

海外基地稳步扩张，中期分红彰显价值

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 2024H1, 公司国外销售收入占比为 79%。海外生产基地包括缅甸、越南、柬埔寨、孟加拉等。由于生产基地较为分散, 贸易具备灵活性, 可以有效规避贸易壁垒。2) 2024 年三季度末, 货币资金与交易性金融资产之和接近 226.6 亿元, 是最新总市值的 1.8 倍, 资产负债率为 50.15%。3) 预计 2025 年每股净资产为 10.21 元, 对应 PB 为 0.8 倍, PB 估值水平位于历史 25%分位以内。
- 国内领先的外贸供应链服务公司。** 供应链服务是公司的传统优势业务, 主要涉及纺织服装、玩具等消费品的进出口贸易。2024 年上半年, 公司纺织服装业务实现营业收入 146.4 亿元, 占公司总营收的 83%, 同比增长 14%。化工新能源业务主要由子公司瑞泰新材(301238)运营, 其生产的双三氟甲基磺酰亚胺锂(LiTFSI)在固态锂离子电池等新型电池中已形成批量销售, 主要应用于聚合物固态电池, 也可应用到硫化物固态电池和氧化物固态电池上。
- 海外补库需求上升, 外贸运行稳中有进。** 2024 年, 海外主要市场历经前期去库存后, 补库存进程稳步推进, 对纺织服装产品的需求呈现出积极的增长态势。2024 年, 中国纺织服装累计出口 3011 亿美元, 同比增长 2.8%。中国纺织服装对新兴市场的出口增长显著, 中亚、中东、东南亚、非洲等地区成为出口增长的重要驱动力。
- 从“中国供应链整合”向“世界供应链整合”转变。** 公司纺织品服装重要市场有美国、欧盟、孟加拉、越南、日本等。2024H1, 公司累计进出口 23.6 亿美元, 同比增长 9%, 其中出口 21.2 亿美元, 同比增长 11.1%。公司计划在现有 120 多家生产实体的基础上, 继续布局一批生产实体和海外机构, 以此加快推进贸工技一体化协同发展, 打造特色供应链体系, 深度融入全球产业链分工。
- 现金资产充裕, 2024 年实施中期分红。** 2024 年 9 月底, 公司以银行存款为主的货币资金 128.6 亿元, 以结构性存款为主的交易性金融资产 97.97 亿元, 两者合计达 226.59 亿元, 现金资产充裕。11 月 7 日实施 2024 年中期分红, 每股派发现金红利 0.1 元, 凸显在盈利分配上的积极举措。
- 盈利预测与投资建议:** 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 11.1 亿元、12.4 亿元、13.5 亿元, BPS 分别为 9.68 元、10.21 元、10.77 元, 对应 PB 为 0.8 倍、0.8 倍、0.7 倍。参考可比公司估值, 给予公司 2025 年 1 倍 PB, 对应目标价 10.21 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 外部市场风险、境外贸易政策及壁垒风险、原材料价格波动风险、汇率波动风险、技术研发风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	37186.44	38919.18	41455.32	43389.67
增长率	-13.16%	4.66%	6.52%	4.67%
归属母公司净利润(百万元)	1603.93	1115.12	1237.01	1345.97
增长率	-6.99%	-30.48%	10.93%	8.81%
每股收益 EPS(元)	0.99	0.69	0.76	0.83
每股净资产 BPS(元)	9.37	9.68	10.21	10.77
净资产收益率 ROE	12.42%	8.37%	8.60%	8.64%
PE	8	11	10	9
PB	0.83	0.80	0.76	0.72

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 胡光烽
执业证号: S1250522070002
电话: 021-58351859
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	16.28
流通 A 股(亿股)	15.95
52 周内股价区间(元)	6.07-8.42
总市值(亿元)	126.30
总资产(亿元)	440.95
每股净资产(元)	9.34

相关研究

目 录

1 江苏国泰：国内领先的外贸供应链服务公司	1
2 行业分析：海外补库需求上升，外贸运行稳中有进	3
3 业务模式：从“中国供应链整合”向“世界供应链整合”转变	8
4 财务亮点：现金资产充裕，2024 年实施中期分红	11
5 盈利预测与估值	14
6 风险提示	15

图 目 录

图 1: 公司主要生产基地	2
图 2: 公司营业收入构成 (2024H1)	2
图 3: 公司毛利构成 (2024H1)	2
图 4: 公司股权关系图 (截至 2024 年 9 月底)	3
图 5: 中国进出口贸易额当月同比情况	4
图 6: 美国库存周期	4
图 7: 中国纺织品累计出口	5
图 8: 2015-2024 年新能源汽车销量及增长率	6
图 9: 新能源汽车细分动力类型销量占比	6
图 10: 2020-2024 年全球锂离子电池出货量	7
图 11: 2016-2024 年中国锂离子电池电解液出货量	7
图 12: 2023-2024 年中国电解液月度市场均价	8
图 13: 2023 年瑞泰新材客户结构 (按销售金额计)	10
图 14: 国外销售收入占比	11
图 15: 营业总收入与利润总额	11
图 16: 毛利率、期间费用率与投入资本回报率	11
图 17: 公司资产构成及变化	12
图 18: 公司资产负债率	12
图 19: 公司现金收入比	13
图 20: 公司历年分红情况	13

表 目 录

表 1: 2016 年 12 月重大资产重组涉及的资产情况	1
表 2: 公司进出口贸易额构成情况 (亿美元)	9
表 3: 瑞泰新材主要产品介绍	9
表 4: 化工新能源业务新材料产销量 (吨)	10
表 5: 收入和成本预测	14
表 6: 可比公司估值	15
附表: 财务预测与估值	16

1 江苏国泰：国内领先的外贸供应链服务公司

江苏国泰成立于 1998 年 5 月，总部位于江苏省张家港市，是一家以供应链服务和化工新能源业务为主业，集研发设计、生产实体、金融投资为一体的大型国际化企业集团。

公司股票于 2006 年 12 月在深交所上市。2016 年 12 月，公司通过向控股股东国泰集团、盛泰投资、亿达投资及 195 名自然人发行 4.53 亿股股份的方式购买集团旗下 11 家子公司部分股权，使后者均成为控股子公司，至此集团实现整体上市。2022 年 6 月，子公司瑞泰新材(301238.SZ)在深交所创业板成功上市，提升了公司在新能源材料领域的市场地位。

表 1：2016 年 12 月重大资产重组涉及的资产情况

序号	标的公司	收购比例	主营业务
1	华盛实业	60%	主营各类纺织纱线、面料、服装的出口业务及纺织原料等大宗商品的进口业务
2	国华实业	59.83%	主营纱线、面料、服装各类纺织品的进出口，产品远销 50 多个国家和地区
3	汉帛贸易	60%	主要从事纺织服装等商品的进出口贸易及优势产业的投资业务，拥有全资生产实体及专业服装打样中心
4	亿达实业	60%	主营各类纺织品的进出口，产品以纺织品服装为主
5	力天实业	51.05%	主营纺织服装的进出口，同时涉及钢铁贸易、电子产品、船舶出口等产业
6	国泰华诚	59.82%	以出口化工医药、中高档时装、家纺礼品等商品为主，以进口品牌干洗剂、环保型制冷剂商品为辅
7	国泰华博	51%	主要从事棉花、棉纱、羊毛、天然橡胶、椰壳纤维、葡萄酒、洁具等商品的进口业务
8	国泰上海	60%	主要向欧洲和日本市场出口服装，拥有自己投资的针织工厂，在张家港还有办事处控制工厂及质量
9	国泰财务	80%	主要为国泰集团及下属子公司提供存款业务、贷款业务、中间业务、票据业务、结算业务等专业金融服务
10	紫金科技	100%	以物业经营(租赁)为主，房地产、投资为辅
11	慧贸通	70%	为各类中小微企业提供在线外贸订单成交、物流运输等全流程一站式进出口服务

数据来源：2016 年资产重组报告书（修订稿），西南证券整理

供应链服务是公司的传统优势业务，主要涉及纺织服装、玩具等消费品的进出口贸易。2024 年上半年，公司纺织服装业务实现营业收入 146.4 亿元，占公司总营收的 83%，同比增长 14%。

在外贸领域，江苏国泰通过“贸、工、技”一体化的服务模式，为客户提供从原材料采购到产品交付的全流程服务。公司在全球多个国家和地区设立了生产基地，特别是在缅甸、越南、孟加拉等国家，建立了完善的供应链网络。这种全球化的布局不仅降低了生产成本，还增强了公司对国际市场变化的适应能力。

化工新能源业务方面，公司主要从事锂离子电池电解液、有机硅材料等产品的研发、生产和销售。2024 年上半年，尽管锂离子电池行业面临产能过剩和竞争加剧的挑战，但江苏国泰凭借其在电解液添加剂领域的技术优势，依然保持了稳定的增长。公司生产的锂盐类添加剂如二氟磷酸锂（LiDFP）和双三氟甲基磺酰亚胺锂（LiTFSI）已广泛应用于动力电池和固态电池领域。

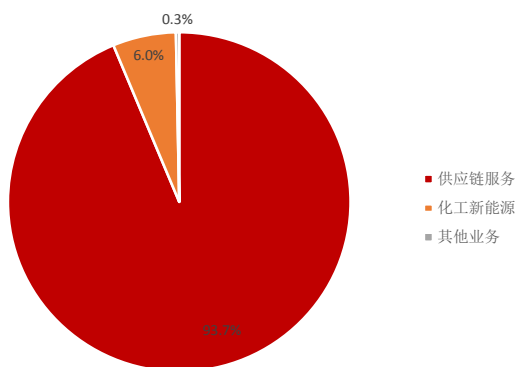
图 1：公司主要生产基地



资料来源：公司官网，西南证券整理

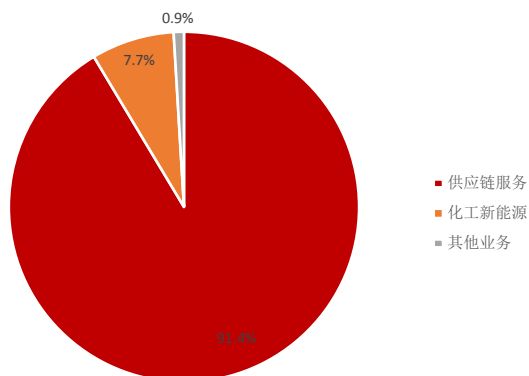
公司 2024H1 供应链服务、化工新能源和其他业务的营业收入分别为 165.2、10.5、0.5 亿元，占比分别为 93.7%、6%、0.3%；供应链服务、化工新能源和其他业务的毛利分别为 24.5、2.1、0.3 亿元，占比分别为 91.4%、7.7%、0.9%。公司供应链服务以消费品进出口贸易为主，为公司当前的基本盘。

图 2：公司营业收入构成 (2024H1)



数据来源：Wind，西南证券整理

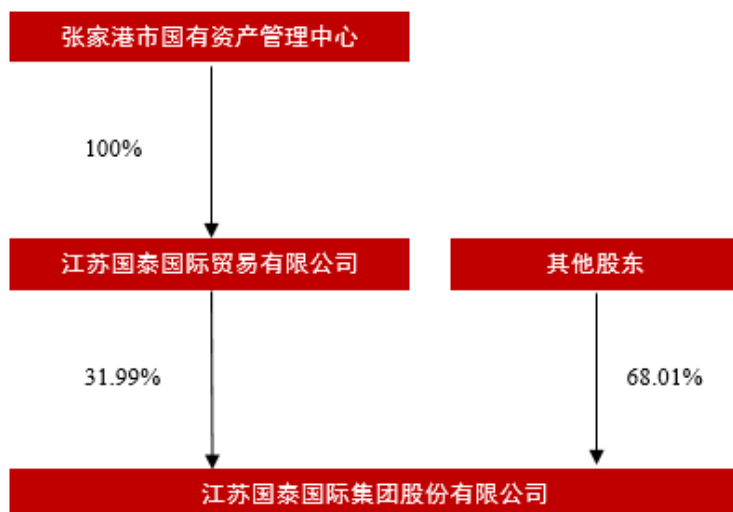
图 3：公司毛利构成 (2024H1)



数据来源：Wind，西南证券整理

公司于 2021 年 7 月公开发行为 45.57 亿元可转债，期限 6 年，截至 2024 年 9 月底，可转债因转股减少 5.7 亿元，剩余可转债余额为 39.87 亿元。截至 2024 年 9 月底，公司总股本 16.28 亿股，江苏国泰国际贸易有限公司持股 31.99% 为控股股东，公司实际控制人为张家港市国有资产管理中心。

图 4：公司股权关系图（截至 2024 年 9 月底）



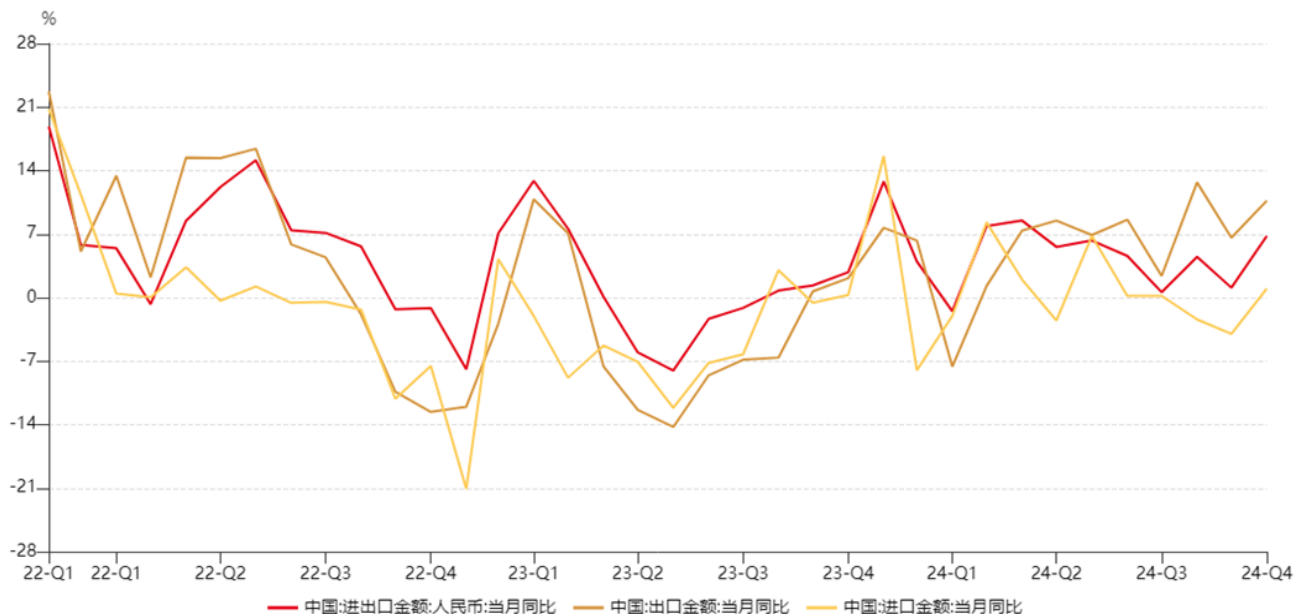
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：海外补库需求上升，外贸运行稳中有进

在全球经济格局复杂多变的背景下，中国进出口贸易展现出强大的韧性与活力，在全球贸易格局中始终占据重要地位。回顾 2023 年，受全球主要经济体持续通胀和货币紧缩导致的需求放缓、全球供应链格局重塑、以及主要商品价格回落影响，中国货物贸易进出口总额增速放缓，当月同比数据波动较大。当年中国货物贸易进出口总值为 41.76 万亿元，同比仅增长 0.2%。其中，出口 23.77 万亿元，同比增长 0.6%；进口 17.99 万亿元，同比下降 0.3%。按美元计价，2023 年中国进出口总值 5.94 万亿美元，同比下降 5.0%，出口 3.38 万亿美元，同比下降 4.6%；进口 2.56 亿美元，同比下降 5.5%。

2024 年中国货物贸易进出口呈现出强劲的增长势头。步入 2024 年，受益于全球经济复苏态势渐显、国内产业升级成果显著、政策持续发力激发市场活力，以及新兴贸易业态蓬勃发展等多重积极因素，中国货物贸易进出口呈现出强劲的增长势头，当月同比数据稳步上扬且波动减小。全年中国货物贸易进出口总值达到 43.85 万亿元，同比增长 5%。其中，出口 25.45 万亿元，同比增长 7.1%；进口 18.4 万亿元，同比增长 2.3%。按美元计价，2024 年中国进出口总值 6.23 万亿美元，同比增长 4.9%，出口 3.62 万亿美元，同比增长 7.1%；进口 2.61 万亿美元，同比增长 2.0%。

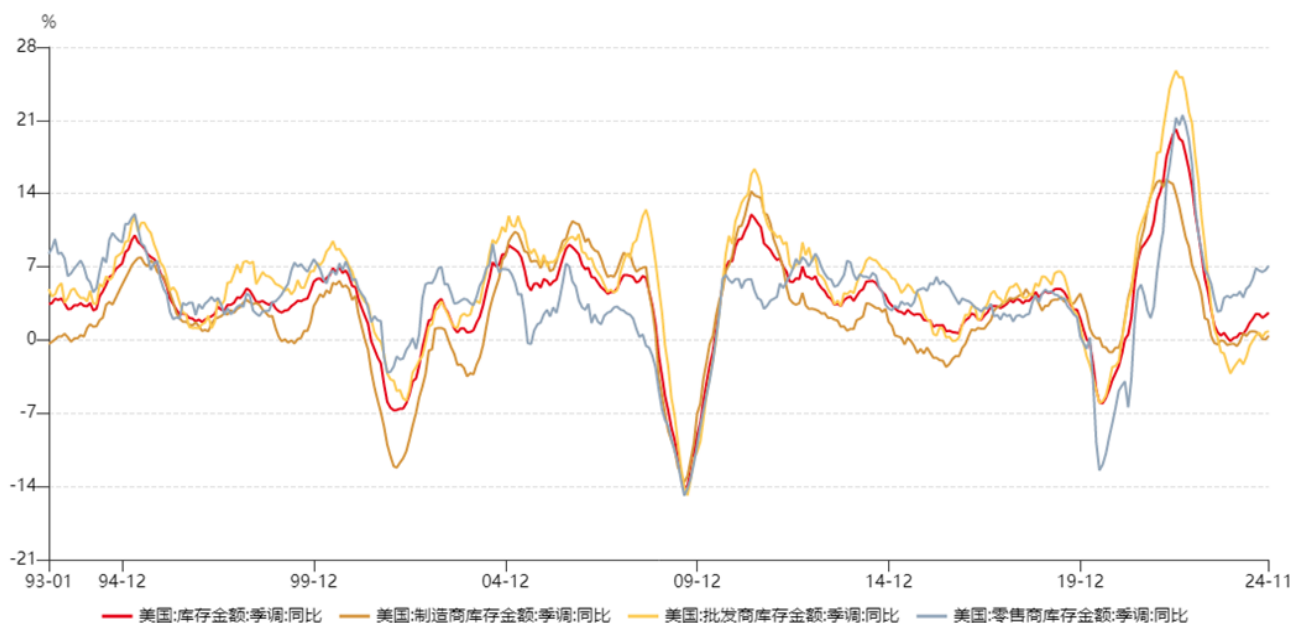
图 5：中国进出口贸易额当月同比情况



数据来源：Wind，西南证券整理

海外市场补库存拉动纺织服装需求。2024 年，海外主要市场历经前期去库存后，补库存进程稳步推进，对纺织服装产品的需求呈现出积极的增长态势。在我国稳外贸政策综合效能的持续发挥下，纺织服装出口总体保持稳中有进的态势，出口成绩好于预期，供应链加速转型升级，对海外市场变化适应能力不断增强。

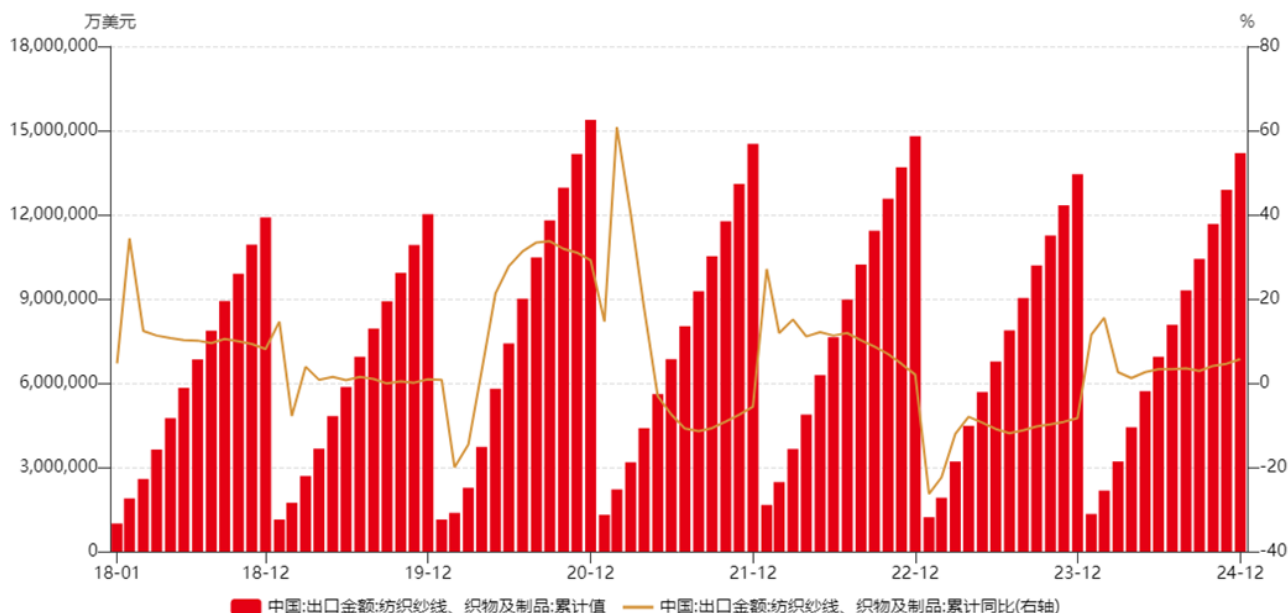
图 6：美国库存周期



数据来源：Wind，西南证券整理

新兴市场成为出口增长新引擎。根据中国纺织品进出口商会公布的数据，2024 年 1 月至 12 月，中国纺织服装累计出口 3011 亿美元，同比增长 2.8%。其中，纺织品出口 1419.6 亿美元，同比增长 5.7%；服装出口 1591.4 亿美元，同比增长 0.3%。中国纺织服装对新兴市场的出口增长显著，2024 年对东盟出口 531.8 亿美元，同比增长 6.8%，其中四季度同比增长 9.3%。

图 7：中国纺织品累计出口



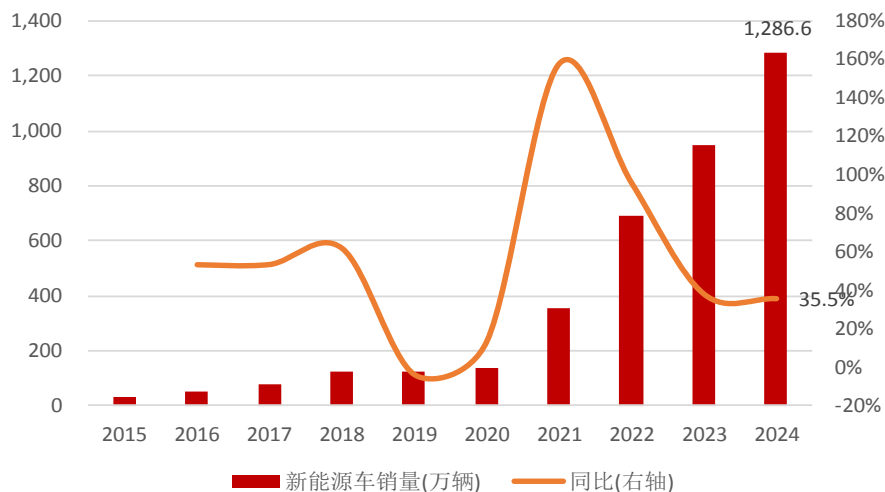
数据来源：海关总署，Wind，西南证券整理

2024 年，在“双碳”目标引领和全球能源转型的大背景下，新能源汽车市场持续发展。这得益于锂离子电池性价比继续提升，各整车厂不断推出更具吸引力的产品，以及充电电等基础配套设施的持续完善。与此同时，风能、太阳能等可再生能源装机占比进一步扩大，储能锂离子电池的安全性和经济性不断提升，商业模式逐步清晰，电力系统储能和工商业储能等应用场景对储能电池的需求持续增加。此外，受终端复苏影响，消费电池出货量持续上升。长期以来，国内外政策在这一大背景下，始终推动着新能源汽车产业、储能产业和锂离子电池产业链的发展。

新能源政策矩阵，驱动产业新发展。2024 年 1 月，国务院发布《中共中央国务院关于学习运用“千村示范、万村整治”工程经验有力有效推进乡村全面振兴的意见》，其中提到加强重点村镇新能源汽车充电设施规划建设，推动农村分布式新能源发展。4 月，商务部、财政部等七部门印发《汽车以旧换新补贴实施细则》，在贷款和以旧换新方面给予新能源汽车政策支持。5 月，工业和信息化部办公厅、国家发展改革委办公厅、农业农村部办公厅、商务部办公厅及国家能源局综合司发布《关于开展 2024 年新能源汽车下乡活动的通知》，紧接着国务院印发《2024-2025 年节能降碳行动方案》。同月，国家能源局发布《关于做好新能源消纳工作保障新能源高质量发展的通知》，明确提出要提升电力系统对新能源的消纳能力，确保新能源大规模发展的同时保持合理利用水平，以此推动新能源高质量发展。6 月，国家发展改革委、国家能源局印发《煤电低碳化改造建设行动方案（2024-2027 年）》，明确要加快构建清洁低碳安全高效的新型能源体系，助力实现碳达峰碳中和目标。这些政策与举措，进一步促进了新能源汽车消费及储能产业的发展。

新能源汽车市场渗透率显著提升。据中国汽车工业协会数据，2024 年，新能源汽车产销分别完成 1288.8 万辆和 1286.6 万辆，同比分别增长 34.4%和 35.5%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 40.9%，较 2023 年提高 9.3 个百分点。

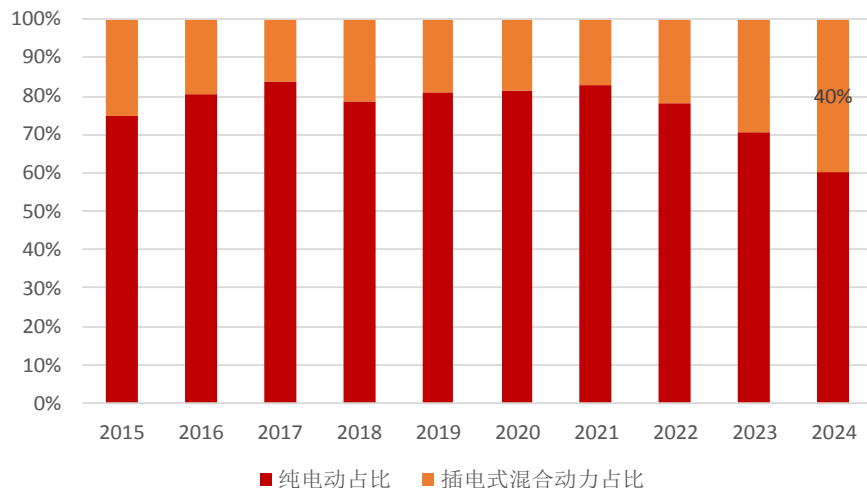
图 8：2015-2024 年新能源汽车销量及增长率



数据来源：中汽协，西南证券整理

其中，纯电动汽车销量占新能源汽车比例为 60%，较去年下降 10.5pp；插混汽车销量占新能源汽车比例为 40%较去年提高 10.5pp。插混汽车的增长迅速，成为带动新能源汽车增长的新动能。

图 9：新能源汽车细分动力类型销量占比

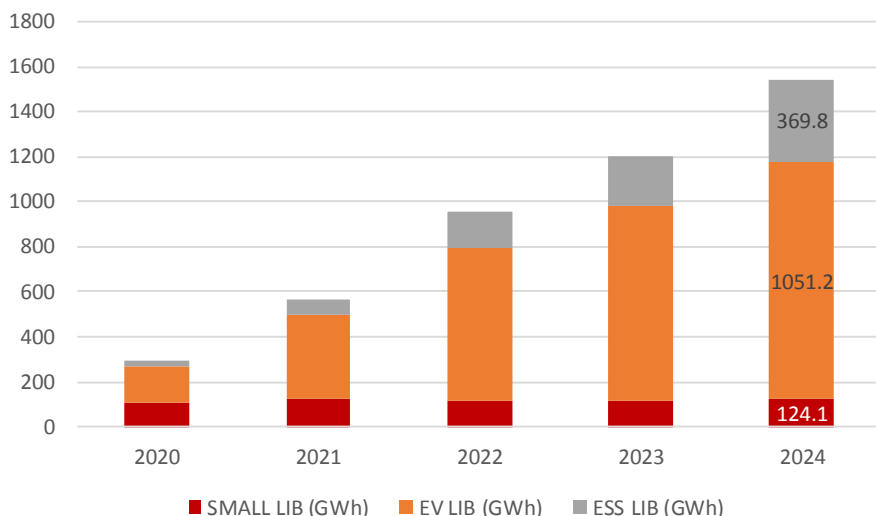


数据来源：中汽协，西南证券整理

中汽协预测 2025 年中国新能源汽车销量为 1600 万辆，同比增长 24.4%。

锂离子电池方面，根据 EV Tank 数据，2024 年全球锂离子电池总体出货量 1545.1GWh，同比增长 28.5%。从出货结构来看，2024 年全球汽车动力电池出货量为 1051.2 Wh，同比增长 21.5%；储能电池出货量 369.8 GWh，同比增长 64.9%；小型电池出货量 124.1 GWh，同比增长 9.6%。

图 10：2020-2024 年全球锂离子电池出货量

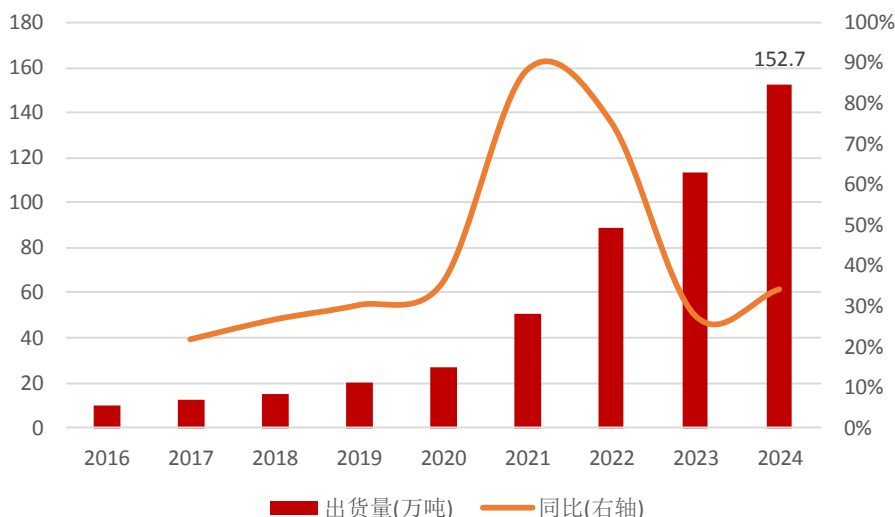


数据来源：伊维智库，西南证券整理

展望未来，EV Tank 预计全球锂离子电池出货量在 2025 年和 2030 年将分别增长至 1899.3GWh 和 5127.3GWh。

中国电解液产业独树一帜。2024 年，国际环境复杂严峻、全球经济复苏乏力，锂电行业增速放缓且产能大量释放而导致供求关系进一步变化，但中国锂离子电池材料产业仍取得了较好发展。根据研究机构 EV Tank 统计，2024 年全球锂离子电池电解液出货量达到 166.2 万吨，同比增长 26.7%，其中中国电解液出货量为 152.7 万吨，同比增长 34.2%，中国电解液出货量的全球占比继续提升至 90%。

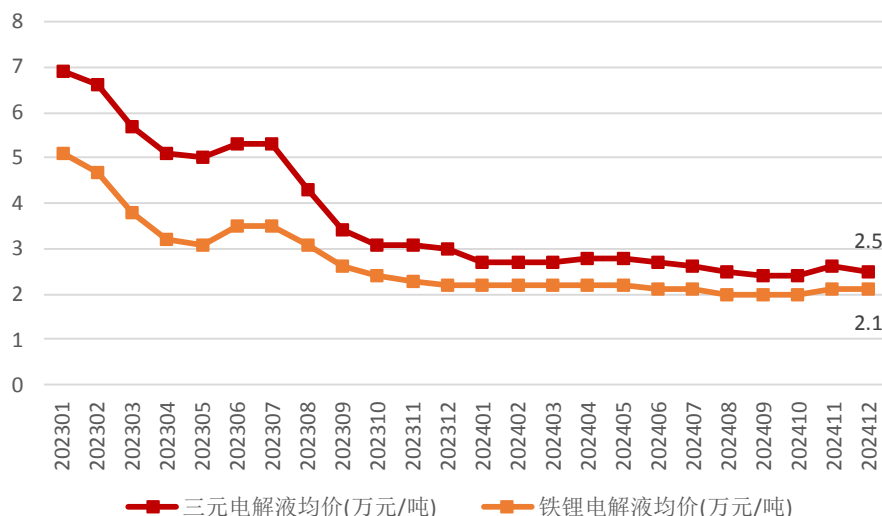
图 11：2016-2024 年中国锂离子电池电解液出货量



数据来源：伊维智库，西南证券整理

价格下滑致总量缩水。从市场规模来看，EV Tank 统计数据显示，2024 年全球电解液市场规模为 409.8 亿元，同比下滑 21.5%，主要原因在于电解液价格的下滑。

图 12：2023-2024 年中国电解液月度市场均价



数据来源：伊维智库，西南证券整理

锂离子电池材料市场凭多引擎驶向平稳增长。总体上，虽然产能阶段性过剩且竞争加剧，但随着绿色低碳的理念普及以及全球相关政策、法规的支持，叠加锂离子电池的性价比不断提升；以及下游新能源汽车行业的持续发展，储能电池市场的逐渐打开以及消费电池的应用场景不断丰富，锂离子电池材料市场预计仍将平稳增长。

3 业务模式：从“中国供应链整合”向“世界供应链整合”转变

公司纺织品服装重要市场有美国、欧盟、孟加拉、越南、日本等，近年来，在中央和地方各级政府不断出台和落实的“稳外贸”政策的支持和鼓励下，公司纺织品服装业务立足自身供应链优势，求新求进，积极拓展新兴市场，持续推进生产基地建设，寻求新形势下发展之道。2024H1，公司累计进出口 23.6 亿美元，同比增长 9%，其中出口 21.2 亿美元，同比增长 11.1%。

以销定产，多元客户构筑稳健贸易格局。公司纺织服装出口贸易拥有商品货权，自主经营并承担销售盈亏。公司采取以销定产模式，在合同签订后从原材料、纱线、面料、成品、制衣等各个生产环节实现全供应链管理，安排公司的国内外货源基地工厂及长期稳定合作的供应商共同完成订单需求。公司纺织服装下游客户主要有 ZARA、优衣库、PRIMARK 等知名国际服装零售商等，下游客户较为分散，对单一客户依赖程度低。

公司进口模式主要为自营进口，以及小部分代理进口。业务流程上，公司先向下游收取 10%-15% 的保证金，采购后待收到全额货款再向下游放货，以保证对货权的控制，充分规避信用及价格波动风险。从产品类型来看，公司进口业务产品品种以消费品及原材料为主，主要包括木薯及制品、肉及杂碎、纺织纱线及织物和棉花等多个类别。

表 2：公司进出口贸易额构成情况（亿美元）

贸易类别	2022 年		2023 年		2024H1	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
出口	46.74	88.22	40.2	89.4	21.19	89.67
进口	6.24	11.78	5.1	10.6	2.44	10.33
合计	52.98	100	45.3	100	23.63	100

数据来源：公司公告，西南证券整理

化工新能源业务主要由子公司瑞泰新材（301238.SZ）运营。截至 2024 年 9 月底，公司直接持有瑞泰新材 68.18% 股权，并通过控股子公司张家港市国泰投资有限公司间接持有瑞泰新材 2.73% 的股权。

公司主要产品包含锂离子电池电解液、锂离子电池电解液添加剂、超电产品、硅烷偶联剂等。其中，电解液：作用是在电池内部正负极之间形成良好的离子导电通道，是锂电池获得高电压、高比能等优点的保证；电解液添加剂：为改善电解液电化学性能而加入少量添加物，公司产品以锂盐添加剂为主，包括双三氟甲基磺酰亚胺锂（LiTFSI）、二氟草酸硼酸锂（LiDFOB）以及三氟甲磺酸锂（LiCF₃SO₃）。

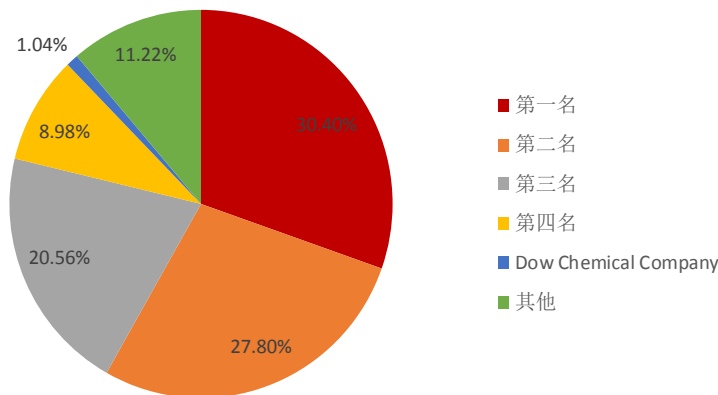
表 3：瑞泰新材主要产品介绍

产品分类	产品用途及特性
锂离子电池电解液	包括动力电池电解液，消费电池电解液，储能电池电解液，具有保证锂离子电池获得高电压、高比能等优点的功能。
锂离子电池电解液添加剂	为改善电解液的电化学性能而加入电解液中的少量添加物，具有改善成膜质量、改善高低温性能等功能。
超电产品	主要为超级电容器电解液，与电极、隔膜等材料共同决定了超级电容器的性能，主要应用于交通运输、工业、新能源以及装备领域等。
硅烷偶联剂	包括氨基硅烷、酰氧基硅烷、环氧烷基硅烷等，用于高档涂料、玻璃纤维等领域。

数据来源：公司公告，西南证券整理

凭合作与服务筑牢客户合作根基。在电池材料领域，瑞泰新材已与下游锂离子电池龙头企业宁德时代、LG 新能源、新能源科技等建立了紧密、持续的合作关系。公司在宁德、波兰等地建设电解液工厂，配套向下游客户供应产品，深化合作关系。由于锂电产品测试周期长，对产品性能的稳定性和一致性要求高，下游客户切换供应商面临着重新进行认证等较高的时间和财务成本。而公司对于核心客户的技术要求和技术信息较为了解，能够提供更为有效的电解液产品、技术支持以及整体解决方案，因此公司具备较强的客户黏性。

图 13：2023 年瑞泰新材客户结构（按销售金额计）



数据来源：公司公告，西南证券整理

瑞泰新材生产的双三氟甲基磺酰亚胺锂（LiTFSI）在固态锂离子电池等新型电池中已形成批量销售，主要应用于聚合物固态电池，也可应用到硫化物固态电池和氧化物固态电池上。

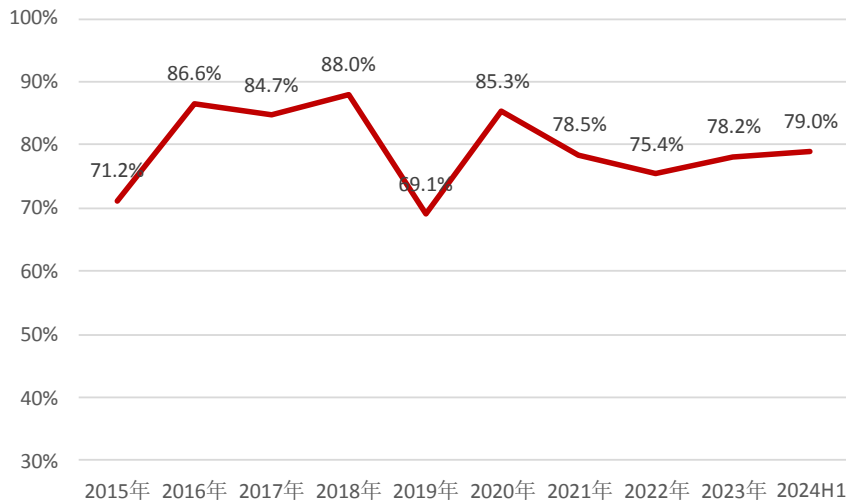
表 4：化工新能源业务新材料产销量（吨）

项目	2022 年	2023 年	2024H1
销售量	94388	92597	-
生产量	90740	93912	33785
库存量	1208	2523	-
产能利用率	45.75%	39%	25.68%

数据来源：公司公告，西南证券整理

从历史上看，江苏国泰约 80%销售收入来自于国外，2024H1 国外销售收入占比为 79%。海外生产基地包括缅甸、越南、柬埔寨、孟加拉等。由于生产基地较为分散，贸易具备灵活性，可以有效规避贸易壁垒。未来，江苏国泰将继续以供应链服务和化工新能源为主要业务，经营格局稳定。公司计划在现有 120 多家生产实体的基础上，继续布局一批生产实体和海外机构，其中生产实体选址在劳动力成本及生产效率、关税优惠、物流运输等方面具有综合优势的国家和地区，以此加快推进贸工技一体化协同发展，打造特色供应链体系，深度融入全球产业链分工。

图 14：国外销售收入占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

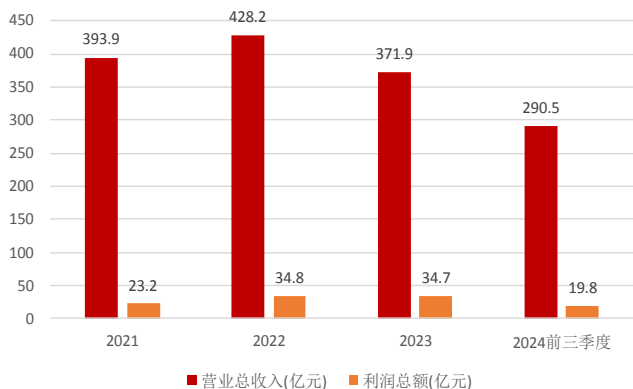
4 财务亮点：现金资产充裕，2024 年实施中期分红

2023 年，公司营业总收入 371.9 亿元，同比下降 13.2%。其中，受国际局势复杂程度加剧影响，纺织服装经营承压，贸易业务收入同比下降 9.1%；受新能源行业竞争加剧影响，产品销售价格整体下降，化工收入同比大幅下降 39.4%。2023 年，公司综合毛利率同比略有增长，主要系公司出口贸易采用美元结算，2023 年以来美元汇率涨幅较高，使得贸易业务毛利率有所增长；化工业务毛利率同比变动不大。

期间费用方面，2023 年销售费用和管理费用同比有所增长，财务费用为-1.3 亿元。公司利润总额主要来自经营性利润，同比变化不大，非经常性损益占利润总额比重较低，主要来自其他收益和投资收益，投资收益主要为理财产品收益。从盈利指标来看，2023 年，公司总资产收益率及净资产收益率同比略有下降。

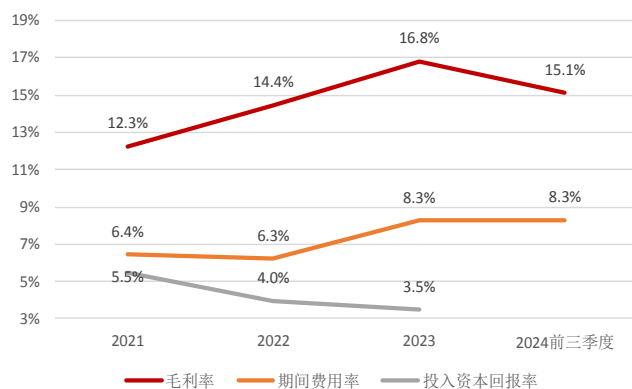
2024 前三季度，公司营业总收入 290.5 亿元，同比增长 2.2%；综合毛利率 15.1%，同比下降 1.4pp，主要系受原材料价格波动影响。

图 15：营业总收入与利润总额



数据来源：wind，西南证券整理

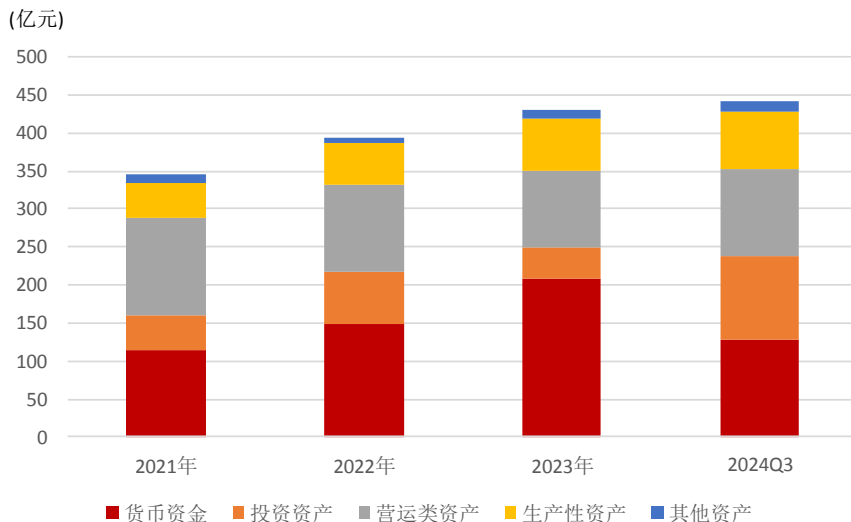
图 16：毛利率、期间费用率与投入资本回报率



数据来源：wind，西南证券整理

截至 2024 年 9 月底，公司资产规模较上年底增长 2.2% 至 440.95 亿元，其中流动资产占 79.4%，资产结构变动不大。其中，以银行存款为主的货币资金 128.6 亿元，以结构性存款为主的交易性金融资产 97.97 亿元，两者合计达 226.6 亿元，是最新总市值的 1.8 倍。

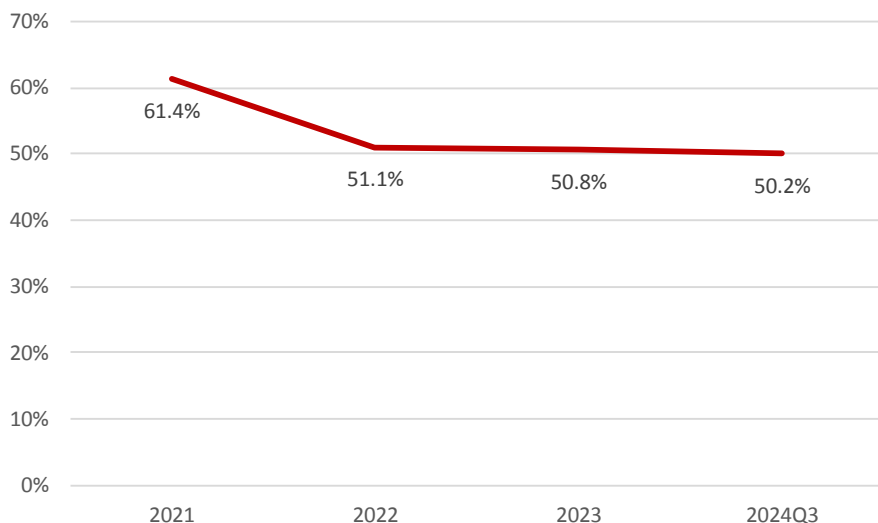
图 17：公司资产构成及变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

资产负债率维持在 50% 左右。近年来，公司资产负债率呈整体下降趋势，这得益于公司在负债结构优化上的努力。进入 2024 年，这种趋势得以延续。2024 年第一季度，资产负债率为 48.55%，同比下降 1.09pp；2024 年 6 月 30 日，资产负债率为 49.15%，总负债为 207.28 亿元，较去年同期减少 3.03%；2024 年 9 月 30 日，资产负债率为 50.15%，虽较上个季度有小幅回升，但整体仍在合理区间波动。

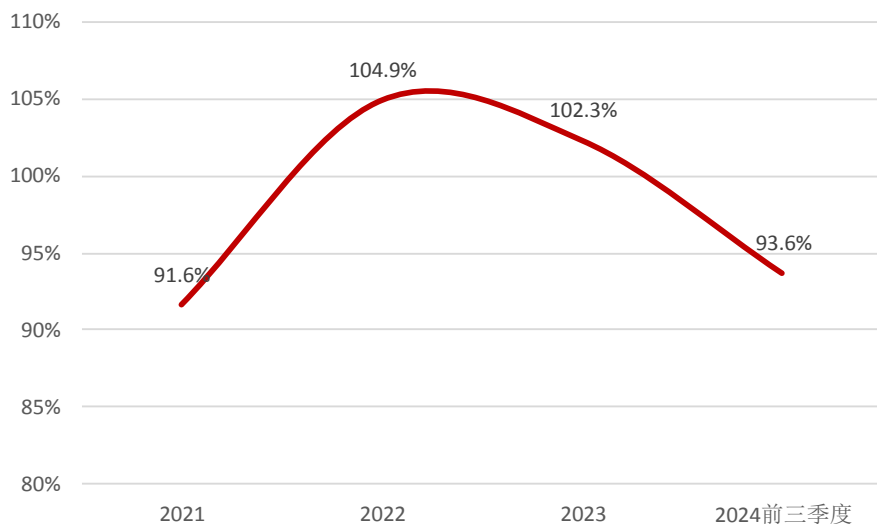
图 18：公司资产负债率



数据来源：公司公告，西南证券整理

2024 前三季度，由于业务增长，应收款项余额增加，同时支付货款较上年同期增多，公司经营活动产生的现金流量净额同比下降 67.2%至 8.18 亿元；现金收入比 93.6%，收入实现能力仍较强。

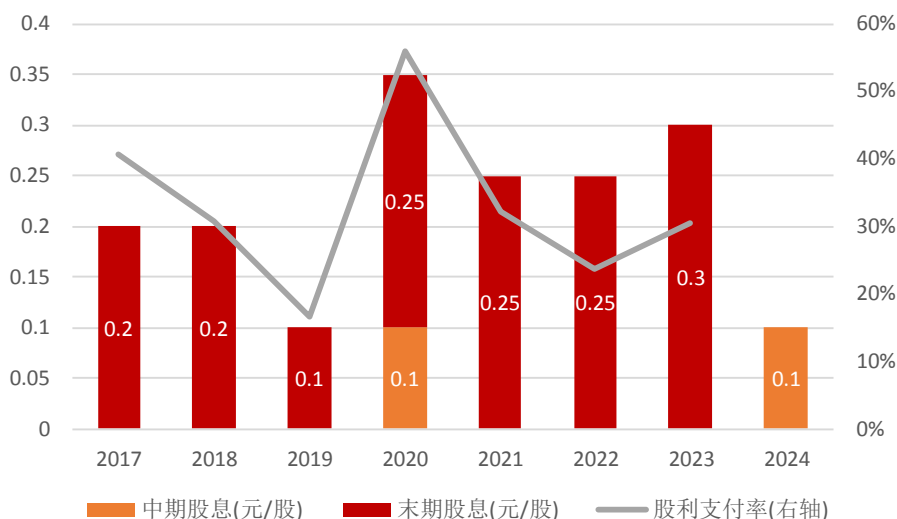
图 19：公司现金收入比



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司历年分红政策展现出一定连贯性与稳定性。2021-2022 年，每股派发现金红利维持在 0.25 元；2023 年，每股派发现金红利提高至 0.3 元；2024 年拟进行中期分红，派现总金额不超相应期间净利润的 30%，11 月 7 日实施每股派发现金红利 0.1 元。

图 20：公司历年分红情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：尽管面临外部环境的不确定性，但公司供应链业务有望在转型升级、市场开拓等方面继续发力，实现可持续发展，预计 2024-2026 年公司供应链服务业务量增速分别为 10%、6%、4%，服务单价同比-1%、-1%、-1%，供应链业务营收增速为 9%、5%、3%；

假设 2：公司通过加强上下游企业之间的协同，提高供应链整体效率，从而降低成本，维持毛利率稳定，预计 2024-2026 年公司供应链服务毛利率分别为 14.5%、14.5%、14.5%；

假设 3：考虑到化工新能源仍处周期底部，电解液价格触底，过剩产能逐步出清，预计 2024-2026 年营业收入增速为 -33%、30%、25%，预计 2024-2026 年毛利率分别为 21.5%、22.5%、23%。

表 5：收入和成本预测

		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	营业收入（百万元）	37,117.45	38,850.19	41,386.33	43,320.68
	YOY	-13.2%	4.7%	6.5%	4.7%
	营业成本（百万元）	30,868.98	33,023.98	35,107.70	36,676.57
	毛利率	16.8%	15.0%	15.2%	15.3%
	利息收入（百万元）	68.99	68.99	68.99	68.99
	营业总收入（百万元）	37,186.44	38,919.17	41,455.32	43,389.67
供应链业务	营业收入（百万元）	33,253.22	36,212.75	38,001.66	39,126.51
	YOY	-9.1%	9%	5%	3%
	营业成本（百万元）	27,807.23	30,961.90	32,491.42	33,453.17
	毛利率	16.4%	14.5%	14.5%	14.5%
化工新能源业务	营业收入（百万元）	3,717.58	2,490.78	3,238.01	4,047.52
	YOY	-39%	-33%	30%	25%
	营业成本（百万元）	2,954.93	1,955.26	2,509.46	3,116.59
	毛利率	20.5%	21.5%	22.5%	23.0%
其他业务	营业收入（百万元）	146.66	146.66	146.66	146.66
	营业成本（百万元）	106.82	106.82	106.82	106.82

数据来源：Wind，西南证券

公司持续推动从“中国供应链整合”向“世界供应链整合”转变，未来有望在全球竞争中继续展现韧性与活力，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 11.1 亿元、12.4 亿元、13.5 亿元，EPS 分别为 0.69 元、0.76 元、0.83 元，BPS 分别为 9.68 元、10.21 元、10.77 元，对应 PB 为 0.8 倍、0.8 倍、0.7 倍。

由于公司当前估值相对位置较低，我们认为底部反转下 PB 估值更为合适。预计公司 2025 年每股净资产为 10.21 元，对应 PB 为 0.8 倍，估值水平位于十年 25%分位以内。我们选取同样从事供应链业务，且市值相近的密尔克卫、怡亚通、嘉友国际作为可比公司，2025 年平均 PB 为 1.6 倍。基于谨慎性原则，给予 2025 年 1 倍 PB，对应目标价 10.21 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	每股净资产 (元)				PB (倍)			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603713.SH	密尔克卫	78.1	49.36	24.26	28.2	32.12	36.41	2.0	1.7	1.5	1.3
002183.SZ	怡亚通	124.1	4.78	3.47	3.47	3.53	3.59	1.4	1.4	1.3	1.3
603871.SH	嘉友国际	156.2	15.98	6.98	6.35	8.08	10.31	2.3	2.5	2.0	1.5
平均								1.9	1.9	1.6	1.4
002091.SZ	江苏国泰	126.3	7.76	9.37	9.68	10.21	10.77	0.8	0.8	0.7	0.7

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

1) 外部市场风险

贸易属于商贸流通行业，行业发展与国内外宏观经济形势具有较高的关联度，进出口贸易受世界经济形势的影响尤其明显。近年来，全球经济复苏的步伐低于预期，在就业、房地产、财政、金融领域一些不确定、不稳定因素依然存在，经济复苏的基础还很薄弱。因此，公司未来业绩仍存在不确定性。

2) 境外贸易政策及壁垒风险

近年来，国际贸易形势复杂严峻，单边主义、保护主义继续蔓延，国际贸易规则博弈激烈，对外贸易政策更加保守，贸易限制措施增多，贸易摩擦加剧。随着贸易规模的扩大，国外保护措施进一步增加，可能会对公司的主营业务产生一定的不利影响。

3) 原材料价格波动风险

近年来，受经济周期、供求关系、成本、货币流动性、美元汇率、航运价格等因素影响，原材料价格出现了较大波动。这给公司的市场策略制定、产品对外报价以及成本控制带来了一定的影响和不确定性。

4) 汇率波动风险

供应链服务是公司的主要业务，其中，进出口贸易结算货币以美元为主，因此，汇率波动对进出口贸易业务规模、效益存在一定影响。

5) 技术研发风险

公司未来几年将进一步增加技术研发的投入，如果公司对于技术发展方向把握不准，研发管理不到位，将面临技术研发风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	37186.44	38919.18	41455.32	43389.67	净利润	2637.39	1884.94	2083.35	2251.41
营业成本	30868.98	33023.99	35107.70	36676.58	折旧与摊销	395.35	291.37	336.64	366.66
营业税金及附加	106.27	102.64	113.20	120.91	财务费用	-133.17	384.11	379.76	367.19
销售费用	1956.74	1965.42	2072.77	2169.48	资产减值损失	-35.53	-45.00	-45.00	-45.00
管理费用	1151.04	1204.68	1283.18	1343.05	经营营运资本变动	904.05	343.78	302.86	26.91
财务费用	-133.17	384.11	379.76	367.19	其他	-1086.15	-128.97	-181.60	-76.01
资产减值损失	-35.53	-45.00	-45.00	-45.00	经营活动现金流净额	2681.94	2730.22	2876.01	2891.16
投资收益	183.91	183.91	183.91	183.91	资本支出	-1316.43	-800.00	-500.00	-300.00
公允价值变动损益	45.33	-8.65	-3.85	2.75	其他	756.89	175.26	180.06	186.65
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-559.54	-624.74	-319.94	-113.35
营业利润	3461.09	2458.61	2723.77	2944.12	短期借款	-343.04	569.46	402.36	-553.95
其他非经营损益	13.60	13.13	13.88	13.58	长期借款	4.04	0.00	0.00	0.00
利润总额	3474.69	2471.74	2737.66	2957.70	股权融资	-78.56	0.00	0.00	0.00
所得税	837.30	586.80	654.31	706.29	支付股利	-423.80	-561.38	-390.29	-432.96
净利润	2637.39	1884.94	2083.35	2251.41	其他	1525.53	-237.31	-1084.49	-659.31
少数股东损益	1033.46	769.81	846.33	905.44	筹资活动现金流净额	684.17	-229.22	-1072.42	-1646.22
归属母公司股东净利润	1603.93	1115.12	1237.01	1345.97	现金流量净额	2944.85	1876.26	1483.64	1131.60
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	20891.46	22767.72	24251.36	25382.96	成长能力				
应收和预付款项	6023.51	6250.87	6552.10	6926.25	销售收入增长率	-13.16%	4.66%	6.52%	4.67%
存货	3350.71	3595.96	3903.68	4039.34	营业利润增长率	-0.03%	-28.96%	10.79%	8.09%
其他流动资产	4604.08	3781.64	3838.41	3899.45	净利润增长率	-0.26%	-28.53%	10.53%	8.07%
长期股权投资	896.81	896.81	896.81	896.81	EBITDA 增长率	7.34%	-15.82%	9.77%	6.91%
投资性房地产	437.61	437.61	437.61	437.61	获利能力				
固定资产和在建工程	4695.19	5258.34	5476.21	5464.07	毛利率	16.99%	15.15%	15.31%	15.47%
无形资产和开发支出	1255.40	1215.68	1175.96	1136.25	三费率	8.00%	9.13%	9.01%	8.94%
其他非流动资产	984.71	969.91	955.11	940.31	净利率	7.09%	4.84%	5.03%	5.19%
资产总计	43139.47	45174.52	47487.25	49123.04	ROE	12.42%	8.37%	8.60%	8.64%
短期借款	1030.02	1599.48	2001.84	1447.89	ROA	6.11%	4.17%	4.39%	4.58%
应付和预收款项	11938.02	12409.95	13281.75	13895.20	ROIC	9.42%	8.38%	8.69%	8.89%
长期借款	1458.55	1458.55	1458.55	1458.55	EBITDA/销售收入	10.01%	8.05%	8.30%	8.48%
其他负债	7475.86	7184.14	6522.38	6272.35	营运能力				
负债合计	21902.45	22652.13	23264.53	23073.99	总资产周转率	0.90	0.88	0.89	0.90
股本	1627.61	1627.63	1627.63	1627.63	固定资产周转率	12.02	10.95	9.64	9.29
资本公积	5510.40	5510.39	5510.39	5510.39	应收账款周转率	6.41	6.56	6.71	6.67
留存收益	7646.52	8200.27	9046.99	9960.01	存货周转率	8.33	9.29	9.26	9.19
归属母公司股东权益	15242.79	15758.35	16612.34	17533.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.10%	—	—	—
少数股东权益	5994.24	6764.05	7610.38	8515.82	资本结构				
股东权益合计	21237.02	22522.39	24222.72	26049.05	资产负债率	50.77%	50.14%	48.99%	46.97%
负债和股东权益合计	43139.47	45174.52	47487.25	49123.04	带息债务/总负债	29.13%	30.68%	31.60%	29.46%
					流动比率	2.15	2.15	2.19	2.32
					速动比率	1.94	1.93	1.97	2.08
					股利支付率	26.42%	50.34%	31.55%	32.17%
					每股指标				
					每股收益	0.99	0.69	0.76	0.83
					每股净资产	9.37	9.68	10.21	10.77
					每股经营现金	1.65	1.68	1.77	1.78
					每股股利	0.26	0.34	0.24	0.27
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	3723.27	3134.09	3440.18	3677.96					
PE	7.87	11.33	10.21	9.38					
PB	0.83	0.80	0.76	0.72					
PS	0.34	0.32	0.30	0.29					
EV/EBITDA	-1.36	-1.97	-2.32	-2.71					
股息率	3.36%	4.44%	3.09%	3.43%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
广深	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn