



联合研究 | 公司深度 | 苏美达（600710.SH）

苏美达：混改标杆，聚焦产业

报告要点

公司前身是 1978 年成立的“中国机械设备出口公司江苏省分公司”，从外贸起家、历经改制，实现产业布局 and 多元发展，从历史来看，公司长周期下保持稳定的盈利增长中枢，2025 年实现归母净利润 13.6 亿元，2022-2025 年 CAGR 为 14%，其核心原因：第一，公司具备国企的风险控制底色，而特色的激励机制驱动其市场化能力；第二，有效的激励机制，在确保公司业务多元化的同时，降低了单一行业波动风险，公司国际国内市场双循环的特点，强化了盈利增长韧性；第三，公司围绕现有业务的脉络，成功实现供应链到产业链的转型。

分析师及联系人



李锦

SAC: S0490514080004

SFC: BUV258



韩轶超

SAC: S0490512020001

SFC: BQK468



赵智勇

SAC: S0490517110001

SFC: BRP550



秦意昂

SAC: S0490524110002



韦铖

SAC: S0490526050001



胡俊文

SAC: S0490524120001

苏美达 (600710.SH)

2026-08-21

联合研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 首次

苏美达：混改标杆，聚焦产业

公司概况：国企背景、市场运作

公司前身是 1978 年成立的“中国机械设备出口公司江苏省分公司”，从外贸起家、历经改制，实现产业布局和多元发展，从历史来看，公司长周期下保持稳定的盈利增长中枢，2025 年实现归母净利润 13.6 亿元，2022-2025 年 CAGR 为 14%，其核心原因：第一，公司具备国企的风险控制底色，而特色的激励机制驱动其市场化能力；第二，有效的激励机制，在确保公司业务多元化的同时，降低了单一行业波动风险，公司国际国内市场双循环的特点，强化了盈利增长韧性；第三，公司围绕现有业务的脉络，成功实现供应链到产业链的转型。

先进制造：卡位产业趋势，塑造品牌特色

先进制造是公司的成长性板块，公司凭借并购和内部孵化，成功从贸易商的角色向产业带转移，卡位符合全球产业趋势的柴发、船舶、割草机业务，并塑造苏美达公司独特的品牌特色。分业务来看：1) 船舶业务：地缘政治叠加全球运距拉长加速船舶业务的景气度，船价和钢材的剪刀差扩大企业的盈利能力，公司以 6.3 万吨级干散货船为核心优势船型，持续拓展集运、油轮等新船型打开丰富度；2) 柴发业务：柴油发电机组作为数据中心备用电源受益于 AIDC 景气度，公司 FIRMAN 品牌以 35 亿元中标额登顶 2025 年中国柴油发电机组行业冠军。3) 割草机：YARD FORCE 是公司旗下知名户外动力工具品牌，深耕北美及全球市场，公司的无边界机器人采用了 RTK+AI 视觉融合以及纯 AI 视觉的技术路线，新品 i600 在纯 AI 视觉技术路线的产品性能及性价比优势突出。

大宗贸易：龙头优势显著，周期拐点将近

苏美达深耕大宗商品与机电设备领域，其中供应链运营业务以钢铁、煤炭、矿产和石化为核心品种，公司连续多年入选全国十大钢铁流通企业，钢铁出口规模连续多年位居非钢企业全国前五，煤炭运营规模位居全国流通企业前列，在多个细分品类已形成较强行业卡位，规模效应显著。复盘历史，大宗供应链公司利润表现与 PPI 具备一定的正相关性。PPI 上行通常对应商品价格上涨、下游补库需求增强，带动贸易规模、价差及周转效率同步提升。伴随价格周期企稳，公司实物运营规模有望更充分地转化为收入和利润增长，供应链板块或将成为未来业绩向上弹性的重要来源。

投资建议：聚焦产业，攻守兼备

总结而言，我们认为公司通过有效的激励和风控机制，构筑了具备长期成长看点先进制造、以及顺周期相关的大消费、供应链的业务版图，确保长期稳定的业绩增长和 ROE 持续提升。此外，公司重视股东回报，并公开承诺股东回报计划，2024-2026 年分红不低于可分配净利润 40%，攻守兼备。展望后续，预计伴随 AIDC 景气度提升下柴发业务保持高增，船舶业务受益于干散货景气度上行以及公司扩产计划下盈利持续稳健增长，此外供应链业务逐步筑底企稳，后续若 PPI 上行以及流动性打开有望迎来周期拐点，预计 2026-2028 年公司归母净利润为 14.5、16.4、17.6 亿元，首次覆盖，重点推荐。

风险提示

1、汇率波动较大；2、数据中心开支放缓；3、关税政策波动；4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

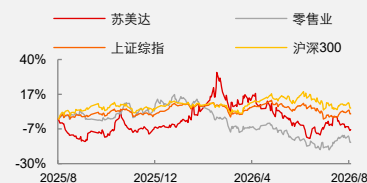
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	10.21
总股本(万股)	130,675
流通A股/B股(万股)	130,675/0
每股净资产(元)	6.55
近12月最高/最低价(元)	15.21/9.30

注：股价为 2026 年 8 月 20 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

公司概况：国企背景、市场运作	6
先进制造：卡位产业趋势，塑造品牌特色	10
船舶：效率脱钩下的非典型牛市，船舶景气上行	11
数据中心驱动备用电源需求高景气，苏美达柴发业务有望加速突破	15
割草机：布局海外市场，技术路线升级	21
大宗商品：龙头优势显著，周期拐点将近	22
投资建议：聚焦产业，攻守兼备	24
风险提示	26

图表目录

图 1：苏美达公司发展历程	6
图 2：苏美达利润总额（亿元）	7
图 3：公司业务布局	8
图 4：公司境内境外收入（亿元）以及毛利率	8
图 5：公司产业链利润额度占比持续提升	8
图 6：公司分业务利润总额占比（2025 年）&三年 CAGR（2022-2025）	10
图 7：集运、油轮、干散货运价分位数	11
图 8：贸易增速/GDP 增速的比值中枢下移	11
图 9：稳定的需求环境或面临挑战	12
图 10：全球贸易摩擦更加频繁	12
图 11：中国贸易顺差创历史新高	12
图 12：中国贸易顺差占全球贸易额创新高	12
图 13：运距对海运周转量需求的拉动更加明显	13
图 14：中欧班列占亚欧集装箱货运量较低	13
图 15：全球海运集装箱周转量/航空货运周转量比值	13
图 16：中国-欧洲海运和空运价格对比	14
图 17：中国-美国海运和空运价格对比	14
图 18：全球商船在手订单	14
图 19：造船厂产能利用率将延续上行趋势	14
图 20：新大洋船厂船舶订单及交付情况	15
图 21：新造船价格与钢材价格走势	15
图 22：全球数据中心供给容量预计 2025-2030 年近翻倍	16
图 23：预计 2026 年全球前九大云服务商资本支出同比增长 79%	16
图 24：柴油发电机组结构图	16
图 25：卡特彼勒在手订单加速增长	18
图 26：康明斯电力系统营收维持景气趋势	18
图 27：苏美达 FIRMAN 柴油发电机产品矩阵	20
图 28：OPE 行业市场规模（亿美元）	21

图 29：2020 年割草机占据 OPE 行业总体销额规模约 37%	21
图 30：大宗供应链企业通过自身资金促进商流流通	23
图 31：苏美达供应链收入（亿元）及增速	23
图 32：苏美达供应链毛利（亿元）	23
图 33：PPI 改善环境下，大宗供应链公司盈利往往处于上行通道	24
表 1：公司员工持股退出机制	7
表 2：苏美达历年重点收并购复盘	9
表 3：商船从订单到交付往往有两年的周期	15
表 4：不同级别数据中心配置要求表	16
表 5：柴油发电机组产业链拆分	17
表 6：苏美达柴油发电机系列产品型号及类型	19
表 7：苏美达柴油发电机组近期项目梳理	20
表 8：苏美达割草机产品技术迭代	22
表 9：苏美达钢铁、煤炭等核心品类，居于全国前列	22
表 10：公司股息支付率以及股息率	24
表 11：公司收入及利润敏感性测算：基准情形以及悲观情形（亿元）	26

公司概况：国企背景、市场运作

外贸起家、历经改制，产业布局、多元发展。公司前身是为 1978 年成立的“中国机械设备出口公司江苏省分公司”，历经 1988 年划归省厅、1989 年创立 SUMEC 品牌、1993 年归属中机集团 (CMEC)，1997 年进出口总额跃居江苏第一，奠定外贸龙头地位。1998 年是公司改革的元年，建立骨干员工持股制度，建立了充分激励机制，并成立六大业务子公司。此外公司逐步从供应链业务延展至产业链环节，2014 年收购美国家纺资产开启国际化布局，2016 年重组后上市开启资本化阶段，2018 年起进军船舶制造，通过参与新大洋造船重整并持续加大持股比例，形成产业链+供应链的业务格局。

图 1：苏美达公司发展历程

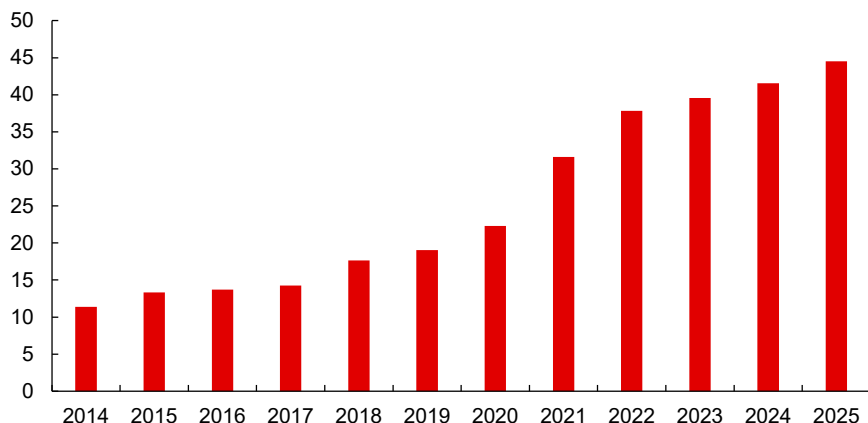


资料来源：公司公告，公司官网，长江证券研究所

公司在长周期下保持稳定的盈利增长中枢。2025 年利润总额达 45 亿元，同比增长 7%，2022-2025 年 CAGR 达到 5.6%，2025 年归母净利润同比增长 18%，2022-2025 年 CAGR 达到 14%。公司盈利能力保持稳定增长，我们认为公司盈利能力保持高确定性，核心原因：第一，国企背景、员工持股，资源禀赋+市场化运营；第二，有效的激励确保多业务+双循环展开，虽然经营周期存在错配，但强化了盈利增长韧性；第三，公司围绕现有业务进行谨慎外延，业务开展胜率较高。



图 2：苏美达利润总额（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

首先，公司是国企背景、工会持股，资源禀赋和市场运营能力强。苏美达集团工会持股具有特定的历史背景，90 年代中期外贸行业面临人才外流等严峻挑战，公司开展实施职工持股计划，通过产权纽带将人才形成长期的利益共同体，并通过制约制度将股权限制在企业内部。1998 年公司实施集团化改组，六大领域形成专业化子公司并实施工会持股，2003 年公司对各业务子公司持股比例调整为 35%和 65%，2005 年逐步完善了苏美达的工会进入和退出机制。

公司员工持股激励方案，具备能上能下、股随岗变、有进有退的动态调整机制。公司的员工持股具备完善的机制，员工股权随绩效表现动态调整，并对退休及离职员工进行股权全额收购，激励给绩效更优秀的核心人才，来保障员工的主观能动性，充分调动苏美达员工的积极性。

表 1：公司员工持股退出机制

方式	具体情况
触发条件	当持股员工出现解除劳动合同，或者劳动合同期限届满且不再续签的情况时， 其持有的股份份额须全额退让。
资金支付	1、离职职工退让内部职工股所得的款项，由其所在公司保管， 三年后一次性支付（按当期活期利率计息）。
安排	2、若离职职工在职期间给公司造成损失，或离职后因擅自使用公司商业秘密（如客户、渠道、技术等）造成损失， 相关金额将直接从退股款项中扣除。

资料来源：公司公告，长江证券研究所

第二，业务结构多元，双循环的业务结构。我们认为，公司高效的员工持股激励机制保障了公司在多元业务、多国别的组织管理能力，而多元的布局亦确保了公司在不同周期下的经营韧性。从业务方面，公司横跨供应链与产业链两大板块——供应链涵盖大宗商品（石化、钢铁、煤炭、矿产）与机电设备进出口；产业链则深度布局大环保（光伏、风电、储能、污水处理）、先进制造（船舶、户外动力工具、发电机组）、大消费（服装、

家纺、校服)以及能源化工工程等细分领域。在国别端,公司坚持境内外双轮驱动,境外收入占比持续提升,且境外业务毛利率持续高于境内,持续带动集团毛利率的提升。

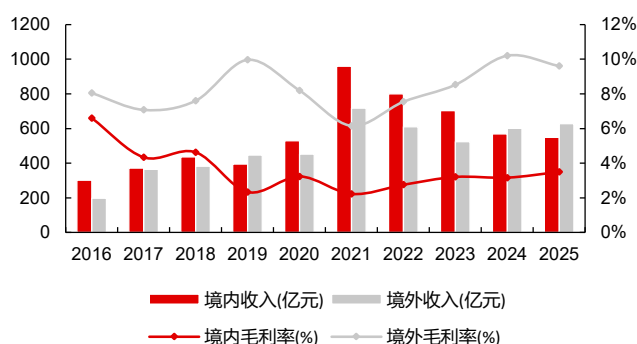
图 3: 公司业务布局



资料来源:公司公告,长江证券研究所

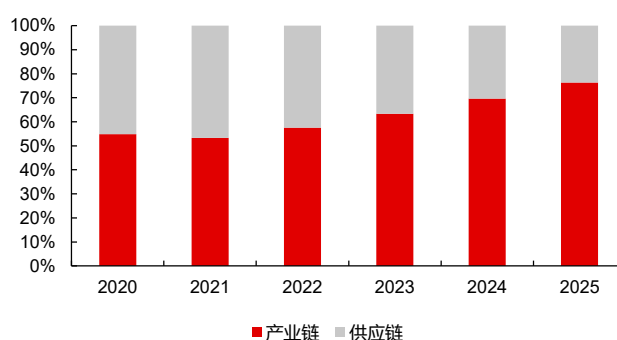
多业务+双循环,保障盈利增长的确定性。公司各项业务存在不同经营周期,例如大宗供应链受益于流动性释放,船舶业务受地缘局势影响较大,大消费业务与顺周期相关度较高,柴发业务受益于全球 AI 数据中心资本开支上行。虽然不同业务的经营周期存在错配,而这一特点使得公司具备更强的利润增长韧性。

图 4: 公司境内境外收入(亿元)以及毛利率



资料来源:公司公告,长江证券研究所

图 5: 公司产业链利润额占比持续提升



资料来源:公司公告,公司官网,长江证券研究所

第三,公司围绕核心业务,从贸易商向产业链转型。2014年,公司成功收购美国著名家纺企业股权,顺利进入海外零售商渠道,缩短产业链环节;2018年,公司参与新大洋造船有限公司的破产重组,从航运业务延展至上游船厂,并在后续2020年、2025年持续加大持股比例。2026年,公司通过协议转让持股蓝科高新22%股权比例并且纳入合并

报表范围，蓝科高新主业聚焦于石油石化类压力容器产品，其熔盐储罐产品在光伏储能领域亦有应用，其技术在光伏储能领域亦有应用，形成协同。

表 2：苏美达历年重点收并购复盘

年份	方式	业务
2014	外延并购	完成首次海外收购，成功收购美国著名家纺企业股权
2018	破产重整	苏美达通过参与破产重整项目，首次取得新大洋造船有限公司 40% 的股权
2020	增持	对新大洋造船的持股比例由 40% 增至 85%；
2025	增持	苏美达收购新大洋造船剩余的 15% 少数股权，使其成为 100% 全资子公司
2026	协议转让	通过协议转让持股蓝科高新 22% 股权比例，并纳入合并报表范围

资料来源：公司公告，长江证券研究所

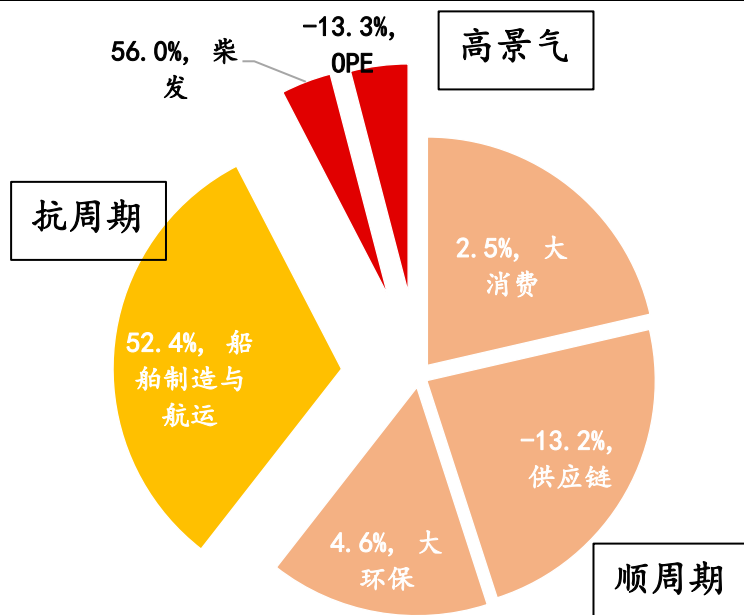
展望后续，我们认为公司的业务布局分为三大趋势，首先是产业趋势较强的柴发业务和割草机产品，此外在全球贸易波动的环境下，公司布局的船舶业务受益于船运板块的效率脱钩、景气度持续上行，而虽然顺周期板块相关的大宗和大消费业务，若在全球经济复苏下有望重新获得增长。

1) 高景气：当前公司布局了柴油发动机和 OPE 两大板块，在当前数据中心资本开支上行下驱动备用电源需求高景气，此外 OPE 板块中公司布局的割草机产品处于技术路径升级的新周期，有望带动公司 OPE 业务重启增长。

2) 逆周期：当前全球贸易和供应链从“效率优先”转向“安全优先”，导致全球贸易关税壁垒上升。地缘波动和贸易摩擦进一步导致海外运输的效率脱钩，从而酝酿了海运的新周期，公司船舶业务新大洋造船有望得到充分受益，并在中型散货船市场形成了较大优势。

3) 顺周期：公司过去的主业为大宗供应链业务，过去受到宏观环境压力下盈利承压，伴随价格周期企稳，公司实物运营规模有望更充分地转化为收入和利润增长，供应链板块或将成为未来业绩向上弹性的重要来源。此外大消费业务有望在关税扰动趋缓后，迎来盈利端的恢复。

图 6：公司分业务利润总额占比（2025 年）&三年 CAGR（2022-2025）



资料来源：公司公告，长江证券研究所，备注：图内数据为公司分业务利润总额三年 CAGR

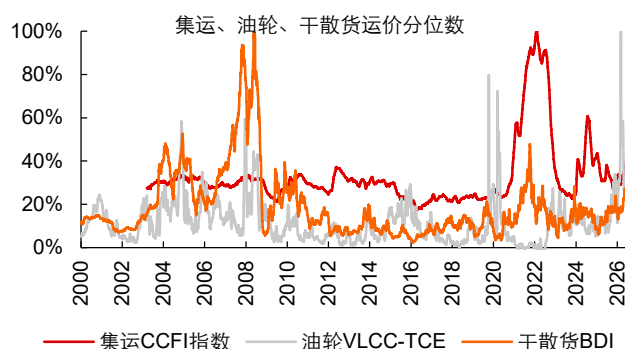
先进制造：卡位产业趋势，塑造品牌特色

先进制造是公司的成长性板块，公司凭借并购和内部孵化，成功从贸易商的角色向产业带转移，卡位符合全球产业趋势的柴发、船舶、割草机业务，并塑造苏美达公司独特的品牌特色。分业务来看：1) 船舶业务：地缘政治叠加全球运距拉长加速船舶业务的景气度，船价和钢材的剪刀差扩大企业的盈利能力，公司以 6.3 万吨级干散货船为核心优势船型，持续拓展集运、油轮等新船型打开丰富度；2) 柴发业务：柴油发电机组作为数据中心备用电源受益于 AIDC 景气度，公司 FIRMAN 品牌已形成生产和全流程项目能力，已服务中国移动、卡塔尔世界杯、微软、京东数据中心等客户/项目，足迹遍布 40 多个国家。3) 割草机：YARD FORCE 是公司旗下知名户外动力工具品牌，深耕北美及全球市场，公司的无边界机器人采用了 RTK+AI 视觉融合以及纯 AI 视觉的技术路线，新品 i600 在纯 AI 视觉技术路线的产品性能及性价比优势突出。

船舶：效率脱钩下的非典型牛市，船舶景气上行

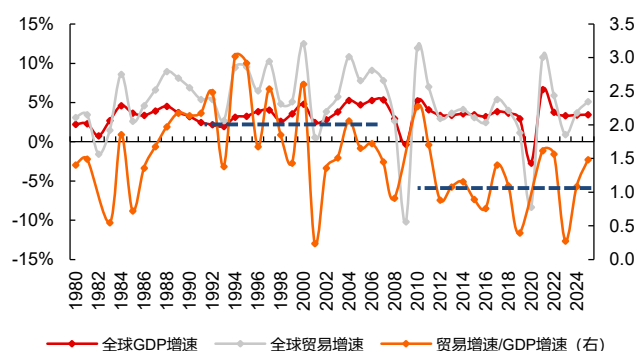
回顾 2000 年以来，海运行业共经历了两轮周期。我们以贸易增速/GDP 增速来反映经济增长对于贸易的拉动乘数，次贷危机前后其中枢出现大幅下移。2008 年之前，以中国入世和城镇化为核心驱动力，中国大宗商品进口激增、全球商品贸易繁荣支撑海运需求的持续增长，行业经历了一轮波澜壮阔的景气周期。次贷危机后十余年，行业长时间在消化上一轮大量过剩的供给，景气度和关注度长期处于极低位置。但 2020 年至今，无论是过去几年的集装箱海运，还是当下的油轮运输，即使在需求中枢下移的大背景下，从运价分位数看，当前的海运景气度不亚于上一轮周期。

图 7：集运、油轮、干散货运价分位数



资料来源：Wind，长江证券研究所

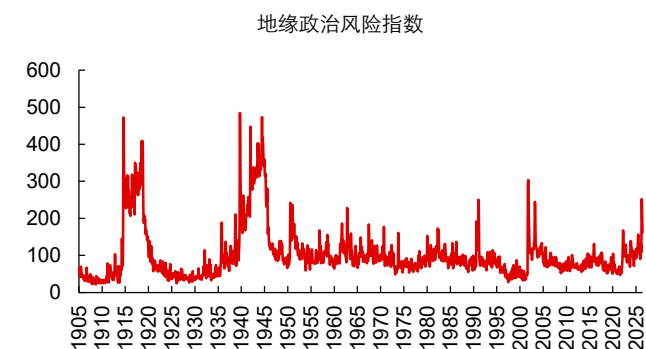
图 8：贸易增速/GDP 增速的比值中枢下移



资料来源：IMF，Clarksons，长江证券研究所

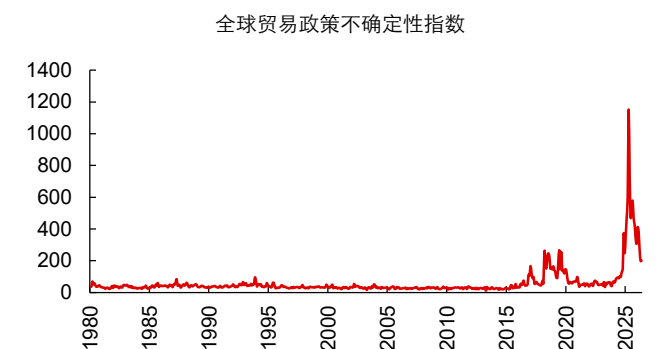
在这一轮海运周期上行过程中，我们也注意到稳定的需求环境正面临挑战。一方面，随着全球经济增长潜力减弱、贫富差距大幅走阔，导致民粹主义等回归，使得 1990s 以来的平稳安全环境正在面临挑战，过去几年以俄乌冲突、巴以冲突、美伊冲突等为代表的事件波动明显增加。另一方面，在贸易疲软态势可能成为新常态下，美国关税政策反复、地缘冲突持续等多重压力不断加大。因此，**展望下半年，我们想要回答：1) 地缘波动和贸易摩擦对于海运意味着什么？2) 从全球维度看，海运是否具备不可替代性？3) 海运投资方向如何选择？**

图 9：稳定的需求环境或面临挑战



资料来源：Dario Caldara and Matteo Iacoviello，长江证券研究所

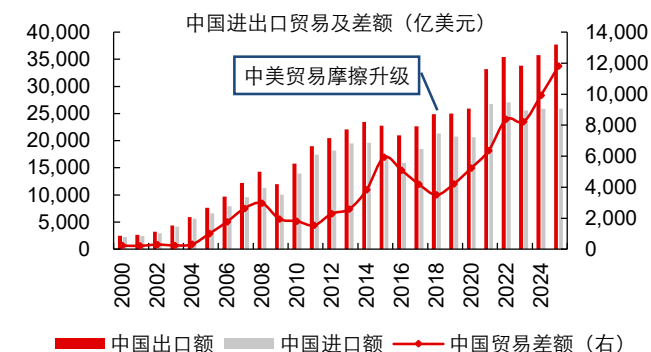
图 10：全球贸易摩擦更加频繁



资料来源：Dario Caldara and Matteo Iacoviello，长江证券研究所

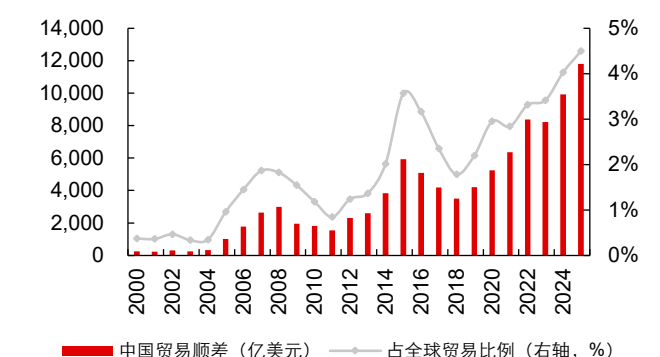
过去几年的地缘波动，让我们意识到“脱钩”脱的是效率并非贸易。欧美国家正通过“小院高墙”等策略试图重构供应链体系，核心是将全球贸易和供应链从“效率优先”转向“安全优先”，导致全球贸易关税壁垒上升。但是，地缘波动和贸易摩擦并未导致贸易脱钩，而是导致效率脱钩，证据主要来自两方面：1）自2018年中美贸易摩擦升级至今，中国出口额和贸易顺差持续创新高；2）海运视角看，运距对海运周转量需求的拉动更加显著，或意味着贸易摩擦沿着产业链延长、运距拉长、效率损失的路径利好海运。

图 11：中国贸易顺差创历史新高



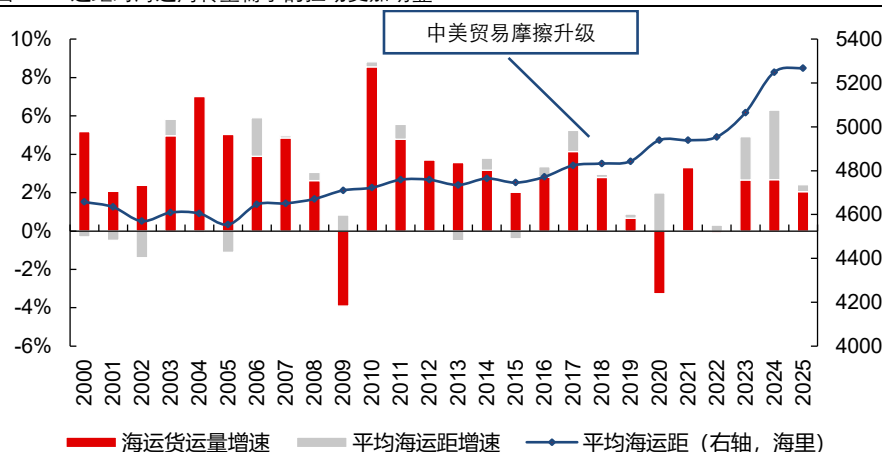
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 12：中国贸易顺差占全球贸易额创新高



资料来源：Wind，长江证券研究所

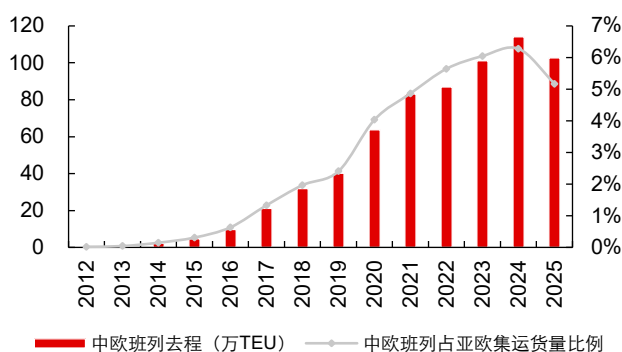
图 13：运距对海运周转量需求的拉动更加明显



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

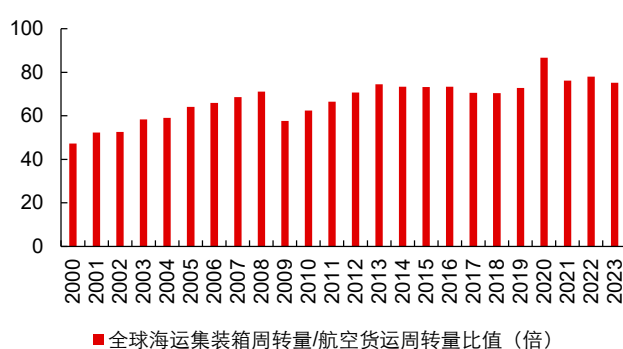
海运受益于“脱钩”的核心原因在于不可替代性，主要体现在：1) **规模的不可替代性**。现有国际贸易运输方式中，无论是铁路还是空运，从规模上看对于海运都是杯水车薪。2025 年，中欧班列去程货运量约 103 万 TEU，自 2011 年中欧班列开通至今年化增速达到 60%。但从规模上看，2025 年中欧班列去程货运量仅为亚欧集运航线货运量的 5%。另外，从空运视角看，集装箱海运货物周转量/空运货物周转量的比值过去十年一直维持 70 倍以上，意味着即使不考虑运费因素，空运能够消化的海运货物也有限。2) **经济性的不可替代性**。从运价角度看，空运让大部分货主望而却步。以欧洲航线为例，2017-2019 年间空运/海运单吨运费的比例在 30 倍以上；即使 2021-2022 年海运费显著上涨期间，空运与海运的单吨运价比例仍在近十倍以上。

图 14：中欧班列占亚欧集装箱货运量较低



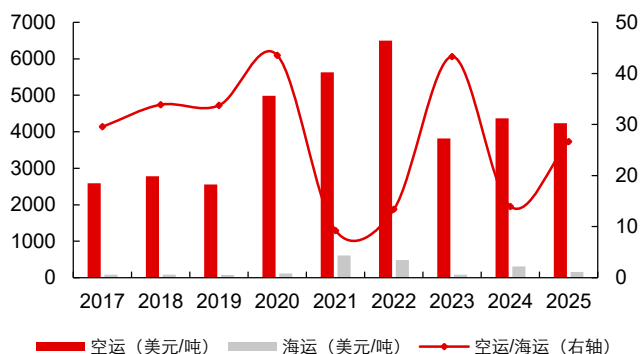
资料来源：中欧班列，Clarksons，长江证券研究所

图 15：全球海运集装箱周转量/航空货运周转量比值



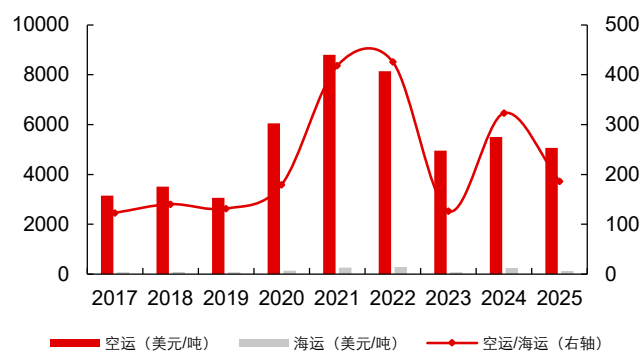
资料来源：World Bank，Clarksons，长江证券研究所

图 16：中国-欧洲海运和空运价格对比



资料来源：TAC Index, Clarksons, 长江证券研究所（注：1 TEU 按 10 吨计算）

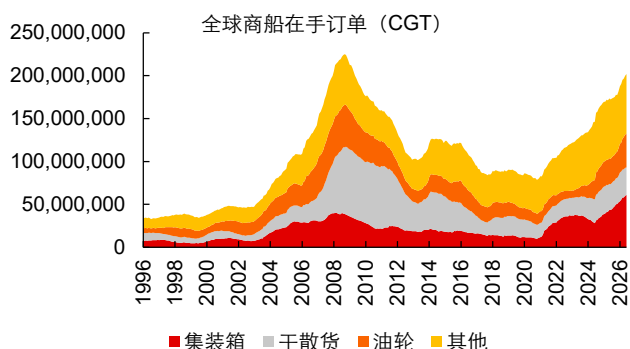
图 17：中国-美国海运和空运价格对比



资料来源：TAC Index, Clarksons, 长江证券研究所（注：1 TEU 按 10 吨计算）

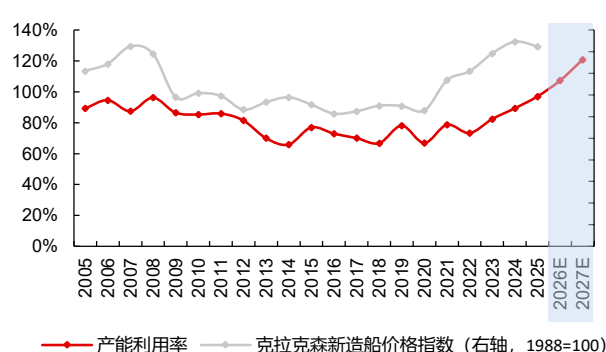
过去几年来，海运行业的演绎也在不断证明和强化地缘波动对行业景气度的影响。复盘集运，公共卫生事件背景下，混乱与周期共舞，催化集运超级周期。2022 年后，俄乌冲突伊始，俄罗斯原油出口结构重塑带来的运距拉长效应显著，中小船受益显著；当前，美伊冲突扰乱油运贸易节奏，边际上强化了原油补库需求，油轮有望演绎集装箱海运的周期与紊乱。逆全球化对于贸易流的重构也正在干散货海运行业重演。西非几内亚西芒杜铁矿项目从去年底的投产到今年的产能爬坡逐步兑现，出发点或是提升中国企业在全球黑色钢铁产业链当中的话语权和利润分配，但“舍近求远”的特点也意味着将拉长全球铁矿石海运距，进一步强化好望角船景气修复上行预期。海运景气延续，船舶产能利用率上行。趋势上，集装箱船押注绿色转型，进行超周期扩张；非合规油运输延缓油轮老龄船退出，加剧了油轮船队老龄化节奏；西芒杜项目将提振干散货海运景气，受益于此，造船厂产能利用率延续上行。

图 18：全球商船在手订单



资料来源：Clarksons, 长江证券研究所

图 19：造船厂产能利用率将延续上行趋势



资料来源：Clarksons, 长江证券研究所

苏美达船舶制造业务以新大洋造船有限公司（以下简称“新大洋”）为中心，定位于中型船舶的研发建造，巩固集“船型品牌+船型研发+船舶建造”为一体的业务模式综合竞争力。展望未来，船舶制造有望延续高景气：1）**利润与船价存在错期，高价订单陆续交付**。船舶的建造周期通常长达 1-2 年，因此利润通常滞后于新签订单（苏美达新签订单

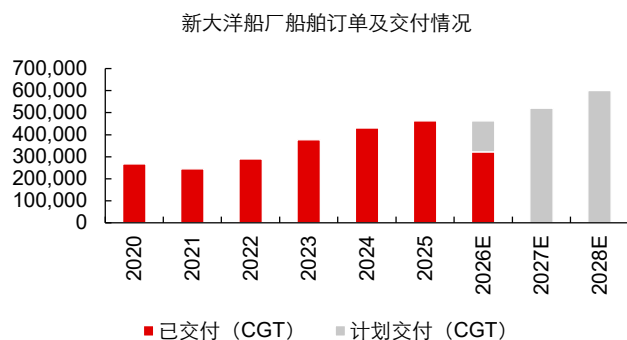
到交付大概有一至两年错期)；2) 船价与钢价剪刀差走扩，钢材成本是船舶原材料的主要成本之一，高船价订单逐步兑现情况下，钢材价格持续下行。

表 3：商船从订单到交付往往有两年的周期

		交付运力各签单年份占比							
订单交付年份	2021	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	2021	14%	86%	-	-	-	-	-	-
	2022	11%	74%	15%	-	-	-	-	-
	2023	-	-	100%	-	-	-	-	-
	2024	-	-	42%	57%	-	-	-	-
	2025	-	-	3%	23%	74%	-	-	-
	2026F	-	-	-	-	51%	49%	-	-
	2027F	-	-	-	-	-	78%	22%	-
	2028F	-	-	-	-	-	21%	66%	14%

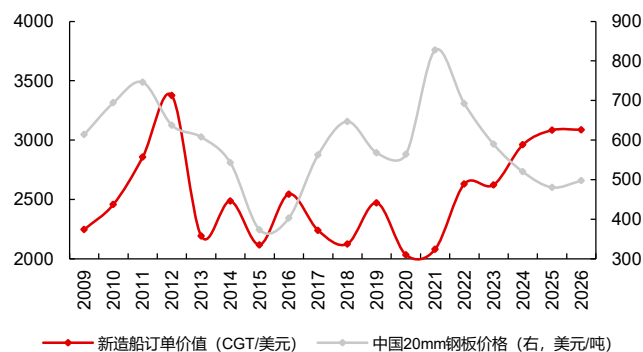
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 20：新大洋船厂船舶订单及交付情况



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 21：新造船价格与钢材价格走势

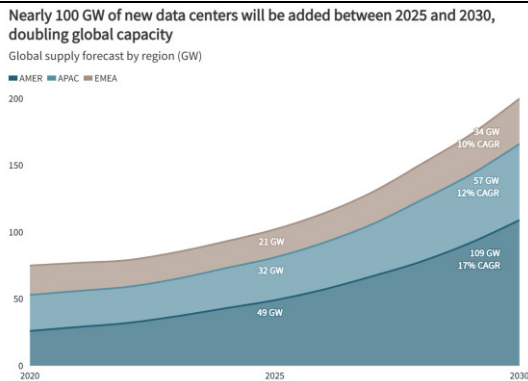


资料来源：Clarksons，长江证券研究所

数据中心驱动备用电源需求高景气，苏美达柴发业务有望加速突破

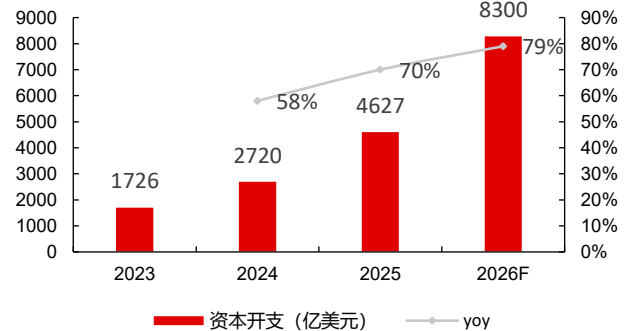
AI 与云计算需求共振，全球数据中心建设进入加速扩张期。JLL 预计，全球数据中心容量将由 2025 年的 103GW 提升至 2030 年的 200GW，五年接近翻倍，复合增速约 14%。2026 年全球云服务商持续加大资本投入，微软、谷歌、亚马逊和 Meta 等科技巨头 2026 年资本开支均创历史新高，全球前九大云服务商全年资本支出预计达到 8300 亿美元，同比增长 79%。

图 22：全球数据中心供给容量预计 2025-2030 年近翻倍



资料来源：JLL Research，长江证券研究所

图 23：预计 2026 年全球前九大云服务商资本支出同比增长 79%



资料来源：TrendForce，长江证券研究所

柴油发电机组是数据中心重要的备用电源选择，对数据中心的安全可靠运营起到关键作用。柴发电机组通常与 UPS 形成互补，承担备用电源、主用电源或临时电源功能，主要应用于通信运营商、数据中心、先进制造、油田矿山、电力电厂、公共服务及设施等对供电连续性要求较高的场景。其价值在于当市电中断、电网不稳定或无电网覆盖时，为关键负载提供独立、稳定、可持续的电力保障。

图 24：柴油发电机组结构图



资料来源：银河电气官网，长江证券研究所

数据中心使用柴发电机组的核心原因在于其业务负载对停电容忍度极低。数据中心通常采用“电网+UPS+柴油发电机组”的供电架构，UPS 负责在市电异常瞬间维持短时不断电，柴发电机组则在市电中断后快速启动并提供长时间备用电力。我国数据中心设计规范提出，A 级数据中心应设置备用电源，柴油发电机组因可操作性较强，成为大部分数据中心的备用电源选择。随着 AI 和云计算推动数据中心用电规模提升，柴发电机组在大功率、快速启动、持续运行和冗余保障方面的作用进一步凸显。

表 4：不同级别数据中心配置要求表

级别	应用场景	配置要求
A 级	金融行业、国家气象台、国家级信息中心、重要军事部门、交通指挥调度中心、广播电台、电视台、应急指挥中心、邮政、电信等行业数据中心。	后备柴油发电机组性能等级不应低于 G3，应满足连续和不限时运行要求，输出功率应满足数据中心最大平均负荷需要；后备柴油发电机系统宜按 N+X 冗余配置，燃料存储量宜满足 12h 用油。
B 级	科研院所、高等院校、博物馆、档案馆、会展中心、政府办公楼等数据中心。	后备柴油发电机组性能等级不应低于 G3；B 级数据中心发电机组输出功率可按限时 500h 运行功率选择。若配置后备柴油发电机系统，宜采用 N+1 冗余。

C 级	按基本需求建设的一般企业或机构数据中心。	柴发并非强制配置项，当不间断电源系统的供电时间能够满足信息存储要求时，可不设置柴油发电机。
-----	----------------------	---

资料来源：《数据中心设计规范》（2017），长江证券研究所

柴油发电机行业市场空间广阔，主机厂为核心参与者。柴油发电机企业竞争相对充分，柴发行业的市场竞争格局相对集中，国内市场的主要参与者包含以下几类：1) 主机厂：从事柴油发动机的自产、外销以及柴油发电机组的制造，国产品牌以科泰电源、泰豪科技、苏美达、潍柴重机、玉柴国际、重庆机电为主，进口品牌以康明斯、卡特彼勒、MTU、科勒为主。2) 零部件供应商：从事柴发以及柴油发动机的零部件生产，发电机包括利莱森马、斯坦福、马拉松电气、英格电气等企业；控制器包括英国深海、捷克科曼、众智科技等企业；发动机零部件包括长源东谷、天润工业、威孚高科等企业。

表 5：柴油发电机组产业链拆分

设备	公司	基本情况
发动机	潍柴动力	目前核心业务已覆盖发电设备、固体氧化物燃料电池（SOFC）等，广泛应用于数据中心、油田矿山、工业园区等关键细分场景，推出全球首款 5 兆瓦级高速柴油发电产品 20M61，升功率居行业首位，启动速度、带载能力等核心参数均达到世界一流水平。
	玉柴国际	玉柴是国内柴油发动机重要龙头，产品覆盖车用、船用、工程机械、农业机械、发电设备柴油动力等多类场景。
	动力新科	公司柴油发动机业务的前身上海柴油机厂创建于 1947 年 4 月，1958 年公司自行设计制造了我国第一台 6135 柴油发动机，公司柴油发动机的业务营销网络已基本覆盖全国各个主要城市及各重要区域，海外服务网络逐步扩大。
	科泰电源	科泰电源是国内柴油发电机组和备用电源系统集成的代表公司之一，公司以发电机组产品服务为核心，以输配电产品、专用车和工程服务为拓展。
发电机组	泰豪科技	泰豪科技旗下泰豪电源主打智能应急电源和柴油发电机组，产品功率范围 8kW - 3000kW，可用于数据中心、通信、矿山、电厂、石油化工、交通运输、工厂、建筑、船舶等领域。
	潍柴重机	公司专业开发、制造和销售船舶动力和发电设备市场用 34-13600 马力的中高速柴油机、发电机组、推进系统及动力集成系统，发电机组产品广泛应用于海工平台、风电安装、数据中心、油田、医疗等多个场景，为国家电网之外区域提供理想电源。
	苏美达	苏美达柴油发电机组业务更偏项目集成、全球供应链和交付服务。大型柴油发电机组已服务中国移动、卡塔尔世界杯、微软、京东数据中心等客户/项目，足迹遍布 40 多个国家。
	中国动力	中国动力的发电机组业务主要偏船舶和船海电站场景。其产品主要为高、中、低速船用柴油机、柴油发电机组及相关配套设备；其旗下中船动力可生产四冲程发电机组，满足各类船舶电站需求。

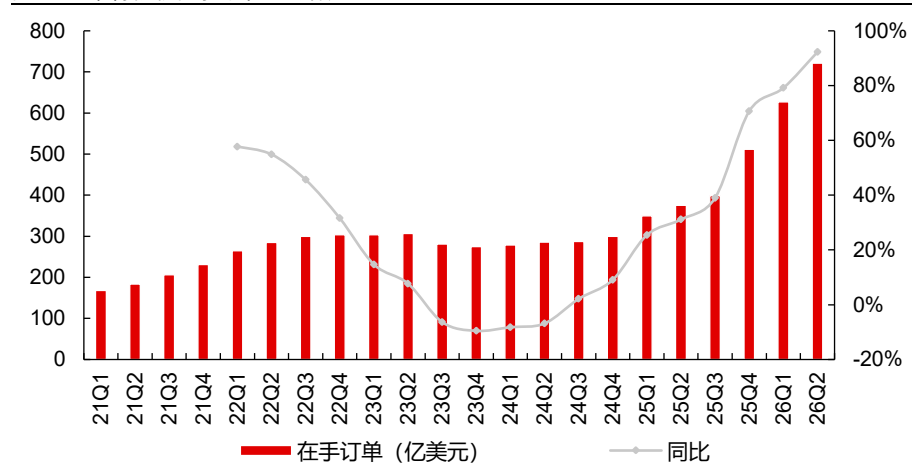
资料来源：各公司官网，各公司年报，长江证券研究所

海外龙头卡特彼勒在大功率发动机与发电设备领域具备全球领先地位。公司是全球领先的工程机械、矿山设备、非公路柴油及天然气发动机、工业燃气轮机和柴油发电机组制造商；其电力与能源板块面向油气、发电、船舶、轨交和工业等场景，产品组合包括往复式发动机、发电机组、集成系统及解决方案、燃气轮机及相关服务等。对于柴油发电机组产业链而言，卡特彼勒的大型往复式发动机和发电机组业务可视为全球大功率发动机及备用电源需求的重要景气观测指标。

2025 年以来，卡特彼勒在手订单进入新一轮加速上行阶段，核心驱动来自数据中心及电力基础设施需求。2025Q1-2025Q4，公司在手订单由 350 亿美元提升至 512 亿美元，2026Q1、2026Q2 进一步升至 627 亿美元、721 亿美元；2026Q2 同比增长 92.27%，环比增加 94 亿美元、同比增加 346 亿美元，创历史新高。2026Q2 电力与能源板块销

售额 82.38 亿美元,同比增长 17%,其中发电业务销售额 30.98 亿美元,同比增长 29%;增长主要来自大型往复式发动机、燃气轮机及相关服务,主要应用于数据中心领域。

图 25: 卡特彼勒在手订单加速增长

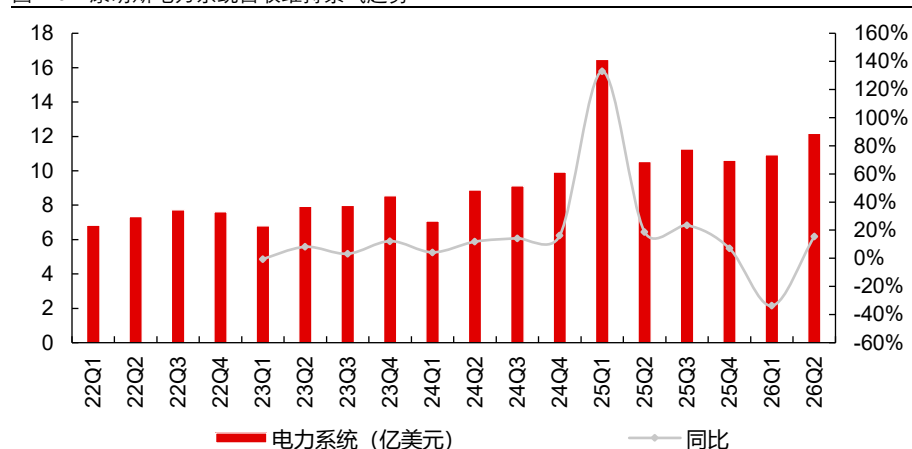


资料来源: 卡特彼勒财报, 长江证券研究所

康明斯是全球柴油发动机和发电系统龙头之一,在柴油机、天然气发动机及备用/主用发电系统领域具备较强全球竞争力。康明斯主营柴油、天然气及替代燃料发动机、发电机组及相关零部件和技术;其发动机业务覆盖重卡、中卡、客车、工程机械、矿山、船舶、轨交、油气、国防及农业等应用市场,电力系统业务则包括发电系统、工业动力和发电机技术三条产品线,其中发电系统业务主要设计、制造、销售和服务备用及主用发电机组,工业动力业务覆盖矿山、轨交、国防、油气、船舶等场景所需的高速大马力柴油及天然气发动机。

电力系统业务收入变化看,公司相关业务在 2021 年处于较高基数,2022 年阶段性回落逐步修复,2024 年以来受数据中心备用电源需求拉动明显加速。2026Q2 电力系统分部外部销售额为 12.17 亿美元,同比增长 15.46%,较 2026Q1 的 10.93 亿美元继续提升。北美和国际市场销售均同比增长 19%,主要受美国、中国及亚太地区数据中心发电需求拉动,数据中心电力需求维持强劲。

图 26: 康明斯电力系统营收维持景气趋势



资料来源: Wind, 康明斯财报, 长江证券研究所

苏美达依托在国内国际的专业项目经验，深耕全球通信运营商、数据中心、算力中心、先进制造、油田矿山、电力电厂、公共服务及设施等市场领域，提供安全可靠的柴油发电机组产品。目前，公司业务足迹遍布 40 多个国家，国内主要客户为中国移动、中国联通、微软、京东等运营商、互联网平台。公司依托在发电机组行业近 20 年积累的全球产业链和供应链优势，持续强化科技创新和全流程服务能力，致力于为全球用户提供更专业、更可靠、更环保的综合电力解决方案。近年来，公司持续打造性能稳定、响应迅速的环保节能型柴油发电机组产品，为客户提供方案设计、定制化生产、安装服务调试等全流程解决方案。公司 1800kW 以上大功率机组适配数据中心高能耗场景，已为字节跳动、快手、腾讯、阿里、微软等科技巨头的数据中心提供备用电源产品。

产品层面，公司柴油发电机组覆盖小功率 SDG 系列、中大功率 Perkins/Cummins 系列、大黄蜂静音箱式机组以及高压集装箱式机组等不同产品形态，可适配家用、商用、工业、数据中心及海外基建等多类用电场景。面向数据中心等高端场景，公司已实现 80MW 海外数据中心柴油发电机组项目出运，相关 FIRMEN 集装箱式静音发电机组具备噪音低、空间利用率高、模块化、性能等级优秀、易维护等特点。

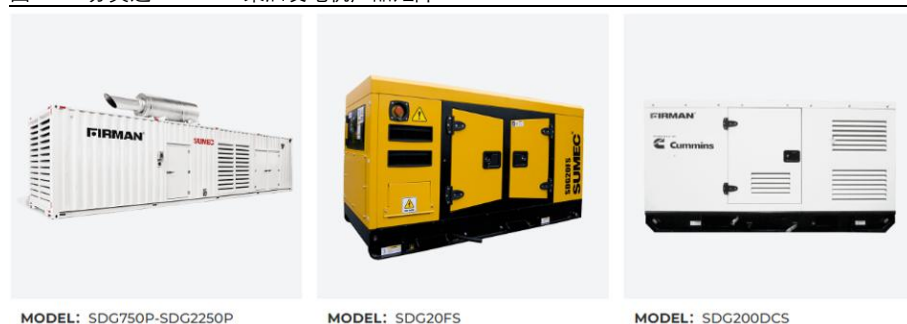
表 6：苏美达柴油发电机系列产品型号及类型

柴油发电机型号	系列/类型	功率
SDG5000SE	SDG 系列，静音型	4.6KW
SDG5500CLE	SDG 系列，开放型	5KW
SDG7500CLE	SDG 系列，开放型	5.5KW
SDG7000SE	SDG 系列，静音型	6KW
SDG8500CLE	SDG 系列，开放型	6.5KW
SDG12000SE	SDG 系列，静音型	10KW
SDG15000SE	SDG 系列，静音型	12.2KW
SDG18000SE	SDG 系列，静音型	16KW
SDG750P-SDG2250P	PERKINS 系列	7.2-1800KW
SDG20FS	大黄蜂系列	8-240KW
SDG200DCS	CUMMINS 系列	20-2680KW

资料来源：FIRMEN 官网，长江证券研究所

苏美达旗下 FIRMEN 柴油发电机产品主要包括 Perkins 系列、Cummins 系列及大黄蜂系列，分别面向不同功率段和应用场景。其中，Perkins 系列功率覆盖 7.2-1800kW，主要满足中大功率备用电源及工业用电需求；Cummins 系列功率覆盖 20-2680kW，进一步覆盖更高功率等级，可适配数据中心、通信、电力、工业等对供电可靠性要求较高的场景；大黄蜂系列功率为 44kW，偏向中小功率及灵活部署场景，适用于海外基建、应急电源、工商业备用电源等需求。

图 27：苏美达 FIRMAN 柴油发电机产品矩阵



资料来源：FIRMAN 官网，长江证券研究所

苏美达已形成发电设备生产基地、发电设备生产线和全流程项目交付能力。FIRMAN 品牌自 2011 年起切入大型柴油发电机组，依托发电设备制造体系和全球产业链供应链资源，已在 40 多个国家完成千余个电力项目交付，累计运行功率超过 1,500MW。近年来，除数据中心外，公司在算力中心、通信运营商和海外工业备用电源场景持续突破，各方面需求旺盛，完成海外数据中心 80MW 项目出运、南部非洲 230MW 备用电站项目交付，并在 1800kW 以上大功率机组上形成头部客户案例。当前在 AIDC 备用电源需求高景气趋势下，公司大功率柴油发电机组订单排期较为饱满，后续订单承接有望继续维持高位。

苏美达切入核心高压大功率柴发集采，跻身中国移动核心供应商梯队。公司 2025 年中标中国移动水冷柴油发电机集采部分标包，在金额规模最大的高压水冷柴油发电机 2000kW 标包中，苏美达位列第二中标候选人，含税报价约 6.25 亿元，中标份额约 23%，对应中标金额约 1.44 亿元。公司在中国移动总部级大规模集采中获得较高份额，反映出公司在 2000kW 高压大功率柴油发电机组领域的产品能力、项目交付能力及客户认可度持续提升，已进入国内头部通信运营商高端柴发设备的核心供应商梯队。

表 7：苏美达柴油发电机组近期项目梳理

时间	项目/客户	进展
2022	合肥城市云数据中心三期	成功签订柴油发电机系统三期订单；此前已参与一期、二期备用电源项目。
2023	中国联通陕西、河南备用电源项目	接连中标中国联通陕西省分公司、河南省分公司多个备用电源项目；西安数据中心对瞬时启动、环保降噪要求较高。
2024	海外数据中心一 80MW 项目	FIRMAN 集装箱式静音发电机组完成出运。
2024	埃塞俄比亚世行微网备用电源项目	中标海外备用电源项目，首批定制 30 多台 FIRMAN 柴油发电机组。
2024	坦桑尼亚某应急电源保障项目	中标海外备用电源项目，选用更安全、更静音、更环保的自主品牌 FIRMAN“大黄蜂”系列静音柴油发电机组。
2025	中国移动项目	成功中标中国移动水冷柴油发电机集采部分标包。
2025	京东深圳总部项目	成功中标京东深圳总部备用电源项目。
2025	智能云乌兰察布数据中心二阶段项目	中标备用电源项目，提供多台 FIRMAN 1800kW 柴油发电机组。
2026	日本数据中心	成功交付 FIRMAN 高压集装箱柴油发电机组，为公司在日本市场第三次项目交付。
2026	三峡若羌 6×66 万千瓦煤电项目备用电源项目	中标项目，为该项目建设提供 FIRMAN 柴油发电机组
2026	三峡蒙能东胜热电近区(色连)4×1000MW 扩建项目备用电源项目	中标项目，为该项目建设提供 FIRMAN 柴油发电机组
2026	国信扬电三期 2×100 万千瓦机组扩建	中标项目，为该项目建设提供 FIRMAN 柴油发电机组

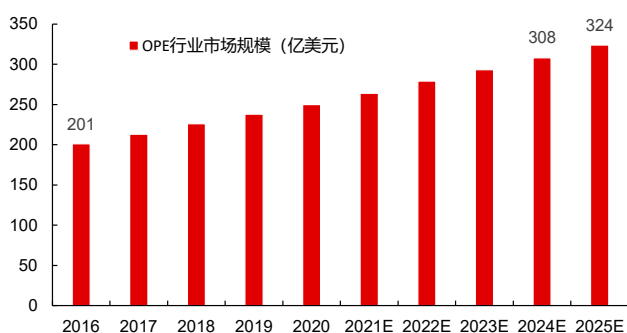
项目备用电源项目		
2026	内蒙古华电腾格里 4×100 万千瓦煤电项目备用电源项目	中标项目，为该项目建设提供 FIRMAN 柴油发电机组
2026	延长石油湖北武穴 2×660MW 煤电工程备用电源项目	中标项目，为该项目建设提供 FIRMAN 柴油发电机组
2026	柬埔寨寨燃机联合循环电站项目	中标项目，为该项目建设提供 FIRMAN 柴油发电机组
2026	几内亚氧化铝项目	中标项目，为该项目建设提供 FIRMAN 柴油发电机组
2026	沙特联合循环燃气电站项目	中标项目，为该项目建设提供 FIRMAN 柴油发电机组
2026	印尼宾烧碱及环氧氯丙烷项目	中标项目，为该项目建设提供 FIRMAN 柴油发电机组

资料来源：公司官网，公司年报，长江证券研究所

割草机：布局海外市场，技术路线升级

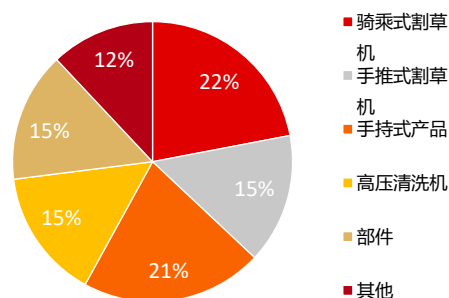
预计 2025 年割草机市场规模在 120 亿美元。据泉峰控股招股说明书,2020 年全球 OPE 市场规模达 250 亿美元,2025 年市场规模预计达 324 亿美元。其中割草机是 OPE 中规模占比最高的部分,据史丹利百得公司公告,2020 年骑乘式+手推式割草机占据 OPE 行业总体规模约 37% (可以作为交叉验证数据的是,据大叶股份可转债募集说明书,2020 年草坪割草机占园林机械整体市场规模比重 34%),因此我们推断割草机市场行业规模容量在 120 亿美元。

图 28：OPE 行业市场规模（亿美元）



资料来源：泉峰控股招股说明书，长江证券研究所

图 29：2020 年割草机占据 OPE 行业总体销额规模约 37%



资料来源：史丹利百得公司 2021 年投资者交流，长江证券研究所

YARD FORCE 是公司旗下知名户外动力工具品牌，深耕北美及全球市场。产品线覆盖骑式割草机、手推式汽油/锂电割草机、机器人割草机、除雪机、高压清洗机及园林配套工具，满足家庭用户从草坪养护到季节性清洁的全场景需求。

从产品形态上，公司的无边界机器人采用了 RTK+AI 视觉融合，以及纯 AI 视觉的技术路线。目前无边界割草机器人主要有三条技术路线——1)RTK+GPS:精度高但成本高、信号易受遮挡；2)纯视觉 AI（成本低、无信号依赖，但在强光/弱光下稳定性挑战）；3) LiDAR+视觉融合（高端方案），当前公司在无边界割草机器人上采用了 RTK 技术路

线（iVR16、REVOLA），但也在同步推进纯视觉方案（i600），新品 i600 通过摄像头+AI 识别去 RTK 实现降本，主打中端下沉市场，其价格相比同技术路线的竞品也处于性价比优势。

表 8：苏美达割草机产品技术迭代

对比项目	REVOLA 系列	iVR16	i600 iVISION
图片			
推出时间	2024 年 1 月	2025 年 10 月	2026 年 3 月
价格	\$799	\$1092	£499.99
适用面积	≤3000m²（约 0.74 英亩）	≤1600m²（约 0.4 英亩）	≤600m²（约 0.15 英亩，中型庭院）
导航技术方案	GPS + 超声波避障（早期无边界方案，需手机 App 建图）	RTK + AI 视觉融合（多传感器堆栈，厘米级定位+视觉识别）	纯 AI 视觉（摄像头+AI 识别草坪边缘与障碍物，去 RTK 降本）
技术路线定位	旗舰首代（GPS 引导）	高端旗舰（RTK+视觉融合）	中端下沉（纯视觉降本）

资料来源：Lipro 智能机器人，BusinessWire，Made in China，公司官网，长江证券研究所

大宗商品：龙头优势显著，周期拐点将近

大宗与机电双轮驱动，规模效应彰显供应链龙头壁垒。苏美达深耕大宗商品与机电设备领域，其中供应链运营业务以钢铁、煤炭、矿产和石化为核心品种，公司连续多年入选全国十大钢铁流通企业，钢铁出口规模连续多年位居非钢企业全国前五，煤炭运营规模位居全国流通企业前列，在多个细分品类已形成较强行业卡位，规模效应显著。同时，与国家制造强国战略同频共振，公司积极推动机电进出口业务，助力中国制造、中国装备“走出去”，2025 年机电设备出口业务签约超 8.2 亿美元，同比增长 61%。

表 9：苏美达钢铁、煤炭等核心品类，居于全国前列

核心品类	苏美达排名/地位
钢铁	全国十大钢铁流通企业；钢铁出口规模连续多年位居非钢企业全国前五
煤炭	煤炭运营规模位居全国流通企业前列
羊毛	进口规模全国第一
胶合板	出口规模全国前三

木材

进口数量全国前十

资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 30：大宗供应链企业通过自身资金促进商流流通

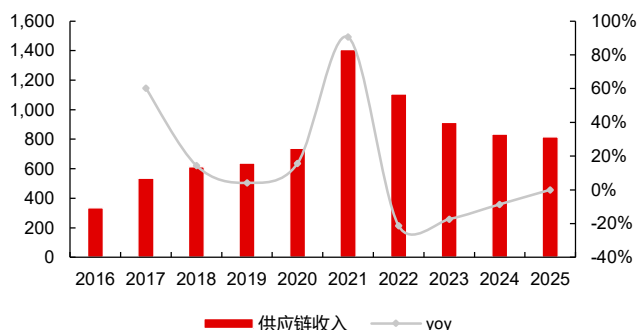


资料来源：长江证券研究所

供应链盈利周期波动，底部企稳静待拐点。大宗供应链是资金驱动的业务模式，承担分销、物流、融资等一系列业务流程，企业需要用自有资金去采购原材料，推动商流和资金流在产业链中流通。从商业模式上看，大宗供应链公司赚的是资金周转的钱，资金驱动业务拓展，宏观的贸易需求决定资产周转效率，影响企业盈利能力。

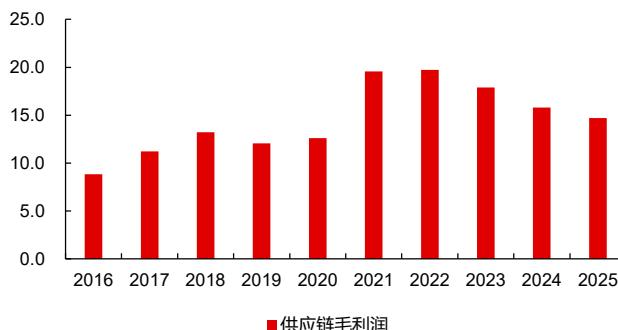
2021 年大宗商品价格快速上涨，公司供应链运营收入达到 1406.6 亿元的阶段性高点；此后伴随 PPI 下行及钢铁、煤炭、矿产等品种价格中枢回落，2023-2025 年该板块收入同比持续下降。受海外货币政策收紧、国内地产与基建及制造业需求偏弱等多重因素影响，核心大宗商品价格持续走低与贸易价差的收窄，共同压制了板块的营收与毛利表现。公司主动适应市场变化，优化业务结构，2024 年以来毛利降幅逐步收窄，经营韧性显现。

图 31：苏美达供应链收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 32：苏美达供应链毛利（亿元）



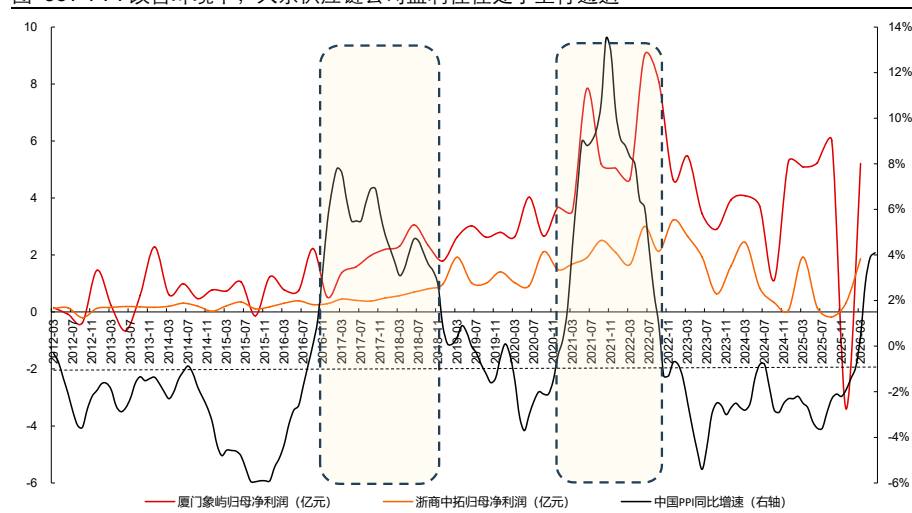
资料来源：公司公告，长江证券研究所

复盘历史，大宗供应链公司利润表现与 PPI 具备一定的正相关性。以大宗供应链头部公司厦门象屿、厦门国贸为例，2016Q2-2019Q2，受益于国内财政政策发力，商品价格与

需求同步改善推动大宗供应链企业利润提升；2021Q1-2022Q3，各国货币政策宽松推动流动性改善，叠加需求逐步修复，商品价格持续走强，推动大宗供应链公司业绩快速增长。因此，PPI上行通常对应商品价格上涨、下游补库需求增强，带动贸易规模、价差及周转效率同步提升。

展望后续，若国内需求进一步改善，叠加油价及其他国际大宗商品价格在成本端形成支撑，PPI有望延续温和上行趋势。苏美达供应链板块收入和毛利润已经历连续数年的阶段性调整，在钢铁、煤炭、矿产及石化等核心品类仍保持较大运营规模。伴随价格周期企稳，公司实物运营规模有望更充分地转化为收入和利润增长，供应链板块或将成为未来业绩向上弹性的重要来源。

图 33: PPI 改善环境下，大宗供应链公司盈利往往处于上行通道



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

投资建议：聚焦产业，攻守兼备

公司重视股东回报，公开承诺股东回报计划。2021 年起公司发布 2021-2023 年年度股东回报计划，分红不低于可分配净利润 40%，2024 年公司更新发布 2024-2026 年股东回报计划，根据每年末市值计算公司股息率常年稳定在 4% 左右。

表 10: 公司股息支付率以及股息率

年份	分红总额 (亿元)	归母净利润 (亿元)	股息支 付率	股息率
2021	3.5	7.7	45.1%	4.1%
2022	3.9	9.2	42.8%	5.1%
2023	4.3	10.3	41.9%	4.7%

2024	4.8	11.5	42.0%	4.0%
2025	5.4	13.6	40.0%	3.8%

资料来源：Wind，长江证券研究所，备注：股息率分母对应公司分红年度最后一天市值

总而言之，我们认为公司通过有效的激励和风控机制，构筑了具备长期成长看点先进制造、以及顺周期相关的大消费、供应链的业务版图，确保长期稳定的业绩增长和 ROE 持续提升。此外，公司重视股东回报，并公开承诺股东回报计划，2024-2026 年分红不低于可分配净利润 40%，攻守兼备。展望后续，预计伴随 AIDC 景气度提升下柴发业务保持高增，船舶业务受益于干散货景气度上行以及公司扩产计划下盈利持续稳健增长，此外供应链业务逐步筑底企稳，后续若 PPI 上行以及流动性打开有望迎来周期拐点，预计 2026-2028 年公司归母净利润为 14.5、16.4、17.6 亿元，首次覆盖，重点推荐。

风险提示

- 1、汇率波动较大。公司境外收入占比较高，若人民币大幅升值将压缩境外毛利率并产生汇兑损失，拖累整体盈利。
- 2、数据中心开支放缓。若云厂商削减 AIDC 资本开支，柴发订单增速将放缓，公司先进制造板块成长性承压。
- 3、关税政策波动。公司出口收入占比较高且深耕北美市场，中美关税加征将压制海外业务毛利及收入增速。
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。若 AIDC 资本开支进度放缓、关税政策波动、汇率波动较大等因素扰动下，悲观情形下公司归母净利润为 14.1、14.6、15.1 亿元。

表 11：公司收入及利润敏感性测算：基准情形以及悲观情形（亿元）

	基准情形			悲观情形		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营业收入	1221	1288	1354	1196	1213	1231
yoy	4%	6%	5%	2%	1%	1%
毛利率	7.0%	7.1%	7.1%	6.8%	7.0%	7.0%
归母净利润	14.5	16.4	17.6	14.1	14.6	15.1
yoy	7%	13%	8%	4%	3%	4%
归母净利率	1.2%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	117811	122092	128837	135391	货币资金	8701	10242	12025	13856
营业成本	109816	113544	119726	125795	交易性金融资产	133	133	133	133
毛利	7996	8549	9111	9596	应收账款	10671	10074	10536	10983
%营业收入	7%	7%	7%	7%	存货	12604	12631	13035	13427
营业税金及附加	194	200	200	200	预付账款	11421	11354	11973	12579
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	4975	3980	4115	4245
销售费用	1843	1888	1953	1995	流动资产合计	48506	48416	51818	55223
%营业收入	2%	2%	2%	1%	长期股权投资	751	751	751	751
管理费用	1107	1147	1211	1272	投资性房地产	434	434	434	434
%营业收入	1%	1%	1%	1%	固定资产合计	4274	4283	4292	4301
研发费用	412	427	451	473	无形资产	544	544	544	544
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	48	48	48	48
财务费用	10	10	10	11	递延所得税资产	459	499	499	499
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	3431	4166	4866	5566
加：资产减值损失	-206	-300	-300	-300	资产总计	58447	59141	63252	67366
信用减值损失	-84	-100	-100	-100	短期贷款	2537	2537	2537	2537
公允价值变动收益	2	0	0	0	应付款项	8327	7885	8314	8736
投资收益	88	100	100	100	预收账款	0	0	0	0
营业利润	4419	4677	5087	5445	应付职工薪酬	322	341	359	377
%营业收入	4%	4%	4%	4%	应交税费	453	1221	1288	1354
营业外收支	32	100	100	100	其他流动负债	27990	26480	27817	29120
利润总额	4451	4777	5187	5545	流动负债合计	39629	38463	40316	42124
%营业收入	4%	4%	4%	4%	长期借款	221	221	221	221
所得税费用	808	955	1037	1109	应付债券	0	0	0	0
净利润	3643	3821	4149	4436	递延所得税负债	141	181	181	181
归属于母公司所有者的净利润	1356	1455	1639	1763	其他非流动负债	1838	1876	1876	1876
少数股东损益	2287	2367	2510	2673	负债合计	41829	40741	42594	44402
EPS（元）	1.04	1.11	1.25	1.35	归属于母公司所有者权益	8515	7931	7679	7311
现金流量表（百万元）					少数股东权益	8103	10469	12979	15652
	2025A	2026E	2027E	2028E	股东权益	16617	18400	20658	22964
经营活动现金流净额	-702	4019	4194	4481	负债及股东权益	58447	59141	63252	67366
取得投资收益收回现金	55	100	100	100	基本指标				
长期股权投资	70	0	0	0		2025A	2026E	2027E	2028E
资本性支出	-415	-610	-610	-610	每股收益	1.04	1.11	1.25	1.35
其他	-1036	19	0	0	每股经营现金流	-0.54	3.08	3.21	3.43
投资活动现金流净额	-1326	-491	-510	-510	市盈率	10.39	9.17	8.14	7.57
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.66	1.68	1.74	1.82
股权融资	6	-175	0	0	EV/EBITDA	1.78	1.63	1.16	0.75
银行贷款增加（减少）	692	0	0	0	总资产收益率	2.3%	2.5%	2.6%	2.6%
筹资成本	-1691	-1773	-1901	-2141	净资产收益率	15.9%	18.3%	21.3%	24.1%
其他	-1976	14	0	0	净利率	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%
筹资活动现金流净额	-2970	-1934	-1901	-2141	资产负债率	71.6%	68.9%	67.3%	65.9%
现金净流量（不含汇率变动影响）	-4999	1594	1783	1830	总资产周转率	2.08	2.08	2.11	2.07

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。