

苏美达（600710.SH）

双链驱动，开启外贸新篇章

“供应链+产业链”双链驱动，员工激励机制成熟，业绩韧性彰显。公司为国机集团重要成员企业，深入践行“双循环”战略，以“供应链+产业链”双链驱动，公司近年营收有所波动，主要系供应链板块受大宗商品价格波动影响营收下降，产业链板块拉动利润总额稳健增长。公司股权结构稳定，核心管理层均兼管业务子公司，具备丰富管理经验，且均长期在公司内任职，稳定性较强。

产业链板块：拓展海内外需求，多元业务稳健增长。公司产业链板块包含多个市场化业务，2024 年营收/利润总额达 334.64/28.93 亿元，2021-2024 年年复合增长率达 7.2%/19.7%。其中 1) **大环保：**在清洁能源领域，国内光伏行业整体呈现量增价减态势。公司打造辉伦光伏品牌，提供“产品+运维”服务，借助多年外贸资源打入海外特定市场，从服务与市场两方面形成差异化竞争。在环保领域，深耕传统水处理环保工程，拓展业务类型的同时延伸区域覆盖。2) **大制造：**OPE 领域，公司重点推进技术创新，旗下 Yardforce 品牌注重智能化和高性价比，Firman 则以稳定可靠和多燃料适应性为特色打出品牌势能；船舶制造领域，公司造船产能稳步释放，2024 年上半年共计接单 31 艘/同比+94%，2024H1 完成交船 14 艘/同比+56%，伴随国际船价上涨，2024 年末散货船价指数较年初增长 4.82%，船舶业务迎量价齐升逻辑兑现；柴油发电机领域，公司紧跟高端制造设备产业升级趋势，挖掘国内外客户潜在需求。3) **大消费：**服装领域，公司聚焦主流客户需求，打造成熟供应链及运营能力；家纺领域，公司推出多元创新产品覆盖需求，以加强自主品牌建设；品牌校服领域，公司与国内多家知名中小学保持密切合作，坚持教育内涵完善产品设计，实现差异化品牌定位。

供应链板块：大宗商品业务收入承压，机电设备加速开拓新兴市场。大宗商品供应链业务 2024 年营收/利润总额分别为 835.1/12.6 亿元，2021-2024 年年复合增长率达-16.0%/-5.0%。大宗商品供应链行业整体受价格波动影响，份额向头部企业集中，2022 年 CR4 提升至 4.18%。同时在机电设备领域，公司完善“苏美达达天下”平台，通过数字化平台赋能机电设备上下游渠道互通，进一步开拓新兴市场需求。

投资建议：公司为一家“供应链+产业链”双轮驱动的外贸企业，依托深厚的央企资源与成熟的员工激励机制，多年来公司的利润总额实现稳健增长，持续稳定分红。展望后续供应链业务企稳，产业链板块业绩或将持续释放，我们预计公司于 2025-2027 年将实现营业收入 1208/1258/1305 亿元，归母净利润 12.8/13.7/14.9 亿元，对应 EPS 为 0.98/1.05/1.14 元/股，对应当前 PE 为 9.8X/9.1X/8.4X，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：海外需求不及预期；大宗商品价格波动风险；业务进展不及预期；汇兑损益风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	123,017	117,174	120,828	125,811	130,452
增长率 yoy（%）	-12.8	-4.7	3.1	4.1	3.7
归母净利润（百万元）	1,028	1,148	1,277	1,368	1,489
增长率 yoy（%）	12.6	11.7	11.2	7.2	8.8
EPS 最新摊薄（元/股）	0.79	0.88	0.98	1.05	1.14
净资产收益率（%）	14.8	15.3	15.3	15.0	14.9
P/E（倍）	12.2	10.9	9.8	9.1	8.4
P/B（倍）	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3

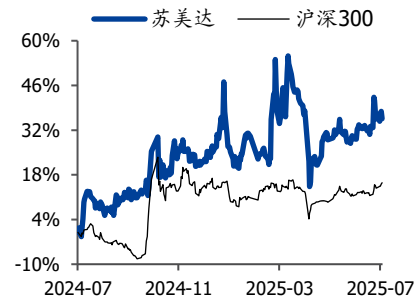
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 07 月 04 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	贸易 II
07 月 04 日收盘价（元）	9.56
总市值（百万元）	12,492.52
总股本（百万股）	1,306.75
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	15.94

股价走势



作者

分析师 杜玥莹

执业证书编号：S0680520080008

邮箱：duyueying@gszq.com

研究助理 范佳博

执业证书编号：S0680124040012

邮箱：fanjiabo@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	42530	45299	44776	50966	56434
现金	11701	13654	14913	19010	23435
应收票据及应收账款	8997	9282	8383	9216	9550
其他应收款	547	639	535	601	637
预付账款	8024	7574	8129	8230	8560
存货	10494	10523	9566	10368	10612
其他流动资产	2766	3627	3250	3540	3640
非流动资产	10221	9605	9111	8648	8186
长期投资	839	821	821	821	821
固定资产	5104	4315	3852	3389	2927
无形资产	699	591	591	591	591
其他非流动资产	3579	3878	3847	3847	3847
资产总计	52751	54904	53887	59614	64620
流动负债	36672	38147	34558	36723	38095
短期借款	2979	1598	494	354	0
应付票据及应付账款	12744	14799	13177	14156	15090
其他流动负债	20948	21751	20887	22214	23005
非流动负债	2747	2238	1428	1534	1442
长期借款	626	469	206	262	208
其他非流动负债	2122	1769	1222	1272	1233
负债合计	39419	40385	35986	38258	39537
少数股东权益	6367	7034	9579	12241	15103
股本	1307	1307	1307	1307	1307
资本公积	1262	1103	1103	1103	1103
留存收益	4226	4943	5743	6536	7400
归属母公司股东权益	6965	7484	8323	9116	9980
负债和股东权益	52751	54904	53887	59614	64620

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2819	5167	3382	4424	5244
净利润	3099	3257	3821	4030	4352
折旧摊销	961	1283	463	463	463
财务费用	287	350	90	51	40
投资损失	-169	-83	-132	-133	-124
营运资金变动	-1398	-89	-868	13	482
其他经营现金流	38	449	9	0	33
投资活动现金流	259	-214	356	333	292
资本支出	-300	-102	210	200	167
长期投资	465	-163	0	0	0
其他投资现金流	93	51	146	133	124
筹资活动现金流	-3670	-3599	-2538	-659	-1111
短期借款	640	-1382	-1104	-140	-353
长期借款	333	-157	-263	57	-54
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	77	-159	0	0	0
其他筹资现金流	-4720	-1902	-1171	-576	-703
现金净增加额	-478	1241	1259	4097	4425

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	123017	117174	120828	125811	130452
营业成本	116122	109203	112761	117271	121341
营业税金及附加	189	204	171	197	205
营业费用	1656	1823	1812	1887	1957
管理费用	961	1022	904	1008	1053
研发费用	497	383	426	454	452
财务费用	135	156	121	137	138
资产减值损失	-140	-469	-150	-150	-150
其他收益	154	180	150	169	179
公允价值变动收益	3	6	0	0	0
投资净收益	169	83	132	133	124
资产处置收益	45	7	66	41	40
营业利润	3700	4077	4779	5000	5449
营业外收入	264	162	184	203	183
营业外支出	9	83	40	44	56
利润总额	3954	4155	4923	5159	5576
所得税	856	898	1102	1129	1225
净利润	3099	3257	3821	4030	4352
少数股东损益	2070	2109	2544	2662	2863
归属母公司净利润	1028	1148	1277	1368	1489
EBITDA	4588	5850	5507	5759	6177
EPS (元/股)	0.79	0.88	0.98	1.05	1.14

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-12.8	-4.7	3.1	4.1	3.7
营业利润(%)	0.8	10.2	17.2	4.6	9.0
归属母公司净利润(%)	12.6	11.7	11.2	7.2	8.8
获利能力					
毛利率(%)	5.6	6.8	6.7	6.8	7.0
净利率(%)	0.8	1.0	1.1	1.1	1.1
ROE(%)	14.8	15.3	15.3	15.0	14.9
ROIC(%)	14.7	18.9	19.2	17.3	16.4
偿债能力					
资产负债率(%)	74.7	73.6	66.8	64.2	61.2
净负债比率(%)	-42.7	-63.9	-69.1	-77.3	-85.2
流动比率	1.2	1.2	1.3	1.4	1.5
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	2.3	2.2	2.2	2.2	2.1
应收账款周转率	14.7	13.3	14.3	14.8	14.4
应付账款周转率	14.6	13.1	14.1	14.5	14.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.79	0.88	0.98	1.05	1.14
每股经营现金流(最新摊薄)	2.16	3.95	2.59	3.39	4.01
每股净资产(最新摊薄)	5.33	5.73	6.37	6.98	7.64
估值比率					
P/E	12.2	10.9	9.8	9.1	8.4
P/B	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	0.8	0.5	0.0	-0.7	-1.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 07 月 04 日收盘价

内容目录

1. 苏美达：“供应链+产业链”双链驱动，员工激励机制成熟，业绩韧性彰显	5
2. 产业链板块：拓展海内外需求，多元业务稳健增长	9
2.1. 大环保板块：政策驱动行业扩容，瞄准新兴市场需求	9
2.1.1. 清洁能源：光伏市场保持强劲增长，瞄准东南亚等新兴市场需求	9
2.1.2. 生态环保：国内环保建设持续推进，业务类型与区域覆盖实现双重扩张	11
2.2. 先进制造板块：造船业务高景气量价齐升，OPE 业务打造强品牌势能	13
2.2.1. OPE：高效能创新发展，自有品牌形成较强势能	13
2.2.2. 船舶制造及航运：船舶制造业务强劲，航运业务稳定	13
2.2.3. 柴油发电机组：紧跟产业趋势，算力基建投资推高柴发需求	15
2.3. 大消费板块：代工业务打造供应链能力，自主品牌加强建设	17
2.3.1. 服装：聚焦主流客户需求，打造供应链与运营能力	17
2.3.2. 家纺：多元产品覆盖，加强自主品牌建设	18
2.3.3. 品牌校服：坚持教育内涵，打造差异化品牌定位	19
3. 供应链板块：大宗商品业务收入承压，加速开拓新兴市场	20
3.1. 大宗商品：龙头市占率提升，行业整体承压	20
3.2. 机电设备：数字化赋能，开拓新兴市场机电出口规模增长	21
4. 盈利预测	22
5. 投资建议	24
6. 风险提示	24

图表目录

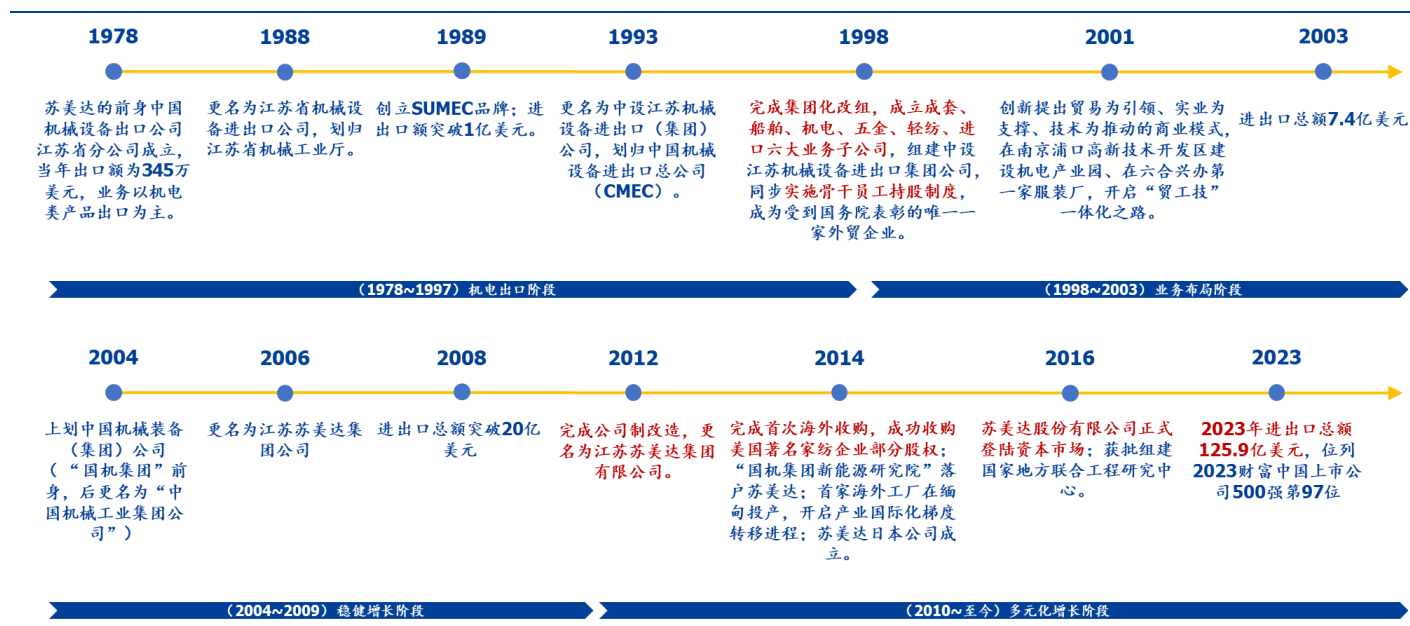
图表 1: 公司历史沿革	5
图表 2: 公司股权结构	6
图表 3: 公司管理层管理经验丰富，稳定性强	6
图表 4: 公司主要业务板块	7
图表 5: 公司营收构成（单位：亿元）	8
图表 6: 公司利润总额构成	8
图表 7: 公司营收近年有所波动	8
图表 8: 公司利润总额实现稳健增长	8
图表 9: 光伏行业综合价格指数不断下探	9
图表 10: 中国各年度累计新增并网量（万千瓦）	9
图表 11: 公司光伏实现销售网络延伸	10
图表 12: 清洁能源收入（亿元）	10
图表 13: 清洁能源毛利（亿元）	10
图表 14: 公司在光伏领域出货数据	11
图表 15: 公司具备成熟光伏及运维相关资质	11
图表 16: 与 solomon 等客户达成合作	11
图表 17: 公司光伏全球产业布局图	11
图表 18: 政策持续驱动生态环保工程	12
图表 19: 生态环保收入及毛利率变化	12
图表 20: 公司生态环保工程案例	12
图表 21: 苏美达旗下 OPE 品牌矩阵	13
图表 22: IMO 对国际船舶的排放规划	14
图表 23: 造船业三大指标情况	14
图表 24: 散货船价格指数	14
图表 25: BDI&FDI 走势	15
图表 26: 全球干散货航运总量	15
图表 27: 造船产业链示意图	15
图表 28: 柴油发电机组市场收入预计将持续增长	16

图表 29:	柴油发电机组市场收入预计将持续增长.....	16
图表 30:	FIRMAN “大黄蜂”系列静音柴油发电机组.....	17
图表 31:	柴油发电机组中标项目	17
图表 32:	公司在海内外均开设服装自有工厂	18
图表 33:	服装板块收入业绩表现	18
图表 34:	苏美达服装产销量实现稳步增长	18
图表 35:	Berkshire 品牌加强产品设计.....	19
图表 36:	家纺板块收入业绩表现	19
图表 37:	公司家纺业务销量表现	19
图表 38:	公司校服业务主要合作对象.....	20
图表 39:	校服板块收入业绩表现	20
图表 40:	伊顿纪德校服设计坚持教育内涵	20
图表 41:	以货量计行业规模与 CR5 市占率	21
图表 42:	以营收计行业规模与 CR5 市占率	21
图表 43:	供应链板块业绩表现	21
图表 44:	大宗商品价格指数有所波动.....	21
图表 45:	“苏美达达天下”合作品牌汇聚国外知名中高端机电设备供应商.....	22
图表 46:	盈利预测表（单位：亿元）	23
图表 47:	可比公司估值	24

1. 苏美达：“供应链+产业链”双链驱动，员工激励机制成熟，业绩韧性彰显

苏美达：公司已发展成为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国际化、多元化企业集团。公司前身为中国机械设备出口公司江苏省分公司，成立于 1978 年，1998 年公司完成集团化改组，成立成套、船舶、机电、五金、轻纺、进口六大业务子公司，2016 年公司实现整体上市，2023 年公司位列财富中国上市公司 500 强第 97 位。公司为国机集团重要成员企业，公司深入践行“双循环”战略，以“供应链+产业链”双链驱动，持续增强业务韧性。截至 2024 年底，苏美达共拥有业务子公司 12 家，海外机构 77 家，海内外全资及控股实业工厂 26 家，在职员工 1.6 万人，市场覆盖 160 多个国家和地区。2024 年实现营业收入 1172.8 亿元，进出口总额 129.3 亿美元。

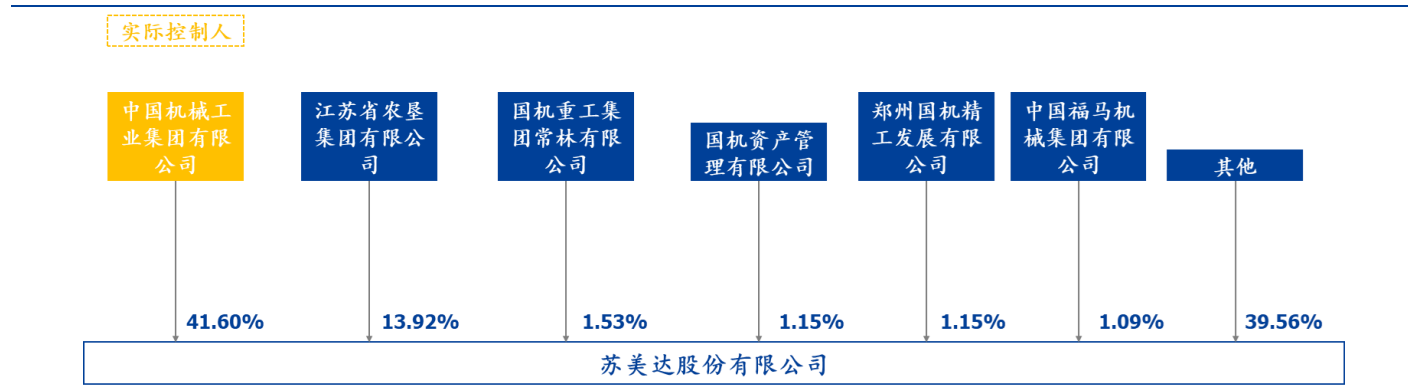
图表1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

股东背景雄厚，国机集团为实控人，员工激励机制成熟。1) **股东背景雄厚**，国机集团为实控人。公司为国机集团重要成员企业，截至 2025Q1，国机集团直接持股 41.60%，江苏农垦持股 13.92%，国机重工常林/国机资管/郑州国机精工/福马机械为国机集团一致行动人，分别持股 1.53%/1.15%/1.15%/1.09%，国机集团为公司实际控制人；2) **员工激励机制成熟**。早在 1998 年，公司就在子公司层面普遍建立骨干员工持股制度并实施动态管理。骨干员工动态持股机制为公司高质量可持续发展提供了强劲动力，形成企业发展和员工成长良性互动。

图表2: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司核心管理层兼管业务子公司, 具备丰富管理经验。1) 核心管理层兼管业务子公司, 具备丰富管理经验。部分核心管理层兼管业务子公司, 公司副总经理胡海净担任国际技术贸易有限公司董事长, 副总经理史磊担任机电公司党总支书记、董事长; 2) 管理团队长期在公司内任职, 稳定性较强。公司管理团队均有在集团、业务公司的长期工作经验, 稳定性较强。

图表3: 公司管理层管理经验丰富, 稳定性强

姓名	职位	背景介绍
杨永清	党委书记、董事长	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、公司副总经理, 总经理、党委副书记, 纪委书记, 苏美达集团副总经理、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, 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、董事	曾任成套公司总经理、董事长、党总支书记, 苏美达集团总经理助理、副总经理, 船舶公司董事长, 能源公司董事长, 机电公司党总支书记、董事长, 江苏苏美达资本控股有限公司董事, 公司董事、总经理、党委副书记。现任公司副董事长, 中国恒天集团有限公司党委书记、董事长、总经理。
刘耀武	董事	曾任江苏省粮油贸易有限公司期货部经理, 江苏省海鸿粮油有限公司执行董事, 江苏省粮食集团有限责任公司投资发展部总经理, 江苏省粮食集团有限责任公司副总经理, 四川省遂宁市副市长(挂职)。现任公司董事, 江苏省农垦集团有限公司副总经理, 江苏苏美达资本控股有限公司副董事长。
周亚民	董事	曾任中国机械工业安装总公司财务处会计、会计师、财务处副处长、资产财务部经理, 中国机械工业建设总公司副总会计师兼资产财务部经理、总会计师、副总经理兼财务总监, 中国机械设备工程股份有限公司财务总监兼董事会秘书、董事、总经理, 中国机械国际合作股份有限公司党委书记、董事长, 国机集团第一、第二派驻监事会主席, 第一、第二监督办公室主任, 中国恒天集团有限公司、中工国际工程股份有限公司、中国浦发机械工业股份有限公司、中国一拖集团有限公司及公司监事会主席, 国机集团科学技术研究院有限公司监事。现任公司董事、中国恒天集团有限公司董事。
王健	总经理、董事会秘书	曾任中设江苏机械设备进出口公司财务处机电公司财务部副经理、经理, 江苏苏美达集团有限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, 公司办公室主任、资产财务部总经理, 公司财务总监兼江苏苏美达能源控股有限公司董事长、总经理, 公司副总经理。现任公司总经理、董事会秘书, 甘肃蓝科石化高新装备股份有限公司董事长, 江苏苏美达资本有限公司董事。
辛中华	副总经理	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公司总经理办公室主任助理、副主任, 苏美达集团办公室主任、董事会办公室主任、董事

会秘书、总经理助理，中国浦发机械工业股份有限公司纪委书记、副总经理，公司总经理助理。现任公司副总经理。

胡海净 副总经理

曾任江苏苏美达国际技术贸易有限公司业务三部副经理、业务六部经理、机电事业部部长助理、机电事业部部长，江苏苏美达国际技术贸易有限公司总经理助理、副总经理，苏美达国际技术贸易有限公司总经理，公司总经理助理。现任公司副总经理兼苏美达国际技术贸易有限公司董事长。

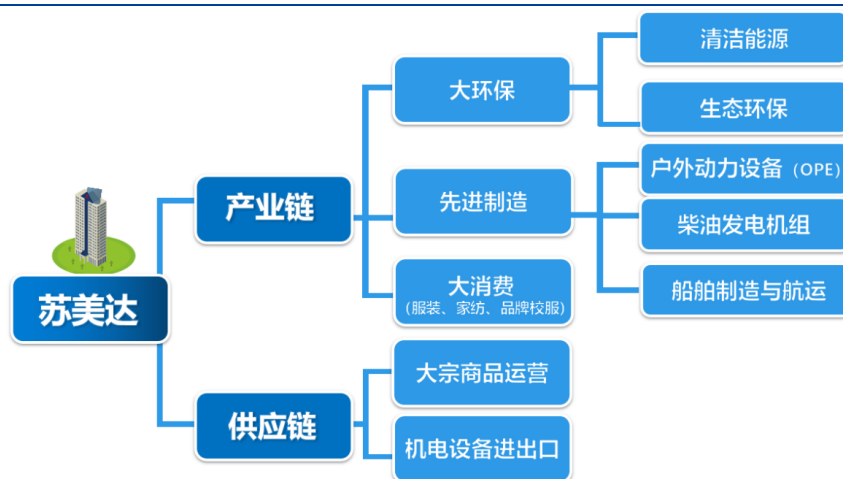
史磊 副总经理

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部主任业务员、副经理、经理、总经理助理、副总经理兼副董事长。现任公司副总经理兼江苏苏美达机电有限公司董事长。

资料来源：wind，国盛证券研究所

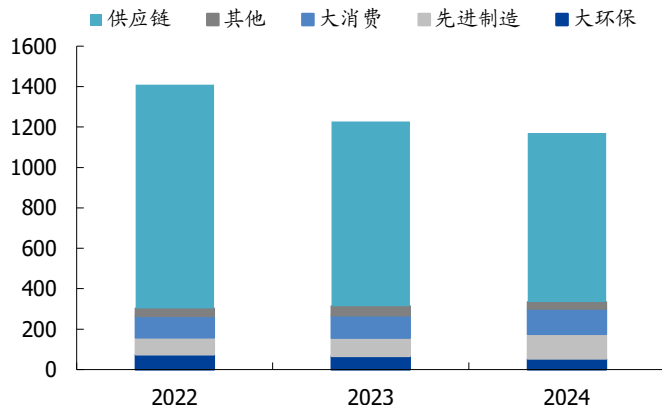
“供应链+产业链”双链驱动，产业链板块贡献主要利润。1)公司主营业务包括供应链、产业链两大类：产业链板块涵盖大环保、先进制造、大消费三大子板块，主要产品及服务包括清洁能源（含光伏产品、工程、综合能源管理）、生态环保（含污水处理、垃圾处理、土壤修复、餐厨垃圾处理、可降解塑料工业工程等）、户外动力设备（OPE）、柴油发电机组、船舶制造与航运、纺织服装（服装、家纺、品牌校服）等。供应链即供应链集成服务，指大宗商品运营与机电设备进出口。2)产业链板块贡献主要利润。收入方面，2024 年供应链板块/产业链板块收入占比分别为 71.3%/28.6%，其中产业链板块的大环保/先进制造/大消费的收入占比分别为 4.6%/10.4%/10.7%，利润总额方面，产业链板块实现利润总额 28.93 亿元/同比+15.67%，占据利润总额比重约为 70%。

图表4：公司主要业务板块



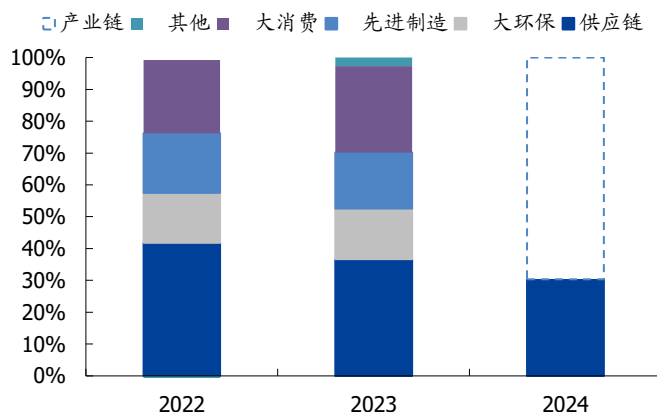
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表5: 公司营收构成 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

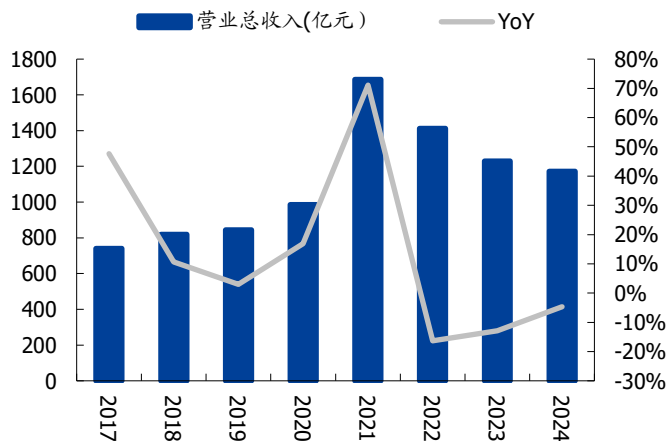
图表6: 公司利润总额构成



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

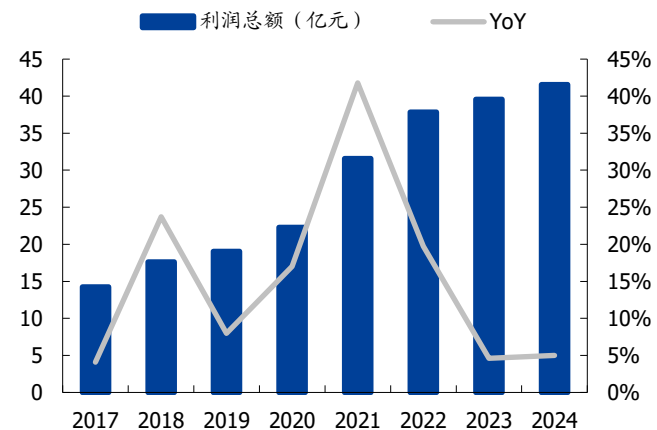
公司近年营收有所波动, 产业链板块拉动利润总额稳健增长, 彰显业绩韧性。1) 公司收入结构以供应链板块为主, 近年营收有所波动。受国内外宏观环境对大宗商品需求的影响, 供应链板块整体营收规模下降, 近年营收有所波动, 2024 年公司营业收入达 1171.7 亿元/同比-4.72%; 2) 产业链板块拉动利润总额稳健增长, 彰显业绩韧性。2024 年公司实现利润总额 41.55 亿元/同比+4.98%, 其中产业链板块实现利润总额 28.93 亿元/同比+15.67%, 供应链板块实现利润总额 12.62 亿元/同比-13.13%。近年公司的利润总额主要依托于产业链板块拉动, 虽收入有所波动, 业绩韧性彰显。

图表7: 公司营收近年有所波动



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表8: 公司利润总额实现稳健增长



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2. 产业链板块：拓展海内外需求，多元业务稳健增长

2.1. 大环保板块：政策驱动行业扩容，瞄准新兴市场需求

2.1.1. 清洁能源：光伏市场保持强劲增长，瞄准东南亚等新兴市场需求

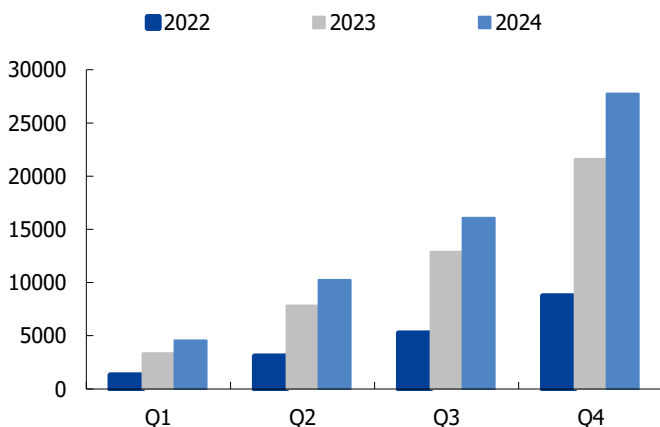
光伏行业价格下探，并网量继续保持强劲增长。根据国家能源局发布的数据，2024 年全球光伏装机容量达到 451.9GW/同比+32.2%，继续保持强劲增长，增长主要集中在中国。根据 Wind 中国新增并网量稳健增长，2024 年全年新增并网量达 277.6GW/同比+28.3%，而光伏价格仍然保持下探趋势，行业整体呈现量增价减趋势。

图表9: 光伏行业综合价格指数不断下探



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表10: 中国各年度累计新增并网量 (万千瓦)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

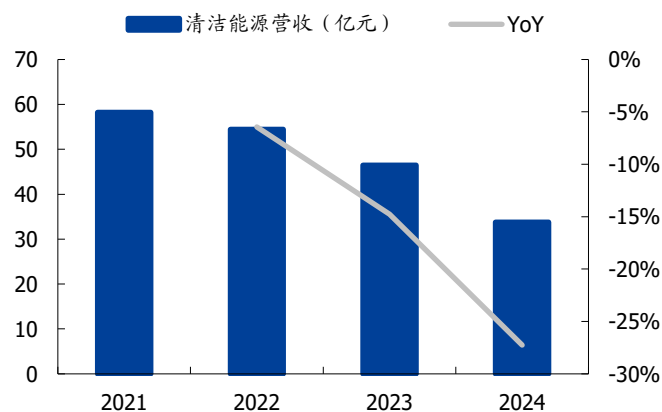
光伏：围绕光伏产业链，为客户提供集光伏产品、EPC 工程、电站运维和双碳运营为一体的系统解决方案。公司清洁能源业务主要包括“辉伦”品牌光伏组件生产与销售、清洁能源工程项目开发建设、电站运维服务和综合能源管理。1) 光伏产品：光伏产品业务持续加快推广 Greenhouse、光伏车棚、轻质组件等差异化解决方案，支撑业务转型。2) EPC 工程：在国际市场持续开拓的基础上，国内项目开工、结算规模创新高。2024 年国内光伏工程并网结算规模同比增长 37%，包括江西国电投 100MW、江苏连云港 100MW、江苏丹阳 60MW 光伏工程项目等项目顺利建成。运维方面，截至 2024 年底公司运维规模达 3.2GW/同比+26%；3) 推出具备企业碳账户功能的“苏美达能碳管理平台”：利用数字化技术实现企业能碳运营管理及碳排放全过程可视化，并在绿电购买、绿证申请、交易和核销等方面提供支持，为客户碳减排与碳中和计划规划减碳路线图。

图表11: 公司光伏实现销售网络延伸



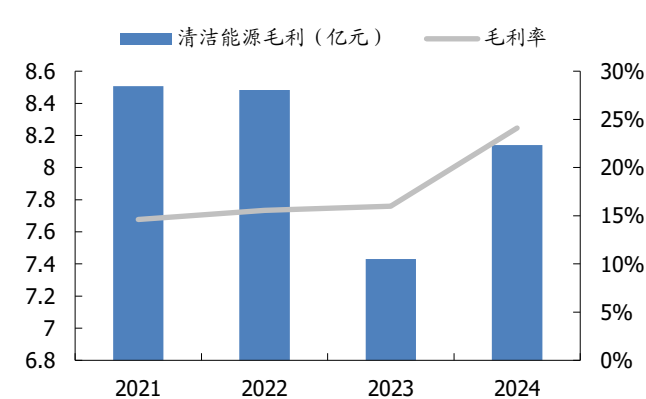
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表12: 清洁能源收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表13: 清洁能源毛利 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

“辉伦”品牌实力强劲，坚持研发创新，保证生产质量。辉伦太阳能长期秉持稳定、可靠、可持续的品牌理念，坚持科技创新，加大研发力度。自 2014 年起，辉伦太阳能被彭博新能源（BNEF）列为一级光伏组件制造商。全球组件出货累计达到 20GW，减少二氧化碳排放 1900 万吨，运维可再生能源项目超过 2GW，能够每年为全球提供超过 116 亿千瓦时的清洁能源，在美国、英国、德国等地均已设立分公司。**1) 研发创新：**辉伦积极推动光伏产品技术的创新发展，在关键产品的开发与应用、光伏系统解决方案及能源物联网技术领域展开基础性和前瞻性研发。**2) 质量保证：**产品经 Photon 实验室、PVEL、Rated Solar Installer 等多家全球权威行业机构认可，并推荐为优质产品和服务提供商。自 2016 年以来，辉伦太阳能一直被 PVEL 评为全球优质组件制造商，连续十年获颁 TÜV 南德目击实验室资质认证。

图表14: 公司在光伏领域出货数据



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表15: 公司具备成熟光伏及运维相关资质



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

统筹国内国际两个市场，大力发展东南亚新兴市场。公司实施属地化深耕，成功签约签约桑布拉诺 93MW 和塔利姆 200MW 风电辅助设施设备总承包项目及马尔瓦尔屋顶光伏项目等。2023 年，新签国际光伏工程订单 4.7 亿美元/同比+200%。2024 年初，与泰国知名光伏设备分销商 Solomon 签署 250MW 光伏组件供应协议，开启能源公司在泰国光伏设备市场新篇章。同时公司子品牌辉伦在美国、英国等国等地均设有分公司；在土耳其、柬埔寨、越南等地设立智造公司。

图表16: 与 solomon 等客户达成合作



资料来源: 苏美达能源公众号, 国盛证券研究所

图表17: 公司光伏全球产业布局图



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

2.1.2. 生态环保: 国内环保建设持续推进, 业务类型与区域覆盖实现双重扩张

近年来，双碳战略由深入实，国内生态环保行业在政策驱动、经济支持和技术环境的多重推动下持续发展。1) 政策驱动: 国家生态环境部等有关部门持续推出《重点流域水生态环境保护规划》《环境基础设施建设水平提升行动（2023—2025 年）》等一系列政策文件，有效扩大生态环保产业需求。2) 经济支持: 根据智研咨询，2023 年国家在节能环保上的财政支出为 5633 亿元，同比增长 4.1%；初步估计，2024 年全国节能环保财政支出总额在 5854 亿元左右。2022 年发布的《支持绿色发展税费优惠政策指引》，从支持环境保护、促进节能环保、鼓励资源综合利用、推动低碳产业发展四个方面，实施了 56 项支持绿色发展的税费优惠政策，有力引导环保产业向好发展。3) 技术环境: 2023 年，生态环境部的环境保护科学技术奖共授予 59 个项目，为生态环保行业提供重视技术发

展的良好导向。在多重推动下，2022 年环保产业营业收入达到 2.22 万亿元，同比增长 1.9%。

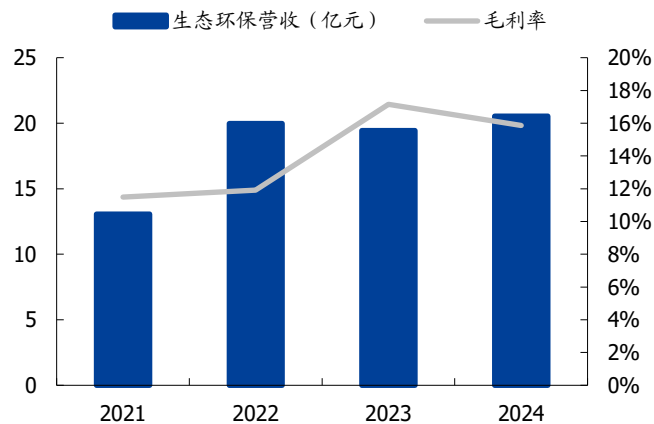
图表18: 政策持续驱动生态环保工程

政策	政策要点
《重点流域水生态环境保护规划》	到2025 年，基本形成较为完善的城镇水污染防治体系，城市生活污水集中收集率力争达到70%以上，基本消除城市黑臭水体。重要江河湖泊水功能区水质达标率持续提高，重点流域水环境质量持续改善，污染严重水体基本消除，地表水劣Ⅴ类水体基本消除，有效支撑京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化发展、黄河流域生态保护和高质量发展等区域重大战略实施。集中式生活饮用水水源地安全保障水平持续提升，主要水污染物排放总量持续减少，城市集中式饮用水水源地达到或优于Ⅲ类比例不低于93%。
《环境基础设施建设水平提升行动（2023-2025年）》	到2025年，环境基础设施处理处置能力和水平显著提升，新增污水处理能力1200万立方米/日，新增和改造污水收集管网4.5万公里，新建、改建和扩建再生水生产能力不少于1000万立方米/日；全国生活垃圾分类收运能力达到70万吨/日以上，全国城镇生活垃圾焚烧处理能力达到80万吨/日以上。固体废弃物处置及综合利用能力和规模显著提升，危险废物处置能力充分保障，县级以上城市建成区医疗废物全部实现无害化处置。
《关于推进建制镇生活污水垃圾处理设施建设和管理的实施方案》	到2025 年，建制镇建成区生活污水垃圾处理能力明显提升。镇区常住人口5万以上的建制镇建成区基本消除收集管网空白区，镇区常住人口1万以上的建制镇建成区和京津冀地区、长三角地区、粤港澳大湾区建制镇建成区基本实现生活污水处理能力全覆盖。建制镇建成区基本实现生活垃圾收集、转运、处理能力全覆盖。到2035 年，基本实现建制镇建成区生活污水收集处理能力全覆盖和生活垃圾全收集、全处理。
《关于促进土壤污染风险管控和绿色低碳修复的指导意见》	提出理念先行加快绿色低碳转型、全过程提升绿色低碳水平、全方位强化科技支撑和完善保障措施。

资料来源：中国政府网（发改委、住建部、生态环境部）、生态环境部官网，国盛证券研究所

苏美达深耕传统水处理业务，延伸拓展新兴业务。1) 深耕水处理等传统业务，实现长足发展。2024 年苏美达环保工程业务毛利率提升至 15.87%；累计中标、签约 23 个项目，合同金额超 16.3 亿元。2024 年，生态环保业务在国内市场累计中标和签约合同金额 22.5 亿元/同比+8.6%。2) 延伸拓展餐厨垃圾处理、固废处置、土壤修复、可降解新材料等新兴业务，实现区域覆盖同时扩张。2023 年签约宜昌市厨余垃圾资源化处理项目设备供货及安装工程，持续助力餐厨垃圾“变废为宝”并将固废处置业务扩大覆盖至“长三角”以外区域；中标宁波丁家湾 3 号地块土地污染治理项目，助力环境修复业务覆盖区域扩张。

图表19: 生态环保收入及毛利率变化



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表20: 公司生态环保工程案例



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

2.2. 先进制造板块：造船业务高景气量价齐升，OPE 业务打造强品牌势能

2.2.1. OPE：高效能创新发展，自有品牌形成较强势能

行业：北美高通胀、加息促使去库存加速，短期有望复苏。欧美家庭修建草坪需求大，且由于人工费用较高，大多家庭选择自行护理草坪，OPE 设备需求刚性。2023 年，受北美高通胀和加息影响，下游零售商执行去库存策略，行业上升趋势受到遏制。2024 年起，随着库存出清，OPE 行业有望企稳转暖。据 FortuneBusinessInsights，2024 年 OPE 全球市场规模超过 355.1 亿美元，市场规模预计将从 2025 年的 373.6 亿美元增长到 2032 年的 542.4 亿美元，CAGR 为 5.47%。

苏美达抢抓“油转电”机遇，高效研发投入促进技术创新，深耕细作培育细分领域优势品牌。公司 YARDFORCE 便携储能产品荣获德国红点设计奖，获批组建江苏省新能源动力设备关键技术高价值专利培育中心，虚拟边界草坪机器人入选江苏省人工智能融合创新产品。旗下 Yardforce 品牌注重智能化和高性价比，Firman 则以稳定可靠和多燃料适用性为特色。依靠母公司供应链管理优势，打破下游渠道限制，市场覆盖全球 30 余个国家，与全球顶级家居连锁超市、经销商及动力工具品牌制造商建立了深入的战略合作。

图表21：苏美达旗下 OPE 品牌矩阵

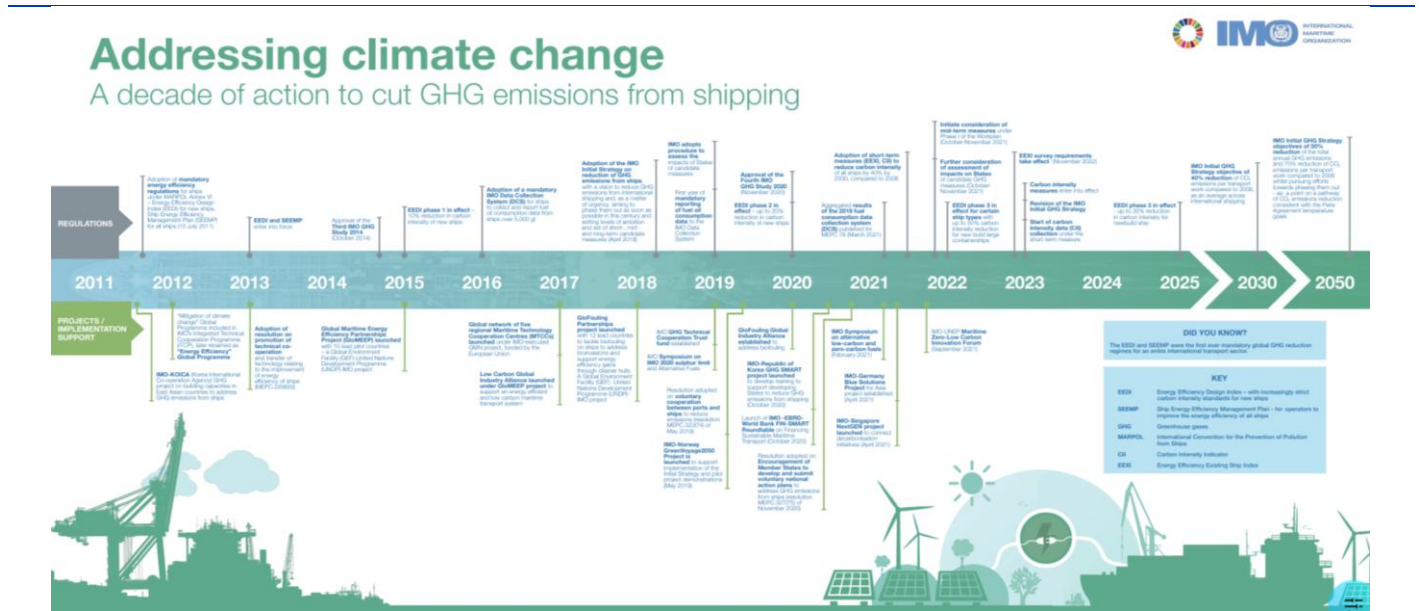


资料来源：公司官网，国盛证券研究所

2.2.2. 船舶制造及航运：船舶制造业务强劲，航运业务稳定

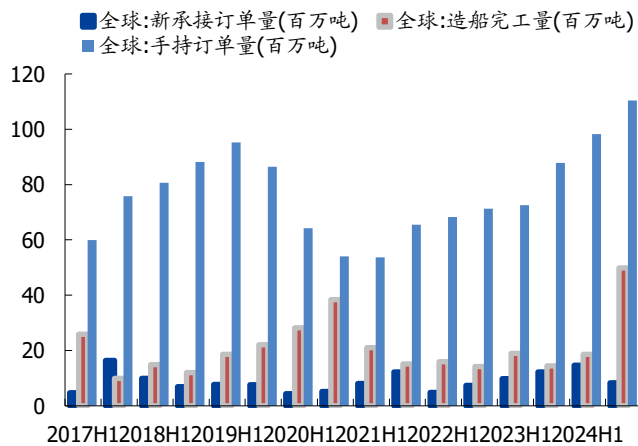
绿色新政叠加造船市场景气周期，量价齐升。1) 绿色新政接连颁布。在全球减碳的大趋势下，航运业碳排放限制日趋严苛。2023 年 7 月 7 日，国际海事组织（IMO）通过了《2023 年船舶温室气体减排战略》，提出到 2050 年前后向净零排放过渡的共同目标。2023 年 1 月 1 日起，CII 与 EEXI 正式生效，进一步推进航运业的绿色转型。绿色新政将显著刺激船东对不合规老船的替换需求。2) 造船市场高景气，量价齐升。2024 年船舶工业进入高度景气区间，2024 年下半年全球造船业三大指标——新接订单量、造船完工量、手持订单量仍然处于高位，同时散货船新造船价格指数持续增长，2024 年年末较年初价格指数已上涨 4.82%。

图表22: IMO 对国际船舶的排放规划



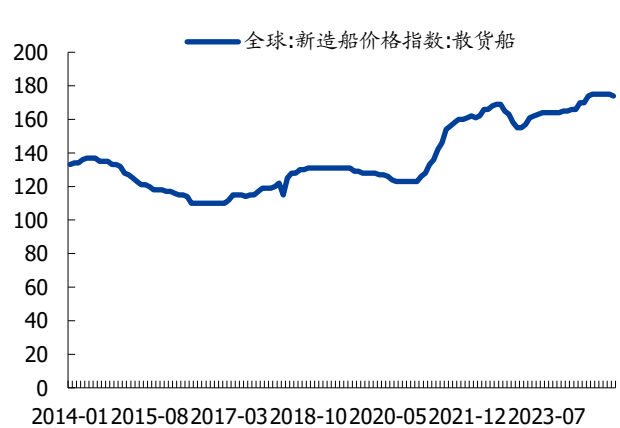
资料来源: IMO 官网, 国盛证券研究所

图表23: 造船业三大指标情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

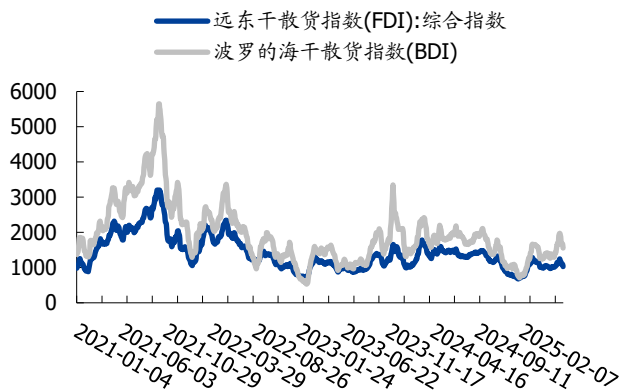
图表24: 散货船价格指数



资料来源: wind, 国盛证券研究所

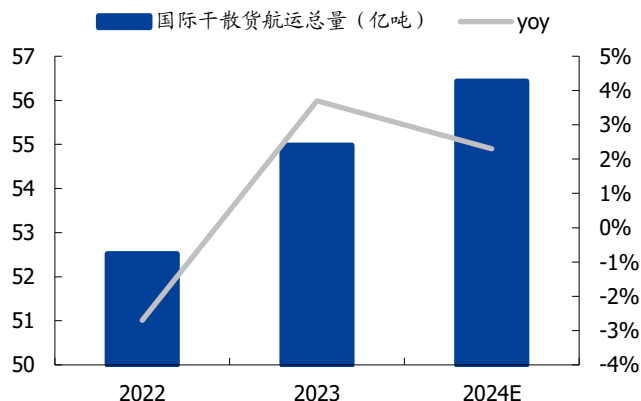
航运: 新锐远洋船东, 航运业务态势良好。苏美达航运经过多年发展, 建立起以杂货船和散货船为主的年轻、高效船队。2019 年苏美达海运成立, 公司航运业务发展提速。2025 年在手运力达 314 万载重吨, 船舶数量达到 48 艘, 节能船比率达 100%。2024 年运价有所提升, 2024 年 BDI 与 FDI 指数高于上年同期, 2025 年以来有所回落但仍保持稳定; 运力需求稳定, 苏美达航运业务短期态势良好。

图表25: BDI&FDI 走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

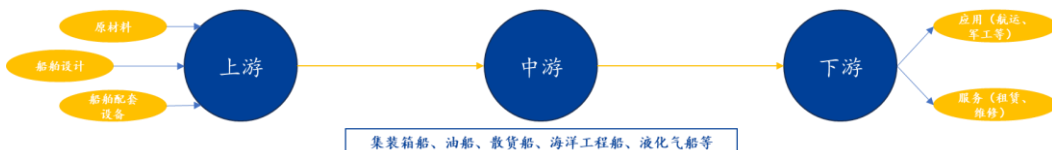
图表26: 全球干散货航运总量



资料来源: 克拉克森, 期货日报, 上海航运交易所, 国盛证券研究所

造船: 公司贯通造船产业链, 成本价格敏感度高, 产能逐渐释放熨平周期。1) 上游: 在造船主要的也是波动最大的上游成本构成——钢材上, 苏美达旗下的苏美达国际技术贸易有限公司三度蝉联“中国钢铁出口优秀贸易企业”, 标志着苏美达技术在钢铁出口行业中的供应链服务能力、优良信誉品质和品牌整体实力持续获得行业认可。2) 中游: 公司坚持长期主义, 深耕船舶制造, 拥有国际一流的现代化船舶建造基地: 新大洋造船有限公司, 产品线覆盖散货船、气体船、油船、化学品船和海工船等, 以卓越的产品和稳定的质量将“中国制造”推向世界。包括独有的“皇冠”系列散货船, 以优异的性能、稳定的质量和良好的节能效果, 目前成为航运市场中的佼佼者, 累计交付客户超 140 艘。3) 下游: 坚持“造船+航运”双轮驱动的发展战略, 充分发挥全产业链优势。一方面, 航运业务能够及时反馈, 帮助造船业务完善产品; 另一方面, 中下游联动, 熨平周期, 行业不景气时航运业务能够保证造船业务的订单, 行业过热时造船业务能够降低航运业务投资新船风险。受益于行业上行, 公司积极抢抓发展机遇, 2024 年上半年共计接单 31 艘/同比+94%, 2024H1 完成交船 14 艘/同比+56%, 截至 2024H1 期末, 在手订单共 82 艘, 生产排期到 2028 年, 船东遍及欧洲、中东、日本及中国香港地区。

图表27: 造船产业链示意图



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

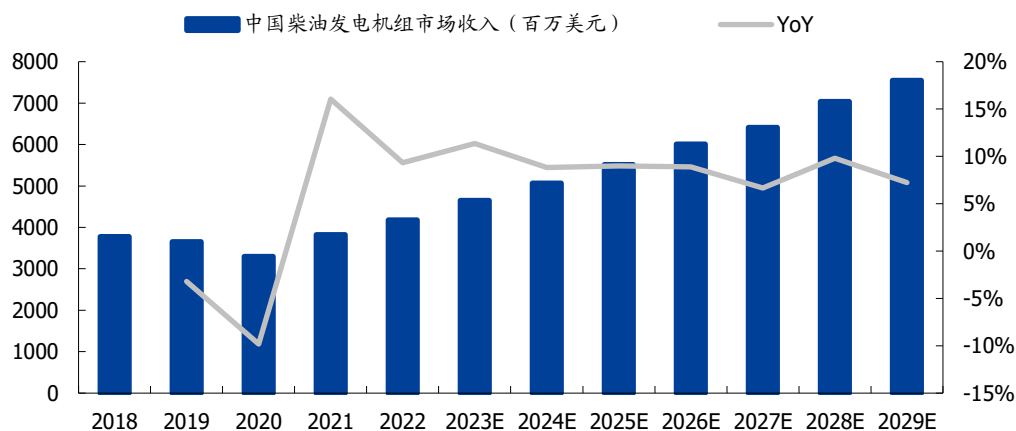
2.2.3. 柴油发电机组: 紧跟产业趋势, 算力基建投资推高柴发需求

国家政策推动高端设备制造升级、新基建等产业趋势, 柴油发电机组行业规模持续增长。

1) 国家政策推动高端设备制造升级、新基建等产业趋势。柴油发电机组属于配套工程施工(工程配套)项目使用以及备用电源, 在保障基础设施建设的能源稳定性方面发挥重要作用。自 2021 年开始, 国家陆续出台《“十四五”现代能源体系规划》等产业政策, 为内燃发电机行业的持续发展提供了良好的政策支持, 为行业建立高效节能环保的产品标准起到了良好的政策引导效果。2) 柴油发电机组行业持续增长。受益于电力需求的不

断增长以及基础设施对于备用电源的稳定需求，柴油发电机组行业规模稳定增长。根据 QYResearch，2022 年中国国内柴油发电机组市场收入达 41.79 亿美元/同比+9.32%，预计未来 2023-2029 年复合增长率达 8.4%。

图表28: 柴油发电机组市场收入预计将持续增长



资料来源: QYResearch, 国盛证券研究所

图表29: 柴油发电机组市场收入预计将持续增长

时间	文件	内容
2021 年 3 月	“十四五规划以及 2035 年远景目标纲要”	推进能源革命，建设清洁低碳、安全高效的能源体系，提高能源供给保障能力。坚持集中式和分布式并举，大力提升风电、光伏发电规模，加快发展东中部分布式能源。 <u>完善能源风险应急管控体系，加强重点城市和用户电力供应保障，强化重要能源设施、能源网络安全防护。</u>
2021 年 12 月	“十四五智能制造发展规划”	提出十四五及未来相当长一段时期，推进智能制造，要立足制造本质，紧扣智能特征，以工艺、装备为核心，以数据为基础，依托制造单元、车间、工厂、供应链等载体，构建虚实结合、知识驱动、动态优化、安全高效、绿色低碳的智能制造系统， <u>推动制造业实现数字化转型、网络化协同、智能化变革。</u>
2022 年 1 月	“十四五现代能源体系规划”	<u>提出加快推动能源绿色低碳转型，展望 2035 年，能源高质量发展取得决定性进展，基本建成现代能源体系。能源安全保障能力大幅提升，绿色生产和消费模式广泛形成，非化石能源消费比重在 2030 年达到 25%的基础上进一步大幅提高，可再生能源发电成为主体电源，新型电力系统建设取得实质性成效，碳排放总量达峰后稳中有降。</u>
2022 年 6 月	工业能效提升行动计划	到 2025 年，重点工业行业能效全面提升，数据中心等重点领域能效明显提升，绿色低碳能源利用比例显著提高，节能提效工艺技术装备广泛应用，标准、服务和监管体系逐步完善，钢铁、石化化工、有色金属、建材等行业重点产品能效达到国际先进水平，规模以上工业单位增加值能耗比 2020 年下降 13.5%。能尽其用、效率至上成为市场主体和公众的共同理念和普遍要求，节能提效进一步成为绿色低碳的“第一能源”和降耗减碳的首要举措。
2022 年 8 月	加快电力装备绿色低碳创新发展行动计划	明确电力装备十大领域绿色低碳发展重点方向。推进火电、水电、核电、风电、太阳能、氢能、储能、输电、配电及用电等 10 个领域电力装备绿色低碳发展。

资料来源: 中国电力促进会, 证券日报, 国家发改委, 工信部等部门, 国盛证券研究所

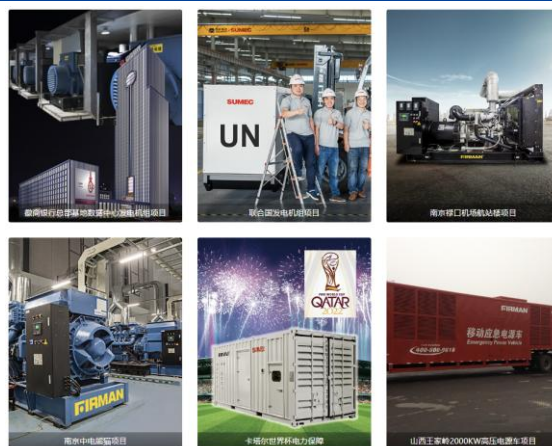
紧跟产业趋势，承接多个标志性项目。1) 2023 年公司紧跟国内新基建、“东数西算”及高端装备制造升级的产业趋势，围绕客户和市场需求，在国内运营商、数据中心、电力电厂、矿业矿产、大型综合类商业项目、高端装备制造等行业中标多个标志性项目，全年共承接 10+个省、超过 50 个地级市的各类项目。2) 柴油发电机组业绩增长亮眼。2024 年公司柴油发电机组实现营业收入 11.85 亿元/同比+5.24%。2025 年初以来，全球 AI 算力基建投资规模增加趋势明显，高功率数据中心建设推动柴油发电机组需求快速增长。

图表30: FIRMAN “大黄蜂”系列静音柴油发电机组



资料来源：苏美达官方公众号，国盛证券研究所

图表31: 柴油发电机组中标项目



资料来源：苏美达官网，国盛证券研究所

2.3. 大消费板块：代工业务打造供应链能力，自主品牌加强建设

2.3.1. 服装：聚焦主流客户需求，打造供应链与运营能力

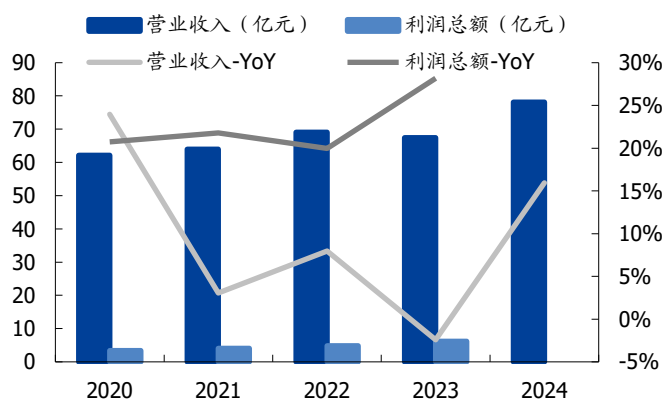
打造供应链能力与运营能力，服装板块实现稳步增长。1) 打造供应链能力与运营能力。公司海内外拥有 14 家全资实业工厂和贸易平台，并拥有近 600 多人的服装研发设计打样人才队伍，与斐乐、李宁、森马等品牌客户保持密切合作关系。2024 年服装业务内贸新签订单金额同比增长 49%。2) 服装板块实现稳步增长。2024 年公司服装板块实现营收 78.15 亿元/同比+15.95%，利润总额实现 16%的高位增长。

图表32: 公司在海内外均开设服装自有工厂



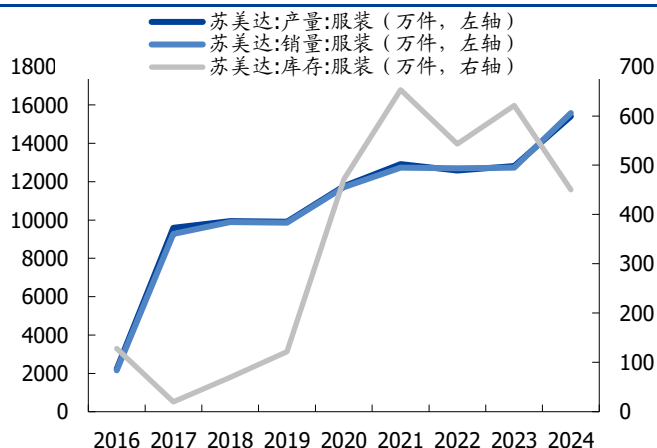
资料来源: 苏美达官网, 国盛证券研究所

图表33: 服装板块收入业绩表现



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表34: 苏美达服装产销量实现稳步增长

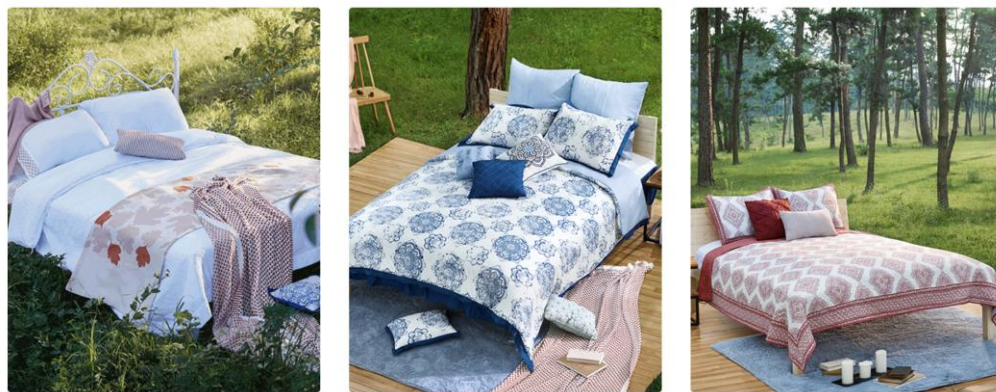


资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.3.2. 家纺: 多元产品覆盖, 加强自主品牌建设

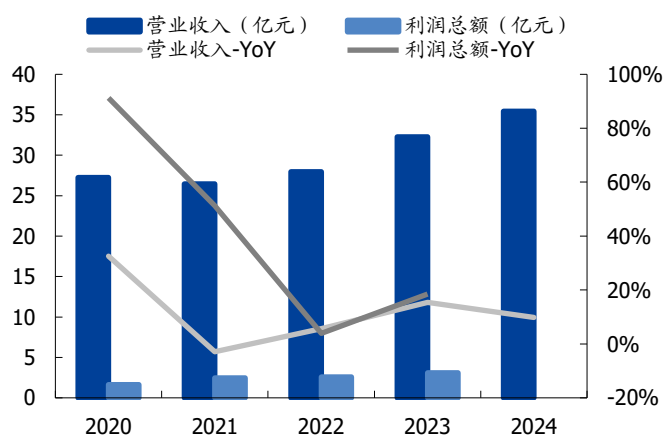
持续加强产品设计、产品快速迭代, 加强自主品牌建设。1) 持续加强产品设计、产品快速迭代。公司收购美国 Berkshire Blanket 公司和 NVM 公司后, 持续加强产品设计, Berkshire Life 品牌与北京故宫宫廷文化联合设计开发系列 IP 产品, 2024 年家纺业务应用环保印染技术、再生纤维面料的绿色产品订单在出口接单中的占比已增至 30%。2) **不断深化自主品牌建设。**加强绎生活、Berkshire Life 品牌运营管理, 深挖国内市场, 提升品牌影响力。

图表35: Berkshire 品牌加强产品设计



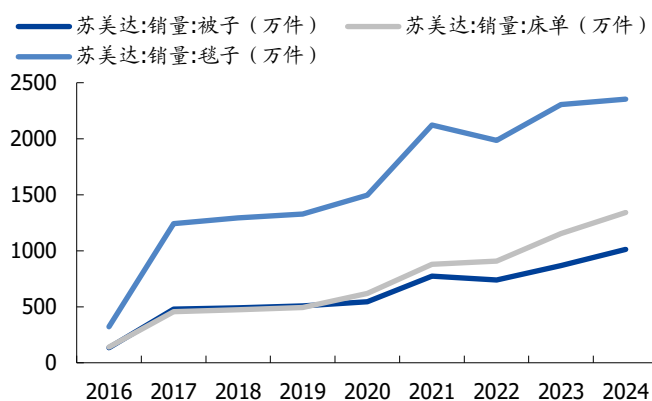
资料来源: 苏美达官网, 国盛证券研究所

图表36: 家纺板块收入业绩表现



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表37: 公司家纺业务销量表现



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.3.3. 品牌校服: 坚持教育内涵, 打造差异化品牌定位

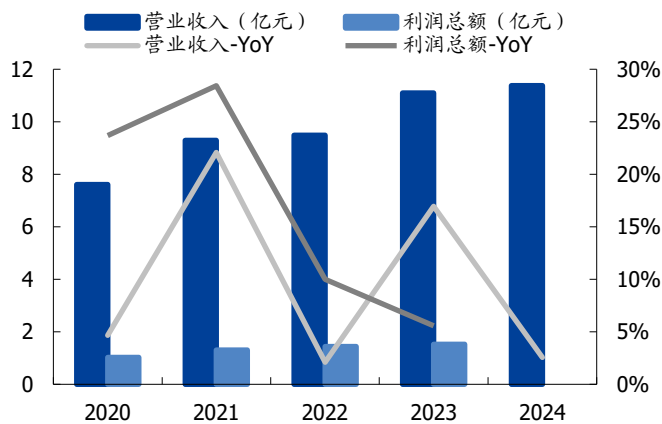
坚持教育内涵, 拓展全国学校客户。1) 公司校服设计坚持教育内涵。公司在校服领域深化“执教而求”理念, 坚持教育内涵, 拓展新中式校服、幼儿园服等全新市场与产品品类。2) 拓展全国学校客户。累计服务清华附小、复旦附中、南洋模范、南师附中、南京外国语学校、领科国际等全国近 4000 所学校, 2024H1 新开发学校超 250 所, 深耕上海、北京等重点市场, 上半年新签合同额约 7.3 亿元。

图表38: 公司校服业务主要合作对象



资料来源: 伊顿纪德官网, 国盛证券研究所

图表39: 校服板块收入业绩表现



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表40: 伊顿纪德校服设计坚持教育内涵



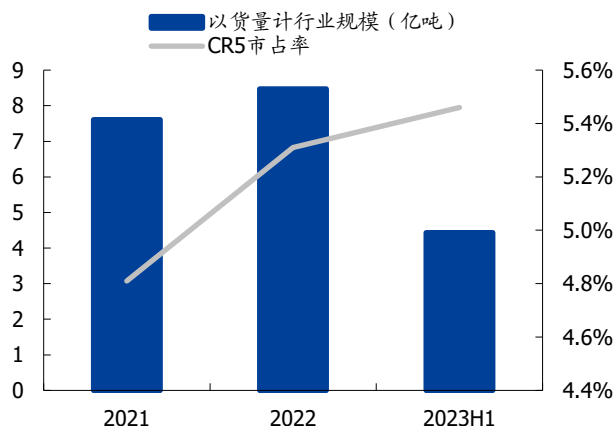
资料来源: 伊顿纪德官网, 国盛证券研究所

3. 供应链板块: 大宗商品业务收入承压, 加速开拓新兴市场

3.1. 大宗商品: 龙头市占率提升, 行业整体承压

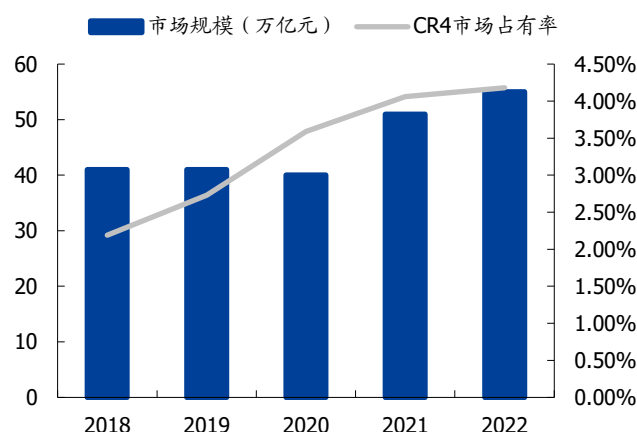
行业整体受价格波动影响, 份额向头部企业集中。受国内外宏观环境影响, 近年全球大宗商品价格波动加剧, 头部企业依托供应链与资源优势能够抢占更多市场份额。我国大宗商品供应链行业集中度稳健提升, 截至 2022 年以营收规模计行业整体规模达 55 万亿元, CR4 提升至 4.18%, 2023H1 以货量计行业整体规模达 4.43 亿吨, CR5 提升至 5.46%。

图表41: 以货量计行业规模与 CR5 市占率



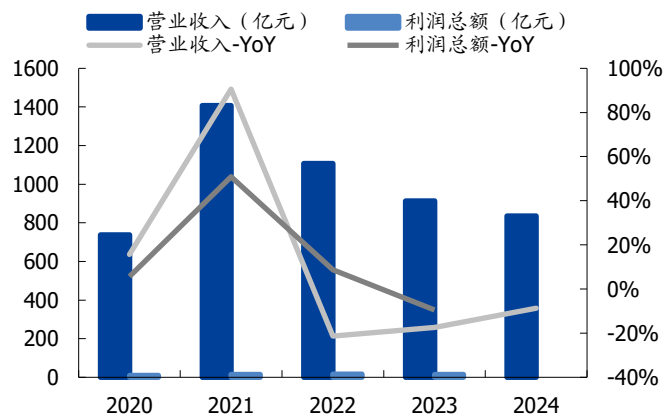
资料来源: 厦门象屿年报, 国盛证券研究所

图表42: 以营收计行业规模与 CR5 市占率



资料来源: 厦门象屿年报, 国盛证券研究所

图表43: 供应链板块业绩表现



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表44: 大宗商品价格指数有所波动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2. 机电设备: 数字化赋能, 开拓新兴市场机电出口规模增长

搭建设备交易平台, 数字化赋能行业增长。公司搭建“苏美达达天下”全球设备交易服务平台, 为国内外设备供应商、采购商和物流合作伙伴搭建渠道互通、资源共享的生态系统。以设备采购为核心, 为广大企业客户提供招标代理、设备选型、物流服务、在线项目管理等一站式设备采购商业解决方案。

围绕热点行业, 开拓新兴市场。公司积极挖掘新兴经济体的工业化机遇, 通过加强海外市场走访等方式, 积极挖掘机电出口业务机会; 重点围绕新能源锂电、光伏、汽车等热点行业, 兼顾家电、纺织等传统产业, 优先开发东南亚、东盟、RCEP 成员国等国家市场。

图表45: “苏美达达天下”合作品牌汇聚国外知名中高端机电设备供应商



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

4. 盈利预测

我们预计公司收入端: 1) 供应链板块: 大宗商品价格自 2021 年以来受国际局势、国内需求等因素影响持续波动, 公司供应链板块业务收入出现较大程度下滑; 展望后续, 大宗商品供应链业务在 2025 年有望企稳。2) 产业链板块: ①大制造: 受船价上涨影响及公司造船产能释放催化, 公司船舶制造业务利润有望持续释放; OPE 园林工具业务受行业影响增速有所放缓; 在国内加大力度推进国产化替代与 AIDC 配套投入稳步提升背景下, 柴油发电机业务利润空间稳步扩充。②大消费: 服装代工/家纺/品牌校服业务积极参与市场竞争, 打造供应链、品牌等差异化竞争优势, 业务表现均维持较好增长势头。③大环保: 公司重点推进环保业务发展, 一方面积极拓展环保工程客户, 实现业务类型与区域覆盖的双重扩张, 另一方面瞄准海外新兴市场提供光伏组件及 EPC 解决方案。

成本端: 供应链板块, 受益于行业头部集中趋势, 公司毛利率有望进一步提升。产业链板块, 产业链板块聚焦主流客户和重点市场, 着力优化结构、提升效益, 带动公司利润实现持续增长。

图表46: 盈利预测表 (单位: 亿元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
产业链	303.25	313.18	334.64	371.20	406.33	435.70
YoY	11.71%	3.27%	6.85%	10.92%	9.47%	7.23%
大环保	74.44	65.86	54.30	55.80	56.91	57.62
YoY	4.46%	-11.53%	-17.56%	2.76%	2.00%	1.23%
清洁能源	54.47	46.43	33.77	34.45	35.14	35.84
YoY	-6.44%	-14.76%	-27.25%	2.00%	2.00%	2.00%
生态环保	19.98	19.44	20.53	21.35	21.77	21.77
YoY	53.03%	-2.69%	5.60%	4.00%	2.00%	0.00%
先进制造	83.16	90.37	122.06	147.75	171.99	190.48
YoY	-0.91%	8.68%	35.06%	21.05%	16.41%	10.75%
户外动力设备	41.11	34.68	37.68	38.05	38.82	39.98
YoY	-9.26%	-15.62%	8.63%	1.00%	2.00%	3.00%
柴油发电机组	5.56	11.26	11.85	15.40	20.03	26.03
YoY	22.83%	88.79%	5.24%	30.00%	30.00%	30.00%
船舶制造与航运	36.50	44.43	72.53	94.29	113.15	124.47
YoY	7.02%	21.74%	63.25%	30.00%	20.00%	10.00%
大消费	106.52	110.75	124.94	130.98	137.09	143.23
YoY	6.81%	3.97%	12.82%	4.83%	4.67%	4.48%
服装	69.07	67.40	78.15	81.27	84.52	87.90
YoY	7.95%	-2.42%	15.95%	4.00%	4.00%	4.00%
家用纺织品	27.96	32.25	35.42	37.19	39.05	41.00
YoY	5.71%	15.35%	105.71%	5.00%	5.00%	5.00%
品牌校服	9.49	11.09	11.38	12.51	13.52	14.33
YoY	2.10%	16.94%	2.55%	10.00%	8.00%	6.00%
其他	39.13	46.20	33.33	36.67	40.33	44.37
YoY	85.66%	18.06%	-27.84%	10.00%	10.00%	10.00%
供应链	1,106.57	913.93	835.08	835.08	851.78	868.82
YoY	-21.33%	-17.41%	-8.63%	0.00%	2.00%	2.00%
营业成本	1343	1,161	1,092	1,128	1,173	1,213
毛利率	4.86%	5.60%	6.80%	6.68%	6.79%	6.98%
归母净利润	9.13	10.28	11.48	12.77	13.68	14.89
YoY	19.00%	12.63%	11.69%	11.18%	7.17%	8.79%

资料来源: 公司公告, wind, 国盛证券研究所

5. 投资建议

公司为一家“供应链+产业链”双轮驱动的外贸企业，依托深厚的央企资源与成熟的员工激励机制，多年来公司的利润总额实现稳健增长，持续稳定分红。展望后续供应链业务企稳，产业链板块业绩或将持续释放，我们预计公司于 2025-2027 年将实现营业收入 1208/1258/1305 亿元，归母净利润 12.8/13.7/14.9 亿元，我们选取同为大宗商品贸易行业的中信金属、建发股份、江苏国泰作为行业可比公司，行业平均 2025 年 PE 为 11.2x，公司股价对应当前 PE 为 9.8x，首次覆盖给予“买入”评级。

图表47: 可比公司估值

		EPS (元/股)				PE			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
601061.SH	中信金属	0.46	0.49	0.53	0.55	17.5	16.5	15.2	14.7
600153.SH	建发股份	1	1.35	1.55	1.76	10.5	7.8	6.8	6.0
002091.SZ	江苏国泰	0.68	0.77	0.83	0.8	10.7	9.5	8.8	9.1
行业平均						12.9	11.2	10.3	9.9
600710.SH	苏美达	0.88	0.98	1.05	1.14	10.9	9.8	9.1	8.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 除苏美达以外其余公司的 EPS 预测来自于 Wind 一致预期, 股价取 7 月 4 日收盘价。

6. 风险提示

- 1) 海外需求不及预期。**公司主营业务为外贸，各板块业务中海外需求均占据较大比重，若海外需求受到一定程度影响，对公司业绩增长与业务发展也将产生阻力。
- 2) 大宗商品价格波动风险。**当前大宗商品业务收入为公司主要收入来源，若大宗商品价格出现较大波动，公司作为贸易商在交易过程中收入及利润均将产生较大波动。
- 3) 业务进展不及预期。**公司业务板块众多，包含大消费、大环保、大制造及众多子板块，子板块业务及项目落地不及预期将对公司整体业绩产生影响。
- 4) 汇兑风险。**公司业务以外贸为主，海外新签订单受汇兑波动影响或产生额外损益，将对公司业绩产生影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com