

美盈森

转型互联网包装平台服务商，新模式下的隐形冠军

公司动态

公司近况

美盈森近期股价表现强势，并持续创历史新高。公司是“互联网+包装”的优质标的，目前正在由传统包装制造企业向互联网包装平台服务商转变。另外，公司外延式并购与军工业务的进展也是市场关注的热点。

评论

1、**转型互联网包装平台服务商，成长空间打开。**公司已开启包装印刷制造模式向互联网服务新模式的转型升级，盈利模式也将从单纯制造环节向产业链两端的研发设计、品牌管理和服务延伸。

► **推进互联网包装印刷平台建设，创新商业模式。**借助互联网平台及公司自身研发设计和资源整合能力，将能满足不同层次客户的个性化需求，使得包装柔性化生产、个性化定制成为可能，实现与客户、供应商三方的深度合作与共赢。

► **美盈森实际上打造的是“互联网+包装”的生态圈，**公司在此生态系统中更多担任的是供应链整合者和服务提供商的角色，其他供应商（同行包装设计、生产企业）及需求方（中小企业、个人客户等）则都是生态圈中的参与者。公司未来的成长空间就此打开。

2、**寻找优质标的实现跨越式发展已是公司重要发展战略：**公司已先后并购了金之彩、汇天云网，后续并购整合步伐有望持续推进。目前公司账上拥有现金近 9.1 亿元（2015 年 1 季度），为并购整合打造中国包装巨头奠定基础。公司已明确表示将“努力创造条件，持续加大投资并购力度”。

3、**成为军队物资一级供应商，并获得二级军工保密资质，**为公司军民融合大背景下不断开拓军工业务奠定优势，助力估值提升。

估值建议

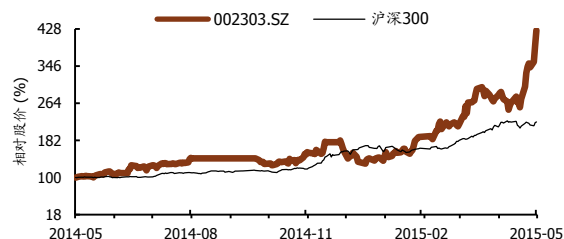
维持盈利预测并持续推荐。公司成长逻辑清晰，看好其外延并购战略与商业模式创新。考虑到未来公司的优质大客户、新商业模式、军工业务有望不断取得突破，上调目标价 44%至 55 元，对应 2016 年 65 倍 P/E。

风险

客户订单落实不及预期；原材料价格大幅波动；并购整合风险。

维持推荐

股票代码	002303.SZ
最新收盘价	人民币 42.50
目标价	人民币 55.00
52 周最高价/最低价	人民币 43.02~9.97
总市值(亿)	人民币 304
30 日日均成交额(百万)	人民币 422.54
发行股数(百万)	715
其中：自由流通股(%)	39
30 日日均成交量(百万股)	13.43
主营业务	轻工制造行业



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	1,306	1,563	2,003	2,758
增速	26.3%	19.7%	28.1%	37.7%
归属母公司净利润	174	262	401	605
增速	62.4%	50.2%	53.4%	50.7%
每股净利润	0.24	0.37	0.56	0.85
每股净资产	2.82	3.16	3.65	4.44
每股股利	0.08	0.08	0.07	0.08
每股经营现金流	0.38	0.41	0.55	0.85
市盈率	174.6	116.2	75.8	50.3
市净率	15.1	13.5	11.6	9.6
EV/EBITDA	110.9	85.3	59.6	40.1
股息收益率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
平均总资产收益率	7.2%	9.4%	12.7%	15.8%
平均净资产收益率	9.1%	12.2%	16.5%	20.9%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

樊俊豪

分析师

junhao.fan@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080513080004

SFC CE Ref: BDO986

郭海燕

分析师

haiyan.guo@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080511080006

SFC CE Ref: AIQ935



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	1,306	1,563	2,003	2,758	营业收入	26.3%	19.7%	28.1%	37.7%
营业成本	872	1,018	1,279	1,726	营业利润	59.8%	43.3%	53.4%	52.3%
营业税金及附加	5	11	6	8	EBITDA	57.8%	29.0%	42.0%	46.2%
营业费用	96	99	122	163	净利润	62.4%	50.2%	53.4%	50.7%
管理费用	123	152	168	210	盈利能力				
财务费用	3	-14	-28	-41	毛利率	33.2%	34.9%	36.1%	37.4%
其他	0	0	0	0	营业利润率	15.8%	18.9%	22.7%	25.1%
营业利润	207	296	454	692	EBITDA 利润率	20.5%	22.1%	24.5%	26.0%
营业外收支	14	18	21	21	净利率	13.3%	16.7%	20.0%	21.9%
利润总额	220	314	475	712	偿债能力				
所得税	43	46	66	100	流动比率	2.27	2.61	2.74	2.78
少数股东损益	2	6	7	8	速动比率	1.87	2.16	2.30	2.34
归属母公司净利润	174	262	401	605	现金比率	1.17	1.44	1.50	1.54
EBITDA	268	346	491	719	资产负债率	23.9%	22.8%	23.5%	25.4%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	730	954	1,193	1,652	回报率分析				
应收账款及票据	409	445	547	754	总资产收益率	7.2%	9.4%	12.7%	15.8%
预付款项	15	6	63	85	净资产收益率	9.1%	12.2%	16.5%	20.9%
存货	247	297	350	473	每股指标				
其他流动资产	17	23	23	23	每股净利润 (元)	0.24	0.37	0.56	0.85
流动资产合计	1,418	1,724	2,177	2,986	每股净资产 (元)	2.82	3.16	3.65	4.44
固定资产及在建工程	811	771	782	790	每股股利 (元)	0.08	0.08	0.07	0.08
无形资产及其他长期资产	406	417	441	466	每股经营现金流 (元)	0.38	0.41	0.55	0.85
非流动资产合计	1,229	1,201	1,237	1,270	估值分析				
资产合计	2,648	2,926	3,414	4,256	市盈率	174.6	116.2	75.8	50.3
短期借款	15	0	0	0	市净率	15.1	13.5	11.6	9.6
应付账款及票据	441	496	589	795	EV/EBITDA	110.9	85.3	59.6	40.1
其他流动负债	170	165	206	278	股息收益率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
流动负债合计	626	661	795	1,072					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	8	7	7	7					
负债合计	634	668	802	1,080					
股东权益合计	2,014	2,257	2,612	3,177					
少数股东权益	50	61	68	76					
负债及股东权益合计	2,648	2,926	3,414	4,256					
现金流量表									
净利润	174	262	401	605					
折旧和摊销	58	63	64	67					
营运资本变动	35	-38	-79	-73					
其他	2	6	7	8					
经营活动现金流	269	293	393	606					
投资活动现金流入	0	1	1	1					
投资活动现金流出	-179	-30	-100	-100					
投资活动现金流	-178	-29	-100	-100					
股权融资	0	5	0	0					
银行借款	0	-15	0	0					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	-19	-40	-54	-48					
汇率变动对现金的影响	-9	0	0	0					
现金净增加额	71	223	239	458					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

美盈森是一家主要从事瓦楞包装、电子标签的研发、生产与销售的企业，能为客户提供包括优质的包装产品设计、合理的包装方案优化、专业的供应商库存管理、电子标签及 RFID 解决方案在内的一体化综合服务。公司是纸包装行业内的领军企业，包装一体化服务能力全国领先。公司客户结构以消费电子、品牌消费品为主，同时是包装行业内少数军品包装定点生产企业之一，客户包括世界 500 强电子通讯企业 IBM、艾默生、三星、思科以及领先的 EMS 企业富士康、捷普、纬创资通、伟创力等。近年来受消费电子、精品包装行业的大发展，公司业绩持续快速增长。



图表 1：美盈森客户的行业结构



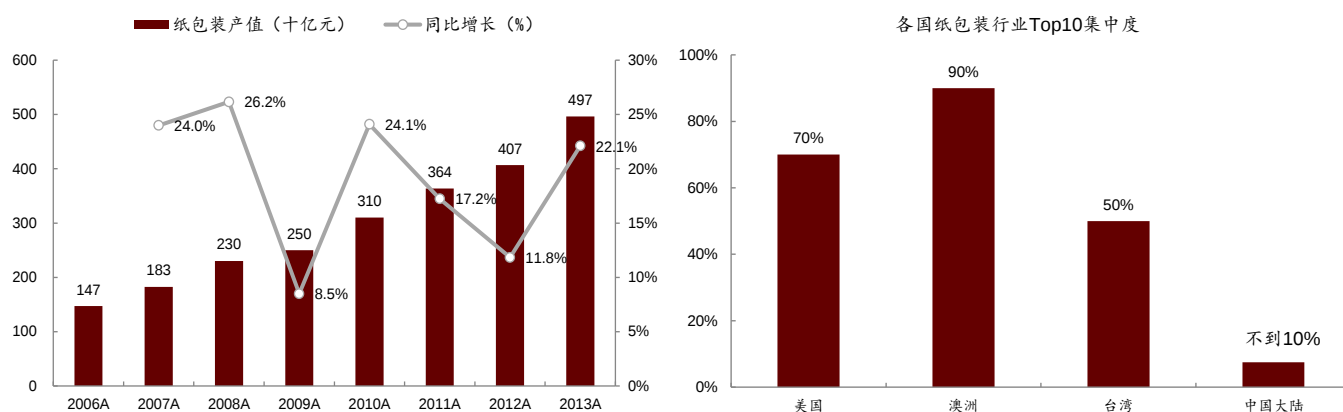
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：与传统包装模式相比，包装一体化经营模式企业的竞争优势

环节	包装一体化经营模式的优势				效果
结论	降低成本	提升效率	降低客户停线风险	提高资源利用率	获取更多利润
工程	点对点沟通	产品开发与包装开发同步完成，缩短开发周期	易于沟通，改进整套包装设计	易于找到问题原因	提高包装设计效率并节约开发时间
制造	节省包装材料的拆包除废成本	提高效率	消除生产瓶颈	降低包装材料成本损耗	生产效率提高和浪费最小化
空间	节约包装材料占用空间	降低不良库存风险	及时了解库存	产品和成品仓库占用减少	提高仓库周转率
采购	点对点沟通	节约多家供应商管理成本	因套料订单管理而提升采购效率	易于计划和预算	专业的采购团队

资料来源：中金公司研究部

图表 3：我国纸包装行业产值及行业集中度



资料来源：Euromonitor，中金公司研究部

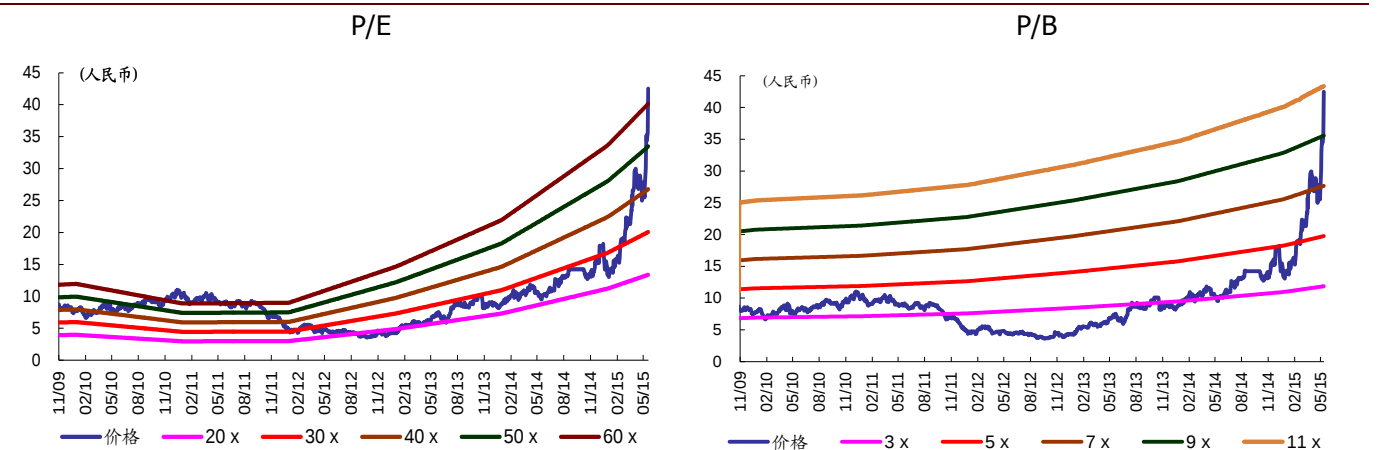


图表 4: 可比公司估值表

板块	代码	公司	股价	总市值 (百万元)	净利润 (百万元)						每股EPS			市盈率			14年底-16年底 净利润CAGR	PEG	ROE
					2014A	YOY	2015E	YOY	2016E	YOY	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E			
家具	603008.SH	喜临门	23.64	7,447	94	-21.9%	199	111.7%	273	37.4%	0.30	0.63	0.87	79.3	37.5	27.3	70.5%	0.5	11.4%
	002631.SZ	德尔家居	26.83	17,423	129	40.3%	177	37.4%	239	35.0%	0.20	0.27	0.37	135.1	98.3	72.8	36.2%	2.7	7.3%
	002572.SZ	索菲亚*	43.80	19,315	327	33.5%	448	37.0%	593	32.4%	0.74	1.02	1.35	59.1	43.1	32.6	34.7%	1.2	15.1%
	000910.SZ	大亚科技*	17.45	9,205	164	25.4%	254	55.0%	354	39.5%	0.31	0.48	0.67	56.3	36.3	26.0	47.1%	0.8	5.4%
	002084.SZ	海鸥卫浴*	17.92	7,277	41	2.0%	70	69.5%	107	53.8%	0.10	0.17	0.26	176.8	104.3	67.8	61.4%	1.7	5.3%
	002489.SZ	浙江永强*	49.50	23,670	323	23.2%	462	43.0%	478	3.5%	0.67	0.97	1.00	73.4	51.3	49.6	21.7%	2.4	8.5%
包装	600337.SH	美克股份*	17.44	11,274	234	35.8%	312	33.4%	391	25.5%	0.36	0.48	0.61	48.3	36.2	28.8	29.4%	1.2	6.6%
	002303.SZ	美盈森	42.50	30,396	262	50.2%	401	53.4%	605	50.7%	0.37	0.56	0.85	116.2	75.8	50.3	52.0%	1.5	9.1%
	002701.SZ	奥瑞金	31.08	30,500	809	31.5%	1,030	27.4%	1,301	26.2%	0.82	1.05	1.33	37.7	29.6	23.5	26.8%	1.1	19.8%
	002228.SZ	合兴包装	31.48	11,726	126	32.7%	183	45.5%	250	36.7%	0.34	0.49	0.67	93.4	64.2	47.0	41.0%	1.6	10.2%
印刷	002014.SZ	永新股份*	17.06	5,557	154	-12.4%	187	2.9%	217	16.2%	0.54	0.56	0.64	14.7	14.3	12.5	8.5%	1.7	12.6%
	601515.SH	东风股份	21.13	23,497	737	4.9%	956	29.8%	1,137	18.9%	0.66	0.86	1.02	31.9	24.6	20.7	24.2%	1.0	29.4%
	002191.SZ	劲嘉股份	14.98	19,673	578	21.3%	726	25.5%	903	24.5%	0.44	0.55	0.69	34.0	27.1	21.8	25.0%	1.1	18.2%
	002565.SZ	上海绿新*	13.87	9,663	(51)	-122.3%	332	-749.6%	399	20.2%	(0.07)	0.48	0.57	(189.3)	29.1	24.2	-	-	13.3%
	002117.SZ	东港股份*	44.65	16,244	169	29.8%	220	30.4%	284	28.9%	0.46	0.61	0.78	96.2	73.8	57.2	29.7%	2.5	11.4%
	002229.SZ	鸿博股份*	40.97	12,217	28	-43.6%	39	39.6%	100	158.8%	0.09	0.13	0.34	441.5	316.2	122.2	90.1%	3.5	5.9%
文娱轻工	002235.SZ	安妮股份*	32.30	6,299	(92)	-1058.7%	40	-143.8%	53	20.6%	(0.47)	0.21	0.27	(68.4)	-	118.2	-	-	2.1%
	603899.SH	晨光文具	48.65	22,379	340	21.1%	426	25.6%	533	25.0%	0.7382	0.93	1.16	65.9	52.5	42.0	25.3%	2.1	35.3%
	300043.SZ	互动娱乐	19.03	23,677	257	91.5%	392	52.4%	487	24.2%	0.41	0.63	0.78	46.4	30.4	24.5	37.6%	0.8	14.3%
	300061.SZ	康耐特	25.46	3,963	37	75.2%	50	35.9%	63	26.8%	0.24	0.32	0.41	107.9	79.4	62.6	31.3%	2.5	5.4%
	002301.SZ	齐心集团*	23.68	8,907	29	5.3%	51	74.2%	91	79.7%	0.08	0.13	0.24	306.4	175.8	97.8	77.0%	2.3	2.4%
	002678.SZ	珠江钢琴*	18.21	17,409	141	-28.2%	195	38.1%	244	25.0%	0.15	0.20	0.25	123.4	89.4	71.5	31.4%	2.8	11.4%
	000026.SZ	飞亚达*	21.00	8,248	146	11.9%	177	21.8%	214	20.9%	0.37	0.45	0.55	56.7	46.5	38.5	21.3%	2.2	8.7%
	600439.SH	瑞贝卡*	8.15	7,688	156	-9.4%	193	23.5%	241	24.7%	0.17	0.20	0.26	49.2	39.8	31.9	24.1%	1.7	7.8%
其他	002605.SZ	姚记扑克*	23.77	8,890	122	4.6%	153	24.7%	181	18.7%	0.33	0.41	0.48	72.7	58.3	49.1	21.7%	2.7	14.5%
	002521.SZ	齐峰新材*	16.55	6,959	273	44.5%	357	30.9%	460	28.9%	0.65	0.85	1.09	25.5	19.5	15.1	29.9%	0.7	8.6%
	002511.SZ	中顺洁柔*	15.59	6,323	68	-41.8%	54	-20.0%	73	35.2%	0.17	0.13	0.18	93.7	117.1	86.6	4.0%	29.3	5.2%

资料来源: Wind, 中金公司研究部 注: *公司盈利预测使用 Wind 一致预期。

图表 5: P/E 和 P/B



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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。

截至本报告发布日，中金公司或其关联机构持有下述公司已发行股份的 1%以上：美盈森。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30%以上；绝对收益在 20%以上的个股为“推荐”、在-10%~20%之间的为“中性”、在-10%以下的为“回避”；绝对收益在-20%以下“确信卖出”（Conviction SELL）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10%以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10%以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150323
编辑：张莹



北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

