

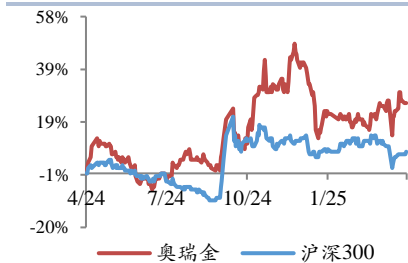
## 并购与创新并举，业务版图稳健扩张

投资评级：买入  
首次覆盖

报告日期：2025-04-24

收盘价(元)	5.22
近12个月最高/最低(元)	6.25/3.95
总股本(百万股)	2,560
流通股本(百万股)	2,557
流通股比例(%)	99.91
总市值(亿元)	134
流通市值(亿元)	133

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucai@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

### 主要观点：

#### ● 金属包装行业领军者，积极推进行业并购整合

奥瑞金是全国规模最大的金属制罐企业之一，公司以三片罐业务起家，2012年拓展二片罐业务，2014年进军灌装业务，2022年加快多元化布局，推出自有品牌快消品（犀旺功能饮料、预制菜等）、上马新能源项目、探索海外市场。截至2024年底，公司二片罐、三片罐和灌装业务各拥有14家/14家/3家生产制造基地，年产能分别为135/90/20亿罐。2014-2023年，公司营业收入由54.55亿元增长至138.43亿元，CAGR为10.90%；公司归母净利润由8.09亿元下降到2023年的7.75亿元，CAGR为-0.48%。公司通过自建产能及对外并购等方式，目前已基本完成三片罐和二片罐的全国性生产布局，主营业务规模稳步扩张。

#### ● 行业：行业整合加速，发展空间仍广阔

金属包装是我国包装产业的重要组成部分，2023年中国金属包装行业规模以上企业全年累计完成营收1505.62亿元，累计利润71.72亿元，占整体包装行业营收的13.05%，占整体包装行业利润的11.91%。金属包装主要分为二片罐和三片罐。**二片罐**：2023年，中国二片罐行业的总市场规模为267亿元，总体需求量为607亿罐，啤酒罐和碳酸饮料罐分别占56%和26%。我国啤酒罐化率已由2014年的21.3%提升至2022年的27.1%，但仍显著低于全球平均48.6%、英美等发达国家65%以上的啤酒罐化率水平，未来，随着中国啤酒罐化率持续提升，二片罐市场的规模将不断扩大。以产能口径计算，2023年宝钢包装、奥瑞金、中粮包装、昇兴股份市场占有率分别为23%、20%、17%、15%。**三片罐**：2023年，中国三片罐行业市场规模为166亿元，主要应用于饮料领域，占比约82%。2022年我国三片罐产能中，奥瑞金占比23%，嘉美占比14%，昇兴股份、福贞控股、吉源控股三家占比35%。

#### ● 公司：并购与创新并举，业务版图稳健扩张

**1) 三片罐业务**：公司是中国红牛的独家金属包装供应商，早期与中国红牛共同成长，后积极培育新客户，持续扩大市场份额，目前客户主要涵盖中国红牛、伊利、达利园、旺旺、君乐宝、京鹏、泰奇食品等。随着客户需求扩大，公司稳步扩建产能，亦推动公司三片罐营业收入从2012年的32.71亿元增长至2022年的64.09亿元，CAGR为6.96%。受益于三片罐行业竞争格局较优和核心客户优势，公司三片罐产品毛利率较高，为公司业务基本盘，提供核心利润来源。**2) 二片罐业务**：公司二片罐业务起步较晚，2012年上市后开始大力建设二片罐产能和收购二片罐行业优质企业作为新的业绩增长点，公司二片罐营业收入从2012年的1.29亿元增长至2022年的56.68亿元，CAGR为45.98%。随着公司成功并购中粮包装，公司二片罐的市场占有率将

达到 37%，居二片罐市场份额第一。2022 年公司二片罐业务毛利率为 2.22%，明显低于同行业核心竞争对手（2023 年宝钢包装二片罐业务毛利率为 9.57%，2024 年波尔/皇冠控股毛利率分别为 20.70%/17.72%），在规模扩张及整合增效下，公司二片罐业务盈利能力有望提升，贡献业绩弹性。**3) 新业务：**公司积极布局灌装业务，深化一体化包装服务；打造自主品牌“犀旺”运动饮料、“乐 K”精酿啤酒、“元本善粮”预制菜等，拓展业务空间。

● **盈利预测及投资建议**

公司作为金属包装行业领军企业，三片罐持续优化品类及拓展客户结构效果显著，营收稳健增长；二片罐业务成功并购中粮包装，市场份额大幅提升，议价能力提升下盈利改善弹性大。在不考虑并购中粮包装带来的业绩增量情况下，我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 143.19/150.70/161.32 亿元，分别同比增长 3.4%/5.2%/7.0%，归母净利润分别为 8.25/9.25/10.43 亿元，分别同比变动 6.6%/12.1%/12.7%。截至 2025 年 4 月 23 日，EPS 分别为 0.32/0.36/0.41 元，对应 PE 分别为 16.19/14.44/12.81 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示**

客户集中度较高的风险，原材料价格波动的风险，客户食品安全事件风险，外延式发展引起的运营管理风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13843	14319	15070	16132
收入同比 (%)	-1.6%	3.4%	5.2%	7.0%
归属母公司净利润	775	825	925	1043
净利润同比 (%)	37.0%	6.6%	12.1%	12.7%
毛利率 (%)	15.2%	16.1%	16.2%	16.3%
ROE (%)	8.9%	9.0%	9.5%	10.1%
每股收益 (元)	0.30	0.32	0.36	0.41
P/E	13.80	16.19	14.44	12.81
P/B	1.22	1.46	1.38	1.29
EV/EBITDA	7.55	7.43	6.39	5.43

资料来源：wind，华安证券研究所（暂不考虑并购中粮包装带来的业绩增量情况，以 2025 年 4 月 23 日收盘价计算）

# 正文目录

1 概况：金属包装行业领军者，积极推进行业整合.....	6
1.1 深耕行业三十余年，开启多元发展路径.....	6
1.2 公司股权较为集中，高管从业经验丰富.....	7
1.3 主营业务稳步发展，盈利能力改善.....	9
2 行业：行业整合加速，发展空间仍广阔.....	11
2.1 包装行业需求趋稳，金属包装占比较高.....	11
2.2 啤酒罐化率较低，二片罐市场提升空间广阔.....	13
2.3 饮料贡献核心需求，推动三片罐市场稳步增长.....	15
3 公司：并购与创新并举，业务版图稳健扩张.....	16
3.1 功能饮料需求稳定，三片罐业务构建基本盘.....	16
3.2 收购中粮包装，二片罐业务提供弹性.....	19
3.3 积极拓展新业务，培育新增长曲线.....	21
4 盈利预测及投资建议.....	23
5 风险提示.....	24
财务报表与盈利预测.....	25

## 图表目录

图表 1 奥瑞金发展历程	6
图表 2 公司主营业务情况	6
图表 3 公司股权结构图 (截至 2024Q3)	7
图表 4 公司核心管理层团队情况	8
图表 5 2019-2023 年公司分红金额、YOY 及分红率 (亿元, %)	9
图表 6 2014-2024 年前三季度公司营业收入及 YOY (亿元, %)	9
图表 7 2014-2024 年前三季度公司归母净利润及 YOY	9
图表 8 2014-2024H1 金属包装业务营业收入及 YOY (亿元, %)	10
图表 9 2014-2024H1 灌装业务营业收入及 YOY (亿元, %)	10
图表 10 2019-2024H1 公司国内营收及 YOY (亿元, %)	10
图表 11 2019-2024H1 公司国外营收及 YOY (亿元, %)	10
图表 12 2009-2024 年前三季度公司综合毛利率 (%)	11
图表 13 2020-2024 年前三季度公司费用率 (%)	11
图表 14 2020-2024 年前三季度归母净利润率 (%)	11
图表 15 金属包装供应链概况	12
图表 16 中国金属包装行业规模以上企业全年营收及 YOY (亿元, %)	12
图表 17 中国金属包装行业规模以上企业全年利润及 YOY (亿元, %)	12
图表 18 2023 年全国包装行业营业收入行业小类占比情况 (%)	13
图表 19 2023 年全国包装行业利润总额行业小类占比情况 (%)	13
图表 20 二片罐和三片罐特征对比	13
图表 21 2017-2023 年中国二片罐市场规模及 YOY (亿元, %)	14
图表 22 2023 年中国二片罐下游应用比例 (%)	14
图表 23 2010-2024 年全国啤酒产量及 YOY (万千升, %)	14
图表 24 2016-2022 年全球及部分国家啤酒罐化率 (%)	14
图表 25 2023 年按产能计中国二片罐企业市场占有率 (%)	15
图表 26 2023 年合并后按产能计中国二片罐企业市场占有率 (%)	15
图表 27 2017-2024 年中国三片罐市场规模及 YOY (亿元, %)	15
图表 28 2017-2024 年中国三片罐细分领域市场规模 (亿元)	16
图表 29 2020 年中国食品金属包装下游市场占比情况 (%)	16
图表 30 2016-2022 年中国马口铁三片罐市场均价 (元/罐)	16
图表 31 2022 年中国金属包装三片罐行业格局情况 (%)	16
图表 32 2012-2022 年三片罐营收及 YOY (亿元, %)	17
图表 33 2008-2023 年中国红牛占奥瑞金营收比例 (%)	17
图表 34 奥瑞金三片罐战略转变历程	17
图表 35 2012-2019 年三片罐细分品类营收 (亿元)	18
图表 36 2012-2019 年三片罐细分品类营收占比 (%)	18
图表 37 2012-2022 年三片罐和二片罐产品毛利率 (%)	18
图表 38 2012-2019 年三片罐细分产品毛利率 (%)	18
图表 39 中国红牛与其他三片罐客户的毛利率情况对比	18

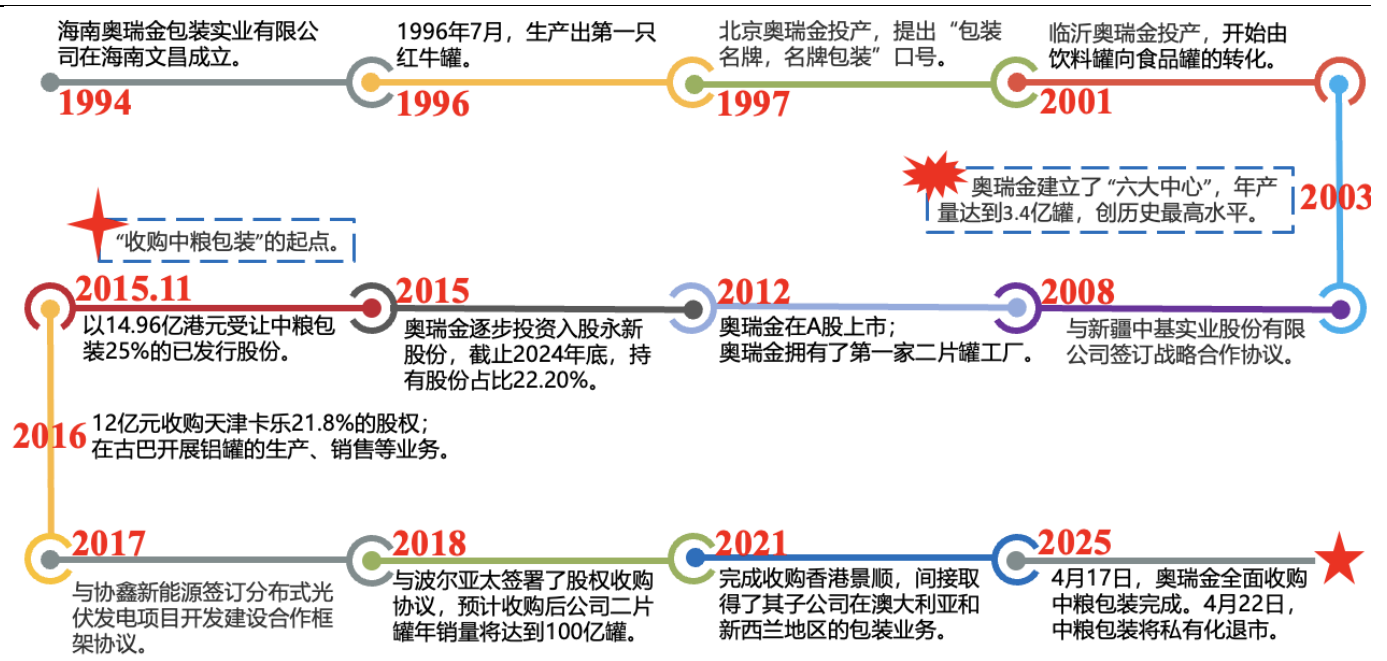
图表 40 2012-2019 年二片罐营收及 YOY (亿元, %)	19
图表 41 奥瑞金收购中粮包装历程	20
图表 42 金属包装头部企业营收情况 (亿元)	20
图表 43 金属包装头部企业归母净利润情况 (亿元)	20
图表 44 奥瑞金与宝钢包装二片罐业务毛利率对比 (%)	21
图表 45 波尔与皇冠控股毛利率情况 (%)	21
图表 46 2014-2024 年 H1 灌装业务收入及 YOY (亿元, %)	21
图表 47 2015-2023 年灌装业务销量及 YOY (亿罐, %)	21
图表 48 奥瑞金自主品牌与新型技术概况	22
图表 49 奥瑞金枣庄新能源电池结构件生产基地	22
图表 50 奥瑞金出海历程	23
图表 51 公司分业务收入预测 (百万元)	23
图表 52 盈利预测和估值	23
图表 53 可比公司估值	24

# 1 概况：金属包装行业领军者，积极推进行业整合

## 1.1 深耕行业三十余年，开启多元发展路径

奥瑞金是一家集品牌策划、包装设计与制造、灌装服务及信息化服务为一体的综合包装解决方案提供商。公司于 1994 年在海南文昌创立，专注于食品饮料金属包装产品的研发、设计、生产和销售。公司起初专注于三片罐业务，并于 1996 年 7 月推出首批红牛罐，是中国红牛的核心供应商。2001 年，将业务从饮料罐扩展到食品罐。2003 年年产量达到 3.4 亿罐。2012 年，公司在 A 股成功上市，并拓展了二片罐业务。2015 年，公司斥资 14.96 亿港元收购了中粮包装 25% 的已发行股份。2018 年，与波尔亚太签署了股权收购协议及相关附属协议。2021 年，公司完成对香港景顺的收购，从而间接取得其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。2025 年 4 月 17 日，公司完成对中粮包装的收购和整合，2025 年 4 月 22 日，中粮包装从香港联交所私有化退市。

图表 1 奥瑞金发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司核心产品为金属二片罐和三片罐。公司以三片罐业务起家，2012 年拓展二片罐业务，2014 年进军灌装业务，2022 年加快多元化布局，推出自有品牌快消品（犀旺功能饮料、预制菜等）、上马新能源项目、探索海外市场，但目前收入占比不高。截至 2024 年底，二片罐、三片罐和灌装业务各拥有 14 家/14 家/3 家生产制造基地，年产能分别为 135/90/20 亿罐。

图表 2 公司主营业务情况

业务	制造基地	产品用途	主要客户	24 年产能
三片罐	14 家生产制造基地，布局北京、天津、河	功能饮料、植物蛋白饮料、乳饮料、果蔬汁、即饮茶饮料、即饮	红牛、战马、东鹏特饮、体质能量、达利园、健力宝、	90 亿罐

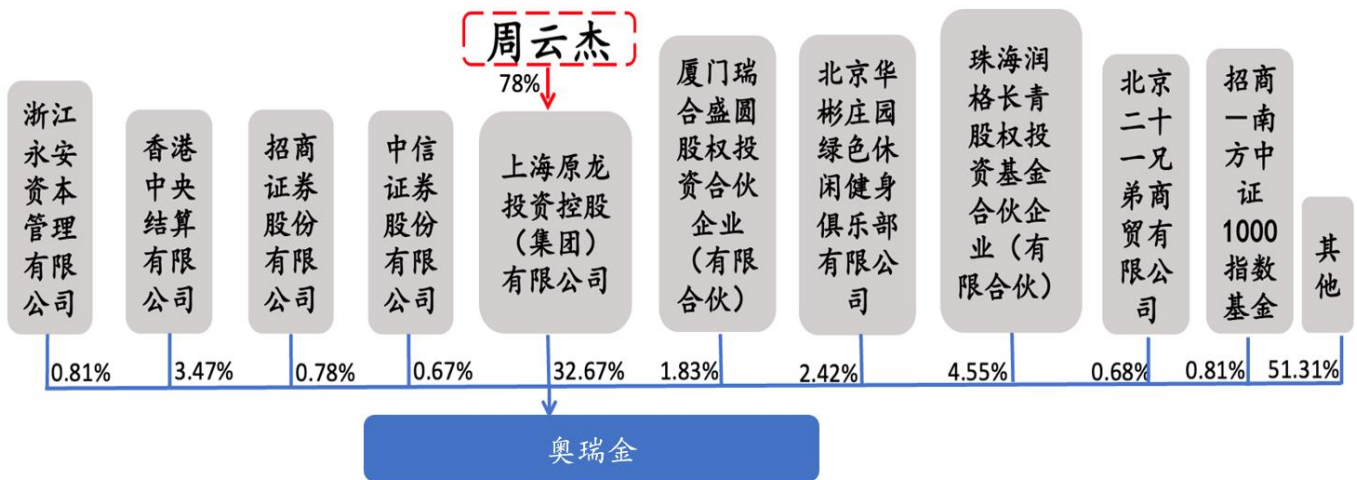
	北、山东、江苏、湖北、浙江、四川、福建、广东、海南、黑龙江。	咖啡、配方奶粉、啤酒、番茄酱、调味品、水果罐头、海鲜罐头、肉罐头、冲调饮品等。	北冰洋、冰峰、飞鹤、伊利、蒙牛、燕之屋、君乐宝、露露、旺旺等。	
二片罐	14家生产制造基地，布局浙江、广东、广西、山东、陕西、湖北。	啤酒、碳酸饮料、功能饮料、植物蛋白饮料、植物饮料、果醋饮料、果蔬汁饮料、预调鸡尾酒、即饮茶饮料、即饮咖啡、调味品、含乳饮料等。	百威啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、雪花啤酒、珠江啤酒、元气森林、可口可乐、百事可乐、达能、安利、统一、日加满、爱洛星、加多宝等。	135亿罐
灌装	3家生产制造基地，遍布湖北、辽宁、云南等地区。	碳酸饮料、茶饮料、果汁饮料、植物饮料、含乳饮料、保健类等饮料等。	安利、加多宝、达能、东鹏特饮、日加满、统一等。	20亿罐

资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

## 1.2 公司股权较为集中，高管从业经验丰富

公司股权较为集中，股东行业优势有助互补。截至 2024Q3，公司实际控制人为董事长周云杰先生，主要通过控股上海原龙投资间接持有公司 25.48% 的股权。珠海润格长青股权投资基金合伙企业为第二大股东，占比为 4.55%，其股东为华润和格力集团，华润为国内大消费领域头部公司，华润和奥瑞金通过双向赋能，围绕大消费大健康产业协同发展方面发挥互补性合作优势。

图 3 公司股权结构图 (截至 2024Q3)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

核心管理层团队稳定，管理能力出众且从业经验丰富。1994 年董事长周云杰与母亲一起带领 16 个工人进入金属包装领域，目前任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。公司核心管理团队长期从事金属包装行业，具有丰富的行业管理经验。总经理沈陶先生，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。副总经理马斌云先生，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。

**图表 4 公司核心管理层团队情况**

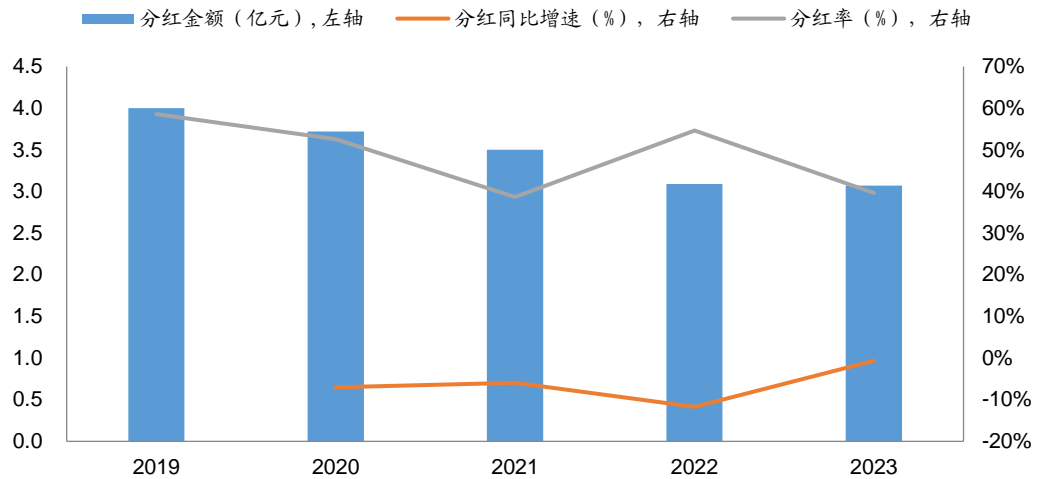
姓名	职务	履历
周云杰	董事长	1961 年出生。中国包装联合会第九届理事会副会长，中国包装联合会金属容器委员会荣誉主任，北京市优秀企业家。曾就职于国家物资部中国物资出版社，2008 年 8 月至今担任公司董事长。周云杰先生为公司实际控制人，任公司控股股东上海原龙投资控股（集团）有限公司董事长。
周原	副董事长	1987 年出生，硕士学位。2010 年 10 月至今任公司董事，2011 年 1 月至今任公司副董事长，同时兼任公司控股股东上海原龙投资控股（集团）有限公司董事、黄山永新股份有限公司副董事长、中粮包装控股有限公司非执行董事。
沈陶	董事、总经理	1971 年出生，硕士学位。曾任宝钢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。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。
高树军	董事会秘书、副总经理	1971 年出生，硕士学位。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。
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 月加入公司，现任公司二片罐及灌装事业部总经理。2017 年 7 月至今任公司副总经理。
陈玉飞	副总经理	1972 年出生，大学学历。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，现任公司三片罐事业部总经理，2014 年 3 月至今任公司副总经理。
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 月至今任公司财务总监。
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。2019 年 4 月至今任公司副总经理，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。

资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

**持续建立完善公司长效激励机制。**公司基于对未来发展的信心，积极维护公司和股东利益，积极推行分红方案。自公司上市以来累计分红 10 次，累计分红金额为 36.04 亿元。2023 年分红金额为 3.07 亿元，分红率为 39.70%，为投资者带来长期、稳定的投资回报。



图表 5 2019-2023 年公司分红金额、yoy 及分红率 (亿元, %)

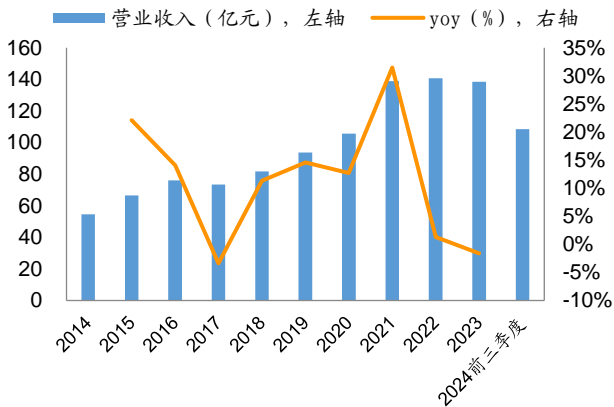


资料来源: 同花顺 iFinD, 公司年报, 华安证券研究所

### 1.3 主营业务稳步发展, 盈利能力改善

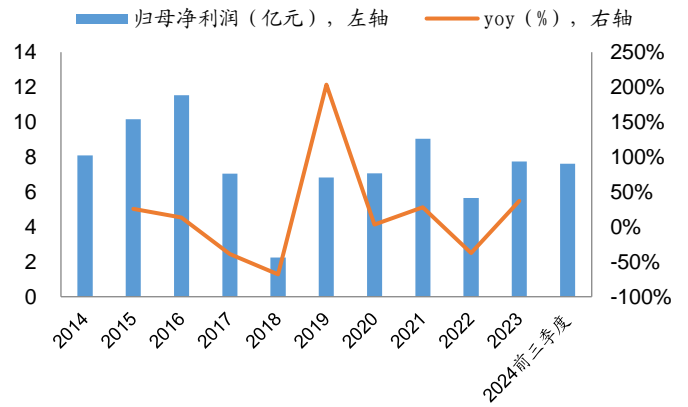
主营业务稳健发展, 营收规模呈增长趋势。2014-2023 年, 公司营业收入由 5.45 亿元增长至 138.43 亿元, CAGR 为 10.90%; 公司归母净利润由 8.09 亿元下降到 2023 年的 7.75 亿元, CAGR 为 -0.48%。公司通过自建产能及对外并购等方式, 目前已基本完成三片罐和二片罐的全国性生产布局, 主营业务规模稳步扩张。2024 年前三季度, 公司实现营业收入 108.57 亿元, 同比增长 1.40%; 实现归母净利润 7.61 亿元, 同比增长 7.74%。

图表 6 2014-2024 年前三季度公司营业收入及 yoy (亿元, %)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

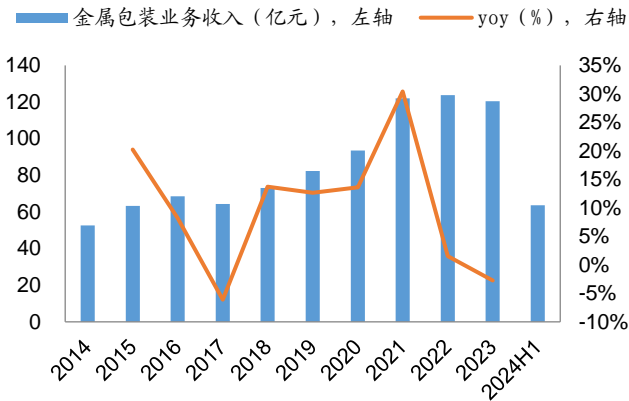
图表 7 2014-2024 年前三季度公司归母净利润及 yoy (亿元, %)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

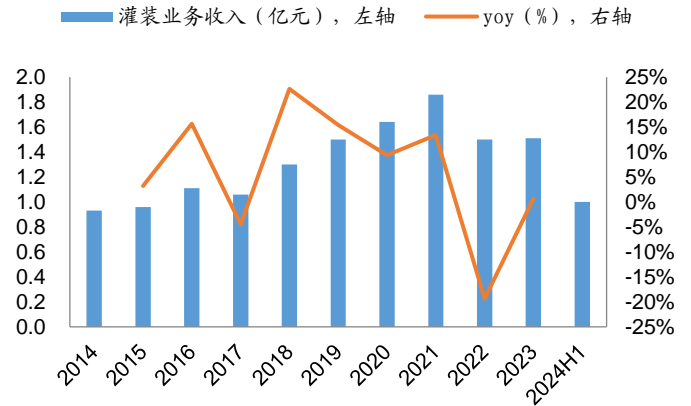
分业务来看, 金属包装为核心业务, 规模稳步扩大。2014-2023 年, 公司金属包装业务营收从 52.61 亿元增长至 120.39 亿元, CAGR 为 9.63%, 主要受益于公司二片罐和三片罐产能规模的持续扩大。作为给下游客户提供的补充服务, 灌装业务收入规模较小, 2021 年后由于消费需求承压, 公司灌装业务收入有所下行。2014-2023 年, 灌装业务营收从 0.93 亿元增长至 1.51 亿元, CAGR 为 5.53%。

图表 8 2014-2024H1 金属包装业务营业收入及 yoy (亿元, %)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

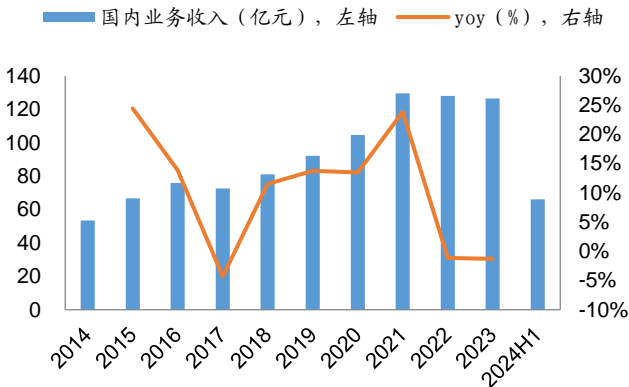
图表 9 2014-2024H1 灌装业务营业收入及 yoy (亿元, %)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

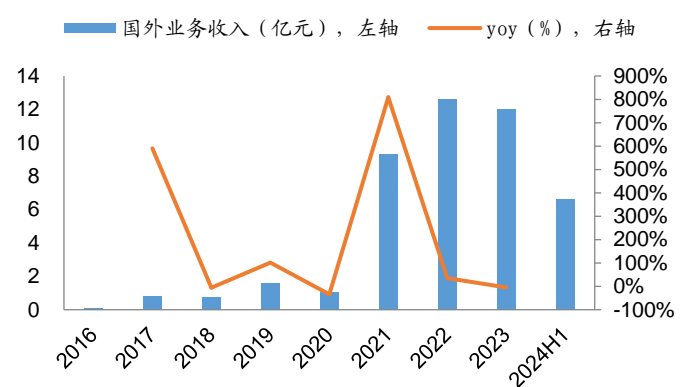
分区域来看, 国内业务占比大, 持续推进国际化发展。2014-2023 年, 公司国内业务营业收入由 53.54 亿元增长至 126.42 亿元, CAGR 为 10.02%, 公司持续推进国内市场开拓。2016-2023 年, 公司国外业务收入由 0.12 亿元增长至 12.01 亿元, CAGR 为 93.33%。在坚持内生发展的同时, 公司也不断谋求在海外市场发展, 通过海外布局寻求新的市场机会, 加深与国际客户的业务合作, 稳步推进公司国际化业务进程。

图表 10 2019-2024H1 公司国内营收及 yoy (亿元, %)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

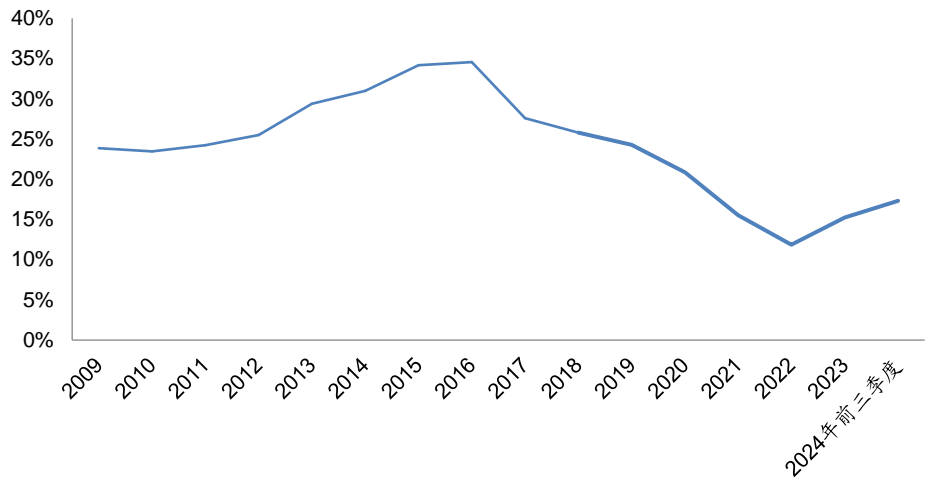
图表 11 2019-2024H1 公司国外营收及 yoy (亿元, %)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

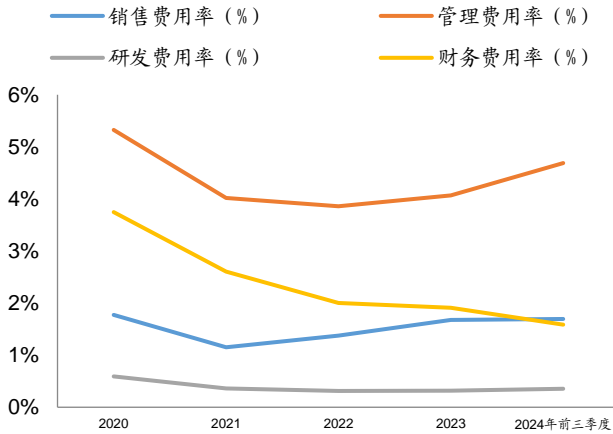
**2024 年盈利能力稳步恢复。**公司主营业务成本中材料成本占比超过 80%, 毛利率随钢铁及铝锭等原材料价格波动, 且由于二片罐毛利率低于三片罐毛利率, 随着二片罐收入占比提升, 自上市以来公司综合毛利率呈下降趋势。2024 年前三季度, 公司毛利率为 17.30%, 同比提升 1.22pct, 主要系原材料成本下行所致; 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.69%/4.69%/0.36%/1.59%, 同比+0.23/+0.56/+0.07/-0.39pct; 归母净利润率为 7.01%, 同比提升 0.41pct。

图表 12 2009-2024 年前三季度公司综合毛利率 (%)



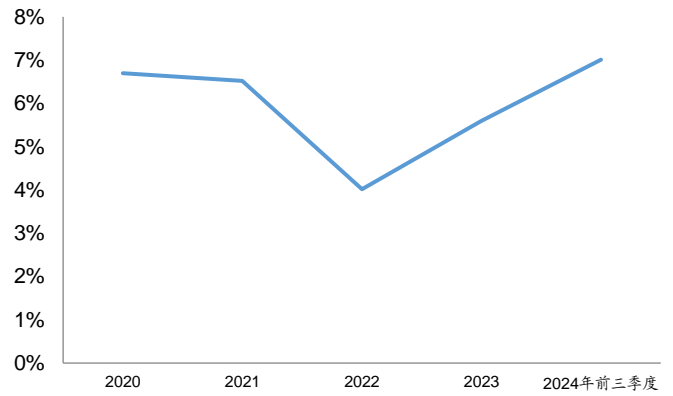
资料来源：同花顺 iFinD，公司年报，华安证券研究所

图表 13 2020-2024 年前三季度公司费用率 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 14 2020-2024 年前三季度归母净利润率 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

## 2 行业：行业整合加速，发展空间仍广阔

### 2.1 包装行业需求趋稳，金属包装占比较高

金属包装是我国包装产业的重要组成部分。金属包装指采用金属薄板，针对不同用途制作的各种不同形式的薄壁包装容器。其上游包括镀锡钢板（马口铁）、铝材、金属盖等原材料；中游为金属包装制造，包括二片罐、三片罐等产品，相关企业有中粮包装、奥瑞金、宝钢包装等；下游为应用领域，其具有机械性能好、阻隔性优异、保质期长、易于实现自动化生产、装潢精美、形状多样等优点，因而被广泛应用于食品、饮料、医药、日化等多个领域。

图表 15 金属包装供应链概况

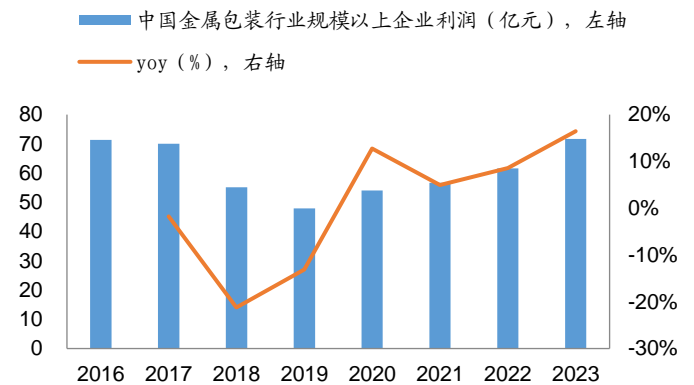
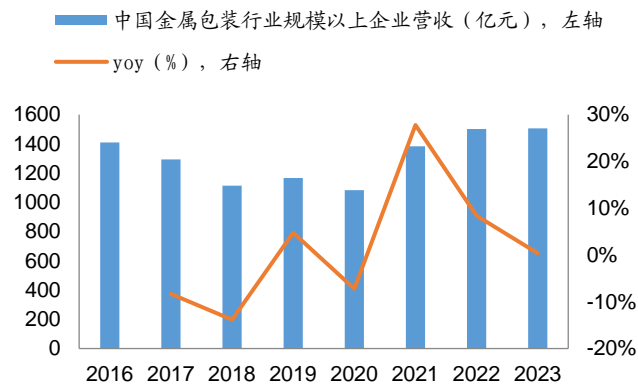


资料来源：观研天下，华安证券研究所

金属包装行业整体规模稳定，营收、利润占比居行业分类前列。根据中国包装联合会数据，中国金属包装行业规模以上企业全年累计完成营收从 2016 年的 1410.50 亿元增长至 2023 年的 1505.62 亿元，CAGR 为 0.94%；累计利润从 2016 年的 71.33 亿元增长至 2023 年的 71.72 亿元，CAGR 为 0.08%。从细分小类来看，金属包装行业占整体包装行业营收的 13.05%，占整体包装行业利润的 11.91%。

图表 16 中国金属包装行业规模以上企业全年营收及 yoy (亿元, %)

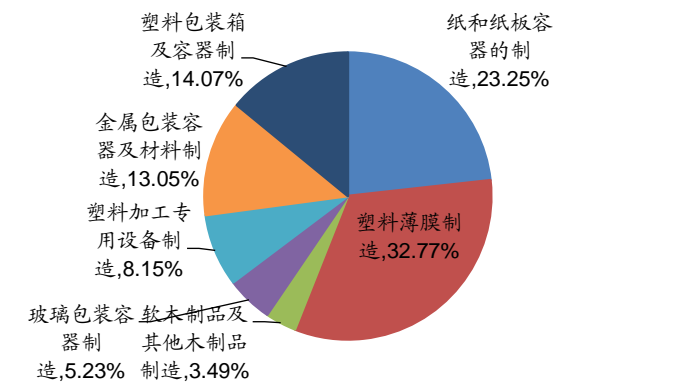
图表 17 中国金属包装行业规模以上企业全年利润及 yoy (亿元, %)



资料来源：中国包装联合会，华安证券研究所

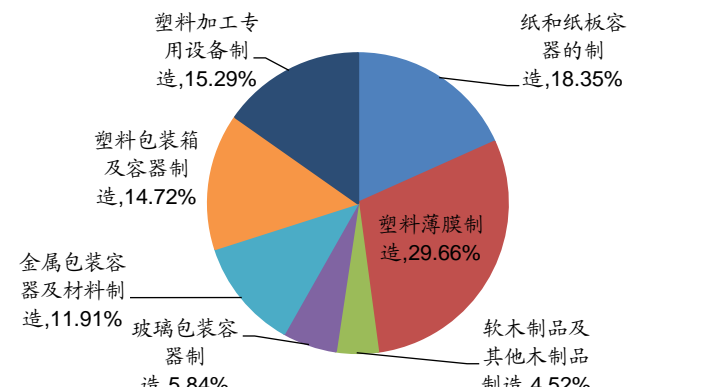
资料来源：中国包装联合会，华安证券研究所

图表 18 2023 年全国包装行业营业收入行业小类占比情况 (%)



资料来源：中国包装联合会，华安证券研究所

图表 19 2023 年全国包装行业利润总额行业小类占比情况 (%)



资料来源：中国包装联合会，华安证券研究所

**金属包装主要分为二片罐和三片罐。**其中三片罐具有刚性好，能生产各种形状的罐体，材料利用率较高，容易变换尺寸，生产工艺成熟，包装产品种类多等特点，在食品、饮料行业广泛应用。而二片罐具有密封性好、生产效率更高、节省原材料等优点，目前碳酸饮料和啤酒基本采用二片罐作为金属包装容器。2009 年下半年开始，随着经济回暖、充氮技术不断完善，二片罐生产体量扩大，规模效应显现，很多企业纷纷从三片罐换装为二片罐。但三片罐罐身更加坚固，运输要求比二片罐低，且三片罐罐体印刷性比二片罐好，做成的产品外观更加高档，仍有其不可替代的优势。

图表 20 二片罐和三片罐特征对比

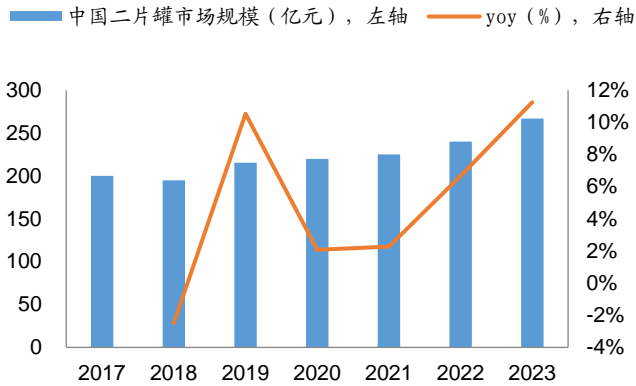
特点	二片罐	三片罐
材质	采用铝合金薄板作为材料	采用镀锡薄钢板、镀铬薄钢板作为材料
制造工艺	罐底和罐身由深冲加工成型，罐顶盖与罐体结合采用卷边密封	罐身、罐盖和罐底分别加工后组装而成，罐身由矩形金属片经焊接制成圆筒状，罐身与罐底盖、罐顶盖结合采用卷边密封
印刷工艺	曲面印刷	平板印刷
性能	质轻、壁薄，密封性好，易回收，重熔性好，制罐程序简单，生产效率高	强度高，易加工，印刷效果好，可高温杀菌，易回收
主要产品	饮料罐、食品罐	饮料罐、食品罐、化工罐、气雾罐等
适用的罐装条件	通常是在常温下灌装，产品含气（如啤酒、碳酸饮料），或灌装时添加氮气	可以适应食品等冷热加工、高温灭菌以及灭菌后的快速冷却等加工需要
变质检测	不适用打检方法检测食品或饮料变质	适用打检方法检测食品或饮料变质

资料来源：华经情报网，华安证券研究所

## 2.2 啤酒罐化率较低，二片罐市场提升空间广阔

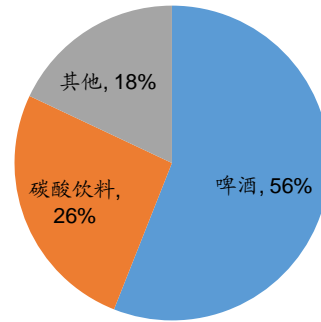
**二片罐市场规模稳步增长，啤酒罐需求占比超 50%。**根据观研天下的数据，截至 2023 年，中国二片罐行业的总市场规模为 267 亿元，2017-2023 年 CAGR 为 5.95%。2023 年，中国二片罐的总体需求量为 607 亿罐，应用领域主要包括啤酒和碳酸饮料，同时也用于功能饮料、植物蛋白饮料和即饮咖啡等。啤酒罐和碳酸饮料罐构成了主要的下游市场，在二片罐行业应用比例分别占 56%和 26%。

图表 21 2017-2023 年中国二片罐市场规模及 yoy (亿元, %)



资料来源: 观研天下, 华安证券研究所

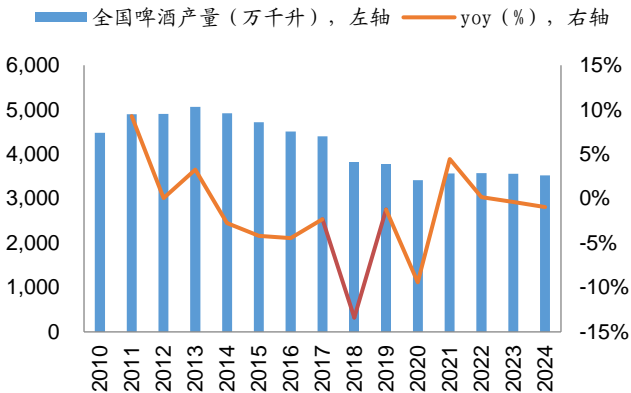
图表 22 2023 年中国二片罐下游应用比例 (%)



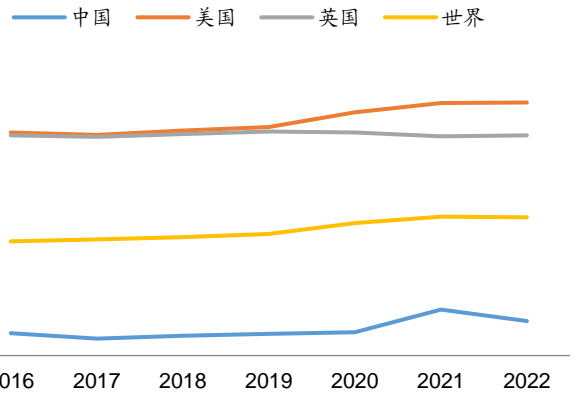
资料来源: 观研天下, 华安证券研究所

**国内啤酒产量回暖, 啤酒罐化率持续提升。**全国啤酒产量自 2020 年的最低位 3411.10 万千升后逐渐回暖, 2024 年已经逐步增长到 3521.30 万千升。随着后续消费的回暖, 啤酒产量有望稳步提升。根据 Euromonitor 数据, 我国啤酒罐化率已由 2014 年的 21.3% 提升至 2022 年的 27.1%, 但仍显著低于全球平均 48.6%、英美等发达国家 65% 以上的啤酒罐化率水平。罐装啤酒在运输上便利、不易碎等优势, 加之, 罐装在成本、生产销量、保质期等方面也优于瓶装。未来, 随着中国啤酒罐化率持续提升, 二片罐市场的规模将不断扩大。

图表 23 2010-2024 年全国啤酒产量及 yoy (万千升, %) 图表 24 2016-2022 年全球及部分国家啤酒罐化率 (%)



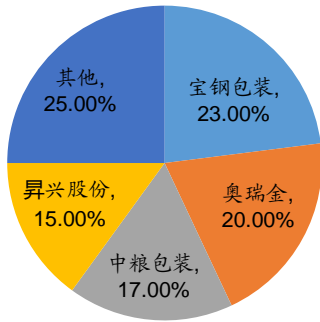
资料来源: 中商产业研究院, 华安证券研究所



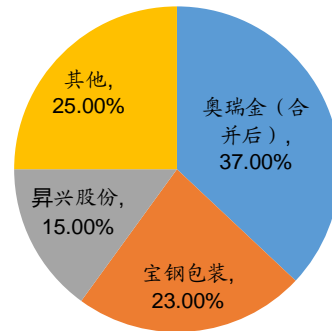
资料来源: 奥瑞金可转债说明书, Euromonitor, 华安证券研究所

**奥瑞金并购中粮包装落地, 二片罐市场有望进一步集中。**根据观研天下数据, 2023 年, 二片罐市场主要集中在宝钢包装、奥瑞金、中粮包装、昇兴股份等头部企业, 以产能口径计算, 2023 年市场占有率分别为 23%、20%、17%、15%。据此测算, 在奥瑞金成功合并中粮包装后, 奥瑞金产能的市场占有率达到 37%, 居二片罐市场份额第一。随着二片罐市场份额进一步向头部企业集中, 头部公司的议价能力与盈利能力有望提升。

图表 25 2023 年按产能计中国二片罐企业市场占有率 (%)



图表 26 2023 年合并后按产能计中国二片罐企业市场占有率 (%)



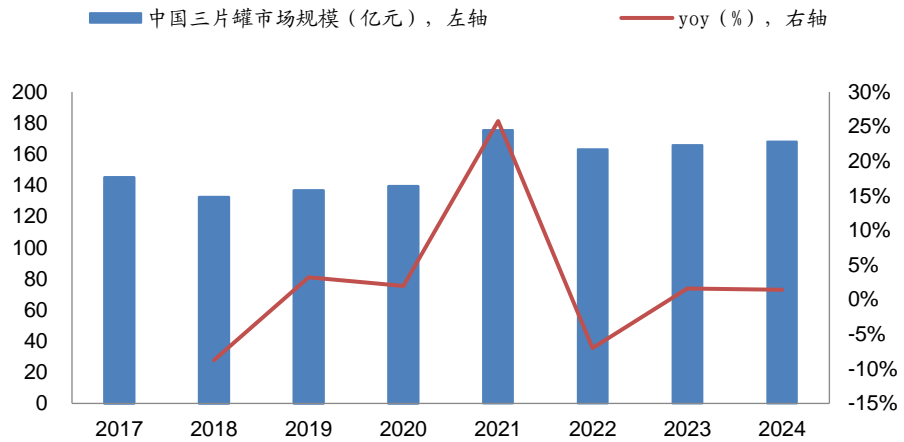
资料来源：观研天下，华安证券研究所

资料来源：观研天下，华安证券研究所

### 2.3 饮料贡献核心需求，推动三片罐市场稳步增长

三片罐市场规模呈稳定增长趋势。三片罐出现时间较早，至今已有 200 多年历史，且具有罐身坚固、运输要求低、罐体印刷性好等优点，虽然有部分凉茶企业从三片罐转用二片罐包装，但目前国内仍有许多中高档饮料如红牛等仍以三片罐作为金属包装形式。根据智研咨询数据，我国三片罐行业市场规模保持上升趋势，2023 年三片罐行业市场规模达到 165.85 亿元，同比增长 1.6%。

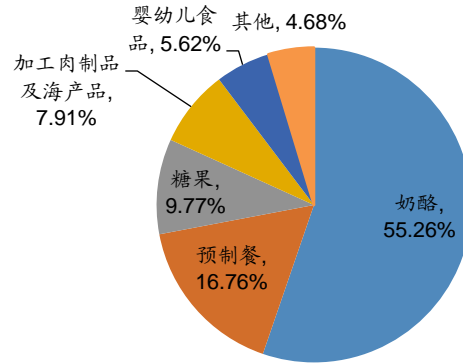
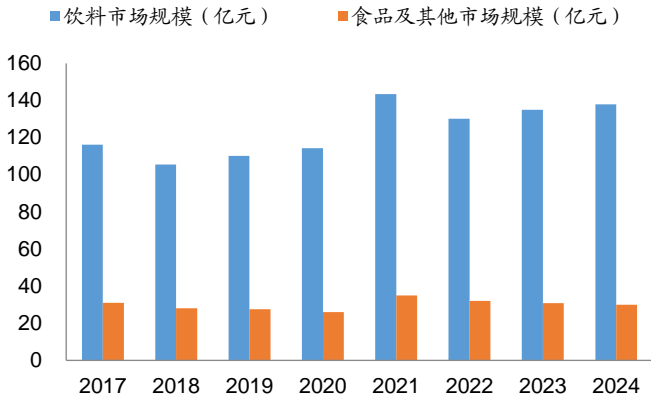
图表 27 2017-2024 年中国三片罐市场规模及 yoy (亿元, %)



资料来源：智研咨询，华安证券研究所

三片罐主要应用于饮料领域，占比约 82%。根据智研咨询数据，2023 年中国三片罐在饮料领域中广泛应用，其市场规模为 134.97 亿元，占整个三片罐市场规模的 82%。而食品及其他领域市场规模为 30.88 亿元，占比为 18%。食品金属包装需求主要来自奶酪、预制餐、糖果、加工肉制品及海产品等等。其中，奶酪占比最大，2020 年约为 55.26%，预制餐和婴幼儿食品占比分别为 16.76%、5.62%，两者合计超 20%。

图表 28 2017-2024 年中国三片罐细分领域市场规模 (亿元) 图表 29 2020 年中国食品金属包装下游市场占比情况 (%)

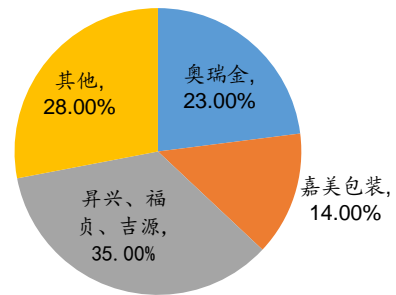
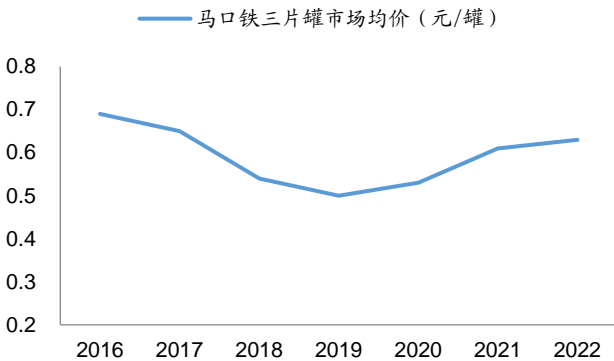


资料来源: 智研咨询, 华安证券研究所

资料来源: Euromonitor, 观研天下, 华安证券研究所

**三片罐市场集中度较高, 奥瑞金市占率领先。**根据共研产业咨询数据, 2022 年我国三片罐产能主要集中于奥瑞金、嘉美包装、昇兴股份、福贞控股、吉源控股等公司, 占比超过 70%。奥瑞金占比 23%, 嘉美占比 14%, 昇兴股份、福贞控股、吉源控股三家占比 35%。中国红牛、旺旺主要由奥瑞金供货, 养元饮品主要由嘉美包装供货, 达利集团、承德露露主要由昇兴股份供货, 银鹭集团主要由吉源控股和福贞控股供货等。

图表 30 2016-2022 年中国马口铁三片罐市场均价 (元/罐) 图表 31 2022 年中国金属包装三片罐行业格局情况 (%)



资料来源: 智研咨询, 华安证券研究所

资料来源: 共研产业咨询, 华安证券研究所

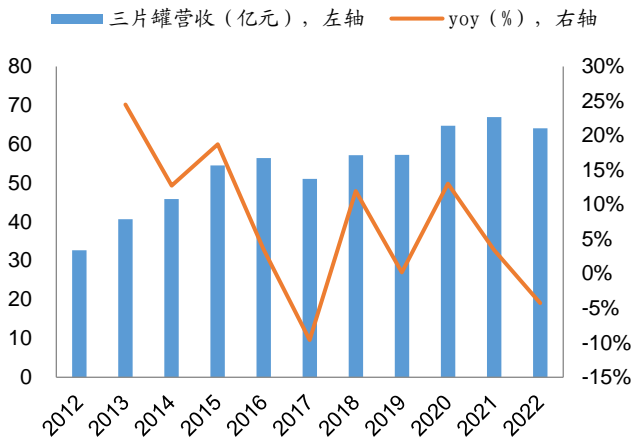
### 3 公司: 并购与创新并举, 业务版图稳健扩张

#### 3.1 功能饮料需求稳定, 三片罐业务构建基本盘

**三片罐营收稳步增长, 逐渐减轻“红牛”依赖。**公司最早与中国红牛合作, 率先采用“跟进式”生产布局模式, 带来了较快的营收增长。公司三片罐营业收入从 2012 年的 32.71 亿元增长至 2022 年的 64.09 亿元, 期间 CAGR 为 6.96%。为了减小对核心客户中国红牛的依赖和其相关诉讼的影响, 公司开展战略方向转型, 逐步拓宽客户群体与三片罐品类应用。在数十年的努力下, 中国红牛占公司营收的比例从上市后最高点 2011 年的 72.22% 降低至 2023 年的 33.65%。

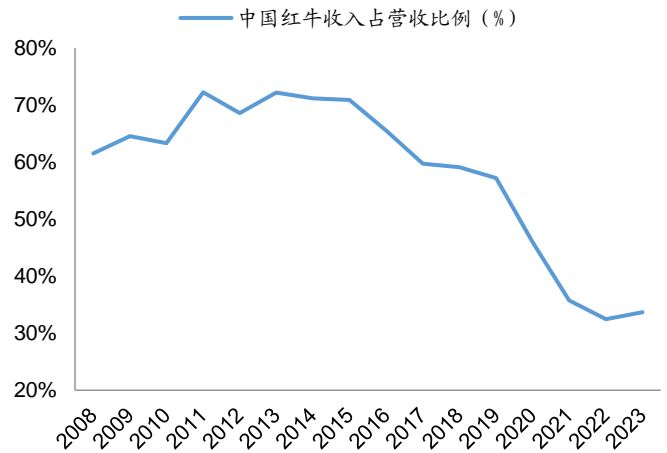


图表 32 2012-2022 年三片罐营收及 yoy (亿元, %)



资料来源: 公司年报, 可转债说明书, 华安证券研究所

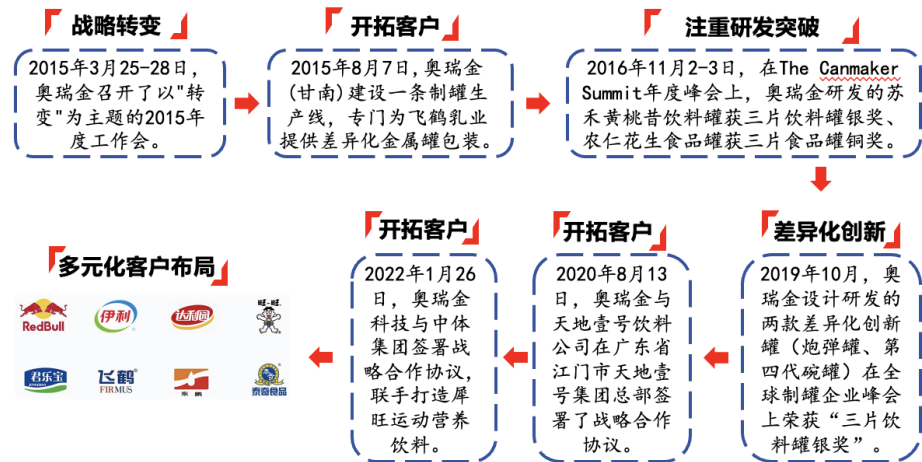
图表 33 2008-2023 年中国红牛占奥瑞金营收比例 (%)



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

**积极开拓新客户, 与国内一线品牌合作。**公司在 2015 年召开“转变”工作会, 转变经营理念, 积极培育新客户, 持续扩大市场份额。此外, 公司借助三片罐规格多样化、品类差异化的特点, 不断研发和推广新产品、新型号, 以应对食品、饮料快消品行业快速的市场变化。目前, 公司三片罐客户主要涵盖中国红牛、伊利、达利园、旺旺、君乐宝、京鹏、泰奇食品等。

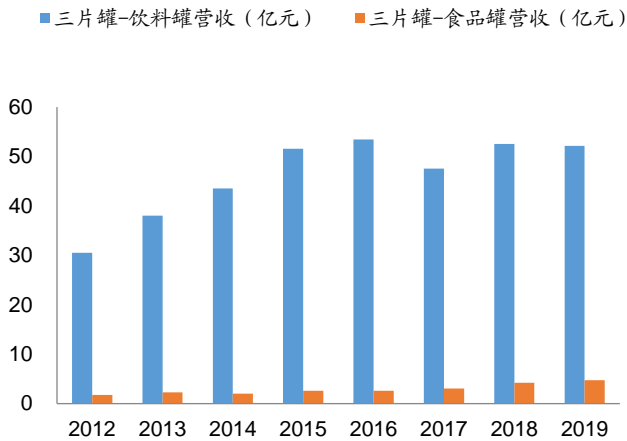
图表 34 奥瑞金三片罐战略转变历程



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

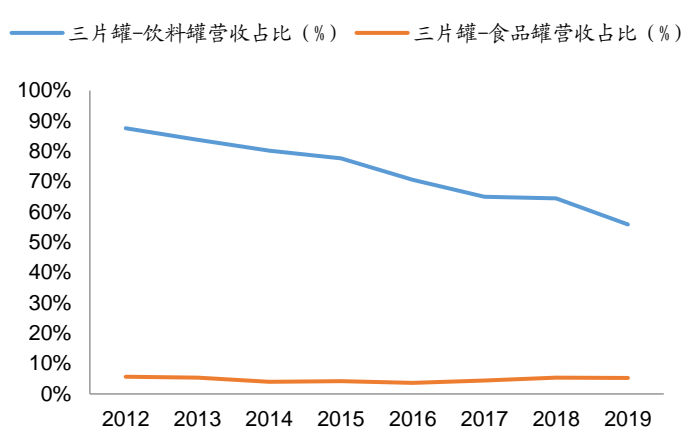
**饮料罐业务虽有下降, 但仍是营收主要来源。**从营收规模来看, 饮料罐业务仍是最大营收来源。公司饮料罐营业收入从 2012 年的 30.72 亿元增长至 2019 年的 52.34 亿元, 期间 CAGR 为 7.91%。公司食品罐营业收入从 2012 年的 1.99 亿元增长至 2019 年的 4.91 亿元, 期间 CAGR 为 13.77%。从营收占比来看, 饮料罐营收占比逐年下降, 从 2012 年的 87.60%降低至 2019 年的 55.87%。虽然食品罐营收较少, 总体占比约 5%左右, 但增速较快。

图表 35 2012-2019 年三片罐细分品类营收 (亿元)



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

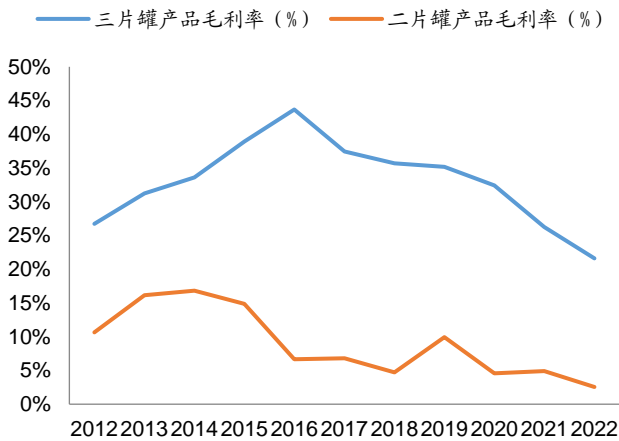
图表 36 2012-2019 年三片罐细分品类营收占比 (%)



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

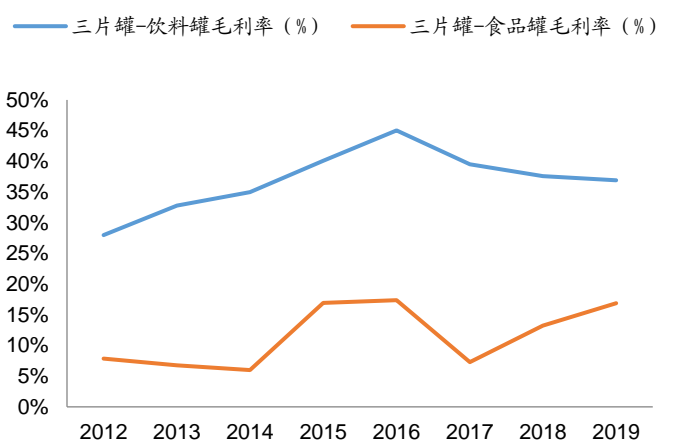
三片罐行业竞争格局较优, 利润率较高。公司三片罐产品毛利率从 2012 年的 26.75% 变化至 2022 年的 21.61%, 主要随着原材料价格波动和产品客户结构而变化。公司三片罐利润率高于二片罐利润率, 一方面是由于三片罐行业格局优于二片罐行业格局。国内二片罐市场供应主体较多, 市场化程度较为充分, 大部分终端客户目前尚未与其上游金属包装供应商建立独占或排他的供需关系, 低价竞争情况时有发生; 而三片罐行业国内主要食品饮料公司均有较为固定的供应商, 新进入者对已有饮料生产商的市场开拓较为困难。另一方面是由于中国红牛是公司的第一大客户, 同时公司也是中国红牛的独家金属包装供应商, 存在相互依赖的关系, 保障了较高的毛利率。根据公司可转债说明书, 公司对主要客户中国红牛的三片罐产品毛利率高于包括茶饮料、乳品饮料、果蔬汁、咖啡饮品、食品罐及啤酒罐在内的其他三片罐产品。

图表 37 2012-2022 年三片罐和二片罐产品毛利率 (%)



资料来源: 公司年报, 公司可转债说明书, 华安证券研究所

图表 38 2012-2019 年三片罐细分产品毛利率 (%)



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

图表 39 中国红牛与其他三片罐客户的毛利率情况对比

报告期	客户名称	销售金额 (万元)	占比	毛利率
2023 年 1-3 月	中国红牛	128,272.83	76.16%	已对此内容申请信息披露豁免
	飞鹤乳业、旺旺、露露、东鹏	15,408.95	9.15%	7.81%

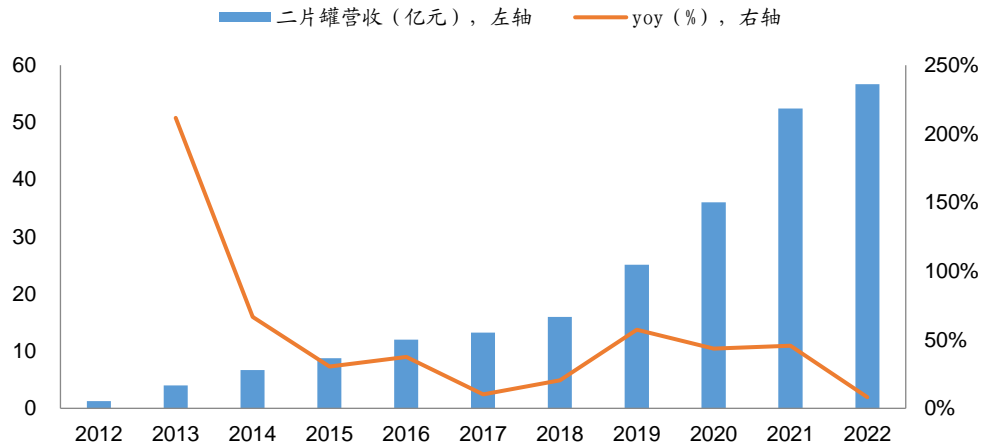
2022 年	中国红牛	455,654.96	71.09%	已对此内容申请信息披露豁免
	飞鹤乳业、旺旺、露露、东鹏	25,394.69	10.14%	3.66%
2021 年	中国红牛	495,458.16	74.01%	已对此内容申请信息披露豁免
	旺旺、露露、飞鹤乳业、君乐宝	76,749.13	11.46%	12.69%
2020 年	中国红牛	485,467.28	75.01%	已对此内容申请信息披露豁免
	旺旺、露露、飞鹤乳业、君乐宝	55,975.81	8.65%	19.24%

资料来源：公司可转债说明书，华安证券研究所

### 3.2 收购中粮包装，二片罐业务提供弹性

受益于产能扩张和投资并购，二片罐营收快速增长。公司二片罐业务起步较晚，2012 年上市后开始大力建设二片罐产能和收购二片罐行业优质企业作为新的业绩增长点。随着公司完成收购波尔亚太有限公司持有的 4 家子公司 100% 股权以及通过收购香港景顺从而间接取得 Jamestrong 100% 股权及其澳大利亚、新西兰地区业务，公司二片罐业务市场份额实现快速提升，公司二片罐营业收入从 2012 年的 1.29 亿元增长至 2022 年的 56.68 亿元，期间 CAGR 为 45.98%。

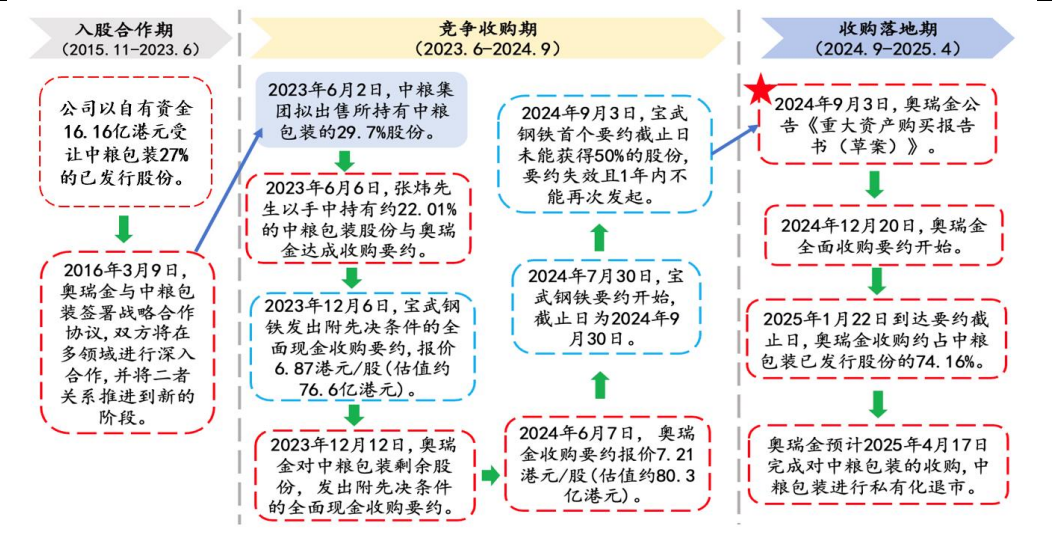
图表 40 2012-2019 年二片罐营收及 yoy (亿元, %)



资料来源：公司年报，华安证券研究所

**收购中粮包装，并购迎来落地。**公司收购中粮包装整体分为三个阶段。一是入股合作期，奥瑞金收购中粮起源于 2015 年，公司以自有资金 16.16 亿港元受让中粮包装 27% 的已发行股份，成为中粮包装的第二大股东。此后，双方签署战略合作协议，加强多领域的合作。2016 年，中粮包装向其他特定认购人增发新股，2020 年中粮包装回购并注销部分股份，公司持股比例调整为 24.40%。二是竞争收购期，2023 年 6 月 2 日，中粮集团发布拟出售中粮包装 29.7% 股份的消息。根据奥瑞金公告，同年 6 月 6 日就与其他股东达成约 22.01% 的股份收购要约。而同年 12 月，宝武钢铁以报价 6.87 港元/股发出全面现金收购要约。随后奥瑞金也发布了全面收购要约，但报价于 2024 年 6 月 7 日提出，为 7.21 港元/股。2024 年 9 月 3 日，随着宝武钢铁未获得 50% 股份，要约失效，奥瑞金成为了最后的买家。三是收购落期，2024 年 9 月 3 日，奥瑞金公告《重大资产购买报告书（草案）》。并且在同年 12 月 20 日，全面收购要约开始。截至 2025 年 4 月 22 日，奥瑞金已完成以现金方式收购中粮包装全部已发行股份，2025 年 4 月 22 日 9 时起，中粮包装股份正式撤销于香港联交所的上市地位，从香港联交所退市。

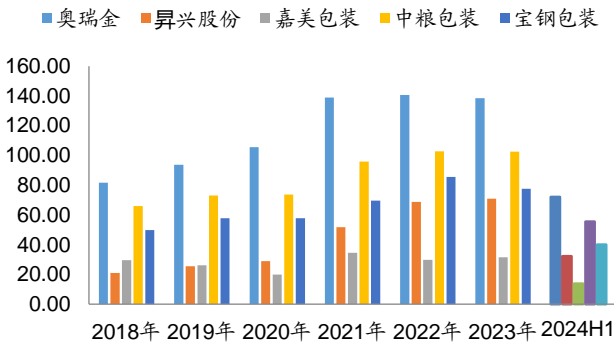
图表 41 奥瑞金收购中粮包装历程



资料来源：奥瑞金官网，东方财富网，华安证券研究所

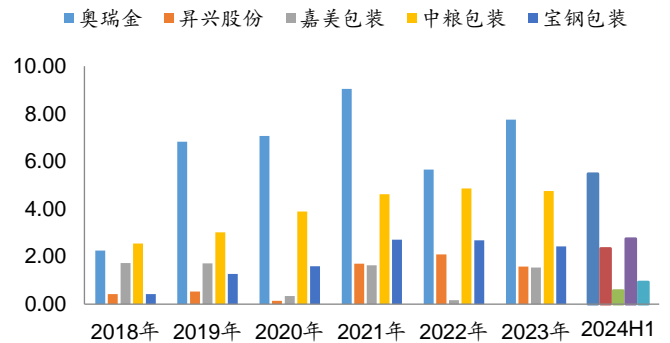
**并购落地后市场份额加速集中。**根据观研天下数据，以产能口径计算，2023 年宝钢包装、奥瑞金、中粮包装、昇兴股份的市场占有率分别为 23%、20%、17%、15%。据此测算，在奥瑞金成功并购中粮包装后，奥瑞金二片罐的市场占有率达到 37%，居二片罐市场份额第一。

图表 42 金属包装头部企业营收情况 (亿元)



资料来源：Wind，华安证券研究所

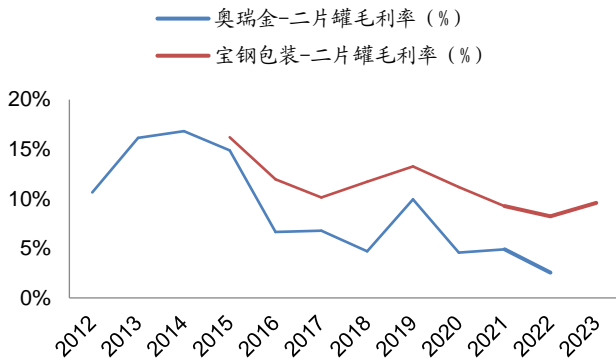
图表 43 金属包装头部企业归母净利润情况 (亿元)



资料来源：Wind，华安证券研究所

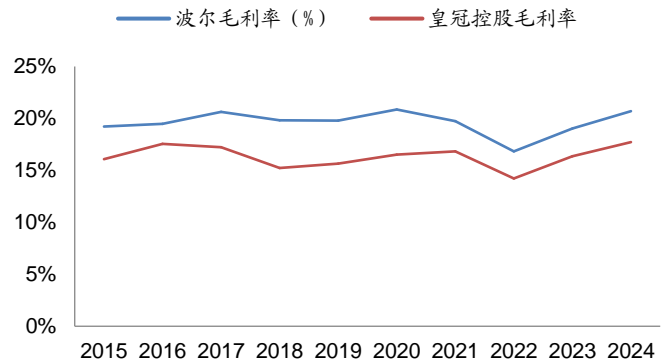
**规模扩张及整合增效，二片罐业务盈利能力有望提升。**公司当前二片罐业务毛利率较低，2022 年二片罐业务毛利率为 2.22%，明显低于同行业核心竞争对手（2023 年宝钢包装二片罐业务毛利率为 9.57%，2024 年波尔/皇冠控股毛利率分别为 20.70%/17.72%）。随着二片罐市场份额进一步集中，公司的议价能力与盈利能力有望提升。未来，二片罐市场将成为公司主要利润增长点，一方面，公司将结合下游市场需求、主要客户的产能布局及潜在客户挖掘机会等多方面因素，通过规模的扩张，进一步强化公司市场竞争地位，进而提高公司产品议价能力；另一方面，公司将持续优化二片罐细分业务布局，推进业务整合，开展降本增效、精益生产等工作。

图表 44 奥瑞金与宝钢包装二片罐业务毛利率对比 (%)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 45 波尔与皇冠控股毛利率情况 (%)

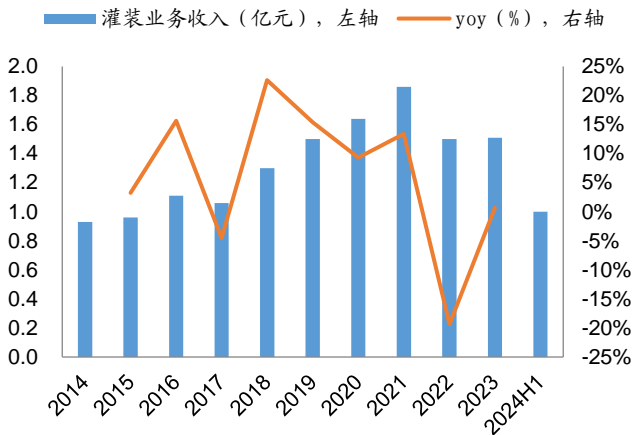


资料来源: Wind, 华安证券研究所

### 3.3 积极拓展新业务, 培育新增长曲线

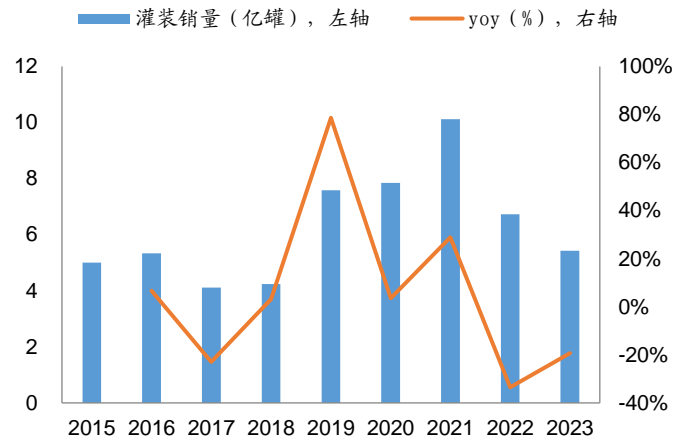
**积极布局灌装业务, 深化一体化包装服务。**公司自 2014 年开始布局灌装业务, 目前拥有 3 家生产制造基地, 年产能约 20 亿罐。公司与国内一线品牌积极合作, 包括安利、加多宝、达能、东鹏特饮等, 同时积极开发和培育优质客户, 持续扩大市场份额。2014-2023 年公司灌装业务营收从 0.93 亿元增长至 1.51 亿元, CAGR 为 5.53%。2015-2023 年公司灌装业务销量从 5 亿罐增长至 5.43 亿罐, 虽经历 2021 年后的需求承压, 导致销量大幅度下滑, 但总体销量稳健增长。

图表 46 2014-2024 年 H1 灌装业务收入及 yoy (亿元, %)



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

图表 47 2015-2023 年灌装业务销量及 yoy (亿罐, %)



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

**自主品牌大力打造创新罐型, 研发覆膜铁等新型包装技术。**公司通过商业模式创新, 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。同时, 覆膜铁是由公司自主研发突破的“卡脖子”技术, 解决了中式菜品油盐含量高导致渗出腐蚀的安全风险。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。

图表 48 奥瑞金自主品牌与新型技术概况



资料来源：公司官网，华安证券研究所

**投建新能源业务，发挥公司产研优势。**在国家高度重视和大力支持新能源行业发展的背景下，公司在山东枣庄投建新能源电池精密结构件生产线项目，以充分发挥公司在金属包装领域的前瞻技术。目前已建成一条生产线，具备新能源电池壳结构件批量生产能力。同时，公司利用山型结构件、二重卷封技术、覆膜铁技术等自有优势技术，积极开发新的新能源电池客户。

图表 49 奥瑞金枣庄新能源电池结构件生产基地



资料来源：公司官网，华安证券研究所

**收购体育业务铺出海平台，同步建设海外生产基地。**公司为未来的主营业务海外布局搭建基础，通过与美国国家冰球联盟（NHL）球队的合作和对欧洲欧塞尔足球俱乐部的收购运营，缔结相关主营业务上下游协同发展模式。既熟悉了解当地的商业规则，也有平台对接当地的产业合作方。公司在收购波尔亚太业务后，双方建立了长期合作关系；在收购澳洲 JAMESTRONG 后，进行了供应链、客户、生产管理等方面的整合，积累海外本地化运营经验；2023 年与中粮包装合作在欧洲中东部建设生产基地，服务海外客户。

图表 50 奥瑞金出海历程



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

## 4 盈利预测及投资建议

在不考虑并购中粮包装带来的业绩增量情况下, 我们对公司主营业务进行拆分并做出收入和利润预测:

**(1) 金属包装产品及服务:** 随着啤酒产量修复和罐化率提升, 有望促进公司二片罐业务销量增长; 同时公司新客户、新品类拓展顺利, 贡献三片罐业务增量。我们预计 2024-2026 年公司金属包装产品及服务收入增速分别为 3.02%/5.06%/7.12%。

**(2) 灌装业务:** 灌装业务主要系公司提供一体化服务的重要组成部分, 公司不断维护和稳固核心客户的合作关系, 增强客户粘性; 同时持续完善和拓展生产布局, 提升开发新客户的能力。我们预计 2024-2026 年公司灌装业务收入增速分别为 20.00%/20.00%/20.00%。

图表 51 公司分业务收入预测 (万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
金属包装产品及服务	1,238,135.67	1,203,866.63	1,240,223.40	1,302,978.71	1,395,750.79
同比	1.51%	-2.77%	3.02%	5.06%	7.12%
灌装业务	14,988.09	15,067.30	18,080.76	21,696.91	26,036.29
同比	-19.56%	0.53%	20%	20%	20%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

公司作为金属包装行业领军企业, 三片罐持续优化品类及拓展客户结构效果显著, 营收稳健增长; 二片罐业务成功并购中粮包装, 市场份额大幅提升, 议价能力提升下盈利改善弹性大。在不考虑并购中粮包装带来的业绩增量情况下, 我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 143.19/150.70/161.32 亿元, 分别同比增长 3.4%/5.2%/7.0%, 归母净利润分别为 8.25/9.25/10.43 亿元, 分别同比变动 6.6%/12.1%/12.7%。截至 2025 年 4 月 23 日, EPS 分别为 0.32/0.36/0.41 元, 对应 PE 分别为 16.19/14.44/12.81 倍。

图表 52 盈利预测和估值

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	13843	14319	15070	16132

收入同比 (%)	-1.6%	3.4%	5.2%	7.0%
归属母公司净利润 (百万元)	775	825	925	1043
净利润同比 (%)	37.0%	6.6%	12.1%	12.7%
毛利率 (%)	15.2%	16.1%	16.2%	16.3%
ROE (%)	8.9%	9.0%	9.5%	10.1%
每股收益 (元)	0.30	0.32	0.36	0.41
P/E	13.80	16.19	14.44	12.81
P/B	1.22	1.46	1.38	1.29
EV/EBITDA	7.55	7.43	6.39	5.43

资料来源：公司公告，华安证券研究所（截至 2025 年 4 月 23 日）

按照申万三级行业分类，公司所属行业分类为“轻工制造—包装印刷—金属包装”，我们选取申万三级行业分类金属包装的所有上市公司作为可比公司，采用 PE 估值法对其进行估值。采用 2025 年 4 月 23 日收盘价，根据 Wind 一致预期，金属包装公司的 PE (TTM) /PE (2024E) /PE (2025E) 分别为 23.78/25.04/21.15 倍，奥瑞金的 PE (TTM) /PE (2024E) /PE (2025E) 分别为 16.11/16.19/14.44 倍，均低于可比公司平均值。首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表 53 可比公司估值**

证券代码	证券简称	PE (TTM)	PE (2024E)	PE (2025E)
851423.SI	轻工制造—包装印刷—金属包装 (申万)	23.78	25.04	21.15
002701.SZ	奥瑞金	16.11	16.19	14.44

资料来源：公司公告，华安证券研究所（截至 2025 年 4 月 23 日，奥瑞金采用华安证券的盈利预测，其余采用 Wind 一致预期）

## 5 风险提示

- 客户集中度较高的风险。**公司始终坚持与主要客户相互依托的发展模式，与中国红牛等主要客户形成长期稳定的相互合作关系。若公司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，公司经营业绩在短中期内将受到较大不利影响。
- 原材料价格波动的风险。**若因宏观经济变动、上游行业供应情况、下游行业需求情况等因素影响而采购价格上涨幅度过大，公司无法通过与客户的常规成本转移机制有效化解成本压力，公司经营业绩短期内将会受到不利影响。
- 客户食品安全事件风险。**公司主要客户均为食品饮料行业中的优势企业。若公司主要客户由于自身原因发生重大食品安全事件，其销售收入可能出现大幅下滑的情况，进而导致其对公司产品的需求下降，公司经营业绩将受到不利影响。
- 外延式发展引起的运营管理风险。**尽管公司已经建立了一套完整的公司治理制度，但在新业务开展、公司融合的过程中可能存在因人才管理、团队建设、管理经验、文化差异等方面经验不足而影响运营的风险。



财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	6815	7509	8727	10141	<b>营业收入</b>	13843	14319	15070	16132
现金	1255	1867	3055	4258	营业成本	11734	12009	12629	13506
应收账款	3206	3281	3309	3435	营业税金及附加	93	100	105	113
其他应收款	148	154	154	164	销售费用	232	286	286	290
预付账款	171	174	179	189	管理费用	563	659	678	710
存货	1682	1671	1659	1711	财务费用	264	225	226	224
其他流动资产	352	361	371	385	资产减值损失	-53	-35	-35	-35
<b>非流动资产</b>	9591	9181	8681	8160	公允价值变动收益	-2	0	0	0
长期投资	2826	2826	2826	2826	投资净收益	205	186	196	210
固定资产	5058	4681	4281	3860	<b>营业利润</b>	1076	1180	1298	1455
无形资产	510	471	433	394	营业外收入	2	1	1	1
其他非流动资产	1197	1203	1141	1080	营业外支出	26	30	15	15
<b>资产总计</b>	16406	16689	17408	18302	<b>利润总额</b>	1052	1151	1284	1441
<b>流动负债</b>	6146	6046	6182	6431	所得税	313	345	385	432
短期借款	1830	1830	1830	1830	<b>净利润</b>	739	806	899	1009
应付账款	2138	2268	2381	2551	少数股东损益	-35	-20	-27	-34
其他流动负债	2177	1947	1971	2050	<b>归属母公司净利润</b>	775	825	925	1043
<b>非流动负债</b>	1345	1345	1395	1445	EBITDA	1775	2049	2204	2381
长期借款	539	539	539	539	EPS (元)	0.30	0.32	0.36	0.41
其他非流动负债	805	806	856	906					
<b>负债合计</b>	7490	7391	7577	7876					
少数股东权益	181	161	134	100					
股本	2573	2560	2560	2560					
资本公积	1346	1346	1346	1346					
留存收益	4815	5231	5790	6419					
归属母公司股东权	8735	9137	9696	10325					
<b>负债和股东权益</b>	16406	16689	17408	18302					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	1507	1697	1763	1815
净利润	739	806	899	1009
折旧摊销	620	674	695	716
财务费用	265	231	235	239
投资损失	-205	-186	-196	-210
营运资金变动	-5	97	61	-8
其他经营现金流	837	784	906	1086
<b>投资活动现金流</b>	-312	-109	-23	-9
资本支出	-428	-229	-214	-214
长期投资	-2	-5	-5	-5
其他投资现金流	118	125	196	210
<b>筹资活动现金流</b>	-1385	-971	-552	-603
短期借款	-260	0	0	0
长期借款	-223	0	0	0
普通股增加	0	-14	0	0
资本公积增加	-9	0	0	0
其他筹资现金流	-893	-958	-552	-603
<b>现金净增加额</b>	-182	612	1188	1203

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-1.6%	3.4%	5.2%	7.0%
营业利润	33.0%	9.7%	10.0%	12.1%
归属于母公司净利	37.0%	6.6%	12.1%	12.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	15.2%	16.1%	16.2%	16.3%
净利率 (%)	5.6%	5.8%	6.1%	6.5%
ROE (%)	8.9%	9.0%	9.5%	10.1%
ROIC (%)	6.3%	7.4%	7.8%	8.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	45.7%	44.3%	43.5%	43.0%
净负债比率 (%)	84.0%	79.5%	77.1%	75.5%
流动比率	1.11	1.24	1.41	1.58
速动比率	0.79	0.92	1.09	1.26
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.83	0.87	0.88	0.90
应收账款周转率	4.28	4.41	4.57	4.78
应付账款周转率	5.16	5.45	5.43	5.48
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.30	0.32	0.36	0.41
每股经营现金流	0.59	0.66	0.69	0.71
每股净资产	3.39	3.57	3.79	4.03
<b>估值比率</b>				
P/E	13.80	16.19	14.44	12.81
P/B	1.22	1.46	1.38	1.29
EV/EBITDA	7.55	7.43	6.39	5.43

资料来源:公司公告, 华安证券研究所 (以 2025 年 4 月 23 日收盘价计算)

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 徐偲, 南洋理工大学工学博士, CFA 持证人。曾在宝洁(中国)任职多年, 兼具实体企业和二级市场经验, 对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券, 负责轻工, 大消费, 中小市值研究。2023年10月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘, 多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

**分析师:** 余倩莹, 复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券, 研究传媒、轻工、中小市值行业。2024年4月加入华安证券。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
- 无评级—因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, 致使无法给出明确的投资评级。