

苏美达 (600710)

证券研究报告

2023年06月11日

现金流改善，价值有望重估

公司激励优厚，业绩持续增长

苏美达是央企国机集团控股公司，主要从事大宗商品和机电设备进口供应链、造船、光伏、纺织服装、发电机组、环保工程等产业链业务。2016-2022年营业收入、营业利润、净利润等年化增速20%左右，其中净利润持续高速增长，尚未出现过下滑。我们认为高速增长的重要原因是核心业务子公司由骨干员工持股65%，公司和员工之间形成“利益共同体”、“事业共同体”、“命运共同体”，优厚的激励促使员工不断开拓业务、公司持续高速增长。

造船、光伏等业务有望高速增长

2023年苏美达的造船、光伏等业务有望高速增长。2021年苏美达承接新造船订单数量大幅增长、价格大幅上升，我们预计2023-2024年新船交付金额有望增长45%和47%，毛利率有望明显上升。光伏和环保行业快速发展，苏美达的业务有望继续保持高速增长。纺织服装和户外动力工具业务，苏美达依托竞争优势，有望保持增长韧性。全球经济低迷，大宗商品供应链和机电设备进口业务在低谷期，未来有望随着经济复苏而回升。

现金流充足，价值有望重估

苏美达的现金流优于同行，应该给予更高的PE估值。2017-2022年，苏美达的经营性净现金流超过净利润的2倍，“经营性净现金流/净利润”好于国内商贸公司和大宗供应链公司，也好于部分日本商社。相同盈利情况下，苏美达的DCF贴现价值更高，应该给予更高PE估值。现金流好的原因是上下游占款能力强：营收占比高的钢材、石化和煤炭贸易、机电设备进口等业务，很少给客户账期，反而要收取预付款。现金流好的结果是有息负债大幅下降、利息支出减少，未来发展可能不依赖股权或债权融资。

盈利预测与目标价

我们预计2023年净利润增速下滑，2024年增速有望回升。2023年全球经济低迷，大宗商品价格下跌拖累供应链业务增长。2024年全球经济有望复苏，大宗商品价格有望回升，供应链业务增速有望加快。我们预测2023-2025年EPS为0.78、0.95、1.12元/股，增速11%、22%、18%。综合AE估值法和可比公司2023年Wind一致预期平均PE，给予苏美达的目标价为10.68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，大宗商品价格下跌风险，应收款坏账增加风险，汇率和利率波动风险，子公司管理风险，股价异常波动风险

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	168,682.00	141,144.58	135,008.65	168,934.98	192,014.64
增长率(%)	71.09	(16.33)	(4.35)	25.13	13.66
EBITDA(百万元)	5,481.86	5,375.31	5,627.40	6,393.01	7,059.76
归属母公司净利润(百万元)	767.07	915.85	1,016.33	1,244.28	1,466.93
增长率(%)	40.43	19.40	10.97	22.43	17.89
EPS(元/股)	0.59	0.70	0.78	0.95	1.12
市盈率(P/E)	12.84	10.76	9.69	7.92	6.72
市净率(P/B)	1.74	1.57	1.45	1.32	1.19
市销率(P/S)	0.06	0.07	0.07	0.06	0.05
EV/EBITDA	1.55	0.49	0.32	(0.05)	(0.29)

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	商贸零售/贸易 II
6个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	7.54元
目标价格	10.68元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,306.75
流通A股股本(百万股)	1,306.75
A股总市值(百万元)	9,852.89
流通A股市值(百万元)	9,852.89
每股净资产(元)	4.98
资产负债率(%)	74.63
一年内最高/最低(元)	8.84/5.41

作者

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

吴慧迪 分析师
SAC执业证书编号：S1110521080005
wuhuidi@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 供应链央企：激励优厚，持续增长	4
1.1. 苏美达是国机集团控股的央企	4
1.2. 核心子公司由管理层持股 65%	5
1.3. 业绩持续增长，年化增速近 20%	6
2. 造船和光伏业务有望高增长	7
2.1. 经济低迷，供应链业务在低谷期	8
2.2. 造船景气，新船交付有望高增长	9
2.3. 一带一路，光伏和环保工程增长	10
2.4. 外需韧性，纺织服装和 OPE 增长	11
3. 现金流充足，价值有望重估	13
3.1. 经营性净现金流是净利润 2 倍以上	13
3.2. 对上下游的经营占款能力增强	14
3.3. DCF 贴现价值较高	15
4. 盈利预测与目标价	16
4.1. 2023 年盈利有望增长	16
4.2. 目标价 10.68 元	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1：苏美达的股权关系（截至 2023 年 3 月 31 日）	4
图 2：苏美达的发展战略	5
图 3：2016-2022 年苏美达的净利润持续增长	6
图 4：2016-2022 年苏美达的收入、利润年化增速 20%左右	6
图 5：苏美达营业收入的一半左右来自外贸业务	6
图 6：苏美达的毛利润近 2/3 来自外贸业务	6
图 7：苏美达的业务版图	7
图 8：2022 年苏美达的营业收入主要来自供应链业务	7
图 9：2022 年苏美达的毛利润主要来自产业链业务	7
图 10：苏美达的大宗商品供应链业务主要产品销量持续增长	8
图 11：苏美达的大宗商品供应链业务毛利率波动较小	8
图 12：苏美达的大宗商品供应链业务毛利润与商品价格正相关	9
图 13：大宗商品价格下跌，大宗商品供应链业务处于低谷期	9
图 14：苏美达的机电设备进口业务收入持续增长，毛利率波动	9
图 15：中国的机械及运输设备进口金额增速处于低谷	9
图 16：苏美达的造船业务自营占比提升，代理占比下降	10
图 17：2016 年以来，苏美达新接船舶订单金额持续大幅增长	10
图 18：2023-2024 年苏美达的新船交付金额有望大幅增长	10
图 19：2021 年以来，6.1-6.3 万载重吨干散货船的新造船价格上涨	10

图 20: 苏美达的光伏组件业务收入和毛利	11
图 21: 苏美达的新能源工程业务收入和毛利	11
图 22: 苏美达的环保工程业务收入和毛利	11
图 23: 苏美达的成套工程合同签约额呈增长趋势	11
图 24: 苏美达的纺织服装业务收入持续增长	12
图 25: 2022 年苏美达的纺织服装业务毛利来源结构	12
图 26: 苏美达的园林机械和清洗机械业务持续增长	12
图 27: 苏美达的汽油和柴油发电机组业务持续增长	12
图 28: 2017 年以来, 苏美达的经营性净现金流远超过净利润	13
图 29: 苏美达的对上下游的占款能力上升	13
图 30: 苏美达的有息负债/营业收入持续大幅下降	13
图 31: 苏美达的净利息支出/利润总额大幅下降	13
图 32: 苏美达的季度有息负债/营业收入持续大幅下降	14
图 33: 苏美达的有息负债大幅下降、货币资金大幅增加	14
图 34: 苏美达对上下游的应付类账款超过应收类账款	14
图 35: 苏美达对上下游的预收类账款超过预付类账款	14
图 36: 2021-2022 年苏美达的现金流超过净利润	15
图 37: 苏美达的经营性净现金流/净利润好于多数优秀的商贸公司	15
图 38: 苏美达的经营性净现金流/净利润好于头部大宗供应链公司	16
图 39: 苏美达的经营性净现金流/净利润好于部分日本商社	16
表 1: 2022 年苏美达的 9 家核心业务二级子公司构成经营主体	5
表 2: 苏美达主要业务的结算方式和账期	15
表 3: 苏美达的核心财务指标预测	17
表 4: 苏美达的贴现率核心假设	17
表 5: 苏美达的超额利润与贴现值	17
表 6: 苏美达的可比公司 2023 年 Wind 一致预期 PE 和估值	18

1. 供应链央企：激励优厚，持续增长

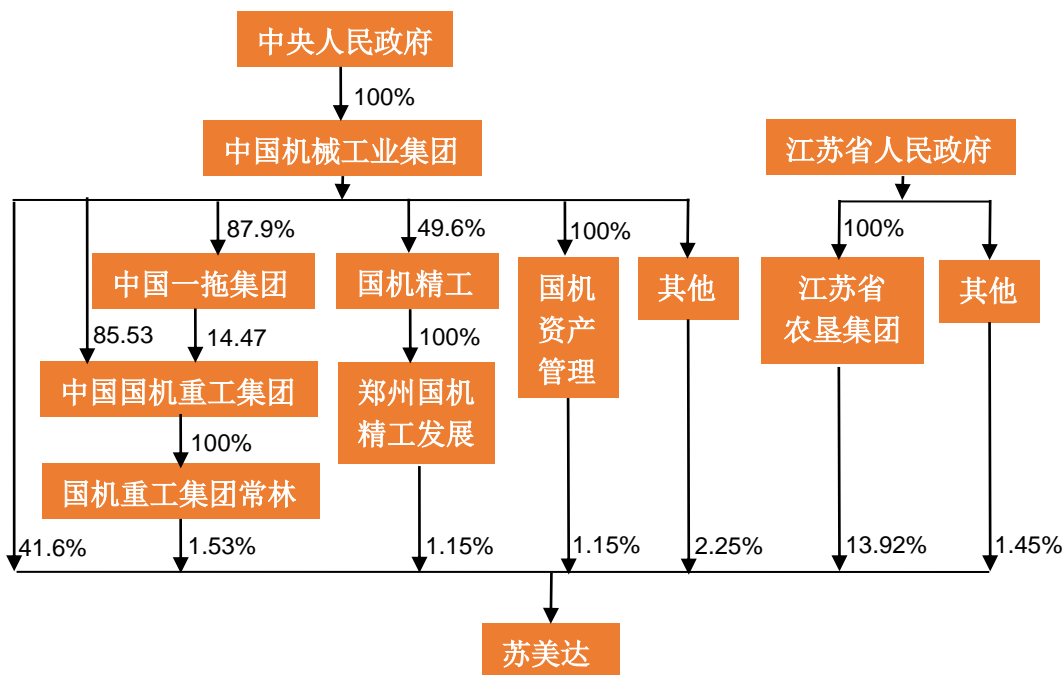
苏美达是央企国机集团控股的上市公司，主要从事大宗商品和机电设备进口供应链，造船、光伏、纺织服装、发电机组、环保工程等产业链业务。2016-2022 年营业收入、营业利润、净利润等年化增速 20%左右，其中净利润持续高增长，尚未出现过下滑。我们认为高增长的重要原因是核心业务子公司由骨干员工持股 65%，公司和员工之间形成“利益共同体”、“事业共同体”、“命运共同体”，优厚的激励促使员工不断开拓业务，促使公司持续高增长。

1.1. 苏美达是国机集团控股的央企

苏美达股份有限公司（苏美达）成立于 1978 年，系国机集团的重要成员企业。经过 40 多年的蓬勃发展和几代苏美达人的接续奋斗，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。

2016 年，苏美达（600710）正式登陆资本市场，实现整体上市。截至 2022 年底，苏美达共拥有业务子公司 12 家，海外机构 39 家，海内外全资及控股实业工厂 29 家，在职员工 16593 人，市场覆盖 160 多个国家和地区。2022 年实现营业收入 1411.45 亿元，进出口总额 127.2 亿美元，位列 2022 财富中国 500 强企业第 80 位，进出口总额连续多年位列江苏省属重点联系企业第一名。

图 1：苏美达的股权关系（截至 2023 年 3 月 31 日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

面向“十四五”时期，苏美达以“打造数字化驱动的国际产业链和供应链、成为国内国际相互促进的双循环标杆企业”为战略定位，坚持多元化发展、专业化经营、生态化共赢，聚焦供应链运营、大消费及先进制造、生态环保与清洁能源等三大业务板块，重点培育孵化医疗健康、数字化产业两大新业务领域，致力于打造一支分则能战、合则能胜的联合舰队，持续推动高质量可持续发展。

苏美达的总体定位是打造数字化驱动的国际产业链和供应链，成为国内国际相互促进的双循环标杆企业；总体目标是打造“联合舰队”，即总部“赋能平台”和子公司“数一数二”；业务定位包括三大重点发展业务和两个重点培育孵化方向，简称“3+2”；发展模式是坚持“多元化发展，专业化经营，生态化共赢”。

图 2：苏美达的发展战略

发展目标	联合舰队=总部“赋能平台”+子公司“数一数二” 建设“千百十”工程，打造“千亿集团”			
发展理念	高质量可持续发展	绿色发展	共赢发展	合规发展
总部定位	围绕“一个核心” “赋能”业务	建设“三大功能” 战略引领、价值创造、关键管理	打造“六大平台” 信息化数字化、金融资本、人才发展、 公共资源、风控合规、党建文化	
业务定位	核心业务	优势业务	战略业务	
发展三类业务 + 培育两类业务	以供应链运营为主 包括大宗商品贸易 机电设备进口等	以大消费及先进制造为主 包括服装、家纺、校服、园林机械 清洗机械、汽柴油发电设备、汽车 零配件、船舶航运等	以生态环保及清洁能源为主 包括水处理、固废处置、土壤修复 及能源工程、光伏产品、电站运维等	
模式路径	数字化产业 & 医疗健康			
	发展模式 多元化发展 专业化经营 生态化共赢	管控模式 分类管理，一企一策，动态调整 第一类：战略管控 第二类：战略管控+运营管控	战略路径 “四个双” 双战线：当前+长远 双循环：国内+国际 双驱动：数字化+创新 双模式：内生+外延	
关键任务	五个着力：调整市场布局、优化业务结构、加快数字化转型、推动产融结合、加强创新发展			
组织保障	六个强化：党的领导、战略引领、平台建设、风险管控、人才强企、文化建设			

资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 核心子公司由管理层持股 65%

早在 1998 年，苏美达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。持续深化“以奋斗者为本、高绩效导向”的企业文化建设，形成企业发展和员工成长良性互动，打造形成了公司和员工之间的“利益共同体”、“事业共同体”、“命运共同体”关系，吸引和粘合了一大批优秀人才队伍，成为公司“偷不去、买不来、拆不开、带不走”的核心资产。在先进体制机制牵引下，公司员工“不用扬鞭自奋蹄”，致力于推动企业的创新超越，为公司发展提供了强劲动力，实现国家、企业、员工的三方共赢。

苏美达股份通过全资控股子公司苏美达集团，持有 9 家核心业务二级子公司苏美达国际技术贸易、苏美达轻纺国际贸易等 35% 股权，公司工会持有剩余 65% 股权。根据苏美达与工会签订的股权管理协议，工会将所持有的上述 9 家子公司的 65% 股权交由苏美达管理，日常经营由苏美达委任的经营管理人员负责，涉及重大投资事项的需按照企业内部投资管理辦法规定报集团审批。

表 1：2022 年苏美达的 9 家核心业务二级子公司构成经营主体

公司名称	所属行业	持股比例 (%)	总资产	净资产	营业收入	净利润
苏美达股份	贸易		529.88	133.92	1411.45	28.78
江苏苏美达集团	进出口贸易	100	528.64	128.32	1,411.43	28.84
苏美达国际技术贸易	进出口贸易	35	248.50	33.13	1,084.48	11.76
江苏苏美达机电	进出口贸易	35	33.10	6.19	47.12	1.40
江苏苏美达轻纺国际贸易	进出口贸易	35	34.34	10.65	69.62	3.28
江苏苏美达纺织	进出口贸易	35	22.66	5.87	28.18	1.96
江苏苏美达伊顿纪德管理咨询	服装贸易	35	5.46	2.84	9.50	1.05
苏美达船舶	进出口贸易	35	68.51	16.26	37.49	3.45
江苏苏美达成套设备工程	进出口贸易	35	30.78	6.82	49.98	2.50
江苏苏美达五金工具	进出口贸易	35	17.32	4.67	23.96	1.15
江苏苏美达能源控股	进出口贸易	35	42.46	2.23	41.71	1.47
9 家子公司占公司整体的比例			95%	66%	99%	97%

资料来源：Wind，天风证券研究所

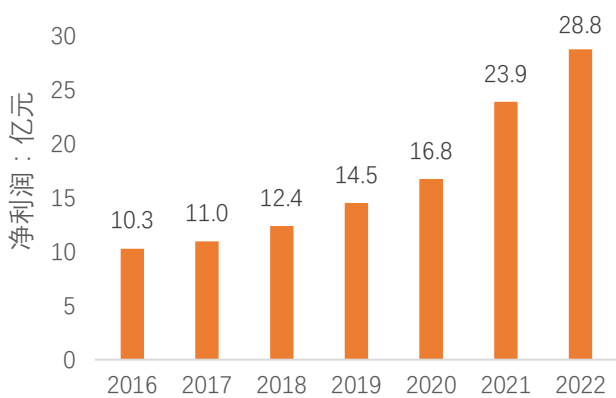
苏美达实行的员工持股制度，突出特点是实施股权动态调整，强化股权激励与约束作用，“股按岗设，岗变股变，股随绩调，人离股退”。体现在股权比例设置上，按照公司确定的岗位价值与职位序列标准为基础；在动态管理上，以年度业绩考核体系为准绳，员工岗位、业绩考核结果变动，其持股份额也随之发生变动，进而从制度上确保员工持股“能上能下，能高能低，能进能退”。

苏美达实行混合所有制，员工持股比例高于集团公司持股，但按照员工持股章程规定，员工持股只享有分红权，不享有决策权，子公司日常经营决策主要由管理层决定，重大经营决策项目还需上报集团总裁办公会和董事会审议通过后方可实施。近年来下属子公司对净利润扣除相应公积金后的余额基本全额用于利润分配。

1.3. 业绩持续增长，年化增速近 20%

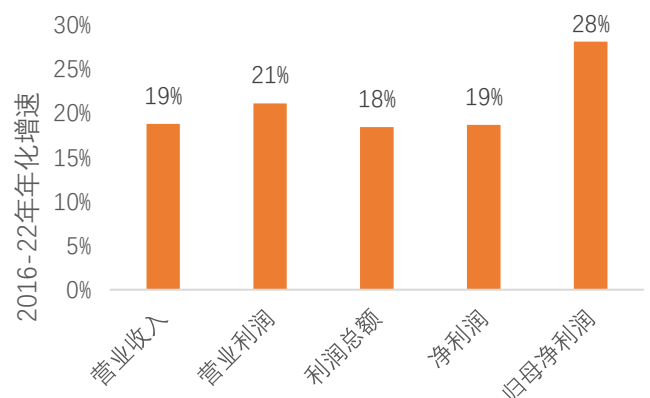
苏美达的收入和利润大幅增长。2016 年苏美达重组上市以来，营业收入、营业利润、净利润等指标都大幅增长，2016-2022 年年化增速在 20%左右，其中净利润持续高增长，尚未出现过下滑。

图 3：2016-2022 年苏美达的净利润持续增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

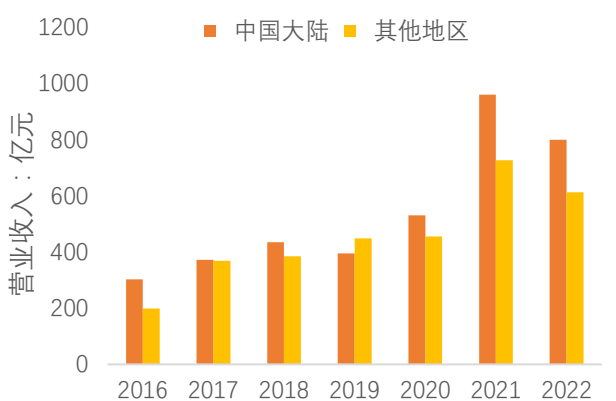
图 4：2016-2022 年苏美达的收入、利润年化增速 20%左右



资料来源：Wind，天风证券研究所

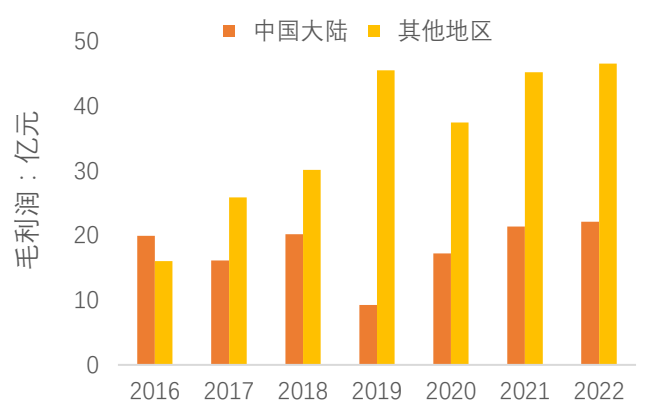
苏美达的外贸业务占比高，毛利主要来自外贸业务。苏美达积极响应国家“加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”，坚定实施“双循环”发展战略不动摇，充分挖掘国内国际两个市场、两种资源潜力，坚持国内外市场并重、内外贸并举，加速国内国际“双循环”。苏美达的营业收入中，将近一半来自外贸业务；毛利润中，将近 2/3 来自外贸业务。

图 5：苏美达营业收入的一半左右来自外贸业务



资料来源：Wind，天风证券研究所

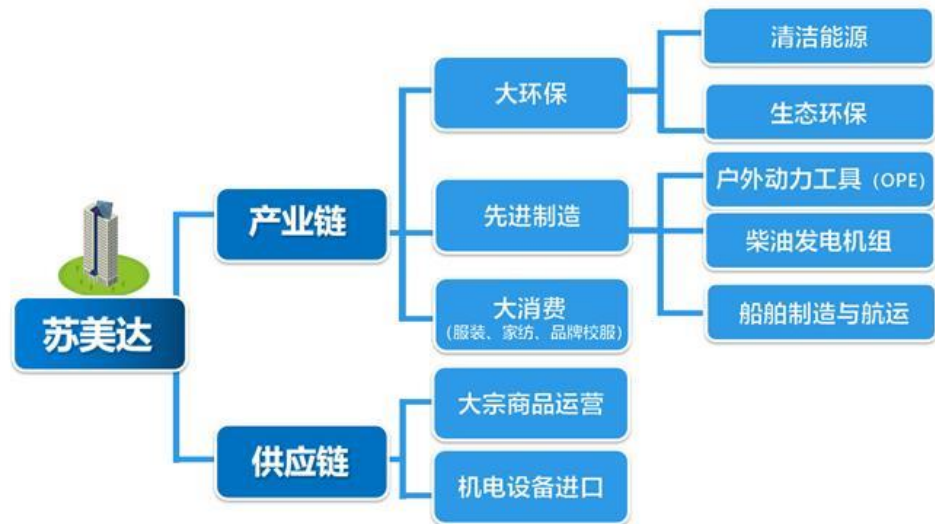
图 6：苏美达的毛利润近 2/3 来自外贸业务



资料来源：Wind，天风证券研究所

苏美达的主营业务包括供应链和产业链。产业链主要产品或服务包括：清洁能源（含光伏产品、工程、运维）、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、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口。

图 7：苏美达的业务版图

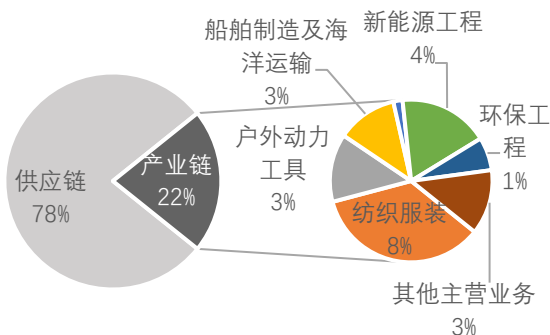


资料来源：公司公告，天风证券研究所

苏美达建立了工业园和各类核心产品生产线。目前在全球拥有 35 家全资工厂及众多控股工厂，包括全自动高能马达生产线、高压清洗机生产线、纺织服装生产线、船舶生产线、汽车轮毂生产线、光伏组件生产线等。苏美达持续推进精益化、自动化、智能化水平。

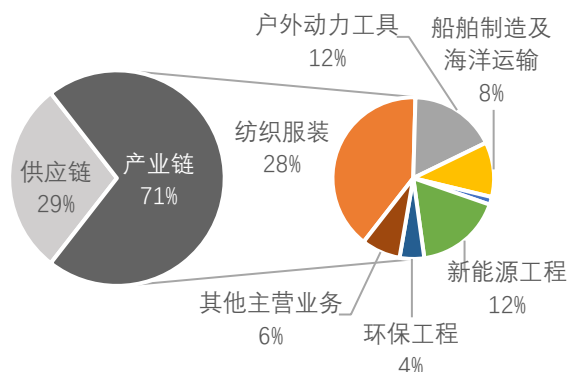
苏美达的营业收入主要来自供应链，而毛利润主要来自产业链。供应链业务主要为客户提供提供采购、仓储、运输等服务，营收规模较大，但是毛利率低，利润贡献较小。产业链业务涉及制造，营收规模偏小，但是毛利率较高，利润贡献较大。

图 8：2022 年苏美达的营业收入主要来自供应链业务



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：2022 年苏美达的毛利润主要来自产业链业务



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司坚持“多元化发展、专业化经营、生态化共赢”发展模式和打造“分则能战、合则能胜的联合舰队”的总体目标。在公司层面，采取有序、有限的多元化，有效分散战略风险，平滑不同产业周期波动，同时通过加强赋能型总部建设，支持子公司专业化发展。在子公司层面，则立足各自主业，努力做到专业专注、做强做大。通过多年努力，公司已有多项业务成为所在细分领域的佼佼者，不少业务已跻身全国行业前列乃至“数一数二”。公司坚持超越利润唯上的商业价值理念，走竞合发展新道路，共建富有生命力、竞争力的产业生态。

2. 造船和光伏业务有望高增长

2023 年苏美达的造船、光伏等业务有望高增长。2021 年苏美达承接新造船订单数量大幅增长、价格大幅上升，我们预计 2023-2024 年新船交付金额有望增长 45%和 47%，毛利率有望明显上升。光伏和环保行业快速发展，苏美达的业务有望继续保持高增长。纺织服装和户外动力工具业务，苏美达依托竞争优势，有望保持增长韧性。全球经济低迷，大宗商品供应链和机电设备进口业务在低谷期，未来有望随着经济复苏而回升。

2.1. 经济低迷，供应链业务在低谷期

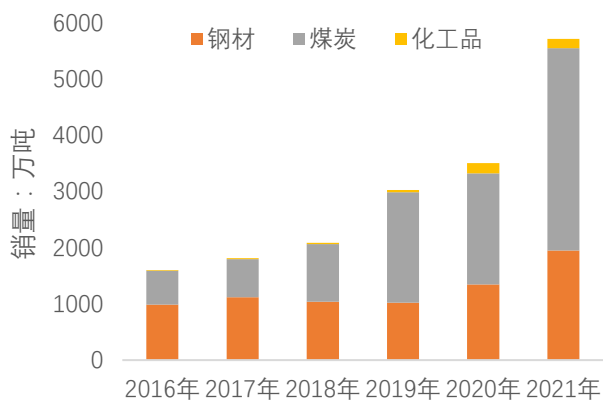
在供应链运营领域，苏美达多年来不断探索和完善“四位一体”商业模式（资源供应、商务咨询、金融支持、物流服务），围绕国内、国际两个市场，开发、连接了大量的优质客户资源、商品资源、供应商资源、金融资源、物流资源和专业服务资源，搭建专业化、集成化和数字化的供应链集成服务平台，在大宗商品、机电设备进口等领域已经形成较为显著的规模优势、平台优势和品牌影响力。

苏美达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。

大宗商品供应链业务模式主要分为自营和代理模式，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。在统购分销模式下，公司通过收集下游客户的订单，整合不同客户所需产品的规模及规格，集中向上游供应商批量采购后向下游客户分销。采购前，通过预收下游客户定金的方式保证采购的产品及时实现销售，同时通过订单收集锁定了下游销货渠道，有效降低了因商品囤积带来的存储成本及存货积压风险。在自营配送模式下，公司根据对市场行情的判断，在产品价格处于阶段性低位时采购，待价格回升后再行出售，以赚取购销差价。统购分销（定向自营）业务约占 95%，敞口自营业务 5%。公司积极开展“供应链+”数字化转型，提升运营效率，有效防范经营风险。

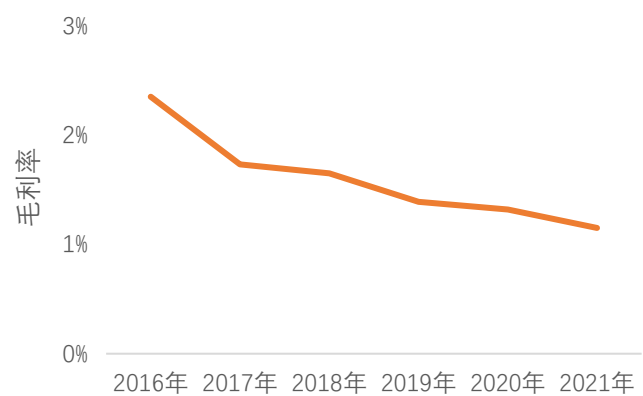
苏美达的大宗商品供应链运营业务主要以统购分销（定向自营）模式为主，并非单纯赚取购销差价，而是赚取物流仓储费用、购销差价和金融周转收益。众多制造业企业（尤其是中小企业）客观上需要供应链运营商提供高效优质的商品流通和供应链金融服务，因此规模较大的头部企业有持续扩张份额的动能，进而保证了公司供应链运营业务的成长性。

图 10：苏美达的大宗商品供应链业务主要产品销量持续增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

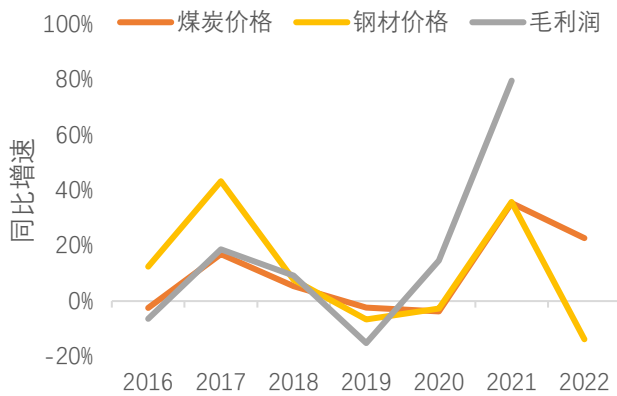
图 11：苏美达的大宗商品供应链业务毛利率波动较小



资料来源：Wind，天风证券研究所

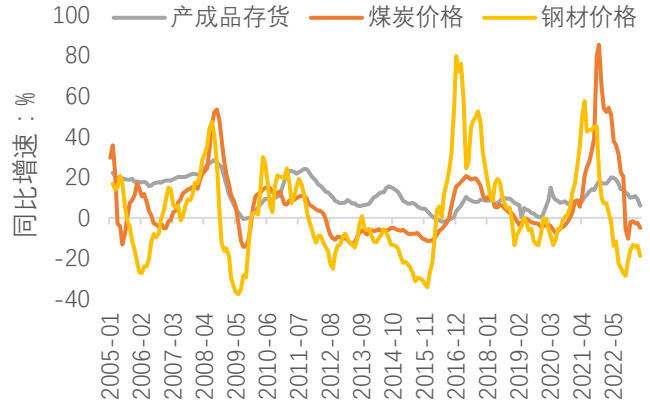
大宗商品价格下跌，导致大宗商品供应链业务处于低谷期。2022 年以来，钢材、煤炭等大宗商品价格同比转跌，拖累苏美达大宗商品供应链业务收入增长，而毛利率波动较少，所以毛利润增长也受到拖累。如果未来库存周期上行、大宗商品价格上涨，那么苏美达大宗商品供应链业务的收入和利润有望加快增长。

图 12：苏美达的大宗商品供应链业务毛利润与商品价格正相关



资料来源：Wind，天风证券研究所

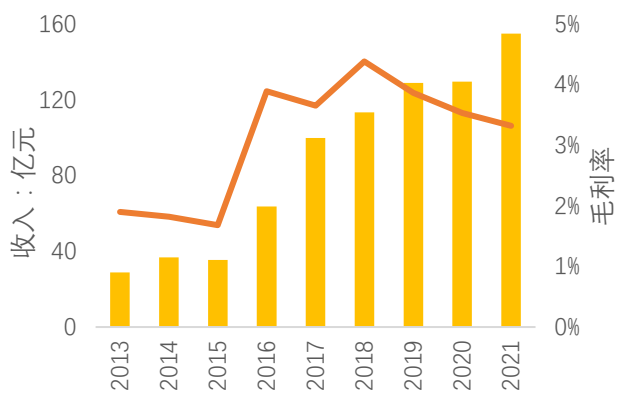
图 13：大宗商品价格下跌，大宗商品供应链业务处于低谷期



资料来源：Wind，天风证券研究所

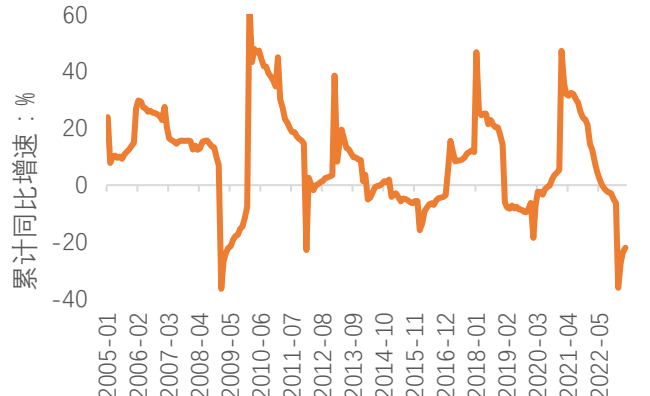
苏美达的机电设备进口业务主要采用代理模式，为客户提供“资源供应、商务咨询、金融支持、物流服务”四位一体服务。主要经营品种包括纺织机械设备、电子仪器设备、机床加工设备、轻工造纸设备等。公司根据与下游客户锁定的采购意向，采取“一对一”的方式将下游客户与上游供应商进行匹配，在收取客户足额的保证金后，代理客户向上游供应商采购，并根据商品价格的波动及时调整收取的保证金，以对冲价格波动带来的经营风险。

图 14：苏美达的机电设备进口业务收入持续增长，毛利率波动



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：中国的机械及运输设备进口金额增速处于低谷



资料来源：Wind，天风证券研究所

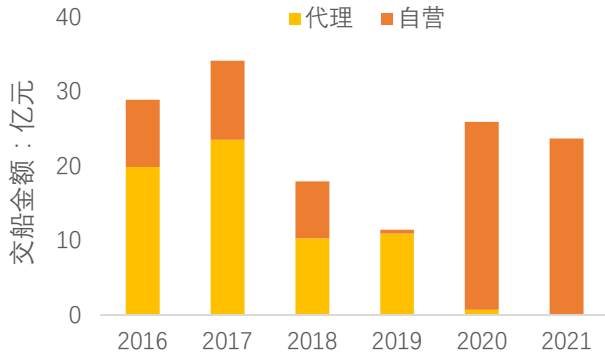
随着国家“十四五”规划的实施，苏美达预计未来高端机电产品进口、大型先进科研与教学仪器、高端医疗设备的进口需求量有望保持增长。但长期看，随着自主创新战略的深入实施和先进设备进口替代的提速，机电设备进口增速或将逐步放缓。因此，预计未来机电产品进口供应链集成服务行业的竞争将更趋激烈，供应链集成服务能力、服务质量和综合解决方案的差异化将成为未来竞争中的关键要素。

2.2. 造船景气，新船交付有望高增长

苏美达的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（以下简称“新大洋造船”）为中心，定位于中型船舶的研发建造。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，同时两者在船舶市场的波动起伏中，协同发展，共同抵挡行业周期性波动，保证船舶业务的有序、稳定。

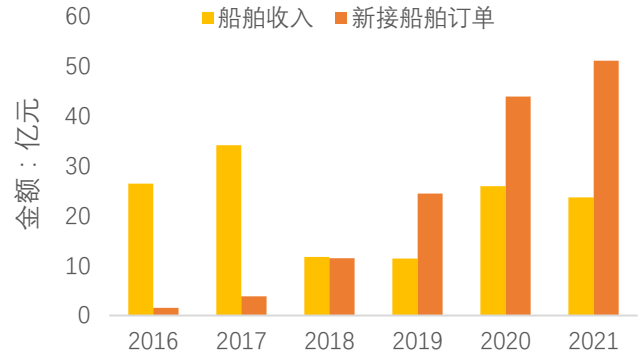
新大洋重整完成后，苏美达船舶销售业务已逐步减少代理业务，以新大洋自营订单为主。苏美达的营销团队拥有丰富的承接船舶项目及项目管理经验，同时有较好的风险控制和处理能力。在大洋造船重整后，不仅与租赁公司如中航租赁、国营租赁、中船租赁等大客户建立了长期战略合作关系，还与从事航运的终端客户如香港华光、Sea Consortium Pte Ltd、Ciner Bulkers Limited 等建立了良好的合作。

图 16：苏美达的造船业务自营占比提升，代理占比下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

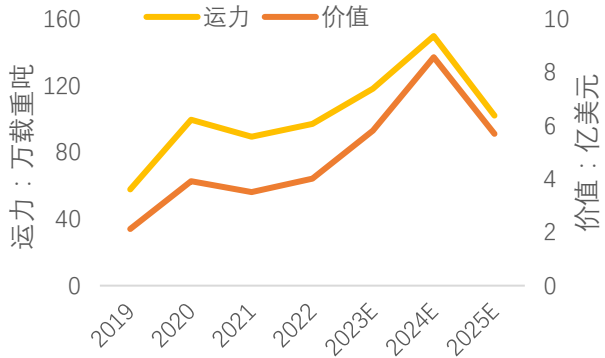
图 17：2016 年以来，苏美达新接船舶订单金额持续大幅增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

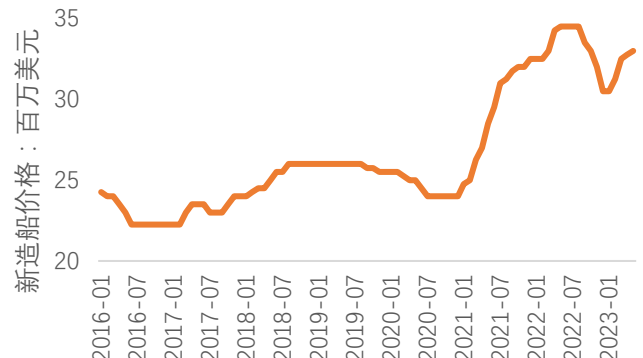
苏美达的新船交付量和交付金额有望大幅增长。根据新造船订单的交付计划，2023-2024 年的交付量有望增长 22%和 27%，交付金额有望增长 45%和 47%，造船业务收入也有望随之大幅增长。我们认为 2025 年计划交付量和交付金额下滑，是因为订单仍在持续承接中，未来有望增加。

图 18：2023-2024 年苏美达的新船交付金额有望大幅增长



资料来源：Clarkson，天风证券研究所

图 19：2021 年以来，6.1-6.3 万载重吨干散货船的新造船价格上涨



资料来源：Clarkson，天风证券研究所

2021 年以来新造船价格上涨，有望带动 2023 年造船业务毛利率上升。2023 年已经交付和计划交付的船舶，都是在 2021 年陆续承接的订单。2021 年开始新造船价格持续大幅上涨，我们预计这部分船舶交付的毛利率有望上升。所以 2023 年开始苏美达造船业务的收入和毛利率都有望明显上升，带动盈利大幅增长。

随着世界经济和贸易增长放缓，全球航运和新造船市场将出现合理波动，但新船需求不会出现大幅萎缩，造船企业手持订单保持充足。一方面，随着全球贸易持续放缓，海运业务量增长乏力，新增造船订单可能减少。另一方面，由于国际海事组织（IMO）船舶能效指数（EEXI）和碳强度指标（CII）的减排规则在 2023 年正式生效，可能导致国际航运业的实际运力下降和运价上涨，促使新造船订单增加。技术进步方面，苏美达预计船舶行业将继续加快绿色、数字化、智能化的新型船舶研发，船用设备的国产化率将继续稳步提升。

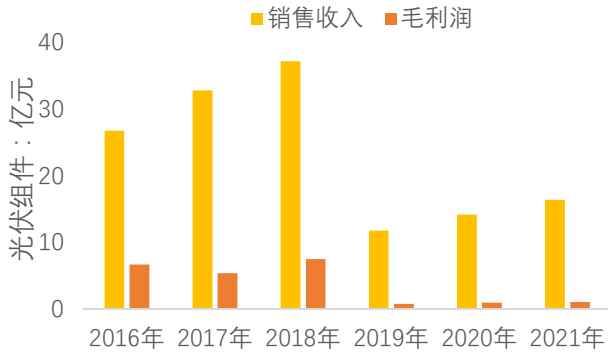
2.3. 一带一路，光伏和环保工程增长

苏美达的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。

在美欧对华光伏实施“双反”制裁后，苏美达转变光伏组件制造与销售的单一盈利方式，积极参与国外市场新能源项目的 EPC 总承包或设备总包业务，国内市场太阳能电站及风电设备业务的投资。苏美达通过工程承包、投资运营方式参与太阳能光伏电站的建设与运营，带动企业光伏组件销售。同时按照轻资产的发展要求，在适当时机对电站溢价出售，获取超额利润。

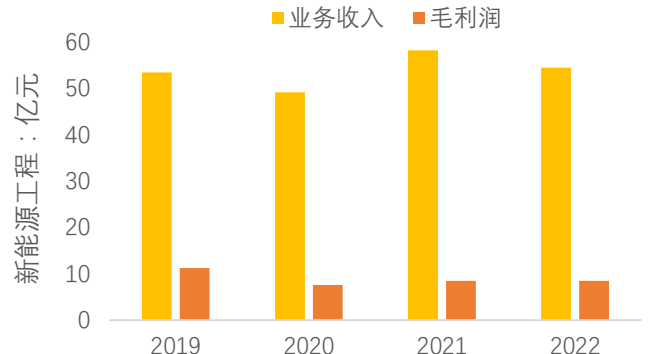
2022 年清洁能源各项业务发展良好。一是“辉伦”品牌光伏组件加大海外重点市场营销，2022 年组件出口约 3.75 亿美元，同比增长 49.8%。二是大力拓展光伏电站工程业务，深耕一带一路区域市场，成功签约菲律宾三座集中式光伏电站，累计合同金额超 1.5 亿美元。三是加快国内分布式电站工程开拓，推出屋顶分布式、绿电购买、储能等多能互补的综合能源解决方案，2022 年开发分布式项目超过 70 个，并网规模 122MW，同比增长 228%。四是持续加大第三方运维业务开拓，聚焦重点客户，建立长期合作机制，截至 2022 年底公司运维电站共计 379 座，运维容量超 2.2GW。

图 20：苏美达的光伏组件业务收入和毛利



资料来源：2019、2022 年融资融券募集说明书，天风证券研究所

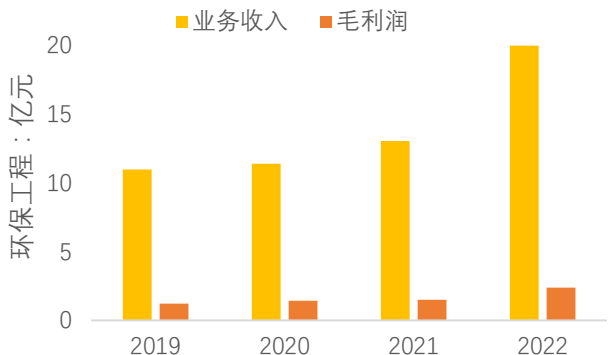
图 21：苏美达的新能源工程业务收入和毛利



资料来源：公司公告，2019、2022 年融资融券募集说明书，天风证券研究所

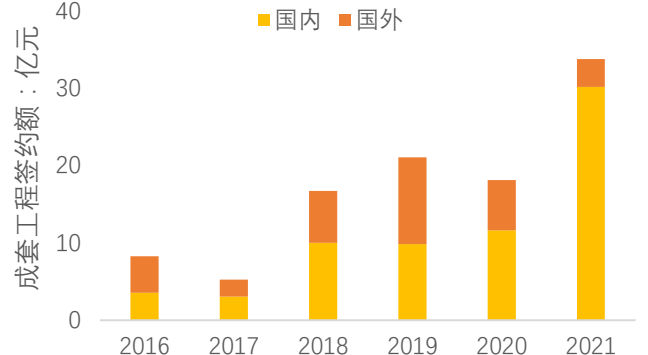
苏美达在生态环保业务领域拥有多项工程总承包资质，为客户提供项目咨询、资金融通、工程设计、设备成套供应、施工建设、运营管理等全程或部分服务，已在海内外三十多个国家地区成功建设了数百座工程项目，涉及领域包括水处理、污水处理、工业废水处理、生活垃圾处理、固废处置及土壤修复、可降解塑料工业工程等。

图 22：苏美达的环保工程业务收入和毛利



资料来源：公司公告，2019、2022 年融资融券募集说明书，天风证券研究所

图 23：苏美达的成套工程合同签约额呈增长趋势



资料来源：2019、2022 年融资融券募集说明书，天风证券研究所

国际工程业务模式以 EPC 总包为主，主要项目为火电，风电，光伏、聚酯化工生产线、医院学校建设等，合作方主要为当地政府或国有企业，主要市场是东南亚，南美洲，非洲。国内工程业务模式以设备供货安装为主，兼营 EPC 项目总包。公司主要向污水处理工程提供成套设备，由公司提供安装和调试服务，基本全部为市政工程。

“十四五”期间，国家正在深入推进“绿水青山就是金山银山”的环境治理理念，从政策、资金、生产要素等方面给予环保产业大力支持。国家坚定推进美丽中国建设和绿色发展战略，新发布了一系列生态保护与环境治理的规划、行动方案和监管政策，涉及城市黑臭水体整治、新污染物治理、土壤修复、农业农村污染治理、无废城市、可降解塑料等生态环保各个领域，并全面启动第二轮生态环境保护督查，有效扩大生态环保市场需求。

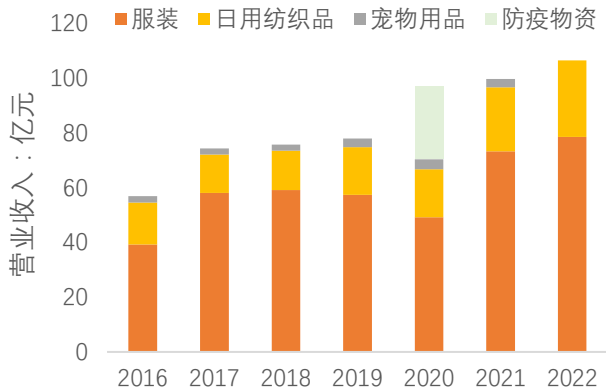
2.4. 外需韧性，纺织服装和 OPE 增长

在纺织服装、户外动力工具等领域，苏美达实施“贸工技金数一体化”商业模式，深耕细作，打造出一批以三燃料发电机、割草机器人、再生纤维家纺等为代表的畅销拳头产品，培育出一批以伊顿纪德、佳孚、FIRMAN 等细分领域优势品牌，稳步推进绿色发展和数字

化转型，综合竞争力不断增强。

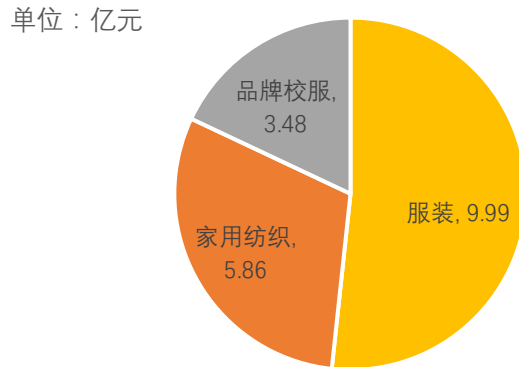
苏美达的纺织服装业务收入持续增长。服装业务集设计研发、实业制造、商贸服务为一体，海内外拥有 11 家全资实业工厂和 5 家控股实业工厂，并拥有近 600 人的服装研发设计打样人才队伍，与全球主要经济体的众多中高端知名品牌客户建立了稳固的战略合作关系。家用纺织品业务形成集设计研发、实业制造、商贸服务、自主品牌建设为一体的全产业链运营模式，拥有 BERKSHIRE、绎生活、京贝等自主品牌。品牌校服业务以伊顿纪德品牌运营为核心，研发设计、生产外包、质量控制为支撑，累计为近 4000 所学校提供校服系统解决方案。苏美达明确了“市场全球化”的发展目标，出口业务占整个板块的 65%左右，出口区域主要为欧美国家。

图 24：苏美达的纺织服装业务收入持续增长



资料来源：公司公告，2019、2022 年融资融券募集说明书，天风证券研究所

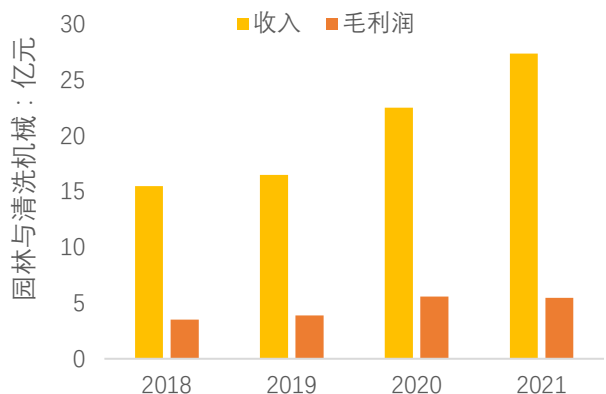
图 25：2022 年苏美达的纺织服装业务毛利来源结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

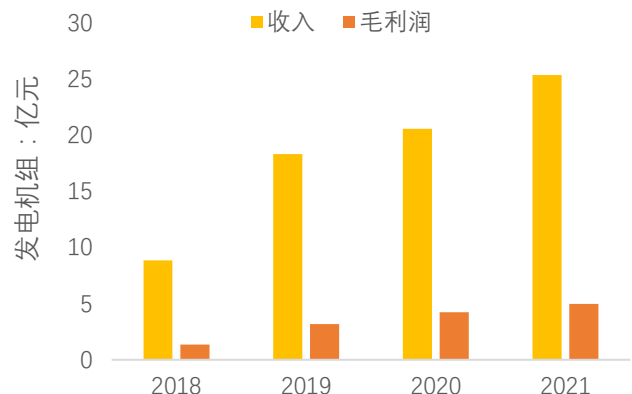
苏美达的园林户外机械和清洗机械业务，包括草坪机、松土机、高压清洗机、草坪服务机器人等研发、制造与销售。旗下南京苏美达动力产品有限公司、南京苏美达智能技术有限公司均为国家级高新技术企业。苏美达 98% 的 OPE 产品出口国外，其中欧洲约占 55%，美国约占 30%，其余出口到日本和澳洲。苏美达自动化的园林动力工具、清洗机械具有节约人工、提升效率、改善作业条件、降低劳动强度等优点。随着社会的进步和人工成本的持续抬升，对家用动力工具的需求也将持续增长。

图 26：苏美达的园林机械和清洗机械业务持续增长



资料来源：公司公告，2019、2022 年融资融券募集说明书，天风证券研究所

图 27：苏美达的汽油和柴油发电机组业务持续增长



资料来源：公司公告，2019、2022 年融资融券募集说明书，天风证券研究所

苏美达的汽油发电机组业务，涵盖研发、生产与销售，自有品牌“FIRMAN”入选 100 个国有企业品牌建设典型案例，已连续多年保持我国同行业出口排名第一和非洲市场同类产品市场占有率第一。汽油发电机组的出口量占销量 90%左右，便携式发电机主要出口到美国、非洲、东南亚及其他地区，在非洲市场占有率达 36%左右。小型汽油发电机组作为欧美家庭常备应急电源，有着稳定的更新换代需求。同时许多发展中国家的电网普及率仍然较低，对汽油发电机组的需求仍然强劲。此外，户外娱乐、露营经济也有望带动需求增长。

苏美达的柴油发电机组业务，深耕通信运营商、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。未来柴油发电机组业务有望持续增长：一是中东、中亚和非洲地区等发展中国家基础设施建设及电力设施不完善产生的电力供应缺口、人口增加和自然灾害共同影响，新兴经济体将是未来最大市场增长点；二是在 5G 建设、数据中心新基建、“一带一路”项目及高端制造业需求驱动下，柴油发电机组市场有望迎来新的发展机遇。

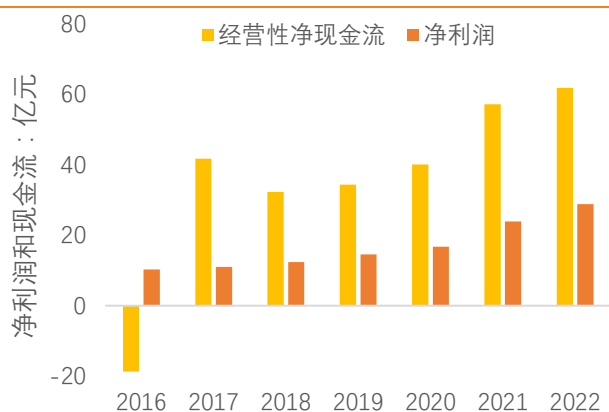
3. 现金流充足，价值有望重估

苏美达的现金流优于同行，我们认为应该给予更高的 PE 估值。2017-2022 年，苏美达的经营性净现金流超过净利润的 2 倍，“经营性净现金流/净利润”好于国内商贸公司和大宗供应链公司，也好于部分日本商社。相同盈利情况下，苏美达的 DCF 贴现价值更高，应该给予更高 PE 估值。现金流好的原因是上下游占款能力强；营收占比高的钢材贸易、石化和煤炭贸易、机电设备进口等业务，很少给客户账期，反而要收取预付款。现金流好的结果是有息负债规模大幅下降、利息支出减少，未来发展可能不依赖股权或债权融资。

3.1. 经营性净现金流是净利润 2 倍以上

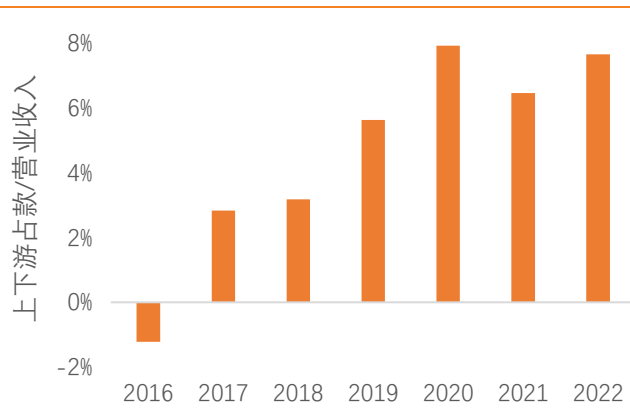
苏美达的现金流良好，2017-2022 年经营性净现金流超过净利润的 2 倍。供应链业务给客户垫资的功能，往往使经营性现金呈现净流出。苏美达的供应链和产业链业务产生庞大的现金流，但是 2016 年以来经营性净现金流呈现净流入，而且超过净利润 2 倍以上。苏美达良好现金流的背后，是对上下游占款能力较强，即（应付类账款-应收类账款）/营业收入呈上升趋势，且处于较高水平。

图 28：2017 年以来，苏美达的经营性净现金流远超过净利润



资料来源：Wind，天风证券研究所

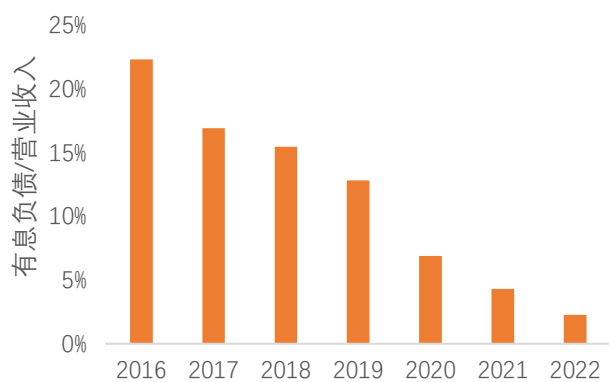
图 29：苏美达的对上下游的占款能力上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

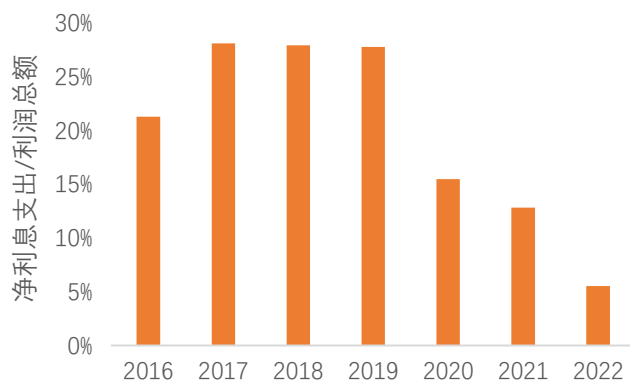
苏美达占款能力增强的结果：有息负债比例下降，净利息支出减少。在对上下游占款能力上升的同时，苏美达的有息负债规模大幅减少，“有息负债/营业收入”也大幅下降。与这对应，苏美达的利息支出大幅减少，“（利息支出-利息收入）/利润总额”也大幅下降。

图 30：苏美达的有息负债/营业收入持续大幅下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

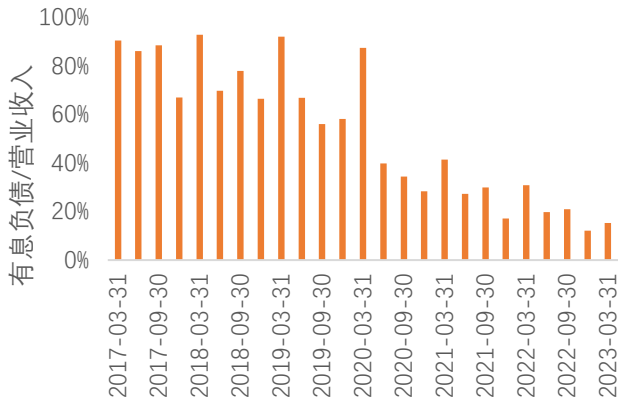
图 31：苏美达的净利息支出/利润总额大幅下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

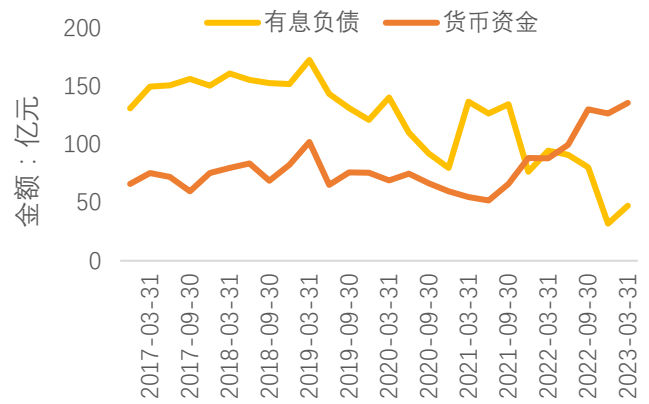
分季度看，苏美达的有息负债/营业收入也大幅下降。部分大宗商品供应链企业存在年末集中收款、降低负债的现象，导致季度和年度的有息负债规模差异较大。苏美达的季度“有息负债/营业收入”也明显下降，与年度数据趋势一致，说明有息负债下降是真实可信的。苏美达有息负债大幅下降的同时，货币资金在大幅增加，也说明了现金流改善。

图 32：苏美达的季度有息负债/营业收入持续大幅下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：苏美达的有息负债大幅下降、货币资金大幅增加



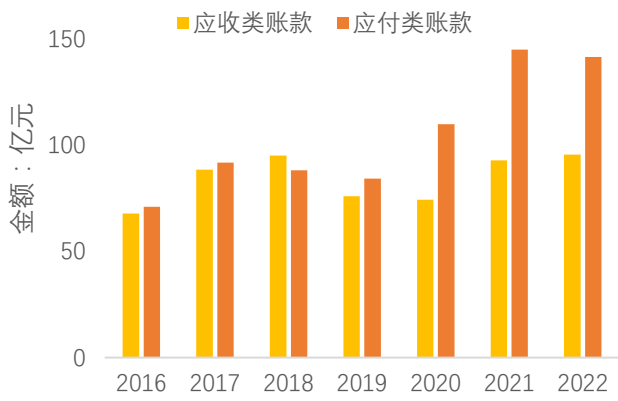
资料来源：Wind，天风证券研究所

我们认为苏美达未来的发展，可能不依赖股权融资和债权融资。经营性现金持续大额流入，有望支撑苏美达持续快速增长。2023 年苏美达有能力偿还全部贷款，进入没有有息负债的经营状态。充足的现金流、大幅增加的货币资金，也将提升苏美达的分红能力。

3.2. 对上下游的经营占款能力增强

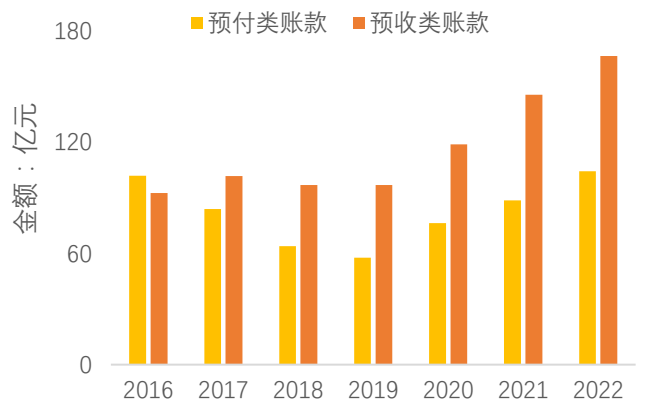
苏美达的应付类账款超过应收，预收类账款超过预付。2020 年以来，苏美达对上下游的应付类账款大幅上升，明显超过应收类账款；2017 年以来，预收类账款就超过预付类账款，并且超出的金额还在增加。两者都说明苏美达对上下游的占款能力增强。

图 34：苏美达对上下游的应付类账款超过应收类账款



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 35：苏美达对上下游的预收类账款超过预付类账款



资料来源：Wind，天风证券研究所

苏美达占款能力强，与对上下游的结算方式有关。对应上游采购，部分业务享有账期，能够形成应付账款和应付票据。对于下游销售，营业收入占比前三的钢材贸易、石化和煤炭贸易、机电设备进口，苏美达很少给账期，所以应收账款和应收票据较少；钢材贸易和机电设备进口要收预付款，所以预收账款较多。

表 2：苏美达主要业务的结算方式和账期

业务类型	2021 年 营收占比	上游采购占款	贸易过程 垫资	下游销售占款
钢材贸易	47%	无账期 现汇占 80%，银票占 20%	货款	20-30%预付款，无账期 现汇占 80%，银票占 20%
石化和煤炭贸易	19%	未知	货款	国有电厂平均账期 1 个月，民企无账期
机电设备进口	9%	信用证（免保证金）	无	收取 20%保证金，货到付尾款
纺织服装国际		未知	货款	O/A、D/A、L/C 等，账期 30-90 天
纺织服装国内	6%	O/A、L/C，账期 45-90 天	货款	账期 15-30 天
园林与清洗机械	2%	未知	货款	O/A、T/T、L/C 等，平均账期 75 天
工程承包	4%	未知	货款	预付 10%，80%随工程进度，质保后 10%

资料来源：Wind，2022 年融资融券募集说明书，天风证券研究所

苏美达的钢材贸易上下游结算方式为现金或银票，款到发货，不赊销。对上游钢厂，苏美达采现汇或银票方式支付，其中现汇 80%左右，银票占比 20%左右，银票保证金一般为 20%，采购时需支付 100%预付款。对下游钢贸批发商收取货款，同样采用现汇或银票方式支付，其中现汇 80%左右，银票占比 20%左右，并收取 20-30%的预付款。

苏美达的石化及煤炭贸易结算方式为现金或银票，以现金结算居多。苏美达受下游客户委托，根据其需求向供应商采购，若下游客户是国有电厂，苏美达先放货再收款，平均账期约一个月；若下游客户不是国有电厂（如贸易商），苏美达先收款再发货，不赊销。

苏美达的机电设备进口全部为代理业务，主要结算方式为苏美达向国内客户收取保证金（一般为 20%以上），开立信用证（免保证金）给出口商。在信用证付款前收取客户剩余款项用于信用证付汇，最后发放货物给国内客户。

苏美达纺织服装业务，海外结算方式主要为 O/A、D/A、L/C，其中 O/A 占比 47%左右、D/A 占比 23%、L/C 占比 19%左右，其余少量为放单、D/P 和 T/T 方式。结算账期一般为 30-90 天不等。国内结算上，苏美达纺织服装板块与上游客户主要采用 O/A 方式结算，出货后 45-90 天内付款；少量客户采用 L/C 方式进行结算。下游客户一般为出货后 15-30 天结算。

苏美达的园林机械与清洗机械业务，结算方式包括 O/A、T/T、L/C，其中 O/A 占比 70%，T/T 占比 10%，L/C 占比 20%，平均账期 75 天。苏美达发电设备结算方式主要为 T/T、信用证和 O/A，其占比分别为 50%、20%、30%。

苏美达的太阳能海外销售中 90%以 O/A 方式结算，账期 30-90 天不等；10%以 L/C 方式结算，账期 30 天左右；国内市场结算方面，下游企业需预付 10%现款，收到货物后支付 40%款项，剩余部分在货到后 90 天内付款。

苏美达的工程承包，上游采购以分包给施工方为主，二者的大致比例是 9:1，主要结算方式：电汇、银票。与下游客户的主要结算方式为电汇、信用证。工程承包板块结算模式并不固定，一般会由发包方向苏美达支付 10%左右预付款后苏美达先行垫付工程资金进行工程建设，80%左右工程款按完工进度收款，剩余 10%左右待工程质保期后支付。

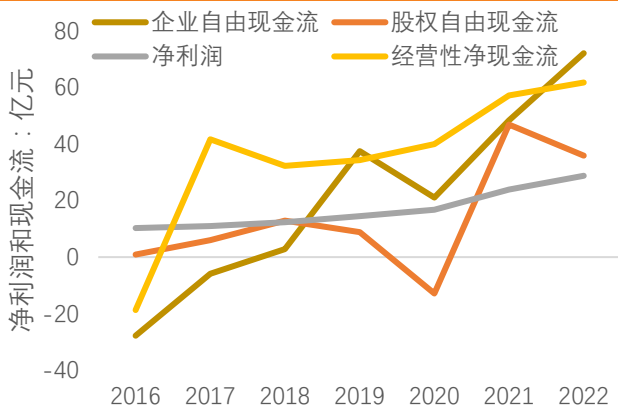
苏美达的造船业务，视下游客户（船东）履约情况一般要求其先行支付 30%~80%的预付款，建设过程中按照建造合同约定过的建设节点支付相应比例的剩余款项。

3.3. DCF 贴现价值较高

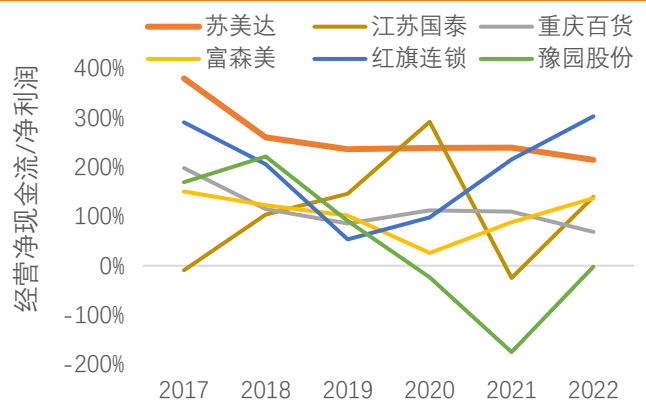
由于现金流较好，苏美达的 DCF 贴现价值较高。苏美达的经营性净现金流超过净利润的 2 倍。由于资本开支较少，2021-2022 年企业自由现金流已经接近经营性净现金流。虽然不断偿还有息负债，但是 2021-2022 年股权自由现金流仍然高于净利润。

图 36：2021-2022 年苏美达的现金流超过净利润

图 37：苏美达的经营性净现金流/净利润好于多数优秀的商贸公司



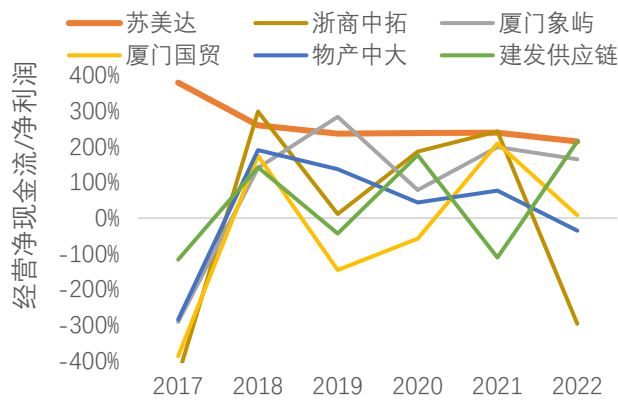
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

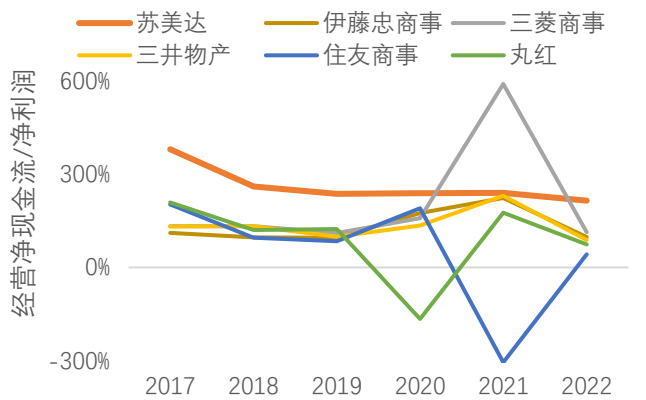
苏美达的现金流好于国内商贸公司和大宗供应链公司, 也优于部分日本商社。2017-2022 年, 苏美达的“经营性净现金流/净利润”高且稳定, 好于国内多数优秀的商贸公司, 好于国内头部大宗供应链公司, 好于部分日本商社。苏美达更好的现金流, 我们认为应该给予更高的 PE 估值。

图 38: 苏美达的经营性净现金流/净利润好于头部大宗供应链公司



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 39: 苏美达的经营性净现金流/净利润好于部分日本商社



资料来源: Wind, 天风证券研究所

4. 盈利预测与目标价

我们预计 2023 年净利润增速下滑, 2024 年增速有望回升。2023 年全球经济低迷, 大宗商品价格下跌拖累大宗供应链业务盈利增长。2024 年全球经济有望复苏, 大宗商品价格有望回升, 供应链业务利润增速有望加快。产业链业务总体趋势向好, 苏美达具备竞争优势, 有望保持较快增长。综合 AE 估值法和可比公司 2023 年 Wind 一致预期平均 PE, 取两个估值结果的平均值, 给予苏美达的目标价为 10.68 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

4.1. 2023 年盈利有望增长

假设 2023 年供应链业务收入下滑, 毛利率小幅上升。2023 年以来钢材、煤炭、化工品等大宗商品价格下跌, 将拖累大宗商品供应链业务收入增长; 全球经济低迷, 拖累机电设备进口业务收入增长。由于供应链业务是赚取物流仓储费用、购销差价和金融周转收益, 比较稳定, 所以当营业收入因为商品价格下跌而缩小时, 毛利率可能被动上升。

假设 2023 年产业链业务收入持续增长, 毛利率小幅上升。造船业务收入有望大幅增长, 毛利率有望上升; 光伏、环保工程有望随行业增长; 纺织服装、发电机组业务竞争优势有望带来增长韧性。新造船价格上升有望带动毛利率上升, 其他业务毛利率有望保持稳定。

我们预计 2023 年净利润增速下滑, 2024 年增速有望回升。2023 年全球经济低迷, 大宗

商品价格下跌拖累大宗供应链业务盈利增长。2024 年全球经济有望复苏，大宗商品价格有望回升，供应链业务利润增速有望加快。产业链业务总体趋势向好，苏美达具备竞争优势，有望保持较快增长。

表 3：苏美达的核心财务指标预测

指标	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入：亿元	986	1,687	1,411	1,350	1,689	1,920
yoy	16.9%	71.1%	-16.3%	-4.3%	25.1%	13.7%
供应链收入：亿元	738	1,407	1,107	1,000	1,300	1,500
供应链毛利率	1.7%	1.4%	1.8%	2.0%	1.8%	1.8%
产业链收入：亿元	244	271	303	350	389	420
产业链毛利率	17.1%	17.0%	16.0%	16.2%	16.5%	16.7%
大消费收入：亿元	133	145	107	112	117	123
先进制造收入：亿元	31	34	83	97	109	118
大环保收入	61	71	74	98	116	127
归母净利润：亿元	5.46	7.67	9.16	10.16	12.44	14.67
yoy	23.9%	40.4%	19.4%	11.0%	22.4%	17.9%
ROE	10.5%	13.6%	14.6%	14.9%	16.6%	17.7%

资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 目标价 10.68 元

综合 AE 估值法和可比公司 2023 年 Wind 一致预期平均 PE，取两个估值结果的平均值，给予苏美达的目标价为 10.68 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

根据 AE 估值法，苏美达的每股价值为 13.95 元。苏美达的供应链业务经营净现金流可能波动较大，新能源和环保工程建设影响企业自由现金流，偿还有息负债影响股权自由现金流，未来现金流预测难度较大，所以暂不采用 DCF 估值法。考虑到苏美达的 ROE 和 ROIC 较高，采用超额利润贴现法进行估值。

表 4：苏美达的贴现率核心假设

指标	假设	依据
无风险利率	3.5%	2010 年以来十年期国债收益率平均 3.47%
风险溢价	6%	股票投资者预期回报率在 8%-10%
贝塔	0.9	2016 年以来苏美达相对沪深 300 指数的贝塔 0.9
半显性期增长率	5%	产业链业务持续增长，带动整体较快增长
永续增长率	2%	业务进入成熟期，增长速度放缓

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据估值模型，苏美达的超额利润及贴现值如表 5。

表 5：苏美达的超额利润与贴现值

指标	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	终值
超额利润：亿元	4.11	5.78	7.28	7.37	7.74	8.13	8.53	8.96	9.41	9.88	10.37	10.89	161.02
贴现：亿元	3.92	5.06	5.85	5.44	5.25	5.06	4.88	4.70	4.53	4.37	4.22	4.06	60.08
现值：亿元													117.43

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据可比公司 2023 年 Wind 一致预期平均预期 PE，苏美达的每股价值为 7.4 元。可比公司选择盈利较好的商贸公司和头部供应链公司。

表 6：苏美达的可比公司 2023 年 Wind 一致预期 PE 和估值

代码	名称	股价 (元)		EPS (元)			PE		
		2023/6/9	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
601061.SH	中信金属	9.29	0.55	0.64	0.78	17.04	14.48	11.93	
002091.SZ	江苏国泰	7.70	0.72	0.83		10.65	9.31		
600729.SH	重庆百货	30.20	2.88	3.31	3.71	10.47	9.13	8.13	
002818.SZ	富森美	13.40	1.24	1.37	1.51	10.84	9.78	8.90	
002697.SZ	红旗连锁	6.02	0.40	0.43	0.47	15.11	13.92	12.87	
600655.SH	豫园股份	7.38	0.91	1.00	1.10	8.10	7.36	6.74	
000906.SZ	浙商中拓	9.15	1.89	2.42	3.03	4.85	3.78	3.02	
600057.SH	厦门象屿	9.54	1.44	1.75	2.04	6.63	5.46	4.67	
600755.SH	厦门国贸	9.03	1.49	1.70	1.96	6.05	5.32	4.62	
600704.SH	物产中大	5.12	0.94	1.08	1.13	5.46	4.76	4.51	
	平均					9.52	8.33	7.27	
600710.SH	苏美达	7.54	0.78	0.95	1.12	9.69	7.92	6.72	

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

5. 风险提示

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，苏美达的供应链业务量增速将随之下滑。

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

汇率和利率波动风险。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。苏美达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。

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

股价异常波动风险。苏美达股价受到多种因素影响，如“中特估”概念、“一带一路”倡议、国际贸易环境、大宗商品价格等。未来股价仍然可能异常波动。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	8,838.11	12,640.38	15,371.55	19,006.08	22,444.89
应收票据及应收账款	9,285.82	8,049.90	8,532.19	12,216.82	11,366.89
预付账款	8,875.60	10,447.55	10,774.06	11,465.71	13,845.02
存货	9,251.46	9,635.90	8,273.25	14,248.81	11,383.19
其他	4,782.05	2,794.98	3,123.03	3,323.01	3,333.24
流动资产合计	41,033.04	43,568.72	46,074.07	60,260.43	62,373.24
长期股权投资	792.74	780.64	780.64	780.64	780.64
固定资产	7,817.46	5,460.48	5,019.32	4,578.17	4,137.01
在建工程	71.65	13.75	13.75	13.75	13.75
无形资产	731.93	710.97	671.50	632.02	592.55
其他	3,987.04	2,370.08	2,620.08	2,588.34	2,588.34
非流动资产合计	13,400.81	9,335.93	9,105.29	8,592.92	8,112.29
资产总计	54,587.05	52,988.30	55,179.37	68,853.35	70,485.53
短期借款	4,909.73	2,336.48	2,000.00	2,000.00	2,000.00
应付票据及应付账款	14,489.57	14,143.28	13,006.62	21,136.35	17,721.23
其他	4,109.71	4,371.88	23,038.22	26,431.42	28,938.78
流动负债合计	23,509.00	20,851.65	38,044.85	49,567.77	48,660.01
长期借款	1,256.66	292.86	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3,110.54	1,774.86	2,000.00	2,000.00	2,000.00
非流动负债合计	4,367.21	2,067.73	2,000.00	2,000.00	2,000.00
负债合计	42,459.08	39,596.52	40,044.85	51,567.77	50,660.01
少数股东权益	6,467.38	7,134.83	8,332.54	9,798.88	11,527.61
股本	1,306.75	1,306.75	1,306.75	1,306.75	1,306.75
资本公积	1,177.85	1,177.85	1,177.85	1,177.85	1,177.85
留存收益	3,032.42	3,601.99	4,160.97	4,845.32	5,652.13
其他	143.58	170.36	156.41	156.78	161.19
股东权益合计	12,127.97	13,391.78	15,134.52	17,285.58	19,825.52
负债和股东权益总计	54,587.05	52,988.30	55,179.37	68,853.35	70,485.53

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,389.84	2,878.22	1,016.33	1,244.28	1,466.93
折旧摊销	678.04	619.70	480.63	480.63	480.63
财务费用	334.84	196.79	(1.77)	(77.83)	(130.88)
投资损失	(126.39)	(168.85)	(150.00)	(150.00)	(150.00)
营运资金变动	(363.44)	3,480.41	1,718.23	1,002.85	418.23
其它	2,805.44	(827.46)	2,177.66	2,666.07	3,143.14
经营活动现金流	5,718.33	6,178.80	5,241.08	5,165.99	5,228.06
资本支出	(2,456.21)	(585.62)	(225.14)	0.00	0.00
长期投资	193.61	(12.10)	0.00	0.00	0.00
其他	1,945.89	2,431.23	352.90	150.00	150.00
投资活动现金流	(316.72)	1,833.51	127.76	150.00	150.00
债权融资	694.92	(4,128.65)	(1,186.43)	77.83	130.88
股权融资	(344.96)	(365.24)	(1,451.25)	(1,759.28)	(2,070.13)
其他	(3,236.13)	(179.11)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(2,886.17)	(4,672.99)	(2,637.68)	(1,681.45)	(1,939.25)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,515.45	3,339.32	2,731.17	3,634.54	3,438.81

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	168,682.00	141,144.58	135,008.65	168,934.98	192,014.64
营业成本	162,024.50	134,284.51	127,329.67	160,126.32	182,237.24
营业税金及附加	124.78	136.08	162.01	185.83	192.01
销售费用	1,405.34	1,580.78	1,620.10	1,689.35	1,728.13
管理费用	903.97	833.77	877.56	1,013.61	1,152.09
研发费用	474.99	462.42	472.53	557.49	576.04
财务费用	268.62	73.41	(1.77)	(77.83)	(130.88)
资产/信用减值损失	(561.13)	(560.18)	(650.00)	(600.00)	(500.00)
公允价值变动收益	32.20	(0.84)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	126.39	168.85	150.00	150.00	150.00
其他	692.14	482.33	(150.00)	(150.00)	(150.00)
营业利润	3,190.21	3,683.45	4,198.54	5,140.21	6,060.01
营业外收入	102.53	125.84	150.00	150.00	150.00
营业外支出	133.41	25.84	150.00	150.00	150.00
利润总额	3,159.33	3,783.46	4,198.54	5,140.21	6,060.01
所得税	769.50	905.24	1,004.56	1,229.86	1,449.94
净利润	2,389.84	2,878.22	3,193.99	3,910.35	4,610.07
少数股东损益	1,622.77	1,962.37	2,177.66	2,666.07	3,143.14
归属于母公司净利润	767.07	915.85	1,016.33	1,244.28	1,466.93
每股收益(元)	0.59	0.70	0.78	0.95	1.12

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	71.09%	-16.33%	-4.35%	25.13%	13.66%
营业利润	38.89%	15.46%	13.98%	22.43%	17.89%
归属于母公司净利润	40.43%	19.40%	10.97%	22.43%	17.89%
获利能力					
毛利率	3.95%	4.86%	5.69%	5.21%	5.09%
净利率	0.45%	0.65%	0.75%	0.74%	0.76%
ROE	13.55%	14.64%	14.94%	16.62%	17.68%
ROIC	27.98%	51.12%	267.31%	-306.99%	-166.67%
偿债能力					
资产负债率	77.78%	74.73%	72.57%	74.90%	71.87%
净负债率	-13.15%	-70.58%	-88.35%	-98.38%	-103.12%
流动比率	1.08	1.16	1.21	1.22	1.28
速动比率	0.84	0.91	0.99	0.93	1.05
营运能力					
应收账款周转率	20.19	16.28	16.28	16.28	16.28
存货周转率	19.56	14.95	15.08	15.00	14.98
总资产周转率	3.40	2.62	2.50	2.72	2.76
每股指标(元)					
每股收益	0.59	0.70	0.78	0.95	1.12
每股经营现金流	4.38	4.73	4.01	3.95	4.00
每股净资产	4.33	4.79	5.21	5.73	6.35
估值比率					
市盈率	12.84	10.76	9.69	7.92	6.72
市净率	1.74	1.57	1.45	1.32	1.19
EV/EBITDA	1.55	0.49	0.32	-0.05	-0.29
EV/EBIT	1.75	0.55	0.35	-0.06	-0.31

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

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

一般声明

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

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

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

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com