

物产中大（600704）

制造业务高增长，估值有望修复

投资+并购，制造业务高增长

物产中大的制造业务收入和毛利润高增长，2016–2024 年年化增速都达到 26%，其中线缆、轮胎等业务高增长。一方面，“大贸易小制造”，采购、营销、资金等赋能带动内生增长，2021–24 年制造业务累计投资超过 60 亿元；另一方面，产业链横向和纵向并购，加速制造业务增长，2021–25 年累计并购金额超过 110 亿元。物产中大开展并购，具有天时、地利、人和：证监会支持，资金成本低廉，国内制造业庞大、分散，物产中大产业经验丰富、贸易赋能制造。物产中大有望加大产业链上下游及战略新兴产业投资并购力度，寻求第二增长曲线。

价格趋稳，供应链盈利或企稳

物产中大供应链业务的市场份额从 2014 年的 0.5% 上升到 2024 年的 1.3%，钢材、化工产品等核心品类销量持续增长，带动收入和利润趋势性增长，未来或将延续。但是 2022–24 年商品价格下跌，导致物产中大供应链业务毛利润下降 30%、利润总额下降 35%。长期看，商品价格呈上涨趋势，助推物产中大供应链业务盈利增长。2025 年商品价格趋稳，物产中大供应链业务盈利或将企稳。

增速中枢上行，估值有望修复

制造业务收入和利润高增长、占比上升，对整体收入和利润增长的拉动作用或将越来越大，盈利增长中枢或将上行。供应链业务的利润占比下降，商品价格波动对整体盈利的影响减弱，物产中大的盈利稳定性有望提高。物产中大从供应链服务到产业链整合，有望类似苏美达的由制造业务驱动整体净利润持续较快增长，估值有望修复。2025 年或是物产中大的盈利增长向上拐点，2025 年第一季度归母净利润增长 19% 或是拐点信号。

盈利预测与目标价

制造业务高增长、供应链业务企稳，有望带动物产中大整体净利润增速回升。我们预计物产中大 2025–27 年归母净利润为 33、37、43 亿元，同比增长 8%、10%、17%。可比公司 2025 年 Wind 一致预期平均 PE 为 9.9 倍，考虑物产中大盈利有望较快增长，给予目标 PE 为 10 倍，对应目标价为 6.41 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：大宗商品消费需求减少风险，大宗商品价格下跌风险，应收账款坏账增加风险，汇率和利率波动风险

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	580,160.61	599,519.56	613,048.45	650,332.78	690,297.47
增长率(%)	0.63	3.34	2.26	6.08	6.15
EBITDA(百万元)	12,540.91	11,872.97	11,647.33	12,961.95	14,394.70
归属母公司净利润(百万元)	3,617.06	3,079.00	3,330.49	3,667.59	4,305.48
增长率(%)	(7.52)	(14.88)	8.17	10.12	17.39
EPS(元/股)	0.70	0.59	0.64	0.71	0.83
市盈率(P/E)	7.62	8.96	8.28	7.52	6.40
市净率(P/B)	0.79	0.69	0.66	0.62	0.58
市销率(P/S)	0.05	0.05	0.04	0.04	0.04
EV/EBITDA	1.96	2.47	2.75	2.28	1.90

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2025 年 05 月 14 日

投资评级

行业	交通运输/物流
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	5.31 元
目标价格	6.41 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	5,192.56
流通 A 股股本(百万股)	5,153.70
A 股总市值(百万元)	27,572.50
流通 A 股市值(百万元)	27,366.16
每股净资产(元)	7.94
资产负债率(%)	71.31
一年内最高/最低(元)	5.74/3.98

作者

陈金海	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521060001	
chenjinhai@tfzq.com	
李宁	联系人
liningb@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《物产中大-公司点评:出资设立华商云信保，加快金融业务布局》
2016-09-14

目录

1. 稳健发展的大宗商品供应链龙头	4
1.1. 浙江最大国企，全国供应链龙头	4
1.2. 业务呈增长趋势，商品价格扰动	6
1.3. 从供应链服务，到产业链整合	8
2. 制造业务：内生+并购带动高增长	9
2.1. 制造业务收入和利润年化增速 26%	9
2.2. 大贸易小制造，助推业务内生增长	10
2.3. 产业链并购整合，加速业务增长	13
2.4. 贸易赋能制造，盈利能力领先	13
3. 供应链：商品跌价趋缓，盈利或将企稳	14
3.1. 主要商品的销量呈增长趋势	14
3.2. 商品价格趋势上涨，短期回调	15
3.3. 风控良好，行稳致远	16
4. 盈利预测与目标价	17
4.1. 制造业务高增长，供应链低增长	17
4.2. 目标价 6.41 元，“买入”评级	18
5. 风险分析	18

图表目录

图 1：物产中大发展历程	4
图 2：物产中大的控股股东是浙江省国资委（截至 2025 年 3 月 31 日）	4
图 3：2024 年物产中大供应链业务收入位居行业前列	5
图 4：2024 年物产中大供应链业务毛利润位居行业前列	5
图 5：物产中大营业收入保持持续增长态势	5
图 6：物产中大利润总额呈现稳健发展	5
图 7：2024 年物产中大的营业收入主要来自供应链服务	6
图 8：2024 年物产中大的高端制造业务贡献近 1/3 利润总额	6
图 9：物产中大的主要业务收入呈增长趋势	7
图 10：物产中大供应链业务主要品类收入呈增长趋势	7
图 11：钢材销量持续增长，但销售均价波动	7
图 12：化工品销量持续增长，但销售均价波动	7
图 13：物产中大供应链业务毛利率与大宗商品价格相关	7
图 14：物产中大供应链业务主要品类毛利润波动	7
图 15：头部大宗供应链公司的合计市场份额出现下滑	8
图 16：2023 年中国头部大宗供应链公司的营收位居全球前列	8
图 17：物产中大的高端制造毛利润占比快速上升	8
图 18：物产中大供应链毛利润占比高、增速低，拖累整体增速	8
图 19：物产中大的高端制造业务收入呈高增长趋势	9

图 20: 物产中大的高端制造业务毛利润呈高增长趋势	9
图 21: 高端制造主要业务收入呈增长趋势	10
图 22: 高端制造主要业务毛利润呈增长趋势	10
图 23: 物产环能的煤炭流通收入远高于热电联产	11
图 24: 物产环能的煤炭流通毛利润与热电联产接近	11
图 25: 2019-24 年, 物产中大的线缆业务高增长	12
图 26: 线缆业务收入远小于非钢材金属, 未来增加空间较大	12
图 27: 2020-24 年, 物产中大的轮胎业务高增长	12
图 28: 轮胎业务收入远小于橡胶, 未来增长空间较大	12
图 29: 物产环能热电业务毛利率位居同行上市公司前列	14
图 30: 2024 年物产环能热电业务收入位居同行上市公司前列	14
图 31: 物产中大线缆业务毛利率位居同行上市公司前列	14
图 32: 2024 年物产中大线缆业务收入位居同行上市公司前列	14
图 33: 物产中大的供应链业务市场份额呈上升趋势	15
图 34: 物产中大的供应链收入增速略高于 CRB 工业原料指数涨幅	15
图 35: 物产中大供应链主要品类的销售金额呈增长趋势	15
图 36: 物产中大供应链核心品类的销量呈增长趋势	15
图 37: 物产中大的供应链业务毛利增速与 CRB 指数相关	16
图 38: 物产中大的净利润增速与 CRB 指数相关	16
图 39: CRB 指数呈长期上升趋势	16
图 40: CRB 指数与美元指数多数时间负相关	16
图 41: 供应链业务风险损失比例与 CRB 指数负相关	17
图 42: 物产中大的风控能力较强, 近十年风险损失比例稳定	17
表 1: 2024 年物产中大重要非全资子公司经营业绩表现良好	6
表 2: 2021-2025 年物产中大的项目投资超过 60 亿元	11
表 3: 2021-2025 年物产中大并购金额超过 110 亿元	13
表 4: 物产中大的核心财务指标预测	18
表 5: 物产中大的可比公司 2025 年 Wind 一致预期 PE 和估值	18

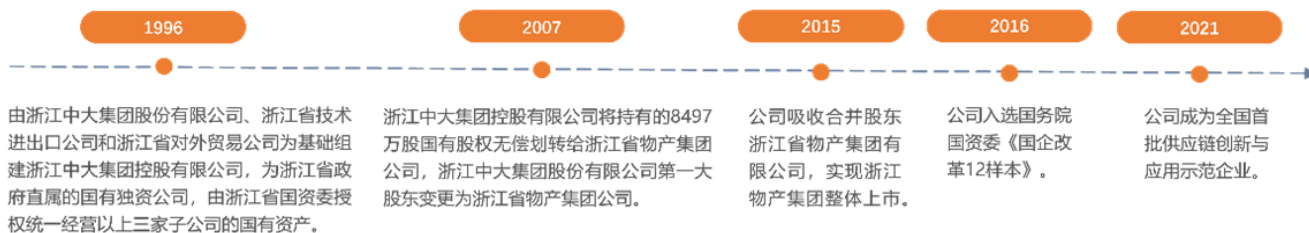
1. 稳健发展的大宗商品供应链龙头

物产中大集团股份有限公司作为浙江省属特大型国有控股上市公司,自 2011 年起连续 14 年跻身世界 500 强,综合实力稳居行业前列。集团坚持“一体两翼”战略布局,以智慧供应链集成服务为主体,金融服务与高端制造为两翼协同发展。智慧供应链集成服务在金属、能源、化工、汽车等领域保持全国领先地位;金融服务板块构建了涵盖融资租赁、期货等业务的综合平台;高端制造板块的线缆、热电、轮胎等业务增势明显。未来,集团将做好数字化创新领域各项工作,释放产融结合新动能,提升产业链供应链国际竞争力,强化科技创新,引领中国供应链集成服务发展进程。

1.1. 浙江最大国企, 全国供应链龙头

物产中大是中国供应链集成服务引领者,是首批国家级供应链创新与应用示范企业,是中国具有影响力的大宗商品供应链集成服务商之一。物产中大已连续 14 年位列世界 500 强,根据《财富》2024 年 8 月 5 日公布的最新结果,2024 年排名位列 150 位。2024 年,公司根据“一体两翼”发展战略,围绕智慧供应链集成服务开展更加积极、更加聚焦、更加有效的系列经营管理和投资活动,按照“以供应链思维、做产业链整合、构建物产中大生态圈”的实施路径,塑造战略协同、周期对冲、产融互动的产业格局,努力打造“大而强、富而美”受人尊敬的优秀上市公司。

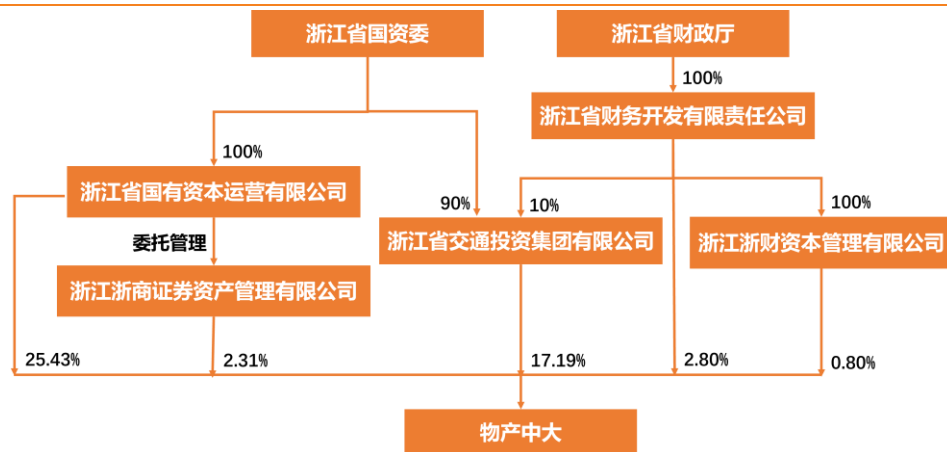
图 1：物产中大发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

物产中大是浙江省国资控股上市公司。截止 2025 年一季度末,浙江省国资委通过浙江省国有资本运营有限公司直接持股 25.43%,并通过浙江浙商证券资产管理有限公司间接持股 2.31%,叠加浙江省交通投资集团 17.19%的持股,确立了控股地位;浙江省财政厅通过浙江省财务开发有限责任公司、浙江浙财资本管理有限公司等下属企业持有相应股份。作为第一大实际控制人的浙江省国资委和第二大实际控制人的浙江省财政厅共同为公司提供了强有力的信用支撑。在供应链业务所需的垫资服务中,物产中大凭借国企身份获得更强融资能力和更低资金成本。

图 2：物产中大的控股股东是浙江省国资委（截至 2025 年 3 月 31 日）

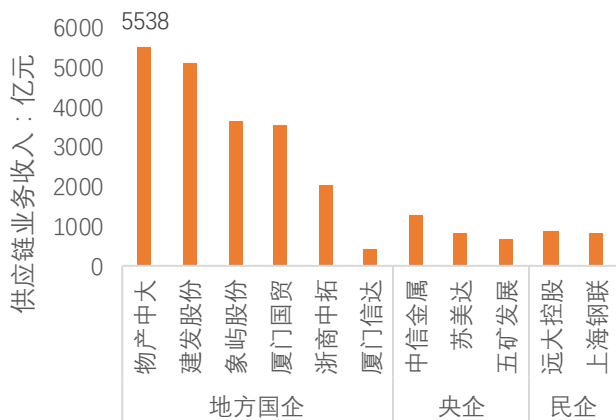


资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

物产中大是国内大宗商品供应链龙头公司。2024 年,物产中大供应链业务收入 5538 亿

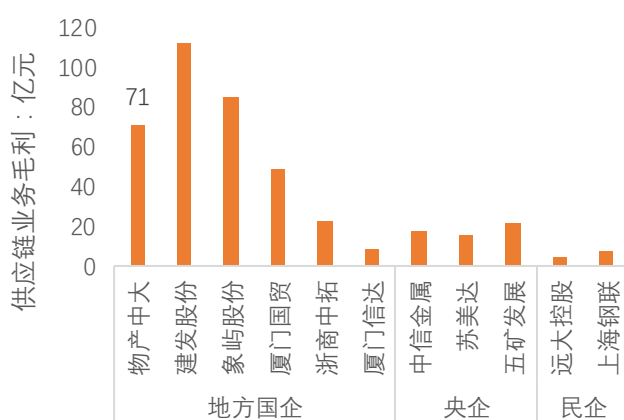
元，位居可比上市公司前列；毛利润 71 亿元，位居同行上市公司前列。大宗供应链头部公司均为地方国企，原因或是部分地方国企既具有低廉的融资成本，又具有灵活的经营管理机制，抓住商品价格上涨的机遇实现大发展。

图 3：2024 年物产中大供应链业务收入位居行业前列



资料来源：Wind，天风证券研究所

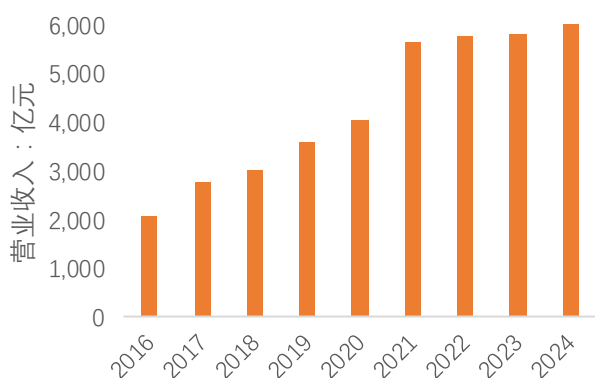
图 4：2024 年物产中大供应链业务毛利润位居行业前列



资料来源：Wind，天风证券研究所

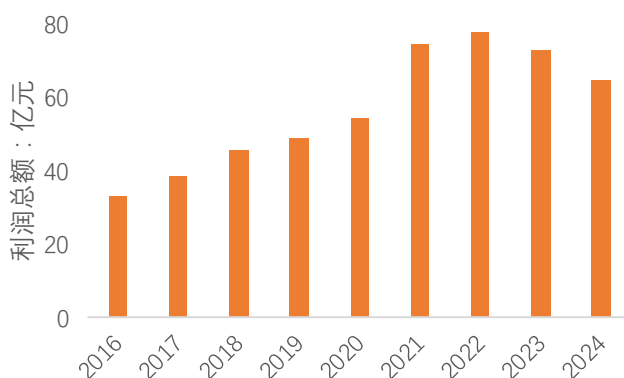
物产中大的营业收入和净利润呈增长趋势。物产中大自 2015 年整体上市以来至 2024 年，营业收入保持持续增长态势，利润总额呈现稳健发展，其中营业收入、利润总额、归母净利润和扣非后归母净利润的年均增长率分别达到 14.12%、12.69%、9.29% 和 19.65%，净资产收益率一直保持在 8% 以上。公司持续优化盈利质量，展现出稳健的增长韧性。

图 5：物产中大营业收入保持持续增长态势



资料来源：Wind，天风证券研究所

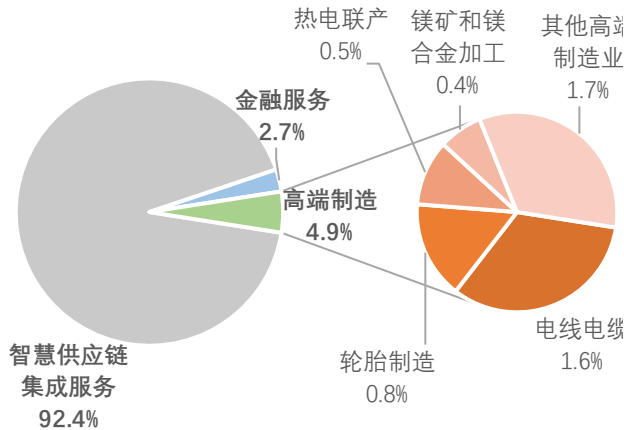
图 6：物产中大利润总额呈现稳健发展



资料来源：Wind，天风证券研究所

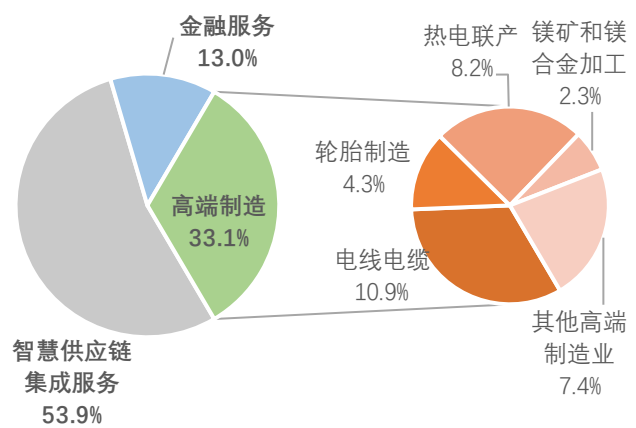
物产中大以“一体两翼”为战略，构建了具有独特竞争优势的产业生态体系。在供应链领域，公司打造了覆盖金属、能源、化工等大宗商品的产业链服务体系，通过资源整合与技术创新持续强化市场竞争力；金融服务综合运用供应链金融、内部银行和现期结合等方式，增强其对智慧供应链集成服务主业的支撑保障；高端制造板块聚焦核心产品，加大创新投入，提高制造板块附加值；同时，在产业投资方面积极布局新板块、大力培育新产业、加快形成新动能。2024 年，供应链业务收入占据主体地位，高端制造利润总额占比近 1/3，成为驱动公司盈利增长的新动力。这既体现了“一体两翼”战略的显著成效，也展现了公司业务均衡性与成长性，为持续巩固行业领先地位、实现高质量发展奠定了坚实基础。

图 7：2024 年物产中大的营业收入主要来自供应链服务



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：2024 年物产中大的高端制造业务贡献近 1/3 利润总额



资料来源：公司公告，天风证券研究所

在具体业务布局方面，物产中大深化业务整合与改革，以同质化整合为突破口，以优势企业为主体，加快推进不同子公司间和不同层级间的战略性重组和专业化整合，力争将特色板块打造成为公司产业链供应链融合发展的优势产业与领航企业。公司旗下部分子公司相对独立负责各业务板块，激励机制完善且利润表现优秀。未来公司将继续围绕集团战略持续深耕细作，纵深推进产业培育和转型升级，持续推进实现产业生态系统共生共荣。

表 1：2024 年物产中大重要非全资子公司经营业绩表现良好

公司	总资产：亿元	净资产：亿元	营业收入：亿元	净利润：亿元
物产中大金属	325	73	1527	7.2
物产中大国际	148	48	1551	7.0
物产中大化工	156	32	949	5.3
物产环能	117	66	447	8.8
物产中大实业	163	56	297	8.9
物产元通	126	22	401	1.3

资料来源：公司公告，天风证券研究所

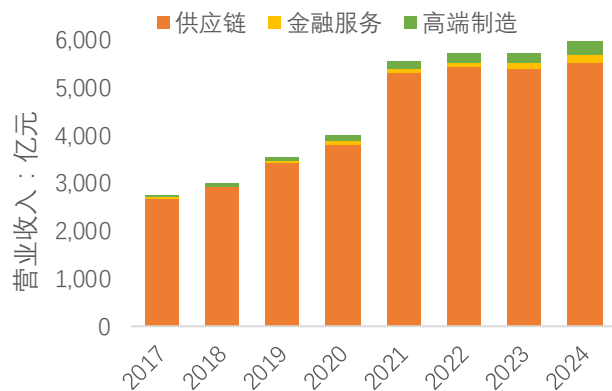
物产中大深度对接国家“十五五”战略导向，系统构建未来发展格局。公司着力优化产业布局，强化大宗商品全球配置能力；持续做精做专高端制造，推动科技创新和产业升级深度融合；以前沿技术促进新旧动能转换，全力推进制造业高端化、智能化、绿色化建设；健全风控体系，深化精益管理，持续提升公司价值。这一系列战略布局将助力公司巩固行业领先优势，构建具有全球竞争力的现代产业生态体系。

1.2. 业务呈增长趋势，商品价格扰动

物产中大坚持“一体两翼”发展战略，以智慧供应链集成服务为主体，以金融服务和高端制造为两翼。其中，智慧供应链集成服务积极开拓终端市场，高水平服务大宗商品配置，行业位势持续凸显，助力贸易强国建设，激发外贸增长新动能；金融服务方面，信泰保险开渠引流保险资金全力支持浙江发展，物产中大期货荣获“中国最佳期货公司”奖项，带动产业链上下游进行风险管理；公司根据自身的资源禀赋和转型升级方向，布局电线电缆、热电联产、轮胎制造、镁矿和镁合金加工等高端制造行业，聚焦科技创新，加大研发投入，持续推动高适用性和高技术含量类产品的研发突破。

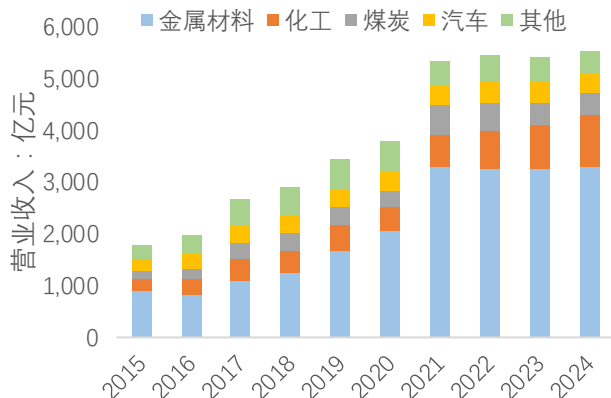
物产中大的主要业务收入呈增长趋势。物产中大的供应链服务、金融服务、高端制造业务收入都呈上升趋势。收入占比最高的供应链服务中，金属材料、化工等业务收入也呈增长趋势。说明物产中大业务发展趋势向好。

图 9：物产中大的主要业务收入呈增长趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

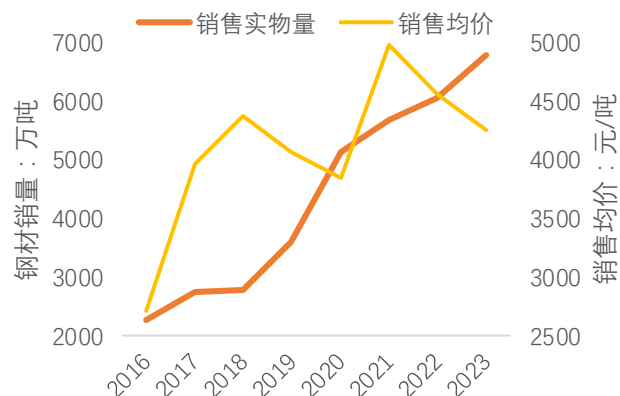
图 10：物产中大供应链业务主要品类收入呈增长趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

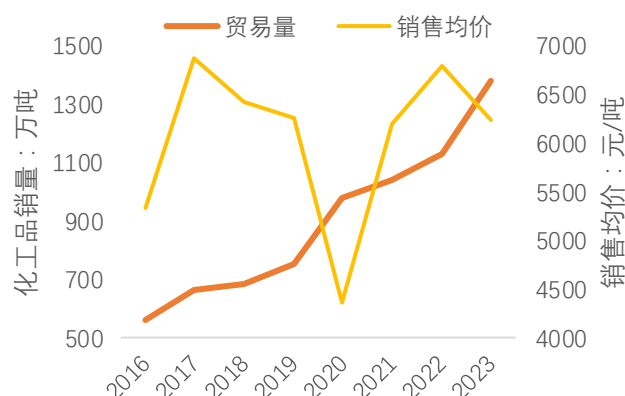
供应链收入增长主要来自销量增长。供应链业务的钢材、化工等核心品类，销量呈现快速增长趋势，是收入增长的主要驱动力；而销售均价波动，导致收入也有所波动。煤炭的销量和销售均价都有所波动。

图 11：钢材销量持续增长，但销售均价波动



资料来源：公司公告，天风证券研究所

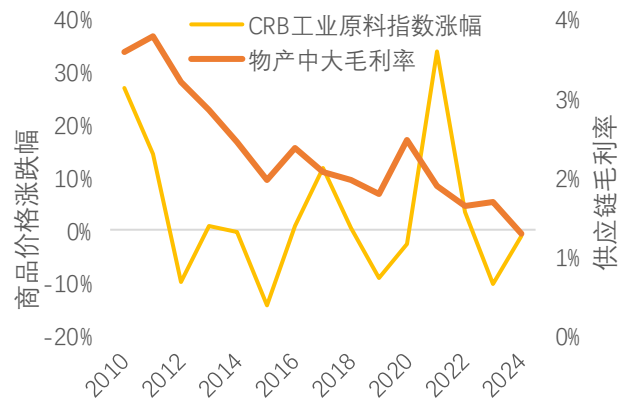
图 12：化工品销量持续增长，但销售均价波动



资料来源：公司公告，天风证券研究所

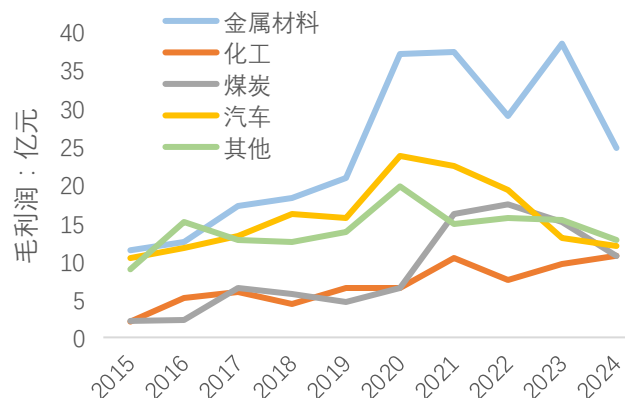
物产中大的供应链业务毛利润波动。供应链业务的毛利率呈下行趋势，期间波动或与商品价格涨跌有关，所以毛利润也有所波动，其中金属材料、汽车、煤炭等业务的毛利润波动幅度较大。供应链业务波动影响公司整体利润稳定性，发展制造业务或能稳定利润。

图 13：物产中大供应链业务毛利率与大宗商品价格相关



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：物产中大供应链业务主要品类毛利润波动

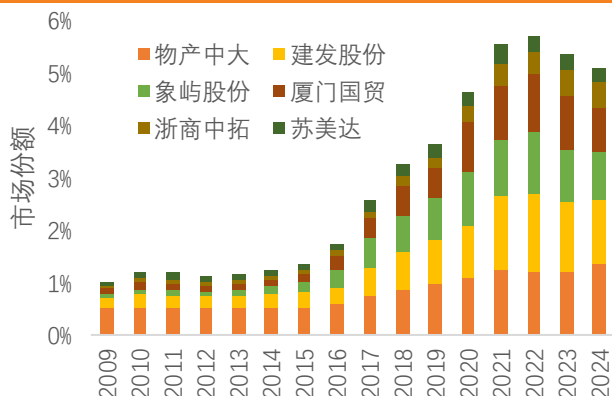


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 从供应链服务，到产业链整合

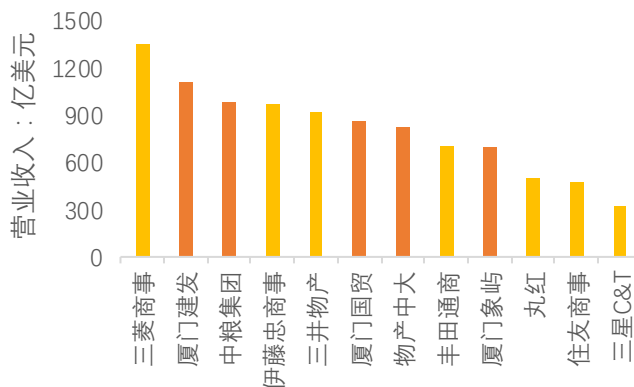
供应链业务增长放缓，追赶空间有限。2022-24 年，头部大宗供应链公司的市场份额有所下滑，一改 2015-22 年的快速上升态势。2023 年中国头部大宗供应链公司的营收，已经位居全球前列，未来追赶的空间有限。如果未来供应链业务进入低增长阶段，那么拓展产业链业务大势所趋。参考日本商社，通过强化产业投资功能、推进商品交易功能的乘数效应、促进高质量信息流通，以及构建全球化的经营网络等战略举措，成功实现转型升级。特别是在高新科学技术的研究开发及应用领域，综合商社通过先期进行研究开发投资而开拓新领域，得以创造新的收益源泉。

图 15：头部大宗供应链公司的合计市场份额出现下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：2023 年中国头部大宗供应链公司的营收位居全球前列

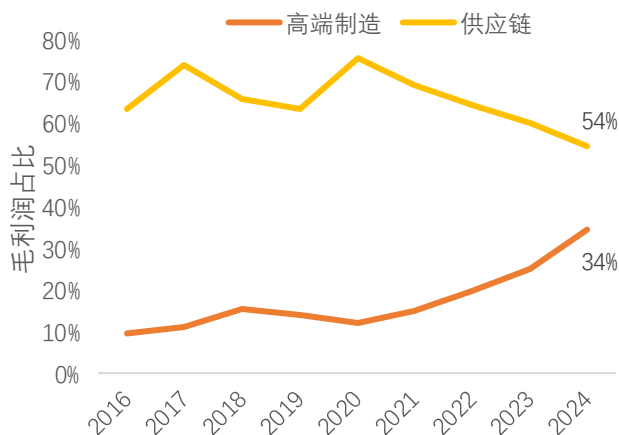


资料来源：新浪财经《2024 年<财富>世界 500 强排行榜》，天风证券研究所

物产中大按照“一体两翼”发展战略，加快实施“流通 4.0”，坚持供应链集成服务、金融服务两大核心主业，同时培育拓展医疗健康、环保公用两大高端实业领域，用供应链思维作产业链整合，全力构建战略协同、周期对冲、产融结合的业务格局，打造具有国际竞争力的产业生态组织者，努力追求基业长青。

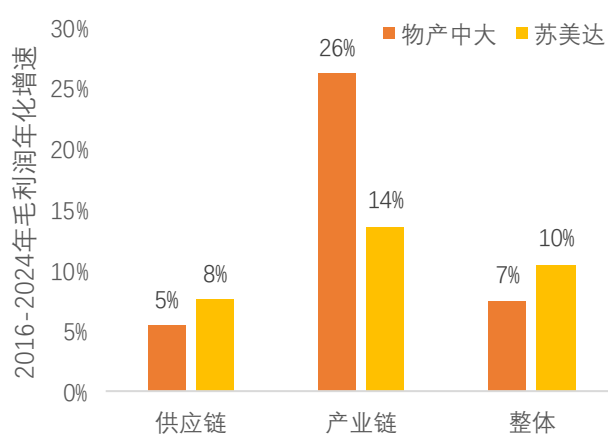
高端制造业务有望带动整体利润较快增长。2016-24 年，物产中大的高端制造业务毛利润年化增速高达 26%，超过苏美达；但是受供应链业务毛利低增长拖累，整体毛利润增速低于苏美达。2020 年以来，物产中大的高端制造业务毛利润占比快速大幅上升，2024 年已经达到 34%。如果未来物产中大的高端制造毛利润维持高增长，那么有望带动整体利润加速增长。

图 17：物产中大的高端制造毛利润占比快速上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：物产中大供应链毛利润占比高、增速低，拖累整体增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

物产中大基于自身资源禀赋，陆续布局电线电缆、热电联产、轮胎制造以及镁矿与镁合金加工等高端制造领域。2024 年，物产中大电线电缆营业收入 98 亿元，轮胎制造营业收入 47 亿元，热电联产营业收入 31 亿元，镁合金加工营业收入 21 亿元。公司持续加大研发

投入，以科技创新推动转型升级，切实提升了公司的高端制造核心竞争力。未来公司将推动科技创新与产业升级深度融合，抓好研发投入、关键技术攻关、领军企业培育和高能级创新平台建设。

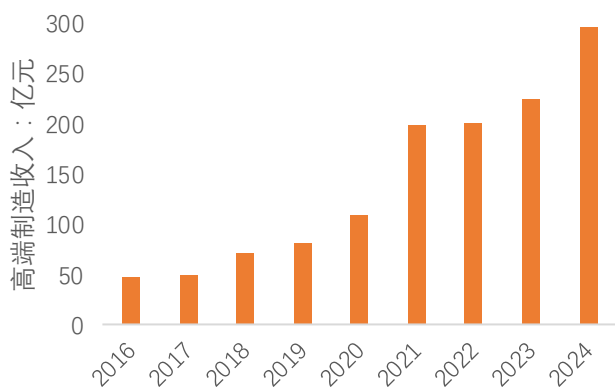
2. 制造业务：内生+并购带动高增长

物产中大的制造业务收入和毛利润高增长，2016-2024 年年化增速都达到 26%，其中线缆、轮胎等业务高增长。一方面，“大贸易小制造”，采购、营销、资金等赋能带动内生增长，2021-24 年累计投资超过 60 亿元；另一方面，产业链横向和纵向并购，加速制造业业务增长，2021-25 年累计并购金额超过 110 亿元。物产中大开展并购，具有天时、地利、人和：证监会支持，资金成本低廉，国内制造业庞大、分散，物产中大产业经验丰富、贸易赋能制造。物产中大有望加大产业链上下游及战略新兴产业投资并购力度，寻求第二增长曲线。

2.1. 制造业务收入和利润年化增速 26%

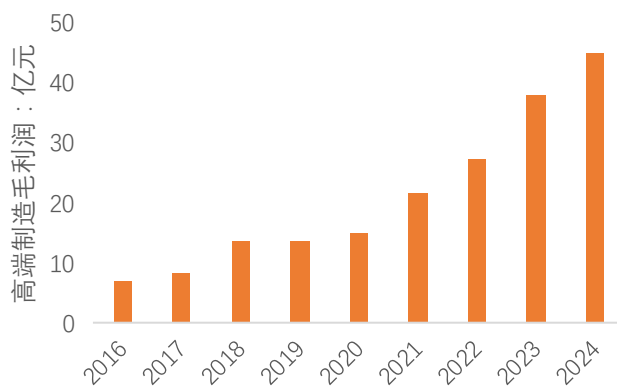
高端制造板块是物产中大“一体两翼”的重要“一翼”，是战略业务培育中心、发展后劲中心、科技创新中心以及细分领域龙头企业集中区。高端制造板块已经形成热电联产、水务环保、医药、医疗健康、电线电缆、不锈钢、电机铁芯等具有核心竞争力的业务布局，为公司战略升级和利润贡献奠定扎实基础。截止 2024 年，物产中大共有国家级科改示范企业 1 家，国家级专精特新“小巨人”企业 4 家，国家级绿色工厂 1 家，国家级高新技术企业研发中心 2 家。

图 19：物产中大的高端制造业务收入呈高增长趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

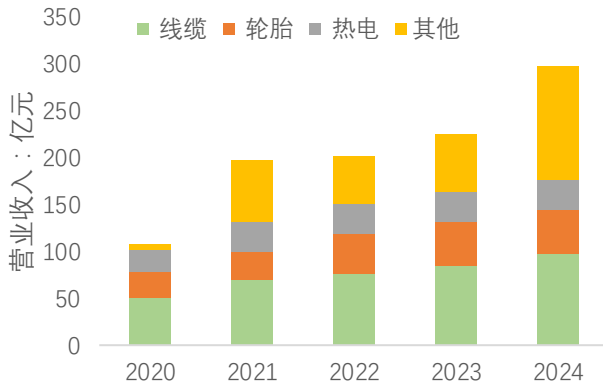
图 20：物产中大的高端制造业务毛利润呈高增长趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

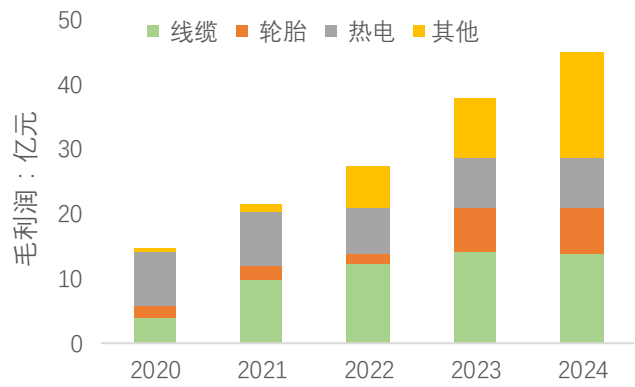
物产中大以科技创新推动转型升级，切实提升高端制造核心竞争力，推进电线电缆、热电联产、轮胎制造、镁矿和镁合金加工等板块经营业绩的稳健发展。2016-2024 年，高端制造板块的营业收入和毛利润年化增速都达到 26%。2024 年，高端制造营业收入 297 亿元，占比仅 5%；但是利润总额 21 亿元，占比高达 33%；研发投入 13 亿元，同比增长 17%，有望带动高端制造业务继续做大做强。

图 21：高端制造主要业务收入呈增长趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：高端制造主要业务毛利呈增长趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

热电业务稳健发展。按照能源贸易+能源实业“双轮驱动”的战略发展思路，物产环能通过新建、并购重组等方式扩大热电联产规模，并逐步拓展以垃圾焚烧、污泥处理、生物质发电等为核心技术的固废处置、新能源发电等环保业务，为产业链上下游企业提供绿色清洁能源。2019-2024 年，热电业务收入年化增速 3%，毛利润年化增速-2%。物产中大以热电联产业务为核心枢纽，构建了服务于广大终端客户的能源网络，供应电力、蒸汽、压缩空气等多种能源产品。2024 年，物产环能销售蒸汽 863 万吨、电力 15 亿千瓦时、压缩空气 29 亿立方米、处置污泥 77 万吨。

线缆制造业务高增长。物产中大的电线电缆业务拥有三大生产基地、一大研发基地，其中德清线缆智慧产业园为全球最大单体线缆智慧生产车间。物产中大的电线电缆累计获得国家专利 101 项，参编国家级、行业级各类标准 10 余项，以“精耕浙江、辐射全国”为规划，渠道网点近 3 万家，是全国唯一一家具备全系列防火电缆生产能力的厂家，现已深入航空航天、煤矿电力、轨道交通、石油化工等行业，产品远销多个国家，并参与多个国家级重大工程项目。2019-2024 年，物产中大电线电缆制造业务收入年化增速 21%，毛利润年化增速 35%，呈现高增长。

轮胎制造业务高增长。2021 年收购盛泰集团等轮胎相关资产，增加年设计产能 240 万套全钢子午线轮胎和 1800 万套半钢子午线轮胎，2021 年底拥有全钢轮胎设计产能 550 万套、半钢轮胎设计产能 1800 万套。2024 年轮胎制造业务实现营业收入 46.7 亿元，利润总额 2.8 亿元，生产轮胎 1622 万条，同比增长 7%，出口金额同比增长 13%，产销率 96%，基本实现产销两旺。

收购柒鑫材料和舜富科技，布局镁矿和镁合金业务。2023 年收购柒鑫材料公司，利用产业背景和供应链管理优势，助力柒鑫公司抢抓资源、强化延伸、提升管理，以具备成本和资源优势的新疆地区为重点区域，有序推进扩产提质，努力打造全球重要（中国最大）的金属镁生产商和市场服务商。2024 年实现营业收入 21.02 亿元，利润总额 1.47 亿元，生产镁锭 6.96 万吨，占全国产量的 6.8%，原镁销量连续多年位列国内第一梯队。2025 年收购舜富精密，切入精密压铸赛道，形成“原镁-合金-压铸件-终端产品”的全链条布局。物产中大加快打造“完镁”产业链，积极推进“西部占资源、中部做延伸、东部谋合作”战略布局。

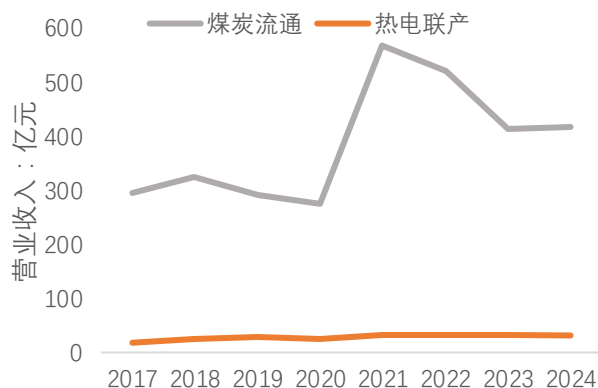
2.2. 大贸易小制造，助推业务内生增长

供应链企业从贸易向制造延伸，具有产业优势。依托深刻的产业认知、庞大的贸易规模、低廉的资金成本，供应链公司可以切入制造环节，贸易给制造赋能，确保制造业务有稳定、廉价的原材料供应，高效、顺畅的销售渠道，产能利用率和资产周转率维持较高水平，获得较高的盈利，有能力使制造业务较快增长。

物产中大从煤炭贸易向热电联产延伸。物产中大煤炭贸易和热电的经营主体是物产环能。

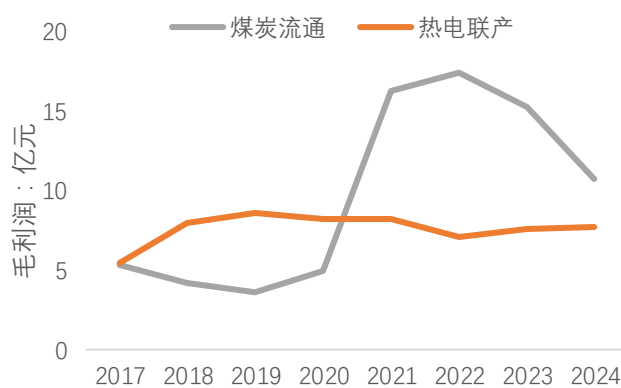
物产环能是全国最大的煤炭贸易企业，构建了高效、全面的煤炭运销网络，确保煤炭资源稳定供给。大部分热电联产企业是以煤炭作为主要原材料，其占经营成本的比重较大。2007年物产环能并购了与主业相关联的嘉爱斯热电后，进一步延伸了产业链，实现一二次能源的结合。物产中大通过投资自建或收购方式不断扩大热电联产业务板块，充分发挥煤炭等主要原材料集采优势，实现降本增效，致力成为绿色低碳园区综合能源服务的领跑者。2024年物产中大的热电联产收入远小于煤炭贸易，发展空间较大。

图 23：物产环能的煤炭流通收入远高于热电联产



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：物产环能的煤炭流通毛利润与热电联产接近



资料来源：Wind，天风证券研究所

新项目有望带动热电联产业务增长。热电联产作为我国能源转型的重要抓手，在“双碳”战略推进中发挥关键作用。在政策、技术和市场的协同驱动下，热电联产持续释放生态与经济效益，成为优化能源结构、实现“双碳”目标的重要技术载体。我国热电联产装机容量继续保持稳健增长态势。物产中大积极投资热电联产项目，2024 年有 2 个项目投产，业务规模有望继续增长。

表 2：2021-2025 年物产中大的项目投资超过 60 亿元

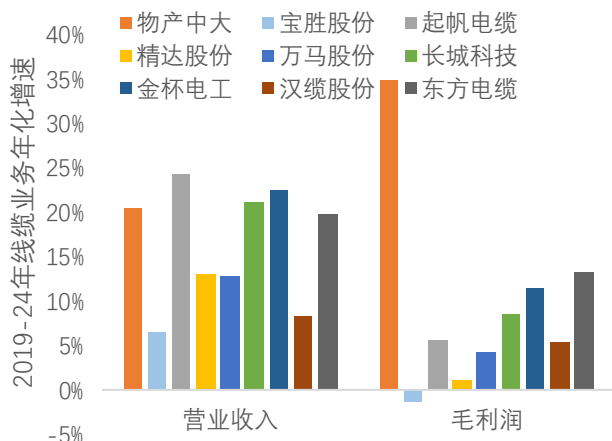
项目名称	投资预算：亿元	投产时间
线缆智能制造基地建设项目工程	16.5	2024 年
金华金义新区农林生物质焚烧热电联产项目	9.5	2024 年
海盐经济开发区浙江物产山鹰热电公用热电项目	10.9	2024 年
物产中大化工-10 万吨洗衣粉项目	1.0	2024 年
物产中大环境-海宁经编园区水资源循环利用项目	2.6	2023 年
新嘉爱斯集中供压缩空气扩建项目	2.9	2022 年
桐乡泰爱斯-气热联供项目	3.5	2022 年
桐乡市城市污水处理厂整合工程（一期）	10.0	2021 年
物产中大健康衢州朗园养老项目医养综合体	4.8	2021 年

资料来源：公司公告，天风证券研究所

线缆制造行业发展前景广阔。电线电缆是电气化、信息化社会中重要的基础性配套产业，新能源、智能制造、物联网等新兴产业的发展，为电线电缆行业提供了广阔的市场空间。根据中研普华产业研究院发布的相关信息，2024 年中国电线电缆市场规模约 1.35 万亿元，同比增长 13%；2025 年，市场规模预计突破 1.5 万亿元，年均复合增长率(CAGR)保持在 4%-5%。2019-2024 年，物产中大线缆制造业务收入增速，位居主要同行上市公司前列，毛利润增速领先。

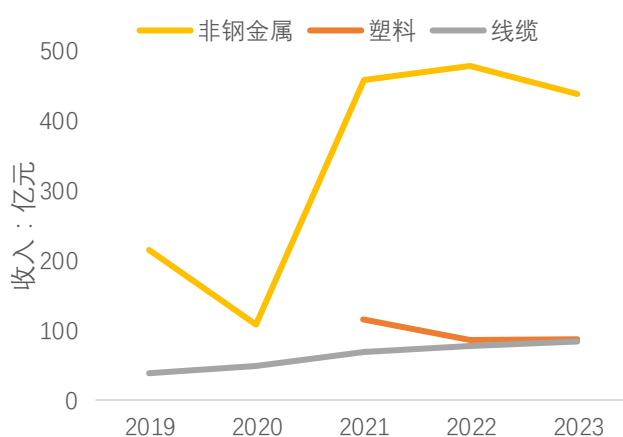
线缆制造行业分散，物产中大利用贸易优势快速发展。我国电线电缆行业企业数目众多、行业高度分散、市场集中度低。线缆制造企业面临原材料价格波动等风险。物产中大的非钢材金属、塑料等贸易规模庞大，可以稳定供应原材料、锁定成本，给线缆制造带来发展优势。物产中大通过储备核心技术、加大研发投入、升级产品结构等方式，推动产业链提质升级，增强盈利能力与抗风险能力。2024 年新项目投产，有望加快线缆制造业务发展。

图 25：2019-24 年，物产中大的线缆业务高增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：线缆业务收入远小于非钢材金属，未来增加空间较大

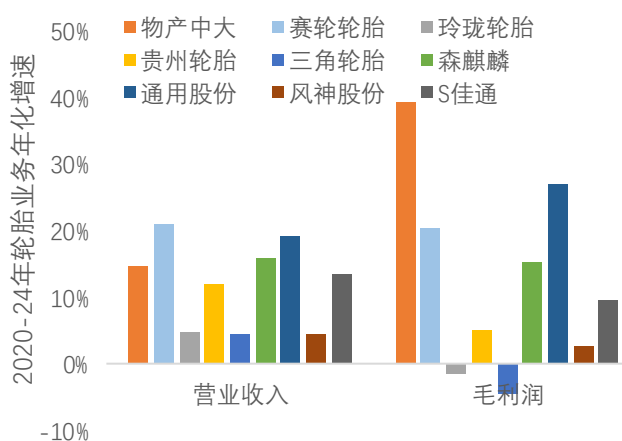


资料来源：Wind，天风证券研究所

全球轮胎市场需求保持平稳，中国企业市场份额上升。随着国产轮胎企业的全球化布局和产能释放，国产轮胎将继续凭借性价比优势，在海外市场抢占更多份额。欧美市场的轮胎消费降级趋势将使得国产轮胎有更多机会取代高成本的外资品牌。亚非拉市场长期增量空间广阔，其旺盛的基建、矿业开发等需求预期将驱动卡客车轮胎和非公路轮胎等商用车胎市场蓬勃发展。2024 年全国橡胶轮胎外胎产量为 11.9 亿条，同比增长 9.2%；新的充气橡胶轮胎出口数量 6.8 亿条，同比增长 10.5%；出口金额 1583 亿元，同比增长 5.5%。

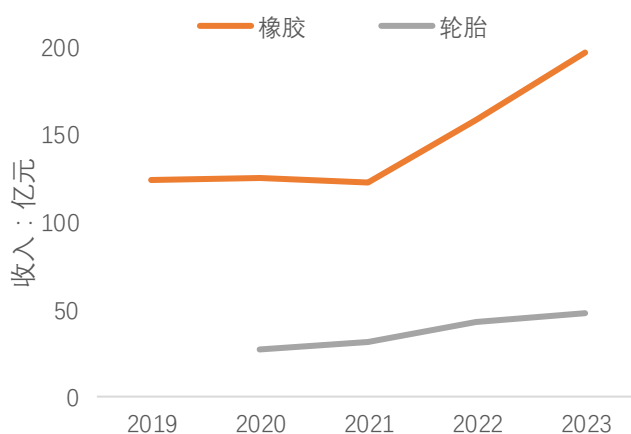
物产中大的轮胎制造业务快速发展，未来增长空间较大。轮胎的核心原材料天然橡胶价格持续高位运行，物产中大充分利用橡胶期现交易优势，持续扩大集中采购的范围和力度，踩准采购节奏，降低采购成本，助推轮胎制造业务发展。物产中大减少对单一市场的依赖，加大拓展新兴市场和空白市场力度；积极应对市场形势变化，抓产品质量、中高端产品的研发、国内外客户和代理商的开发。2020-24 年，物产中大的轮胎制造业务毛利润增速，位居主要上市公司前列。

图 27：2020-24 年，物产中大的轮胎业务高增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：轮胎业务收入远小于橡胶，未来增长空间较大



资料来源：Wind，天风证券研究所

物产中大的镁加工业务有望快速发展。镁因其质轻、强度高、优良的电磁屏蔽性、抗腐蚀和可加工性等优良性能，广泛应用于航空、航天、汽车、电子等各个领域，尤其是在轻量化方面发挥着重要的作用，未来镁及镁合金的需求有望进一步增加。中国是原镁生产的主要国家，拥有丰富的镁矿资源。但是原镁生产企业数量众多，竞争格局较为分散。物产中大将依托金属镁循环经济产业链的优势，加快资源获取，进一步优化生产成本，致力于提高产品在各应用端的渗透率。

2.3. 产业链并购整合，加速业务增长

物产中大加大产业链上下游及战略新兴产业投资并购力度。持续围绕公司主业开展投资并购，通过横向并购提升行业头部地位，构筑“护城河”和核心竞争力，通过产业链上下游纵向投资，确保业务持续性和稳定性，增强全产业链竞争实力和组织能力，构建细分行业的“链主”地位。积极围绕新质生产力研究谋划并购重组，寻求第二增长曲线，持续在与自身核心主业存在反哺赋能效应的新兴产业领域物色优质投资机遇，同时探索开展符合商业逻辑且具备创新要素的跨行业并购，有效搭建科学合理、逆周期、稳增长且可持续的全新格局。

2021-25 年，物产中大并购金额超过 110 亿元。2021 年，物产中大收购盛泰集团轮胎资产，带动轮胎业务规模跃升。2022 年收购物产金轮 22% 股权，增强不锈钢业务竞争力。2023 年收购柒鑫公司 82% 股权，增强镁矿及镁合金加工板块竞争力。2025 年收购顺富精密控制权，切入精密压铸赛道。

表 3：2021-2025 年物产中大并购金额超过 110 亿元

收购时间	标的公司	交易金额：亿元
2025 年 1 月	安徽舜富精密控制权	5.75
2023 年 9 月	柒鑫公司 82.3% 股权	22.13
2024 年 4 月	信泰人寿 33% 股权	60.65
2023 年 6 月	沧州明珠（002108.SZ）5% 股权	3.35
2023 年 1 月	物产金轮（002722.SZ）17% 股权	3.18
2022 年 6 月	物产金轮（002722.SZ）22% 股权	7.51
2021 年 5 月	盛泰集团等轮胎相关资产	11.08

资料来源：Wind，天风证券研究所

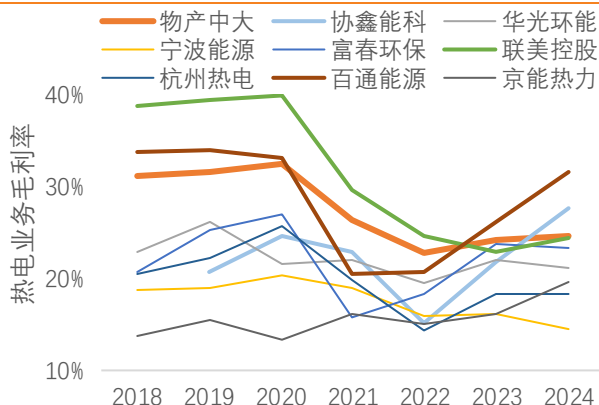
物产中大开展并购，具有天时、地利、人和。天时方面，2024 年 9 月，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，积极支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组，继续助力传统行业通过重组合理提升产业集中度，提升资源配置效率。目前国内的利率水平较低，并购的资金成本较低，有助于并购增厚 EPS。地利方面，中国拥有庞大的制造业，部分传统行业集中度较低、盈利能力较差，所以潜在并购标的众多、整合空间较大。人和方面，物产中大具有丰富的产业经验和庞大的贸易体系，贸易给制造赋能，并购的成功率有望更高。所以物产中大的并购前景广阔，有望带动制造业快速增长。

日本商社从 1990 年代开始加大对产业上下游投资。从 1990 年代开始，日本商社利用优势的洞察力和综合能力，向产业上游的资源开发领域、产业下游的消费品领域、尖端科学技术和环境开发等有发展前景的事业领域进行重点投资。日本商社会利用广泛的资源优势，加强物流、市场营销、金融、信息支持，帮助和促进投资对象的成长，创造新的附加价值。日本商社事业投资和事业经营的密切结合，成为产生附加价值的源泉。

2.4. 贸易赋能制造，盈利能力领先

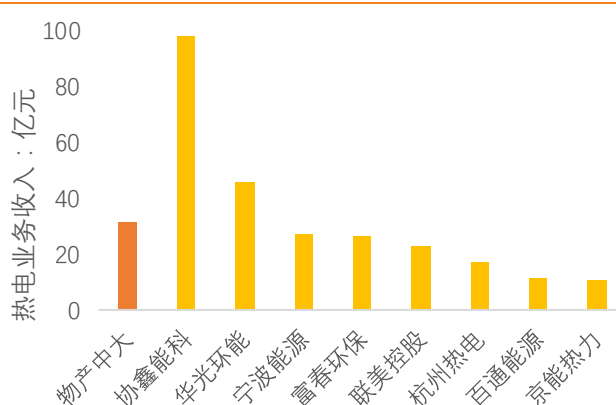
物产中大的热电联产业务毛利率位居行业前列。得益于煤炭等主要原材料集采优势，物产中大的热电联产业务毛利率较高，在主要同行上市公司中位居前列，2024 年仅次于协鑫能科、百通能源。得益于庞大的煤炭贸易赋能，物产中大的热电联业务收入，在主要同行上市公司中位居前列。

图 29：物产环能热电业务毛利率位居同行上市公司前列



资料来源：Wind，天风证券研究所

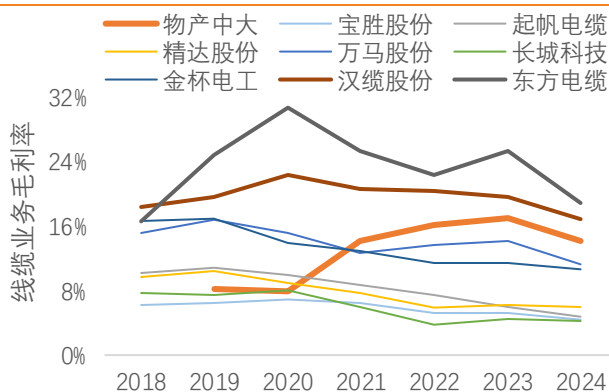
图 30：2024 年物产环能热电业务收入位居同行上市公司前列



资料来源：Wind，天风证券研究所

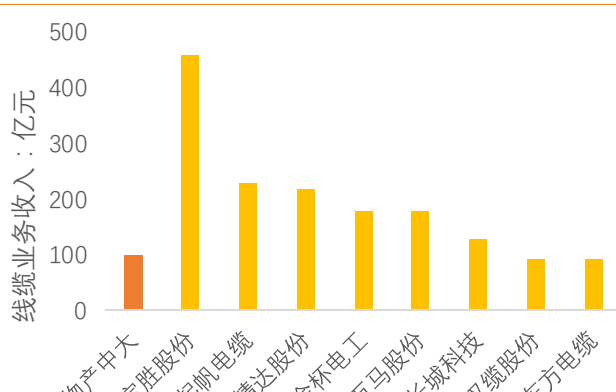
物产中大的线缆业务毛利率位居行业前列。得益于稳定的供应原材料、锁定成本，物产中大的线缆业务毛利率，在主要同行上市公司中位居前列，2024 年仅次于东方电缆、汉缆股份。得益于庞大的非钢材金属、塑料贸易赋能，物产中大的线缆业务收入快速增长，2024 年已经超过汉缆股份、东方电缆。

图 31：物产中大线缆业务毛利率位居同行上市公司前列



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：2024 年物产中大线缆业务收入位居同行上市公司前列



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 供应链：商品跌价趋缓，盈利或将企稳

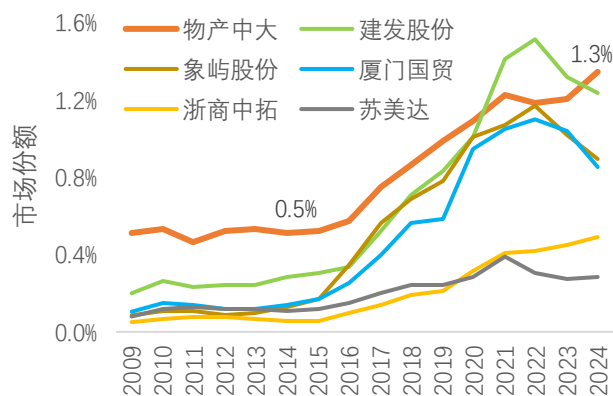
物产中大作为供应链头部公司，具有采购价格低、融资成本低、周转效率高、风控能力强等优势，供应链业务的市场份额从 2014 年的 0.5% 上升到 2024 年的 1.3%，钢材、化工产品等核心品类销量持续增长，带动收入和利润趋势性增长，未来或将延续。但是 2022-24 年商品价格下跌，导致物产中大供应链业务毛利润下降 30%、利润总额下降 35%。长期看，商品价格呈上涨趋势，助推物产中大供应链业务盈利增长。2025 年商品价格趋稳，物产中大供应链业务盈利或将企稳。物产中大的风控较好，在 2022-24 年的商品价格下跌中，损失/营业利润比例较稳定。物产中大推进全员、全过程、全方位系统化风控体系建设，未来损失比例有望保持较低水平。

3.1. 主要商品的销量呈增长趋势

物产中大的市场份额上升，核心品类收入呈上升趋势。2014-2024 年，物产中大的供应链业务收入年化增速 11%，毛利润年化增速 4%。2014-2024 年，供应链收入增长 194%，主要来自市场份额提升：从 2014 年的 0.5%，上升到 2024 年的 1.3%。市场份额上升，一方面是供给侧改革推动大宗商品行业集中度提高，分销环节的集中度也提高；另一方面是头部原材料供应链公司利用竞争优势扩大市场份额，如批量采购和融资成本低、周转效

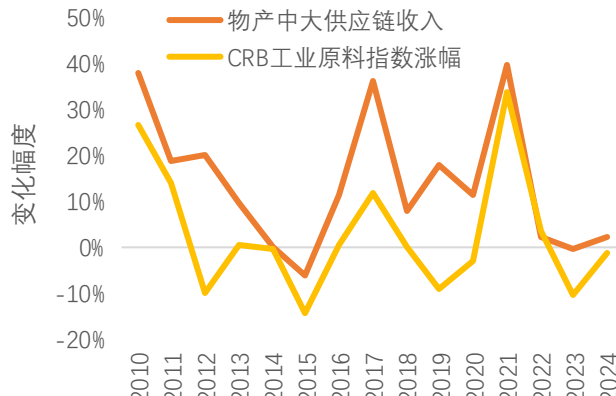
率高、风控能力强、盈利好等。

图 33：物产中大的供应链业务市场份额呈上升趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：物产中大的供应链收入增速略高于 CRB 工业原料指数涨幅

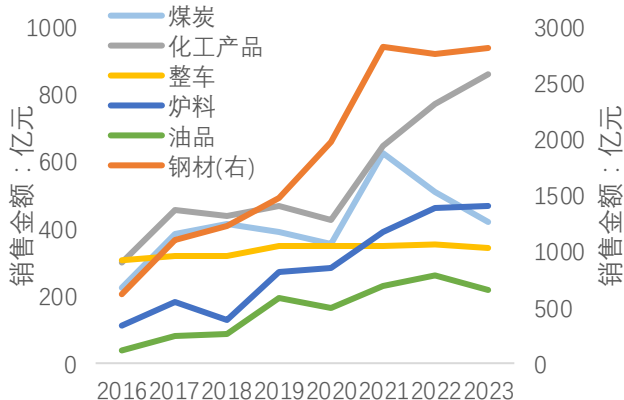


资料来源：Wind，天风证券研究所

核心品类销量增长带动收入增长。2014–2024 年，物产中大供应链收入年化增速 11%，而 CRB 工业原料指数年化涨幅仅 0.4%，说明供应链收入增长主要来自销量增长。2016–2024 年，钢材、化工产品销量持续增长，带动销售金额增长；而煤炭销量增幅较小，销售金额增幅也较小。

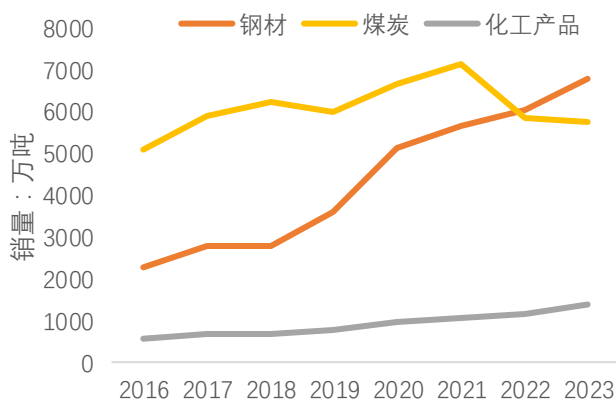
作为头部公司，竞争优势有望带动供应链业务继续增长。强大的行业地位优势使物产中大形成更加完整和庞大的上下游供应链，能够与全国的大宗商品巨头达成良性合作，拥有长期稳定且强大的分销网络体系，从而形成具有竞争力的上游议价能力和下游分销能力。物产中大还通过员工持股、“二次混改”激发员工活力。

图 35：物产中大供应链主要品类的销售金额呈增长趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 36：物产中大供应链核心品类的销量呈增长趋势

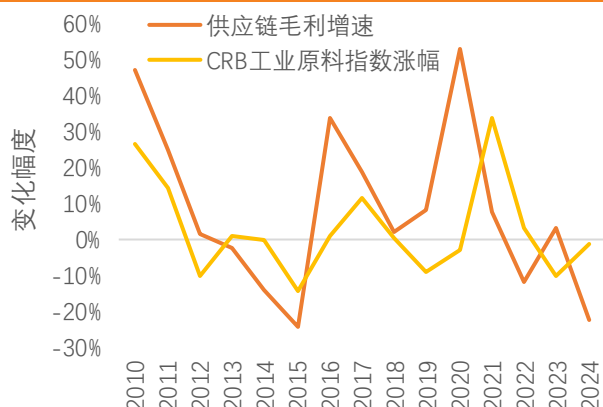


资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 商品价格趋势上涨，短期回调

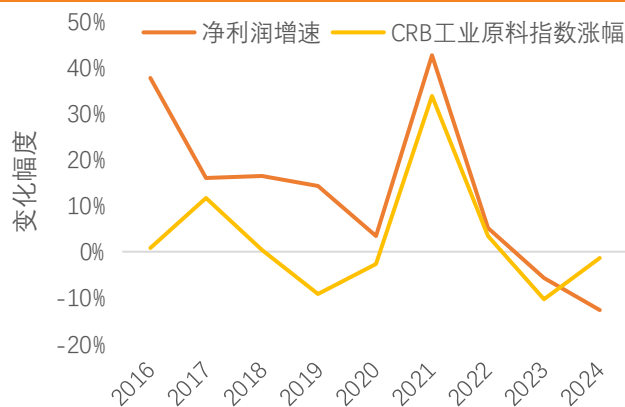
供应链业务盈利与商品价格正相关。物产中大的供应链业务收入随商品价格波动，毛利率比较稳定，所以毛利润也随商品价格波动，整体净利润也随商品价格波动。商品价格下跌会拖累盈利增长，2024 年商品价格较低，物产中大的盈利增速处于历史较低水平。

图 37：物产中大的供应链业务毛利增速与 CRB 指数相关



资料来源：Wind，天风证券研究所

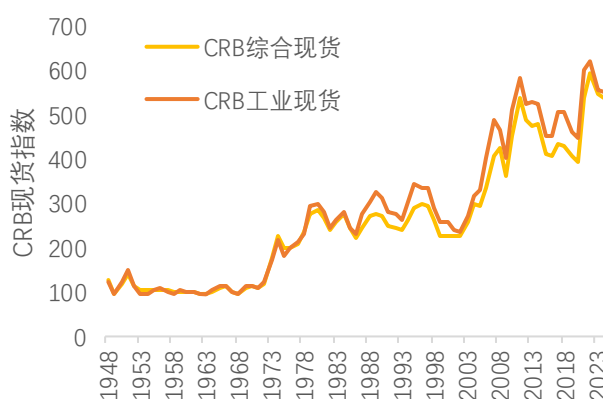
图 38：物产中大的净利润增速与 CRB 指数相关



资料来源：Wind，天风证券研究所

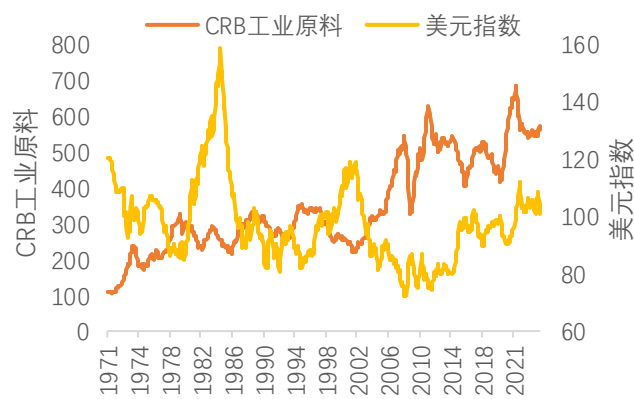
长期看，商品价格呈上涨趋势，助推供应链公司盈利增长。1948 年以来，全球大宗商品价格呈上涨趋势，1970 年代和 2000 年代有两波明显的上涨。2022 年以来，大宗商品价格回调，2025 年 CRB 指数跌势趋缓，物产中大供应链业务盈利或将企稳。大宗商品价格与美元指数多数时间负相关，如果未来美联储降息导致美元指数走弱，那么大宗商品价格可能上涨，带动大宗供应链公司收入和利润增长。

图 39：CRB 指数呈长期上升趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 40：CRB 指数与美元指数多数时间负相关

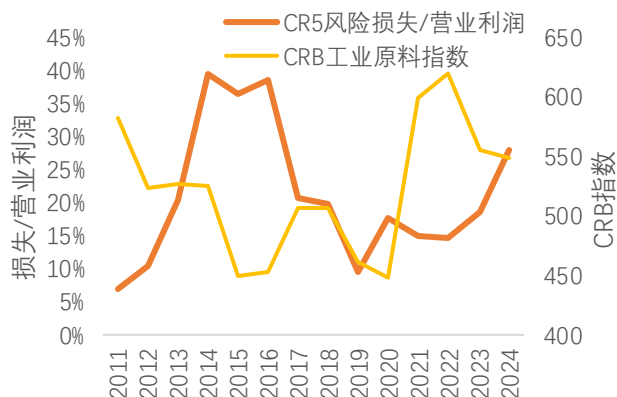


资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3. 风控良好，行稳致远

供应链业务的风险与商品价格密切相关。商品价格下跌，可能带来存货减值风险，导致客户信用风险，衍生出货权风险。头部大宗供应链公司的“资产减值损失+信用减值损失与营业利润的比例”，和 CRB 工业原料指数呈负相关，即商品价格下跌导致损失比例上升，比如 2011-2015 年，2022-2024 年。

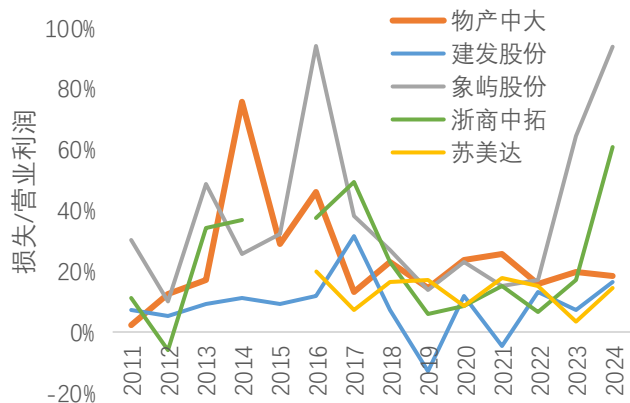
图 41：供应链业务风险损失比例与 CRB 指数负相关



注：CR5 指物产中大、建发股份、厦门象屿、浙商中拓、苏美达

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 42：物产中大的风控能力较强，近十年风险损失比例稳定



资料来源：Wind，天风证券研究所

物产中大的风控较好，近十年损失比例较稳定。在 2022-24 年的商品价格下跌中，厦门国贸、厦门象屿、浙商中拓的损失比例都大幅上升，而物产中大、建发股份供应链业务、苏美达的损失比例都比较稳定，说明后三家公司的风控较好。这或与物产中大的制造业务利润占比较高、供应链风控体系健全有关。随着制造业务利润占比上升，物产中大的损失比例或将继续下降。

物产中大通过做专、做精、做强，推进全员、全过程、全方位系统化风控体系建设。物产中大加强市场研究，深入分析商品价格变化可能对供应商、客户造成的影响，对于风险较大的业务及时预警；加强价格风险的动态化管理，适时追加客户保证金；动态评估合作方的经营情况、信用状况、偿付能力等；严格核查物流供应商的仓库硬件和主体资质，建立完善的货物验收、入库、盘库、出库制度，对存货实时动态监控。

4. 盈利预测与目标价

制造业务高增长、供应链业务企稳，有望带动物产中大整体净利润增速回升，2025 年或是盈利增长向上拐点，2025 年第一季度归母净利润增长 19%或是拐点信号。我们预计物产中大 2025-27 年归母净利润为 33、37、43 亿元，同比增长 8%、10%、17%。可比公司 2025 年 Wind 一致预期平均 PE 为 9.9 倍，考虑物产中大盈利有望较快增长，给予目标 PE 为 10 倍，对应目标价为 6.41 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

4.1. 制造业务高增长，供应链低增长

假设 2025 年供应链业务收入和利润企稳，2026 年开始小幅增长。2025 年 1-4 月，钢材、原油、铁矿石等大宗商品价格仍在下跌，或将对冲物产中大供应链业务销量增长，导致收入和利润保持稳定。假设 2026 年开始，钢材、化工品价格下跌拖累减少，营收和利润增速回升，汽车、煤炭等业务维持稳定，供应链业务收入和利润增速将略有回升。

假设制造业务收入和利润增速保持 20%左右。2016-24 年，物产中大制造业务收入和毛利年化增速都是 26%，假设未来投资和并购使制造业务维持 20%左右增速。2024 年热电、线缆投资项目投产推高增速，假设 2025 年制造业务收入和毛利增速 25%。

表 4：物产中大的核心财务指标预测

指标	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入：亿元	5,765	5,802	5,995	6,130	6,503	6,903
yoy	2%	1%	3%	2%	6%	6%
供应链服务收入：亿元	5,437	5,412	5,538	5,567	5,836	6,125
yoy	2%	0%	2%	1%	5%	5%
毛利率	1.6%	1.7%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%
高端制造收入：亿元	201	225	297	371	445	534
yoy	2%	12%	32%	25%	20%	20%
毛利率	14%	17%	15%	15%	15%	15%
金融服务收入：亿元	80	107	161	193	222	244
yoy	43%	33%	51%	20%	15%	10%
毛利率	17%	12%	9%	9%	9%	9%
毛利润：亿元	138	153	131	144	160	178
yoy	-5%	11%	-15%	10%	11%	11%
毛利率	2.4%	2.6%	2.2%	2.4%	2.5%	2.6%
归母净利润：亿元	39	36	31	33	37	43
yoy	-2%	-8%	-15%	8%	10%	17%
ROE	11.6%	9.8%	7.3%	8.0%	8.2%	9.1%

资料来源：Wind，天风证券研究所

制造业务有望带动整体盈利较快增长。制造业务收入和利润高增长、占比上升，对整体收入和利润增长的拉动作用或将越来越大。供应链业务的利润占比下降，商品价格波动对整体盈利的影响减弱，物产中大的盈利稳定性有望提高。物产中大从供应链服务到产业链整合，有望类似苏美达的由制造业务驱动整体净利润持续较快增长，估值有望修复。2025 年或是物产中大的盈利增长向上拐点，2025 年第一季度归母净利润增长 19%或是拐点信号。

4.2. 目标价 6.41 元，“买入”评级

可比公司 2025 年 Wind 一致预期平均 PE 为 9.9 倍。考虑到物产中大制造业务有望高速增长并带动整体净利润较快增长，给予物产中大的目标 PE 为 10 倍，对应目标价为 6.41 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5：物产中大的可比公司 2025 年 Wind 一致预期 PE 和估值

代码	名称	股价（元）	EPS（元）			PE		
		2025/5/14	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
600057.SH	厦门象屿	6.94	0.48	0.65	0.77	14.5	10.6	9.1
600755.SH	厦门国贸	6.43	0.04	0.62	0.74	160.8	10.3	8.7
000906.SZ	浙商中拓	6.60	0.45	0.79	1.28	14.7	8.4	5.1
600710.SH	苏美达	9.92	0.88	0.96	1.06	11.3	10.3	9.4
	平均						9.9	8.1
600704.SH	物产中大	5.31	0.58	0.64	0.71	9.2	8.3	7.5

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险分析

大宗商品消费需求减少。房地产投资下滑可能导致大宗商品消费需求减少，大宗供应链的市场容量可能萎缩，物产中大的供应链业务量增速可能随之下滑。

大宗商品价格下跌风险。尽管赚取服务费的模式基本不承担价格波动风险，利润率稳定；但是货值计入营业收入模式下，大宗商品价格下跌还是会导致收入和利润增速下滑。此外，大宗商品价格的急剧大幅下跌可能导致客户违约，产生存货和应收款减值损失。

应收款坏账增加风险。供应链业务给客户垫资，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。

汇率和利率波动风险。美国加关税导致全球金融市场大幅波动，部分国家货币大幅贬值，人民币兑美元汇率也出现波动。物产中大的外贸业务可能受交易货币贬值影响，自身的融资成本也可能有所波动。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	21,623.76	23,523.95	49,043.88	52,026.62	55,223.80
应收票据及应收账款	15,369.74	17,821.13	16,118.73	19,885.28	18,331.27
预付账款	21,004.57	19,054.55	21,837.73	21,490.74	24,444.63
存货	37,735.91	38,880.47	39,329.39	43,539.89	44,315.32
其他	13,856.93	17,011.39	16,770.47	17,280.86	17,059.31
流动资产合计	109,590.91	116,291.49	143,100.19	154,223.39	159,374.33
长期股权投资	3,880.07	13,800.72	15,800.72	17,800.72	19,800.72
固定资产	15,152.87	14,428.32	14,574.67	14,521.02	14,267.37
在建工程	1,024.51	1,079.19	1,079.19	1,079.19	1,079.19
无形资产	4,831.92	4,430.17	3,697.48	2,939.79	2,182.10
其他	31,654.53	25,848.69	23,682.54	21,499.72	19,300.23
非流动资产合计	56,543.90	59,587.09	58,834.60	57,840.44	56,629.62
资产总计	166,134.81	175,878.58	201,934.79	212,063.84	216,003.94
短期借款	27,434.66	21,783.31	43,407.50	47,326.96	46,800.33
应付票据及应付账款	31,172.76	34,263.24	32,533.71	38,242.73	36,792.06
其他	41,064.67	49,051.48	50,480.29	51,913.56	53,546.78
流动负债合计	99,672.09	105,098.02	126,421.51	137,483.25	137,139.16
长期借款	3,491.84	4,439.87	8,315.71	3,400.39	3,000.00
应付债券	8,835.50	5,566.22	5,566.22	5,566.22	5,566.22
其他	2,792.75	2,856.26	2,856.26	2,856.26	2,856.26
非流动负债合计	15,120.09	12,862.36	16,738.19	11,822.88	11,422.48
负债合计	114,792.19	117,960.38	143,159.70	149,306.12	148,561.64
少数股东权益	14,577.09	15,687.52	16,919.97	18,277.17	19,870.43
股本	5,193.36	5,192.56	5,192.56	5,192.56	5,192.56
资本公积	8,468.49	8,550.41	8,550.41	8,550.41	8,550.41
留存收益	20,399.04	22,309.94	24,308.24	26,508.79	29,092.08
其他	2,704.64	6,177.77	3,803.91	4,228.77	4,736.82
股东权益合计	51,342.63	57,918.20	58,775.09	62,757.71	67,442.30
负债和股东权益总计	166,134.81	175,878.58	201,934.79	212,063.84	216,003.94

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	5,699.66	4,977.99	3,330.49	3,667.59	4,305.48
折旧摊销	1,894.26	2,155.10	2,086.34	2,311.34	2,511.34
财务费用	1,364.87	1,484.24	1,593.17	1,972.48	1,861.09
投资损失	(1,389.14)	(2,549.63)	(2,870.25)	(2,870.25)	(2,870.25)
营运资金变动	(16,096.94)	4,915.36	(1,423.34)	(815.35)	(1,571.73)
其它	8,930.72	(6,834.38)	2,054.09	2,262.00	2,655.42
经营活动现金流	403.44	4,148.68	4,770.51	6,527.81	6,891.36
资本支出	4,913.64	10,690.07	1,500.00	1,500.00	1,500.00
长期投资	667.47	9,920.65	2,000.00	2,000.00	2,000.00
其他	(15,602.34)	(20,301.06)	(2,129.75)	(2,129.75)	(2,129.75)
投资活动现金流	(10,021.22)	309.67	1,370.25	1,370.25	1,370.25
债权融资	13,434.54	(5,365.27)	23,906.85	(2,968.34)	(2,788.11)
股权融资	(688.48)	3,554.24	(4,527.69)	(1,946.98)	(2,276.32)
其他	(2,904.50)	(965.57)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	9,841.56	(2,776.60)	19,379.17	(4,915.31)	(5,064.43)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	223.78	1,681.75	25,519.92	2,982.75	3,197.18

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	580,160.61	599,519.56	613,048.45	650,332.78	690,297.47
营业成本	564,856.20	586,440.18	598,637.06	634,301.40	672,464.85
营业税金及附加	674.34	739.42	756.11	802.09	851.39
销售费用	2,679.64	2,800.00	2,863.19	3,037.32	3,223.97
管理费用	3,745.52	3,754.29	3,839.01	4,072.49	4,322.76
研发费用	1,038.91	1,234.47	1,262.33	1,339.10	1,421.39
财务费用	1,101.63	1,326.11	1,593.17	1,972.48	1,861.09
资产/信用减值损失	(1,410.88)	(1,172.25)	(1,250.00)	(1,250.00)	(1,250.00)
公允价值变动收益	0.93	321.18	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,389.14	2,870.25	2,870.25	2,870.25	2,870.25
其他	1,047.61	1,199.79	1,200.00	1,200.00	1,200.00
营业利润	7,091.18	6,444.05	6,917.82	7,628.14	8,972.27
营业外收入	338.63	127.06	200.00	200.00	200.00
营业外支出	130.94	83.20	100.00	100.00	100.00
利润总额	7,298.88	6,487.90	7,017.82	7,728.14	9,072.27
所得税	1,599.22	1,509.91	1,633.24	1,798.55	2,111.36
净利润	5,699.66	4,977.99	5,384.58	5,929.59	6,960.91
少数股东损益	2,082.60	1,898.99	2,054.09	2,262.00	2,655.42
归属于母公司净利润	3,617.06	3,079.00	3,330.49	3,667.59	4,305.48
每股收益（元）	0.70	0.59	0.64	0.71	0.83

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	0.63%	3.34%	2.26%	6.08%	6.15%
营业利润	-6.61%	-9.13%	7.35%	10.27%	17.62%
归属于母公司净利润	-7.52%	-14.88%	8.17%	10.12%	17.39%
获利能力					
毛利率	2.64%	2.18%	2.35%	2.47%	2.58%
净利率	0.62%	0.51%	0.54%	0.56%	0.62%
ROE	9.84%	7.29%	7.96%	8.25%	9.05%
ROIC	21.81%	15.57%	14.41%	15.90%	17.87%
偿债能力					
资产负债率	69.10%	67.07%	70.89%	70.41%	68.78%
净负债率	39.78%	25.01%	24.61%	16.71%	9.43%
流动比率	1.10	1.11	1.13	1.12	1.16
速动比率	0.72	0.74	0.82	0.81	0.84
营运能力					
应收账款周转率	38.05	36.13	36.13	36.13	36.13
存货周转率	15.96	15.65	15.68	15.70	15.71
总资产周转率	3.73	3.51	3.25	3.14	3.23
每股指标（元）					
每股收益	0.70	0.59	0.64	0.71	0.83
每股经营现金流	0.08	0.80	0.92	1.26	1.33
每股净资产	6.71	7.74	8.06	8.57	9.16
估值比率					
市盈率	7.62	8.96	8.28	7.52	6.40
市净率	0.79	0.69	0.66	0.62	0.58
EV/EBITDA	1.96	2.47	2.75	2.28	1.90
EV/EBIT	2.27	2.96	3.35	2.78	2.30

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