

美盈森 (002303.SZ)

持有 (首次评级)

高股息纸包装龙头，全球化驱动盈利上行

投资要点:

国内领先的包装一体化综合服务商

公司成立于2000年，主要从事运输包装产品、精品包装产品、标签产品及电子功能材料模切产品的研发、生产与销售。2024年公司实现营业收入40.07亿元，同比增长14.07%；实现归母净利润2.82亿元，同比增长43.61%。

基本盘稳固，下游赛道分布均衡，客户结构优质分散

公司深度服务于下游各领域的头部企业，客户优质而分散。其中消费电子产品类客户占比约40%，家具家电类占比约30%以上，白酒类占比约10%左右，汽车及新能源汽车产业链约占10%。2024年前五大客户销售占比约20.4%。公司消费电子主要客户包括小米、富士康、华为、联想、京东方、海康威视、国光电器、HP等；食品饮料、保健品领域主要客户包括泸州老窖、洋河、剑南春、五粮液、习酒、今世缘、华润怡宝、Amway、益海嘉里；家具家电、电动手提式工具领域主要客户包括IKEA、Home Depot、喜临门、青岛海尔等；新能源客户主要包括福耀玻璃、BOSCH、比亚迪；光伏新能源领域主要客户包括隆基绿能、阿特斯等。

全球化布局深化，业务结构优化提升盈利

公司在全球拥有50家子公司，其中境内37家、境外13家，已基本完成国内经济活跃区域的战略布局，并紧跟客户需求，加速东南亚、墨西哥等地的产能释放与储备，形成了集团化、多区域、国际化的服务网络。24年外销营收11.04亿元，同比+34.5%，占比提升至27.5%，外销毛利率32.9%，较内销高8.63pct。以香港子公司为代表的海外平台表现优异，2024年美盈森香港营收8.83亿元、同比+60.7%，净利润1.08亿元、同比+38.6%，净利率12.2%，明显高于公司综合净利率7%的水平。随着未来海外效能持续释放，我们认为业务结构的变化将带动公司整体盈利上行。

高分红股息价值彰显，现金流质量好

公司高度重视投资者回报，分红比例维持高位，2022-2024年分红比例分别为75.1%/101.5%/310.5%。2024年公司共实施3次现金分红，合计派发现金红利8.73亿元，股息率15.95%。公司过去3年经营性现金流净额均超4亿元，过去5年净利润现金含量均值2.6，现金流质量好，为持续分红和业务扩张提供有力保障。

盈利预测与投资建议

预计公司2025-2027年收入增速分别为7%、15%、18%，归母净利润增速分别为18%、31%、22%，对应EPS分别为0.22元、0.28元、0.35元。当前股价对应2025年PE为20x，与同行可比公司平均水平基本一致。考虑到公司优质分散的客户结构与全球化布局与一体化服务共同构筑核心壁垒，海外拓展+降本提效有望提升盈利，首次覆盖给予“持有”评级。

风险提示

行业竞争加剧、国际环境不确定风险、下游客户经营不及预期风险等

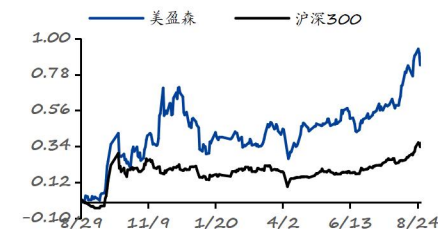
财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,513	4,007	4,297	4,926	5,805
增长率	-15%	14%	7%	15%	18%
净利润(百万元)	196	282	332	436	531
增长率	46%	44%	18%	31%	22%
EPS(元/股)	0.13	0.18	0.22	0.28	0.35
市盈率(P/E)	34.0	23.7	20.1	15.3	12.6
市净率(P/B)	1.3	1.5	1.4	1.4	1.3

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2025-08-28
收盘价:	4.36元
总股本/流通股本(百万股)	1,531.32/966.94
流通A股市值(百万元)	4,215.85
每股净资产(元)	2.90
资产负债率(%)	39.21
一年内最高/最低价(元)	4.61/2.50

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	李宏鹏(S0210524050017)
lh30568@hfzq.com.cn	
分析师:	汪浚哲(S0210524050024)
wjz30579@hfzq.com.cn	

相关报告

正文目录

1 美盈森：国内领先的包装一体化综合服务商	3
2 全球化布局深化，驱动盈利上行	7
2.1 下游需求回暖，AI 驱动消费电子新周期带来订单弹性	7
2.2 基本盘稳固，深度卡位高增长下游赛道，客户结构优质分散	8
2.3 全球化布局与一体化服务构筑核心壁垒	10
2.4 高分红股息价值彰显，现金流质量良好	12
3 盈利预测与投资建议	13
3.1 盈利预测	13
3.2 投资建议	14
4 风险提示	15

图表目录

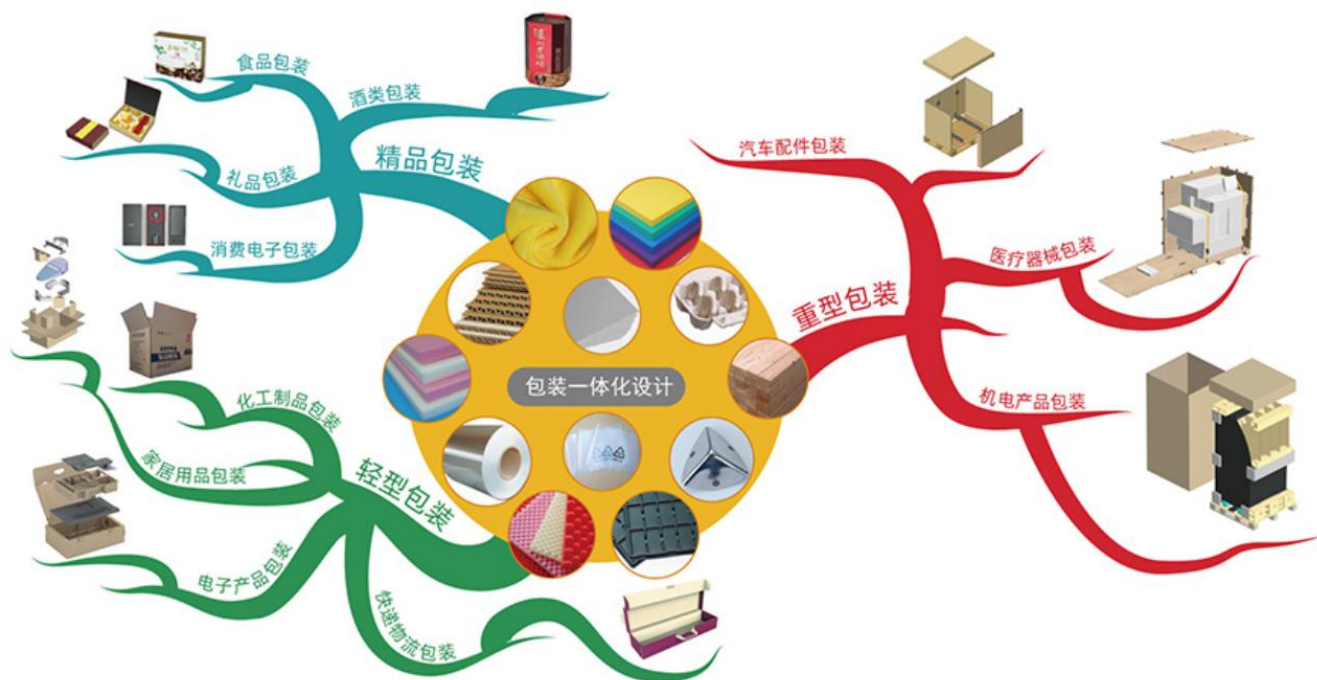
图表 1: 公司主要产品	3
图表 2: 公司股权结构（截至 2025/06/30）	4
图表 3: 公司董事及高管团队介绍	4
图表 4: 上市以来营收及增速	4
图表 5: 上市以来归母净利润及增速	4
图表 6: 公司分产品营收占比	5
图表 7: 公司分地区营收占比	5
图表 8: 分产品毛利率	5
图表 9: 分地区毛利率	5
图表 10: 销售毛利率、净利率	6
图表 11: 期间费用率	6
图表 12: 可比公司销售毛利率对比	7
图表 13: 可比公司销售净利率对比	7
图表 14: IDC 预计全球 Gen AI 智能手机出货量	7
图表 15: IDC 中国新一代 AI 手机市场预测	7
图表 16: 2024-2028 年 AI PC 出货量预计	8
图表 17: Canalys 预计 AI PC 渗透率	8
图表 18: 2017-2024 年前五大客户销售占比	9
图表 19: 2025 年各类客户销售占比	9
图表 20: 2021-25H1 我国空调产量及增速	9
图表 21: 2021-25H1 我国家用电冰箱产量及增速	9
图表 22: 2019-25H1 我国新能源汽车销量及增速	10
图表 23: 2021-25H1 我国光伏电池产量及增速	10
图表 24: 公司全球化布局	11
图表 25: 2017-2024 年外销营收及增速	11
图表 26: 美盈森香港子公司营收及增速	11
图表 27: 美盈森香港子公司净利润及增速	11
图表 28: 美盈森香港净利率高于公司综合净利率	11
图表 29: 公司历年分红比例	12
图表 30: 公司 2024 年股息率达 15.95%	12
图表 31: 公司经营性现金净额	13
图表 32: 公司净利润现金含量	13
图表 33: 公司业绩拆分预测表	13
图表 34: 可比公司估值表	15
图表 35: 财务预测摘要	16

1 美盈森：国内领先的包装一体化综合服务商

公司成立于2000年，主要从事运输包装产品、精品包装产品、标签产品及电子功能材料模切产品的研发、生产与销售，并为客户提供包装产品创意设计、结构设计、包装方案优化、包装材料第三方采购与包装产品物流配送、供应商库存管理以及现场辅助包装作业等包装一体化深度服务。2009年公司于深交所主板上市。

主要产品包括轻型包装产品、重型包装产品、标签产品及电子功能材料模切产品，其中轻型包装产品为轻型瓦楞包装产品和精品包装产品，重型包装产品包括重型瓦楞包装产品和重型复合包装产品，电子功能材料模切产品是为高端消费类电子客户提供缓冲垫片、减震泡棉、粘贴胶带、保护膜、防尘网布、导电绝缘膜等电子功能材料模切产品。主要客户覆盖消费电子、白酒、家具家居、家用电器、电动手提式工具、汽车及新能源汽车产业链、医疗用品、食品饮料、电商物流、快递速运等多行业。

图表 1：公司主要产品

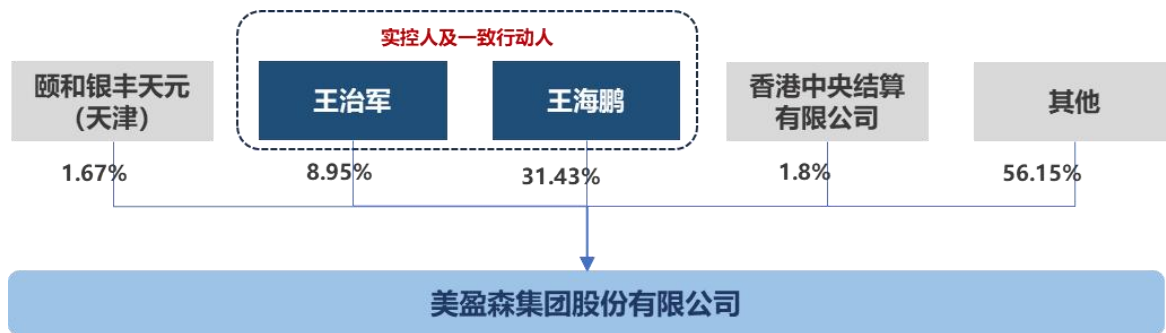


数据来源：公司官网，华福证券研究所

股权结构集中，截至2025年6月30日，实控人王海鹏先生及其一致行动人王治军、王丽合计持有公司股权40.68%。公司核心管理层在公司任职时间较长，积累了丰富的经验。



图表 2: 公司股权结构 (截至 2025/06/30)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 3: 公司董事及高管团队介绍

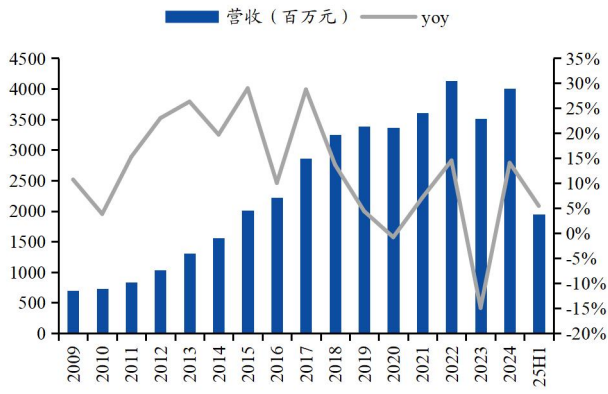
姓名	职务	个人简历
王治军	董事长、董事、 总裁	1978 年生, 曾任美盈森集团股份有限公司及公司前身深圳市美盈森环保包装技术有限公司董事、副董事长, 现任美盈森集团股份有限公司董事长、总裁, 中国包装联合会副会长
张珍义	董事	1958 年生, 2002 年加入美盈森集团股份有限公司, 历任美盈森集团股份有限公司业务负责人、董事长兼总经理, 现任美盈森集团股份有限公司董事等
郭瑞林	董事、副总裁	1982 年生, 曾任深圳市彩显光电有限公司财务负责人, 同方股份有限公司多媒体产业本部审计法务部负责人, 2015 年加入美盈森集团股份有限公司, 现任美盈森集团股份有限公司董事、副总裁, 负责公司酒包事业部日常经营相关工作, 兼任泸州金彩包装有限公司执行董事兼总经理。
冯达昌	副总裁	1962 年生, 曾任美福瓦通纸品 (深圳) 有限公司营销总监。现任美盈森集团股份有限公司副总裁, 兼任重庆美盈森经理、香港美盈森董事、常富润企业 (香港) 董事长、常富润科技 (深圳) 有限公司执行董事兼总经理、越南美芯龙总经理。
刘会丰	副总裁、董事会 秘书	1984 年生, 2009 年加入美盈森集团股份有限公司, 现任美盈森集团股份有限公司副总裁、董事会秘书, 兼任中大绿谷董事、印度美盈森董事、印度美盈森技术董事、东莞丰华智造执行董事兼总经理、新加坡美盈森董事、美惠智选董事兼总经理。
袁宏贵	财务总监	1979 年生, 曾任职深圳市鼎益投资有限公司、同方股份有限公司。2010 年加入美盈森集团股份有限公司, 曾任审计部经理, 现任美盈森集团股份有限公司财务总监, 兼任小美集监事、东莞美之兰监事、中大绿谷监事。

数据来源: ifind, 华福证券研究所

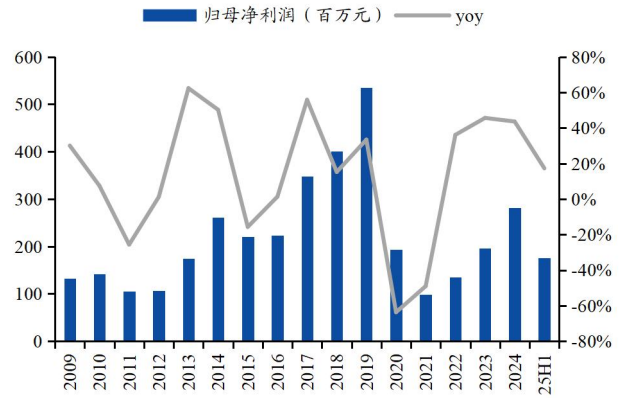
2009-2024 年营收、归母净利润复合增速分别为 12.3%和 5.1%。2024 年公司实现营业收入 40.07 亿元, 同比增长 14.07%; 实现归母净利润 2.82 亿元, 同比增长 43.61%。利润端增速显著快于收入端, 主要得益于高毛利率的海外业务快速增长、产品结构优化以及非经常性项目中投资性房地产公允价值变动损失同比收窄。

图表 4: 上市以来营收及增速

图表 5: 上市以来归母净利润及增速



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

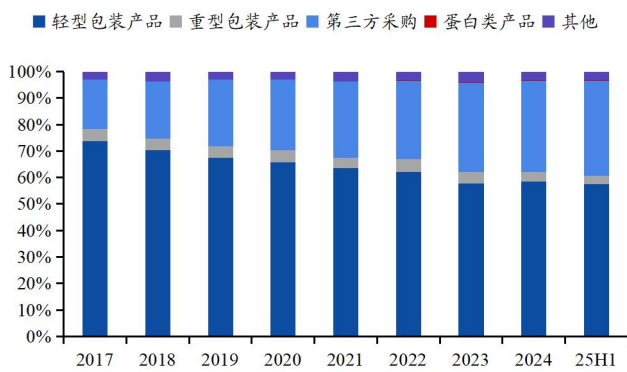


数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

分产品来看, 2024 年轻型包装、第三方采购、重型包装、蛋白类产品营收分别为 23.47/13.78/1.42/0.07 亿元, 同比分别+15.6%/+16.6%/-9.1%/+26.4%, 营收占比分别为 58.6%/34.4%/3.5%/0.2%。

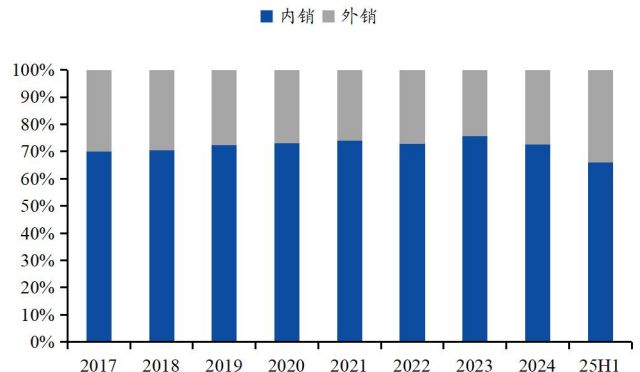
全球化战略布局成果在 2024 年得到集中体现。2024 年公司出口销售收入达 11.04 亿元, 同比增长 34.5%, 远超国内销售 14% 的增速, 收入占比由 24.4% 提升至 27.5%。海外业务具备更高的盈利能力, 2024 年外销毛利率高达 32.9%, 高于国内业务的 24.3%。高毛利海外业务的快速放量, 有效优化了公司的整体盈利结构, 是公司净利润增速远超营收增速的核心原因。公司持续推进“一带一路”沿线及中北美地区的产能布局与储备, 以香港子公司为代表的海外平台表现优异, 全年贡献净利润 1.08 亿元。

图表 6: 公司分产品营收占比



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

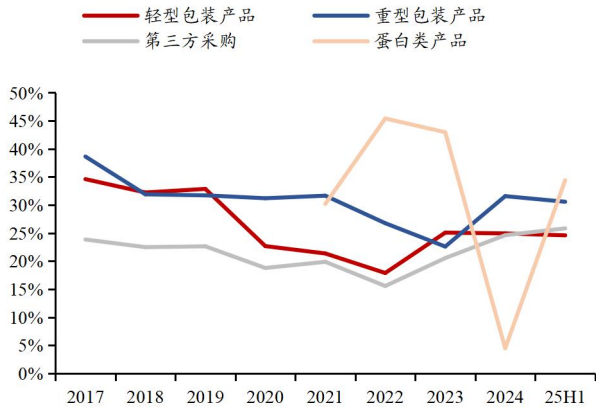
图表 7: 公司分地区营收占比



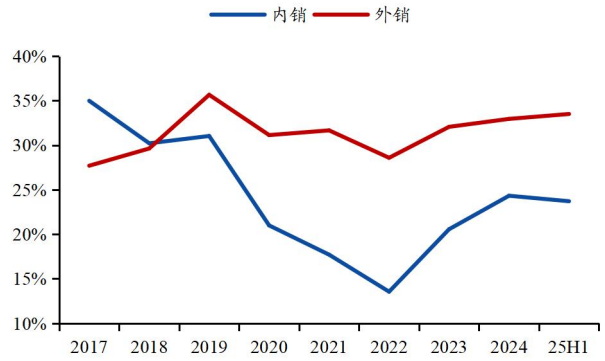
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 8: 分产品毛利率

图表 9: 分地区毛利率



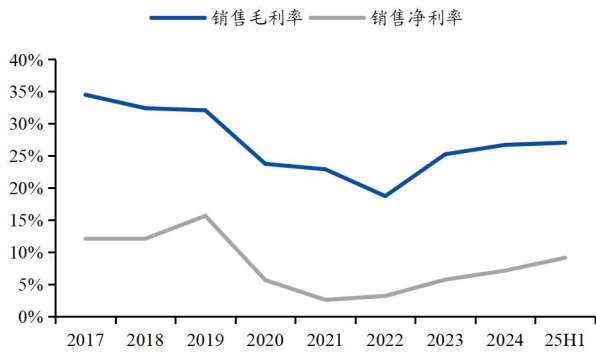
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

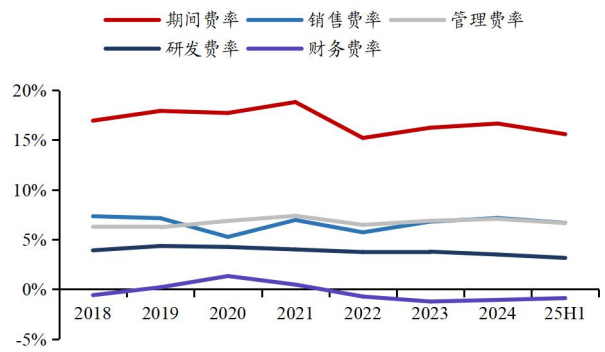
2024 年公司销售毛利率、净利率分别为 26.7%/7.1%，同比+1.5/+1.4pct；25H1 公司毛利率、净利率分别为 27%/9.1%。公司盈利能力的提升不仅来自海外业务，也源于内部经营质量的改善，公司主动优化订单结构，减少低附加值订单，提升高附加值业务占比。同时，公司通过优化生产制程、升级工艺技术等措施，有效降低了生产损耗，提升了生产端竞争力。

图表 10: 销售毛利率、净利率



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 11: 期间费用率

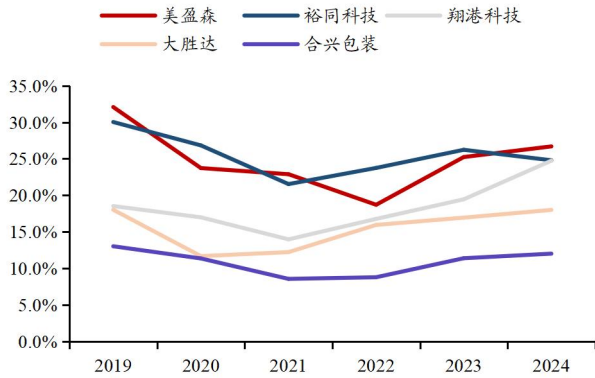


数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

2 全球化布局深化，驱动盈利上行

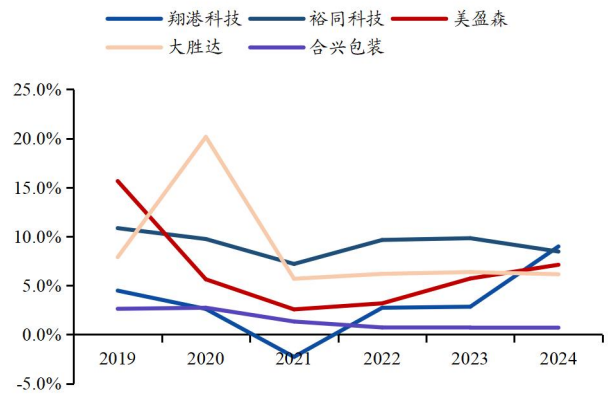
公司毛利率处于行业上游，净利率自 2021 年起步入上行通道。我们认为公司盈利能力改善主要基于：1) 消费电子及大消费基本盘稳固，切入新能源等高潜赛道，订单饱满；2) 修内功降本提效，AI 赋能研发创新驱动产品升级；3) 深化全球化布局，具备全球供应网络更深度绑定大客户，抢占优质订单资源。

图表 12: 可比公司销售毛利率对比



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 13: 可比公司销售净利率对比



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

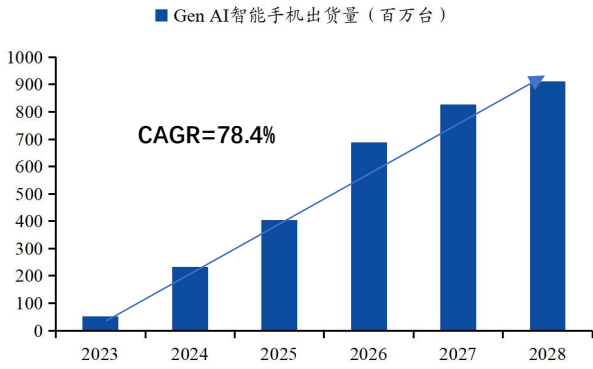
2.1 下游需求回暖，AI 驱动消费电子新周期带来订单弹性

2024 年被称为“人工智能手机元年”，全球手机厂商纷纷切入人工智能手机赛道。人工智能手机产业发展加速迈入下个阶段。目前，市场对端侧 AI 能力需求持续提升，人工智能手机作为智能手机发展的新阶段成果有望促成新一波换机潮，AI 功能初步落地于各手机厂商高端产品，各大厂商人工智能手机战略部署与高端化路径紧密相连，AI 能力将成手机厂商迈向高端化的有效发力点。

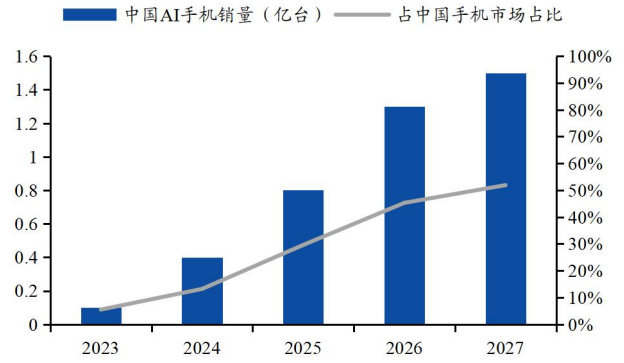
根据 IDC，尽管当前宏观经济环境和消费者保持设备更长时间的事实，但智能手机 Gen AI 潜力预计将在未来几年推动较大的需求，Gen AI 智能手机将成为智能手机类别中增长最快的细分市场。IDC 预计到 2028 年全球 Gen AI 智能手机出货量将达到 9.12 亿部，2023-2028 年的 CAGR 将达到 78.4%。IDC 预计在中国市场，随着新的芯片和用户使用场景的快速迭代，新一代 AI 手机所占份额将在 2024 年后迅速攀升，2027 年达到 1.5 亿台，市场份额超过 50%。

图表 14: IDC 预计全球 Gen AI 智能手机出货量

图表 15: IDC 中国新一代 AI 手机市场预测



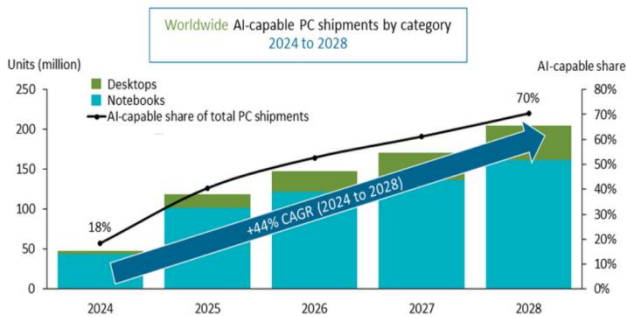
数据来源: IDC, 华福证券研究所



数据来源: 《IDC & OPPO: 2024 年 AI 手机白皮书》, 华福证券研究所

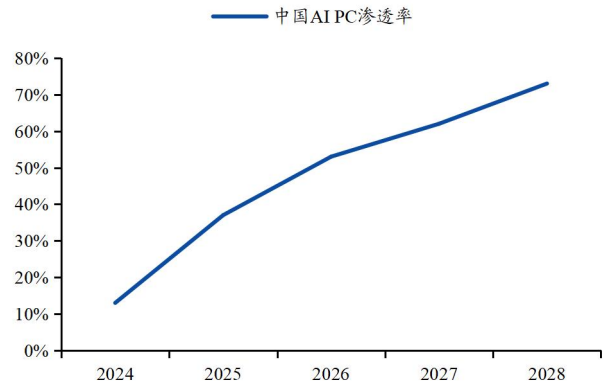
除智能手机外, AI PC 同样将迎来较快增长, 根据 Canalsy, 2024 年全球 AI PC 出货量将有 4800 万台, 占 PC 总出货量的 18%。预计 2025 年 AI PC 出货量将超过 1 亿台, 占有所有 PC 出货量的 40%。2028 年, Canalsy 预计出货量将达 2.05 亿台 2024~2028 年 CAGR 将达到 44%。2024 年中国市场 AI PC 出货量占整体 PC 出货量比例为 13%, Canalsy 预计到 2028 年中国 AI PC 渗透率将达到 73%。

图表 16: 2024-2028 年 AI PC 出货量预计



数据来源: Canalsy, 华福证券研究所

图表 17: Canalsy 预计 AI PC 渗透率



数据来源: Canalsy, 华福证券研究所

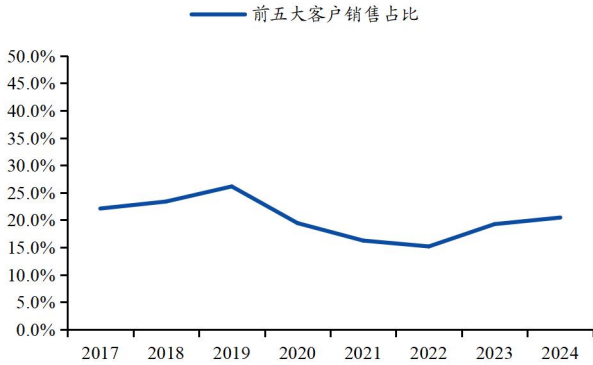
消费电子领域对高端礼盒、瓦楞制品及智能标签等包装解决方案的需求较大。公司以瓦楞包装为主要业务, 并在精品包装领域实现后发优势, 通过持续深耕头部客户的全链路服务能力, 在研发设计、智能制造、工艺技术及全球供应等环节建立了显著竞争优势。目前, 公司已与智能手机、可穿戴设备、PC 终端及新型雾化产品等细分市场的全球领军企业和头部客户达成长期合作, 成功构建了消费电子包装领域全方位竞争优势。根据公司公告, 目前公司消费电子产业领域主要客户包括小米、富士康、纬创、仁宝、华为、联想、京东方、海康威视、国光电器、HP、Sonos、Qisda。

2.2 基本盘稳固, 深度卡位高增长下游赛道, 客户结构优质分散



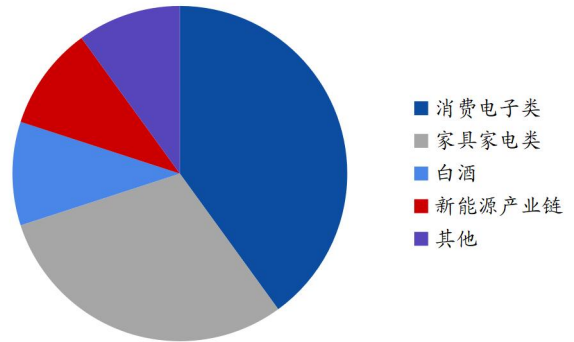
公司深度服务于下游各领域的头部企业，客户优质而分散。根据公司公告，2024年前五大客户销售占比约 20.4%，2017-2024 年平均前五大客户销售占比 20.3%。公司下游客户优质且分散，根据客户类别来看，预计 2025 年消费电子类客户占比约 40%，家具家电类占比 30%以上，白酒类占比约 10%左右，汽车及新能源汽车产业链约占 10%，其余为医疗器械、食品饮料保健品、快递包装等，还有一些标签及电子功能性材料模切产品。

图表 18: 2017-2024 年前五大客户销售占比



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

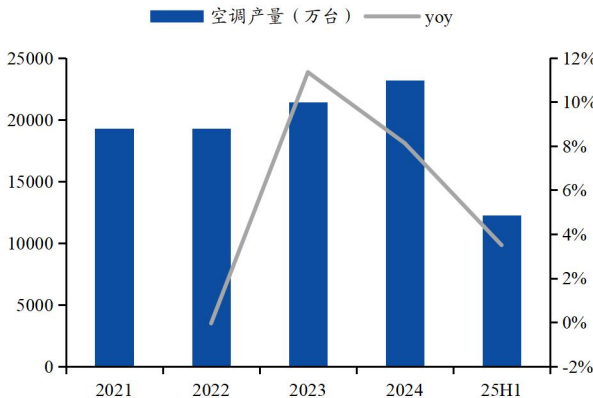
图表 19: 2025 年各类客户销售占比



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

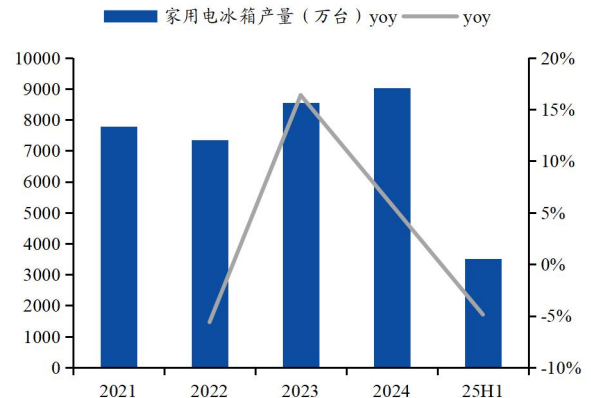
根据 ifind 及国家统计局, 2024 年我国空调、家用电冰箱产量分别为 23186.54/9040 万台, 同比分别+8.1%和 5.8%。公司家具家居、家用电器、电动手提式工具产业领域主要客户包括 IKEA、Home Depot、喜临门、青岛海尔、四川长虹、海信、TCL、Weber、TTI。家具家居、家用电器行业对瓦楞包装、精品彩盒的包装需求较大, 随着家具行业收入企稳、家电产量继续较快增长, 包装订单相应增加。公司深度服务家具家居、家电行业头部客户, 为公司业绩的持续增长带来更多市场机会。

图表 20: 2021-25H1 我国空调产量及增速



数据来源: ifind, 国家统计局, 华福证券研究所

图表 21: 2021-25H1 我国家用冰箱产量及增速



数据来源: ifind, 国家统计局, 华福证券研究所

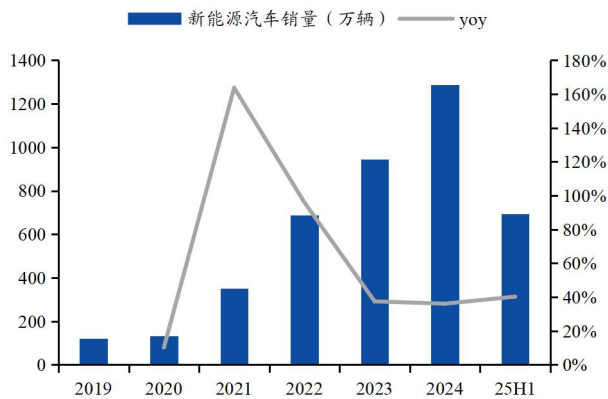
根据 ifind 及中国汽车工业协会, 2024 年我国新能源汽车销量 1286 万辆, 同比



+36.1%，2019-2024 年新能源汽车销量 CAGR 达 60.5%，25H1 我国新能源汽车销量同比+40.3%至 694 万辆。根据 ifind 及国家统计局，2024 年我国光伏电池产量达 5.57 亿千瓦，同比+17.85%，2019-2024 年光伏电池产量 CAGR 达 38.3%。

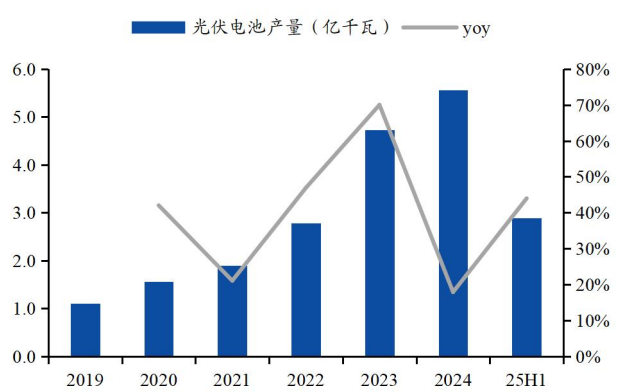
公司已为包括新能源汽车、新能源动力电池、汽车玻璃等在内的多家新能源汽车及产业链领先企业提供包装服务，新能源汽车产业的持续快速发展，将为包括包装产业在内的相关产业链带来新的市场机会。公司汽车及新能源汽车产业链客户主要包括福耀玻璃、BOSCH、比亚迪；光伏新能源领域主要客户包括隆基绿能、阿特斯等。

图表 22: 2019-25H1 我国新能源汽车销量及增速



数据来源: ifind, 中国汽车工业协会, 华福证券研究所

图表 23: 2021-25H1 我国光伏电池产量及增速



数据来源: ifind, 国家统计局, 华福证券研究所

品牌客户资源优势为公司不断开发新客户以及销售量的持续增长提供了保障。

一方面，公司能借助品牌客户在各行业的影响力，进一步扩大和强化公司的品牌优势，开拓更多优质客户。凭借公司在研发、品质、服务等全方位的竞争优势以及良好的口碑，公司正在不断获得世界知名客户以及细分行业龙头企业的供应资质，使得公司的客户资源优势得到持续增强。另一方面，高端品牌客户对供应商资质审核严格，审核周期较长，导入后不会轻易变更，且高端品牌客户包装需求普遍较大，公司为其提供包装服务订单有望持续增加并达到一定规模，从而为公司销售量的持续增加提供保障。此外，品牌客户资源也坚定了公司加速拓展海外市场的信心。

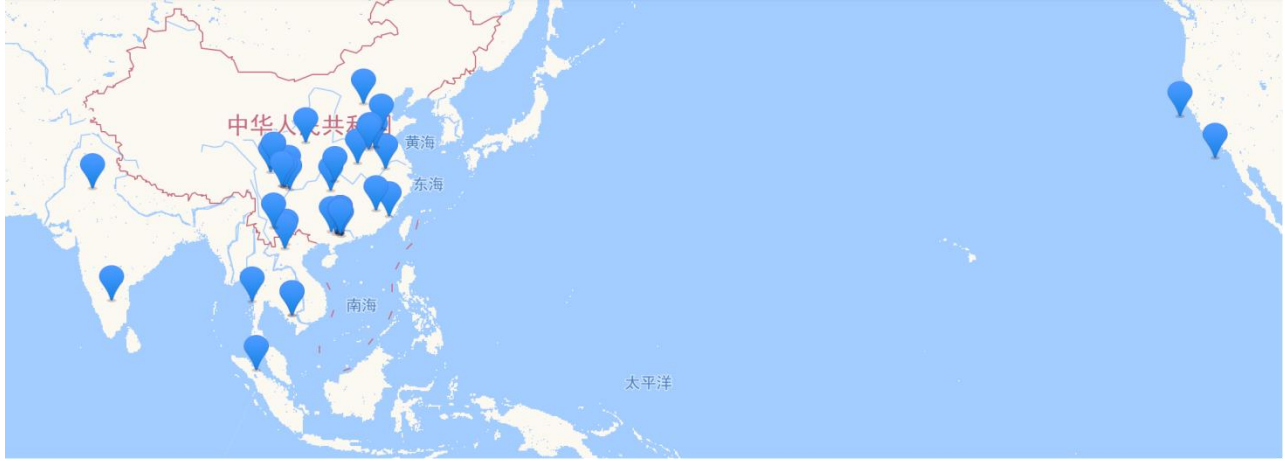
2.3 全球化布局与一体化服务构筑核心壁垒

纸包装优质订单主要集中在集团性领先企业，而纸包装行业企业经济服务半径一般在 300 公里以内。公司坚持“以国内基地为主体、国内国际基地相互促进”的战略导向，结合市场需求稳步增加海外产能储备。公司围绕下游客户集中区域，在全球拥有 50 家子公司，其中境内 37 家，分布于粤港澳大湾区、长三角经济圈、成渝经济区、长株潭经济圈等经济活跃区域；境外 13 家，主要布局在“一带一路”东



南亚、南亚、中北美沿线国家。公司已基本完成国内经济活跃区域的战略布局，并紧跟客户需求，加速东南亚、墨西哥等地的产能释放与储备，形成了集团化、多区域、国际化的服务网络，为抢占优质客户资源奠定了坚实基础。

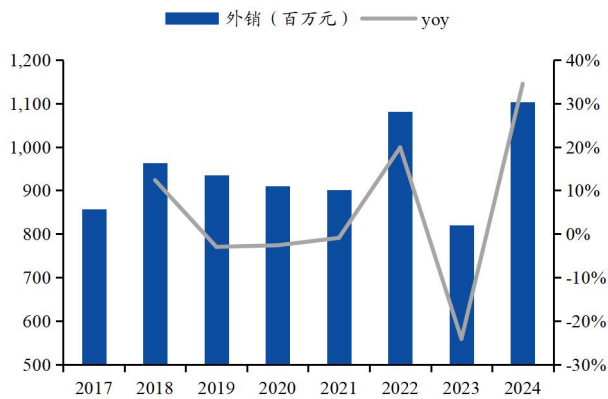
图表 24: 公司全球化布局



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

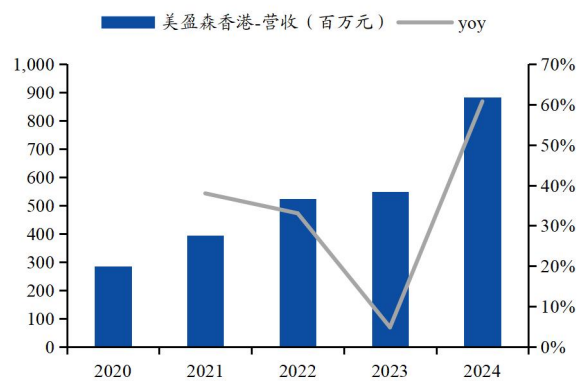
2024 年公司外销营收实现 11.04 亿元, 同比+34.5%, 外销占比提升至 27.5%。以香港子公司为代表的海外平台表现优异, 2024 年美盈森香港实现营收 8.83 亿元, 同比+60.7%, 净利润实现 1.08 亿元, 同比+38.6%, 净利率 12.2%, 明显高于公司 2024 年综合净利率 7%的水平。

图表 25: 2017-2024 年外销营收及增速



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

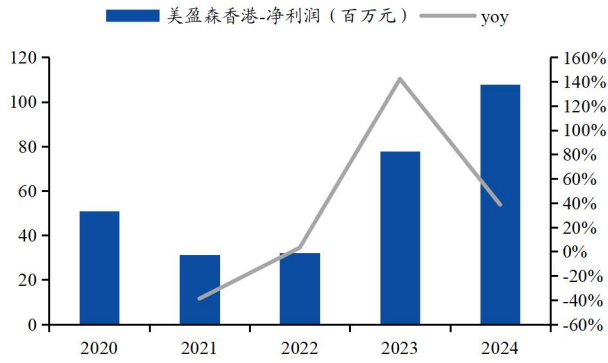
图表 26: 美盈森香港子公司营收及增速



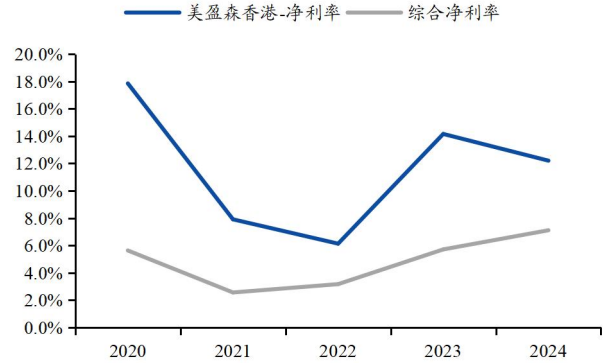
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 27: 美盈森香港子公司净利润及增速

图表 28: 美盈森香港净利率高于公司综合净利率



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

公司历来重视技术研发及科技创新。截至 2024 年末, 公司及下属子公司共拥有 815 项国家专利, 其中包括 158 项发明专利、642 项实用新型专利和 15 项外观专利, 是 45 项国家/行业包装标准的主要起草或参与起草单位, 专利和标准数量业内排名前列, 未来仍将持续投入研发资金, 实现在包装行业的技术引领。

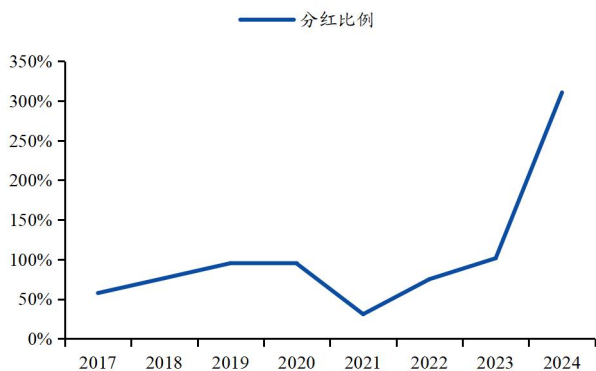
积极探索 AI 技术应用, 提升研发设计效率。2025 年 2 月, 《美盈森智盒 AI 绘图平台系统 V1.0》成功获得国家版权局计算机软件著作权登记证书。3 月《美盈森智盒 AI 助手平台系统》成功获得国家版权局计算机软件著作权登记证书。

2.4 高分红股息价值彰显, 现金流质量良好

公司坚持以投资者为本, 高度重视与投资者共享公司经营成果, 积极回报投资者, 分红比例常年维持高位。公司在 2024 年度共实施了 3 次现金分红, 共计派发现金红利 8.73 亿元, 2024 年公司分红比例 310.5%, 股息率高达 15.95%。

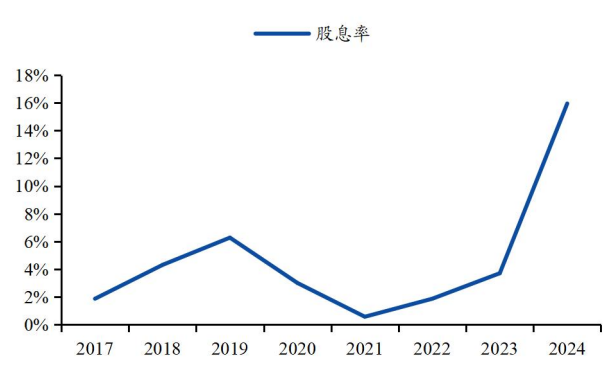
公司过去 3 年经营性现金流净额均超 4 亿元, 过去 5 年净利润现金含量均值 2.6, 现金流质量良好, 为公司持续分红和业务扩张提供了有力保障。

图表 29: 公司历年分红比例



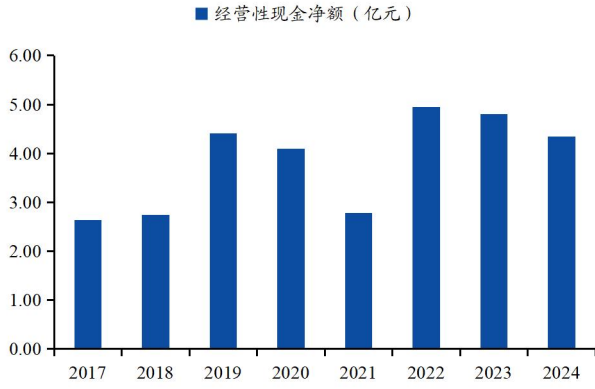
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 30: 公司 2024 年股息率达 15.95%



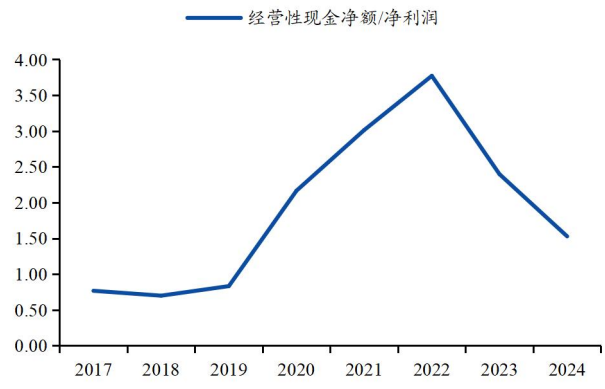
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 31: 公司经营性现金净额



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 32: 公司净利润现金含量



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

我们对 2025-2027 年业绩做出以下假设:

(1) 轻型包装: 轻型包装主要系 3C 电子类, 公司持续拓展客户服务深度与广度, 根据前文, AI 将驱动消费电子新周期带来订单弹性, 相关机构预测 AI 手机、AI PC 行业增速均在 30% 以上, 我们假设公司 25-27 年轻型包装业务也将持续保持较快增长。毛利率方面, 公司持续优化收入结构, 高附加值业务、海外业务占比逐步提升; 同时, 通过生产制程的精细化梳理、工艺技术的深度优化以及生产现场管理的强化, 显著降低了生产损耗。我们假设 25-27 年毛利率逐步提升;

(2) 重型包装: 大型新能源及家电类产品等产品多为重型包装, 根据前文, 家电 (冰箱、空调等) 增长平稳, 新能源赛道增长较快, 我们假设公司 25-27 年重型包装业务也将持续增长。

综上, 预计公司 2025-2027 年收入增速分别为 7.2%、14.6%、17.8%, 归母净利润增速分别为 18.2%、31.4%、22.0%, 对应 EPS 分别为 0.22 元、0.29 元、0.35 元。

图表 33: 公司业绩拆分预测表

单位: 百万元	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营收	3392.13	3365.26	3605.17	4129.65	3512.96	4007.21	4297.07	4926.18	5804.76
yoy		-0.8%	7.1%	14.5%	-14.9%	14.1%	7.2%	14.6%	17.8%
营业成本	2304.11	2566.79	2780.04	3357.09	2626.51	2937.55	3142.77	3551.14	4146.67
yoy		11.4%	8.3%	20.8%	-21.8%	11.8%	7.0%	13.0%	16.8%
毛利率	32.1%	23.7%	22.9%	18.7%	25.2%	26.7%	26.9%	27.9%	28.6%
轻型包装产品									
收入	2288.31	2215.16	2292.67	2566.03	2029.69	2347.07	2417.48	2726.92	3217.77
yoy		-3.2%	3.5%	11.9%	-20.9%	15.6%	3.0%	12.8%	18.0%
营收占比%	67.5%	65.8%	63.6%	62.1%	57.8%	58.6%	56.3%	55.4%	55.4%



成本	1536.61	1713.17	1803.14	2107.42	1521.04	1762.13	1795.65	1984.59	2309.64
yoy		11.5%	5.3%	16.9%	-27.8%	15.9%	1.9%	10.5%	16.4%
毛利率	32.8%	22.7%	21.4%	17.9%	25.1%	24.9%	25.7%	27.2%	28.2%
重型包装产品									
收入	146.55	150.00	141.45	203.38	156.11	141.94	198.72	258.33	322.92
yoy		2.4%	-5.7%	43.8%	-23.2%	-9.1%	40.0%	30.0%	25.0%
营收占比%	4.3%	4.5%	3.9%	4.9%	4.4%	3.5%	4.6%	5.2%	5.6%
成本	100.08	103.22	96.69	148.99	120.85	97.14	135.80	173.95	214.86
yoy		3.1%	-6.3%	54.1%	-18.9%	-19.6%	39.8%	28.1%	23.5%
毛利率	31.7%	31.2%	31.6%	26.7%	22.6%	31.6%	31.7%	32.7%	33.5%
第三方采购									
收入	852.49	897.40	1032.63	1219.87	1181.79	1377.66	1542.98	1805.29	2130.24
yoy		5.3%	15.1%	18.1%	-3.1%	16.6%	12.0%	17.0%	18.0%
营收占比%	25.1%	26.7%	28.6%	29.5%	33.6%	34.4%	35.9%	36.6%	36.7%
成本	659.63	728.97	827.50	1030.13	939.19	1038.58	1153.95	1335.68	1565.45
yoy		10.5%	13.5%	24.5%	-8.8%	10.6%	11.1%	15.7%	17.2%
毛利率	22.6%	18.8%	19.9%	15.6%	20.5%	24.6%	25.2%	26.0%	26.5%
蛋白类产品									
收入			1.05	2.32	5.40	6.83	8.20	9.84	11.81
yoy				121.0%	133.4%	26.4%	20.0%	20.0%	20.0%
营收占比%			0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
成本			0.73	1.26	3.08	6.53	5.49	6.59	7.91
yoy				72.8%	143.8%	111.8%	-15.8%	20.0%	20.0%
毛利率			30.2%	45.4%	43.0%	4.5%	33.0%	33.0%	33.0%
其他									
收入	104.78	102.70	137.38	138.05	139.97	133.70	129.69	125.80	122.03
yoy		-2.0%	33.8%	0.5%	1.4%	-4.5%	-3.0%	-3.0%	-3.0%
营收占比%	3.1%	3.1%	3.8%	3.3%	4.0%	3.3%	3.0%	2.6%	2.1%
成本	7.79	21.43	51.98	69.29	42.34	33.17	51.88	50.32	48.81
yoy		175.0%	142.6%	33.3%	-38.9%	-21.7%	56.4%	-3.0%	-3.0%
毛利率	92.6%	79.1%	62.2%	49.8%	69.7%	75.2%	60.0%	60.0%	60.0%

数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

3.2 投资建议

我们选取与公司同属于纸包装的裕同科技、合兴包装作为可比公司，2025年可比公司平均PE为19X，与公司基本一致。从行业层面而言，公司作为国内领先的包装一体化综合服务商，将受益AI驱动的消费电子新周期带来订单弹性，从公司自身而言，优质分散的客户结构与全球化布局与一体化服务共同构筑核心壁垒，海外占比提升+持续降本提效有望提升盈利。首次覆盖，给予“持有”评级。



图表 34: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)		EPS (元)			PE (倍)			
		2025/8/28	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
002831.SZ	裕同科技	26.48	1.53	1.80	2.04	2.28	17.31	14.69	12.97	11.60
002228.SZ	合兴包装	3.34	0.08	0.14	0.19	-	43.32	23.86	17.58	-
	平均值						30.31	19.27	15.28	11.60
002303.SZ	美盈森	4.36	0.18	0.22	0.28	0.35	23.71	20.11	15.33	12.57

数据来源: ifind 一致预期, 华福证券研究所

4 风险提示

1、行业竞争加剧风险。国内包装市场规模虽维持在万亿水平，但国内包装市场正在不断发生变化。面对新的市场环境，行业内众多具有一定竞争优势的企业持续奋斗、力争上游，行业竞争日益激烈，给业内领先企业带来较大的竞争压力。

2、国际环境不确定风险。公司正积极响应国家经济“双循环”发展战略及“一带一路”倡议，在稳步推进国内产能释放的同时积极布局海外市场。国际环境的不确定性、海外法律法规与国内法律法规的差异，给公司的海外产能布局、海外工厂经营管理、市场拓展带来较大的挑战。

3、下游客户经营不及预期风险。公司下游客户结构优质分散，多为各领域领先企业，若下游客户经营不及预期，或存在订单减少风险，影响公司当期利润。



图表 35: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,479	1,547	1,773	2,090
应收票据及账款	1,243	1,264	1,411	1,645
预付账款	10	9	11	12
存货	369	392	443	518
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	163	127	146	172
流动资产合计	3,264	3,339	3,784	4,436
长期股权投资	39	39	39	39
固定资产	1,554	1,507	1,461	1,416
在建工程	49	56	67	82
无形资产	260	245	226	211
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	1,975	1,977	1,982	1,984
非流动资产合计	3,877	3,823	3,774	3,731
资产合计	7,141	7,163	7,557	8,167
短期借款	827	594	649	837
应付票据及账款	1,090	1,147	1,296	1,460
预收款项	1	2	2	2
合同负债	12	13	10	12
其他应付款	54	54	54	54
其他流动负债	230	237	244	257
流动负债合计	2,214	2,046	2,255	2,621
长期借款	32	82	72	92
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	339	339	339	339
非流动负债合计	370	420	410	430
负债合计	2,584	2,466	2,666	3,052
归属母公司所有者权益	4,493	4,629	4,819	5,036
少数股东权益	64	68	73	79
所有者权益合计	4,557	4,696	4,892	5,115
负债和股东权益	7,141	7,163	7,557	8,167

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	435	521	496	506
现金收益	383	471	575	678
存货影响	-5	-23	-51	-74
经营性应收影响	-94	-14	-146	-231
经营性应付影响	-1	58	150	163
其他影响	151	29	-32	-30
投资活动现金流	490	-72	-69	-74
资本支出	-74	-83	-80	-86
股权投资	-1	0	0	0
其他长期资产变化	565	11	11	12
融资活动现金流	-1,348	-381	-201	-116
借款增加	-81	-184	45	208
股利及利息支付	-905	-280	-347	-422
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-362	82	101	98

利润表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,007	4,297	4,926	5,805
营业成本	2,938	3,143	3,551	4,147
税金及附加	39	43	49	59
销售费用	287	301	340	395
管理费用	283	309	345	406
研发费用	140	150	172	202
财务费用	-43	-3	1	10
信用减值损失	-10	-3	-1	-1
资产减值损失	-11	-6	-2	-5
公允价值变动收益	-44	5	6	6
投资收益	0	8	10	8
其他收益	36	35	33	33
营业利润	333	392	514	627
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	331	390	512	625
所得税	46	55	72	88
净利润	285	336	441	537
少数股东损益	3	4	5	6
归属母公司净利润	282	332	436	531
EPS (按最新股本摊薄)	0.18	0.22	0.28	0.35

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	14.1%	7.2%	14.6%	17.8%
EBIT 增长率	54.4%	34.3%	32.5%	23.8%
归母公司净利润增长率	43.6%	17.9%	31.2%	22.0%
获利能力				
毛利率	26.7%	26.9%	27.9%	28.6%
净利率	7.1%	7.8%	8.9%	9.3%
ROE	6.2%	7.1%	8.9%	10.4%
ROIC	7.5%	10.1%	12.6%	14.1%
偿债能力				
资产负债率	36.2%	34.4%	35.3%	37.4%
流动比率	1.5	1.6	1.7	1.7
速动比率	1.3	1.4	1.5	1.5
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转天数	103	103	98	95
存货周转天数	45	44	42	42
每股指标 (元)				
每股收益	0.18	0.22	0.28	0.35
每股经营现金流	0.28	0.34	0.32	0.33
每股净资产	2.93	3.02	3.15	3.29
估值比率				
P/E	24	20	15	13
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	47	38	31	26

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn