



奥瑞金 (002701.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

金属包装拐点已至，盈利能力持续改善

公司简介

公司是中国金属包装行业龙头，二/三片罐制造业务 23 年收入占比约 87.0%，总产能超 230 亿罐/年。随着行业整合并购推进、市场竞争趋缓，公司 23 年毛利率 15.2%回升 3.4pct，重归上行通道。

投资逻辑：

二片罐：罐化率提升支撑需求，竞争趋缓提振利润。 下游啤酒罐化率提升、市场竞争改善，二片罐行业利润率将迎拐点。1) 需求端：二片罐主要用于啤酒/碳酸饮料，消费量占比近 56%/26%。受消费场景变化、环保政策影响下游啤酒罐化率提升明显，带动行业量增。2) 供给端：16 年后市场竞争激烈，中小企业出清、外资退出，22 年二片罐行业 CR3 接近 74%。以生产性资产规模、资本开支强度刻画二片罐行业供给，16 年后头部公司产能总规模趋于平稳，资本开支强度也逐步从峰值 6.0 以上降至 2.0 以下水平。奥瑞金、宝武钢铁正竞购中粮包装，行业整合将提振盈利能力。

三片罐：红牛诉讼影响趋弱，拓客+拓品分散风险。 三片罐是公司发展最早、规模最大的业务，22 年收入约 57 亿元。22 年中国三片罐行业规模约 192 亿元、需求量约 305 亿罐/年，70%以上市场集中于少数消费品牌。中国红牛是公司三片罐业务核心客户，17-22 年平均收入占比约 79%，订单毛利率也更高。16 年起中国红牛受商标权纠纷影响，但公司积极开拓其他功能饮料客户，并积极培育奶粉品类，有效分散风险。

其他业务：灌装业务短期承压，积极布局创新业务。 1) 灌装：起步于 14 年，年产能近 20 亿罐，18-23 年平均收入约 1.6 亿元。业务周期性较强，21 年后因消费需求承压，灌装销量/收入均有所下行。2) 创新业务：20 年起探索多元化发展，包括自主品牌消费品(犀旺功能饮料、乐 K 精酿等)、新能源项目(枣庄电池项目)。

海外对比：对标美国龙头公司，长期盈利改善可期。 行业进入追求利润的整合阶段，盈利能力提升是长期主线。参考发展更早的美国金属罐行业龙头，历史上由并购实现寡头垄断，18-23 净利率中枢为 7.7%/11.3%，高于目前中国行业平均水平。

盈利预测、估值和评级

不考虑并购，预计 24-26 年归母净利润为 8.97/10.49/11.70 亿元，同比+15.77%/+16.94%/+11.60%。行业盈利拐点渐近，给予 24 年估值 15X PE，目标价 5.2 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧；原材料价格上涨；产能利用率不足；资产重组；大股东股权质押比例较高。

国金证券研究所

分析师：龚轶之 (执业 S1130523050001)

gongyizhi@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓 (执业 S1130522090001)

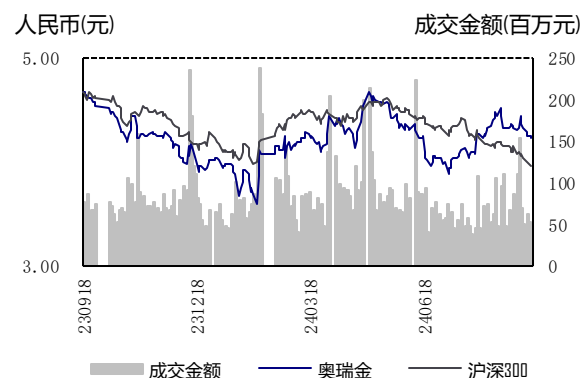
zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：4.22 元

目标价 (人民币)：5.20 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14,067	13,843	14,722	15,669	16,619
营业收入增长率	1.31%	-1.59%	6.35%	6.43%	6.06%
归母净利润(百万元)	565	775	897	1,049	1,170
归母净利润增长率	-37.56%	37.05%	15.77%	16.94%	11.60%
摊薄每股收益(元)	0.220	0.301	0.348	0.407	0.455
每股经营性现金流净额	0.41	0.59	0.60	0.64	0.71
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.85%	8.87%	9.73%	10.66%	11.11%
P/E	22.99	13.75	12.11	10.36	9.28
P/B	1.57	1.22	1.18	1.11	1.03

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、奥瑞金：金属包装龙头，引领行业周期反转.....	5
1.1、深耕行业三十年，开启多元化发展之路.....	5
1.2、行业盈利拐点渐进，利润率或边际回升.....	7
二、二片罐：罐化率提升支撑需求，竞争趋缓提振利润.....	10
2.1、需求端：啤酒罐化率提升，支撑行业再扩容.....	11
2.2、供给端：行业整合加速，竞争格局有望改善.....	12
三、三片罐：红牛诉讼影响趋弱，拓客+拓品分散风险.....	15
3.1、市场规模趋于稳定，份额高度集中.....	15
3.2、红牛诉讼影响趋弱，拓客分散风险.....	16
3.3、积极完善品类布局，稳定下游需求.....	18
四、其他业务：灌装业务短期承压，积极布局创新业务.....	18
4.1、灌装：周期属性明显，短期需求承压.....	18
4.2、创新业务：推出自主产品，布局新能源项目.....	19
五、海外对比：对标美国行业龙头，长期盈利改善可期.....	20
六、盈利预测与投资建议.....	21
七、风险提示.....	23

图表目录

图表 1：奥瑞金主要业务（%）.....	5
图表 2：公司营业收入及增速.....	5
图表 3：公司归母净利润及增速.....	5
图表 4：公司二片罐收入占比提升明显（%）.....	6
图表 5：公司金属罐产能布局完善（亿罐）.....	6
图表 6：公司业务以境内为主（%）.....	6
图表 7：公司其他业务收入及毛利率.....	6
图表 8：公司前五大客户收入占比较高（%）.....	7
图表 9：红牛是公司第一大客户（%）.....	7
图表 10：全国金属包装规上企业收入及增速.....	7
图表 11：全国金属包装规上企业利润率边际回升.....	7
图表 12：奥瑞金发展大事记.....	8
图表 13：公司生产性资产规模增长趋缓（亿元）.....	8



图表 14:	公司毛销差边际回升 (%)	8
图表 15:	可比公司收入增速放缓 (%)	9
图表 16:	可比公司毛销差边际回升 (%)	9
图表 17:	可比公司固定资产净值增幅趋缓 (亿元)	9
图表 18:	金属包装行业资本支出相对规模达历史低点	9
图表 19:	可比公司自由现金流近似值 (亿元)	10
图表 20:	可比公司合计现金支出规模 (亿元)	10
图表 21:	公司二片罐业务收入及增速	10
图表 22:	公司二片罐毛利率水平较低 (%)	10
图表 23:	中国二片罐市场较为成熟 (亿元)	11
图表 24:	中国二片罐需求量小幅增长 (亿罐)	11
图表 25:	中国啤酒罐化率低于海外 (%)	11
图表 26:	中国啤酒行业二片罐需求量及啤酒产量	11
图表 27:	中国啤酒现饮渠道占比偏高 (%)	12
图表 28:	2023 年主要国家啤酒分渠道罐化率 (%)	12
图表 29:	中国啤酒分渠道罐化率均有提升 (%)	12
图表 30:	不同材质包装回收率 (%)	12
图表 31:	中国二片罐行业生产性资产增长趋缓 (亿元)	13
图表 32:	中国二片罐行业资本开支强度下降	13
图表 33:	2022 年中国二片罐行业竞争格局 (%)	13
图表 34:	二片罐行业并购事件梳理	13
图表 35:	中粮包装收购时间表	14
图表 36:	宝钢包装二片罐销售均价 (元/罐)	15
图表 37:	宝钢包装毛销差 (%)	15
图表 38:	公司三片罐业务收入及增速	15
图表 39:	公司三片罐毛利率 (%)	15
图表 40:	中国三片罐市场规模相对稳定 (亿元)	16
图表 41:	中国三片罐需求量变动较小 (亿罐)	16
图表 42:	2022 年中国三片罐行业竞争格局 (%)	16
图表 43:	中国红牛是公司三片罐主要客户	17
图表 44:	奥瑞金三片罐业务毛利率高于可比公司 (%)	17
图表 45:	红牛商标权纠纷进展梳理	17
图表 46:	中国功能饮料三片罐需求量持续提升 (亿罐)	18
图表 47:	中国功能饮料销量市占率 (%)	18
图表 48:	中国三片罐行业下游产品罐化率 (%)	18



图表 49: 公司灌装业务收入及增速	19
图表 50: 公司灌装业务销量 (亿罐)	19
图表 51: 公司灌装业务毛利率 (%)	19
图表 52: 公司灌装业务产能利用率 (%)	19
图表 53: 奥瑞金自主品牌产品	20
图表 54: 奥瑞金枣庄新能源项目	20
图表 55: 波尔发展大事记	20
图表 56: 皇冠控股发展大事记	20
图表 57: 2023 年美国金属罐行业呈寡头垄断格局 (%)	21
图表 58: 美国主要金属罐企业收入 (亿美元)	21
图表 59: 美国主要金属包装企业制罐业务净利率 (%)	21
图表 60: 中国主要金属包装企业制罐业务净利率 (%)	21
图表 61: 公司收入拆分	22
图表 62: 可比公司估值	23



一、奥瑞金：金属包装龙头，引领行业周期反转

1.1、深耕行业三十年，开启多元化发展之路

公司成立于1994年，是中国金属包装行业龙头，为各类快消品客户提供综合包装整体解决方案（涵盖方案策划、包装设计与制造、灌装、智能包装信息服务等），其中主要业务是金属二/三片罐的生产制造。公司以三片罐业务起家，2012年拓展二片罐业务，截至2022年金属包装罐收入占比约为87.0%。

公司在深耕金属包装主业基础上，2014年公司进军灌装业务、2022年加快多元化布局，推出自有品牌快消品（犀旺功能饮料、飨客预制菜等）、上马新能源项目（山东枣庄新能源结构件）、探索海外市场，但目前收入贡献较小。

公司包装罐产品应用较广，下游客户广泛分布于饮料、食品行业，其中：1) 饮料类：包括功能饮料、茶饮料、啤酒、乳饮料、植物蛋白饮料、果蔬汁、即饮咖啡、碳酸饮料等；2) 食品类：包括奶粉、八宝粥、燕窝、调味品、罐头、干果、大米、茶叶、宠物食品等。

图表1：奥瑞金主要业务（%）

业务	2022年收入占比	产品用途	主要客户
三片罐	45.6%	由罐身、罐底、罐盖支撑，以马口铁为原材料，刚性好、工艺成熟。 1. 三片饮料罐：用于包装功能饮料/茶饮料/乳品饮料/咖啡饮品等。 2. 三片食品罐：用于包装奶粉/番茄酱/八宝粥/午餐肉等食品。	中国红牛、战马、东鹏特饮、飞鹤乳业、露露、旺旺、燕之屋等
两片罐	40.3%	仅由罐身、罐盖制成，以铝为原材料，密封性好、更节约材料。 主要用于包装啤酒/碳酸饮料，其他饮料也部分由三片转向二片罐。	百威啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、雪花啤酒、加多宝、元气森林等
灌装	1.1%	2014年开始布局，提供冷/热产品灌装、杀菌并制成产品的服务。	啤酒、饮料行业 主要快消品品牌
其他业务	10.9%	主要包括：1) 出售多余原料；2) 自主品牌产品；3) 新能源业务。	/

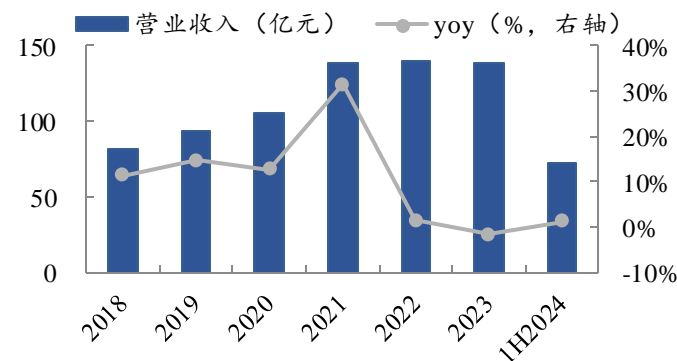
来源：公司公告，国金证券研究所整理

公司作为行业龙头，收入、利润规模行业领先。2019-2023年，公司营业收入从93.7亿元上升至138.4亿元，收入规模伴随产能扩张同步增长，尤其是2019年底收购波尔亚太4家工厂后随着产能爬坡释放带动收入提升，期间收入复合增速约为10.3%。

同期利润增速则偏低，主要由于行业产能集中释放导致竞争压力加大以及公共卫生事件扰动，利润率水平受较大影响。2019-2023年，公司归母净利润由6.8亿元上升至7.8亿元，期间复合增速约3.2%。

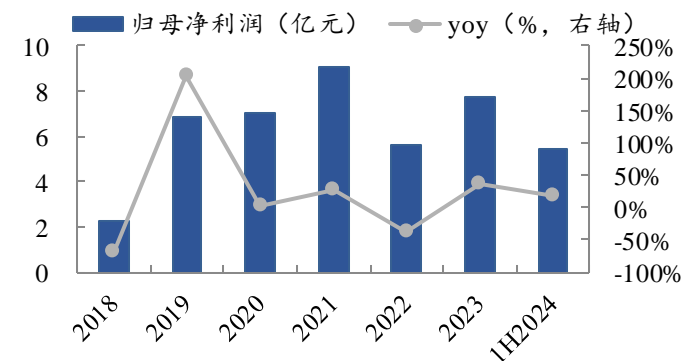
2024上半年，随着产品结构升级及原材料价格回落，公司利润率继续回升，利润增速快于收入。2024年上半年公司收入、归母净利润增速分别为1.1%、18.4%。

图表2：公司营业收入及增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表3：公司归母净利润及增速



来源：Wind，国金证券研究所



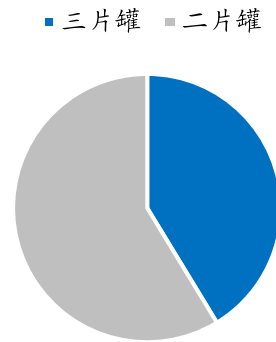
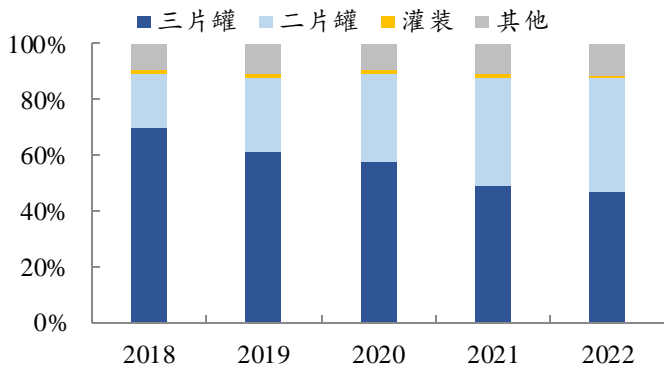
具体分业务看，包括二片罐、三片罐在内的金属包装产品是公司收入核心，2022 年收入占比合计约 85.9%，同期灌装服务、其他业务收入占比则平均为 1.1%、10.9%。

公司早期业务以三片罐为主，2012 年上市后开始大力建设二片罐产能作为新的业绩增长点。通过不断自建产能+2019 年收购波尔亚太，目前公司二片罐产能已超过三片罐，二片罐收入占比同样有明显提升。

2023 年底二片罐、三片罐产能分别约 135 亿罐/年、95 亿罐/年，金属罐产能布局完善。

图表4：公司二片罐收入占比提升明显 (%)

图表5：公司金属罐产能布局完善 (亿罐)



来源：公司公告，奥瑞金债券募集说明书，国金证券研究所

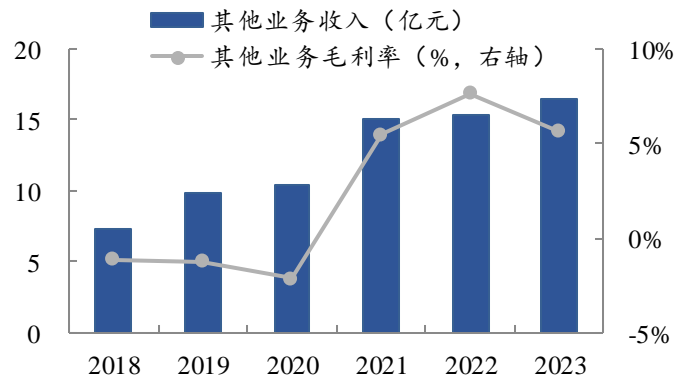
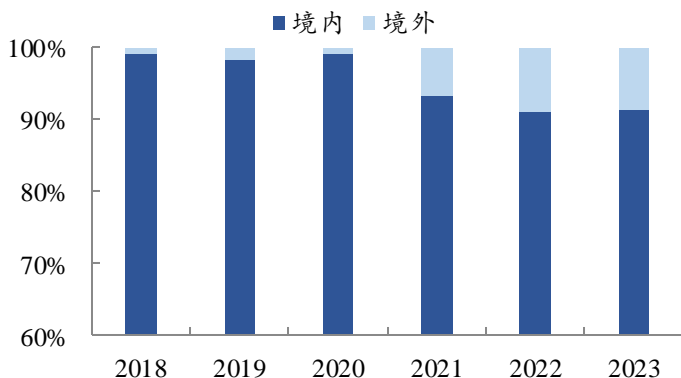
来源：公司官网，国金证券研究所

2024 年初，公司在成立三十周年之际提出“三个战略聚焦点”：1) 并购整合、保持领先；2) 以外补内、志在长远；3) 创新产品、创新服务。除了在制罐主业继续通过并购扩大份额保持领先地位，公司也开始尝试多元化发展，一方面是探索出海机会，另一方面在于推出新兴业务。

- 出海机会：自 2019 年收购波尔亚太、2021 年收购澳洲 Jamestrong 后公司已积累海外本地化运营经验。2023 年公司年报披露其目前正在就东南亚、东欧、中东等海外市场进行调研，寻找潜在投资机会。截至 2023 年底，公司境外收入占比约为 8.7%。
- 创新业务：公司持续关注市场新场景、新需求与新变化，推出了自主品牌深加工产品（犀旺运动饮料、乐 K 精酿啤酒、元本善粮预制菜）、新能源电池结构件（奥瑞金枣庄项目）作为新兴增长点。截至 2023 年底，公司其他业务收入规模已达 16.5 亿元，毛利率约 5.7%，较 2021 年之前有明显提升。

图表6：公司业务以境内为主 (%)

图表7：公司其他业务收入及毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

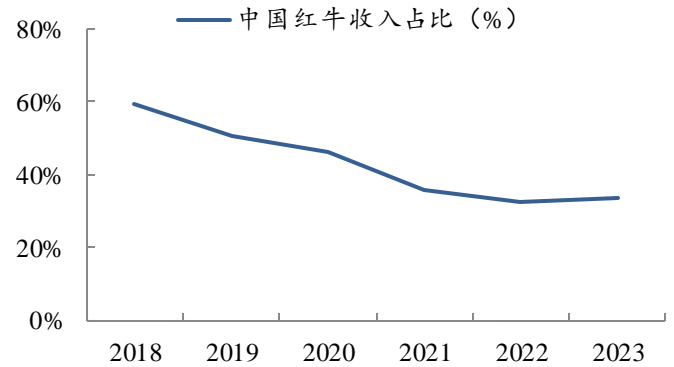
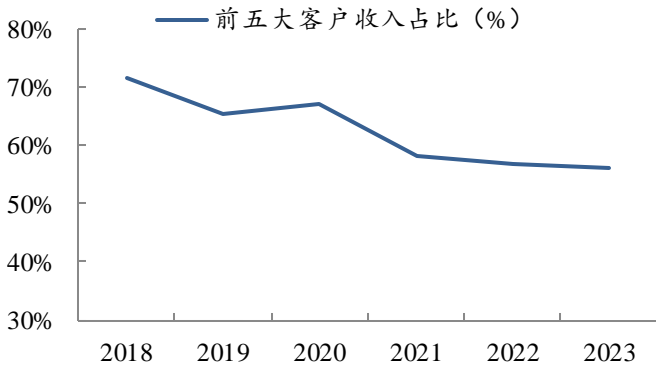


由于国内金属包装企业大多采取“跟进式布局”，即在客户生产基地内部或周边设厂，以节省运输成本、持续获得订单，因此公司也与核心大客户建立了深厚联系、形成客户壁垒。并且下游快消品行业集中度较高，头部客户订单规模更大，历年来公司前五大客户收入占比均超过 50%，2023 年约为 56.1%。

目前公司主要客户包括：1) 三片罐业务的中国红牛、飞鹤乳业、旺旺等；2) 二片罐业务的青岛啤酒、百威啤酒、加多宝等。其中中国红牛是公司核心客户，尽管后续客户扩张部分稀释了来自中国红牛的收入占比，但截至 2023 年依然接近 33.7%。

图表8：公司前五大客户收入占比较高（%）

图表9：红牛是公司核心客户（%）



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

1.2、行业盈利拐点渐进，利润率或边际回升

由于金属罐产品同质化较高，公司经营表现受行业整体供需水平影响较大。同时公司作为行业规模领先的龙头，自身发展亦与行业休戚相关、战略举措决定了行业走向。

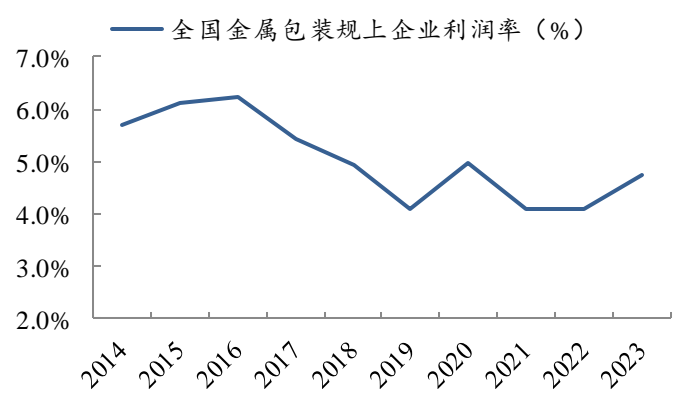
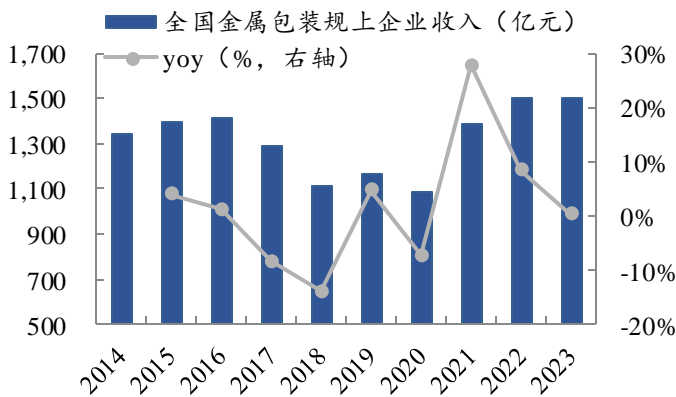
2011 年前后国内金属包装行业进入“跑马圈地”时代，持续投资扩产提升了产销规模但因产能密集释放供大于求导致 2016 年后全行业量增价减、利润率明显下行。随着行业产能建设接近完成、头部公司整合并购推进，寡头垄断格局形成后利润率有望回升。

尽管存量在建产能的继续投放使得 2020-2022 年行业利润率继续下行，但边际新增产能的收敛以及竞争趋缓已经逐步显现，行业盈利拐点渐近。2023 年金属包装规上企业利润率 4.8%，较上年回升 0.7pct。

从公司层面战略举措、行业层面横向对比可比公司经营表现寻找行业拐点的线索，可以发现行业扩产意愿已经减小、毛销差水平重新回升。2024 年公司与宝钢包装关于中粮包装的并购继续推进，若后续进展顺利将进一步推动行业竞争缓解、利润率有望上行。

图表10：全国金属包装规上企业收入及增速

图表11：全国金属包装规上企业利润率边际回升



来源：中国包装业协会，国金证券研究所

来源：中国包装业协会，国金证券研究所



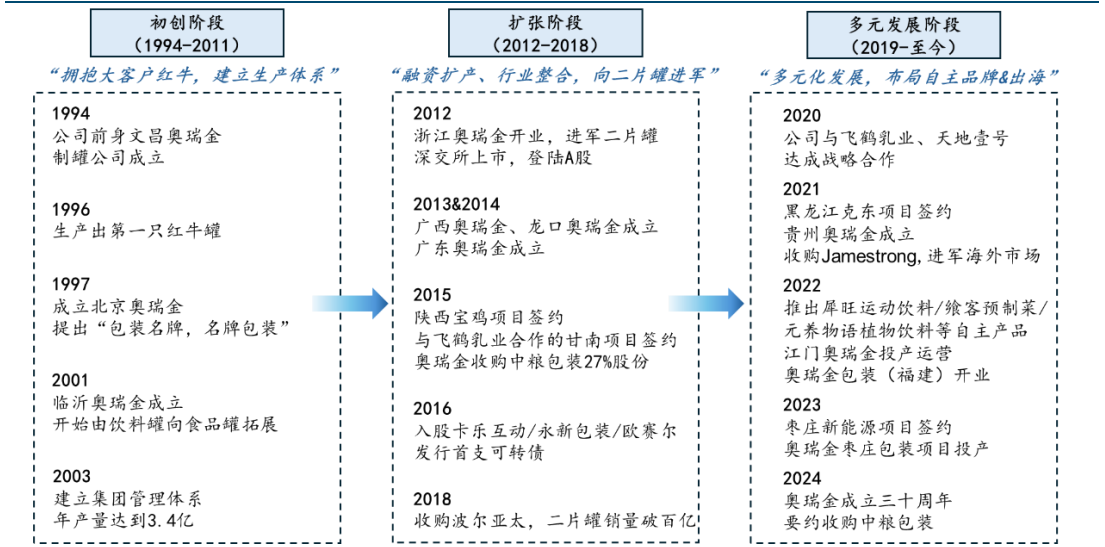
■ 公司层面：迈向发展新阶段，毛利率水平边际回升

公司 2012 年上市后加快产能建设步伐，2016、2019 年两次发行可转换债券。2012-2019 年，公司相继建设了浙江奥瑞金、广东奥瑞金、广西奥瑞金、湖北奥瑞金等主要子公司，并收购了波尔亚太二片罐业务，二、三片罐产能得到显著扩充。

复盘公司三十年发展历程，主要可分为三个阶段：

- 1) 初创阶段：拥抱大客户中国红牛，跟随式布局建立全国生产体系。
- 2) 扩张阶段：上市融资加速扩张，内生增长、外延扩张并举，扩充产能规模。
- 3) 多元发展阶段：全国产能建成、奠定行业地位，谋求利润和多元化发展。

图表12：奥瑞金发展大事记

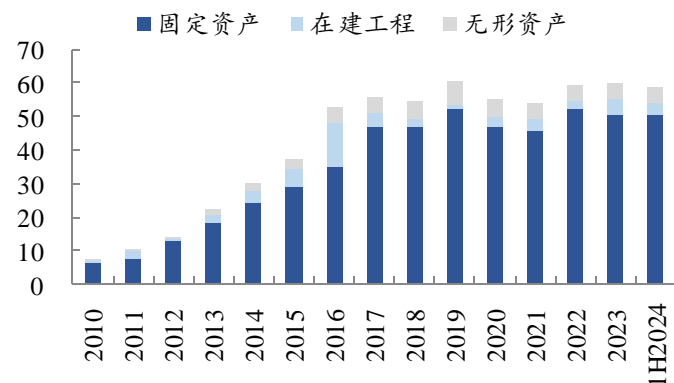


来源：奥瑞金官网，国金证券研究所整理

资本开支上行阶段，公司生产性资产规模大幅增长，2012-2019 年固定资产+在建工程+无形资产合计规模由 35.1 亿元增至 93.7 亿元，期间复合增速约 23.2%。然而行业产能快速上升导致供需失衡，2012-2019 年公司生产性资产扩张速度快于收入增速，出现冗余产能导致产能利用率下滑，生产性资产周转率从 2.5 下降至 1.6。更为显著的变化是行业竞争导致公司利润率水平进入下行通道，2016 年公司毛销差达到 32.3% 的历史峰值后开始连续下滑，2022 年触及 10.5% 的历史低点。

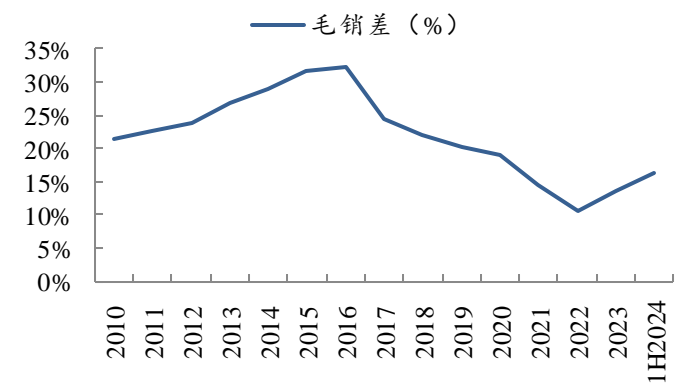
2020 年开始，公司判断金属包装行业已结束投资驱动时代，提升产能利用率、产能集中度以及整合增效是新发展趋势，行业之间合作意义大于竞争与博弈。龙头公司的战略调整也标志着行业资本开支规划的转向，竞争格局的改善有望提振全行业利润率。2023 年公司毛销差录得 13.6%，同比回升 3.1pct，为近 7 年来首次回升；2024 年上半年继续上行，同比提升 1.7pct。

图表13：公司生产性资产规模增长趋缓（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表14：公司毛销差边际回升（%）



来源：Wind，国金证券研究所



■ 行业层面：扩产意愿已减弱，追求利润和盈利质量

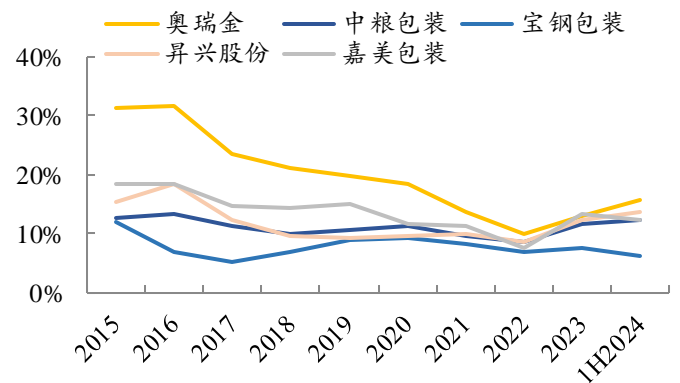
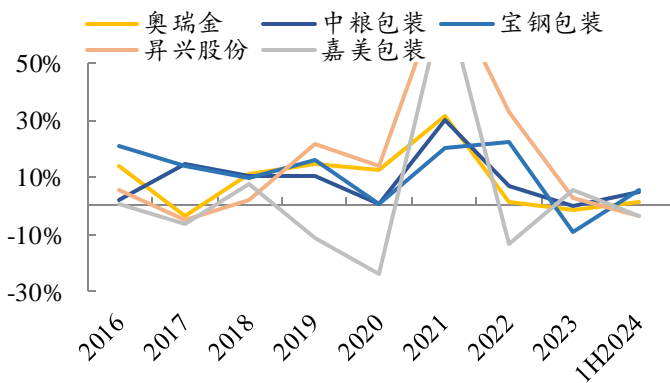
横向对比其他国内金属包装行业可比公司表现，亦呈现出较明显的相似性。随着收入增速下行、扩产意愿减弱，追求利润和提升盈利质量将是行业进入成熟发展期后的核心诉求。

2016-2021 年伴随行业产能投放，可比公司收入规模均明显提升，其中奥瑞金期间收入复合增速约 12.9% 仅次于昇兴股份的 19.1%。但在 2021 年后行业需求增速放缓且竞争进一步加剧、引发价格战导致收入端面临较大压力，可比公司收入增速均明显下降，标志着行业从扩张阶段进入成熟阶段。

从利润率角度看，在行业经历规模见顶、竞争加剧过程中可比公司毛销差均出现显著下滑。奥瑞金作为行业龙头且有中国红牛支持，利润率继续保持行业领先，但同样受到行业竞争加剧以及自身二片罐收入占比提升的影响而出现下滑。值得关注的是，2023 年全行业利润率已开始回升，反映出行业对于利润的诉求陆续达成共识、竞争强度有所减弱。2024 年上半年可比公司毛销差继续改善，奥瑞金、昇兴股份、嘉美包装分别为 15.7%、13.6%、12.4%，较 2023 年同期提升 1.8pct、3.4pct、2.6pct。

图表15：可比公司收入增速放缓（%）

图表16：可比公司毛销差边际回升（%）



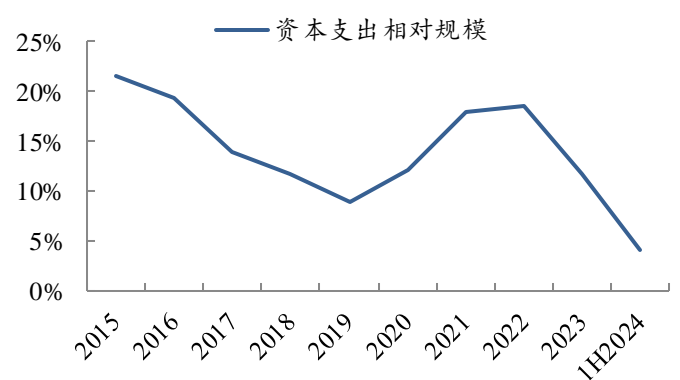
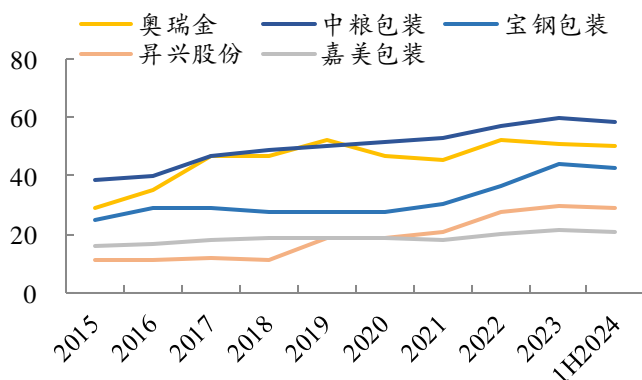
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

考虑到行业产能建设相对充足，可比公司扩产意愿已明显减小，仅部分企业出于海外布局或自身产能布局规划可能继续加大投资。2016 年后主要可比公司固定资产规模扩张速度放缓，全行业口径看资本支出相对规模（当年资本支出/固定资产规模）亦有下降，供给端的收缩有助于缓解行业“供大于求”的局面。2023 年国内金属包装行业资本支出相对规模已回落至 11.6%，为历年来最低水平，2024 年上半年则进一步下降至 4.0%。

图表17：可比公司固定资产净值增幅趋缓（亿元）

图表18：金属包装行业资本支出相对规模达历史低点



来源：Wind，国金证券研究所（注：中粮包装港股上市不披露季度数据）

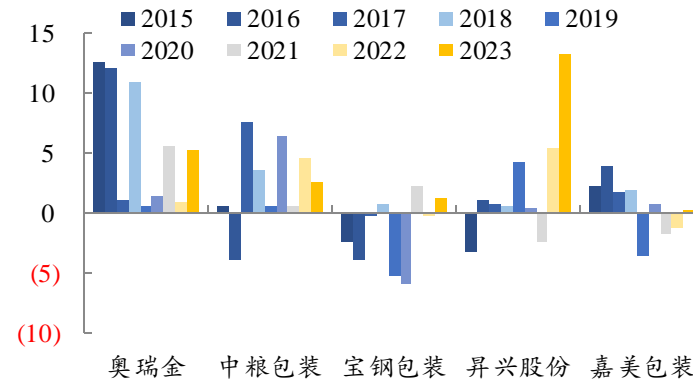
来源：Wind，国金证券研究所（注1：资本支出相对规模=当年资本支出/固定资产规模；注2：以奥瑞金、宝钢包装、昇兴包装、中粮包装、嘉美股份为样本）

随着行业供给收缩、盈利回升，也将有效提振盈利质量。从现金流角度看，2016 年后由于行业在资本开支扩张阶段，可比公司自由现金流均面临较大压力，处于“增收不增利”状态。我们以“经营性净现金流-资本开支+债务净融资”近似替代自由现金流，2016-2022 年奥瑞金自由现金流从 12.1 亿元下降至 1.0 亿元，几乎与利润率趋势同步见底，其他可比公司也呈现类似趋势。

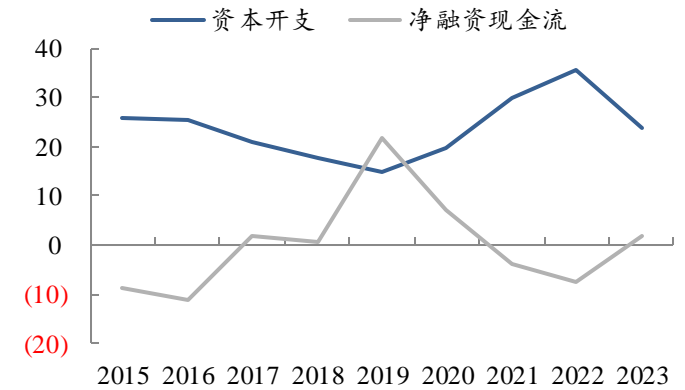


制约行业现金流的主要因素在于资本开支和扩产阶段加杠杆所累积的债务融资，2023年可比公司合计资本开支达到23.7亿元、合计年度偿还债务92.1亿元（包括存量债务滚动借入）。但我们预计随着行业竞争格局改善，共同提价驱动利润率水平回升、资本开支减少将给金属包装企业现金流带来较大弹性。

图表19：可比公司自由现金流近似值（亿元）



图表20：可比公司合计现金支出规模（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所（注：以经营性净现金流-资本开支+债务净融资近似替代自由现金流）

来源：Wind，国金证券研究所（注：净融资现金流正数代表净偿还；注2：以奥瑞金、宝钢包装、昇兴包装、中粮包装、嘉美股份为样本）

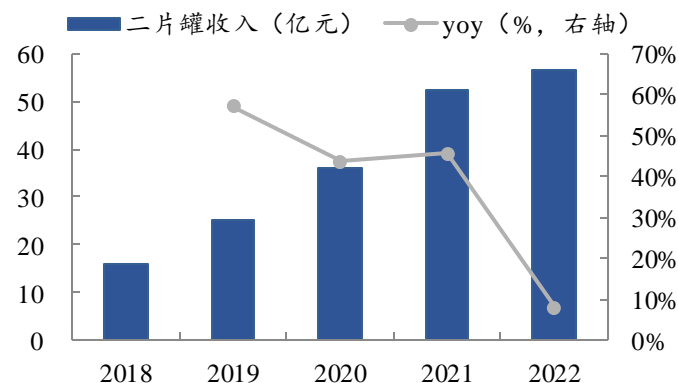
二、二片罐：罐化率提升支撑需求，竞争趋缓提振利润

公司二片罐业务起步于2012年，上市后相继建设了浙江、广东、广西、山东、陕西、湖北生产基地，2018年并购波尔亚太有效扩充了产能，产能规模跃居行业前列，2023年产能接近135亿罐。

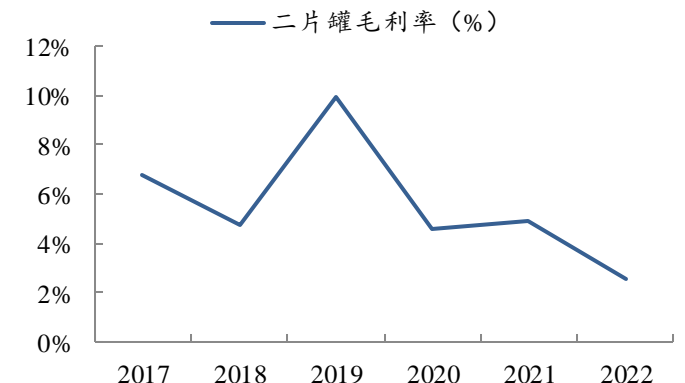
2021年至今由于二片罐产能布局基本完成，收入规模也基本趋于稳定，波动主要来自于产能利用率及出厂价的变化。2022年，公司二片罐收入约为56.7亿元，约占公司营业收入的40.3%。

随着下游啤酒罐化率提升拉动需求增长、市场供给侧竞争格局改善，二片罐行业迎来转机。公司二片罐业务收入、利润端均有较强改善预期，有望摆脱存量市场价格内卷而进入需求稳步增长且利润率明显提升的阶段。

图表21：公司二片罐业务收入及增速



图表22：公司二片罐毛利率水平较低（%）



来源：公司公告，奥瑞金债券募集说明书，国金证券研究所

来源：公司公告，奥瑞金债券募集说明书，国金证券研究所



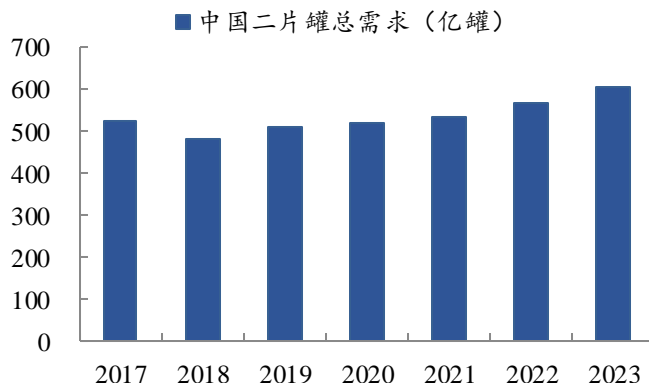
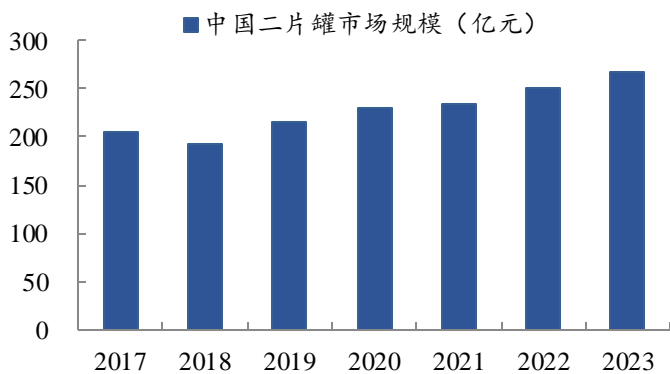
2.1、需求端：啤酒罐化率提升，支撑行业再扩容

二片罐应用领域主要包括啤酒、碳酸饮料，也可用于功能饮料、植物蛋白饮料、预调鸡尾酒、即饮咖啡等领域。其中啤酒、碳酸饮料是主要下游市场，金属二片罐消费量占全行业的接近 56%、26%。

据我们测算，截至 2023 年中国二片罐行业总规模约为 267 亿元，2019-2023 年复合增速约 5.5%；总需求量约为 607 亿罐，2019-2023 年复合增速约 4.3%。尽管下游主要行业啤酒产量近年来呈下滑趋势，但在消费场景变化、环保政策趋严促使下，啤酒行业罐化率提升明显，带动二片罐行业量增，支撑行业扩容。

图表23：中国二片罐市场较为成熟（亿元）

图表24：中国二片罐需求量小幅增长（亿罐）



来源：智研咨询，国家统计局，欧睿，国金证券研究所测算

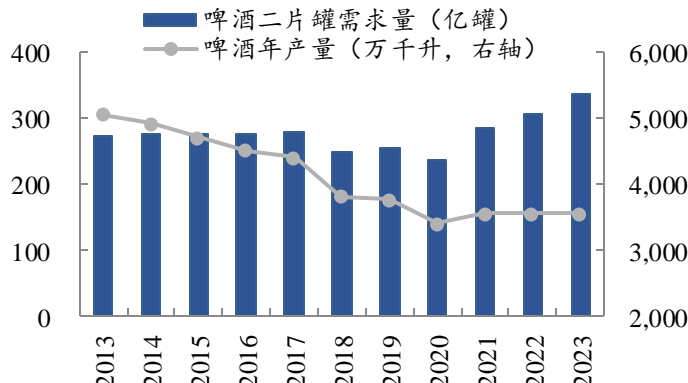
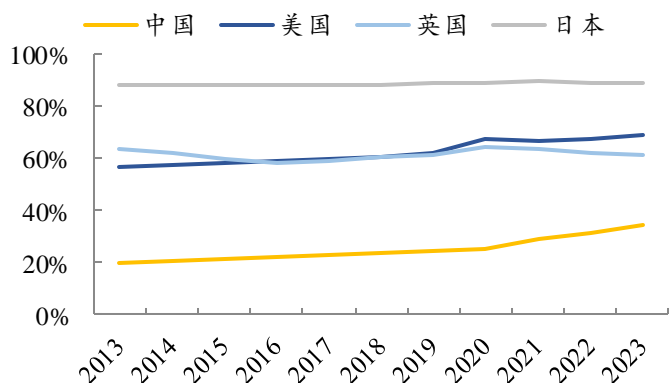
来源：智研咨询，国家统计局，欧睿，国金证券研究所测算

2013 年开始中国啤酒行业产量见顶回落，从最高近 5062 万千升/年下降至 2020-2023 年接近 3500 万千升/年的水平，但啤酒包装罐化率的提升有效对冲了下游需求量的萎缩。2013-2020 年，中国啤酒罐化率由 19.6% 上升至 25.4%，年均提升 0.8pct。2021 年开始中国啤酒罐化率加速提升，2021-2023 年均提升 3.0pct，截至 2023 年底已达 34.4%。

我们认为：1) 消费场景变化，罐化率更高的非现饮销量占比提升；2) 环保政策趋严，有利于回收效率高且更绿色的金属罐是中国啤酒罐化率提升的主要逻辑。展望中长期发展，中国啤酒罐化率相比海外国家（例如英美接近 65%、日本接近 90%）还有较大提升空间，而罐化率的持续提升将支撑二片罐行业扩容。

图表25：中国啤酒罐化率低于海外（%）

图表26：中国啤酒行业二片罐需求量及啤酒产量



来源：欧睿，国金证券研究所

来源：国家统计局，欧睿，国金证券研究所测算

■ 驱动因素一：消费场景变化，非现饮渠道占比提升

啤酒消费具有明显的场景分化，包括餐饮、夜店等现饮渠道和 KA、便利店等非现饮渠道，现饮渠道由于社交属性更强啤酒罐化率也较低，主要以定位更高端、加价倍率高的玻璃瓶装产品为主。2023 年中国现饮、非现饮渠道啤酒罐化率分别为 25.4%、41.6%，海外市场同样呈现出现饮渠道罐化率低、非现饮渠道罐化率更高的特征。

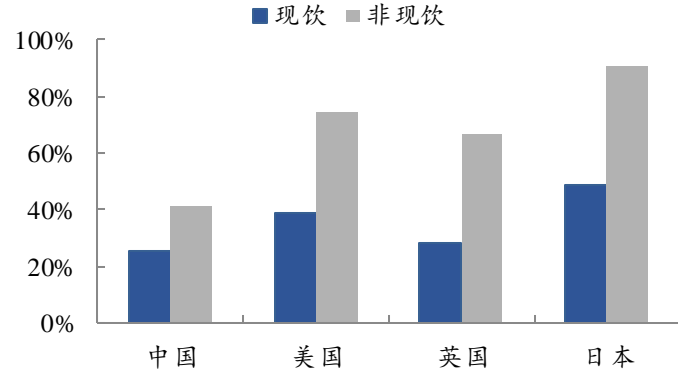
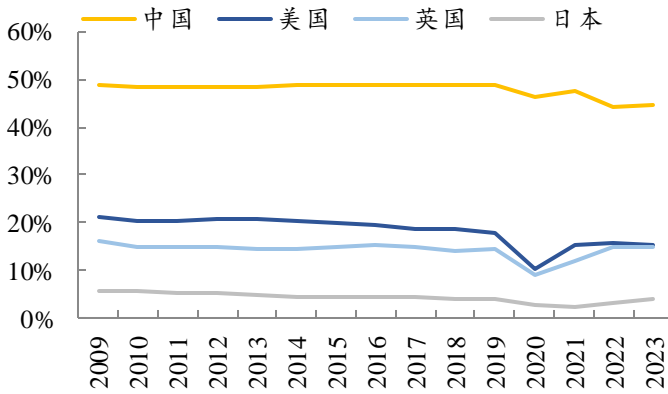


啤酒渠道结构的差异也导致各国罐化率水平不同，中国由于现饮占比高而罐化率偏低，相反现饮渠道占比最低的日本罐化率可以达到接近 90%。

截至 2023 年，中国啤酒现饮渠道销量占比约 44.4%，远高于海外国家水平。但在 2020 年开始，受公共卫生事件以及消费者啤酒消费行为变化影响，性价比高、包装便利的罐装啤酒销量占比开始提升。2019-2023 年，中国啤酒非现饮渠道占比由 51.3% 上升至 55.6%，年均提升 1.1pct。

图表27：中国啤酒现饮渠道占比偏高（%）

图表28：2023 年主要国家啤酒分渠道罐化率（%）



来源：欧睿，国金证券研究所

来源：欧睿，国金证券研究所

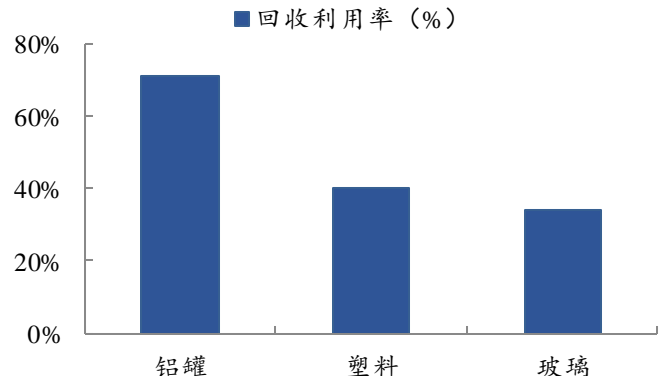
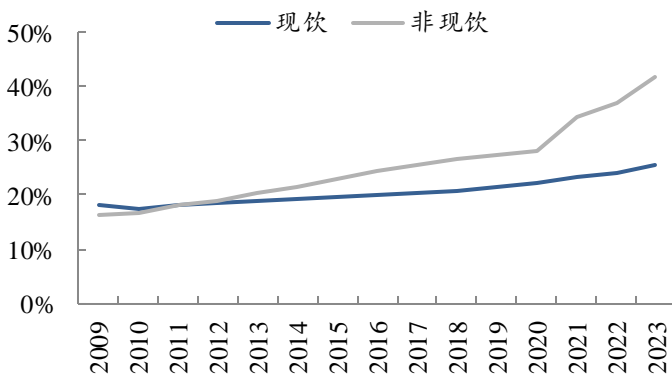
■ 驱动因素二：环保政策趋严，利好金属罐回收利用

除了消费场景变化带来的结构切换，近年来中国环保政策趋严、绿色包装趋势明确，各渠道的罐化率均有明显上行。根据国际铝协统计，金属包装罐是不同包装材料中回收利用率最高的品种，再利用率可达近 71%。

2019-2023 年，中国现饮、非现饮渠道啤酒罐化率分别上升 4.0pct、14.1pct。金属罐由于采购成本低、契合可持续发展趋势并且包装便利便于运输而成为啤酒厂商在非现饮渠道的首选，因此罐化率出现大幅上行。

图表29：中国啤酒分渠道罐化率均有提升（%）

图表30：不同材质包装回收率（%）



来源：欧睿，国金证券研究所

来源：国际铝协，国金证券研究所

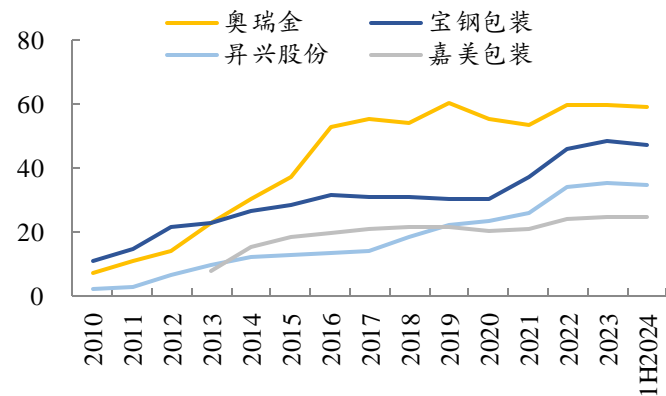
2.2、供给端：行业整合加速，竞争格局有望改善

中国二片罐行业经过 2011-2013 年的集中投资扩张、2014-2016 年的产能密集释放，目前已形成明显头部聚集，重点头部企业凭借前期的大规模投资构筑了规模壁垒。尤其是在 2016 年后由于市场竞争激烈，中小企业出清、外资企业波尔（2018 年）、太平洋（2019 年）相继出售中国业务退出市场，市场份额继续向头部公司聚集。

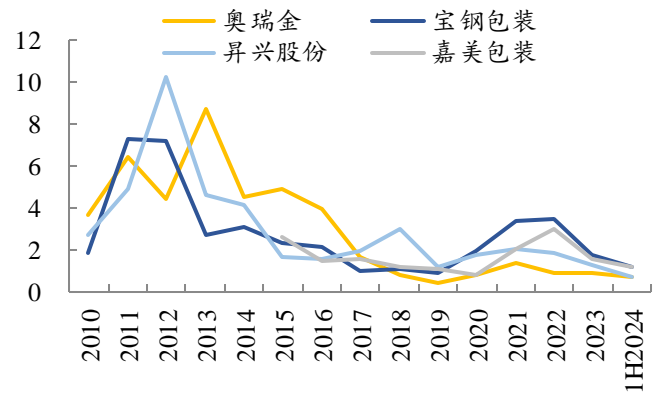
我们以生产性资产规模、资本开支强度刻画二片罐行业供给端发展阶段，可以看到 2016 年之后头部公司产能总规模基本趋于平稳，资本开支强度（Capex 现金流出/当年折旧摊销）也逐步从峰值 6.0 以上回落至 2.0 以下的水平。



图表31：中国二片罐行业生产性资产增长趋缓（亿元）



图表32：中国二片罐行业资本开支强度下降



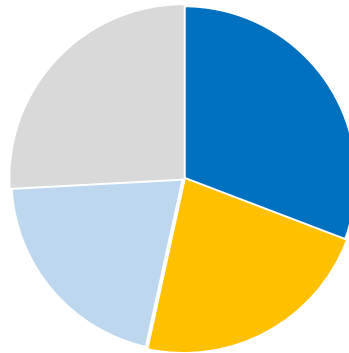
来源：Wind，国金证券研究所（注：生产性资产包括固定资产、无形资产、在建工程）

来源：Wind，国金证券研究所（注：资本开支强度以当年 Capex 现金流出/“当年固定资产折旧+无形资产摊销”计算）

资本开支周期的切换，标志着市场竞争核心的转变。截至 2022 年，中国主要二片罐企业包括宝钢包装、奥瑞金、中粮包装，市占率分别约为 31%、22%、21%，CR3 接近 74%。行业已经基本完成产能集中建设，下一阶段头部二片罐企业或从竞争转向整合、从追求规模向注重利润转换。

图表33：2022 年中国二片罐行业竞争格局（%）

■ 宝钢包装 ■ 奥瑞金 ■ 中粮包装 ■ 其他



来源：各公司公告，国家统计局，欧睿，国金证券研究所测算（注：收入口径市占率）

■ 市场整合加速，中粮包装并购推进

2016 年以来行业内整合已明显加速，尤其是 2019 年奥瑞金收购波尔亚太、2019-2022 年昇兴股份收购太平洋制罐，头部企业扩张主要通过收并购实现、自主产能建设规模减少，并且有效提升了行业集中度。

图表34：二片罐行业并购事件梳理

公司名称	时间	品类	标的	交易价格
奥瑞金	2016 年	二片罐	中粮包装 27%股份权	16.16 亿港元
	2019 年	二片罐	波尔亚太（佛山/北京/青岛）100%股权、波尔亚太（湖北）95.69%股权	2.05 亿美元
中粮包装	2017 年	二片罐	浙江纪鸿包装有限公司 51%股权	0.67 亿元
	2018 年	二片罐	成都高森包装容器有限公司 100%股权	0.75 亿元
	2019 年	二片罐	浙江纪鸿包装有限公司 14.1%股权	0.79 亿元
宝钢包装	2019 年	二片罐	河北宝钢制罐、武汉宝钢包装、佛山宝钢制罐、哈尔滨宝钢制罐 各 47.51%股权	1.90/3.23/4.49/1.98 亿元



公司名称	时间	品类	标的	交易价格
昇兴股份	2017 年	单片罐	温州博德科技有限公司 70%股权	1.94 亿元
	2019 年	二片罐	太平洋制罐（漳州）、太平洋制罐（武汉）	3.31 亿元
	2021 年	二片罐	收购太平洋制罐（沈阳）有限公司 100%股权	1.71 亿元
	2022 年	二片罐	太平洋制罐（青岛/北京/肇庆）100%股权	2.62/3.01/1.68 亿元

来源：奥瑞金重大资产购买预案，国金证券研究所

2023 年 6 月，二片罐行业市占率排名第三的中粮包装大股东中粮集团公告称拟出售所持 29.7% 股份，吸引来宝钢包装母公司宝武钢铁、奥瑞金的收购要约，行业整合进一步加速。2023 年 12 月 6 日、2023 年 12 月 12 日两家公司相继公告现金收购事项，对中粮包装展开竞购。根据最新的收购预案，两家公司分别报价 6.87 港元/股、7.21 港元/股。

截至 2024 年 7 月 30 日，中粮包装主要股东包括中国食品（中粮集团全资子公司，持股 29.70%）、奥瑞金及其一致行动人（24.43%）、张炜（22.01%）。宝武钢铁率先达成现金收购要约的先决条件，获得国资委、商务部、外汇局、德国联邦卡特尔办公室等机构批准发出要约，但在首个截止日 2024 年 9 月 3 日未能获得足够份额导致要约失效，按照港交所规则 12 个月不能再次发出要约。

图表35：中粮包装收购时间表

时间	要约方	事项
2023/6/2	/	中粮包装股东中粮集团拟出售所持有 29.7% 股份
2023/8/17	宝武钢铁	宝武钢铁集团（*宝钢包装母公司）与中粮集团就收购事宜展开协商
2023/12/6	宝武钢铁	Champion Holding 发出附先决条件的全面现金收购要约，报价 6.87 港元/股（估值约 76.5 亿港元）
2023/12/12	奥瑞金	奥瑞金发出对中粮包装的附先决条件的全面现金收购要约
2024/2/19	宝武钢铁	国资委批准中粮包装转让交易
2024/2/23	宝武钢铁	商务部批准中粮包装转让交易
2024/4/15	宝武钢铁	发改委批准中粮包装转让交易
2024/4/26	宝武钢铁	德国联邦卡特尔办公室批准中粮包装转让交易
2024/5/16	宝武钢铁	外汇局批准中粮包装转让交易
2024/6/7	奥瑞金	奥瑞金控制的华瑞凤泉发出附先决条件的全面现金收购要约，报价 7.21 港元/股（估值约 80.3 亿港元）
2024/7/15	宝武钢铁	越南竞争委员会、中国市场监管总局批准中粮包装转让交易，要约收购所有先决条件已达成
2024/7/29	奥瑞金	奥瑞金批准为华瑞提供资金支持及担保，正办理其他先决条件的审批
2024/7/30	宝武钢铁	要约开始，要约文件已寄发，首个截止日为 2024 年 9 月 3 日
2024/8/28	奥瑞金	新西兰商业委员会不对并购交易做进一步审查
2024/9/3	宝武钢铁	首个要约截止日未能获得 50% 股份，要约失效且 1 年内不能再次发起
2024/9/3	奥瑞金	公告《重大资产购买报告书（草案）》

来源：中粮包装公司公告，国金证券研究所

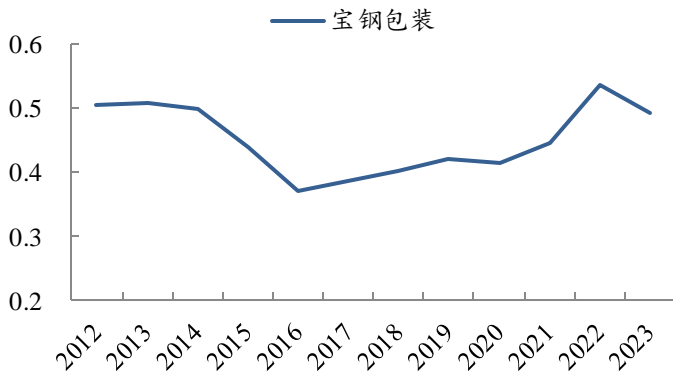
■ 行业竞争趋缓，盈利水平有望提升

2014-2016 年，由于行业产能集中释放引发激烈竞争，二片罐出厂价出现快速下滑。以主营二片罐的宝钢包装销售为例，2014-2016 年公司二片罐销售均价由 0.5 元/罐下行至最低 0.37 元/罐，同期公司毛销差也从 12.6% 下滑至 7.4%。

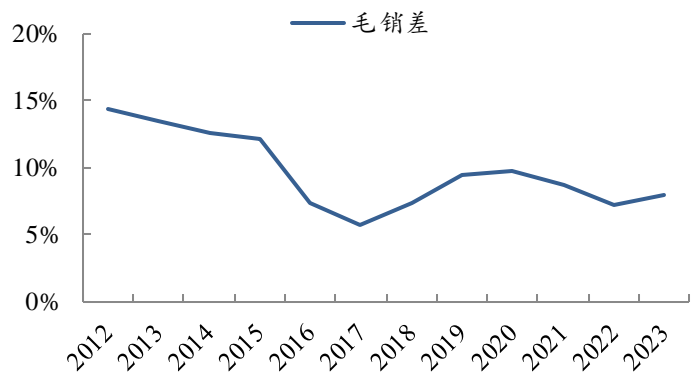
而在 2020 年起由于行业需求在罐化率提升下改善、竞争压力也随着市场集中度提升而趋缓，龙头公司陆续开始部分提价向下游传导成本压力。2021-2023 年，宝钢包装二片罐销售均价由 0.41 元/罐上升至 0.49 元/罐，预计随着行业格局改善二片罐企业利润率水平也将开启上行区间。



图表36: 宝钢包装二片罐销售均价 (元/罐)



图表37: 宝钢包装毛销差 (%)



来源: 宝钢包装公司公告, 国金证券研究所

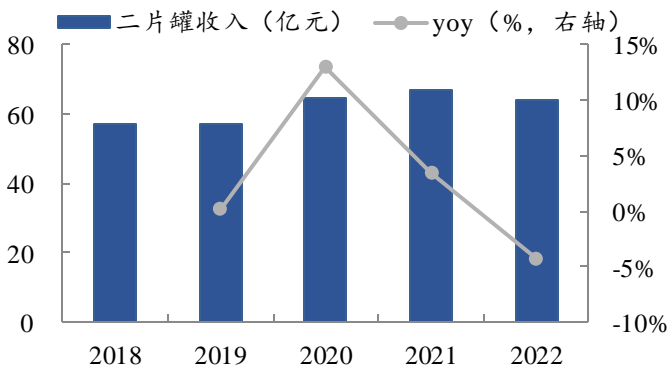
来源: Wind, 国金证券研究所

三、三片罐：红牛诉讼影响趋弱，拓客+拓品分散风险

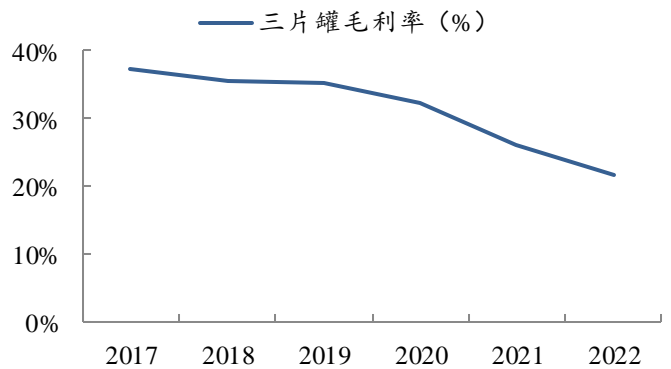
三片罐业务是公司发展最早、规模最大的业务板块，先通过与中国红牛的合作扩大规模，后由饮料切入食品领域并达成与飞鹤乳业等大客户的合作。公司三片罐产能较早完成布局，2023 年产能规模接近 95 亿罐。相应收入规模也较为稳定，2022 年收入约 56.7 亿元，占公司营业收入的 40.3%。

由于公司三片罐业务对核心客户中国红牛的依赖较高，2016 起中国红牛和泰国天丝就商标使用权纠纷对公司三片罐业务产生一定影响，但目前相关诉讼正朝着有利方向推进。同时公司已经开拓了新客户（例如东鹏特饮、战马等其他品牌功能饮料）、新品类（例如奶粉）以分散中国红牛带来的潜在影响。

图表38: 公司三片罐业务收入及增速



图表39: 公司三片罐毛利率 (%)



来源: 公司公告, 奥瑞金债券募集说明书, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 奥瑞金债券募集说明书, 国金证券研究所

3.1、市场规模趋于稳定，份额高度集中

三片罐由于技术路线出现更早、发展时间长，已先于二片罐进入行业成熟阶段。并且随着二片罐生产技术逐步成熟、低成本优势显现以及环保政策影响，二片罐也正在部分领域取代三片罐，因此三片罐行业市场规模较前期有所下滑。

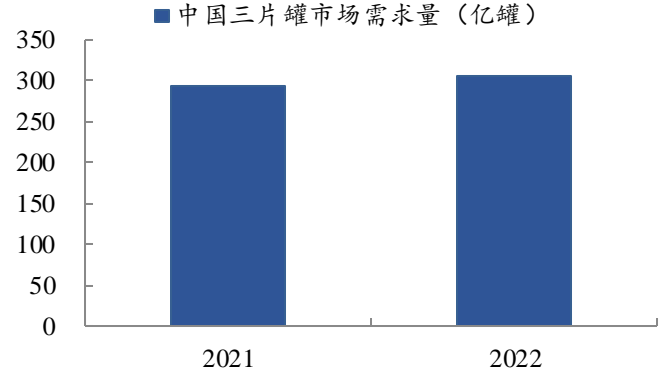
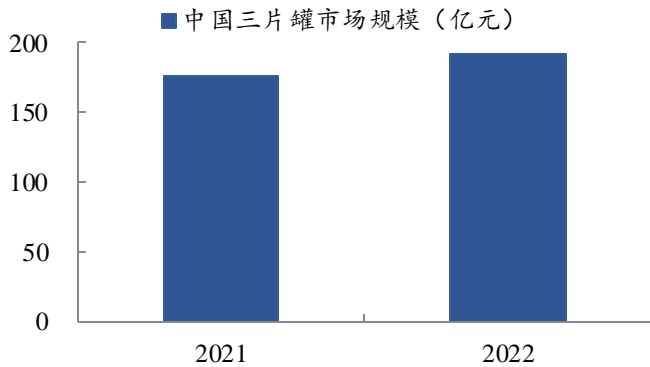
尽管如此，部分品牌/品类出于对品质、口味和消费者习惯的考虑，依然沿用三片罐包装。目前三片罐下游重点消费品牌的金属罐用量占比可达行业整体 70% 以上，主要包括红牛、六个核桃、银鹭、旺旺、娃哈哈、露露、椰树等。

截至 2022 年，中国三片罐行业规模约为 192 亿元、需求量约为 305 亿罐，行业规模趋于稳定。



图表40：中国三片罐市场规模相对稳定（亿元）

图表41：中国三片罐需求量变动较小（亿罐）



来源：智研咨询，国金证券研究所

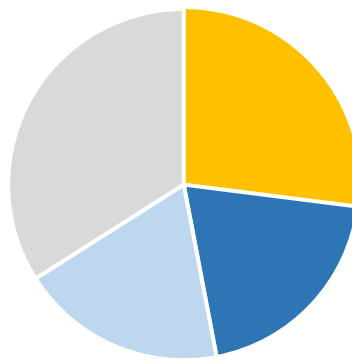
来源：智研咨询，国金证券研究所

由于三片罐下游市场份额高度集中，主要用于少数产品，因此采取“贴近式布局”绑定大客户的金属包装企业也具有更高市场份额，行业整体集中度较高。

截至 2022 年底，中国三片罐行业 CR3 约为 66%，其中奥瑞金、昇兴股份、嘉美包装销量市占率分别约为 27%、20%、19%，头部效应明显。

图表42：2022 年中国三片罐行业竞争格局（%）

■ 奥瑞金 ■ 嘉美包装 ■ 昇兴股份 ■ 其他



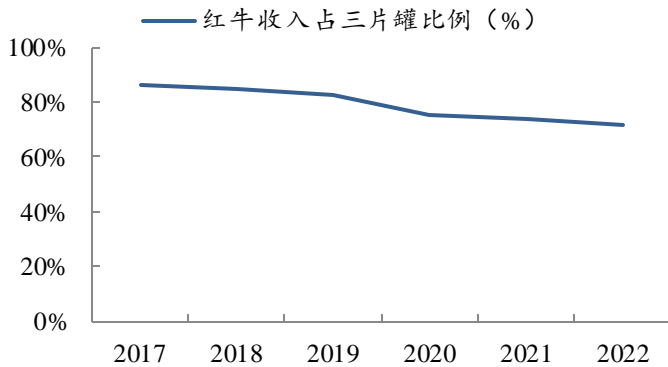
来源：智研咨询，国金证券研究所测算（注：销量口径市占率）

3.2、红牛诉讼影响趋弱，拓客分散风险

中国红牛作为公司长期以来的核心客户，对公司业务具有重大影响。一方面中国红牛贡献收入占比较高，同时中国红牛在公司三片罐业务中的收入占比更高且保持稳定，2017-2022 年平均占比约为 78.9%。另一方面公司收到中国红牛订单的单罐报价、利润空间均更高，有效支撑了公司利润率，公司三片罐毛利率历史上也高于可比公司嘉美包装。

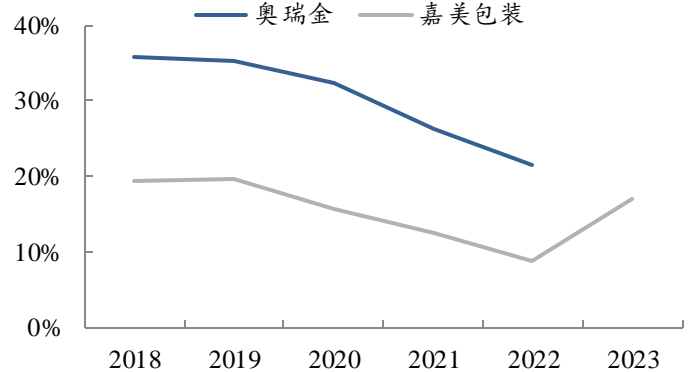


图表43: 中国红牛是公司三片罐主要客户



来源: 公司公告, 国金证券研究所测算

图表44: 奥瑞金三片罐业务毛利率高于可比公司 (%)



来源: 奥瑞金公司公告, 嘉美包装公司公告, 国金证券研究所 (注: 奥瑞金未披露 2023 年三片罐业务毛利率)

2016 年泰国天丝集团就中国市场红牛商标使用权对中国红牛 (华彬集团旗下红牛维他命饮料有限公司) 发起诉讼, 双方矛盾点在于 1995 年合资公司成立时所约定的授权期限, 泰国天丝认定为 20 年、中国红牛则认为有 50 年。2019、2020 年两次审理中院判定中国红牛未能提供有效证据而驳回其请求, 但 2022 年 2 月中国红牛宣布已取得《50 年协议》原件并再次提起上诉, 2023 年 12 月北京市高级人民法院亦支持该材料有效性。

2024 年 7 月, 长沙市中级人民法院认定天丝公司尚无充分有效证据证明红牛公司侵犯其商标权, 判决有利于中国红牛。目前红牛商标权纠纷及相关诉讼仍在审理过程中, 可继续关注进展, 但对公司三片罐业务的不利影响逐步减小。

图表45: 红牛商标权纠纷进展梳理

时间	事件
2016 年 10 月	泰国天丝起诉中国红牛侵犯商标权, 认为 20 年的授权期已到期
2017 年 7 月	泰国天丝起诉中国红牛供应商奥瑞金, 同年 9 月诉讼终止
2019 年 11 月	北京市高级人民法院一审判决未支持中国红牛享有红牛系列商标所有权的主张, 同时驳回其对天丝 37.5 亿元索赔
2020 年 12 月	最高人民法院就“红牛系列商标”权属纠纷一案作出终审判决, 维持北京市高级人民法院的一审判决
2022 年 2 月	中国红牛宣布已取得“50 年协议”原件, 并正式向最高人民法院提交, 作为相关案件再审的重要依据。
2023 年 6 月	北京市第四中级人民法院一审认定中国红牛不属于适格原告, 其诉讼请求亦人为将不具有独立性的合同条款单独拆分要求予以司法确认, 驳回诉讼
2023 年 12 月	北京市高级人民法院撤销 2023 年 6 月北京市第四中级人民法院一审裁定。
2024 年 7 月	长沙市中级人民法院在泰国天丝以侵害商标权为由发起对长沙市华夏糖酒有限公司的诉讼中认定: “天丝公司尚无充分有效证据证明红牛公司侵犯了天丝公司的商标权”

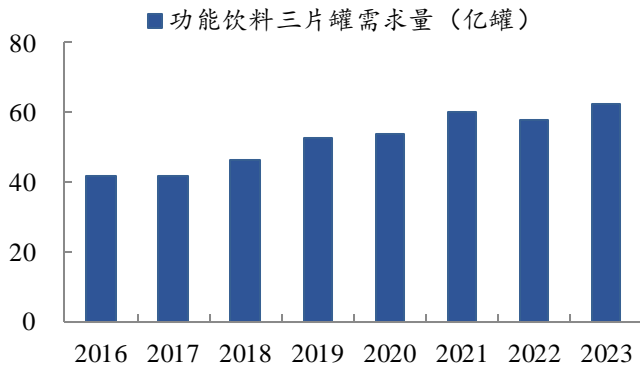
来源: 奥瑞金公司公告, 中国红牛官网, 每日经济新闻, 搜狐新闻, 新京报, 中国经营报, 国金证券研究所

尽管中国红牛短期内受商标使用权诉讼案影响, 但中国功能饮料行业依然处于稳步成长阶段、三片罐需求量逐年提升。2016-2023 年, 中国功能饮料行业金属包装需求量从 41.7 亿罐上升至 62.7 亿罐, 期间复合增速约为 6.0%。

在此背景下公司继续深耕功能饮料相关业务, 并积极拓展中国红牛以外客户分散风险。2016 年起受泰国天丝的诉讼及分流影响, 中国红牛销量市占率出现下滑, 2018-2023 年由 43% 下降至 31%。但公司新开发的东鹏特饮、战马等下游品牌客户发展势头迅猛, 2023 年功能饮料市占率分别已达到 24.7%、4.3%, 较 2018 年分别上升 14.1pct、0.3pct。因此综合来看, 随着公司对功能饮料市场客户布局完善, 能充分享受行业 β 并有效降低对单一客户的依赖。

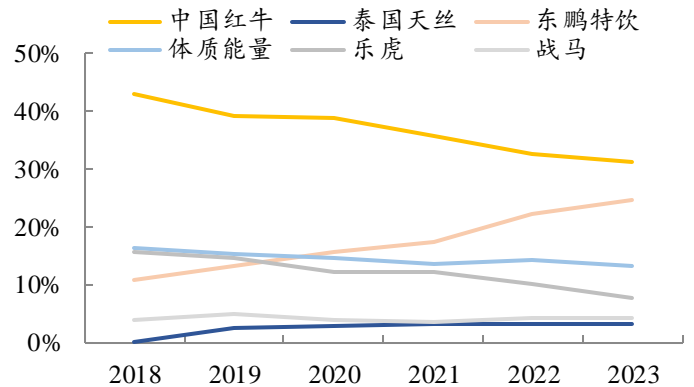


图表46：中国功能饮料三片罐需求量持续提升（亿罐）



来源：欧睿，国金证券研究所

图表47：中国功能饮料销量市占率（%）



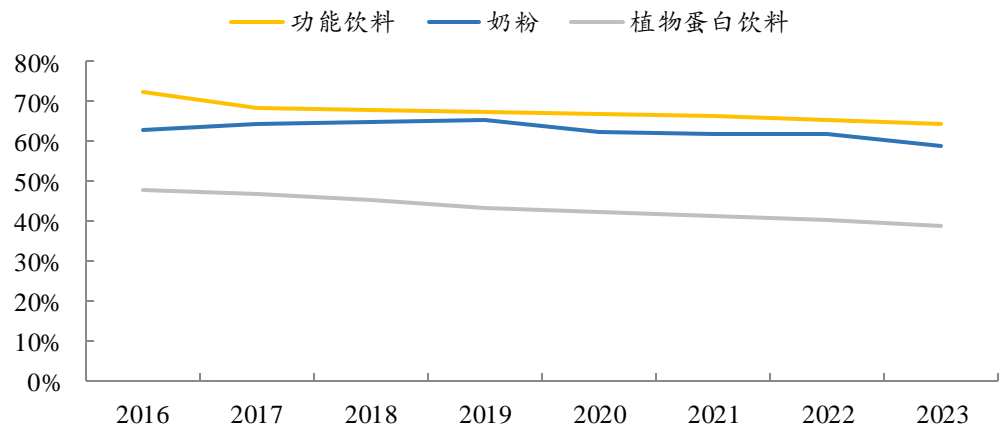
来源：欧睿，国金证券研究所

3.3、积极完善品类布局，稳定下游需求

从下游应用领域看，中国三片罐需求量最大的依次为功能饮料、植物蛋白饮料、奶粉行业，2023年占比分别达到了39.3%、29.1%、3.0%，合计占比达到71.5%。并且这三大行业罐化率近年来维持稳定，2018-2023年均值分别为66.4%、62.6%、41.9%，是三片罐行业稳固的基本盘。

为了继续寻找增量、增强业绩韧性，公司除了在功能饮料板块拓展新客户，也谋求在不同下游行业的均衡布局。2014年底奥瑞金甘南工厂开工建设，扩大奶粉包装罐业务布局。公司现已成为飞鹤、君乐宝、伊利等奶粉企业的主要包装提供商，奶粉业务也成为继啤酒、功能饮料外的三大核心品类之一。

图表48：中国三片罐行业下游产品罐化率（%）



来源：欧睿，国金证券研究所

四、其他业务：灌装业务短期承压，积极布局创新业务

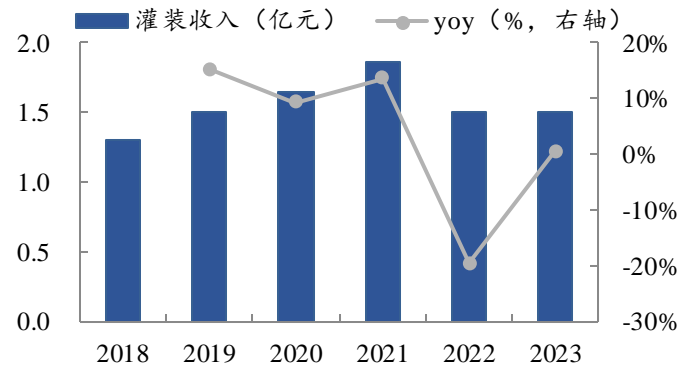
4.1、灌装：周期属性明显，短期需求承压

公司灌装业务起步于2014年，助力公司实现制罐+灌装一体化服务、增强客户粘性、提供综合包装整体解决方案，2022年总产能接近20亿罐。

作为给下游客户提供的补充服务，灌装业务收入规模较小，2018-2023年平均收入规模约1.6亿元。2021年后由于消费需求承压，公司灌装销量、收入均有所下行。

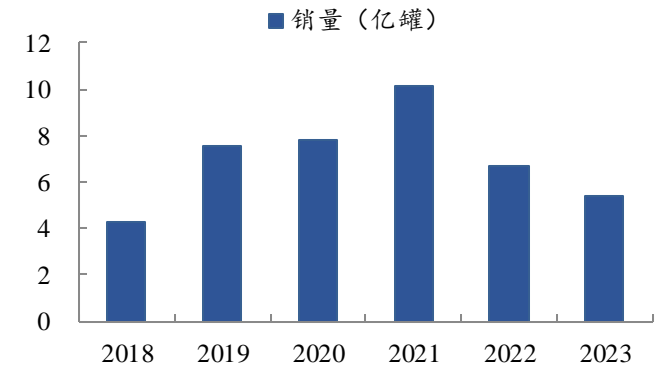


图表49: 公司灌装业务收入及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

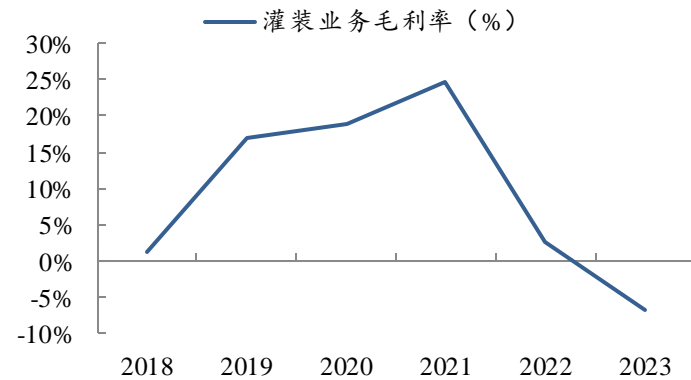
图表50: 公司灌装业务销量 (亿罐)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

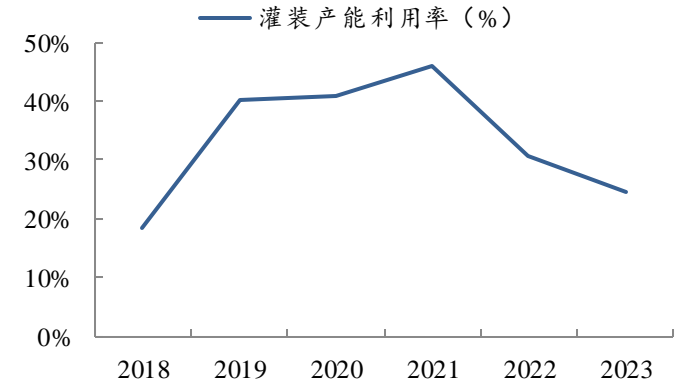
由于灌装业务制造属性更强, 因此盈利水平呈现出较强的周期性。2018-2021 年下游需求扩张, 公司灌装业务销量持续攀升、产能利用率提升, 毛利率水平也从 1.1% 上升至 24.6% 的历史峰值。此后由于需求走弱, 公司灌装业务销量、产能利用率双双下滑, 2023 年产能利用率约 25% 接近 2018 年水平, 相应毛利率也下滑至 -6.8%。若后续市场需求回升, 公司灌装业务有望迎来反转。

图表51: 公司灌装业务毛利率 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表52: 公司灌装业务产能利用率 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

4.2、创新业务: 推出自主产品, 布局新能源项目

2020 年随着产能建设完成, 公司首提“新包装”战略, 以品牌合作、区域合作和产业链合作等作为重心, 从品牌的幕后走向前端, 利用公司在技术研发、生产制造方面的优势探索多元化业务发展空间。目前公司创新业务主要分为自主品牌产品、新能源项目两块:

- 自主品牌产品: 2021 年开始公司推出自主品牌快消品, 包括“犀旺”运动饮料、“乐 K”精酿啤酒、“元本善粮”预制菜等产品。并且基于公司包装制造基础, 分别使用了一体化铝罐、炮弹罐、碗罐等创新包装产品。目前公司自主品牌产品已在线上线下同步推广、销售, 正不断丰富产品品类。
- 新能源项目: 2023 年公司紧跟国家“双碳战略”, 判断新能源行业具有广阔发展空间, 致力于将公司金属包装领域成熟的生产制造运用到精密电池结构自动化生产制造中。目前公司已经山东枣庄项目已建成一条生产线, 具备新能源电池壳结构件批量生产能力, 并为意向客户提供批量测试产品。



图表53: 奥瑞金自主品牌产品



图表54: 奥瑞金枣庄新能源项目



来源: 奥瑞金官网, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

五、海外对比：对标美国行业龙头，长期盈利改善可期

我们判断金属包装行业投资机会来自于周期反转，从追求规模的资本开支上行周期进入追求利润的行业整合提质阶段，短期内利润率水平已见到拐点。展望长期发展，盈利能力提升从而释放利润将是主逻辑。参考发展更早的美国金属罐行业，可以为中国金属包装行业发展提供指引。

■ 美国多寡头垄断，市场已完成整合

美国金属罐行业已经历过多轮行业整合，形成以波尔(Ball)、皇冠控股(Crown Holdings)、Silgan、AMP (Ardage Metal Packaging)、Mauser 为代表的头部企业。回顾美国制罐龙头发展历史，通过并购实现行业整合、业务出海是必经之路。

以波尔为例，1969 年收购 Jeffco 进军金属饮料罐业务后，1973 年登陆纽交所，此后相继并购 Heekin (食品罐，1993 年)、MC 包装(1997 年)、Schmalbach-Lubeca (2002 年)、U.S. Can (2006 年)、百威英博制罐工厂(2009 年)、Rexam (2016 年)，通过外延并购奠定行业地位和全球产能布局。无独有偶，另一家美国制罐龙头皇冠控股也采取了类似的战略，1990 年收购 Continental Can Company、1996 年收购欧洲 CernaudMetalbox、2014 年收购西班牙 Mivisa Envases、2015 年收购墨西哥 EMPAQUE。

图表55: 波尔发展大事记

事件	事件
1969	波尔收购Jeffco制造公司，进军金属饮料罐业务
1973	纽交所上市
1993	收购美国最大食品金属罐公司Heekin Can 成为北美第三大食品罐&气雾罐制造商
1995	成立Latapack-Ball embalagens，进军巴西市场
1996	公司退出玻璃罐业务
1997	收购MC包装，成为中国最大的制罐企业
2002	收购德国金属饮料罐企业Schmalbach-Lubeca，进军欧洲市场
2006	收购美国气雾及特种罐企业U.S. Can，成立食品&家用包装部门
2009	从百威英博收购4家制罐工厂，成为全球最大制罐企业
2010	收购北美Neuman Aluminum、欧洲Aerocan S.A.S. 成为世界最大铝片制造商
2016	收购Rexam，成为全球最大的铝制饮料罐企业

图表56: 皇冠控股发展大事记

事件	事件
1937	推出“皇冠瓶”(Crowntainer)，铁制二片罐
1960	从啤酒进军软饮料包装市场，扩大市场份额
1977	全球拥有60家工厂，成为世界领先的制罐企业
1990	收购Continental Can Company，成为北美包装领导者
1992	收购PET包装公司CONSTAR
1996	收购欧洲包装企业CernaudMetalbox，成为全球包装行业领导者
2002&2003	借壳CONSTAR上市
2005&2006	出售塑料包装、化妆品包装业务
2014	收购西班牙食品罐制造商Mivisa Envases，扩大欧洲业务
2015	从喜力收购墨西哥EMPAQUE，扩大饮料包装市场地位
2018	收购Signode Industrial Group，成立运输包装部门
2021	出售马口铁罐业务给KPS Capital Partners，聚焦饮料罐业务

来源: Ball 官网, 国金证券研究所

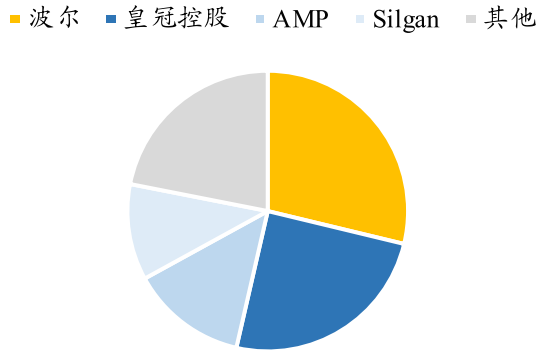
来源: Crown Holdings 官网, 国金证券研究所

美国本土金属罐市场在 1990 年代起已经历了行业整合，因此头部企业集中度较高且格局相对稳定。截至 2023 年，美国金属罐市场 CR4 约为 78.1%，其中波尔、皇冠控股、Silgan、AMP 占比分别约为 29%、25%、13%、11%。

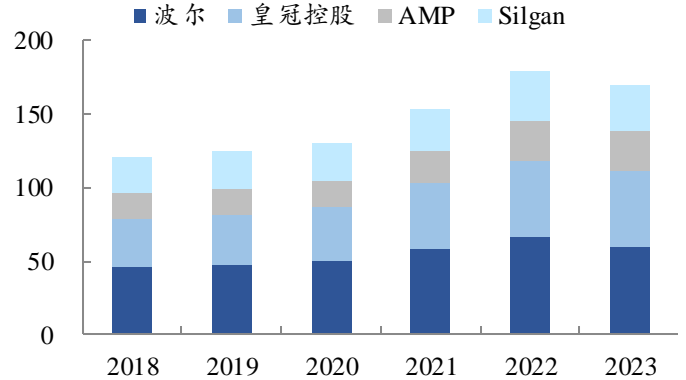
由于美国金属罐行业已相对成熟，因此头部企业的收入增速普遍不高，2018-2023 年波尔、皇冠控股、Silgan、AMP 收入复合增速分别约为 5.2%、9.4%、9.8%、5.7%。在行业总量增长有限情况下，头部企业选择增强合作提振利润水平。



图表57: 2023年美国金属罐行业呈寡头垄断格局(%)



图表58: 美国主要金属罐企业收入(亿美元)



来源: Mordor Intelligence, Ball 公司公告, Crown Holdings 公司公告, Silgan 公司公告, AMP 公司公告, 国金证券研究所测算 (注: 以销售额口径计算)

来源: Ball 公司公告, Crown Holdings 公司公告, Silgan 公司公告, AMP 公司公告, 国金证券研究所

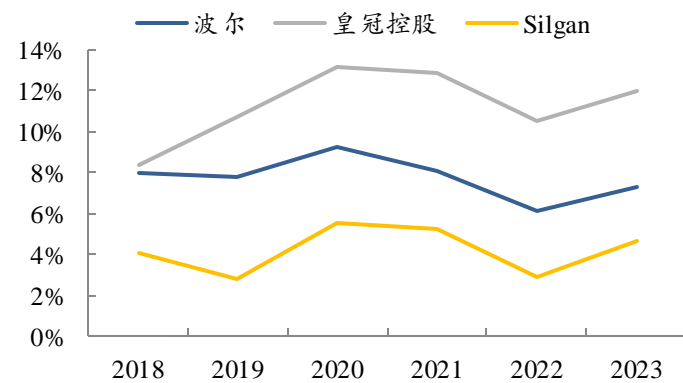
■ 美国净利率更高, 中国仍有提升空间

拆分测算美国制罐龙头本土业务净利率, 可以看到整体围绕盈利中枢波动, 短期可能受到下游需求或原材料价格影响但走势基本趋同。2018-2023年波尔、皇冠控股、Silgan 净利率中枢分别为 7.7%、11.3%、4.2%。

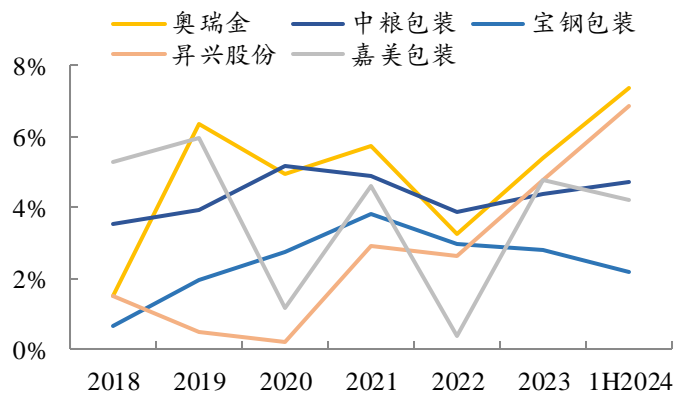
对比中美金属包装行业盈利能力, 中国金属包装企业重点公司净利率中枢、最大值均显著低于美国。2018-2023年中国行业平均净利率水平为 3.4%, 低于同期美国近 4.3pct; 同期净利率最高的奥瑞金约为 4.5%, 同样低于美国皇冠控股近 11.3%的水平。

由于中国市场竞争更为激烈, 且前期处于产能释放、行业整合阶段, 影响了行业盈利能力。而随着国内竞争格局改善, 2023年二片罐 CR4 达到 78%、三片罐 CR3 接近 87%, 均已接近美国市场水平。

图表59: 美国主要金属包装企业制罐业务净利率(%)



图表60: 中国主要金属包装企业制罐业务净利率(%)



来源: Ball 公司公告, Crown Holdings 公司公告, Silgan 公司公告, 国金证券研究所测算

来源: Wind, 国金证券研究所

六、盈利预测与投资建议

■ 收入预测

由于奥瑞金收购中粮包装交易尚有不确定性, 盈利预测暂不考虑相关因素影响:

- 1) **金属包装产品及服务:** 随着二片罐下游行业消费场景变化、环保政策趋严推动罐化率提升, 有望促进公司二片罐业务销量增长; 同时随着公司新客户、新品类拓展顺利, 贡献三片罐业务增量。我们预计 2024-2026 年金属包装罐销量分别同比增长 6.5%/5.5%/5.0%。价格方面, 由于行业竞争格局改善、上游原材料价格上涨, 二片罐销售均价有望持续上涨带动整体均价提升, 我们预计 2024-2026 年金属包装罐均价



分别同比上涨 0.0%/1.0%/1.0%。综合量价方面预测，预计 2024-2026 年金属包装罐收入分别同比增长 6.5%/6.6%/6.1%。随着行业竞争压力趋缓、原材料价格下行，我们预计公司毛利率进入长期提升通道，预计 2024-2026 年金属包装罐毛利率分别为 16.9%/17.2%/17.6%。

- 2) **灌装业务：**灌装业务周期性较强，短期受到下游需求偏弱影响产能利用率不足，但我们预测随着需求恢复、周期反转，灌装业务销量有望持续回升至前期水平，预计 2024-2026 年灌装销量分别同比增长 7.0%/10.0%/15.0%。价格方面，我们预测未来将保持相对稳健，年均增长 2.0%。综合量价因素，我们预测 2024-2026 年公司关注按业务收入分别同比增长 9.1%/12.2%/17.3%。同时毛利率也逐步恢复，2024-2026 年分别为 10.0%/14.0%/18.0%。

■ 核心费用率预测

- 1) **销售费用率：**公司正探索海外市场业务、推广自主品牌产品，因此销售费用可能小幅上涨，我们预计 2024-2026 年销售费用率略有上升，分别为 1.64%/1.65%/1.66%。
- 2) **管理费用率：**公司管理稳健高效，我们预计 2024-2026 年管理费用率分别为 4.1%/4.1%/4.1%。
- 3) **研发费用率：**公司持续投入新型包装产品研发、保持生产技术领先，我们预计研发投入强度保持稳定，2024-2026 年研发费用率分别为 0.35%/0.35%/0.35%。

图表61：公司收入拆分

单位：百万元；%	2022	2023	2024E	2025E	2026E
公司营业收入	14067.07	13842.84	14721.80	15669.10	16618.70
yoy	1.31%	-1.59%	6.35%	6.43%	6.06%
整体毛利率	11.86%	15.24%	15.48%	15.80%	16.21%
收入拆分					
金属包装产品及服务	12381.36	12038.67	12821.18	13661.61	14488.14
yoy	0.73%	-2.77%	6.50%	6.55%	6.05%
毛利率	12.49%	16.83%	16.90%	17.20%	17.60%
销量（万件）	175.84	183.23	195.14	205.88	216.17
yoy	-5.96%	4.20%	6.50%	5.50%	5.00%
均价（元/件）	0.70	0.66	0.66	0.66	0.67
yoy	7.95%	-6.69%	0.00%	1.00%	1.00%
灌装	149.88	150.67	164.44	184.51	216.43
yoy	-19.56%	0.53%	9.14%	12.20%	17.30%
毛利率	2.60%	-6.77%	10.00%	14.00%	18.00%
销量（万件）	6.73	5.43	5.81	6.39	7.35
yoy	-33.50%	-19.31%	7.00%	10.00%	15.00%
均价（元/件）	0.22	0.28	0.28	0.29	0.29
yoy	20.95%	24.59%	2.00%	2.00%	2.00%
其他	1535.83	1653.51	1736.18	1822.99	1914.14
yoy	2.26%	7.66%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	7.65%	5.66%	5.50%	5.50%	5.50%

来源：公司公告，国金证券研究所（注：金属包装业务均价历史数据参考嘉美包装）

■ 可比估值

根据我们测算，预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 147.2/156.7/166.2 亿元，分别同比+6.35%/+6.43%/+6.06%。2024-2026 年公司归母净利润为 8.97/10.49/11.70 亿元，同比+15.77%/+16.94%/+11.60%，对应 EPS 为 0.35/0.41/0.46 元，对应 PE 分别为 12.1X/10.6X/9.7X。



我们选取从事中国金属包装行业龙头宝钢包装、昇兴股份作为可比公司，2024 年可比公司平均 PE 估值约 14.3X。

我们认为公司作为金属包装行业龙头具有规模优势和紧密的客户关系，随着行业整合、竞争趋缓有望引领行业合作提振利润率水平。同时公司探索出海、创新业务等多元化业务，未来有望贡献增量。

考虑到金属包装行业盈利拐点渐进、利润率企稳回升，给予公司 2024 年 15X 估值，目标价 5.2 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表62：可比公司估值

代码	名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE		
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601968.SH	宝钢包装	49.5	2.19	2.54	3.06	3.67	19.50	16.16	13.48
002752.SZ	昇兴股份	42.0	3.33	4.58	5.44	6.21	9.17	7.71	6.76
	平均值						14.33	11.94	10.12
002701.SZ	奥瑞金	108.6	7.75	8.97	10.49	11.70	12.11	10.36	9.28

来源：Wind，国金证券研究所（注 1：数据截至 2024/9/17；注 2：宝钢包装、昇兴股份盈利预测采用 Wind 一致预期）

七、风险提示

- 市场竞争加剧风险。金属包装行业产品同质化较强，若行业竞争加剧，可能影响公司利润率水平。
- 原材料价格上涨风险。金属包装罐产品成本中原材料占比接近 80%，若上游原料价格大幅上涨可能侵蚀公司利润。
- 产能利用率不足风险。公司固定资产、无形资产规模较大，若产能利用率不足、折旧摊销费用较高可能影响公司利润。
- 资产重组风险：公司正推进收购中粮包装，后续进展仍有不确定性，且收购后经营整合效果仍待观察。
- 大股东股权质押比例较高风险：公司大股东质押 3.90 亿股，占持有股份的 46.4%，占总股本的 15.2%。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	13,885	14,067	13,843	14,722	15,669	16,619	货币资金	942	1,478	1,255	1,991	2,256	2,531	
增长率		1.3%	-1.6%	6.3%	6.4%	6.1%	应收款项	3,218	3,574	3,555	3,576	3,665	3,737	
主营业务成本	-11,729	-12,399	-11,734	-12,443	-13,193	-13,925	存货	2,162	2,070	1,682	1,836	1,911	1,979	
%销售收入	84.5%	88.1%	84.8%	84.5%	84.2%	83.8%	其他流动资产	696	361	323	416	450	486	
毛利	2,156	1,668	2,109	2,279	2,476	2,694	流动资产	7,019	7,483	6,815	7,818	8,282	8,734	
%销售收入	15.5%	11.9%	15.2%	15.5%	15.8%	16.2%	%总资产	42.1%	43.9%	41.5%	45.5%	46.8%	48.1%	
营业税金及附加	-87	-74	-93	-100	-107	-113	长期投资	2,990	3,028	3,092	3,185	3,284	3,389	
%销售收入	0.6%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	4,904	5,474	5,502	5,315	5,246	5,185	
销售费用	-160	-193	-232	-241	-259	-276	%总资产	29.4%	32.1%	33.5%	30.9%	29.7%	28.5%	
%销售收入	1.2%	1.4%	1.7%	1.6%	1.7%	1.7%	无形资产	607	595	604	612	621	630	
管理费用	-558	-543	-563	-604	-642	-681	非流动资产	9,633	9,553	9,591	9,375	9,401	9,442	
%销售收入	4.0%	3.9%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	%总资产	57.9%	56.1%	58.5%	54.5%	53.2%	51.9%	
研发费用	-50	-44	-44	-52	-55	-58	资产总计	16,652	17,036	16,406	17,194	17,683	18,176	
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	短期借款	3,015	3,141	3,224	3,572	3,310	2,979	
息税前利润 (EBIT)	1,300	815	1,178	1,282	1,414	1,566	应付款项	3,009	2,758	2,404	2,789	2,921	3,045	
%销售收入	9.4%	5.8%	8.5%	8.7%	9.0%	9.4%	其他流动负债	543	551	518	537	591	638	
财务费用	-361	-281	-264	-106	-121	-105	流动负债	6,566	6,450	6,146	6,898	6,822	6,662	
%销售收入	2.6%	2.0%	1.9%	0.7%	0.8%	0.6%	长期贷款	1,062	762	539	539	539	539	
资产减值损失	-40	-51	-102	-120	-4	-3	其他长期负债	1,268	1,386	805	371	322	288	
公允价值变动收益	-15	-2	-2	-20	-15	-10	负债	8,897	8,598	7,490	7,809	7,684	7,489	
投资收益	251	204	205	170	150	150	普通股股东权益	7,559	8,251	8,735	9,214	9,839	10,536	
%税前利润	20.7%	25.6%	19.5%	13.4%	10.1%	9.0%	其中：股本	2,448	2,573	2,573	2,573	2,573	2,573	
营业利润	1,221	809	1,076	1,277	1,494	1,667	未分配利润	3,418	3,616	4,047	4,585	5,214	5,916	
营业利润率	8.8%	5.8%	7.8%	8.7%	9.5%	10.0%	少数股东权益	196	187	181	171	161	151	
营业外收支	-13	-10	-24	-10	-10	-10	负债股东权益合计	16,652	17,036	16,406	17,194	17,683	18,176	
税前利润	1,209	800	1,052	1,267	1,484	1,657	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	8.7%	5.7%	7.6%	8.6%	9.5%	10.0%	每股指标							
所得税	-312	-243	-313	-380	-445	-497	每股收益	0.370	0.220	0.301	0.348	0.407	0.455	
所得税率	25.8%	30.4%	29.7%	30.0%	30.0%	30.0%	每股净资产	3.088	3.207	3.394	3.581	3.823	4.094	
净利润	897	556	739	887	1,039	1,160	每股经营现金净流	0.483	0.408	0.585	0.603	0.641	0.708	
少数股东损益	-8	-9	-35	-10	-10	-10	每股股利	0.040	0.136	0.120	0.140	0.160	0.180	
归属于母公司的净利润	905	565	775	897	1,049	1,170	回报率							
净利率	6.5%	4.0%	5.6%	6.1%	6.7%	7.0%	净资产收益率	11.97%	6.85%	8.87%	9.73%	10.66%	11.11%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.44%	3.32%	4.72%	5.22%	5.93%	6.44%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	7.81%	4.57%	6.50%	6.65%	7.14%	7.72%	
净利润	897	556	739	887	1,039	1,160	增长率							
少数股东损益	-8	-9	-35	-10	-10	-10	主营业务收入增长率	31.47%	1.31%	-1.59%	6.35%	6.43%	6.06%	
非现金支出	642	706	722	678	614	676	EBIT增长率	-1.47%	-37.36%	44.58%	8.87%	10.26%	10.77%	
非经营收益	119	18	51	-21	12	-5	净利润增长率	27.94%	-37.56%	37.05%	15.77%	16.94%	11.60%	
营运资金变动	-475	-230	-5	8	-17	-9	总资产增长率	10.32%	2.31%	-3.70%	4.80%	2.85%	2.79%	
经营活动现金净流	1,183	1,051	1,507	1,551	1,648	1,822	资产管理能力							
资本开支	-485	-402	-428	-299	-537	-609	应收账款周转天数	72.2	80.6	85.2	83.0	80.0	77.0	
投资	248	-10	-2	-116	-117	-118	存货周转天数	54.3	62.3	58.4	55.0	54.0	53.0	
其他	235	128	118	168	148	148	应付账款周转天数	68.6	72.3	70.8	70.0	69.0	68.0	
投资活动现金净流	-2	-284	-312	-247	-506	-579	固定资产周转天数	119.6	135.2	133.4	123.7	117.0	110.7	
股权募资	0	3	12	-53	0	0	偿债能力							
债权募资	-37	-454	-467	38	-262	-331	净负债/股东权益	46.37%	28.58%	27.89%	22.35%	15.71%	9.03%	
其他	-1,282	219	-930	-483	-566	-603	EBIT利息保障倍数	3.6	2.9	4.5	12.1	11.7	14.9	
筹资活动现金净流	-1,318	-233	-1,385	-498	-828	-934	资产负债率	53.43%	50.47%	45.66%	45.42%	43.45%	41.20%	
现金净流量	-150	538	-182	806	314	309								

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	8	8	10	21
增持	0	3	3	3	2
中性	1	1	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	3.00	1.42	1.42	1.36	1.24

来源：聚源数据

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究