

# 苏美达 (600710)

证券研究报告

2024年01月12日

## 外贸复苏，业务有望共振向上

### 库存周期上行，外贸有望复苏

2023年下半年，欧美零售增速回升，带动库存增速下行趋缓，共同导致商品进口增速从历史低位回升，东亚主要地区的出口增速也明显回升。苏美达 2/3 的毛利润来自外贸业务，其中纺织服装、OPE、造船等业务毛利贡献大、出口占比高，未来有望随着外贸复苏，盈利或将明显改善。

### OPE：成长趋势+周期复苏

户外动力工具（OPE）有三个成长趋势，三周期复苏共振。动力锂电化，中国产业竞争力增强；销售线上化，迎来渠道突破机遇；产品智能化，提升产品价值，拓展产业成长空间。2024年美元利率可能下行，带动房屋销售和 OPE 需求周期复苏；一旦需求复苏，OPE 有望补库存，带动出口更大幅度增长。锂电池价格大幅下降，OPE 成本周期下行，毛利率有望上升。

### 造船：交付量价继续上行

2024年苏美达的造船量、毛利率有望上升。根据交付计划，2024年苏美达的交船价值有望增长 22%，带动收入增长；交船单价上涨 8%，带来毛利率上升，净利润有望大幅增长。新造船订单仍在持续承接中，2025年的计划交船数量和金额有望较当前增加；2025年计划交付的船舶平均单价有望继续上升，带动毛利率或上升。

### 纺织服装：出口增速回升

苏美达的纺织服装业务有望随欧美需求复苏而回升。美国的服装等消费和库存增速在历史偏低水平，未来有望随整体消费复苏而回升，美国进口和中国出口增速也有望随之回升。截至 2022 年 6 月，苏美达的纺织服装业务 65% 是出口，有望随外需改善而复苏。

### 维持盈利预测，维持“买入”评级

考虑库存周期回升带动外贸复苏，苏美达外贸业务有望改善，维持 2023-2025 年盈利预测 10、12、15 亿元，对应增速 11%、22%、18%。2024 年苏美达预期 PE 为 7.5 倍，预期股息率 6.0%，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济衰退风险，贸易保护主义风险，国别风险，汇率风险，应收款坏账增加风险，子公司管理风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	168,682.00	141,144.58	135,008.65	168,934.98	192,014.64
增长率(%)	71.09	(16.33)	(4.35)	25.13	13.66
EBITDA(百万元)	5,481.86	5,375.31	5,627.40	6,393.01	7,059.76
归属母公司净利润(百万元)	767.07	915.85	1,016.33	1,244.28	1,466.93
增长率(%)	40.43	19.40	10.97	22.43	17.89
EPS(元/股)	0.59	0.70	0.78	0.95	1.12
市盈率(P/E)	12.15	10.17	9.17	7.49	6.35
市净率(P/B)	1.65	1.49	1.37	1.24	1.12
市销率(P/S)	0.06	0.07	0.07	0.06	0.05
EV/EBITDA	1.55	0.49	0.22	(0.14)	(0.37)

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	商贸零售/贸易 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	7.13 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,306.75
流通 A 股股本(百万股)	1,306.75
A 股总市值(百万元)	9,317.12
流通 A 股市值(百万元)	9,317.12
每股净资产(元)	5.11
资产负债率(%)	75.78
一年内最高/最低(元)	9.30/5.77

### 作者

陈金海	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521060001 chenjinhai@tfzq.com	
郑澄怀	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523070003 zhengchenghuai@tfzq.com	
朱琳	联系人
zhulinb@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《苏美达-季报点评:23Q3 实现归母净利润 3.83 亿元同比+14.80%，结构优化初见成效》 2023-10-26
- 《苏美达-半年报点评:23H1 实现归母净利润 5.12 亿同增 13%，盈利稳健提升彰显业绩韧性》 2023-08-19
- 《苏美达-首次覆盖报告:现金流改善，价值有望重估》 2023-06-11

## 内容目录

<b>1. 需求改善+补库存，外贸有望复苏</b> .....	<b>4</b>
1.1. 库存周期有望见底回升.....	4
1.2. 欧美零售和进口增速回升.....	4
1.3. 东亚地区出口增速回升.....	5
1.4. 苏美达 2/3 毛利来自外贸.....	6
<b>2. OPE：成长趋势+周期复苏</b> .....	<b>6</b>
2.1. 动力锂电化，中国竞争力强.....	6
2.2. 销售线上化，渠道有望突破.....	8
2.3. 产品智能化，拓展成长空间.....	9
2.4. 利率下行，需求有望周期复苏.....	10
2.5. 锂电价格下跌，成本有望下降.....	11
<b>3. 造船：交付量价继续上行</b> .....	<b>11</b>
3.1. 新船计划交付金额有望增长.....	11
3.2. 价格上涨，毛利率有望上升.....	12
<b>4. 纺织服装：出口周期回升</b> .....	<b>13</b>
4.1. 需求有望周期复苏.....	13
4.2. 中国出口增速回升.....	13
4.3. 苏美达业务有望改善.....	13
<b>5. 风险分析</b> .....	<b>14</b>

## 图表目录

图 1：中美库存周期都在历史低位，未来有望回升.....	4
图 2：库存周期的领先指标 PPI 在历史低位，未来有望回升.....	4
图 3：美国的库存增速处于历史偏低水平.....	4
图 4：美国的库销比处于历史中等水平.....	4
图 5：美国的零售增速从历史偏低水平回升.....	5
图 6：欧盟的零售增速从历史偏低水平回升.....	5
图 7：美日欧的商品进口增速都从历史低位回升.....	5
图 8：部分国家的商品进口增速已经开始回升.....	5
图 9：中国和韩国的出口增速从历史低位回升.....	5
图 10：东亚部分地区出口增速明显回升.....	5
图 11：苏美达营业收入的一半左右来自外贸业务.....	6
图 12：苏美达的毛利润近 2/3 来自外贸业务.....	6
图 13：2022 年苏美达的毛利润主要来自产业链业务.....	6
图 14：苏美达的产业链业务，出口占比较高.....	6
图 15：全球 OPE 市场正处于二、三阶段转化区间，动力锂电化正当时.....	7
图 16：全球锂电 OPE 渗透率不断提高.....	7
图 17：2016-2025E 全球锂电 OPE 产品增速较高.....	7

图 18: 中国锂电子电池出货量占全球比例趋于上升 .....	7
图 19: 2021 年国产锂电池更具价格优势 .....	7
图 20: 2020 年全球电动 OPE 市场国产厂商的市占率位居前列 .....	8
图 21: 2020 年全球电动 OPE 市场国产品牌的份额位居前列 .....	8
图 22: 2023 年全球 OPE 销售以线下渠道为主 .....	8
图 23: 全球 OPE 市场线上销售收入占比逐步提高 .....	8
图 24: 相比燃油 OPE, 锂电 OPE 维护成本优势突出 .....	9
图 25: 线上销售渠道成本优势突出 .....	9
图 26: 割草机器人使用 5 年可节省约 3000 美元 .....	9
图 27: 割草机器人比传统锂电、燃油 OPE 价格更高 .....	9
图 28: 苏美达推出国内首款商业化运营的虚拟边界草坪机器人 .....	10
图 29: 2020 年以来, 苏美达研发人员占比提升较快 .....	10
图 30: 美国房屋销售数量处于历史偏低水平 .....	10
图 31: 美国的成屋销量与利率负相关, 2023 年底利率开始回落 .....	10
图 32: 美国的园林设备等零售增速与成为销售相关, 已开始回升 .....	10
图 33: 美国的园林设备等库存增速与零售相关, 有望回升 .....	10
图 34: 格力博的新能源园林机械中锂电池电芯成本占 30%左右 .....	11
图 35: 2023 年中国锂电池包价格大幅下降 .....	11
图 36: 以载重吨计算, 苏美达的新造船订单 98%是干散货船 .....	11
图 37: 以价值计算, 苏美达的新造船订单 92%是干散货船 .....	11
图 38: 2024 年苏美达的新船计划交付量有望大幅增长 .....	12
图 39: 2024 年苏美达的新船计划交付价值有望大幅增长 .....	12
图 40: 2021 年以来, 干散货船的新造船价格大幅上涨 .....	12
图 41: 2024-2025 年, 苏美达计划交付的船舶单价有望上涨 .....	12
图 42: 2023 年以来, 造船板 (20mm) 价格处于偏低水平 .....	12
图 43: 苏美达的船舶制造及海洋运输业务毛利率处于偏低水平 .....	12
图 44: 美国服装等零售和库存增速处于历史偏低水平 .....	13
图 45: 美国服装等库销比处于历史偏低水平 .....	13
图 46: 美国服装等总进口额和从中国进口额的增速回升 .....	13
图 47: 中国的服装等出口额增速回升 .....	13
图 48: 苏美达纺织服装业务收入与中国服装等出口的增速接近 .....	14
图 49: 苏美达的纺织服装业务收入和毛利增速处于偏低水平 .....	14

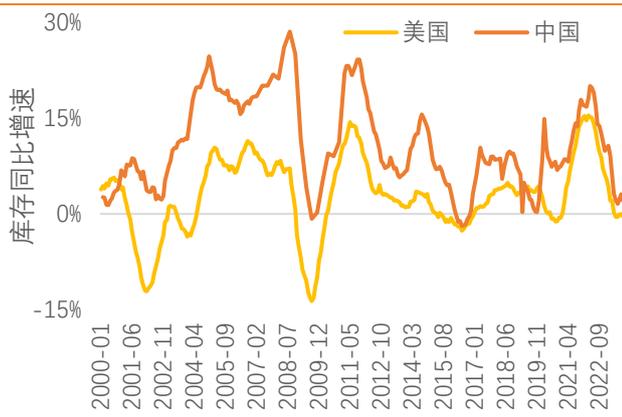
## 1. 需求改善+补库存，外贸有望复苏

库存周期有望回升，带动外贸复苏。2023 年下半年，欧美零售增速回升，带动库存增速下行趋缓，两者共同导致商品进口增速从历史低位回升，东亚主要地区的出口增速也明显回升。苏美达 2/3 的毛利润来自外贸业务，其中纺织服装、OPE、造船等业务毛利贡献大、出口占比高，未来有望随着外贸复苏，盈利或将明显改善。

### 1.1. 库存周期有望见底回升

中美库存周期都有望见底回升，带动外贸复苏。2023 年底，中美库存增速都处于历史较低水平。从领先指标 PPI 看，未来库存增速有望回升。一旦库存周期上行，中国出口增速有望回升。

图 1：中美库存周期都在历史低位，未来有望回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

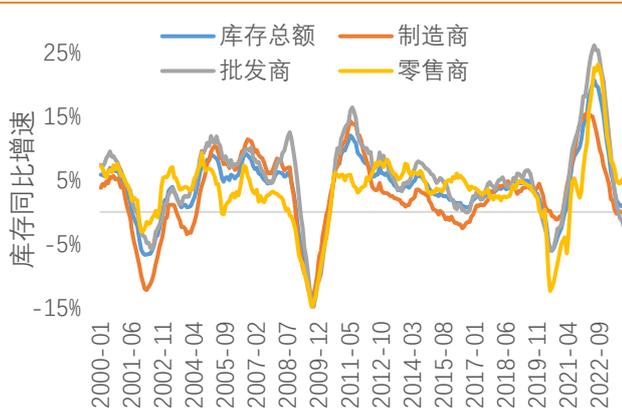
图 2：库存周期的领先指标 PPI 在历史低位，未来有望回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

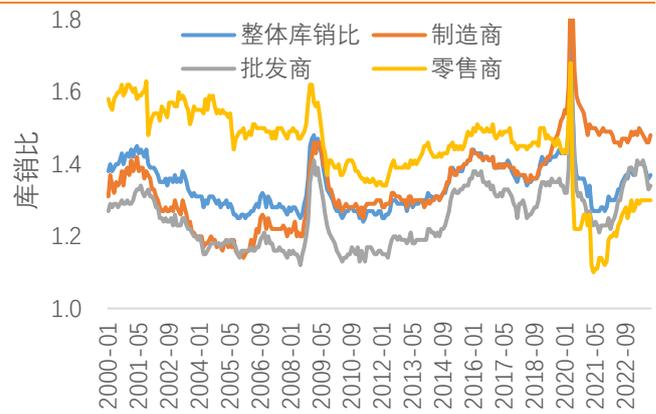
美国的库存增速处于历史偏低水平。零售低增长，导致库销比处于历史中等水平。2023 年下半年零售增速已经开始回升，未来有望带动库存增速回升。

图 3：美国的库存增速处于历史偏低水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：美国的库销比处于历史中等水平

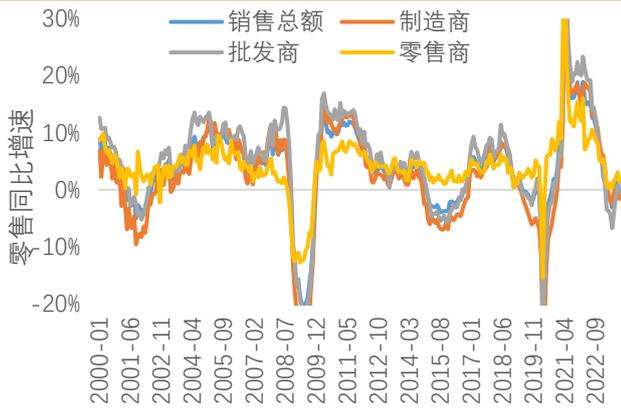


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.2. 欧美零售和进口增速回升

美国和欧盟的零售增速开始回升。2023 年下半年，美国和欧盟的零售增速都从历史低位有所回升，与库存周期、PPI 出现了类似的趋势。

图 5：美国的零售增速从历史偏低水平回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

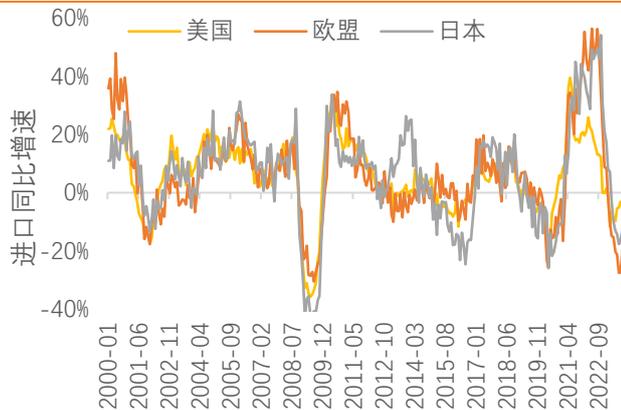
图 6：欧盟的零售增速从历史偏低水平回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

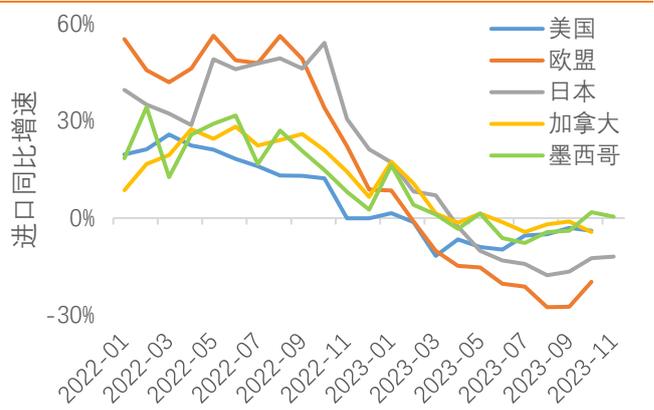
零售增速回升带动商品进口增速回升。尽管 2023 年欧美 GDP 仍在增长，但是零售一度大幅下滑，导致商品进口增速下降到历史极低水平。2023 年下半年，随着零售增速回升，欧美的商品进口增速从历史极低水平开始回升。

图 7：美日欧的商品进口增速都从历史低位回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：部分国家的商品进口增速已经开始回升

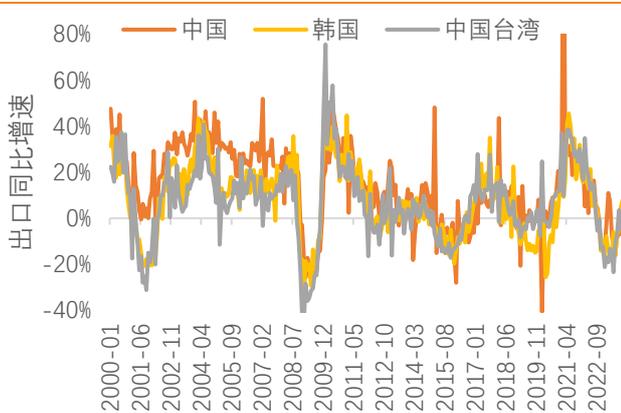


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.3. 东亚地区出口增速回升

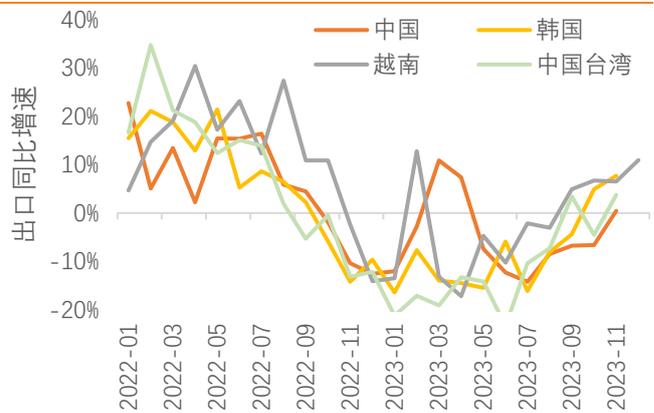
欧美进口增速回升，带动东亚出口增速回升。2023 年，东亚主要地区的出口增速一度大幅下滑，降到接近经济危机的水平。下半年随着欧美零售、进口增速回升，东亚主要地区的出口增速也明显回升。

图 9：中国和韩国的出口增速从历史低位回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：东亚部分地区出口增速明显回升

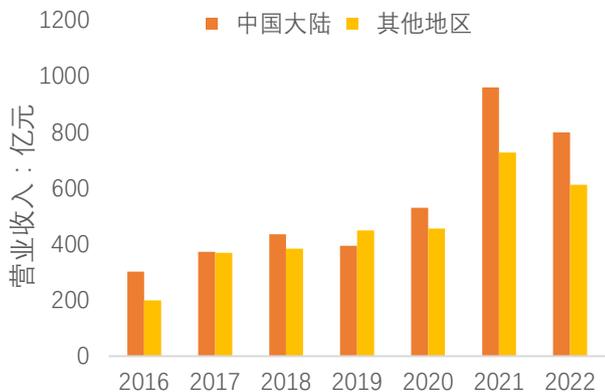


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.4. 苏美达 2/3 毛利来自外贸

苏美达的外贸业务占比高，毛利主要来自外贸业务。苏美达积极响应国家“加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”，坚定实施“双循环”发展战略不动摇，充分挖掘国内国际两个市场、两种资源潜力，坚持国内外市场并重、内外贸并举，加速国内国际“双循环”。苏美达的营业收入中，将近一半来自外贸业务；毛利润中，将近 2/3 来自外贸业务。

图 11：苏美达营业收入的一半左右来自外贸业务



资料来源：Wind，天风证券研究所

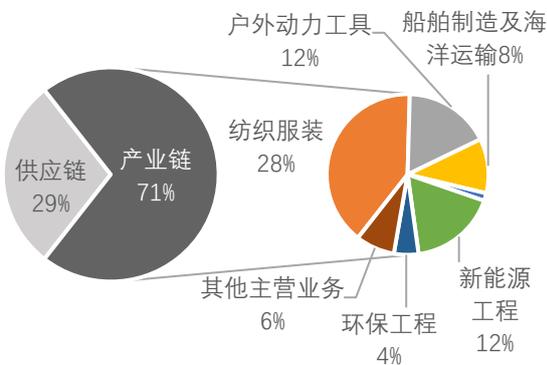
图 12：苏美达的毛利润近 2/3 来自外贸业务



资料来源：Wind，天风证券研究所

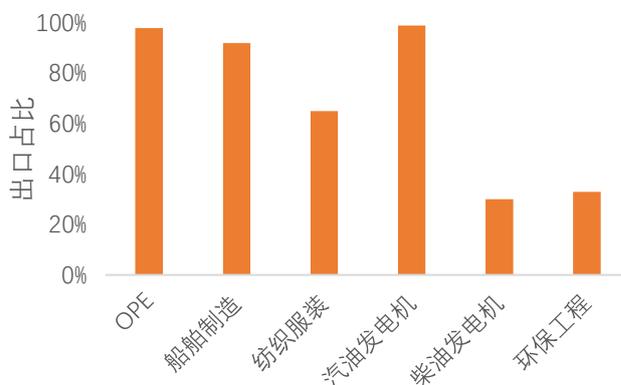
苏美达的毛利主要来自产业链业务，出口占比较高。2022 年，苏美达的毛利润 70% 来自产业链业务。产业链业务中，纺织服装、OPE、船舶制造等毛利贡献大、出口占比高。未来随着外贸复苏，这些业务的盈利有望改善。

图 13：2022 年苏美达的毛利润主要来自产业链业务



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：苏美达的产业链业务，出口占比较高



资料来源：信用评级公告，公司公告，天风证券研究所

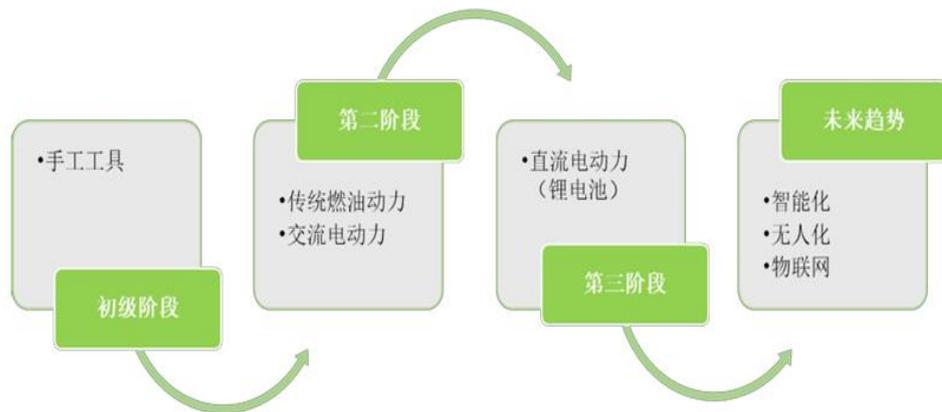
## 2. OPE：成长趋势+周期复苏

户外动力工具（OPE）有三个成长趋势，三周期复苏共振。动力锂电化，中国产业竞争力增强；销售线上化，中国企业迎来渠道突破机遇；产品智能化，加速更新替换，提升产品价值，拓展产业成长空间。2024 年美元利率可能下行，带动房屋销售和 OPE 需求周期复苏；一旦需求复苏，OPE 有望补库存，带动出口更大幅度增长。锂电池价格大幅下降，OPE 成本周期下行，毛利率有望上升。

### 2.1. 动力锂电化，中国竞争力强

全球 OPE 的动力正在锂电化。OPE 的动力，从传统燃油向有绳交流电和无绳锂电发展。相比于燃油 OPE，锂电 OPE 具有清洁、轻便、低噪音、低运行成本、无尾气异味等多项优势，深受消费者青睐。锂电池、无刷电机、智能电控等技术的快速发展，全球节能环保的要求提高，更是加速了锂电 OPE 发展。

图 15：全球 OPE 市场正处于二、三阶段转化区间，动力锂电化正当时



资料来源：格力博招股说明书，天风证券研究所

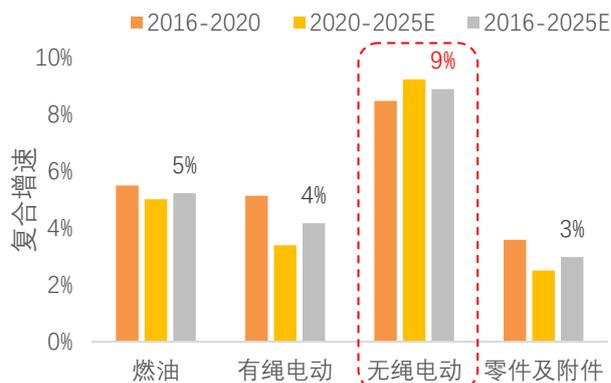
锂电 OPE 的渗透率提升，带动销售较快增长。据弗若斯特沙利文预测，预计 2023 年锂电 OPE 的市场渗透率 16% 左右，正在快速提升，未来还有较大提升空间。渗透率提升使锂电 OPE 的销售增速明显高于燃油和有绳电动 OPE，我们认为未来增速差还会扩大。

图 16：全球锂电 OPE 渗透率不断提高



资料来源：弗若斯特沙利文，泉峰控股招股说明书，天风证券研究所

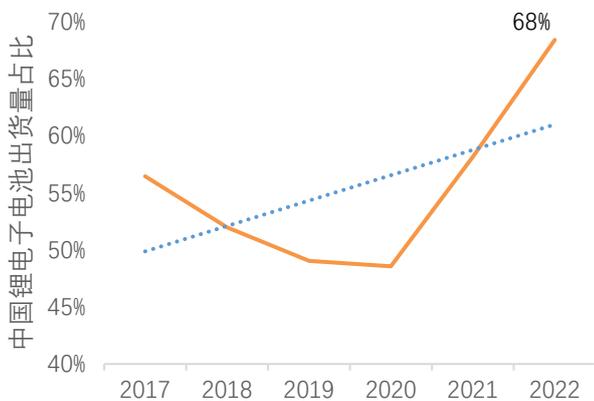
图 17：2016-2025E 全球锂电 OPE 产品增速较高



资料来源：弗若斯特沙利文，泉峰控股招股说明书，天风证券研究所

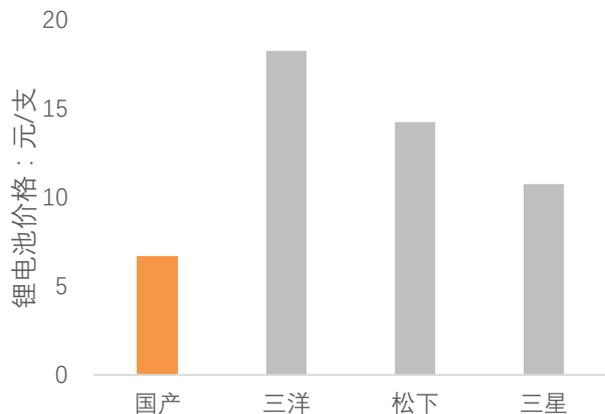
中国的锂电池产量庞大，具备突出的成本优势。2020-2022 年，中国锂电池出货量占全球比例快速上升，2022 年占比达 68%，锂电电子产业的产量优势明显，从而使得国产锂电池价格更具性价比，成本优势较为突出。

图 18：中国锂电电子电池出货量占全球比例趋于上升



资料来源：EVTank，中商产业研究院，天风证券研究所

图 19：2021 年国产锂电池更具价格优势

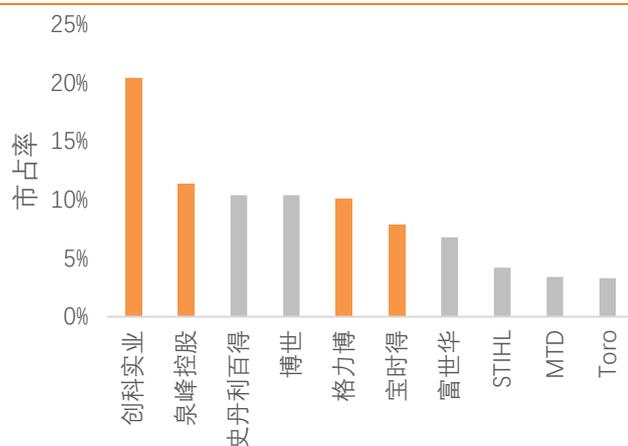


资料来源：Wind，天风证券研究所

中国的锂电 OPE 已经具有竞争优势。中国厂商凭借“锂电供应链优势+垂直一体化制造

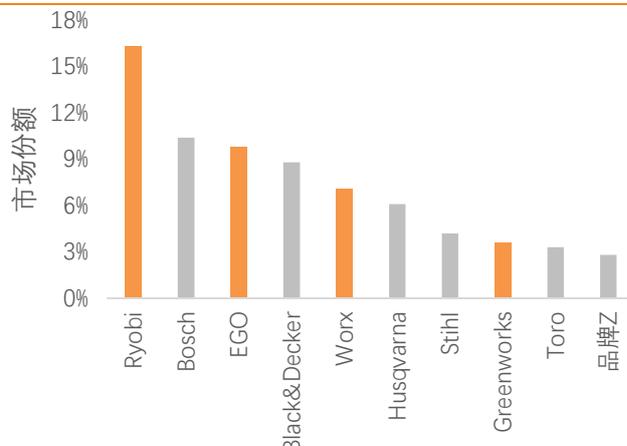
体系”成功打造领跑优势。2020 年中国电动 OPE 厂商和品牌都位居世界前列。我们认为，国产厂商有望抓住 OPE “油换电”机会，打造国产锂电 OPE “新势力”，或将复刻新能源车市场的发展。

图 20：2020 年全球电动 OPE 市场国产厂商的市占率位居前列



资料来源：弗若斯特沙利文，泉峰控股招股说明书，天风证券研究所

图 21：2020 年全球电动 OPE 市场国产品牌的份额位居前列



资料来源：弗若斯特沙利文，泉峰控股招股说明书，天风证券研究所

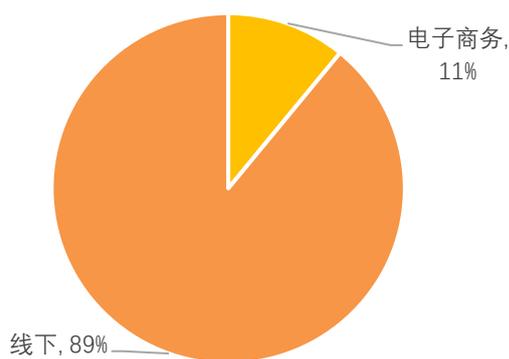
注：标记为橙色的品牌为国产品牌

苏美达 OPE 业务与头部厂商仍有差距，发展潜力较大。2022 年，苏美达 OPE 业务全球市占率（按收入计）大概 2.5%，与国内 OPE 头部厂商泉峰控股 5.3%、格力博 3.0%仍有一定差距。我们认为，随着锂电 OPE 渗透率提升、中国产业竞争力增强，苏美达 OPE 业务有望快速发展。

## 2.2. 销售线上化，渠道有望突破

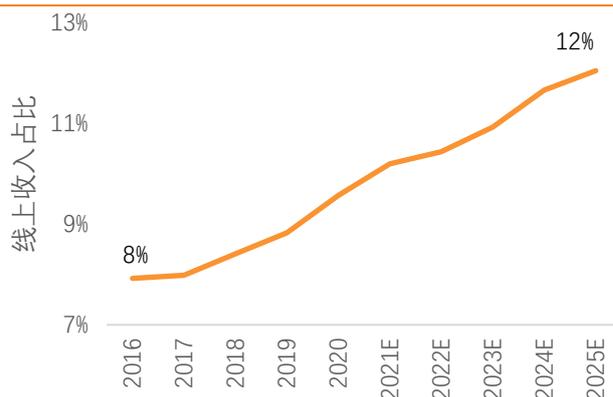
OPE 线上销售占比逐步提高。全球 OPE 销售以线下渠道为主，家得宝、劳氏等市场份额较高，2022 年家得宝、劳氏渠道合计占比超过 50%。随着电商的发展，OPE 销售线上化，占比有望持续上升。

图 22：2023 年全球 OPE 销售以线下渠道为主



资料来源：弗若斯特沙利文，泉峰控股招股说明书，天风证券研究所

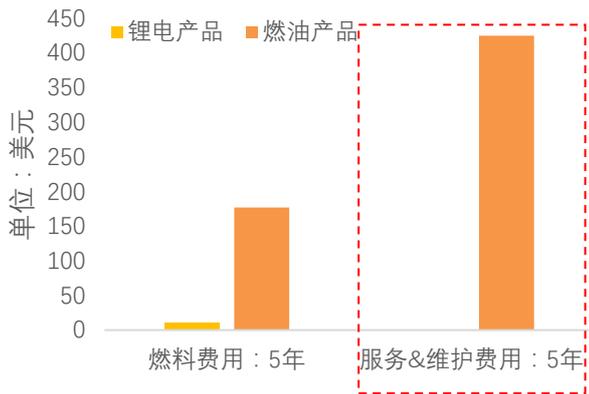
图 23：全球 OPE 市场线上销售收入占比逐步提高



资料来源：弗若斯特沙利文，泉峰控股招股说明书，天风证券研究所

锂电 OPE 维护简单，更适合线上销售。燃油 OPE 产品需要定期维护，对线下商超的依赖度较高，因此适合线下销售；而锂电 OPE 维护较为简单，对商超的依赖度低，更适合线上销售。

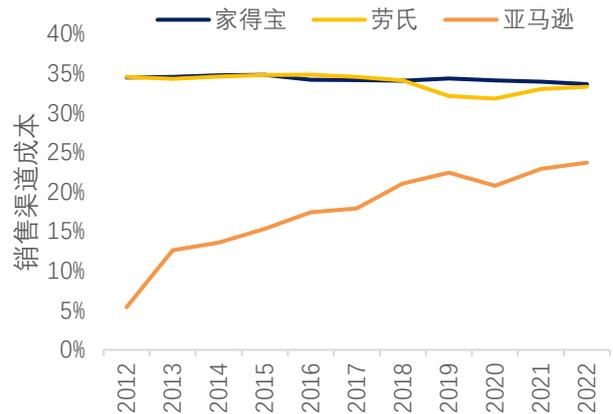
图 24：相比燃油 OPE，锂电 OPE 维护成本优势突出



资料来源：Greenworks 官网，天风证券研究所

注：考虑不同品牌价格定价差异，数据仅供参考（以格力博为例）

图 25：线上销售渠道成本优势突出



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：渠道成本=毛利率+管理费用率+销售费用率

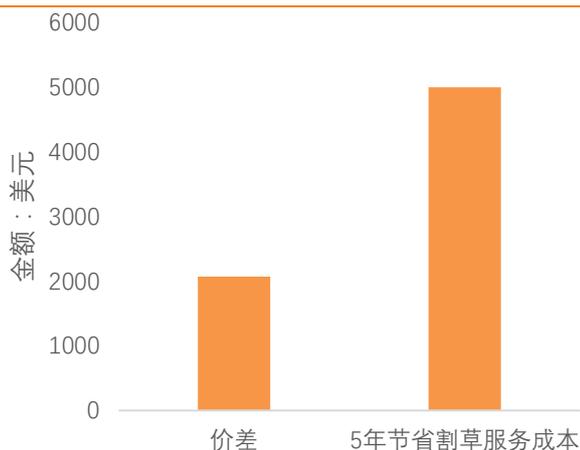
线上销售渠道成本更低，价格或更具优势。电商的销售渠道成本远低于劳氏、家得宝等线下建材零售商，线上渠道成本优势突出，产品价格或更具优势。

苏美达 OPE 线下销售渠道绑定约束较低，线上销售有望成为优选。国内 OPE 头部厂商与线下商超绑定度较高。2022 年，泉峰控股最大客户（劳氏）收入占比达 49.8%，创科实业最大客户（家得宝）的收入占比高达 47.8%，而苏美达最大客户（奥乐齐）收入占比仅 15%。因此，我们认为苏美达 OPE 更适合通过线上渠道销售，充分享受线上渠道成本优势，市场份额有望上升。

### 2.3. 产品智能化，拓展成长空间

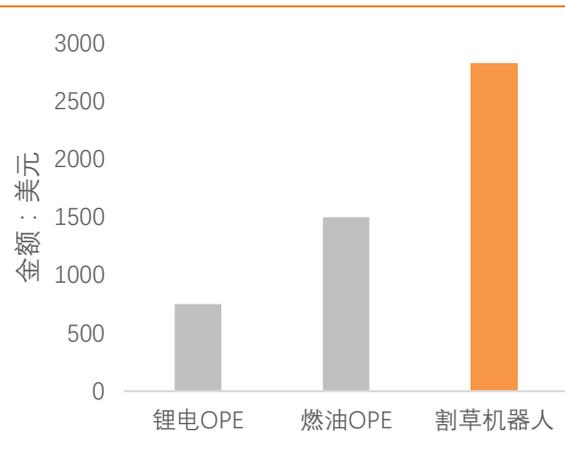
OPE 智能化有助于降低用户成本。智能化 OPE 可以节约人力、时间成本，以美国为例，一次花园割草服务大概需要 40-80 美元，一年大概需要 1000 美元，智能割草机器人与锂电 OPE 价差大概在 2000 美元左右，我们假设割草机器人可以用 5 年，不考虑智能机器人、锂电机器人使用周期内的换电等费用，每户家庭大概可以节省 3000 美元左右。

图 26：割草机器人使用 5 年可节省约 3000 美元



资料来源：科沃斯官网，经济观察网，Greenworks 官网，天风证券研究所

图 27：割草机器人比传统锂电、燃油 OPE 价格更高



资料来源：Greenworks 官网，科沃斯官网，天风证券研究所

OPE 智能化有助于提升产品附加值和产业价值。智能 OPE 产品具备高附加值特点，往往价格较高，我们认为有望拓展产业成长空间。

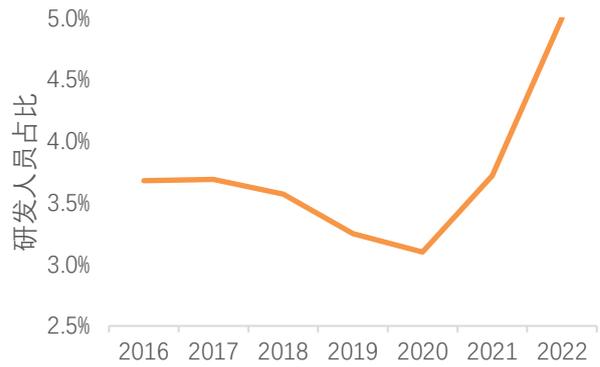
苏美达的 OPE 智能化进程有序推进。现阶段，我们认为，以割草机器人、新能源无人驾驶割草车为代表的智能化 OPE 产品和技术尚未统一和标准化，各厂商无绝对的竞争优势，苏美达前期布局智能化生产，加大研发投入，有望在智能化 OPE 领域处于行业领先水平。

图 28：苏美达推出国内首款商业化运营的虚拟边界草坪机器人



资料来源：国机集团官网，天风证券研究所

图 29：2020 年以来，苏美达研发人员占比提升较快

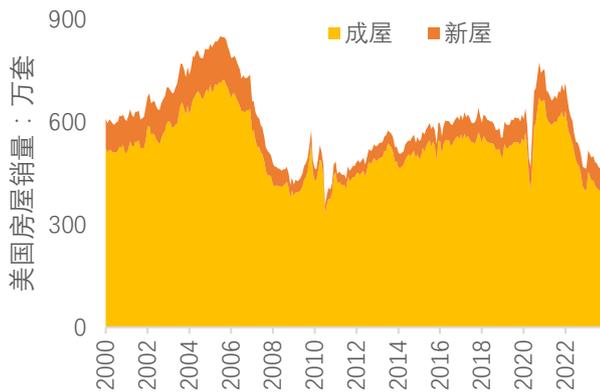


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2.4. 利率下行，需求有望周期复苏

美元利率回落有望使房屋销售和园林设备销售改善。2023 年底，由于利率大幅上升，房屋销售数量处于历史低谷，建筑材料、园林设备等销售增速也处于低谷。如果 2024 年美国利率回落，那么房屋销售和园林设备销售增速有望回升。

图 30：美国房屋销售数量处于历史偏低水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：美国的成屋销量与利率负相关，2023 年底利率开始回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

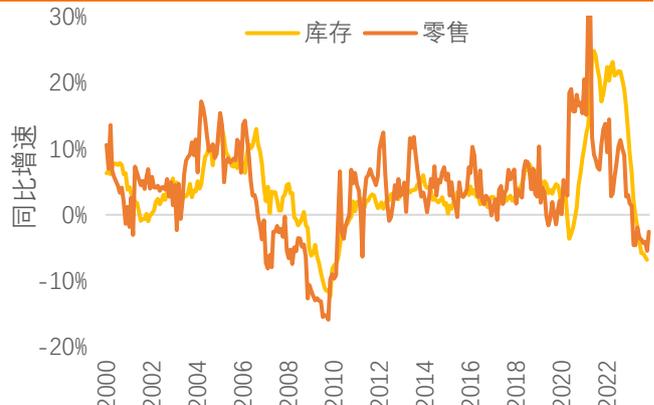
美国建筑材料、园林设备等有望补库存。2024 年底，美国建筑材料、园林设备等销售增速和库存增速都在历史低谷，如果销售增速回升，那么库存增速有望随之回升，带来更多的进口需求。

图 32：美国的园林设备等零售增速与成为销售相关，已开始回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：美国的园林设备等库存增速与零售相关，有望回升

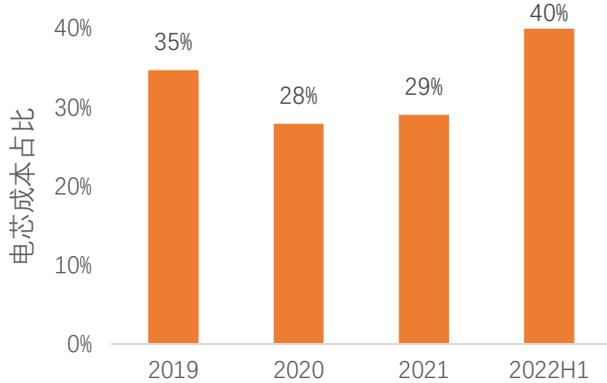


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.5. 锂电价格下跌，成本有望下降

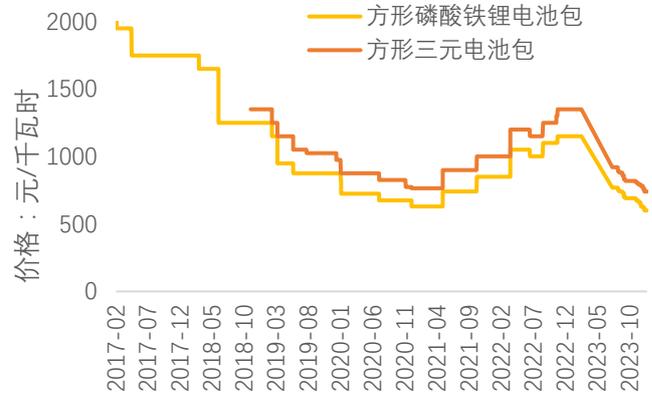
锂电池价格大幅下降，成本有望周期下行。根据格力博的成本结构，我们估计新能源园林机械的锂电池电芯成本占 30%左右。随着锂电池价格大幅下降，我们预计锂电 OPE 的成本将明显下降，有助于毛利率回升。

图 34：格力博的新能源园林机械中锂电池电芯成本占 30%左右



资料来源：格力博招股说明书，天风证券研究所

图 35：2023 年中国锂电池包价格大幅下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

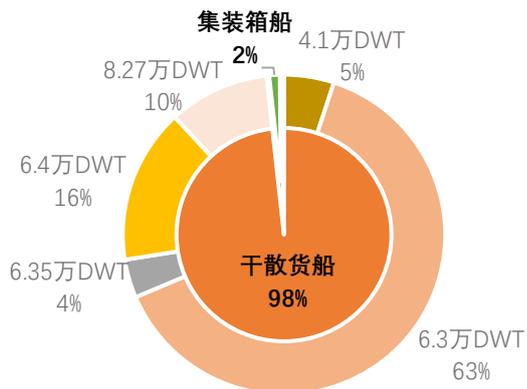
## 3. 造船：交付量价继续上行

2024 年苏美达的造船量、毛利率有望上升。根据交付计划，2024 年苏美达的交船价值有望增长 22%，带动收入增长；交船单价上涨 8%，带来毛利率上升，净利润有望大幅增长。新造船订单仍在持续承接中，2025 年的计划交船数量和金额有望较当前增加；2025 年计划交付的船舶平均单价有望继续上升，带动毛利率或上升。

### 3.1. 新船计划交付金额有望增长

苏美达的新大洋造船厂主要建造 6.3 万吨的干散货船。截止 2024 年初，苏美达的新造船订单中，主要是干散货船，尤其是 6.3 万吨的干散货船；其他船型，无论是以载重吨还是价值计算，占比都较低。

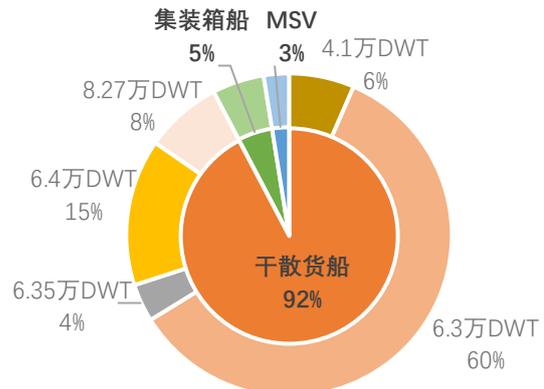
图 36：以载重吨计算，苏美达的新造船订单 98%是干散货船



截至 2024 年 1 月 2 日

资料来源：Clarkson，天风证券研究所

图 37：以价值计算，苏美达的新造船订单 92%是干散货船

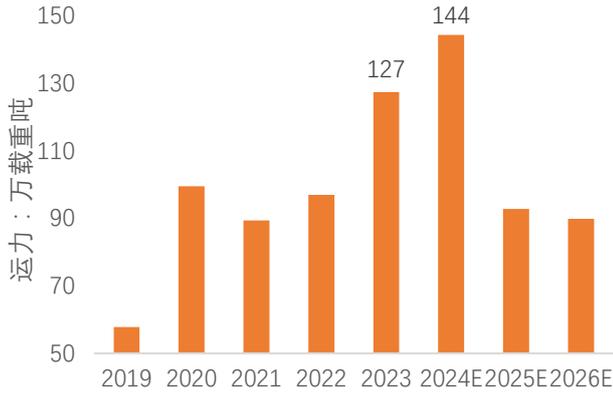


截至 2024 年 1 月 2 日

资料来源：Clarkson，天风证券研究所

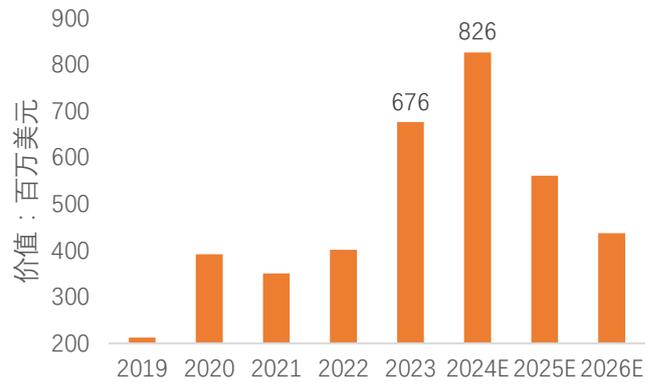
2024 年苏美达的新船交付量有望大幅增长。根据 Clarkson 统计的交付计划，2024 年苏美达交付船舶的载重吨有望增长 13%，价值有望增长 22%。因此，2024 年苏美达造船业务收入有望明显增长。新造船订单仍在持续承接中，2025 年的计划交船数量和金额有望较当前增加。

图 38：2024 年苏美达的新船计划交付量有望大幅增长



资料来源：Clarkson，天风证券研究所

图 39：2024 年苏美达的新船计划交付价值有望大幅增长

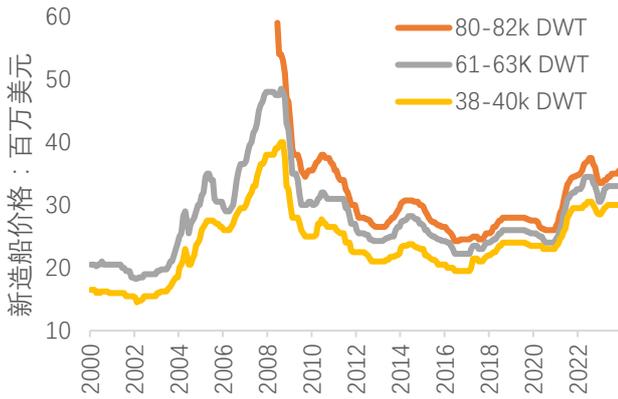


资料来源：Clarkson，天风证券研究所

### 3.2. 价格上涨，毛利率有望上升

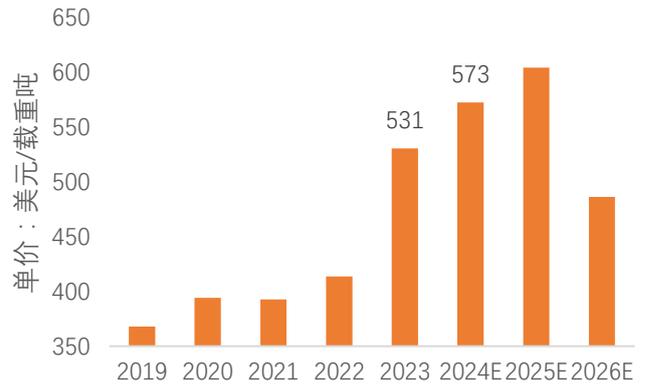
2024-2025 年，苏美达计划交付的船舶单价有望上涨。2021 年以来，干散货船的新造船价格大幅上涨，并维持较高水平。由于船舶从下订单到交付有滞后期，因此计算得到 2024 年苏美达计划交付的船舶平均单价有望同比上升 8%。

图 40：2021 年以来，干散货船的新造船价格大幅上涨



资料来源：Clarkson，天风证券研究所

图 41：2024-2025 年，苏美达计划交付的船舶单价有望上涨



资料来源：Clarkson，天风证券研究所

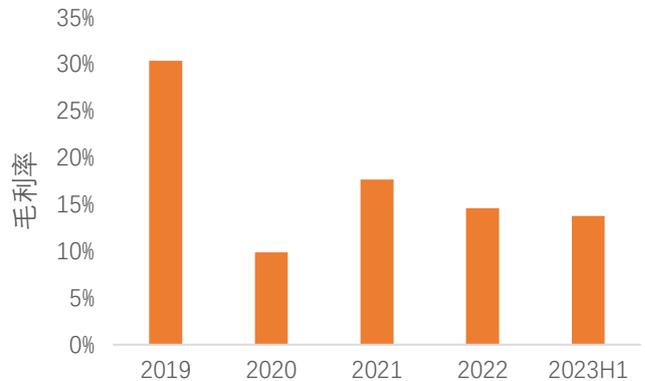
2024 年苏美达的造船业务毛利率有望上升。由于船舶平均单价上升，如果成本保持稳定，那么新造船业务的毛利率有望上升，2025 年毛利率有望延续上升趋势。

图 42：2023 年以来，造船板（20mm）价格处于偏低水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 43：苏美达的船舶制造及海洋运输业务毛利率处于偏低水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

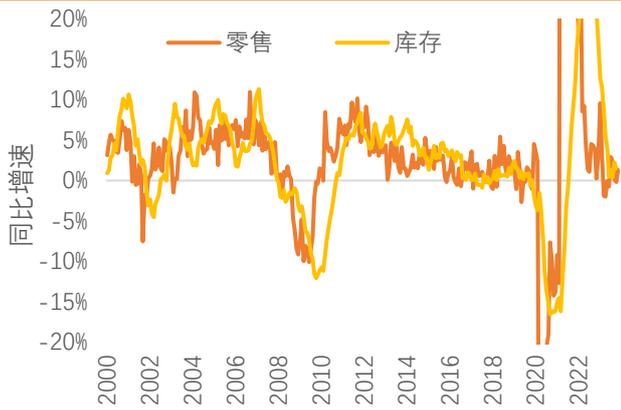
## 4. 纺织服装：出口周期回升

苏美达的纺织服装业务有望随欧美需求复苏而回升。美国的服装等消费和库存增速在历史偏低水平，未来有望随整体消费复苏而回升。美国进口和中国出口增速也有望随之回升。截至 2022 年 6 月，苏美达的纺织服装业务 65%是出口，有望随外需改善而复苏。

### 4.1. 需求有望周期复苏

美国的服装等零售增速处于历史偏低水平。2023 年底，美国服装等零售增速下降到零附近，处于历史偏低水平，未来有望随着美国整体零售增速回升。

图 44：美国服装等零售和库存增速处于历史偏低水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 45：美国服装等库销比处于历史偏低水平



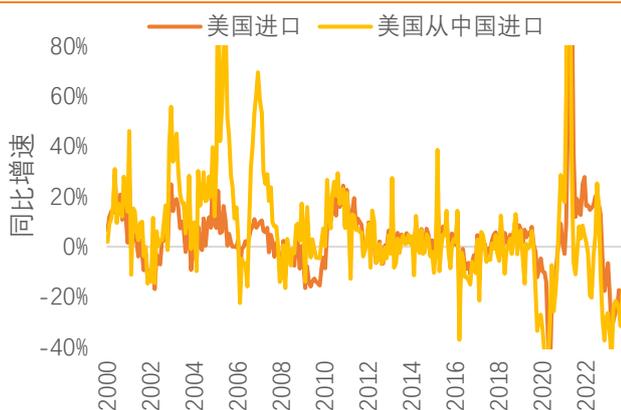
资料来源：Wind，天风证券研究所

零售增速回升可能带动补库存。2023 年底，美国服装等库存增速也下降到零附近，处于历史偏低水平，库销比也处于历史偏低水平。如果未来服装等零售增速回升，库存增速也有望随之回升。

### 4.2. 中国出口增速回升

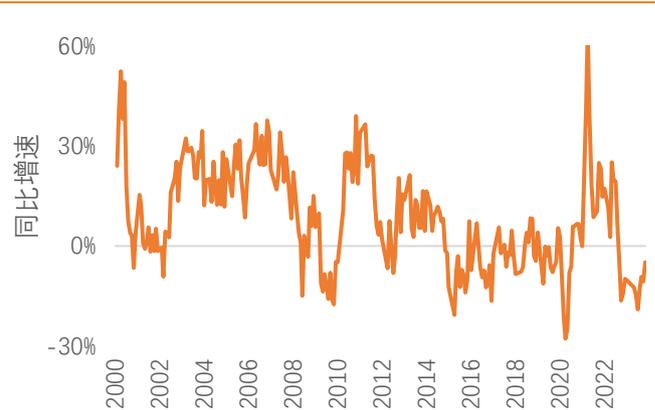
美国服装等进口增速开始回升，中国出口增速也在回升。2023 年以来，美国服装等零售和库存增速开始企稳，使美国服装等进口增速降幅收窄，中国出口增速降幅也开始收窄。未来随着美国服装等零售和库存增速回升，美国进口和中国出口增速也有望继续回升。

图 46：美国服装等总进口额和从中国进口额的增速回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 47：中国的服装等出口额增速回升

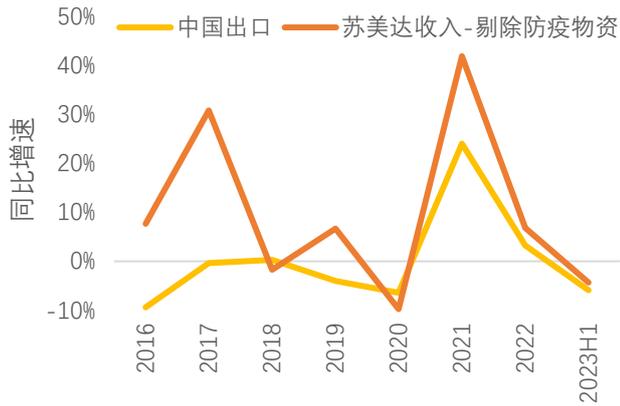


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 4.3. 苏美达业务有望改善

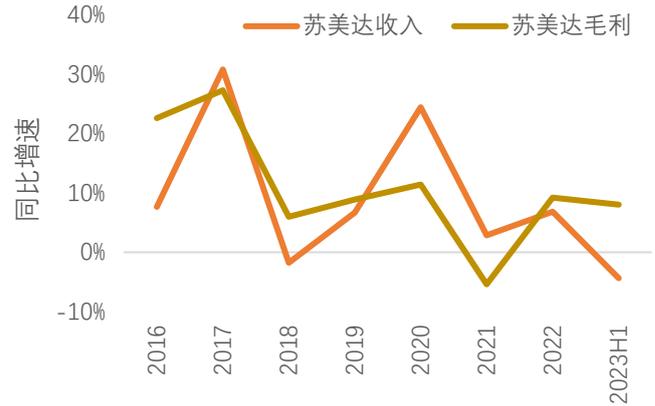
苏美达的纺织服装业务有望改善。截至 2022 年 6 月，苏美达的纺织服装板块，出口业务占比 65%左右，出口区域主要为欧美国家。随着欧美纺织服装消费增速回升，库存增速有望随之回升，进口增速也有望随之回升，中国出口增速有望回升，苏美达的纺织服装业务或将随之回升。

图 48：苏美达纺织服装业务收入与中国服装等出口的增速接近



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 49：苏美达的纺织服装业务收入和毛利增速处于偏低水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5. 风险分析

**宏观经济衰退风险。**美元、欧元持续加息叠加高通胀，世界经济衰退风险上升；国内经济发展或面临需求不足、预期转弱等方面的问题，公司主营业务经营发展带来多重不确定性。

**贸易保护主义风险。**逆全球化思潮继续蔓延，贸易保护及贸易摩擦加剧，一些国家通过加征关税、绿色壁垒、技术壁垒等措施来对多边贸易进行约束，保护本国产业、维持国际贸易中的优势地位。公司主要出口纺织服装、发电设备、园林机械、光伏组件等产品，易受到进口国加征关税、贸易壁垒等因素的限制，从而给公司的经营带来影响。

**国别风险。**世界进入动荡变革期，地缘政治风险如影随形。有的国家、地区出现战争和军事冲突，或政局不稳发生骚乱。公司海外业务占比较大，且在海外一些国家、地区设有实业工厂、办事处及工程项目部，在某些国家或地区的经营业务可能出现安全风险并产生一定损失。

**汇率风险。**公司海外业务占比较高，若人民币汇率大幅波动，可能产生汇兑损失。同时，若人民币汇率出现持续单边升值或贬值，对公司出口或进口产品销售也会产生一定的影响。

**应收款坏账增加风险。**供应链和产业链业务给客户账期，形成大量的应收款。如果风控体系出现漏洞、信用风险蔓延，应收款可能出现大量的坏账，影响公司的盈利和资产。

**子公司管理风险。**苏美达下属子公司较多，对公司管理经营提出了较高要求。苏美达自成立以来，资产、收入规模稳健增长，员工人数及下属分支机构的数量也随之增多，组织结构和管理体系日趋复杂，存在着一定的管理风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	8,838.11	12,640.38	15,371.55	19,006.08	22,444.89	营业收入	168,682.00	141,144.58	135,008.65	168,934.98	192,014.64
应收票据及应收账款	9,285.82	8,049.90	8,532.19	12,216.82	11,366.89	营业成本	162,024.50	134,284.51	127,329.67	160,126.32	182,237.24
预付账款	8,875.60	10,447.55	10,774.06	11,465.71	13,845.02	营业税金及附加	124.78	136.08	162.01	185.83	192.01
存货	9,251.46	9,635.90	8,273.25	14,248.81	11,383.19	销售费用	1,405.34	1,580.78	1,620.10	1,689.35	1,728.13
其他	4,782.05	2,794.98	3,123.03	3,323.01	3,333.24	管理费用	903.97	833.77	877.56	1,013.61	1,152.09
<b>流动资产合计</b>	<b>41,033.04</b>	<b>43,568.72</b>	<b>46,074.07</b>	<b>60,260.43</b>	<b>62,373.24</b>	研发费用	474.99	462.42	472.53	557.49	576.04
长期股权投资	792.74	780.64	780.64	780.64	780.64	财务费用	268.62	73.41	(1.77)	(77.83)	(130.88)
固定资产	7,817.46	5,460.48	5,019.32	4,578.17	4,137.01	资产/信用减值损失	(561.13)	(560.18)	(650.00)	(600.00)	(500.00)
在建工程	71.65	13.75	13.75	13.75	13.75	公允价值变动收益	32.20	(0.84)	0.00	0.00	0.00
无形资产	731.93	710.97	671.50	632.02	592.55	投资净收益	126.39	168.85	150.00	150.00	150.00
其他	3,987.04	2,370.08	2,620.08	2,588.34	2,588.34	其他	692.14	482.33	(150.00)	(150.00)	(150.00)
<b>非流动资产合计</b>	<b>13,400.81</b>	<b>9,335.93</b>	<b>9,105.29</b>	<b>8,592.92</b>	<b>8,112.29</b>	<b>营业利润</b>	<b>3,190.21</b>	<b>3,683.45</b>	<b>4,198.54</b>	<b>5,140.21</b>	<b>6,060.01</b>
<b>资产总计</b>	<b>54,587.05</b>	<b>52,988.30</b>	<b>55,179.37</b>	<b>68,853.35</b>	<b>70,485.53</b>	营业外收入	102.53	125.84	150.00	150.00	150.00
短期借款	4,909.73	2,336.48	2,000.00	2,000.00	2,000.00	营业外支出	133.41	25.84	150.00	150.00	150.00
应付票据及应付账款	14,489.57	14,143.28	13,006.62	21,136.35	17,721.23	<b>利润总额</b>	<b>3,159.33</b>	<b>3,783.46</b>	<b>4,198.54</b>	<b>5,140.21</b>	<b>6,060.01</b>
其他	4,109.71	4,371.88	23,038.22	26,431.42	28,938.78	所得税	769.50	905.24	1,004.56	1,229.86	1,449.94
<b>流动负债合计</b>	<b>23,509.00</b>	<b>20,851.65</b>	<b>38,044.85</b>	<b>49,567.77</b>	<b>48,660.01</b>	<b>净利润</b>	<b>2,389.84</b>	<b>2,878.22</b>	<b>3,193.99</b>	<b>3,910.35</b>	<b>4,610.07</b>
长期借款	1,256.66	292.86	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	1,622.77	1,962.37	2,177.66	2,666.07	3,143.14
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>767.07</b>	<b>915.85</b>	<b>1,016.33</b>	<b>1,244.28</b>	<b>1,466.93</b>
其他	3,110.54	1,774.86	2,000.00	2,000.00	2,000.00	每股收益(元)	0.59	0.70	0.78	0.95	1.12
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,367.21</b>	<b>2,067.73</b>	<b>2,000.00</b>	<b>2,000.00</b>	<b>2,000.00</b>						
<b>负债合计</b>	<b>42,459.08</b>	<b>39,596.52</b>	<b>40,044.85</b>	<b>51,567.77</b>	<b>50,660.01</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	6,467.38	7,134.83	8,332.54	9,798.88	11,527.61	<b>成长能力</b>					
股本	1,306.75	1,306.75	1,306.75	1,306.75	1,306.75	营业收入	71.09%	-16.33%	-4.35%	25.13%	13.66%
资本公积	1,177.85	1,177.85	1,177.85	1,177.85	1,177.85	营业利润	38.89%	15.46%	13.98%	22.43%	17.89%
留存收益	3,032.42	3,601.99	4,160.97	4,845.32	5,652.13	归属于母公司净利润	40.43%	19.40%	10.97%	22.43%	17.89%
其他	143.58	170.36	156.41	156.78	161.19	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>12,127.97</b>	<b>13,391.78</b>	<b>15,134.52</b>	<b>17,285.58</b>	<b>19,825.52</b>	毛利率	3.95%	4.86%	5.69%	5.21%	5.09%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>54,587.05</b>	<b>52,988.30</b>	<b>55,179.37</b>	<b>68,853.35</b>	<b>70,485.53</b>	净利率	0.45%	0.65%	0.75%	0.74%	0.76%
						ROE	13.55%	14.64%	14.94%	16.62%	17.68%
						ROIC	27.98%	51.12%	267.31%	-306.99%	-166.67%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	资产负债率	77.78%	74.73%	72.57%	74.90%	71.87%
净利润	2,389.84	2,878.22	1,016.33	1,244.28	1,466.93	净负债率	-13.15%	-70.58%	-88.35%	-98.38%	-103.12%
折旧摊销	678.04	619.70	480.63	480.63	480.63	流动比率	1.08	1.16	1.21	1.22	1.28
财务费用	334.84	196.79	(1.77)	(77.83)	(130.88)	速动比率	0.84	0.91	0.99	0.93	1.05
投资损失	(126.39)	(168.85)	(150.00)	(150.00)	(150.00)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(363.44)	3,480.41	1,718.23	1,002.85	418.23	应收账款周转率	20.19	16.28	16.28	16.28	16.28
其它	2,805.44	(827.46)	2,177.66	2,666.07	3,143.14	存货周转率	19.56	14.95	15.08	15.00	14.98
<b>经营活动现金流</b>	<b>5,718.33</b>	<b>6,178.80</b>	<b>5,241.08</b>	<b>5,165.99</b>	<b>5,228.06</b>	总资产周转率	3.40	2.62	2.50	2.72	2.76
资本支出	(2,456.21)	(585.62)	(225.14)	0.00	0.00	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	193.61	(12.10)	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.59	0.70	0.78	0.95	1.12
其他	1,945.89	2,431.23	352.90	150.00	150.00	每股经营现金流	4.38	4.73	4.01	3.95	4.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(316.72)</b>	<b>1,833.51</b>	<b>127.76</b>	<b>150.00</b>	<b>150.00</b>	每股净资产	4.33	4.79	5.21	5.73	6.35
债权融资	694.92	(4,128.65)	(1,186.43)	77.83	130.88	<b>估值比率</b>					
股权融资	(344.96)	(365.24)	(1,451.25)	(1,759.28)	(2,070.13)	市盈率	12.15	10.17	9.17	7.49	6.35
其他	(3,236.13)	(179.11)	0.00	0.00	0.00	市净率	1.65	1.49	1.37	1.24	1.12
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2,886.17)</b>	<b>(4,672.99)</b>	<b>(2,637.68)</b>	<b>(1,681.45)</b>	<b>(1,939.25)</b>	EV/EBITDA	1.55	0.49	0.22	-0.14	-0.37
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	1.75	0.55	0.24	-0.15	-0.39
<b>现金净增加额</b>	<b>2,515.45</b>	<b>3,339.32</b>	<b>2,731.17</b>	<b>3,634.54</b>	<b>3,438.81</b>						

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/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，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com