

奥瑞金 (002701.SZ)

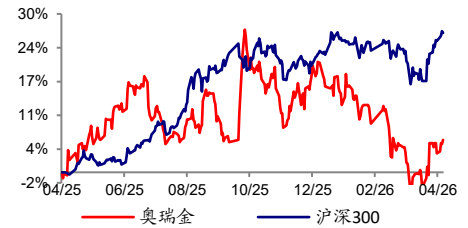
并表夯实规模，盈利底部修复

核心观点：

- 奥瑞金发布 25 年业绩快报和 26 年一季度预告，公司 2025 年营收与利润同步增长，主要受益于收购中粮包装后的并表效应。2025 年实现营业总收入 240.65 亿元，同比增长 76%；归母净利润 10.14 亿元，同比增长 28.26%；基本每股收益 0.40 元。扣非归母净利润 5.13 亿元，同比下降 32.67%，主要受原材料成本及并购费用增加影响。2026 年一季度预计归母净利润 4.5 至 5.8 亿元，同比有所下降；扣非归母净利润 3.0 至 3.4 亿元，同比增长 58%至 80%。
- 收购中粮包装推动公司业务版图显著扩展，市场地位进一步巩固。2025 年上半年金属包装产品及服务收入 109.42 亿元，同比增长 72%，占总收入 93.31%。公司收购中粮包装，市场集中度进一步提升，供需格局的改善有望提高对客户的话语权，助力价格提升和盈利能力底部改善。公司积极布局海外市场，根据 25 年半年报，公司在东南亚和中亚投资建设二片罐产能，境外收入同比增长 92.07%。
- 毛利率短期承压，期间费用因并购整合有所上升，但核心业务盈利已呈改善趋势。根据 25 年半年报，2025 年上半年金属包装毛利率 15.03%，同比下降 4.54 个百分点，主要受并表及成本传导时滞影响。25 年需求仍然存在一定压力，但后续有望通过议价能力提升带来的提价传导。根据三季度报告，前三季度期间费用 14.47 亿元，同比增加 5.43 亿元。2026 年一季度扣非归母净利润同比增长 58%至 80%。
- 盈利预测与投资建议：预计 25-27 年公司每股收益分别为 0.41/0.45/0.53 元/股，公司收购中粮包装后市占率提升，议价能力增强推动盈利底部改善，海外产能释放打开成长空间，参考公司历史估值，23 年景气高点 19-24xPE、24-25 年承压期 10-15x，26 年并表效应落地，给予 26 年 15xPE 估值，合理价值 6.76 元/股，给予“买入”评级。
- 风险提示：原材料价格波动；并购整合不及预期；盈利水平波动。

公司评级	买入
当前价格	5.43 元
合理价值	6.76 元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-23

相对市场表现



分析师：曹倩雯
SAC 执证号：S0260520110002
SFC CE No. BWW545
021-38003621
caoqianwen@gf.com.cn

相关研究：

盈利预测：

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,843	13,673	24,065	25,677	27,187
增长率 (%)	-1.6%	-1.2%	76.0%	6.7%	5.9%
EBITDA	1,859	1,807	1,774	2,309	2,582
归母净利润	775	791	1,014	1,396	1,577
增长率 (%)	37.0%	2.1%	28.3%	37.7%	13.0%
EPS (元/股)	0.30	0.31	0.40	0.55	0.62
市盈率 (P/E)	13.8	18.4	13.6	9.9	8.7
ROE (%)	8.9%	8.7%	10.4%	13.2%	13.6%
EV/EBITDA	6.3	7.8	6.9	5.0	4.1

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

一、盈利预测和投资建议

收入端，预计2025-2027年公司营业收入分别240.65/256.77/271.87亿元，YOY分别+76.0%/+6.7%/+5.9%。分业务看：（1）**金属包装产品及服务**：2025-2027年收入224.04/239.28/253.78亿元，YOY分别+84.8%/+6.8%/+6.1%，2025年大幅增长主要因收购中粮包装全年并表，2026年起回归内生增长，其中三片罐受益于红牛等核心客户需求稳定，二片罐受益于啤酒罐化率持续提升及东南亚、中亚海外产能释放；（2）**灌装服务**：2025-2027年收入1.20/1.32/1.43亿元，YOY分别-27.4%/+10.0%/+8.0%，2025年下滑主要因业务结构调整，2026年起随中粮包装整合及灌装产能优化逐步恢复；（3）**其他业务**：2025-2027年收入15.40/16.17/16.66亿元，YOY分别+11.3%/+5.0%/+3.0%，保持平稳增长。

毛利率方面，预计2025-2027年公司综合毛利率分别为13.7%/16.4%/17.2%，呈持续改善趋势。分业务看：（1）**金属包装产品及服务**：25-27年毛利率分别为15.2%/17.4%/18.3%，2025年受并表中粮包装及原材料成本传导时滞影响处于低位，后续收购中粮包装带动市场集中度提升，改善供需格局，议价能力增强有望推动提价传导，叠加成本回落，毛利率逐步回升；（2）**灌装服务**：25-27年毛利率分别为-5.0%/-3.0%/-2.0%，随业务整合逐步减亏；（3）**其他业务**：25-27年毛利率分别为-6.9%/3.0%/3.0%，2025年受并表波动影响较大，2026年起回归正常水平。

表1：营收拆分（单位：百万美元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
金属包装产品及服务					
收入	12,039	12,123	22,404	23,928	25,378
增长率 (%)	-2.8%	0.7%	84.8%	6.8%	6.1%
毛利率 (%)	16.8%	18.1%	15.2%	17.4%	18.3%
其中：三片罐					
收入	5,779	5,698	8,962	9,275	9,554
增长率 (%)	-4.8%	-1.4%	57.3%	3.5%	3.0%
毛利率 (%)	16.8%	18.1%	23.0%	26.0%	27.0%
其中：两片罐					
收入	6,260	6,425	13,443	14,652	15,825
增长率 (%)	-0.9%	2.6%	109.2%	9.0%	8.0%
毛利率 (%)	16.8%	18.1%	10.0%	12.0%	13.0%
灌装服务					
收入	151	166	120	132	143
增长率 (%)	0.5%	10.0%	-27.4%	10.0%	8.0%
毛利率 (%)	-6.8%	-1.6%	-5.0%	-3.0%	-2.0%
其他业务					
收入	1,654	1,384	1,540	1,617	1,666
增长率 (%)	7.7%	-16.3%	11.3%	5.0%	3.0%
毛利率 (%)	5.7%	2.6%	-6.9%	3.0%	3.0%

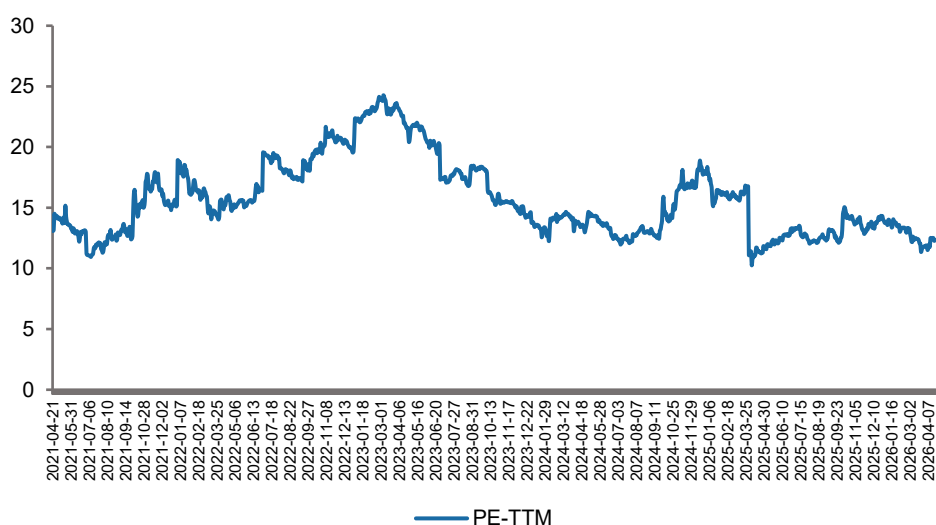
	合计				
收入	13,843	13,673	24,065	25,677	27,187
增长率 (%)	-1.6%	-1.2%	76.0%	6.7%	5.9%
毛利率 (%)	15.2%	16.3%	13.7%	16.4%	17.2%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

费用端, 预计2025-2027年销售费用率分别为1.8%/1.9%/2.0%, 管理费用率分别为4.6%/4.7%/4.8%, 研发费用率分别为0.4%/2.2%/2.3%, 财务费用率分别为0.9%/1.4%/1.2%, 2025年并表后整体费用率处于调整期, 2026-2027年管理费用率随规模扩大略有上升, 研发费用率提升主要因加大新技术投入, 财务费用率随并购贷款利息增加阶段性走高后回落。

综上, 预计2025-2027年公司营业收入分别240.65/256.77/271.87亿元, YOY分别+76.0%/+6.7%/+5.9%, 归母净利润分别10.53/11.53/13.53亿元, 同比分别+33.2%/+9.5%/+17.3%, 每股收益分别为0.41/0.45/0.53元/股, 公司收购中粮包装后市占率大幅提升, 议价能力增强推动盈利底部改善, 海外产能释放打开成长空间, 参考公司历史估值, 23年景气高点PE约19-24x、24-25年盈利承压期约10-15x, 26年并表效应落地, 给予公司26年15xPE估值, 合理价值6.76元/股, 给予"买入"评级。

图 1: 奥瑞金历史估值情况



数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

二、风险提示

(一) 原材料价格波动

铝材采购成本维持相对高位, 产品提价传导存在时滞效应, 并表后产品结构变化叠加竞争定价压力, 短期毛利率承压, 公司通过供应链优化与集中采购应对成本波动。

（二）并购整合不及预期

收购中粮包装推高期间费用，并购贷款利息与中介费用短期侵蚀利润，灌装业务持续亏损，海外产能（东南亚、中亚）处于建设期，协同效应释放节奏存在不确定性。

（三）盈利水平波动

毛利率阶段性处于历史低位，扣非净利润短期下滑，受原材料成本高位与并表影响，随中粮包装整合推进与议价能力提升，价格传导逐步兑现，盈利能力底部改善。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	6,815	8,641	10,124	10,928	11,905
货币资金	1,255	3,631	3,540	4,164	4,942
应收及预付	3,541	3,094	3,266	3,458	3,641
存货	1,682	1,618	2,884	2,862	2,875
其他	337	298	433	444	447
非流动资产总额	9,591	9,452	9,501	9,528	9,528
长期股权投资	2,826	2,950	2,950	2,950	2,950
固定资产	5,058	5,131	5,128	5,102	5,047
在建工程	444	172	234	294	354
使用权资产	277	226	226	226	226
无形资产	510	500	490	483	478
其他	476	473	473	473	473
资产总额	16,406	18,093	19,625	20,456	21,433
流动负债总额	6,146	7,745	8,536	8,518	8,548
短期借款	1,830	3,069	1,746	1,649	1,537
应付及预收	2,306	2,667	4,692	4,736	4,843
其他	2,010	2,009	2,098	2,133	2,168
非流动负债总额	1,345	992	1,083	1,099	1,106
长期借款	539	205	205	205	205
应付债券	0	0	0	0	0
其他	805	788	878	894	901
负债总额	7,490	8,738	9,619	9,617	9,654
股本	2,573	2,560	2,560	2,560	2,560
其他	6,162	6,516	7,191	8,057	9,034
归母权益合计	8,735	9,076	9,751	10,616	11,594
少数股东权益	181	280	256	223	185
负债和股东权益	16,406	18,093	19,625	20,456	21,433

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,843	13,673	24,065	25,677	27,187
营业成本	11,734	11,443	20,768	21,463	22,503
营业税金及附加	93	86	152	162	171
销售费用	232	252	443	488	538
管理费用	563	630	1,179	1,207	1,305
研发费用	44	61	244	565	625
财务费用	264	229	31	7	-3
资产信用减值损失	-102	-59	-15	-17	-21
公允价值变动收益	-2	2	0	0	0
投资收益	205	175	175	175	175
营业利润	1,076	1,139	1,455	1,992	2,248
营业外收支	-24	-10	-16	-11	-11
利润总额	1,052	1,129	1,439	1,981	2,237
所得税费用	313	352	449	618	697
合并净利润	739	777	990	1,363	1,540
少数股东损益	-35	-13	-24	-33	-37
归母净利润	775	791	1,014	1,396	1,577
EPS (元/股)	0.30	0.31	0.40	0.55	0.62

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	1,507	2,286	1,889	1,624	1,867
合并净利润	739	777	990	1,363	1,540
折旧摊销	620	556	447	469	491
营运资金变动	-18	862	540	-101	-58
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-312	-237	-228	-337	-337
资本性开支	-428	-354	-512	-512	-512
投资	-2	-76	0	0	0
其他	118	193	284	175	175
融资活动现金流净额	-1,385	334	-1,644	-662	-752
股本融资	12	108	0	0	0
债权融资	-467	861	-1,233	-81	-105
股利分配与偿付利息	-465	-464	-458	-581	-647
其他	-464	-170	46	0	0
现金净增加额	-182	2,354	17	624	778
期初现金余额	1,351	1,169	3,523	3,540	4,164
期末现金余额	1,169	3,523	3,540	4,164	4,942

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	-1.6%	-1.2%	76.0%	6.7%	5.9%
营业利润增长率	33.0%	5.8%	27.8%	36.9%	12.9%
归母净利增长率	37.0%	2.1%	28.3%	37.7%	13.0%
获利能力					
毛利率	15.2%	16.3%	13.7%	16.4%	17.2%
净利率	5.3%	5.7%	4.1%	5.3%	5.7%
ROE	8.9%	8.7%	10.4%	13.2%	13.6%
偿债能力					
资产负债率	45.7%	48.3%	49.0%	47.0%	45.0%
有息负债率	14.4%	18.1%	9.9%	9.1%	8.1%
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4
利息保障倍数	4.6	5.1	18.4	36.1	43.8
营运能力					
应收账款周转率	4.3	4.6	9.0	9.0	9.0
存货周转率	7.0	7.1	7.2	7.5	7.8
应付账款周转率	5.5	4.7	4.8	4.9	5.1
每股指标					
每股收益	0.30	0.31	0.40	0.55	0.62
每股净资产	3.39	3.55	3.81	4.15	4.53
每股经营现金流	0.59	0.89	0.74	0.63	0.73
估值比率					
PE	13.8	18.4	13.6	9.9	8.7
PB	1.2	1.6	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	6.3	7.8	6.9	5.0	4.1

广发造纸轻工行业研究小组

曹倩雯：联席首席分析师，北京大学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

李悦瑜：资深分析师，悉尼大学硕士，2023年加入广发证券，曾任职于德邦基金管理有限公司，1年证券行业研究经验。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。