

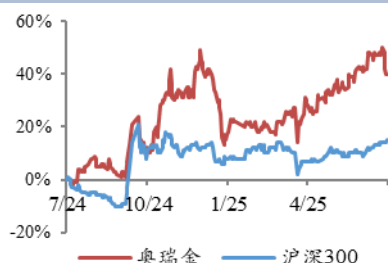
25Q2 业绩承压，静待二片罐业务盈利改善

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-07-18

收盘价（元）	5.62
近 12 个月最高/最低（元）	6.25/4.01
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）	144
流通市值（亿元）	144

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：xucal@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

相关报告

1.25Q1 中粮包装并表，业绩实现高增长 2025-05-06

2.并购与创新并举，业务版图稳健扩张 2025-04-26

主要观点：

● 事件：公司发布 2025 年半年度业绩预告

公司发布 2025 年半年度业绩预告，2025H1 实现归母净利润 8.50-9.60 亿元，同比增长 55%-75%；实现扣非归母净利润 3.44-4.49 亿元，同比下降 15%-35%；实现基本每股收益 0.33-0.38 元/股。公司归母净利润同比上升，主要系公司完成对中粮包装的收购并纳入合并报表范围；公司原持有中粮包装和兴帆有限公司股权于合并日确认的投资收益，此项非经常性损益对净利润的影响金额约 4.6 亿元。公司扣非归母净利润同比减少，主要系部分原材料价格上行，以及并购贷款利息费用增加等阶段性因素影响。

● 收购中粮包装，二片罐业务提供弹性

截至 2025 年 4 月 22 日，公司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。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，在公司成功并购中粮包装后，公司二片罐的市场占有率达到 37%，居二片罐市场份额第一。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。

● 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。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 220.47/235.97/248.12 亿元，分别同比增长 61.2%/7.0%/5.1%；归母净利润分别为 13.21/12.69/13.98 亿元，分别同比增长 67.1%/-3.9%/10.1%。截至 2025 年 7 月 18 日，EPS 分别为 0.52/0.50/0.55 元，对应 PE 分别为 10.89/11.34/10.29 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧的风险，原材料价格波动的风险，汇率波动的风险，客户的信用风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13673	22047	23597	24812
收入同比（%）	-1.2%	61.2%	7.0%	5.1%
归属母公司净利润	791	1321	1269	1398
净利润同比（%）	2.1%	67.1%	-3.9%	10.1%
毛利率（%）	16.3%	15.1%	16.3%	16.4%
ROE（%）	8.7%	13.5%	12.0%	12.2%
每股收益（元）	0.31	0.52	0.50	0.55
P/E	18.29	10.89	11.34	10.29
P/B	1.60	1.47	1.36	1.26
EV/EBITDA	8.75	4.72	4.31	3.64

资料来源：wind，华安证券研究所（以 2025 年 7 月 18 日收盘价计算）

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	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8641	16233	17286	18540	营业收入	13673	22047	23597	24812
现金	3631	8510	9167	9951	营业成本	11443	18718	19750	20755
应收账款	2750	4287	4588	4824	营业税金及附加	86	132	142	149
其他应收款	139	224	239	250	销售费用	252	397	413	422
预付账款	177	266	277	295	管理费用	630	992	1050	1104
存货	1618	2518	2573	2754	财务费用	229	397	442	408
其他流动资产	326	428	442	465	资产减值损失	-60	-35	-35	-30
非流动资产	9452	9059	8506	7755	公允价值变动收益	2	0	0	0
长期投资	2950	2950	2950	2950	投资净收益	175	485	24	25
固定资产	5131	4722	4290	3661	营业利润	1139	1861	1788	1969
无形资产	500	456	412	368	营业外收入	5	4	4	4
其他非流动资产	870	931	853	776	营业外支出	14	15	15	15
资产总计	18093	25292	25791	26296	利润总额	1129	1850	1777	1958
流动负债	7745	10465	10817	11148	所得税	352	555	533	587
短期借款	3069	3069	3069	3069	净利润	777	1295	1244	1370
应付账款	2459	4004	4224	4439	少数股东损益	-13	-26	-25	-27
其他流动负债	2217	3393	3523	3639	归属母公司净利润	791	1321	1269	1398
非流动负债	992	4760	4157	3503	EBITDA	1769	2974	2968	3116
长期借款	205	3472	2818	2165	EPS (元)	0.31	0.52	0.50	0.55
其他非流动负债	788	1288	1338	1338	主要财务比率				
负债合计	8738	15225	14974	14651	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	280	254	229	202	成长能力				
股本	2560	2560	2560	2560	营业收入	-1.2%	61.2%	7.0%	5.1%
资本公积	1296	1296	1296	1296	营业利润	5.8%	63.4%	-3.9%	10.1%
留存收益	5220	5957	6733	7587	归属于母公司净利润	2.1%	67.1%	-3.9%	10.1%
归属母公司股东权益	9076	9813	10589	11443	获利能力				
负债和股东权益	18093	25292	25791	26296	毛利率 (%)	16.3%	15.1%	16.3%	16.4%
现金流量表					净利率 (%)	5.8%	6.0%	5.4%	5.6%
单位:百万元					ROE (%)	8.7%	13.5%	12.0%	12.2%
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC (%)	6.0%	8.6%	8.5%	8.9%
经营活动现金流	2286	2045	2424	2421	偿债能力				
净利润	777	1295	1244	1370	资产负债率 (%)	48.3%	60.2%	58.1%	55.7%
折旧摊销	556	727	748	750	净负债比率 (%)	93.4%	151.2%	138.4%	125.8%
财务费用	230	415	484	454	流动比率	1.12	1.55	1.60	1.66
投资损失	-175	-485	-24	-25	速动比率	0.87	1.27	1.32	1.38
营运资金变动	851	-281	-75	-169	营运能力				
其他经营现金流	-26	1950	1365	1581	总资产周转率	0.79	1.02	0.92	0.95
投资活动现金流	-237	196	-187	14	应收账款周转率	4.59	6.27	5.32	5.27
资本支出	-354	-211	-211	-11	应付账款周转率	4.98	5.79	4.80	4.79
长期投资	-76	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	193	407	24	25	每股收益	0.31	0.52	0.50	0.55
筹资活动现金流	334	2635	-1581	-1650	每股经营现金流	0.89	0.80	0.95	0.95
短期借款	1239	0	0	0	每股净资产	3.55	3.83	4.14	4.47
长期借款	-334	3267	-653	-653	估值比率				
普通股增加	-13	0	0	0	P/E	18.29	10.89	11.34	10.29
资本公积增加	-50	0	0	0	P/B	1.60	1.47	1.36	1.26
其他筹资现金流	-507	-632	-928	-997	EV/EBITDA	8.75	4.72	4.31	3.64
现金净增加额	2354	4879	656	785					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (以 2025 年 7 月 18 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。