

“双循环”发展进发动能，稳定高分红共享成长红利

➤ **主业坚实，持续优化产业结构。**公司的主业包含两大板块，产业链板块和供应链板块。其中 23 年产业链板块实现营收 313.18 亿元，3 年 CAGR 为 8.75%，利润总额 25.05 亿元，3 年 CAGR 为 39.10%。产业链板块主要包括三大业务，大环保业务（清洁能源、生态环保），先进制造业务（户外动力工具、柴油发电机组、船舶制造与航运），大消费业务（服装、家纺、校服）。供应链板块重点发力较高毛利品种，加强成品油等石化产品资源的渠道拓展，积极应对国内大宗商品需求波动的影响，2023 年石化板块运营量同比增 146%。

➤ **“双循环”战略进发动能，深耕一带一路市场，持续优化市场结构。**公司多年国际化经营经验，对市场反应敏锐迅速，熟悉国内国际两个市场、两种资源，双循环战略成效显著；坚持国内外市场并重、内外贸业务并举，有效降低公司对于单一市场的依赖。公司紧跟国家大政方针，近年来在 20 多个“一带一路”沿线国家和地区，建设完成 50 余座工程项目。多年深耕海外市场的深厚经验，公司先后签约菲律宾拉瓦格 130MW 及 137MW 光伏电站等多座光伏电站项目；相继新签署秘鲁利马供水和排水系统升级扩建等项目。海外项目规模持续提升，EPC 模式渐成主流，政府类项目不断增加。

➤ **股东背景雄厚，治理体系完善。**第一大股东国机集团，具有丰富的海外运营经验和渠道资源与公司充分共享，促进公司业务拓展。第二大股东江苏农垦集团，为公司注入地方国企背景，为在江苏本地开展业务、获取融资等提供便利。完善的公司治理体系是公司业务发展的保障；公司入选国资委评选的“国有企业公司治理示范企业”。积极践行社会责任，荣获国务院颁发的“全国脱贫攻坚先进集体”荣誉称号。2024 年 4 月，公司主动披露第一份 ESG 报告，获得万得 A 评级，排名为目前 wind 行业三级分类贸易公司与工业品经销商中第 6/46。

➤ **高比例稳定分红，共享高质量发展红利。**公司注重与投资者共享发展成果，分红率和股息率由 2019 年 30.23%/1.84% 提升至 2023 年 41.88%/4.65%。公司制定并执行持续、稳定的高比例现金分红政策，2021 年公司发布《公司 2021-2023 年度股东回报规划》，承诺每年以现金方式分配的利润不少于当年归母净利润的 40%，2021/2022 年实际现金分红比例为 45.14%/42.80%，充分与股东分享公司高质量发展的红利。2000 年至 2023 年，公司营业收入年复合增长率达 21.17%，归母净利年复合增长率达 20.84%。近三年营业收入年复合增长率达 18.7%；归母净利年复合增长率达 27.6%。

➤ **投资建议：**作为央企混改先锋、双循环发展标杆，公司聚焦“先进制造业、新能源环保业、现代服务业”三大领域，稳健经营带来优良的业绩，以及稳定的分红与成长。我们预计 24-26 年公司实现归母净利润 10.82/11.32/11.74 亿元，同比+5.1%/4.6%/3.7%，对应 PE 为 10/9/9X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**海外需求不及预期，供应链业务原材料成本大幅变化，产业链业务新订单签约和落地不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	122,981	114,425	120,320	126,544
增长率 (%)	-12.9	-7.0	5.2	5.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,030	1,082	1,132	1,174
增长率 (%)	12.8	5.1	4.6	3.7
每股收益 (元)	0.79	0.83	0.87	0.90
PE	10	10	9	9
PB	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 7 月 19 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

8.05 元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 刘彦菁

执业证书：S0100524070009

邮箱：liuyanjing@mszq.com

目录

1 公司概况：“双链协同”助力业绩稳健，员工持股实现良性互动	3
1.1 历史沿革：四十余年稳扎稳打，多元业务齐头并进	3
1.2 公司业务：“产业链+供应链”双板块，“国内+国际”双循环	4
1.3 股权结构：核心管理人员行业经验丰富，骨干员工持股激发团队能量	7
1.4 财务情况：双板块共驱增长，高分红共享红利	8
2 产业链业务板块：多业务布局齐头并进，出口需求拉动增长	12
2.1 先进制造板块：以户外动力工具、发电机和船舶制造与航运为主	12
2.2 大消费板块：成为众多知名品牌的代工厂，出口规模稳定增长	15
2.3 大环保：聚焦清洁能源领域，发展势头良好	18
3 供应链板块：深入产业链上游，头部企业成长空间广阔	20
3.1 大宗商品运营：发展前景广阔，自营统购分销降低囤货风险	20
3.2 机电设备进口：深耕行业打造丰富品类矩阵，数字化持续赋能业务升级	22
4 盈利预测与投资建议	26
4.1 盈利预测	26
4.2 估值分析	28
4.3 投资建议	29
5 风险提示	30
插图目录	32
表格目录	32

1 公司概况：“双链协同”助力业绩稳健，员工持股实现良性互动

1.1 历史沿革：四十余年稳扎稳打，多元业务齐头并进

公司成立于 1978 年，是一家在产业链拓展与供应链运营领域颇具市场规模和品牌影响力的企业集团。其发展历程主要分为四个阶段：

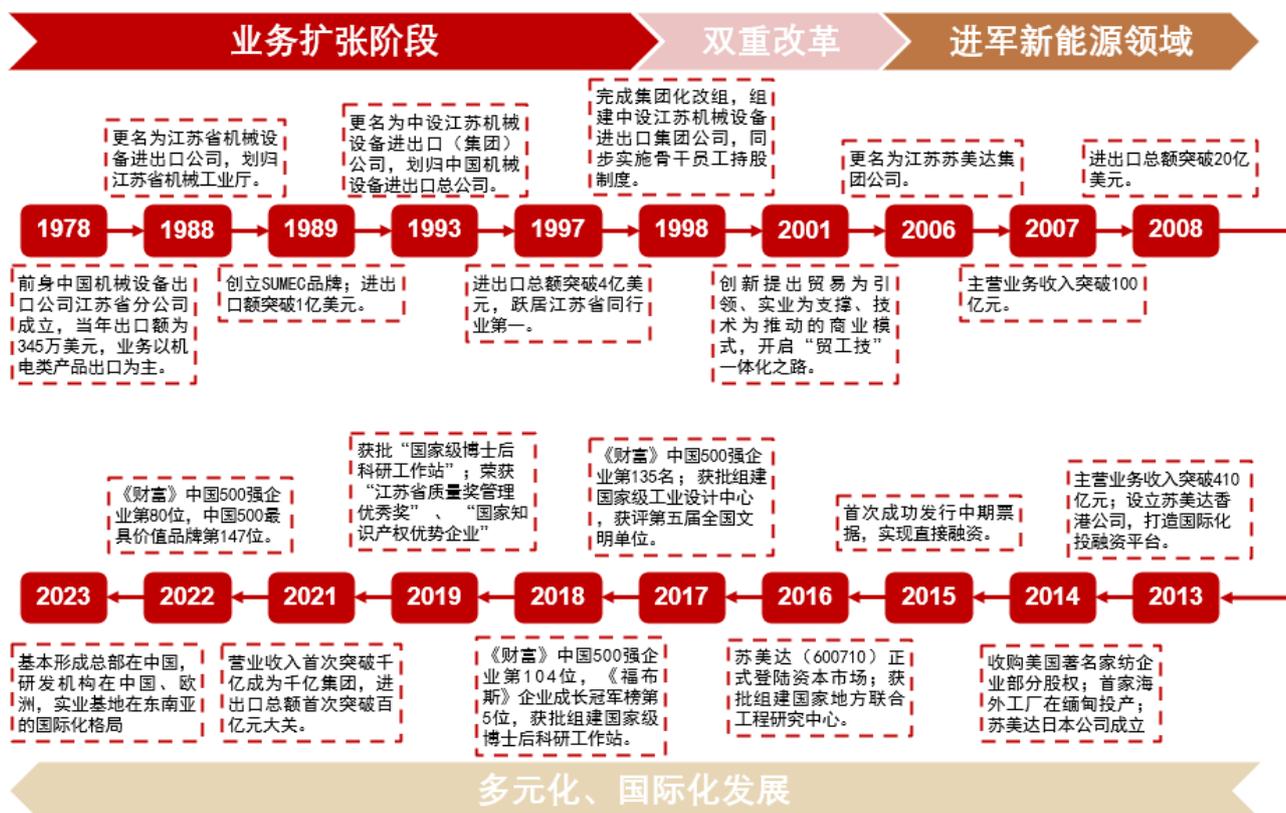
第一阶段（1978-1997）：**出海创汇，实施多元化扩张战略。**公司系国机集团的重要成员企业，成立初期主要经营千斤顶等机电类产品出口业务，进出口总额逐年稳步升至江苏省同行业第一。1989 年，公司创立 SUMEC 品牌，大力推进产品多元化和市场多元化战略，业务规模快速扩张。

第二阶段（1998-2003）：**市场导向，改革体制与经营模式。**为应对入世及国家外贸体制改革带来的进出口风险，公司进行集团化改组，建立以市场为导向的专业化经营体系，成立成套、船舶、机电、五金、轻纺、进口六大业务子公司，1998 年同步开启混改进程，实施骨干员工持股制度。2001 年，公司提出贸易为引领、实业为支撑、技术为推动的商业模式，开启“贸工技”一体化之路。

第三阶段（2004-2009）：**创新驱动，进军新能源产业领域。**基于对全球新能源发展趋势的洞察，公司于 2006 年进入新能源行业，积极推进光伏核心产品研发、生产和贸易，创立自主品牌 PHONO SOLAR（辉伦）。

第四阶段（2010-至今）：**多元发展，打造国际化千亿集团。**2013 年在中国香港设立国际化投融资平台，从跨国贸易转向跨国经营。2016 年在上交所主板成功上市。目前，公司业务覆盖 150 多个国家和地区，共设立近 40 家海外分支机构，基本形成了总部在中国内地，研发机构在中国内地、欧洲，金融及航运中心在中国香港、新加坡，实业基地在东南亚的国际化格局。2024 年 4 月，公司主动披露第一份 ESG 报告，获得万得 A 评级，排名为目前 wind 行业三级分类贸易公司与工业品经销商中第 6/46。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

1.2 公司业务：“产业链+供应链”双板块，“国内+国际”双循环

公司主营业务包括产业链和供应链两大板块。根据公司发展战略，目前聚焦发展供应链运营、大消费及先进制造、生态环保与清洁能源三类业务，培育孵化数字化产业、医疗健康两类业务。

表1：公司各类业务简介

板块	业务	经营模式
一、产业链业务	1) 清洁能源	公司清洁能源业务主要包括“辉伦”品牌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。其中综合能源管理业务提供“风光柴储充，绿电绿证、节能减排一体化的综合能源解决方案”，包括分布式光伏及风电、电站资产运维、储能、柴油发电、充电桩、碳资产管理等专业化服务。
	2) 生态环保	公司在生态环保业务领域拥有多项工程总承包资质，为客户提供项目咨询、资金融通、工程设计、设备成套供应、施工建设、运营管理等全程或部分服务，已在海内外三十多个国家和地区成功建设了数百座质量一流、安全可靠、技术先进、环境友好的工程项目，涉及领域包括水处理、污水处理、工业废水处理、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。
	1) 户外动力设备 (OPE)	园林机械与清洗机械：主要从事草坪机、松土机、高压清洗机、草坪服务机器人等园林户外机械、清洗机械的研发、制造与销售。汽油发电机组：业务涵盖汽油发电机产品的研发、生产与销售，自有品牌“FIRMAN”“YARDFORCE”入选 100 个国有企业品牌建设典型案例。
	2) 柴油发电机组	依托在国内国际的专业项目经验，深耕全球通信运营商、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，提供安全可靠的柴油发电机组产品，目前为中国移动、微软、京东数据中心等提供发电机组及相应服务。依托在发电机组行业近 20 年的全球产业链和供应链优势，持续强化科技创新和全流程服务能力，致力于为全球用户提供更专业、更可靠、更环保的柴油电力解决方案。
	3) 船舶制造与航运	船舶业务聚焦中型船舶，以设计为引领、建造为基础、航运为支撑，走绿色发展和差异化竞争道路，强化“船舶制造+航运”协同发展模式。其中船舶制造板块以新大洋造船有限公司为中心，定位于中型船舶的研发建造；航运板块立足打造一支绿色、高效的干散货船队，聚焦船舶管理和运营，致力于为国内外客户提供高水准的海上运输服务。船舶制造和航运业务上下游联动，实现前端市场需求与后端船型研发的互通，同时保证船舶业务的有序、稳定。
	1) 服装业务	集设计研发、实业制造、商贸服务为一体，持续打造强大供应链整合能力和产业链运营能力，海内外拥有 12 家全资及控股实业工厂，并拥有近 600 人的服装研发设计打样人才队伍，与全球主要经济体的众多中高端知名品牌客户建立了稳固的战略合作关系。
3.大消费	2) 家用纺织品	拥有产能合理的国内工厂、渠道成熟的海外公司，已形成集设计研发、实业制造、商贸服务、自主品牌建设为一体的全产业链运营模式，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。
	3) 品牌校服	以伊顿纪德品牌运营为核心，研发设计、质量控制为支撑，为学校提供校园服饰系统解决方案。通过打造线上校园解决方案服务平台“伊学团”、国内校服行业首个智能化仓储物流综合体，为家长提供数字化、便捷化的校服增订以及日常服装、校园日常生活产品的购买服务，构建家-校-社协同教育生态圈，传递优质教育内容。
	1) 大宗商品运营	公司经营的大宗商品包括金属产品、矿产、煤炭、木材等，上游与主要生产商建立长期采购合约，形成遍布全球的资源网络，下游围绕核心优质客户提供在原材料组织、物流规划和金融服务等配供配送服务。业务模式主要分为自营和代理两种模式，以自营模式为主。自营模式可分为统购分销和自营配送，其中统购分销业务占比相对较高。
二、供应链运营	2) 机电设备贸易	公司机电设备贸易业务主要采用代理模式，为客户提供“资源供应、商务咨询、金融支持、物流服务”四位一体服务。主要经营品种包括纺织机械设备、电子仪器设备、机床加工设备、轻工造纸设备等。公司大力推动机电设备贸易业务的数字化转型，打造“苏美达达天下”平台，为上下游参与方提供设备供应、金融服务、贸易代理、物流支持、政策咨询、招投标服务等全流程、一揽子商业解决方案。

资料来源：公司年报，民生证券研究院

供应链贡献主要收入，产业链营收占比增加。目前供应链板块的业务是公司收入贡献最高的业务，2020-2023 年的收入占比在 80%左右，其收入变动将大幅影

响公司整体的收入走势。产业链端，大环保业务的收入占比基本稳定，约为 5%；大消费及先进制造的合计收入占比超 10%，其中，先进制造的收入占比近三年持续上升，从 2021 年的 2.02% 提升至 2023 年的 7.35%，同时，大消费业务的收入贡献总体呈下降趋势。

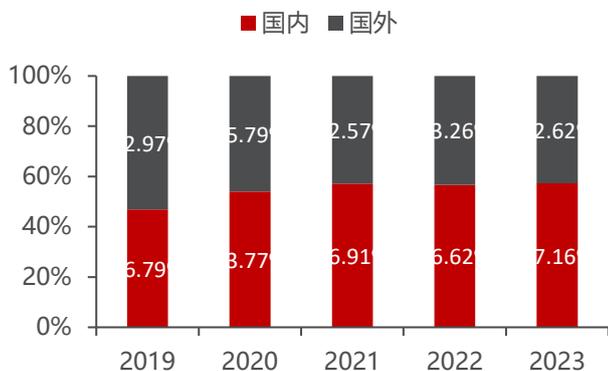
图2：公司分业务收入结构



资料来源：iFind，民生证券研究院

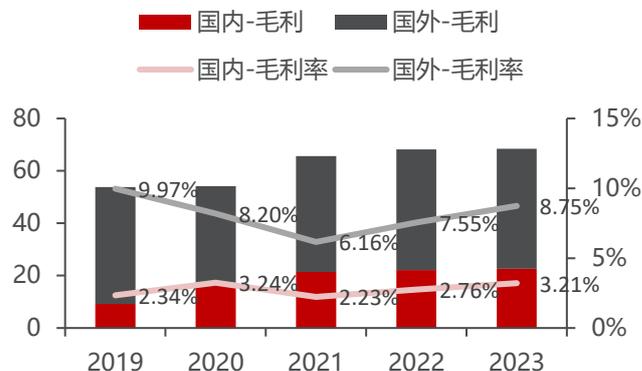
积极推进双循环战略，大力拓展国内市场。 2023 年世界经济复苏迟缓，大宗商品与汇率大幅波动，外贸企业的进出口业务受到挑战。公司紧跟国家战略，充分发挥国内外市场并重、内外贸业务并举的发展优势，不断挖掘国内超大规模市场潜力，在生态环保、新能源领域和自主品牌建设方面均取得了重大进展；同时，公司继续深耕国外市场，积极布局海外营销基地和生产基地，开拓“一带一路”倡议沿线国家等新兴市场，国内外市场的收入占比基本稳定持平。公司毛利中国外市场占比略高，在 2023 年内需规模扩大和外贸复苏势头下，两个市场的毛利率均逆势上涨。

图3：公司分地区收入结构



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：各地区毛利情况 (单位：亿元)

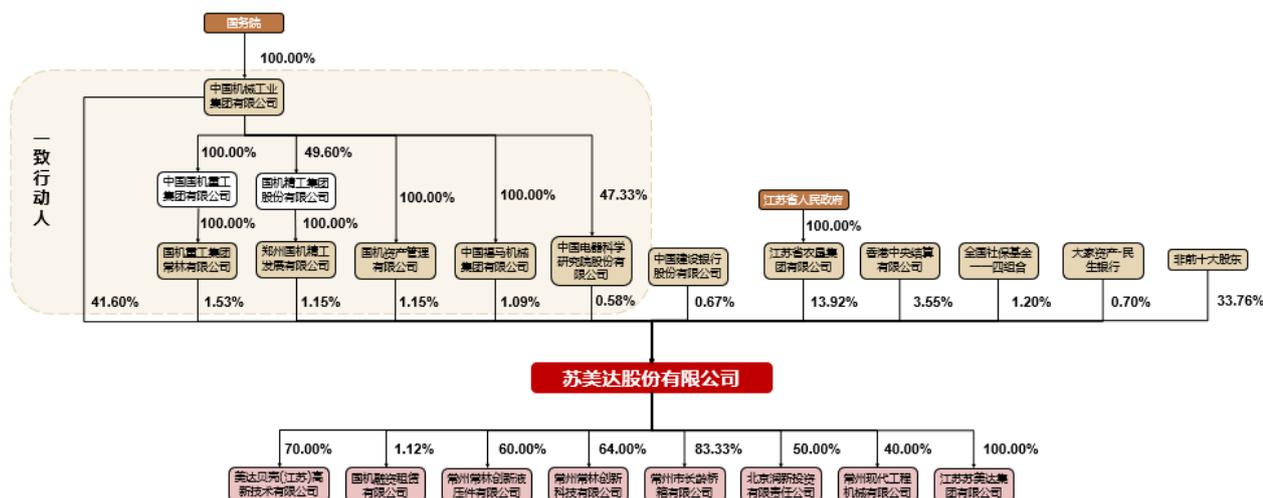


资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 股权结构：核心管理人员行业经验丰富，骨干员工持股激发团队能量

股权结构清晰，股东实力雄厚。公司实际控制人为国机集团，常林有限、郑州国机精工、国机资产、福马集团、中国电研均为其一致行动人，总持股比例达45.95%。国机集团是中央直接管理的国有重要骨干企业，业务涉及众多国民经济重要产业，业务遍及五大洲 100 多个国家和地区，公司可以共享集团的海内外运营经验、渠道和资源。公司第二大股东为江苏农垦，是一家以现代农业为核心，以医药健康、房地产及相关投资为支撑，一二三产融合发展的省属大型国有企业，为公司注入了地方国企背景，有助于公司在当地开展业务、获取融资。

图5：苏美达股权结构图（截至 2023 年）



资料来源：iFind，民生证券研究院

管理层深耕行业多年，经验丰富。公司董事长杨永清先生曾任职于中设江苏机械设备进出口公司、机电分公司、轻纺分公司及公司，副董事长金永传先生获得高级国际商务师、高级工程师资格，监事会主席刘小虎先生获得教授级高级工程师资格，均具备丰富的从业经验。核心管理团队整体较为稳定，熟悉公司发展历程及各阶段发展情况，有助于公司长期稳定发展。

表2：公司核心管理层一览

姓名	职位	履历
杨永清	董事长、董事	1966 年出生，研究生学历，教授级高级工程师。曾任中设江苏机械设备进出口公司业务部副经理，机电分公司副总经理，轻纺分公司总经理、董事长，苏美达股份有限公司副总经理，总经理、党委副书记，纪委书记；江苏苏美达集团有限公司副总经理、党委副书记、纪委书记、党委书记、副董事长、董事长兼轻纺公司董事长，总经理。现任苏美达股份有限公司党委书记、董事长，江苏苏美达资本控股有限公司董事长，江苏苏美达资产管理有限公司董事长，中国浦发机械工业股份有限公司党委书记、董事长。
金永传	副董事长	1968 年出生，本科学历，高级国际商务师、高级工程师。曾任江苏苏美达成套设备工程有限公司业务部副经理、经理、总经理、董事长，江苏苏美达集团有限公司总经理助理、副总经理兼江苏苏美达成套设备工程有限公司党总支书记、董事长、总经理，苏美达船舶工程有限公司董事长，江苏苏美达能源控股有限公司董事长，江苏苏美达机电有限公司

刘小虎 监事会主席、 监事	党总支部书记、董事长，江苏苏美达资本控股有限公司董事，苏美达股份有限公司董事、总经理、党委副书记。现任苏美达股份有限公司副董事长，中国恒天集团有限公司党委书记、董事长、总经理。 1965 年出生，大学本科学历，教授级高级工程师，国务院特殊津贴专家。曾任机械部设计研究院助理工程师、高级工程师、建筑工程一所副所长，中国中元兴华工程咨询公司副总经理，中国中元兴华工程公司国内工程事业部总经理、工程中心副总经理、医疗工程事业部总经理，中国中元国际工程公司商务市场部总经理、生产管理部总经理、总经理助理、副总经理，北京起重运输机械设计研究院院长、党委书记，中国中元国际工程有限公司董事、党委副书记、总经理、党委书记，中国农业机械化科学研究院党委书记、院长、研究生院院长，中国农业机械化科学研究院集团有限公司党委书记、董事长、总经理。现任中国机械工业集团有限公司第二监督办公室主任、国机集团科学技术研究院有限公司监事、中国一拖集团有限公司第六届监事会主席。
赵维林 总经理	1970 年出生，本科学历，高级国际商务师。历任江苏苏美达国际技术贸易有限公司业务二部副经理、经理，海外事业部部长、建材事业部部长、上海钢铁国际事业部部长，江苏苏美达国际技术贸易有限公司副总经理，苏美达国际技术贸易有限公司副总经理、董事长、党总支副书记、党委副书记，公司副总经理。现任苏美达股份有限公司党委副书记、董事、总经理兼苏美达国际技术贸易有限公司党委书记、董事长，江苏苏美达成套设备工程有限公司董事长。
史磊 副总经理	1975 年出生，本科学历，工商管理硕士。曾任中设江苏机械设备进出口集团公司徐州公司业务员、国际结算处审单员，江苏苏美达国际技术贸易有限公司业务一部业务助理、业务三部主任业务员、业务三部副经理、经理，江苏苏美达国际技术贸易有限公司总经理助理、省外市场总监、副总经理、党委书记。现任苏美达国际技术贸易有限公司副董事长兼江苏苏美达机电有限公司党总支书记、董事长。
王健 副总经理	1975 年出生，研究生学历，工商管理硕士，高级会计师。历任中设江苏机械设备进出口公司财务处核算，江苏苏美达机电国际贸易有限公司财务部副经理、经理、综合部经理，江苏苏美达机电国际贸易有限公司财务总监兼财务部经理、江苏苏美达集团公司团委书记，江苏苏美达集团公司资产财务部副总经理兼江苏苏美达机电有限公司财务总监、财务部经理，江苏苏美达集团有限公司资产财务部副总经理、办公室主任、资产财务部总经理，苏美达能源控股有限公司总经理，董事长，现任苏美达股份有限公司党委委员、副总经理、董事会秘书。
范雯烨 副总经理	1976 年出生，本科学历，工商管理硕士。曾任江苏苏美达轻纺国际贸易有限公司业务员，江苏苏美达轻纺国际贸易有限公司服装四部负责人、副经理、经理，江苏苏美达轻纺国际贸易有限公司服装技术部经理，江苏苏美达轻纺国际贸易有限公司总经理助理、副总经理、总经理。现任江苏苏美达轻纺国际贸易有限公司党委书记、董事长。
辛中华 副总经理	1972 年出生，本科学历，工程硕士。曾任南京市栖霞区八卦洲镇政府团委书记、栖霞区工商分局公平交易科科长，南京市栖霞区龙潭镇镇长助理、副镇长，龙潭办事处副主任，中设江苏机械设备进出口集团公司总经理办公室主任助理、副主任，江苏苏美达集团公司办公室主任，江苏苏美达集团有限公司董事会秘书、董事会办公室主任、办公室主任、总经理助理，中国浦发机械工业股份有限公司副总经理、纪委书记。现任苏美达副总经理、安全总监。

资料来源：iFind，民生证券研究院

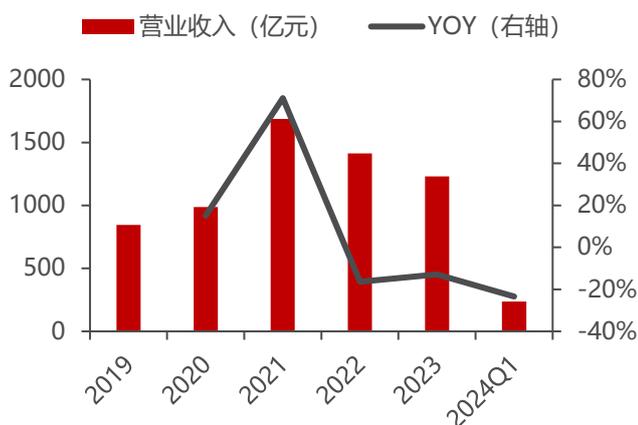
实施股权激励计划，提振骨干员工信心。1998 年公司完成体制改革后，在子公司层面建立骨干员工持股制度并实施动态管理，公司与员工之间形成了稳定的合作关系，实现了企业发展和员工成长的良性互动。近年来公司主要的业务子公司共 10 家，核心员工通过公司工会对子公司间接持股，除江苏美达资产管理有限公司外，其余子公司 65% 的股份均由骨干员工所持有，子公司分红基本稳定，有利于稳定人才队伍、激发员工积极性。

1.4 财务情况：双板块共驱增长，高分红共享红利

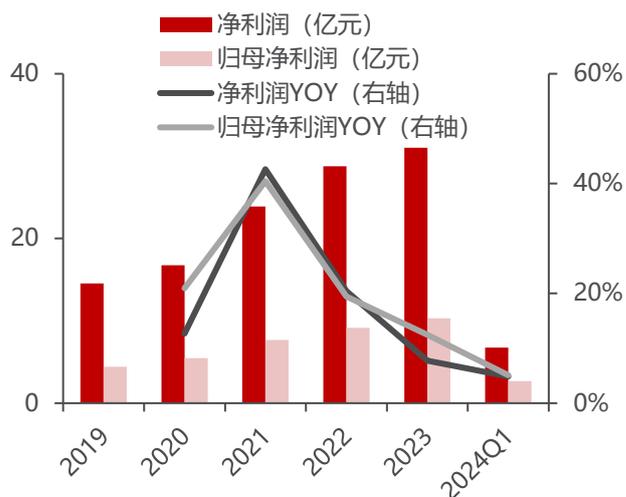
1.4.1 利润持续提升，降本成效明显

公司业绩整体稳健，净利润稳步增长。2023 年营业收入 1229.81 亿，三年归母净利润 CAGR 达 23%。收入端，2021 年公司大力拓展国内市场，同时紧抓大宗商品市场向好机遇，营业收入首次突破千亿，同比上涨 71.09%；受宏观环境对

国内大宗商品需求的影响,公司收入业绩暂时承压,2022年营收同比下降16.33%至1411.45亿,2023年同比下降12.87%至1229.81亿。利润端,由于子公司实施员工持股计划,摊薄了归母净利润;2021年受益于营业收入大幅上涨和运营规模稳步提升,公司归母净利润同比增幅达40.43%,2022年公司积极优化业务与市场结构,利润稳步增长至9.16亿元,2023年归母净利润同比增长12.43%至10.30亿元。

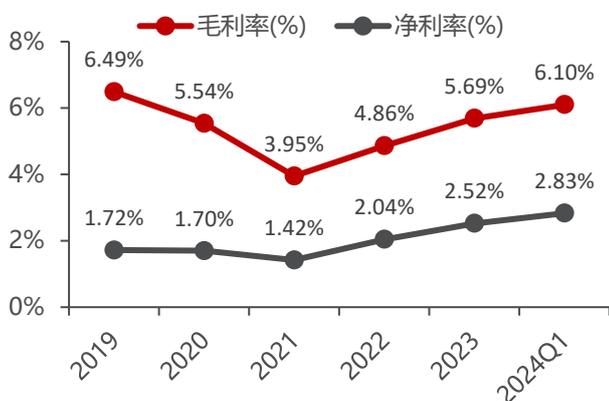
图6: 2019-2024Q1 营业收入 (单位: 亿元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

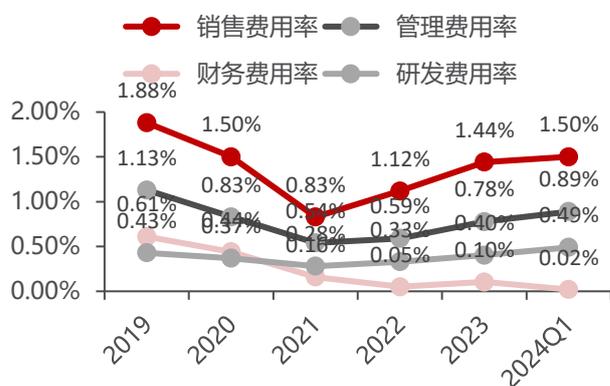
图7: 2019-2024Q1 净利润及归母净利润(单位:亿元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

盈利能力稳定, 费用管控良好。公司持续优化业务结构和市场结构,2019-2023年毛利率和净利率基本稳定,2019-2021年受外部因素影响,毛利率和净利率呈下滑趋势,2022年有所修复,2023年的毛利率/净利率分别为5.69%/2.52%。公司费用率保持稳定,2021年营收增长带动各项期间费用率大幅下降,以及部分老旧库存质保到期,相关质保费用冲回使得销售费用率下降。2023年销售/管理/财务/研发费用率分别为1.44%/0.78%/0.10%/0.40%。

图8: 2019-2024Q1 毛利率及净利率 (单位: %)


资料来源: wind, 民生证券研究院

图9: 2019-2024Q1 期间费用率 (单位: %)


资料来源: wind, 民生证券研究院

1.4.2 “双链协同”助力业绩稳健发展

收入端，供应链板块随市场下跌，产业链板块稳中有进。供应链板块，2019-2023 年收入 CAGR 为 7.45%。2021 年大宗商品市场量价齐升带动该板块收入同比增长 90.59%；2022/2023 年受国内外宏观环境变化，大宗商品需求波动的影响，收入分别同比下降 21.33%/17.56%。产业链板块，2019-2023 年收入 CAGR 为 8.99%，得益于公司加大研发力度、抢抓市场机遇，“贸工技金数一体化”和“EPC+”的商业模式持续发力，收入从 203.63 亿元升至 313.18 亿元；2023 年公司产业链板块业务营收同比增加 3.27%，基本持平。其中大环保和大消费业务的营收同比各增长 1.75%/1.95%，公司先进制造业务因航运运价低位震荡，营收同比下降 2.68%。

图10：供应链板块收入（亿元）及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

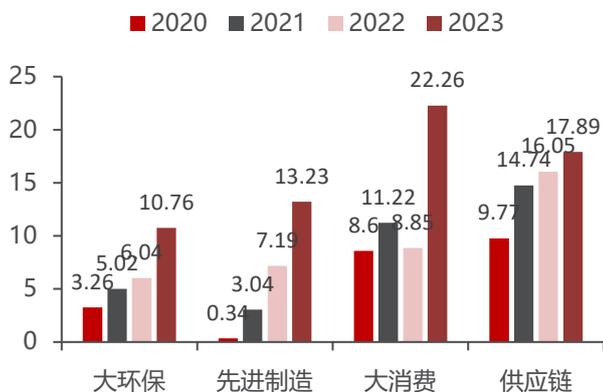
图11：产业链板块收入（亿元）及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

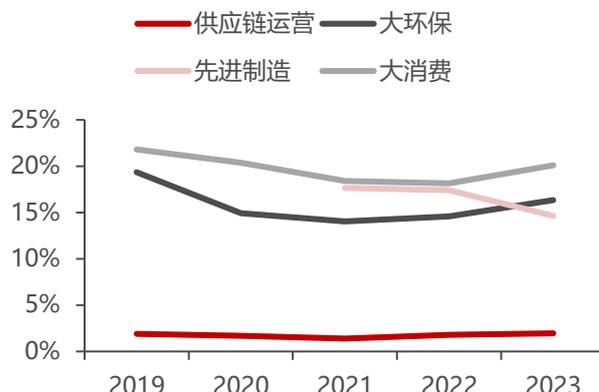
利润端，利润总额持续增长，毛利率长期稳定。从利润总额角度，2020-2023 年，公司供应链/产业链板块利润总额的 CAGR 为 16.33%/39.54%，以具体业务来看，大环保/先进制造/大消费业务利润总额的 CAGR 分别为 34.80%/149.75%/26.84%。公司利润主要来源于产业链板块，其中，大消费业务的利润贡献最高，先进制造业务的利润增速最高。近年来，公司在供应链板块坚持防风险、强合规、守底线，在产业链板块不断加大市场开拓力度，充分发挥“双链协同”优势，助推了利润总额的持续增长。从毛利率角度，各个业务的毛利率基本保持稳定。

图12: 各业务利润总额 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图13: 各业务毛利率 (单位: %)

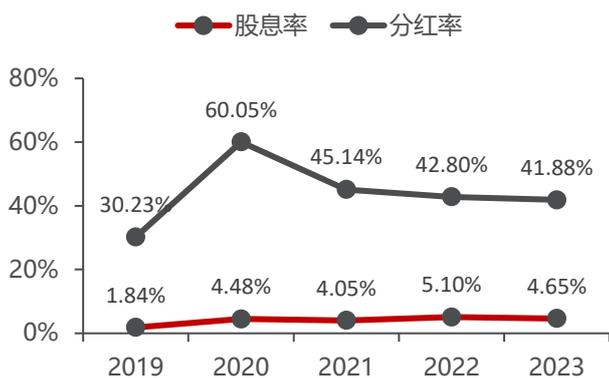


资料来源: wind, 民生证券研究院

1.4.3 重视股东回报, 分红稳步提高

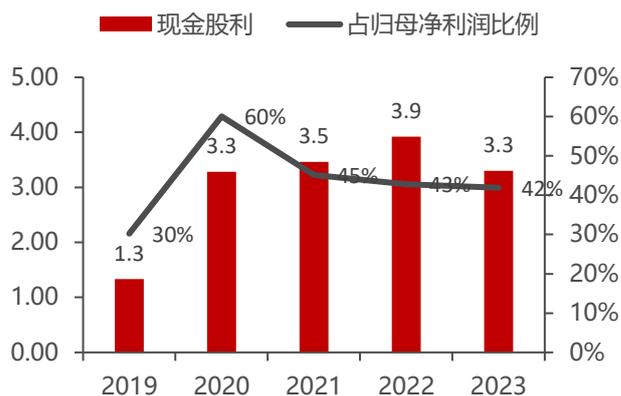
分红率及股息率整体向上, 现金股利逐年提高。公司注重与投资者共享发展成果, 分红率和股息率由 2019 年 30.23%/1.84% 提升至 2023 年 41.88%/4.65%。公司制定并执行持续、稳定的高比例现金分红政策, 2020 年分派现金股利同比增长 146.08% 达到 3.28 亿元, 占当年归母净利润的 60.05%; 2021 年公司发布《公司 2021-2023 年度股东回报规划》, 承诺每年以现金方式分配的利润不少于当年归母净利润的 40%, 2021/2022/2023 年实际现金分红比例为 45.14%/42.80%/41.88%, 充分与股东分享公司高质量发展的红利。

图14: 2019-2023 分红率及股息率 (单位: %)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图15: 2019-2023 现金股利分配情况 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

2 产业链业务板块：多业务布局齐头并进，出口需求拉动增长

2.1 先进制造板块：以户外动力工具、发电机和船舶制造与航运为主

制造业务包括户外动力工具(Outdoor Power Equipment)、柴油发电机组、船舶制造与航运。

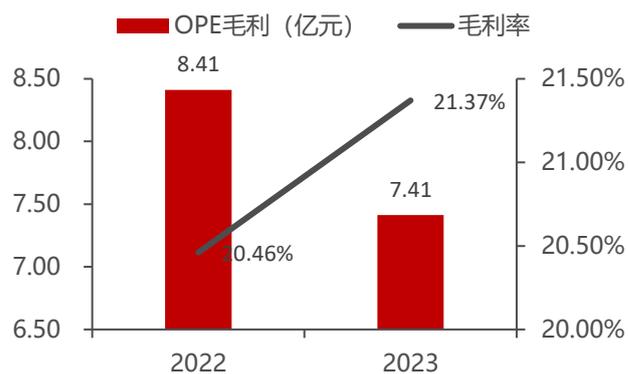
1) 户外动力设备：自主研发和制造，开展跨国的营销、研发和售后，合作方广泛多样。产品主要包括草坪服务机器人及割草机、松土机、电动锯、修枝剪等使用小型电机或者发动机的设备及汽油发电机。公司产品主要出口国外，其中欧洲约占 65%，美国约占 20%，其余出口到日本和南美。OPE 产品主要消费终端需求较为刚性，行业具备稳定的市场空间，同时受库存周期、地产周期影响较大。2023 年受美元加息、头部零售商去库存等影响，OPE 行业整体较为低迷。根据 Global Market Insights 的统计数据，2018 年全球草坪和园林设备市场规模为 283 亿美元，2023 年为近 400 亿美元规模，预计至 2025 年有望超过 450 亿美元，年复合增长率接近 7%。汽油发电机组市场较为稳定，规模维持在 10-20 亿美元/年，北美及非洲等区域是传统主要销售区域，共占据 45% 的市场规模。2023 年实现收入 34.68 亿元/yoy-15.62%，占比总营收 2.82%，毛利率 21.37%/+0.91pct。

图16：OPE 营收规模及 yoy



资料来源：wind，民生证券研究院

图17：OPE 毛利率变化



资料来源：wind，民生证券研究院

“双循环”中，国际市场发展态势良好，户外动力工具业务海外市场多元化格局进一步巩固。隶属于苏美达集团的 YARDFORCE 佳孚是智能户外园林、智能车家居产品品牌；在全球拥有一个总部基地，两个研发中心，四个制造中心，产品远销海外 150 个国家和地区。品牌于 2009 年进入美国，2010 年产品入驻全美前三位的大型零售商，2012 年进入欧洲市场，2013 年进入日本市场，2014 年进入澳洲市场，2018 年进入中国市场。2022 年 YARDFORCE 园林工具产品在欧洲、美加市场取得主要商超渠道新突破，在美国市场进入全球最大零售商。欧美客户或

合作方主要为国际化的大型连锁超市、家居连锁超市以及家居建材超市（如 ALDI, HOFER, LIDL 等均为公司的合作伙伴，欧洲前十大的家居超市中有八个与公司有合作）拥有品牌 GFORCE、YARDFORCE 佳孚、PowerG。

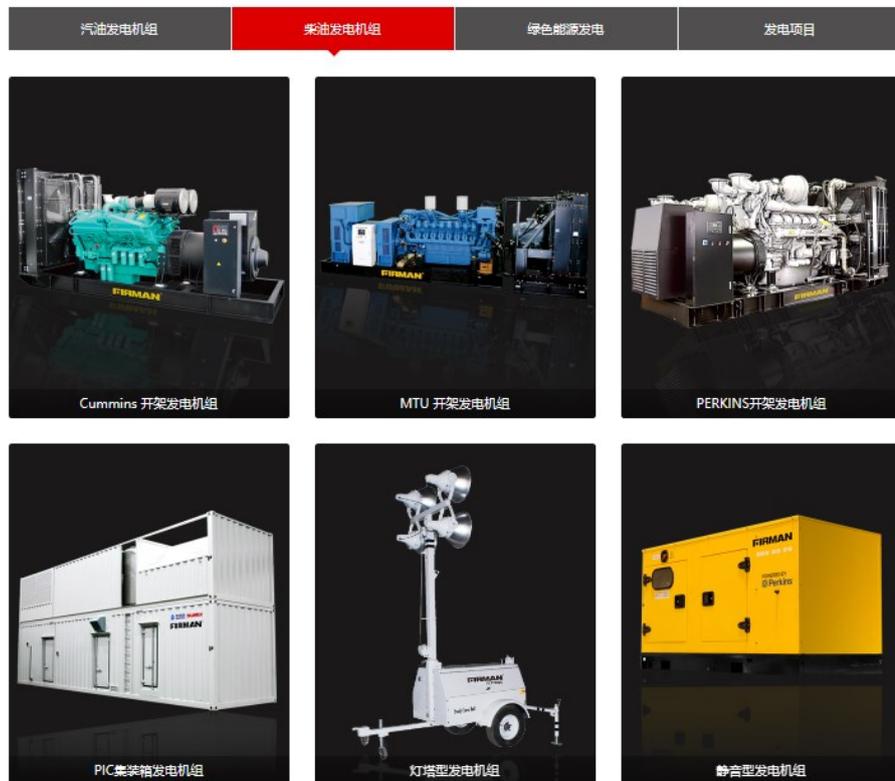
图18：户外动力设备自有品牌

	GFORCE	YARDFORCE 佳孚	PowerG
业务范围	园林工具, 割草机器人	园林工具和高压清洗机	电动工具
主要产品			
业务地区	德国、英国、西班牙、瑞典、法国、意大利、捷克	加拿大、美国、澳大利亚、新西兰、中国、日本、英国、德国、西班牙、法国、意大利、荷兰、瑞典	-

资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

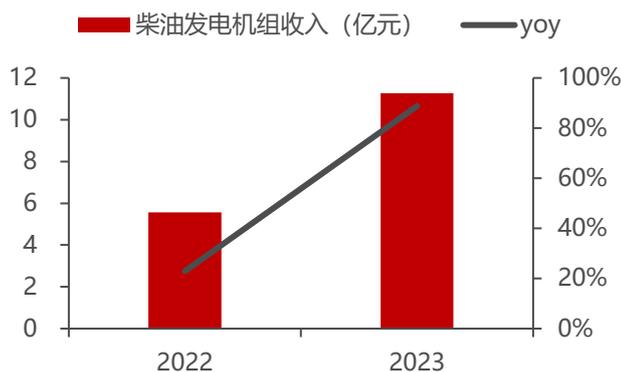
2) 柴油发电机组：应用场景广泛，可用于通讯运营商、数据中心、银行、医疗健康、制造工厂、养殖基地、油田矿山、开采及项目施工现场等。根据恒州博智调研数据，2022 年国内市场规模超 300 亿元，全球柴油发电机组市场收入约 150 亿美元，目前中国占全球市场份额约为 28%。业务足迹遍布 40 多个国家，为中国移动、中国联通、微软、京东数据中心等提供发电机组及相应服务，截至 22 年，近 20 年累计完成千余个项目。紧跟国内新基建、“东数西算”及高端装备制造升级的产业趋势，23 年全年共承接 10 多个省、超过 50 个地级市的各类项目。业务以出口为主，23 年出口量占业务总营收的 90%左右。2023 年实现营收 11.26 亿元/yoy+88.79%，占比总营收 0.92%，毛利率 12.43%/-0.11pct。

图19：柴油发电机组产品



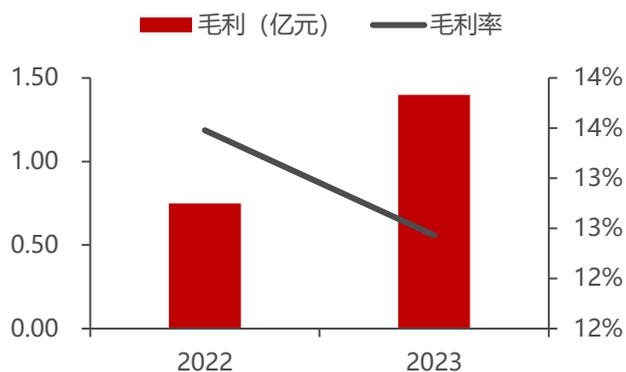
资料来源：公司官网，民生证券研究院

图20：柴油发电机组业务营收规模及 yoy



资料来源：wind，民生证券研究院

图21：柴油发电机组业务毛利率变化



资料来源：wind，民生证券研究院

3) 船舶制造与航运服务板块业务：聚焦中型船舶，强化“船舶制造+航运”协同发展模式。船舶业务聚焦中型船舶，定位于中型船舶的研发建造，巩固集“船型品牌+船型研发+船舶建造”为一体的业务模式综合竞争力。独有的“皇冠”系列散货船，声誉卓著，以优异的性能、稳定的质量和良好的节能效果，成为航运市场中的佼佼者，截至22年，近20年累计交付客户超160艘。航运板块立足打造一支绿色、高效的干散货船队，为国内外客户提供高水准的海上运输服务。2023年实现营收44.4亿元/yoy+21.74%，占比总营收3.61%，毛利率9.94%/-4.63pct。

高效船舶建造基地，设施完善，订单量大。拥有大型船坞一座，搭配 80000 平方总组场地和 2 台 900 吨龙门吊，实现 4 艘 63500 吨散货船同坞建造。同时拥有五万吨级船台一座，五座突堤式码头，年产能达 36 艘船舶。截至 2023 年底，船舶制造业务在手订单 66 艘，订单已排期至 2026 年底。

图22：船舶制造业务产品线



资料来源：公司官网，民生证券研究院

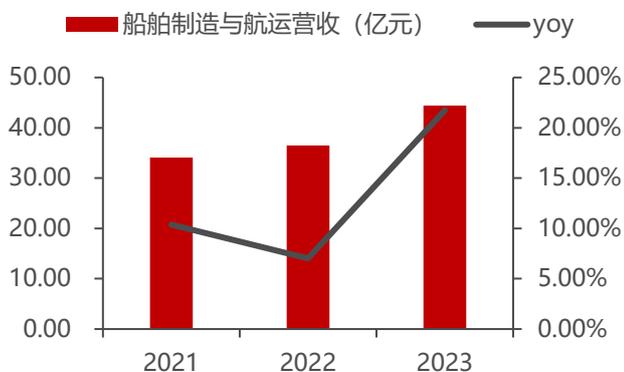
图23：船舶建造基地设施



资料来源：公司官网，民生证券研究院

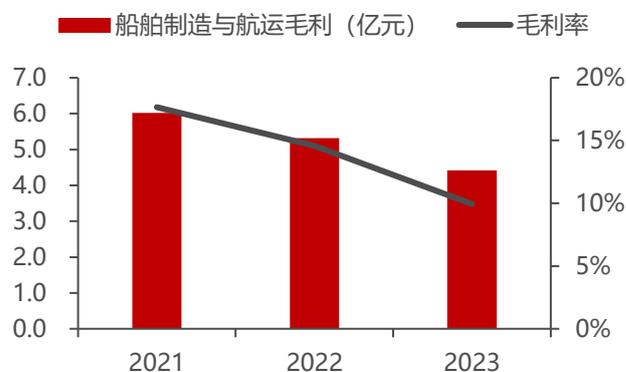
23 年船舶制造与航运业务营收大幅增长。因成本上涨导致毛利下降。航运业务受俄乌冲突、能源危机、通货膨胀等多重因素扰动，全球经济显著放缓，全球海运贸易量略低于三年前水平，运价行情震荡走弱。成本端或因“绿色发展和差异化竞争”要求导致采购成本上涨。

图24：船舶制造与航运业务营收 yoy 变化



资料来源：wind，民生证券研究院

图25：船舶制造与航运业务毛利率变化



资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 大消费板块：成为众多知名品牌的代工厂，出口规模

模稳定增长

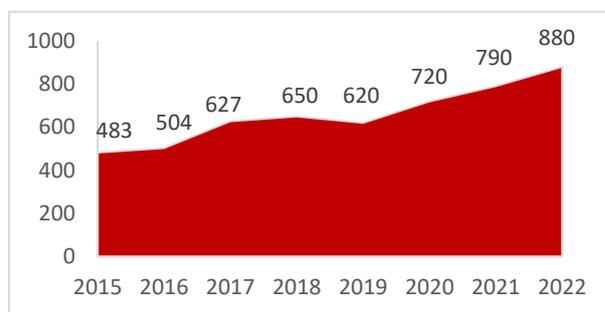
大消费板块主营纺织服装，包括服装、家用纺织品、品牌校服三部分。**轻纺双链协同，多国建设生产工厂。服装家纺等主营业务稳中有升，出口规模逐年增长。**拥有 17 家服装事业部，服装技术研发中心和科技创新中心，11 个分布于中国、缅甸、越南自有工厂，以及 7 个海外分支机构。服装家纺等主营业务稳中有升，出口规模逐年增长。

图26: 苏美达轻纺国际贸易有限公司中越缅柬孟埃六国制造



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

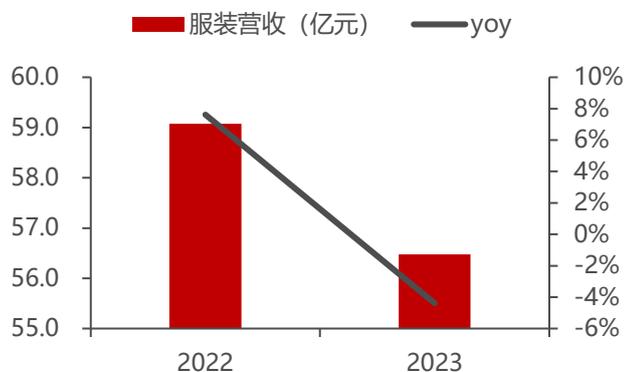
图27: 苏美达轻纺出口规模 (百万, 美元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

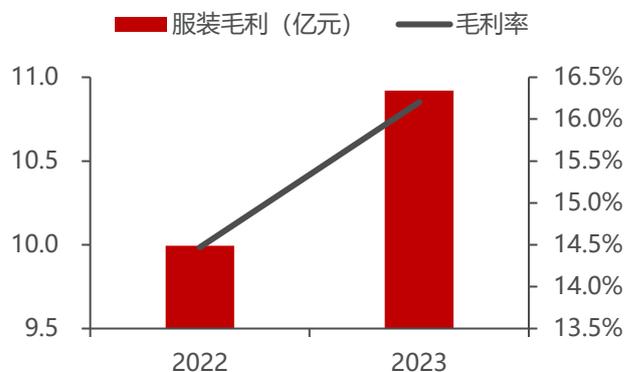
1) 服装: 商贸一体, 为众多知名品牌代工, 战略合作关系紧密。集设计研发、实业制造、商贸服务为一体。截至 2023 年, 海内外拥有 12 家全资实业工厂和 5 家控股实业工厂, 并拥有近 600 多人的服装研发设计打样人才队伍。与安踏、李宁、森马等品牌持续加深合作。2023 年营收 56.5 亿元/yoy-4.4%, 占比总营收 4.59%, 毛利率 16.20%/+1.73pct, 利润总额约 6.2 亿元, 同比增长约 28%。

图28: 服装业务营收与 yoy



资料来源: wind, 民生证券研究院

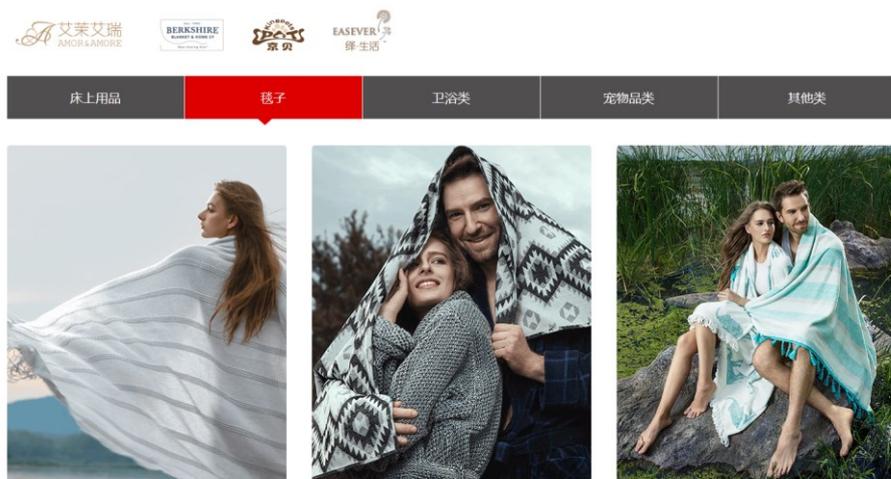
图29: 服装业务毛利与毛利率变化



资料来源: wind, 民生证券研究院

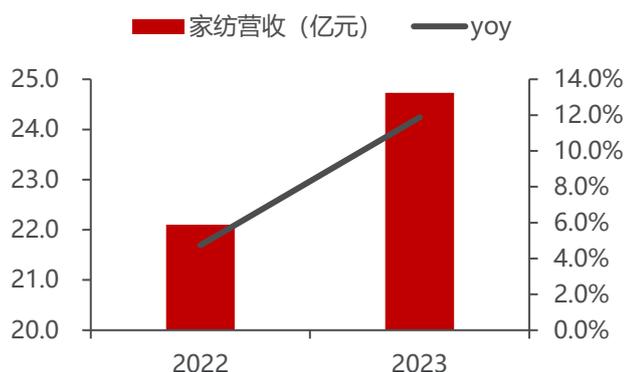
2) 家用纺织品: 全产业链运营模式, 多个单品出口第一。14 年从海外买入老牌品牌, 借助其海外市场渠道来扩充自主品牌。拥有产能合理的国内工厂、渠道成熟的海外公司, 形成集设计研发、实业制造、商贸服务、自主品牌建设为一体的全产业链运营模式。产品包括毯子、被子、床单件套、宠物用品等, 自主品牌包括 BERKSHIRE、绎生活、京贝等。BERKSHIRE 与山姆会员店持续升级合作, 创新雾丝绒毯成为山姆会员店 2023 秋冬畅销单品。依托 Berkshire Blanket&Home Co. 在美国市场渠道优势、品牌优势, 23 年品牌营收同比增长 14%, 占家纺业务营业收入比例达 52%, BERKSHIRE、NVM 销售额实现三年翻番。2023 年营收 24.7 亿元/yoy+11.9%, 占比营业收入 2.01%, 毛利率 23.3%/+2.38pct, 利润总额约 3.1 亿元, 同比增长约 19%。

图30：家纺业务品牌及产品



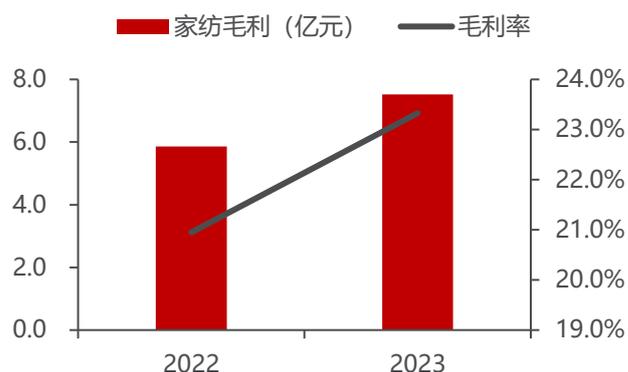
资料来源：公司官网，民生证券研究院

图31：家纺业务营收及 yoy



资料来源：wind，民生证券研究院

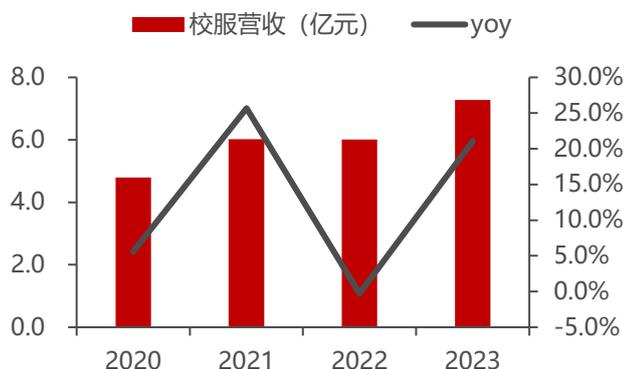
图32：家纺业务毛利及毛利率变化



资料来源：wind，民生证券研究院

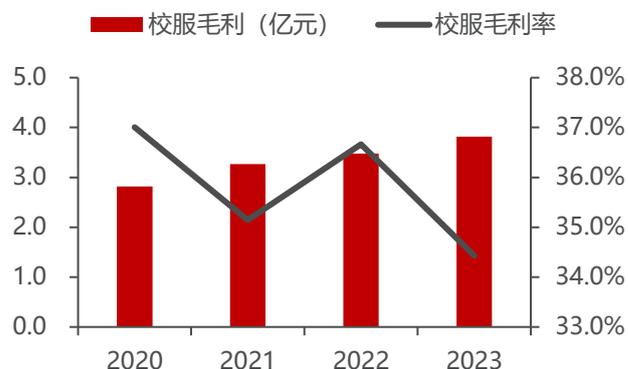
3) 品牌校服：以伊顿纪德品牌运营为核心，专注国内校服行业。累计服务清华附小、复旦附中、南洋模范、重庆八中、南师附中等近 5000 所学校，提供校园服饰系统解决方案。搭建线上校园生活解决方案平台“伊学团”，通过数字化方式为家长提供便利的校服增订、日常服装、以及校园日常生活产品的购买服务，有效地增加客户黏性。2023 年校服实现营收 7.3 亿元/yoy+20.1%，占比总营收 0.59%，毛利率 34.4%/-2.23pct。

图33: 校服业务营收及 yoy



资料来源: wind, 民生证券研究院

图34: 校服业务毛利及毛利率变化



资料来源: wind, 民生证券研究院

2.3 大环保：聚焦清洁能源领域，发展势头良好

大环保业务主要包括清洁能源（光伏产品、工程建设、运维）、生态环保（污水处理、垃圾处理、土壤修复、餐厨垃圾处理、可降解塑料工业工程等）两部分。

在国际市场从事光伏组件的出口、海外集中式光伏电站的建设，在国内市场从事大型集中式和分布式光伏电站的建设。此外，还从事清洁能源管家服务、承接污水处理和土壤治理工程。

1) 清洁能源领域：聚焦以光伏、风电等绿色能源。清洁能源业务主要包括“辉伦”品牌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。2023 年全球光伏装机容量达到 420GW，同比大幅增长 85%；其中中国新增光伏装机容量 216.88GW，同比增长 148%，对全球新增光伏装机容量增长的贡献率达 89%。截至 2023 年底，公司在国内已并网+在手工程项目规模 623MW，同比增长 78%。除国内市场，公司大力发展东南亚等新兴市场，2023 年，新签国际光伏工程订单 4.7 亿美元，同比增长 200%。

图35: 苏美达能源业务范围



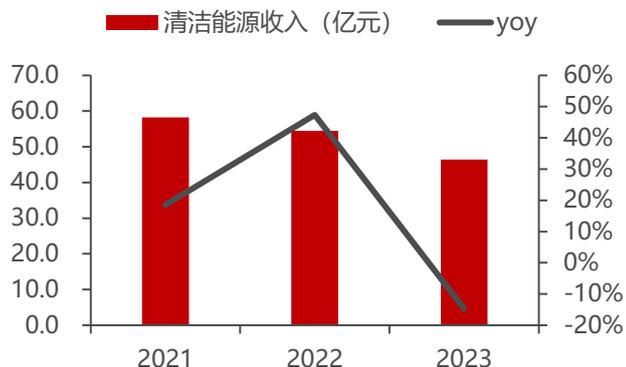
资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

图36: 全球化、综合性清洁能源解决方案



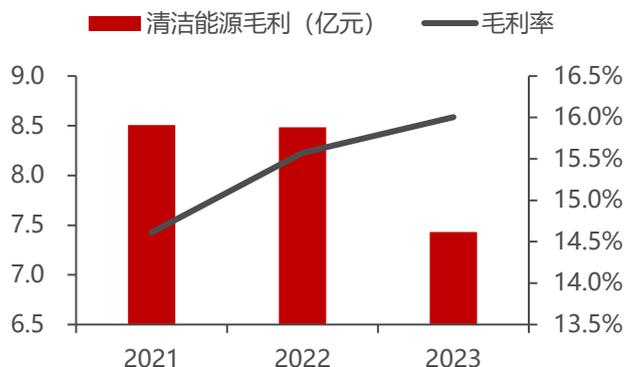
资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

图37: 清洁能源收入及 yoy



资料来源: wind, 民生证券研究院

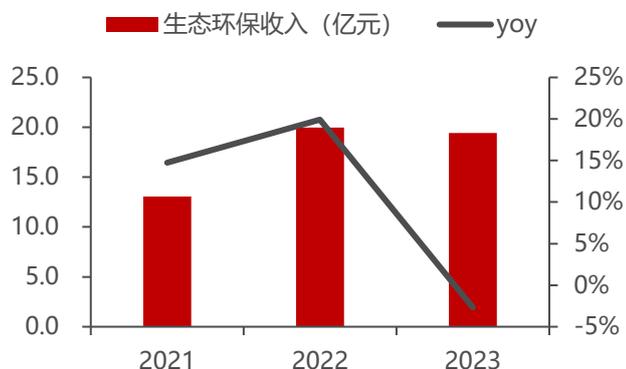
图38: 清洁能源毛利及毛利率变化



资料来源: wind, 民生证券研究院

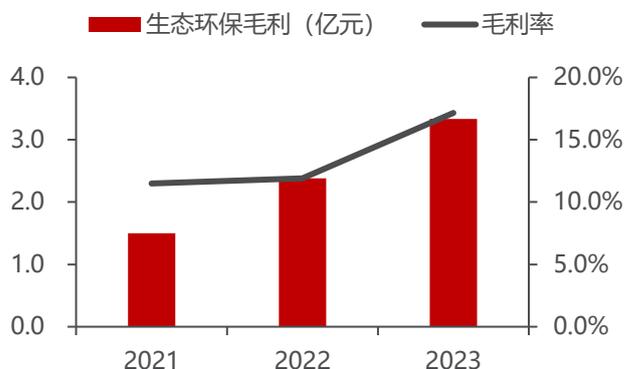
2) 生态环保业务: 持续巩固水处理等传统业务, 大力发展固废处置、土壤修复、可降解新材料、餐厨垃圾处理等新兴业务。为客户提供项目咨询、工程设计、设备成套供应、施工建设、运营管理等全程或部分服务, 已在海内外三十多个国家地区成功建设了数百座工程项目。2023年, 新签生态环保工程项目 22 亿元, 同比增长 28%。

图39: 生态环保业务收入及 yoy



资料来源: wind, 民生证券研究院

图40: 生态环保毛利及毛利率变化



资料来源: wind, 民生证券研究院

图41: 生态环保业务的全球布局



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

图42: 太阳能组件



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

3 供应链板块：深入产业链上游，头部企业成长空间广阔

3.1 大宗商品运营：发展前景广阔，自营统购分销降低

囤货风险

3.1.1 业务介绍：包含多项上游大宗商品供应，市场集中度较低

大宗商品供应链业务成立已超 20 年，商品品类与贸易不断拓展。1978 年苏美达的前身中国机械设备出口公司江苏省分公司成立，业务以机电类产品出口为主。1999 年，旗下核心子公司苏美达国际技术贸易有限公司成立。立足基础设施建设及工业制造领域庞大的大宗原材料需求，公司主要从事大宗商品的国内外供应链运营，包括纺织、轻工、机加工、石化、冶金、电子、新能源、工程机械、农牧机械、医疗等高端机电设备和钢铁、煤炭、矿产、石油化工品、建材、纺织原料、农产品等品类。

表3：公司大宗商品种类

品类	具体介绍
钢铁	经营品种包括冷轧、热卷、螺纹、线材、钢坯、带钢、中板、圆钢、硅钢、品种钢等，涵盖建筑用材、工业用材等各类主流钢材产品，年运营钢铁产品达 1600 万吨。
煤矿	立足动力煤、冶金煤、建材煤、化工煤等品种，产品包括褐煤、焦煤、焦炭、无烟煤、烟喷煤等，与国内外知名煤矿企业、大型煤炭贸易企业等保持良好的合作关系，年运营煤炭规模超 3000 万吨。
矿产	主要经营铁矿、锰矿、铬矿、铝土矿、合金等细分品种，与澳洲、南非、巴西、几内亚等地多家主流矿山及国内外大型企业达成战略合作关系，年运营规模达 1000 万吨。
石化材料	主要经营成品油（汽油、柴油、燃料油、基础油）、沥青、石油焦等石化品种，与诸多国内外大型石化企业建立了稳定合作关系，年运营量达 350 万吨。
木材	品种包括云杉原木、樟子松原木、桦木原木、松木板材、辐射松板材等，涵盖建筑口料、室内装修材、家具材、包装料、地板料、人造板用料等多种用途木材，年进口木材达 150 万立方米。
木制品	经营品种包括胶合板、中密度板、刨花板、木线条、PVC 发泡板等各类人造板，持续打造 SUMEC WOOD 等核心自主品牌，产品取得 CE、FSC、DDS、CARB 等多项国际认证，年运营量近 50 万立方米，出口规模常年保持全国前列。
纺织原料	经营品种包括羊毛、棉花、棉纱、黏胶、涤纶化纤、亚麻等，与全球知名羊毛供应商及主要棉纱供应商建立了良好的战略合作关系，羊毛进口规模常年位居全国前列。
纸品与浆类	包括牛皮纸、牛卡纸、箱板、瓦楞纸等成品纸及针叶木浆、阔叶木浆等浆类产品，与国外多家知名纸品供应商和浆类品牌保持良好合作。
其他商品	经营初级农产品、饲料原料、化工原料、建筑材料等其他品类的大宗商品，例如水泥及熟料、豆粕、工业盐、DLP 等

资料来源：公司公告，民生证券研究院

政策支持力度加大，公司作为供应链头部企业成长空间广阔。近年来，国家不断提高对供应链行业的重视程度，出台各类相关政策意见促进供应链行业发展。发达国家供应链市场，呈现“大市场、大公司”的特点。而我国供应链市场呈现“大市场、小公司”的特点。2021 年海外大宗商品原油市场供应链 CR4（嘉能可、托克、维多集团和贡渥集团）份额超 20%。2015-2020 年，海外农业市场供应链 CR4

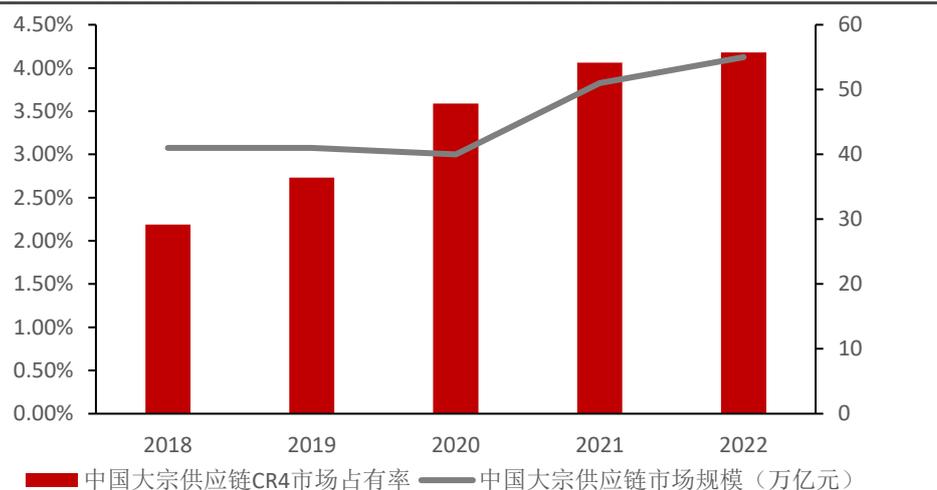
稳定在 14%左右。2018 至 2022 年，我国大宗商品 CR4 集中度稳步增长，2022 年达 4.18%。相对于发达国家，我国大宗商品供应链行业的集中度较低，行业龙头盈利能力未来仍有较大的成长空间。

表4：我国政策大力扶持供应链发展

时间	报告名称	主要内容
2022 年 4 月	《关于加快建设全国统一大市场的意见》	推动第三方物流产业科技和商业模式创新，培育一批有全球影响力的数字化平台企业和供应链企业，促进全社会物流降本增效。
2022 年 11 月	党的二十大报告	推动货物贸易优化升级，创新服务贸易发展机制，发展数字贸易，加快建设贸易强国。
2023 年 4 月	《关于推动外贸稳规模优结构的意见》	提出强化贸易促进拓展市场、稳定和扩大重点产品进出口规模等五方面共 18 条意见，为供应链行业进出口促稳提质提供强大助力
2023 年 12 月	《关于加快内外贸一体化发展的若干措施》	加强大宗贸易商品、对外承包工程、智能网联汽车、电子商务、支付结算等重点领域标准外文版编译，加大宣传推广力度，帮助企业降低市场转换的制度成本。

资料来源：政府官网，新华网，民生证券研究院

图43：我国大宗商品 CR4 持续升高但相较发达国家集中度低



资料来源：厦门象屿公司公告，民生证券研究院

大宗商品经营模式以自营统购分销为主。供应链的经营模式主要分为自营与代理两种模式，其中自营模式又分为统购分销与自营配送。公司在自营统购分销模式下与上游主要供应商签订长期采购协议，建立全球性的资源网络，同时为下游核心优质客户提供原材料组织、物流规划和金融服务等配套配送服务，低价收入高价售出，实现价差获利。并且在传统大宗商品经营模式的基础上，公司成立了数字化转型委员会，建立数字化评价体系，打造“供应链+”数字化转型，提高运营效率。

3.1.2 业务影响因素分析：需求减弱挑战营收，经营策略助力毛利率稳中求进

需求端：经济基本面疲软与国际产业格局演变给公司营收带来潜在挑战。公共卫生事件后国内经济恢复缓慢，经济增速有所放缓，带来大宗商品需求总量的下降。

“一带一路”倡议和 RCEP 等区域一体化战略的落地实施更使得国内部分大宗商品消费需求向国外转移，部分大宗商品品类需求波动进一步扩大。财报数据显示，2022 年以来大宗需求的走弱持续影响公司营业收入。23H1 公司供应链板块营收 507.43 亿元，同比大幅下滑 18.42%。

图44：供应链板块收入受大宗商品需求走弱冲击



资料来源：公司年报，民生证券研究院

供给端：产品结构和商业模式持续优化，结合套保有望保证较高毛利率。作为大宗商品运营龙头，苏美达采取提升石化产品资源等高毛利产品占比的策略以应对大宗需求波动的影响。同时，公司在商业模式方面采用先确认客户订单并收取订金再向上游生产商集中采购的统购分销策略、低价购入部分商品再等待高价卖出的自营配送策略，保证了较低的存货囤积风险与较高的业务灵活性。最后，公司积极参与不断发展的以人民币计价的大宗商品期货市场，通过卖出或买入与螺纹钢、热卷、铁矿石、动力煤、沥青等商品关联的期货合约方式进行套期保值，避免暴露于过大的不确定性风险。以上因素均有望帮助公司大宗商品运营板块毛利率维持在较为稳定的水平，甚至有所提升。根据 2023 年中报，公司 23 年供应链板块毛利率同比提升 0.18pp 至 1.96%。

3.2 机电设备进口：深耕行业打造丰富品类矩阵，数字化持续赋能业务升级

3.2.1 业务介绍：涵盖纺织、机械加工等多种设备进口业务

供应链业务中的机电设备进口业务在公司起步萌芽期（1978-1997 年）已见雏形。苏美达前身中国机械设备出口公司江苏省分公司，在改革开放元年成立之初的主要责任就是推动国家机电设备进口事业。在此后的发展中，公司不断改进完善机电设备进口板块，专注于机电设备的招标与进口实际业务。

公司的机电设备进口业务打造了丰富的品类矩阵，主要包括纺织生产设备、机

械加工设备、高速转轮胶印机、基础建设设备与材料、薄膜生产线、其他机电设备六大内容，在经营范围和设备性质方面可进一步细分为各类机电设备的国际国内招标、纺织设备进口、机械加工装备引进、轻工设备引进、通讯电子设备引进、医疗设备进口、新能源设备引进、冶金设备及技术引进、工程机械引进、重大项目及基础建设设备引进等。

图45：机电设备进口业务品类矩阵



资料来源：公司官网，民生证券研究院

业务模式方面，代理机制为框架，设备采购为核心，“四位一体”打造综合服务能力。公司机电设备贸易业务运作时，公司首先获取下游客户的采购意向，由此代理客户从上游供应商采购商品。在采购过程中，公司将根据商品价格的波动及时调整收取的保证金，以对冲价格波动带来的经营风险，最终实现下游客户与上游供应商的一对一匹配。打造了“苏美达达天下”平台，依托公司多年来积累的业务支撑能力和互联网信息手段，实现资源与信息的交互、上下游间的产业协同，为每位客户提供“资源供应、商务咨询、金融支持、物流服务”四位一体的商业解决方案。

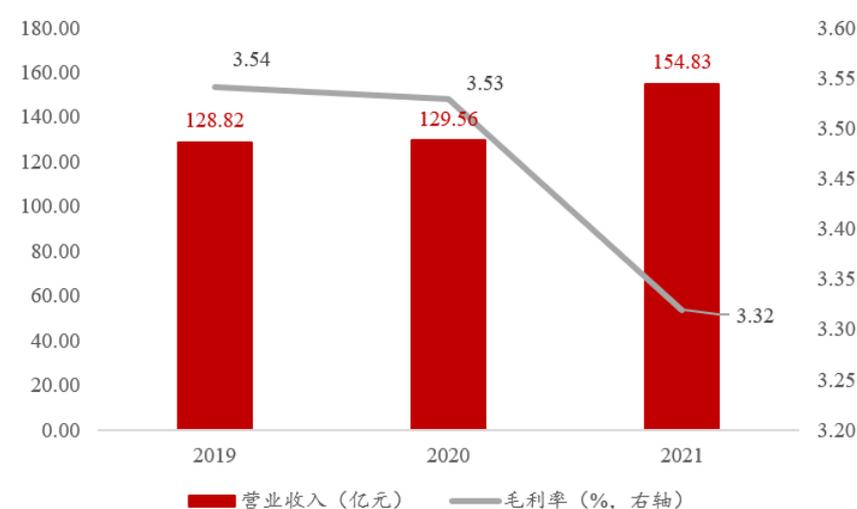
图46：机电设备进口 1V1 代理采购



资料来源：公司年报，公司官网，民生证券研究院

公司是全国最大的机电设备进口代理商。2019-2021 年间公司机电设备进口业务营收持续增长，2021 年同比增长 19.51%至 154.83 亿元。同时业务毛利率逐年下滑，但降幅微弱，始终保持在同比变动 0.5%的范围内。此外，苏美达纺织设备、轻工设备、机床设备、医疗设备进口规模均常年排名全国前列，2021 年进口开证规模突破 65 亿美元。2022 最新年报显示，机电设备进口领域的“苏美达达天下”数字化平台也在努力构建“生态圈”，已经凭借数字化实践的成功和行业影响力成为第五届进博会“数字展会平台建设运营合作伙伴”。其提供装备展示厅、融资租赁展示厅、物流平台、在线签约与购标等功能将更好地服务下游客户与上游供应商，有望辅助机电设备进口业务进一步增强。

图47：机电设备进口营业收入与毛利率



资料来源：公司年报，民生证券研究院

备注：2022 年之后的公司年报未披露相关数据

表5：机电设备分品类进口规模

品类	进口规模
纺织设备	常年保持全国第一
轻工设备	连续多年位居全国前五
机床设备	连续十余年位居全国前三
医疗设备	常年位居全国前十
机电设备总计	2021 年进口开证突破 65 亿美元，连续 14 年在南京海关关区排名第一

资料来源：公司年报，公司官网，民生证券研究院

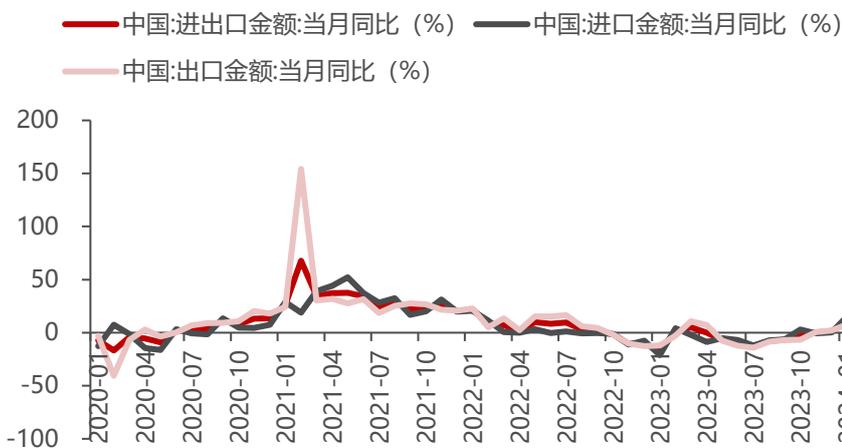
3.2.2 业务影响因素分析：新发展格局推动国内市场长期转型，国际风险事件增加潜在风险

国内市场方面，随着“双循环”发展格局的推进与国家“十四五”规划的实施，未来高端机电产品进口、大型先进科研与教学仪器、高端医疗设备的进口需求量有望保持增长。在国内基建投资发力的背景下，我国机电中间产品的进口需求也将扩大。但随着自主创新战略的深入实施和先进设备进口替代的提速，机电设备进口增速长期来看或将逐步放缓。这对机电产品进口行业的供应链集成服务能力、服务质量和综合解决方案的差异化提出了更高要求。公司报告显示，苏美达将聚焦数字化转

型与金融赋能、加快市场拓展与优化集成服务方案、加快拓展营销渠道与积极试点代理商模式三个方面不断提升业务能力。

国际市场方面，受公共卫生事件后全球经济走势与复杂国际局势变化影响，中国对外贸易呈现一定压力。自 2022 年 10 月我国以美元计价的进出口总值增速转负以来，进出口总值、进口总值与出口总值均表现疲软。截至 2023 年末，以美元计价，中国进出口金额累计同比下降 5.0%，其中出口累计同比下降 4.6%，进口累计同比下降 5.5%。但分地域看，贸易情况存在结构性差异：中国与“一带一路”倡议国家和地区的贸易增长较好，2023 年，中国对共建“一带一路”倡议国家进出口额为 19.47 万亿元，同比增长 2.8%，占进出口总值的 46.6%，规模和占比均为倡议提出以来的最高水平。在地域贸易情况存在分化的背景下，苏美达在“一带一路”倡议国家和地区的业务扩展和客户积累将帮助其在众多竞争者中占据优势。公司进一步深化与欧洲、日本、中国香港商业银行、信用保险公司等境外金融机构合作的战略也将助力其打造有竞争力的金融服务解决方案，布局机电设备进口业务海外版图。但总体来说，机电设备进口业务仍然面对国际金融和政治风险事件的潜在冲击。

图48：公共卫生事件后我国对外贸易表现疲软



资料来源：Wind，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

公司业务主要包括产业链业务和供应链业务，

①供应链业务主要是大宗商品贸易，包括运营煤炭、钢材、矿产、石化产品、林浆纸、纺织原料、农产品等。与下游的房地产、基建、土建设备等需求相关。由于宏观经济存在不确定性，短期内房地产、基建等需求下降，但随着国家政策的宽松，包括降息等一系列刺激措施，预计 25 年后或有恢复，业务增速回正。预计 2024-2026 年分别实现收入 822.54/863.67/906.85 亿元，同比变化 -10.00%/+5.00%/+5.00%。大宗商品假设毛利率保持稳定，24-26 年均为 1.80%。

产业链业务包括三大类，大环保业务、先进制造业务、大消费业务和其他业务，
大环保业务：

②清洁能源业务，包括“辉伦”品牌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，由于光伏产品出口呈现下滑趋势，我国光伏制造业呈现量减态势，因此预计短期内该业务仍有下滑，但未来随着供需结构的改善，25 年之后收入或有所恢复。预计 2024-2026 年分别实现收入 39.46/41.43/43.51 亿元，同比变化 -15.00%/+5.00%/+5.00%。由于光伏组件制造业的盈利能力呈现下降趋势，假设 24-26 年毛利率为 16.00%/15.50%/14.50%。

③生态环保业务，涉及领域包括水处理、污水处理、工业废水处理、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。受宏观经济增长放缓、地方财政吃紧等的影响，有可能导致公共财政用于生态环保的支出增长放缓。因此预计 2024-2026 年分别实现收入 19.44/20.41/21.43 亿元，同比变化 0.00%/+5.00%/+5.00%。假设 24-26 年毛利率与 23 年比略有下降，24-26 年分别为 17.35%/17.00%/16.50%。

先进制造业务：

④户外动力设备（OPE），包括草坪机、松土机、高压清洗机、草坪服务机器人等园林户外机械、清洗机械的研发、制造与销售，需求较为刚性，因此预计 2024-2026 年分别实现收入 34.68/34.68/34.68 亿元，24-26 年同比持平。假设 24-26 年毛利率与 23 年基本持平，均为 21.57%。

⑤柴油发电机组，为中国移动、中国联通、微软、京东数据中心等提供发电机组及相应服务，2023 年累计完成千余个项目。该业务具有规模化、可持续、刚性需求的特征，因此预计 2024-2026 年分别实现收入 11.26/11.82/12.41 亿元，同比变化 0.00%/+5.00%/+5.00%。假设随着产品的规模化，预计 24-26 年毛利率分别为 12.00%/11.00%/10.00%。

⑥船舶制造与航运业务，“船舶制造+航运”协同发展模式，新造船市场因产

能供给短缺,行业脱碳进程加快,处于相对景气的周期里,主要企业订单充足并持续到“十四五”末,中国造船产业的国际竞争力有望继续提升。预计 2024-2026 年分别实现收入 57.76/63.54/69.89 亿元,同比增长 30.00%/10.00%/10.00%。由于行业景气度上行,公司在手订单充足,假设毛利率稳中有升,24-26 年为 11.50%/11.50%/11.00%。

大消费:

⑦服装,海内外拥有 12 家全资实业工厂和 5 家控股实业工厂,并拥有近 600 多人的服装研发设计打样人才队伍。发达国家服装行业周期的去库存阶段基本结束,正在进入补库存阶段。预计 2024-2026 年实现收入 67.40/70.77/74.31 亿元,分别同比 0.00%/+5.00%/+5.00%。由于海外进入补库阶段,假设需求上升,假设 24-26 年毛利率均为 17.00%。

⑧家用纺织品,核心产品为毯子、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,预计 2024-2026 年实现收入 33.87/35.56/37.34 亿元,分别同比+5.00%/+5.00%/+5.00%。凭借品牌优势,假设毛利率相比 23 年提升,24-26 年毛利率均为 25.00%。

⑨品牌校服,国内校服市场中的新格局逐渐兴起,品质校服越来越受到学校和家长的欢迎。预计 2024-2026 年实现收入 11.65/12.81/14.10 亿元,同比增长 5.00%/10.00%/10.00%。品牌校服需求上升,所以假设毛利率稳中有升,24-26 年均为 34.63%。

综上所述,预计公司 2024-2026 年实现收入 1144.25/1203.20/1265.44 亿元,同比变化-6.75%/+5.15%/+5.17%。毛利率分别为 5.96%/5.93%/5.86%。

表6: 公司营收拆分

单位: 亿元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收	1,409.82	1,227.11	1,144.25	1,203.20	1,265.44
YoY	-15.98%	-12.96%	-6.75%	5.15%	5.17%
毛利率	3.44%	5.58%	5.96%	5.93%	5.86%
一、产业链业务	303.25	313.18	321.71	339.54	358.60
YoY	11.71%	3.27%	2.72%	5.54%	5.61%
毛利率	15.98%	16.13%	16.60%	16.35%	16.12%
1.大环保	74.44	65.86	58.90	61.85	64.94
YoY	38.83%	-11.53%	-10.57%	5.00%	5.00%
毛利率	14.59%	16.34%	16.45%	16.00%	15.16%
1) 清洁能源	54.47	46.43	39.46	41.43	43.51
YoY	47.34%	-14.76%	-15.00%	5.00%	5.00%
毛利率	15.57%	16.00%	16.00%	15.50%	14.50%
2) 生态环保	19.98	19.44	19.44	20.41	21.43
YoY	19.92%	-2.69%	0.00%	5.00%	5.00%
毛利率	11.91%	17.15%	17.35%	17.00%	16.50%
2.先进制造	83.16	90.37	103.70	110.04	116.99
YoY	2.83%	8.15%	14.75%	6.11%	6.31%

毛利率	17.41%	14.64%	14.92%	14.33%	14.03%
1) 户外动力设备 (OPE)	41.11	34.68	34.68	34.68	34.68
YoY	-2.70%	-15.62%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	20.46%	21.37%	21.57%	21.57%	21.57%
2) 柴油发电机组	5.56	11.26	11.26	11.82	12.41
YoY	22.93%	88.79%	0.00%	5.00%	5.00%
毛利率	13.48%	12.43%	12.00%	11.00%	10.00%
3) 船舶制造与航运	36.50	44.43	57.76	63.54	69.89
YoY	7.02%	21.74%	30.00%	10.00%	10.00%
毛利率	14.57%	9.94%	11.50%	11.50%	11.00%
3.大消费	106.52	110.75	112.91	119.14	125.74
YoY	6.81%	3.97%	1.96%	5.52%	5.54%
毛利率	18.15%	20.10%	21.22%	21.28%	21.35%
1) 服装	69.07	67.40	67.40	70.77	74.31
YoY	7.95%	-2.42%	0.00%	5.00%	5.00%
毛利率	14.47%	16.20%	17.00%	17.00%	17.00%
2) 家用纺织品	27.96	32.25	33.87	35.56	37.34
YoY	5.71%	15.35%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	20.95%	23.33%	25.00%	25.00%	25.00%
3) 品牌校服	9.49	11.09	11.65	12.81	14.10
YoY	2.10%	16.94%	5.00%	10.00%	10.00%
毛利率	36.66%	34.43%	34.63%	34.63%	34.63%
二、供应链业务	1,106.57	913.93	822.54	863.67	906.85
YoY	-21.33%	-17.41%	-10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	1.78%	1.96%	1.80%	1.80%	1.80%

资料来源: wind, 民生证券研究院

假设公司的销售费用率保持稳定, 24-26 年均为 1.4%。管理费用率和研发费用率小幅改善, 假设管理费用率 24-26 年均为 0.7%, 研发费用率 24-26 年均为 0.3%, 财务费用率 24-26 年分别为 0.09%/0.07%/0.04%。

表7: 公司费用率预测

	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
管理费用率	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
研发费用率	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
财务费用率	0.10%	0.09%	0.07%	0.04%

资料来源: wind, 民生证券研究院

4.2 估值分析

公司 75%左右的业务由大宗商品贸易贡献, 我们选取大宗商品贸易行业的可比公司中信金属、玉龙股份, 中信金属主要从事钢铁、有色金属及相关行业的技术开发、转让、销售业务, 玉龙股份主要从事矿产、有色金属、煤炭、化工等大宗商品贸易。我们采用 PE 估值法, 24-26 年可比公司平均 PE 为 16/14/13X, 公司 PE 为 10/9/9X, 低于可比公司平均值, 估值具备优势。

表8: 可比公司估值表

证券代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601061.SH	中信金属	6.81	0.58	0.66	0.71	12	10	10
601028.SH	玉龙股份	14.35	0.73	0.81	0.91	20	18	16
	平均值					16	14	13
600710.SH	苏美达	8.15	0.83	0.87	0.90	10	9	9

资料来源: wind, 民生证券研究院; (注: 收盘价为 2024 年 7 月 19 日对应价格, 可比公司 eps 采用 wind 一致预期)

4.3 投资建议

作为央企混改先锋、双循环发展标杆,公司聚焦“先进制造业、新能源环保业、现代服务业”三大领域,稳健经营带来优良的业绩,以及稳定的分红与成长。我们预计 24-26 年公司实现归母净利润 10.82/11.32/11.74 亿元,同比 +5.1%/4.6%/3.7%,对应 PE 为 10/9/9X,首次覆盖,给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) 海外需求不及预期。公司有多个业务出口到海外,大环保业务、先进制造、大消费业务、供应链业务的主要市场均为海外市场,海外的消费需求、建设工程需求都影响公司的业务销售情况。

2) 供应链业务原材料成本大幅变化。对于供应链业务,原材料成本变化对其盈利能力产生影响,从而影响公司业绩水平的稳定性。

3) 产业链业务新订单签约和落地不及预期。公司产业链业务包括大环保业务、先进制造、大消费业务,下游客户众多。目前公司的先进制造业务中船舶业务有较多在手订单,截至 2023 年底,在手订单 66 艘,订单已排期至 2026 年底。行业竞争激烈,公司面临日本等世界级头部造船厂的竞争,有可能使得公司的订单数量以及船价面临压力,进而影响公司业绩。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	122,981	114,425	120,320	126,544
营业成本	115,984	107,605	113,183	119,131
营业税金及附加	185	172	180	190
销售费用	1,773	1,602	1,684	1,772
管理费用	955	801	842	886
研发费用	497	343	361	380
EBIT	3,624	4,017	4,189	4,313
财务费用	127	103	86	49
资产减值损失	-140	-79	-83	-87
投资收益	169	114	120	127
营业利润	3,704	3,961	4,153	4,316
营业外收支	254	190	190	190
利润总额	3,958	4,151	4,343	4,506
所得税	857	892	934	969
净利润	3,102	3,258	3,410	3,537
归属于母公司净利润	1,030	1,082	1,132	1,174
EBITDA	4,578	4,978	5,169	5,280

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	11,700	14,804	17,825	20,933
应收账款及票据	8,983	7,061	7,425	7,809
预付款项	8,024	7,237	7,612	8,012
存货	10,494	7,789	8,192	8,623
其他流动资产	3,312	3,988	4,093	4,203
流动资产合计	42,514	40,879	45,147	49,581
长期股权投资	839	839	839	839
固定资产	5,103	5,116	5,129	5,130
无形资产	691	691	691	691
非流动资产合计	9,798	9,869	9,862	9,876
资产合计	52,312	50,748	55,010	59,457
短期借款	2,979	3,866	3,866	3,866
应付账款及票据	12,704	10,914	11,480	12,083
其他流动负债	20,838	17,320	18,059	18,839
流动负债合计	36,521	32,100	33,404	34,788
长期借款	529	595	595	595
其他长期负债	2,083	2,095	2,095	2,095
非流动负债合计	2,613	2,690	2,690	2,690
负债合计	39,134	34,789	36,094	37,478
股本	1,307	1,307	1,307	1,307
少数股东权益	6,293	8,469	10,747	13,110
股东权益合计	13,177	15,959	18,916	21,979
负债和股东权益合计	52,312	50,748	55,010	59,457

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-12.87	-6.96	5.15	5.17
EBIT 增长率	1.26	10.84	4.30	2.96
净利润增长率	12.80	5.05	4.65	3.75
盈利能力 (%)				
毛利率	5.69	5.96	5.93	5.86
净利润率	0.84	0.95	0.94	0.93
总资产收益率 ROA	1.97	2.13	2.06	1.98
净资产收益率 ROE	14.96	14.44	13.86	13.24
偿债能力				
流动比率	1.16	1.27	1.35	1.43
速动比率	0.58	0.73	0.81	0.88
现金比率	0.32	0.46	0.53	0.60
资产负债率 (%)	74.81	68.55	65.61	63.03
经营效率				
应收账款周转天数	24.46	24.77	21.36	21.36
存货周转天数	31.24	30.58	25.41	25.41
总资产周转率	2.34	2.22	2.28	2.21
每股指标 (元)				
每股收益	0.79	0.83	0.87	0.90
每股净资产	5.27	5.73	6.25	6.79
每股经营现金流	2.13	3.43	3.36	3.44
每股股利	0.33	0.35	0.36	0.38
估值分析				
PE	10	10	9	9
PB	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	1.84	1.69	1.63	1.59
股息收益率 (%)	4.05	4.25	4.45	4.62

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3,102	3,258	3,410	3,537
折旧和摊销	954	962	980	966
营运资金变动	-1,423	245	-25	-28
经营活动现金流	2,780	4,476	4,388	4,497
资本开支	-298	-360	-368	-375
投资	465	-1,166	0	0
投资活动现金流	261	-1,491	-248	-248
股权募资	3	0	0	0
债务募资	830	1,230	0	0
筹资活动现金流	-3,633	118	-1,119	-1,140
现金净流量	-477	3,104	3,021	3,109

插图目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司分业务收入结构.....	6
图 3: 公司分地区收入结构.....	6
图 4: 各地区毛利情况 (单位: 亿元).....	6
图 5: 苏美达股权结构图 (截至 2023 年).....	7
图 6: 2019-2024Q1 营业收入 (单位: 亿元).....	9
图 7: 2019-2024Q1 净利润及归母净利润 (单位: 亿元).....	9
图 8: 2019-2024Q1 毛利率及净利率 (单位: %).....	9
图 9: 2019-2024Q1 期间费用率 (单位: %).....	9
图 10: 供应链板块收入 (亿元) 及增速.....	10
图 11: 产业链板块收入 (亿元) 及增速.....	10
图 12: 各业务利润总额 (单位: 亿元).....	11
图 13: 各业务毛利率 (单位: %).....	11
图 14: 2019-2023 分红率及股息率 (单位: %).....	11
图 15: 2019-2023 现金股利分配情况 (单位: 亿元).....	11
图 16: OPE 营收规模及 yoy.....	12
图 17: OPE 毛利率变化.....	12
图 18: 户外动力设备自有品牌.....	13
图 19: 柴油发电机组产品.....	14
图 20: 柴油发电机组业务营收规模及 yoy.....	14
图 21: 柴油发电机组业务毛利率变化.....	14
图 22: 船舶制造业务产品线.....	15
图 23: 船舶建造基地设施.....	15
图 24: 船舶制造与航运业务营收 yoy 变化.....	15
图 25: 船舶制造与航运业务毛利率变化.....	15
图 26: 苏美达轻纺国际贸易有限公司中越缅柬孟埃六国制造.....	16
图 27: 苏美达轻纺出口规模 (百万, 美元).....	16
图 28: 服装业务营收与 yoy.....	16
图 29: 服装业务毛利与毛利率变化.....	16
图 30: 家纺业务品牌及产品.....	17
图 31: 家纺业务营收及 yoy.....	17
图 32: 家纺业务毛利及毛利率变化.....	17
图 33: 校服业务营收及 yoy.....	18
图 34: 校服业务毛利及毛利率变化.....	18
图 35: 苏美达能源业务范围.....	18
图 36: 全球化、综合性清洁能源解决方案.....	18
图 37: 清洁能源收入及 yoy.....	19
图 38: 清洁能源毛利及毛利率变化.....	19
图 39: 生态环保业务收入及 yoy.....	19
图 40: 生态环保毛利及毛利率变化.....	19
图 41: 生态环保业务的全球布局.....	19
图 42: 太阳能组件.....	19
图 43: 我国大宗商品 CR4 持续升高但相较发达国家集中度低.....	21
图 44: 供应链板块收入受大宗商品需求走弱冲击.....	22
图 45: 机电设备进口业务品类矩阵.....	23
图 46: 机电设备进口 1V1 代理采购.....	23
图 47: 机电设备进口营业收入与毛利率.....	24
图 48: 公共卫生事件后我国对外贸易表现疲软.....	25

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司各类业务简介	5
表 2: 公司核心管理层一览	7
表 3: 公司大宗商品种类	20
表 4: 我国政策大力扶持供应链发展	21
表 5: 机电设备分品类进口规模	24
表 6: 公司营收拆分	27
表 7: 公司费用率预测	28
表 8: 可比公司估值表	29
公司财务报表数据预测汇总	31

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026