

美盈森（002303.SZ）

持有（维持评级）

贸易壁垒凸显海外产能稀缺性，股息价值稳健

投资要点：

➤ 事件：墨西哥拟对中国 1463 种产品加征关税

2025 年 12 月 10 日，墨西哥众议院批准了关税法案草案。该法案旨在修改《进口与出口一般税法》，对来自无自由贸易协定（TLC）的国家（如中国、印度、越南、泰国、韩国等）的进口产品征收额外关税，以保护本土产业。法案对 1463 个产品分类进行了关税调整，税率从原来的 0-20%，提升至 10%-50%，覆盖包括纺织与服装、钢铁及制品、汽车及零部件、塑料制品、家电家具、纸与纸板在内等约 17 个行业。法案拟于 2025 年 12 月 15 日完成立法程序，2026 年 1 月 1 日正式生效。

➤ 贸易壁垒凸显海外工厂稀缺性，份额加速集中

墨西哥对非自贸国家加征进口关税，我们认为一方面将抬高进口商品成本并引导本地化采购，另一方面，本地化供给与供应链出海加速的结构性趋势将更强。美盈森深度服务于下游各领域的头部企业，客户优质而分散，公司海外客户主要为消费电子/家具家电等，目前已在墨西哥、越南、泰国、马来西亚布局产能。根据投资者调研公开信息，公司海外工厂的原材料采购以本地化或就近为主，并会在价格大幅波动时与客户协商价格调整；且海外扩产以厂房租赁+国内设备调配为主，资本开支整体可控，有助于冲抵输入型关税成本。公司海外业务盈利能力显著高于国内，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 33%，较内销高 8.63pct，有望深度受益客户海外建厂与就近配套的订单迁移。

➤ 轻资产扩张保障高分红，现金流质量良好

公司高度重视投资者回报，采取轻资产扩张模式有效保障高分红。近年分红比例维持高位，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 8.74 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，现金流质量良好，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%（与前值一致），对应 EPS 分别为 0.22 元、0.28 元、0.35 元。当前股价对应 2026 年 PE 为 13.7X，具备较高安全边际、股息价值凸显，维持“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

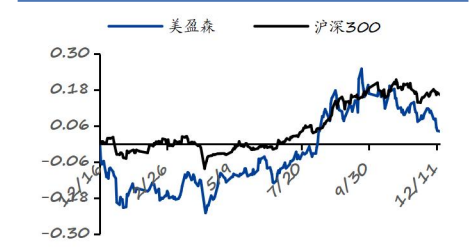
财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,513	4,007	4,297	4,926	5,805
增长率	-15%	14%	7%	15%	18%
净利润（百万元）	196	282	332	436	531
增长率	46%	44%	18%	31%	22%
EPS（元/股）	0.13	0.18	0.22	0.28	0.35
市盈率（P/E）	30.4	21.2	17.9	13.7	11.2
市净率（P/B）	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2025-12-15
收盘价:	3.96 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)	3,829.07
每股净资产(元)	2.95
资产负债率(%)	37.34
一年内最高/最低价(元)	4.94/2.87

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	李宏鹏(S0210524050017)
lhp30568@hfzq.com.cn	
分析师:	汪浚哲(S0210524050024)
wjz30579@hfzq.com.cn	

相关报告

1、美盈森（002303.SZ）_首次覆盖：高股息纸包装龙头，全球化驱动盈利上行——2025.08.29

图表 1：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	21	18	14	11
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	48	39	32	27

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