

奥瑞金 (002701.SZ)

金属包装行业整合在即，奥瑞金稳中求进迎拐点

核心观点：

- **深耕行业数十载，奥瑞金已成长为金属包装龙头。**据 wind，18-23 年公司营收从 81.8 亿元上升至 138.4 亿元，归母净利润从 2.3 亿元增长至 7.7 亿元，CAGR 分别达 11.1%、28.1%，当前在二片、三片罐行业皆处领先地位，龙头地位稳固。
- **二片罐格局变化在即，三片罐格局较稳定。**据观研天下，23 年我国二片罐市场达 267 亿元，19-23 年 CAGR 达 5.5%，其中 56% 的需求来自啤酒包装。据奥瑞金《可转债募集书》，22 年我国啤酒罐化率达 27.1%，虽较 16 年提升 2.5pct，但仍显著低于美国及英国，预计我国啤酒罐化率有望持续增长，带动行业扩容。当前对于中粮包装的收购稳步进行中，行业集中度有望进一步提升，利好龙头利润中枢上行。从三片罐来看，据智研咨询，行业 CR3 达到 66%，下游客户分布在功能饮料及植物蛋白饮料，当前中国红牛与泰国天丝案件仍未有定论，预计率先摆脱单一客户依赖，且不断丰富客户结构的企业有望拥有更高的业绩稳健性。
- **成功降低大客户依赖，积极寻找第二成长曲线。**据 Wind，奥瑞金第一大客户中国红牛销售占比由 18 年的 59.1% 下降至 23H1 的 33.7%。公司持续拓展新客户，当前显著分散了由于红牛法律纠纷可能带来的风险。据公司官网，截止 24H1 公司两片、三片罐年产能分别达 135、90 亿罐，国内生产网络全面覆盖，客户深度绑定。此外，公司早期通过对亚太及澳新市场的布局，成功为出海打下基础，预计海外空间广阔，公司境外业务利润率有望持续提升。
- **盈利预测与投资建议。**公司为金属包装龙头，通过优质供应提升份额，出海及新能源业务拓张有望带来新的增长点，预计需求承压下仍能延续业绩韧性。预计 24-26 年归母净利为 8.75/10.00/11.17 亿元，参考可比公司，给予 25 年合理估值 15 倍 PE，对应合理价值 5.86 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**宏观经济下行的风险、收购中粮包装失败的风险、原材料价格上行的风险、下游客户经营不及预期的风险。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	14,067	13,843	14,904	15,995	17,105
增长率 (%)	0.6%	-1.6%	7.7%	7.3%	6.9%
EBITDA (百万元)	1,513	1,775	1,994	2,144	2,241
归母净利润 (百万元)	565	775	875	1,000	1,117
增长率 (%)	-36.7%	37.0%	12.9%	14.3%	11.7%
EPS (元/股)	0.22	0.30	0.34	0.39	0.44
市盈率 (x)	22.95	13.80	16.16	14.13	12.65
ROE (%)	6.8%	8.9%	9.4%	10.0%	10.3%
EV/EBITDA (x)	10.34	7.55	8.06	7.19	6.58

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

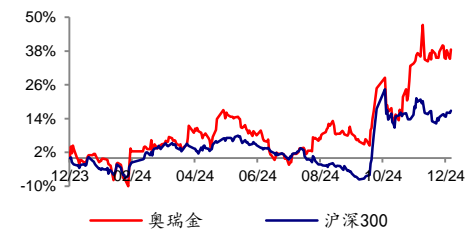
买入

当前价格	5.52 元
合理价值	5.86 元
报告日期	2024-12-10

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	2559/2557
总市值/流通市值 (百万元)	14129/1411
一年内最高/最低 (元)	5.87/3.69
30 日日均成交量/成交额 (百万)	42/23
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	29.88/26.24

相对市场表现



分析师：

曹倩雯



SAC 执证号：S0260520110002



021-38003621



caoqianwen@gf.com.cn

分析师：

张雨露



SAC 执证号：S0260518110003



SFC CE No. BNU523



021-38003692



zhangyulu@gf.com.cn

请注意，曹倩雯并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

联系人：

李悦瑜 021-38003784

liyueyu@gf.com.cn

目录索引

一、金属包装领军企业，龙头具备业绩韧性.....	5
(一) 深耕金属包装行业二十余载，龙头地位稳固.....	5
(二) 股权结构集中，高管团队稳定.....	6
(三) 消费承压下，奥瑞金作为龙头企业韧性凸显.....	7
二、金属包装行业呈现寡头格局，重大整合在即.....	10
(一) 金属包装为我国包装行业重要组成部分.....	10
(二) 二片罐受益于啤酒罐化率提升，近年来行业持续整合.....	11
(三) 中粮包装整合稳步进行中，二片罐行业集中度有望进一步提升.....	13
(四) 三片罐供应格局集中，下游客户竞争格局仍在变化中.....	14
三、降低大客户依赖，积极寻找第二成长曲线.....	16
(一) 降低单一客户风险，多元拓展铸造稳定性.....	16
(二) 国内产能布局全面，海外进展有望加速.....	18
(三) 新能源业务整装待发，有望贡献新的盈利增长点.....	22
四、盈利预测和投资建议.....	24
(一) 宏观经济下行的风险.....	26
(二) 原材料价格上行的风险.....	26
(三) 收购中粮包装失败的风险.....	26
(四) 下游客户经营不及预期的风险.....	26

图表索引

图 1: 奥瑞金科技发展历程	5
图 2: 奥瑞金产品矩阵布局	6
图 3: 奥瑞金股权结构 (截止 2024Q3)	6
图 4: 奥瑞金营收及同比 (亿元, %)	8
图 5: 奥瑞金归母净利润及同比 (亿元, %)	8
图 6: 2024H1 奥瑞金各产品营收占比 (%)	8
图 7: 奥瑞金各产品收入及同比增速 (亿元, %)	8
图 8: 奥瑞金分地区营收及同比 (亿元, %)	9
图 9: 奥瑞金国内外收入占比 (%)	9
图 10: 奥瑞金毛利率与净利率 (%)	9
图 11: 奥瑞金各项费用率 (%)	9
图 12: 中国包装行业市场规模 (百亿元)	10
图 13: 2023 年包装细分行业累计营收占比 (%)	10
图 14: 金属包装行业产业链梳理	11
图 15: 2023 年企业纸包装业务成本结构拆分 (%)	11
图 16: 二片罐下游需求结构 (%)	11
图 17: 二片罐市场规模变化 (亿元, %)	11
图 18: 近年中国啤酒产量变化	12
图 19: 我国啤酒即饮及非即饮渠道占比 (%)	12
图 20: 我国啤酒罐化率 (%)	12
图 21: 海外啤酒罐化率 (%)	12
图 22: 2022 年二片罐市场份额 (%)	13
图 23: 金属包装行业规模以上企业数量 (个)	13
图 24: 中粮包装股权结构 (截止 2024H1)	13
图 25: 中粮包装收入及利润	14
图 26: 中粮包装产能布局	14
图 27: 中国三片罐市场规模 (亿元)	15
图 28: 2022 年三片罐市场竞争格局 (%)	15
图 29: 中国功能饮料市场规模	15
图 30: 2022 中国功能饮料市占率 (终端销售额)	15
图 31: 植物蛋白饮料市场规模 (亿元)	16
图 32: 2021 年植物蛋白饮料市场竞争格局 (%)	16
图 33: 奥瑞金前五大客户占比 (%)	17
图 34: 奥瑞金前五大客户销售情况	17
图 35: 奥瑞金灌装服务营收规模	17
图 36: 奥瑞金二维码营销	17
图 37: 奥瑞金国内产能布局地图	19
图 38: 2023 年奥瑞金产能占比 (%)	20
图 39: 奥瑞金金属包装产品产量及销量	20
图 40: Jamestrong 财务情况 (亿元)	21

图 41: 奥瑞金境外业务收入及增速	21
图 42: 22 年波尔饮料包装各地区占有率情况 (%)	22
图 43: 波尔及皇冠控股分地区收入拆分	22
图 44: 波尔&皇冠销售毛利率 (%)	22
图 45: 奥瑞金分业务毛利率 (%)	22
图 46: 奥瑞金枣庄新能源电池结构件生产基地	23
图 47: 合作伙伴卫蓝新能源基地建设	23
表 1: 奥瑞金董事会及高管人员简介	7
表 2: 2020-2023H1 公司前五大客户分布	16
表 3: 奥瑞金全国工厂主要客户及产能大致情况	18
表 4: 波尔亚太各工厂财务指标 (万元)	20
表 5: 奥瑞金核心业务拆分 (百万元, %)	24
表 6: 奥瑞金可比公司估值对比 (截至 2024 年 12 月 10 日)	25

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/187115005113010006>