

苏美达 (600710)

员工持股激励央企改革标杆,“一带一路”助多元业务齐头并进

增持 (首次)

2023年07月09日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 阳靖

执业证书: S0600523020005

yangjing@dwzq.com.cn

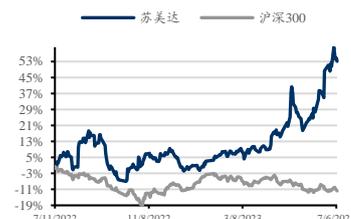
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	141,145	139,508	154,150	167,261
同比	-16%	-1%	10%	9%
归属母公司净利润 (百万元)	916	996	1,136	1,259
同比	19%	9%	14%	11%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.70	0.76	0.87	0.96
P/E (现价&最新股本摊薄)	12.56	11.55	10.12	9.13

关键词: #股息率高 #比同类公司便宜

投资要点

- **苏美达背靠国机集团,多元化业务齐头并进,是“一带一路”战略先行者。**公司成立于1978年,前身是中国机械设备出口公司江苏省分公司。公司现主营业务包括产业链和供应链两大板块,业务重视“一带一路”沿线项目建设,清洁能源、轻纺等业务不断布局一带一路国家。2022年实现营业总收入1411.45亿元,同比-16.33%,归母净利润9.16亿元,同比+19.40%。2022年公司境外收入为611亿元,占比43%。
- **隶属央企,股权结构清晰,大力度股权激励充分调动积极性。**截至2023Q1,公司实控人为国机集团,持股比例为46.8%。公司拥有独特的股权激励机制,激励力度大,部分核心子公司中65%的股权由员工持有,并形成了成体系的股权激励机制,以此调动积极性。
- **供应链板块:主营大宗商品经营和机电进口,受益于行业集中度提升趋势。**2022年,公司供应链运营收入/利润总额为1106.57/16.05亿元,同比-21.3%/+8.7%。大宗商品供应链行业规模大而稳定,但行业格局较为分散,2022年CR4仅为4.18%。近年来行业集中度不断提升,未来随着制造业不断规模化、规范化,以及上下游对供应链安全的要求提升,苏美达作为央企龙头,行业市占率有进一步提升的空间。
- **产业链:主要包括大环保、大消费、先进制造业务,是公司主要的利润来源和增长点。**2022年,公司产业链板块收入/利润总额303/22亿元,同比+11.7%/+29.4%。其中,①大环保:涵盖清洁能源业务和生态环保业务,实现营收/利润总额74/6.0亿元,同比+38.8%/+29.0%。②先进制造:涵盖船舶制造与航运、柴油发电机组和户外动力工具,实现营收/利润总额83.2/7.2亿元,同比+2.8%/+8.3%;造船业务依托于新大洋造船,受益于行业景气度业绩有望高增。③大消费:涵盖服装、家用纺织品、品牌校服,实现营收/利润总额106.5/8.85亿元,同比+6.8%/+13.2%。
- **盈利预测与投资评级:**苏美达是一家激励机制较好的央企,未来公司多元化业务有望受益于供应链规模化提效和“一带一路”推进实现高增。我们预计公司2023~25年归母净利润为10.0/11.4/12.6亿元,同比+9%/+14%/+11%,7月4日收盘价对应12/10/9倍P/E。公司各业务板块均在各自行业中拥有一定地位,有望随“中特估”实现价值重估。通过分部估值法,我们给予苏美达150亿元目标市值,对应目标价为11.5元/股。首次覆盖,考虑公司低估值+有成长+高股息,给予“增持”评级。
- **风险提示:**大宗商品价格波动、汇率波动、坏账等风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.71
一年最低/最高价	5.41/9.30
市净率(倍)	1.75
流通 A 股市值(百万元)	11,381.79
总市值(百万元)	11,381.79

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.98
资产负债率(% ,LF)	74.63
总股本(百万股)	1,306.75
流通 A 股(百万股)	1,306.75

相关研究

内容目录

1. 公司简介：机制领先、多元发展的产业链央企	5
1.1. 业务简介：产业链+供应链板块，业务多元化发展	5
1.2 公司股权结构清晰，股权激励调动员工积极性	6
1.3 财务简介：产业链板块驱动公司利润持续增长，历史分红率较高	7
2. 产业链+供应链齐头并进，多点发力增厚利润	10
2.1 供应链：营收短期承压，总体高位企稳	11
2.2 产业链板块主要包括大环保、大消费、先进制造业务，为主要增长点	13
3. 盈利预测与投资评级	19
3.1. 关键假设	19
3.2. 盈利预测及估值	20
4. 风险提示	22

图表目录

图 1:	苏美达发展历程.....	5
图 2:	苏美达业务板块及 2022 年收入/利润占比	5
图 3:	公司股权结构 (截至 2023 年 3 月 31 日)	6
图 4:	2018-2023Q1 公司营业总收入及增速	7
图 5:	2018-2023Q1 公司归母净利润、净利润及增速	7
图 6:	2020-2022 供应链业务营业收入及增速	7
图 7:	2020-2022 产业链业务营业收入及增速	7
图 8:	2020-2022 供应链业务利润总额及增速	8
图 9:	2020-2022 产业链业务利润总额及增速	8
图 10:	2018-2023Q1 苏美达毛利率及净利率	8
图 11:	2018-2023Q1 苏美达各项费用率	8
图 12:	2018-2022 年公司境内/境外营收: 境外收入占比较高 (亿元)	9
图 13:	2017-2022 年苏美达分红率和股息率	9
图 14:	2018-2022 供应链运营营收及增速	11
图 15:	2018-2022 供应链运营毛利率	11
图 16:	2016-2021 大宗商品结构及收入 (亿元)	11
图 17:	2016-2021 大宗商品毛利及增速	11
图 18:	中国大宗供应链市场规模及 CR4 市场占有率	12
图 19:	2016-2021 机电产品营收及增速	12
图 20:	2016-2021 机电产品毛利及增速	12
图 21:	2018-2022 产业链合计营收及增速	13
图 22:	2018-2022 产业链合计毛利率	13
图 23:	公司清洁能源业务: 辉伦光伏产品.....	13
图 24:	公司生态环保业务: 南京原煤制气厂地块土壤及地下水修复工程.....	14
图 25:	2022 年大环保及子版块营收及增速.....	14
图 26:	2022 年大环保及子版块毛利率及增幅.....	14
图 27:	公司船舶制造与航运业务: 皇冠 63plus 散货船.....	15
图 28:	公司柴油发电机组业务: 三燃料发电机组.....	15
图 29:	公司户外动力设备 (OPE) 业务: 佳孚品牌高压清洗机.....	16
图 30:	2022 年先进制造及子版块营收及增速.....	16
图 31:	2022 年先进制造及子版块毛利率及增幅.....	16
图 32:	公司服装业务: 轻纺公司缅甸实业工厂.....	17
图 33:	公司家用纺织品业务: “BIRKSHIRE×故宫”合作家居系列.....	17
图 34:	公司品牌校服业务: 伊顿纪德品牌校服.....	18
图 35:	2022 年大消费及子版块营收及增速.....	18
图 36:	2022 年大消费及子版块毛利率及增幅.....	18
表 1:	苏美达重要非全资子公司持股比例及 2022 年核心财务数据 (单位: 亿元)	6
表 2:	2022 年苏美达主要业务介绍.....	10
表 3:	关键假设: 公司各业务板块收入、增速及毛利率预期.....	19
表 4:	公司费用率预测.....	20

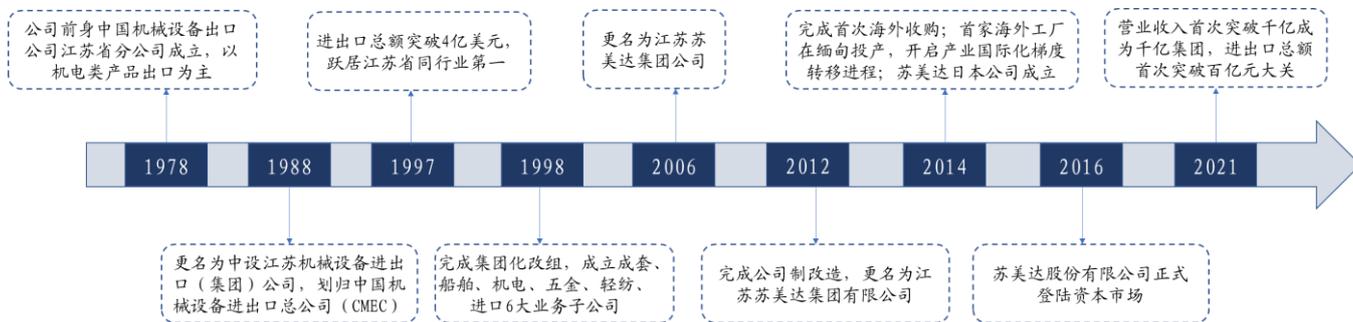
表 5: 公司总收入及归母净利润预测.....	20
表 6: 行业公司估值表 (更新至 7 月 7 日)	21
表 7: 公司分部估值表.....	22

1. 公司简介：机制领先、多元发展的产业链央企

1.1. 业务简介：产业链+供应链板块，业务多元化发展

公司成立于 1978 年，前身是中国机械设备出口公司江苏省分公司。1988 年公司划归国机集团，并于 1998 年完成集团化改组，是一家内部激励机制良好的供应链国企。2016 年 11 月，苏美达通过借壳*ST 常林完成上市。公司目前主业聚焦供应链、产业链两大板块，其中产业链业务涉及大消费、先进制造、生态环保与清洁能源等业务，重点培育孵化医疗健康、数字化产业两大新业务领域。

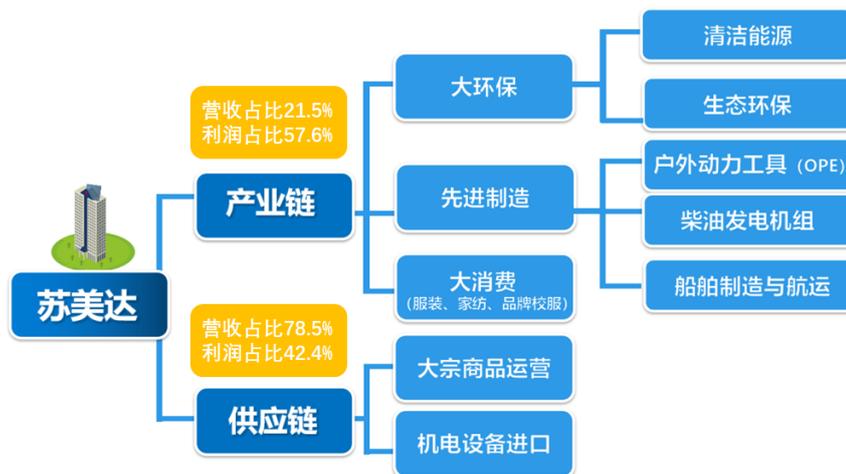
图1：苏美达发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司主营业务包括产业链、供应链两大板块。①产业链板块主要包括大环保、大消费、先进制造三个品类。②供应链板块主营是大宗品和机电设备的供应链综合服务业务。截至 2022 年底，苏美达共拥有业务子公司 12 家，海外机构 39 家，海内外全资及控股实业工厂 29 家，在职员工 16593 人，市场覆盖 160 多个国家和地区。2022 年实现营业收入 1411.45 亿元，进出口总额 127.2 亿美元。

图2：苏美达业务板块及 2022 年收入/利润占比

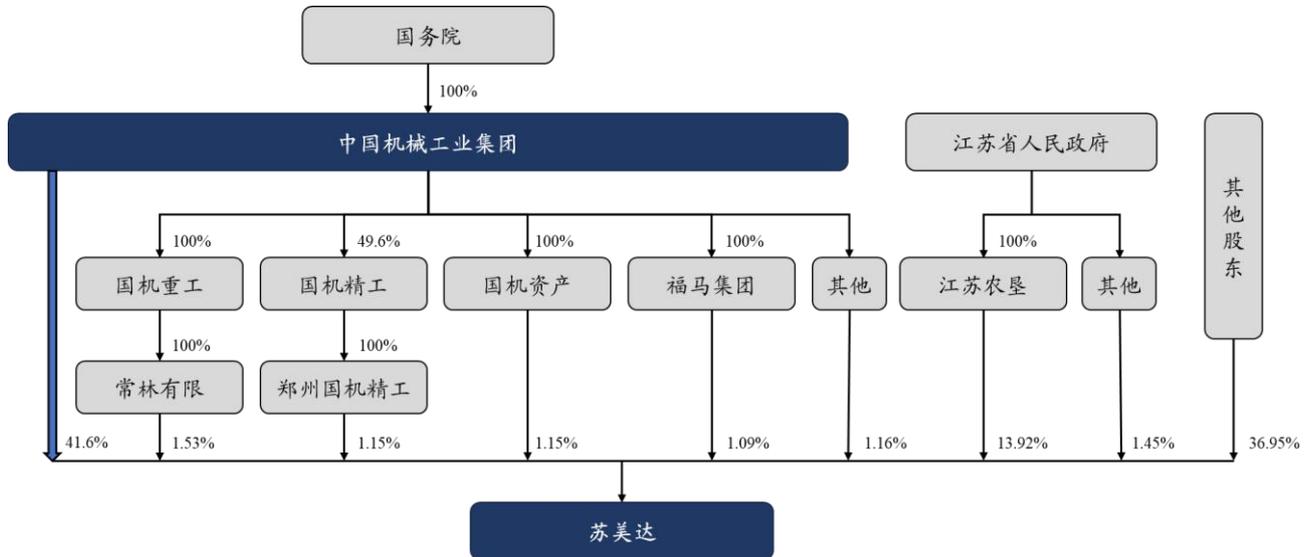


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2 公司股权结构清晰，股权激励调动员工积极性

苏美达隶属于国机集团：截至 2023 年 3 月 31 日，公司实际控制人、控股股东为中国机械工业集团有限公司，直接和间接拥有公司共 46.8% 的股权。

图3：公司股权结构（截至 2023 年 3 月 31 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司拥有优秀的激励机制，通过在子公司推行员工持股的方式调动核心员工积极性。1998 年，公司完成机制改革，在子公司层面允许核心员工入股，绑定利益同时实现充分激励。公司部分子公司 65% 的股权由核心员工持有。

表1：苏美达重要非全资子公司持股比例及 2022 年核心财务数据（单位：亿元）

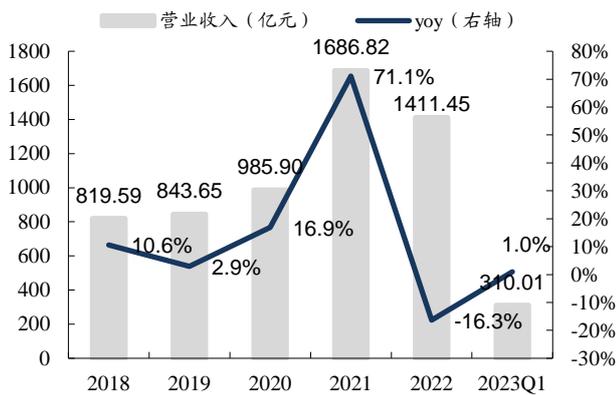
子公司名称	公司持股比例	净资产	营业收入	净利润
苏美达国际技术贸易有限公司	35%	33.1	1,084.5	11.8
江苏苏美达轻纺国际贸易有限公司	35%	10.7	69.6	3.3
江苏苏美达纺织有限公司	35%	5.9	28.2	2.0
江苏苏美达伊顿纪德管理咨询有限公司	35%	2.8	9.5	1.1
江苏苏美达机电有限公司	35%	6.2	47.1	1.3
江苏苏美达五金工具有限公司	35%	4.7	24.0	1.2
江苏苏美达成套设备工程有限公司	35%	6.8	50.0	2.5
苏美达船舶有限公司	35%	16.3	37.5	3.4
江苏苏美达能源控股有限公司	35%	2.2	41.7	1.5
江苏苏美达资产管理有限公司	61%	6.4	112.5	-0.4

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3 财务简介：产业链板块驱动公司利润持续增长，历史分红率较高

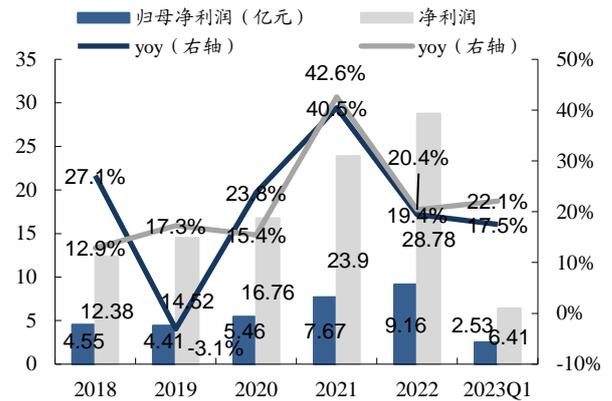
大宗商品市场波动，公司营收承压。2022/2023Q1 公司营收分别为 1411.45/310.01 亿元，同比-16.3%/+1.0%，归母净利润分别为 9.16/2.53 亿元，同比+19.4%/+17.5%，近 3 年公司营收/归母净利润 CAGR 分别为 18.7%/27.6%。2021 年公司营收大幅上涨主要系大宗商品量价齐升。2022 年营收下降主要受宏观环境对国内大宗商品需求的影响，供应链板块整体营收规模下降，同时营业成本相应下降。公司归母净利润与净利润相差较大主要系子公司员工持股 65% 摊薄了归母净利润。

图4：2018-2023Q1 公司营业总收入及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2018-2023Q1 公司归母净利润、净利润及增速

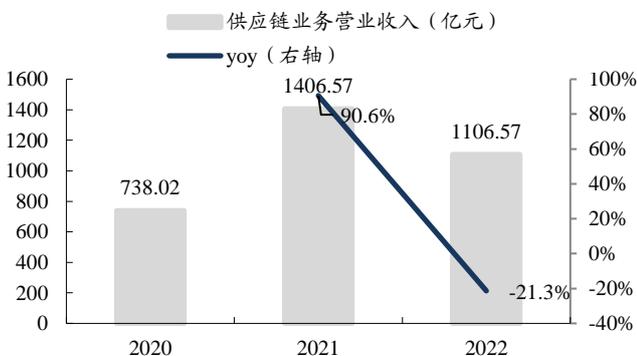


数据来源：Wind，东吴证券研究所

收入端：供应链业务是公司主要收入来源，2022 年收入 1106.57 亿元，同比-21.33%，占比约 78%。受大宗商品价格不断波动的影响，供应链业务收入体量随之变化。但由于每单交易利润相对固定，且随着价格行情回暖可能略有上升。所以该板块的利润受大宗商品价格波动影响不大，2022 年利润总额 16.05 亿元，同比+8.73%，保持稳健增长。

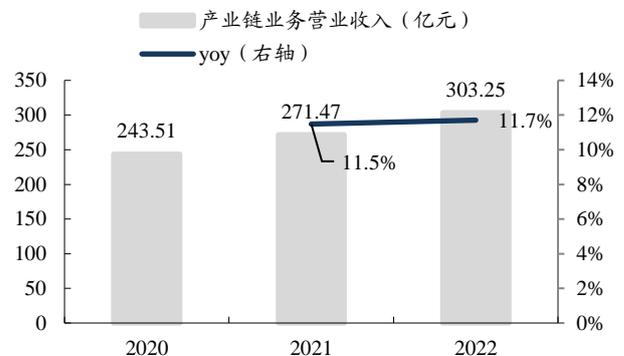
利润端：产业链业务是公司主要利润来源，2022 年利润总额 21.78 亿元，同比+29.42%，占比 57.6%，利润长期增速较快，是公司利润增长主要驱动力。

图6：2020-2022 供应链业务营业收入及增速



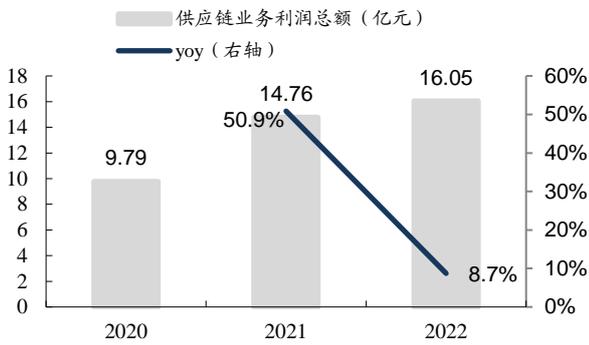
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7：2020-2022 产业链业务营业收入及增速



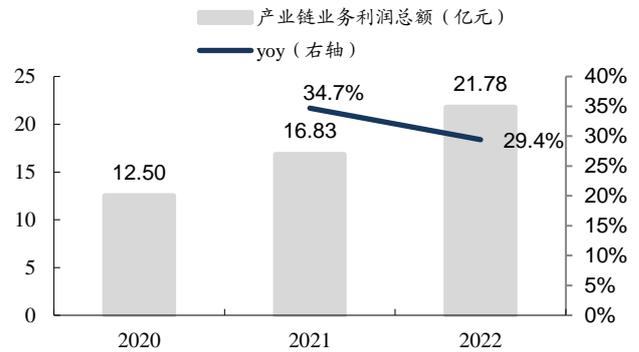
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：2020-2022 供应链业务利润总额及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

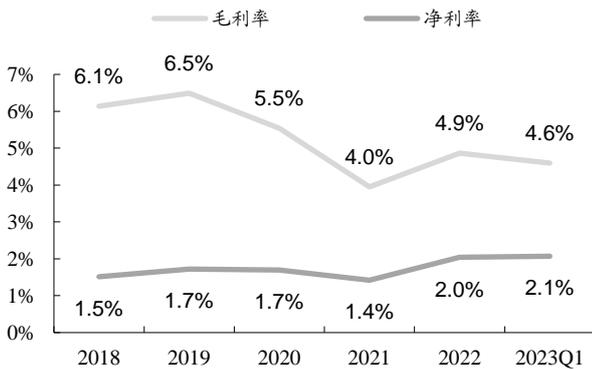
图9：2020-2022 产业链业务利润总额及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

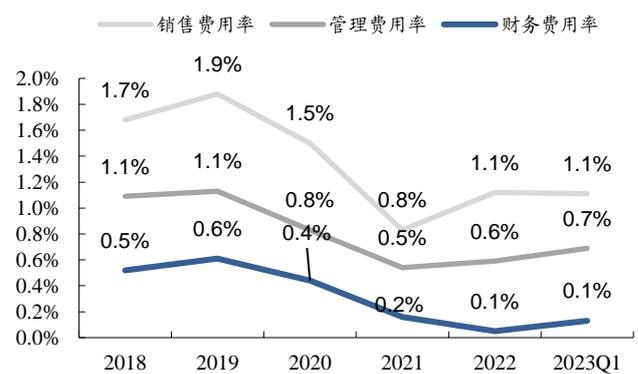
利润率有所提升，费用率整体下降。2022年，公司毛利率/净利率分别为4.9%/2.0%，分别同比变动+0.9pct/+0.6pct，主要因：①利润率更高的产业链板块收入占比提升，②公司优化供应链运营板块的产品结构和商业模式，提升较高毛利品种的业务规模。公司近5年期间费用率整体呈下降趋势。2022年，公司销售/管理/财务费用率分别为1.1%/0.6%/0.1%，分别同比+0.3pct/+0.1pct/-0.1pct。

图10：2018-2023Q1 苏美达毛利率及净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

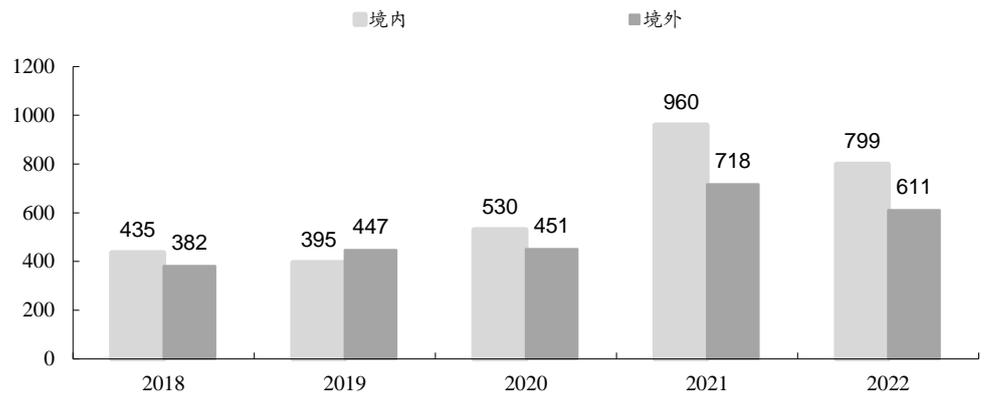
图11：2018-2023Q1 苏美达各项费用率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

巩固国际市场稳存量，拓展国内市场扩增量。公司坚定实施“双循环”发展战略，坚持国内外市场并重、内外贸并举，注重“一带一路”沿线布局。2022年，公司境内/境外分别实现营收799.17/610.65亿元，分别占比56.6%/43.3%。2022年，公司实现进出口总额127.2亿美元，其中，进口76.9亿美元，出口50.3亿美元。

图12: 2018-2022 年公司境内/境外营收: 境外收入占比较高 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司维持着较高的分红率和股息率。近年来公司分红率有所提升,由 2017 年的 31.8% 提升至 2022 年的 40.8%。2021 年,公司承诺 2021-2023 年在当年盈利且累计未分配利润为正的情况下,每年以现金方式分配的利润不少于当年归母净利润的 40%。

图13: 2017-2022 年苏美达分红率和股息率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 产业链+供应链齐头并进，多点发力增厚利润

公司主营业务分为产业链、供应链两大类。供应链板块主要是大宗商品的一体化运营服务，以及机电设备的进口业务，提供资源供应、商务咨询、金融支持、物流服务的“四位一体”商业模式，赚取服务收益。产业链领域主要包括达环保、大消费、先进制造等板块，是目前公司的主要利润来源和增长点。

表2：2022年苏美达主要业务介绍

板块	业务	业务介绍	2022年利润总额情况
供应链	大宗商品运营	包括金属产品、矿产、煤炭、木材等，提供原材料组织、物流规划和金融服务等配供配送服务。	供应链：16.05亿元/+8.73%，占比42.4%
	机电设备进口	经营设备包括：纺织、电子、机加、轻工大型设备。提供“资源供应、商务咨询、金融支持、物流服务”的全流程供应链解决方案	
大环保		(1) 清洁能源：公司自主品牌“辉伦”光伏组件生产与贸易，清洁能源工程项目开发建设，电站运维服务和综合能源管理。	大环保：6.04亿元/+29.01%，占比16.0% ➤ 清洁能源：3.88亿元/+30.65%，占比10.3%
		(2) 生态环保：污水废水处理、生活垃圾处理、固废处置及土壤修复、可降解塑料工业工程等。	➤ 生态环保：2.16亿元/+26.15%，占比5.7%
产业链	大消费	(1) 服装业务：集设计研发、实业制造、商贸服务为一体。	大消费：8.85亿元/+13.16%，占比23.4% ➤ 服装：4.81亿元/+19.97%，占比12.7%
		(2) 家用纺织品：毯子、被子、床单件套、宠物用品等核心产品的设计、生产和销售等。	➤ 家纺：2.60亿元/+3.92%，占比6.9%
		(3) 品牌校服：以伊顿纪德品牌运营为核心，为学校提供校园服饰系统解决方案。	➤ 品牌校服：1.44亿元/+9.99%，占比3.8%
先进制造		(1) 柴油发电机组：为全球通信运营商、数据中心、先进制造、油田矿山、电力电厂、公共服务及设施等市场领域，提供柴油发电机组产品。	先进制造：7.19亿元/+8.29%，占比19.0% ➤ 柴油：0.42亿元/+50.82%，占比1.1%
		(2) 船舶制造与航运：以新大洋造船为中心，定位于中型船舶的研发建造；航运聚焦船舶管理和运营，提供海上运输服务。	➤ 船舶：4.00亿元/+31.76%，占比10.6% ➤ OPE：2.77亿元/-16.69%，占比7.3%
		(3) 户外动力设备(OPE)：园林机械与清洗机机械和汽油发电机产品的研发、生产与销售。	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.1 供应链：营收短期承压，总体高位企稳

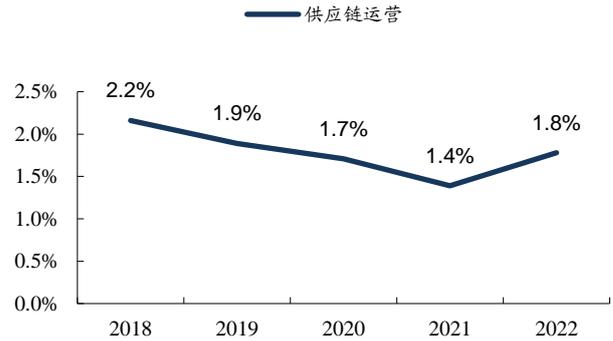
供应链板块受大宗商品市场波动影响，营收短期承压。2022年，公司供应链运营收入为1106.57亿元，同比-21.3%；毛利率为1.8%，同比+0.4pct。受大宗品价格波动影响，公司供应链板块营收下降。大宗品经营业务的收入和大宗品价格相关度较高，因此大宗品价格较高的2021年收入出现高基数；而利润主要由配套服务带来，利润总额相对稳定，2022年供应链板块实现利润总额16.05亿元，同比增长8.7%。

图14：2018-2022 供应链运营营收及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

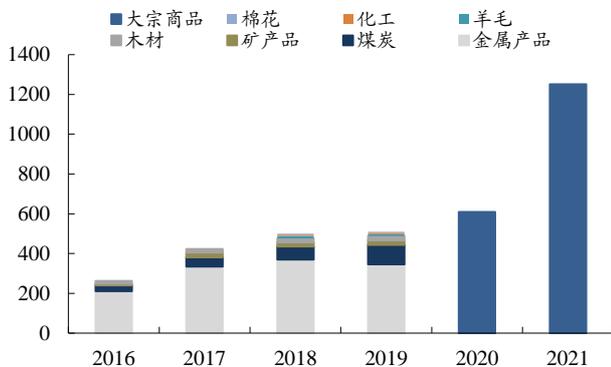
图15：2018-2022 供应链运营毛利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

大宗商品运营业务严控风险、提质增效。公司大宗商品运营业务主要品类以金属产品和矿产为主，同时经营煤炭、木材等。2019年金属产品/矿产/煤炭/木材收入占比分别为68.1%/18.9%/4.5%/4.3%。该业务主要模式为自营统购分销，公司向下游收集订单后，再集中向上游批量采购，有效控制存货成本和积压风险。公司积极开展“供应链+”数字化转型，提升运营效率，有效防范经营风险。

图16：2016-2021 大宗商品结构及收入（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

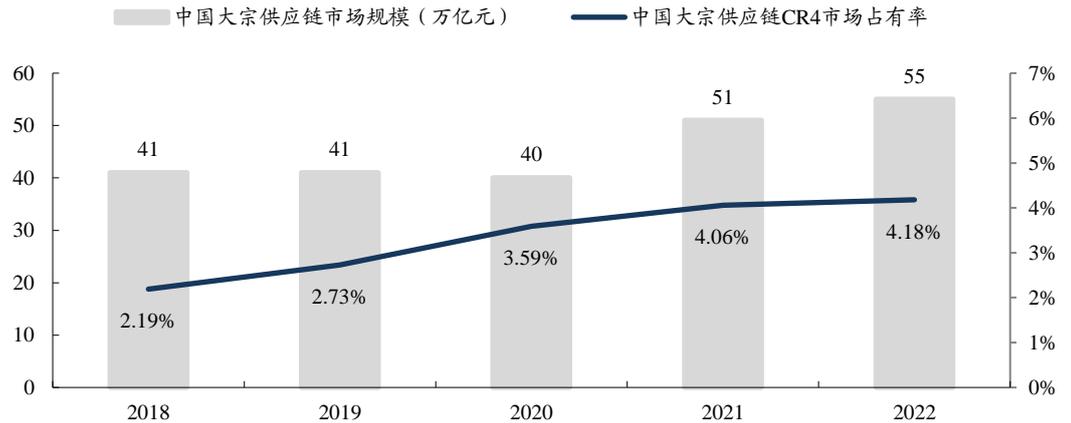
图17：2016-2021 大宗商品毛利及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

大宗供应链行业近年来呈现头部集中趋势。据厦门象屿年报数据，大宗供应链行业规模较为稳健，21~22 年分别为 51/55 亿元。近年来随着制造业规模化升级，行业呈现龙头市占率集中的趋势，我国大宗供应链 CR4 市占率从 2018 年的 2.19% 提升至 2022 年的 4.18%。行业龙头能提供更多的产品品类、更稳定的供给、更为完善的一站式服务，因此龙头市占率提升的趋势将不断延续。苏美达供应链板块在业内规模体量靠前，未来有望受益于行业趋势实现持续成长。

图18：中国大宗供应链市场规模及 CR4 市场占有率



数据来源：厦门象屿 2022 年年报，东吴证券研究所

数字化赋能，构建机电设备进出口数字化生态圈。2021 年，公司机电产品实现营收 154.83 亿元，同比+19.5%，实现毛利 5.14 亿元，同比+12.5%。公司开发的“苏美达达天下”作为机电设备进出口数字化平台，为客户提供线上设备展示、融资租赁、物流可视化、在线签约与购标等一揽子服务，平台注册用户超 17.5 万，访问量 78 万余人次。

图19：2016-2021 机电产品营收及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图20：2016-2021 机电产品毛利及增速

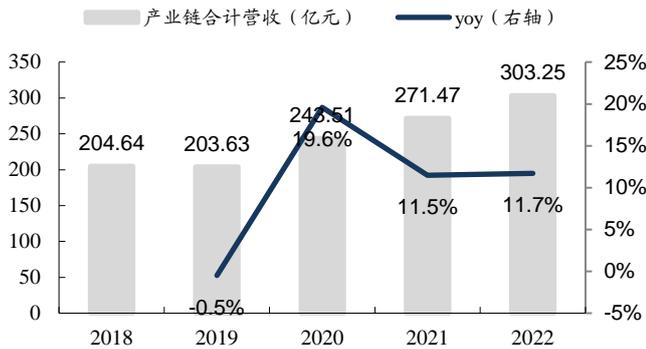


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2 产业链板块主要包括大环保、大消费、先进制造业务，为主要增长点

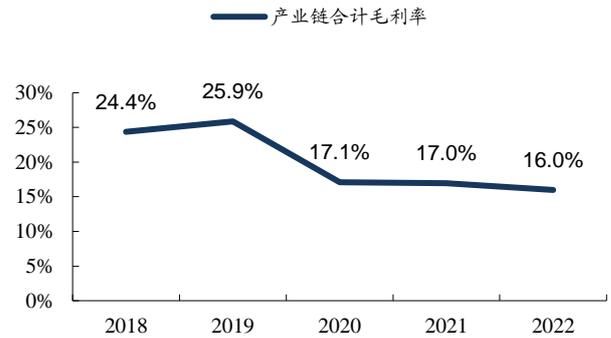
产业链板块稳中有进。2022年，公司产业链合计收入303.25亿元，同比+11.7%；毛利率16.0%，同比-1.0pct，实现利润总额21.78亿元，同比+29.4%，约占公司利润总额的58%。产业链板块加速融入“双循环”发展格局，重点推进科技研发、实业建设、供应商管理、数字化赋能，营收、利润稳步增长。

图21: 2018-2022 产业链合计营收及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图22: 2018-2022 产业链合计毛利率

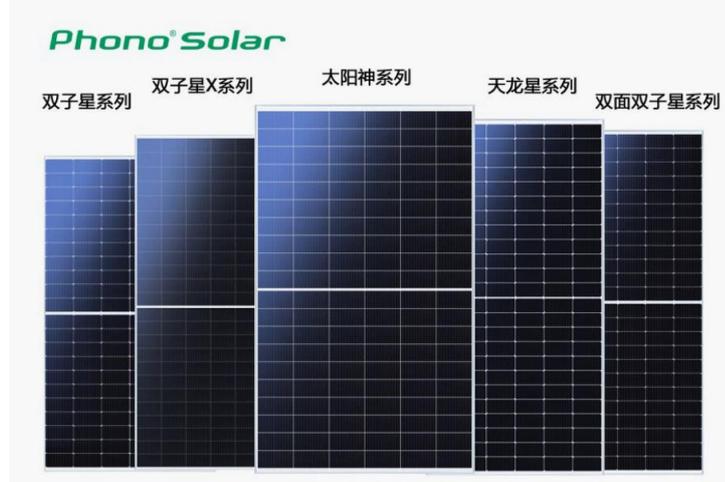


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

大环保板块: 坚持绿色发展, 营收、利润实现增长。公司大环保板块主要包括清洁能源业务和生态环保业务。

(1) 清洁能源业务: 公司自主品牌“辉伦”光伏组件生产与贸易, 清洁能源工程项目开发建设, 电站运维服务和综合能源管理。光伏产业加速布局“一带一路”沿线国家, 如公司曾在2019年签约越南国家电力首个光伏电站项目、向土耳其等国家提供光伏组件订单等。2022年全年组件出口3.75亿美元, 同比+49.8%, 共开发工商业分布式项目79个, 并网规模122MW, 同比+228%。

图23: 公司清洁能源业务: 辉伦光伏产品



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2) 生态环保业务: 主要包括污水废水处理、生活垃圾处理、固废处置及土壤修复、可降解塑料工业工程等。2022 年中标水处理项目 14 个, 金额超 10 亿元; 与行业龙头达成合作, 签约 4 座可降解塑料工程项目, 累计合同金额超 2.3 亿元, 筑牢公司在可降解塑料领域的领先地位。

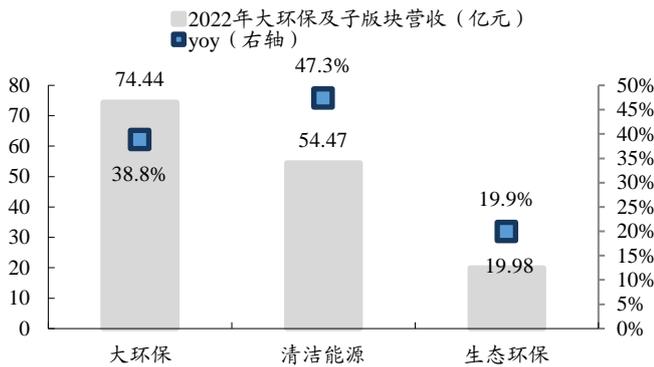
图24: 公司生态环保业务: 南京原煤制气厂地块土壤及地下水修复工程



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

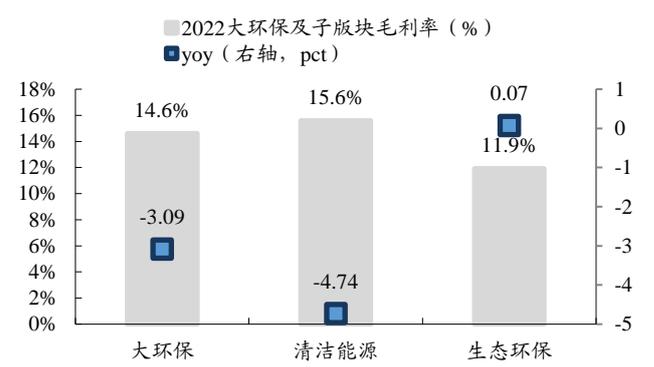
2022 年, 公司大环保板块实现营收 74.44 亿元, 同比+38.8%, 实现毛利率 14.6%, 同比-3.09pct。其中, 清洁能源实现利润总额 3.88 亿元, 同比+30.65%; 生态环保实现利润总额 2.16 亿元, 同比+26.15%。

图25: 2022 年大环保及子版块营收及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图26: 2022 年大环保及子版块毛利率及增幅



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

先进制造板块: 掌握规模优势, 积极布局海内外市场。先进制造板块主要涵盖船舶制造与航运、柴油发电机组和户外动力工具 (OPE) 业务。

1) 船舶制造与航运：船舶制造板块以新大洋造船为中心，定位于中型船舶的研发建造；航运聚焦船舶管理和运营，提供海上运输服务。2022 年实现利润总额 4.00 亿元，同比+31.76%，其中航运业务实现利润总额 3.59 亿元，同比+46%。截至 2022 年末，运营船队 36 艘，运力超 200 万吨，位列中国远洋干散货船东国内前 10 名。

图27：公司船舶制造与航运业务：皇冠 63plus 散货船



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2) 柴油发电机组：为全球通信运营商、数据中心、先进制造、油田矿山、电力电厂、公共服务及设施等市场领域，提供柴油发电机组产品。2022 年实现利润总额 0.42 亿元，同比+50.82%。积极布局国内及海外数据中心市场，分布于 40 多个国家，全年新接订单首次超过 10 亿元；2022 年自有品牌 FIRMAN 实现对非洲出口 1.2 亿美元，同比+26.5%。

图28：公司柴油发电机组业务：三燃料发电机组



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3) 户外动力设备 (OPE): ① 园林机械与清洗机械: 草坪机、松土机等园林户外机械、清洗机械的研发、制造与销售; ② 汽油发电机组: 汽油发电机产品的研发、生产与销售, 拥有自有品牌 “FIRMAN”。2022 年实现利润总额 2.77 亿元, 同比-16.69%。

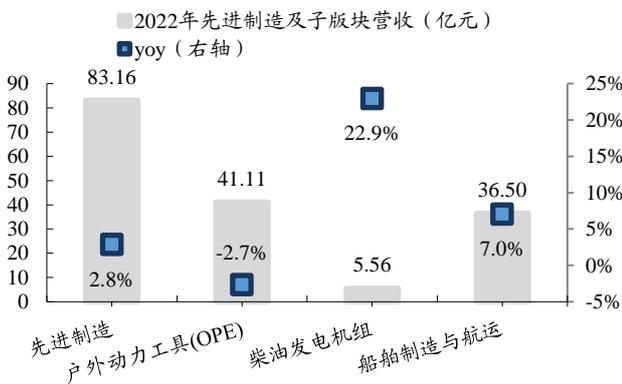
图29: 公司户外动力设备 (OPE) 业务: 佳孚品牌高压清洗机



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

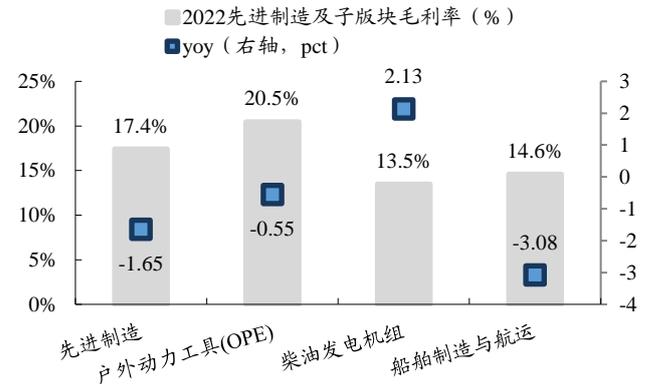
2022 年, 公司先进制造板块实现营收/利润总额 83.16/7.19 亿元, 同比+2.8%/+8.3%, 毛利率 17.4%, 同比-1.65pct。

图30: 2022 年先进制造及子版块营收及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图31: 2022 年先进制造及子版块毛利率及增幅



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

大消费板块：纺织服装业务稳健成长，旗下伊顿纪德是品牌校服行业龙头。大消费板块主要涵盖服装、家用纺织品、品牌校服相关业务。

1) 服装业务：集设计研发、实业制造、商贸服务为一体，在海内外拥有 11 家全资实业工厂、5 家海外实业工厂，研发设计人员超 600 人。2022 年实现利润总额 4.81 亿元，同比+19.97%。

图32：公司服装业务：轻纺公司缅甸实业工厂



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2) 家用纺织品：集设计研发、实业制造、商贸服务、自主品牌建设为一体，毯子、被子、床单件套、宠物用品等核心产品出口额均居细分行业领先地位，拥有自主品牌包括 BERKSHIRE、绎生活、京贝等。苏美达轻纺国际贸易公司多年来积极投入“一带一路”沿线项目建设，2019 年获评“一带一路”领军企业。2022 年，公司轻纺板块实现利润总额 2.60 亿元，同比+3.92%。

图33：公司家用纺织品业务：“BIRKSHIRE × 故宫”合作家居系列



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3) 品牌校服: 以伊顿纪德品牌运营为核心, 研发设计、生产外包、质量控制为支撑, 为学校提供校园服饰系统解决方案。2022 年实现利润总额 1.44 亿元, 同比+9.99%。自主校服品牌伊顿纪德作为中国校服领军品牌, 为近 4000 所学校提供校服, 2022 年新增客户学校 400 所。

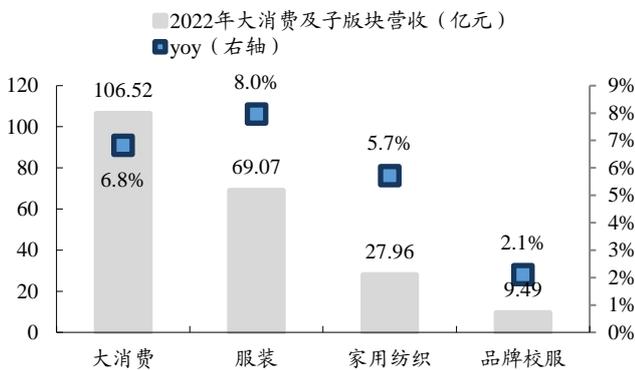
图34: 公司品牌校服业务: 伊顿纪德品牌校服



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2022 年, 公司大消费板块实现营收/利润总额 106.52/8.85 亿元, 同比+6.8%/+13.16%, 实现毛利率 18.2%, 同比+0.4pct。

图35: 2022 年大消费及子版块营收及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图36: 2022 年大消费及子版块毛利率及增幅



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 盈利预测与投资评级

3.1. 关键假设

收入及毛利率:

供应链板块: 公司供应链板块主要包括大宗商品经营和机电设备进口业务。供应链板块收入与经济周期有相关性,在商品价格下跌时收入会下降;但利润端的波动相对平缓。我们预计 2023~25 年公司供应链板块收入同比-5%/+10%/+8%。

产业链: 包括大环保、先进制造和大消费三个主要业务。产业链板块利润率较高,是公司主要利润来源和增长点。

大环保板块: 主要包括清洁能源、生态环保。未来随“双碳”战略的推进,公司大环保板块有望持续增长。我们预计 2023~25 年公司大环保业务收入同比+28.3%/+17.7%/+13.5%。

先进制造板块: 主要包括户外动力工具(OPE)、柴油发电机、船舶制造与航运等。近年造船行业景气度较高;中长期户外动力工具、柴油发电机业务有望持续增长。我们预计 2023~25 年公司先进制造业务收入同比+17.0%/+12.6%/+12.5%。

大消费板块: 主要包括服装制造、家用纺织、品牌校服。短期疫情恢复及产业下游补库存,中长期看好品牌校服等板块成长。我们预计 2023~25 年大消费板块收入同比+1.2%/+9.2%/+6.7%。

表3: 关键假设: 公司各业务板块收入、增速及毛利率预期

	2022	2023E	2024E	2025E
供应链板块				
收入(百万元)	110,657	105,124	115,637	124,888
yoy	-21.3%	-5.0%	10.0%	8.0%
毛利率	1.78%	1.80%	1.83%	1.85%
产业链板块				
收入(百万元)	30,325	34,213	38,335	42,185
yoy	11.7%	12.8%	12.0%	10.0%
毛利率	15.98%	15.36%	15.43%	15.52%
其中: 大环保				
收入(百万元)	7,444	9,550	11,241	12,758
yoy	38.8%	28.3%	17.7%	13.5%
毛利率	14.59%	15.08%	15.14%	15.18%
其中: 先进制造				
收入(百万元)	8,316	9,732	10,963	12,332
yoy	2.8%	17.0%	12.6%	12.5%
毛利率	17.41%	14.53%	14.90%	15.29%

其中：大消费

收入（百万元）	10,651	10,783	11,776	12,566
yoy	6.8%	1.2%	9.2%	6.7%
毛利率	18.15%	18.41%	18.20%	18.08%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

费用率方面：公司费用率和业务结构相关，供应链板块利润率费用率均较低，而产业链板块利润率和费用率相对更高。我们认为，长期来看公司产业链板块增速高于供应链，因此公司整体费用率将保持上升趋势；短期 2023 年由于大宗品价格下降，供应链业务收入占比下降，公司整体费用率将较大幅上升。我们预计 2023 年公司销售/管理/研发费用率分别为 1.21%/ 0.64%/ 0.37%。

表4：公司费用率预测

	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	1.12%	1.21%	1.24%	1.26%
管理费用率	0.59%	0.64%	0.65%	0.66%
研发费用率	0.33%	0.37%	0.38%	0.42%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

3.2. 盈利预测及估值

综合以上假设，我们预计公司 2023~25 年收入为 1395/ 1542/1673 亿元，同比-1.2%/ +10.5%/ +8.5%，归母净利润为 10.0/ 11.4/ 12.6 亿元，同比+9%/ +14%/ +11%。

表5：公司总收入及归母净利润预测

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
收入	141,144.6	139,508.25	154,150.44	167,260.93
yoy	-16.33%	-1.16%	10.50%	8.51%
毛利率	4.86%	5.16%	5.24%	5.33%
归母净利润	916	996	1,136	1,259
yoy	19.40%	8.70%	14.14%	10.81%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们采取分步估值法对苏美达进行估值。

供应链板块：选取国内大宗供应链龙头物产中大、厦门象屿、厦门国贸和浙商中拓作为可比公司。公司供应链板块主要业务为大宗品（如金属、矿石等）的贸易业务，可比公司均为国内大宗供应链领域的龙头企业。

大环保板块，我们选取维尔利、三联虹普、海泰新能、晶澳科技、晶科能源和晶科科技作为可比公司，公司大环保板块主要业务包括：①光伏组件生产（可比公司为海泰新能、晶澳科技、晶科能源），②光伏电站运营（可比公司为晶科科技），③固废处置（可比公司为维尔利、三联虹普）。

先进制造板块，我们选取格力博、华宝新能、中国船舶、巨星科技和招商轮船作为可比公司。公司先进制造板块业务包括：①户外动力工具与发电机（可比公司为格力博、华宝新能、巨星科技），②船舶制造与航运（可比公司为中国船舶、招商轮船）。

大消费板块，我们选取水星家纺、罗莱生活、富安娜、乔治白、申洲国际、华利集团和盛泰集团作为可比公司。公司先进制造板块业务包括：①服装制造（可比公司为申洲国际、盛泰集团、华利集团），②家用纺织（可比公司为水星家纺、罗莱生活、富安娜），③品牌校服（可比公司为乔治白）。

表6：行业公司估值表（更新至7月7日）

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润(亿元)			P/E			投资 评级
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
600710.SH	苏美达	114	8.71	9.16	9.96	11.36	12	11	10	增持
供应链板块可比公司										
600704.SH	物产中大	251	4.83	39.11	48.72	55.90	6	5	4	未评级
600057.SH	厦门象屿	176	7.75	26.37	34.62	42.18	7	5	4	买入
600755.SH	厦门国贸	166	7.46	35.89	33.16	37.70	5	5	4	未评级
000906.SZ	浙商中拓	62	8.98	10.03	12.98	16.65	6	5	4	未评级
大环保：清洁能源业务可比公司										
835985.BJ	海泰新能	20	6.32	1.18	2.39	3.00	17	8	7	未评级
002459.SZ	晶澳科技	1,196	36.16	55.33	100.36	128.61	22	12	9	买入
601778.SH	晶科科技	174	4.88	2.09	5.29	6.93	83	33	25	未评级
688223.SH	晶科能源	1,252	12.52	29.36	71.72	96.71	43	17	13	买入
大环保：生态环保业务可比公司										
300190.SZ	维尔利	31	4.00	-4.50	0.71	1.46	-	44	21	未评级
300384.SZ	三联虹普	53	16.54	2.40	3.20	4.15	22	16	13	买入
先进制造：OPE及柴油发电机业务可比公司										
301260.SZ	格力博	124	25.42	2.66	6.36	9.02	46	19	14	未评级
002444.SZ	巨星科技	273	22.69	14.20	17.86	22.06	19	15	12	未评级
301327.SZ	华宝新能	94	75.55	2.87	2.18	4.50	33	43	21	买入
先进制造：造船及航运业务可比公司										
600150.SH	中国船舶	1,384	30.95	1.72	27.26	64.45	805	51	21	未评级
601872.SH	招商轮船	498	6.13	50.86	66.03	82.31	10	8	6	未评级
大消费：服装业务可比公司										
2313.HK	申洲国际	1,039	75.10	45.63	51.26	62.98	23	20	16	买入
605138.SH	盛泰集团	49	8.75	3.76	4.15	4.99	13	12	10	未评级
300979.SZ	华利集团	619	53.01	32.28	33.44	40.47	19	19	15	买入
大消费：家纺业务可比公司										
603365.SH	水星家纺	37	13.98	2.78	3.67	4.34	13	10	9	买入
002293.SZ	罗莱生活	95	11.32	5.74	7.20	8.17	17	13	12	买入
002327.SZ	富安娜	67	8.11	5.34	6.02	6.72	13	11	10	未评级

大消费：校服业务可比公司

002687.SZ	乔治白	25	4.84	1.21	1.96	2.37	20	13	10	未评级
-----------	-----	----	------	------	------	------	----	----	----	-----

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测（注：未评级标的盈利预测来自 wind 一致预测，其余为东吴证券预测）

考虑到和上述可比公司相比，苏美达各个板块的规模较小、在产业链中的话语权相应更弱，我们对各板块的估值均给予一定的折价。我们按 2023E 归母净利润给予供应链板块 4x P/E，清洁能源/生态环保业务 14/10x P/E，OPE 及柴油发单机/造船业务 18/16x P/E，服装/家纺/品牌校服业务 13/10/10x P/E。此外考虑 20% 的流动性折价，我们给予苏美达 150 亿元目标市值，对应目标价为 11.5 元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

表7：公司分部估值表

单位：亿元	归母净利润		板块平均 PE		P/E 目标倍数 (2023E)	目标市值
	2023E	2024E	2023E	2024E		
供应链板块	7.54	8.46	5	4	4	30
大环保：清洁能源	2.69	3.23	18	13	14	38
大环保：生态环保	1.18	1.30	30	17	10	12
先进制造：OPE 及柴油发电机	1.63	1.86	26	16	18	29
先进制造：造船及航运	1.73	2.26	29	14	16	28
大消费：服装	2.26	2.60	17	14	13	29
大消费：家纺	1.33	1.40	12	10	10	13
大消费：品牌校服	0.79	0.81	13	10	10	8
合计						188
流动性折价						20%
苏美达合理市值（亿元）						
对应股价（元/股）						11.48

数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所预计

4. 风险提示

大宗商品价格波动风险：金属产品、矿产等大宗商品价格将导致公司供应链业务的收入及利润波动；极端的价格波动亦有可能导致存货和应收账款出现减值损失。

宏观经济周期：供应链大宗品和机电需求，以及产业链板块部分项目的承接受宏观经济周期影响。

汇率波动风险：公司海外业务占比较高，汇率波动可能产生汇兑损益。

坏账风险：公司供应链等业务产生较高应收账款，若出现坏账将带来减值损失。

苏美达三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	43,652	46,222	54,260	60,763	营业总收入	141,145	139,508	154,150	167,261
货币资金及交易性金融资产	13,044	15,695	19,290	25,917	营业成本(含金融类)	134,285	132,315	146,071	158,351
经营性应收款项	19,994	20,826	22,483	23,332	税金及附加	136	140	154	167
存货	9,636	8,591	11,386	10,287	销售费用	1,581	1,688	1,911	2,107
合同资产	84	83	91	99	管理费用	834	893	1,002	1,104
其他流动资产	895	1,027	1,009	1,129	研发费用	462	516	586	702
非流动资产	9,336	8,197	7,067	5,948	财务费用	73	47	(21)	(73)
长期股权投资	781	769	756	744	加:其他收益	130	128	142	154
固定资产及使用权资产	6,871	5,759	4,663	3,579	投资净收益	169	167	185	201
在建工程	14	29	40	47	公允价值变动	(1)	0	0	0
无形资产	706	680	654	628	减值损失	(560)	(304)	(314)	(314)
商誉	56	56	56	56	资产处置收益	172	167	185	201
长期待摊费用	67	67	67	67	营业利润	3,683	4,069	4,645	5,143
其他非流动资产	841	836	831	825	营业外净收支	100	24	27	34
资产总计	52,988	54,418	61,327	66,711	利润总额	3,783	4,094	4,672	5,178
流动负债	37,529	36,103	39,776	41,622	减:所得税	905	982	1,121	1,243
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,895	1,727	559	559	净利润	2,878	3,111	3,551	3,935
经营性应付款项	14,144	14,158	17,086	17,224	减:少数股东损益	1,962	2,116	2,415	2,676
合同负债	16,677	16,432	18,141	19,666	归属母公司净利润	916	996	1,136	1,259
其他流动负债	3,813	3,786	3,990	4,173	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.70	0.76	0.87	0.96
非流动负债	2,068	2,068	2,068	2,068	EBIT	3,613	4,106	4,588	5,003
长期借款	293	293	293	293	EBITDA	4,893	4,400	4,873	5,278
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	4.86	5.16	5.24	5.33
租赁负债	1,270	1,270	1,270	1,270	归母净利率(%)	0.65	0.71	0.74	0.75
其他非流动负债	505	505	505	505	收入增长率(%)	(16.33)	(1.16)	10.50	8.51
负债合计	39,597	38,171	41,844	43,690	归母净利润增长率(%)	19.40	8.70	14.14	10.81
归属母公司股东权益	6,257	6,997	7,818	8,680					
少数股东权益	7,135	9,250	11,665	14,341					
所有者权益合计	13,392	16,248	19,484	23,021					
负债和股东权益	52,988	54,418	61,327	66,711					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	6,179	3,153	4,072	5,956	每股净资产(元)	4.79	5.35	5.98	6.64
投资活动现金流	1,834	1,070	1,108	1,146	最新发行在外股份(百万股)	1,307	1,307	1,307	1,307
筹资活动现金流	(4,673)	(1,716)	(1,740)	(608)	ROIC(%)	13.89	16.69	16.95	16.27
现金净增加额	3,670	2,651	3,595	6,627	ROE-摊薄(%)	14.64	14.23	14.53	14.51
折旧和摊销	1,280	295	285	275	资产负债率(%)	74.73	70.14	68.23	65.49
资本开支	288	930	951	973	P/E (现价&最新股本摊薄)	12.56	11.55	10.12	9.13
营运资本变动	1,674	(346)	218	1,790	P/B (现价)	1.84	1.64	1.47	1.32

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>