

# 奥瑞金 (002701.SZ)

## 三片罐基本盘托底，两片罐开启盈利修复

公司研究 · 深度报告  
轻工制造 · 金属包装

投资评级：优于大市（首次覆盖）

证券分析师：陈伟奇  
0755-81982606  
[chenweiqi@guosen.com.cn](mailto:chenweiqi@guosen.com.cn)  
S0980520110004

证券分析师：王兆康  
0755-81983063  
[wangzk@guosen.com.cn](mailto:wangzk@guosen.com.cn)  
S0980520120004

证券分析师：邹会阳  
0755-81981518  
[zouhuiyang@guosen.com.cn](mailto:zouhuiyang@guosen.com.cn)  
S0980523020001

证券分析师：李晶  
[lijing29@guosen.com.cn](mailto:lijing29@guosen.com.cn)  
S0980525080003

## □ 奥瑞金：攻守兼备的金属包装龙头

- 公司深耕金属包装三十余年，三片罐业务起家，2012年切入两片罐，通过内生增长与并购整合已成为国内金属包装龙头，2024年金属罐产量192.7亿罐；其中三片罐核心客户为中国红牛、旺旺与飞鹤等，二片罐主要客户包括青啤、百威、燕京、雪花、可口可乐、百事可乐与加多宝等。2012-2024年收入与利润年复合增速为12.0%/5.7%。

## □ 两片罐：盈利修复是中长期主线

- 公司在收购中粮包装后跃升为国内两片罐绝对龙头，市占率超40%，强化议价权与产能优化空间。两片罐盈利修复的中长期逻辑来自：
  - ① **国内两片罐：行业处于盈利底部反转的拐点。** 2010-2024年国内两片罐经历“需求激增驱动集中投产→供需失衡+行业整合→新一轮供给扩张导致盈利探底”，2025年奥瑞金收购中粮包装后再次加速行业整合，行业几家龙头经营目标由份额转向合理盈利，2025Q4提价落地初步验证齐心力；未来随着国内供给收缩与啤酒罐化率提升带来的需求增长，行业有望回归供需平衡下的合理利润率水平。
  - ② **海外两片罐：扩张提速打开高毛利增量。** 海外两片罐格局较优且尚未发生激烈价格战，稳态毛利率基本在15-20%，高出国内5-10pct。2024年公司海外业务优先级提升，以收购Ball United Arab Can Manufacturing LLC 65.5%股权快速切入成熟的沙特市场、拟在泰国与哈萨克斯坦分别建设7亿罐与9亿罐产能锚定增长级市场与优化海外资产多线并行，海外业务将成为公司未来两片罐收入利润增长的核心驱动。

## □ 三片罐：平滑经营波动的利润基石

- 公司以三片罐起家，国内市占率23%位居行业第一，三片罐业务为公司平滑两片罐经营周期的利润基本盘。
  - ① **三片罐行业成熟且盈利稳定。** 三片罐产品定制化属性强，罐体供应商与下游客户基本长期合作或签订排他性协议，奥瑞金→中国红牛、旺旺，嘉美→养元，昇兴→达利、露露，吉源和福贞→银鹭。基于与客户强绑定的共生式关系，龙头掌握优质订单且具有较公允和稳定的议价能力，近十年行业盈利虽整体有所收窄，但毛利率仍高出两片罐10pct以上。
  - ② **公司绑定优质大客户，盈利优于同行。** 公司目前三片罐年产能约120亿罐，与中国红牛等功能饮料头部客户签订排他性绑定，其产品附加值高于普通三片罐，使公司三片罐业务长期处于高度稳定的盈利状态，保障了现金流和盈利的持续性。

## □ 盈利预测与投资建议：

预计公司2025-2027年收入232.8/244.9/255.3亿，同比+70.3%/+5.2%/+4.2%；归属母公司净利润11.1/12.4/14.0亿，同比+40.2%/+11.7%/+13.5%，每股收益分别为0.43/0.48/0.55元，对应PE为13.4x/12.0x/10.6x。综合考虑绝对估值与相对估值，股票合理价值区间6.28-7.25元，对应市值161-186亿元。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

## □ 风险提示：

红牛系列纠纷风险，客户集中度高风险，国内外市场竞争加剧风险，外延发展与并购整合风险。

[ 01 ] 奥瑞金：攻守兼备的金属包装龙头

[ 02 ] 两片罐：盈利修复是中长期主线

[ 03 ] 三片罐：平滑经营波动的利润基石

[ 04 ] 盈利预测与估值

[ 05 ] 风险提示

01

## 奥瑞金：攻守兼备的金属包装龙头

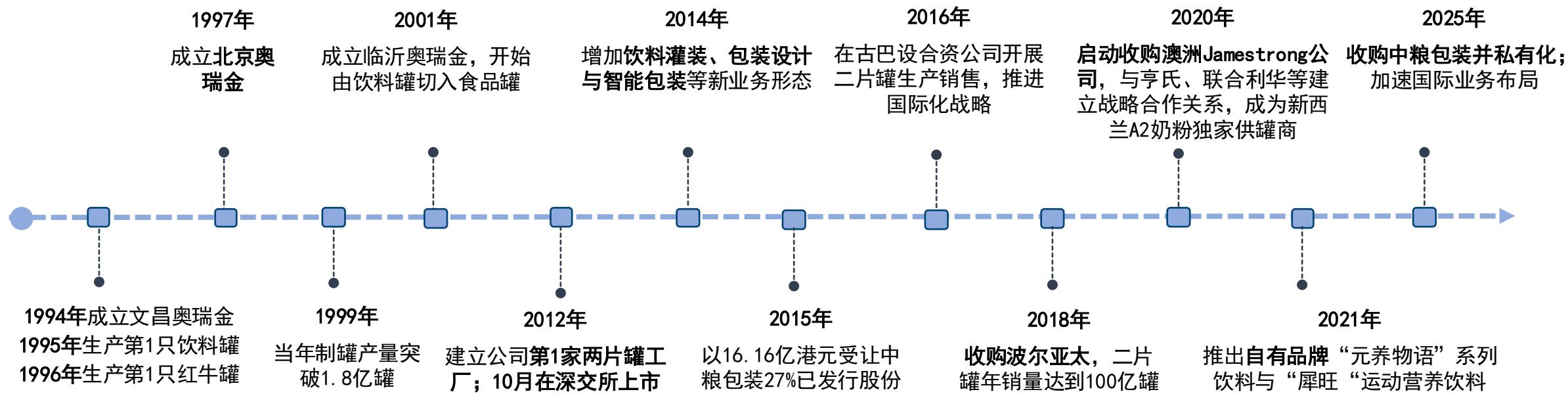
# 奥瑞金：国内金属包装龙头，从国内整合到出海扩张



□ **奥瑞金：**深耕金属包装三十余年，公司通过内生增长与并购整合成长为国内金属包装龙头，2024年金属罐产量192.7亿罐。公司主要提供金属包装产品及服务，产品包括三片罐、两片罐、互联网智能包装以及灌装一体化服务，其中国内三片罐主要客户为中国红牛、旺旺与飞鹤等，二片罐主要客户为青啤、百威、燕京、雪花、可口可乐、百事可乐、加多宝等。

- ① **1994-2011年：**绑定大客户并成长为三片罐龙头。1994年公司前身文昌奥瑞金成立，主攻金属饮料罐市场；1996年生产出第一只红牛罐并成为其唯一供应商；1997年成立北京奥瑞金；2001年从饮料罐切入食品罐；2011年金属罐总产量达到34.7亿罐。
- ② **2012-2018年：**开拓两片罐业务。2012年正式进入二片罐市场，同年于深交所上市开启资本扩张；2015年收购中粮包装27%股份并成为其第二大股东；2018年收购波尔亚太，当年二片罐年销量突破100亿罐。
- ③ **2019年至今：**多元化+国际化阶段。2020年以来持续拓展多元业务，布局自主品牌饮料“犀旺”等；通过收购澳洲Jamestrong、在泰国与哈萨克斯坦布局新产能、收购ORG UAC加速国际化布局；2025年完成对中粮包装的收购及私有化，强化龙头地位。

## 公司发展历史



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 奥瑞金：国内金属包装龙头，从国内整合到出海扩张



- 多元化投资：**近年来公司进行了较大规模与主业相关的包装行业股权投资，在获得投资收益的同时寻求一定业务合作；同时为提高公司向下游客户提供品牌宣传等增值服务的能力，公司进行了部分多元化投资。
- 国际化提速：**自2024年以来公司海外业务优先级提升，国际化进程以①并购快速切入成熟市场（如收购澳新Jamestrong与沙特Ball United Arab Can Manufacturing LLC）+②自建产能锚定增长市场（泰国与哈萨克斯坦）+③优化海外资产（出售比利时Benna和匈牙利Benna各80%股权，巩固和波尔的全球合作关系）多线并行。

## 公司积极进行多元化业务投资

被投资主体	交易时间	交易对价（亿元）	持股比例	主营业务	意义
永新股份 (持股24%)	2015	7.9	11.22%	• 主要生产彩印复合包装材料、塑料软包装薄膜、油墨和真空镀铝包装材料等	• 认可投资价值与现金流回报，与金属包装主业协同，相互推介下游客户
	2016	2.2	3.3%		
	2019	3.76	9.8%		
中粮包装	2016	16.16亿港元	27%	• 综合性消费品金属包装龙头，拥有二片饮料罐、食品罐、气雾罐、金属盖、印铁、钢桶和塑胶等七大类主要包装产品	• 提升二片罐行业的集中度与定价权
	2025	60.7亿港元	75.6%		
沃田集团	2016	1	20%	• 从事蓝莓种植、品种研发、苗木繁育、技术管理、果品生产、鲜果及深加工果品销售，是国内优质蓝莓鲜果、蓝莓苗木和蓝莓深加工产品的最主要供应商	• 开启对下游快消品行业的投资
卡乐互动	2016	12	21.8%	• 主要从事手机游戏的研发、发行、运营等相关业务	• 补强智能包装战略
法国欧塞尔足球俱乐部	2016	0.96	77.15%	• 法国乙级联赛中的足球俱乐部，从事管理和经营职业足球队、训练基地	• 落实体育战略
波尔亚太	2019	2.05亿美元	100%	• 生产经营饮料食品金属罐、盖等金属包装容器	• 拓展二片罐业务，重塑国内二片罐行业的产能格局
香港景顺	2021	3.99	100%	• Jamestrong主要在澳洲从事金属食品罐包装和铝制气雾罐包装，在澳新拥有6家制罐工厂、1家制盖工厂，客户主要包括亨氏、联合利华、辛莱特等	• 积累海外本土化运营经验

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

## 公司国际化进展梳理

	时间	事件	意义
并购	2021	• 收购香港景顺，旗下Jamestrong主要在澳洲从事金属食品罐包装和铝制气雾罐包装，食品罐、奶粉罐和气雾罐包装产品产能分别为5.3/2.1/2.5亿罐	• 切入澳新市场和承接本土客户，积累海外本土化运营经验
	2024	• 收购Ball United Arab Can Manufacturing LLC 65.5%股权，主要在沙特生产销售二片金属罐及盖子，2024年营收4.02亿、净利润0.25亿沙特里亚尔	• 承接本土化客户资源与市场渠道，把握进入中东成熟市场机遇
自建产能	2025	• 泰国二片罐生产线项目，总投资额44160万，规划年产能7亿罐，预计2026/9量产	• 锚定东南亚与中亚新兴市场，有利于国内外产能布局和供应链协同联动
	2025	• 哈萨克斯坦二片罐生产线，总投资额64652万，规划年产能9亿罐，预计2027Q1量产	
优化海外资产	2025	• 向Ball Corporation旗下的Rexam Limited出售控股子公司贝纳比利时、贝纳匈牙利各80%股权	• 优化资产结构，深化Ball Corporation的全球战略合作关系；同时产生一定投资收益

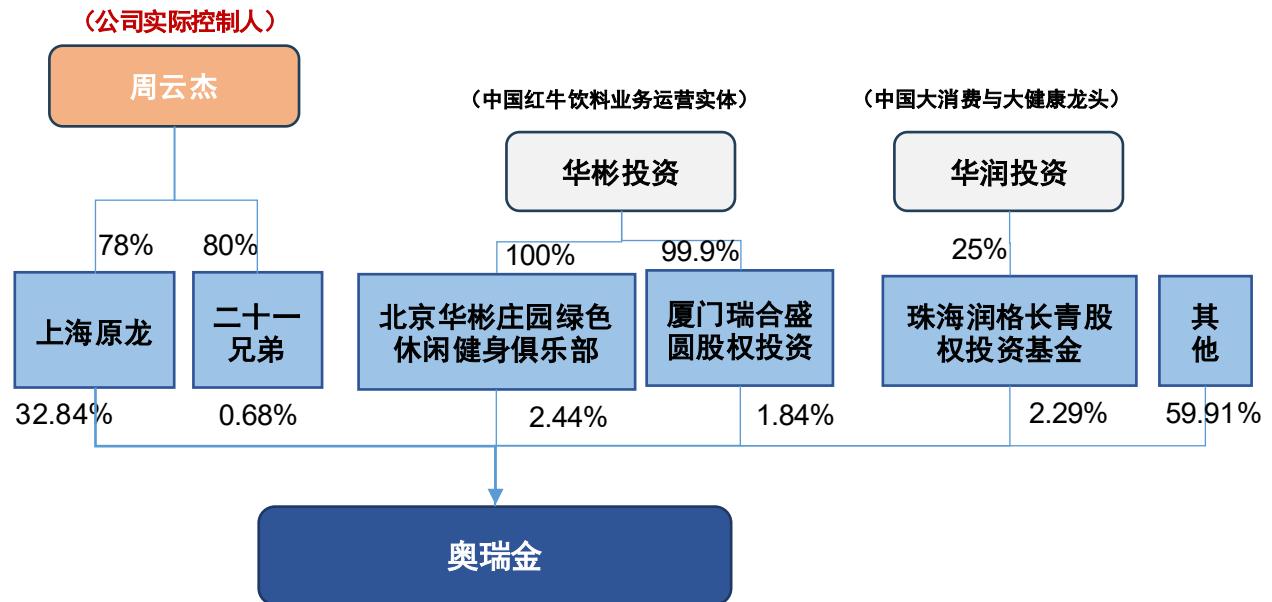
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**股权结构：核心大客户战略入股，管理层产业经验丰富**



- **股权相对集中稳定，核心大客户战略入股。**公司董事长周云杰通过上海原龙、二十一兄弟以及原龙华欣等合计控制公司约33.5%股份，为实际控制人；华彬投资与华润投资均是公司重要战略股东，其中华彬为公司核心大客户中国红牛的运营主体，华润系为旗下品牌覆盖啤酒、饮料等快消品的国内大消费龙头，股权绑定有利于强化双向信任和供应链协同。
  - **核心管理团队资深稳定、产业经验深厚。**董事长周云杰长期深耕金属包装行业，目前是中国包装联合会金属容器委员会荣誉主任，其余核心管理层与业务骨干也在行业内拥有多年经验；同时公司针对中粮包装的并购整合与出海扩张引入新高管，以强化并购整合后的组织协同、增强条线管理与跨区域协同能力。

股权相对集中稳定，核心大客户为战略投资者



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

核心管理团队资深稳定，产业经验深厚

姓名	职位	工作经历
周云杰	董事长	1961年出生，中国包装联合会金属容器委员会荣誉主任，曾就职于国家物资部中国物资出版社
周原	副董事长	1987年出生，硕士学位，中国包装联合会第十届理事会副会长
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
周云海	副总经理、深加工产品事业部总经理	1970年出生，本科学历，1997年加入公司
姜先达	销售管理部高级经理	1986年出生，硕士学位，2010年加入公司，历任专利工程师、技术信息与标准化室主任、新产品研究室主任等
马斌云	副总经理、二片罐及灌装事业部总经理	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
陈玉飞	副总经理、三片罐事业部总经理	1972年出生，大学学历，1997年加入奥瑞金，历任技术检验部部长、技术总经理、研发中心总经理中心总监、制造中心总经理等
张少军	副总经理	1972年出生，硕士学位，曾任职于香港威林航业、中外运航运、中外运长航财务、招商局集团财务、招商局能源运输股份有限公司
高树军	副总经理、董秘	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、信达投资投资银行部、信达地产
高礼兵	财务总监、财务管理中心主任总经理	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、日本JCD集团、北京品级通达通信
张晔	常务副总经理	1973年出生，本科学历，1995年加入中粮包装控股有限公司，历任销售经理、销售总监、副总经理、总经理、董事长，现任中粮包装执行董事、董事会副主席兼总经理
瞿洪亮	副总经理	1978年出生，本科学历，2000年加入中粮包装控股有限公司，历任二片罐业务部及事业部副总经理/总经理、中粮包装副总经理，现任中粮包装执行董事兼常务副总经理

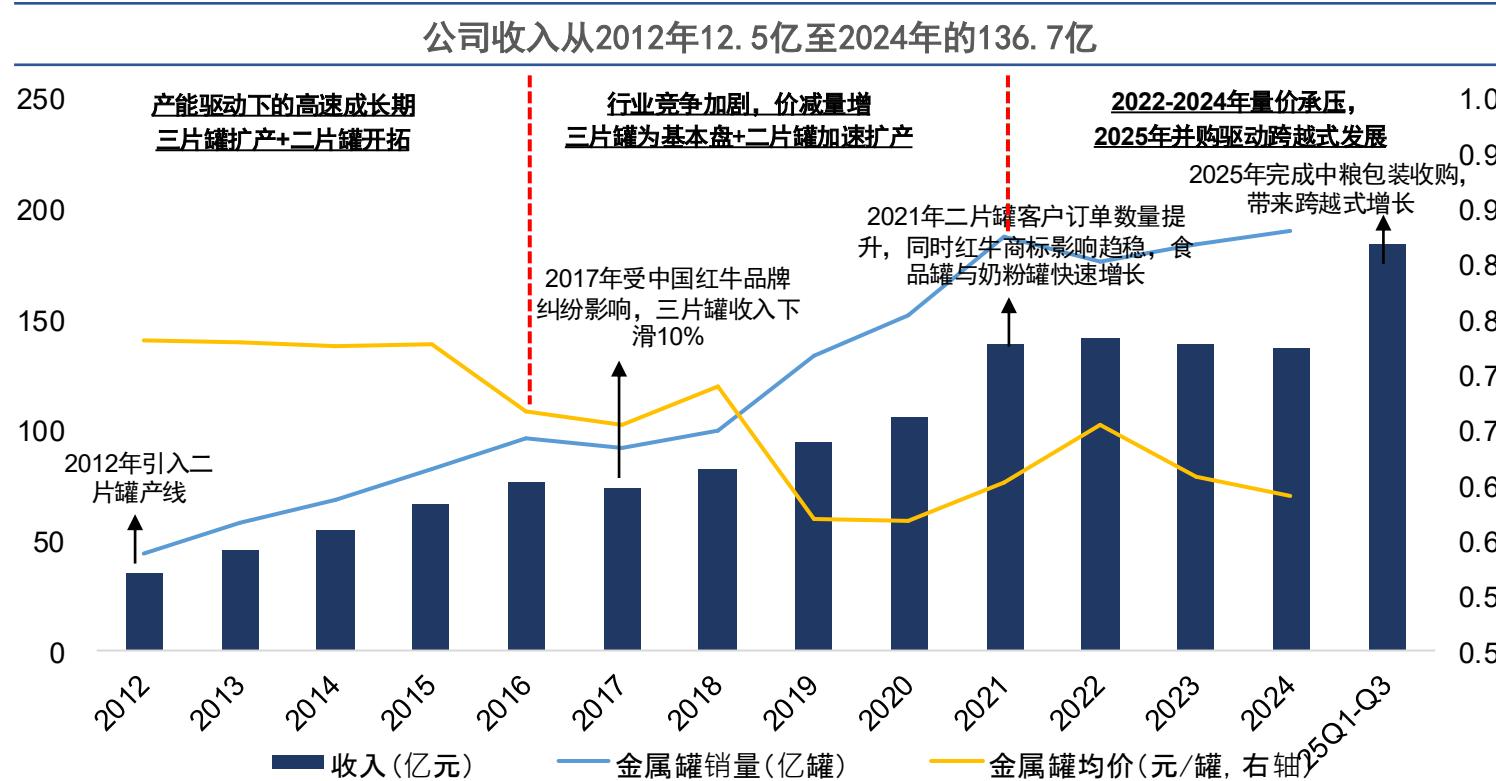
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 经营复盘：三片罐为基本盘，二片罐为重要增长点



□ 收入：从2012年的12.5亿增长至2024年的136.7亿，CAGR+12.0%，产能扩张与并购整合驱动增长。

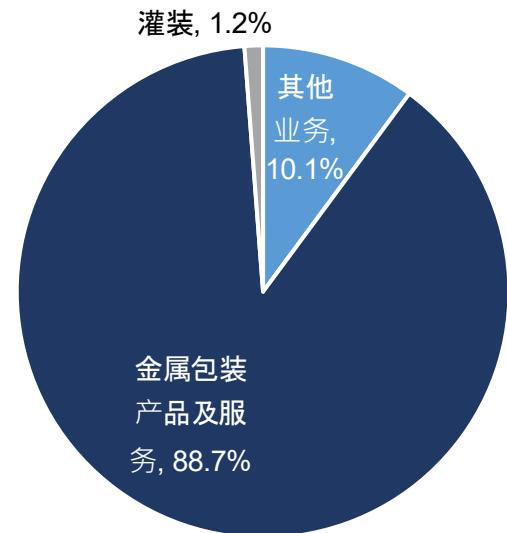
- ① 2012-2016年：三片罐和二片罐高速成长。2012-2016年三片罐收入从32.7亿增长至56.4亿（cagr+15%）、二片罐收入从1.3亿增长至12.0亿（CAGR+75%），三片罐受益于下游功能性饮料消费需求增长，二片罐自2012年引入产线后产能持续释放。
- ② 2017-2021年：量增价减，三片罐为基本盘+二片罐加速扩产。三片罐产能基本稳定在85-90亿罐；二片罐产能从2016年的35亿罐提升至2021年的135亿罐（含收购的波尔亚太64亿罐产能），公司已基本完成全国自建产能的布局，但受供给过剩与竞争加剧影响，单罐价格下行拖累收入。
- ③ 2022-2024年：量价承压，扩产节奏趋缓。产线进入技改升级与局部扩产阶段，销量增长趋缓；同时受供给过剩影响价格压力增大。
- ④ 2025年：收购中粮包装，驱动收入跨越式增长。



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

金属包装是公司主要产品，收入占比88.7%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：其他业务主要为材料和盖子销售收入、酒水及食品饮料销售收入及体育相关收入等

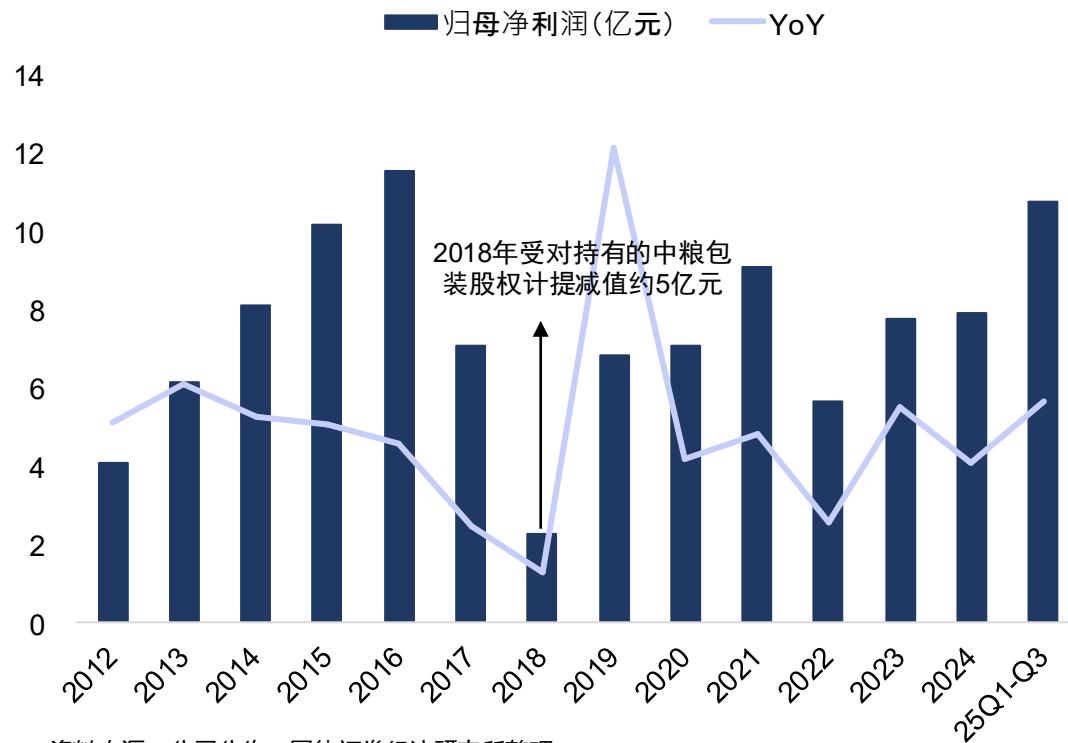
# 经营复盘：低毛利的二片罐收入占比提升压制整体盈利能力



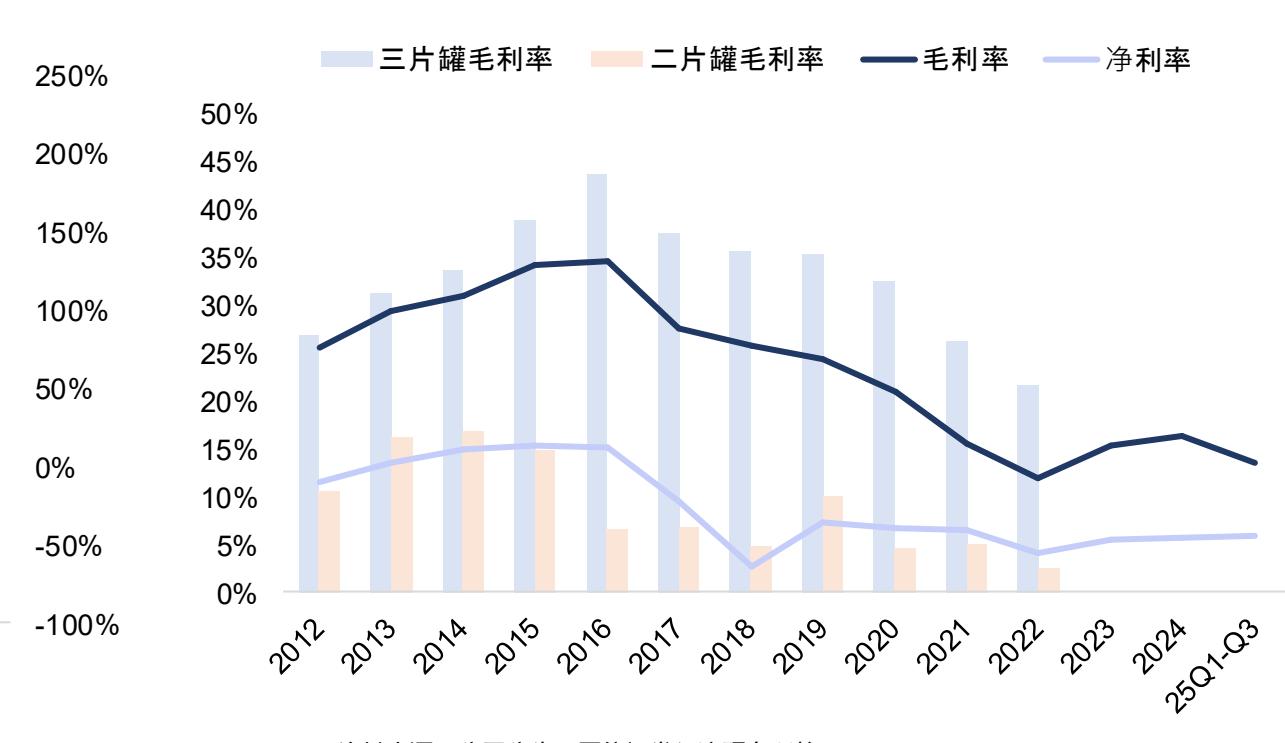
## □ 盈利：三片罐为利润托底，两片罐盈利压力短期拖累利润

- ① 2012-2016年：行业景气驱动盈利上行。此阶段金属罐行业下游需求景气度高，叠加三片罐高度绑定高毛利的红牛大客户，提供长期盈利基本盘，公司归母利润从4.0亿增长至11.5亿，毛利率在2016年达到历史高点34.6%；
- ② 2017-2022年：成本上行+二片罐占比提升致利润率中枢下行。归母利润在7-9亿波动，钢铁与电解铝供给侧结构性改革驱动成本持续上涨，同时行业进入产能过剩阶段，三片罐由于客群相对稳定而贡献稳定利润，二片罐议价能力弱而规模在持续提升，导致公司毛利率下降至10-15%；
- ③ 2023-2024年：盈利底部企稳。三片罐仍是利润核心来源，两罐片已处于周期底部；同时随着马口铁、铝材大宗市场价格触顶回落，公司整体毛利率逐步企稳修复至15%。

公司归母净利润呈波动趋势，主要系受二片罐盈利压制



公司盈利能力经历稳步抬升→大幅波动下行→底部企稳



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 股价复盘：与业绩和金属罐行业周期挂钩度高



02

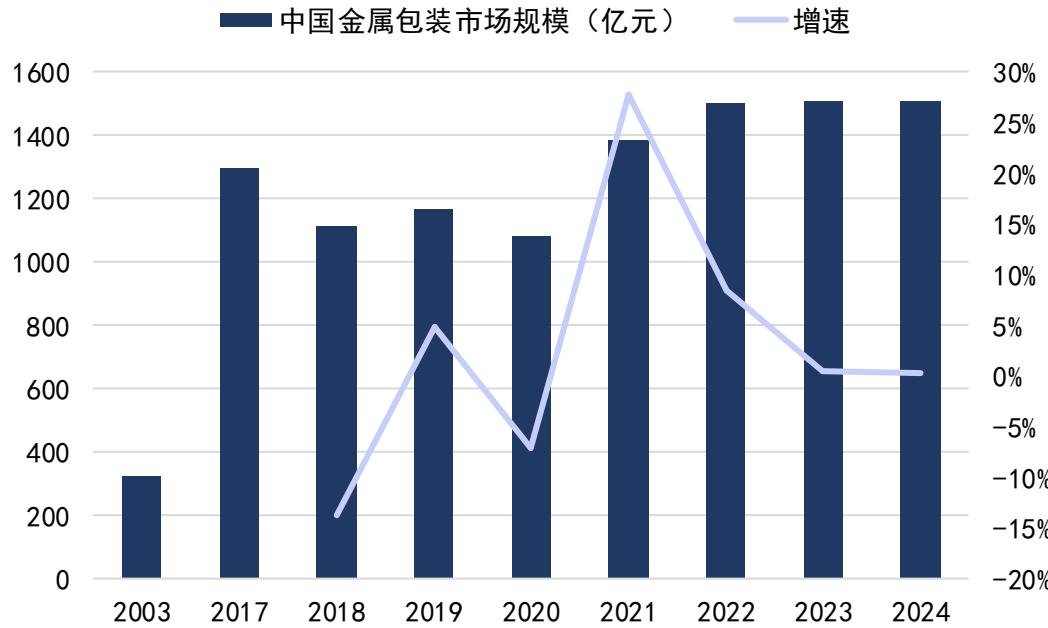
## 金属包装： 三片罐的供需、格局与盈利均优于两片罐

# 金属包装行业：二片罐和三片罐，下游以食品饮料领域为主

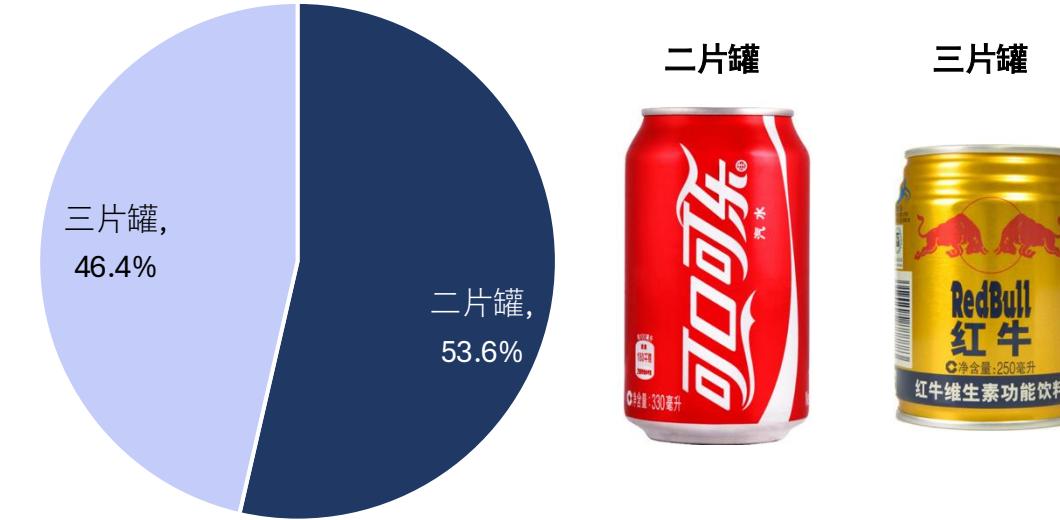


- 2024年我国金属包装行业规模约1508亿元，2017-2024年复合增速+2.2%。金属包装是指金属薄版制造的薄壁包装器，产值约占我国包装行业的13%，其下游需求中约70%来自食品饮料行业，其次是化工、化妆品与药品等领域。未来行业增长驱动来自：1) 人均年消耗量提升：我国目前人均年消耗饮料易拉罐数量不到50罐，远低于发达国家200-300罐/年的罐数；2) 啤酒罐化率提升：相较于发达国家50-70%的啤酒罐化率，目前我国啤酒罐化率仅30%，仍有较广阔提升空间。
- 金属包装主要分为二片罐和三片罐，其中：
  - ① 二片罐：具有密封性好、生产效率更高、节省原材料等优点，尤其是2009年以来随着充氮技术不断完善与规模效应显现，较多企业从三片罐转为二片罐，目前碳酸饮料和啤酒基本采用二片罐作为金属包装容器。
  - ② 三片罐：具有刚性好、易变换尺寸、材料利用率较高与生产工艺成熟等特点，三片罐罐身更坚固，运输要求比二片罐底，且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。

我国金属包装行业规模约1508亿元，2017-2024年CAGR+2.2%



2024年我国食品饮料用金属罐销售占比



资料来源：公司公告，中国包装联合会，国信证券经济研究所整理

资料来源：共研产业咨询，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 金属包装行业：三片罐的供需、格局与盈利均优于两片罐



## 二片罐和三片罐对比

	三片罐	二片罐
定义	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，由罐身、罐底和罐盖三部分组成	经冲床冲压拉伸加工，罐身和罐底一体成形，由罐身和顶盖两部分组成，罐顶盖和罐体结合采用卷边密封
主要材料	镀锡钢板（俗称马口铁）	钢材或铝材
技术特点	1) 刚性好、运输要求低，且能生产各种形状的罐体； 2) 材料利用率较高，容易变换尺寸； 3) 生产工艺成熟，包装产品种类多，印刷性较好。	减少罐体和罐底粘合步骤，密封性好、生产效率高、节省原材料、重熔性好、保鲜、安全、环保
技术水平	平版印刷	曲面印刷
制造工艺	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，罐身和罐底盖、罐顶盖结合采用卷边密封	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
灌装条件	可以适应食品的冷热加工、高温灭菌以及灭菌后的快速冷却等加工需要	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
下游领域	不含气体的饮料罐、食品罐、化工罐、气雾罐等，在功能饮料、植物蛋白饮料、牛奶、咖啡等领域处于主导地位	多用于凉茶、碳酸饮料和啤酒包装，在啤酒和碳酸饮料领域处于主导地位
行业现状	<u>三片罐因与客户合作关系稳定（中国红牛和旺旺→奥瑞金，六个核桃→嘉美，达利园和露露→昇兴，银鹭→吉源和福贞），售价相对稳定，毛利率相对较高</u>	<u>二片罐市场总体供过于求，行业竞争较为激烈，行业内企业对下游客户议价能力较弱，难以将原材料成本向下游传导，因此行业整体盈利水平较低</u>
供需	罐体供应商高度绑定客户，供需相对平衡	市场化竞争，行业经历无序扩张后供给严重过剩
格局	奥瑞金23%、嘉美包装21%、昇兴股份15%、福贞6%、吉源5%	奥瑞金41%、宝钢包装28%、昇兴股份17%
盈利	毛利率约20-30%	毛利率约0-10%
定价方法	成本加成定价，与部分客户协议约定销售价格同马口铁或铝材价格的浮动调整机制，当主要原材料价格上升或下浮一定比例时，公司提前与客户协商对产品价格进行调整；但由于受原材料备货周期及生产周期影响，生产成本的变动相对大宗存在一定滞后性	
议价能力	<b>具有较为公允和稳定的议价能力：</b> 下游客户基本有稳定的供应商，长期稳定合作，相互依赖。	<b>议价能力一般：</b> 供应主体多且市场化程度充分，大部分终端客户并未建立独占或排他的供需关系。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 金属包装行业：原材料价格与罐价是核心跟踪指标

- 金属罐多采用成本加成定价，罐价核心由原料成本与加工费两部分组成，其中1) 原材料价格：材料成本占比超80%，一般当主要材料价格上升或下浮一定比例时会进行价格调整，同时受原材料备货周期及生产周期影响，生产成本的变动相对大宗存在一定滞后性；2) 加工费：体现行业议价能力高低，主要受供需格局与行业周期影响，当行业处于供给过剩的下行周期，罐体供应商议价能力较弱，盈利收窄。



## 03 | 二片罐：盈利修复是中长期主线

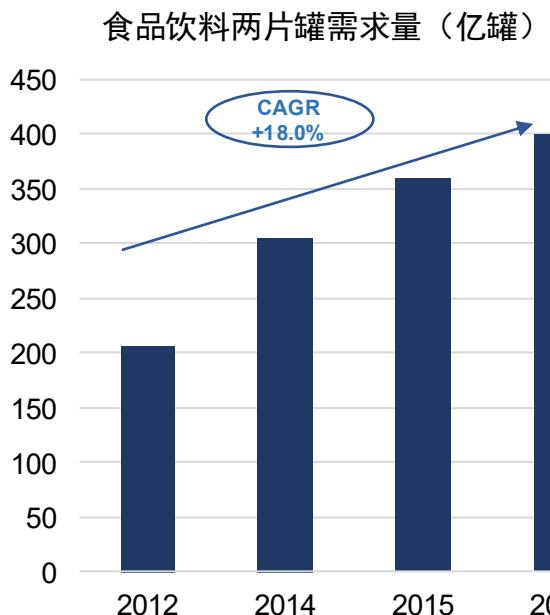
# 两片罐历史复盘：供给过剩是核心矛盾，盈利已探底



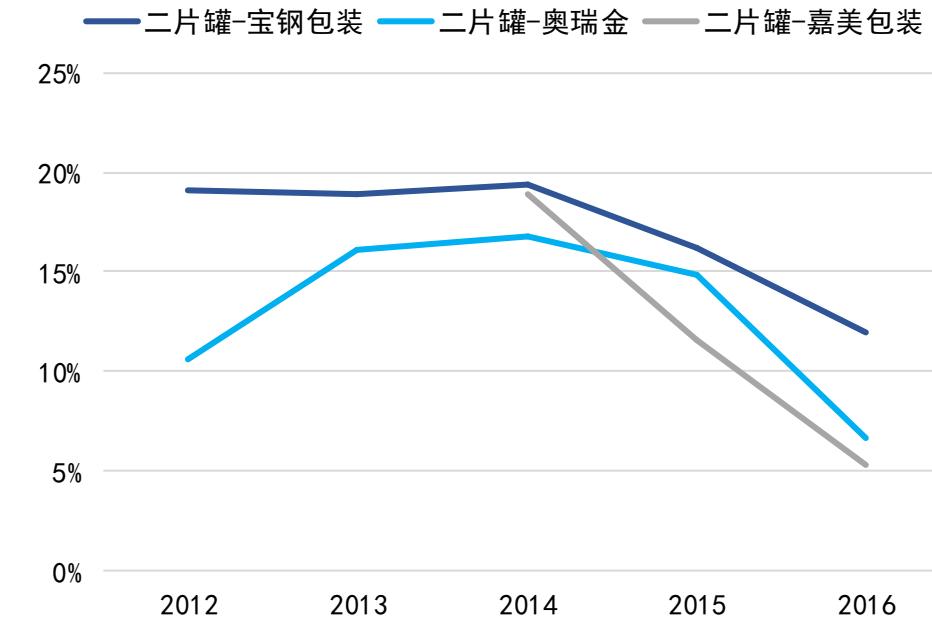
## □ 2010-2016年：需求景气+集中投产，二片罐供需严重失衡

- ① 需求端：2010年以来下游啤酒罐化率不断提升，同时随着充氮技术完善与对包装的美观、轻便考虑，加多宝（2012年）、王老吉（2014年）等凉茶饮料逐渐进行“三片罐改二片罐换装升级”，驱动二片罐需求从2012年的206亿罐增长至2016年的约400亿罐。
- ② 供给端：由于下游需求激增，吸引国内外企业拓展两片罐产能，短期内供应增长超出需求增长，竞争加剧，产能集中在2014-2015年释放。2012-2015年宝钢包装新增32亿罐产能，奥瑞金自2012年切入二片罐，2016年产能快速提升至35亿罐。
- ③ 盈利：在供过于求的格局下市场普遍采用招投标方式，竞争加剧价格下行，宝钢包装二片罐均价从2012年的0.52元/罐下降至2016年的0.37元/罐；同时供给侧结构性改革下成本压力增加，导致两片罐毛利率大幅下滑，行业毛利率中枢从15-20%下降至5-10%。

二片罐供需逐步失衡：需求景气，供给快速扩张



二片罐毛利率中枢自15-20%下行至5-10%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 两片罐历史复盘：供给过剩是核心矛盾，盈利已探底

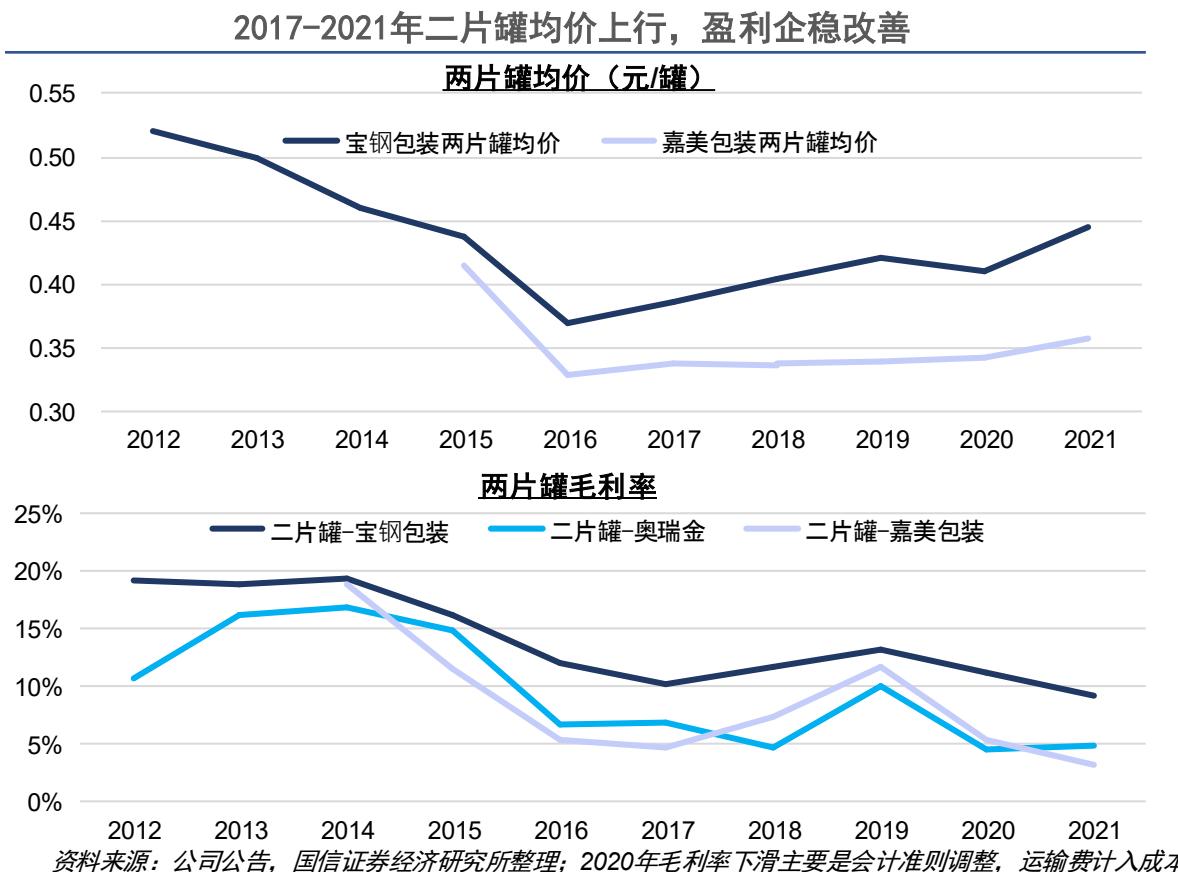


## □ 2017-2021年：外资退出、国内龙头整合，盈利小幅修复

- ① **供需：**2016年以来随着环保监管政策趋严+成本上涨+上下游合作深化，同时行业盈利压缩，外资龙头因竞争力下降逐步退出中国市场，国内龙头积极推动整合，经营状况欠佳的中小企业加速退出，行业格局优化。奥瑞金2016年入股中粮包装、2019年收购波尔亚太，昇兴2017年收购博德科技、2019年收购太平洋包装，中粮包装2017年收购纪鸿包装与成都高森等，至此行业CR4提升至70%；但2021年二片罐行业产能超600亿罐、需求约520亿罐，产能过剩仍较明显。
- ② **盈利：**供给侧结构性改革下马口铁与铝价持续上涨，二片罐龙头因毛利率过低和行业集中度提升而开始出现提价，宝钢包装两片罐均价从2016年的0.37元/罐提升至2021年的0.44元/罐，行业整体盈利能力略有改善。

2016年以来龙头开启行业整合				
公司名称	时间	标的	品类	交易价格
宝钢包装	2019年	河北制罐47.51%股权	两片罐	1.9亿
		武汉包装47.51%股权	两片罐	2.32亿
		佛山制罐47.51%股权	两片罐	4.49亿
		哈尔滨制罐47.51%股权	两片罐	1.98亿
中粮包装	2017年	浙江纪鸿包装有限公司51%股权	两片罐	0.67亿
		成都高森包装容器有限公司100%股权	两片罐	0.75亿
	2019年	浙江纪鸿包装有限公司14.1%股权	两片罐	0.79亿
奥瑞金	2016年	中粮包装27%股份	两片罐	13.26亿
	2017年	浙江纪鸿包装有限公司19%股权	两片罐	760万美元
	2018年	波尔佛山100%股权、波尔北京100%股权、波尔青岛100%股权、波尔湖北95.69%股权	两片罐	16.2亿港元
	2024年	中粮包装75.6%股权	两片罐	60.7亿港元
昇兴股份	2017年	温州博德科技有限公司70%股权	单片罐	1.94亿
	2019年	太平洋制罐下属漳州、武汉公司100%股权	两片罐	3.31亿
	2021年	太平洋制罐下属沈阳太平洋100%股权	两片罐	1.71亿
	2022年	太平洋制罐（青岛）、太平洋制罐（北京）与太平洋制罐（肇庆）100%股权	两片罐	7.31亿

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



# 两片罐历史复盘：供给过剩是核心矛盾，盈利已探底



## □ 2022-2024年：新一轮供给扩张，盈利下行

- ① **供需：**自2021年以来下游饮食需求回暖，啤酒罐化率持续提升，同时奶粉罐与食品罐需求增长；而供给侧龙头再次掀起新一轮产能扩张。
- ② **盈利：**随着行业供给扩张与竞争加剧，销售均价再次下行，2022-2024年宝钢包装两片罐均价从0.54元/罐下降至0.47元/罐、嘉美包装两片罐均价从0.46元/罐下降至0.41元/罐，至2024-2025年行业盈利能力基本探底，2025H1宝钢包装二片罐毛利率下降至历史低点7.2%、嘉美包装两片罐毛利率仅-1.2%，预计国内两片罐多处于亏损状态。

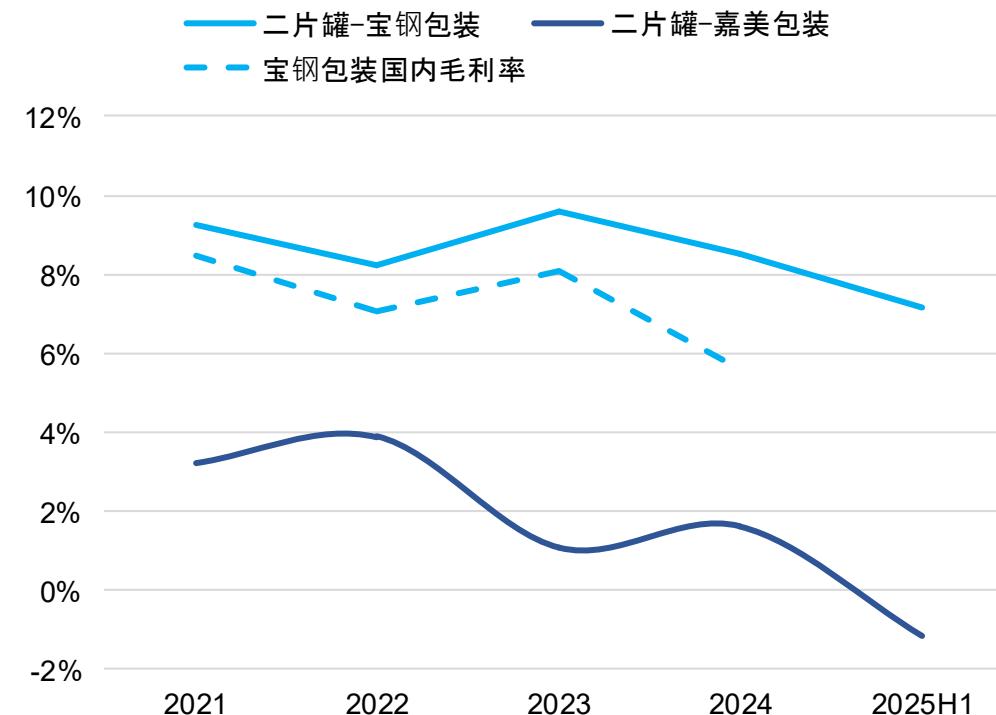
2022年以来龙头开启新一轮扩张

公司	项目	投产时间	产能
嘉美包装	年产10亿罐二片罐生产线（嘉美包装）	延迟投产	新增二片罐9亿罐、BC罐1亿罐
	两片罐生产线（鹰潭嘉美）	2023年	新增两片罐15亿罐、BC罐1亿罐
	云南曲靖灌装及制罐生产线	2023年	新增两片罐12亿罐
昇兴股份	昇兴（安徽）包装制罐-灌装生产线及配套设施建设项目	2023年	新增产能5亿罐
	昇兴（武汉）智能科技两片罐制罐生产线技改扩建及配套设施建设项目	2023年	新增两片罐5.94亿罐
	四川雅安工厂	-	新增两片罐6.46亿罐
宝钢包装	安徽宝钢制罐新建智能化铝制两片罐生产基地项目	2023年	一期项目新增14亿罐，二期项目新增6亿罐并预留扩容至11亿罐
	贵州新建智能化铝制两片罐生产基地	2023年	新增两片罐10亿罐
奥瑞金	奥瑞金（枣庄）新建易拉罐配套	2022年	新增16亿只（一期9亿只）两片罐
	奥瑞金（佛山）包装迁建水都	-	搬迁18.7亿罐，新增产能一期1.3亿罐，二期10亿罐
中粮包装	昆明铝制两片罐工厂	2023年	新增年产能10亿罐
	沈阳两片罐工厂	2023年	一期新增年产能10亿罐
	成都工厂	2023年	新增年产能8.5亿罐

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2021-2025H1二片罐毛利率底部承压



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

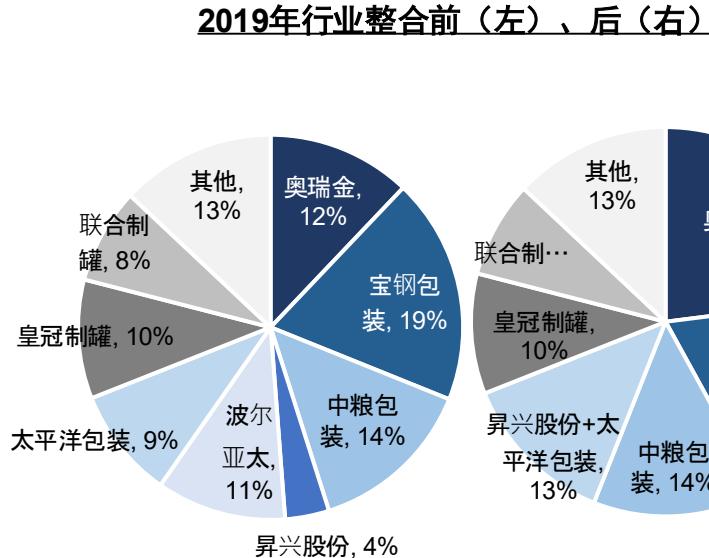
# 两片罐行业机遇1：盈利修复周期开启，行业有望回归合理利润率水平



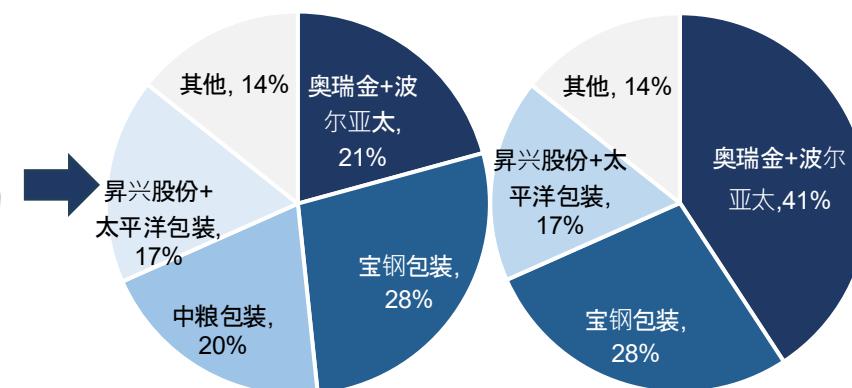
## □ 当前行业已站在底部反转的周期拐点：供需格局改善+提价落地，具备盈利修复预期

- ① **供给优化。** 行业接近扩产尾声，未来国内供给边际收缩，龙头新增产能主要向海外布局且在考虑将国内冗余产能搬迁海外，将进一步优化国内供应；同时下游罐化率提升和消费升级提供了稳定的需求支撑，两片罐供需有望逐步走向平衡。
- ② **行业龙头由份额导向转为合理利润。** 近年行业长期处于无序竞争且利润率极低的状态，自2025年奥瑞金收购中粮包装后行业集中度进一步提升，我们测算当前奥瑞金、宝钢包装与昇兴股份分别占据国内两片罐41%、28%与17%的份额，行业龙头议价能力增强，由份额导向转向合理盈利导向，2025Q4龙头已合力推动提价落地，未来行业利润率有望回归至合理水平。

经历两轮行业整合，二片罐行业集中度进一步提升



2025年奥瑞金收购中粮包装前（左）、后（右）



2025年以后行业新产能扩张趋缓

项目	产能	预计投产	投入资金
宝钢包装 新建厦门智能化 两片罐生产基地项目	11亿罐	2026年	4.52亿
昇兴股份 四川内江新增两 片罐生产线项目	-	2026年	2.7亿
嘉美包装 年产10亿罐二 片罐生产线（嘉美包装）	10亿罐	待定	3.29亿

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

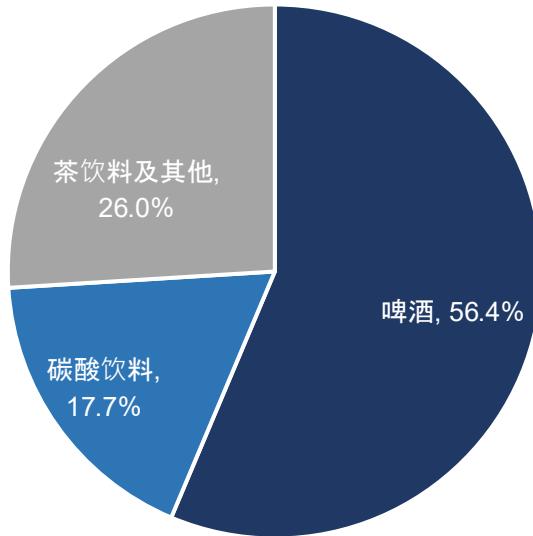
# 两片罐行业机遇2：下游啤酒产量稳定，茶饮与碳酸饮料温和增长



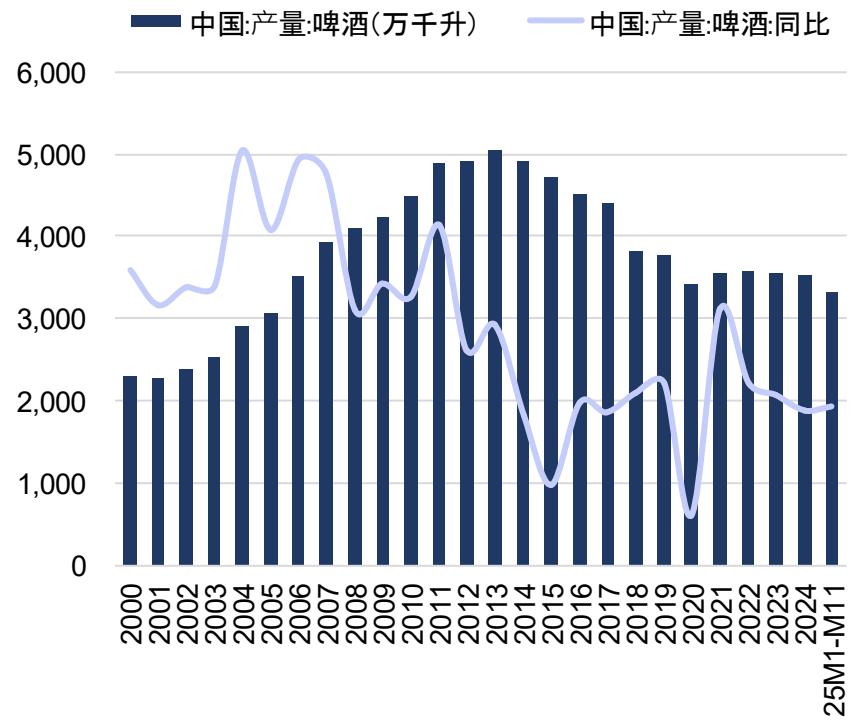
□ 从二片罐需求看：啤酒占据过半需求，占比约56%；其次为碳酸饮料（18%）、茶饮料及其他（26%）。

- ① **啤酒：**我国啤酒行业已进入成熟期，年产量较稳定。根据国家统计局数据，随着宏观经济增速换挡、人口红利消退与健康观念转变，我国啤酒年产量自2013年见顶达到5061万千升后持续回落，至2020-2024年基本稳定在3500万千升左右，行业已成为典型的成熟期大众消费品。
- ② **碳酸饮料与茶饮料：**行业需求温和增长，口味创新与无糖化承接需求增量。根据欧睿数据，2024年我国碳酸饮料与即饮茶销量分别为139亿升、159亿升，近五年复合增速为4.0%，5.3%，餐饮与节庆等场景维持基本盘，口味新品迭代与低糖/无糖化驱动增长，同时人均消费量相比发达成熟市场仍有提升空间，2025年我国碳酸饮料人均消耗量仅10升，远低于日韩（30-50升）与欧美（80-150升）。

我国两片罐行业需求结构



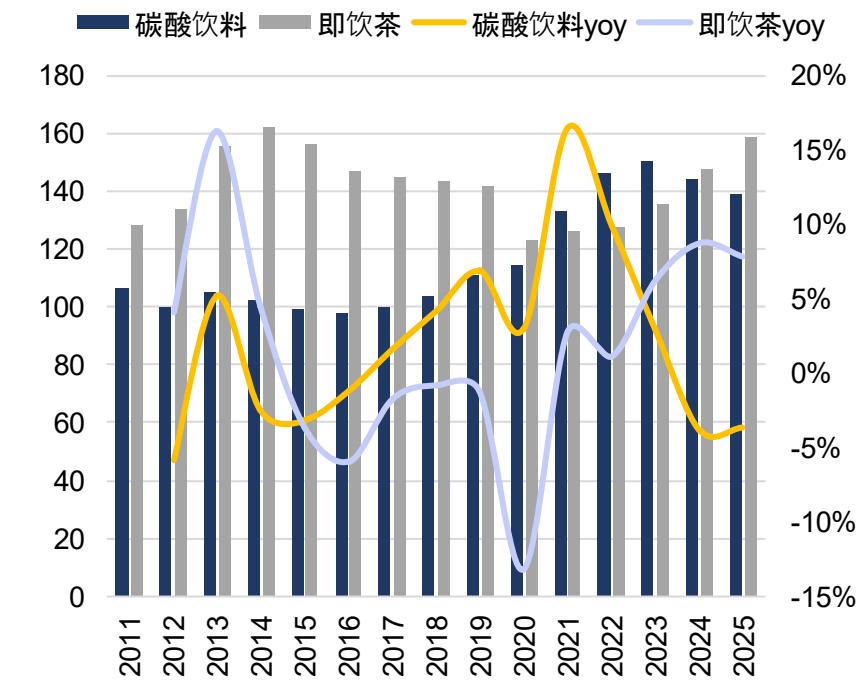
我国啤酒年产量已进入成熟稳定阶段



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2020年以来碳酸饮料与茶饮料销量保持稳健增速



资料来源：euromonitor，国信证券经济研究所整理

# 两片罐行业机遇2：啤酒罐化率提升将推动两片罐需求长期增长



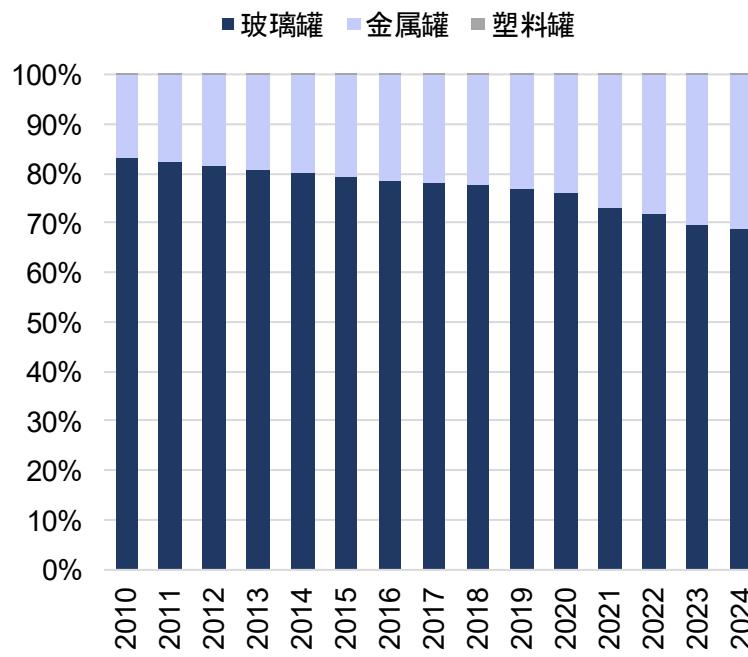
## □ 传统啤酒包装以玻璃瓶为主，但随着回收成本提高，使用率呈下降趋势

➤ 啤酒中溶有二氧化碳且容易氧化，对包装容器的密封性和强度有一定的要求，因此啤酒包装一般以玻璃瓶（65%）、金属二片罐（30%）为主。近年来随着国家环保政策趋严与运输成本增加，玻璃瓶的清洗和回收成本已从0.15元/只提高至0.35元/只，叠加0.3元/只的制造成本，其成本远高于金属两片罐（0.4-0.5元/罐），因此啤酒玻璃瓶的使用率逐年降低。

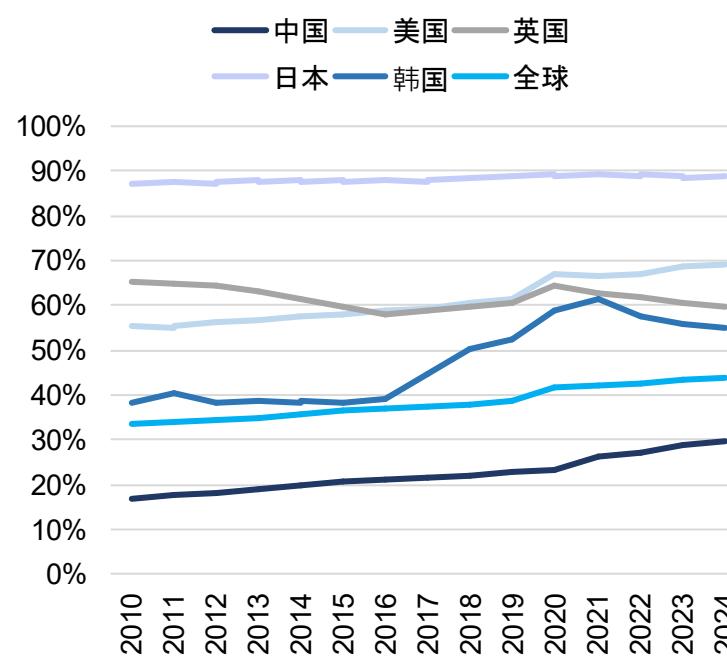
## □ 2024年我国啤酒罐化率提升至29.6%，但仍显著低于全球平均43.8%、英美日60%以上的啤酒罐化率

➤ 二片罐的制造和回收成本低、安全便于运输、设计空间大等优势凸显，此外精酿啤酒和啤酒高端化发展趋势也将有助于推动罐化率的提高，下游啤酒罐化率有望加速提升。根据我们测算，以2024年我国啤酒产量为基数，假设每罐330ml，罐化率每提高1pct，将新增两片罐需求10.7亿罐，我国两片罐需求仍有较大增长空间。

我国啤酒包装以玻璃瓶为主



我国啤酒的金属罐化率处于全球较低水平



我国两片罐需求仍有较大增长空间

单位: 亿罐	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2035E
我国啤酒产量 (万千升)	3765.3	3411.1	3562.4	3568.7	3555.5	3521.3	3500
yoY	-1.2%	-9.4%	4.4%	0.2%	-0.4%	-1.0%	-
金属罐化率	22.7%	23.3%	26.3%	27.0%	28.9%	29.6%	40%
啤酒两片罐测算	258.5	240.3	283.5	292.0	310.9	315.5	424.2
碳酸饮料 (亿升)	111.0	114.2	133.0	146.2	150.3	144.4	235
yoY	6.9%	3.0%	16.4%	9.9%	2.8%	-3.9%	5%
金属罐化率	15.3%	14.9%	14.9%	14.3%	14.1%	14.4%	20%
碳酸饮料两片罐测算	48.5	48.5	56.5	59.6	60.7	59.6	134.5
茶饮料 (亿升)	141.7	123.0	126.4	127.8	135.9	147.7	180
yoY	-1.2%	-13.2%	2.8%	1.1%	6.3%	8.7%	2%
金属罐化率	35.1%	34.6%	34.7%	34.3%	33.7%	33.2%	35%
茶饮料两片罐测算	160.4	137.2	141.3	141.4	147.8	158.3	203.3
其他软饮两片罐	29.5	26.7	28.3	28.9	30.3	31.5	38
yoY	2.2%	-9.5%	6.3%	1.9%	4.9%	3.9%	2%
两片罐行业需求测算	496.9	452.7	509.6	522.0	549.7	564.8	800.3

资料来源：Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

资料来源：Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

资料来源：Euromonitor, 国家统计局, 国信证券经济研究所测算

# 两片罐行业机遇3：从国内整合到海外扩张，出海打开增长空间



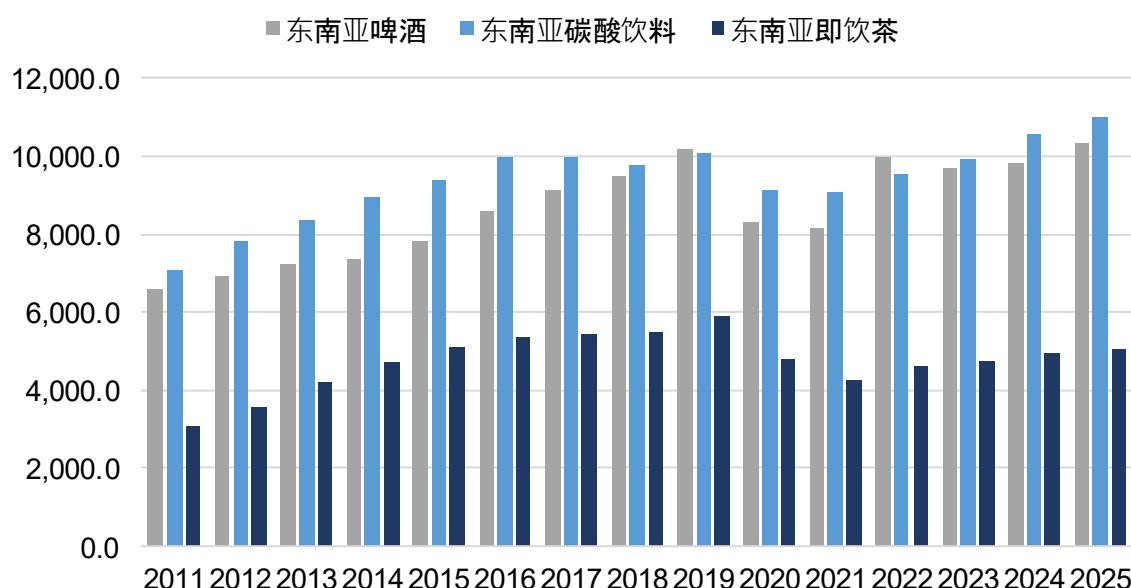
## □ 海外的啤酒与碳酸饮料需求稳定增长

- 以东南亚为例，地处热带和亚热带，有消费饮料和啤酒的习惯且旅游业发达，根据欧睿数据，2025年主要东南亚国家的啤酒、碳酸饮料与即饮茶消费量分别为103.2亿升、110.2亿升和50.5亿升，近十年复合增速为2.8%/1.6%/-0.1%，市场规模较大且维持稳定增长。

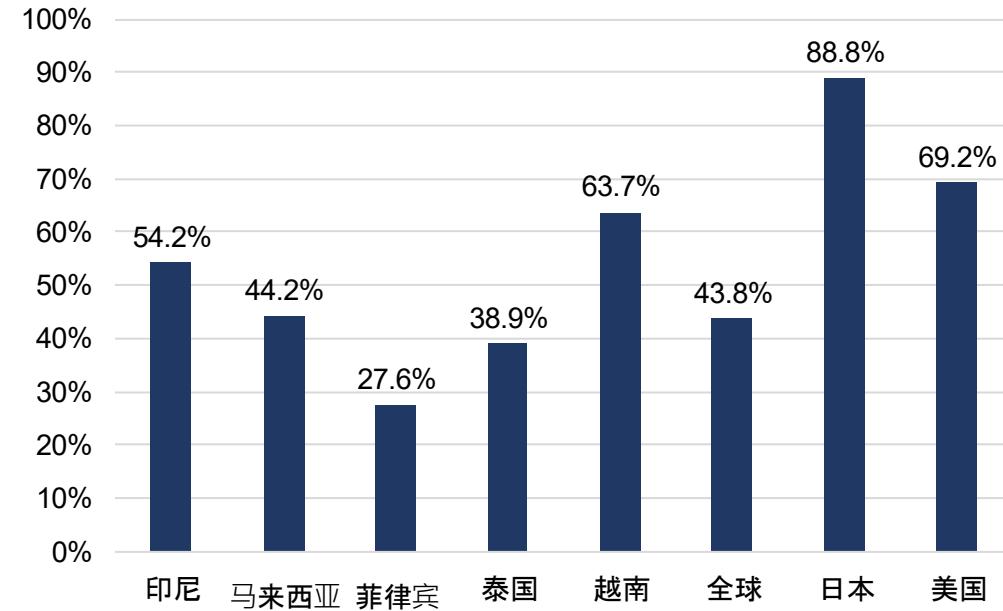
## □ 下游客户在东南亚设厂，两片罐本地配套需求提升

- 从罐化率角度：2024年印尼、马来西亚、菲律宾、泰国和越南的啤酒罐化率分别为54%/44%/28%/39%/64%，较发达国家仍有提升空间。
- 可口可乐、百威啤酒、喜力啤酒等核心国际啤酒饮料企业，在东南亚地区采用“集中采购，分区供应”模式，提供本地两片罐供应需求，根据Future Market Insights(FMI)报告，预计全球饮料罐市场规模2021年至2031年间可能将以8.5%的复合年增长率增长；根据全球金属包装巨头波尔对全球饮料罐市场需求的研究，东南亚市场已成为全球两片罐快速增长的区域之一。

主要东南亚国家啤酒、碳酸饮料与即饮茶销量（百万升）



2024年主要东南亚啤酒罐化率水平



资料来源：Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

资料来源：Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

# 两片罐行业机遇3：从国内整合到海外扩张，出海打开增长空间



## □ 我国两片罐龙头正加速海外布局

- ① **宝钢包装**：2011年布局海外基地，目前在越南、马来西亚与柬埔寨已形成3国4基地5产线布局；2024年海外收入23.8亿，占比28.6%。
- ② **昇兴股份**：2019年进军柬埔寨并于2021Q4投产，2025年拟投建新增越南两片罐生产基地；2024年海外收入9.5亿，占比13.4%。
- ③ **奥瑞金**：2025年拟投建泰国与哈萨克斯坦工厂以加速海外基地布局；2024年海外收入11.8亿，占比8.7%。

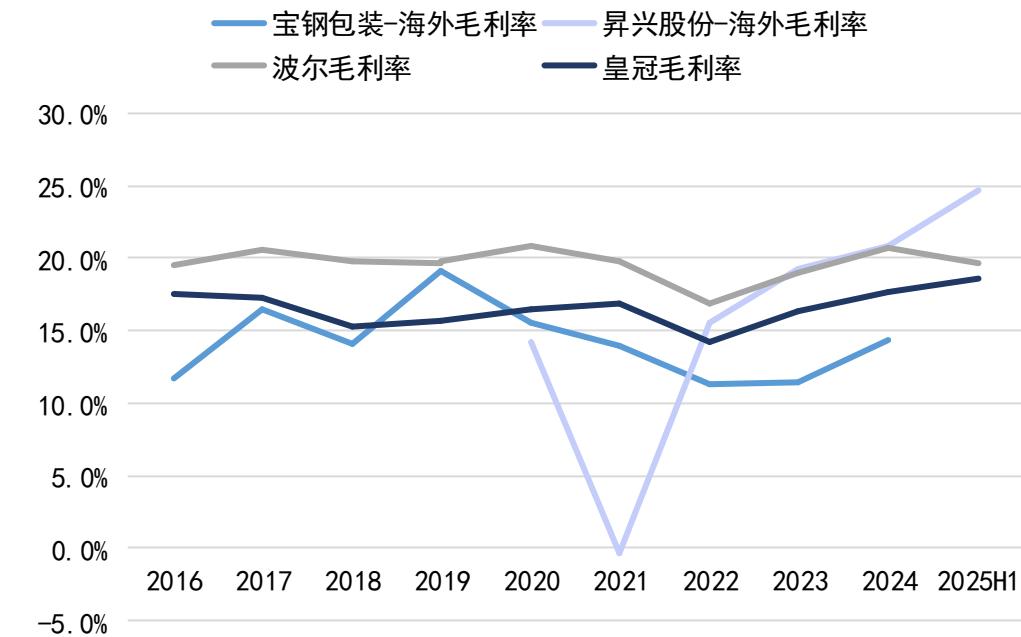
## □ 海外两片罐盈利显著优于国内，稳态毛利率在15-20%区间

- 目前海外两片罐格局较优，尚未发生激烈价格战，盈利正常且显著高于国内市场。当前海外金属包装龙头与宝钢包装、昇兴股份海外业务的稳态毛利率基本在15-20%区间，利润率高出国内5-10pct。

我国金属包装企业的海外基地布局

公司	2024年海外收入（占比）	海外基地布局情况	
宝钢包装	23.8亿元 (28.6%)	越南	越南平阳（2012） 越南顺化（2016） 越南隆安（2025）： <b>年产能8亿罐</b>
		马来西亚	马来西亚（2022）： <b>年产能8亿罐</b>
		柬埔寨	柬埔寨（2025）： <b>年产能8亿罐，并具备快速扩产至12亿罐的能力</b>
昇兴股份	9.5亿元 (13.4%)	柬埔寨	柬埔寨金边工厂（2019）
		越南	越南新建两片罐和食品罐生产基地（在建）
奥瑞金	11.8亿元 (8.7%)	泰国	泰国洛加纳大城（在建）： <b>年产能7亿罐</b>
		哈萨克斯坦	哈萨克斯坦阿拉木图（在建）： <b>年产能9亿罐</b>

海外金属罐毛利率普遍在15-20%区间，盈利显著高于国内



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

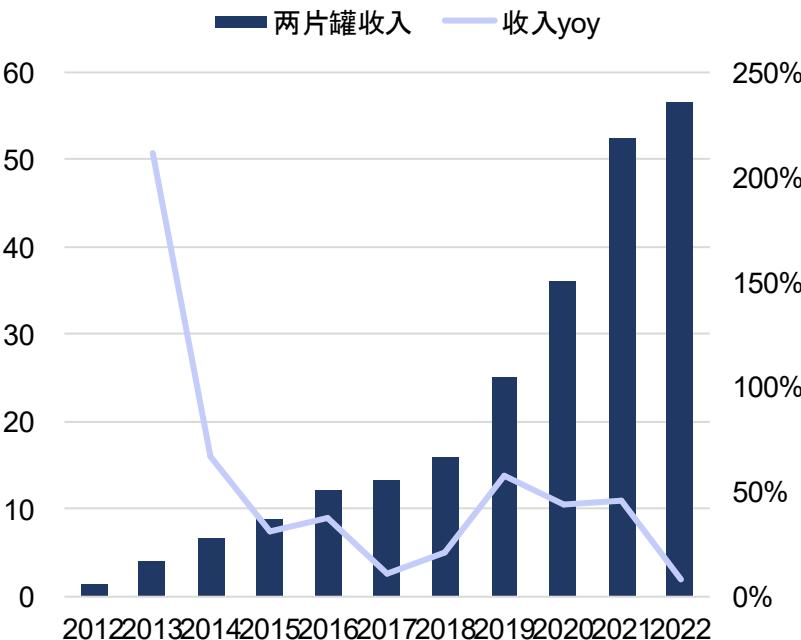
# 奥瑞金：收购中粮包装后成为国内两片罐绝对龙头



## □ 奥瑞金：收购中粮包装后成为两片罐行业规模第一

- 公司通过自建产能+收购实现两片罐业务的扩张。公司自2012年切入两片罐行业，2012-2019年通过自建产能基本完成两片罐业务的全国布局（2019自建产能约71亿罐）；2019年并表波尔亚太后新增64亿罐产能；2022年枣庄一期9亿罐新产能投产。根据公司官网，截至2024年，公司两片罐事业部拥有14家生产制造基地，年产能135亿罐，生产线布局浙江、广东、广西、山东、陕西与湖北等，两片罐客户覆盖青啤、百威、雪花、燕京、百事、可口可乐、加多宝与统一等。
- 2025年完成对中粮包装的收购与私有化，成为国内规模最大的两片罐生产商。中粮包装为我国二片罐和马口铁包装龙头，2023年其两片罐包装收入51.6亿，覆盖百威、可口可乐、华润雪花、加多宝、百事及青啤等核心客户，收购后将进一步优化两片罐行业格局，夯实龙头地位，提升议价能力，并有望充分发挥规模效应与多维度协同作用。

公司两片罐收入（亿元）及增速



公司两片罐核心客户



中粮包装以铝制包装与马口铁包装为主

中粮包装	2023年收入 (亿元)	客户
铝制包装 53.46亿	二片罐	百威英博、可口可乐、华润雪花、加多宝、嘉士伯、青岛啤酒及百事等
	单片罐	百威英博、华润雪花及中化集团等
马口铁包装 42.1亿	钢桶	万华化学、中石化、中石油、巴斯夫、科思创、壳牌、埃克森美孚
	奶粉罐	飞鹤、伊利、蒙牛、雀巢和联合利华
	气雾罐	天津固诺、上海庄臣、上海大造、中山榄菊等
	金属盖	海天、家家红、欢乐家、老干妈、厨邦、华润雪花、百威英博和青岛啤酒等
塑胶包装	7.09	宝洁、蓝月亮、蒙牛、联合利华、海天、利洁时、伊利、李锦记及亨氏等

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 奥瑞金：两片罐海外扩张提速，将成为未来业务增长的核心驱动



## □ 目前公司海外业务规模尚小

- 2024年公司海外业务收入11.84亿元，占比8.7%，当前海外业务收入主要来自2021年收购的Jamestron。

## □ 自建+并购+产线外迁，两片罐国际化进程提速

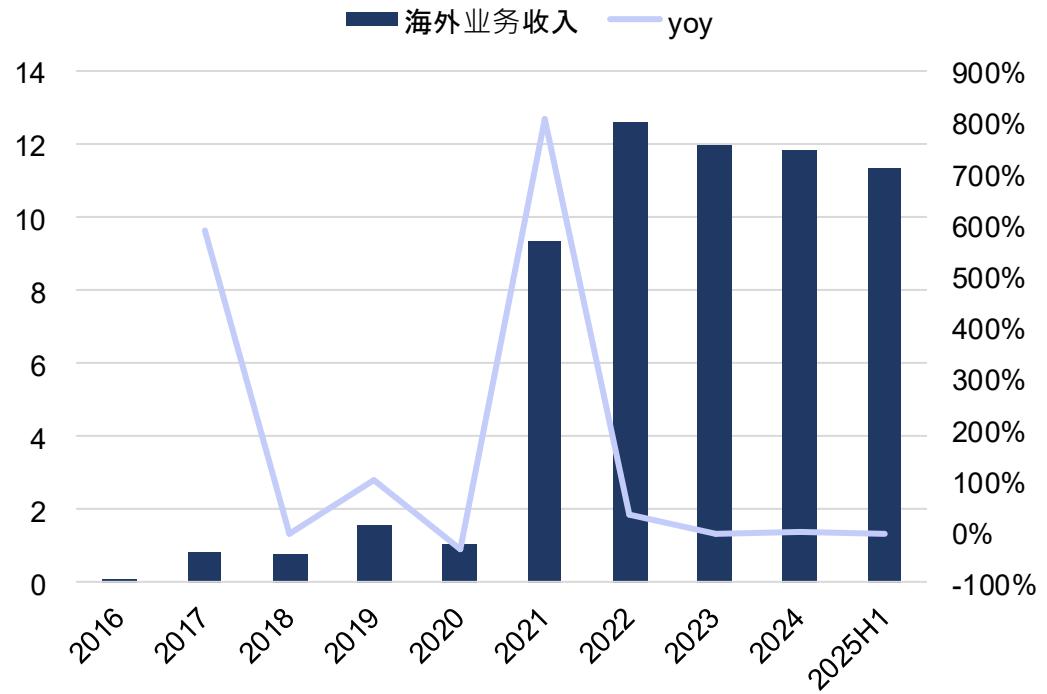
- 2025年公司海外业务优先级提升，重点布局东南亚、沙特与中东等两片罐行业需求快速增长且竞争格局较优的新兴市场。1) 公司拟在泰国建设两片罐生产线，产能7亿罐，预计2026/9投产；2) 拟在哈萨克斯坦建设两片罐生产线，规划产能9亿罐，预计2027Q1投产；3) 2025年向Ball Corporation旗下的Rexam Limited出售控股子公司贝纳比利时与匈牙利80%股权，优化海外资产结构，深化Ball Corporation的全球战略合作关系。

2025年以来公司海外基地布局加速

	时间	事件	意义
并购	2021	<ul style="list-style-type: none"><li>收购香港景顺，旗下Jamestron主要在澳洲从事金属食品罐包装和铝制气雾罐包装，食品罐、奶粉罐和气雾罐包装产品产能分别约为5.3/2.1/2.5亿罐</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>切入澳新市场和承接本土客户，积累海外本土化运营经验</li></ul>
	2024	<ul style="list-style-type: none"><li>收购Ball United Arab Can Manufacturing LLC 65.5%股权，主要在沙特生产销售二片金属罐及盖子，2024年营收4.02亿、净利润0.25亿沙特里亚尔</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>承接本土化客户资源与市场渠道，把握进入中东成熟市场机遇</li></ul>
自建产能	2025	<ul style="list-style-type: none"><li>泰国二片罐生产线项目，总投资额44160万，规划产能7亿罐，预计2026/9量产</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>锚定东南亚与中亚新兴市场，有利于国内外产能布局和供应链协同联动</li></ul>
	2025	<ul style="list-style-type: none"><li>哈萨克斯坦二片罐生产线，总投资额64652万，规划产能9亿罐，预计2027Q1量产</li></ul>	
优化海外资产	2025	<ul style="list-style-type: none"><li>向Ball Corporation旗下的Rexam Limited出售控股子公司贝纳比利时80%股权与贝纳匈牙利80%股权</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>优化海外资产结构，深化Ball Corporation的全球战略合作关系；同时产生一定投资收益</li></ul>

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2024年公司海外收入11.8亿，主要来自Jamestron



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

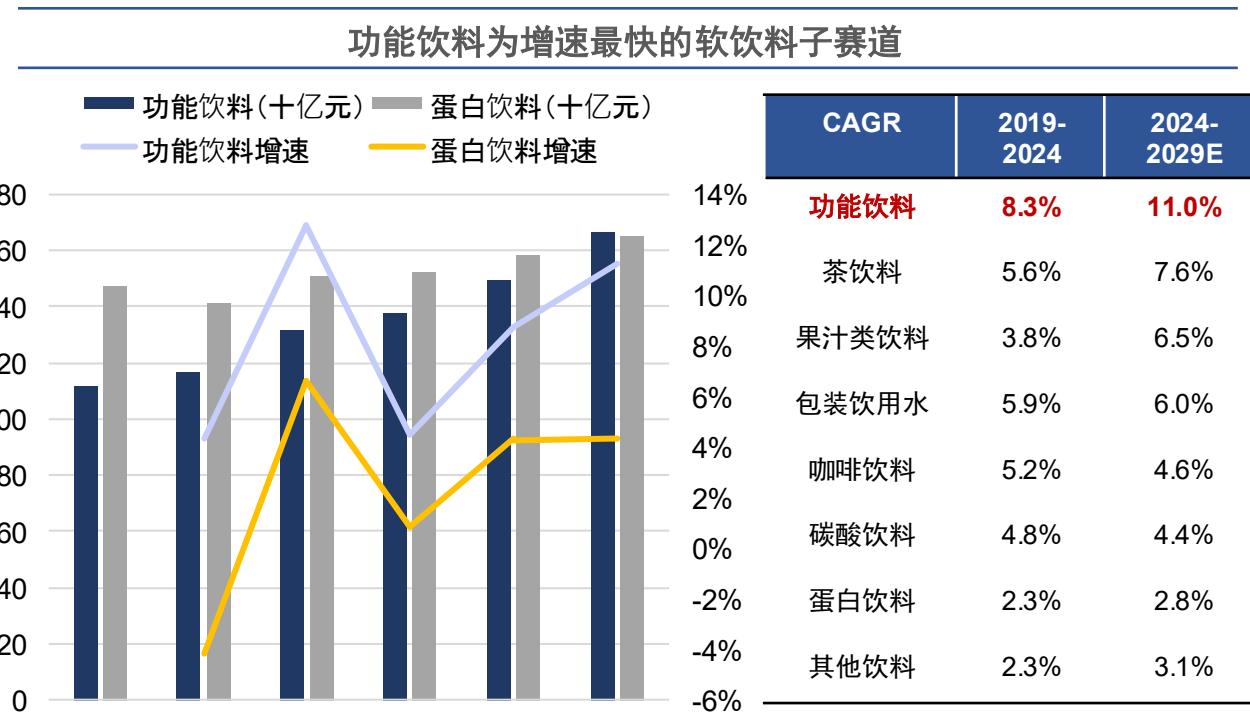
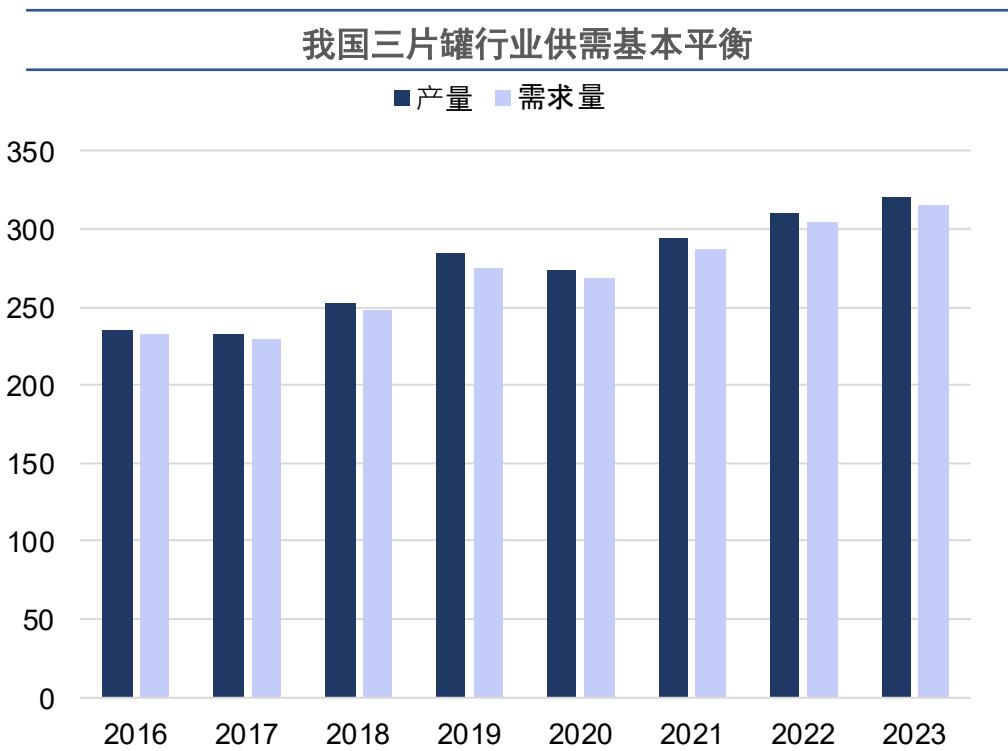
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

## 04 | 三片罐：平滑经营波动的利润基石

# 三片罐行业：供需相对平衡，行业已处于成熟期



- 与铝制两片罐相比，马口铁三片罐具备工艺成熟、印刷性好、刚性强与可高温杀菌等特点，按用途可分为饮料罐和食品罐，目前广泛应用于功能饮料、植物蛋白、奶粉罐与八宝粥等领域，此外工业上还应用于化工罐和气雾罐等。
- 我国三片罐的供需相对平衡
  - 需求端：下游功能饮料快速增长、蛋白饮料受益于礼赠+餐饮需求复苏、奶粉罐食品罐的高端化等成为三片罐行业需求引擎。根据弗若斯特沙利文数据，2024年我国功能饮料与蛋白饮料市场规模分别为1665亿、1655亿，2019-2024年复合增速分别为8.3%、2.3%，其中功能饮料凭借对体力疲劳、专注度和补水电解质等即使痛点的解决而成为增速最快的软饮料赛道。
  - 供给端：饮料金属罐早期主要为三片罐，行业发展早与工艺较成熟，且2010年以来随着凉茶饮料逐步“三片罐改二片罐”，需求有所放缓，因此龙头基本在2016-2017年左右完成现有的产能布局，此后行业新增产能较少。



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

资料来源：弗若斯特沙利文，东鹏特饮招股书，国信证券经济研究所整理

# 三片罐行业：龙头集中度高且深度绑定客户，盈利相对稳定



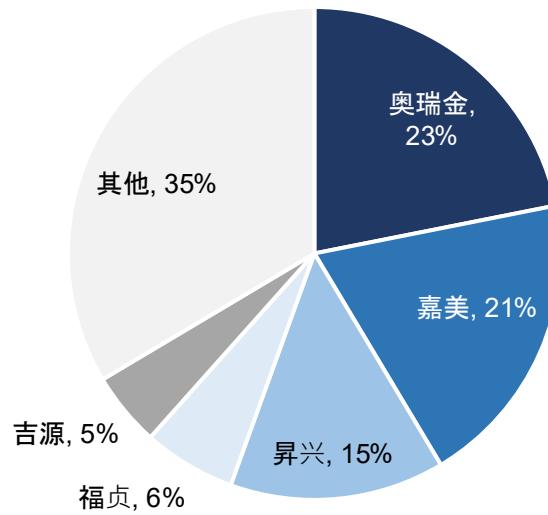
## □ 从格局来看：龙头集中度高且深度绑定客户

- ① 行业集中度较高且格局较稳定。目前三片罐行业CR5集中度分别为65%，其中奥瑞金三片罐年产能约120亿罐，占比约23%；嘉美包装年产能约80亿罐，占比21%；剩下为昇兴、福贞与吉源，合计占比26%。
- ② 三片罐定制化属性强，罐体供应商与下游客户合作稳固。出于食品安全与供应链稳定性考虑，大型知名食品饮料客户对供应商的选择非常谨慎，通常需要经过严格漫长的认可程序；且由于三片罐规格多样化与品类差异化，客户与其核心供应商基本长期合作或签订排他性协议，奥瑞金→中国红牛、旺旺，嘉美包装→养元饮品，昇兴股份→达利集团、承德露露，吉源和福贞→银鹭集团，新进入者的市场开拓较为困难。

## □ 基于强绑定的客户关系，三片罐盈利相对稳定

- 由于三片罐下游客户与罐体供应商基本是共生式发展，行业壁垒高，龙头掌握优质订单，具有较公允和稳定的议价能力。近十年行业盈利整体虽有所收窄，但至2024年行业毛利率中枢约20%，仍高出两片罐10pct左右。

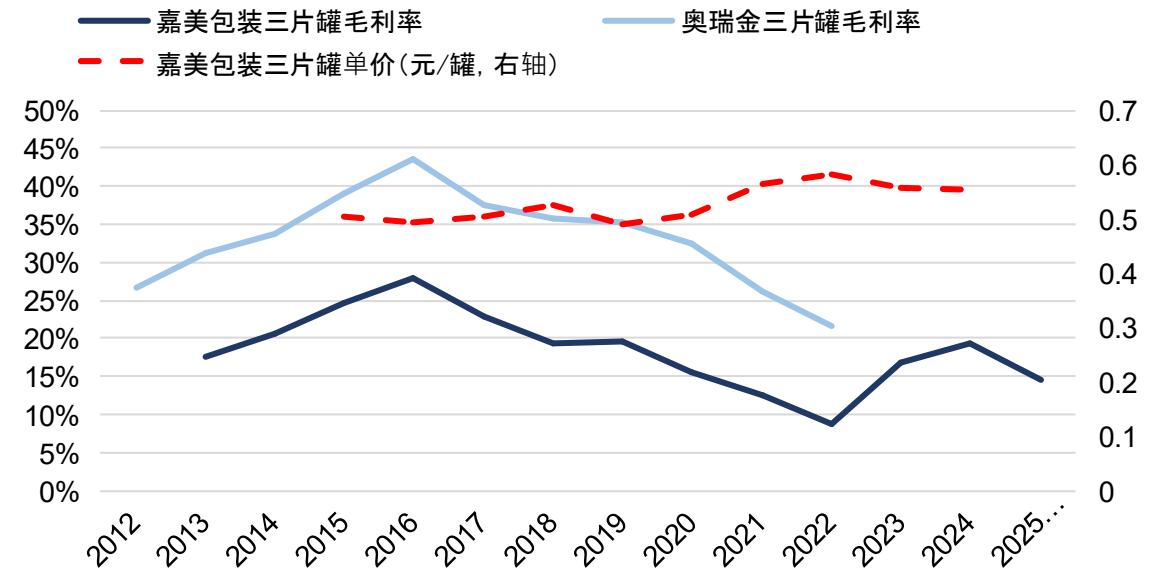
三片罐行业竞争格局



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

三片罐均价与盈利相对稳定



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 奥瑞金：三片罐是公司平滑两片罐经营周期的利润基本盘



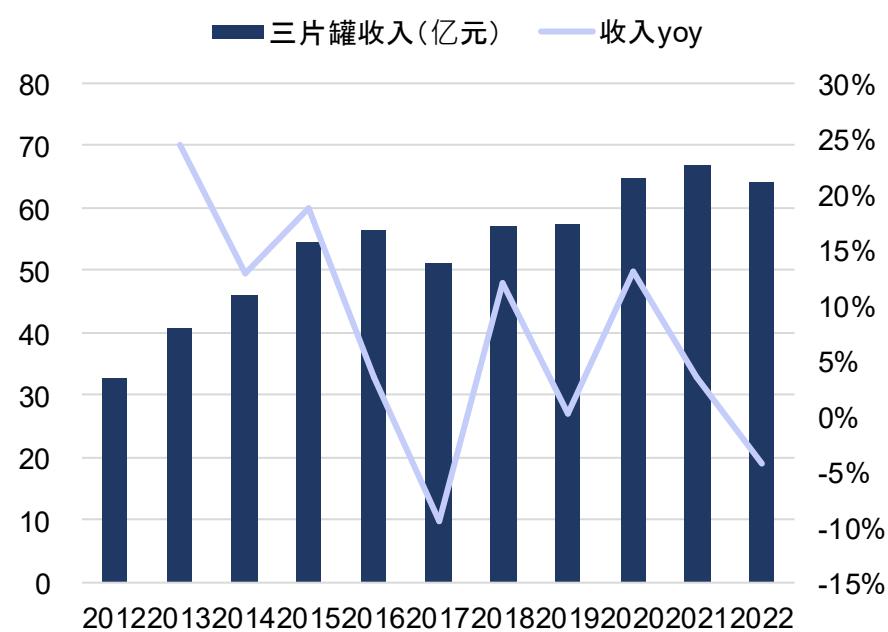
□ 公司以三片罐起家，目前国内拥有16家三片罐制罐生产基地，年产能约120亿罐，国内市场占有率位居行业第一。

- ① 中国红牛为第一大客户。公司于1996年生产出第一只红牛罐，与中国红牛合作长期稳定并成为其独家金属包装供应商，虽然中国红牛占公司收入的比例已从2013年的72.2%下降至2024年的35.8%，但近五年基本稳定在45-50亿。
- ② 开拓和培育其他优质三片罐客户。除中国红牛、东鹏特饮、乐虎与战马等功能饮料客户外，公司正加速对三片食品罐、奶粉罐与宠物食品等高附加值细分应用市场的拓展。2022-2023H1公司第2-5名三片罐客户飞鹤乳业、旺旺、承德露露、东鹏特饮合计占三片罐收入的9-10%。

□ 三片罐盈利优于竞争对手，形成公司利润基石

- 中国红牛包装罐主要产品附加值较高，其毛利率高于普通茶饮料、乳品饮料以及食品奶粉罐等在内的其他三片罐，2013-2022年公司三片罐毛利率较嘉美包装三片罐高出13-17pct。目前公司三片罐业务已进入利润稳态期，为平滑二片罐业务的盈利波动与经营周期提供利润基石。

公司三片罐收入及增速



公司三片罐收入的分客户结构



功能性饮料及其罐体供应商

功能性饮料品牌	罐形	罐体供应商	市场份额
中国红牛产品	三片罐	奥瑞金	51%
东鹏特饮	三片罐	奥瑞金	14%
乐虎	两片罐、三片罐	昇兴股份、奥瑞金等	7%
战马	两片罐	奥瑞金	3%
泰国红牛	三片罐	昇兴股份、嘉美包装等	3%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 05 | 盈利预测与投资建议

# 盈利预测



我们的盈利预测基于以下假设条件：

收入端：

① **金属包装产品及服务**：主要为公司两片罐及三片罐业务，量方面，2025年由于收购及私有化中粮包装带动销量大幅提升，2026-2027年随着两片罐的海外业务拓展与协同效应的充分发挥，预计金属罐销量将稳步提升；价方面，三片罐价格预计整体维稳，两片罐均价随着国内整合后提价逐步落地与高单价的海外业务占比提升而提升。预计2025-2027年金属包装产品及服务收入为218.0/229.2/238.8亿，同比+79.8%/+5.2%/+4.2%。

② **灌装业务**：为客户提供灌装解决方案服务，主要用于下游食品饮料客户的产能补充。考虑到宏观经济承压背景下，下游客户规模下滑，其自有产线消化部分产能，2025年预计大幅下滑；2026-2027年预计随着下游需求恢复而小幅增长。预计2025-2027年灌装收入分别为1.33/1.46/1.60亿，同比-20.0%/+10%/+10%。

③ **其他业务**：主要为新能源、自主品牌业务与盖子等收入，预计维持稳定增长，2025-2027年其他业务收入分别为13.6/14.2/15.0亿，同比-2.0%/+5.0%/+5.0%。

综上，预计公司2025-2027年收入同比+70.3%/+5.2%/+4.2%至232.8/244.9/255.3亿。

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	140.67	138.43	136.73	232.85	244.94	255.33
yoy	0.6%	-1.6%	-1.2%	70.3%	5.2%	4.2%
毛利率	11.9%	15.2%	16.3%	13.2%	15.8%	16.0%
 金属包装产品及服务	 123.81	 120.39	 121.23	 217.96	 229.23	 238.77
yoy	1.5%	-2.8%	0.7%	79.8%	5.2%	4.2%
毛利率	12.5%	16.8%	18.1%	14.0%	16.6%	16.8%
销量（亿罐）	175.8	183.2	189.5	355.4	371.15	383.85
销量yoy	-6.0%	4.2%	3.4%	87.6%	4.4%	3.4%
均价（元/罐）	0.70	0.66	0.64	0.61	0.62	0.62
均价yoy	7.9%	-6.7%	-2.6%	-4.1%	0.7%	0.7%
 灌装收入	 1.50	 1.51	 1.66	 1.33	 1.46	 1.60
yoy	-19.6%	0.5%	9.9%	-20.0%	10.0%	10.0%
毛利率	2.6%	-6.8%	-1.6%	-8.0%	-6.0%	-2.0%
销量（亿罐）	6.7	5.4	5.8	3.9	4.1	4.3
销量yoy	-33.5%	-19.3%	5.9%	-33%	6%	6%
均价（元/罐）	0.22	0.28	0.29	0.34	0.36	0.37
均价yoy	21.0%	24.6%	3.8%	19.4%	3.8%	3.8%
 其他业务收入	 15.36	 16.54	 13.84	 13.57	 14.25	 14.96
yoy	2.3%	7.7%	-16.3%	-2.0%	5.0%	5.0%
毛利率	7.7%	5.7%	2.6%	3.0%	5.0%	5.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

## □ 费用及其他假设

- 毛利率方面，由于两片罐业务毛利率整体低于三片罐且2025年两片罐均价下行，预计2025年随着收购中粮包装后的两片罐收入规模快速扩张而下滑；但考虑到国内两片罐盈利逐步修复以及公司将加速两片罐出海，预计未来毛利率将逐步提升。预计公司2025–2027年毛利率为13.2%/15.8%/16.0%。
  - 费用率方面，整体费用率预计维稳，并随着规模效应与协同效应提升而小幅优化。预计2025–2027年销售费用率为1.8%/1.8%/1.7%，管理费用率分别为4.5%/4.5%/4.4%，研发费用率为0.7%/0.7%/0.7%，财务费用率为1.4%/1.8%/1.7%。
  - 此外，2025年1月收购的中粮包装和兴帆有限公司纳入合并报表，产生其他符合非经常性损益定义的损益项目4.63亿元。
- 按上述假设条件，我们得到公司2025–2027年收入为232.8/244.9/255.3亿，同比+70.3%/+5.2%/+4.2%；归属母公司净利润11.1/12.4/14.0亿，利润年增速+40.2%/11.7%/13.5%，每股收益分别为0.43/0.48/0.55元。**

未来3年盈利预测表

百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	13673	23285	24494	25533
营业成本	11443	20203	20626	21450
销售费用	252	407	416	409
管理费用	591	1001	1053	1072
财务费用	229	324	418	406
利润总额	1129	1516	1702	1951
归属于母公司净利润	79	1108	1237	1404
EPS	0.31	0.43	0.48	0.55
ROE	8.7%	11.6%	12.4%	13.4%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测的敏感性分析：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万港元)	13,843	13,673	23,766	25,061	26,178
(+/-%)	-1.6%	-1.2%	73.8%	5.5%	4.5%
净利润(百万港元)	775	791	1985	2148	2359
(+/-%)	37.0%	2.1%	151.1%	8.2%	9.8%
摊薄EPS(港元)	0.30	0.31	0.78	0.84	0.92
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万港元)	13,843	13,673	23,285	24,494	25,533
(+/-%)	-1.6%	-1.2%	70.3%	5.2%	4.2%
净利润(百万港元)	775	791	1108	1237	1404
(+/-%)	37.0%	2.1%	40.2%	11.7%	13.5%
摊薄EPS(港元)	0.30	0.31	0.43	0.48	0.55
<b>悲观的预测</b>					
营业收入(百万港元)	13,843	13,673	22,804	23,929	24,894
(+/-%)	-1.6%	-1.2%	66.8%	4.9%	4.0%
净利润(百万港元)	775	791	296	392	524
(+/-%)	37.0%	2.1%	-62.5%	32.4%	33.7%
摊薄EPS(港元)	0.30	0.31	0.12	0.15	0.20

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

# 绝对估值：合理价值区间为4.79–7.76元



- 考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。
- 未来10年估值假设条件见下表：根据主要假设条件，采用FCFF估值方法，得出公司绝对估值价值区间为4.79–7.76元。

公司盈利预测假设条件（%）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
营业收入增长率	-1.6%	-1.2%	70.3%	5.2%	4.2%	5.0%	5.0%	4.0%	4.0%	3.0%	3.0%	3.0%
营业成本/销售收入	84.8%	83.7%	86.8%	84.2%	84.0%	83.6%	83.4%	83.3%	83.3%	83.3%	83.3%	83.3%
管理费用/销售收入	3.8%	4.3%	4.3%	4.3%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
研发费用/销售收入	0.3%	0.4%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用/销售收入	1.7%	1.8%	1.8%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
营业税及附加/营业收入	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
所得税税率	29.7%	31.2%	28.0%	28.4%	29.0%	29.5%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股利分配比率	60.1%	58.7%	60.0%	60.0%	65.0%	65.0%	65.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

FCFF估值表

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	TV
EBIT	1,326.8	2,025.4	2,216.9	2,418.8	2,590.1	2,711.4	2,803.3	2,888.7	2,976.2	3,065.7	
所得税税率	28.00%	28.40%	29.00%	29.50%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	955.3	1,450.2	1,574.0	1,705.2	1,813.1	1,898.0	1,962.3	2,022.1	2,083.4	2,146.0	
折旧与摊销	863.0	1,226.4	1,366.4	1,433.7	1,475.0	1,505.2	1,529.1	1,548.8	1,565.3	1,579.0	
营运资金的净变动	-1,983.90	1,028.3	43.1	-683.8	102.1	-151.3	-232.1	-49.2	-132	-135.5	
资本性投资	-8,600.00	-460.3	-391.4	-332.9	-283.1	-240.8	-204.8	-174.2	-148.3	-126.2	
FCFF	-8,765.70	3,244.5	2,592.0	2,122.3	3,107.1	3,011.0	3,054.5	3,347.5	3,368.4	3,463.4	46,406.9
PV(FCFF)	-7,997.00	2,700.4	1,968.2	1,470.2	1,963.6	1,736.0	1,606.7	1,606.4	1,474.6	1,383.3	18,534.8
核心企业价值	<b>26,447.2</b>										
减：净债务	<b>10,864.1</b>										
股票价值	<b>15,583.0</b>										
每股价值	<b>6.09</b>										

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

- 现金流折现模型的关键假设如下：

资本成本假设

无杠杆Beta	1.224	T	28.00%
无风险利率	2.50%	Ka	10.46%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆Beta	1.96
公司股价（元）	5.82	Ke	<b>15.24%</b>
发行在外股数（百万）	2560	E/(D+E)	54.49%
股票市值(E, 百万元)	14898	D/(D+E)	45.51%
债务总额(D, 百万元)	12442	WACC	<b>9.62%</b>
Kd	4.00%	永续增长率(10年后)	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

	WACC变化				
	9.0%	9.3%	<b>9.61%</b>	9.9%	10.2%
永续增长率变化	2.6%	10.01	8.53	7.26	6.18
	2.3%	9.08	7.76	6.63	5.66
	<b>2.0%</b>	8.28	7.11	<b>6.09</b>	5.20
	1.7%	7.60	6.54	5.61	4.79
	1.4%	7.00	6.04	5.18	4.43

资料来源：国信证券经济研究所分析

# 相对估值：合理价值区间为6.28-7.25元



## □ 相对估值：合理价值区间6.28-7.25元

- 公司是国内金属包装龙头，在2025年收购中粮包装后国内两片罐和三片罐规模均为行业第一。选取同样为金属包装领域的上市公司宝钢包装、昇兴股份与嘉美包装作为可比公司，2025-2027年可比公司平均估值为26.7/18.7x/13.7x。
- **公司估值提升的逻辑在于：**1) 目前公司处于低估位置：相较于可比公司，公司目前仅10-12x的PE较为低估，考虑到公司为金属包装龙头，攻守兼备，三片罐为核心利润贡献，两片罐处于盈利修复的周期中，具备一定规模效应与议价能力，因此应具备一定估值溢价；2) 国内两片罐迎周期向上拐点：在此轮国内行业整合集中后，行业龙头从份额导向到合理利润导向，未来供给收缩、提价逐步落地，国内两片罐行业有望走向盈利修复的周期；3) 海外业务加速开拓：公司海外基地的布局相对竞争对手偏晚，但目前已提升出海的优先级，预计未来几年海外业务将成为收入和利润增长的核心贡献。综上，给予公司13-15xPE，对应股价6.28-7.25元。

	业务	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
宝钢包装	国内两片罐核心供应商，2024年金属罐销量168亿罐，下游客户包括可口可乐、百事可乐、百威啤酒、青岛啤酒、雪花啤酒、王老吉等，2024年收入83亿，归母净利润1.7亿	5.99	76	0.15	0.26	0.38	39.45	23.15	15.84
嘉美包装	国内三片罐核心供应商，2024年三片罐产能80亿罐、两片罐产能26亿罐，下游核心客户为养元、王老吉、旺旺、银鹭、露露等，2024年收入32亿，净利润1.8亿	23.17	243	-	-	-	-	-	-
昇兴股份	国内金属罐核心供应商，业务涵盖两片罐和三片罐，2024年金属包装销量127亿罐，下游客户包括养元、王老吉、露露、银鹭、青岛啤酒、百威啤酒、可口可乐、百事可乐等；2024年收入71亿，净利润4.2亿	6.53	64	0.33	0.47	0.58	19.9	14.3	11.5
平均				0.24	0.37	0.48	29.7	18.7	13.7
奥瑞金	国内金属罐龙头，2024年金属罐销量189亿，下游客户包括红牛、青啤、雪花啤酒、百威啤酒、可口可乐、百事可乐等，2024年收入137亿，净利润7.9亿	5.86	150	0.43	0.49	0.55	13.4	12.0	10.6

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

注：宝钢包装与昇兴股份盈利预测均为wind一致预期

# 投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级



## □ 投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级

- 预计公司2025-2027年收入为232.8/244.9/255.3亿，同比+70.3%/+5.2%/+4.2%；归属母公司净利润11.1/12.4/14.0亿，利润年增速+40.2%/11.7%/13.5%，每股收益分别为0.43/0.48/0.55元，对应PE为13.4x/12.0x/10.6x。
- 综合上述绝对估值与相对估值，我们认为公司股票合理价值区间6.28-7.25元，对应市值161-186亿元，上限相较于公司1月29日收盘价存在约24%的空间。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

盈利预测与财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13,843	13,673	23,285	24,494	25,533
(+/-%)	-1.6%	-1.2%	70.3%	5.2%	4.2%
归母净利润(百万元)	775	791	1108	1237	1404
(+/-%)	37.0%	2.1%	40.2%	11.7%	13.5%
每股收益 (元)	0.30	0.31	0.43	0.48	0.55
EBIT Margin	8.5%	8.8%	5.7%	8.3%	8.7%
净资产收益率 (ROE)	8.9%	8.7%	11.6%	12.4%	13.4%
市盈率 (PE)	19.3	18.8	13.4	12.0	10.6
EV/EBITDA	13.1	14.1	16.5	10.4	9.7
市净率 (PB)	1.71	1.64	1.57	1.49	1.42

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

# 附表：财务预测与估值



资产负债表 (百万港元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万港元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
	现金及现金等价物	3631	3813	4021		营业收入	13843	13673	23285	24494	25533
应收款项	3519	3056	7655	6585	6989	营业成本	11734	11443	20203	20626	21450
存货净额	1682	1618	3209	2997	3134	营业税金及附加	93	86	163	181	199
其他流动资产	349	332	592	612	636	销售费用	232	252	407	416	409
<b>流动资产合计</b>	<b>6815</b>	<b>8641</b>	<b>15274</b>	<b>14219</b>	<b>16591</b>	<b>管理费用</b>	<b>563</b>	<b>630</b>	<b>1021</b>	<b>1073</b>	<b>1092</b>
固定资产	5502	5303	11754	10944	9945	财务费用	264	229	326	420	411
无形资产及其他	510	500	1680	1661	1642	投资收益	205	175	579	160	200
投资性房地产	753	699	699	699	699	资产减值及公允价值变动	(55)	(58)	(55)	(55)	(50)
长期股权投资	2826	2950	1650	1701	1732	其他收入	(32)	(11)	(163)	(171)	(166)
<b>资产总计</b>	<b>16406</b>	<b>18093</b>	<b>31058</b>	<b>29225</b>	<b>30608</b>	<b>营业利润</b>	<b>1076</b>	<b>1139</b>	<b>1525</b>	<b>1710</b>	<b>1956</b>
短期借款及交易性金融负债	3224	4202	7814	5736	6023	营业外收支	(24)	(10)	(10)	(10)	(10)
应付款项	2195	2563	5884	5218	5762	<b>利润总额</b>	<b>1052</b>	<b>1129</b>	<b>1515</b>	<b>1700</b>	<b>1946</b>
其他流动负债	726	980	2093	2532	2618	所得税费用	313	352	424	483	564
<b>流动负债合计</b>	<b>6146</b>	<b>7745</b>	<b>15791</b>	<b>13487</b>	<b>14403</b>	少数股东损益	(35)	(13)	(18)	(20)	(23)
长期借款及应付债券	539	205	4705	4705	4705	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>775</b>	<b>791</b>	<b>1108</b>	<b>1237</b>	<b>1404</b>
其他长期负债	805	788	771	754	739						
<b>长期负债合计</b>	<b>1345</b>	<b>992</b>	<b>5475</b>	<b>5459</b>	<b>5444</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>7490</b>	<b>8738</b>	<b>21266</b>	<b>18946</b>	<b>19847</b>	<b>净利润</b>	<b>775</b>	<b>791</b>	<b>1108</b>	<b>1237</b>	<b>1404</b>
少数股东权益	181	280	273	265	255	资产减值准备	51	(43)	50	8	(6)
股东权益	8735	9076	9519	10014	10506	折旧摊销	534	477	863	1226	1366
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16406</b>	<b>18093</b>	<b>31058</b>	<b>29225</b>	<b>30608</b>	公允价值变动损失	55	58	55	55	50
						财务费用	264	229	326	420	411
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>营运资本变动</b>	<b>(359)</b>	<b>1159</b>	<b>(1984)</b>	<b>1028</b>	<b>43</b>
每股收益	0.30	0.31	0.43	0.48	0.55	其它	(65)	37	(58)	(16)	(3)
每股红利	0.18	0.18	0.26	0.29	0.36	<b>经营活动现金流</b>	<b>991</b>	<b>2479</b>	<b>35</b>	<b>3539</b>	<b>2855</b>
每股净资产	3.39	3.55	3.72	3.91	4.10	资本开支	0	(136)	(8600)	(460)	(391)
ROIC	6.83%	6.74%	5%	6%	7%	其它投资现金流	(0)	6	0	0	0
ROE	8.87%	8.71%	12%	12%	13%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(100)</b>	<b>(254)</b>	<b>(7300)</b>	<b>(511)</b>	<b>(422)</b>
毛利率	15%	16%	13%	16%	16%	权益性融资	8	108	0	0	0
EBIT Margin	9%	9%	6%	8%	9%	负债净变化	(223)	(334)	4500	0	0
EBITDA Margin	12%	12%	9%	13%	14%	支付股利、利息	(465)	(464)	(665)	(742)	(913)
收入增长	-2%	-1%	70%	5%	4%	其它融资现金流	<b>254</b>	<b>1641</b>	<b>3611</b>	<b>(2077)</b>	<b>287</b>
净利润增长率	37%	2%	40%	12%	13%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1114)</b>	<b>152</b>	<b>7446</b>	<b>(2820)</b>	<b>(626)</b>
资产负债率	47%	50%	69%	66%	66%	<b>现金净变动</b>	<b>(223)</b>	<b>2377</b>	<b>182</b>	<b>208</b>	<b>1807</b>
息率	3.1%	3.1%	4.5%	5.0%	6.1%	货币资金的期初余额	1478	1255	3631	3813	4021
P/E	19.3	18.8	13.4	12.0	10.6	货币资金的期末余额	1255	3631	3813	4021	5828
P/B	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4	企业自由现金流	0	2326	(8766)	3245	2592
EV/EBITDA	13.1	14.1	16.5	10.4	9.7	权益自由现金流	0	3633	(889)	866	2587

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 06 | 风险提示

## □ 估值的风险

- 我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理价值在6.28-7.25元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：
  - 可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
  - 加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率为2.5%、风险溢价6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；
  - 我们假定未来10年后公司TV增长率为2.0%，公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

## □ 盈利预测的风险

- 我们假设公司未来3年收入增长+70.3%/+5.2%/+4.2%，未考虑到全球价格竞争加剧、产能利用率提升不及预期等变化，同时可能存在对公司的各项业务预测偏乐观，进而高估未来3年业绩的风险。
- 我们预计公司未来3年毛利率分别为13.2%/15.8%/16.0%，稳步提升，可能存在对公司成本估计偏低、业务毛利高估，从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。
- 我们预计公司未来3年管理费用率与财务费用率均维持稳定，可能存在对公司费用率估计偏低，从而高估未来3年业绩的风险。

## □ 经营风险

- **红牛系列纠纷的风险。**中国红牛与泰国天丝就红牛系列商标的所有权和使用权问题提起了一系列诉讼，如果中国红牛在红牛系列注册商标纠纷中最终败诉，中国红牛的市场份额被其他功能性饮料全部替代，且公司不能获得其他功能性饮料的任何订单，则公司将面临三片罐产能过剩导致相关资产存在减值、营业收入和毛利率特别是三片罐毛利率等财务指标出现大幅恶化等风险，并对公司的生产经营和未来发展造成重大不利影响。
- **客户集中度较高的风险。**2021-2024年公司前五大客户收入占比分别为58.3%/56.7%/56.1%/57.0%，第一大客户中国红牛及其关联企业的销售收入占公司营收的比重超30%，客户集中度较高。如果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，经营业绩将受到重大不利影响。
- **大宗原材料价格波动风险。**公司主营产品的原材料为马口铁和铝材，受全球大宗商品价格波动较大影响，公司一般提前约2-3个月下达马口铁和铝材采购订单，导致原材料大宗价格波动传导至公司实际生产成本的变动具有一定的滞后效应。2025Q4以来马口铁价格相对稳定，但铝价出现明显上涨，截至2026年1月29日，国内铝均价24870元/吨，较去年4季度初提升3880元/吨，若未来铝价继续大幅上涨，短期内将对公司经营业绩产生受到不利影响。
- **市场竞争风险。**随着行业集中整合进程的进一步推进，行业内竞争状况将更加激烈，对核心客户的把握也成为同行业企业的竞争重点，公司存在因市场竞争加剧而带来的业绩下滑风险。
- **海外竞争加剧风险。**海外金属罐供需格局较优，盈利远高于国内，随着国内金属罐包装商纷纷去海外设厂，海外可能将竞争加剧、格局恶化，进而导致海外业务的盈利能力下滑风险。
- **债务压力风险。**2021年-2025年前三季度公司资产负债率分别为53.4%/50.5%/45.7%/48.3%/65.7%，公司因业务规模扩大和对外收购等，刚性债务规模较大，面临一定的债务压力。
- **外延发展与并购整合风险。**随着公司综合包装解决方案提供商战略定位的推进，公司适度整合以及拓展关联行业，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，能否顺利发挥协同效应具有一定的不确定性。
- **商誉风险。**2025年公司收购并完成中粮包装并表后，商誉从2024年的0.6亿提升至2025Q1-Q3的9.8亿。未来需要重点跟踪两片罐盈利修复节奏、整合协同落地进度、原材料成本传导与资产负债表去杠杆进展，以降低商誉减值风险。
- **控股股东股票质押风险。**截至2025年12月31日，公司控股股东上海原龙累计质押其持有的发行人股份共37440万股，占其所持上市公司股份的44.5%，占公司总股本比例为14.6%。如公司股价因宏观环境、行业政策、经营状况等发生不利变化而大幅波动，上海原龙可能因未及时、足额补充担保物或追加保证金而面临质押股票被强制平仓的风险，从而可能对公司实际控制权的稳定性造成一定不利影响。

# 免责声明



## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普500指数(SPX.GI)或纳斯达克指数(IXIC.GI)为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046      总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032