

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
SAC 执证编号：S0110122120002
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）	6.79
一年内最高/最低价（元）	9.20/5.55
市盈率（当前）	4.44
市净率（当前）	0.72
总股本（亿股）	22.04
总市值（亿元）	149.67

资料来源：聚源数据

相关研究

- 持续深耕供应链主业，积极开拓海外新业务

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者。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。
- 2023 年上半年公司实现营业收入 2,696.30 亿元，同比增长 2.93%；归属于上市公司股东的净利润 15.78 亿元，同比减少 12.03%；净资产收益率 4.60%，股息率领先可比公司，厦门国贸股息率和现金分红比例近几年保持增长。2023 年 6 月 30 日厦门国贸股息率为 8.40%，领先于可比公司。
- 厦门国贸的未来发展方向包括：通过扩张健康科技业务、提升国内市占率、扩展海外布局增加收入规模；通过扩展供应链服务环节向企业生产的上下游延伸、数智化提高物流资金流和信息流的融合效率增加毛利。核心竞争力和主要亮点包括其海外发展加速，以及增长下的高股息率带来的高分红。增收方面，优化业务结构、国内海外业务共同发力：①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；②供应链管理业务中，核心品类规模持续增长，增量空间来自于国内的大宗商品行业龙头集中度提高；③海外市场的扩张，已与全球 170 多个国家和地区、8 万余家产业链上下游客户建立稳定的合作关系。扩利方面：①业务布局聚焦供应链业务发展，加速品类优化；②产业链布局再突破，推动供应链一体化服务；③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。
- 盈利预测与公司评级：厦门国贸积极转型业务布局，从房地产行业转移至医疗健康领域的布局，同时更加聚焦于供应链业务的海外布局发展。借力国内的政策支持，带动大宗商品市场规模的扩大和头部企业市场份额的拉升。由于 23 年上半年大宗商品价格波动，我们将公司 2023-2025 年归母净利润 33.6 亿元/37.3 亿元/43.3 亿元调整至 32.8 亿元/37.3 亿元/43.1 亿元，对应 PE 为 4.6/4.0/3.5，维持公司“买入”评级。
- 风险提示：大宗商品价格波动风险、政策变动风险、运营管理风险、汇率风险。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收（亿元）	5219.2	5810.5	6565.9	7464.8
营收增速（%）	12.3	11.3	13.0	13.7
归母净利润（亿元）	35.9	32.8	37.3	43.1
归母净利润增速（%）	5.2	-8.5	13.7	15.5
EPS（元/股）	1.63	1.49	1.69	1.96
PE	4.2	4.6	4.0	3.5

资料来源：Wind，首创证券

目录

1 厦门国贸：国内领先的供应链管理企业	1
1.1 发展历程：立足厦门，发展大宗供应链业务	1
1.2 股权结构稳定 强化组织体系支撑	1
1.3 业务模式聚焦供应链管理，拓展健康科技	2
1.4 财务指标分析：综合盈利能力实现了稳中有进，提质增效初见成效	4
1.4.1 净资产收益率提升，经营情况向好	5
1.4.2 盈利能力提升，扩展经营品类与全产业链服务	5
1.4.3 资产周转率体现稳健的营运能力	6
1.4.4 低资产负债率，稳健的偿债能力	7
2 行业分析：受益政策支撑，全产业链服务优化，数智化升级	7
2.1 政策支撑，供应链产业发展蓝海可期	8
2.2 供应链提升精细化服务能力，扩展上下游市场	9
2.3 产业数智化转型升级，服务客户智能化需求	10
3 核心竞争力分析：海外增长加速，高股息率亮眼	12
3.1 收入增长可期——海外市场打开增长空间，加速品类优化	12
3.1.1 健康科技业务板块扩张	12
3.1.2 国内总量增长以及市占率提升增加头部企业营收规模	12
3.1.3 立足供应链产业经验，海外寻求增量扩张	14
3.2 盈利能力提升——传统贸易商到综合供应链服务商的转型	15
3.2.1 业务布局聚焦供应链业务发展，加速品类优化	15
3.2.2 提升全链条服务，单价增长	16
3.2.3 国贸云链加速推动数字化转型进程	17
3.3 风险管控能力优秀	18
3.4 股息率和现金分红比例增长	18
4 盈利预测与投资建议	19
4.1 盈利预测	19
4.2 投资建议	20
5 风险提示	21

插图目录

图 1 厦门国贸股份发展历程	1
图 2 厦门国贸股权结构（截止 2023 年 8 月 16 日数据）	2
图 3 厦门国贸组织架构	2
图 4 厦门国贸业务赛道分布	3
图 5 厦门国贸供应链产品类别	3
图 6 厦门国贸供应链一体化项目（以纺织板块为例）	4
图 7 供应链可比公司净资产收益率对比（单位：亿元）	5
图 8 厦门国贸分业务收入和增速（左轴单位：亿元）	6
图 9 同行业公司供应链收入对比（单位：亿元）	6
图 10 可比公司毛利与毛利率对比（左轴单位：亿元）	6
图 11 供应链可比公司总资产周转率（单位：次）	7

图 12 供应链可比公司应收账款周转率（单位：次）	7
图 13 可比公司资产负债率对比	7
图 14 厦门国贸供应链业务模式	10
图 15 厦门国贸数智化建设：国贸云链	11
图 16 厦门象屿数字化建设	11
图 17 建发股份数智化建设：“LIFT”供应链服务平台	11
图 18 厦门国贸健康科技业务	12
图 19 钢材进出口贸易数量（单位：万吨）	13
图 20 中国大宗商品贸易 CR4 市占率	13
图 21 欧美市场与中国大宗商品发展历程	14
图 22 厦门国贸全球化布局	15
图 23 厦门国贸产业综合服务	16
图 24 厦门国贸产业图谱与服务模式	17
图 25 厦门国贸产业图谱与服务模式	18
图 26 大宗商品可比公司股息率	19
图 27 大宗商品可比公司现金分红比例	19

表格目录

表 1 供应链行业发展相关政策	8
表 2 厦门国贸营收预测表	20
表 3 可比公司相对估值表（截止 2023 年 10 月 23 日收盘价）	21

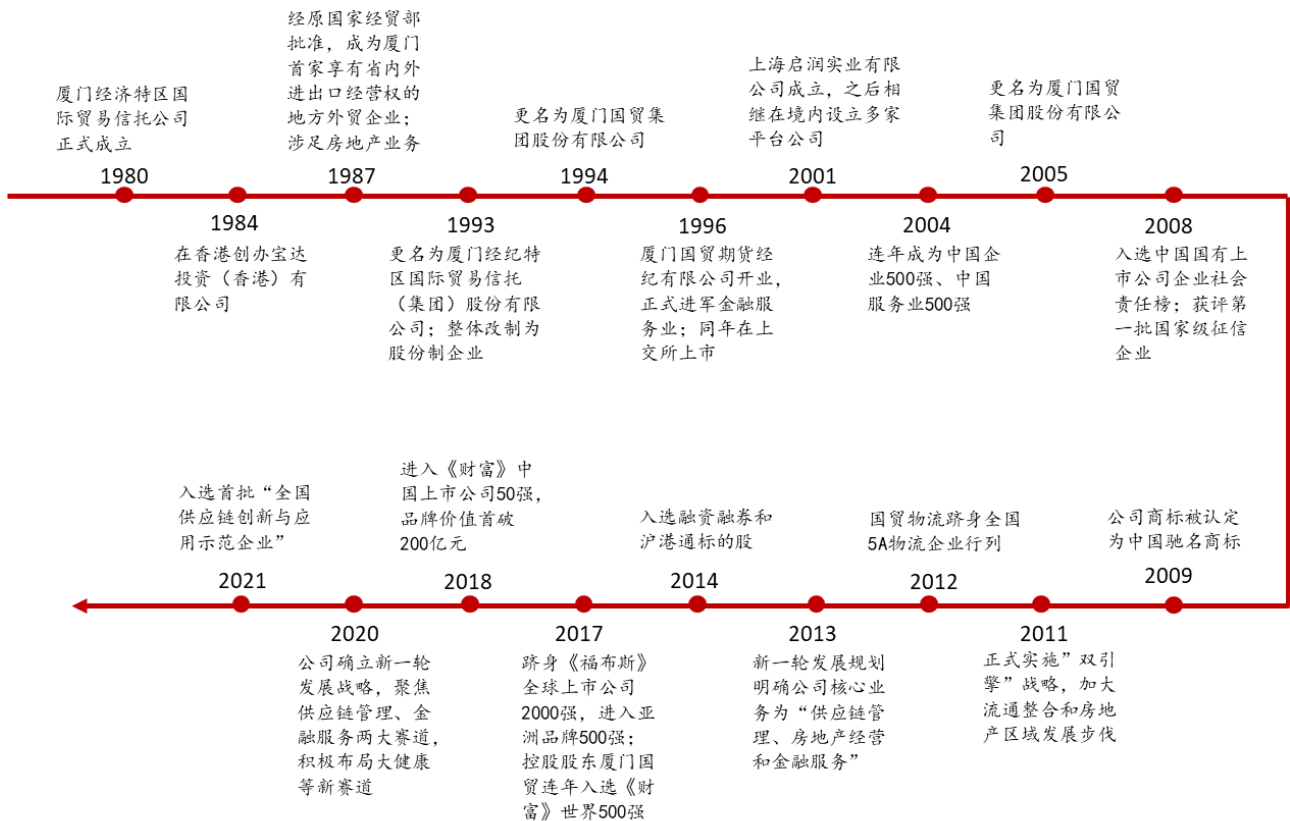
1 厦门国贸：国内领先的供应链管理企业

厦门国贸集团股份有限公司始创于1980年，是厦门国贸控股集团有限公司的控股子公司。1996年，在上海证券交易所上市。厦门国贸致力于成为值得信赖的全球化综合服务商。根据厦门国贸五年(2021年-2025年)发展战略规划，公司业务布局三大赛道。首先，聚焦供应链管理核心主业；其次，深化金融服务的协同作用；最后，积极拓展健康科技新赛道。公司通过推动数字化与产业链的深度融合，打造核心竞争力，巩固并提升供应链行业第一梯队的优势地位，持续创造新价值。

1.1 发展历程：立足厦门，发展大宗供应链业务

1980年12月25日，厦门经济特区国际贸易信托公司正式成立。1994年，更名为厦门国贸集团股份有限公司。1987年经原国家经贸部批准，成为厦门首家享有省内外进出口经营权的地方外贸企业。1996年10月，成为上海证券交易所上市公司(厦门国贸集团股份有限公司:600755)。连年成为中国企业500强、中国服务业500强。2017年起，控股股东厦门国贸控股集团有限公司连年入选《财富》世界500强。

图1 厦门国贸股份发展历程

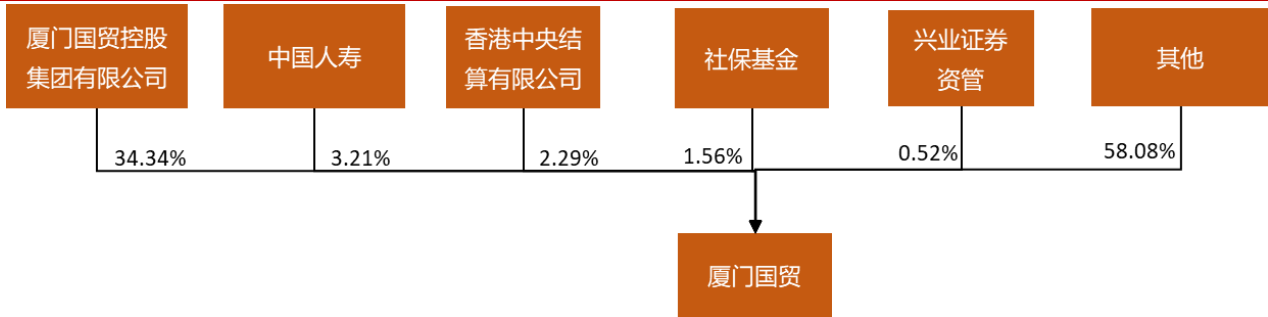


资料来源：厦门国贸官网，首创证券

1.2 股权结构稳定 强化组织体系支撑

厦门国贸股份由厦门国贸控股集团有限公司控股。厦门国贸的股权结构当中，厦门国贸控股集团有限公司作为第一大股东持股34.34%，中国人寿持股3.21%，香港中央结算有限公司持股2.29%，社保基金共计持股1.56%。厦门国贸为厦门国资委控股，整体来看，其股权结构较为稳定，控股股东对企业战略方向能够有效把控。

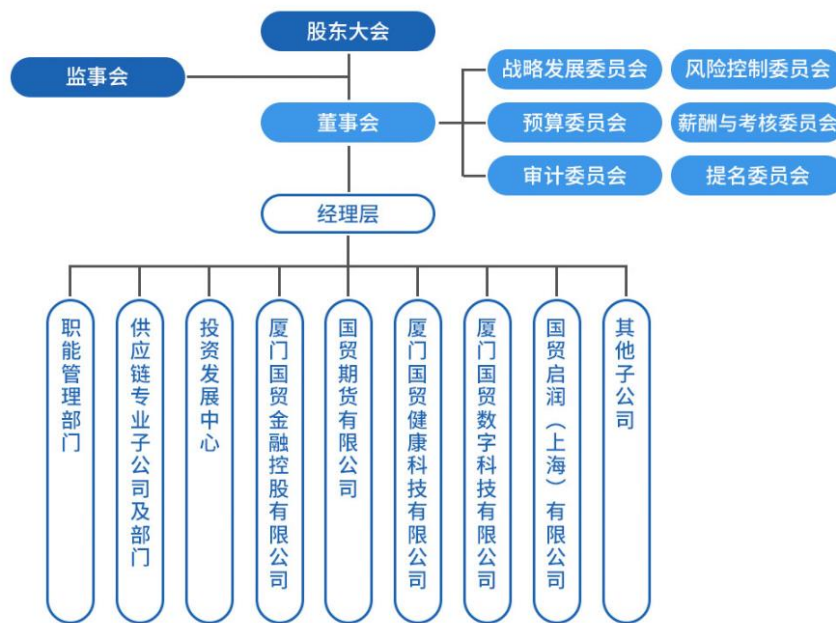
图 2 厦门国贸股权结构（截止 2023 年 8 月 16 日数据）



资料来源：厦门国贸官网，首创证券

厦门国贸积极推进供应链板块的组织架构变革，构建扁平化组织结构。将优势品类业务细分为多个专业化子公司，通过优化子公司治理机制、强化总部赋能、敏捷决策，进一步做深优势品种；通过建立紧凑的横向组织，提高管理效能，深化“赛马机制”，激发内外竞争合力，厚植“创先文化”；加快优秀年轻干部培养和人才梯队建设，推动公司战略目标举措有效落地。

图 3 厦门国贸组织架构



资料来源：厦门国贸公告，首创证券

1.3 业务模式聚焦供应链管理，拓展健康科技

厦门国贸主营业务模式基于其全球性资源获取和渠道布局能力、专业有效的风险管理能力、5A 级物流配送能力、全方位的金融服务能力等核心竞争力。公司聚焦于供应链商流、物流、资金流、信息流和大宗商品产业链上下游资源的整合，纵向拓展产业链上下游，打造垂直产业链，横向丰富供应链服务内容。公司通过解决生产制造企业稳定货源、降低成本、控制风险等核心需求，将资源整合、渠道开拓、价格管理、金融服务、物流配送、风险管理、品牌维护、产业投资等集合成一体的高附加值综合平台，将线性的供应链升级为网络化的供应链综合服务体系。

厦门国贸的主营业务主要包括供应链管理业务、金融服务业务和健康科技业务三大板块，积极调整业务布局，退出房地产行业，新进入健康科技领域。2022 年，应业务

发展需要，厦门国贸新辟“先进制造”赛道，战略规划相应调整为：供应链、先进制造、城市建设运营、消费与健康及金融服务五大赛道。公司聚焦于主营业务供应链管理之外，同时深化金融服务的作用，并且推动在健康科技赛道方面的发展。随着公司逐步战略退出房地产经营业务，同时逐步拓展健康科技新赛道，在原有医疗器械设备供应链业务的基础上，不断延伸拓展医疗器械产业链及健康养老服务，将健康科技新赛道纳入企业的“十四五”战略规划中。

图 4 厦门国贸业务赛道分布



资料来源：厦门国贸ESG报告，首创证券

业务类型一：供应链管理业务。供应链管理业务为公司的核心支柱产业，依托全球性资源获取与渠道布局、专业有效的风控能力、5A级物流配送网络、全方位的金融服务能力等核心竞争力，以“采购服务、分销服务、价格管理、物流服务、金融服务、市场研发、数智运营、产业升级”等八种服务为基础，公司横向集成、定制服务，纵向融合、赋能伙伴，为上下游客户提供产业综合服务解决方案。公司根据行业维度与能力维度，划分出了“7+2”个业务子品牌，包括“冶金、浆纸、农产、纺织、能化、有色、橡胶”7条成型的产业链及以“物流”和“数科”为代表的通用解决方案。

图 5 厦门国贸供应链产品类别



资料来源：厦门国贸官网，首创证券

图 6 厦门国贸供应链一体化项目（以纺织板块为例）

ITG SOLUTIONS “一体化工厂” 服务案例（以纺织板块为例）



资料来源：厦门国贸公告，首创证券

业务模式二：健康科技业务。厦门国贸在整合原有医疗设备、器械、试剂、耗材等医疗供应链业务的基础上，布局**医疗器械、养老服务、健康医疗大数据、健康服务**等产业，围绕医疗器械与养老服务两大支柱产业，协同医疗健康大数据和健康服务两大支撑产业，打造大健康产业生态系统。

1.4 财务指标分析：综合盈利能力实现了稳中有进，提质增效初见成效

根据杜邦分析体系，将公司净资产收益率 ROE 拆分为盈利能力、营运能力和权益乘数进行分析。为进行大宗商品供应链公司对比分析，从营收规模、经营方式等方面综合考虑，本文选择国内大宗商品供应链企业当中前四大企业作为本文的可比公司：物产中大、建发股份、厦门象屿和浙商中拓进行分析。不同大宗供应链企业经营品类的侧重点不同，厦门国贸和可比公司的主营业务范围分别为：

厦门国贸：供应链管理业务为公司的核心支柱产业，依托全球性资源获取与渠道布局、专业有效的风控能力、5A 级物流配送网络、全方位的金融服务能力等核心竞争力，以“采购服务、分销服务、价格管理、物流服务、金融服务、市场研发、数智运营、产业升级”等八种服务为基础，公司横向集成、定制服务，纵向融合、赋能伙伴，为上下游客户提供产业综合服务解决方案。公司根据行业维度与能力维度，划分出了“7+2”个业务子品牌，包括“冶金、浆纸、农产、纺织、能化、有色、橡胶”7 条成型的产业链及以“物流”和“数科”为代表的通用解决方案。

厦门象屿：厦门象屿经营的主要商品包括金属矿产、农产品、能源化工和新能源等大宗商品，其中金属矿产包括钢材、焦煤焦炭、铁锰、铝和不锈钢；农产品包括原粮、饲料原料、油脂油料和林浆纸；能源化工包括煤炭、石油和化工；新能源主要有钴、锂、镍和光伏组件。

建发股份：建发股份核心主业“四大专业集团”（钢铁集团、浆纸集团、汽车集团和农产品集团）的收入占比合计约 60%。供应链服务辐射全球超过 170 个国家和地区。公司最近六年内签约合作的境内外供应商和客户数量超过 11 万家，其中境外的供应商和客户数量近 2 万家，在浆纸、农产品、钢铁、矿产品、轻纺、汽车、酒类等业务领域拥有了良好的品牌影响力。在经营货量方面，公司 2022 年度农产品经营货量超过 3,000

万吨，纸张、纸浆经营货量达 1,300 万吨，钢材经营货量达 5,300 万吨，多个业务品类经营货量位居行业前列。

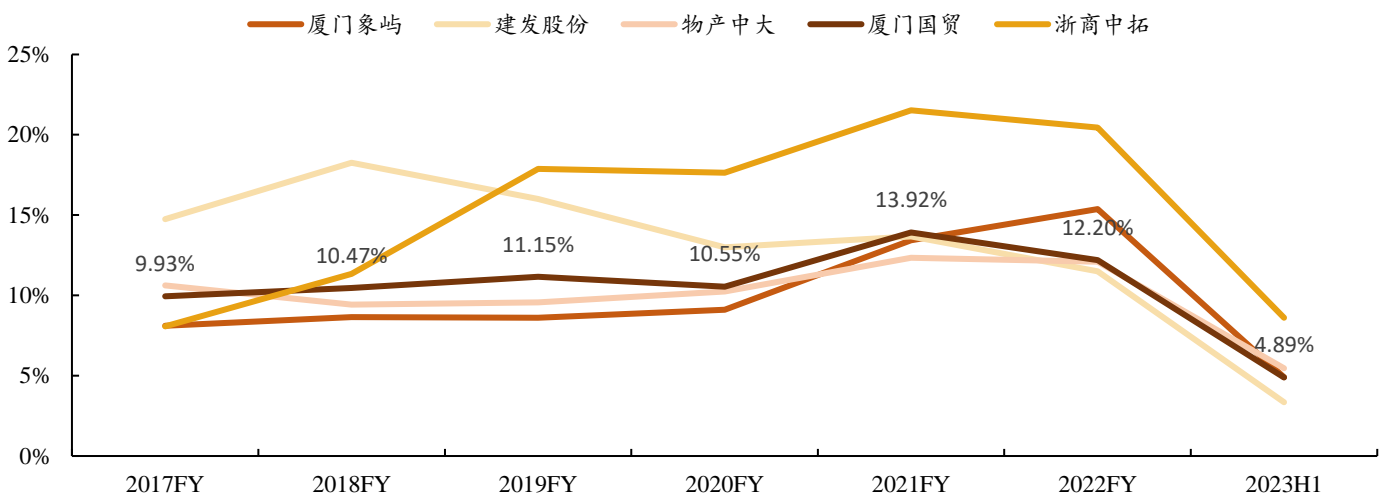
物产中大：2023 年上半年，智慧供应链集成服务板块营业收入 2730.28 亿元，同比增长 3.10%，占公司营业收入 94.12%，利润贡献 64.71%。其中，金属、能源、化工、汽车服务等核心业务营业规模均位列全国前列。其中，销售钢材 3294.83 万吨，铁矿砂 1908.48 万吨，煤碳 2483.70 万吨，化工 798.11 万吨，元通汽车跻身 2023 年中国汽车经销商集团百强第七名。

浙商中拓：截止 23 年上半年公司经营品类已涵盖大宗商品、新能源、再生资源等产业链上几十个细分品种，经营网络遍布长三角、珠三角、环渤海、中西部等全国主要区域，共设立 59 家全资/控股子公司，并在中国香港、新加坡、印尼拥有 4 家国际化平台子公司，业务覆盖东盟、南美、非洲等 67 个国家和地区，其中“一带一路”国家 27 个，东盟国家 9 个。

1.4.1 净资产收益率提升，经营情况向好

供应链企业 2020-2022 年的 ROE 逐步攀升，厦门国贸 2022 年 ROE 达 12.20%，2023 年上半年 ROE 为 4.89%。根据 2022 年 ROE 来看，浙商中拓为 20.46%，其余四家均保持在 11%-12% 左右，主要得益于大宗商品的贸易量的增长、以及近年来供应链企业不断更新服务内容、增加高毛利服务项目。2023 年 H1 的 ROE 来看，浙商中拓为 8.61% 处于领先地位，其余四家均保持在 3%-5%，23 年上半年由于大宗商品市场需求减弱、部分大宗商品价格下跌等不利因素，导致大宗商品供应链企业相关收益受到影响。

图 7 供应链可比公司净资产收益率对比（单位：亿元）



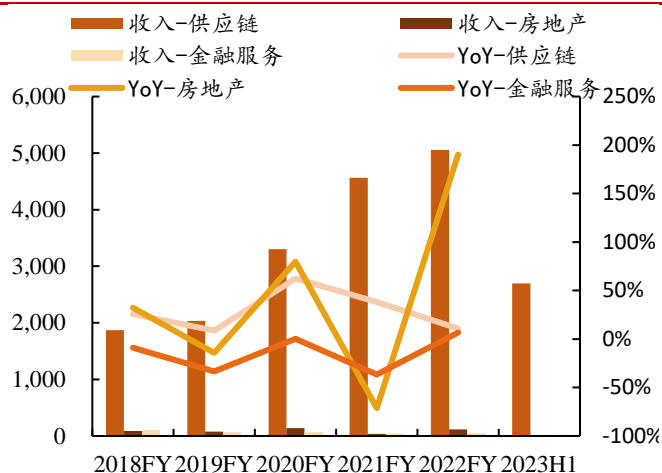
资料来源：各公司公告，首创证券

1.4.2 盈利能力提升，扩展经营品类与全产业链服务

(1) 经营品类规模扩张，收入保持增长

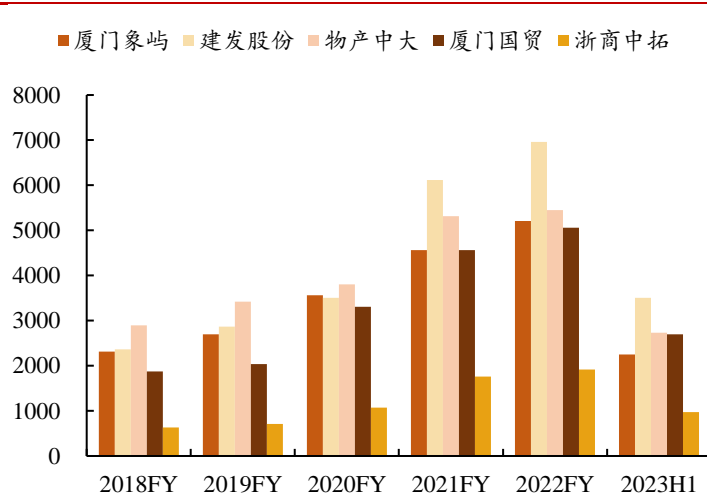
厦门国贸聚焦供应链业务发展，2023 年上半年，面对市场需求减弱、部分大宗商品价格下跌等不利因素，公司供应链管理业务聚焦产业客户，严控风险，保持稳健经营态势。2023 年上半年，厦门国贸实现营业收入 2,718.90 亿元，同比增长 2.17%；归属于上市公司股东的净利润 15.78 亿元，同比下降 12.03%。供应链管理业务聚焦产业客户，严控风险，保持稳健经营态势，实现营业收入 2,696.30 亿元，同比增长 2.93%；完成进出口总额 90.50 亿美元，同比增长 6.98%；“一带一路”沿线贸易规模近 500 亿元，同比增长超 30%。

图 8 厦门国贸分业务收入和增速（左轴单位：亿元）



资料来源：各公司公告，首创证券

图 9 同业公司供应链收入对比（单位：亿元）

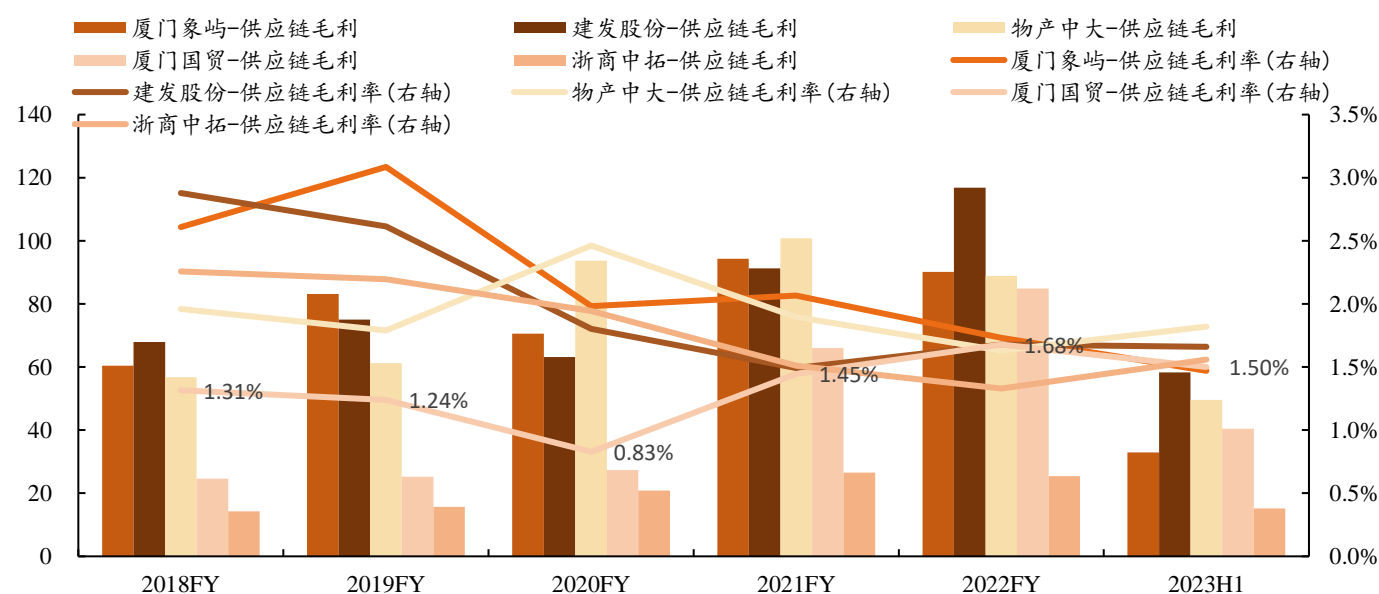


资料来源：各公司公告，首创证券

(2) 积极优化产品行业布局，20-22 年供应链业务毛利率提升

供应链行业毛利率对比当中，2023 上半年厦门国贸毛利率为 1.50%，公司以全面风控管理体系覆盖业务关键节点，合理运用期货及外汇合约等金融衍生工具对冲大宗商品价格波动风险和汇率波动风险。根据 2023 半年报，五家大宗供应链可比公司的供应链业务毛利率如下：厦门国贸毛利率为 1.50%，厦门象屿毛利率为 1.47%，建发股份为 1.66%，物产中大为 1.82%，浙商中拓为 1.56%。2020-2022 年，厦门国贸毛利率逐渐提升，由 0.83%提升至 1.68%。2023 年上半年厦门国贸加强研发对业务的赋能，以全面风控管理体系覆盖业务关键节点，合理运用期货及外汇合约等金融衍生工具对冲大宗商品价格波动风险和汇率波动风险，2023 年上半年厦门国贸供应链管理业务结合期货损益后的综合毛利率 1.50%。

图 10 可比公司毛利与毛利率对比（左轴单位：亿元）



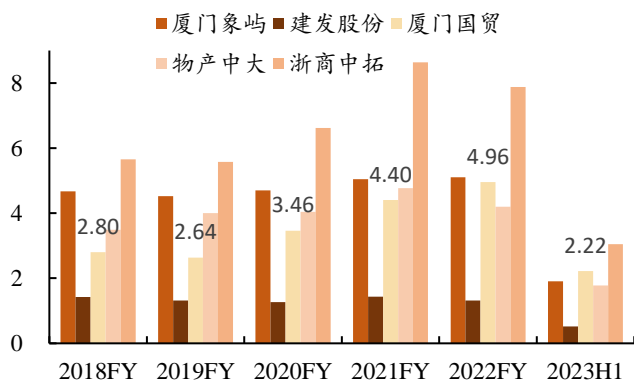
资料来源：各公司公告，Wind，首创证券

1.4.3 资产周转率体现稳健的营运能力

厦门国贸的应收账款周转率体现了其良好的营运能力。2023 年上半年，厦门国贸

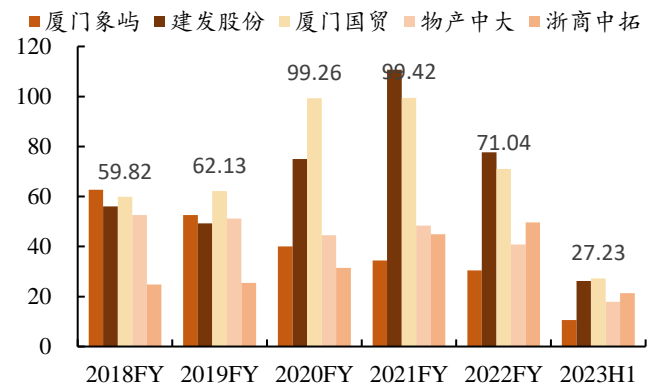
总资产周转率为 2.22 次，应收账款周转率为 27.23 次，在可比公司当中表现稳健，体现了其良好的经营管理能力和运营能力，支撑其在竞争激烈的大宗商品供应链市场当中较好的表现。

图 11 供应链可比公司总资产周转率（单位：次）



资料来源：各公司公告，首创证券

图 12 供应链可比公司应收账款周转率（单位：次）

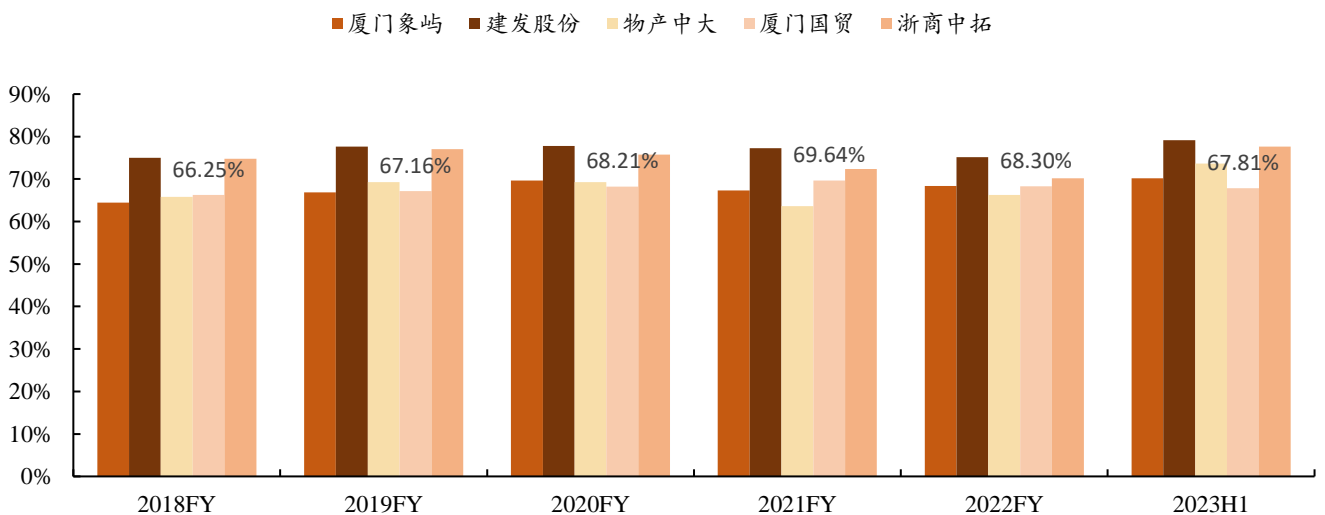


资料来源：各公司公告，首创证券

1.4.4 低资产负债率，稳健的偿债能力

厦门国贸的资产负债率水平处在同行业较低水平，体现了其优秀的偿债能力。厦门国贸 2023 上半年资产负债率为 67.81%，对比厦门象屿为 70.20%，建发股份为 79.11%，浙商中拓为 77.60%，物产中大为 73.62%。厦门国贸的资产负债率在 2018-2022 年较为稳定，体现了厦门国贸稳健的偿债能力。

图 13 可比公司资产负债率对比



资料来源：各公司公告，首创证券

2 行业分析：受益政策支撑，全产业链服务优化，数智化升级

中国作为全球较大的大宗商品进口国和消费国，现代供应链企业在整合全球大宗商品资源、提升供应链效率、服务实体经济和国家战略层面的重要性已日益凸显，优质供应链服务的价值显著提升。

2.1 政策支撑，供应链产业发展蓝海可期

供应链管理业务是现代流通体系的重要组成部分，是扩大内需和促进消费的重要载体，是连接国内国际市场的重要纽带。供应链管理业务受国内外政治经济环境变化、供需关系调整、商品价格及利率汇率波动、国家间关税及非关税壁垒等多重因素影响，具有市场化程度高、专业性要求强等特点。我国是全球较大的大宗商品进口国和消费国，国家层面高度重视供应链发展和物流运输能力建设，从 2018 年至今出台的政策数量增长快，国务院，国家发展改革委，交通运输部，财政部，商务部，民航局均推出了相关支持政策。

表 1 供应链行业发展相关政策

时间	相关部门	政策标题	政策内容
2022-04	中共中央、国务院	《中共中央国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》	构建新发展格局的关键在于经济循环的畅通无阻，需要进一步提高生产率、激发市场活力、促进产业链供应链转型升级、加大开放力度，畅通国内大循环、国内国际双循环，全面推动我国市场由大到强转变。
2022-01	国家发展改革委	《“十四五”现代流通体系建设规划》	提高供应链精细化管理水平，深耕本地市场，拓展辐射范围；提高供应链资源整合能力，拓展出口产品内销渠道；推进物流企业与生产制造企业深度协作，创新供应链协同运营模式，拓展物流业态。
2021-11	国务院	《“十四五”冷链物流发展规划的通知》	完善国家骨干冷链物流基地布局，加强产销冷链集配中心建设，补齐两端冷链物流设施短板，夯实冷链物流运行体系基础，加快形成高效衔接的三级冷链物流节点；
2021-01	交通运输部	《交通运输部关于服务构建新发展格局的指导意见》	在“坚持创新驱动发展，增强循环动能”部分提出，“促进新业态新模式发展。发挥好“交通+”优势，激发新业态新模式发展活力规范网络货运发展，推广无人配送、分时配送，推动物流组织模式创新”。
2020-09	铁路局、民航局、邮政局、中国国家铁路集团有限公司等 13 个部门和单位	《推动物流业制造业深度融合创新发展实施方案》	随着新一轮科技革命发展，“制造业服务化、服务业制造化”趋势越来越明显。《方案》明确促进物流业制造业协同联动和跨界融合，延伸产业链，稳定供应链，提升价值链，并提出培育国际供应链服务商。
2019-07	中国银保监会	《中国银保监会办公厅关于推动供应链金融服务实体经济的指导意见》	提出银行保险机构在开展供应链金融业务时应坚持四大基本原则：坚持精准金融服务，坚持交易信息可得，坚持全面管控风险，既要关注核心企业的风险变化，也要监测上下游链条企业的风险。
2019-05	财政部、商务部	《关于推动农商互联完善农产品供应链的通知》	支持采取订单农业、产销一体、股权投资合作经营模式的农产品流通企业或新型农业经营主体结合自身实际情况，不断完善基础设施，提升农产品供应链质量和效率。
2019-03	发展改革委、交通运输部等 24 个部门	《关于推动物流高质量发展促进形成强大国内市场的意见》	鼓励物流企业为制造企业量身定做供应链管理库存、“线边物流”、供应链一体化服务等物流解决方案。
2018-12	国家发展改革委交通运输部	《国家物流枢纽布局和建设规划》	打造高效专业的现代供应链。促进国家物流枢纽与区域内相关产业协同联动和深度融合发展，打造以国家物流枢纽为核心的现代供应链，提升全物流链条价值创造能力，实现综合竞争力跃升。
2018-11	工业和信息化部、国家发展和改革委员会	《促进大中小企业融通发展三年行动计划》	聚焦重点行业领域，围绕供应链整合、创新能力共享、数据应用等当前产业发展关键环节，

员会、财政部、国
资委

推广资源开放、能力共享等协同机制，为建设
融通发展生态提供有益指引和参考。

资料来源：国务院，国家发展改革委，交通运输部，财政部，商务部，民航局，首创证券

2.2 供应链提升精细化服务能力，扩展上下游市场

国内大宗商品供应链企业，均集中发力供应链的上下游整合以及产业链的精细化管理。供应链综合服务发展方向：向产业链上下游延伸，提高精细化服务能力头部大宗供应链企业逐步实现了由“传统贸易商”向“供应链服务商”的转型，并依托各自资源禀赋向“产业链运营商”探索。

厦门国贸产业链布局再突破，持续深耕垂直产业链。公司深耕供应链领域40余年，平稳穿越大宗商品数个涨跌周期，具备专业成熟的运营管理经验，贯通产业链上下游，形成“冶金、浆纸、农产、纺织、能化、有色、橡胶”等7条成型的产业链，并提供以“物流”和“数科”为代表的通用解决方案，可以敏锐感知全球大宗商品行情波动并作出快速反应。公司不断建强研发团队，总部研发部及各子公司研发部拥有超六十名专业研发人员，深入研究供应链产业链发展机会与挑战，挖掘数据价值，为战略规划和业务决策提供关键指引和支持，帮助客户抓住发展机遇。

公司致力于洞悉商业需求，为产业伙伴提供“ITGSolutions”产业综合服务解决方案，为行业与社会注入“三大链动力”。公司集成“采购服务、分销服务、价格管理、物流服务、金融服务、市场研发、数智运营、产业升级”八种服务，围绕产业客户需求提供专业化、定制化的解决方案，解决从原料端到销售端的问题，为彼此创造更多的利润与发展空间。公司纵向贯通产业链占据关键节点，通过产业投资、合资合作等方式，在上游资源地搭建资源平台，提高对原辅材料的稳链保供能力与议价能力，在下游参与实体工厂的生产经营管理，获取与联结行业内的丰富资源，为产业客户解决供需匹配、建立通路、平滑波动、发展赋能、转型升级等核心诉求。

图 14 厦门国贸供应链业务模式



资料来源：厦门国贸公告，首创证券

2.3 产业数智化转型升级，服务客户智能化需求

数智化建设是促成平台化、国际化的基本保障，数智化建设进一步优化商业模式。各供应链企业纷纷将信息化、数字化建设作为供应链综合服务当中的发展重点，将大数据、5G、云计算、区块链等先进技术手段，在业务场景当中实现应用落地，在大宗供应链服务企业拓展增量市场、提高服务效率、升维业务模式方面扮演着越来越重要的角色。

按需定制，“国贸云链”链接产业链上下游客户。以客户为中心，“国贸云链”集成电子签章、智慧物流供应链金融等多项功能，提供适用于各类大宗商品供应链的行业解决方案，如针对“林-浆-纸”产业链特点推出的“国贸云链·浆纸e站”，支持自助下单，为客户提供实时纸品价格与市场行情；针对农产品产业链需求的“国贸云链·e鹭护农”，提供农产品溯源等服务；针对智慧物流的“国贸云链·慧通+”，实现公司物流上下游信息互联互通，加强物流节点管控和信息反馈；针对供应链金融推出“国贸云链·金贸通”，通过资源整合能力与数字化运营能力为产业上下游伙伴整合金融资源，提供多

维度、特色化、数智化的供应链金融服务。通过“国贸云链”打通产业链上各方的信息孤岛，公司为供应商、工厂、客户等提供增值服务，促进高效沟通。

图 15 厦门国贸数智化建设：国贸云链

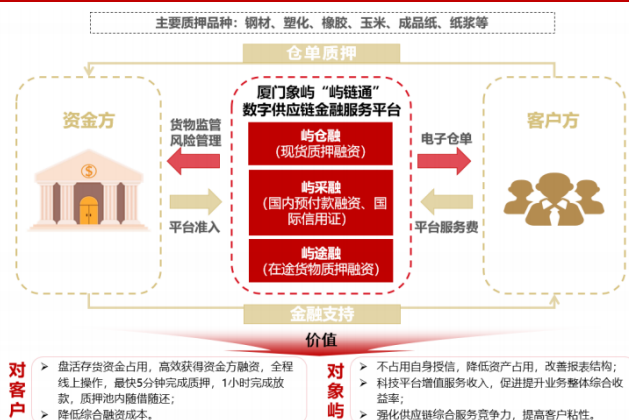


资料来源：厦门国贸公告，首创证券

数智化建设在大宗商品供应链行业稳步推进。厦门象屿在大宗供应链企业中率先推出了农业产业级互联网平台、“屿链通”数字供应链金融服务平台、智慧物流服务平台和网络货运平台等一系列重点项目，通过可视化的业务环节、精细化的内部运营管控和深度化的数据挖掘分析，帮助公司进一步开拓增量市场、提高服务效率和提升业务模式。

建发股份数智化建设：建发股份目前已经构建了国内领先的“LIFT”供应链服务体系，将供应链服务拓展至合作伙伴的业务全流程，通过物联网、互联网技术推进全球产品信息资源和合作伙伴资源整合、共享。公司从四大类供应链基础服务出发，走进客户价值链，为客户整合物流、信息、金融、商品、市场五大资源，以客户需求为导向，提供“4→n”的定制化解决方案，推动了资金、资源、服务的良性循环，不断挖掘供应链运营环节潜在的增值机会。

图 16 厦门象屿数字化建设



资料来源：厦门象屿公告，首创证券

图 17 建发股份数智化建设：“LIFT”供应链服务平台



资料来源：建发股份公告，首创证券

3 核心竞争力分析：海外增长加速，高股息率亮眼

厦门国贸的未来发展方向包括：通过扩张健康科技业务、提升国内市占率、扩展海外布局增加收入规模；通过扩展供应链服务环节向企业生产的上下游延伸、数智化提高物流资金流和信息流的融合效率增加毛利。核心竞争力和主要亮点包括其海外发展加速，以及增长下的高股息率带来的高分红。

3.1 收入增长可期——海外市场打开增长空间，加速品类优化

厦门国贸通过新增健康科技业务以及大力发展供应链业务扩大收入。健康科技业务方面，公司积极布局多项健康科技相关业务投资。供应链业务方面，核心品类规模持续增长，大宗商品供应链的增量空间来自于国内的大宗商品行业龙头集中度提高，以及海外市场的扩张。

3.1.1 健康科技业务板块扩张

厦门国贸 2022 年起转型扩张健康科技业务。健康科技业务经营的内容涵盖了医疗健康服务的全产业链条：①医疗器械业务主营医疗器械的流通与服务，并积极向医疗器械的研发、生产、消费等上下游业务延伸。②养老服务业务主要开展医、养、康、护等一体化服务。③厦门国贸作为厦门市政府授权的健康医疗大数据运营单位，将构建面向政府、医院、居民和企业的医疗大数据技术平台和应用生态。④健康服务业务着力运营康复医院、互联网医院等。公司积极拓展医药流通与药号持证等衍生业务，通过设立健康产业基金布局大健康产业链。

目前国贸的健康科技业务已在各地开始落地。医疗健康业务含高品质一次性健康防护用品、医用无菌器械等医用耗材与设备的研发、生产与销售，在河北、江西、广西等地拥有五大生产基地，一次性防护手套产能位居国内乃至国际前列。2022 年，医疗器械板块签约规模同比增长超 100%，新增落地多个医院耗材整体采购配送项目；深化与医疗健康产业龙头合作，落地福建宝达菲鹏生物科技有限公司、国信（天津）医疗科技有限公司等合资公司；康养服务稳健运营，新拓展老年人照料中心项目。子公司厦门健康医疗大数据有限公司启动二型糖尿病大数据应用平台建设，推进糖尿病数字疗法研发。

图 18 厦门国贸健康科技业务

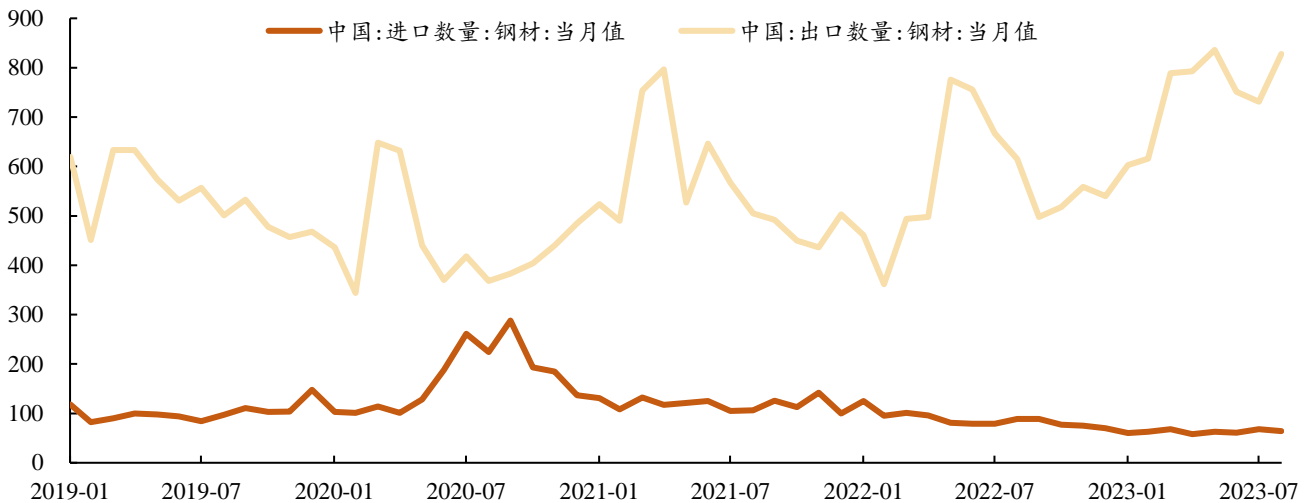


资料来源：Wind，首创证券

3.1.2 国内总量增长以及市占率提升增加头部企业营收规模

随着经济复苏，国内大宗商品需求量的增长，货物进出口量的提升，大宗商品供应链企业的经营货量也同步提升。以钢材进出口为例，我国钢材出口数量持续攀升，主要得益于国家政策支持，钢材出口营商环境越来越好，加上今年海运价格持续下行，为钢材出口创造了较好的条件，钢材出口保持了增长态势。受益于钢材出口的增长，2023 年上半年，国贸主要经营的货物当中，钢材的经营货量超过了 2000 万吨，同比增长 30%。

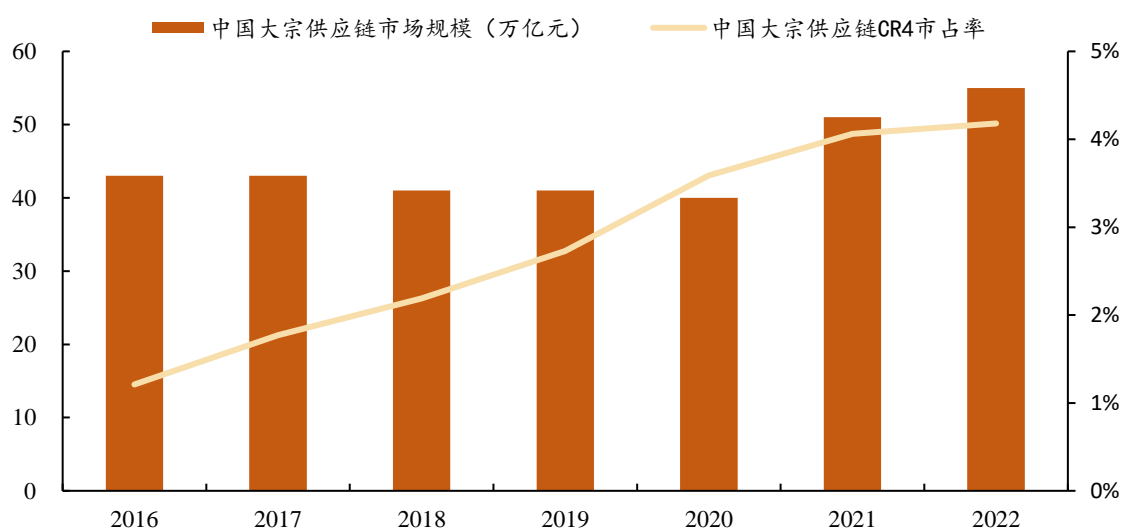
图 19 钢材进出口贸易数量（单位：万吨）



资料来源：Wind，首创证券

参考海外的大宗贸易供应链企业集中度，国内仍有较大提升空间。厦门国贸通过增加大宗商品贸易的品类，分散大宗商品贸易当中单一品类价格波动的风险；通过行业集中度的增加、提高在行业当中的排名，当国内贸易需求量整体增长时，能够获得更大的份额。据厦门象屿年报，大宗供应链行业集中度低，2022 年国内集中度为 4.18%，对比日本的大宗供应链市场占有率，核心企业市占率仍有很大提升空间。

图 20 中国大宗商品贸易 CR4 市占率

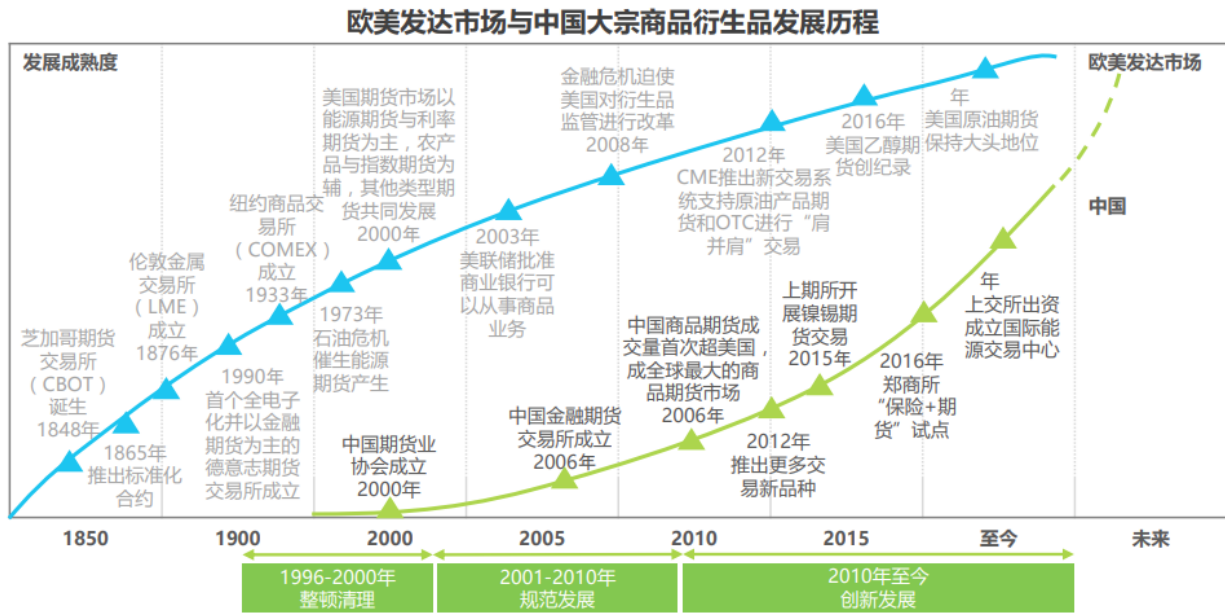


注：1. 大宗商品供应链服务市场规模=大宗工业企业营业收入+大宗商品进口额；

2. CR4 具体指：物产中大、厦门象屿、建发股份、厦门国贸。

资料来源：厦门象屿公告，首创证券

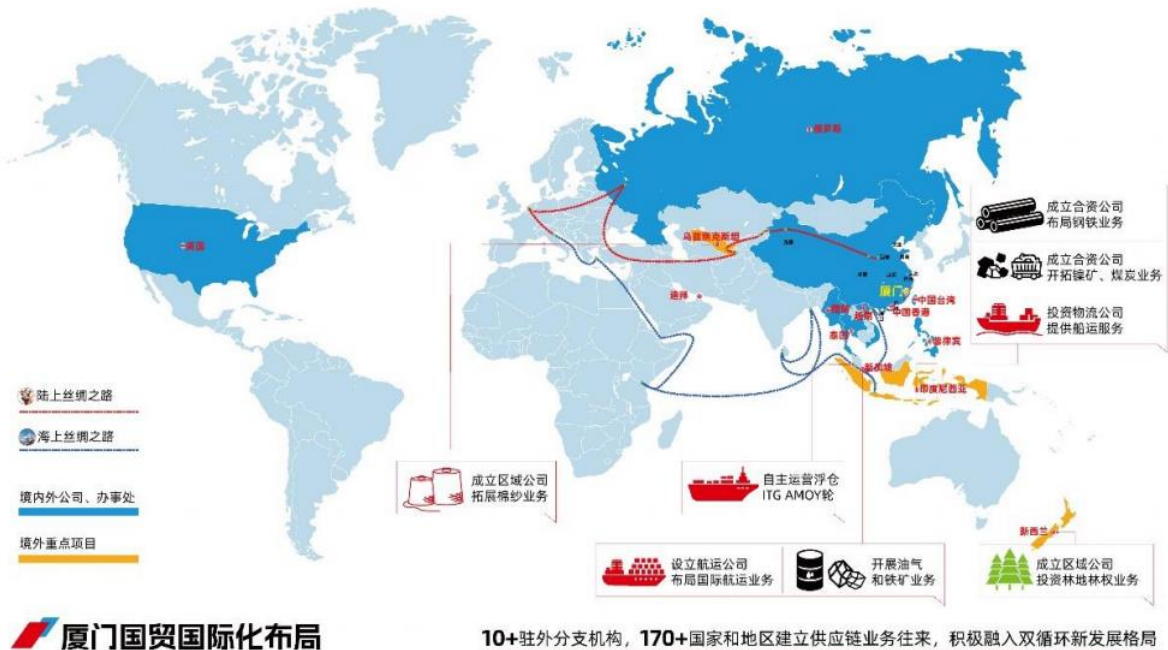
图 21 欧美市场与中国大宗商品发展历程



3.1.3 立足供应链产业经验，海外寻求增量扩张

公司持续推进全球化布局，在新加坡、印尼、缅甸、新西兰、乌兹别克斯坦、美国等多个国家设立驻外分支机构，与全球 170 多个国家和地区、8 万余家产业链上下游客户建立稳定的合作关系，搭建了境内外重要购销市场的经营网络。23 年 1 月厦门国贸金属有限公司驻菲律宾办事处、越南办事处正式揭牌成立。厦门国贸金属越南业务组多年来在越南市场持续耕耘，专注于冷轧基料等钢铁原料以及建筑钢材、品种钢等产品的进出口，为产业链上下游客户伙伴提供集采销、物流、价格管理等于一体的供应链综合服务。2023 年 3 月厦门国贸物流板块旗下厦门国贸船舶进出口有限公司印尼办事处与厦门启润船舶科技有限公司印尼办事处正式揭牌成立。这是继新加坡航运平台、印尼 ARK 驳船公司设立之后，厦门国贸布局的又一东南亚物流节点，标志着国贸股份东南亚航运网络的不断完善与拓展。

图 22 厦门国贸全球化布局



资料来源：厦门国贸公告，首创证券

3.2 盈利能力提升——传统贸易商到综合供应链服务商的转型

厦门国贸近年来积极探索转型，以更为丰富的盈利模式及稳健的规模扩张，推动净利率水平提升，使得利润保持相对较快的增速。在国家经济结构转型、能源结构转型、产业发展转型的嵌套叠加背景下涌现出一系列新机遇，大宗供应链行业在新能源、新材料、信息技术、生命科学等高附加值产业链上的布局逐渐增多，同时在传统领域的供应链一体化合作融合更加深入，有望持续提升净利率水平。

3.2.1 业务布局聚焦供应链业务发展，加速品类优化

厦门国贸不断调整自身战略定位和业务范围，于 2022 年制定的业务转向方针，关停房地产业务，扩展增加健康科技业务板块。厦门国贸积极推进健康科技板块战略规划，坚持运营与投资并重，发挥公司供应链产业优势，加速产业布局。其中，健康科技板块中标多家医院的医疗耗材、医疗器械采购业务，连续中标国际红十字会新冠抗原快检产品订单；加强康养服务和养老服务运营，制定业务可持续发展规划；厦门国贸泰和康复医院通过三级康复专科医院医疗机构校验，营业收入逐月攀升。

聚焦供应链管理业务，厦门国贸持续优化大宗商品供应链的品类组合。2023 年上半年公司铁矿经营货量超 4,000 万吨，同比增长超 20%；钢材经营货量超 2,000 万吨，同比增长超 30%；煤炭经营货量超 2,500 万吨，同比增长超 70%。公司依托布局在马六甲海峡的 30 万吨级浮式储油轮，打通油品经营全产业链，加速拓展船用燃料油直接用户，持续提升新加坡当地市场份额，油品经营货量增长超 150%；与头部聚酯企业及优质棉花棉纱生产企业加大合作力度，棉花经营货量增长超 100%。

公司加快布局新区域，不断提高上下游产业客户的占比，优势品类的经营货量保持稳健增长态势，市场份额继续扩大。公司持续开发新兴业务品类，新开拓石墨烯、木片等新品类。在新能源领域，公司聚焦“电池产业链”及“光伏产业链”的供应链运营，并开拓生物质燃料、稀土材料、稀有金属等新能源新材料产业品种；合资设立厦门国贸绿能供应链有限公司，延伸新能源产业链上下游服务体系。

3.2.2 提升全链条服务，单价增长

厦门国贸集成服务、贯通产业、共创生态，以八种服务为基础，聚焦于全球化供应链业务的进一步整合。在“铁矿-钢铁”、“纺织-服装”、“橡胶-轮胎”、“林浆纸”和“农牧产品”等垂直产业链扎根，着力解决客户稳货源、降成本、控风险等核心诉求，围绕产业链进行市场多元化、产品多元化拓展，助推公司和产业链上下游提质增效。

厦门国贸不断拓展增值服务环节，持续提高供应链一体化服务能力。厦门国贸一揽子解决产业客户在原料采购、价格管理、物流运输、销售渠道等方面的痛点，提高产业客户的稳定生产和精益化管理能力，协助产业客户实现降本增效，与产业客户共享盈利。公司落地东营方圆铜加工、江苏瑞昕镀锌带钢等一体化项目 10 个，在手一体化项目累计实现营业收入 289 亿元，实现与产业客户的共赢发展。

图 23 厦门国贸产业综合服务



资料来源：厦门国贸公告，首创证券

以“铁矿-钢铁”垂直产业链为例：在原材料供应端，公司整合境内外钢厂的铁矿

石采购需求，充分发挥多年积累的专业运营能力，定制化、差异化地解决合作伙伴的原料配比需求，将矿山开采与钢厂购买进行有效重组，并打造出灵敏的物流系统，根据不同订单规划出优化的运输路径以及仓储据点，确保按时交付。同时，基于公司多年专业的研发能力，通过期货等金融工具为钢厂提供价格管理服务，有效助力钢厂稳定生产和降本增效。在成品销售方面，公司致力于为产业链伙伴提供全方位的综合服务和一体化解决方案，以国内国际的营销网络作为支点，将钢铁产品与下游的终端工厂和项目有效对接，一方面拓展了钢厂产品的销售渠道，另一方面也为下游终端的原料供应提供解决方案，保障重点工程原料供应。

图 24 厦门国贸产业图谱与服务模式



资料来源：厦门国贸公告，首创证券

3.2.3 国贸云链加速推动数字化转型进程

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。厦门国贸围绕“3 大护城河+2 大新曲线+3 大支撑力”的数字化转型目标蓝图，积极开展数字化场景建设，推动业务模式升级。截止 2022 年底，“国贸云链”覆盖客户近 4,000 家，累计订单近 5 万笔，成交金额超 200 亿元。“国贸云链·天眼”进一步扩大应用范围，已在全国 71 个仓库部署 103 套智能虚拟围栏及货物智能盘点设备，在近 50 个仓库以物联电子锁替代传统挂锁、封签，提高仓储管理安全保障，节约驻库人工成本超千万元。“国贸云链·智签”电子签章系统、易报账、资金系统、商旅平台等数字化平台全年实现电子单据近 80 万份，节约成本超 3,000 万元。

图 25 厦门国贸产业图谱与服务模式



资料来源：厦门国贸公告，首创证券

3.3 风险管控能力优秀

厦门国贸建立了自上而下、权责明确、科学有效的“三道防线”风控模式。公司具有动态授信、监控预警、风险排查、整改跟踪以及考核总结等多维度风控管理模式，并具备库存管理、头寸管理、授信管理、价格管理、套期保值、保险覆盖等复合风险管理手段，实现事前预警防控、事中动态控制、事后规范总结的全方位风控覆盖，并输出风险管理服务，为自身及产业伙伴的稳定高质量发展奠定坚实基础。公司通过“国贸云链·天眼”项目将信息集成管理，以可视化形式实时汇聚公司全球在手业务执行情况、物流情况、近千个仓库库存占比等数十项关键指标数据，为风险管理提供精准的全球产业画像，为制定各类决策提供有力依据。此外，公司与国内外专业保险公司、信用管理公司合作，利用外部资源强化公司风险防范。

1、供应链领域风险：供应链管理行业市场化程度高，竞争激烈。俄乌冲突和地缘政治危机对大宗商品供应链造成冲击。面对复杂的国际经济形势、大宗商品价格与汇率的波动等风险，厦门国贸经营压力和决策难度加大。

对策：厦门国贸拥有稳定优秀的经营团队，丰富的行业经验，严谨的风控体系。依托一体化渠道资源整合能力，厦门国贸深入产业链上下游，与产业链客户保持紧密的互助互信战略合作，有效保证产业链客户生产经营的有序进行，并持续增强产业链的创新活力，孕育业务增量，积极融入双循环的新发展格局。

2、健康科技领域风险：健康科技业务的拓展存在一定的不确定性风险，面临技术专业性强、投资不确定性大等方面的风险。

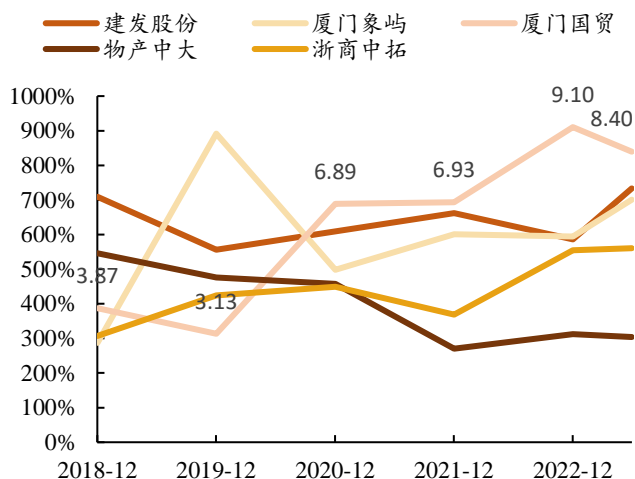
对策：医疗耗材和仪器设备等系厦门国贸经营多年的业务品种，已积累相当体量的资源和渠道，为厦门国贸拓展健康科技业务和打造健康科技生态圈打下较好的基础。厦门国贸将加强引进和培养相关专业人才，灵活利用现有的广阔客户资源与大数据积累，充分发挥供应链、金融业务优势，助推健康科技业务高质量发展。

3.4 股息率和现金分红比例增长

高股息、低估值、盈利能力确定性强，厦门国贸股息率和现金分红比例近几年保持增长。2023 上半年厦门国贸股息率为 8.40%，领先于厦门象屿（7.01%）、建发股份

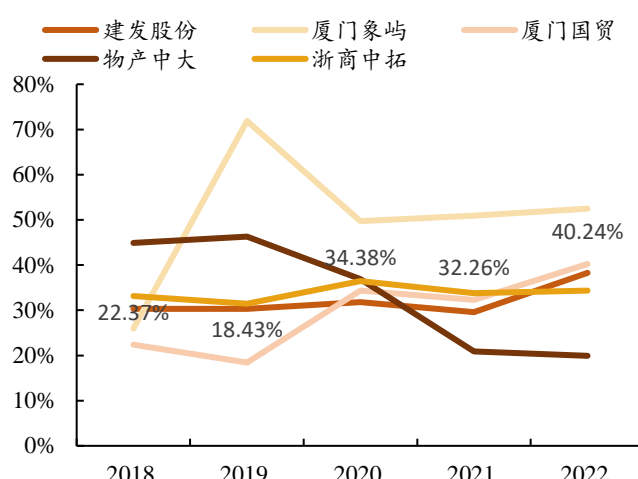
(7.33%)、浙商中拓 (5.61%)、物产中大 (3.04%)。2022 年报披露，厦门国贸拟向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 6.50 元 (含税)。截至 2023 年 3 月 31 日，厦门国贸总股本 2,200,982,757 股，以此计算合计拟派发现金红利 1,430,638,792.05 元 (含税)，现金分红比例为 40.24%。相较于 2021 年现金分红比例增长 7.98pct。

图 26 大宗商品可比公司股息率



资料来源: Wind, 首创证券

图 27 大宗商品可比公司现金分红比例



资料来源: Wind, 首创证券

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

厦门国贸积极转型业务布局，从房地产行业转移至医疗健康领域的布局，同时更加聚焦于供应链业务的海外布局发展。我们看好全球经济疫后复苏带来的经济复苏弹性，以及由此带来的大宗商品需求量的抬升，借力国内的政策支持，带动大宗商品市场规模的扩大和头部企业市场份额的拉升。

我们分业务类别对厦门国贸的营收进行量价拆分及毛利率假设，预计 2023-2025 年厦门国贸营收规模分别为 5810.52/6565.89/7464.79 亿元；分别同比 +11.33%/+13%/+13.69%；预计厦门国贸 2023-2025 年归母净利润为：32.8 亿元/37.3 亿元/43.1 亿元。核心假设如下：

1、供应链管理业务：(1) **金属及金属矿产：**由于金属及矿产属于国贸业务占比高的经营品类，结合 2022 年经营货量的高速增长，预计 2023-2025 年增速分别为 23.18%/13.36%/12.15%；(2) **能源化工：**预计新能源业务品类的开拓带动厦门国贸能源化工业务收入的增长，预计 2023-2025 年收入增长为 9.01%/9.00%/16.64%；(3) **农林牧渔：**2022 年国贸的谷物原粮经营货量增长超 50%，预计 2023-2025 年收入增长为 3.76%/19.59%/14.62%。

2、金融服务业：厦门国贸于 2022 年 12 月经董事会审议拟将持有的国贸期货 51% 股权和启润资本 25% 股权转让给控股股东国贸控股。本次交易完成后，厦门国贸继续持有国贸期货 49% 股权和启润资本 24% 股权。国贸期货将继续与厦门国贸业务保持高度协同，推动供应链管理业务的稳健发展。预计 2023 年清理完毕，2024-2025 年相关收入为 0。

3、房地产行业：2021 年 6 月，厦门国贸将国贸地产 100% 股权和国贸发展 51% 股权转让给国贸控股，本次交易完成后，厦门国贸基本退出房地产行业。厦门国贸已将剩余的房地产项目委托国贸控股下属厦门国贸经营管理，以避免本次资产出售后与控股

股东在房地产行业的同业竞争。厦门国贸剩余的房地产相关收入于 2022 年第四季度结算完毕。预计 2023 年清理完毕，2024-2025 年相关收入为 0。

表 2 厦门国贸营收预测表

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	5,219.18	5,810.52	6,565.89	7,464.79
供应链管理业务	5,059.00	5,787.92	6,565.89	7,464.79
金融服务业	114.52	21.86	-	-
房地产	46.93	0.74	-	-
YoY	12.30%	11.33%	13.00%	13.69%
供应链管理业务	10.84%	14.41%	13.44%	13.69%
金融服务业	160.16%	-80.91%	-100.00%	-
房地产	18.90%	-98.42%	-100.00%	-
毛利 (亿元)	94.86	77.02	86.50	100.64
供应链管理业务	64.39	75.74	86.50	100.64
金融服务业	4.45	0.85	-	-
房地产	26.01	0.43	-	-
毛利率	1.82%	1.33%	1.32%	1.35%
供应链管理业务	1.27%	1.31%	1.32%	1.35%
金融服务业	3.89%	3.87%	-	-
房地产	55.42%	58.35%	-	-

资料来源：厦门国贸公告，Wind，首创证券

4.2 投资建议

厦门国贸积极转型业务布局，从房地产行业转移至医疗健康领域的布局，同时更加聚焦于供应链业务的海外布局发展。借力国内的政策支持，带动大宗商品市场规模的扩大和头部企业市场份额的拉升。厦门国贸作为大宗商品供应链龙头之一，预计将在经济复苏预期兑现、大宗商品需求量增长时体现较强的复苏弹性，具体体现在：①量增长：大宗商品整体需求抬升，国内头部企业市占率的提升，积极拓展海外业务布局；②盈利能力提升：主动优化业务类型和产品类别，供应链企业转型提供全流程化服务拉升收入单价，国贸云链提升公司经营数字化。

1、扩张健康业务布局新赛道：公司不断调整自身战略定位和业务范围，扩展增加健康科技业务板块，根据自身优势发展健康科技业务。

2、整体需求与市占率拉升大宗商品需求量：大宗商品整体需求量的增长、国内大宗商品供应链头部企业市占率的提升拉升整体需求量，海外供应链产业拓展布局。

3、全链条服务提升大宗商品服务单价：大宗商品供应链企业提供的服务由传统的贸易商赚取贸易差价转向综合服务商以提升服务价格。

4、优化商品种类与服务提高毛利率：国贸主动调整业务类型，聚焦于供应链行业，同时通过多品类的产品结构经营分散风险，主动调整产品的占比结构，同时发力毛利率较高的服务类别，主动提升毛利率。

5、稳定的高股息率更具投资价值：厦门国贸的长期优势来源于稳定的股息率和稳定的估值，能够为股东带来确定性更高的高股息回报。

估值方面，从主营业务范围、营收规模的角度，我们选取厦门象屿、建发股份、物产中大、浙商中拓作为可比公司，由于五家公司的主营业务均为大宗商品供应链业务。四家可比公司 2023-2025 年平均预测 PE 为 5.07/4.23/3.65，对比厦门国贸 2023-2025 年的预测 PE 为 4.56/4.01/3.47。我们认为厦门国贸在国内国际业务增收，通过优化服务和

产品以及数智化提高利润率，厦门国贸有望进一步提升市占率并且保持较高的业绩增速，并且保持较高的分红比例。推荐关注盈利稳定的低估值高股息大宗供应链龙头企业厦门国贸，维持公司“买入”评级。

表 3 可比公司相对估值表（截止 2023 年 10 月 23 日收盘价）

股票简称	股价	市值（亿元）	EPS			PE（倍）		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
厦门象屿	6.25	141.99	1.11	1.40	1.65	5.74	4.55	3.87
建发股份	9.23	277.28	2.20	2.49	2.86	4.19	3.70	3.23
物产中大	4.38	227.99	0.86	1.01	1.16	5.21	4.44	3.89
浙商中拓	7.27	50.78	1.46	1.78	2.08	5.13	4.22	3.61
					平均值	5.07	4.23	3.65
厦门国贸	6.74	148.34	1.49	1.69	1.96	4.56	4.01	3.47

资料来源：Wind，首创证券

注：厦门国贸数据采用本文预测，其余可比公司数据采用 Wind 一致预期。

5 风险提示

1、大宗商品价格波动风险：大宗商品供应链所处行业与宏观经济形势和发展情况相关程度高，宏观经济波动显著影响大宗商品的供给侧和需求侧，进一步引起大宗商品价格的波动。面对复杂的国际经济形势、大宗商品价格与汇率的波动等风险，公司经营压力和决策难度加大。

2、政策变动风险：由于大宗商品贸易和国家相关产业政策息息相关，行业政策的变动对于大宗商品贸易的

3、运营管理风险：随着公司业务规模不断增长，新业务、新项目、新模式不断涌现，新团队不断加入，对公司的风险管控能力、精细化管理能力、人力资源体系建设、信息系统建设提出了更高的要求，公司面临运营管理能力与业务规模不匹配的风险。

4、汇率风险：由于大宗贸易供应链业务规模的增长，世界经济波动的不确定性带来汇率的波动，可能会增加汇率波动的风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	93586	102463	115333	130631	经营活动现金流	352	9461	3212	3610
现金	17852	17432	19698	22394	净利润	4515	3790	4308	4976
应收账款	10558	9193	10388	11810	折旧摊销	313	602	608	597
其它应收款	2746	3870	4373	4971	财务费用	1084	443	245	228
预付账款	21641	21393	24174	27484	投资损失	-1781	-907	-907	-907
存货	29266	36050	40740	46303	营运资金变动	-6140	5513	-1245	-1488
其他	11524	14525	15960	17668	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	-10584	-1648	-1616
资产总计	112897	121356	133619	148320	短期借款	10732	-8374	483	149
流动负债	72984	79419	89262	100523	长期借款	-1259	-596	-557	0
短期借款	14811	6437	6920	7069	其他	-2472	-1613	-1575	-1765
应付账款	25117	27158	30691	34882	现金净增加额	6278	-420	2266	2697
其他	33055	45825	51650	58572					
非流动负债	1847	1251	693	693	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
长期借款	1346	750	192	192	成长能力				
其他	501	501	501	501	营业收入	12.30%	11.33%	13.00%	13.69%
负债合计	74830	80670	89955	101216	营业利润	11.16%	-15.65%	13.81%	15.65%
少数股东权益	7848	8353	8928	9591	归属母公司净利润	5.20%	-8.48%	13.66%	15.50%
归属母公司股东权益	30218	32333	34736	37512	获利能力				
负债和股东权益	112897	121356	133619	148320	毛利率	1.82%	1.33%	1.32%	1.35%
					净利率	0.69%	0.57%	0.57%	0.58%
利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE	11.88%	10.16%	10.75%	11.50%
营业收入	521918	581052	656589	746479	ROIC	15.44%	8.41%	10.02%	10.80%
营业成本	512432	573350	647939	736415	偿债能力				
营业税金及附加	436	685	774	880	资产负债率	66.28%	66.47%	67.32%	68.24%
营业费用	2282	2714	3067	3487	净负债比率	-4.45%	-25.18%	-28.82%	-32.13%
研发费用	5	2	2	2	流动比率	1.28	1.29	1.29	1.30
管理费用	376	410	463	527	速动比率	0.47	0.43	0.43	0.42
财务费用	1084	443	245	228	营运能力				
资产减值损失	-1168	0	0	0	总资产周转率	4.62	4.79	4.91	5.03
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	4716	5368	6208	每股指标(元)				
营业外收入	203	106	106	106	每股收益	1.63	1.49	1.69	1.96
营业外支出	115	55	55	55	每股经营现金	0.16	4.29	1.46	1.64
利润总额	5679	4767	5419	6259	每股净资产	9.54	10.50	11.59	12.85
所得税	1164	977	1111	1283	估值比率				
净利润	4515	3790	4308	4976	P/E	4.17	4.56	4.01	3.47
少数股东损益	926	505	574	664	P/B	0.71	0.65	0.59	0.53
归属母公司净利润	3589	3285	3733	4312					
EBITDA	7076	5812	6271	7084					
EPS (元)	1.63	1.49	1.69	1.96					

分析师简介

张功，南京航空航天大学硕士，证书编号：S0110522030003。曾就职于华东空管局、春秋航空、平安证券，5年以上实业工作经历。2022年3月加入首创证券，负责交通运输、房地产等板块研究。

张莹，交运行业研究助理，厦门大学会计硕士，2022年10月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确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，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准		
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现