

奥瑞金 (002701.SZ)

并购+出海，金属包装龙头拨云见日

公司三片罐业务基本盘稳健，二片罐业务随着行业格局改善、出海布局加速、产品升级创新的推动，有望提价并修复盈利能力，带来利润弹性。预计 2025 年-2027 年公司归母净利润分别为 11.6 亿元、12.0 亿元、13.4 亿元，当前市值对应 26PE12X，维持强烈推荐评级。

□ **奥瑞金：金属包装龙头，盈利改善可期。** 公司由三片罐起家，2012 年布局二片罐业务，此后通过自有产能建设、对波尔亚太（2018 年）和中粮包装（2025 年）的收购进一步开疆扩土。2025 年 Q1-Q3 公司营业收入 183.46 亿元，同比+68.97%；归母净利润 10.76 亿元，同比+41.40%（并购中粮包装带来利润表增厚）。由于国内行业竞争加剧，公司 2017 年以来盈利水平下滑，但当前来看已步入触底反弹阶段。我们认为，随着行业格局的进一步改善、龙头出海布局的加速、产品升级创新的推动，公司盈利改善可期。

□ **二片罐：行业盈利亟待修复，公司并购+出海积极寻求突破。**

（1）行业层面：①国内：啤酒的高端化趋势与罐化率的提升将带来机会，2024 年我国啤酒罐化率为 32%（对比美国为 74%、全球为 50%），提升空间仍非常可观。 我们测算，啤酒规模总量不变的前提下，罐化率每提升 1%，啤酒二片罐需求将增加 10 亿罐。但由于供给端前期的过度扩张、产品同质化、下游客户强势等因素，2012-2022 年行业盈利水平下滑；近年来龙头发力收并购，行业格局进一步优化，2018 年我国二片罐 CR4 为 69%，预计奥瑞金收购中粮包装后 2025 年 CR3 将达到 75%，龙头份额进一步提升有望改善供需结构、增强产业链议价能力。**②海外：东南亚&中亚需求增长，以 2024 年啤酒体积规模测算，东南亚啤酒二片罐需求量约 130 亿罐，国内龙头出海方兴未艾。海外利润率高于国内，出海布局有望改善盈利水平，2024 年昇兴股份中国大陆/国外业务毛利率 13.52%/20.84%，同年宝钢包装国内/海外业务毛利率 5.60%/14.33%，全球龙头波尔/皇冠控股毛利率 20.70%/17.72%。**

（2）公司层面：奥瑞金多年来通过自建+收并购进行二片罐业务的扩张，目前二片罐年产能 150 亿罐（加上中粮包装后年产能或达到近 300 亿罐）。2025 年收购中粮包装，有效填补客户及区域空白，进一步抢占市场份额（整合后预计份额跃升至 37%，居行业第一），对产品定价权或可提升。此外，公司加速出海布局，拟在泰国、哈萨克斯坦分别自建二片罐产能 7 亿罐、9 亿罐（分别预计于 2026 年 9 月、2027 年 Q1 具备量产能力），收购沙特公司股权布局中东。得益于东南亚&中亚等市场下游需求的扩容，以及海外市场金属罐包装的高盈利水平，出海不仅有望助力公司寻求收入新抓手，还有望通过高盈利业务带动公司二片罐整体盈利水平的修复。

□ **三片罐：行业良性发展，公司完善客户结构。**

（1）行业层面：我国三片罐需求稳中有升，盈利能力相对较好。2016-2023

强烈推荐（维持）

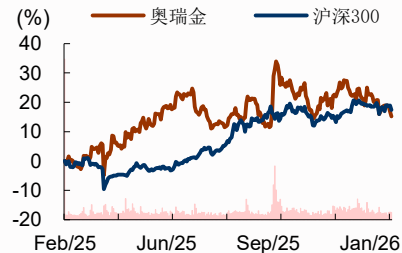
消费品/轻工纺服
目标估值：NA
当前股价：5.59 元

基础数据

总股本（百万股）	2560
已上市流通股（百万股）	2557
总市值（十亿元）	14.3
流通市值（十亿元）	14.3
每股净资产（MRQ）	3.8
ROE（TTM）	11.3
资产负债率	65.7%
主要股东	上海原龙投资控股(集团)有
主要股东持股比例	32.84%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	2	14
相对表现	-5	-10	-5



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《奥瑞金（002701）—25Q3 收入实现高增，毛利率受原材料价格提升影响》2025-11-02
- 《奥瑞金（002701）—中粮包装并购增厚利润，二片罐盈利或开启拐点向上》2025-05-15
- 《奥瑞金（002701）—24H1 业绩稳步增长，行业格局或改善》2024-08-21

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

唐圣炀 S1090523120001

tangshengyang@cmschina.com.c

n

年市场规模复合增长 4.65%，下游应用多为食品饮料包装，其中以红牛为主的罐装功能饮料贡献相对较大；行业格局集中，2022 年 CR3 达到 66%。得益于供需关系的相对均衡、产品差异化，三片罐的盈利能力相对较高（2019 年奥瑞金三片罐毛利率达到 35.2%，二片罐毛利率为 9.9%），且具有更强的稳定性。

（2）公司层面：业务多元化加速，大客户依赖度持续降低。历史上公司大客户依赖度较高，2013 年第一大客户红牛销售额占公司收入比例高达 72%。随着公司业务的扩张，2024 年公司第一大客户销售额占比降至 36%。预计 2025 年收购中粮包装后，公司将进一步丰富三片罐产品领域与客户结构，覆盖领域扩张至食品包装、日化等。

- **新业务：产业链布局一体化，掌握主动权。**公司作为金属包装龙头企业，基于“包装+”的战略方向，开始推出自有品牌产品，进军大消费、大健康产业，向产业链上下游布局。布局运动营养饮料——犀旺运动营养饮料并发力体育营销，赞助多项体育赛事、与多家俱乐部达成战略合作；进军预制菜赛道——元本善粮，借助于金属包装的碗罐等创新性的产品，从预制米饭到预制菜品，持续推新。
- **盈利预测及投资建议：**考虑到收购中粮包装的影响，结合三季报表现，我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 230.8 亿元、244.7 亿元、260.6 亿元，同比增速分别为 69%、6%、6%，归母净利润分别为 11.6 亿元、12.0 亿元、13.4 亿元，同比增速分别为 47%、3%、11%。当前市值对应 26PE12X，维持强烈推荐评级。
- **风险提示：**大客户红牛诉讼风险、原材料价格波动风险、外延式发展引起的运营管理风险等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	13843	13673	23080	24473	26057
同比增长	-2%	-1%	69%	6%	6%
营业利润(百万元)	1076	1139	1675	1824	2038
同比增长	33%	6%	47%	9%	12%
归母净利润(百万元)	775	791	1163	1202	1339
同比增长	37%	2%	47%	3%	11%
每股收益(元)	0.30	0.31	0.45	0.47	0.52
PE	18.5	18.1	12.3	11.9	10.7
PB	1.6	1.6	1.4	1.3	1.2

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、奥瑞金：金属包装龙头，盈利改善可期.....	6
二、二片罐：盈利亟待修复，公司积极求变.....	8
1、行业：国内格局优化+海外需求增长，盈利改善可期.....	8
(1) 国内需求：啤酒和碳酸饮料为主，细分需求结构性增长.....	9
(2) 国内供给：龙头加速整合，竞争格局优化.....	11
(3) 海外市场：东南亚&中亚需求增长，海外利润率高于国内.....	13
2、奥瑞金：并购+出海，积极寻求突破点.....	16
(1) 同业并购，行业地位提升.....	16
(2) 加速出海，自建与收购共振.....	19
(3) 产品升级，提供更多可能.....	19
三、三片罐：行业良性发展，公司客户结构完善.....	20
1、行业：需求稳中有升，盈利能力较强.....	20
2、奥瑞金：丰富客户结构，大客户依赖度持续降低.....	22
四、新业务：产业链布局一体化，掌握主动权.....	23
五、盈利预测及投资建议.....	24
六、风险提示.....	25

图表目录

图 1：奥瑞金营业收入（亿元）及同比增速.....	7
图 2：奥瑞金归母净利润（亿元）及同比增速.....	7
图 3：奥瑞金金属包装业务收入拆分（2012-2019）.....	7
图 4：奥瑞金金属包装业务中分品类收入占比.....	7
图 5：奥瑞金毛利率及归母净利率.....	8
图 6：二片罐产业链.....	9
图 7：我国二片罐销售量（亿罐）.....	9
图 8：我国二片罐销售额.....	9
图 9：我国二片罐下游需求结构.....	10
图 10：我国啤酒产量（万千升）及 YoY.....	10
图 11：我国啤酒消费高端化趋势.....	10

图 12: 我国啤酒罐化率与发达国家对比	10
图 13: 中国碳酸饮料市场规模 (亿元) 及 YoY	11
图 14: 中国无糖饮料市场规模 (亿元) 及 YoY	11
图 15: 中国金属包装容器制造固定资产投资完成额 (亿元) 及 YoY	11
图 16: 2023 年中国二片罐企业市场占有率	12
图 17: 我国二片罐行业 CR4 变化情况	12
图 18: 金属包装龙头企业二片罐毛利率	12
图 19: 金属包装龙头企业净利率	12
图 20: 国内二片罐历史单价 (元/罐, 以宝钢包装为例)	12
图 21: 国内铝 (A00) 现货价格 (元/吨)	12
图 22: 2024 年中国啤酒企业市场份额	13
图 23: 柬埔寨啤酒市场规模 (百万升) 及 YoY	13
图 24: 菲律宾啤酒市场规模 (百万升) 及 YoY	13
图 25: 泰国啤酒市场规模 (百万升) 及 YoY	14
图 26: 越南啤酒市场规模 (百万升) 及 YoY	14
图 27: 乌兹别克斯坦啤酒市场规模 (百万升) 及 YoY	14
图 28: 哈萨克斯坦啤酒市场规模 (百万升) 及 YoY	14
图 29: 昇兴股份分地区毛利率	15
图 30: 宝钢包装分地区毛利率	15
图 31: 全球二片罐龙头企业毛利率	15
图 32: 奥瑞金金属包装产品及服务收入 (亿元) 及 YoY	16
图 33: 奥瑞金二片罐业务收入 (亿元) 及 YoY	16
图 34: 奥瑞金二片罐产能布局	16
图 35: 奥瑞金二片罐业务部分客户	16
图 36: 中粮包装营业收入 (百万元) 及 YoY	17
图 37: 中粮包装归母净利润 (百万元) 及 YoY	17
图 38: 中粮包装分业务收入占比	18
图 39: 中粮包装生产基地布局 (截至 2023 年年末)	18
图 40: 中粮包装毛利率与净利率	18
图 41: 中粮包装分业务毛利率	18
图 42: 奥瑞金升级版二片罐产品	20

图 43: 三片罐产业链.....	20
图 44: 我国三片罐市场需求量 (亿罐) 及 YoY.....	21
图 45: 我国三片罐市场规模 (亿元) 及 YoY.....	21
图 46: 2022 年中国三片罐企业市场占有率 (销量口径)	21
图 47: 奥瑞金金属罐业务毛利率	22
图 48: 嘉美包装金属罐均价.....	22
图 49: 奥瑞金三片罐业务收入 (百万元) 及 YoY	22
图 50: 奥瑞金大客户销售额占比	23
图 51: 2023 年中粮包装马口铁包装收入细分 (亿元)	23
图 52: 奥瑞金旗下犀旺运动营养饮料.....	24
图 53: 奥瑞金旗下元本善粮预制菜.....	24
表 1: 奥瑞金发展历程.....	6
表 2: 二片罐与三片罐对比.....	8
表 3: 中国啤酒二片罐需求对于啤酒罐化率的弹性测算.....	10
表 4: 东南亚啤酒二片罐需求测算.....	14
表 5: 国内二片罐企业出海布局	14
表 6: 奥瑞金二片罐产能建设及收并购项目 (根据公告, 非完全统计)	16
表 7: 中粮包装产品矩阵	17
表 8: 金属罐龙头企业主要客户	18
表 9: 奥瑞金收入及盈利预测.....	24
附: 财务预测表.....	26

一、奥瑞金：金属包装龙头，盈利改善可期

深耕三十余载，奥瑞金跻身金属罐行业话事人。成立于 1994 年，奥瑞金是一家集品牌策划、包装设计与制造、灌装服务、食品深加工及包装信息化服务为一体的综合包装解决方案提供商。公司旗下主要产品包括三片罐、二片罐、塑胶包装、工业钢桶等，服务范围覆盖食品饮料行业，并拓展至日化行业。

从发展历程来看，公司发家于三片罐，1996 年生产出第一只红牛罐并从此开启了和红牛的多年合作，2012 年布局二片罐业务，并通过收购波尔亚太（2018 年）、中粮包装（2025 年）的收购进一步开疆扩土。2017 年进军新能源业务，后续通过 2022 年打造犀旺运动营养饮料等业务向产业下游延伸。截至 2025 年上半年，公司旗下客户包括红牛、战马、东鹏特饮、百威、青岛啤酒、燕京啤酒、雪花啤酒、嘉士伯、加多宝、可口可乐、百事可乐、飞鹤、伊利、蒙牛、露露、旺旺、海天等食品饮料知名品牌，以及宝洁、蓝月亮、万华化学、中石化等日化及工业领域领先品牌。

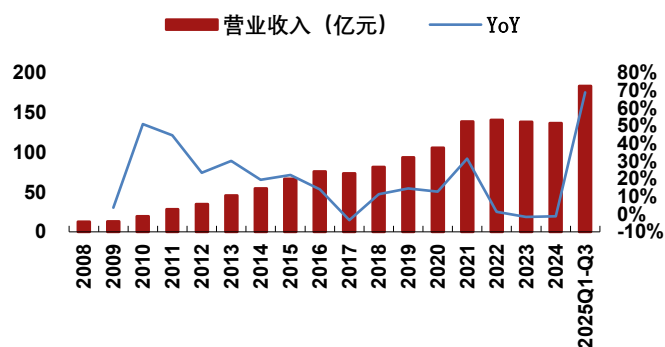
表 1：奥瑞金发展历程

年份	重大事件
1994	在海南文昌破土兴建海南奥瑞金包装实业有限公司（原名：文昌奥瑞金制罐公司）
1996	生产出第一只红牛罐
2001	开始由饮料罐向食品罐的转化，当年生产了白桃罐、栗子鸡罐等食品罐
2003	建立了“六大中心”（物资供应中心、市场营销中心、资金管理中心、质量检测中心、技术研发中心、计划生产调度中心），完成了奥瑞金制罐集团管理体系的建立
2012	10 月于深交所上市；11 月拥有了第一家二片罐工厂
2017	与协鑫新能源签订了分布式光伏发电项目开发建设合作框架协议
2018	宣布与波尔亚太签署了股权收购协议及相关附属协议，通过收购，预计公司二片罐年销量将达到 100 亿罐
2019	奥瑞金设计研发的两款差异化创新罐（炮弹罐、第四代碗罐）在全球制罐企业峰会上荣获两项大奖
2020	奥瑞金的“数码浮雕烫金技术”在苏州举办的第 16 届包装印刷年会上荣获“技术创新奖”。公司设计研发的两款差异化创新金属罐“新品油罐”“数码浮雕罐”分别斩获“三片食品罐铜奖”，“装饰&印刷品质银奖”两项大奖
2022	与中体产业集团签署战略合作协议，联手打造犀旺运动营养饮料
2024	与国家体育场有限责任公司正式签订合作备忘录，共同打造足球青训 IP，探索更多维度的体育 IP 和体育营销场景。通过整合各自优势资源，双方将搭建更多元的体育营销矩阵
2025	完成对中粮包装的私有化收购

资料来源：公司官网、公司公告、招商证券

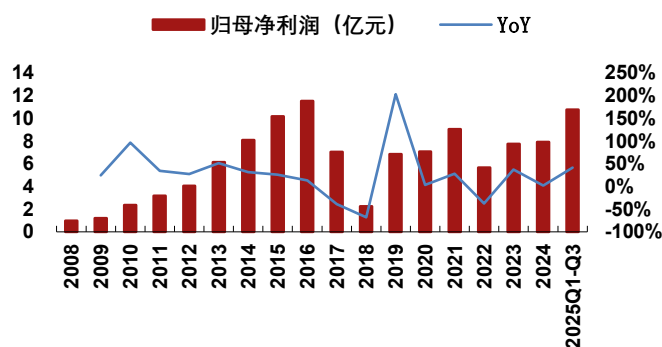
2024 年公司营业收入 136.73 亿元，同比-1.23%；归母净利润 7.91 亿元，同比+2.06%。受益于中粮包装的并表，2025 年 Q1-Q3 公司营业收入 183.46 亿元，同比+68.97%；归母净利润 10.76 亿元，同比+41.40%。

图 1: 奥瑞金营业收入 (亿元) 及同比增速



资料来源: Wind、招商证券

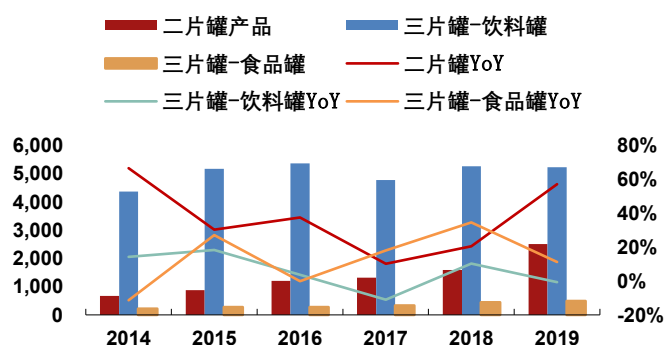
图 2: 奥瑞金归母净利润 (亿元) 及同比增速



资料来源: Wind、招商证券

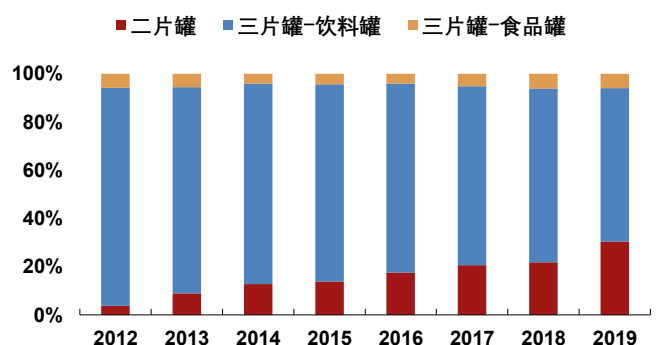
核心业务为金属包装产品，2012 年以来二片罐业务迅速扩张。2024 年公司金属包装产品业务收入 121.23 亿元，占公司整体收入的 89%。根据历史数据来看，公司自 2012 年开始开拓二片罐业务，后续二片罐业务进入快速发展阶段，其收入贡献在金属包装整体收入中的占比持续提升，从 2012 年的 4% 提升至 2019 年的 30%，对应三片罐（饮料罐+食品罐）的收入占比则由 96% 下降至 70%。

图 3: 奥瑞金金属包装业务收入拆分 (2012-2019)



资料来源: Wind、招商证券

图 4: 奥瑞金金属包装业务中分品类收入占比



资料来源: Wind、招商证券

公司 2017 年以来盈利水平下滑，但当前来看或已步入触底反弹的阶段。我们认为，随着行业格局的进一步改善、龙头出海布局的加速、产品升级创新的推动，行业龙头盈利改善可期。这也是本篇报告着重分析的部分。

从利润率水平来看，2016 年、2022 年是公司盈利水平的两个分界点，将公司近 20 年发展分为三个阶段：

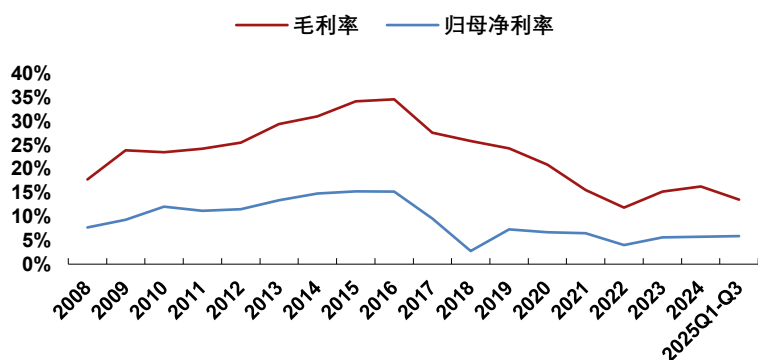
阶段 1: 蓬勃向上。2016 年以前，利润率水平趋势提升，2008 年公司毛利率、归母净利率分别为 17.76%、7.71%，2016 年则分别提升至 34.56%、15.18% 的高点；我们认为，这一阶段公司盈利的快速改善，得益于 21 世纪初期中国食品、饮料行业的持续发展，同时在新技术不断引进的助力下，金属包装行业走上了快速发展的轨道，提高了生产效率和产品质量，增加了金属包装的应用范围，产品也逐步走向了定制化发展的方向。

阶段 2: 压力重重。2016-2022 年公司的盈利水平呈现回落趋势，2022 年达到阶段性低点，毛利率、归母净利率分别为 11.86%、4.02%；主要是受到供需错配的影响，在前期行业快速发展阶段，行业固定资产投资大幅增加，使得行业总产值快速扩张，但是 2015 年起食品安全问题的重视度提升，相关食品饮料政策法规的出台，使得一部分规模较小、生产不符合标准的饮料制造企业关闭，下游

需求受到短期冲击，导致金属包装行业发展进入调整期。

阶段 3: 触底反弹。2022 年至今，公司盈利水平小幅回升，不仅得益于需求仍有改善的空间，带动供需关系逐步修复，也得益于金属包装行业技术的不断进步和生产成本的降低，生产效率和质量得到提升，高端化发展也使得产品的价值有所提高。但对比阶段 1，当前公司盈利水平仍处在历史较低位置。我们认为，随着行业格局的进一步改善、龙头出海布局的加速、产品升级创新的推动，行业龙头盈利改善可期。

图 5: 奥瑞金毛利率及归母净利率



资料来源: Wind、招商证券

二、二片罐：盈利亟待修复，公司积极求变

金属包装行业是指以金属材料为主要原料，通过加工、成型、印刷等工艺制作出各种形状和规格的包装容器。按照制造方法划分，金属包装一般可以分为二片罐及三片罐：二片罐是一种由罐盖和带底的整体无缝的罐身两个部分组成的金属容器，成型方法为冲压加工；三片罐是以金属薄板为材料经压接、粘接合电阻焊接加工成型的罐型包装容器，由罐身、罐底和罐盖三部分组成，罐身有接缝、罐身与罐底和罐盖卷封的包装容器。金属罐上游多为镀锡钢板（马口铁）、铝材、金属盖等原材料，直接材料在营业成本中占比较高。

表 2: 二片罐与三片罐对比

分类	材质	性能	适用的灌装条件	主要应用场景
二片罐	铝合金板	质轻、易回收、制罐程序简单，效率高	通常是常温灌装，产品含气（如啤酒、碳酸饮料），与或灌装时添加氮气	饮料、食品、啤酒等
三片罐	镀锡薄钢板、镀铬薄钢板	强度高、易加工、印刷效果好、可高温杀菌	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	茶饮料、八宝粥、果汁、咖啡等

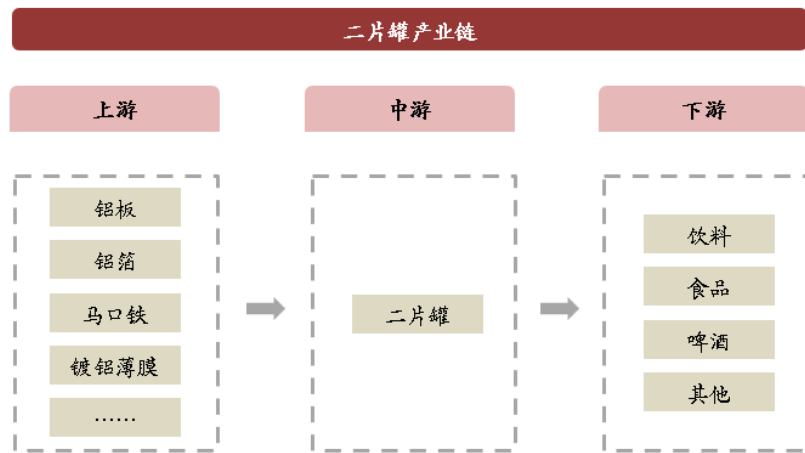
资料来源: 华经情报网、招商证券

1、行业：国内格局优化+海外需求增长，盈利改善可期

二片罐应用领域相对集中，多为食品、饮料、啤酒。从产业链来看，二片罐的核

心原材料为铝板、铝箔、镀铝薄膜等，一般多用于含气产品的灌装，或者在灌装时需要添加氮气的场景，主要系二片罐的罐身成型时因受到拉伸变形，罐壁较薄。

图 6：二片罐产业链

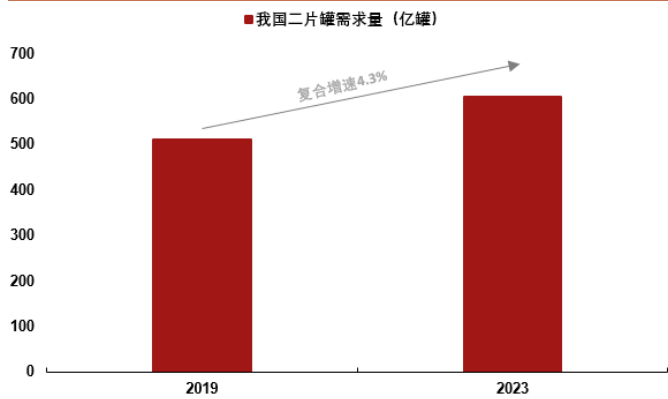


资料来源：华经情报网、招商证券

(1) 国内需求：啤酒和碳酸饮料为主，细分需求结构性增长

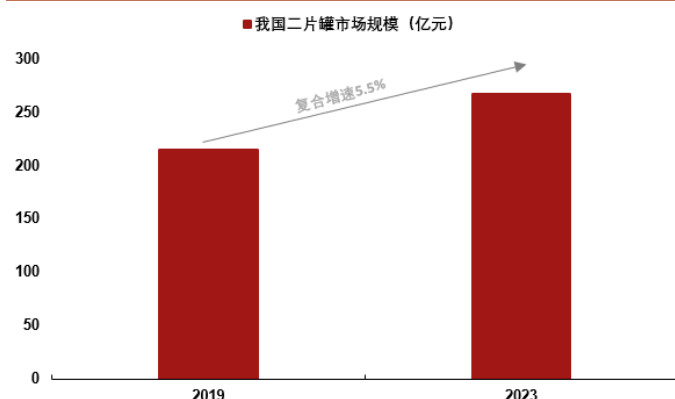
总需求层面：我国二片罐市场规模稳健增长。我国 2023 年二片罐需求量达到 607 亿罐，2019-2023 年 CAGR 为 4.3%，需求量保持逐年递增；2023 年二片罐销售额达到 267 亿元，2019-2023 年 CAGR 为 5.5%。

图 7：我国二片罐销售量（亿罐）



资料来源：华经产业研究院、招商证券

图 8：我国二片罐销售额



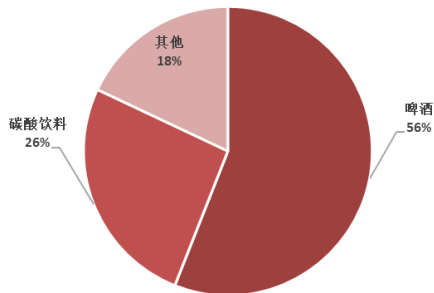
资料来源：华经产业研究院、招商证券

细分需求来看，啤酒和碳酸饮料是核心。

1) 啤酒市场：总体产量规模保持稳定，啤酒高端化的趋势与罐化率的提升将带来机会。近年来我国啤酒产量保持相对稳定，2024 年达到 3521 万千升，同比-1%，年均增长低个位数。啤酒消费结构性特点给二片罐市场带来机会：① 高端化趋势有望突破金属罐价格的压制因素。2019 年我国单价 10 元及以上的啤酒占比仅为 8%，2023 年达到 17%，预计在 2028 年有望达到 23%。啤酒企业包装成本占比较高（青岛啤酒 2024 年包装材料采购额占到公司总采购金额的 66%），随着啤酒企业的高端化，其自身盈利水平有望改善，金属包装价格的压制有望被打破。② 罐化率提升增加金属包装需求，且提升空间仍非常可观。受公共卫生事件和消费者啤酒消费行为变化的影响，性价比高、包装便利的罐装啤酒销量占比提升。根据 Euromonitor 数据，截至 2024 年，我国啤酒罐化率已经达到 32%，较 2010

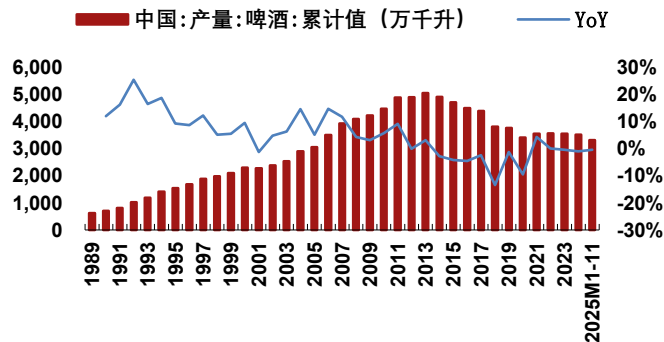
年(17%)提升显著;对比发达国家 60%以上的罐化率,未来提升空间仍然可观。

图 9: 我国二片罐下游需求结构



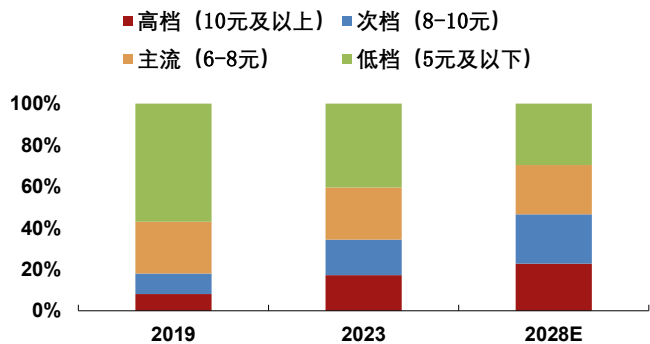
资料来源: 观研天下数据中心、招商证券

图 10: 我国啤酒产量(万千升)及 YoY



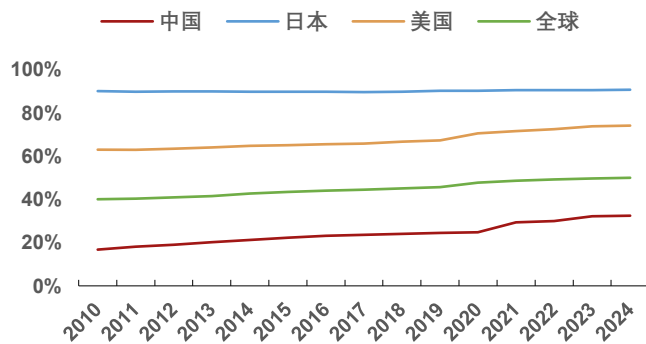
资料来源: Wind、招商证券

图 11: 我国啤酒消费高端化趋势



资料来源: 勤策消费研究搜狐号援引嘉世咨询研究、招商证券

图 12: 我国啤酒罐化率与发达国家对比



资料来源: Euromonitor、招商证券

以 2024 年我国啤酒体积规模测算,假设规模总量不变,罐化率每提升 1%,那么啤酒二片罐需求将增加 10 亿罐。

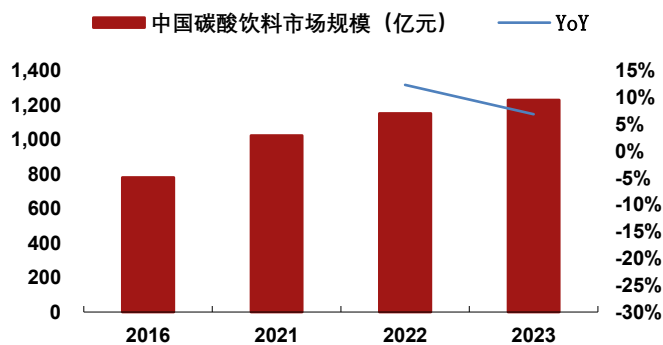
表 3: 中国啤酒二片罐需求对于啤酒罐化率的弹性测算

	2024 年	假设	增量
中国啤酒市场规模 (亿升)	427	427	
YOY	0%	0%	
罐化率	32%	33%	1%
罐化体积 (亿升)	139	143	
二片罐需求量 (亿罐)	308	318	10

资料来源: Euromonitor、招商证券

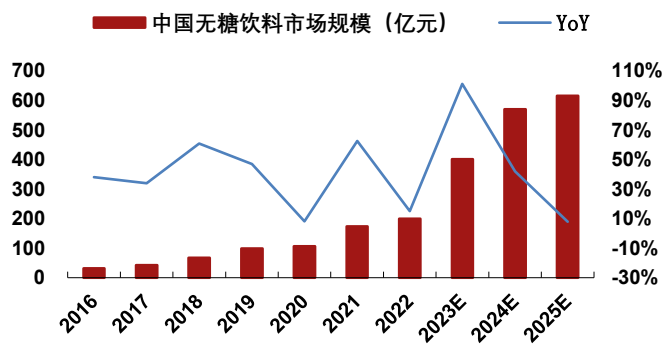
2) 碳酸饮料市场: 规模稳中有升, 产品多元、积极创新, 且价格带提升, 有望带动金属包装需求并提高利润空间。2023 年我国碳酸饮料市场规模达到 1232 亿元, 同比增长 6.92%。产品呈现多元化、“无糖”化趋势: ①多元化: 企业积极根据不用人群、不同区域、不同消费场景推出新品, 甚至与功能性饮料结合, 推出具有补水、补充维生素等健康功能的新品。②“无糖”化: 2016-2022 年中国无糖饮料行业市场规模逐年增长, 由 31.2 亿元增至 199.6 亿元, 预计 2025 年达 615.6 亿元。相比传统饮料 3 元左右的价格带, 无糖汽水的价格带集中在 3 元-5 元。产品不断创新有望带动金属包装需求增加并提高利润空间。

图 13: 中国碳酸饮料市场规模 (亿元) 及 YoY



资料来源: 智研咨询、招商证券

图 14: 中国无糖饮料市场规模 (亿元) 及 YoY

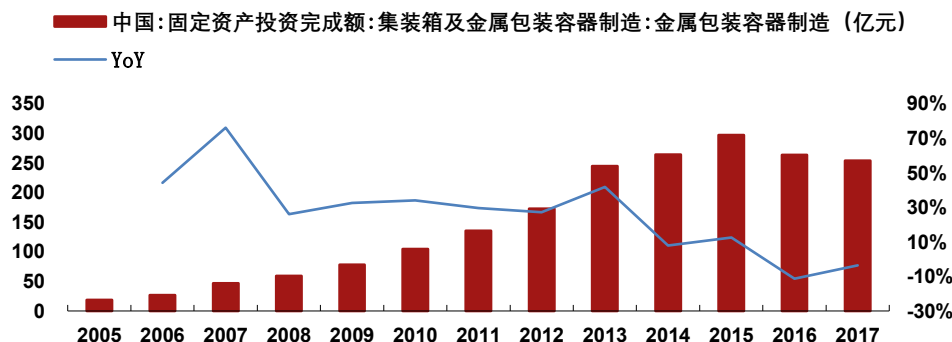


资料来源: 新京报、招商证券

(2) 国内供给: 龙头加速整合, 竞争格局优化

我国金属包装产能经历了快速扩张的阶段, 供过于求的问题开始凸显。从历史数据来看, 2015 年是我国金属包装容器制造固定资产投资完成额增长情况的一个转折点, 伴随着市场需求的扩张, 2015 年以前金属包装固定资产投资额持续提升, 此后显著放缓。截至 2017 年, 我国二片罐市场总产能为 600 亿罐, 总产量仅为 410 亿罐, 产能利用率约为 65%。

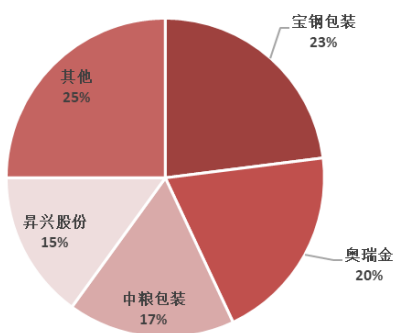
图 15: 中国金属包装容器制造固定资产投资完成额 (亿元) 及 YoY



资料来源: Wind、招商证券

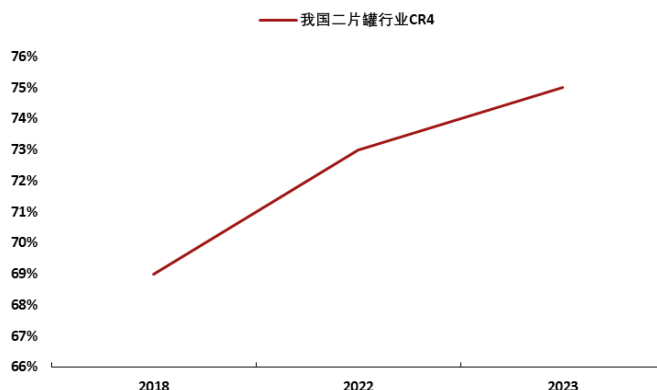
从格局来看, 国内二片罐市场集中度持续提升。2008 年之前, 我国二片罐市场竞争由外资企业主导, 但此后, 本土企业崛起, 外资企业波尔、太平洋相继出售中国业务退出市场, 本土企业逐渐在市场中占据主导地位, 完成了国产化替代。自 2016 年起, 我国二片罐行业供过于求, 并且并购整合频现, 中小企业逐渐退出市场, 行业集中度不断提升。2018 年我国二片罐 CR4 为 69%, 2023 年上升至 75% (宝钢包装、奥瑞金、中粮包装、昇兴股份市场占有率分别为 23%、20%、17% 和 15%); 随着 2025 年奥瑞金对中粮包装的收购整合完成, 行业将进一步向头部集中, 合并后按 2023 年的市占率计算, 奥瑞金+中粮包装合计份额将达到 37%, 有望成为行业第一并与其他竞争对手拉开差距。

图 16: 2023 年中国二片罐企业市场占有率



资料来源: 观研报告网、招商证券

图 17: 我国二片罐行业 CR4 变化情况



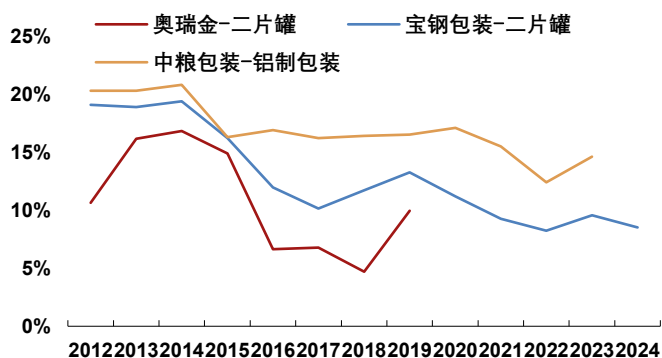
资料来源: 观研报告网、招商证券

未来如何看待国内的二片罐行业? 盈利改善是核心。

1) 回顾历史, 我们总结, 二片罐盈利承压的原因主要系:

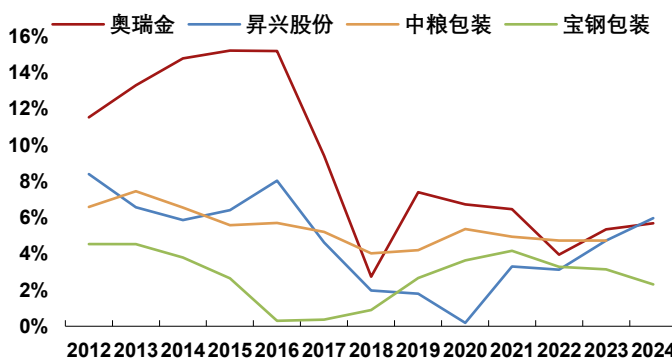
① 供需关系: 供大于求, 价格被压制。我们复盘二片罐历史单价与毛利率: 2012-2016 年由于行业加速扩产、以价换量, 导致供大于求, 二片罐单价下滑, 对应行业二片罐毛利率也下滑; 2017-2022 年产能与下游需求相对稳健, 在原材料价格上行期二片罐单价提升; 2023 年以来行业再次进入产能扩张期, 二片罐单价回落。

图 18: 金属包装龙头企业二片罐毛利率



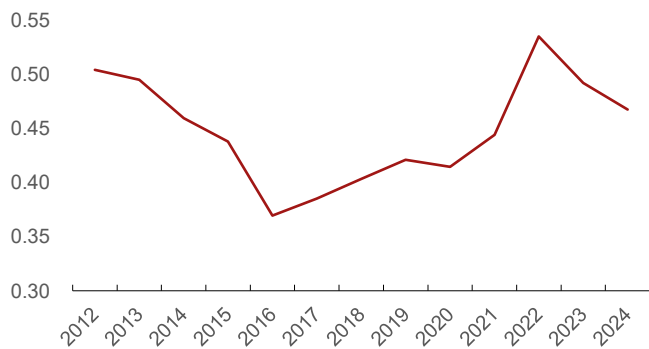
资料来源: Wind、中粮包装历年年报、招商证券

图 19: 金属包装龙头企业净利率



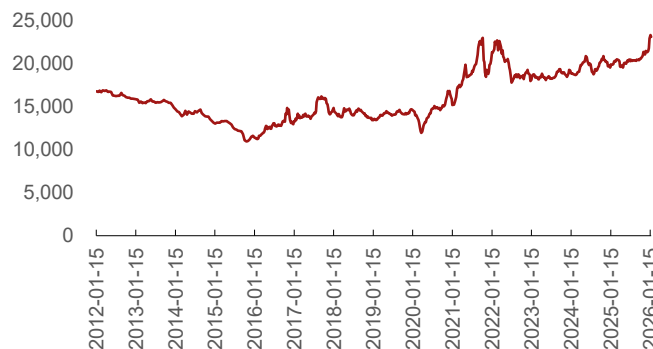
资料来源: Wind、招商证券

图 20: 国内二片罐历史单价 (元/罐, 以宝钢包装为例)



资料来源: 宝钢包装公告、招商证券

图 21: 国内铝 (A00) 现货价格 (元/吨)



资料来源: 商务部、招商证券

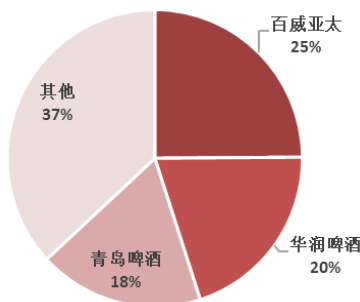
② 产品同质化: 传统二片罐产品同质化属性较高, 难以通过产品获取超额利润。

③ 产业链话语权: 下游客户更为强势、议价能力强。以啤酒客户为例, 下游啤酒

敬请阅读末页的重要说明

品牌集中度较高、体量较大，且金属罐企业普遍跟随核心客户的生产布局建立生产基地，因此客户转移成本较高，客户对于包装价格的话语权较高。

图 22: 2024 年中国啤酒企业市场份额



资料来源：啤酒工业信息网、招商证券

2) 对应以上 3 点原因，展望未来，我们认为，国内二片罐行业有望逐步进入利润率修复阶段，盈利改善的主要抓手包括：

①龙头企业调整国内产能，布局海外，将部分产能向海外迁移，有望改善国内的供需结构，支撑二片罐价格上涨。我们测算，以奥瑞金为例，假设现有产销量、成本等因素保持不变（包含合并中粮包装的部分），仅考虑非长协价合作的客户（价格调整灵活），二片罐单价每上涨 1 分钱，将为公司贡献 1.7 亿利润增量。

②二片罐产品仍在升级，或向智能化、异型化、高端化等方向发展。例如，奥瑞金以二维码为入口，通过一罐一码、产品防伪溯源、渠道管理、互动营销、私域流量经营等手段，并整合互联网多方资源与快消品协同，带动产业的转型升级。

③龙头企业份额进一步提升，产业链议价能力增强。近年来行业集中度持续提升，行业龙头有望在产能搬迁及管控上具有更强的主动权，议价能力有望增强。

(3) 海外市场：东南亚&中亚需求增长，海外利润率高于国内

需求端：东南亚及中亚地区需求增长。根据 Euromonitor 数据，东南亚以柬埔寨、菲律宾、泰国、越南为例（四国占到东南亚啤酒市场的 88%），2024 年啤酒市场规模分别为 13.2、24.3、23.2、41.8 亿升，2014-2024 年 CAGR 分别为 10%、4%、2%、3%；中亚地区乌兹别克斯坦、哈萨克斯坦 2024 年啤酒市场规模分别为 2.3、6.2 亿升，2014-2024 年 CAGR 分别为 2%、2%。

图 23: 柬埔寨啤酒市场规模（百万升）及 YoY

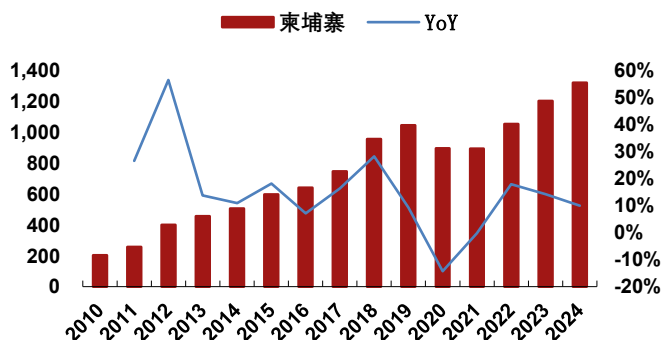
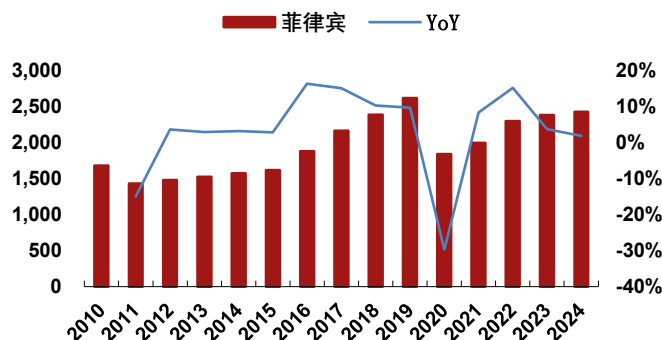
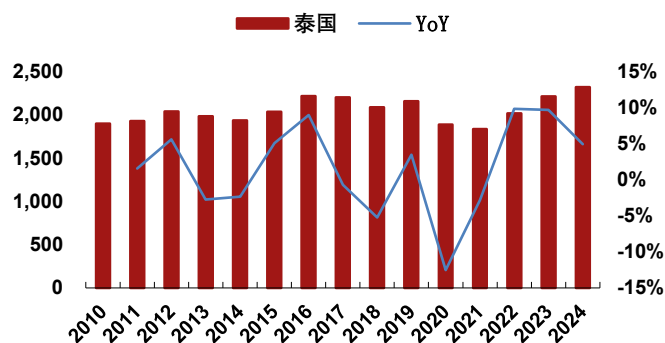


图 24: 菲律宾啤酒市场规模（百万升）及 YoY



资料来源：Euromonitor、招商证券

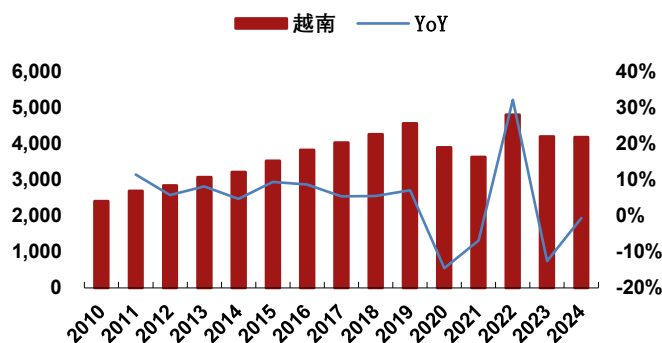
图 25: 泰国啤酒市场规模 (百万升) 及 YoY



资料来源：Euromonitor、招商证券

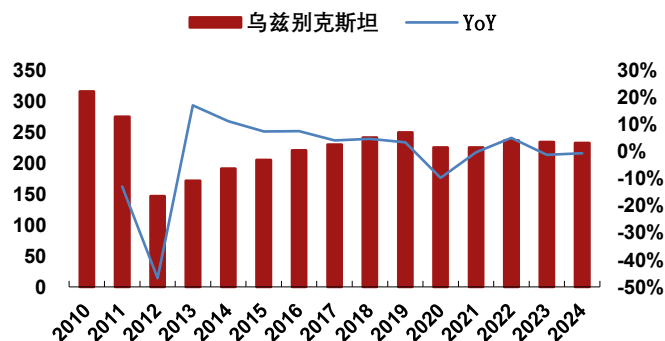
资料来源：Euromonitor、招商证券

图 26: 越南啤酒市场规模 (百万升) 及 YoY



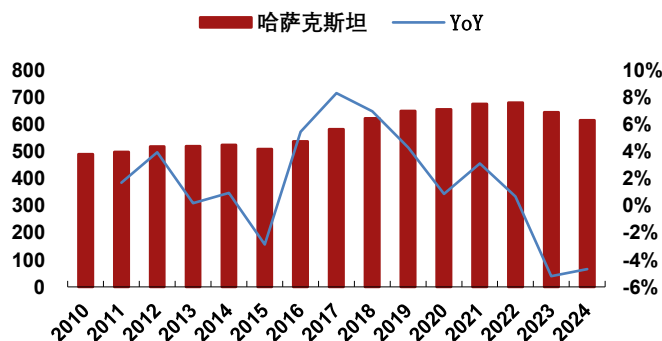
资料来源：Euromonitor、招商证券

图 27: 乌兹别克斯坦啤酒市场规模 (百万升) 及 YoY



资料来源：Euromonitor、招商证券

图 28: 哈萨克斯坦啤酒市场规模 (百万升) 及 YoY



资料来源：Euromonitor、招商证券

以 2024 年东南亚啤酒体积规模测算，保守假设东南亚地区整体啤酒罐化率 50% (东南亚由于气候、习惯等因素罐化率较高，2024 年越南、菲律宾、泰国罐化率分别为 78%、36%、44%)，对应啤酒二片罐需求量约 130 亿罐。

表 4: 东南亚啤酒二片罐需求测算

	2024 年
东南亚啤酒市场规模 (亿升)	117
YOY	3%
罐化率	50%
罐化体积 (亿升)	58.5
二片罐需求量 (亿罐)	130

资料来源：Euromonitor、招商证券

供给端：国内龙头出海方兴未艾，东南亚&中亚产能建设持续推进中。近年来，国内二片罐龙头宝钢包装、昇兴股份、奥瑞金相继推进海外产能布局，预计 2026-2027 年均将有产能陆续投产。

表 5: 国内二片罐企业出海布局

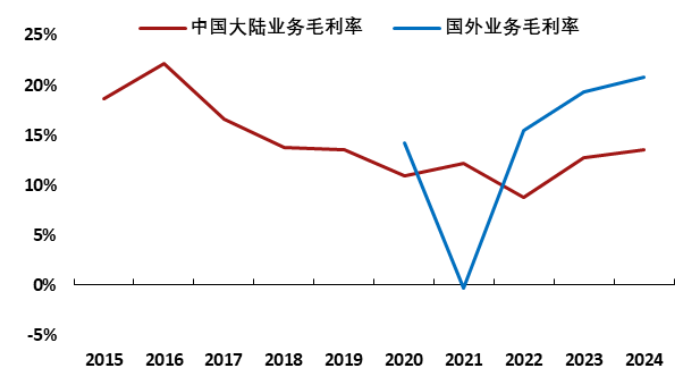
公司	公告时间	布局地点	规划产能 (亿罐)	(预计) 投产时间
奥瑞金	2025	泰国	7	预计 2026 年 9 月投产
	2025	哈萨克斯坦	9	预计 2027Q1 投产
	2025	沙特	22	2025 年已完成收购
达产后合计			38	

宝钢包装	2012	越南	7	2012 年已投产
	2015	越南	7	2016 年已投产
	2020	马来西亚	8	2022 年已投产
	2022	柬埔寨	12	2023 年已投产, 复线项目近期投产
	2024	越南	8	预计 2027 年投产
达产后合计			42	
昇兴股份	2019	柬埔寨		一期 2021 年投产, 二期 2022 年投产, 三期 2023 年投产
	2025	越南		预计 2026 年投产

资料来源: 各公司公告、招商证券

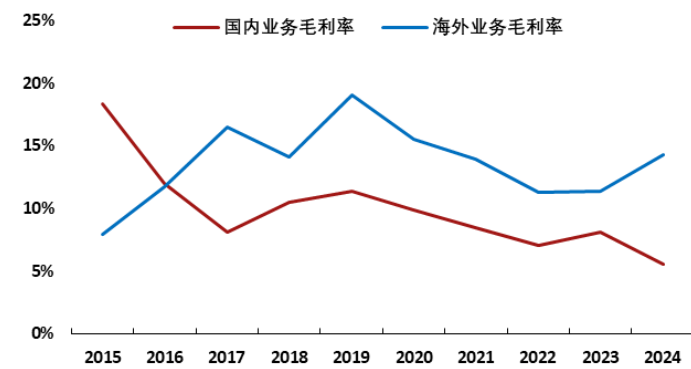
把握海外市场需求, 国内龙头出海布局是盈利改善的有效路径。从历史情况来看, 全球化发展布局的公司的海外业务毛利率多高于国内业务, 例如 2024 年昇兴股份的中国大陆业务毛利率仅为 13.52%, 国外业务毛利率为 20.84%, 同年宝钢包装的国内/海外业务毛利率分别为 5.60%/14.33%。

图 29: 昇兴股份分地区毛利率



资料来源: Wind、招商证券

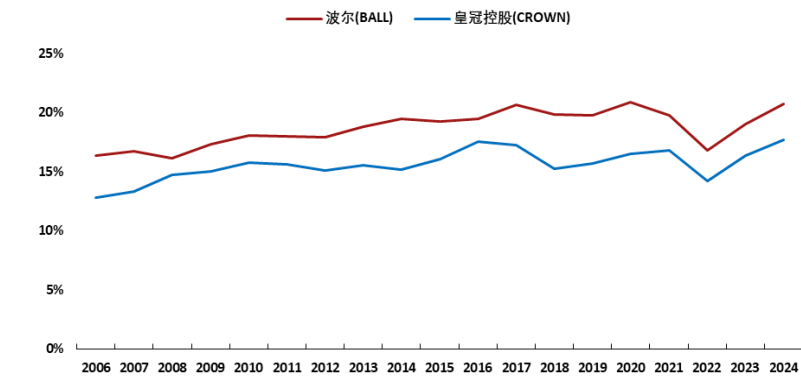
图 30: 宝钢包装分地区毛利率



资料来源: Wind、招商证券

全球范围来看, 二片罐供给端格局集中度更高, 龙头话语权强, 利润率稳中有升。根据 GIR 统计数据, 全球二片罐的核心厂商主要包括 Ball Corporation (波尔)、Crown Holdings (皇冠控股) 和 Ardazh Group 等, CR3 达到 60%。龙头企业已经构建了较为夯实的壁垒, 形成了更为突出的规模效应, 并且大多与现有客户已经建立了深度合作, 较易维持“强者恒强”的竞争态势。我们复盘全球龙头波尔、皇冠控股, 2024 年毛利率分别达到 20.70%、17.72%, 且整体趋势大体呈现稳中有升的态势。

图 31: 全球二片罐龙头企业毛利率

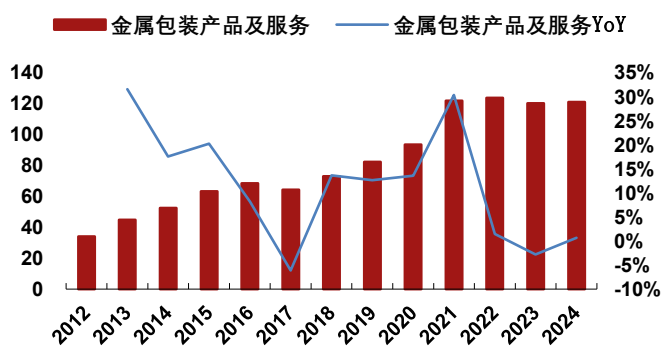


资料来源: Wind、招商证券

2、奥瑞金：并购+出海，积极寻求突破点

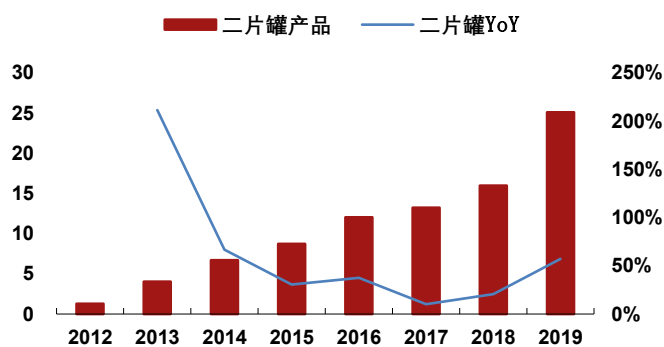
奥瑞金自 2012 年开始开拓二片罐业务，根据历史拆分数据，公司二片罐业务收入在金属罐业务中的收入占比从 2012 年的 4% 提升至 2019 年的 30%，2019 年收购波尔亚太后二片罐收入达到 25.09 亿元。2024 年公司金属包装产品及服务收入 121.23 亿元，同比增长 0.70%。

图 32：奥瑞金金属包装产品及服务收入（亿元）及 YoY



资料来源：Wind、公司公告、招商证券

图 33：奥瑞金二片罐业务收入（亿元）及 YoY



资料来源：Wind、公司公告、招商证券

(1) 同业并购，行业地位提升

多年来通过自建+收并购进行二片罐业务的扩张。根据公司官网，奥瑞金旗下二片罐事业部目前拥有 14 家生产制造基地（包括浙江、广东、广西、山东、陕西、湖北，未涵盖中粮包装产地），年产能 150 亿罐（加上中粮包装后年产能或达到近 300 亿罐），产品领域涵盖啤酒、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。主要客户包括青岛啤酒、百威啤酒、燕京啤酒、雪花啤酒、可口可乐、百事、达能、安利等。

图 34：奥瑞金二片罐产能布局



资料来源：公司官网、招商证券（注：未纳入中粮包装生产基地）

图 35：奥瑞金二片罐业务部分客户



资料来源：公司官网、招商证券（注：未纳入中粮包装旗下客户）

2018 年奥瑞金以自筹资金 2.05 亿美元收购 Ball Asia Pacific Ltd. 于中国包装业务相关公司股权，扩大了客户覆盖面，优化了客户结构。

表 6：奥瑞金二片罐产能建设及收并购项目（根据公告，非不完全统计）

公告/开工时间	项目地点	规划产能（亿罐）	自建/并购	投产时间
---------	------	----------	-------	------

公告/开工时间	项目地点	规划产能 (亿罐)	自建/并购	投产时间
2012	浙江上虞	7	自建	2012 年
2012	广东肇庆	7	自建	2013 年
2014	广西	8	自建	2015 年
2014	山东青岛	9	自建	2015 年
2015	陕西宝鸡	9	自建	2017 年
2015	湖北咸宁	10	自建	2017 年
2018	收购波尔亚太	70+	并购	
2021	山东枣庄	16	自建	2023 年 (一期 9 亿罐)
2025	收购中粮包装		并购	
2025	泰国	7	自建	预计 2026 年 9 月投产
2025	哈萨克斯坦	9	自建	预计 2027Q1 投产
2025	沙特	22	并购	

资料来源: 公司公告、招商证券

2025 年公司完成了对行业另一龙头中粮包装的收购:

2015 年, 奥瑞金以 16.16 亿元受让中粮包装 27% 的股份, 2025 年, 奥瑞金完成了对中粮包装的收购, 至此, 国内二片罐行业的竞争格局迈出了一大步。

中粮包装主要从事食品、饮料及日化产品等消费品所使用包装产品的生产与销售, 产品主要包括铝制包装产品 (包括二片罐和单片罐)、马口铁包装产品 (包括三片罐等多种产品) 和塑胶包装产品。2024 年, 中粮包装实现收入 110.06 亿元, 归母净利润 2.61 亿元。

表 7: 中粮包装产品矩阵

产品类别	产品名称	用途
铝制包装	两片饮料罐	用于碳酸饮料、高温耐蒸煮饮料、啤酒等行业
	单片罐	用于啤酒饮料、个人护理、医药等行业
	三片饮料罐	用于包装茶饮料、蛋白饮料、功能饮料、八宝粥、果蔬汁及咖啡饮品等
	三片食品罐	用于包装经过深加工的水果、蔬菜、肉类和海鲜等罐头食品, 以及番茄酱、番茄沙司及 (半) 固体类产品
马口铁包装	钢桶	用于大包装食用油、果汁、果酱、香精香料及润滑油脂等用桶
	奶粉罐	用于包装奶粉、营养粉及调味粉等
	气雾罐	用于汽车护理用品、空气清新剂、个人护理和除虫产品等家居日化产品
	旋开盖	用于蔬菜罐头、水果罐头及调味品玻璃容器密封用的旋开盖包装
	皇冠盖	用于啤酒、可乐和其他饮料玻璃瓶用的配套用盖
塑胶包装	塑胶包装	用于奶瓶、洗发水瓶、电子产品的塑胶附件、日用五金、包装印刷、运动饮料瓶及相关塑胶制品

资料来源: 公司公告、招商证券

图 36: 中粮包装营业收入 (百万元) 及 YoY

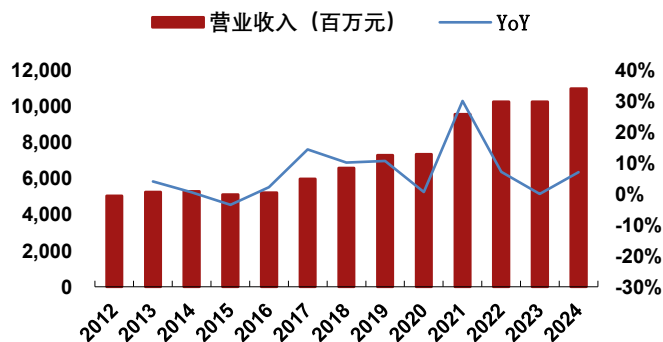
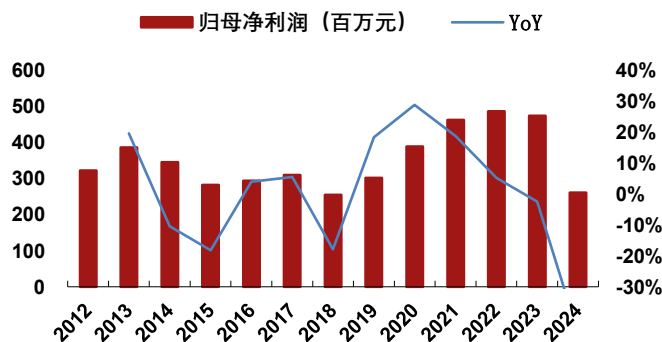


图 37: 中粮包装归母净利润 (百万元) 及 YoY



资料来源: Wind、中粮包装公告、奥瑞金公告、招商证券

资料来源: Wind、中粮包装公告、奥瑞金公告、招商证券

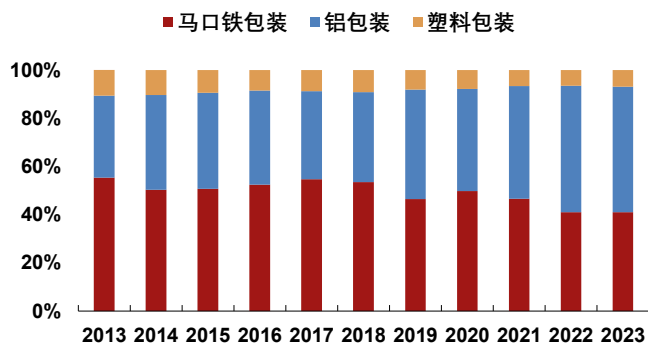
收购中粮包装对于奥瑞金的意义:

①**扩充业务范围,完善区域布局及客户结构。**中粮包装业务布局较为完善,旗下业务囊括铝制包装、马口铁包装、塑料包装等,对于奥瑞金而言,其业务的整合能够带来产能及客户的协同。

从产能布局来看,中粮包装的生产基地布局较为广泛,在北方、华东沿海、华中地区的产能完善了奥瑞金原本的产能布局。

从客户结构来看,中粮包装凭借多元化的业务,积累了较多的大客户资源,且与奥瑞金的客户重叠度相对较低,拓宽了奥瑞金的客户覆盖面及营收来源。

图 38: 中粮包装分业务收入占比



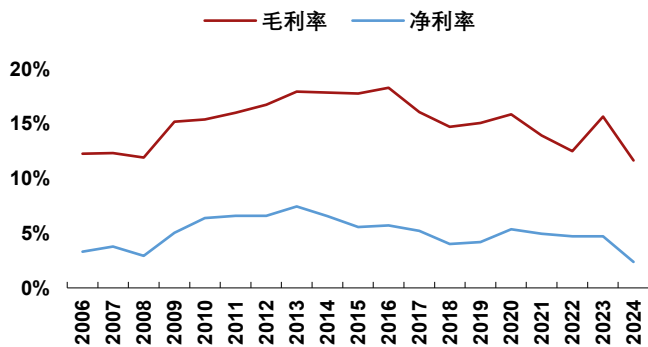
资料来源: 中粮包装公告、招商证券

图 39: 中粮包装生产基地布局 (截至 2023 年年末)



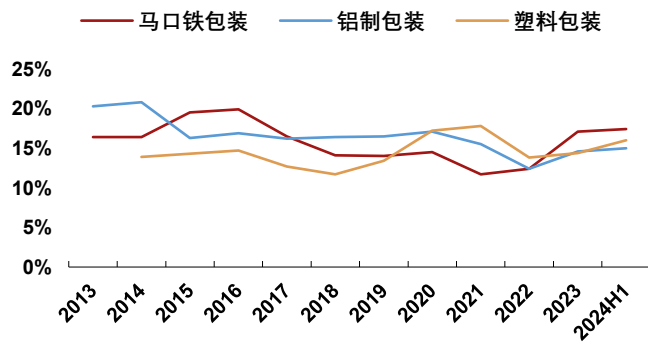
资料来源: 中粮包装公告、招商证券

图 40: 中粮包装毛利率与净利率



资料来源: 中粮包装公告、招商证券

图 41: 中粮包装分业务毛利率



资料来源: 中粮包装公告、招商证券

表 8: 金属罐龙头企业主要客户

公司	主要客户
奥瑞金	红牛、战马、东鹏特饮、百威、青岛啤酒、燕京啤酒、雪花啤酒、嘉士伯、加多宝、可口可乐、百事可乐、飞鹤、伊利、蒙牛、露露、旺旺、海天等食品饮料知名品牌, 以及宝洁、蓝月亮、万华化学、中石化等日化及工业领域领先品牌
昇兴股份	养元饮品、红牛、广药王老吉、银鹭集团、承德露露、青岛啤酒、百威啤酒、华润雪花、星巴克、魔爪、康师傅、百事可乐、可口可乐、锐澳、燕京啤酒、达利集团、嘉士伯、泰奇食品等
宝钢包装	可口可乐、百事可乐、雪花啤酒、百威啤酒、嘉士伯啤酒、青岛啤酒、王老吉等在内的国内外知名快消品牌客户
中粮包装	百威英博、可口可乐、雪花啤酒、加多宝、嘉士伯、青岛啤酒、中化集团、清远立道、海天、欢乐家、家家红、林家铺子、万华化学、壳牌、中石化、埃克森美孚、科思创、飞鹤、伊利、蒙牛、联合利华、雀巢、天津固诺、中山凯中、广东自由能、上海庄臣、上海大造、宝洁、蓝月亮、利洁时

资料来源: 各公司公告、招商证券

②进一步抢占市场份额，有望提升产品定价权与盈利能力。参考 2023 年我国二片罐行业的龙头份额，奥瑞金与中粮包装整合后，份额将跃升至 37%，居于行业第一，且行业 CR3 提升至 75%。行业格局大幅改善，一旦行业需求得到催化，供需格局的改善有望助推行业盈利大幅改善。

（2）加速出海，自建与收购共振

随着海外市场需求增长，下游客户的出海进一步催化二片罐企业的出海进程。截至 2025 年 9 月，旺旺已在越南投资建厂，产品覆盖全球 64 个国家和地区，初步实现从“产品出海”到“品牌出海”的跨越；2018 年思念食品在美国洛杉矶的 Chatsworth 生产基地全面投产；水产品牌恒兴水产，自 2015 年起相继在埃及、沙特和印尼兴建渔业产业园，不断完善水产供应链全球化布局。伴随着食品饮料企业的产能出海，相关供应链体系的建设愈发重要，尤其是全球化与本土化相协调的供应链体系搭建，是诞生国际化品牌的重要基础。

二片罐企业通过“贴近式”、“共生式”的产能布局，与核心客户往往建立了较为稳固的合作关系，伴随客户出海，收益确定性亦相对较强；同时，二片罐的包装能够延长产品保质期，例如，元气森林主打气泡水的海外版都采用白瓶铝罐包装，系铝罐包装的保质期能到 540 天，而瓶装保质期只有 270 天。

公司通过自建+收购加速布局海外市场。

1) 自建东南亚&中亚产能：经过详细的海外调研及投资机会筛选，2025 年 8 月公司公告拟在泰国大城府洛加纳大城工业园、哈萨克斯坦阿拉木图两地分别建设二片罐产能，分别拟投资 4.4 亿元、6.5 亿元，计划二片罐年产能 7 亿罐、9 亿罐，分别预计于 2026 年 9 月、2027 年第一季度具备量产能力。该项目一方面有助于公司拓展在东南亚&中亚地区的二片罐业务布局，开拓新市场，提升海外供给能力，增强国际竞争力和品牌影响力；另一方面由于计划将国内部分生产设备搬迁投入，故对国内产能利用率的提升和供需关系的改善也将有裨益。

2) 收购沙特项目：同样在 2025 年 8 月，公司公告拟收购 Ball United Arab Can Manufacturing LLC（现已更名为 ORG UAC Company）65.5% 股权，标的公司主要从事生产销售二片金属罐及盖子，2024 年实现营业收入 4.02 亿元沙特里亚尔，净利润 2499 万元沙特里亚尔。收购有助于承接标的公司本土化客户资源，进入中东市场。

根据我们在二片罐行业部分的分析，得益于东南亚、中亚等市场下游需求的扩容，以及海外市场金属罐包装的高盈利水平，奥瑞金二片罐业务的出海，不仅有望助力公司开拓新市场、寻求收入新抓手，还有望通过高盈利业务带动公司二片罐业务整体盈利水平的修复。

（3）产品升级，提供更多可能

从公司业务本身来看，产品的高端化趋势，也是二片罐业务的重要抓手，有望带动公司二片罐业务盈利改善。二片罐的产品升级，主要体现为罐型的升级，例如奥瑞金推出了瓶罐、纤体罐等，并且公司在业内较早致力于智能包装业务的发展，以二维码为入口，通过一罐一码、产品防伪溯源等创新模式，与中国红牛、青岛

啤酒、健力宝、香飘飘、元气森林等知名企业达成一罐一码战略合作。

图 42: 奥瑞金升级版二片罐产品



<p>瓶罐250ml 250ml / 旋开盖 / 液态</p>	<p>纤体罐Slimcan250ml 250ml / 易拉盖 / 液态</p>	<p>4#/5#覆膜铁两片罐71g 65ml / 易拉盖/环保盖 / 液态/固化物</p>
--	--	--

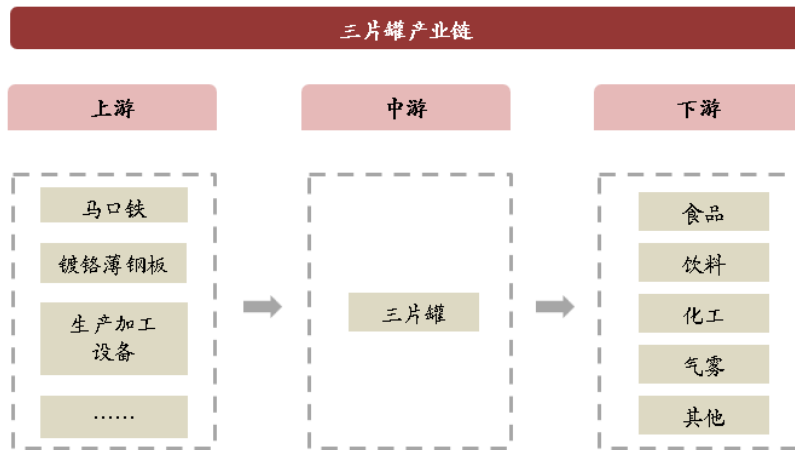
资料来源: 公司官网、招商证券

三、三片罐: 行业良性发展, 公司客户结构完善

1、行业: 需求稳中有升, 盈利能力较强

目前三片罐广泛应用于食品、饮料、干粉等, 除此之外, 化工产品、喷雾器等非食品领域的应用也相对较多, 应用范围相对较广。三片罐的原材料一般为马口铁, 工艺上经材料压接、粘接、焊接等形成, 包括罐身、罐底和罐盖三个部分。由于工艺与二片罐的冲压成型不同, 三片罐往往刚性更好, 能生产各种形状的罐, 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。

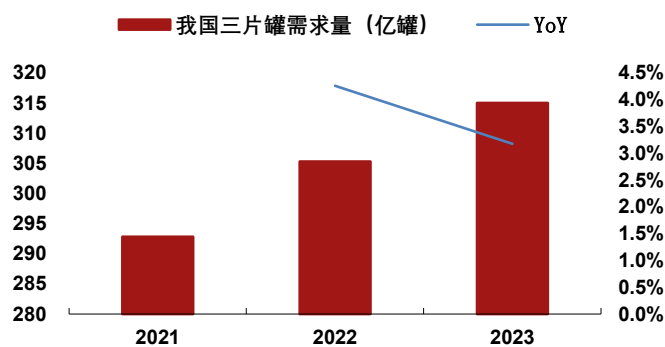
图 43: 三片罐产业链



资料来源: 智研咨询、招商证券

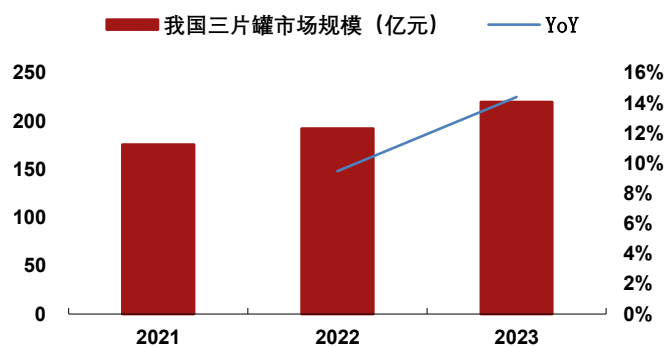
需求层面, 我国三片罐需求基本保持稳定, 稳中有升。2023 年我国三片罐行业市场规模约为 220 亿元, 2016-2023 年的复合增速达到 4.65%。从下游来看, 三片罐在食品饮料领域的应用多为茶饮料、八宝粥、果汁、咖啡等的包装, 其中以红牛为主的罐装功能饮料对三片罐需求贡献相对较大。功能饮料市场来看, 我国行业规模逐年上涨, 主要驱动为渗透率的提升, 根据博观研究院数据, 2024 年我国功能饮料市场规模突破 1665 亿元, 2019-2024 年间的复合增速高达 8.3%, 尤其是能量饮料, 占据了约 67% 的市场份额。

图 44: 我国三片罐市场需求量 (亿罐) 及 YoY



资料来源: 华经情报网、招商证券

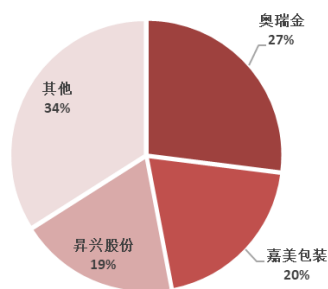
图 45: 我国三片罐市场规模 (亿元) 及 YoY



资料来源: 华经情报网、招商证券

供给层面, 我国三片罐行业格局较为稳定, 头部企业占据较大市场份额。2022 年国内奥瑞金、嘉美包装、昇兴股份三家企业市场份额分别为 27%、20%、19%, CR3 合计 66%。一定程度上, 三片罐行业集中度较高, 也是由于下游客户的三片罐用量相对集中。例如, 根据嘉美包装招股说明书, 养元饮品的“六个核桃”品牌多年来一直占据着绝对领先的市场份额, 养元饮品是我国植物蛋白饮料产销量最大的企业, 产量在植物蛋白饮料行业的占有率达 34%。

图 46: 2022 年中国三片罐企业市场占有率 (销量口径)



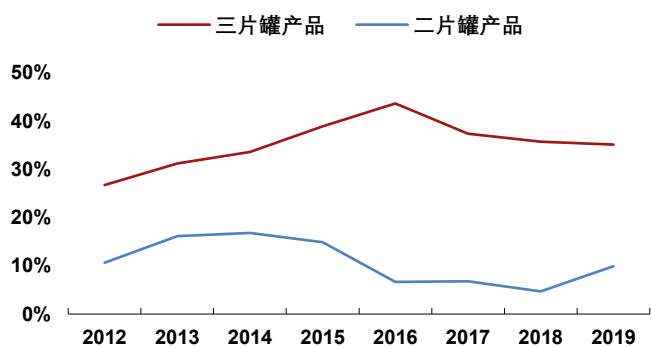
资料来源: 智研咨询、招商证券

对比二片罐, 三片罐的均价及盈利能力相对较高, 且具有更强的稳定性。2019 年奥瑞金三片罐毛利率达到 35.2%, 二片罐毛利率仅为 9.9%, 2012-2019 年期间公司二片罐毛利率始终低于三片罐, 且差距较为明显。2016-2020 年, 嘉美包装三片罐均价基本围绕 0.50 元/罐波动, 二片罐价格围绕 0.33 元/罐波动。我们认为, 三片罐盈利能力较强的原因:

①供需相对均衡。国内三片罐市场供需基本平衡, 根据智研咨询数据, 2022 年中国马口铁三片罐行业产量约为 310.5 亿罐, 需求量约为 305.3 亿罐, 分别同比增长 4.33%、4.26%, 国内实现供需平衡, 另有少量出口需求。

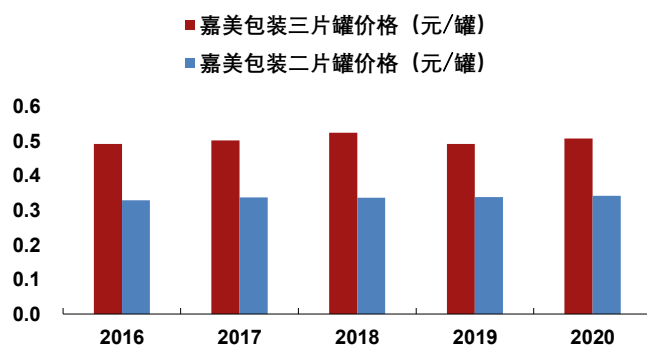
②产品差异化属性更为凸显。尽管下游大客户的需求占比较高、部分客户在细分领域内占比较高, 但是三片罐的应用场景及罐型更为多元化, 支撑三片罐较为广泛的应用范围, 不同产品的罐型差异化较大, 尤其是定制化罐体有望支撑较高的盈利水平。

图 47: 奥瑞金金属罐业务毛利率



资料来源: Wind、招商证券

图 48: 嘉美包装金属罐均价

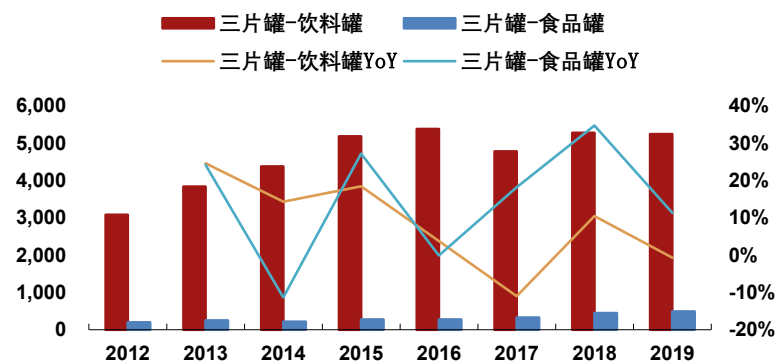


资料来源: 嘉美包装公告、招商证券

2、奥瑞金: 丰富客户结构, 大客户依赖度持续降低

奥瑞金三片罐业务收入以饮料罐为主, 食品罐收入增速较快。2019 年公司三片罐-饮料罐、三片罐-食品罐收入分别为 52.34、4.91 亿元, 同比-0.70%、+11.24%。从不同罐型业务占金属罐业务收入的比例来看, 三片罐-饮料罐作为公司的核心产品, 随着公司业务的扩展, 占比有所回落, 从 2012 年的 90%下降至 2019 年的 64%, 三片罐-食品罐的收入占比基本稳定, 略有波动, 2012-2019 年处于 4%-6% 区间内。根据公司官网, 奥瑞金拥有 14 家三片罐生产制造基地, 对应年产能约 90 亿罐 (未包含中粮包装)。

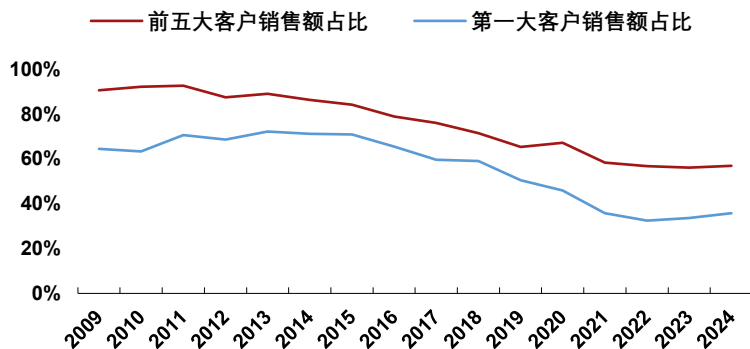
图 49: 奥瑞金三片罐业务收入 (百万元) 及 YoY



资料来源: Wind、公司公告、招商证券

业务多元化加速, 公司大客户依赖度持续降低。从历史数据来看, 公司大客户依赖度相对较高, 2013 年前五大客户销售额占比达到 89%, 其中第一大客户 (红牛) 销售额占比高达 72%。2004 年之前公司系红牛罐唯一供应商, 截至 2025 年, 奥瑞金与华彬集团已经稳定合作长达 30 年, 保持了红牛罐“主供应商”的优势竞争地位。红牛一直保持了对公司红牛罐采购价格的相对稳定, 略高于向其他供应商的采购价格。随着公司业务的扩张, 大客户依赖度有所降低, 2024 年公司前五大客户销售额占比降至 57%, 其中第一大客户的销售额占比为 36%。

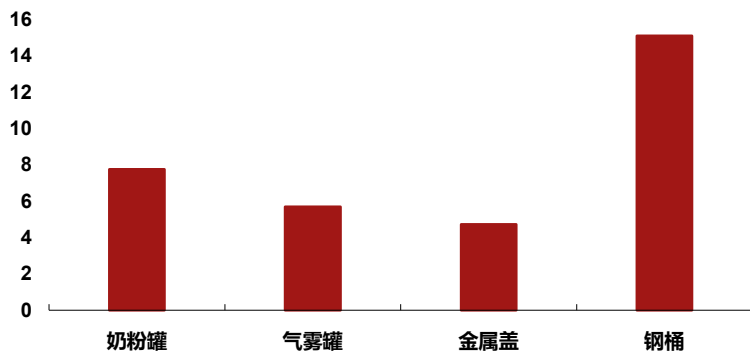
图 50: 奥瑞金大客户销售额占比



资料来源: 公司公告、招商证券

并购中粮包装后, 将进一步丰富三片罐业务与客户结构。根据中粮包装 2023 年年报, 中粮包装的马口铁产品在多个细分市场均处于领先地位, 其中在奶粉罐、气雾罐、钢桶等领域的市场份额为全国第一。借助并购中粮包装, 奥瑞金的覆盖领域也将进一步扩张至食品包装、日化等。①奶粉罐: 中粮包装是中国最大的奶粉罐生产商, 旗下奶粉罐客户包括飞鹤、伊利、蒙牛、联合利华和雀巢等。②气雾罐: 主要用于汽车护理用品、酒精消毒剂、空气清新剂、个人护理和除虫产品等, 客户涉及天津固诺、中山凯中、广东自由能、上海庄臣和上海大造等。③钢桶: 中粮包装旗下 200 升及以上容积的钢桶则主要用于盛装化工产品、大包装的食用油等食品原料, 客户包括万华化学、壳牌、中石化、埃克森美孚和科思创等。

图 51: 2023 年中粮包装马口铁包装收入细分 (亿元)



资料来源: 中粮包装 2023 年年报、招商证券

客户结构的完善有利于公司防范及应对风险。公司的核心客户之一中国红牛与其合作方泰国天丝医药保健有限公司之间关于商标使用许可的法律纠纷仍处于解决过程中, 泰国天丝医药保健有限公司也针对公司发起了若干诉讼。当前相关诉讼处于审理阶段, 在此期间, 公司一直正常履行与中国红牛的战略合作协议, 按生产订单正常供应产品及履行相应的义务。随着完成对中粮包装的收购、新客户及新业务的开拓, 公司对大客户的依赖度显著下降, 产品及客户结构得到优化, 对风险的防范及应对能力持续加强。

四、新业务: 产业链布局一体化, 掌握主动权

公司作为金属包装龙头企业, 基于“包装+”的战略方向, 开始推出自有品牌产

品，进军大消费、大健康产业，向产业链上下游布局。

布局运动营养饮料——犀旺运动营养饮料。犀旺运动营养饮料，是由中体产业集团与奥瑞金联合推出的新一代运动营养饮料，含有咖啡因、牛磺酸、烟酸、维生素 B2、维生素 B6、维生素 B1、维生素 B12，帮助运动人群充沛体力，调整运动状态，提高运动表现。2021 年，犀旺运动营养饮料正式开始生产销售，借助冬奥会契机，探索体育营销的新型服务生态。从金属包装到运动饮料自有品牌的经营，公司发力体育营销，赞助多项体育赛事、与多家俱乐部达成战略合作，并且借助 AI 科技，推出健康助手“小希”，通过智能实现消费体验的变革。

进军预制菜赛道——元本善粮。借助于金属包装的碗罐等创新性的产品，公司进军预制菜赛道，从预制米饭到预制菜品，持续推新。我们认为，当下预制菜赛道仍是一片蓝海市场，根据艾媒网数据显示，2024 年中国预制菜产业延续稳健增长态势，市场规模达到 4850 亿元，同比增长 33.8%，预计 2026 年市场规模将突破 7490 亿元。

图 52: 奥瑞金旗下犀旺运动营养饮料



资料来源：犀旺运动营养饮料官网、招商证券

图 53: 奥瑞金旗下元本善粮预制菜



资料来源：元本善粮微信公众号、招商证券

五、盈利预测及投资建议

金属包装产品及服务为公司主要业务，考虑到 2025 年中粮包装并入后，二片罐在公司的产能与收入占比均将提升，而二片罐的单价、毛利率都低于三片罐，因此预计 2025 年公司金属罐的单价、毛利率将因产品结构而有所下降；2026-2027 年，公司将逐渐发挥并购后的行业龙头优势，增强产业链议价能力，发展差异化新产品，叠加海外产能陆续投产，预计产能稳步提升，单价和毛利率也将回升。灌装业务主要为金属包装大客户提供配套服务，预计 2025-2027 年相较于收购前也将有一定提速。

表 9: 奥瑞金收入及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
一、金属包装产品及服务					
收入 (亿元)	120.39	121.23	213.49	225.46	239.10
YOY	-2.8%	0.7%	76.1%	5.6%	6.0%
金属包装总销量 (亿罐)	183	189	351	362	395
YOY	4.2%	3.4%	85.2%	3.1%	9.1%
单价 (元/罐)	0.66	0.64	0.61	0.62	0.61
毛利率	16.83%	18.13%	14.56%	16.00%	16.32%
二、灌装					
收入 (亿元)	1.51	1.66	2.08	2.52	3.05

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
	YOY	0.5%	9.9%	25.4%	21.2%	21.1%
销量 (百万罐)		543	575	729	883	1,016
单价 (元/罐)		0.28	0.29	0.29	0.29	0.30
	毛利率	-6.8%	-1.6%	1.0%	2.0%	3.0%
三、其他业务						
收入 (亿元)		16.54	13.84	15.23	16.75	18.43
	YOY	8%	-16%	10%	10%	10%
	毛利率	5.7%	2.6%	3.0%	4.0%	5.0%
营业总收入 (亿元)		138.43	136.73	230.80	244.73	260.57
	YOY	-1.59%	-1.23%	68.80%	6.04%	6.47%
	毛利率	15.2%	16.3%	13.7%	15.0%	15.4%
归母净利润 (亿元)		7.75	7.91	11.63	12.02	13.39
	YOY	37.0%	2.1%	47.1%	3.4%	11.5%
	归母净利率	5.6%	5.8%	5.0%	4.9%	5.1%

资料来源：公司公告、招商证券

预计公司 2025-2027 年收入分别为 230.8 亿元、244.7 亿元、260.6 亿元，同比增速分别为 69%、6%、6%，归母净利润分别为 11.6 亿元、12.0 亿元、13.4 亿元，同比增速分别为 47%、3%、11%。当前市值对应 26PE12X，维持强烈推荐评级。

六、风险提示

- 1、大客户红牛诉讼风险：**公司的核心客户之一中国红牛与其合作方泰国天丝医药保健有限公司之间关于商标使用许可的法律纠纷仍处于解决过程中，泰国天丝也针对公司发起了若干诉讼，此类纠纷对公司未来的经营构成潜在风险。
- 2、原材料价格波动风险：**公司产品的主要原材料为马口铁、铝材等金属产品，公司业绩对原材料价格波动较为敏感。若原材料采购价格涨幅过大，公司无法及时转移成本压力，短期经营业绩将受到拖累；若原材料价格持续下跌，则可能发生存货跌价损失的风险。
- 3、外延式发展引起的运营管理风险：**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公司运营的风险，能否顺利发挥协同效应具有一定的不确定性。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	6815	8641	11938	11364	12079
现金	1255	3631	2169	1060	1122
交易性投资	22	7	7	7	7
应收票据	164	167	323	343	365
应收款项	3206	2750	5770	6118	6514
其它应收款	148	139	185	196	208
存货	1682	1618	2869	2994	3176
其他	338	329	615	647	687
非流动资产	9591	9452	17648	17371	17123
长期股权投资	2826	2950	1709	1709	1709
固定资产	5058	5131	11587	11585	11584
无形资产商誉	569	559	2583	2325	2093
其他	1138	811	1768	1751	1738
资产总计	16406	18093	29586	28735	29202
流动负债	6146	7745	13484	12917	13547
短期借款	1830	3069	4961	5391	5654
应付账款	2195	2563	5379	5614	5954
预收账款	110	104	181	189	201
其他	2010	2009	2962	1722	1739
长期负债	1345	992	5910	4910	3910
长期借款	539	205	4469	3469	2469
其他	805	788	1442	1442	1442
负债合计	7490	8738	19394	17827	17458
股本	2573	2560	2560	2560	2560
资本公积金	1346	1296	1296	1296	1296
留存收益	4815	5220	6075	6812	7671
少数股东权益	181	280	260	240	217
归属于母公司所有者权益	8735	9076	9931	10668	11527
负债及权益合计	16406	18093	29586	28735	29202

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1507	2286	990	2403	2459
净利润	739	777	1143	1182	1317
折旧摊销	554	490	506	1277	1248
财务费用	265	230	279	378	331
投资收益	(205)	(175)	(302)	(152)	(152)
营运资金变动	167	979	(1030)	(281)	(285)
其它	(14)	(15)	395	0	0
投资活动现金流	(312)	(237)	(8328)	(848)	(848)
资本支出	(507)	(372)	(9730)	(1000)	(1000)
其他投资	195	135	1402	152	152
筹资活动现金流	(1385)	334	5875	(2664)	(1549)
借款变动	(233)	943	6274	(1821)	(737)
普通股增加	0	(13)	0	0	0
资本公积增加	(9)	(50)	0	0	0
股利分配	(309)	(309)	(307)	(465)	(481)
其他	(834)	(236)	(92)	(378)	(331)
现金净增加额	(190)	2383	(1463)	(1109)	62

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	13843	13673	23080	24473	26057
营业成本	11734	11443	19924	20793	22053
营业税金及附加	93	86	146	154	164
营业费用	232	252	346	367	417
管理费用	563	630	923	1003	1094
研发费用	44	61	69	86	91
财务费用	264	229	279	378	331
资产减值损失	(102)	(60)	(20)	(20)	(20)
公允价值变动收益	(2)	2	2	2	2
其他收益	62	49	50	50	50
投资收益	205	175	250	100	100
营业利润	1076	1139	1675	1824	2038
营业外收入	2	5	5	5	5
营业外支出	26	14	14	14	14
利润总额	1052	1129	1665	1814	2028
所得税	313	352	522	632	712
少数股东损益	(35)	(13)	(20)	(20)	(23)
归属于母公司净利润	775	791	1163	1202	1339

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-2%	-1%	69%	6%	6%
营业利润	33%	6%	47%	9%	12%
归母净利润	37%	2%	47%	3%	11%
获利能力					
毛利率	15.2%	16.3%	13.7%	15.0%	15.4%
净利率	5.6%	5.8%	5.0%	4.9%	5.1%
ROE	9.1%	8.9%	12.2%	11.7%	12.1%
ROIC	6.8%	6.5%	7.1%	6.8%	7.5%
偿债能力					
资产负债率	45.7%	48.3%	65.6%	62.0%	59.8%
净负债比率	22.9%	24.4%	36.1%	30.8%	27.8%
流动比率	1.1	1.1	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.8	0.9	0.7	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	1.0	0.8	0.9
存货周转率	6.3	6.9	8.9	7.1	7.1
应收账款周转率	4.1	4.3	5.1	3.9	3.9
应付账款周转率	4.9	4.8	5.0	3.8	3.8
每股资料(元)					
EPS	0.30	0.31	0.45	0.47	0.52
每股经营净现金	0.59	0.89	0.39	0.94	0.96
每股净资产	3.41	3.55	3.88	4.17	4.50
每股股利	0.12	0.12	0.18	0.19	0.21
估值比率					
PE	18.5	18.1	12.3	11.9	10.7
PB	1.6	1.6	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	17.5	17.8	13.1	9.3	8.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。