

厦门象屿 (600057)

2023 年年报点评: Q4 利润环比大幅改善, 期待公司经营触底回升

买入 (维持)

2024 年 04 月 24 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

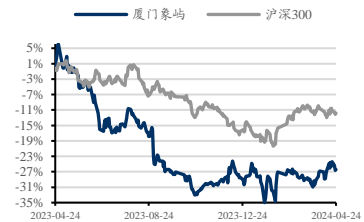
yangjing@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	538,148	459,035	398,412	464,191	528,158
同比 (%)	16.35	(14.70)	(13.21)	16.51	13.78
归母净利润 (百万元)	2,637	1,574	1,922	2,327	2,690
同比 (%)	20.18	(40.31)	22.09	21.07	15.62
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.16	0.69	0.84	1.02	1.18
P/E (现价&最新摊薄)	5.92	9.92	8.13	6.71	5.80

投资要点

- **业绩简评:** 公司发布 2023 年年报。2023 年公司收入 4590 亿元, yoy-14.7%; 归母净利润 15.7 亿元, yoy-40%。公司归母净利润基本符合我们的预期。其中 2023Q4, 公司收入 904 亿元, yoy-38%; 归母净利润 3.93 亿元, yoy-15.3%, qoq+35.5%, 环比有明显改善。公司年报拟分红 6.82 亿元, 分红率为 43%, 4 月 24 日收盘价对应股息率为 4.4%。
- **2023Q4 的改善主要来自利润率环节:** 2023Q4, 公司毛利率为 3.2%, 同/环比+1.46/+1.88pct; 销售净利率为 0.95%, 同/环比+0.45pct/+0.6pct。我们认为公司利润率提升主要受益于: ①从传统贸易模式切入到利润率更高的全产业链服务模式; ②提升经营效率, 管理费用率下降。2023Q4, 公司销售/管理/研发/财务费用率为 0.48%/0.24%/0.02%/0.59%, 同比+0.06/-0.14/持平/+0.24pct。
- **2023 年公司净利润下滑, 主要受短期因素及宏观环境影响:** ①公司农产品板块毛利率率下降, 2023 年为-0.89%, 同比-3.61pct, 主要原因为谷物原粮价格下行、下游客户降低库存等, 2024 年随经营环境改善及公司调整经营策略, 农产品利润有望恢复; ②大宗商品有效需求不足, 大宗商品运营板块单价下降; ③公司确认了较大金额的信用减值损失, 主要为计提坏账准备。
- **分业务板块看:** 2023 年, ①大宗品经营实现收入 4392 亿元, 同比-15.6%; 毛利率为 1.40%, 同比-0.33pct; 其中金属矿产/农产品/能化/新能源收入为 2715/607/868/192 亿元, 同比-22%/+17%/-6%/-23%; 毛利率为 1.9%/-0.9%/1.2%/1.8%, 同比+0.3/-3.6/-0.6/-0.1pct。②大宗商品物流收入 70.85 亿元, 同比-7.8%; 毛利率为 9.9%, 同比-1.9pct。③生产制造板块收入 108.7 亿元, 同比+33%; 毛利率为 12.1%, 同比+3.6pct。其中造船收入为 47.4 亿元, 同比+43%; 毛利率为 22.6%, 同比+13.6pct。
- **长期仍看好行业龙头企业集中度提升的机遇:** 随我国 B2B 供应链提质增效不断推进, 效率更高的龙头公司市占率持续提升。据公司年报, 以货量口径测算, 我国大宗供应链 CR5 市占率从 2021 年的 4.81%快速提升至 2023H1 的 5.46%。2023 年公司大宗商品经营业务的整体经营货量 (按吨计) 同比+13.74%, 市占率持续提升。
- **盈利预测与投资评级:** 公司估值低、分红率股息率高、短期业绩有望触底修复、长期成长逻辑明确。考虑公司经营环境, 我们将公司 2024~25 年归母净利润从 26.3/30.4 亿元, 下调至 19.2/23.3 亿元; 新增 2026 年归母净利润预期为 26.9 亿元。2024~26 年同比增速为 22%/21%/16%, 4 月 24 日收盘价对应 P/E 估值为 8/7/6 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 大宗品价格波动, 下游需求不佳, 新品类新模式不及预期等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.86
一年最低/最高价	5.94/10.76
市净率(倍)	1.04
流通 A 股市值(百万元)	14,852.53
总市值(百万元)	15,614.82

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.58
资产负债率(% LF)	71.33
总股本(百万股)	2,276.21
流通 A 股(百万股)	2,165.09

相关研究

《厦门象屿(600057): 中国的“商社巨头”, 稳增长、强分红、高 ROE, 商社巨头再起航》

2023-12-29

《厦门象屿(600057): 2023 年三季度报点评: 前三季度归母净利润同比-46%, 静待上下游需求改善》

2023-10-30

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	110,833	100,715	109,471	119,581	营业总收入	459,035	398,412	464,191	528,158
货币资金及交易性金融资产	23,080	24,605	22,422	21,952	营业成本(含金融类)	450,208	388,922	452,863	515,279
经营性应收款项	49,081	42,308	49,119	55,734	税金及附加	574	498	580	660
存货	27,202	23,051	26,399	29,604	销售费用	1,943	2,390	2,785	3,327
合同资产	624	542	631	718	管理费用	1,369	1,594	1,857	2,113
其他流动资产	10,847	10,209	10,901	11,573	研发费用	127	199	232	264
非流动资产	18,872	18,905	18,914	18,899	财务费用	2,104	1,803	1,688	1,685
长期股权投资	1,274	1,007	741	474	加:其他收益	675	717	836	951
固定资产及使用权资产	10,841	10,803	10,732	10,630	投资净收益	320	0	0	0
在建工程	90	60	40	27	公允价值变动	3	0	0	0
无形资产	2,069	2,135	2,200	2,265	减值损失	(1,456)	(616)	(700)	(770)
商誉	13	13	13	13	资产处置收益	5	4	5	5
长期待摊费用	145	145	145	145	营业利润	2,257	3,111	4,327	5,016
其他非流动资产	4,440	4,742	5,043	5,345	营业外净收支	193	213	234	257
资产总计	129,705	119,620	128,385	138,480	利润总额	2,450	3,324	4,560	5,273
流动负债	88,013	75,071	80,415	86,555	减:所得税	136	499	1,140	1,318
短期借款及一年内到期的非流动负债	26,033	21,033	18,033	16,033	净利润	2,314	2,825	3,420	3,955
经营性应付款项	42,357	36,591	42,607	48,479	减:少数股东损益	740	903	1,094	1,265
合同负债	10,026	8,702	10,139	11,536	归属母公司净利润	1,574	1,922	2,327	2,690
其他流动负债	9,597	8,745	9,637	10,508	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.69	0.84	1.02	1.18
非流动负债	4,500	4,500	4,500	4,500	EBIT	4,043	5,127	6,248	6,957
长期借款	1,617	1,617	1,617	1,617	EBITDA	4,999	5,971	7,117	7,849
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	1.92	2.38	2.44	2.44
租赁负债	321	321	321	321	归母净利率(%)	0.34	0.48	0.50	0.51
其他非流动负债	2,562	2,562	2,562	2,562	收入增长率(%)	(14.70)	(13.21)	16.51	13.78
负债合计	92,513	79,571	84,915	91,055	归母净利润增长率(%)	(40.31)	22.09	21.07	15.62
归属母公司股东权益	20,841	22,795	25,122	27,812					
少数股东权益	16,351	17,255	18,348	19,613					
所有者权益合计	37,192	40,049	43,470	47,424					
负债和股东权益	129,705	119,620	128,385	138,480					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	5,587	8,280	2,381	2,946	每股净资产(元)	6.58	7.41	8.44	9.62
投资活动现金流	(924)	(661)	(639)	(615)	最新发行在外股份(百万股)	2,276	2,276	2,276	2,276
筹资活动现金流	(841)	(6,126)	(3,926)	(2,801)	ROIC(%)	6.28	6.80	7.41	8.10
现金净增加额	3,853	1,525	(2,183)	(470)	ROE-摊薄(%)	7.55	8.43	9.26	9.67
折旧和摊销	956	845	868	892	资产负债率(%)	71.33	66.52	66.14	65.75
资本开支	(1,139)	(492)	(470)	(446)	P/E (现价&最新股本摊薄)	9.92	8.13	6.71	5.80
营运资本变动	252	3,085	(3,294)	(3,209)	P/B (现价)	1.04	0.93	0.81	0.71

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

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

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>