奥瑞金(002701)

报告日期：2025 年 06 月 25 日

周期底部向上，关注产业格局与盈利长期优化

——奥瑞金点评报告

投资要点

❑ **25Q1 两片罐迎来周期底部**

纵观两片罐行业历史，当前行业盈利能力处于历史底部，以宝钢包装为例，历史罐价由于原材料价格波动影响均价基本维持在 0.37-0.54 元，而毛利率端从 2012 年 19.09%逐步下降至 24 年 8.1%，25Q1 由于 24Q4 行业大幅降价，毛利率降低至 7.1%，产业龙头多数亏损，中长尾企业预计现金流压力较大，Q1 末行业随原材料价格调整迎来提价，盈利能力有望较 Q1 优化，考虑奥瑞金对中粮收购落地后格局改善，我们预计 25Q1 已是两片罐行业周期底部，25Q2 有望迎来周期边际向上拐点。

❑ **产业整合落地，盈利能力有望筑底**

奥瑞金完成对中粮收购后行业格局大幅改善：中粮包装是我国两片罐行业产能体量第三的企业，市场份额 17%（TOP4 企业分别为奥瑞金 22%，宝钢包装 18%，中粮包装 17%，昇兴股份 16%），23 年中粮包装实现营收 102.7 亿元，同比+0.1%，实现归母净利润 4.75 亿元，同比-2.42%，销售毛利率 15.64%，销售净利率 4.73%，业绩整体稳定。奥瑞金对中粮收购完成后行业 CR3 达到 73%，基本达到海外水平。

当前盈利底部主要系 2020 年环保政策要求下，金属包装核心下游啤酒罐化率大幅提升，龙头企业加速扩张，产能在 23 年陆续投产，23 年我们测算仅行业龙头新增产能达 87 亿罐，考虑部分小厂亦在扩张，行业供需显著恶化。**当前龙头资本开支显著下行，后续规划产能较少，随着格局改善有望复制海外格局集中，盈利能力上行路径。**

❑ **海外市场复盘：格局集中后盈利能力持续优化**

复盘看海外金属包装龙头有三轮产业整合，1990-2000：该阶段皇冠拓展了塑料包装业务，波尔更为聚焦，剥离玻璃包装业务并进行了中国市场拓展；2000-2010：波尔收购了两家铝原材料公司向上游延展，同时继续聚焦主业扩大金属包装业务，皇冠转变策略，将塑料包装、化妆品业务逐步剥离。2010 至今：该阶段皇冠的产业整合更为频繁，波尔收购了全球头部公司 Rexam 并进一步聚焦主业。经历多轮整合后，23 年北美金属包装产业 CR2 达到 67%，欧洲金属包装集中度相对较低，但整体仍达到 60%。波尔毛利率从 06 年 16.33%，到 23 年提升至 19.03%。对标看，国内金属包装行业盈利能力向上弹性显著。

❑ **奥瑞金：三罐底层利润稳健，两片罐向上弹性突出**

公司收购完成中粮包装后成为国内两片罐龙头，24 年我们拆分看公司三片罐与两片罐收入占比分别约 48%/43%，三片罐销量约 60 亿罐，两片约 130 亿罐，但主要利润由三罐贡献，两片罐预期亏损。中粮 23 年两片罐 53.5 亿元，占比 52%，毛利率 14.6%，三片罐 42.1 亿元，占比 41%，毛利率 17.1%。

三片罐：公司深度绑定能量饮料龙头之一红牛，盈利水平维持稳健。从量的角度看，24 年我国能量饮料销量 39.3 亿升，同比+12%，近年来赛道维持 10%左右高增。从红牛情况看，24 年红牛国内销售 10 亿升，相比 23 年略有下降，但综合看近 5 年整体体量维持稳定。公司与华彬红牛深度绑定，利润基本盘中长期维持稳健。

两片罐国内：25M5 我国啤酒产量 35.8 亿升，同比+1.4%，25M3-25M5 分别同比+2%/+5%/+1%，需求端保持稳健。格局端优化后，两片罐弹性突出，若提价 1

投资评级：买入(维持)

分析师：史凡可
执业证书号：S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

分析师：曾伟
执业证书号：S1230524090011
zengwei@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	￥6.04
总市值(百万元)	15,460.95
总股本(百万股)	2,559.76

股票走势图

相关报告

1 《并表中粮拉动收入高增，期待两片盈利罐筑底回升》2025.05.05
2 《两片罐整合持续推进，关注产业长期盈利改善》2024.12.17
3 《Q2 业绩稳健，期待行业格局改善优化盈利表现》2024.08.26

分，考虑中粮与奥瑞金合计销售量超 200 亿罐，1 分价格上涨将带来 2 亿税前利润，公司利润弹性较大。

两片罐出海：随着国内并购完成公司有望将冗余产能逐步迁移至海外完成海外市场拓展。根据波尔的报告，中东+印度+其他亚洲区域（不包括）总计需求 1230 亿罐（超过国内），需求增长稳健，且波尔在以上区域销售量较低，这些区域供给仍以本土厂商为主，中长期看中国企业凭借制造与管理优势完成海外产能布局的可能性较大，出海长期空间广阔，此外参考昇兴海外产能高盈利能力，出海对公司整体利润拉动值得期待。

❑ 盈利预测与投资建议

我们预计公司 25-27 年包含中粮包装实现收入 242.0/251.3/258.7 亿元，分别同比+77%/4%/3%，实现归母净利润 14.9/13.8/15.5 亿元，分别同比+88%/-7%/13%，对应 PE 10/11/10X，维持买入评级。

❑ 风险提示

原材料价格波动风险，收并购进展不及预期，竞争加剧风险。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,673	24,204	25,129	25,871
(+/-) (%)	-1.23%	77.02%	3.83%	2.95%
归母净利润	791	1,487	1,378	1,553
(+/-) (%)	2.06%	88.10%	-7.31%	12.66%
每股收益(元)	0.31	0.58	0.54	0.61
P/E	19.56	10.40	11.22	9.96

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,641	12,758	14,757	17,332
现金	3,631	5,428	6,632	8,668
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账项	2,917	4,336	5,362	5,238
其它应收款	139	276	271	279
预付账款	177	323	320	333
存货	1,618	2,257	2,034	2,675
其他	159	138	138	138
非流动资产	9,452	9,689	9,669	9,594
金融资产类	144	144	144	144
长期投资	2,950	3,052	3,160	3,272
固定资产	5,131	5,233	5,178	5,164
无形资产	500	506	512	512
在建工程	172	212	195	112
其他	555	543	480	390
资产总计	18,093	22,447	24,426	26,925
流动负债	7,745	10,235	10,863	11,840
短期借款	3,069	3,298	3,700	4,324
应付款项	2,563	4,185	4,304	4,535
预收账款	0	0	0	0
其他	2,113	2,752	2,858	2,981
非流动负债	992	1,443	1,443	1,443
长期借款	205	205	205	205
其他	788	1,238	1,238	1,238
负债合计	8,738	11,678	12,306	13,283
少数股东权益	280	251	224	193
归属母公司股东权	9,076	10,518	11,897	13,449
负债和股东权益	18,093	22,447	24,426	26,925

现金流量表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,286	1,815	1,607	2,148
净利润	777	1,458	1,351	1,522
折旧摊销	556	436	489	507
财务费用	230	398	331	297
投资损失	(175)	(508)	(25)	(26)
营运资金变动	851	(318)	(570)	(185)
其它	47	349	31	32
投资活动现金流	(237)	(124)	(475)	(438)
资本支出	(354)	(481)	(400)	(365)
长期投资	(124)	(74)	(100)	(99)
其他	241	430	25	26
筹资活动现金流	334	103	71	326
短期借款	1,239	229	402	623
长期借款	(334)	0	0	0
其他	(571)	(126)	(331)	(297)
现金净增加额	2,286	1,815	1,607	2,148

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,673	24,204	25,129	25,871
营业成本	11,443	20,311	20,924	21,403
营业税金及附加	86	169	176	181
营业费用	252	436	452	466
管理费用	630	1,307	1,332	1,371
研发费用	61	77	80	83
财务费用	229	380	304	264
资产减值损失	(60)	3	(5)	(4)
公允价值变动损益	2	0	0	0
投资净收益	175	508	25	26
其他经营收益	49	73	75	78
营业利润	1,139	2,107	1,956	2,203
营业外收支	(10)	(24)	(26)	(28)
利润总额	1,129	2,083	1,930	2,175
所得税	352	625	579	652
净利润	777	1,458	1,351	1,522
少数股东损益	(13)	(29)	(27)	(30)
归属母公司净利润	791	1,487	1,378	1,553
EBITDA	1,769	2,899	2,723	2,946
EPS（最新摊薄）	0.31	0.58	0.54	0.61

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-1.23%	77.02%	3.83%	2.95%
营业利润	5.85%	84.97%	-7.13%	12.60%
归属母公司净利润	2.06%	88.10%	-7.31%	12.66%
获利能力				
毛利率	16.31%	16.08%	16.74%	17.27%
净利率	5.78%	6.14%	5.49%	6.00%
ROE	8.71%	14.14%	11.59%	11.55%
ROIC	5.98%	10.88%	8.89%	8.65%
偿债能力				
资产负债率	48.29%	52.02%	50.38%	49.33%
净负债比率	10.19%	-3.30%	-9.54%	-18.83%
流动比率	1.12	1.25	1.36	1.46
速动比率	0.87	0.98	1.13	1.20
营运能力				
总资产周转率	0.79	1.19	1.07	1.01
应收账款周转率	4.59	7.14	5.55	5.22
应付账款周转率	4.98	6.28	5.13	5.04
每股指标(元)				
每股收益	0.31	0.58	0.54	0.61
每股经营现金	0.89	0.71	0.63	0.84
每股净资产	3.55	4.11	4.65	5.25
估值比率				
P/E	19.56	10.40	11.22	9.96
P/B	1.70	1.47	1.30	1.15
EV/EBITDA	8.75	4.59	4.59	3.77

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.买 入： 相对于沪深 300 指数表现 + 20％以上；
2.增 持： 相对于沪深 300 指数表现 + 10％ ~ + 20％；
3.中 性： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％ ~ + 10％之间波动；
4.减 持： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％以下。

行业的投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.看 好： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上；
2.中 性： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
3.看 淡： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。
建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn