



Research and
Development Center

金属包装：提价&出海齐头并进，龙头盈利改善可期

包装印刷

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

证券研究报告

行业研究

行业深度研究

金属包装

投资评级 看好
上次评级

姜文锬 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

李晨 新消费行业分析师

执业编号: S1500525060001

邮箱: lichen1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

金属包装：提价&出海齐头并进，龙头盈利改善可期

2026年1月28日

本期内容提要：

两片罐：啤酒罐化率提升促进行业扩容，供给拐点显现。2019-2023年两片罐全国销量从470亿罐增长至580亿罐（CAGR为5.4%），下游主要为啤酒、碳酸饮料等；根据我们测算，若我国啤酒罐化率从2023年28.9%增长至2028年36.5%，叠加碳酸饮料规模平稳提升，两片罐行业规模有望从2023年580亿罐增长至719亿罐（CAGR为4.8%）。2023年两片罐CR4高达77%，2025年伴随奥瑞金并购中粮落地，行业CR3提升至78%；目前龙头自身扩产步伐明显放缓，26年仅有望宝钢厦门11亿罐新增产能落地，供需压力有望持续缓解。

三片罐：下游分散，供需平稳，盈利优于两片。2022年中国三片罐行业产量/需求量分别为310.5/305.3亿罐（同比均约为4.3%），产量与需求量增长情况基本匹配，下游主要为功能饮料、茶饮料、八宝粥、果汁、咖啡、奶粉罐等。2022年CR3约为66%，考虑到近年来相关投产有限，我们预计目前竞争格局维持稳定。三片罐产品本身易加工&印刷效果好，客户更关注供应稳定性，因此粘性更强（通常为年度定价，两片为季度）。此外，二片罐近年投产节奏明显快于三片罐，因此为保障高开工率、龙头价格竞争更为激烈，三片罐盈利能力明显优于两片罐。

周期拐点显现，静待龙头盈利修复。行业资本开支周期已步入尾声，24-25年行业扩产明显放缓；盈利水平已处于低位区间，进一步恶化空间有限；原材料26年价格有望保持坚挺，但高斜率增长概率有限。结合资本开支&盈利&原材料周期判断，未来行业龙头有望由份额导向转向盈利导向，我们判断26年基准价格或将实现小幅提升。倘若两片罐基准价提升2分，宝钢包装/奥瑞金/昇兴股份将分别增厚利润2.0/3.3/1.3亿元。

出海大势所趋，龙头优先布局。25H1宝钢包装/昇兴股份/奥瑞金海外收入分别为13.59亿元/4.79亿元/11.35亿元（同比分别+19.14%/12.32%/92.07%），毛利率分别为14.33%/24.68%/6.78%（同期国内分别为5.60%/7.85%/14.91%、宝钢包装内外销毛利率为2024年数据）。海外竞争格局更优、定价更高，因此利润水平优于国内，金属包装龙头近年来加速出海征程，未来受益于海外占比提升、盈利结构优化，盈利中枢有望稳步上行。

投资建议：关注**宝钢包装、奥瑞金、昇兴股份、嘉美包装**等，给予金属包装行业“看好评级”。

风险提示：下游消费需求不及预期、测算误差风险、海外基地盈利能力不及预期。

目 录

1. 金属包装：行业稳步扩容，供需压力缓解	5
1.1 两片&三片各擅其美	5
1.2 需求端：下游需求稳健，行业稳步扩容	6
1.2.1 两片罐：啤酒罐化率提升促进行业扩容	6
1.2.2 三片罐：下游分散，季节性特征明显	8
1.3 供给端：两片供需压力缓解，三片格局稳定、盈利更优	10
2. 周期拐点显现，静待龙头盈利修复	12
3. 加速海外产能布局，盈利中枢有望持续优化	15
4. 重点公司基本情况梳理	18
4.1 宝钢包装：聚焦两片罐，业绩表现稳健	18
4.2 奥瑞金：收购中粮包装，成长动能充沛	19
4.3 昇兴股份：产品矩阵多元，盈利复苏可期	20
5. 投资建议	22
6. 风险提示	23

图 目 录

图 1：两片罐&三片罐主要区别	5
图 2：两片罐全国需求（亿罐）	6
图 3：2021 年两片罐下游占比	6
图 4：啤酒产量累计值（万千升）	6
图 5：我国饮料零售额（亿元）	6
图 6：两片罐需求测算	7
图 7：铝罐、玻璃罐、PET 瓶子回收率及损耗	7
图 8：三片罐产销量（亿罐）	8
图 9：2024-2027 年主要饮料品类 CAGR 预测	8
图 10：中国能量饮料市场规模（亿元）	8
图 11：中国新生儿人口数（万人）	9
图 12：婴儿食品（含奶粉）市场规模（百万元）	9
图 13：婴儿食品下游品牌市占率	9
图 14：2017-2023 年中国植物蛋白饮料市场规模及增速	9
图 15：养元&露露季度收入（亿元）	9
图 16：两片罐供需平衡表（亿罐）	10
图 17：三片罐产能梳理	10
图 18：奥瑞金三片罐、二片罐单价（元/罐）	11
图 19：奥瑞金三片罐、二片罐毛利率	11
图 20：嘉美包装三片&二片罐毛利率	11
图 21：金属包装部分产线资本开支	11
图 22：金属包装企业在建工程（亿元）	12
图 23：金属包装企业资本支出/折旧摊销	12
图 24：金属包装企业毛利率	12
图 25：金属包装企业归母净利率	12
图 26：铝锭价格（元/吨）	13
图 27：马口铁价格（元/吨）	13
图 28：2017-2019H1 期间嘉美包装两片罐、三片罐成本拆分	14
图 29：奥瑞金主营业务成本构成	14
图 30：昇兴股份主营业务成本构成	14
图 31：盈利弹性测算	14
图 32：各公司外销收入及同比（亿元）	15

图 33: 各公司 25H1 外销&内销毛利率对比.....	15
图 34: 金属包装龙头海外扩张梳理 (亿罐)	16
图 35: 宝钢包装柬埔寨基地利润测算.....	17
图 36: 波尔公司分业务收入结构拆分.....	17
图 37: 波尔公司饮料包装收入及增速 (亿美元)	17
图 38: 波尔公司毛利率、净利率 (%)	17
图 39: 波尔与国内金属包装龙头 ROE 对比 (%)	17
图 40: 宝钢包装财务数据一图看.....	18
图 41: 宝钢包装收入拆分.....	19
图 42: 奥瑞金财务数据一图看.....	20
图 43: 昇兴股份财务数据一图看.....	21
图 44: 重点公司盈利梳理 (亿元)	22

1. 金属包装：行业稳步扩容，供需压力缓解

1.1 两片&三片各擅其美

两片&三片特点明确，差异显著。金属包装特指以各类金属为原料制成的薄壁材料，是包装领域的重要细分赛道，主要分为两片罐/三片罐。其中，**1）三片罐：**由罐身、罐底和罐盖三片金属薄板（多为马口铁）制成，强度高、印刷效果好、型号更多元，可适应食品冷热加工&高温灭菌，下游主要为茶饮、蛋白饮料、功能饮料、八宝粥等；**2）两片罐：**由罐身（含底）和罐盖组成（多为铝），具有密封性好、生产效率高、节省原材料、更轻巧等优点，成本及价格较三片罐更低，但是由于其罐体较薄，需在罐内冲压以防变形，下游常为含气产品（碳酸饮料&啤酒等）。

图 1：两片罐&三片罐主要区别

金属包装		
	两片罐	三片罐
		
原材料	铝合金板	镀锡薄钢板、镀铬薄钢板
工艺	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	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
下游	主要用于包装碳酸饮料及其他充气饮料，如可乐、啤酒、凉茶、苏打水等	茶饮料、蛋白饮料、功能饮料、八宝粥、含乳饮料、果蔬汁及咖啡饮料等
性能	质轻、壁薄，密封性好，易回收，重熔性好，制罐程序简单，效率高	强度高，易加工，印刷效果好，可高温杀菌，易回收
罐装条件	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	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

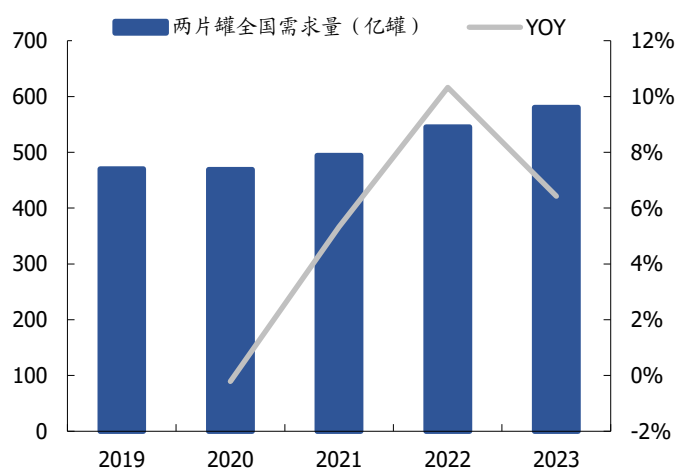
资料来源：智研咨询，奥瑞金官网，信达证券研发中心

1.2 需求端：下游需求稳健，行业稳步扩容

1.2.1 两片罐：啤酒罐化率提升促进行业扩容

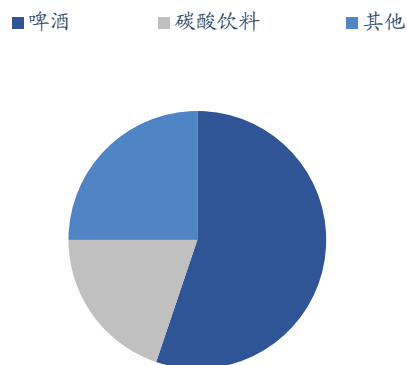
下游啤酒为主，行业稳健增长。2019-2023 年两片罐全国销量从 470 亿罐增长至 580 亿罐（CAGR 为 5.4%），下游主要为啤酒、碳酸饮料等，其中 2023 年啤酒需求占比超 55%，其次碳酸饮料占比约 20%。2019-2024 年我国饮料零售额 CAGR 为 11.1%，市场稳步扩容推动两片罐需求提升；啤酒产量 CAGR 为 -1.7%，尽管终端表现平稳，但啤酒罐化率提升为两片罐行业增长贡献重要增量。

图 2：两片罐全国需求（亿罐）



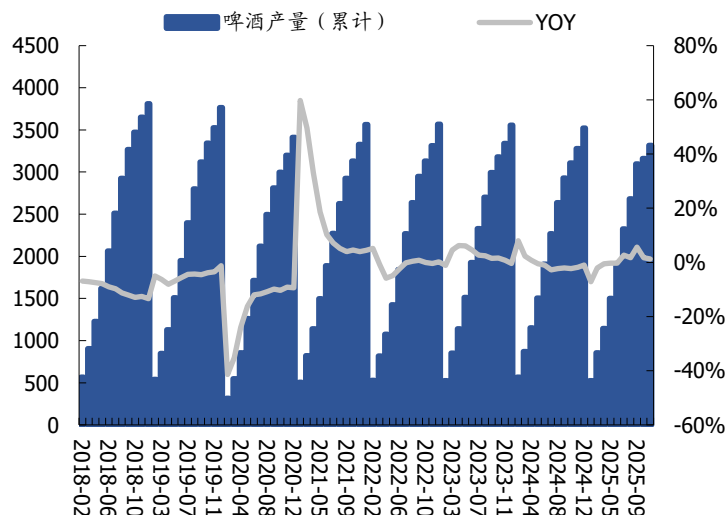
资料来源：中粮包装，信达证券研发中心

图 3：2021 年两片罐下游占比



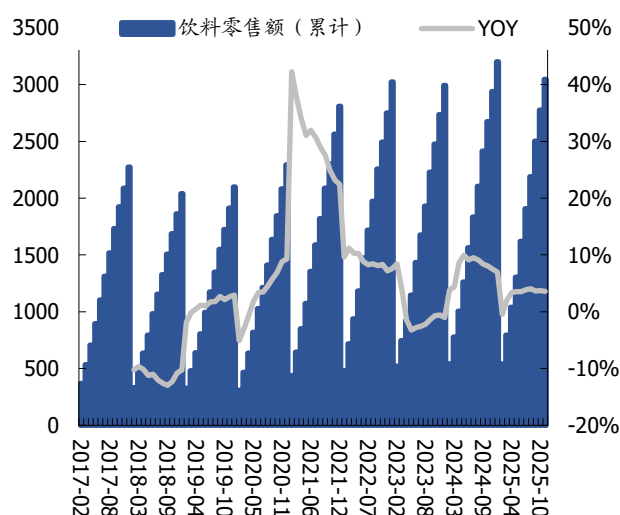
资料来源：中粮包装，信达证券研发中心

图 4：啤酒产量累计值（万千升）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 5：我国饮料零售额（亿元）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

铝制包装成本&环保优势显著，啤酒罐化率提升有望持续驱动行业增长。啤酒生产中包材成本占比约五成，铝制罐体积小、重量轻、生产能耗较玻璃瓶更小，且抗压性和抗冲击力均强于玻璃瓶、运输半径更大，因此啤酒厂商为降本主动追求罐化率提升。此外，铝制罐收集率、回收率、闭环回收率等环保指标均显著高于玻璃或塑料，环保优势显著。国内啤酒罐化率已由 2010 年 16.6% 提升至 2024 年 29.6%，但仍显

著低于日本(接近 90%)。根据欧睿预测,2028 年我国啤酒罐化率有望达到 36.5%,根据我们测算,即使未来啤酒整体规模保守假设保持平稳,两片罐行业规模仍有望从 2023 年 580 亿罐增长至 719 亿罐,CAGR 为 4.8%。

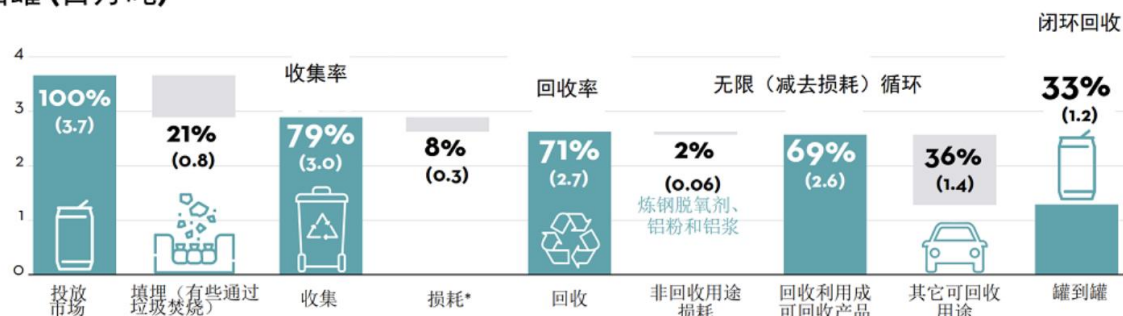
图 6: 两片罐需求测算

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
两片罐全国需求量(亿罐)	470	469	494	545	580	595.38	627.88	658.45	688.50	719.03
YOY		-0.21%	5.33%	10.32%	6.42%	2.65%	5.46%	4.87%	4.56%	4.43%
啤酒(亿罐)	265	268	280	305	320	324.68	346.02	364.93	382.82	400.65
YOY		1.13%	4.48%	8.93%	4.92%	1.46%	6.57%	5.46%	4.90%	4.66%
啤酒产量(万千升)	3765.30	3411.10	3562.40	3568.70	3555.50	3521.30	3521.30	3521.30	3521.30	3521.30
YOY		-9.41%	4.44%	0.18%	-0.37%	-0.96%	0%	0%	0%	0%
啤酒罐化率	22.66%	23.25%	26.26%	27.00%	28.86%	29.56%	31.51%	33.23%	34.86%	36.48%
啤酒罐化空间(亿罐)	1169.53	1152.68	1066.09	1129.51	1108.91	1098.24	1098.24	1098.24	1098.24	1098.24
碳酸饮料(亿罐)	122	114	122	105	115	118.45	122.00	125.66	129.43	133.32
YOY		-6.56%	7.02%	-13.93%	9.52%	3%	3%	3%	3%	3%
其他(亿罐)	83	87	92	135	145	152.25	159.86	167.86	176.25	185.06
YOY		4.82%	5.75%	46.74%	7.41%	5%	5%	5%	5%	5%

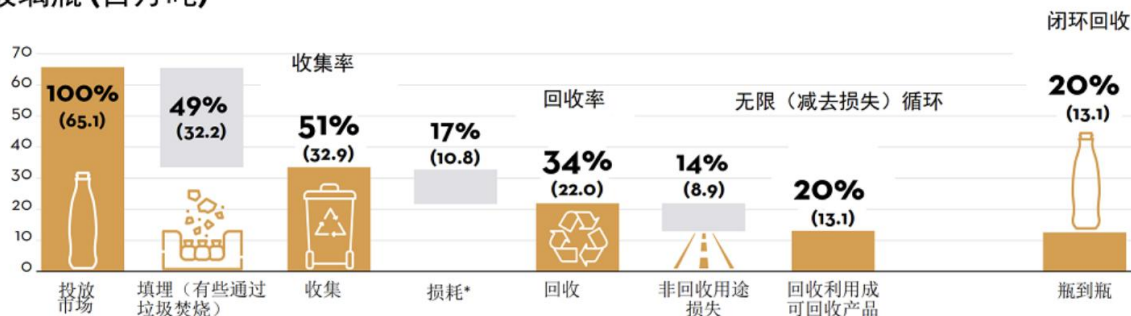
资料来源:中粮包装,欧睿,iFind,信达证券研发中心

图 7: 铝罐、玻璃罐、PET 瓶子回收率及损耗

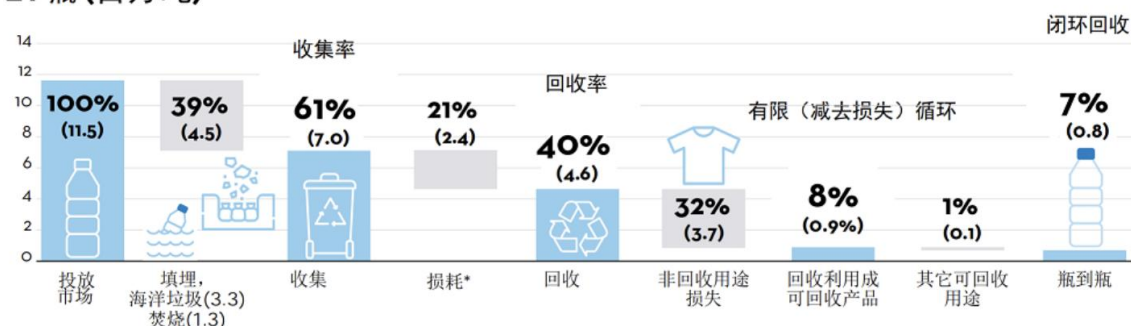
铝罐(百万吨)



玻璃瓶(百万吨)



PET 瓶(百万吨)

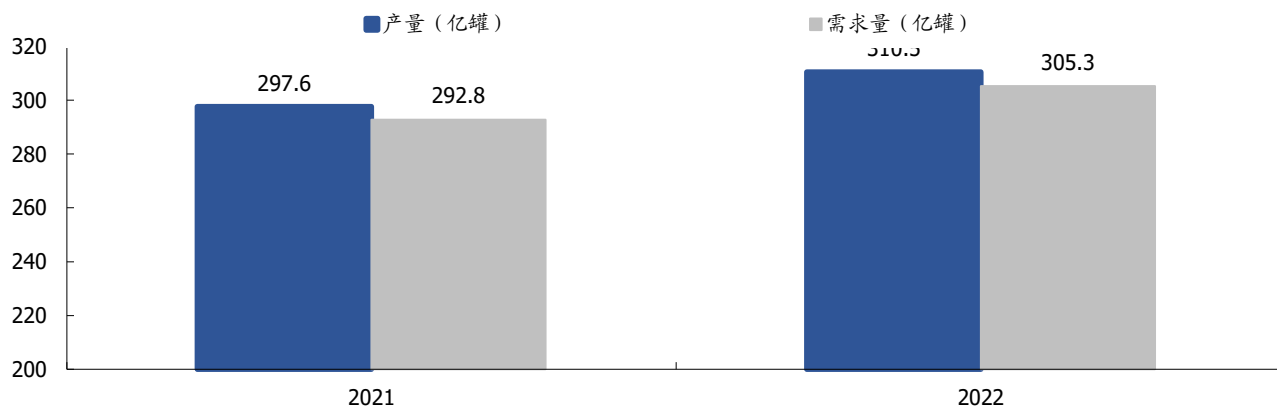


资料来源:中国包装联合会金属容器委员会,信达证券研发中心

1.2.2 三片罐：下游分散，季节性特征明显

三片罐行业发展成熟，下游需求稳健。三片罐下游主要为功能饮料、茶饮料、八宝粥、果汁、咖啡、奶粉罐等。市场规模呈小幅波动上升态势，根据智研咨询，2022年中国三片罐行业产量/需求量分别为 310.5/305.3 亿罐（同比均约为 4.3%）。

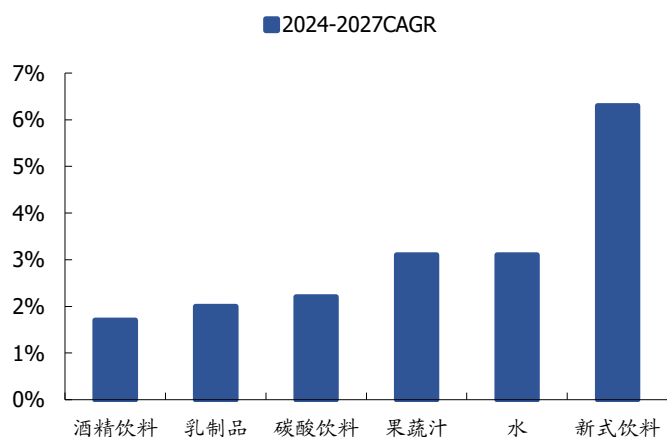
图 8：三片罐产销量（亿罐）



资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

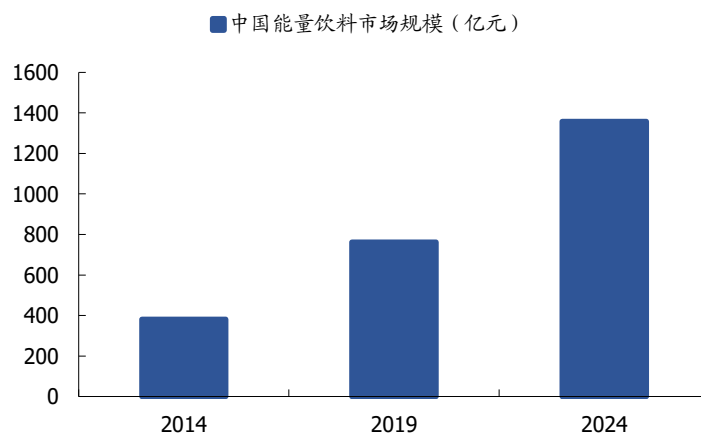
1) 能量饮料：发展前景乐观，包装价格稳定。伴随居民健康意识、消费水平提高及生活节奏加快，能量饮料消费人群及场景持续扩容，我国能量饮料市场规模 2014-24 年从 381.0 亿元已增长至 1358.1 亿元（CAGR 高达 13.6%）。根据 Krones 年报，2024-27 年 new drinks(含能量饮料&运动饮料&即时茶咖)市场规模 CAGR 高达 6.3%，优于其余所有饮料品类。能量饮料赛道中，红牛主要包材为三片罐，其由于商标事件影响&竞争加剧，红牛市场份额已由 2015 年的 57.2% 缩减至 2020 年的 41.2%，我们预计未来销量整体平稳，且其对包装定价稳定，通过原材料下行周期中，奥瑞金&昇兴可享成本红利。

图 9：2024-2027 年主要饮料品类 CAGR 预测



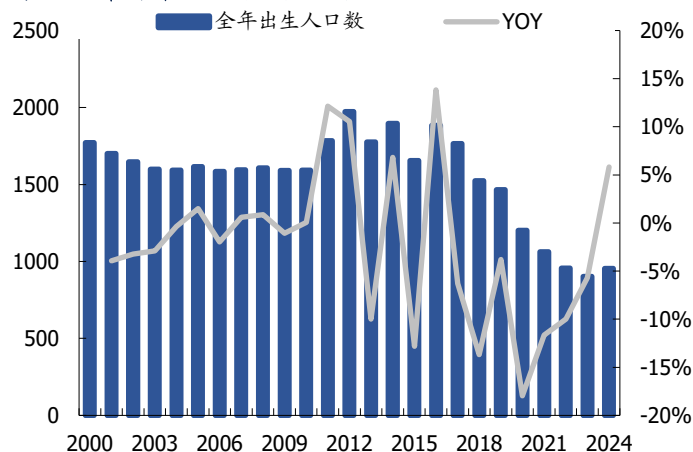
资料来源：Krones，信达证券研发中心（新式饮料包含能量饮料&运动饮料&即时茶咖）

图 10：中国能量饮料市场规模（亿元）

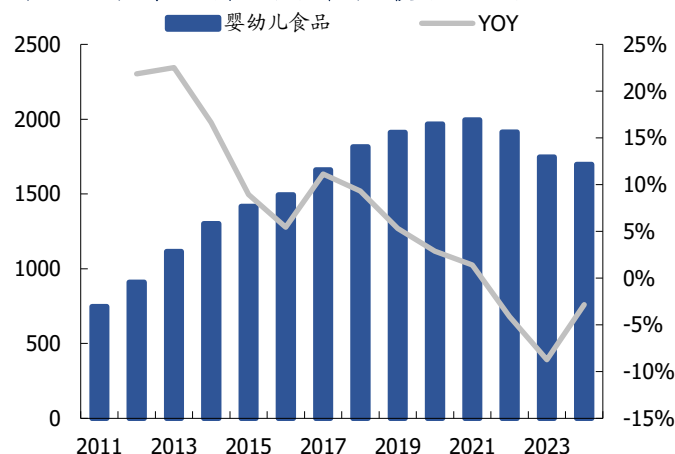


资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

2) 婴配奶粉：规模高位下滑，品牌集中度提升利好核心共供应商。受制于我国出生人口数量逐年递减，婴幼儿食品（含奶粉）市场规模在 2021 年达到顶峰 1995 亿元后逐步下滑，2024 年为 1696 亿元（21-24CAGR 为 -5.3%）。龙头品牌依托自身新品研发能力以及产品力持续抢占份额，品牌 CR5 自 2020 年 38.2% 提升至 2025 年 52.4%。昇兴、奥瑞金等核心包装厂深度绑定客户，未来凭借下游格局持续集中、需求有望维持稳健。

图 11: 中国新生人口数 (万人)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 12: 婴儿食品 (含奶粉) 市场规模 (百万元)


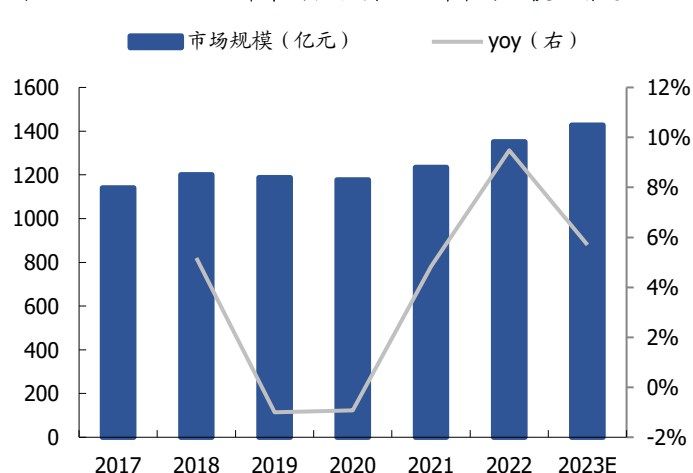
资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

图 13: 婴儿食品下游品牌市占率

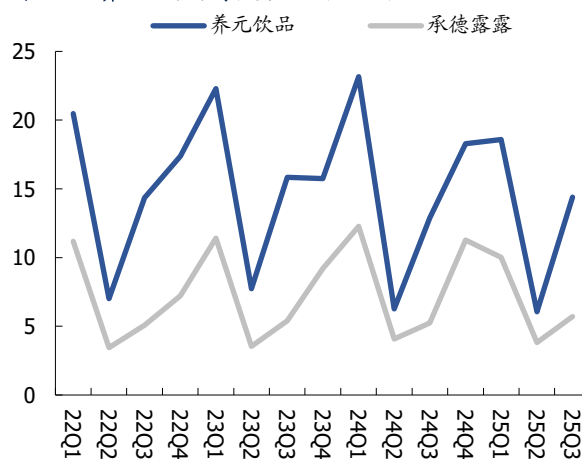
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
CR5	38.2	41.9	44.1	46.3	50.4	52.4
飞鹤	14.7	16.3	15.6	15.1	16.7	16.9
爱他美	8.7	9.4	10.6	11.6	12.6	14.0
伊利	5.1	5.7	6.6	8.0	9.1	9.5
美素佳儿	4.1	4.5	5.0	5.7	6.2	6.4
君乐宝	5.6	6.0	6.3	5.9	5.8	5.6

资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

3) 植物蛋白饮料: 根据中商产业研究院, 2022 年中国植物蛋白饮料市场规模为 1351 亿元 (2018-2022 年 CAGR 约 3%), 行业呈平稳增长态势。根据养元及露露财报, 行业季节性特征显著, 每年受春节影响, Q1 需求旺盛、随后转淡, H2 受中秋、国庆等节日影响、需求逐季改善。

图 14: 2017-2023 年中国植物蛋白饮料市场规模及增速


资料来源: 中商产业研究院, 信达证券研发中心

图 15: 养元&露露季度收入 (亿元)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

1.3 供给端：两片供需压力缓解，三片格局稳定、盈利更优

两片罐：格局优化，供需压力缓解。根据我们测算，2023 年两片罐 CR4 高达 77%，龙头通常具备更强融资能力及规模效应，通过激进的并购扩张及持续产能投放，行业集中度不断提升；2025 年伴随奥瑞金并购中粮落地，行业 CR3 提升至 78%。供需方面，行业近年来持续呈现产能过剩态势，但由于竞争激烈&盈利承压，龙头扩张步伐明显放缓，26 年仅有宝钢厦门 11 亿罐新增产能落地，且未来龙头新增产能规划有限，供需压力有望持续释放。

图 16：两片罐供需平衡表（亿罐）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
行业总产能	630	660	682	692	703
行业总需求	545	580	595	628	658
供给-需求	85	80	87	65	45
奥瑞金	138	147	147	275.5	275.5
宝钢包装	143	143	149	159	170
中粮包装	110	118.5	128.5	-	-
昇兴股份	100	100	106.46	106.46	106.46
行业CR4	77.94%	77.05%	77.80%	78.12%	78.46%

资料来源：宝钢包装公告，中国宝武，柬埔寨投资促进网，我的钢铁网，奥瑞金公告，共研产业咨询，昇兴股份公告，安宁市人民政府，长江商报，中粮包装公告，世华财讯，中国能源建设集团，上海上市公司协会，国复咨询，中国证券报，BT 财经，中冶集团，欧睿，每日经济网，思瀚产业研究院，信达证券研发中心（备注：25 年后由于奥瑞金并购中粮，CR4 实际为 CR3 数据）

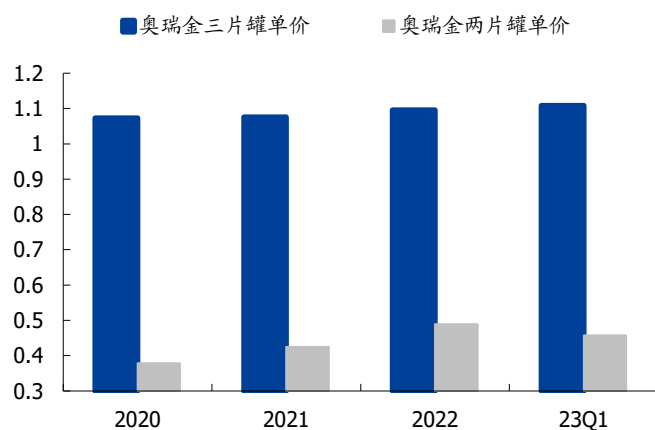
三片罐：扩产有限，行业格局稳定。根据智研咨询，三片罐行业头部企业为奥瑞金、嘉美包装、昇兴股份、吉源、福贞，2022 年 CR3 约为 66%，其中奥瑞金市占率约 27%、位居行业第一，嘉美市占率约为 20%，昇兴市占率约为 19%，由于下游需求稳定、三片罐制造端与客户深度绑定且扩产有限，我们判断整体集中度保持稳定。

图 17：三片罐产能梳理

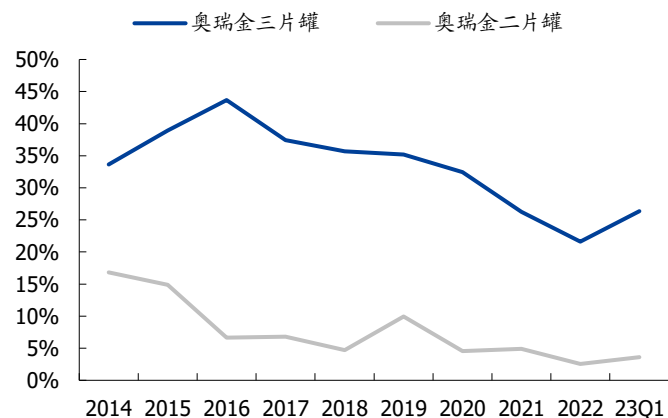
公司	主要客户	2022-2024 产能	2022 年市占率
奥瑞金	中国红牛、旺旺	95	27%
嘉美包装	养元	80.35	20%
昇兴股份	天丝红牛、达利集团、露露	60	19%

资料来源：各公司公告，奥瑞金官网，中商情报，信达证券研发中心

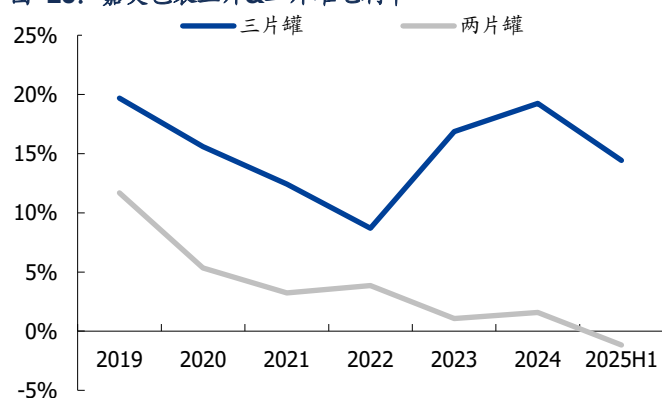
三片客户粘性更强，盈利表现更优。二片罐 SKU 相对单一、规格简单，标准化程度较强，因此价格为客户重要考虑因素（季度招标）；三片罐产品本身易加工&印刷效果好，容量&型号根据客户需求定制，客户更关注供应稳定性，因此粘性更强（通常为年度定价）。此外，金属包装本身资本开支较重（每 10 亿罐产能需固定投资约 3-4 亿元），且一旦投产即对开工率有较高要求，因此降价格、保开工为常见策略；二片罐近年投产节奏明显快于三片罐，因此为保障高开工率、龙头价格竞争更为激烈，因此三片罐毛利率明显优于两片罐。

图 18：奥瑞金三片罐、二片罐单价（元/罐）


资料来源：奥瑞金公告，信达证券研发中心

图 19：奥瑞金三片罐、二片罐毛利率


资料来源：奥瑞金公告，信达证券研发中心

图 20：嘉美包装三片&二片罐毛利率


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 21：金属包装部分产线资本开支

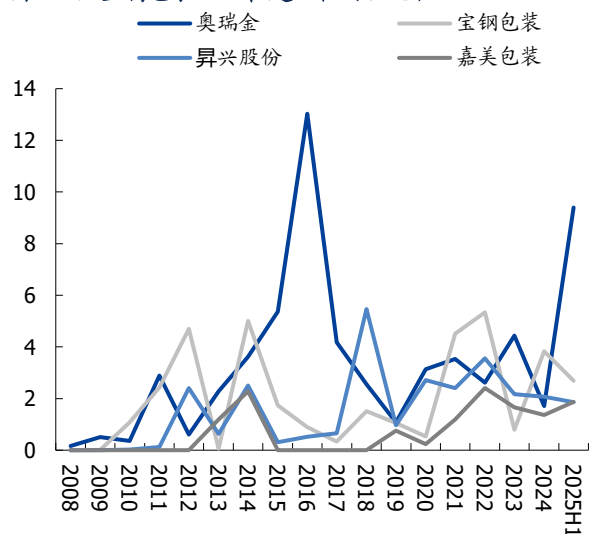
	项目总投资额 (亿元)	单位投资额 (亿元/亿罐)
奥瑞金（枣庄）二片罐	3.65	0.41
宝钢（贵州）二片罐	4.27	0.43
嘉美包装二片罐	3.29	0.33
奥瑞金（江苏）三片罐	4.60	0.39
嘉美（简阳）三片罐	1.96	0.33

资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

2. 周期拐点显现，静待龙头盈利修复

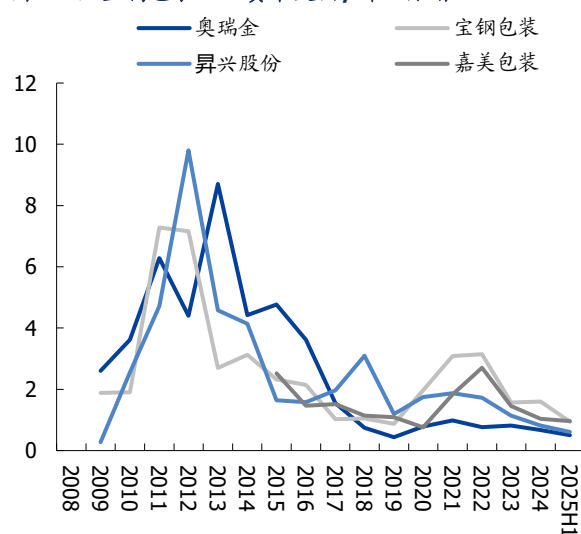
资本开支周期：高点向下，未来产能扩张有限。自 1985 年我国开始铝制二片罐制造，行业产能持续扩张；伴随 2009 年开始王老吉逐步将三片罐改为二片罐，基于对二片罐行业前景的一致看好，11-13 年国内外金属包装企业纷纷加码二片罐市场，14-15 年新建产能集中投产，而后全国二片罐供需出现严重失衡、价格战激烈。此后产能逐步消化，22 年迎新一轮扩产，23 年各企业扩产意愿明显下降，24-25 年行业扩产明显放缓（奥瑞金在建工程 25 年显著增加主要系增加泰国和哈萨克斯坦等海外基地扩张、国内资本开支显著减少），未来行业盈利有望伴随供给端扩产意愿下降而逐渐修复。

图 22：金属包装企业在建工程（亿元）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

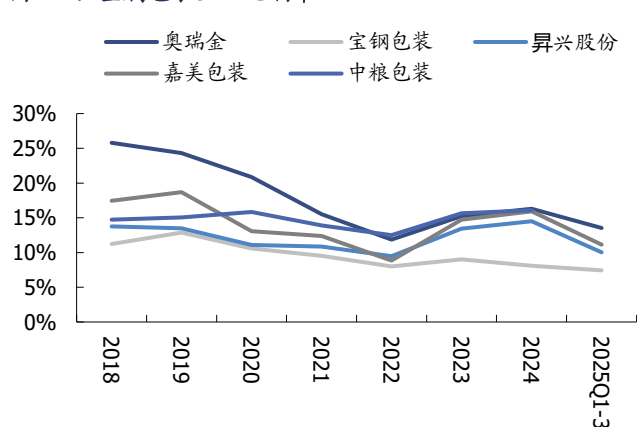
图 23：金属包装企业资本支出/折旧摊销



资料来源：iFind，信达证券研发中心

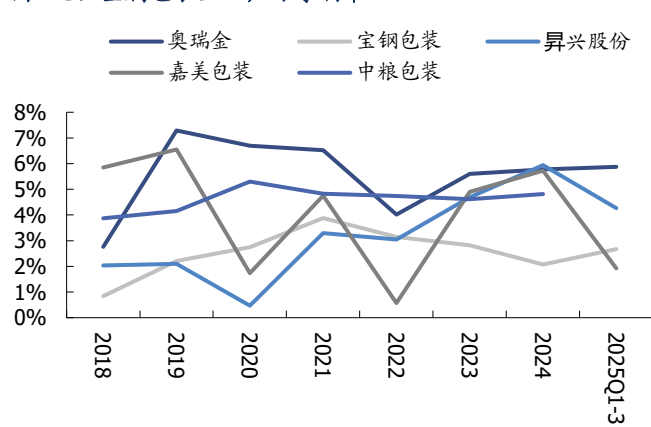
盈利能力周期：盈利能力跌至低点。2023 年至今行业延续承压，2025Q1-3 宝钢/奥瑞金/昇兴/嘉美毛利率分别为 7.43%/13.52%/10.03%/11.12%。综合考虑低罐价、高铝材成本、低毛利率及较高开工率，我们判断当前金属包装的盈利水平已处于低位区间，进一步恶化空间有限（嘉美 25H1 两片罐毛利率已为负值）。未来随着行业供需格局改善，各公司盈利能力有望提升。

图 24：金属包装企业毛利率



资料来源：iFind，信达证券研发中心（注：中粮包装 2024 年数据为中报数据）

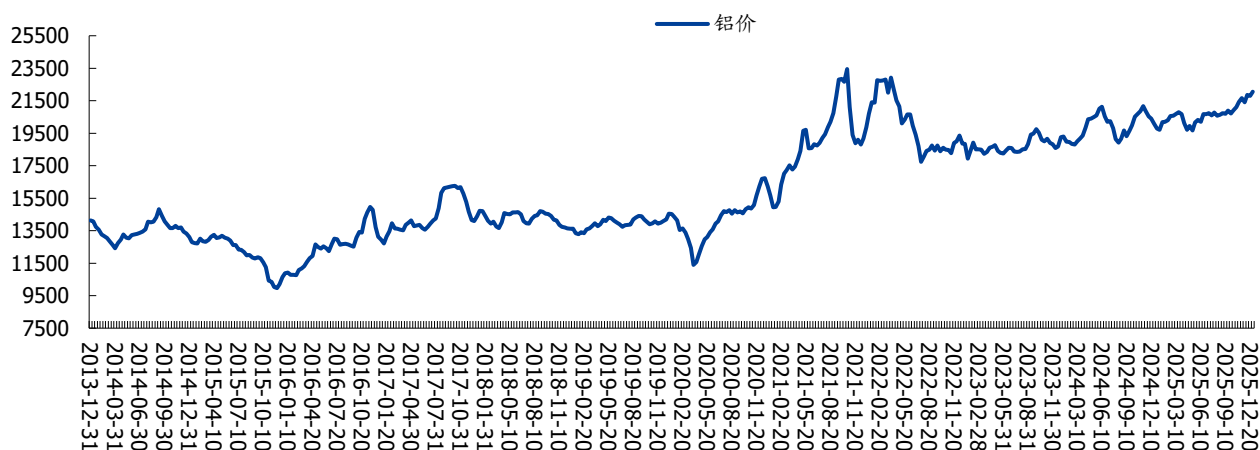
图 25：金属包装企业归母净利率



资料来源：iFind，信达证券研发中心（注：中粮包装 2024 年数据为中报数据）

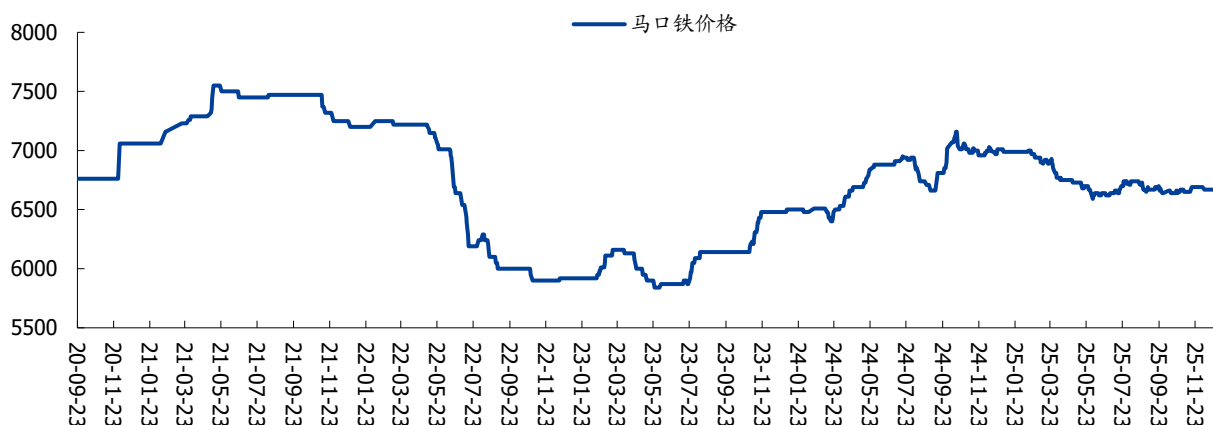
原材料周期：历史较高水平，边际影响预计减弱。原材料成本为金属包装主要成本（原材料成本占比在 80% 以上），其中铝材为二片罐主要原材料，马口铁为三片罐主要原材料。2025Q2 以来，反内卷+美国降息背景下，铝材价格再次迎来上涨，马口铁价格整体表现平稳。展望未来，大宗商品受益于降息周期、26 年价格有望保持坚挺，但高斜率增长概率有限，平稳状态下金属包装企业可通过季度调价机制传导成本压力。

图 26：铝锭价格（元/吨）



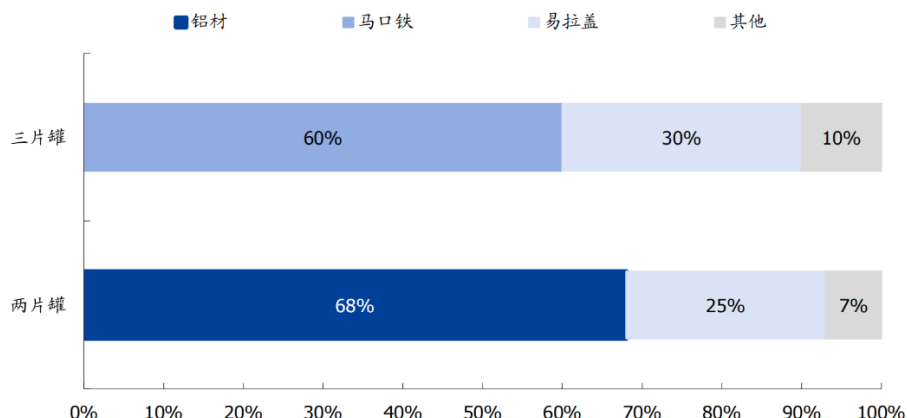
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 27：马口铁价格（元/吨）



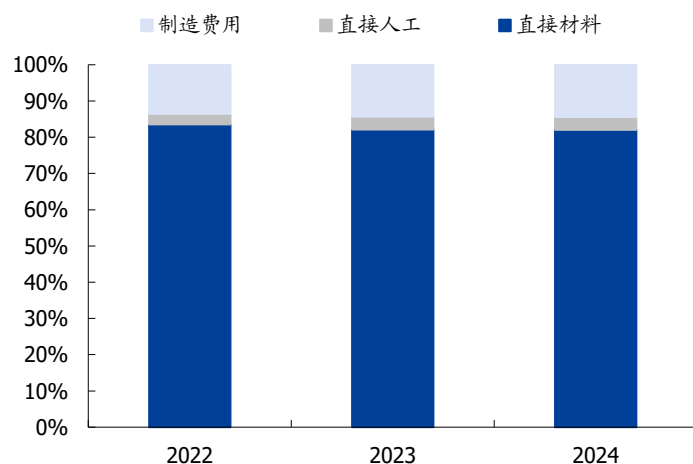
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 28：2017-2019H1 期间嘉美包装两片罐、三片罐成本拆分



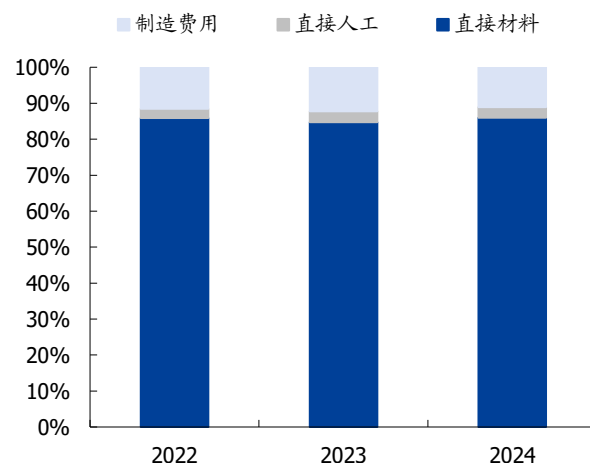
资料来源：嘉美包装招股书，信达证券研发中心

图 29：奥瑞金主营业务成本构成



资料来源：奥瑞金公司公告，信达证券研发中心

图 30：昇兴股份主营业务成本构成



资料来源：昇兴股份公司公告，信达证券研发中心

龙头盈利复苏可期。结合上述资本开支&盈利&原材料周期判断，我们认为两片罐行业供需压力趋缓，且各公司盈利压力持续扩大，未来行业龙头有望由份额导向转向盈利导向，我们判断 26 年基准价格或将实现小幅提升。根据我们测算，倘若两片罐基准价提升 2 分，宝钢包装/奥瑞金/昇兴股份将分别增厚利润 2.0/3.3/1.3 亿元，假设其余条件不变，提价后利润较 25 年将分别+100.1%/+43.2%/+39.9%。

图 31：盈利弹性测算

亿元/亿罐	2025年净利润 (一致盈利预期)	两片罐产能	可提价产品比例	可提价销量	利润增厚幅度			较25年利润弹性		
					基准价格	基准价格	基准价格	基准价格	基准价格	基准价格
					提价1分	提价2分	提价3分	提价1分	提价2分	提价3分
宝钢包装	1.95	163	60%	97.8	0.98	1.96	2.93	50.05%	100.10%	150.15%
奥瑞金	7.67	276	60%	165.6	1.66	3.31	4.97	21.58%	43.16%	64.73%
昇兴股份	3.19	106	60%	63.6	0.64	1.27	1.91	19.94%	39.88%	59.81%

资料来源：iFind，信达证券研发中心（奥瑞金 25 年一致盈利预期剔除 25Q1 报表中 4.85 亿投资收益）

3. 加速海外产能布局，盈利中枢有望持续优化

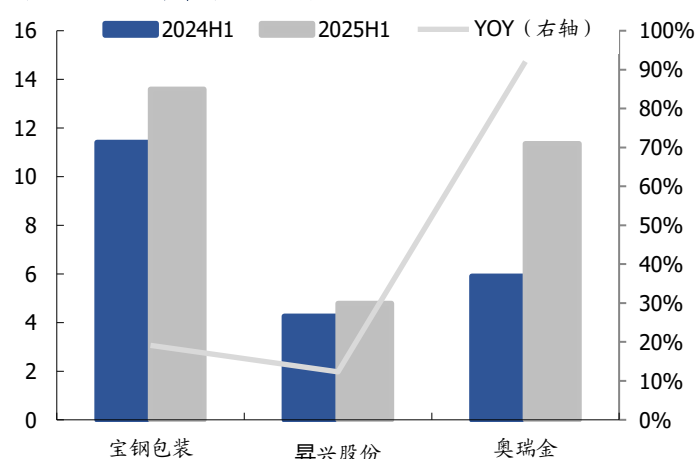
出海大势所趋，龙头优先布局。2025H1 宝钢包装海外收入为 13.59 亿元（同比+19.1%），2024 年海外毛利率为 14.33%（同期国内为 5.60%）；25H1 昇兴股份/奥瑞金海外收入分别为 4.79 亿元/11.35 亿元（同比分别+12.32%/92.07%），毛利率分别为 24.68%/6.78%/（同期国内分别为 7.85%/14.91%）。海外竞争格局更优、定价更高，因此利润水平优于国内（奥瑞金外销利润率低主要受产品结构影响&25 年海外暂无产能），金属包装龙头近年来加速出海征程，其中：

1) 宝钢包装：公司于 2011 年在越南建厂，成为国内首家海外建厂的金属包装企业。目前已在越南平阳和顺化、马来西亚、柬埔寨共计投资建设 49 亿罐/年的二片罐产能。

2) 昇兴股份：公司 2019 年起开启柬埔寨二片罐工厂建设，2023 年柬埔寨三期工厂落地，合计产能达 14 亿罐；公司 25 年底发布定增项目，规划在越南打造 10 亿罐产能生产基地，未来东南亚客户综合服务能力有望持续提升。

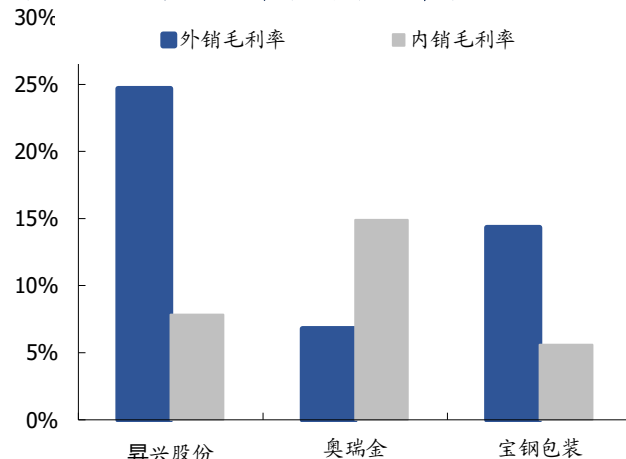
3) 奥瑞金：公司 25 年起加速海外扩张步伐，8 月宣布 1) 收购沙特波尔 66% 股权（按照 26 年 1 月 25 日汇率，沙特波尔 24 年收入/利润分别约 7.5/0.5 亿元）、2) 拟在泰国/哈萨克斯坦分别建设 7/9 亿罐二片罐产能，公司预计 26-27 年逐步落地。

图 32：各公司外销收入及同比（亿元）



资料来源:iFind, 信达证券研发中心

图 33：各公司 25H1 外销&内销毛利率对比



资料来源: iFind, 信达证券研发中心（宝钢为 24 年数据）

图 34：金属包装龙头海外扩张梳理（亿罐）

公司	基地	产能	投产时间
宝钢包装	越南平阳	7	2012
		7	2023
	越南顺化	7	2016
		8	2026
	马来西亚	8	2022
昇兴股份	柬埔寨金边	12	2024
	柬埔寨金边	14	2021-2023
	越南	10	26年后
奥瑞金	沙特	收购沙特波尔65.5%股权	
	泰国	7	26M9
	哈萨克斯坦	9	27Q1

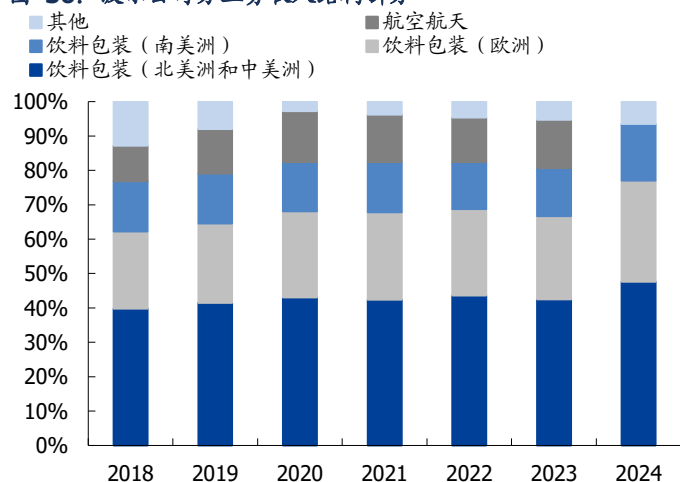
资料来源：各公司公告，世华财讯，中国能源建设集团，上海上市公司协会，国复咨询，中粮包装公告，中国证券报，BT 财经，中冶集团，每日经济网，思瀚产业研究院，柬埔寨投资促进网，我的钢铁网，信达证券研发中心

海外成熟公司盈利优异，出海龙头盈利中枢攀升可期。2024 年波尔饮料包装收入 110.4 亿美元（收入占比超 90%）、近年毛利率、净利率中枢分别在 20%、5%左右，ROE 约 20%；而国内金属包装龙头 ROE 位于 4-13%区间，对比波尔有较大改善空间。我们认为，波尔盈利优异主要系海外金属包装企业议价能力更优、产品超额定价带来超额利润空间。根据宝钢包装柬埔寨基地测算，其两片罐单只毛利率有望高达 16%+（25H1 宝钢包装金属饮料罐毛利率仅为 7.2%）。未来伴随中国金属包装龙头加速出海，利润结构持续改善，盈利中枢有望向上。

图 35：宝钢包装柬埔寨基地利润测算

	销量(亿只)	单价(元)	单只成本(元)	单只毛利率
330ml铝罐罐身	8	0.31		
柬埔寨			0.26	16.43%
差异化罐型罐身	4	0.31		

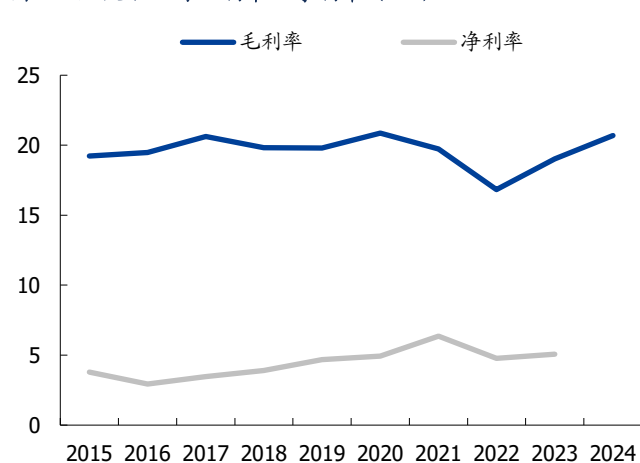
资料来源：宝钢包装公司公告，信达证券研发中心

图 36：波尔公司分业务收入结构拆分


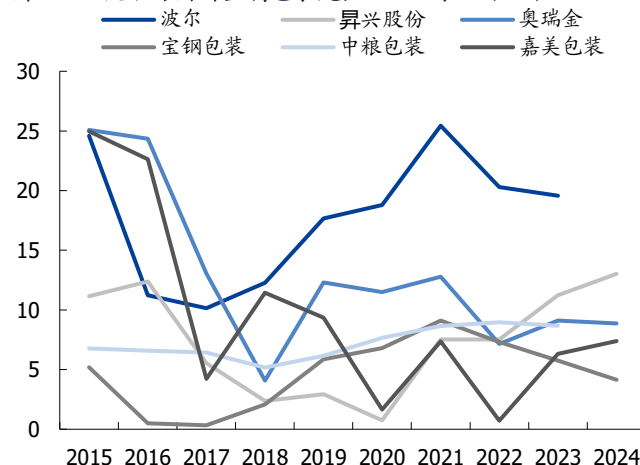
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 37：波尔公司饮料包装收入及增速（亿美元）


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 38：波尔公司毛利率、净利率（%）


资料来源：iFind，信达证券研发中心（24年利润情况受非经影响，画图时剔除）

图 39：波尔与国内金属包装龙头 ROE 对比（%）


资料来源：iFind，信达证券研发中心

4. 重点公司基本情况梳理

4.1 宝钢包装：聚焦两片罐，业绩表现稳健

深耕两片罐，盈利中枢有望向上。公司是国内专业从事生产食品、饮料等快速消费品金属包装的领先企业，产品包括金属两片罐及配套易拉盖、包装印铁产品和新材料包装等，是国内快速消费品高端金属包装领域的领导者和行业标准制定者之一，已与可口可乐、百事可乐、雪花啤酒、百威啤酒、嘉士伯啤酒、青岛啤酒、王老吉等国内外知名快消品牌客户成功建立长期稳定的战略合作关系。2020-2024 年公司营业收入从 57.9 亿元增长至 83.2 亿元（CAGR 为 9.5%），归母净利润从 1.6 亿元增长至 1.7 亿元（CAGR 为 2.1%）；25Q1-3 收入/归母净利润同比分别+6.8%/+12.0%。25H1 公司金属饮料罐、印铁业务收入分别为 41.37 亿元（同比+8.7%）、1.37 亿元（同比-29.0%），毛利率分别为 7.2%、4.4%；金属饮料罐主要为两片罐，25H1 收入占比高达 96.8%、毛利润占比为 98.0%。我们预计未来伴随海外产能占比提升&两片罐行业基准价格提升，盈利中枢有望持续向上。

图 40：宝钢包装财务数据一图看

单位：百万元	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025Q1-3
营业总收入	5785.51	6968.28	8543.38	7760.46	8318.31	6581.04
YOY	0.27%	20.44%	22.60%	-9.16%	7.19%	6.83%
归母净利润	158.66	270.50	268.44	218.57	172.38	175.73
YOY	24.43%	70.49%	-0.76%	-18.58%	-21.13%	11.97%
扣非归母净利润	158.96	265.26	253.29	216.15	167.26	172.19
YOY	42.77%	66.88%	-4.51%	-14.66%	-22.62%	14.36%
毛利率	10.58%	9.51%	8.02%	9.02%	8.10%	7.43%
期间费用率	5.06%	4.75%	3.59%	4.23%	4.04%	3.28%
销售费用率	0.85%	0.81%	0.85%	1.12%	0.97%	0.81%
研发费用率	1.25%	0.73%	0.17%	0.08%	0.15%	0.10%
管理费用率	2.56%	2.89%	2.31%	2.80%	2.91%	2.25%
财务费用率	0.41%	0.33%	0.25%	0.22%	0.01%	0.12%
归母净利率	2.74%	3.88%	3.14%	2.82%	2.07%	2.67%
存货	696.31	1282.92	853.97	1011.46	1136.00	1021.87
较上年同期增减	115.90	586.61	-428.94	157.48	124.54	14.53
存货周转天数	44.42	56.50	48.95	47.56	50.56	47.82
较上年同期增减	-2.48	12.08	-7.55	-1.39	3.01	-0.46
应收账款及应收票据	1512.27	1706.08	1734.40	1465.50	1706.45	2046.81
较上年同期增减	-242.26	193.81	28.33	-268.90	240.95	291.07
应收票据	51.51	76.54	6.13	7.53	2.97	3.75
较上年同期增减	-334.97	25.03	-70.41	1.40	-4.56	-3.70
应收账款	1460.76	1629.54	1728.27	1457.97	1703.48	2043.06
较上年同期增减	92.71	168.78	98.74	-270.30	245.51	294.77
应收账款周转天数	88.01	79.83	70.75	73.90	68.41	76.86
较上年同期增减	17.46	-8.18	-9.08	3.16	-5.49	6.59
应付账款及应付票据	2098.45	3340.27	2804.38	2603.08	3467.40	3388.22
较上年同期增减	108.65	1241.83	-535.90	-201.30	864.32	213.12
应付账款周转天数	52.33	48.87	45.55	50.12	43.48	42.77
较上年同期增减	2.48	-3.45	-3.32	4.57	-6.65	1.87
合同负债	77.58	59.84	49.63	49.80	51.26	76.03
较上年同期增减	77.58	-17.74	-10.21	0.17	1.45	-6.90
经营性现金流净额	704.45	971.08	794.27	748.05	1182.80	410.88
较上年同期增减	54.44	266.63	-176.81	-46.22	434.75	-360.34
筹资性现金流净额	88.41	17.09	75.00	(199.74)	386.57	(331.23)
较上年同期增减	244.40	-71.32	57.92	-274.74	586.31	-381.05
资本开支	524.89	925.33	1078.46	638.85	671.50	437.66
较上年同期增减	299.72	400.44	153.13	-439.61	32.65	-41.63
ROE	6.74%	7.55%	7.13%	5.69%	3.86%	3.85%
YOY (±)	1.22%	0.81%	-0.42%	-1.44%	-1.83%	-0.29%
资产负债率	43.74%	54.39%	52.35%	51.31%	52.43%	51.07%
YOY (±)	-2.82%	10.65%	-2.04%	-1.04%	1.13%	-4.46%

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 41：宝钢包装收入拆分

	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
金属饮料罐						
营业收入	4601.32	5916.88	7710.32	7260.92	7857.81	4137.26
YOY	-1.00%	28.59%	30.31%	-5.83%	8.22%	8.67%
毛利率	11.18%	9.25%	8.23%	9.51%	8.58%	7.17%
印铁						
营业收入	883.49	1030.88	805.54	482.99	447.43	137.40
YOY	-19.89%	16.68%	-21.86%	-40.04%	-7.36%	-28.99%
毛利率	10.34%	10.50%	4.99%	-0.39%	-0.35%	4.44%
其他业务						
营业收入	300.70	20.53	27.52	16.55	13.06	--
YOY	1447.08%	-93.17%	34.03%	-39.86%	-21.06%	--
毛利率	1.99%	33.36%	39.74%	65.49%	7.01%	--

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

4.2 奥瑞金：收购中粮包装，成长动能充沛

客户&产品矩阵多元，协同优势有望持续放大。公司核心业务是为食品饮料等快消品客户提供综合包装解决方案，并拓展食品深加工。客户囊括红牛、战马、东鹏特饮、百威、青岛啤酒、燕京啤酒、可口可乐、百事可乐、飞鹤、伊利、蒙牛、露露、旺旺、宝洁、蓝月亮等全国领先品牌。2020-2024 年公司营业收入从 105.61 亿元增长至 136.73 亿元（CAGR 为 6.7%），归母净利润从 7.1 亿元增长至 7.9 亿元（CAGR 为 2.8%）；25Q1-3 收入/归母净利润同比分别+69.0%/+41.4%，表现优异主要系 25 年 1 月并表中粮包装，进一步巩固公司领先地位，并切入钢桶和塑胶包装等优质业务领域。根据上文测算，公司两片罐产能（含中粮）约 276 亿罐、三片罐产能约 95 亿罐，且未来在海外有明确两片产能规划，未来成长动能充沛。

图 42：奥瑞金财务数据一图看

单位：百万元	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025Q1-3
营业总收入	10561.01	13884.98	14067.07	13842.84	13672.91	18345.60
YOY	12.72%	31.47%	1.31%	-1.59%	-1.23%	68.97%
归母净利润	707.43	905.12	565.16	774.53	790.51	1076.23
YOY	3.54%	27.94%	-37.56%	37.05%	2.06%	41.40%
扣非归母净利润	521.59	798.50	459.83	746.15	761.62	567.97
YOY	-11.96%	53.09%	-42.41%	62.27%	2.07%	-23.74%
毛利率	20.87%	15.53%	11.86%	15.24%	16.31%	13.52%
期间费用率	11.44%	8.13%	7.54%	7.97%	8.57%	7.89%
销售费用率	1.77%	1.15%	1.37%	1.67%	1.84%	1.65%
研发费用率	0.59%	0.36%	0.31%	0.32%	0.44%	0.66%
管理费用率	5.32%	4.02%	3.86%	4.07%	4.61%	4.15%
财务费用率	3.75%	2.60%	2.00%	1.91%	1.67%	1.43%
归母净利率	6.70%	6.52%	4.02%	5.60%	5.78%	5.87%
存货	1327.43	2162.27	2070.24	1681.83	1617.62	2886.11
较上年同期增减	241.84	834.83	-92.02	-388.41	-64.21	1373.76
存货周转天数	51.97	53.55	61.45	57.56	51.90	38.32
较上年同期增减	6.59	1.58	7.89	-3.89	-5.66	-9.70
应收账款及应收票据	2531.21	3067.17	3359.61	3370.16	2917.34	7308.60
较上年同期增减	-41.81	535.96	292.44	10.55	-452.82	3683.50
应收票据	0.00	107.18	103.16	163.98	167.27	341.36
较上年同期增减	0.00	107.18	-4.01	60.82	3.29	168.41
应收账款	2531.21	2959.99	3256.44	3206.18	2750.07	6967.24
较上年同期增减	-41.81	428.78	296.45	-50.27	-456.11	3515.08
应收账款周转天数	87.00	71.19	79.54	84.03	78.41	71.51
较上年同期增减	3.97	-15.81	8.36	4.49	-5.62	-11.29
应付账款及应付票据	2021.55	2719.06	2566.68	2195.41	2562.93	5365.25
较上年同期增减	-630.49	697.51	-152.38	-371.28	367.52	2499.47
应付账款周转天数	91.48	67.69	71.34	69.78	72.32	44.42
较上年同期增减	5.23	-23.79	3.65	-1.56	2.53	-29.87
合同负债	67.01	119.62	132.17	110.32	104.12	163.09
较上年同期增减	67.01	52.61	12.55	-21.85	-6.20	81.61
经营性现金流净额	723.60	1182.81	1050.65	1506.56	2286.26	1658.30
较上年同期增减	-774.04	459.21	-132.16	455.91	779.71	-195.20
筹资性现金流净额	(76.63)	(1318.45)	(232.59)	(1384.65)	333.82	2137.84
较上年同期增减	434.50	-1241.82	1085.86	-1152.05	1718.46	1818.69
资本开支	457.29	593.32	498.84	506.89	372.29	486.16
较上年同期增减	244.68	136.03	-94.48	8.05	-134.60	170.72
ROE	10.74%	11.97%	6.85%	8.87%	8.71%	11.00%
YOY (±)	-1.19%	1.24%	-5.13%	2.02%	-0.16%	2.64%
资产负债率	54.98%	53.43%	50.47%	45.66%	48.29%	65.67%
YOY (±)	-4.48%	-1.55%	-2.96%	-4.81%	2.64%	16.64%

资料来源：iFind，信达证券研发中心

4.3 昇兴股份：产品矩阵多元，盈利复苏可期

下游领域广阔，盈利复苏可期。公司主要产品为饮料罐和食品罐，包括三片罐、二片罐、铝瓶产品，为食品、饮料及啤酒行业企业提供从研发、设计、晒版、印刷、生产、配送、灌装、信息数据等一体化全方位服务。主要客户为国内知名食品、饮料、啤酒品牌企业，包括养元饮品、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。2020-2024 年公司营业收入从 29.03 亿元增长至 71.30 亿元（CAGR 为 25.2%），归母净利润从 0.14 亿元增长至 4.23 亿元（CAGR 为 136.0%）；25Q1-3 收入/归母净利润同比分别+1.5%/-37.0%，我们判断盈利承压主要系行业竞争加剧。根据上文梳理，公司两片罐/三片罐产能约 106/60 亿罐，未来受益于行业反内卷、海外基地产能扩张，盈利能力修复可期。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 20

图 43：昇兴股份财务数据一图看

单位：百万元	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025Q1-3
营业总收入	2903.01	5166.12	6877.65	7094.80	7130.25	5069.99
YOY	13.87%	77.96%	33.13%	3.16%	0.50%	1.51%
归母净利润	13.64	170.50	209.29	333.04	423.30	216.55
YOY	-74.48%	1149.88%	22.75%	59.13%	27.10%	-36.99%
扣非归母净利润	5.63	149.96	180.77	336.77	407.43	196.49
YOY	-55.79%	2564.40%	20.54%	86.30%	20.98%	-39.98%
毛利率	11.07%	10.85%	9.47%	13.45%	14.50%	10.03%
期间费用率	9.19%	6.57%	5.52%	5.90%	5.59%	5.30%
销售费用率	0.88%	0.51%	0.42%	0.60%	0.51%	0.39%
研发费用率	0.76%	0.71%	0.69%	0.64%	0.65%	0.70%
管理费用率	5.20%	3.67%	2.99%	3.64%	3.99%	3.80%
财务费用率	2.36%	1.69%	1.43%	1.02%	0.45%	0.41%
归母净利率	0.47%	3.30%	3.04%	4.69%	5.94%	4.27%
存货	492.06	937.75	885.57	830.93	841.54	1108.87
较上年同期增减	82.38	445.69	-52.17	-54.65	10.61	247.83
存货周转天数	62.88	55.88	52.71	50.31	49.38	57.72
较上年同期增减	-1.41	-7.00	-3.17	-2.40	-0.93	4.33
应收账款及应收票据	776.14	1352.91	2018.63	1826.55	1932.69	1705.25
较上年同期增减	112.09	576.78	665.71	-192.08	106.14	-18.89
应收票据	85.32	236.00	332.48	18.64	16.43	4.69
较上年同期增减	66.81	150.67	96.48	-313.84	-2.20	-8.37
应收账款	690.81	1116.92	1686.15	1807.91	1916.26	1700.56
较上年同期增减	45.29	426.10	569.23	121.76	108.34	-10.53
应收账款周转天数	82.86	62.99	73.36	88.65	94.01	96.30
较上年同期增减	16.69	-19.87	10.38	15.28	5.37	1.19
应付账款及应付票据	999.54	1776.92	2309.12	2586.53	2262.66	2548.99
较上年同期增减	-257.24	777.38	532.20	277.40	-323.87	352.25
应付账款周转天数	65.45	42.95	50.32	52.22	40.71	39.40
较上年同期增减	2.69	-22.50	7.37	1.90	-11.51	-5.45
合同负债	143.39	103.13	47.65	43.96	35.49	62.48
较上年同期增减	143.39	-40.26	-55.49	-3.68	-8.47	26.03
经营性现金流净额	430.15	(77.14)	719.32	1413.62	524.38	545.74
较上年同期增减	119.32	-507.29	796.47	694.29	-889.24	-16.80
筹资性现金流净额	93.13	641.67	(197.66)	(879.28)	(482.42)	(173.49)
较上年同期增减	-158.74	548.53	-839.33	-681.62	396.87	411.60
资本开支	388.29	491.55	536.23	421.34	313.96	282.81
较上年同期增减	155.01	103.26	44.68	-114.88	-107.38	115.17
ROE	0.75%	6.27%	7.35%	10.79%	12.39%	6.26%
YOY (±)	-2.16%	5.52%	1.09%	3.44%	1.60%	-4.08%
资产负债率	60.91%	58.81%	62.77%	63.40%	56.08%	57.93%
YOY (±)	1.02%	-2.10%	3.95%	0.64%	-7.33%	0.54%

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

5. 投资建议

金属包装 25 年行业集中度进一步提升，未来两片罐国内新增供给有限、供需压力趋缓，且目前各公司盈利低位，未来行业龙头有望由份额导向转向盈利导向，我们判断 26 年基准价格或将实现小幅提升。此外，海外竞争格局&定价更优，行业出海征程已徐徐展开，龙头盈利中枢有望稳步上移。关注**宝钢包装**、**奥瑞金**、**昇兴股份**、**嘉美包装**等，给予金属包装行业“看好评级”。

图 44：重点公司盈利梳理（亿元）

股票简称	总市值 (亿元)	营业收入			归母净利润			PE		
		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
宝钢包装	76.04	83.18	87.26	97.87	1.72	1.95	2.85	44.1	38.9	26.7
奥瑞金	149.23	136.73	228.40	241.49	7.91	12.49	12.87	18.9	11.9	11.6
昇兴股份	65.36	71.30	72.09	78.88	4.23	3.19	4.51	15.4	20.5	14.5
嘉美包装	249.43	32.00	-	-	1.83	-	-	136.1	-	-

资料来源: iFind, 信达证券研发中心 (26 年盈利预测来自 iFind 一致预期, 股价日期为 2026/1/27)

6. 风险提示

下游消费需求不及预期。金属包装下游为啤酒、碳酸饮料、功能饮料、蛋白饮料等消费品行业，若下游需求疲弱，或会对金属包装需求造成一定影响。

测算误差风险。本文多处为假设、测算数据，存在误差风险。

海外基地盈利能力不及预期。伴随海外扩产加速，若竞争加剧，则有价格战风险，影响各公司盈利能力。

研究团队简介

姜文镒，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道，2025 年 12 月起担任轻工行业负责人。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年以上消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖黄金珠宝、跨境电商、两轮车、宠物等赛道。

刘田田，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分都不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。