	62%	78%	80%	81%	81%	83%	83%
宝钢包装	60	63	86	95	103	116	135	150	160	160
市占率	12%	11%	15%	16%	18%	19%	21%	23%	23%	23%
中粮包装	58	61	69	82	90	98	105	105	135	135
市占率	11%	11%	12%	14%	16%	16%	17%	16%	19%	19%
奥瑞金+波尔亚太	2019年奥瑞金收购波尔亚太				131	131	131	131	140	140
市占率					23%	22%	21%	20%	20%	20%
昇兴股份+太平洋	2020年起昇兴股份陆续收购太平洋罐				44	66.5	85	96	96	96
市占率					7%	11%	13%	14%	14%	14%
皇冠	59	53	50	50	50	50	50	50	50	50
市占率	11%	9%	9%	9%	9%	8%	8%	8%	7%	7%
奥瑞金	31	35.3	54.7	58	71	71	71	71	80	80
市占率	6%	6%	9%	10%	12%	12%	11%	11%	11%	11%
昇兴股份	12	17	17	17	17	17	17	17	26	26
市占率	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	4%	4%
波尔亚太	56	56	60	60	60	60	60	60	60	60
市占率	11%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	9%	9%	9%
太平洋	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70
市占率	13%	12%	12%	12%	12%	12%	11%	11%	10%	10%

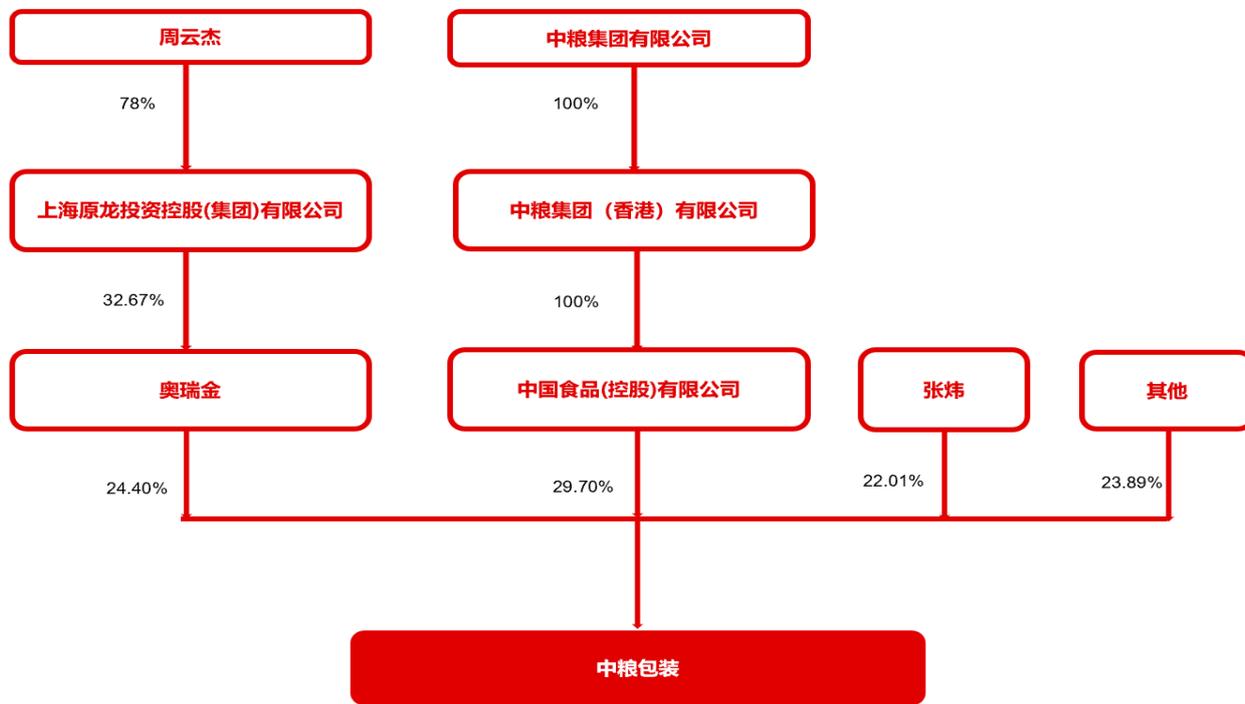
资料来源: 各公司公告, 各公司官网, 智研咨询, 华经产业研究院, 长江证券研究所

契机: 同业并购, 龙头提升利润重视度

宝钢、奥瑞金相应代表主体对 中粮包装收购梳理: 最终奥瑞金收购成功并将对 中粮包装私有化, 国内二片罐 CR2 将从 43% 提升至 62%, 产业链定价能力增强。2023 年 12 月, 宝钢包装所属集团通过长平实业全资子公司 Champion Holding 对 中粮包装发出邀约收购, 之后奥瑞金 (持股 中粮包装 24.4%, 第二大股东) 通过华瑞凤泉亦对 中粮包装发出

邀约收购。2024 年 7 月，Champion Holding 率先达成所有先决条件，并对中粮包装正式发起收购，2024 年 9 月，由于收购比例未达 50%以上，要约失效。

图 19：中粮包装股权结构（本次要约收购完成前）



资料来源：Wind，长江证券研究所

2024 年 12 月，奥瑞金达成所有先决条件，并对中粮包装正式发起收购，2025 年 1 月 8 日，宣布持股比例达 50.11%，要约在各方面成为无条件，收购成功；2025 年 1 月 17 日，宣布持股比例达 95.83%，并就截至 2025 年 1 月 10 日收到有效接纳的 37.47% 中粮包装股份支付收购对价；2025 年 1 月 22 日，本次要约期已结束，奥瑞金持股中粮包装 98.59%，后续将强制收购剩余的要约股份（预计于 2025 年 4 月 17 日完成），实现 100% 持股，并将中粮包装私有化（中粮包装预计于 2025 年 4 月 22 日退市）。

图 20：中粮包装被邀约收购事件梳理：最终奥瑞金收购成功并将对中粮包装私有化

时间	主体	事件
2023/12/6	长平实业 (分别由中国宝武及国新投资持股61.54%及38.46%，其中中国宝武旗下拥有宝钢包装)	长平实业全资子公司Champion Holding (BVI) CO.,LTD拟溢价约32.1%收购中粮包装全部已发行股份
2023/12/12	奥瑞金 (间接持有中粮包装24.4%股份的第二大股东)	奥瑞金筹划以现金方式收购中粮包装全部已发行股份，如潜在要约进一步落实，将由公司全资子公司奥瑞金发展或其他下属公司提出收购
2024/2/6	奥瑞金	奥瑞金拟分别向全资子公司景和服务、景和制造增资1.08/9.78亿港元，并通过景和服务、景和制造与厦门瑞彬共同投资30.92亿元设立华瑞凤泉企业管理合伙企业，用于筹划以现金方式收购中粮包装全部已发行股份
2024/2/19	长平实业	长平实业收购要约获得国资委批准
2024/2/23	长平实业	长平实业收购要约获得商务部批准
2024/4/7	奥瑞金	奥瑞金已完成华瑞凤泉设立以及景和服务、景和包装制造、华瑞凤泉管理咨询有限公司增资的工商登记，并在积极推进收购交易的其他有关事项
2024/4/15	长平实业	长平实业收购要约获得国家发改委批准
2024/4/26	长平实业	长平实业收购要约获得德国联邦卡特尔办公室反垄断批准
2024/6/7	奥瑞金	奥瑞金拟通过要约人以每股7.21港元要约价格（较Champion要约价格8股份在联交所的最后收市价每股6.87港元溢价约4.9%），向中粮包装全体股东发起自愿有条件全面要约，以现金方式收购中粮包装全部已发行股份（要约人及其一致行动人持有的股份除外）
2024/7/15	长平实业	长平实业全资子公司Champion HOLDING（要约人）已就要约获得市场监管总局反垄断许可的先决条件。此前，要约人已分别获得国资委、商务部、国家发改委及国家外汇局的批准以及德国联邦卡特尔办公室及越南竞争委员会的无条件许可决定。要约人所有先决条件已获达成
2024/7/30	长平实业	要约人向公司全体股东寄发正式要约文件，本次收购要约价格为每股要约股份现金6.87港元。要约涉及的股份总计11.13亿股，若全部要约股份被接受，最高收购涉及的现金金额将达到76.49亿港元
2024/8/29	奥瑞金	公司收到国家市场监督管理总局出具的《经营者集中反垄断审查不予禁止决定书》，国家市场监督管理总局对本次交易不予禁止，允许公司实施集中
2024/9/3	长平实业	中粮包装发布公告，中国食品由于接纳条件未能达成，要约未于2024年9月3日成为无条件，因此要约人谨此宣布要约已根据其条款及条件于首个截止日期下午4时失效
2024/9/4	奥瑞金	奥瑞金发布重大资产购买报告书(草案)，拟通过要约人以每股7.21港元的要约价收购中粮包装全部已发行股份，交易对价上限为人民币55.24亿元
2024/9/24	奥瑞金	奥瑞金下属子公司华瑞凤泉有限公司收到北京市商务局核发的《企业境外投资证书》，本次交易涉及的商务主管部门境外投资备案工作已完成
2024/11/11	奥瑞金	奥瑞金下属子公司华瑞凤泉有限公司收到国家发展和改革委员会出具的《境外投资项目备案通知书》，国家发展和改革委员会对本次交易涉及的境外投资项目予以备案
2024/12/13	奥瑞金	奥瑞金下属子公司华瑞凤泉有限公司取得本次交易外汇登记相关的《业务登记凭证》，本次交易的外汇登记手续已经完成。本次交易项下要约的各项先决条件均已达成，要约人后续将根据香港特别行政区监管规则的要求，于2024年12月20日或2024年12月20日前发出要约文件
2024/12/20	奥瑞金	华瑞凤泉有限公司的境外下属公司华瑞凤泉发展有限公司作为要约人，根据香港证券及期货事务监察委员会《公司收购、合并及股份回购守则》的要求与中粮包装联合发出要约综合文件，要约开始日期为2024年12月20日，并自该日期起可供接纳
2025/1/8	奥瑞金	华瑞凤泉作为要约人，已经就2.86亿股中粮包装股份收到本次交易项下要约的有效接纳，约占中粮包装已发行股份的25.68%。该等股份纳入计算后，要约人持有的中粮包装股份数量为5.58亿股，约占中粮包装已发行股份的50.11%，本次交易项下要约综合文件所载的所有条件已获达成，要约在各方面成为无条件。同时，要约须在各方面均成为无条件后维持可供接纳至少14日
2025/1/17	奥瑞金	华瑞凤泉及其一致行动人持有的中粮包装股份数量为10.67亿股（约占已发行股份的95.83%）。其中，华瑞凤泉已就截至2025年1月10日收到有效接纳的4.17亿股中粮包装股份（约占已发行股份的37.47%）支付了收购对价。华瑞凤泉后续将强制收购标的公司剩余股份并申请撤销中粮包装在香港联交所的上市地位
2025/1/22	奥瑞金	华瑞凤泉及其一致行动人持有的中粮包装股份数量为10.97亿股（约占已发行股份的98.59%）

资料来源：各公司公告，长江证券研究所

近年央国企考核更注重利润提升和高质量发展，有望提升龙头对利润的重视度。2023年，国资委对中央企业经营指标体系优化为“一利五率”；2025年保持“一利五率”经营指标体系总体稳定、个别优化，“一利”仍为利润总额，用“营业收现率”替换“营业现金比率”，总要求是“一增一稳四提升即利润总额稳定增长，资产负债率保持总体稳定，净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业收现率同比提升，考核中并未将收入规模纳入硬性考核标准，考虑到宝钢包装、中粮包装均为央企背景，考核要求的变化有可能提升其对利润的重视度。

图 21：2020-2025 年央企考核指标梳理

时间	央企考核指标	考核要求
2020年	“两利三率”	两利：净利润、利润总额 三率：营业收入利润率、资产负债率、研发经费投入强度
2021年	“两利四率”	两利：净利润、利润总额； 四率：营业收入利润率、研发投入强度、全员劳动生产率、资产负债率
2022年	“两增一控三提高”	“两增”：利润总额和净利润增速要高于国民经济增速；“一控”：资产负债率要控制在65%以内；“三提高”：营业收入利润率要再提高0.1个百分点、全员劳动生产率再提高5%、研发经费投入要进一步提高
2023年	“一增一稳四提升”	“一增”即确保利润总额增速高于全国GDP增速，力争取得更好业绩；“一稳”即资产负债率总体保持稳定；“四提升”即净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率4个指标进一步提升
2024年	“一利五率”	中央企业效益稳步提升，利润总额、净利润和归母净利润协同增长，净资产收益率、全员劳动生产率、营业现金比率同比改善，研发投入强度和科技产出效率持续提高，整体资产负债率保持稳定
2025年	“一利五率”	保持“一利五率”经营指标体系总体稳定、个别优化。“一利”仍为利润总额，用“营业收现率”替换“营业现金比率”，总要求是“一增一稳四提升”，即利润总额稳定增长，资产负债率保持总体稳定，净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业收现率同比提升

资料来源：国资委，证券时报，新华社，中新网，国资小新，新京报，长江证券研究所

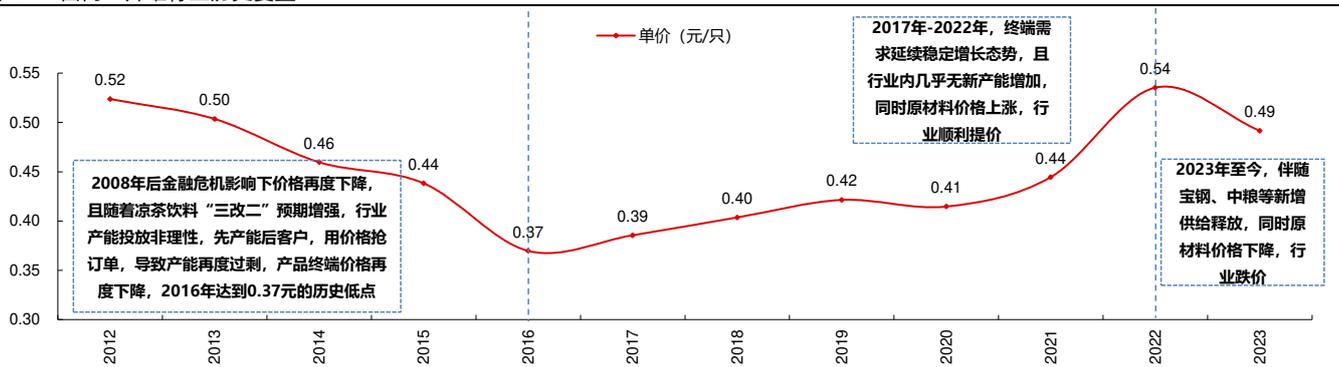
影响：二片罐盈利有望修复，弹性可期

奥瑞金并购中粮包装，将直接增加并表利润及享受整合后的规模效应（详见第一章），而中期维度更重要的影响是国内二片罐有望迎来困境反转，属于行业变革性机会。

复盘国内二片罐发展历史，供需边际决定盈利水平：

- ✓ **2014-2016年：供需格局恶化，原材料价格下跌，罐价降至历史低点，毛利率下降。**
伴随茶饮料包装 2012 年起由三片罐转为二片罐，二片罐进入扩张期，2014-2015 年新产能集中投放致供需失衡，原材料价格下行，二片罐价格在 2016 年达到低点。
- ✓ **2017-2019年：供需格局缓和，原材料价格略有波动，罐价逐步上升，毛利率上升。**
2015 年奥瑞金入股中粮包装成为其第二大股东并于 2016 年开展战略合作；2017 年起中粮包装陆续收购浙江纪鸿包装有限公司 68.8% 股权及成都高森包装容器有限公司 100% 的股权；2019 年奥瑞金收购波尔亚太；2019 年起昇兴准备陆续收购太平洋制罐国内产能，当期行业几乎无新增产能，二片罐顺利提价，盈利得到改善。
- ✓ **2020-2024年：原材料价格大幅上行后又回落，行业逐步提价但 2023 年开始跌价，供需格局恶化，毛利率下降。** 2020 年公共卫生事件后铝价大幅上涨，二片罐提价但 2023 年后跌价，主因新产能集中投放且需求一般，供给过剩，致毛利率下降。

图 22：国内二片罐行业历史复盘



资料来源：宝钢包装公告，长江证券研究所 注：单价为宝钢包装二片罐单价

- ✓ **展望 2025 年之后：供需格局有望缓和，二片罐价格和利润率提升可期。** 并购完成后，二片罐 CR2 从 43% 提升至 62%，产业链定价能力增强；此外，双方整合过程中，产能搬迁或清退有望缓解国内二片罐供给过剩，如两者在同一地区的产能可能合并、老旧产线可能清退、冗余产线可能搬迁至海外；同时，梳理各企业新增产能计划可知，2024-2026 年预计国内鲜有二片罐新增供给。需求层面，2024 年下游需求较弱，2025 年在消费提振预期下需求有望改善，供需和竞争格局均有望改善。

图 23：奥瑞金收购中粮包装剩余股权后，国内二片罐行业产能变化

国内二片罐产能 (亿罐)	2024年	预计2025年起
行业CR2	43%	62%
行业CR3	62%	76%
宝钢包装	160	160
市占率	23%	23%
中粮包装	135	-
市占率	19%	-
奥瑞金 (含波尔) + 中粮包装	140	275 (奥瑞金和中粮包装整合后, 预计将调整部分产能到海外)
市占率	20%	39%
昇兴股份 (含太平洋)	96	96
市占率	14%	14%

资料来源：各公司公告，长江证券研究所

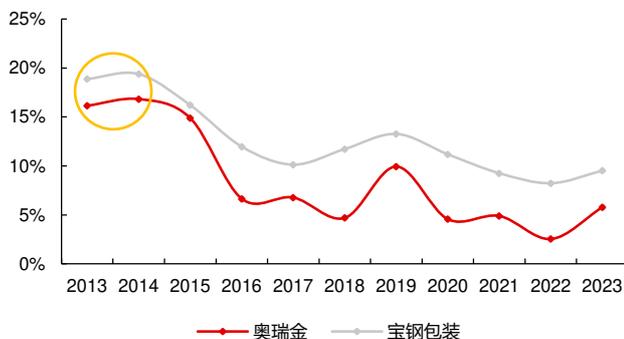
图 24：二片罐国内新产能投产计划（不完全统计）

宝钢包装	基地	产能：亿罐	配套客户
2021	兰州	+10	
2022	安徽一期	+14	华润雪花
2023	贵州	+10	华润雪花
待定	安徽二期	+6 (预留可扩容到11)	华润雪花
预计2026年底 (2024年8月底公告, 计划16个月建设周期)	厦门	+11	华润雪花
昇兴股份	基地	产能：亿罐	配套客户
2023	四川雅安	+6	王老吉
2023	福建泉州	-10	搬迁至雅安&柬埔寨
2023	武汉技改	+6	
2023	云南曲靖	+12	王老吉, 补充西南基地
2023	云南昆明	-6	搬迁至曲靖
奥瑞金	基地	产能：亿罐	配套客户
2023	枣庄一期	9	青岛啤酒
嘉美包装	基地	产能：亿罐	配套客户
2023	江西鹰潭	10	王老吉
待定	安徽滁州	10	
中粮包装	基地	产能：亿罐	配套客户
2023	昆明新厂	10	
2023	成都三线	10	
2023	沈阳一期	10	
待定	沈阳二期	7	

资料来源：各公司公告，各公司官网，长江证券研究所

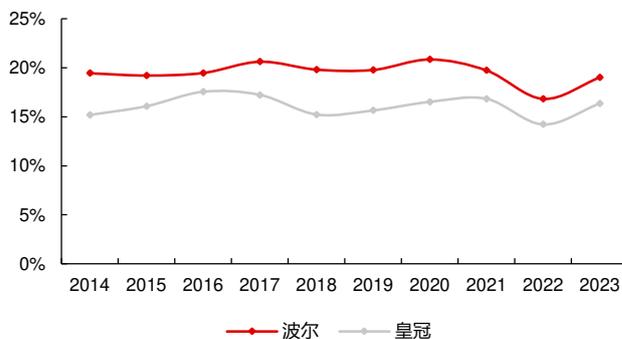
国内二片罐利润率的锚是什么？参考国内供需格局恶化前的利润率、海外龙头利润率或国内企业海外二片罐利润率。2014 年之前国内二片罐供需还未恶化，宝钢、奥瑞金二片罐毛利率 15%-20%；当前海外龙头波尔、皇冠毛利率约 15%-20%；当前国内企业在海外如昇兴在柬埔寨的二片罐毛利率预计 15%-20%。对标上述利润率，国内二片罐在供需格局和竞争格局改善之后，利润率修复空间大，净利率有望逐步恢复到大个位数水平（当前净利率为 0 甚至为负），若后续啤酒等需求改善，净利率加快修复的概率更大。

图 25：宝钢包装和奥瑞金二片罐毛利率变化



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 26：波尔、皇冠毛利率变化



资料来源：Wind，长江证券研究所

国内二片罐盈利修复后的弹性可观。假设各企业国内产能打满，二片罐价格净提1分钱，对应净利率提升2.5%，宝钢/奥瑞金（含中粮）/昇兴净利润增厚1.60/2.75/0.96亿元，较2025年净利润（预测值）弹性为70%/23%/18%；假设二片罐价格净提2分钱，对应净利率提升5.0%，则宝钢/奥瑞金（含中粮）/昇兴净利润弹性为141%/47%/36%，其中宝钢弹性较大主因其利润基本来自二片罐，且国内二片罐利润占总利润比重接近70%。

图 27：假设国内二片罐净利率修复，各企业利润弹性测算

奥瑞金收购中粮包装后	国内二片罐产能（亿罐）	25年净利润预测（考虑奥瑞金合并中粮的净利润，单位：亿元）	单罐价格净提1分钱增厚净利润（亿元）	净利润弹性	单罐价格净提2分钱增厚净利润（亿元）	净利润弹性
			对应净利率提升2.5%		对应净利率提升5.0%	
宝钢包装	160	2.3	1.60	70%	3.20	141%
奥瑞金	275	11.8	2.75	23%	5.50	47%
昇兴股份	96	5.3	0.96	18%	1.92	36%

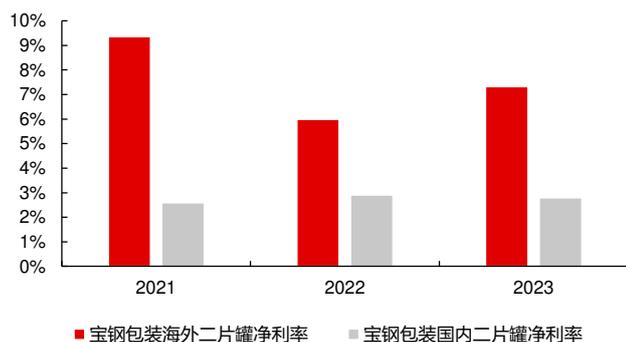
资料来源：各公司公告，长江证券研究所 备注：宝钢包装和昇兴股份2025年净利润预测为wind一致预测值

出海破局，多元发展，打造新增长点

探索新市场：以外补内，志在长远

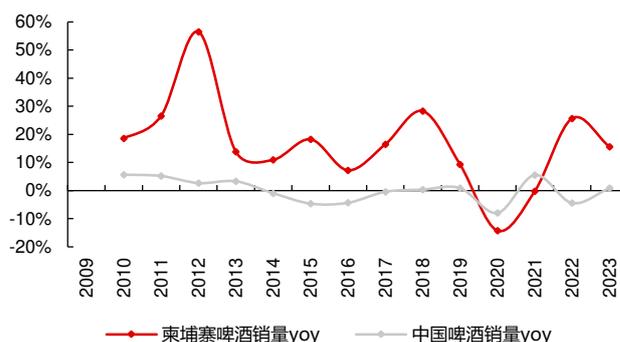
以柬埔寨为例，二片罐需求增量可观，利润率高于国内。由于年轻化的人口结构、成长阶段等因素，海外如东南亚啤酒等消费增速快于国内，根据欧睿数据，柬埔寨2019-2023年啤酒销量增速CAGR为6.3%（中国为-1.2%），2023年柬埔寨啤酒销量同增15.5%，而中国啤酒销量增速仅0.8%。结合欧睿数据及产业跟踪，当前柬埔寨二片罐需求量预计50+亿罐，主要供应商为皇冠（约25亿罐），昇兴（17亿罐），宝钢（12亿罐），其中昇兴于2024年11月投产4亿罐新产能，主因需求旺盛、存量客户订单增长，供需格局较优，利润率高于国内，假设柬埔寨二片罐后续增速10%，需求量年增5+亿罐。

图 28：宝钢包装海外二片罐净利率高于国内二片罐净利率



资料来源：宝钢包装公告，长江证券研究所

图 29：柬埔寨啤酒销量增速高于中国市场



资料来源：欧睿数据，长江证券研究所

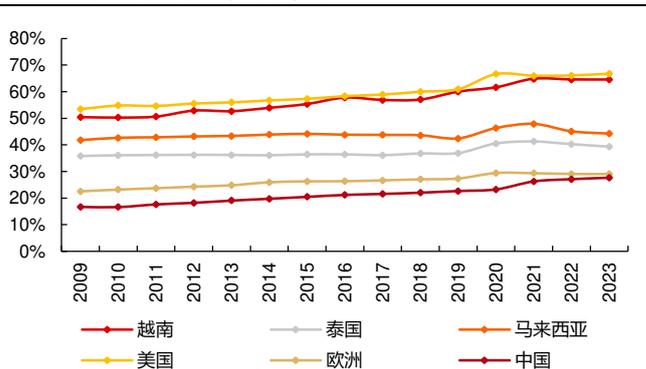
东南亚其他国家如越南、泰国、马来西亚等地由于气候、习惯等因素，啤酒罐化率高于中国，二片罐需求量不低，有挖潜空间。

图 30: 测算东南亚国家啤酒和软饮二片罐需求量

啤酒需求量 (亿罐)	2023
越南	68
泰国	21
马来西亚	2
软饮需求量 (亿罐)	2023
越南	25
泰国	25
马来西亚	20
啤酒+软饮需求量 (亿罐)	2023
越南	94
泰国	47
马来西亚	22

资料来源: 欧睿数据, 长江证券研究所

图 31: 东南亚啤酒罐化率高于中国



资料来源: 欧睿数据, 长江证券研究所

奥瑞金可借鉴国内二片罐企业出海经验。近年来, 宝钢、昇兴等在柬埔寨、越南等持续投建二片罐产能, 目前宝钢包装在越南/马来西亚/柬埔寨分别布局约 14/8/12 亿罐产能, 后续计划在越南新建 8 亿罐产能, 根据建设周期推算, 预计 2027 年投产; 昇兴股份在柬埔寨已陆续布局 17 亿罐产能; 中粮包装在比利时拥有二片罐产能。

图 32: 中国二片罐企业海外市场布局情况

宝钢包装	基地	产能: 亿罐
2011	越南平阳	7
2016	越南顺化	7
2022	马来西亚	8
2023	柬埔寨	12
预计2027年投产 (2024年6月底公告, 预计建设周期约20个月)	越南隆安	8
昇兴股份	基地	产能: 亿罐
2020-2024	柬埔寨	17
中粮包装	基地	产能: 亿罐
2022	比利时	未披露

资料来源: 各公司公告, 各公司官网, 长江证券研究所

充分准备, 期待破局。目前奥瑞金无海外二片罐产能, 但公司为出海做了较多准备, 如收购波利亚太, 与海外龙头建立了长期合作关系, 共同探讨全球的业务机会与协作; 收购澳洲 JAMESTRONG; 成为美国国家冰球联盟 (NHL) 波士顿棕熊队中国唯一合作伙伴; 收购欧洲欧塞尔足球俱乐部等, 未来奥瑞金会详细调研东南亚、东欧、中东等市场, 寻求合适投资机会, 同时在跟中粮包装的整合过程中, 考虑到国内二片罐行业产能明显过剩, 亦有可能通过产能搬迁来布局海外二片罐产能, 进而也能改善国内二片罐供需。

创造新需求: 创新为基, 多元发展

自主品牌与创新罐型协同发展、相辅相成。奥瑞金通过商业模式创新, 2021 年起推出自主品牌“犀旺”运动饮料、“乐 K”精酿啤酒、“元本善粮”预制菜等, 分别使用一体化铝罐、炮弹罐、碗罐等创新包装产品, 给下游客户提供更多服务方案选择, 目前公司自主品牌产品已在线上、线下同步推广销售, 一定程度上为创新罐型起到了推广作用,

吸引更多的知名品牌开始使用奥瑞金的新罐型，带动相应制罐量增长，同时预计新罐型的附加值会高于普通罐型，一定程度将带动盈利结构改善。

图 33：奥瑞金部分自主品牌产品



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 34：奥瑞金 DRD 差异化罐型包装



资料来源：公司官网，长江证券研究所

犀旺功能饮料，为冰雪运动注入新活力。犀旺是由奥瑞金和中体产业集团联合推出的运动饮料。2024 年 11 月 6 日，国务院办公厅发布《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》，要求持续巩固和扩大“带动三亿人参与冰雪运动”成果。以冰雪运动为引领，带动冰雪文化、冰雪装备、冰雪旅游全产业链发展，推动冰雪经济成为新增长点。到 2030 年，冰雪经济主要的产业链条实现高水平协调融合发展，冰雪消费成为扩大内需的一个重要增长点，冰雪经济总规模达 1.5 万亿元。犀旺赞助的第 5 届全国大学生冰球联赛 2024 年 11 月正式拉开帷幕，期待犀旺产品为奥瑞金贡献新增量。

图 35：奥瑞金和中体产业集团联合推出犀旺功能饮料



资料来源：犀旺饮料官网，长江证券研究所

图 36：犀旺赞助第 5 届全国大学生冰球联赛开赛



资料来源：奥众体育，长江证券研究所

此外，公司推进新能源电池结构件项目。新能源电池行业空间大，公司基于产业发展趋势，着手将金属包装领域积累的制造、产研优势转化至新能源电池结构件生产制造，目前已在枣庄高效建成对标一流的新能源电池壳结构件样板产线，具备批量生产能力，并取得战略电池客户产线验收与供应商准入，正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、降本和增效。

图 37：奥瑞金枣庄新能源电池结构件生产基地



资料来源：公司公告，长江证券研究所

盈利预测

三片罐：奥瑞金三片罐绑定核心客户中国红牛，良好、稳定的盈利水平有望持续，功能饮料增长稳健（2019-2023 年中国市场红牛品牌零售额 CAGR 约 6%），中国红牛预计维持稳健增长，保障奥瑞金利润基本盘。

增加并表利润：若不考虑对中粮包装剩余 75.6% 股权收购的新增并表，预计 2024-2026 年奥瑞金归母净利润为 8.1/9.0/9.9 亿元，对应 PE 为 16/14/13 倍；若考虑剩余 75.6% 股权收购的新增并表（不考虑二片罐盈利改善，考虑并购贷款财务费用），预计 2025/2026 年合计净利润为 11.8/13.1 亿元，对应 PE 为 11/10 倍。

二片罐利润率修复弹性：若单罐净利润提升 1 分钱，对应净利率提升约 2.5pcts（目前国内单罐净利润预计为 0 甚至为负，海外单罐净利润约 4-5 分钱），则将增厚净利润近 2.5 亿元，即 2025/2026 年合计净利润将增长至 14.3/15.7 亿元，对应 PE 为 9/8 倍，奥瑞金历史 PE-TTM 处于 12-20 倍区间。

海外布局和创新业务：预计目前整体收入和利润比重不高，期待后续成为新增长点。

图 38：奥瑞金收购中粮包装净利润测算（不考虑二片罐盈利改善，考虑并购贷款财务费用）

奥瑞金收购中粮包装业绩测算（不考虑二片罐盈利改善）		2023A	2024E	2025E	2026E
(a)	奥瑞金归母净利润（亿元）-仅包含持股中粮包装24.4%的部分	7.7	8.1	9.0	9.9
	——预计来自持股中粮包装24.4%的投资收益（亿元）	1.2	1.2	1.3	1.4
(b)	奥瑞金自身净利润（亿元）-剔除持股中粮包装24.4%的投资收益	6.6	6.9	7.7	8.5
	yoy		5%	11%	10%
(c)	中粮包装归母净利润（亿元）	4.7	5.0	5.4	5.8
	yoy		6%	6%	7%
(d) = (b) + (c)	合计净利润（亿元）=奥瑞金自身净利润+100%中粮包装并入净利润			13.0	14.2
(e)	并购贷款财务费用（亿元，公司披露）			1.6	1.5
(f) = (e) * (1-25%)	财务费用扣除所得税(25%)			1.2	1.1
(g) = (d) - (f)	最终合计净利润（亿元）-考虑并购贷款财务费用后			11.8	13.1
	对应当前奥瑞金PE（倍）			10.9	9.8

资料来源：公司公告，长江证券研究所 备注：奥瑞金市值对应 PE 所指市值为 2025 年 1 月 27 日公司市值，下同

图 39: 奥瑞金收购中粮包装净利润测算 (考虑二片罐盈利改善, 考虑并购贷款财务费用)

奥瑞金收购中粮包装业绩测算 (考虑二片罐盈利改善)		2025E	2026E
(g)	最终合计净利润 (亿元) -考虑并购贷款财务费用, 不考虑二片罐净利率改善	11.8	13.1
(h)	奥瑞金+中粮包装合计二片罐产能 (亿罐)	275	275
(i)	预计产能利用率	90%	92%
(j) = (h) * (i)	预计产销量 (亿罐) -假设满产满销	248	253
(k) = (j) * 0.01	假设单罐净利润提升1分钱增厚净利润 (亿元) -对应约2.5pcts净利率提升	2.5	2.5
(l) = (j) * 0.02	假设单罐净利润提升2分钱增厚净利润 (亿元) -对应约5.0pcts净利率提升	5.0	5.1
(m) = (g) + (k)	单罐净利润提升1分钱后合计净利润 (亿元)	14.3	15.7
	对应当前奥瑞金PE (倍)	9.0	8.2
(n) = (g) + (l)	单罐净利润提升2分钱后合计净利润 (亿元)	16.8	18.2
	对应当前奥瑞金PE (倍)	7.7	7.1

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

备注: 若不考虑对中粮包装 75.6%股权收购的并表影响, 预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 8.14/9.03/9.93 亿元, 对应 PE 为 16/14/13X。

风险提示

- 1、整合不及预期：**奥瑞金和中粮包装后续整合过程若不及预期，将影响行业竞争格局及公司盈利水平。
- 2、需求不及预期：**若啤酒及软饮料需求增长放缓，或啤酒罐化率提升不及预期，或影响公司销量及盈利水平。
- 3、大客户诉讼结果不及预期：**若公司大客户中国红牛诉讼结果不及预期，或影响其销售表现和功能饮料市场地位，进而影响奥瑞金销量及盈利水平。
- 4、原材料价格大幅波动：**若原材料价格大幅上涨，或影响公司生产成本和盈利水平。
- 5、盈利预测不及预期：**在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。我们预计金属包装二片罐行业伴随龙头间并购整合落地，行业盈利有望逐步改善，但也存在由于外部环境的不确定性导致对公司盈利预测的假设不成立或者不及预期。若后续行业竞争格局恶化，下游需求走弱，收入增长不及预期，同时毛利率低于预期，则悲观情形下预计公司 2024-2026 年实现营业收入 139.81、144.01、151.93 亿元，同比变动+1.0%、+3.0%、+5.5%，毛利率为 16.10%、16.35%、16.60%，归母净利润为 8.02、8.74、9.52 亿元，同比变动+3.5%、+9.0%、+8.9%。

表 1：公司收入和利润敏感性分析（单位：亿元）

项目	基准情形				悲观情形			
	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	138.43	140.42	145.82	155.12	138.43	139.81	144.01	151.93
yoy	-1.6%	1.4%	3.8%	6.4%	-1.6%	1.0%	3.0%	5.5%
毛利率	15.24%	16.27%	16.52%	16.72%	15.24%	16.10%	16.35%	16.60%
归母净利润	7.75	8.14	9.03	9.93	7.75	8.02	8.74	9.52
yoy	37.0%	5.1%	11.0%	9.9%	37.0%	3.5%	9.0%	8.9%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	13843	14042	14582	15512	货币资金	1255	3249	4100	4983
营业成本	11734	11758	12174	12918	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2109	2284	2408	2594	应收账款	3206	3185	3318	3510
%营业收入	15%	16%	17%	17%	存货	1682	1825	1831	1911
营业税金及附加	93	94	98	104	预付账款	171	207	202	215
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	501	482	510	540
销售费用	232	234	233	248	流动资产合计	6815	8948	9960	11159
%营业收入	2%	2%	2%	2%	长期股权投资	2826	2826	2826	2826
管理费用	563	604	612	651	投资性房地产	90	90	90	90
%营业收入	4%	4%	4%	4%	固定资产合计	5058	4649	4239	3829
研发费用	44	51	47	50	无形资产	510	510	510	510
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	59	59	59	59
财务费用	264	308	372	365	递延所得税资产	60	65	65	65
%营业收入	2%	2%	3%	2%	其他非流动资产	988	1039	1026	1013
加：资产减值损失	-53	-30	-20	-25	资产总计	16406	18185	18775	19551
信用减值损失	-49	-20	-15	-17	短期贷款	1830	3430	3430	3430
公允价值变动收益	-2	0	0	0	应付款项	2138	2248	2298	2434
投资收益	205	204	213	227	预收账款	0	0	0	0
营业利润	1076	1176	1301	1428	应付职工薪酬	233	234	243	258
%营业收入	8%	8%	9%	9%	应交税费	116	130	130	138
营业外收支	-24	-24	-24	-24	其他流动负债	1828	1531	1526	1552
利润总额	1052	1151	1277	1404	流动负债合计	6146	7573	7627	7813
%营业收入	8%	8%	9%	9%	长期借款	539	539	539	539
所得税费用	313	345	383	420	应付债券	0	0	0	0
净利润	739	806	894	984	递延所得税负债	55	51	51	51
归属于母公司所有者的净利润	775	814	903	993	其他非流动负债	750	705	705	705
少数股东损益	-35	-8	-9	-10	负债合计	7490	8868	8922	9108
EPS (元)	0.30	0.32	0.35	0.39	归属于母公司所有者权益	8735	9144	9689	10289
					少数股东权益	181	173	164	154
现金流量表 (百万元)					股东权益	8916	9317	9853	10442
	2023A	2024E	2025E	2026E	负债及股东权益	16406	18185	18775	19551
经营活动现金流净额	1507	1385	1422	1481	基本指标				
取得投资收益收回现金	114	204	213	227		2023A	2024E	2025E	2026E
长期股权投资	-99	0	0	0	每股收益	0.30	0.32	0.35	0.39
资本性支出	-428	-24	-13	-18	每股经营现金流	0.59	0.54	0.56	0.58
其他	101	-75	-15	-15	市盈率	13.80	15.85	14.28	12.99
投资活动现金流净额	-312	104	185	194	市净率	1.22	1.41	1.33	1.25
债券融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	7.55	7.90	6.77	6.00
股权融资	12	0	0	0	总资产收益率	4.4%	4.7%	4.8%	5.1%
银行贷款增加(减少)	2702	1600	0	0	净资产收益率	8.9%	8.9%	9.3%	9.7%
筹资成本	-465	-640	-756	-792	净利率	5.6%	5.8%	6.2%	6.4%
其他	-3632	-450	0	0	资产负债率	45.7%	48.8%	47.5%	46.6%
筹资活动现金流净额	-1385	510	-756	-792	总资产周转率	0.83	0.81	0.79	0.81
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-190	1999	851	883					

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。