

厦门象屿 (600057)

2022 年年报及 2023 年一季报点评: 业绩符合预期, 业务结构改善增长后劲充足

买入 (维持)

2023 年 04 月 30 日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 阳靖

执业证书: S0600523020005

yangjing@dwzq.com.cn

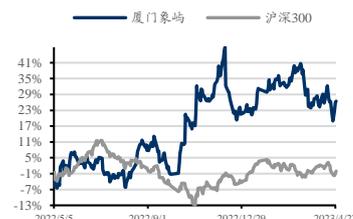
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	538,148	592,769	711,296	823,758
同比	16%	10%	20%	16%
归属母公司净利润 (百万元)	2,637	3,462	4,218	4,916
同比	20%	31%	22%	17%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.16	1.53	1.86	2.17
P/E (现价&最新股本摊薄)	9.15	6.97	5.72	4.91

关键词: #业绩符合预期 #市占率上升

投资要点

- **业绩简评:** 2022 年, 公司实现收入/ 归母净利润/ 扣非净利润 5381/ 26.4/ 26.6 亿元, 同比+16%/ +20%/ +22%; 2023Q1, 公司实现收入/ 归母净利润/ 扣非净利润 1292/ 5.5/ 0.45 亿元, 同比+13%/ +15%/ -94%。公司非经常项主要包含对冲套保的损益, 因此归母利润更能反映实际盈利。总体上看, 公司 2022 年年报及 2023 年一季报业绩均符合预期。
- **业务结构优化, 净利率呈现趋势性改善:** 2022 年销售毛利率/ 净利率分别为 2.13%/ 0.70%, 同比-0.05pct/ +0.11pct; 2023Q1 公司销售毛利率/ 净利率分别为 2.12%/ 0.59%, 同比-0.58%/ -0.03pct。随着公司业务结构改善, 公司 2022 年净利润率明显提升。2023Q1 在计提 1.48 亿元哈农商行投资亏损的情况下净利率仍持平, 公司净利率改善的趋势仍在持续。
- **新能源、铝等新产业链高增验证横向复制能力:** 公司供应链业务板块新产业链实现高增, 2022 年公司铝产业链毛利润同比增长 102%, 新能源产业链毛利润同比增长 163%。公司将成熟模式横向复制到新产业链, 而 2022 年铝、新能源等产业链的高增验证公司横向复制的成长模式。
- **大客户数量提升改善经营稳定性:** 2022 年底公司客户数量达 1.4 万家, 2020~22 年 CAGR 达 13%; 其中年业务规模大于 3 亿元的客户达 408 家, 2020~22 年 CAGR 达 32%。与大型客户的合作更稳定、经营风险更低, 也更能发挥公司一体化供应链服务的优势。
- **维持较高比例分红的分红政策:** 公司计划向全体股东每 10 股分红 6.1 元 (含税), 分红率达 56%, 静态股息率 (对应 4 月 28 日收盘价) 为 5.7%。公司 2019 年以来每年的分红率都在 50% 或以上。
- **盈利预测与投资评级:** 公司是国内大宗供应链龙头企业, 2022 年公司市占率仅 1%。公司管理能力和团队激励机制优秀, 并具备行业领先的物流资源壁垒和数智化能力, 我们看好公司未来市场份额持续提升。考虑到 2023Q1 哈农商行减值产生的投资亏损, 我们将公司 2023~24 年归母净利润预期从 35.0/ 42.2 亿元调整至 34.6/ 42.2 亿元, 预计 2025 年公司归母净利润预测为 49.2 亿元, 同比增速为 31%/ 22%/ 17%, 对应 4 月 28 日收盘价为 7/ 6/ 5 倍 P/E, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 定增落地时间, 宏观经济, 极端天气等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.66
一年最低/最高价	7.71/12.49
市净率(倍)	1.57
流通 A 股市值(百万元)	22,932.82
总市值(百万元)	24,131.69

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.79
资产负债率(% ,LF)	73.48
总股本(百万股)	2,263.76
流通 A 股(百万股)	2,151.30

相关研究

《厦门象屿(600057): 2022Q3 业绩点评: 扣非净利润+68%, 实现稳步成长》

2022-10-27

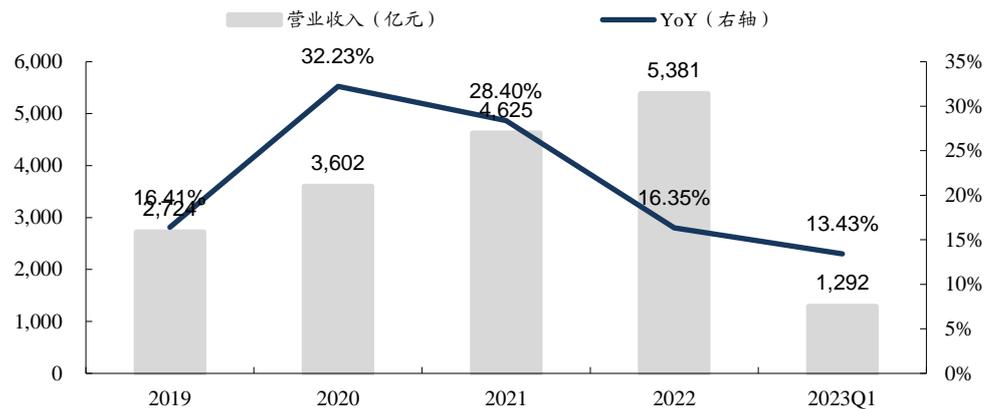
《厦门象屿(600057): 2022Q3 业绩预告点评: 归母净利润预增约 50%, 农产品&新能源&铝高增》

2022-10-19

业绩简评

公司 2022 年年报及 2023 年一季报业绩均符合预期: 2022 年, 公司收入/ 归母净利润/ 扣非净利润为 5381/ 26.4/ 26.6 亿元, 同比+16%/ +20%/ +22%; 2023Q1, 公司收入/ 归母净利润/ 扣非净利润为 1292/ 5.5/ 0.45 亿元, 同比+13%/ +15%/ -94%。公司非经常项主要包含套保的损益, 因此归母净利润更能反映实际盈利。

图1: 公司收入及增速



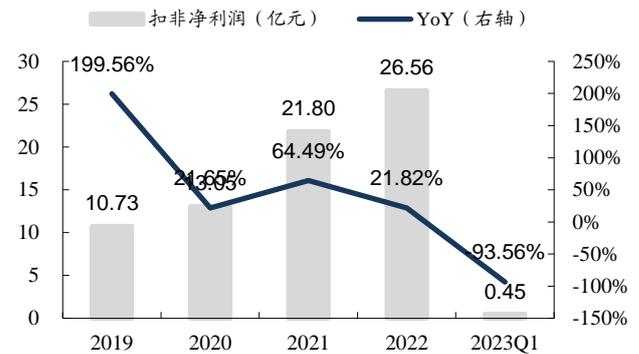
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图2: 公司归母净利润及增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图3: 公司扣非净利润及增速



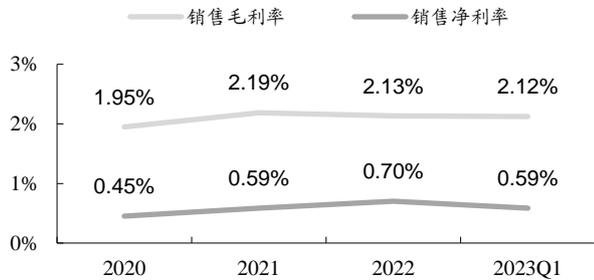
数据来源: wind, 东吴证券研究所

经营分析

业务结构优化, 净利率呈现趋势性改善: 2022 年销售毛利率/净利率分别为 2.13%/0.70%, 同比-0.05pct/ +0.11pct; 2023Q1 公司销售毛利率/净利率分别为 2.12%/0.59%, 同比-0.58%/ -0.03pct。随着公司业务结构改善, 公司 2022 年净利润率明显提升。

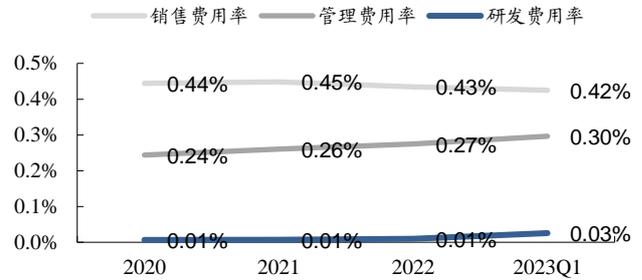
2023Q1 在计提 1.48 亿元哈农商行投资亏损的情况下净利率仍持平，公司净利率改善的趋势仍在持续。

图4：公司毛利率及销售净利率呈上升趋势



数据来源：wind，东吴证券研究所

图5：公司费用率整体呈下降趋势



数据来源：wind，东吴证券研究所

新能源、铝等新产业链高增验证横向复制能力：供应链业务板块，公司新产业链实现高增，2022 年公司铝产业链毛利润同比增长 102%，新能源产业链毛利润同比增长 163%。公司将成熟模式横向复制到新产业链，而 2022 年铝、新能源等产业链的高增验证公司横向复制的成长模式。

图6：公司供应链业务板块分产业链经营货量及收入毛利情况（收入及毛利单位：亿元）

类别	经营货量		营业收入		期现毛利		期现毛利率	
	数量 (万吨)	同比 变动	金额	同比 变动	金额	同比 变动	数值	同比 变动
金属矿产	11,665	-5.65%	3,491	8.02%	54.90	30.85%	1.57%	增加 0.27 个百分点
其中：黑色金属	7,675	-10.40%	1,171	-14.17%	24.21	19.85%	2.07%	增加 0.59 个百分点
不锈钢	1,606	19.07%	1,122	44.61%	17.29	15.47%	1.54%	减少 0.39 个百分点
铝	2,174	-8.18%	1,033	4.89%	10.96	102.12%	1.06%	增加 0.51 个百分点
农产品	1,764	19.39%	520	12.45%	14.12	-22.19%	2.72%	减少 1.21 个百分点
其中：谷物原粮	1,446	29.44%	341	26.87%	10.13	3.34%	2.97%	减少 0.68 个百分点
能源化工	6,345	19.56%	919	34.87%	16.25	13.60%	1.77%	减少 0.33 个百分点
其中：动力煤	5,396	24.00%	467	68.98%	11.15	14.04%	2.39%	减少 1.15 个百分点
新能源	21	22.21%	251	176.23%	4.76	162.65%	1.90%	减少 0.10 个百分点
其他	-	-	27	18.25%	-	-	-	-
合计	19,795	3.29%	5,207	16.00%	90.13	16.87%	1.73%	增加 0.01 个百分点

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

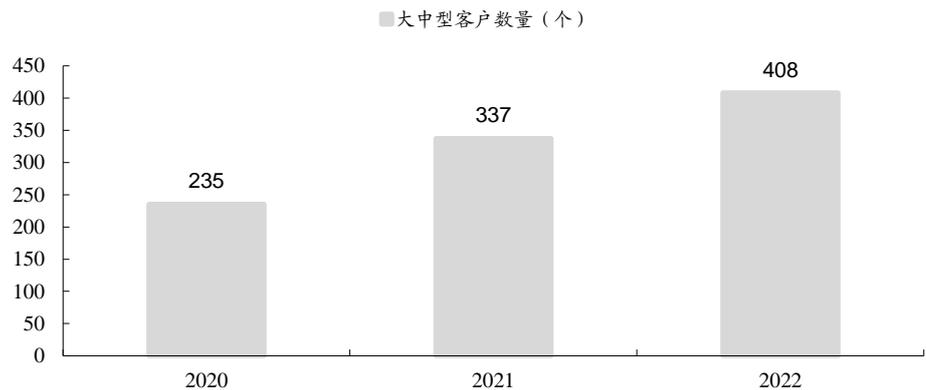
图7：公司物流板块收入及毛利情况（单位：亿元）

类别	营业收入		毛利		毛利率	
	金额	同比变动	金额	同比变动	数值	同比变动
综合物流	63.97	9.79%	6.38	21.78%	9.97%	增加 0.98 个百分点
农产品物流	3.12	-16.08%	1.89	-0.08%	60.76%	增加 9.73 个百分点
铁路物流	9.79	-15.33%	0.81	10.60%	8.31%	增加 1.95 个百分点
合计	76.88	4.53%	9.08	15.47%	11.81%	增加 1.12 个百分点

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

大客户数量提升改善经营稳定性：2022 年底公司客户数量达 1.4 万家，2020~22 年 CAGR 达 13%；其中年业务规模大于 3 亿元的客户达 408 家，2020~22 年 CAGR 达 32%。与大型客户的合作更稳定、经营风险更低，也更能发挥公司一体化供应链服务的优势。

图8：公司业务规模 3 亿元以上的大中型客户数量持续提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

维持较高比例分红的分红政策：公司计划向全体股东每 10 股分红 6.1 元（含税），分红率达 56%，静态股息率（对应 4 月 28 日收盘价）为 5.7%。公司 2019 年以来每年的分红率都在 50%或以上。

盈利预测与投资评级

公司是国内大宗供应链龙头企业，2022 年公司市占率仅 1%。公司管理能力和团队激励机制优秀，并具备行业领先的物流资源壁垒和数智化能力，我们看好公司未来市场份额持续提升。考虑到 2023Q1 哈农商行减值产生的投资亏损，我们将公司 2023~24 年

归母净利润预期从 35.0/ 42.2 亿元调整至 34.6/ 42.2 亿元，预计 2025 年公司归母净利润预测为 49.2 亿元，同比增速为 31%/ 22%/ 17%，对应 4 月 28 日收盘价为 7/ 6/ 5 倍 P/E，维持“买入”评级。

风险提示

定增落地时间，宏观经济，极端天气等。

厦门象屿三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	97,223	108,929	138,731	149,187	营业总收入	538,148	592,769	711,296	823,758
货币资金及交易性金融资产	20,366	37,339	36,934	50,810	营业成本(含金融类)	526,673	579,548	695,053	804,837
经营性应收款项	39,158	37,780	52,546	52,870	税金及附加	691	762	914	1,058
存货	28,520	26,441	38,543	36,594	销售费用	2,340	2,490	2,987	3,460
合同资产	752	828	994	1,151	管理费用	1,479	1,541	1,849	2,142
其他流动资产	8,427	6,541	9,714	7,762	研发费用	52	57	69	80
非流动资产	17,833	18,013	18,170	18,304	财务费用	1,203	1,263	1,697	2,020
长期股权投资	1,540	1,477	1,415	1,352	加:其他收益	528	582	698	809
固定资产及使用权资产	10,830	10,954	11,063	11,154	投资净收益	-188	-326	-249	-288
在建工程	156	179	196	207	公允价值变动	-459	0	-150	-180
无形资产	2,004	1,963	1,922	1,881	减值损失	-816	-1,034	-1,326	-1,524
商誉	13	13	13	13	资产处置收益	38	42	50	58
长期待摊费用	162	162	162	162	营业利润	4,813	6,372	7,751	9,036
其他非流动资产	3,129	3,265	3,401	3,537	营业外净收支	218	241	307	355
资产总计	115,056	126,942	156,901	167,491	利润总额	5,032	6,613	8,058	9,391
流动负债	70,972	74,469	98,384	102,931	减:所得税	1,254	1,653	2,014	2,348
短期借款及一年内到期的非流动负债	13,552	17,266	20,980	24,693	净利润	3,778	4,960	6,043	7,043
经营性应付款项	37,878	36,008	52,601	50,005	减:少数股东损益	1,141	1,498	1,825	2,127
合同负债	9,815	10,800	12,953	14,998	归属母公司净利润	2,637	3,462	4,218	4,916
其他流动负债	9,727	10,395	11,851	13,235	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.16	1.53	1.86	2.17
非流动负债	7,693	7,693	7,693	6,693	EBIT	6,625	9,141	11,349	13,250
长期借款	3,195	3,195	3,195	2,195	EBITDA	7,482	10,162	12,392	14,317
应付债券	2,998	2,998	2,998	2,998	毛利率(%)	2.13	2.23	2.28	2.30
租赁负债	263	263	263	263	归母净利率(%)	0.49	0.58	0.59	0.60
其他非流动负债	1,236	1,236	1,236	1,236	收入增长率(%)	16.35	10.15	20.00	15.81
负债合计	78,665	82,161	106,077	109,624	归母净利润增长率(%)	20.18	31.27	21.85	16.54
归属母公司股东权益	17,092	23,983	28,201	33,117					
少数股东权益	19,300	20,798	22,623	24,751					
所有者权益合计	36,392	44,781	50,824	57,867					
负债和股东权益	115,056	126,942	156,901	167,491					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	6,223	12,008	-1,755	13,704	每股净资产(元)	6.56	9.58	11.44	13.61
投资活动现金流	2,204	-1,244	-1,093	-1,075	最新发行在外股份(百万股)	2,264	2,264	2,264	2,264
筹资活动现金流	-3,744	6,208	2,593	1,427	ROIC(%)	9.45	10.98	11.60	11.95
现金净增加额	5,013	16,973	-255	14,056	ROE-摊薄(%)	15.43	14.43	14.96	14.84
折旧和摊销	857	1,021	1,044	1,067	资产负债率(%)	68.37	64.72	67.61	65.45
资本开支	-234	-470	-396	-340	P/E(现价&最新股本摊薄)	9.15	6.97	5.72	4.91
营运资本变动	-1,626	4,015	-11,330	2,728	P/B(现价)	1.62	1.11	0.93	0.78

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

