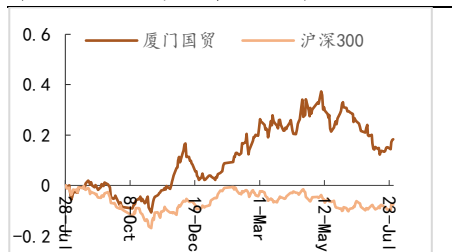


评级： 买入

张功
 交运行业首席分析师
 SAC 执证编号：S0110522030003
 zhanggong1@sczq.com.cn

张莹
 交运行业研究助理
 zhangying2022@sczq.com.cn

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	7.65
一年内最高/最低价 (元)	9.20/5.55
市盈率 (当前)	4.69
市净率 (当前)	0.78
总股本 (亿股)	22.22
总市值 (亿元)	169.96

资料来源：聚源数据

相关研究

·
·
·

核心观点

- **厦门国贸是以大供应链管理、金融服务、医疗健康为主的供应链管理商。** 股权结构稳定，组织结构不断升级。建立“全产业链模式”，通过服务收益、金融收益和交易收益覆盖大宗商品全产业链服务。聚焦供应链管理核心主业，积极拓展健康科技新兴业务。
- **2022 年报经营表现亮眼，公司实现营业收入 5219.18 亿元，同比增长 12.30%；归母净利润 35.89 亿元，同比增长 4.41%；净资产收益率 15.35%。** (1) **收入复苏**：供应链管理业务实现营业收入 5057.73 亿元，同比增长 10.82%；(2) **毛利提升**：2022 年供应链管理业务结合期货损益后的综合毛利率提升至 1.49%，同比增加 0.24 个百分点。主要由于公司夯实品类优势，拓展新兴业务领域。(3) **股息率和分红比例领先可比公司**：公司股息率和现金分红比例近几年保持增长，近三年年均分红比例 35%且承诺未来三年分红比例不低于 30%。按 23 年 7 月计 22 年公司股息率达 8.57%，相较 2021 年增长 1.98pct，领先于可比公司。
- **核心主业维持头部优势，健康科技叠加数字化持续赋能全产业链。** 公司核心品类规模持续增长，增量空间来自于国内的大宗商品供应链的头部企业市占率提高，以及海外市场的扩张。不断调整自身战略定位和业务内容，扩展增加健康科技业务板块。产业链布局再突破，推动供应链一体化服务。国贸云链作为厦门国贸的智慧物流平台，拓展厦门国贸在供应链领域的数字化应用场景，加速推动数字化转型进程。
- **经济复苏预示全球大宗商品市场规模抬升，大宗商品供应链龙头预计展现较强的复苏弹性**，具体体现在：①量增：经营货量增长，积极拓展海外业务布局；②毛利提升：主动优化业务类型和产品类别。
- **盈利预测与公司评级**：厦门国贸积极转型业务布局，更加聚焦于供应链业务的海外布局发展。我们看好大宗商品市场规模的扩大和头部企业市场份额的拉升，以及高股息率的优质资产。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为：33.6 亿元/37.3 亿元/43.3 亿元，对应 PE 为 5.0/4.5/3.9，首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险提示**：大宗商品价格波动风险、政策变动风险、汇率风险。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收 (亿元)	5219.2	5915.3	6677.4	7482.1
营收增速 (%)	12.3	13.3	12.9	12.1
净利润 (亿元)	35.9	33.6	37.3	43.3
净利润增速 (%)	5.2	-6.3	11.1	16.0
EPS(元/股)	1.62	1.51	1.68	1.95
PE	4.7	5.0	4.5	3.9

资料来源：Wind，首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	93586	104243	117196	130884	经营活动现金流	352	9381	3209	3808
现金	17852	17746	20032	22446	净利润	4515	3879	4308	4998
应收账款	10558	9359	10564	11838	折旧摊销	313	602	608	597
其它应收款	2746	3939	4447	4983	财务费用	1084	452	264	250
预付账款	21641	21779	24585	27547	投资损失	-1781	-907	-907	-907
存货	29266	36696	41396	46369	营运资金变动	-6140	5335	-1268	-1335
其他	11524	14724	16172	17701	其它	2360	21	205	205
非流动资产	19310	18893	18286	17689	投资活动现金流	-1048	702	702	702
长期投资	8077	8077	8077	8077	资本支出	1119	0	0	0
固定资产	4695	4487	4274	4054	长期投资	1184	0	0	0
无形资产	303	252	202	151	其他	-3351	702	702	702
其他	6235	6076	5733	5406	筹资活动现金流	7001	-10189	-1625	-2096
资产总计	112897	123136	135482	148573	短期借款	10732	-7809	614	236
流动负债	72984	81272	91286	101460	长期借款	-1259	-731	-646	-538
短期借款	14811	7002	7616	7852	其他	-2472	-1649	-1594	-1793
应付账款	25117	27644	31185	34932	现金净增加额	6278	-106	2286	2414
其他	33055	46626	52485	58676	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
非流动负债	1847	1116	470	-68	成长能力				
长期借款	1346	615	-31	-569	营业收入	12.30%	13.34%	12.88%	12.05%
其他	501	501	501	501	营业利润	11.16%	-13.64%	11.17%	16.18%
负债合计	74830	82388	91756	101392	归属母公司净利润	5.20%	-6.33%	11.05%	16.03%
少数股东权益	7848	8365	8940	9606	获利能力				
归属母公司股东权益	30218	32382	34786	37574	毛利率	1.82%	1.34%	1.40%	1.44%
负债和股东权益	112897	123136	135482	148573	净利率	0.69%	0.57%	0.56%	0.58%
利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE	11.88%	10.38%	10.73%	11.53%
营业收入	521918	591526	667736	748206	ROIC	15.44%	8.61%	9.95%	10.76%
营业成本	512432	583617	658373	737460	偿债能力				
营业税金及附加	436	698	788	882	资产负债率	66.28%	66.91%	67.73%	68.24%
营业费用	2282	2603	2938	3292	净负债比率	-4.45%	-24.86%	-28.47%	-32.14%
研发费用	5	2	2	2	流动比率	1.28	1.28	1.28	1.29
管理费用	376	417	471	528	速动比率	0.47	0.42	0.42	0.42
财务费用	1084	452	264	250	营运能力				
资产减值损失	-1168	-118	-735	-748	总资产周转率	4.62	4.80	4.93	5.04
公允价值变动收益	-509	0	0	0	应收账款周转率	50.98	64.51	64.51	64.51
投资净收益	1781	907	907	907	应付账款周转率	66.66	78.35	78.35	78.35
营业利润	5591	4828	5368	6236	每股指标(元)				
营业外收入	203	106	106	106	每股收益	1.62	1.51	1.68	1.95
营业外支出	115	55	55	55	每股经营现金	0.16	4.22	1.44	1.71
利润总额	5679	4879	5419	6287	每股净资产	9.46	10.44	11.52	12.78
所得税	1164	1000	1111	1289	估值比率				
净利润	4515	3879	4308	4998	P/E	4.69	5.01	4.51	3.89
少数股东损益	926	517	574	667	P/B	0.80	0.73	0.66	0.59
归属母公司净利润	3589	3362	3733	4332					
EBITDA	7076	5933	6290	7134					
EPS (元)	1.62	1.51	1.68	1.95					

分析師簡介

張功，南京航空航天大學碩士，證書編號：S0110522030003。曾就職於華東空管局、春秋航空、平安證券，5年以上實業工作經歷。2022年3月加入首創證券，負責交通運輸、房地產等板塊研究。

張瑩，交運行業研究助理，廈門大學會計碩士，2022年10月加入首創證券。

分析師聲明

本報告清晰準確地反映了作者的研究觀點，力求獨立、客觀和公正，結論不受任何第三方的授意或影響，作者將對報告的內容和觀點負責。

免責聲明

本報告由首創證券股份有限公司（已具備中國證監會批復的證券投資諮詢業務資格）製作。本報告所在資料的來源及觀點的出處皆被首創證券認為可靠，但首創證券不保證其準確性或完整性。該等信息、意見並未考慮到獲取本報告人員的具體投資目的、財務狀況以及特定需求，在任何時候均不構成對任何人的個人推薦。投資者應當對本報告中的信息和意見進行獨立評估，並應同時考量各自的投資目的、財務狀況和特定需求，必要時就法律、商業、財務、稅收等方面諮詢專業財務顧問的意見。對依據或者使用本報告所造成的一切後果，首創證券及/或其關聯人員均不承擔任何法律責任。投資者需自主作出投資決策並自行承擔投資風險，任何形式的分享證券投資收益或者分擔證券投資損失的書面或口頭承諾均為無效。

本報告所載的信息、材料或分析工具僅提供給閣下作參考用，不是也不應被視為出售、購買或認購證券或其他金融工具的要約或要約邀請。該等信息、材料及預測無需通知即可隨時更改。過往的表現亦不應作為日後表現的預示和擔保。在不同時期，首創證券可能會發出與本報告所載意見、評估及預測不一致的研究報告。

首創證券的銷售人員、交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口頭或書面發表與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點。首創證券沒有將此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。首創證券的自營部門以及其他投資業務部門可能獨立做出與本報告中的意見或建議不一致的投資決策。

在法律許可的情況下，首創證券可能會持有本報告中提及公司所發行的證券頭寸並進行交易，也可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。因此，投資者應當考慮到首創證券及/或其相關人員可能存在影響本報告觀點客觀性的潛在利益衝突。投資者請勿將本報告視為投資或其他決定的唯一信賴依據。

本報告的版權僅為首創證券所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式轉發、翻版、複製、刊登、發表或引用。

評級說明

1. 投資建議的比較標準

投資評級分為股票評級和行業評級

以報告發布後的6個月內的市場表現為比較標準，報告發布日後的6個月內的公司股價（或行業指數）的漲跌幅相對同期的滬深300指數的漲跌幅為基準

2. 投資建議的評級標準

報告發布日後的6個月內的公司股價（或行業指數）的漲跌幅相對同期的滬深300指數的漲跌幅為基準

	評級	說明
股票投資評級	買入	相對滬深300指數漲幅15%以上
	增持	相對滬深300指數漲幅5%-15%之間
	中性	相對滬深300指數漲幅-5%-5%之間
	減持	相對滬深300指數跌幅5%以上
行業投資評級	看好	行業超越整體市場表現
	中性	行業與整體市場表現基本持平
	看淡	行業弱於整體市場表現