下载日志已记录，仅供内部参考

财通证券 CAITONG SECURITIES

一体拐点将至，两翼焕发生机

物产中大（600704）

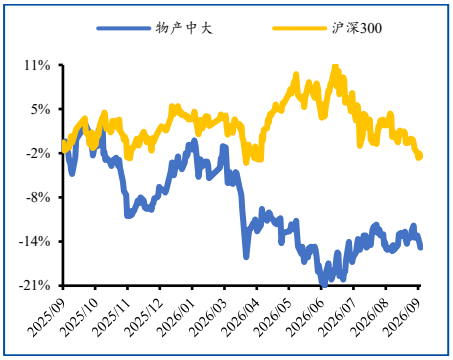
证券研究报告

物流 / 公司深度研究报告 / 2026.09.17

投资评级:买入（首次）

基本数据	2026-09-17
收盘价（元）	4.87
流通股本（亿股）	51.71
每股净资产（元）	8.11
总股本（亿股）	51.71

最近 12 月市场表现



分析师 祝玉波
SAC 证书编号：S0160525100001
zhuyb01@ctsec.com

联系人 朱明辉
zhumh@ctsec.com

相关报告

1.《整合盛泰轮胎资产，垂直产业链成果显著》 2021-05-24
2.《三大变化显著，价值有望重估》 2020-08-26
3.《19 年顺利收官，疫情影响整体可控》 2020-04-28

核心观点

- **大宗供应链行业龙头，高端制造打造新增长极：**公司推进“一体两翼”战略，智慧供应链集成服务（大宗供应链）为核心主业，2026H1 利润总额占比 47.2%；高端制造为新增长极，2026H1 利润总额占比 30.4%，助力公司穿越大宗周期。市场地位方面，我们计算得公司经营货量市占率稳步提升至 2025 年的 1.4%；线缆、镁铝新材料板块具备较强行业竞争力。盈利方面，受益于“一体两翼”战略的不断落实，公司盈利规模、盈利能力、盈利稳定性均优于同行。
- **智慧供应链集成服务：周期筑底，板块业绩或企稳回升。**公司依托“商流、物流、资金流、信息流”四流联动搭建一体化供应链模式，国内物流网点布局完善、智能化水平持续提升；同时公司依托套期保值使得期现毛利率基本稳定在 1.9%左右。行业层面，国内大宗供应链 CR5 稳步提升至 2025 年的 6.2%（货量口径），但对标日本五大商社约 13.3%的市场集中度（收入/日本批发业商业销售额口径）仍存在较大提升空间。公司业务层面，公司钢材销售单价降幅有望收窄，煤炭、化工品价格或将回暖；汽车销售业务通过关停低效网点，显著修复板块毛利率，带动整体盈利改善。
- **高端制造：贸工一体筑内生根基，并购注入新增量。**公司扎根实业，以贸易赋能制造，筑牢内生根基，同时通过并购拓展业务版图，打造第二增长曲线，对冲大宗供应链周期波动。我们认为公司制造业务多点向好，业绩有望快速增长：**①线缆制造：**马高基地预计在 2027 年底能形成 80-100 亿元年产值；**②战略有色金属材料：**公司 2026 年收购杭州聚新公司，布局战略有色金属材料，其舟山基地达产后年产值或达 100 亿元；**③镁铝新材料：**柒鑫合金原镁产能将于 2026 年末扩至 10 万吨/年；2026 年舜富精密 500 万件镁铝合金压铸结构件研发制造项目环评获批，产能有望进一步扩张；**④热电联产：**公司 2026 年并表南太湖电力公司，热电联产电厂扩容至 7 家，板块营收中枢有望上移。
- **投资建议：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 37.5 亿元、40.6 亿元、44.1 亿元，对应 PE 分别为 6.7、6.2、5.7 倍；预计公司 2026-2028 年 PB 分别为 0.5、0.5、0.4。公司 PE、PB 均处于低位，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**大宗商品价格波动；下游需求不及预期；新业务发展不及预期等。

盈利预测

币种（人民币）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	599,520	596,463	606,060	620,106	639,479
收入增长率（%）	3.3	-0.5	1.6	2.3	3.1
归母净利润（百万元）	3,079	3,623	3,746	4,055	4,407
净利润增长率（%）	-14.9	17.7	3.4	8.3	8.7
EPS（元）	0.58	0.69	0.72	0.78	0.85
PE	8.7	8.1	6.7	6.2	5.7
ROE（%）	7.3	8.3	7.4	7.4	7.3
PB	0.6	0.7	0.5	0.5	0.4

数据来源：Wind，财通证券研究所（以 2026 年 09 月 17 日收盘价计算）

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1 大宗供应链行业龙头，高端制造打造新增长极 7
1.1 业务：立足“一体两翼”，打造“贸工一体化”产业体系 7
1.2 市场地位：大宗供应链贸易龙头，高端制造业务行业领先 10
1.2.1 智慧供应链集成服务：稳居行业龙头，市占率稳步提升 10
1.2.2 高端制造业务：具备行业影响力，地位稳步提升 10
1.3 金融服务-科创投资：布局战略新兴产业，做新质生产力的“探路者” 12
1.4 盈利能力：归母净利率领先，业绩稳定性较强 13
1.5 股东回报：分红承诺锁定分红率，股息率具备吸引力 15
2 智慧供应链集成：周期筑底，板块业绩或企稳回升 17
2.1 商业模式：“四流”联动供应链集成服务商，迈向产业生态组织者 17
2.2 竞争格局：行业正向头部集中，市场集中度仍具较大提升空间 19
2.3 智慧供应链集成服务：周期筑底，静待修复 21
2.3.1 金属材料：钢材贸易为主，销售均价降幅有望收窄 21
2.3.2 煤炭：2026 年 1-8 月动力煤及焦煤价格同比提升，公司煤炭单价有望改善 22
2.3.3 化工品：2026 年 1-8 月化工品价格改善，公司化工品销售单价有望回升 23
2.3.4 整车及后服务：毛利率回升，贡献供应链业务较高毛利占比 24
3 高端制造：贸工一体筑内生根基，并购注入新增量 27
3.1 高端制造：“内生增长+外延并购”双轮驱动助发展 27
3.2 线缆业务：公司产能逐步释放，下游电力基础设施投资提振需求 30
3.2.1 经营情况：2022-2025 年板块收入与利润总额持续增长 30
3.2.2 需求端：“十五五”电力基础设施投资或增加，或提振电线电缆需求 31
3.2.3 公司供给：新基地投产在即，或贡献业绩新增量 32
3.3 镁铝新材料：布局中上游，打造“完镁”产业链 32
3.3.1 上游：柒鑫合金：中国镁锭生产头部企业 33
3.3.2 中游：舜富精密：铝合金压铸“小巨人”，向镁合金压铸延伸 33
3.4 战略有色金属材料：并购切入，再扩版图 36
3.5 热电联产：收入稳定，南太湖电力并表或抬高中枢及提升盈利性 37
4 投资建议与盈利预测 39
4.1 股价复盘 39
4.2 盈利预测 39
4.3 估值对比与投资建议 41

下载日志已记录，仅供内部参考

4.3.1 纵向对比：PE、PB 处于低位 41
4.3.2 横向对比：PE 明显低于可比公司 41
5 附录 42
5.1 发展历程：三十余载光阴铸就中国供应链龙头 42
5.2 股权结构：浙江省属国资核心上市平台，国资控制力稳固 42
5.3 热电联产业务量价 43
5.3.1 量：供热业务具有区域垄断性，受热电厂周边需求影响 43
5.3.2 价：主要产品蒸汽、压缩空气定价参考煤炭成本 44
6 风险提示 45

图表目录

图 1：公司立足“一体两翼”， 形成物产中大现代化产业体系 7
图 2：公司高端制造收入以线缆制造为主，智慧供应链集成收入以金属材料为主 7
图 3：高端制造业务为公司第二大利润总额来源 9
图 4：“两翼”业务的利润总额占比持续提升 9
图 5：高端制造利润率明显高于智慧供应链集成业务，金融服务利润率提升 10
图 6：公司货量规模处于行业前列，2025 年供应链业务市占率约 1.4% 10
图 7：中国电线电缆格局较为分散，2025 年公司市占率预计为 0.8% 11
图 8：以国家统计局数据计，2024 年公司轮胎产量市占率为 1.4% 11
图 9：2025 年，柒鑫公司镁锭产量或占中国的 7.7% 12
图 10：2026H1 物产中大投资公司净利润大幅增长 13
图 11：物产中大投资公司净利润占比逐步回升 13
图 12：2021-2026H1 公司整体毛利率及费用率情况 13
图 13：2025 年公司归母净利润规模、盈利能力迎来拐点 14
图 14：公司近三年归母净利润率处于较高水平 14
图 15：公司 2025 年的 ROE 表现位于头部公司前列 15
图 16：和其他头部供应链企业相比，公司近年归母净利润位于前列且更稳定 15
图 17：公司历史分红率保持稳定 16
图 18：公司股息率处于较高水平 16
图 19：公司智慧供应链集成服务商业模式 18
图 20：公司已形成覆盖全国的网络化生态运营格局 18
图 21：公司通过套期保值保持智慧供应链集成业务的期现毛利率基本稳定 19
图 22：以货量口径计，2025 年中国大宗供应链行业 CR5 上升至 6.2% 19

下载日志已记录，仅供内部参考

图 23：相较于日本商社，中国大宗供应链企业市场集中度仍有较大提升空间 20
图 24：相较于国际巨头，中国大宗供应链企业收入体量仍有较大提升空间 21
图 25：2022-2026Q1 年公司钢材贸易以量驱动 22
图 26：钢材销售均价 YoY 与 CCPI 钢铁类年均值 YoY 走势基本一致 22
图 27：2023-2025 年公司煤炭贸易量增价减 22
图 28：2025 年受单价大幅下降影响，收入降低 17.6% 22
图 29：2026 年 1-8 月，动力煤/焦煤平均价格分别增长 3.8%/24.2% 23
图 30：2021-2026Q1 年化工销售单价波动上行 24
图 31：2026Q1 化工销售收入小幅减少 1.5% 24
图 32：公司化工销售均价 YoY 的变动趋势基本与化工品价格指数 CCPI 均值 YoY 一致 24
图 33：2026 年 1-8 月，化工品价格指数同比明显增长 24
图 34：2021-2025 年公司汽车销量整体保持增长趋势 25
图 35：公司汽车销售量在浙江省市占率情况 25
图 36：公司削减网点提质增效效果明显，2025 年单网点汽车销量同比增长 30.9% 25
图 37：公司汽车维修数量有所下滑 26
图 38：2025 年公司二手车销售量明显反弹 26
图 39：整车及后服务收入占供应链比重保持提升态势 26
图 40：2025 年随着毛利率提升，毛利占供应链比达 32% 26
图 41：高端制造板块中线缆制造业务毛利占比较高 28
图 42：高端制造板块中线缆制造业务利润总额占比较高 28
图 43：高端制造业务在公司总毛利中的占比持续提高 28
图 44：高端制造板块各细分业务占公司利润总额比例 28
图 45：公司持续加大研发投入以构筑高端制造竞争优势 28
图 46：公司已形成贸易赋能制造的“贸工一体化”产业体系 29
图 47：公司通过外延并购拓展业务或强化已有业务优势 30
图 48：近年线缆制造业务快速增长 30
图 49：线缆制造业务利润总额占比较高 30
图 50：公司线缆制造业务合作客户 31
图 51：2024-2030E 电线电缆市场规模或稳健增长 32
图 52：公司打造“完镁”产业链 33
图 53：2023-2026H1 柒鑫合金利润总额持续增长 33
图 54：2023-2026H1 柒鑫合金利润率情况 33
图 55：2026H1，舜富精密收入同比增长 53% 34

下载日志已记录，仅供内部参考

图 56：舜富精密盈利能力受原材料价格等影响回落 34
图 57：公司控股陕西聚泰及浙江聚泰的股权结构图 36
图 58：公司热电联产业务模式 37
图 59：公司热电联产业务收入基本稳定，毛利整体增加 38
图 60：2022-2025 年热电联产毛利率持续提升 38
图 61：2022-2024 年南太湖电力收入中枢约 5.4 亿元 38
图 62：南太湖电力并表或提升热电联产盈利性 38
图 63：公司股价主要受大宗周期影响，当前大宗周期或已筑底且“一体两翼”助力公司多元增长 39
图 64：公司近十年 PE Bands 41
图 65：公司近十年 PB Bands 41
图 66：公司发展历程 42
图 67：公司股权结构（截至 2026 年 6 月 30 日） 43
图 68：2021-2026H1 公司蒸汽销量情况 43
图 69：2021-2026H1 公司压缩空气销量情况 43
图 70：2021-2026H1 公司电力销量情况 44
图 71：2021-2026H1 公司污泥处置量情况 44
图 72：2021-2025 年公司蒸汽单价 44
图 73：2021-2025 年公司压缩空气单价 44
图 74：2021-2025 年公司电力单价 44
图 75：2021-2025 年公司污泥处置单价 44

表 1：近年高端制造业务收入高速增长 8
表 2：智慧供应链集成、高端制造、金融服务分别贡献公司 47.15%、30.45%、22.41%的利润总额 8
表 3：2021-2026H1 高端制造业务利润总额始终保持增长，平抑周期波动 9
表 4：公司科创投资的部分企业情况 12
表 5：公司钢材销售单价降幅有望收窄，煤炭贸易及化工品销售单价有望回暖 17
表 6：2025 年公司单网点效率提升，二手车交易量反弹，汽车销售毛利率回升 17
表 7：前五大大宗供应链企业货品结构 20
表 8：公司金属材料收入拆分 21
表 9：公司化工贸易量拆分 23
表 10：公司关闭低效益网点，2025 年网点总数下降明显 25
表 11：公司高端制造业务的业绩催化因素梳理 27
表 12：国家电网、南方电网对电力基础设施投资额预计将显著增加 31

下载日志已记录，仅供内部参考

表 13：元通线缆主要依托钱江基地、德清基地、马高基地生产电线电缆 32
表 14：2025 年舜富精密前五大客户 34
表 15：2025-2030 年中国乘用车铝合金市场规模或持续增加 34
表 16：舜富精密已建成项目产能情况 35
表 17：公司聚泰舟山基地的规划情况 36
表 18：公司热电联产主要产品种类及情况 37
表 19：盈利预测表 40
表 20：可比公司估值表 42

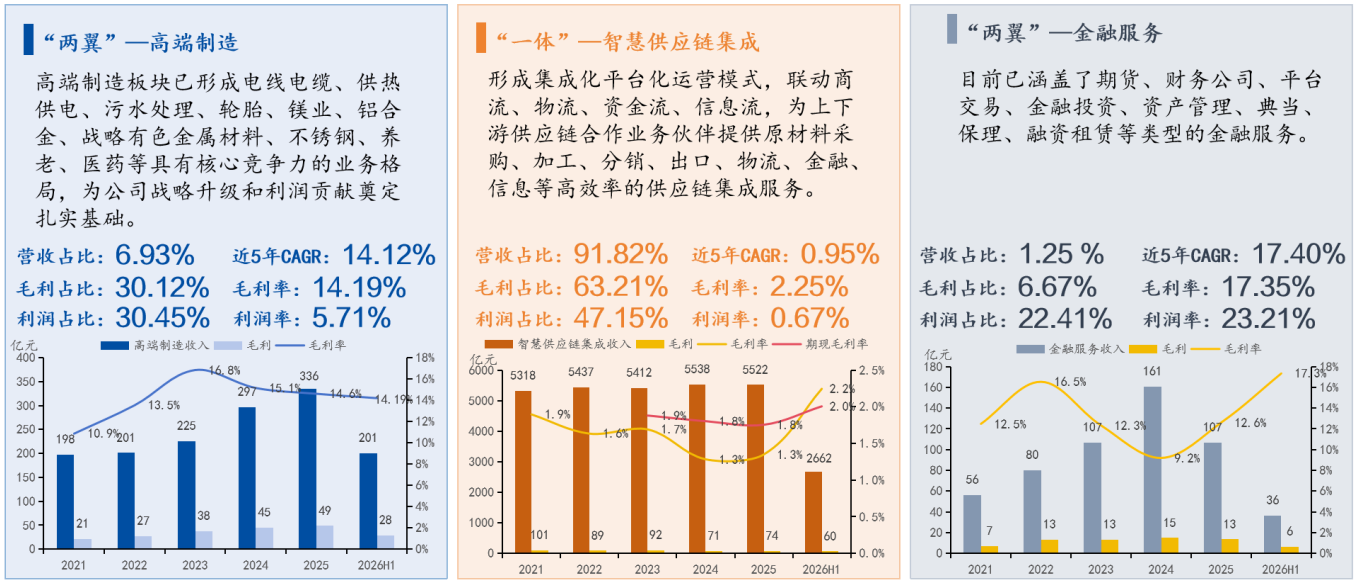
下载日志已记录，仅供内部参考

1 大宗供应链行业龙头，高端制造打造新增长极

1.1 业务：立足“一体两翼”，打造“贸工一体化”产业体系

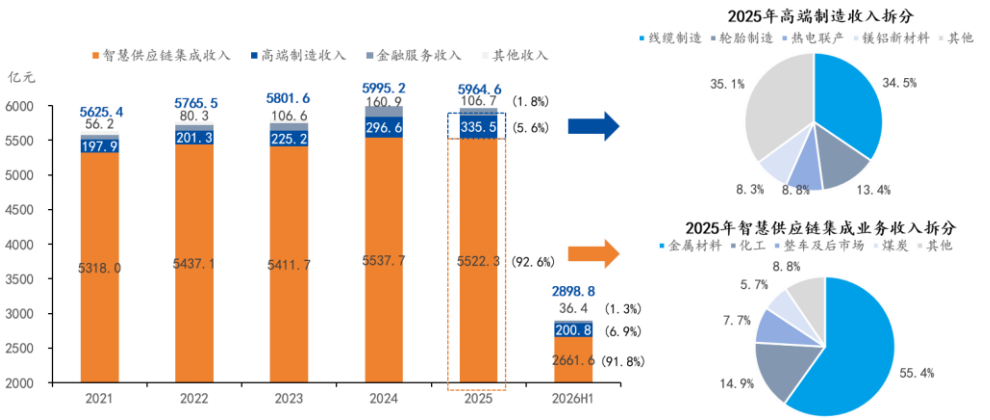
物产中大形成以大宗商品供应链业务（财报名称为“智慧供应链集成服务”，下文称“智慧供应链集成服务”）为主体、以高端制造与金融服务为两翼的“一体两翼”发展战略。①智慧供应链集成服务：为公司主营业务板块，2026H1 收入占比 91.82%、毛利占比 63.21%、利润总额占比 47.15%，毛利率 2.25%、利润率 0.67%；涵盖金属、煤炭、化工、汽车等主营品种，均位列全国经销商前列；**②高端制造板块：**为公司的第二增长曲线，2026H1 收入占比 6.93%、毛利占比 30.12%、利润总额占比 30.45%，毛利率 14.19%、利润率 5.71%；涵盖线缆制造、战略有色金属材料、热电联产、轮胎制造、不锈钢制造、镁铝新材料、医药等细分业务。**③金融服务板块：**公司已形成包含融资租赁、期货、财务公司等的综合金融服务平台架构，2026H1 收入占比 1.25%、毛利占比 6.67%、利润总额占比 22.41%，毛利率 17.35%、利润率 23.21%。

图1: 公司立足“一体两翼”， 形成物产中大现代化产业体系



数据来源：公司公告，财通证券研究所；注：近五年 CAGR 指 2021-2025 年业务收入 CAGR；其他数据为 2026H1 年数据；利润占比指利润总额占比

图2: 公司高端制造收入以线缆制造为主，智慧供应链集成收入以金属材料为主



数据来源：公司公告，财通证券研究所；注：括号内为占比；2026H1 未披露供应链业务细分板块收入；深蓝色字体为当期总营收

下载日志已记录，仅供内部参考

表1：近年高端制造业务收入高速增长

收入增速	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
总增速	39.3%	2.5%	0.6%	3.3%	-0.5%	0.5%
智慧供应链集成	39.7%	2.2%	-0.5%	2.3%	-0.3%	0.2%
高端制造	81.9%	1.7%	11.9%	31.7%	13.1%	24.9%
金融服务	-27.9%	42.8%	32.8%	50.9%	-33.6%	-46.9%
其他	15.3%	-12.1%	24.0%	-100.0%	-	-

收入增速贡献	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
总增速	39.3%	2.5%	0.6%	3.3%	-0.5%	0.5%
智慧供应链集成	37.4%	2.1%	-0.4%	2.2%	-0.3%	0.2%
高端制造	2.2%	0.1%	0.4%	1.2%	0.6%	1.4%
金融服务	-0.5%	0.4%	0.5%	0.9%	-0.9%	-1.1%
其他	0.2%	-0.1%	0.2%	-1.0%	-	-

数据来源：iFinD，财通证券研究所；注：我们认为 2025 年金融服务业务收入明显下滑主要因为物产中大期货营业收入改用净额法核算，从 2024 年的 32.3 亿元下降至 2025 年的 1.65 亿元；且物产中大融租收入明显下滑。2026H1，金融服务收入明显下滑的主要原因是 2025H1 物产中大期货会计口径尚未变更，产生高基数 16.2 亿元。

2026H1，公司智慧供应链集成服务实现利润总额 17.76 亿元，占比 47.15%，仍为利润压舱石；**高端制造业务合计贡献利润总额约 11.47 亿元，占比 30.45%**，其中：电线电缆业务利润总额 3.02 亿元，占比 8.02%；热电联产业务利润总额 3.41 亿元，占比 9.05%；战略有色金属材料业务利润总额 0.75 亿元，占比 1.99%；镁铝新材料利润总额 0.62 亿元，占比 1.65%；轮胎制造业务利润总额 0.43 亿元，占比 1.14%。金融服务实现利润总额 8.44 亿元，占比 22.41%。整体看，“一体两翼”战略成效持续兑现，业务结构更趋均衡。

表2：智慧供应链集成、高端制造、金融服务分别贡献公司 47.15%、30.45%、22.41%的利润总额

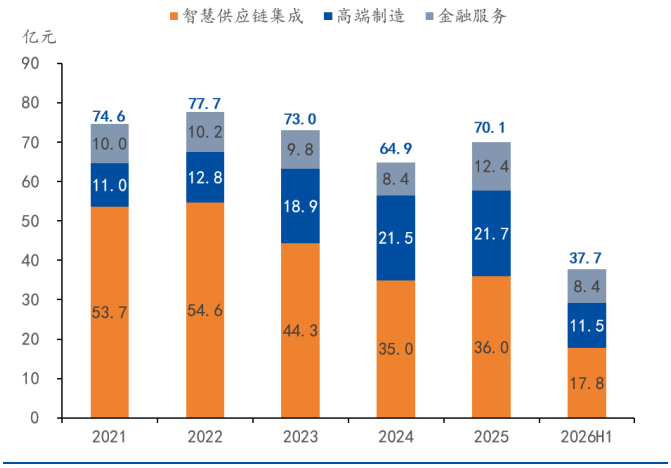
业务大类	业务细项	主要子公司	2026H1 业务毛利润（亿元）	业务毛利润占比	2026H1 利润总额（亿元）	业务利润总额占比
智慧供应链集成	钢材贸易	物产中大金属	59.78	63.21%	17.76	47.15%
	汽车贸易	物产中大元通汽车				
	煤炭贸易	物产环能				
	化工贸易	物产中大化工				
	其他贸易	-				
高端制造	热电联产	物产环能	28.49	30.12%	3.41	9.05%
	电线电缆	物产中大元通线缆			3.02	8.02%
	战略金属材料	杭州聚新			0.75	1.99%
	镁铝新材料	柒鑫公司、舜富精密			0.62	1.65%
	轮胎制造	雄鹰轮胎			0.43	1.14%
	其他	物产中大实业、物产中大健康等			3.24	8.60%
金融服务	产业投资	物产中大投资	6.31	6.67%	8.44	22.41%
	期货服务	物产中大期货				
	其他	物产中大财务、物产中大融租等				

数据来源：公司公告，公司官网，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

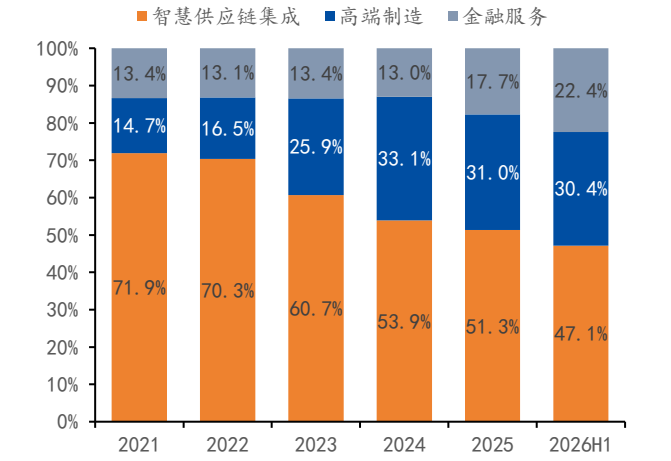
从变动趋势看，“两翼”业务利润总额占比持续提升。公司盈利结构持续优化，高端制造与金融服务“两翼”利润占比稳步提升，盈利抗周期能力增强。2021-2025年，公司利润总额由74.6亿元波动变化至70.1亿元，但**高端制造利润总额在此期间始终保持增长，从11.0亿元增长至21.7亿元**；2026H1，公司实现利润总额37.7亿元，同比增加0.8%，其中高端制造业务实现利润总额11.47亿元，同比增加14.3%。2021-2026H1，智慧供应链集成仍为核心利润支柱，但占比由71.9%降低24.8 pct至47.1%，高端制造利润规模占比由14.7%提升15.7pct至2026H1的30.4%；金融服务利润占比由13.4%提升9.0 pct至22.4%。截至2026H1，“两翼”合计贡献52.9%利润总额，较2021年提升24.8 pct。

图3: 高端制造业务为公司第二大利润总额来源



数据来源：公司公告，iFinD，财通证券研究所

图4: “两翼”业务的利润总额占比持续提升



数据来源：公司公告，iFinD，财通证券研究所

表3: 2021-2026H1 高端制造业务利润总额始终保持增长，平抑周期波动

利润增速	2022	2023	2024	2025	2026H1
总增速	4.1%	-6.0%	-11.1%	8.0%	0.8%
智慧供应链集成	1.8%	-18.9%	-21.0%	2.8%	-
高端制造	16.8%	47.6%	13.3%	1.3%	14.4%
金融服务	2.1%	-4.1%	-13.7%	46.8%	-

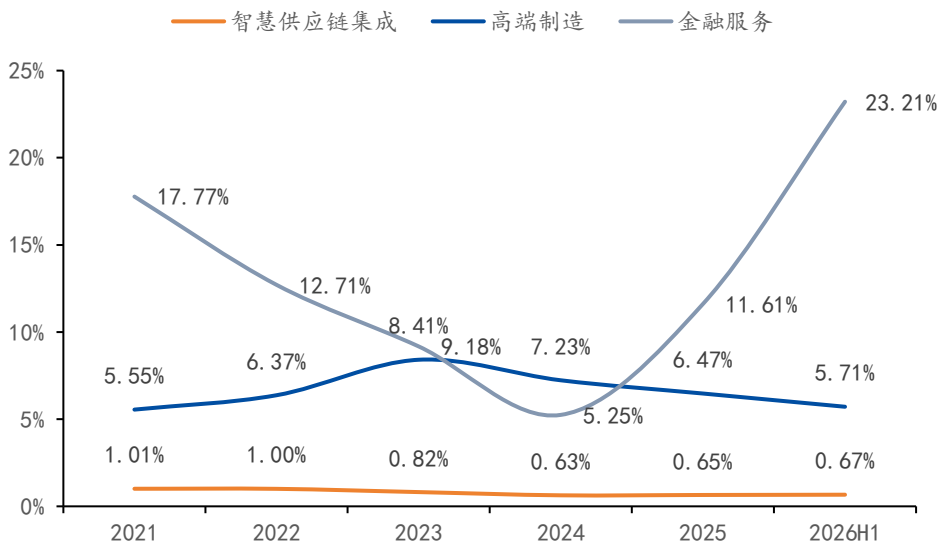
利润增速贡献	2022	2023	2024	2025	2026H1
总增速	4.1%	-6.0%	-11.1%	8.0%	0.8%
智慧供应链集成	1.3%	-13.3%	-12.7%	1.5%	-
高端制造	2.5%	7.9%	3.4%	0.4%	3.9%
金融服务	0.3%	-0.5%	-1.8%	6.1%	-

数据来源：公司公告，iFinD，财通证券研究所；注：2025年金融服务利润总额明显增长系信泰保险33%股权在2025年贡献权益法投资收益约7.54亿元

高端制造盈利能力与稳定性兼备，金融服务盈利能力提升。智慧供应链集成受商业模式制约，利润率（业务利润总额/业务营业收入）长期处于低位，2021-2026H1维持在0.6%-1.0%区间。高端制造业务盈利水平显著高于供应链主业，2021-2023年利润率从5.55%持续攀升至9.18%的阶段性高点，后续虽略有回落，但2026H1仍保持5.71%的利润率水平；金融服务板块利润率最高，在2026H1攀升至23.21%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图5: 高端制造利润率明显高于智慧供应链集成业务，金融服务利润率提升



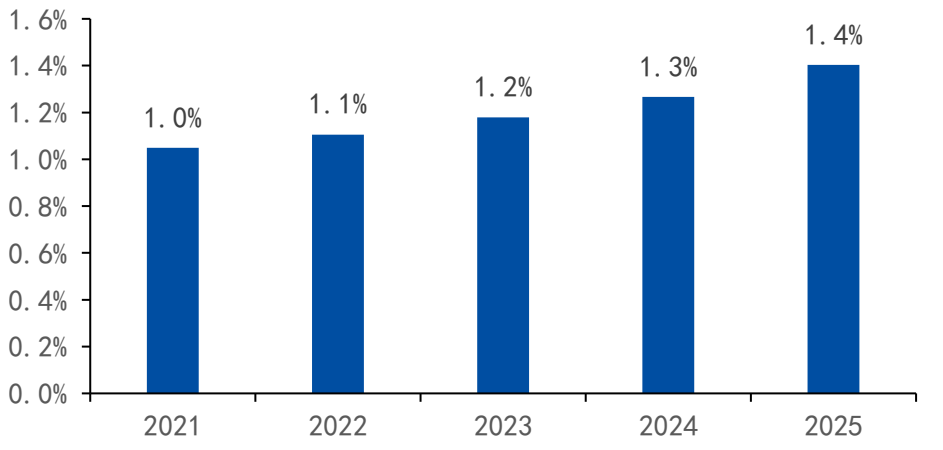
数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.2 市场地位：大宗供应链贸易龙头，高端制造业务行业领先

1.2.1 智慧供应链集成服务：稳居行业龙头，市占率稳步提升

公司作为大宗供应链行业龙头，货量规模长期稳居行业第一梯队，龙头地位稳固：2021-2025 年，公司货量从 1.66 亿吨稳步增加至 2.33 亿吨，CAGR 为 8.9%，对应智慧供应链集成业务市占率从 1.0%增长至 1.4%，2025 年位列行业第二，规模优势凸显；公司在行业集中度提升的趋势中充分发挥龙头引领作用，行业影响力不断强化。

图6: 公司货量规模处于行业前列，2025 年供应链业务市占率约 1.4%



数据来源：各公司公告，财通证券研究所；注：市占率基于货量口径计算

1.2.2 高端制造业务：具备行业影响力，地位稳步提升

1）线缆制造业务：

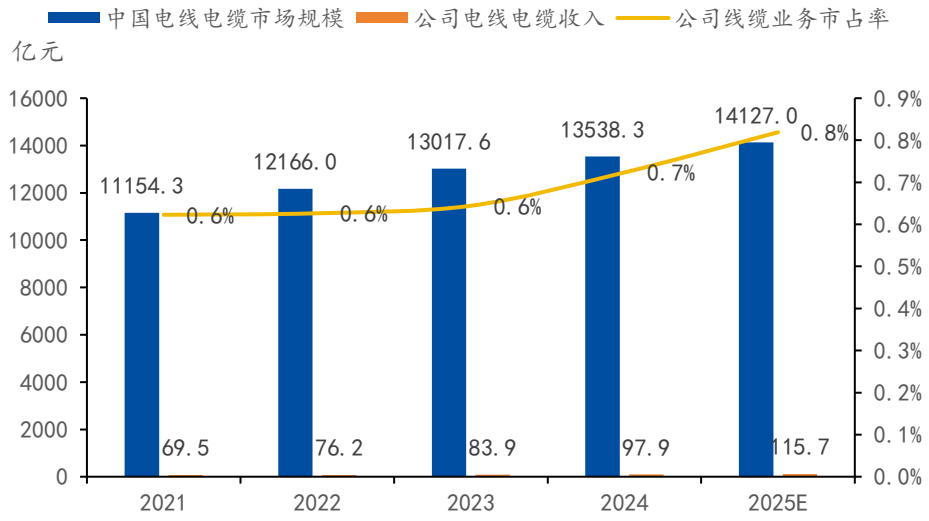
中国电线电缆行业稳步扩容，行业竞争格局较为分散。根据格物致胜 Wintelligence 公众号，电线电缆市场规模由 2021 年的 11154.3 亿元持续增长至 2025 年的 14127.0

下载日志已记录，仅供内部参考

亿元（2025 年为预测值），行业总量稳健扩张。根据公司 2026 年半年报，中国规模以上电线电缆企业（年产值 2000 万元以上）有 4500 余家，行业竞争格局分散。

公司线缆制造业务市场份额持续提升，头部地位持续巩固。公司线缆制造业务收入从 2021 年的 69.5 亿元提升至 2025 年的 115.7 亿元， CAGR 为 13.6%，对应市场份额从 2021 年的 0.6%提升至 2025 年的 0.8%。（根据格物致胜 Wintelligence 公众号，公司的控股子公司元通线缆 2024 年的收入规模位于行业第 16 位）

图7: 中国电线电缆格局较为分散，2025 年公司市占率预计为 0.8%

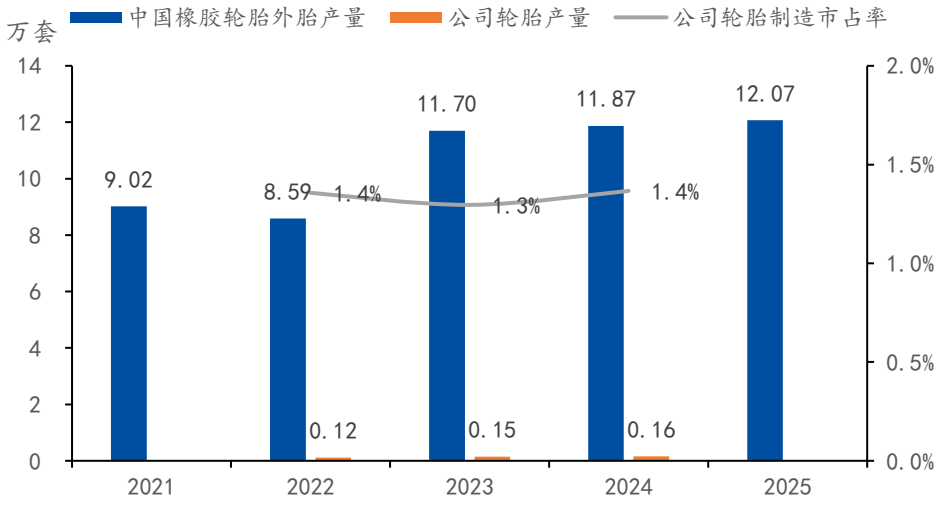


数据来源：公司公告，格物致胜 Wintelligence 公众号，财通证券研究所

2）轮胎制造：

根据国家统计局口径车胎产量计，公司 2024 年轮胎制造市占率约为 1.4%。不过，国家统计局的数据包含了自行车胎、摩托车胎，而公司控股子公司雄鹰轮胎主要生产卡车车胎、客车车胎、乘用车胎、特种轮胎，**因此在其所在领域内的市占率或明显大于 1.4%。**根据《中国橡胶》杂志社发布的 2025 年度中国轮胎企业排行榜，**雄鹰轮胎 2024 年以 46.74 亿元的收入位列中国轮胎企业第 21 位。**

图8: 以国家统计局数据计，2024 年公司轮胎产量市占率为 1.4%



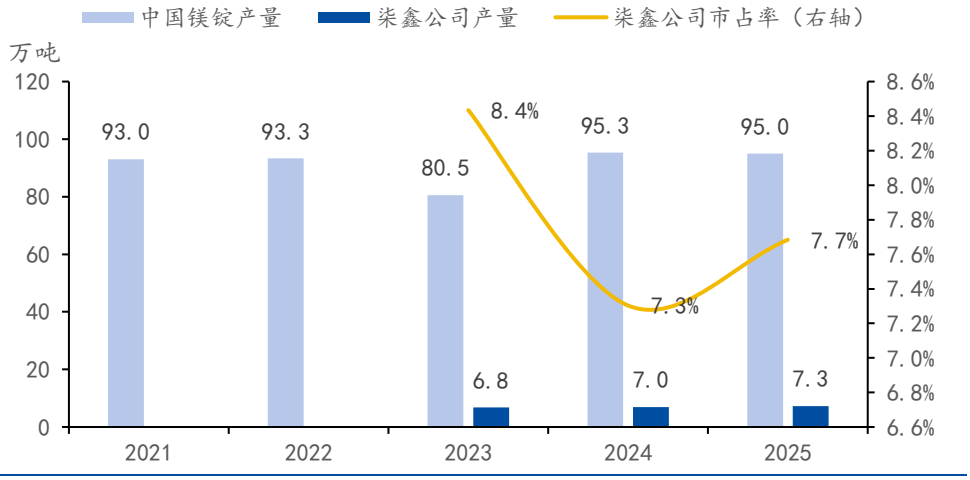
数据来源：公司公告，iFinD，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3）镁铝新材料业务：

①镁锭生产：国内镁锭供给格局中，柒鑫公司为核心生产主体之一，2025 年公司原镁产能达 7.3 万吨，约占全国总产量的 7.7%。根据公司计划，2026 年柒鑫公司或将把原镁产能提升至 10 万吨/年，进一步巩固其市场主导地位。

图9: 2025 年，柒鑫公司镁锭产量或占中国的 7.7%



数据来源：公司公告，iFinD，财通证券研究所；注：2025 年柒鑫公司数据为产能

②镁、铝压铸：主要主体舜富精密公司连续三届荣获中国铸造协会评定的“中国压铸件生产企业综合实力 50 强”（2019 年、2021 年及 2023 年），位于中国压铸行业前列。

1.3 金融服务-科创投资：布局战略新兴产业，做新质生产力的“探路者”

公司以物产中大投资公司作为战略投资的主体，发挥股权投资的前瞻性作用，累计投资布局新质生产力企业 50 余家，其中国家级专精特新“小巨人”企业近 30 家，直接或间接投资具身智能机器人、高端 PCB 材料、航天航空重要部件、存储芯片及模组、第四代半导体氧化镓及先进制程半导体设备等前沿赛道优势企业。

表4: 公司科创投资的部分企业情况

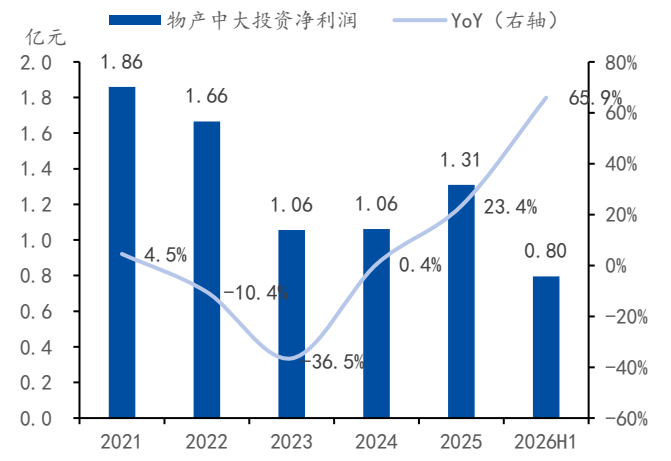
被投企业	所处赛道	企业基本情况
云深处	具身智能机器人	云深处是专注于四足机器人、人形机器人及核心零部件的研发、生产、销售和服务的国家级高新技术企业。2025 年，公司在四足机器人领域的市场排名全球第二。
锦艺新材	AI 算力产业链	锦艺新材是专注于高端无机非金属粉体材料的研发、生产和销售的国家级专精特新“小巨人”企业。2023-2025 年期间，公司在全球高等级高速覆铜板用球形硅微粉领域市场占有率超过 40%，位列全球第一。
智创联合	商业航天	智创联合以热成型、超塑成型和扩散连接为核心技术平台的先进制造公司，目前公司的该项技术已广泛应用于液体火箭的发动机、航空发动机、微通道高效换热器等多种产品。
星辰空间		星辰空间完全自主研发的产品覆盖了霍尔推进、离子推进、化学推进和冷气推进等。
滴水微光	EUV 光刻系统	滴水微光深耕先进制程半导体材料与工艺研发赛道，主要经营基础计量检测、科学实验技术服务、半导体新型材料研发整体解决方案等业务，赋能半导体产业上游研发环节。
富加镓业	第四代半导体材料	富加镓业是杭州光学精密机械研究所旗下首家"硬科技"企业，专注于超宽禁带半导体氧化镓材料的产业化，在国际上首次成功制备出 12 英寸氧化镓单晶，成为全球首家掌握该技术的企业。
卓翼智能	低空经济	卓翼智能是国内低空经济领域的领跑者，面向复杂作业环境拥有强大的自主创新能力，并在空中具身智能、集群智能等前沿技术方向持续突破，拓宽低空产业应用边界。

数据来源：物产中大投资公众号，公司公告，云深处官网，云深处招股说明书，锦艺新材招股说明书，工作在临港公众号，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

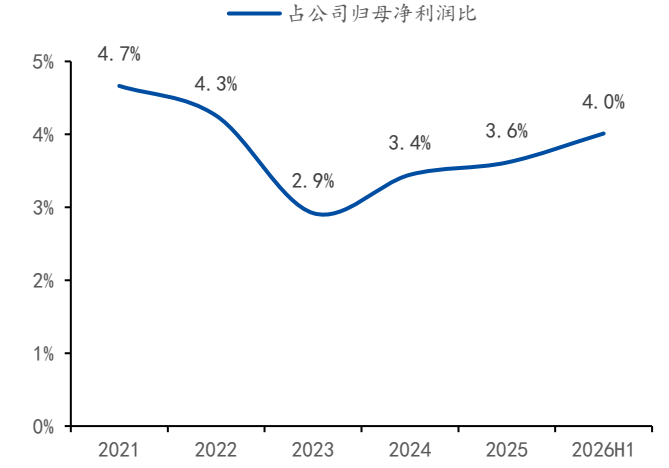
随着公司“长期资本、耐心资本、战略资本”投资理念逐步落地，科创投资项目储备持续丰富，2024-2026H1 投资板块业绩迎来修复，2025 年物产中大投资公司实现净利润 1.31 亿元，同比增长 23.4%，占公司同期归母净利润的 3.6%；2026H1 物产中大投资公司实现净利润 0.80 亿元，同比增长 65.9%，占公司同期归母净利润的 4.0%。

图10: 2026H1 物产中大投资公司净利润大幅增长



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图11: 物产中大投资公司净利润占比逐步回升

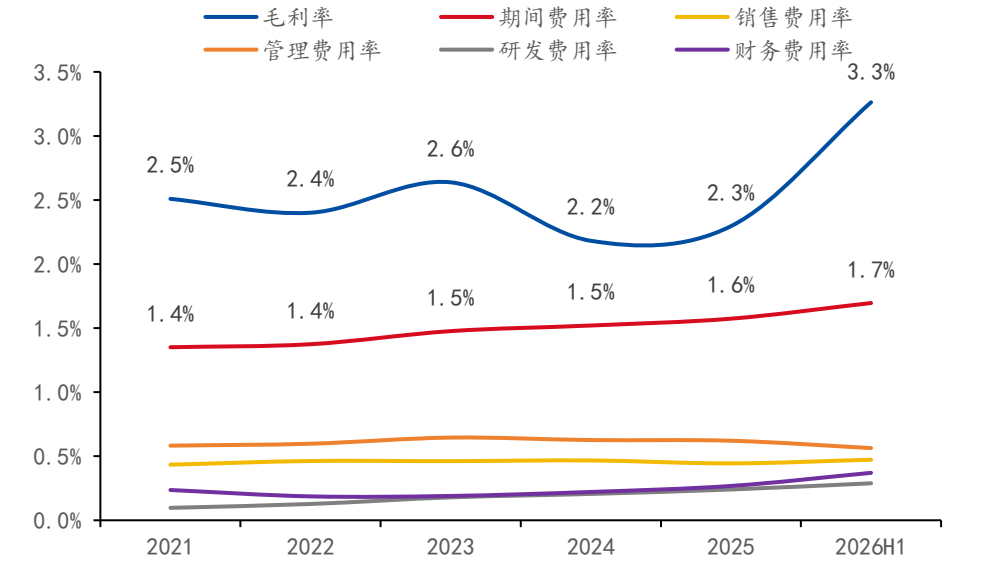


数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.4 盈利能力：归母净利率领先，业绩稳定性较强

2021-2025 年公司整体毛利率区间位于 2.2%-2.6%；2026H1 整体毛利率明显提升主要因为供应链现货市场表现较好，考虑套保损益后的整体毛利率亦有所提升；期间费用率从 2021 年的 1.4%增加至 2026H1 的 1.7%，主要原因是研发费用率在高端制造研发力度增加的情况下从 2021 年的 0.10%增加至 2026H1 的 0.29%。

图12: 2021-2026H1 公司整体毛利率及费用率情况

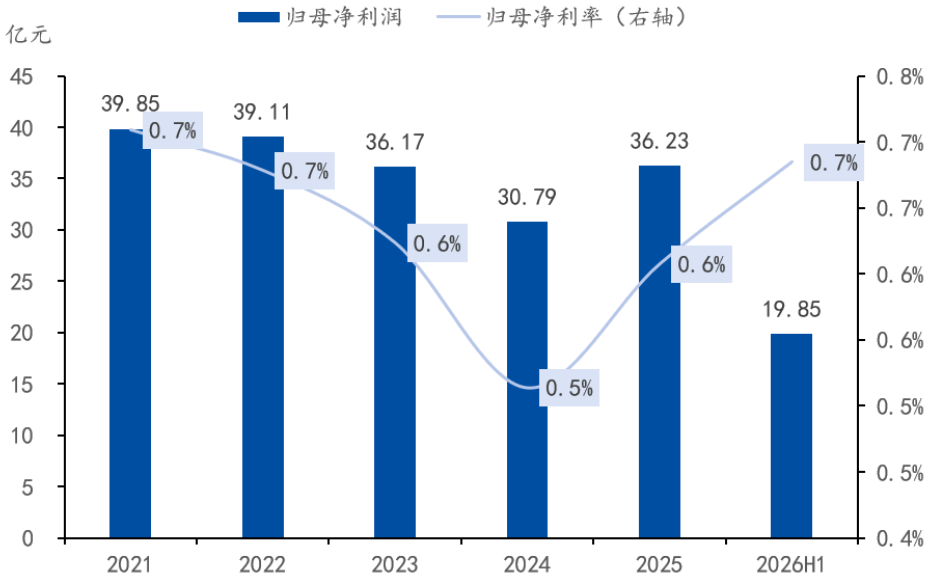


数据来源：公司公告，iFinD，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2021-2024 年公司归母净利润承压，从 2021 年 39.85 亿元减少至 2024 年 30.79 亿元，归母净利率同步由 0.7%下滑至 0.5%，**我们认为主要系大宗商品价格整体下行、传统钢材贸易承压从而挤压盈利空间。**2025 年公司归母净利润回升至 36.23 亿元，同比大幅增长 17.7%，归母净利率修复至 0.6%；2026H1 归母净利率进一步修复至 0.7%。**未来，我们认为随着大宗周期触底回升，叠加高利润率的高端制造业务利润占比提升，公司有望迎来盈利规模与盈利能力同步修复。**

图13: 2025 年公司归母净利润规模、盈利能力迎来拐点

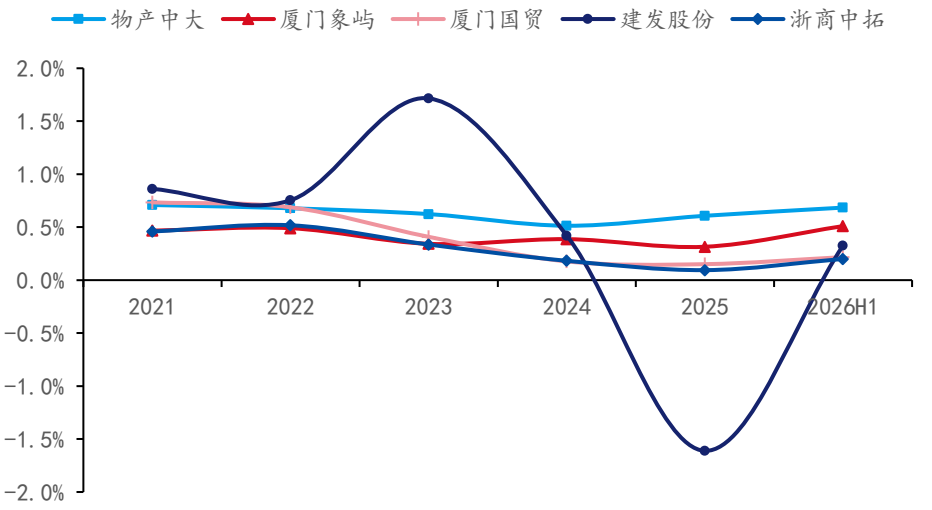


	2022	2023	2024	2025	2026H1
归母净利润YoY	-1.9%	-7.5%	-14.9%	17.7%	-2.7%

数据来源：公司公告，iFinD，财通证券研究所

2021-2026H1 公司凭借“一体两翼”业务布局平滑周期冲击，归母净利率常年稳居于行业前列，盈利韧性领先同行。

图14: 公司近三年归母净利润率处于较高水平

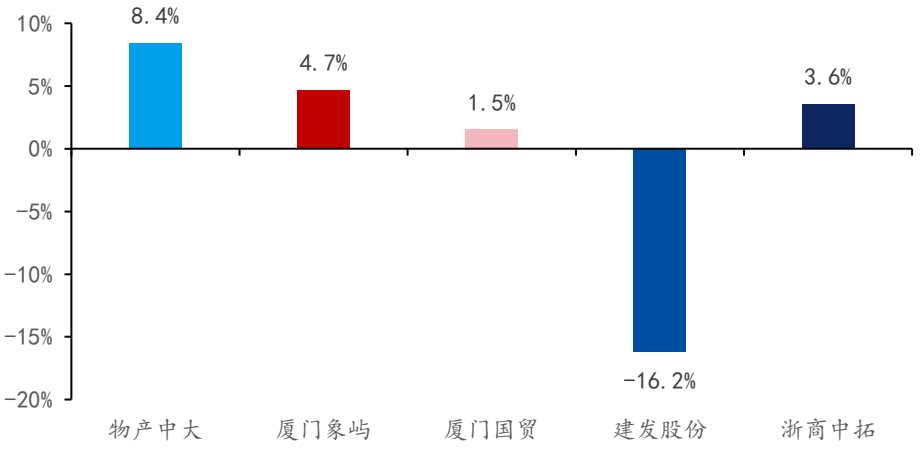


数据来源：iFinD，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

由于大宗供应链企业主要以全额法确认收入和成本，行业整体利润率较低，但 ROE 表现较优，公司 ROE 处于行业前列。

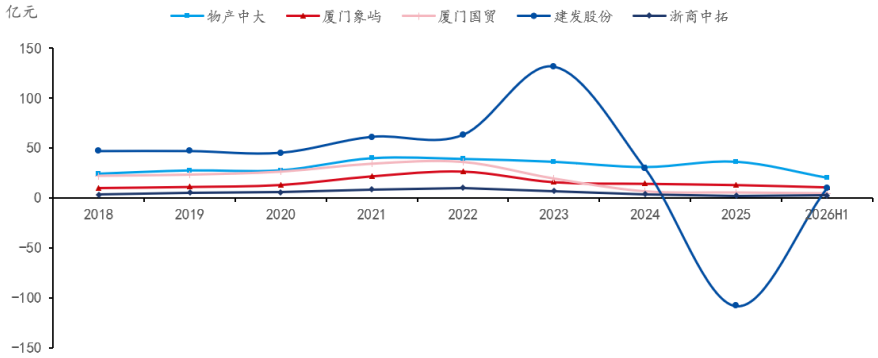
图15: 公司 2025 年的 ROE 表现位于头部公司前列



数据来源：iFinD，财通证券研究所

对比同业归母净利润增速标准差，公司归母净利润波动在头部企业中最低，盈利稳定性更强。

图16: 和其他头部供应链企业相比，公司近年归母净利润位于前列且更稳定



YoY	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1	YoY标准差
物产中大	**14.0%**	**0.4%**	**45.1%**	**-1.9%**	**-7.5%**	**-14.9%**	**17.7%**	**-2.7%**	**19.0%**
厦门象屿	10.8%	17.5%	66.2%	22.1%	-40.3%	-9.9%	-8.9%	3.3%	30.8%
厦门国贸	5.4%	13.1%	30.6%	5.2%	-46.6%	-67.3%	-18.6%	-18.5%	32.5%
建发股份	0.1%	-3.7%	35.4%	3.0%	108.6%	-77.5%	-467.1%	17.6%	177.0%
浙商中拓	75.3%	3.5%	47.6%	22.4%	-31.9%	-46.0%	-39.6%	21.9%	43.5%

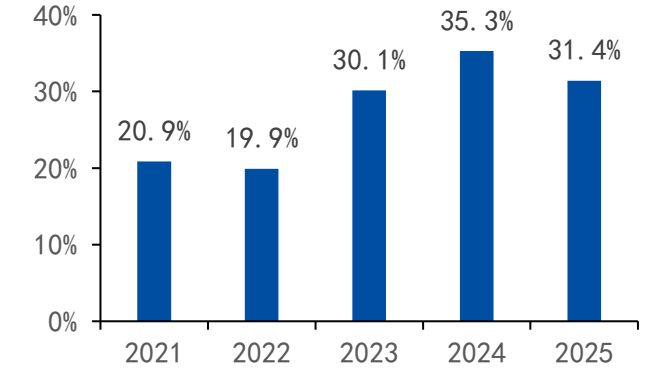
数据来源：iFinD，财通证券研究所

1.5 股东回报：分红承诺锁定分红率，股息率具备吸引力

公司注重股东回报，股息率具备吸引力。2023-2025 年，公司年度分红率都处于30%以上，股息率基本处于 4%左右水平（参考每个年度最后一个交易日股价）。2026 年 4 月 28 日，公司发布《关于未来三年（2026-2028 年度）现金分红回报规划的公告》，指出 2026—2028 年度公司每年度拟分配的现金分红总额不低于归属于上市公司股东净利润的 35%。假设 2026 年公司分红率为 35%，参考 2026E 公司归母净利润及 2026 年 9 月 17 日股价，公司股息率为 5.2%。

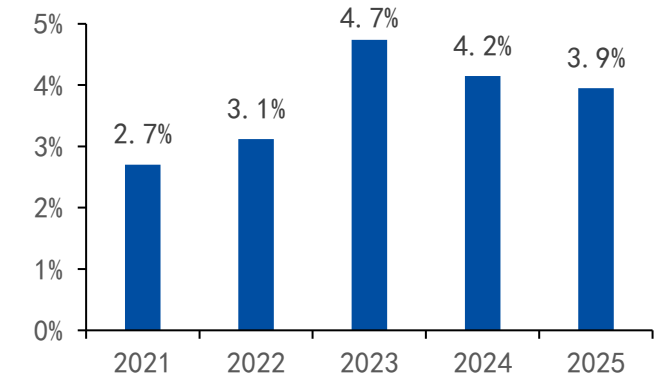
下载日志已记录，仅供内部参考

图17: 公司历史分红率保持稳定



数据来源：iFinD，公司公告，财通证券研究所

图18: 公司股息率处于较高水平



数据来源：iFinD，财通证券研究所；注：股息率参考每年度最后一个交易日股价

下载日志已记录，仅供内部参考

2 智慧供应链集成：周期筑底，板块业绩或企稳回升

公司主业为智慧供应链集成业务，属于大宗商品供应链行业。公司依托“商流、物流、资金流、信息流”四流联动搭建一体化供应链模式，国内物流网点布局完善、智能化水平持续提升；同时依靠套期保值保障期现毛利率稳定。

行业层面，国内大宗供应链 CR5 稳步提高，但对标日本五大商社市场集中度仍存在较大提升空间。**公司业务层面，钢材市场价格或已筑底，未来销售单价降幅有望收窄并逐步改善，煤炭、化工品销售价格有望回暖；汽车销售业务关停低效网点且二手车交易量反弹，板块毛利率显著修复，带动整体盈利改善。**

表5: 公司钢材销售单价降幅有望收窄，煤炭贸易及化工品销售单价有望回暖

若未做说明，单位为元/吨		2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1	2026M1-M7	2026M1-M8
钢材贸易	销售单价	4971.9	4584.8	3932.0	3881.3	3519.7	3486.0	-	-
	YoY	29.7%	-7.8%	-14.2%	-1.3%	-9.3%	-3.3%	-	-
	CCPI 钢铁类 YoY	36.2%	-13.6%	-10.7%	-8.5%	-9.4%	-4.5%	-1.3%	-
煤炭贸易	销售单价	828.6	978.0	740.7	696.3	531.6	547.7	-	-
	YoY	62.2%	18.0%	-24.3%	-6.0%	-23.7%	3.0%	-	-
	动力煤现货价 YoY	59.2%	-13.7%	-6.1%	-0.4%	-7.3%	-7.9%	-	3.8%
	焦煤现货价 YoY	53.4%	27.6%	-17.9%	-8.7%	-27.0%	7.8%	-	24.2%
化工品贸易	销售单价	6196.6	6782.4	6224.2	6877.3	6625.7	6904.9	-	-
	YoY	-	9.5%	-8.2%	10.5%	-3.7%	6.0%	-	-
	化工品价格指数 YoY	-	2.7%	-11.8%	-2.4%	-10.7%	1.6%	-	14.0%

数据来源：公司公告，iFinD，财通证券研究所

表6: 2025 年公司单网点效率提升，二手车交易量反弹，汽车销售毛利率回升

	2021	2022	2023	2024	2025
整车销量（辆）	167671	168087	164563	188762	188367
网点数（个）	181	195	179	181	138
单网点销量（辆）	926	862	919	1043	1365
单网点销量 YoY	0.3%	-6.9%	6.7%	13.4%	30.9%
维修车辆数（万辆）	160.79	146.50	144.58	130.11	120.51
二手车交易量（辆）	206690	202432	168387	42675	73595
YoY	48.2%	-2.1%	-16.8%	-74.7%	72.5%
整车及后服务收入（亿元）	365.5	414.6	408.5	407.5	461.1
毛利润（亿元）	22.3	19.3	13.1	4.5	23.8
毛利率	6.1%	4.6%	3.2%	1.1%	5.2%

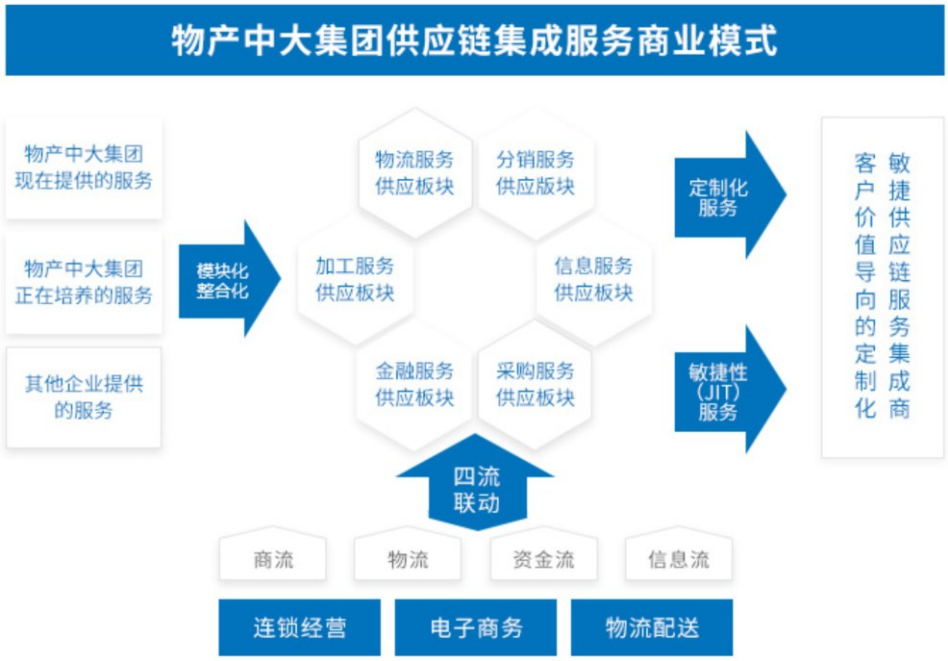
数据来源：公司公告，iFinD，财通证券研究所

2.1 商业模式：“四流”联动供应链集成服务商，迈向产业生态组织者

公司较早从赚取买卖差价的传统贸易商转型为供应链集成服务商，并正加速向产业生态组织者演进。公司依托资源组织、网络渠道、品牌运营等专业优势，已形成囊括集购分销、配供配送、增值服务、期限结合、“大平台+小前端”的平台化运营模式，联动商流、物流、资金流、信息流，为上下游供应链合作者提供原材料采购、加工、分销、出口、物流、金融、信息等高效率的供应链集成服务。

下载日志已记录，仅供内部参考

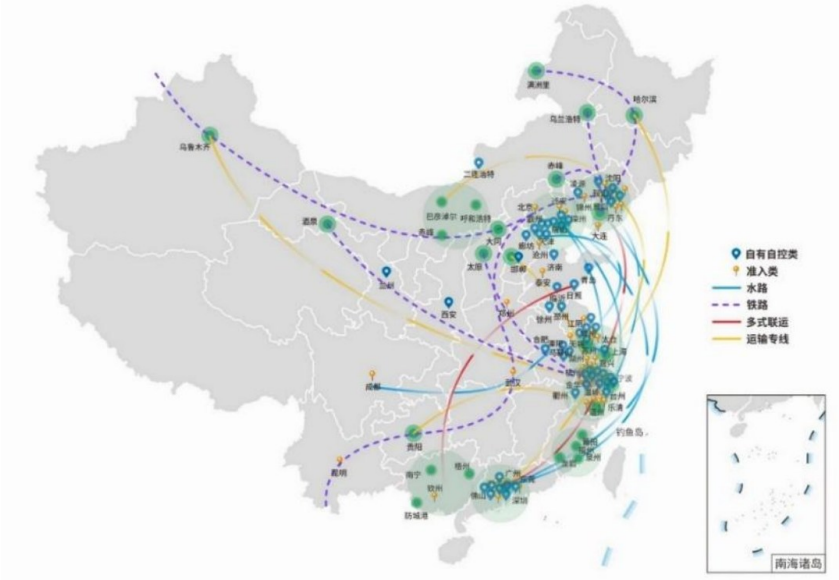
图19: 公司智慧供应链集成服务商业模式



数据来源：公司官网，财通证券研究所

物流方面，公司已形成完善物流网络及 AI 赋能的数字化运营能力。截至 2026H1，公司已在国内布局 223 个物流网络结点，其中 88 个自营自控基地，配套 15 个码头仓、37 个泊位、10 条铁路专用线；年综合物流服务量 9790 万吨，沿海形成多个 500 万吨级以上核心服务区域;年加工能力 1414 万吨,加工量同比增长 23.64%;国际物流航线覆盖全球，业务可通达 50 余个国家。数智化运营能力成效显著，网络货运平台整合车辆超 3.6 万辆、注册司机 5.8 余万人；同时，公司深入“人工智能+物流”行动，“AI 视觉识别+无人机盘库”、“智能问数”等标杆项目有序运行，智能仓主要功能覆盖率达 82%。

图20: 公司已形成覆盖全国的网络化生态运营格局



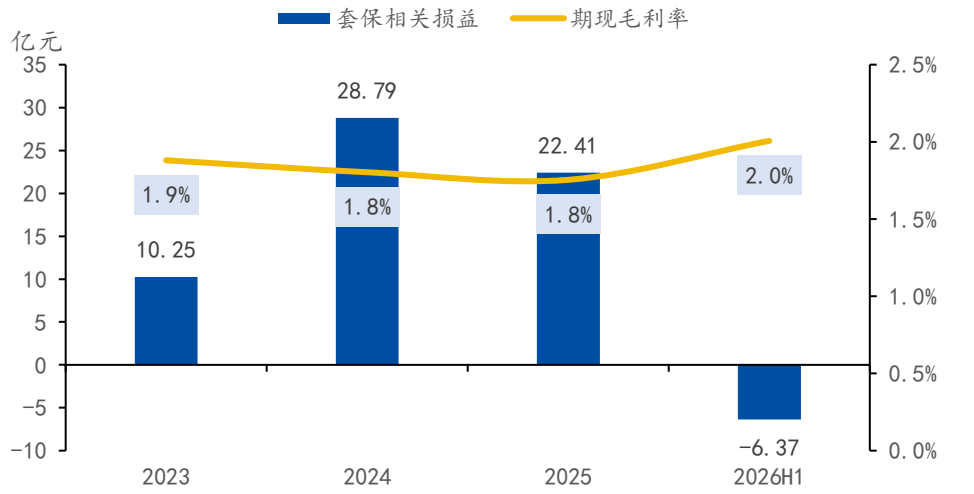
数据来源：公司公告，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

套期保值方面，公司通过衍生品交易平抑价格波动风险，期现毛利率基本稳定。公司及下属子公司以套期保值为原则开展衍生品交易，旨在规避大宗商品价格波动带来的经营风险或汇率风险、提高盈利能力，**套期保值交易品种仅限于公司当前经营的钢材、铁矿砂、有色金属、煤炭、油品、化工品、农产品、木材等。**

2023-2026H1，公司商品及外汇套保方案产生的收益分别为 10.25 亿元、28.79 亿元、22.41 亿元、-6.37 亿元。在套期保值下，公司的期现毛利率基本稳定在 1.9%左右。

图21: 公司通过套期保值保持智慧供应链集成业务的期现毛利率基本稳定

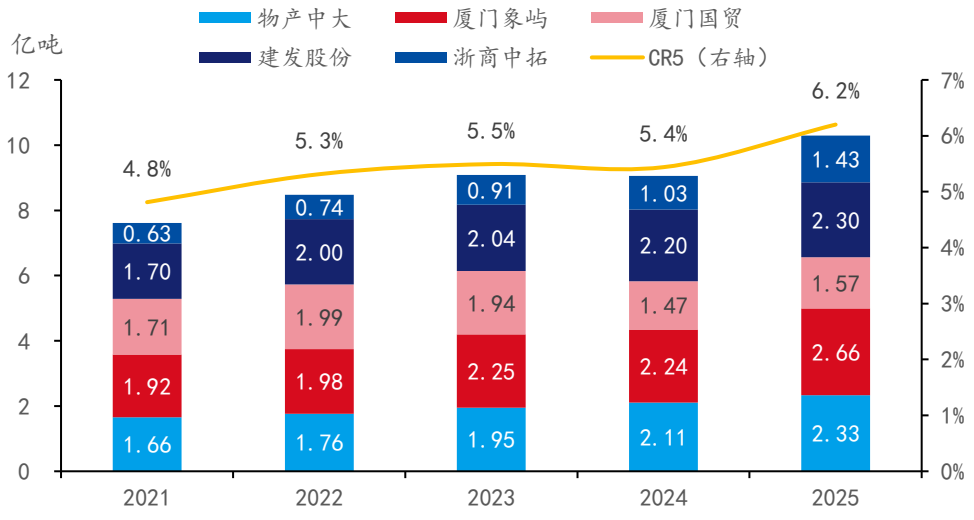


数据来源：公司公告，财通证券研究所；注：套保相关损益指公司商品及外汇套保方案在投资收益和公允价值变动损益两个报表项目中合计反映的金额；期现毛利率=（智慧供应链集成业务毛利+套保损益）/智慧供应链集成业务收入

2.2 竞争格局：行业正向头部集中，市场集中度仍具较大提升空间

行业格局分散，市场向头部集中。2021-2025 年中国大宗供应链行业 CR5 从 4.8%提升 1.4 pct 至 6.2%。头部企业凭借风控能力、渠道网络与综合服务优势持续吸收中小贸易商空间，行业马太效应持续强化。

图22: 以货量口径计，2025 年中国大宗供应链行业 CR5 上升至 6.2%



数据来源：各公司公告，财通证券研究所；注：市占率基于货量口径计算

下载日志已记录，仅供内部参考

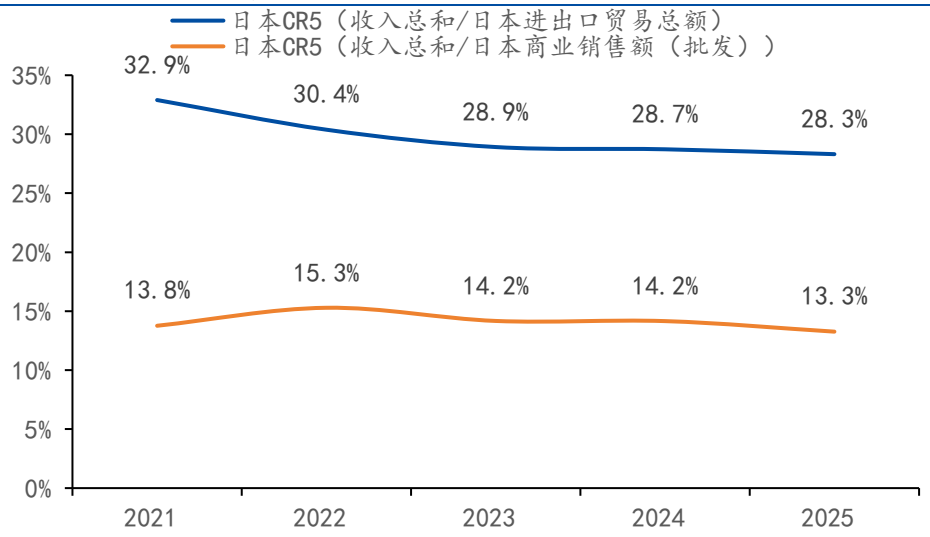
表7: 前五大大宗供应链企业货品结构

公司	2025 年主要货品销售量
厦门象屿	金属矿产 14939 万吨、能源化工 9865 万吨、农产品 1677 万吨、新能源 120 万吨等
物产中大	**钢材 7768.80 万吨、煤炭 6430.47 万吨、矿石 5442.77 万吨等**
建发股份	钢材超 7500 万吨、农林产品超 3800 万吨、纸浆、纸张合计超 1500 万吨等
厦门国贸	金属及金属矿产 9663.65 万吨、能源化工 3589.78 万吨、农林牧渔 2478.09 万吨等
浙商中拓	钢材 3402 万吨、铁矿石 4722 万吨、能化板块 4576 万吨等

数据来源：物产中大公告，物产中大 2026 年信用评级报告，浙商中拓公告，财通证券研究所

对标日本五大商社情况，我国大宗供应链行业的市场集中度仍具提升空间。以日本商社营收总和/日本进出口贸易总额口径计算市占率，2025 年日本三菱商事、三井物产、伊藤忠商事、丸红、住友商事五大商社市场集中度约为 28.3%；以日本商社营收总和/日本商业销售额（批发）口径计算市占率，2025 年日本五大商社市场集中度约为 13.3%。

图23: 相较于日本商社，中国大宗供应链企业市场集中度仍有较大提升空间

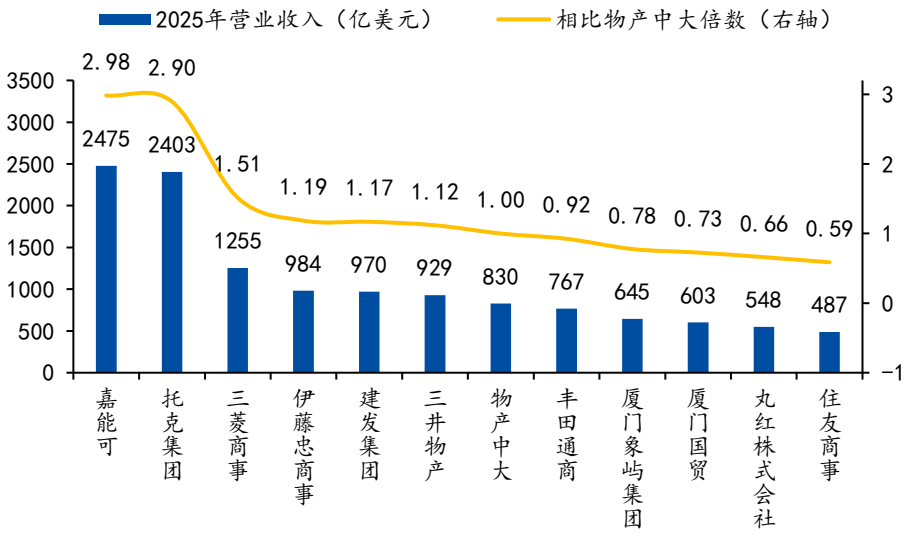


数据来源：各公司公告，iFinD，财通证券研究所；注：参考公司为三菱商事、伊藤忠商事、三井物产、丸红株式会社、住友商事，由于日本年报存在错期（如 2025 财年为 2025.04.01-2026.03.31），结果仅供参考

与国际大宗巨头相比，中国大宗供应链企业收入体量仍有较大提升空间。根据 2026 年《财富》世界 500 强榜单，2025 年嘉能可、托克集团营收规模分别达到 2475、2403 亿美元，分别约为公司的 2.98 倍、2.90 倍；三菱商事、伊藤忠商事营收分别为 1255、984 亿美元，分别约为公司的 1.51 倍、1.19 倍。整体来看，全球头部大宗贸易商、综合商社营收体量领先。未来随着市场扩容及市场集中度提升，国内大宗供应链企业仍存在可观的规模增长空间。

下载日志已记录，仅供内部参考

图24: 相较于国际巨头，中国大宗供应链企业收入体量仍有较大提升空间



数据来源：2026 年《财富》世界 500 强榜单（财富 500 强情报中心），财通证券研究所

2.3 智慧供应链集成服务：周期筑底，静待修复

2.3.1 金属材料：钢材贸易为主，销售均价降幅有望收窄

公司金属材料板块业务主要由子公司物产金属公司负责经营。**钢材采用市场定价模式与成本加成的定价模式，即在市场价格的基础上考虑成本，根据提供增值服务含量进行价格加成。**公司的钢材贸易产品广泛覆盖了方钢、螺纹、中厚钢板、涂镀、线材、型钢等各种类型钢材的几乎所有品类。

参考公司超短期融资募集说明书，我们大致将金属材料收入拆分为钢材收入及非钢材金属材料（主要为矿石）收入：

表8: 公司金属材料收入拆分

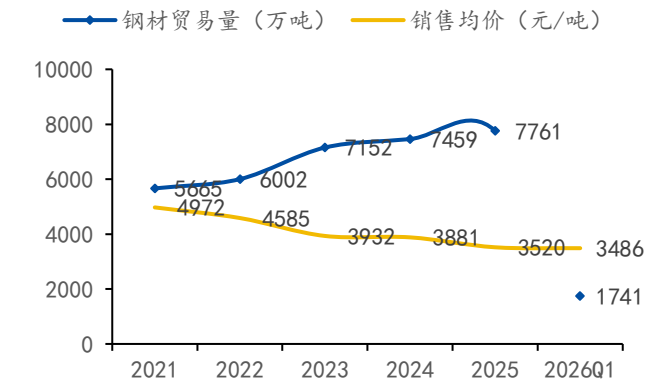
	2022	2023	2024	2025	2026Q1
金属材料收入总计（亿元）	**3230.3**	**3251.4**	**3297.6**	**3306.0**	**704.72**
钢材收入（亿元）	2751.9	2812.0	2895.3	2731.6	606.82
钢材销量（万吨）	6002.1	7151.6	7459.5	7760.8	1740.74
钢材单价（元/吨）	4584.8	3932.0	3881.3	3519.7	3485.99
非钢材金属收入（亿元）	478.4	439.3	402.3	574.5	97.9
矿石销量（万吨）	4165.3	3755.4	4176.8	5442.8	-
矿石单价（元/吨）	1148.5	1169.9	963.3	1055.5	-

数据来源：公司公告，公司超短期融资募集说明书，财通证券研究所

钢材是公司最主要的贸易品类，近年来钢贸行业低迷，公司凭借完善的销售网络，在贸易量上仍然保持增长态势；2022-2026Q1 公司钢材贸易收入主要由“量”驱动，价格持续承压。2026 年 1-7 月，钢铁大宗价格指数降幅收窄，公司钢材销售单价降幅亦有望收窄。

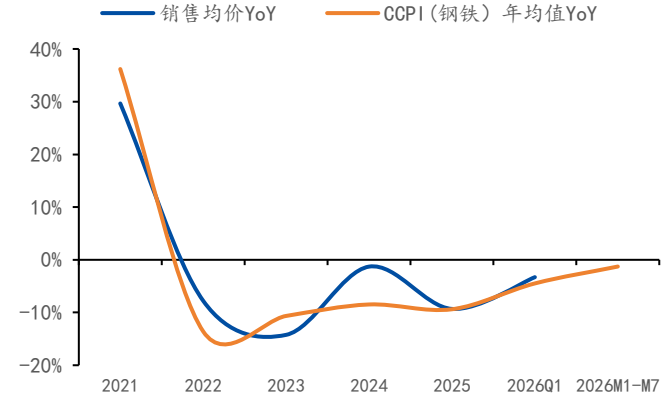
下载日志已记录，仅供内部参考

图25: 2022-2026Q1 年公司钢材贸易以量驱动



数据来源：公司公告，公司超短期融资募集说明书，财通证券研究所

图26: 钢材销售均价 YoY 与 CCPI 钢铁类年均值 YoY 走势基本一致



数据来源：公司公告，公司超短期融资募集说明书，iFinD，财通证券研究所

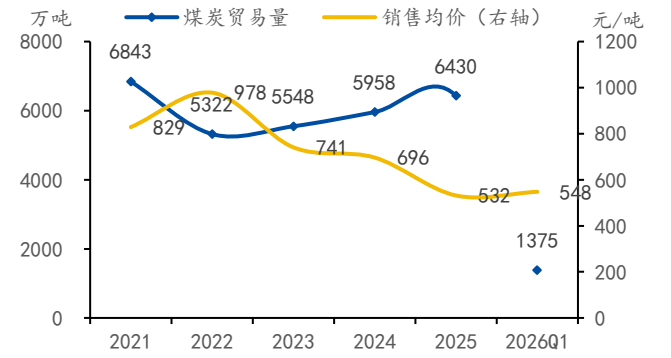
2.3.2 煤炭：2026 年 1-8 月动力煤及焦煤价格同比提升，公司煤炭单价有望改善

公司煤炭业务板块主要由物产环能负责经营，**煤炭主要的定价方式是按市场定价；经营过程中，公司通过以销定采的方式，赚取购销差价。公司主要销售动力煤和焦煤，动力煤占比较大。**

公司与国内大型煤炭生产企业签订长期协议（年度合同），建立了长期合作关系，在煤炭采购上有一定的优势，保证了煤炭来源的稳定。

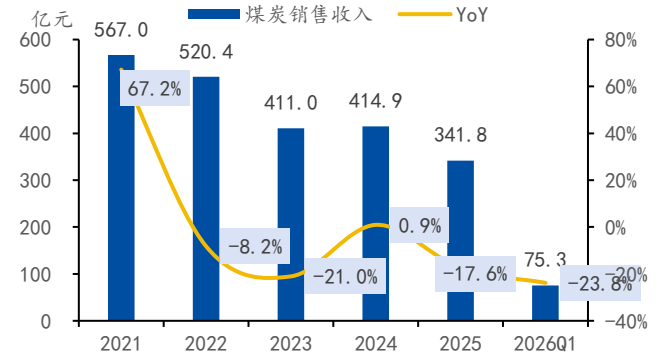
2022-2025 年，公司煤炭贸易量持续增长，但受动力煤价格表现低迷的影响，煤炭业务收入呈现下降趋势。

图27: 2023-2025 年公司煤炭贸易量增价减



数据来源：公司公告，公司超短期融资募集说明书，财通证券研究所；注：2026Q1 的煤炭贸易量及销售均价仅供参考

图28: 2025 年受单价大幅下降影响，收入降低 17.6%



数据来源：公司公告，公司超短期融资募集说明书，iFinD，财通证券研究所

2026 年 1-8 月，动力煤和焦煤价格呈同比增长态势，动力煤/焦煤平均价格分别增长 3.8%/24.2%，公司煤炭销售业务的销售单价有望改善。

下载日志已记录，仅供内部参考

图29: 2026 年 1-8 月，动力煤/焦煤平均价格分别增长 3.8%/24.2%



数据来源：iFinD，财通证券研究所

2.3.3 化工品：2026 年 1-8 月化工品价格改善，公司化工品销售单价有望回升

化工板块主要由原物产集团下属子公司物产化工负责经营。销售模式上，采用分销和增值服务相结合的模式，通过与下游客户签订长期协议，按照协议规定销售给客户，或者进行市场化销售。

产品结构上，公司化工板块产品包括化纤、液体化工、塑料、橡胶等，以化纤、液体化工销售为主。

表9: 公司化工贸易量拆分

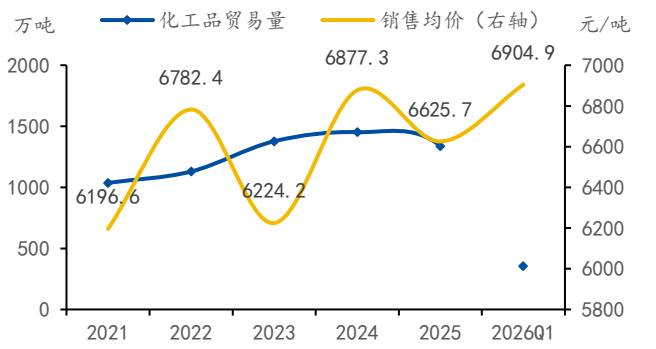
单位：万吨	2023	2024	2025	202601
总计	1377.51	1452.01	1339.09	352.20
化纤	614.05	665.10	484.96	162.29
液化	346.01	434.35	404.59	75.24
橡胶	152.29	97.93	102.83	23.34
塑料	90.85	109.3	86.63	22.84
其他	174.31	144.70	260.08	68.49

数据来源：公司超短期融资募集说明书，财通证券研究所

公司化工品销售单价整体呈现波动上行趋势，2026Q1，公司销售均价为 6904.9 元/吨，同比增加 6.0%，但由于化工贸易量同比下滑 7.1%，导致销售收入小幅下滑 1.5%。

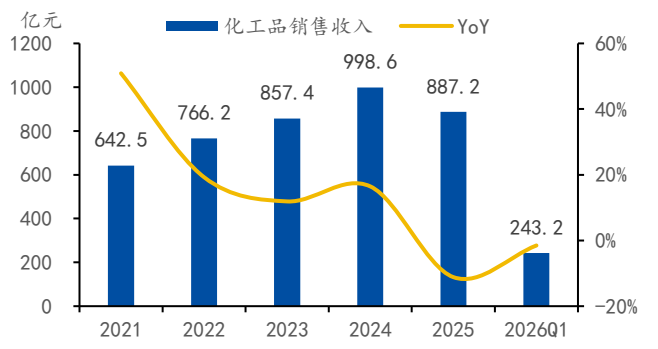
下载日志已记录，仅供内部参考

图30: 2021-2026Q1 年化工销售单价波动上行



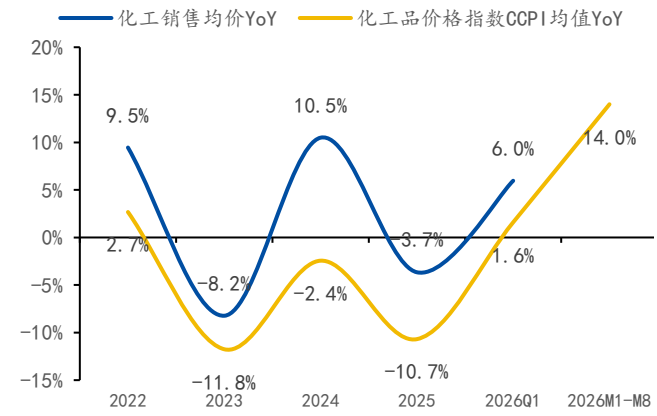
数据来源：公司公告，公司超短期融资募集说明书，财通证券研究所

图31: 2026Q1 化工销售收入小幅减少 1.5%



数据来源：公司公告，公司超短期融资募集说明书，财通证券研究所

图32: 公司化工销售均价 YoY 的变动趋势基本与化工品价格指数 CCPI 均值 YoY 一致



数据来源：公司公告，公司超短期融资募集说明书，iFinD，财通证券研究所

图33: 2026 年 1-8 月，化工品价格指数同比明显增长



数据来源：iFinD，财通证券研究所

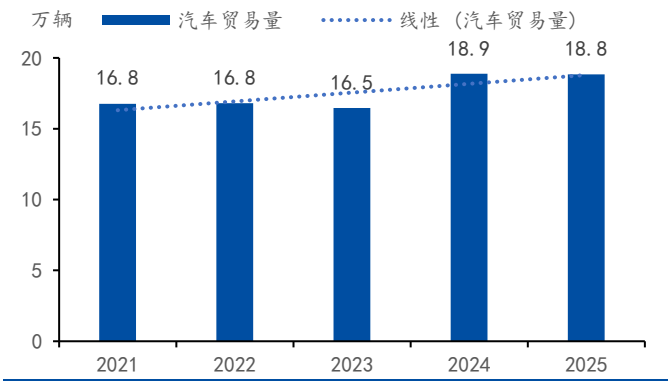
2.3.4 整车及后服务：毛利率回升，贡献供应链业务较高毛利占比

汽车销售业务主要由子公司物产中大元通汽车公司负责经营。**公司汽车业务板块的盈利来源主要为整车销售与汽车后服务。**截至 2026 年 3 月末，公司旗下经销的汽车品牌已经涵盖了国内外 7 个大系的 40 个品牌，销售品牌包括上海通用、上海大众、奥迪、奔驰、一汽大众、北京现代、进口大众、长安福特、东风日产、进口 JEEP、雷克萨斯等。

整车销售方面，2025 年公司完成汽车销售量 18.8 万辆，与 2024 年基本持平，在浙江省市占率下滑至 8.7%，我们认为市占率下滑的主要原因在于公司削减网点提质增效，预计未来市占率将回升。

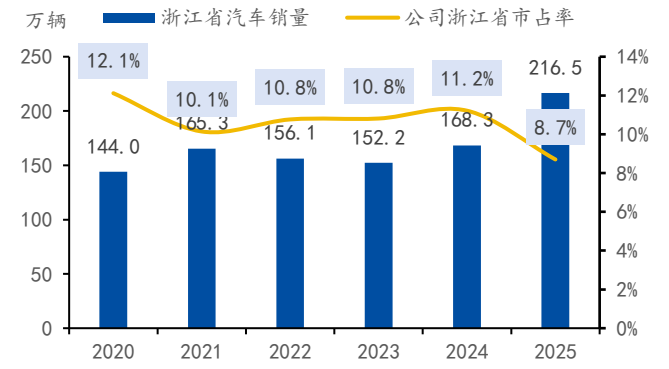
下载日志已记录，仅供内部参考

图34: 2021-2025 年公司汽车销量整体保持增长趋势



数据来源：公司超短期融资募集说明书，财通证券研究所

图35: 公司汽车销售量在浙江省市占率情况



数据来源：公司超短期融资募集说明书，财通证券研究所；注：浙江省销售量为浙江省汽车上牌数（含宁波）

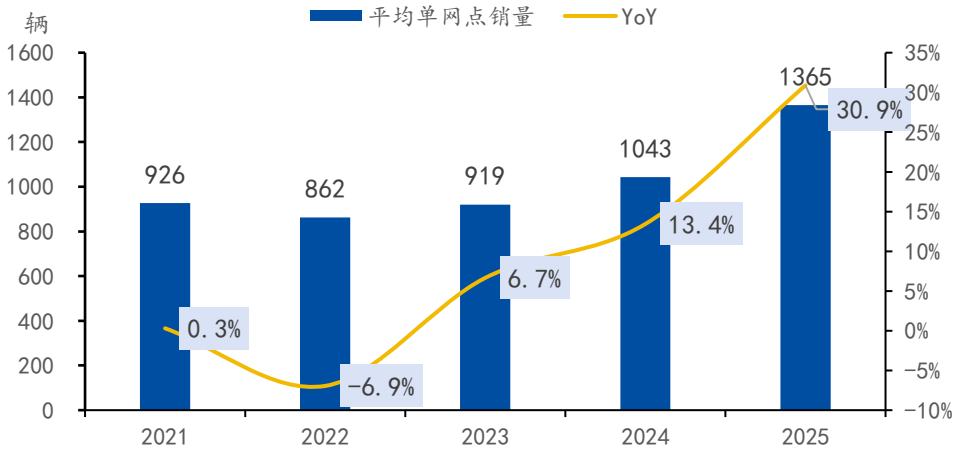
公司主动削减低效益汽车网点，提质增效促进高质量增长。2025 年，公司汽车网点总数为 138 个，相较于 2024 年减少 43 个。通过低效网点削减，公司平均网点年销量达到约 1365 辆，同比增长 30.9%，提质增效效果明显。同时，我们认为网点的削减有助于公司降低低效的成本、费用支出，抬升整体盈利能力。

表10: 公司关闭低效益网点，2025 年网点总数下降明显

单位：个	2022	2023	2024	2025	2026Q1
网点总数	195	179	181	138	133
其中：4S 店	144	142	127	95	95
浙江省外 4S 店	12	13	13	12	12
浙江省内 4S 店	127	124	109	81	81
杭州 4S 店	67	67	57	40	40
其他	51	37	54	43	38

数据来源：公司超短期融资募集说明书，财通证券研究所

图36: 公司削减网点提质增效效果明显，2025 年单网点汽车销量同比增长 30.9%



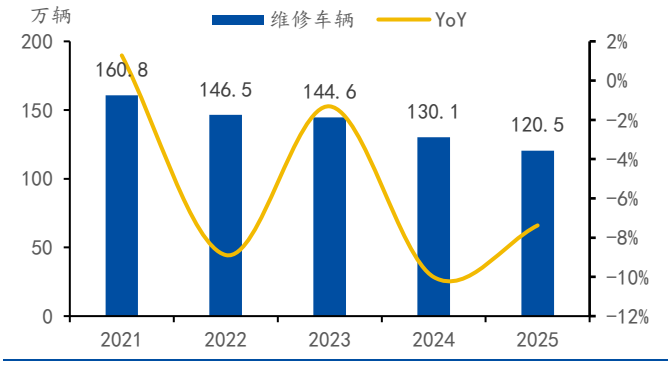
数据来源：公司超短期融资募集说明书，财通证券研究所

汽车后服务方面，公司在 4S 店品牌经营的基础上，充分利用售后服务产业链的增值优势，使汽车售后服务、二手车交易、汽车保险服务、汽车精品销售等成为 4S

下载日志已记录，仅供内部参考

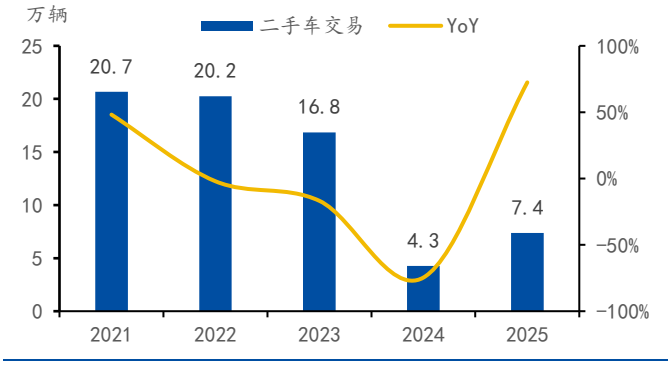
店的利润支撑点。2025 年，公司维修车辆 120.51 万辆，同比减少 7.38%；完成二手车交易 73595 辆，同比反弹 72.45%。

图37: 公司汽车维修数量有所下滑



数据来源：公司超短期融资募集说明书，财通证券研究所

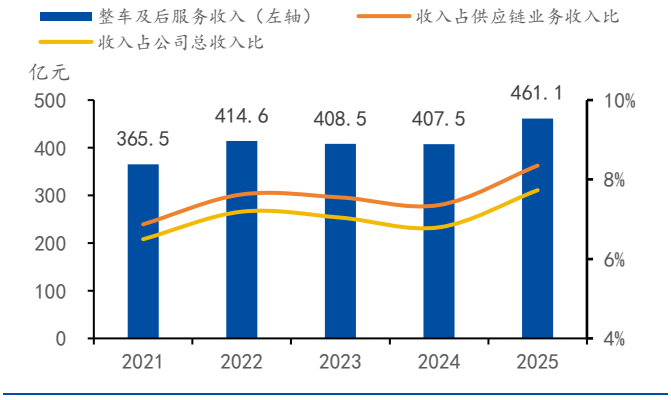
图38: 2025 年公司二手车销售量明显反弹



数据来源：公司超短期融资募集说明书，财通证券研究所

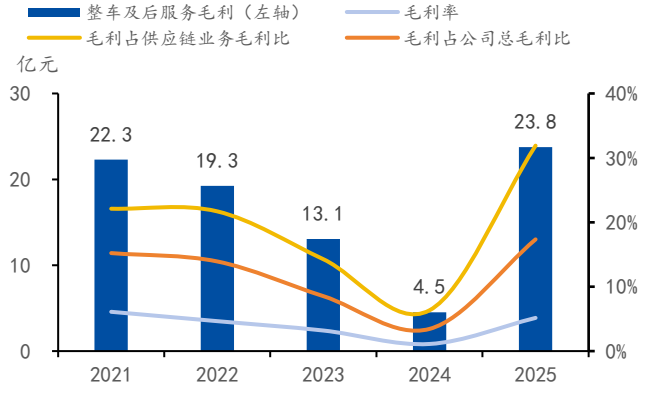
2022-2024 年，公司新车成交价不断下降，叠加公司广泛网点布局产生的场地租金、人员薪酬等成本较高，导致公司汽车业务毛利率持续下探。2025 年自公司大幅削减低效网点后，业务毛利率明显回升。2025 年公司整车及后市场业务毛利率为 5.2%，同比提升 4pct，**汽车销售毛利占智慧供应链集成业务毛利的 31.9%**，占公司总毛利的 17.3%。我们认为随着公司网点布局改善，及汽车后服务规模回升，毛利率有望保持稳中有升。

图39: 整车及后服务收入占供应链比重保持提升态势



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图40: 2025 年随着毛利率提升，毛利占供应链比达 32%



数据来源：公司公告，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3 高端制造：贸工一体筑内生根基，并购注入新增量

公司扎根于实业，高端制造业务构建“内生增长+外延并购”双轮驱动发展体系：内生层面，公司以贸促工，依托贸工一体化模式夯实自身成长动能；外延层面，公司以战略并购为核心抓手，打造未来发展的第二增长曲线。

经过梳理，我们认为未来几年公司高端制造业务多点向好，板块业绩或迎快速增长：①电线电缆制造：马高基地或 2026 年底试生产，预计将在 2027 年末实现 80-100 亿元年产值；**②战略有色金属材料：**2026 年公司完成对杭州聚新公司的收购，旗下聚泰舟山基地一期已于 2025 年 11 月正式投产，二期或将于 2027 年建成投产，基地完全达产后年产值或达 100 亿元。(新增量)；**③镁铝新材料：**上游柒鑫合金将于 2026 年底将镁锭产能提升至 10 万吨/年，提升 37%，随着产能爬坡，业绩将逐步释放；中游舜富精密 500 万件镁铝合金压铸结构件研发制造项目环评获批，逐步向镁合金压铸延伸。**④热电联产：**公司 2026 年完成对南太湖电力公司的收购（2024 年营收 5.6 亿元，毛利率 35.7%），旗下热电厂达到 7 家。

表11: 公司高端制造业务的业绩催化因素梳理

高端制造业务	2024	2025	2026E	2027E	2028E
线缆制造	主要为钱江基地、德清基地生产			马高基地或将在 2026 年底试生产 预计 2027 年底实现年产值 **80-100 亿元** （2025 年公司线缆业务毛利率 15.2%）	
战略有色金属材料	尚未收购杭州聚新公司 2025 年 11 月聚泰舟山基地投产		2026 年公司收购杭州聚新公司 舟山基地满产后年产值约 **100 亿元** （2026H1，杭州聚新公司利润率（利润总额/收入）为 6.4%）		
镁铝新材料	原镁产能 7.3 万吨/年		2026 年底原镁产能增加 2.7 万吨/年至 10 万吨/年 年产值或增加约 **4.4 亿元**		
热电联产	收入中枢约 30 亿元		2026 年收购南太湖电力 收入中枢或抬升约 **5 亿元** （南太湖电力 2024 年毛利率 35.7%，高于同期公司热电联产）		

数据来源：公司公告，公司公众号，iFinD，钒荣网公众号，财通证券研究所；注：原镁新增产值参考价格为 16250 元/吨

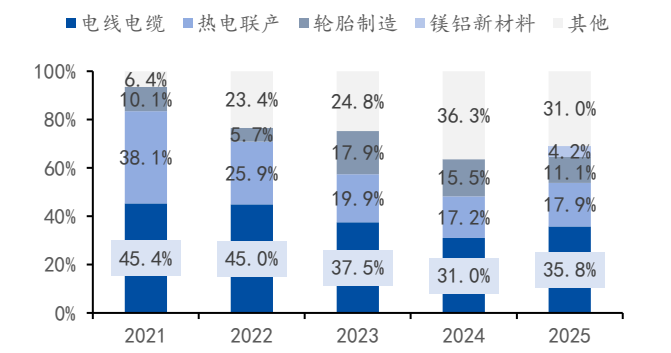
3.1 高端制造：“内生增长+外延并购”双轮驱动助发展

高端制造板块定位为公司战略业务培育中心、发展后劲中心、科技创新中心，是公司打通产业链上下游、实现从“贸易流通”向“产业运营”延伸的核心载体。板块一方面提供稳定利润支撑，平滑大宗商品贸易周期波动对公司的影响；另一方面通过布局新能源、新材料等新兴赛道，强化公司产业护城河。

截至 2026H1，高端制造板块已包含电线电缆制造、热电联产、镁铝新材料、战略有色金属材料、轮胎制造等核心业务，旗下控股多家细分领域龙头企业。**公司高端制造盈利结构以电线电缆制造为核心**，2024-2025 年该业务毛利与利润总额占比均位居高端制造板块首位，2026H1 利润总额占比或受原材料成本影响有所下滑，但收入仍实现快速增长；**战略有色金属材料业务于 2026H1 并表，后续增长空间广阔。**

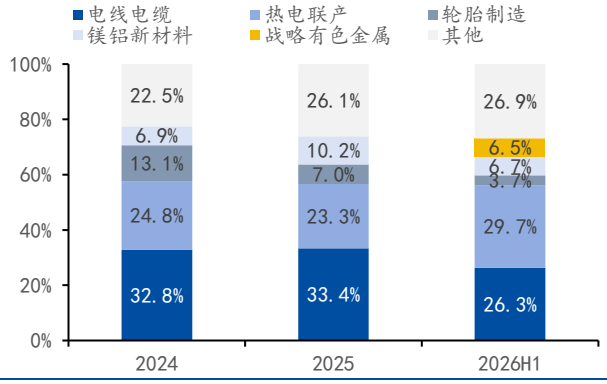
下载日志已记录，仅供内部参考

图41：高端制造板块中线缆制造业务毛利占比较高



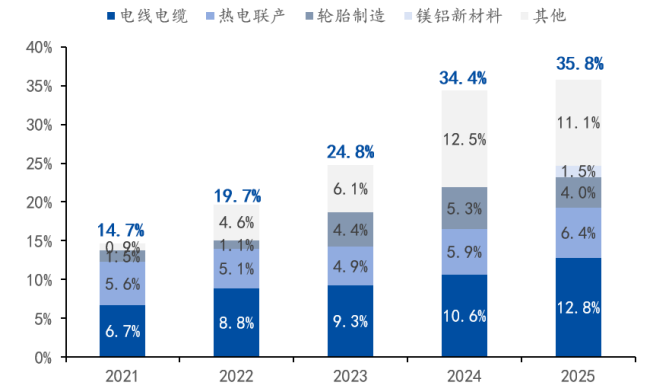
数据来源：iFinD，公司公告，财通证券研究所；注：2023-2024 年镁铝新材料毛利并入“其他”中；2026H1 未披露细分业务毛利

图42：高端制造板块中线缆制造业务利润总额占比较高



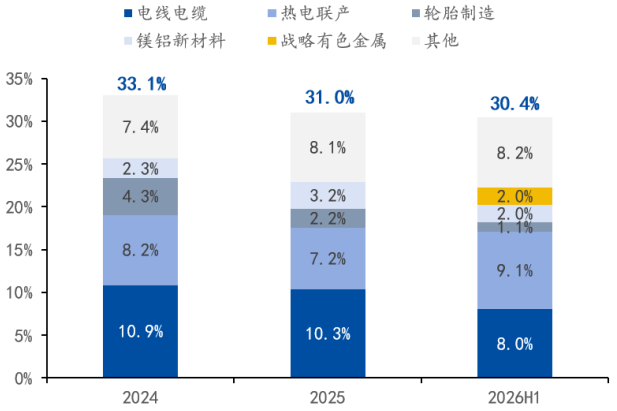
数据来源：iFinD，公司公告，财通证券研究所

图43：高端制造业务在公司总毛利中的占比持续提高



数据来源：iFinD，公司公告，财通证券研究所；注：2023-2024 年镁铝新材料毛利并入“其他”中；2026H1 未披露细分业务毛利

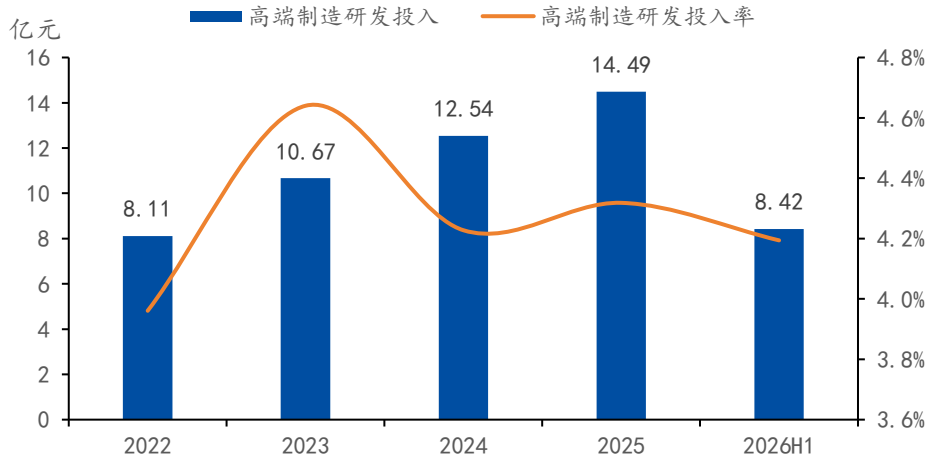
图44：高端制造板块各细分业务占公司利润总额比例



数据来源：iFinD，公司公告，财通证券研究所

公司高端制造研发投入持续加码，2022-2025 年研发投入金额从 8.11 亿元逐年提升至 14.49 亿元；2026H1 研发投入 8.42 亿元，同比增加 27.58%；2022-2026H1 高端制造研发投入率（高端制造研发投入/高端制造板块收入）长期维持在 4.2%-4.7%区间，高强度研发投入持续夯实公司高端制造领域的技术壁垒与核心竞争优势。

图45：公司持续加大研发投入以构筑高端制造竞争优势



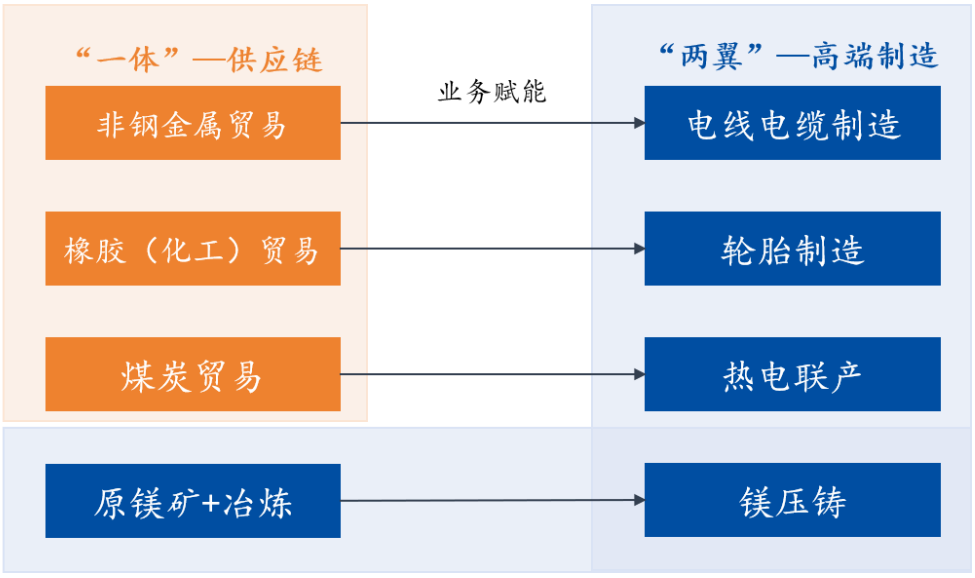
数据来源：公司公告，财通证券研究所；注：图中部分研发投入可能尚未费用化

下载日志已记录，仅供内部参考

发展战略上，公司“向内取、向外求”，通过贸工一体化筑牢高端制造内生发展根基；并通过并购注入新业务，持续打造新的业务增长点。

向内取：以贸促工、产贸协同，构筑垂直产业链竞争优势。公司高端制造业务并非孤立存在，而是依托智慧供应链集成业务的贸易基本盘，向高端制造环节延伸赋能，形成贸易资源赋能制造的发展模式。该发展模式下，贸易端的规模化采购能力、渠道网络资源与全链条供应链服务能力，可为制造端带来**原材料供给稳定性优势、成本管控优势、以及客户资源优势等**；制造端则凭借更高的产品附加值增厚公司整体盈利水平，强化公司在产业链中的综合竞争力。

图46: 公司已形成贸易赋能制造的“贸工一体化”产业体系

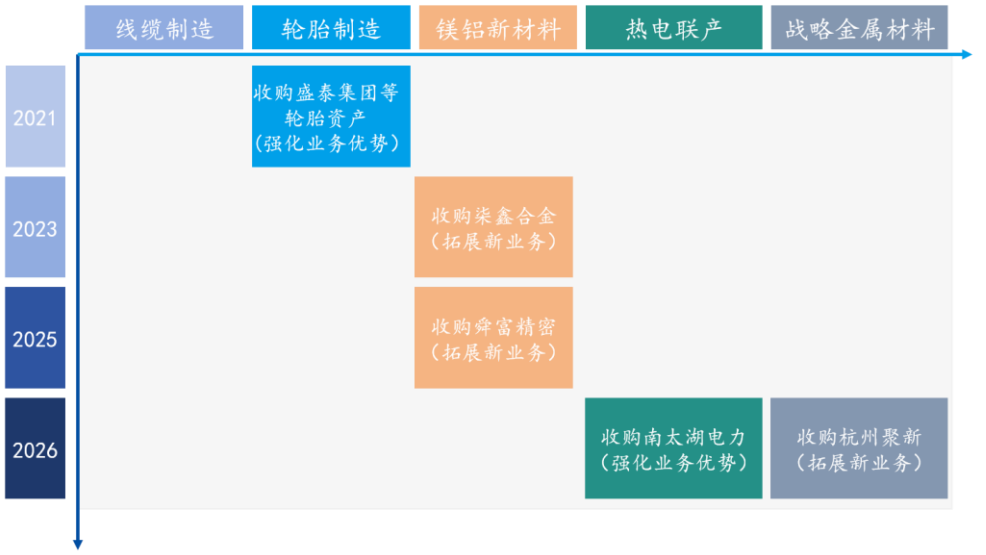


数据来源：公司公告，财通证券研究所

向外求：公司持续并购优质资产，强化业务优势、打造新增长曲线。公司于2022年初设立物产产投平台，系统性推进产业布局以落地“一体两翼”整体战略。在标的筛选上，公司的并购展现出以下特点：**一是聚焦符合国家战略方向、具备较高技术壁垒和资金壁垒的优质标的，重点布局新能源、新材料、高端制造三大赛道。二是优选与公司产业生态协同性强、所处行业市场空间广阔且技术路线明确的细分赛道龙头，其财务稳健且具备可持续成长空间；三是聚焦中上游To B领域，标的契合公司资源禀赋且产品标准化程度高，以高价值客户为主；**2023-2025年，公司通过收购柒鑫合金和舜富精密将业务拓展至镁铝新材料业务；2026年收购杭州聚新公司，将业务板块拓展至战略有色金属材料；当前公司并购标的已成为重要利润补充，构筑高端制造的新增长曲线。

下载日志已记录，仅供内部参考

图47：公司通过外延并购拓展业务或强化已有业务优势



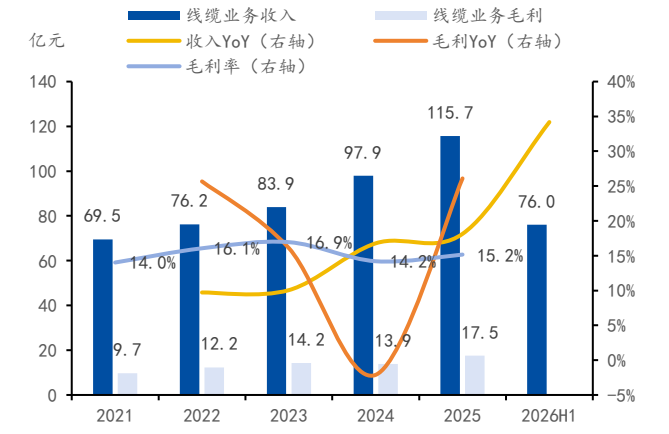
数据来源：公司公告，公司公众号，财通证券研究所

3.2 线缆业务：公司产能逐步释放，下游电力基础设施投资提振需求

3.2.1 经营情况：2022-2025 年板块收入与利润总额持续增长

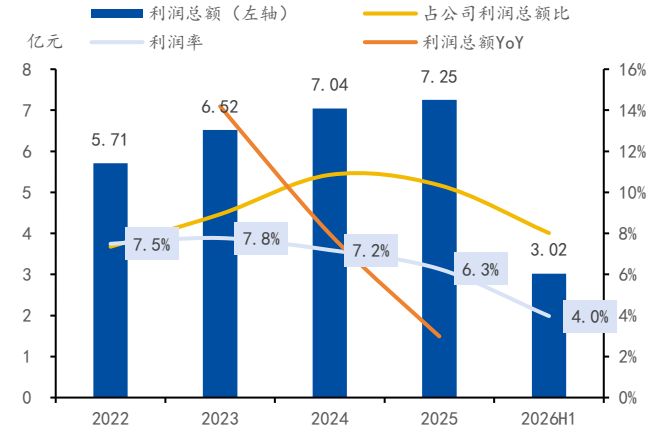
2022-2025 年公司线缆制造业务收入与利润总额持续增长。线缆制造业务收入由 2021 年的 69.5 亿元增至 2025 年的 115.7 亿元，毛利由 2021 年的 9.7 亿元增至 2025 年的 17.5 亿元，2025 年毛利率 15.2%。利润总额从 2022 年 5.71 亿元增长至 2025 年 7.25 亿元，占公司利润总额比重由 2022 年的 7.4%提升至 2025 年的 10.3%。2026H1，线缆制造业务收入延续快速增长态势，实现收入 76.0 亿元，同比增加 34.2%，实现利润总额 3.02 亿元；我们认为 2026H1 板块利润率下滑或受铜价影响，但预计随着销售规模的快速提升，成本端变动对板块利润总额的影响相对有限。

图48：近年线缆制造业务快速增长



数据来源：公司公告，iFinD，财通证券研究所；注：2026H1 未披露线缆业务毛利

图49：线缆制造业务利润总额占比较高



数据来源：公司公告，iFinD，财通证券研究所；注：2025H1 未披露线缆业务利润总额

下载日志已记录，仅供内部参考

高毛利率的特种电缆是公司线缆业务核心利润来源。公司产品广泛应用于电力能源、轨道交通、煤矿热电、石油化工、冶金钢铁、科技环保、船用港机、海工装备等各个行业，是各行业龙头企业的电线电缆综合配供商。

公司电线电缆制造的经营主体为中大元通线缆（由物产中大实业控股），与国家电网、中国石油、中国海油、中国建筑、中广核等企业开展合作。

图50: 公司线缆制造业务合作客户



数据来源：物产中大实业官网，元通电缆官网，财通证券研究所

3.2.2 需求端：“十五五”电力基础设施投资或增加，或提振电线电缆需求

电线电缆制造业是国民经济中最大的配套行业之一，产品广泛应用于能源、交通、通信、汽车以及石油化工等产业。近年来，受益于国家电网升级、新能源并网、城市轨道交通、风电及深海科技等领域快速发展，市场对电线电缆产品的需求持续增长。

行业需求与电力基础设施投资高度相关，呈现显著的政策驱动周期。根据证券时报相关报道，“十五五”期间**国家电网、南方电网**总投资规模将达 5 万亿元，年均投资超万亿元。其中，南方电网“十五五”投资规模将迈入万亿级别，预计带动上下游产业链投资 2 万亿元；**国家电网“十五五”固定资产投资预计达 4 万亿元，较“十四五”时期增长约 40%**，资金将重点投向新型电力系统建设。我们认为两大电网对电力基础设施的投资或将支撑电线电缆行业需求。

表12: 国家电网、南方电网对电力基础设施投资额预计将显著增加

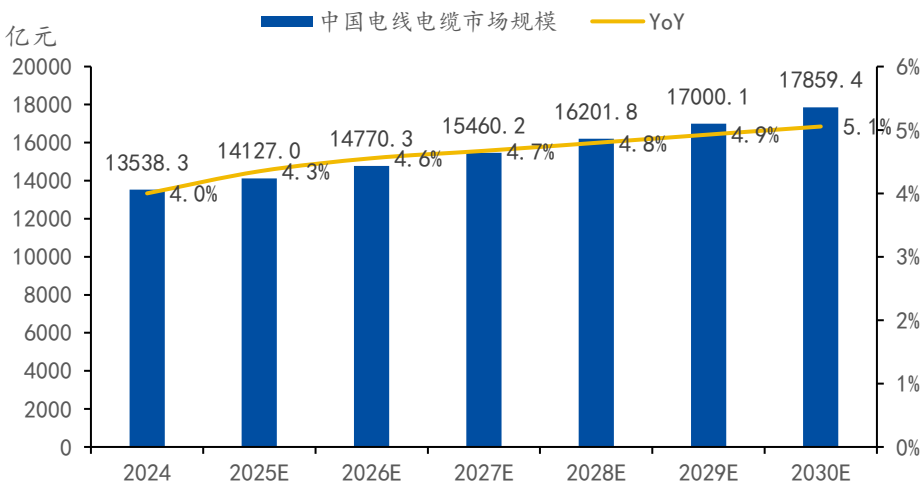
	“十四五”投资额	“十五五”投资额（预测）
国家电网	2.85 万亿元	4 万亿元
南方电网	7373 亿元	1 万亿元
总和	约 3.6 万亿元	5 万亿元

数据来源：证券时报网，观点网，南方电网报，财通证券研究所

根据格物致胜 Wintelligence 公众号，我国电线电缆市场规模或将从 2024 年的 13538.3 亿元稳健增长至 2030 年的 17859.4 亿元，2024-2030 年 CAGR 为 4.7%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图51: 2024-2030E 电线电缆市场规模或稳健增长



数据来源：格物致胜 Wintelligence 公众号，财通证券研究所

3.2.3 公司供给：新基地投产在即，或贡献业绩新增量

未来公司产能爬坡叠加下游需求提振，产销率或保持较高水平，业务收入增长可期。公司线缆制造板块形成钱江基地、德清基地、马高基地三大制造基地的布局；其中，马高基地（马高地块新厂房项目）设计年产能 50 万千米/年，**预计将在 2026 年底试生产，并计划在 2027 年底实现 80-100 亿元的年产值，为公司贡献业绩增量。**

表13: 元通线缆主要依托钱江基地、德清基地、马高基地生产电线电缆

基地	主要产品	产能情况	投产情况
钱江基地	氧化镁绝缘 BTTZ 防火电缆、柔性陶瓷硅橡胶防火电缆(BTGY)、柔性铜护套矿物绝缘防火电缆（RTTYZ）等	-	2014 年 7 月已投产
德清基地	110kV、硅橡胶类、陶瓷类电线电缆为主	全面投产后，可**年产 100 万千米特种电缆**，实现年产值 150 亿元	2022 年一期已投产 2023 年全面投产
马高基地	阻燃防火电缆、新能源电缆、超柔性电缆、高性能橡塑电缆等	马高地块新厂房生产**各类特种电缆 50 万千米/年**，项目全部建成达产后，年生产销售规模或达 100 亿元，研发并生产品种包括阻燃防火电缆 15.5 万 km、新能源电缆 9.7 万 km、超柔性电缆 5 万 km、高性能橡塑电缆 10.5 万 km 等	预计于 2026 年底试生产，并预计在 2027 年底实现 80-100 亿元年产值。

数据来源：中大元通线缆官网，公司公告，公司超短期融资募集说明书，财通证券研究所

3.3 镁铝新材料：布局中上游，打造“完镁”产业链

公司打造“完镁”全产业链布局，上游以柒鑫合金掌控矿产冶炼资源，布局成本优势区域扩产提质；中游依托舜富精密顺应“以镁代铝”的材料替代产业趋势，积极延伸镁合金压铸成型业务；下游应用端则聚焦新能源汽车、低空经济、镁电池等新兴产业、未来产业的落地应用。

我们认为公司一体化布局可打通资源、制造与应用环节，实现成本可控、技术协同，兼具产业链议价能力与新兴赛道成长弹性，构筑闭环竞争壁垒。

下载日志已记录，仅供内部参考

图52: 公司打造“完镁”产业链



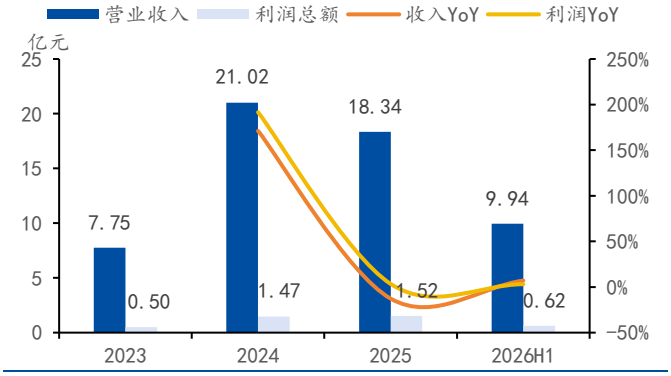
数据来源：公司公告，财通证券研究所

3.3.1 上游：柒鑫合金：中国镁锭生产头部企业

公司于 2023 年完成对柒鑫合金的收购；柒鑫合金聚焦原镁金属冶炼生产和销售，柒鑫公司下设内蒙古金石镁业公司、宁夏太阳镁业公司、新疆金盛镁业公司、宁夏瑞兴矿业公司四大生产基地及舟山战略枢纽，现有镁锭产能 7.3 万吨/年，配套循环产业焦炭、硅铁、兰炭等；通过产能补齐，**预期 2026 年底产能超 10 万吨/年**，稳固原镁冶炼行业头部地位。

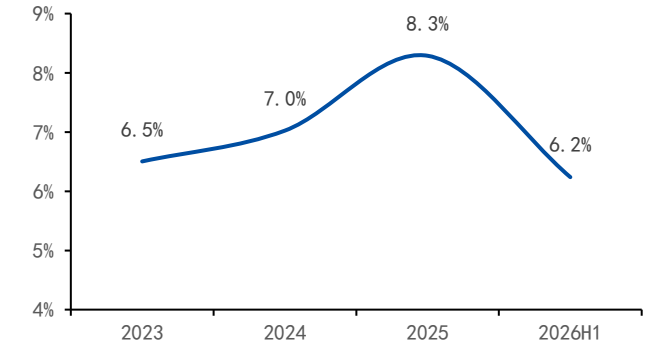
我们认为未来柒鑫公司随着产能提升及产能利用率提升，业绩仍有较大的增长空间。

图53: 2023-2026H1 柒鑫合金利润总额持续增长



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图54: 2023-2026H1 柒鑫合金利润率情况



数据来源：公司公告，财通证券研究所

3.3.2 中游：舜富精密：铝合金压铸“小巨人”，向镁合金压铸延伸

公司于 2025 年完成对舜富精密的收购；舜富精密是国家级专精特新“小巨人”企业、国家级高新技术企业、国家级绿色工厂，连续三届荣获中国铸造协会评定的“中国压铸件生产企业综合实力 50 强”（2019 年、2021 年及 2023 年）。

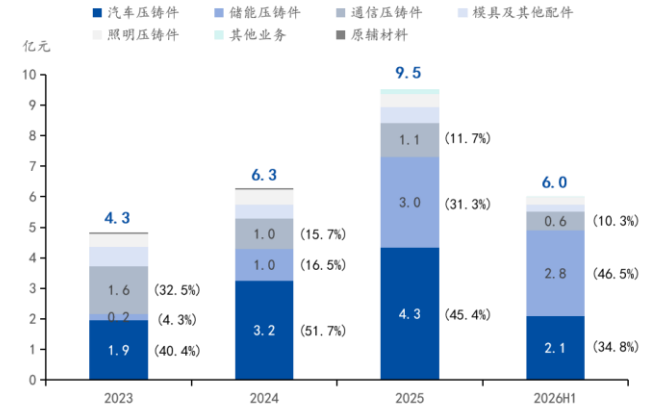
舜富精密整体营收规模持续快速增长，2023-2026H1 总营收分别为 4.8、6.3、9.5、6.0 亿元（2025 年并表）。汽车压铸件始终为舜富精密重要收入来源，2025 年实现营收 4.3 亿元，同比增加 33.2%，占比 45.4%；2026H1 实现营收 2.1 亿元，同比增加 19.38%，占比 34.8%；储能压铸件增长势头强劲，2025 年实现营收 3.0 亿元，

下载日志已记录，仅供内部参考

同比增长 187.5%，占比为 31.3%；2026H1 实现营收 2.8 亿元，同比增加 164.7%，占比 46.5%，成为舜富精密最大收入来源。

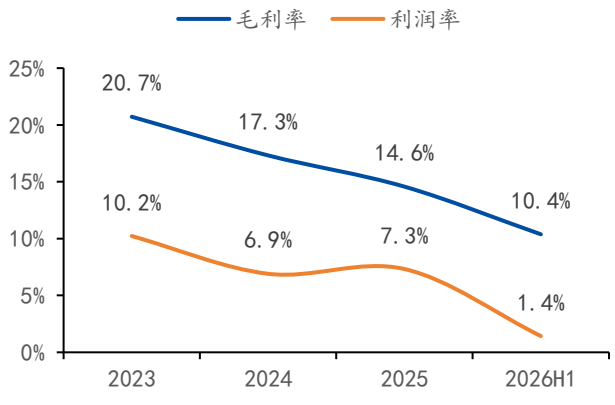
舜富精密毛利率受原材料价格等因素影响逐年回落，由 2023 年 20.7%下滑至 2026H1 的 10.4%。2026H1，公司利润率下滑的主要原因是原材料价格大幅上涨而产品价格具有滞后性，叠加原材料高位运行下存货跌价增加等因素影响。若后续铝价回落或舜富精密调整产品价格，舜富精密盈利能力有望回升。

图55: 2026H1，舜富精密收入同比增长 53%



数据来源：公司公告，iFinD，财通证券研究所；注：括号内为占比

图56: 舜富精密盈利能力受原材料价格等影响回落



数据来源：公司公告，iFinD，财通证券研究所

表14: 2025 年舜富精密前五大客户

序号	客户	销售内容	销售额（亿元）	占比
1	汇川技术	汽车压铸件	3.01	31.55%
2	思格新能源	储能压铸件	2.62	27.47%
3	中兴通讯	通信压铸件	1.20	12.58%
4	奇瑞汽车	汽车压铸件	0.56	5.93%
5	阳光电源	-	0.36	3.83%
总计	-	-	7.75	81.35%

数据来源：舜富精密 2025 年年报，舜富精密公开转让说明书，财通证券研究所

需求端：车用铝合金需求或将持续增长。根据智研咨询数据显示，铝合金压铸件行业最大的下游应用领域为汽车行业，中国铝合金压铸件下游占比中汽车占比 66.81%，其他领域占比为 33.19%。根据舜富精密公开转让说明书数据，2025/2030 年中国乘用车铝合金市场规模可达 2522/3472 亿元 2025-2030 年 CAGR 约 6.6%。

表15: 2025-2030 年中国乘用车铝合金市场规模或持续增加

	2021	2022	2023	2024	2025E	2030E
乘用车新车（万辆）	2147	2355	2601	2756	3027	3323
新能源车数量（万辆）	332	654	900	1287	1663	2326
其中：纯电动乘用车	272	502	623	736	984	1535
其中：混动车用车	60	151	277	551	679	791
纯电动乘用车单车用铝量（KG）	173	188	202	215	227	284
混动乘用车单车用铝量（KG）	207	216	224	233	238	265
新能源车总用铝量（万吨）	59	127	188	287	385	646
燃油车数量（万辆）	1815	1701	1701	1469	1364	997
燃油车单车用铝量（KG）	145	154	163	171	180	223
燃油车总用铝量（万吨）	263	262	277	251	246	222
车用铝合金使用量（万吨）	323	389	465	538	630	868
加工单价（元/KG）	40	40	40	40	40	40
车用铝合金市场空间（亿元）	1291	1556	1861	2151	2522	3472

数据来源：舜富精密公开转让说明书，中汽协，财通证券研究所；注：2025 年汽车产量为实际值、单车用铝量为预测值

下载日志已记录，仅供内部参考

镁合金压铸件需求有望在轻量化优势驱动和成本驱动下快速增长。一方面，根据每经头条公众号，在相同体积下，镁合金零部件重量仅为铝合金的 64%，理论减重比例稳定在 30%-35%区间；另一方面，截至 2026 年 9 月 7 日，镁/铝现货价比值低于 1.3 的替换阈值；且根据府谷镁公众号，2024 年中国镁资源储量占全球总量的 70%以上，稳居世界第一，资源相对可控。根据《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》，2030 年，我国单车用镁量或达 45kg，以 3323 万辆乘用车计算，将产生约 149.5 万吨镁合金需求。

供给端：截至 2025 年，舜富精密已验收多项 500 万套产能的项目，产能主要覆盖新能源汽车、5G 通讯、储能光伏三大压铸赛道。

表16: 舜富精密已建成项目产能情况

主体	项目
舜富精密	年产 5000 吨铝合金铸件、500 吨锌合金铸件（精密模具）生产项目
	汽车零部件智能制造项目
	年产 500 万件轻量化高端制造零部件项目
	年产 500 万套新能源汽车、5G 通讯零部件智能化柔性铸造工厂建设项目
	年产 200 万件新能源汽车精密部件（压铸件）、200 万件 5G 通讯部件（压铸件）及 100 万件储能光伏组件智能制造中心项目
舜富材料	年产 10 万吨再生铝深加工生产线项目
舜富涂装	年涂装 15 万平方米、电泳 3 万平方米金属件表面处理项目
	涂装 12 万平方米 5G 电子通讯及光伏产品表面处理扩建项目

数据来源：舜富精密公开转让说明书，财通证券研究所

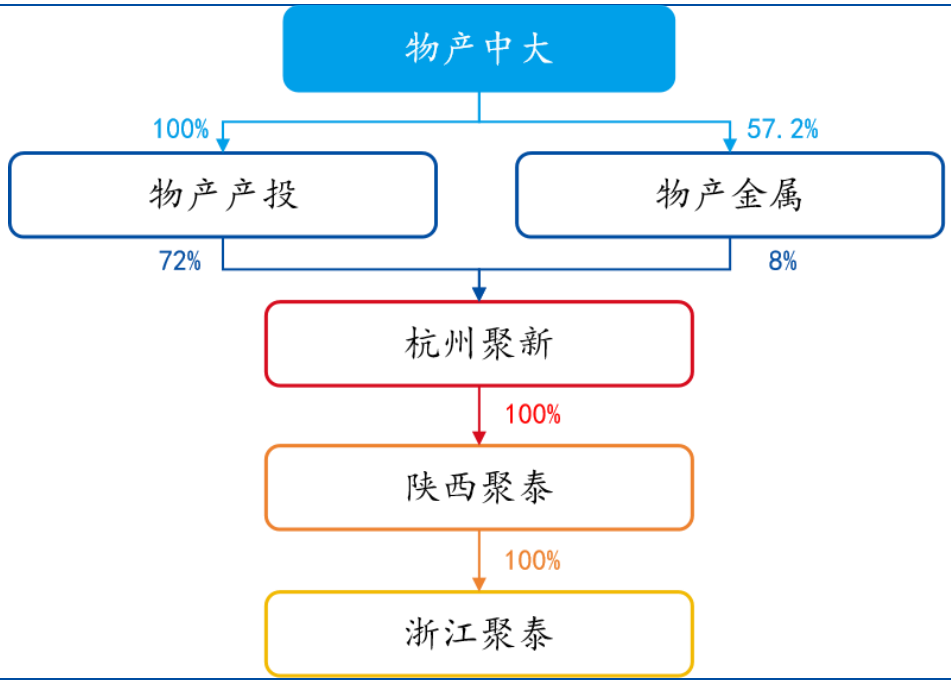
舜富精密向镁合金压铸成型业务延伸。2026 年 5 月 7 日，物产中大舜富镁业科技有限公司（舜富精密子公司）拟投资 10 亿元，于安徽省芜湖市南陵经济开发区年产 500 万件镁铝合金压铸结构件研发制造项目环评获批。该项目将新建 20 条铝合金精密压铸生产线、12 条镁粒子半固体注射成型生产线等，建成后可年产 500 万件镁、铝合金压铸结构件。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.4 战略有色金属材料：并购切入，再扩版图

2026 年，公司完成对杭州聚新新能源材料有限公司 80%股权收购，并间接控股陕西聚泰新材料有限公司、浙江聚泰新能源材料有限公司。2026H1，杭州聚新公司实现收入 11.70 亿元，实现利润总额 0.75 亿元，利润率为 6.4%。

图57: 公司控股陕西聚泰及浙江聚泰的股权结构图



数据来源：爱企查，财通证券研究所；注：持股比例为截至 2026 年 9 月 14 日的爱企查数据

陕西聚泰新材料成立于 2014 年，以电池级硫酸镍、电池级硫酸钴、电池级硫酸锰、钼产品等为主要产品。产能方面，公司陕西基地电池级硫酸镍年生产规模达万吨，五氧化二钒、电池级硫酸钴、电池级硫酸锰、钼产品年生产规模均处于千吨级别。

浙江聚泰舟山基地投产，满产后产能提升显著，未来或达百亿产值。聚泰舟山基地为浙江省“千项万亿”重点项目，2022 年 9 月启动建设，总占地 400 亩，总投资 35 亿元，完全建成后将形成年产 32.7 万吨金属新材料的规模，预计年产值超 100 亿元。项目分两期推进：一期聚焦原生矿石加工冶炼，已于 2025 年 11 月正式投产，规划产能包括电池级硫酸镍 15 万吨/年、电池级硫酸钴 1.5 万吨/年、电池级硫酸锰 1.5 万吨/年、电积镍板 3.5 万吨/年、电积钴板 7000 吨/年。二期聚焦废催化剂资源化利用，规划资源化利用废催化剂 10 万吨/年、其他危险废物 6 万吨/年，并配套建设 240MWh 全钒液流储能电站，预计 2027 年建成投产。二期达产后可新增五氧化二钒 5000 吨/年、钼酸 3000 吨/年。

表17: 公司聚泰舟山基地的规划情况

项目	投产时间	产品及产能
舟山基地一期（聚焦原生矿石加工冶炼）	2025 年 11 月	电池级硫酸镍 15 万吨/年、电池级硫酸钴 1.5 万吨/年、电池级硫酸锰 1.5 万吨/年、电积镍板 3.5 万吨/年、电积钴板 7000 吨/年
舟山基地二期（聚焦废催化剂资源化利用）	预计 2027 年	资源化利用废催化剂 10 万吨/年、其他危险废物 6 万吨/年，并配套建设 240MWh 全钒液流储能电站；新增五氧化二钒 5000 吨/年、钼酸 3000 吨/年。

数据来源：钒荣网公众号，财通证券研究所

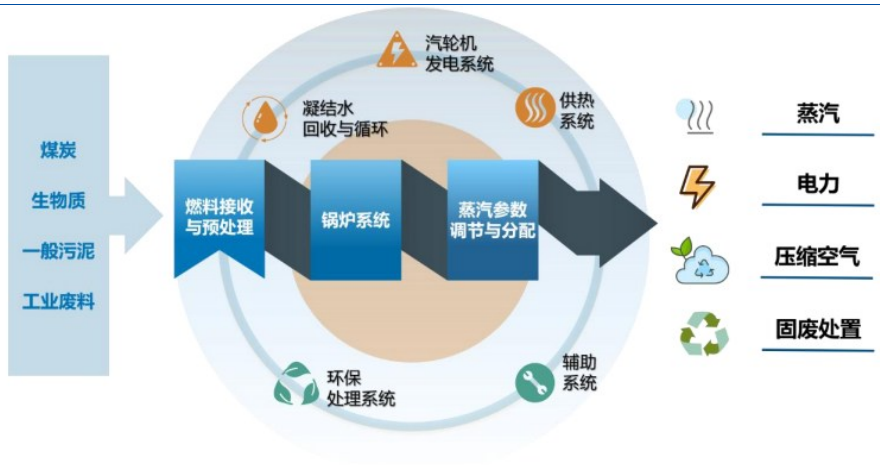
下载日志已记录，仅供内部参考

3.5 热电联产：收入稳定，南太湖电力并表或抬高中枢及提升盈利性

热电联产，是使用煤、天然气和生物质等一次能源产生热量和电力的高效能源利用方式，具体分为燃煤热电、燃气热电、生物质热电等。热电联产相比普通发电经济效益显著。燃烧一样数量和质量的煤炭，热电联产机组工作效率高，使其经济效益优于普通发电。

我们认为公司热电联产业务的竞争优势体现在：**①技术优势：**燃煤机组超低排放改造和运营技术在行业内处于领先地位；**②业务协同优势：**热电联产板块所需的煤炭优先通过煤炭流通业务板块采购，与公司煤炭贸易业务形成协同效应，确保能源供应的稳定性和具备一定的成本优势。

图58: 公司热电联产业务模式



数据来源：物产环能公司公告，财通证券研究所

公司热电联产业务以蒸汽供热为主，2025 年营收规模达 18.64 亿元，占公司热电联产收入的 63.8%。供电、压缩空气、污泥处置业务 2025 年分别取得营收 6.88 亿元、2.07 亿元、1.64 亿元，占热电联产收入比例分别为 23.5%、7.1%、5.6%。

表18: 公司热电联产主要产品种类及情况

产品种类	2025 年营收（亿元）（占热电联产收入比）	介绍及用途
蒸汽	18.64（63.8%）	热电厂生产的蒸汽及压缩空气直接向工业园区内的工业用户供应，供用户开展生产经营活动
压缩空气	2.07（7.1%）	
电	6.88（23.5%）	热电厂生产电力大部分直接出售给国家电网公司，由当地国网公司供应给终端电力用户
污泥处置	1.64（5.6%）	污泥处置的客户主要为城市污水处理厂和企业污水处理站，因环保要求这些企业污泥必须定点处置，公司为其提供污泥处置服务稳定规范，与其形成良好的长期合作关系

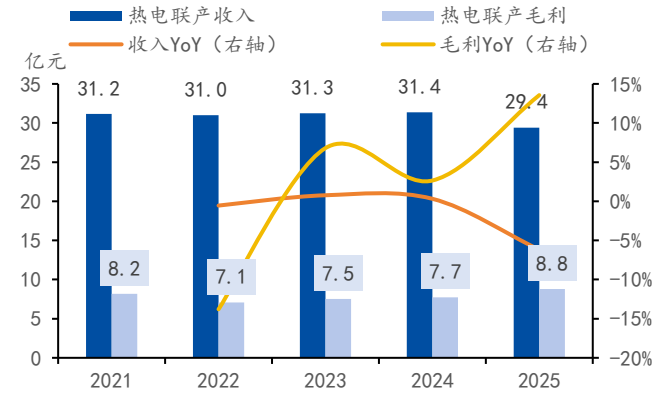
数据来源：物产环能公司公告，财通证券研究所

热电联产具有较强的区域性，热电企业一般遵循当地政府划分的集中供热区域规划，确定热源点的供热范围。供热范围内原则上不再另行规划建设其他热源点，呈现一定的区域垄断现象。**根据《热电联产管理办法》规定，以蒸汽为供热介质的热电联产机组，供热半径一般按 10 公里考虑，供热范围内原则上不再另行规划建设其他热源点。**

下载日志已记录，仅供内部参考

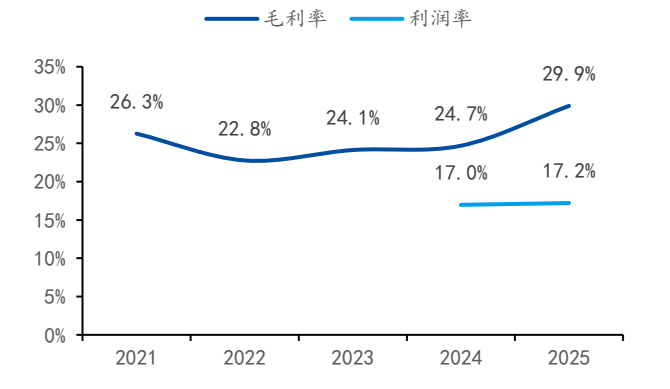
热电联产业务收入基本盘稳固，盈利水平持续上行。2021-2024 年公司热电联产营收稳定在 31 亿元左右，2025 年实现营收 29.4 亿元，整体规模保持平稳；毛利端自 2022 年阶段触底后持续修复，2025 年毛利达 8.8 亿元，同比增长 13.6%。盈利能力方面，热电联产毛利率自 2022 年 22.8%的低点进入持续提升至 2025 年的 29.9%；2024-2025 年利润率稳定在 17%的水平。

图59: 公司热电联产业务收入基本稳定，毛利整体增加



数据来源：公司公告，iFinD，财通证券研究所

图60: 2022-2025 年热电联产毛利率持续提升

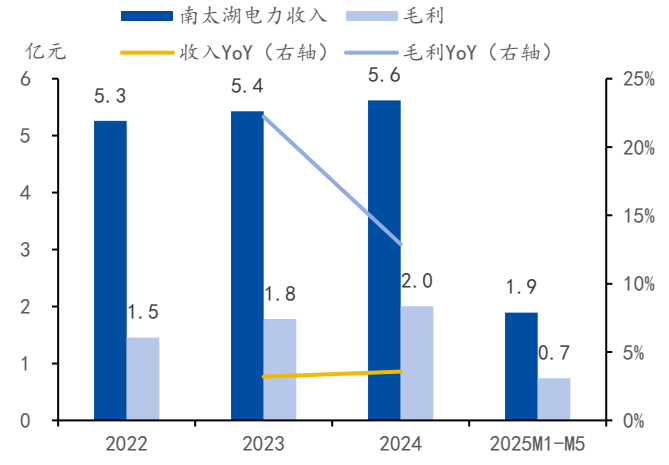


数据来源：公司公告，iFinD，财通证券研究所

2026 年，公司完成对南太湖电力公司的收购，增加公司 48MW 的装机规模及超 200 万吨的年供热规模。目前公司已形成新嘉爱斯热电、桐乡泰爱斯、浦江热电、秀舟热电、物产山鹰热电、金义生物质热电、南太湖电力共 7 家热电厂规模；截至 2026H1，公司年供热产能近 1800 万吨，覆盖热网主管道 700 公里以上。

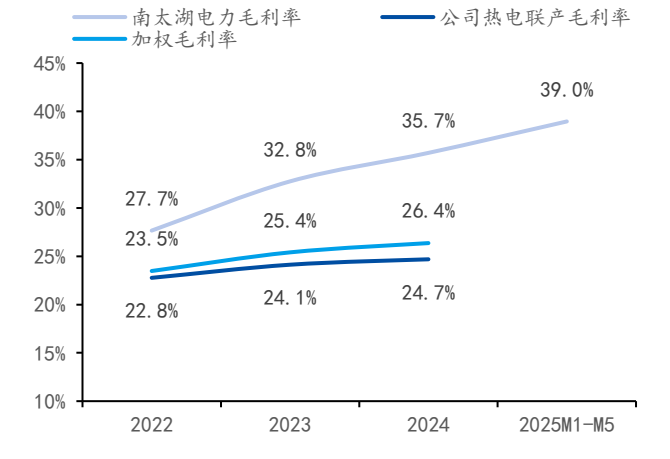
南太湖电力的注入，或将自 2026 年起抬升公司热电联产业务的收入规模和业务毛利率。

图61: 2022-2024 年南太湖电力收入中枢约 5.4 亿元



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图62: 南太湖电力并表或提升热电联产盈利性



数据来源：公司公告，财通证券研究所；注：南太湖电力于 2026 年并表，历史加权毛利率仅供参考

下载日志已记录，仅供内部参考

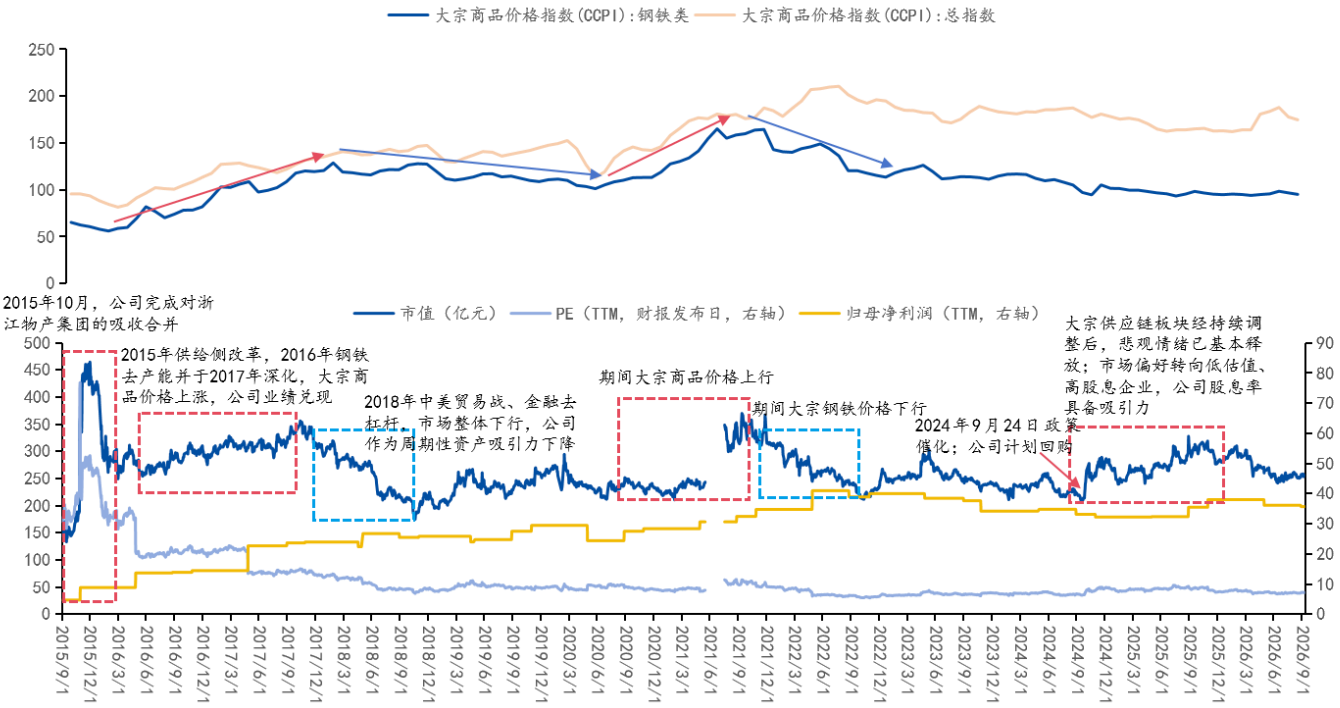
4 投资建议与盈利预测

4.1 股价复盘

公司股价走势整体与大宗商品周期有较大关联，2016-2017 年，供给侧改革推动钢铁等大宗品价格上行，叠加 2016 年公司业绩释放，公司市值震荡走高，行情以盈利驱动为主。2018 年，中美贸易摩擦叠加国内金融去杠杆，同时大宗价格见顶回落，周期资产吸引力下降，公司估值回落，市值持续降低。2019-2021 年（剔除 2021 年因市场传闻导致的异常波动），大宗重回景气周期，公司归母净利润回升，市值随盈利同步修复，但估值始终维持低位。2022-2023 年大宗钢铁价格下行，公司市值回落。2024 年以来，大宗商品周期逐步筑底，悲观预期已基本释放；同时 9 月 24 日政策叠加公司股份回购计划、公司高股息属性等催化，股价阶段性修复。

当前公司在“一体两翼”深度推进下，高端制造板块已成为第二成长极，2026H1 高端制造毛利占比已达到 30.1%，利润总额占比已达到 30.4%。展望未来，我们认为后续在公司“贸工一体化”内生增长+“外延并购”双轮驱动下，高端制造板块仍将快速发展，助力公司实现估值切换；公司市场表现受大宗周期的影响或将下降。

图63: 公司股价主要受大宗周期影响，当前大宗周期或已筑底且“一体两翼”助力公司多元增长



数据来源：iFinD，公司公告，国家发改委官网，中国政府网，经济参考报，财通证券研究所；注：股价复盘未包含 2021 年 5-7 月因市场传闻导致的异常波动

4.2 盈利预测

1）智慧供应链集成服务：公司经营稳健，未来货量有望保持稳健增长态势；销售单价方面，钢材价格降幅有望逐步收窄，煤炭、化工品等销售单价有望回升。综合以上因素，我们预计 2026-2028 年公司智慧供应链集成服务收入增速分别为 0.9%、1.2%、1.9%，毛利率分别为 1.8%、1.7%、1.6%。

下载日志已记录，仅供内部参考

2）高端制造业务：综合考虑线缆新基地投产、柒鑫公司扩产能、并表杭州聚新公司及南太湖电力公司、聚新舟山基地爬产等因素，我们预计 2026-2028 年公司高端制造业务收入增速分别为 20.4%、17.6%、17.2%；毛利率方面，2026 年受铜价和铝价高企影响，电线电缆制造以及镁铝新材料业务毛利率可能有所下滑，若后续成本端价格回落、公司产品价格调整等，毛利率或将逐步回升，我们假设 2026-2028 年公司毛利率分别为 14.2%、14.4%、14.6%。

3）金融服务：2026H1，公司金融服务收入同比大幅下滑的主要原因或为物产中大期货 2025H1 会计口径尚未变更；全年口径来看，金融服务收入无物产中大期货会计口径影响，2026 年全年降幅或收窄，2027-2028 年假设稳健高质量增长；我们预计 2026-2028 年金融服务业务收入增速分别为-20%、5%、5%；毛利率方面，假设随着公司投资结构优化及业务结构调整，板块盈利能力稳定在更高的中枢，2026-2028 年毛利率维持 15.0%。

综合以上，我们预计 2026-2028 年公司营收增速为 1.6%、2.3%、3.1%，整体毛利率为 2.8%、2.9%、2.9%。

4）费用率：我们预计公司 2026-2028 年销售费用率分别为 0.44%、0.43%、0.43%，管理费用率分别为 0.61%、0.60%、0.60%，研发费用率分别为 0.29%、0.33%、0.37%。

5）有效税率：我们预计 2026-2028 年公司有效税率分别为 21.5%、21.3%、21.1%。

表19：盈利预测表

单位：亿元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**5995.2**	**5964.6**	**6060.6**	**6201.1**	**6394.8**
YoY	3.3%	-0.5%	1.6%	2.3%	3.1%
其中：					
1.智慧供应链集成服务	**5537.7**	**5522.3**	**5571.4**	**5636.6**	**5744.1**
YoY	2.3%	-0.3%	0.9%	1.2%	1.9%
2.高端制造	296.6	335.5	403.9	474.8	556.5
YoY	31.7%	13.1%	20.4%	17.6%	17.2%
3.金融服务	160.9	106.7	85.4	89.7	94.1
YoY	50.9%	-33.6%	-20.0%	5.0%	5.0%
总毛利	**130.8**	**136.9**	**170.6**	**177.5**	**187.1**
整体毛利率	**2.2%**	**2.3%**	**2.8%**	**2.9%**	**2.9%**
1.智慧供应链服务	1.3%	1.3%	1.8%	1.7%	1.6%
2.高端制造	15.1%	14.6%	14.2%	14.4%	14.6%
3.金融服务	9.2%	12.6%	15.0%	15.0%	15.0%
三大费用率	**1.3%**	**1.3%**	**1.3%**	**1.4%**	**1.4%**
销售费用率	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用率	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
研发费用率	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%
有效税率	**23.3%**	**21.7%**	**21.5%**	**21.3%**	**21.1%**
归母净利润	**30.8**	**36.2**	**37.5**	**40.6**	
YoY	-14.9%	17.7%	3.4%	8.3%	
归母净利率	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	

数据来源：公司公告，wind，财通证券研究所



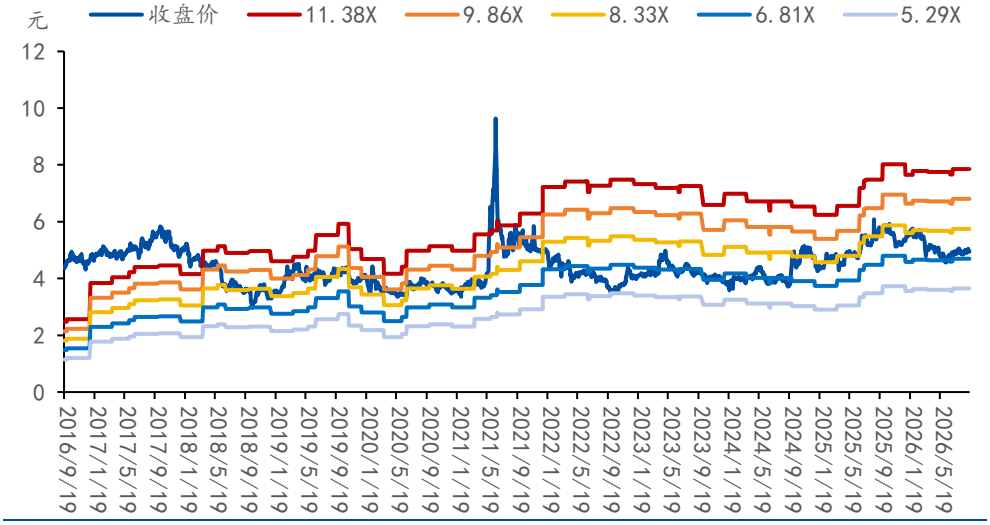
下载日志已记录，仅供内部参考

4.3 估值对比与投资建议

4.3.1 纵向对比：PE、PB 处于低位

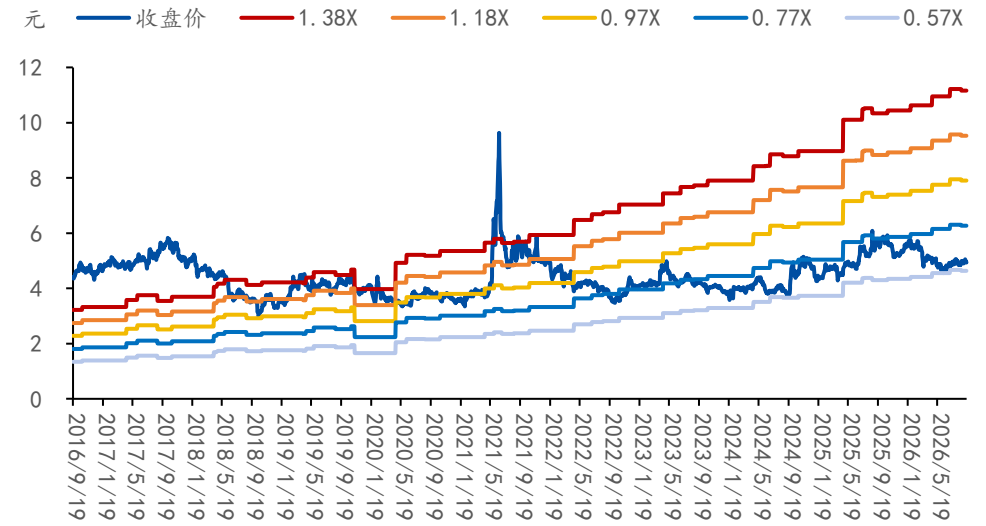
当前公司 PE、PB 均处于低位。①从 PE Bands 看，当前股价运行于 6.81X—8.33X PE 区间，处于近十年估值带的中下沿，估值分位处于历史偏低水平；②从 PB Bands 看，股价落在 0.57X-0.77X PB 区间，持续处于深度破净状态，贴近历史估值底部。

图64: 公司近十年 PE Bands



数据来源：iFinD，财通证券研究所；注：收盘价时间范围为 2016 年 9 月 19 日至 2026 年 9 月 15 日

图65: 公司近十年 PB Bands



数据来源：iFinD，财通证券研究所；注：收盘价时间范围为 2016 年 9 月 19 日至 2026 年 9 月 15 日

4.3.2 横向对比：PE 明显低于可比公司

首次覆盖，给予“买入”评级：我们选取厦门象屿、厦门国贸、建发股份、浙商中拓等头部大宗供应链公司作为可比公司，2026-2028 年可比公司平均 PE 分别为 11.23、7.79、6.65 倍；我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 37.5 亿元、

下载日志已记录，仅供内部参考

40.6 亿元、44.1 亿元，对应 PE 分别为 6.72、6.21、5.71 倍，低于可比公司平均水平。

表20: 可比公司估值表

公司名称	公司代码	市值（亿元）	归母净利润（亿元）					PE				
			2024	2025	2026E	2027E	2028E	2024	2025	2026E	2027E	2028E
厦门象屿	600057. SH	167. 8	14. 2	12. 9	20. 7	23. 9	26. 42	10. 21	18. 72	8. 12	7. 01	6. 35
厦门国贸	600755. SH	117. 5	6. 3	5. 1	10. 0	13. 9	16. 51	23. 00	30. 19	11. 75	8. 48	7. 12
建发股份	600153. SH	238. 6	29. 5	-108. 1	14. 5	24. 8	30. 48	10. 52	—	16. 50	9. 64	7. 83
浙商中拓	000906. SZ	43. 7	3. 7	2. 2	5. 1	7. 3	8. 24	12. 68	18. 86	8. 57	6. 03	5. 31
平均	-							**14. 11**	**22. 59**	**11. 23**	**7. 79**	**6. 65**
物产中大	600704. SH	251. 8	30. 8	36. 2	37. 5	40. 6	44. 1	8. 72	8. 07	6. 72	6. 21	5. 71

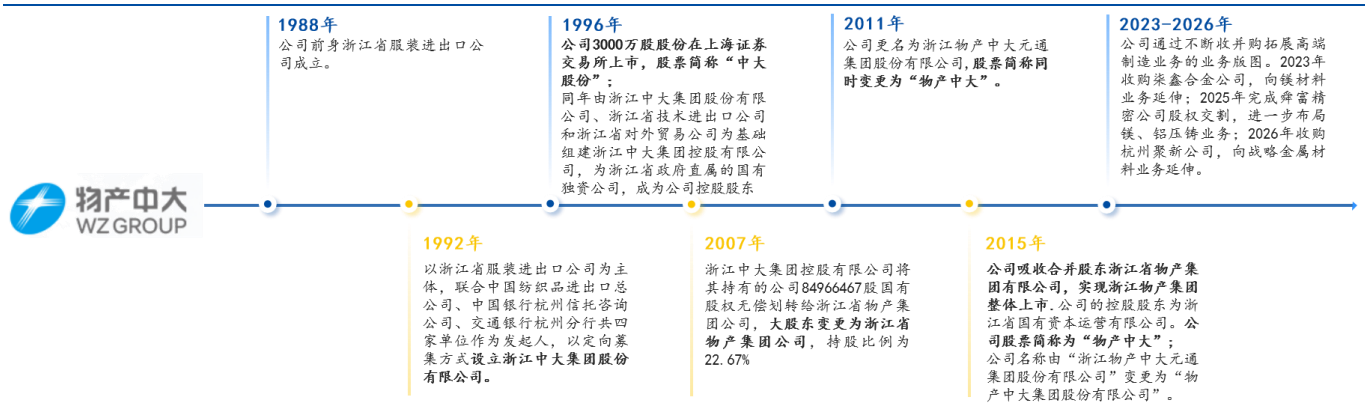
数据来源：iFinD，财通证券研究所；注：市值截至 2026 年 9 月 17 日收盘市值 ；建发股份盈利预测来自财通证券研究所，其余可比公司盈利预测来自 iFinD 一致预期

5 附录

5.1 发展历程：三十余载光阴铸就中国供应链龙头

1988 年公司的前身浙江省服装进出口公司成立；1992 年，公司联合多方主体发起设立股份公司并于 1996 年登陆上交所，股票简称为“中大股份”；2007 年通过股份无偿划转，公司控股股东变更为浙江省物产集团；2011 年，公司更名为物产中大元通集团股份有限公司，证券简称更名为“物产中大”；2015 年，公司吸收合并股东浙江省物产集团实现整体上市；2023 年起，公司加速高端制造布局，先后并购柒鑫合金、舜富精密、杭州聚新公司，业务延伸至镁材料、镁铝压铸及战略有色金属材料赛道，“贸易+制造”协同的产业版图持续扩容。

图66: 公司发展历程



数据来源：公司超短期融资募集说明书，公司公告，财通证券研究所

5.2 股权结构：浙江省属国资核心上市平台，国资控制力稳固

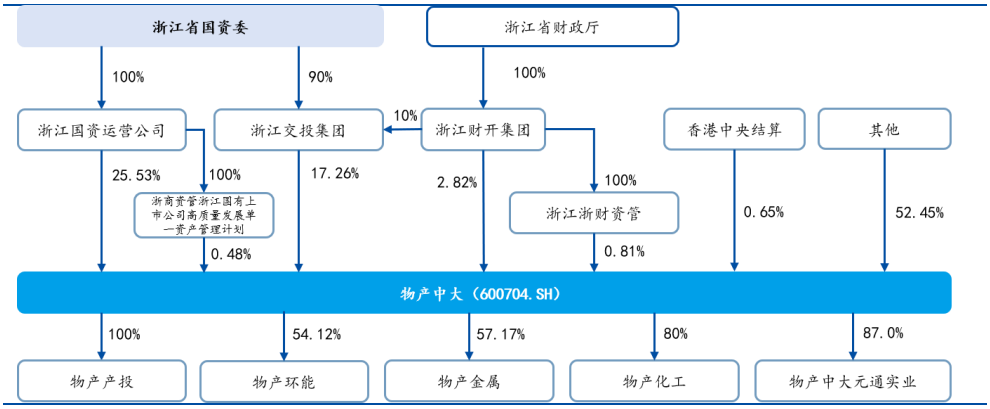
公司为浙江省属国资核心上市平台，股权结构清晰且国资控制力稳固。截至 2026 年 6 月 30 日，浙江省国资委为公司实际控制人，以浙江国资运营公司、浙江交投

下载日志已记录，仅供内部参考

集团为核心持股主体，共计持有公司 41.54%股份。浙江省财政厅主要通过浙江财开集团及下属资管平台等合计持股 5.36%。

子公司方面，公司主要控股子公司包括物产产投，物产环能（603071.SH）、物产金属、物产化工、物产中大元通实业等，对各核心主业板块控股力度充足，产业架构完整协同。

图67: 公司股权结构（截至 2026 年 6 月 30 日）



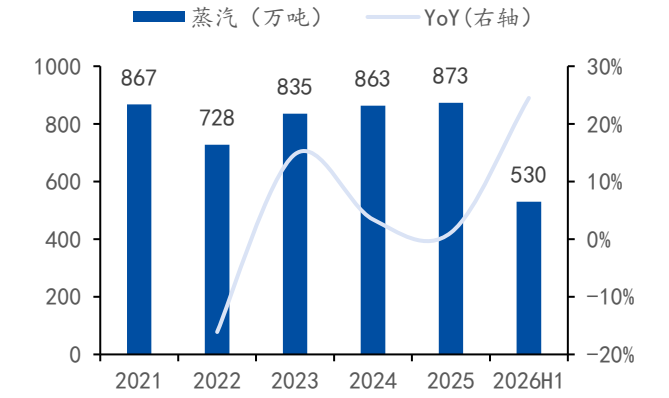
数据来源：iFinD，公司公告，财通证券研究所

5.3 热电联产业务量价

5.3.1 量：供热业务具有区域垄断性，受热电厂周边需求影响

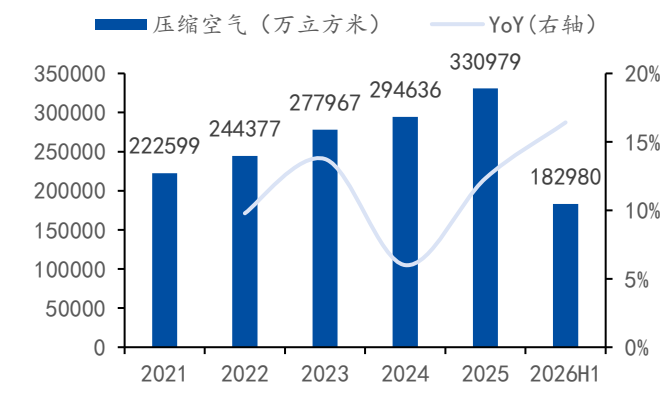
公司热电联产产品销量大多呈现稳健增长趋势，2025 年公司蒸汽销量 873 万吨（同比增加 1.1%）、压缩空气 330979 万立方米（同比增加 12.3%）、电力销量 147404 万千瓦时（同比减少 4.1%）、污泥处置 83 万吨（同比增加 7.5%）。2026H1，公司蒸汽销量 530 万吨（同比增加 24.5%）、压缩空气 182980 万立方米（同比增加 16.4%）、电力销量 77367 万千瓦时（不包含光伏发电，同比增加 12.4%）、污泥处置 40 万吨（同比减少 5.9%。）

图68: 2021-2026H1 公司蒸汽销量情况



数据来源：物产环能公司公告，财通证券研究所

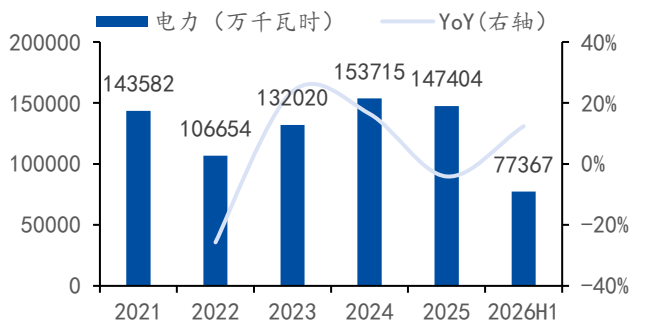
图69: 2021-2026H1 公司压缩空气销量情况



数据来源：物产环能公司公告，财通证券研究所

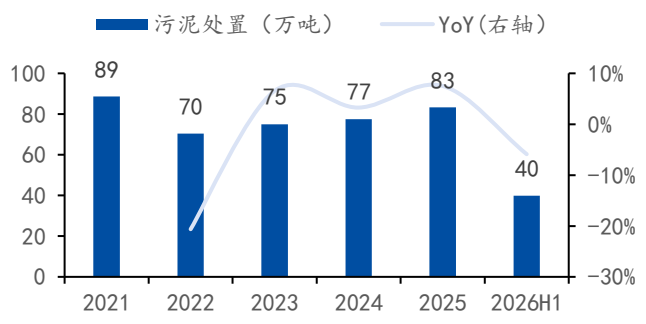
下载日志已记录，仅供内部参考

图70: 2021-2026H1 公司电力销量情况



数据来源：物产环能公司公告，财通证券研究所；注：2026H1 电力销量不包含光伏发电量

图71: 2021-2026H1 公司污泥处置量情况



数据来源：物产环能公司公告，财通证券研究所

5.3.2 价：主要产品蒸汽、压缩空气定价参考煤炭成本

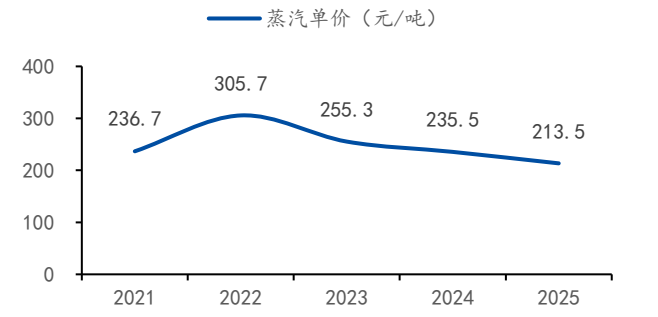
蒸汽：以政府部门指导价作为依据，公司和热用户依据生产经营成本和供求状况等因素具体协商确定，并按照煤热价格联动机制进行调整。在联动机制下，公司蒸汽销售单价基本与公司煤炭销售单价走势一致。

压缩空气：定价主要参考煤炭、管道建设等成本因素，与客户协商沟通后确定。公司压缩空气销售单价基本与公司煤炭销售单价走势一致。

电力：部分上网电价为固定电价，部分为市场化定价。

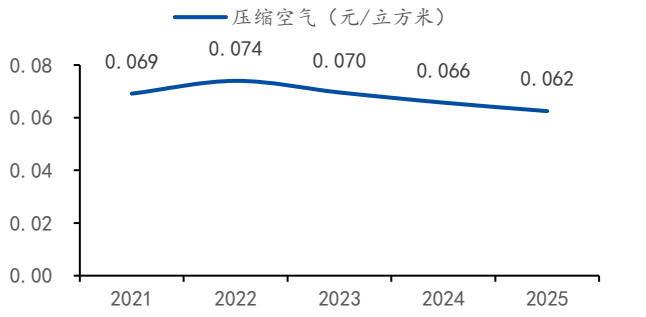
污泥处置：定价主要参考处理成本、客户区位、客户污泥热量和水分等因素，与客户协商沟通后确定。

图72: 2021-2025 年公司蒸汽单价



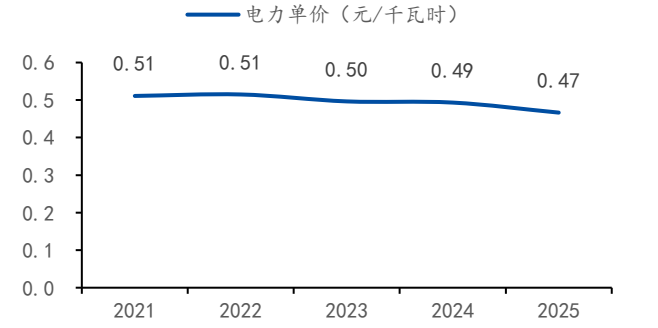
数据来源：物产环能公司公告，财通证券研究所

图73: 2021-2025 年公司压缩空气单价



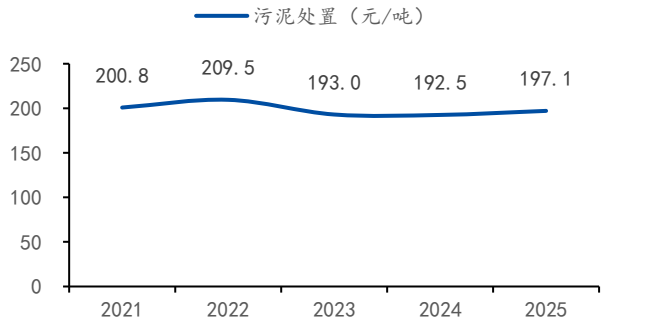
数据来源：物产环能公司公告，财通证券研究所

图74: 2021-2025 年公司电力单价



数据来源：物产环能公司公告，财通证券研究所

图75: 2021-2025 年公司污泥处置单价



数据来源：物产环能公司公告，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

6 风险提示

大宗商品价格波动风险：公司主业聚焦大宗商品供应链服务，业绩与钢铁、金属、能源等品类价格联动。若大宗价格超预期波动将对业绩产生影响。

下游需求不及预期风险：大宗商品需求高度绑定基建、地产与制造业等的景气度，若宏观经济修复力度偏弱、终端需求持续低迷，将直接影响公司业务规模扩张与盈利释放节奏。

新业务发展不及预期风险：公司“一体两翼”战略下高端制造细分业务仍处扩张阶段，若项目投产进度、盈利贡献能力低于预期，将影响公司业绩表现。

下载日志已记录，仅供内部参考

公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**599519.56**	**596462.52**	**606059.68**	**620105.67**	**639479.02**
减:营业成本	586440.18	582770.76	588997.25	602354.21	620772.42
营业税费	739.42	769.08	787.88	806.14	831.32
销售费用	2800.00	2649.18	2666.66	2666.45	2749.76
管理费用	3754.29	3703.77	3696.96	3720.63	3836.87
研发费用	1234.47	1434.38	1736.57	2041.47	2393.09
财务费用	1326.11	1598.94	1589.12	1591.94	1617.67
资产减值损失	-931.35	-1138.66	-1100.00	-1200.00	-1300.00
加:公允价值变动收益	**321.18**	**-245.10**	**100.00**	**100.00**	**100.00**
投资和汇兑收益	2870.25	4252.02	909.09	1550.26	2238.18
营业利润	**6444.05**	**6991.95**	**7235.23**	**7891.28**	**8603.18**
加:营业外净收支	43.85	15.32	50.00	0.00	-10.00
利润总额	**6487.90**	**7007.27**	**7285.23**	**7891.28**	**8593.18**
减:所得税	1509.91	1520.49	1566.32	1680.84	1813.16
净利润	**3079.00**	**3623.26**	**3745.88**	**4055.41**	**4407.01**

资产负债表（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	23523.95	28661.40	34114.27	34807.15	35485.22
交易性金融资产	2482.26	3739.17	3839.17	3939.17	4039.17
应收账款	17745.12	20340.28	22727.24	23253.96	23980.46
应收票据	76.02	340.40	370.37	361.73	355.27
预付账款	19054.55	23981.49	22381.90	22889.46	22347.81
存货	38880.47	44852.81	45810.90	46849.77	48282.30
其他流动资产	9290.97	11606.52	11606.52	11606.52	11606.52
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期股权投资	13800.72	14377.09	14877.09	15377.09	15877.09
投资性房地产	4749.42	3171.62	3171.62	3171.62	3171.62
固定资产	14428.32	14292.53	14833.29	15234.61	15491.45
在建工程	1079.19	1774.08	2046.67	2292.00	2512.80
无形资产	4418.84	4253.37	3999.68	3745.99	3492.30
其他非流动资产	3931.95	5051.77	5103.32	5103.32	5103.32
资产总额	**175878.58**	**200992.15**	**211735.41**	**215347.23**	**218371.54**
短期债务	21783.31	36998.34	33319.87	30482.17	25132.76
应付账款	14676.59	12778.79	13906.88	13385.65	13794.94
应付票据	19586.65	23898.30	24541.55	24261.49	24141.15
其他流动负债	15983.55	21543.40	21543.40	21543.40	21543.40
长期借款	4439.87	4672.46	8105.69	8105.69	8105.69
其他非流动负债	231.36	315.90	250.10	250.10	250.10
负债总额	**117960.38**	**139991.92**	**142207.48**	**139075.20**	**134595.61**
少数股东权益	**15687.52**	**17150.20**	**19123.22**	**21278.24**	**23651.24**
股本	5192.56	5171.18	5171.18	5171.18	5171.18
留存收益	22309.94	24800.86	28625.78	33214.86	38345.75
股东权益	**57918.20**	**61000.23**	**69527.93**	**76272.03**	**83775.93**

现金流量表（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	3079.00	3623.26	3745.88	4055.41	4407.01
加:折旧和摊销	2155.10	2167.44	1782.55	1949.24	2118.27
资产减值准备	1172.25	1715.99	1450.00	1800.00	2100.00
公允价值变动损失	-321.18	245.10	-100.00	-100.00	-100.00
财务费用	1484.24	1642.32	1775.74	1863.08	1815.74
投资收益	-2549.63	-4474.53	-909.09	-1550.26	-2238.18
少数股东损益	1898.99	1863.52	1973.02	2155.02	2373.01
营运资金的变动	-2320.61	-13733.43	-2401.76	-2862.75	-1194.68
经营活动产生现金流量	**4148.68**	**-7547.82**	**6849.39**	**6937.67**	**8971.43**
投资活动产生现金流量	**309.67**	**-3390.41**	**-3259.67**	**-577.67**	**47.92**
融资活动产生现金流量	**2874.75**	**-1140.36**	**5742.90**	**-2829.41**	**-2991.86**

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性					
营业收入增长率	3.3%	-0.5%	1.6%	2.3%	3.1%
营业利润增长率	-9.1%	8.5%	3.5%	9.1%	9.0%
净利润增长率	-14.9%	17.7%	3.4%	8.3%	8.7%
EBITDA 增长率	-25.3%	1.4%	64.0%	7.3%	7.8%
EBIT 增长率	-34.1%	1.8%	104.8%	6.9%	7.7%
NOPLAT 增长率	-35.3%	3.9%	105.4%	7.1%	7.9%
投资资本增长率	3.1%	19.3%	9.3%	3.3%	1.8%
净资产增长率	12.8%	5.3%	14.0%	9.7%	9.8%
利润率					
毛利率	2.2%	2.3%	2.8%	2.9%	2.9%
营业利润率	1.1%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%
净利润率	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%	1.1%
EBITDA/营业收入	1.1%	1.1%	1.8%	1.8%	1.9%
EBIT/营业收入	0.7%	0.7%	1.5%	1.5%	1.6%
运营效率					
固定资产周转天数	9	9	9	9	9
流动营业资本周转天数	**8**	**10**	**13**	**14**	**15**
流动资产周转天数	68	77	85	86	85
应收账款周转天数	10	11	13	13	13
存货周转天数	24	26	28	28	28
总资产周转天数	103	114	123	124	122
投资资本周转天数	57	64	72	75	74
投资回报率					
ROE	7.3%	8.3%	7.4%	7.4%	7.3%
ROA	2.9%	2.9%	2.8%	2.9%	3.1%
ROIC	3.4%	2.9%	5.5%	5.7%	6.1%
费用率					
销售费用率	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用率	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
财务费用率	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
三费/营业收入	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
偿债能力					
资产负债率	67.1%	69.7%	67.2%	64.6%	61.6%
负债权益比	203.7%	229.5%	204.5%	182.3%	160.7%
流动比率	1.11	1.11	1.19	1.25	1.32
速动比率	0.46	0.46	0.54	0.57	0.61
利息保障倍数	2.87	2.87	5.00	5.09	5.62
分红指标					
DPS(元)	0.21	0.22	0.23	0.24	0.27
分红比率	0.35	0.31	0.31	0.31	0.31
股息收益率	4.2%	3.9%	4.6%	5.0%	5.5%

业绩和估值指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS(元)	0.58	0.69	0.72	0.78	0.85
BVPS(元)	8.13	8.48	9.75	10.63	11.63
PE(X)	8.7	8.1	6.7	6.2	5.7
PB(X)	0.6	0.7	0.5	0.5	0.4
P/FCF					
P/S	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	6.5	8.4	4.5	3.9	3.2
CAGR(%)					
PEG	—	0.5	2.0	0.8	0.7
ROIC/WACC					
REP					

资料来源：Wind，财通证券研究所（以 2026 年 09 月 17 日收盘价计算）

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
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。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
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。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。
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价格、价值及投资收入可能会波动。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。
本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。
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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；
本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。