

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

美盈森 (002303)

投资评级 无评级

上次评级

姜文锱 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: lichent1@cindasc.com

相关研究

美盈森: 客户结构优质, 海外扩张加速

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

美盈森: 盈利短暂承压、海外扩张加速

2026年04月06日

事件: 公司发布 2025 年报。25 全年实现收入 39.70 亿元 (同比-0.9%), 归母净利润 2.61 亿元 (同比-7.3%), 扣非归母净利润 2.69 亿元 (同比-9.9%); 25Q4 实现收入 9.70 亿元 (同比-8.8%), 归母净利润 80 万元 (同比-98.7%), 扣非归母净利润 0.19 亿元 (同比-69.3%)。

点评: 公司加速出海步伐, 我们预计 Q4 国内收入同比承压、海外保持稳健增长; 盈利短暂承压主要系 1) Q4 房地产公允价值变动损失 0.15 亿元, 2) 汇兑损失 6.78 百万元, 3) 租户退租、Q4 冲减租金收入 0.14 亿元。此外, 公司白酒板块亏损 8.78 百万元, 叠加原材料价格提升未能及时传导, 整体盈利能力阶段性承压。

出海仍处高增态势, 盈利有望稳步复苏。 分区域来看, 25H2 内销/外销收入分别为 12.35/7.87 亿元 (同比分别-19.4%/+25.3%), 毛利率分别为 20.9%/30.9% (同比分别-2.7pct/+1.6pct)。公司坚定海外发展战略, 持续为海外工厂输出专业人才, 截至 25 年底已在全球拥有 53 家子公司 (海外 14 家), 且墨西哥新工厂投产成功推动北美客户端到端服务能力加强。25H2 外销环比仍保持 18.7% 收入增长, 毛利率环比下滑 2.6pct, 我们预计主要系原材料成本提升 (瓦楞纸 25Q4 环比+16.9%)。展望未来, 我们判断海外工厂有望持续助力公司抢占全球份额, 外销收入有望维持高增, 且伴随原材料价格回落 (26Q1 瓦楞环比-10.7%), 盈利能力或将底部复苏。

其他业务压力加剧, 主营毛利率下滑有限。 分品类来看, 25H2 轻型/三方采购/重型/其他收入分别为 11.47/6.51/1.41/0.79 亿元 (同比分别-7.8%/-12.6%/+44.3%/+17.9%), 毛利率分别为 22.6%/26.4%/29.7%/36.8% (同比分别-0.5/+2.4/-1.0/-37.7pct), 其他板块毛利率大幅承压, 我们判断主要系租户退租影响; 重型包装收入高增我们预计主要系公司下游领域、客户扩张成效显著。

费用率增加, 盈利能力承压。 25Q4 公司毛利率为 21.86% (同比-1.88pct), 净利率为 0.08% (同比-5.83pct)。费用表现来看, 25Q4 期间费用率为 19.52% (同比+4.18pct), 其中销售/研发/管理/财务费用率分别为 7.32%/3.06%/8.06%/1.08% (同比分别-0.06/-0.70/+0.70/+4.24pct), 费用压力增加主要系利息收入减少且汇兑损失加剧。

现金流&营运能力保持稳定。 25Q4 经营性现金流净额为 1.49 亿元 (同比+0.80 亿元); 存货/应收/应付周转天数分别为 44.7/106.4/56.6 天 (同比-0.3/+3.2/-5.7 天)。

盈利预测: 我们预计 26-28 年公司归母净利润分别为 3.5、4.4、5.0 亿元, 对应 PE 估值分别为 14.6X、11.6X、10.2X。

风险提示: 海外竞争加剧、地缘冲突导致原材料价格攀升、国内产能开工不足

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	4,007	3,970	4,295	4,775	5,275
增长率 YoY %	14.1%	-0.9%	8.2%	11.2%	10.5%
归属母公司净利润 (百万元)	282	261	349	442	502
增长率 YoY%	43.6%	-7.3%	33.9%	26.5%	13.6%
毛利率%	26.7%	25.9%	25.6%	26.5%	26.9%
净资产收益率ROE%	6.3%	5.9%	7.8%	9.7%	10.9%
EPS(摊薄)(元)	0.18	0.17	0.23	0.29	0.33
市盈率 P/E(倍)	18.16	19.60	14.64	11.58	10.19
市净率 P/B(倍)	1.14	1.15	1.14	1.12	1.11

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 4 月 3 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	3,264	3,080	3,463	3,782	4,242	
货币资金	1,479	1,171	1,390	1,528	1,772	
应收票据	39	35	39	43	48	
应收账款	1,205	1,141	1,263	1,388	1,542	
预付账款	10	14	13	15	16	
存货	369	362	397	434	478	
其他	163	358	361	375	385	
非流动资产	3,877	4,074	3,951	3,809	3,618	
长期股权投资	39	40	40	40	40	
固定资产(合计)	1,554	1,446	1,380	1,307	1,203	
无形资产	260	266	259	252	245	
其他	2,023	2,324	2,272	2,211	2,130	
资产总计	7,141	7,155	7,414	7,592	7,860	
流动负债	2,214	2,152	2,363	2,453	2,626	
短期借款	827	828	848	868	878	
应付票据	579	514	594	633	706	
应付账款	511	414	503	523	591	
其他	297	396	418	430	451	
非流动负债	370	487	502	522	542	
长期借款	32	26	21	21	21	
其他	339	461	481	501	521	
负债合计	2,584	2,639	2,865	2,975	3,168	
少数股东权益	64	59	62	65	69	
归属母公司股东权益	4,493	4,457	4,488	4,551	4,623	
负债和股东权益	7,141	7,155	7,414	7,592	7,860	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	4,007	3,970	4,295	4,775	5,275	
同比(%)	14.1%	-0.9%	8.2%	11.2%	10.5%	
归属母公司净利润	282	261	349	442	502	
同比(%)	43.6%	-7.3%	33.9%	26.5%	13.6%	
毛利率(%)	26.7%	25.9%	25.6%	26.5%	26.9%	
ROE%	6.3%	5.9%	7.8%	9.7%	10.9%	
EPS(摊薄)(元)	0.18	0.17	0.23	0.29	0.33	
P/E	18.16	19.60	14.64	11.58	10.19	
P/B	1.14	1.15	1.14	1.12	1.11	
EV/EBITDA	10.12	12.20	8.55	7.10	6.15	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	4,007	3,970	4,295	4,775	5,275	
营业成本	2,938	2,942	3,195	3,508	3,857	
营业税金及附加	39	36	40	44	49	
销售费用	287	271	271	291	322	
管理费用	283	280	301	334	369	
研发费用	140	126	133	148	164	
财务费用	-43	0	-26	-36	-39	
减值损失合计	-21	-1	0	0	0	
投资净收益	0	2	1	2	2	
其他	-9	5	35	39	43	
营业利润	333	321	417	526	597	
营业外收支	-2	-2	-2	-2	-2	
利润总额	331	319	415	524	595	
所得税	46	56	62	79	89	
净利润	285	263	352	445	506	
少数股东损益	3	2	3	3	4	
归属母公司净利润	282	261	349	442	502	
EBITDA	503	517	593	700	773	
EPS(当年)(元)	0.18	0.17	0.23	0.29	0.33	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流	435	371	617	581	707	
净利润	285	263	352	445	506	
折旧摊销	167	184	204	212	216	
财务费用	26	29	35	36	37	
投资损失	0	2	-1	-2	-2	
营运资金变动	-101	-128	26	-111	-52	
其它	59	20	2	1	1	
投资活动现金流	490	-315	-81	-69	-25	
资本支出	-117	-96	-82	-71	-26	
长期投资	52	-109	0	0	0	
其他	555	-110	1	2	2	
筹资活动现金流	-1,348	-15	-299	-374	-437	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	66	-5	15	20	10	
支付利息或股息	-905	-329	-334	-414	-467	
现金流净增加额	-403	21	219	137	245	

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。

骆崢，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成分不曾与,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。