2020 年 10 月 30 日

Q3 业绩显著改善，打造综合包装一体化服务

奥瑞金(002701)

评级：	买入	股票代码：	002701
上次评级：	买入	52 周最高价/最低价：	6.19/3.88
目标价格：		总市值(亿)	143.69
最新收盘价：	5.63	自由流通市值(亿)	142.59
		自由流通股数(百万)	2,372.48

事件概述

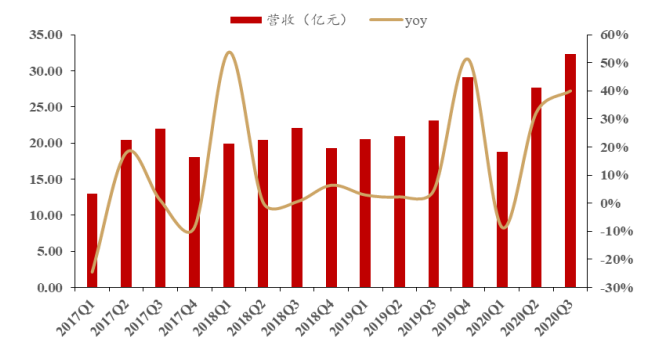
奥瑞金发布 2020 年三季报，报告期内公司实现营收 78.79 亿元，同比增长 22.05%；实现归母净利润 4.83 亿元，同比下降 29.75%；实现扣非净利润 3.78 亿元，同比下降 38.57%。单季度看，2020 年 Q3 实现营收 32.36 亿元，同比增长 40%；实现归母净利润 3.01 亿元，同比增长 49.76%；实现扣非净利润 2.86 亿元，同比增长 67.19%。

分析判断：

▶ 收入端：下游食品饮料行业回暖，订单恢复良好

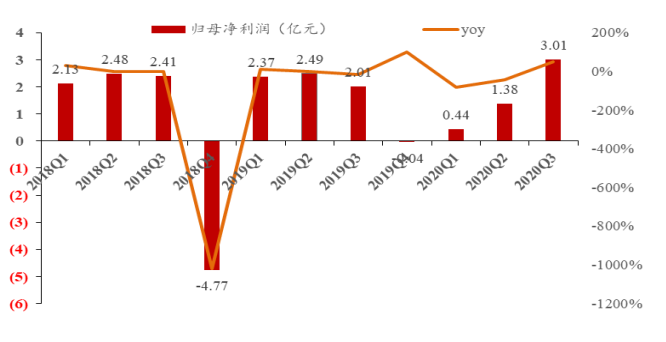
2020 年 Q3 公司营业收入为 32.36 亿元，同比增长 40.00%，相较于 2019 年 Q3 增长了 35.41pct，相较于 2020 年 Q2 增长了 7.68pct。主要系下游食品饮料行业持续回暖，公司订单有所恢复。同时波尔 4 个工厂并表，二片罐营收规模有所扩大。此外，公司二片罐湖北咸宁工厂与元气森林、伊利、东鹏、新希望乳业等深化合作、开发新产品，为其提供包装、灌装一体化综合解决方案服务。

图 1　公司单季度营业收入



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2　公司单季度归母净利润



资料来源：公司公告，华西证券研究所

▶ 利润端：Q3 利润率环比大幅改善

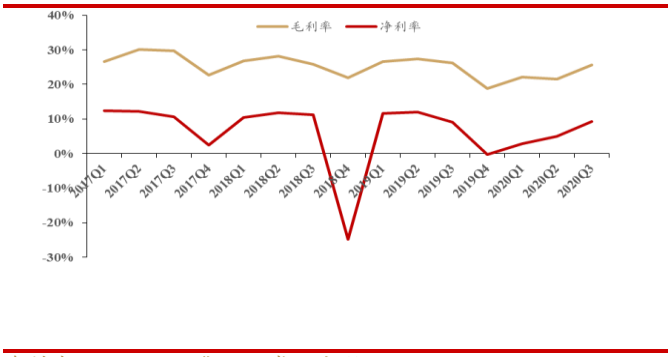
2020 前三季度公司毛利率为 23.31%，同比下降了 3.48pct。公司净利率为 6.26%，同比下降了 4.56pct。2020 年 Q3 公司毛利率为 25.59%，同比下滑 0.70pct，环比提升了 4.10pct。公司净利率为 9.34%，同比提升 0.25pct，环比提升了 4.33pct。费用方面，前三季度公司期间费用率同比下滑了 0.02pct 至 4.55%，其中，销售/管理/研发/财务费用率分别同比增加-0.45/0.34/-0.44/0.54pct 至 3.37%/5.58%/0.50%/3.94%。研发费用率的下滑，主要系疫情影响，部分研发项目进度延后。财务费用率的提升，主要系公司有息负债规模和结构变化，利息费用相应增加。Q3 单季度公司期间费用率同比下滑 2.59pct 至 12.82%，其中，销售/管理/研发/财务费用率分别同比增加-0.95/-0.89/-0.76/0.00pct 至 3.08%/5.51%/0.55%/3.67%。

▶ 终止实施 2019 年限制性股票激励计划

2020 年 10 月 28 日，公司召开第四届董事会 2020 年第三次会议，审议通过了《关于终止实施 2019 年限制性股票激励计划暨回购注销已授予但尚未解除限售的全部限制性股票的议案》，同意公司终止实施 2019 年限制性股票激励计划并回购注销已授予但尚未解除限售的全部限制性股票共计 17,672,288 股，占公司截至 2020

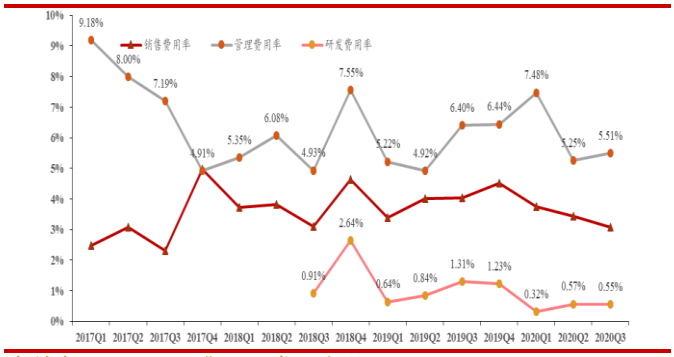
年 10 月 27 日总股本 2,390,829,979 股的 0.74%，回购价格为 2.102 元/股。终止实施激励计划的原因是自 2020 年初以来，受新型冠状病毒疫情影响，公司自身实际经营情况受到一定影响，本次激励计划中设定的业绩考核指标已不能和公司当前所处的市场环境及应对策略相匹配，达成限制性股票激励计划设定的业绩考核目标难度较大，继续实施本次激励计划难以达到预期的激励目的和激励效果，结合激励对象意愿和公司实际情况，经审慎论证后公司董事会拟终止实施本次激励计划。

图 3　公司毛利率/净利率



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 4　公司销售/管理/财务费用率



资料来源：Wind，华西证券研究所

投资建议

考虑到波尔并表将增厚公司收入，我们略微上调公司的营业收入预测，预计 2020-2022 年收入由 101.66/116.09/131.65 亿元上调至 110.56/119.62/133.26 亿元。由于疫情影响导致公司综合包装一体化整合进度有所减缓，我们略微下调对公司的净利润预测，归母净利润由 7.83/9.06/10.35 亿元下调至 6.96/8.47/10.13 亿元，对应 EPS 为 0.29/0.35/0.42 元。我们预计随着疫情缓解，以及公司完成波尔并表后带来议价能力的提升，后面业绩有望逐步回升，继续给予“买入”评级。

风险提示

1）红牛诉讼。2）原材料价格波动。3）供需格局恶化。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8175.39	9369.16	11055.61	11962.17	13325.86
YoY（%）	11.35%	14.60%	18.00%	8.20%	11.40%
归母净利润(百万元)	225.38	683.24	696.81	846.95	1012.87
YoY（%）	-67.98%	203.15%	1.99%	21.55%	19.59%
毛利率（%）	25.79%	24.29%	23.52%	23.81%	24.22%
每股收益（元）	0.09	0.29	0.29	0.35	0.42
ROE	4.19%	11.93%	11.41%	12.82%	14.23%
市盈率	59.72	19.70	19.32	15.89	13.29

资料来源：wind,华西证券研究所

分析师：徐林锋
邮箱：xulf@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080002
联系电话：

分析师：戚志圣
邮箱：qizs@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519100001
联系电话：

联系人：杨维维
邮箱：yangww@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520080001
联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	9369.16	11055.61	11962.17	13325.86
YoY(%)	14.60%	18.00%	8.20%	11.40%
营业成本	7092.99	8454.85	9114.32	10098.67
营业税金及附加	67.35	77.39	83.74	93.28
销售费用	377.93	519.61	622.03	692.94
管理费用	545.76	740.73	837.35	932.81
财务费用	293.77	94.08	-4.12	-22.01
资产减值损失	-54.35	56.58	4.60	6.88
投资收益	140.54	40.00	35.00	30.00
营业利润	1048.45	961.56	1130.30	1317.07
营业外收支	1.27	0.00	0.00	0.00
利润总额	1049.72	961.56	1130.30	1317.07
所得税	356.73	254.81	271.27	289.75
净利润	692.99	706.75	859.03	1027.31
归属于母公司净利润	683.24	696.81	846.95	1012.87
YoY(%)	203.15%	1.99%	21.55%	19.59%
每股收益	0.29	0.29	0.35	0.42

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	583.31	2058.60	2882.58	3761.20
预付款项	201.61	240.32	259.07	287.05
存货	1085.59	853.13	919.42	1018.44
其他流动资产	3051.83	803.46	847.66	913.96
流动资产合计	4922.34	3955.51	4908.73	5980.65
长期股权投资	2552.48	2552.48	2552.48	2552.48
固定资产	5235.76	5110.94	5062.11	5083.29
无形资产	684.36	847.40	999.63	1141.04
非流动资产合计	9810.72	9573.64	9463.24	9402.59
资产合计	14733.05	13529.15	14371.97	15383.24
短期借款	1719.00	20.00	30.00	40.00
应付账款及票据	2652.04	2570.43	2770.93	3070.19
其他流动负债	2153.45	2280.33	2343.63	2438.32
流动负债合计	6524.49	4870.76	5144.55	5548.51
长期借款	1077.42	1137.42	1197.42	1277.42
其他长期负债	1157.31	1157.31	1157.31	1157.31
非流动负债合计	2234.73	2294.73	2354.73	2434.73
负债合计	8759.23	7165.50	7499.29	7983.24
股本	2355.23	2355.23	2355.23	2355.23
少数股东权益	244.35	254.29	266.37	280.82
股东权益合计	5973.82	6363.66	6872.69	7400.00
负债和股东权益合计	14733.05	13529.15	14371.97	15383.24

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	692.99	706.75	859.03	1027.31
折旧和摊销	475.20	478.19	513.01	553.83
营运资金变动	111.85	2430.80	129.95	193.77
经营活动现金流	1497.64	3745.93	1530.21	1814.53
资本开支	-184.51	-240.81	-402.31	-492.88
投资	-1525.30	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-1463.77	-200.81	-367.31	-462.88
股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
债务募资	-1218.74	-1639.00	70.00	90.00
筹资活动现金流	-511.13	-2069.83	-338.92	-473.03
现金净流量	-477.26	1475.29	823.99	878.62

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力（%）				
营业收入增长率	14.60%	18.00%	8.20%	11.40%
净利润增长率	203.15%	1.99%	21.55%	19.59%
盈利能力（%）				
毛利率	24.29%	23.52%	23.81%	24.22%
净利润率	7.40%	6.39%	7.18%	7.71%
总资产收益率 ROA	4.64%	5.15%	5.89%	6.58%
净资产收益率 ROE	11.93%	11.41%	12.82%	14.23%
偿债能力（%）				
流动比率	**0.75**	**0.81**	**0.95**	**1.08**
速动比率	0.56	0.59	0.73	0.84
现金比率	0.09	0.42	0.56	0.68
资产负债率	59.45%	52.96%	52.18%	51.90%
经营效率（%）				
总资产周转率	0.67	0.78	0.86	0.90
每股指标（元）				
每股收益	0.29	0.29	0.35	0.42
每股净资产	2.40	2.56	2.76	2.98
每股经营现金流	0.63	1.57	0.64	0.76
每股股利	0.00	0.17	0.15	0.21
估值分析				
PE	19.70	19.32	15.89	13.29
PB	1.84	2.20	2.04	1.89

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，8年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，4年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。