

公司研究

夯实大宗供应链管理实力，推动渠道布局与数字升级

——厦门国贸（600755.SH）投资价值分析报告

要点

优化业务结构，加大供应链管理和健康科技板块投入。厦门国贸集团股份有限公司（以下简称“公司”或“厦门国贸”）始创于 1980 年，于 1996 年 10 月在上交所上市，为国内大宗供应链行业龙头之一。公司属于地方国有企业，控股股东为《财富》世界 500 强厦门国贸控股集团有限公司，实控人为厦门市国资委。2021 年，公司正式剥离房地产业务；2022 年至 2023 年期间，公司将部分金融服务业务相关子公司控制权转让给关联方国贸资本。通过业务结构的优化，公司将进一步加大供应链管理和健康科技板块的投入，推动战略发展规划落地。

公司毛利率持续改善，23 年现金分红比例显著提升。由于供应链管理业务营收的下滑，2023 年公司归母净利润暂时性承压。进入 2024 年后，虽然宏观经济需求仍然较为疲弱，公司供应链管理业务运营货量及营收出现下滑，但通过业务结构的优化公司供应链管理业务盈利能力得到显著修复，2024H1，公司毛利率同比提升 0.67pct 至 1.81%。公司上市以来始终重视股东回报，2023 年公司逆势大幅提升现金分红力度，现金分红比例同比提升 17.7pct 至 57.6%，位居同业上市公司首位。2019-2023 年期间，公司累计现金分红 49.70 亿元。

大宗供应链管理市场空间广阔，公司纵横两向拓宽业务布局。2016 至 2022 年我国大宗供应链市场规模由 43 万亿元增长至 55 万亿元，对应 CAGR4.2%；行业前四家企业（建发股份、厦门象屿、物产中大、厦门国贸）合计市场占有率由 1.21%提升至 4.18%。在供应链管理方面，公司纵向持续完善产业链上下游渠道网络，横向开拓新能源等新产业链管理业务。

以医疗器械流通服务为基础，大力推动健康科技领域布局。在医疗器械领域，公司以医疗器械的流通与服务为业务基础，同时通过投资并购等方式积极布局医疗器械重点细分产品的研发和生产业务。2023 年，公司收购国内领先的微创外科手术整体解决方案提供商北京派尔特医疗科技股份有限公司。此外，公司还延伸布局养老服务、医疗健康大数据、健康服务等大健康相关产业。

盈利预测、估值与评级：公司为国内大宗供应链管理行业的头部企业之一，通过业务结构调整，公司进一步聚焦供应链管理服务和大力发展健康科技业务。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 20.39、24.38、29.08 亿元。我们给予公司目标价 9.59 元，对应 2024 年 PE 约为 10.2 倍，PB 约为 0.62 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示：大宗商品价格波动，宏观经济下行风险，应收账款风险，终端需求不及预期，汇率波动，地缘政治冲突风险，新业务拓展进度不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	521,918	468,247	354,808	396,292	441,084
营业收入增长率	12.30%	-10.28%	-24.23%	11.69%	11.30%
净利润（百万元）	3,589	1,915	2,039	2,438	2,908
净利润增长率	5.20%	-46.65%	6.47%	19.58%	19.29%
EPS（元）	1.63	0.87	0.94	1.12	1.34
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.88%	5.87%	6.08%	6.94%	7.86%
P/E	4	8	8	6	5
P/B	0.53	0.49	0.47	0.45	0.42

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-10-10，2022 年公司总股本为 22.01 亿股，2023 年公司总股本为 22.04 亿股，24 年及以后公司总股本为 21.67 亿股。

买入（首次）

当前价/目标价：7.25/9.59 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

分析师：周家诺

执业证书编号：S0930523070007

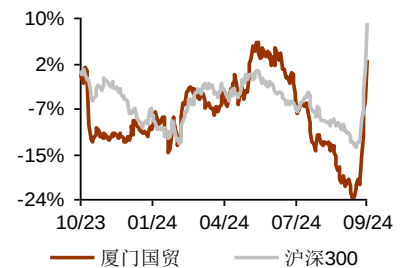
021-52523675

zhoujianuo@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	21.67
总市值(亿元):	157.14
一年最低/最高(元):	5.46/8.16
近 3 月换手率:	45.57%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.77	-9.02	-8.24
绝对	30.87	7.57	1.08

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

(1) 供应链管理服务：① 预计 24-26 年公司金属及金属矿产类大宗商品供应链管理服务的平均价格分别上涨 2%、1%、0.5%；经营货量同比分别变动-30%、+10%、+8%；期现毛利率维持在 1.66%。② 预计 24-26 年公司能源化工类大宗商品供应链管理服务的平均价格分别上涨 9%、2%、0.5%；经营货量同比分别变动-35%、+12%、+10%；期现毛利率维持在 2.20%。③ 预计 24-26 年公司农林牧渔类大宗商品供应链管理服务的平均价格将分别同比变动-5%、0%、+5%；经营货量同比分别变动-5%、+10%、+12%；期现毛利率维持在 2.10%。

(2) 健康科技：预计公司 24-26 年健康科技业务营收同比增速分别为 50%、40%、30%，对应毛利率保持在 40%。

(3) 其他：预计 2024-2026 年公司其他业务营收同比增速维持在 5%，对应毛利率与 2023 年水平相近，约为 7%。

我们区别于市场的观点

当前宏观经济仍然处于弱复苏状态，因此市场认为大宗商品需求相对较为疲弱，对大宗供应链管理企业经营造成压力。而我们认为，从行业层面来看，宏观经济的复苏正在逐步加速，对大宗商品需求提供向上支撑。同时，近期大宗商品价格整体波动较为平稳，有利于进行大宗商品采购的节奏把控，终端企业对大宗商品的采购将更为顺畅，提振商品需求。从企业内生层面来看，公司优化业务结构，聚焦大宗供应链管理，持续纵向完善产业链布局，横向拓展新产业供应链业务，将持续扩大公司供应链管理的渠道网络和营收规模，进而提升公司市占率及利润水平。

股价上涨的催化因素

- (1) 宏观经济持续复苏，拉动上游大宗商品需求，供应链管理业务量提升；
- (2) 公司进一步完善供应链相关产业上下游渠道布局，取得关键性项目进展；
- (3) 国家出台地方国有企业改革政策，大力推动地方国有企业发展。

估值与目标价

公司为国内大宗供应链管理行业的头部企业之一，近年来公司在大宗供应链管理行业领域的市占率持续提升。2021 年以来，公司作出战略发展规划调整，剥离房地产业务，转让部分金融服务业务相关子公司控制权，进一步聚焦供应链管理服务和大力发展健康科技业务。后续随着公司供应链管理服务渠道网络的进一步完善，和数字化升级对公司运营效率的提升，叠加宏观经济的进一步复苏，公司供应链管理服务业务的盈利能力将有望显著恢复。

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 20.39、24.38、29.08 亿元，折算 EPS 分别为 0.94、1.12、1.34 元/股。我们给予公司目标价 9.59 元，对应 2024 年 PE 约为 10.2 倍，PB 约为 0.62 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

目 录

1、 厦门国贸：砥砺四十余载，铸就国内大宗供应链行业龙头之一	6
1.1 优化业务结构，聚焦大宗供应链管理，拓展健康科技新领域	6
1.2 24H1 毛利率显著改善，23 年现金分红比例近 60%.....	9
1.3 股权激励彰显长期信心，拟公开发行 150 亿元债券.....	11
2、 大宗供应链市场空间宽广，公司夯实实力推动产业升级.....	13
2.1 我国大宗供应链管理市场广阔，头部企业份额持续提升	13
2.2 公司持续夯实供应链管理实力，推动业务数字化升级	16
2.3 公司运营效率不断提升，现金分红比例居行业前列.....	19
3、 以医疗器械流通服务为基础，大力推动健康科技领域布局	22
3.1 通过投资并购布局医疗器械，开发核心产品推动全产业链发展.....	22
3.2 延伸布局养老服务、医疗健康大数据、健康服务等产业	24
4、 盈利预测与估值	25
4.1 关键假设及盈利预测	25
4.2 相对估值	28
4.3 绝对估值	28
4.4 投资建议	30
5、 风险分析.....	31

图目录

图 1: 公司发展历程	6
图 2: 公司的股权结构	6
图 3: 公司 2014-2024H1 营业收入 (亿元)	9
图 4: 公司 2014-2024H1 营业收入分布情况	9
图 5: 公司 2014-2024H1 归母净利润 (亿元)	10
图 6: 公司 2014-2024H1 毛利润分布情况	10
图 7: 公司历年期间费用率	10
图 8: 公司所有者权益及资产负债率	11
图 9: 2014-2023 年公司年度现金分红情况 (亿元)	11
图 10: 供应链管理示意图	13
图 11: 我国大宗商品进出口额 (亿元)	14
图 12: 厦门国贸“铁矿-钢铁”业务模式示意图	15
图 13: 中国大宗供应链市场规模及 CR4 市场占有率 (以营业收入作为统计口径)	15
图 14: 公司境内外子公司、办事处及分支机构布局情况	16
图 15: 公司国内物流布局图	17
图 16: 公司海外物流布局图	17
图 17: 我国供应链数字化服务收入 (万亿元)	17
图 18: 公司“国贸云链”智慧供应链综合服务平台	18
图 19: 公司风控管理体系图	18
图 20: 2016-2022 年大宗供应链上市企业市场占有率情况 (以营业收入为统计口径)	19
图 21: 2014-2024H1 大宗供应链上市企业供应链管理业务毛利率情况	19
图 22: 2014-2023 年大宗供应链上市公司 ROE	19
图 23: 2014-2024H1 大宗供应链上市公司期间费用率	20
图 24: 2014-2023 年大宗供应链上市公司人均创收 (万元)	20
图 25: 2014-2023 年大宗供应链上市公司人均创利 (万元)	20
图 26: 2014-2023 年大宗供应链上市公司营业周期 (天)	21
图 27: 2014-2023 年大宗供应链上市公司总资产周转率 (次)	21
图 28: 2014-2023 年大宗供应链上市公司年度现金分红比例	21
图 29: 全球医疗器械市场规模 (亿美元)	22
图 30: 中国医疗器械市场规模 (亿元)	22
图 31: 2022 年我国医疗器械细分市场占比情况	22
图 32: 我国医疗仪器及器械进出口情况 (亿美元)	22
图 33: 我国医疗器械经营企业数量 (家)	23
图 34: 我国医疗器械生产企业数量 (家)	23
图 35: 我国 65 岁及以上人口数 (万人)	24
图 36: 我国人口年龄结构	24
图 37: 大宗商品价格指数年度平均值: 钢铁类	25
图 38: 大宗商品价格指数年度平均值: 有色类与矿产类	25
图 39: 大宗商品价格指数年度平均值: 能源类	26

图 40：大宗商品价格指数年度平均值：农产品.....	26
-----------------------------	----

表目录

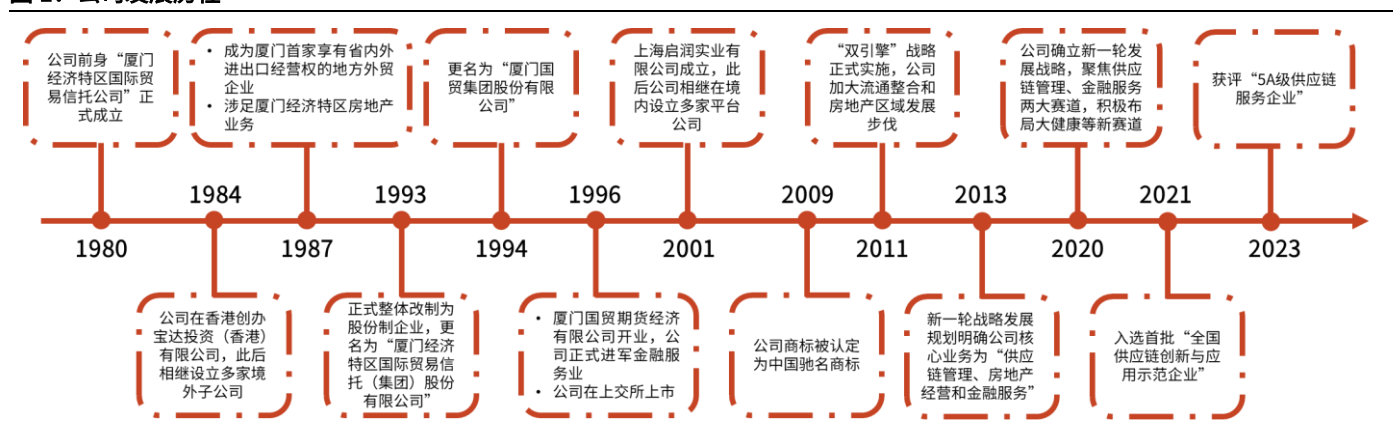
表 1：公司供应链管理业务“八大成熟产业链”和“两大通用解决方案”情况介绍	7
表 2：公司健康科技业务情况介绍	8
表 3：公司 2020 年限制性股票激励计划业绩考核目标	12
表 4：公司 2022 年限制性股票激励计划业绩考核目标	12
表 5：2021-2024H1 公司供应链管理服务业务不同类别大宗商品经营情况.....	25
表 6：厦门国贸关键项目预测（万元）	27
表 7：可比公司估值比较.....	28
表 8：绝对估值核心假设表.....	29
表 9：现金流折现及估值表.....	29
表 10：敏感性分析表（单位：元）	30

1、厦门国贸：砥砺四十余载，铸就国内大宗供应链行业龙头之一

1.1 优化业务结构，聚焦大宗供应链管理，拓展健康科技新领域

发展四十余载，大宗供应链行业龙头之一。厦门国贸集团股份有限公司（以下简称“公司”、“厦门国贸”或“国贸股份”）始创于1980年，1996年10月在上海证券交易所上市。公司为国内大宗供应链行业龙头之一，2021年公司入选首批“全国供应链创新与应用示范企业”，2023年获评“5A级供应链服务企业”，2023年公司位列《财富》中国500强（上市公司）第26位。

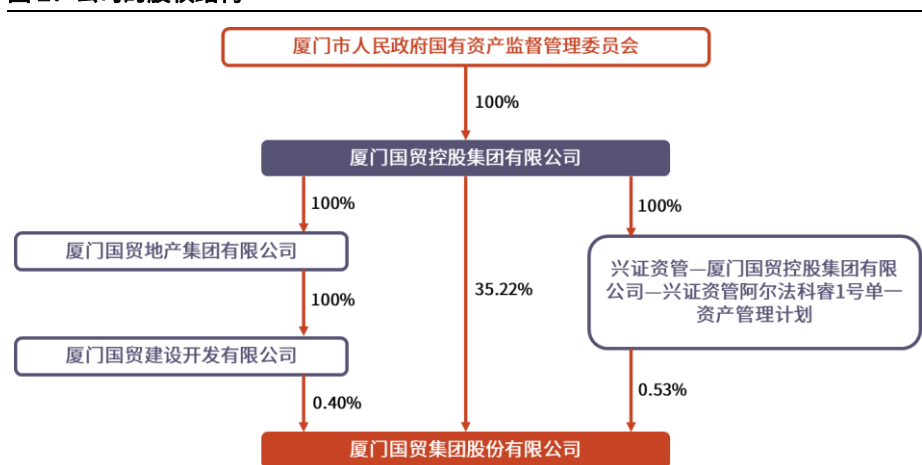
图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

公司为地方国有企业，控股股东实力强大。公司控股股东为《财富》世界500强厦门国贸控股集团有限公司（简称为“国贸控股”），实际控制人为厦门市国资委。截至2024年6月底，厦门国贸控股集团有限公司直接持有公司35.22%的股份，通过全资孙公司厦门国贸建设开发有限公司间接持有0.4%的股份，通过“兴证资管—厦门国贸控股集团有限公司—兴证资管阿尔法科睿1号单一资产管理计划”间接持有0.53%的股份。

图2：公司的股权结构



资料来源：公司公告，Wind，光大证券研究所整理，数据截至2024.06.30

供应链管理业务为公司的核心支柱产业，稳居行业第一梯队。公司依托全球化的资源渠道网络与品牌声誉、定制化的供应链解决方案、专业化的风控能力、5A 级的物流配送网络、全方位的数字赋能建设等核心竞争力，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。公司目前拥有“冶金、能化、纺织、有色、浆纸、农产、橡胶、新能源”八条成熟的产业链，及以“物流”和“数科”为代表的通用解决方案，可为客户提供“ITG Solutions”产业综合服务。

表 1：公司供应链管理业务“八大成熟产业链”和“两大通用解决方案”情况介绍

业务板块	业务介绍	主营产品/业务	运营单位
产业链	冶金 厦门国贸冶金业务融合全球冶金资源采购渠道，横向集成八种供应链综合服务，纵向通过一体化运营、资本化运作等方式，贯通“铁矿-钢铁”垂直产业链，为产业客户提供定制化解决方案。以“启润”子品牌为载体，冶金板块在全国 30 余个重点城市设有办事处，并在东南亚及中东地区的“一带一路”沿线国家和地区布局公司及办事处，基本实现对东南亚钢铁资源的全面覆盖，将中国钢铁资源拓展至全球市场，推动东南亚、非洲和南美洲等国家的基建发展。	铁矿粉、铁块矿、球团矿、原矿及再生钢等；钢铁制品贸易、工业用材、建筑钢材、钢铁再生资源；焦煤、喷吹煤等冶金用煤、焦炭。	厦门国贸矿业有限公司 厦门国贸矿产有限公司 厦门国贸金属有限公司 厦门国贸冶金煤焦有限公司 福建启润贸易有限公司 厦门国贸冶矿有限公司 天津启润金属有限公司 广州启润金属有限公司 厦门国贸启铭物流有限公司
	能化 厦门国贸能化业务融合全球采销资源，与世界主流矿山、部分国家石油公司、国内外大型电力集团长期战略合作，集成八种供应链综合服务，发挥境内外平台的供应链金融服务优势，开展深入套期保值及配套仓储物流服务，不断创新品种与交易模式，服务多种类企业的个性化需求。 “ITG AMOY”轮为厦门国贸能化板块旗下子公司运营的 30 万吨级浮式储油轮，于 2022 年 2 月在马六甲海峡投入运营，提供过驳、仓转、差异化燃料油混合服务，是新加坡普世市场燃料油报价浮仓中唯一由中国公司主导运营的浮仓。	煤炭、聚酯、液化、油品、LNG、原油、燃料油、成品油、沥青、LPG 等。	厦门国贸能源有限公司 厦门国贸石化有限公司 国贸股份纺织中心 厦门国贸启能有限公司 厦门国贸化工有限公司 湖北国控供应链集团有限公司
	纺织 厦门国贸纺织业务深耕纺织原料-服装产业链，现已打通“化纤化工原料、化学纤维、人造纤维、棉花、纱线、面料服装”全产业链，为产业客户提供定制化解决方案。 化纤团队持续推进供应链一体化项目，引入世界先进设备、智能制造，助力企业提升竞争力。棉花团队深入产棉区自建轧花厂，与国内外大型棉纺集团展开长期战略合作；棉纱团队布局“一带一路”沿线节点，依托乌兹别克斯坦区域平台优势，为上下游合作伙伴提供产业综合服务，乌纱进口量占全国进口总额比例超四成；面料服装出口业务取得多项环保国际认证，依托五大自有与合资合作工厂的实体基础，产品远销海内外数十个国家。	纺织化工原料、化纤原料、纤维、棉花、纱线、面料、服装等。	国贸股份纺织中心 厦门国贸纺原有限公司 厦门国贸宝达润实业有限公司
	有色 厦门国贸有色业务长期经营铜精矿为主的有色原材料，铜（铜杆）、铝、锌、锡等有色金属及制品，铝制品，工业硅，铬锰系原料及合金等，横向集成八种供应链综合服务，纵向深耕“有色矿产-有色金属”产业链各环节，为产业伙伴提供定制化解决方案。板块设有化学级工业硅生产基地，已成为全球各大铝厂、铝加工厂的重要合作伙伴和国内主要有有机硅工厂的主力供应商之一。	有色原材料、有色金属及相关制品；铬锰系原料及合金等；工业硅及其相关能源产品，水泥熟料、纯碱等。	厦门国贸有色矿产有限公司 厦门国贸同歆实业有限公司
	浆纸 厦门国贸浆纸业务现已打通“林-浆-纸”全产业链，横向集成八种供应链综合服务，纵向深耕产业链下游生产加工环节，为产业客户提供定制化解决方案。公司与海外主要浆厂及国内大型造纸厂长期战略合作，融合全球木材、纸浆、纸张采销资源，深度匹配国内大中小型客户需求。现已在国内构筑 20 余个销售平台，拥有近 1.7 万家属下游客户的销售网络，纸制品出口业务遍及欧美及“一带一路”沿线国家。公司坚持践行绿色可持续发展理念，在产业链每个环节以实际行动支持双碳目标。	纸浆、木片、竹木纤维、废纸等造纸原料；文化用纸、工业用纸、生活用纸等原纸；原木、板材等。	厦门国贸纸业有限公司 厦门国贸浆纸有限公司 厦门国贸农林有限公司
	农产 厦门国贸农产业务融合全球与本地粮食谷物采销资源，深耕“农牧产品”产业链环节，营销网点覆盖“北粮南运”沿线主要城市，为产业伙伴提供定制化解决方案，保障粮食安全。 在产业链上游，公司与世界主流粮商长期合作，确保稳定优质的进口粮食资源供给；在国内粮食主产区布局粮库、发展订单农业与种植业，拓展玉米、化肥等农资农业产业领域。在产业链中游，公司深耕农产品加工环节，与国内大型央企等头部饲料、养殖集团深度合作。在产业链下游，公司打造自有粮食谷物品牌，实现从农田到餐桌的全产业链覆盖。	粮食谷物、油脂油料、饲料原料、农用水资等。	厦门国贸农产品有限公司 厦门国贸农林有限公司 厦门国贸物产有限公司 福建启润贸易有限公司 厦门启润农资有限公司
	橡胶 厦门国贸橡胶业务融合北美、南美与中国市场的采销资源，横向集成八种供应链综合服务，纵向深耕“橡胶-轮胎”产业链。	橡胶、轮胎。	厦门国贸物产有限公司 ITA VOMA CORPORATION

通用解决方案		上游与国内外头部橡胶生产企业合作开发国内和“一带一路”沿线国家橡胶资源；中游发挥供应链金融服务优势、助力轮胎及其他橡胶制品企业降本增效；下游为轮胎经销商提供全方位供应链综合服务，市场覆盖北美和南美等地。同时，还通过股权投资运营自有全钢轮胎工厂，打造自有品牌，产品行销国内外市场。		启润轮胎
	新能源	厦门国贸新能源业务聚焦“电池产业链”、“光伏风电产业链”、“新材料新产品产业链”、“氢能、储能及废旧电池回收产业链”的供应链业务，融合全球采购资源，集成供应链综合服务，发挥资源渠道优势和服务平台化优势，为新能源企业提供配套进出口贸易、采购分销、仓储物流等一站式供应链综合服务方案，并以投资为纽带，参与产业链上下游利润分配与资产增值，赋能投资企业发展，实现互利共赢目标。	硅料、硅片、电池片、组件、逆变器 等光伏产业链产品；镍钴锂磷矿资源、电池正负极材料、电芯等电池产业链产品；储能及锂电池材料拆解回收；稀土永磁材料、生物质能、稀有金属、高科技复合材料等新能源新材料新产品的开发等。	新能源供应链公司
	物流	厦门国贸物流业务集成供应链产业综合服务经验，通过自有船舶、仓库、堆场、车队、货代报关行以及强大的外协物流系统，为客户提供一站式、定制化物流服务总包方案。	国际航运、船舶管理、海运经纪、船舶代理、船舶贸易、船舶投资、海上转运、仓储服务、运输服务等。	厦门国贸泰达物流有限公司 厦门国贸海运有限公司 厦门国贸船舶进出口有限公司 厦门国贸物流有限公司 厦门国贸报关行有限公司 海南国贸物流有限公司
	数科	厦门国贸集成供应链产业综合服务经验，以“运营提效、协同共创、模式升级、生态构建、组织转型”为数字化发展蓝图，融合企业的创新数字运营经验，在供应链运营数字化、数据资产数字化、智慧物流、智能仓储等应用领域不断开展数字化转型实践。 厦门国贸立足供应链场景，自主构建智慧供应链综合服务平台——国贸云链，提供适用于各类大宗商品供应链的行业解决方案，为产业伙伴提供更高效优质的综合服务。	供应链运营数字化、数据资产数字化、智慧物流、智能仓储等。	厦门国贸数字科技有限公司 厦门国贸京东数字科技有限公司 厦门启润零碳数字科技有限公司

资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

拓展健康科技业务，打造大健康产业生态系统。公司聚焦医疗器械供应链和上游产品的生产研发，协同养老服务、健康医疗大数据、健康服务等支撑产业，布局“1+3”医疗健康业务板块。公司主要通过产业并购推进大健康产业外延式发展。公司医疗器械业务以医疗器械的流通与服务为基础，积极布局医疗器械研发、生产、销售三位一体业务体系，打造医疗器械科技平台企业。养老服务业务主要开展医、养、康、护等一体化服务。健康医疗大数据业务则是公司凭借厦门市政府唯一授权的健康医疗大数据运营单位的身份，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。健康服务业务则着力运营康复医院。

表 2：公司健康科技业务情况介绍

业务板块	业务介绍	运营单位
医疗器械	以医疗器械的流通与服务为基础底盘，积极布局医疗器械研发、生产、销售三位一体业务体系，打造医疗器械科技平台企业。	启润医疗科技（厦门）有限公司 宝达医疗服务（上海）有限公司 国信（天津）医疗科技有限公司 北京派尔特医疗科技股份有限公司 国信宝润（北京）医疗科技有限公司 国信（河南）健康医疗科技有限公司 国信（内蒙古）医疗科技有限公司 国信（湖北）医疗科技有限公司
养老服务	响应政府“积极应对人口老龄化”的号召，以国企的责任和担当布局养老产业，开展医、养、康、护一体化服务，为老年人提供健康美好的品质生活。	厦门国贸康养产业有限公司 厦门康馨人和社会服务有限公司 厦门康悦养老服务有限公司
健康医疗大数据	作为厦门市政府唯一授权的健康医疗大数据运营单位，构建健康医疗大数据开放运营体系，筑建面向政府、医院、居民和企业的医疗大数据技术平台，打造健康医疗大数据应用生态。	厦门健康医疗大数据有限公司
健康服务	整合产业资源布局健康服务业务，打造标杆的医学检验实验室、康复医院和关系枢纽型互联网医院，构建健康服务生	厦门国贸泰和康复医院有限公司 厦门国贸艾迪康医学检验实验室有限公司

态，为人民提供高质量的健康服务。

衍生业务

拓展医药流通与药号持证业务，以供应链业务为基础链通产业资源，为产业合作伙伴创造价值。

厦门国贸宝康医药科技有限公司
海南宝诺医药科技有限公司
福建国贸齐心科技有限公司
厦门国贸威高健康产业责任有限公司
武汉汉口喜来登大酒店
厦门宝达活旅馆

资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

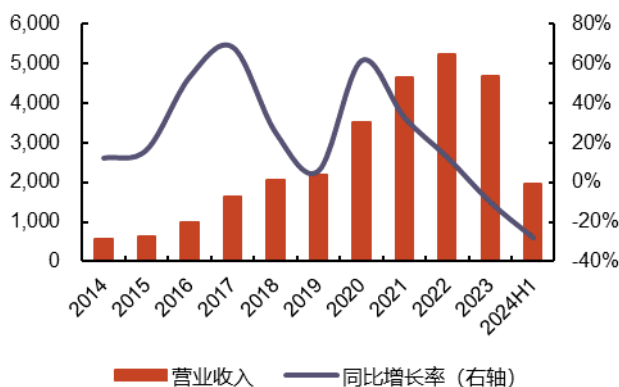
优化业务结构，推动公司战略发展规划落地。近年来，为进一步落实公司聚焦供应链管理核心主业，拓展健康科技新兴业务的战略发展规划，公司陆续剥离房地产业务，同时降低其他非核心业务的持股比例。通过业务结构的优化，公司将进一步加大供应链管理和健康科技板块的投入，推动公司战略发展规划的落地。

2021年6月，公司发布公告表示拟将公司及全资子公司厦门启润持有的国贸地产100%股权和公司持有的国贸发展51%股权转让给公司控股股东国贸控股，交易对价分别为98.28亿元和5.21亿元。本次交易已于2021年7月完成标的股权过户，公司不再持有国贸地产及国贸发展股权，正式剥离房地产业务。2022年年底，公司发布公告表示拟将国贸期货51%股权和启润资本25%股权出售给关联方国贸资本（为公司控股股东国贸控股的全资子公司），交易对价分别为8.26亿元和6402万元。本次交易已于2023年6月完成，公司现持有国贸期货49%股权和启润资本24%股权。2023年9月，公司发布公告表示拟将全资子公司国贸金控所持有的望润资管35%股权出售给关联方国贸资本，交易对价为3.97亿元。截至2023年年底，望润资管的工商变更手续已完成。

1.2 24H1 毛利率显著改善，23 年现金分红比例近 60%

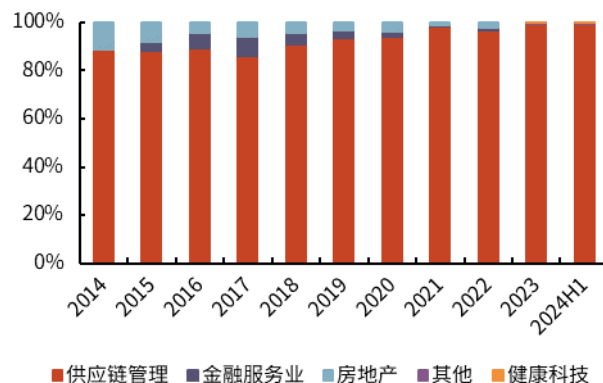
受外部宏观经济环境影响，23 年及 24H1 公司供应链管理业务营收下滑。2023 年公司实现营收 4682 亿元，同比下滑 10.29%。其中，公司供应链管理业务实现营收 4653 亿元，同比下滑 7.93%，业务营收占比同比提升 2.5pct 至 99.4%。由于公司房地产业务的剥离，以及市场需求减弱叠加大宗商品价格大幅波动对供应链管理业务的影响，2023 年公司营收下滑。即使面临外部宏观经济环境的影响，公司仍然坚持守正创新，积极对标国际一流供应链企业，推动业务模式升级，供应链管理业务仍取得部分重要区域的增长。2023 年，公司“一带一路”沿线国家或地区贸易规模超 1,000 亿元，同比增长约 8%；和 RCEP 国家贸易规模超 970 亿元，同比增长约 4%。2024H1，公司实现营收 1952 亿元，同比下滑 28.2%。2024H1，公司海外业务实现营收 342.05 亿元，完成进出口总额 67.49 亿美元。

图 3：公司 2014-2024H1 营业收入（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 4：公司 2014-2024H1 营业收入分布情况

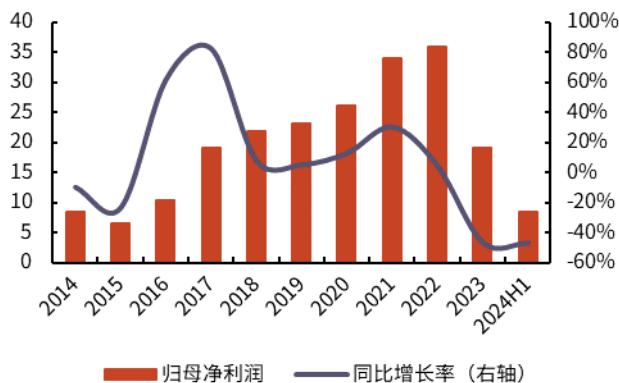


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

注：公司于 2023 年变更了营业收入披露口径，删除“金融服务业”、“房地产业”项目，新增“健康科技”、“其他”项目。

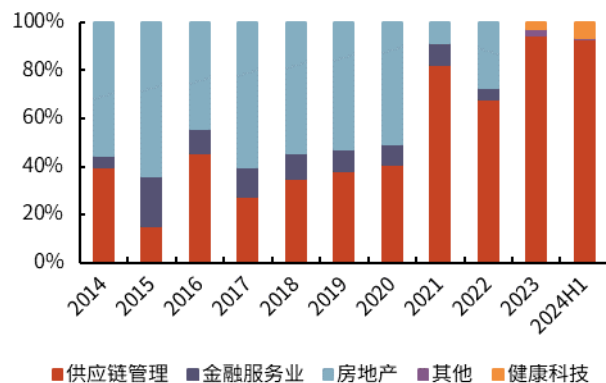
业务结构优化，24H1 毛利率显著修复。由于供应链管理业务营收的下滑，2023 年公司归母净利润暂时性承压。2023 年公司实现归母净利润 19.15 亿元，同比下滑 46.72%。如剔除 2022 年同期剩余地产项目利润影响，2023 年公司归母净利润同比下降约 20%。进入 2024 年后，市场需求仍然较为疲弱，2024H1 公司实现归母净利润 8.39 亿元，同比下滑 46.9%。但值得注意的是，公司通过优化业务结构，聚焦高质量业务，供应链管理业务主要品类的期现毛利率同比明显改善。2024H1，公司毛利率同比提升 0.67pct 至 1.81%。

图 5：公司 2014-2024H1 归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 6：公司 2014-2024H1 毛利润分布情况

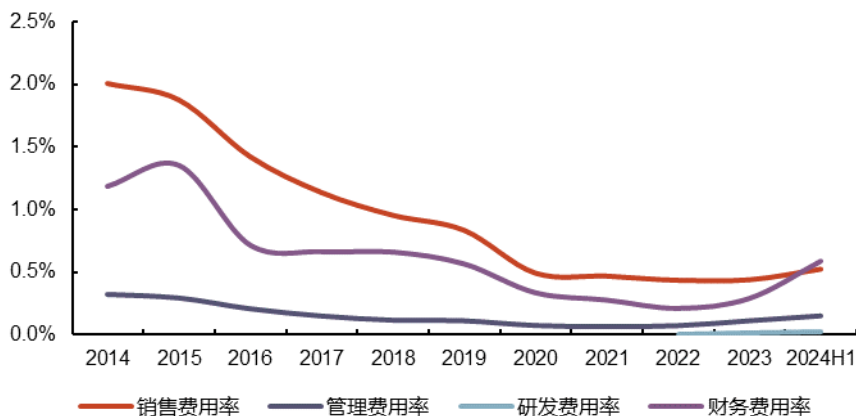


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

注：公司于 2023 年变更了营业收入披露口径，删除“金融服务业”、“房地产”项目，新增“健康科技”、“其他”项目。

23 年公司期间费用率较历史显著下降，24H1 汇兑损失导致财务费用暂时上升。近年来，公司通过强化资金管理，加大成本控制力度，降低公司成本费用。2014-2023 年十年内，公司销售费用率由 2.01% 降低至 0.44%，管理费用率由 0.32% 降低至 0.11%，财务费用率由 1.18% 降低至 0.29%。2023 年公司管理费用率同比小幅提升 0.04pct，主要是公司预计不可解锁的限制性股票不可撤销的分红计入管理费用所致；财务费用率同比小幅提升 0.08pct，主要是由于汇率波动幅度相对较大，公司汇兑净损失增加所致。2023 年公司研发费用同比提升 952% 至 5154 万元。2023 年公司一方面加大了针对数字化的研发投入，另一方面子公司北京派尔特医疗科技股份有限公司的研发费用显著增加，表明了公司在健康科技方向的发力。2024H1，公司销售、管理、研发、财务费用率同比分别提升 0.18pct、0.07pct、0.02pct、0.46pct。其中，销售费用率的提升主要在于公司营收的下滑以及销售营运费用的提升，管理费用率的提升主要在于人员费用和折旧与摊销的增多，财务费用率的大幅增长则主要是由于汇兑损失增加。

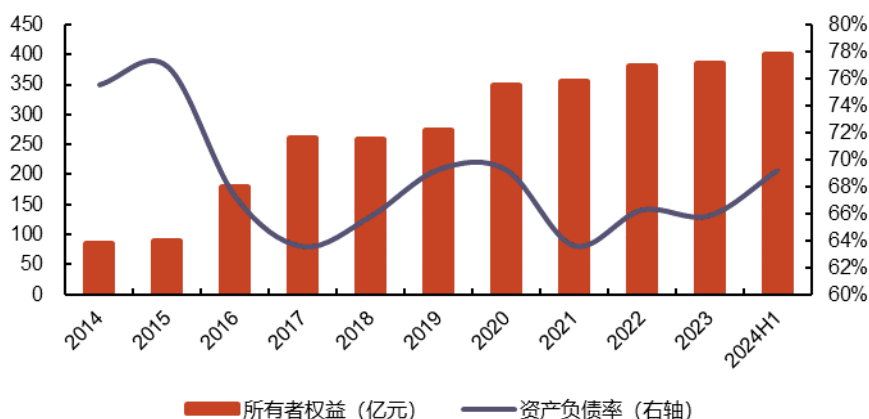
图 7：公司历年期间费用率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

所有者权益稳步增长，资产负债率小幅好转。2014-2023 年，通过不断完善公司供应链管理业务布局，公司所有者权益稳步增加，由 84 亿元增长至 386 亿元，对应 CAGR 约为 18.5%。在公司所有者权益增长的同时，公司的资产结构也在同步优化，2014-2023 年期间公司资产负债率由 75.6%下降至 65.9%。2023 年公司资产负债率同比下降 0.4pct，2024H1 公司资产负债率同比上升 1.4pct，相比 23 年末提升 3.4pct。2024H1 资产负债率相较于 2023 年年底的环比提升主要是公司 2024H1 短期借款和其他流动负债增加所致，属于正常的季节性现象。

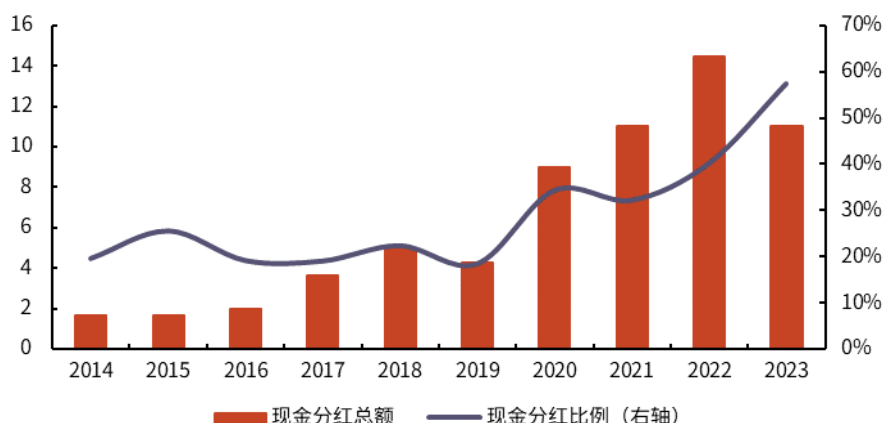
图 8：公司所有者权益及资产负债率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

现金分红比例持续提升，2023 年现金分红比例近 60%。2023 年，虽然受业务剥离及宏观经济影响公司利润暂时性承压，但公司仍大幅提升现金分红比例回馈股东。2023 年度公司向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 5 元（含税），合计派发现金红利 11.02 亿元（含税）。2023 年，公司现金分红比例同比提升 17.70pct 至 57.56%。公司上市以来始终重视股东回报，长期坚持以现金分红回馈投资者，2019-2023 年公司累计现金分红 49.70 亿元。

图 9：2014-2023 年公司年度现金分红情况（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

1.3 股权激励彰显长期信心，拟公开发行 150 亿元债券

激励计划绑定核心员工利益，彰显公司长期发展信心。2020 年和 2022 年公司陆续发布两轮限制性股票激励计划，授予的限制性股票（包括首次授予及预

留授予)数量分别为 2212 万股和 1.05 亿股,授予的激励对象人数分别为 187 人和 1344 人。相较于 2020 年激励计划,公司 2022 年限制性股票激励计划授予的限制性股票数量和激励对象人数大幅增多,更能调动公司核心员工的工作积极性。同时,公司 2020 年和 2022 年限制性股票激励计划分别以 2021-2023 年和 2022-2024 年(或 2023-2025 年,针对 2022 年激励计划预留部分的授予时间而定)的每股收益、营业收入增长率、资产负债率作为业绩考核目标,彰显了公司长期发展的信心。

表 3: 公司 2020 年限制性股票激励计划业绩考核目标

业绩考核年度	每股收益 (元/股)	营业收入增长率 (以 2019 年为基准)	资产负债率
2021	0.90	31.67%	≤70%
2022	0.92	38.25%	≤70%
2023	0.94	45.16%	≤70%

资料来源:公司公告,光大证券研究所整理

注:每股收益考核目标同时要求不低于行业均值或对标企业 75 分位值水平。

表 4: 公司 2022 年限制性股票激励计划业绩考核目标

业绩考核年度	每股收益 (元/股)	营业收入增长率 (以 2020 年为基准)	资产负债率
2022	0.90	45%	≤70%
2023	1.15	60%	≤70%
2024	1.25	75%	≤70%
2025	1.35	90%	≤70%

资料来源:公司公告,光大证券研究所整理

注 1: 每股收益考核目标同时要求不低于行业均值或对标企业 75 分位值水平;

注 2: 每股收益、营业收入的财务数据均不含公司房地产业务;

注 3: 由于部分预留股票于 2023 年 2 月授予,因此其对应的业绩考核年度为 2023-2025 年,首批授予的限制性股票对应的业绩考核年度仍为 2022-2024 年。

拟公开发行不超过 150 亿元债券,用于偿还债务及补充流动资金,公司债务结构及资金情况将得以优化。自公司上市以来,公司已完成 1 次公开增发(2007 年公告,募资 7.12 亿元)、1 次可转债发行(2015 年公告,募资 28 亿元)、1 次定向增发(2020 年公告,募资 5.8 亿元)和 3 次配股(1997/2009/2014 年公告,合计募资 27.10 亿元)。2024 年 8 月,公司发布公告表示拟公开发行公司债券,对应面值总额不超过 150 亿元。本次债券募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司债务、补充流动资金及法律法规允许的其他用途。此外,公司于 2024 年 9 月发布公告表示终止 2023 年度向不特定对象增发 A 股股票事项。

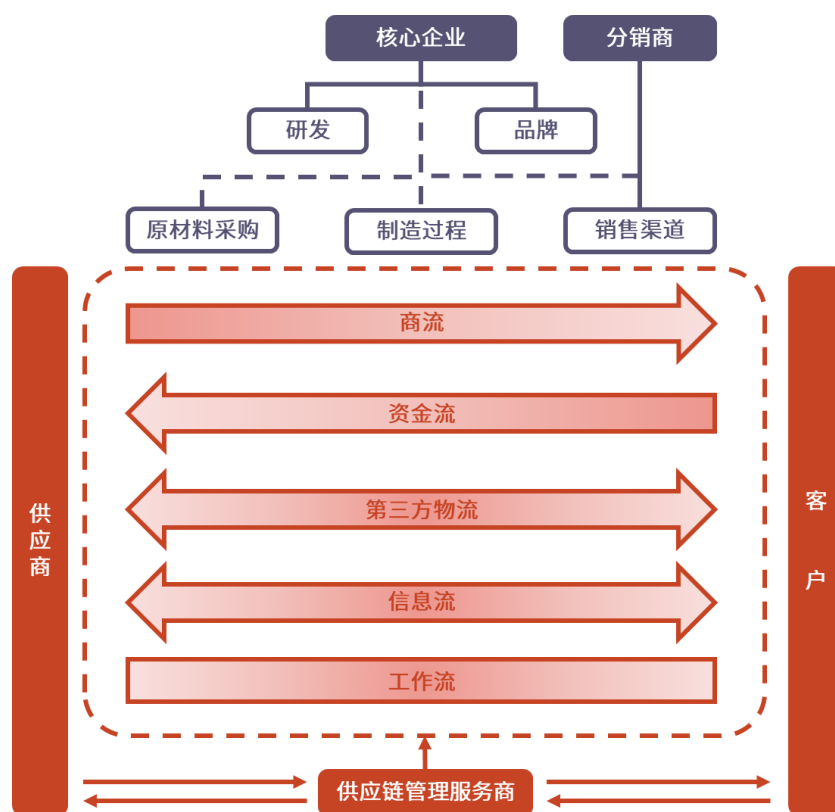
2、大宗供应链市场空间宽广，公司夯实实力推动产业升级

2.1 我国大宗供应链管理市场广阔，头部企业份额持续提升

市场需求推动供应链管理发展

从横向流程来看，供应链就是指由客户（或消费者）需求开始，贯通从产品设计到原材料供应、生产、批发、零售等过程（中间或经过运输和仓储），最后把产品送到最终用户的各项业务活动。从纵向流程上看，供应链上任何环节的运转都是由商流、物流、信息流、资金流等“四流”所驱动，而在供应链出现外包以后，其对供应链上相关参与者的工作程序（工作流）进行协调，使各环节能够无缝对接，从而使“四流”更加合理高效运行。

图 10：供应链管理示意图



资料来源：普路通招股说明书，光大证券研究所整理

市场需求的激烈竞争推动了供应链管理的诞生。自 21 世纪初以来，市场需求呈现多样化且变化频繁，客户的定制化需求愈发明显，同时对交货期的要求也越来越高。相应的，企业的生产模式也逐步由规模化大生产过渡到大规模定制。因此，企业的内部效率提高已经难以满足竞争日益激烈的市场需求，这便催生了核心企业只专注于供应链上的某个或多个核心环节，而将供应链上的商流、资金流、物流、信息流和工作流全部或部分外包，发挥供应链上每个参与者的优势，并对供应链上的所有参与者进行一体化统筹管理的供应链管理理念。

在供应链管理理念的指导下，企业将供应链上的非核心业务，如采购、销售、物流配套、甚至生产过程以服务外包方式交由专业供应链管理公司来负责，企业

本身则专心致力于其核心业务，如生产、研发或品牌管理。企业将通过与供应链管理公司合作将非核心业务外包作为提高企业核心竞争能力的有效手段。而从更广义的范围来看，除了上述采购、销售、物流配套等基本职能以外，供应链管理公司还能够为自身的客户提供金融服务、市场研发等附加业务。

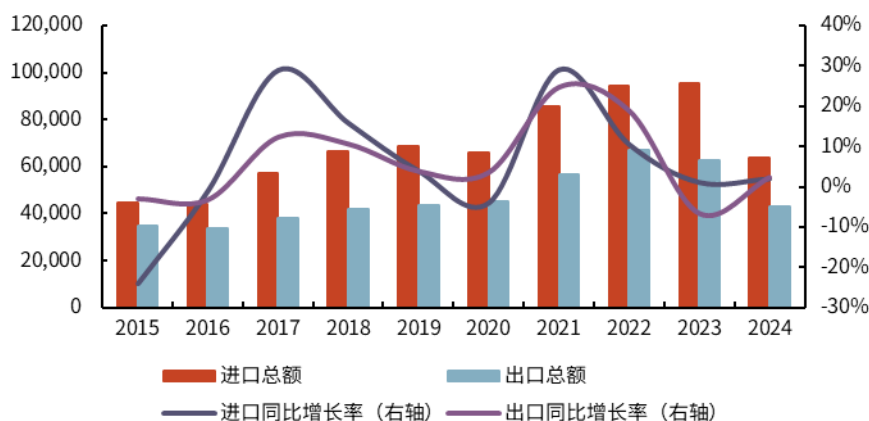
供应链管理是现代流通体系的重要组成部分，我国大宗供应链市场广阔

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。面对国际市场环境的复杂性和多变性，叠加大宗商品资源分配的天然不均衡，稳定、优质、一体化的供应链变得愈发重要，行业前景广阔。

近年来国家高度重视供应链体系建设、供应链安全。2022年10月，党的二十大会提出确保粮食、能源、产业链供应链可靠安全，着力提升产业链供应链韧性和安全水平；加快发展物联网，建设高效顺畅的流通体系，降低物流成本；推进高水平对外开放，提升贸易投资合作质量和水平。2024年3月5日，国务院政府工作报告提出2024年政府工作的首要任务是大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力，将推动产业链供应链优化升级、积极培育新兴产业和未来产业、深入推进数字经济创新发展。2024年5月7日，工信部、交通运输部、商务部联合发布《制造业企业供应链管理水平提升指南（试行）》，其中提及“提升制造业企业供应链管理水平是一项系统性工程，要以高起点部署供应链战略为引领，以保障循环畅通为底线，以提高质量和效益为目标，以高端化、智能化、绿色化为路径进行布局。”2024年7月，党的二十届三中全会也提出健全提升产业链供应链韧性和安全水平制度。

我国是全球最大的大宗商品进口国和消费国。我们将国际贸易标准分类（SITC 分类）中第2部门至第6部门的商品视为大宗商品，根据海关总署数据，在经历了2020年至2022年期间由于大宗商品价格上涨所带来的大宗商品贸易总额快速提升过程后，2022至2024年期间我国大宗商品贸易总额变动相对较为平稳。2024年1-8月，我国大宗商品贸易总额约为10.64万亿元，同比增长2.13%。其中大宗商品进口总额约为6.36万亿元，同比增长1.96%；出口总额为4.28万亿元，同比增长2.38%。

图 11：我国大宗商品进出口额（亿元）



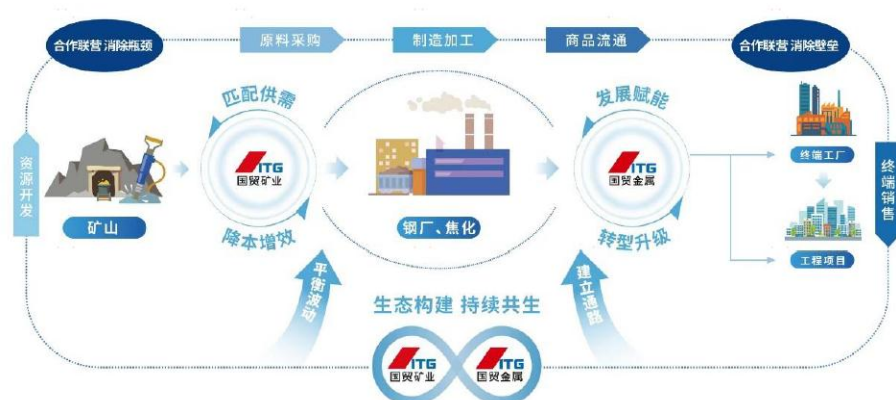
资料来源：海关总署，光大证券研究所整理，数据截至 2024.08

注：将 SITC 分类中的第 2 部门至第 6 部门产品视为大宗商品，分别对应“非食用原料（不包括燃料）”、“矿物燃料、润滑油及有关原料”、“动植物油、脂和蜡”、“未另列明的化学品及有关产品”、“主要按原料分类的制成品”五大部门。

大宗供应链龙头以提供一体化供应链服务方案为主。以厦门国贸为例，公司以“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，为上下游客户提供产业综合服务解决方案。在原料端，公司整合境内外物资采购需求，为下游锁定原料采购成本、确保货物稳定供给；在生产端，公司提供多式联运综合物流服务，并通过期货、期权等金融衍生工具，定制化、差异化地解决工厂的原材料稳定供应和降低成本等需求；在销售端，公司以全球营销网络为支点，实现产品与渠道的有效对接，赋能全产业链提质增效。

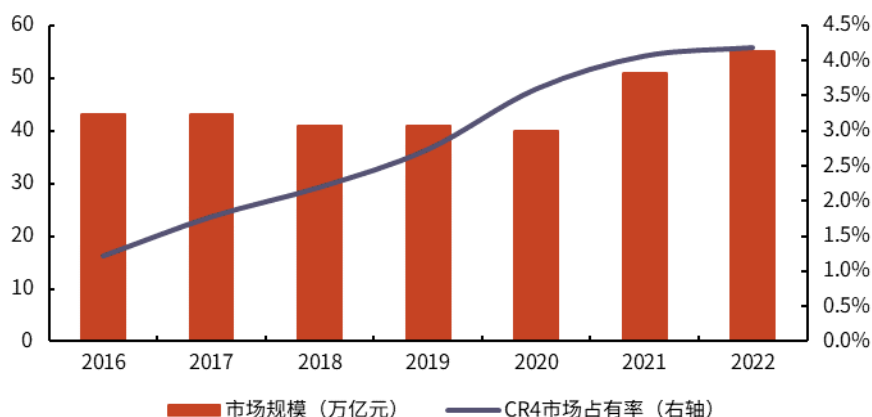
图 12：厦门国贸“铁矿-钢铁”业务模式示意图



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

大宗供应链龙头企业市场份额逐步提升。近年来，供应链管理行业的龙头效应日益凸显，头部服务商凭借其一体化综合服务能力、风控能力和规模效应等优势，市场份额日益扩大。根据厦门象屿年报，2016 年至 2022 年我国大宗供应链市场规模由 43 万亿元增长至 55 万亿元，对应 CAGR 约为 4.2%；行业前四家企业（建发股份、厦门象屿、物产中大、厦门国贸）合计市场占有率由 1.21% 提升至 4.18%。

图 13：中国大宗供应链市场规模及 CR4 市场占有率（以营业收入作为统计口径）



资料来源：厦门象屿公告，Wind，光大证券研究所整理

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

注 2：CR4 指代厦门国贸、建发股份、厦门象屿、物产中大

2.2 公司持续夯实供应链管理实力，推动业务数字化升级

加速大宗商品渠道网络布局，横向拓展新能源供应链管理业务

完善布局国内外渠道网络，保障产业链大宗商品购销稳定安全。公司持续推进国际化进程，与 170 多个国家和地区的 8 万余家产业链上下游企业建立了稳定的合作关系，搭建了覆盖境内外大宗商品资源的渠道网络。公司主营的资源品类与全球各大矿山、厂商签有长协，品种垂直覆盖全产业链原料到成品，以采购寻源的多样化和销售布局的多元化有效确保产业的原料供应和成品销售的稳定安全。公司在境内 100 多个城市设立区域公司和办事处，在境外 10 多个国家和地区设立 20 多家驻外分支机构，经营网络覆盖全球核心购销市场，具备对国际经济形势的敏锐洞察力。

图 14：公司境内外子公司、办事处及分支机构布局情况

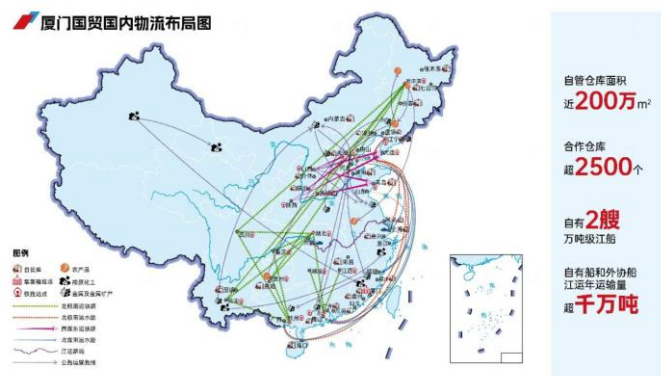


资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

横向布局，开拓新能源等新产业供应链管理业务。2023 年，公司新能源供应链管理业务逐步成熟，为公司开辟新的收入来源。公司子公司厦门国贸集团（上海）新能源发展有限公司为公司新能源供应链管理业务开展的主体，其聚焦“电池产业链”、“光伏风电产业链”、“氢能、储能及废旧电池回收产业链”与“新材料新产品产业链”，为新能源企业客户解决稳货源、降成本、控风险、促转型等核心诉求。2023 年，公司进一步加大新能源领域合资合作，合资设立湖北国发供应链有限公司，打造磷化工供应链综合服务平台，为磷化工、新能源企业提供一站式供应链综合服务方案；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。

加强物流资源投资布局，服务能力持续提升。公司采取轻/重资产相结合，与属地企业合资合作的模式，截至 2023 年年底，公司自管仓库面积近 200 万平方米、合作仓库超 2,500 个，配送平台覆盖国内沿海及内陆主要区域，具有全面的综合运输和配送服务保障能力。截至 2023 年年底，公司自有大型远洋船舶 6 艘、自有运力 45.5 万吨，管理船舶 21 艘、管理运力 124 万吨，年海运运输量超 3,000 万吨；自有 2 艘万吨级江船，自有船和外协船江运年运输量超千万吨。公司在印尼、新加坡、几内亚等地投资布局关键物流核心资产，自有 30 万吨级超大型浮仓 1 艘，经营管理拖轮 15 艘、驳船 18 艘，持续加强国际物流服务能力。

图 15: 公司国内物流布局图



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理，数据截至 2023 年年底

图 16: 公司海外物流布局图

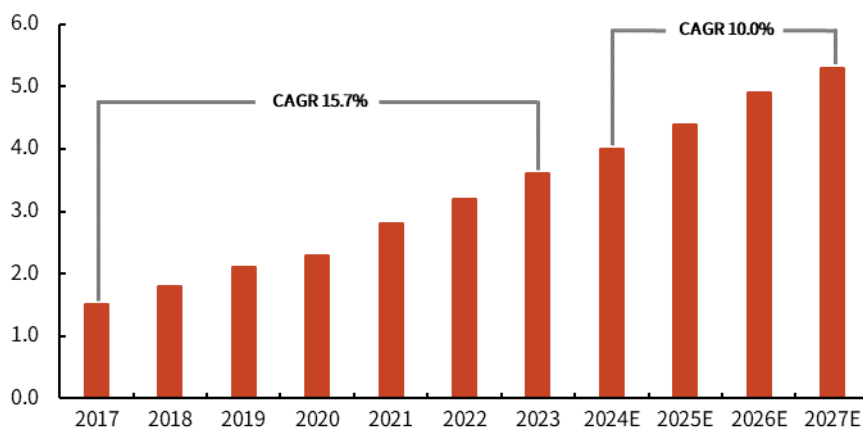


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理，数据截至 2023 年年底

推动供应链管理数字化升级，落实全面风控管理

企业数字化转型推进，国内供应链数字化服务收入快速提升。随着经济的发展和科学技术水平的持续提高，大数据、人工智能、物联网、云计算等技术的应用给企业生产经营带来的降本增效作用日益凸显，政府和企业逐渐开始重视企业的数字化建设。根据艾瑞咨询数据，我国供应链数字化服务收入规模从 2017 年的 1.5 万亿元增加至 2023 年的 3.6 万亿元，对应 CAGR 约为 15.7%。值得注意的是，未来供应链数字化服务中资金流服务和信息流服务的服务收入仍将保持较快的增速。由此可见，对于国内供应链行业而言，数字化转型是大势所趋。

图 17: 我国供应链数字化服务收入 (万亿元)



资料来源：艾瑞咨询预测，公司公告，光大证券研究所整理

公司立足供应链场景，自主构建智慧供应链综合服务平台——“国贸云链”。“国贸云链”提供适用于浆纸、农产、黑色金属等产业链及风控、物流、供应链金融等供应链服务场景的解决方案。“国贸云链”的创新价值在于以轻快便捷的前台推动业务模式的变革、以灵活敏捷的中台响应前台的快速创新、以稳定固化的后台支撑流程的标准化归集。“国贸云链”涵盖了针对供应链风控场景的“国贸云链·天眼”、针对电子签章应用场景的“国贸云链·智签”、针对供应链金融服务场景的“国贸云链·金贸通”、针对供应链综合物流仓储服务场景的“国贸云链·慧通+”、针对农产品行业推出的解决方案“国贸云链·e 鹭护农”和针对浆纸行业推出的解决方案“国贸云链·浆纸 e 站”等。通过业务模式的创新，“国贸云链”持续帮助上下游产业伙伴实现降本增效。2023 年，“国贸云链”的客户成交金额累计近 400 亿元。

图 18：公司“国贸云链”智慧供应链综合服务平台



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

落实全面风控管理，保障自身及产业伙伴的稳健发展。公司全面风控管理覆盖、贯穿各业务全链条的关键节点，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。此外，公司加大数字化智能化的运用，充分利用研发研判、动态监测、智能盘库等专业化数字化方式，提高风控效率，进而实现事前预警防控、事中动态控制、事后规范总结的全方位风控覆盖，并对外输出风险管理服务，为自身及产业伙伴的稳健、高质量发展奠定坚实基础。

图 19：公司风控管理体系图

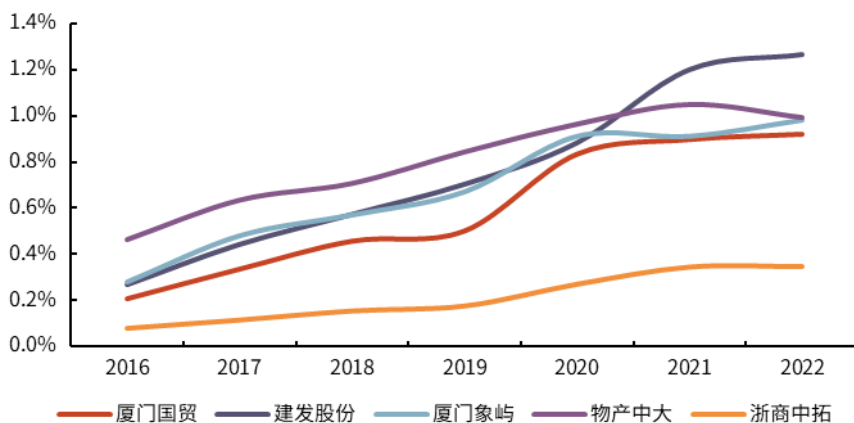


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

2.3 公司运营效率不断提升，现金分红比例居行业前列

头部企业市占率持续提升，22 年厦门国贸市占率位列行业第 4。2016 至 2022 年期间，厦门国贸、建发股份、厦门象屿、物产中大、浙商中拓共 5 家大宗供应链上市公司均实现了市占率的整体提升。然而由于大宗供应链行业的市场规模庞大，其市场集中度仍然较低。头部企业方面，2021-2022 年期间建发股份市占率暂居第一，厦门国贸、厦门象屿、物产中大 3 家企业的市占率相对较为接近。其中，2022 年厦门国贸供应链管理业务市占率位居行业第 4，2016-2022 年期间厦门国贸供应链管理业务市占率由 0.21% 提升至 0.92%。

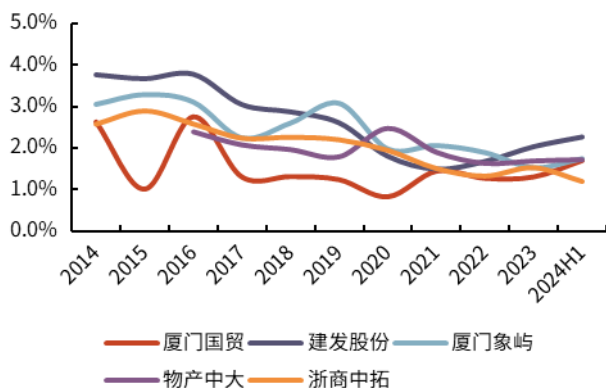
图 20：2016-2022 年大宗供应链上市企业市场占有率情况（以营业收入为统计口径）



资料来源：厦门象屿公告，Wind，光大证券研究所整理

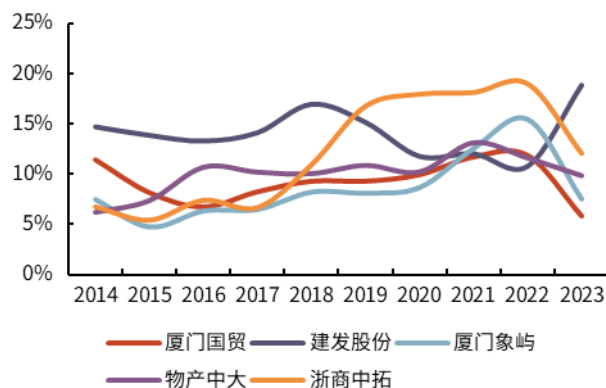
可比公司大宗供应链管理毛利率小幅修复，但 ROE 承压。从历史数据来看，大宗供应链企业呈现“毛利率低，ROE 高”的特点。毛利率方面，2023 年，虽然受宏观经济影响大宗供应链行业暂时性承压，但行业内 5 家上市公司中除厦门象屿以外供应链管理业务毛利率均实现了不同幅度的提升。2024H1，除浙商中拓外行业内 4 家上市公司供应链管理业务毛利率同样实现了提升，其中厦门国贸毛利率提升幅度最高达到 0.39pct。ROE 方面，由于行业承压，2023 年 5 家上市公司中除建发股份外 ROE 均呈现不同幅度的下降，而建发股份 ROE 的提升则主要依赖于其完成美凯龙控制权收购所产生的重组收益。与同业公司相比，厦门国贸的 ROE 水平暂时性回落至靠后位置，后续随大宗商品需求好转，叠加公司运营效率的提升，公司盈利能力修复将有望带动 ROE 的回升。

图 21：2014-2024H1 大宗供应链上市企业供应链管理业务毛利率情况



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，注：基于可比性原则，厦门国贸选取“供应链管理业务”，建发股份选取“供应链运营业务”，厦门象屿选取“大宗商品采购供应及综合物流服务”，物产中大选取“供应链集成服务”，浙商中拓选取“批发业”。

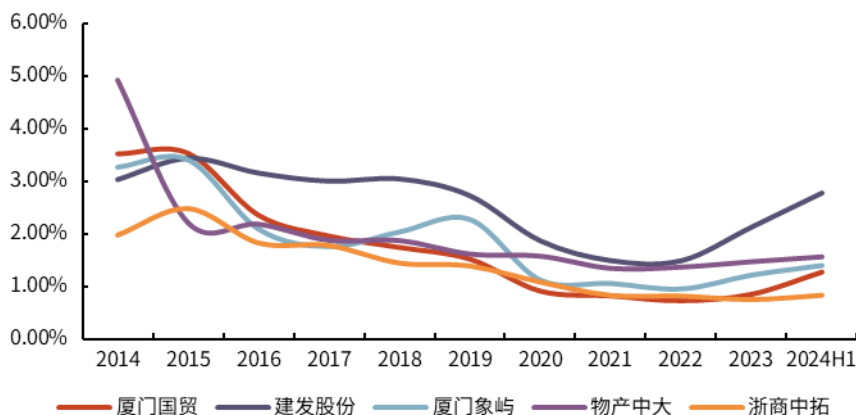
图 22：2014-2023 年大宗供应链上市公司 ROE



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

厦门国贸成本费用控制效果显著，期间费用率低于同业公司。2014-2023年期间，随着供应链管理业务营收规模的扩大，以及运营效率的提升，大宗供应链行业上市公司整体期间费用率下降明显。2014-2023年，5家大宗供应链上市公司平均期间费用率从3.34%下降至1.28%，其中厦门国贸的期间费用率从3.51%下降至0.84%。与同业公司相比，得益于相对更为精简的员工构成，厦门国贸管理费用率明显低于同业公司，因此公司整体期间费用率明显低于建发股份、厦门象屿和物产中大。2024H1，由于供应链管理业务营收的下滑，5家大宗供应链上市公司期间费用率出现了不同程度的提升，其中建发股份销售费用率显著上升导致整体期间费用率提升明显。

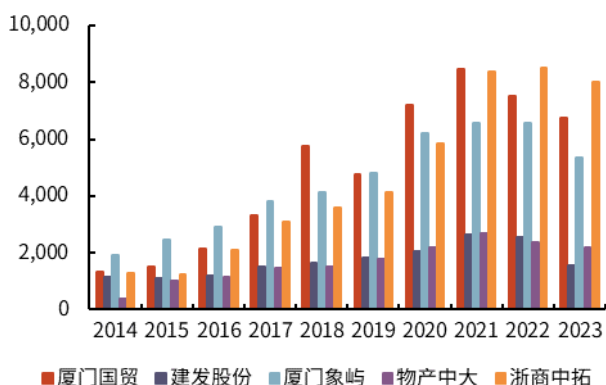
图 23：2014-2024H1 大宗供应链上市公司期间费用率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

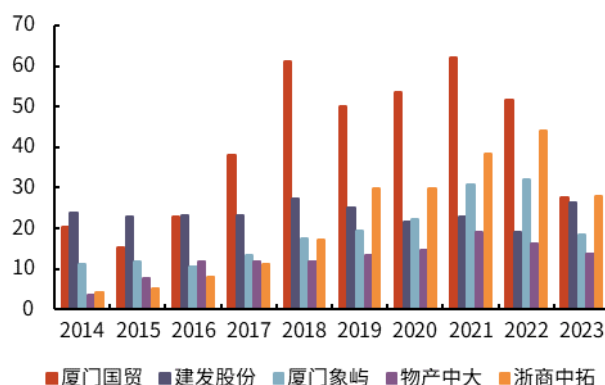
厦门国贸人均创收及人均创利位列可比公司前列。相较于建发股份、厦门象屿、物产中大3家可比公司而言，厦门国贸的员工构成更为精简，但公司的人均创收和人均创利则明显高于上述3家可比公司。截至2023年年底，厦门国贸共拥有6947名员工，其中生产、销售、技术人员占比分别为35.6%、41.4%、5.3%。同时，公司硕士及以上学历的员工占比为10.4%。2023年，厦门国贸人均创收达6740万元/人，人均创利达27.56万元/人。

图 24：2014-2023 年大宗供应链上市公司人均创收（万元）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 25：2014-2023 年大宗供应链上市公司人均创利（万元）

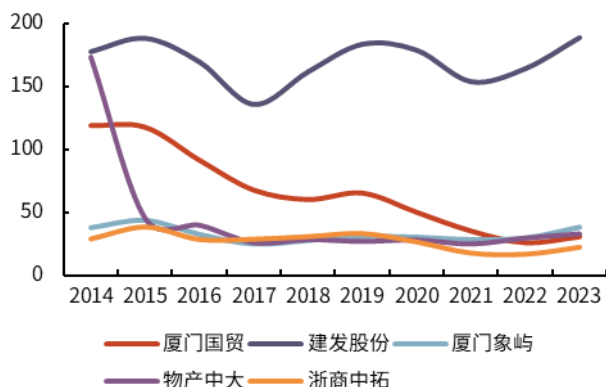


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

厦门国贸营运能力持续提升，营业周期明显缩短，总资产周转率提升。2014至2023年，厦门国贸营运能力持续提升，公司营业周期由119天缩短至31天，总资产周转率由1.76次提升至4.14次。营业周期方面，2015年以来厦门象屿、物产中大、浙商中拓保持相对稳定，当前营业周期水平与厦门国贸相近，而建发股份营业周期则呈现在高位震荡的状态。总资产周转率方面，2014至2023年5

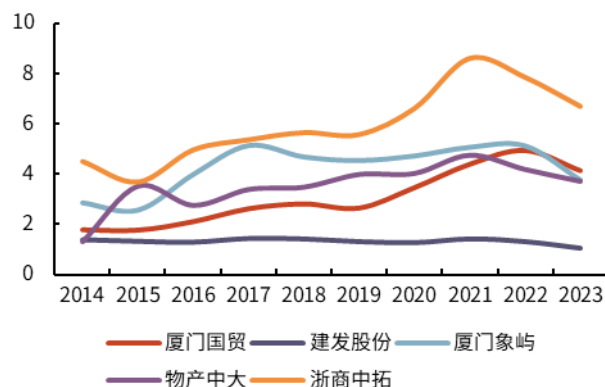
家行业内上市公司除建发股份外均实现了总资产周转率的提升。其中，浙商中拓由于其总资产额相对较低，因此其总资产周转率显著高于其他同业上市公司，2023 年厦门国贸、厦门象屿、物产中大总资产周转率则较为接近。

图 26：2014-2023 年大宗供应链上市公司营业周期（天）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

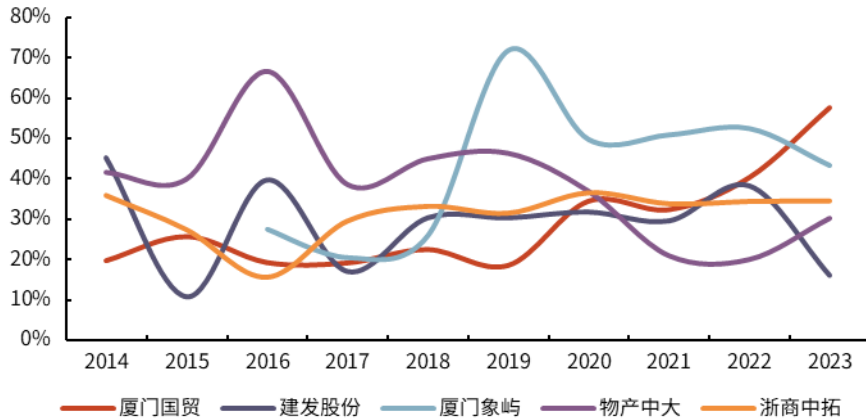
图 27：2014-2023 年大宗供应链上市公司总资产周转率（次）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

厦门国贸现金分红比例逆势提升，位列可比公司首位。由于宏观经济影响，2023 年大宗供应链行业相关企业整体盈利能力承压。2023 年，5 家大宗供应链上市公司中仅厦门国贸和物产中大提升了现金分红比例，建发股份和厦门象屿则下调了现金分红比例，浙商中拓现金分红比例基本持平。2023 年，厦门国贸现金分红总额为 11.0 亿元，对应现金分红比例为 57.6%，位居 5 家行业内上市公司中的首位。

图 28：2014-2023 年大宗供应链上市公司年度现金分红比例



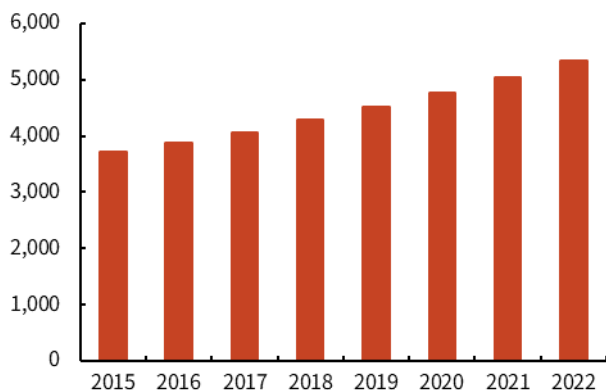
资料来源：Wind，光大证券研究所整理，注：厦门象屿 2014 和 2015 年末进行现金分红

3、以医疗器械流通服务为基础，大力推动健康科技领域布局

3.1 通过投资并购布局医疗器械，开发核心产品推动全产业链发展

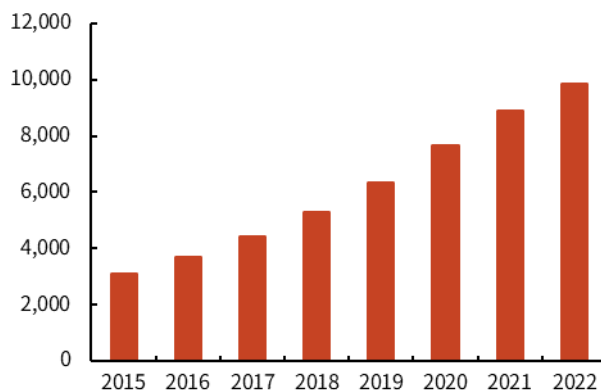
我国医疗器械市场规模快速扩增，未来仍有望保持相对较快增速。根据 iFinD 数据，2015 年至 2022 年期间，全球医疗器械市场规模由 3710 亿美元提升至 5328 亿美元，对应 CAGR 约为 5.3%；中国医疗器械市场规模由 3080 亿元提升至 9830 亿元，对应 CAGR 约为 18.0%，相较于全球年均增速高约 12.7pct。当前我国的人均医疗器械支出和临床渗透率与发达国家仍有一定的差距，后续在人口老龄化加快、城镇化以及消费结构升级等多因素的驱动下，我国医疗器械市场仍有望保持相对较快的增速。

图 29：全球医疗器械市场规模（亿美元）



资料来源：iFinD，光大证券研究所整理

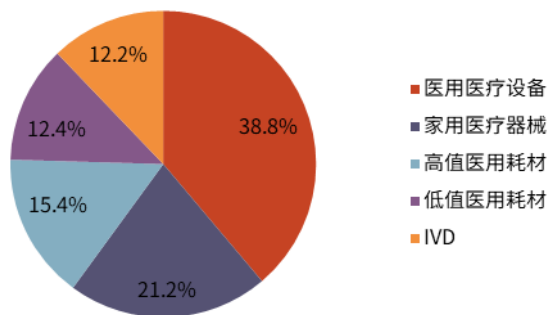
图 30：中国医疗器械市场规模（亿元）



资料来源：中国医疗器械蓝皮书，iFinD，光大证券研究所整理

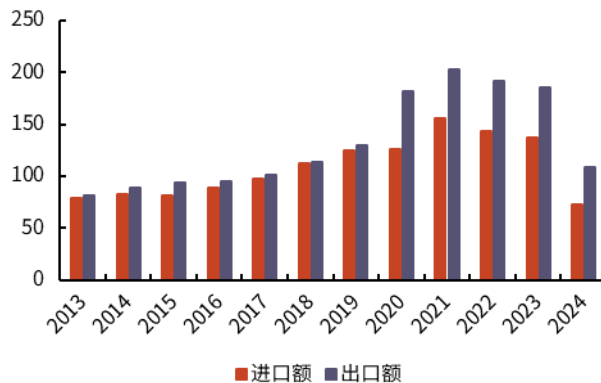
医用医疗设备为最大医疗器械类别。根据医疗器械的使用场景、产品附加值等特点，医疗器械可分为医用医疗设备、家用医疗器械、高值医用耗材、低值医用耗材和体外诊断（IVD）等 5 类。根据《中国医疗器械蓝皮书（2023 年版）》数据，2022 年我国医疗器械市场中医用医疗设备占比最高达 38.8%，对应市场规模为 3816 亿元。家用医疗器械、高值医用耗材、低值医用耗材和体外诊断的市场占比分别为 21.2%、15.4%、12.4%和 12.2%。

图 31：2022 年我国医疗器械细分市场占比情况



资料来源：中国医疗器械蓝皮书（2023 年版），光大证券研究所整理，注：以销售额为统计口径

图 32：我国医疗仪器及器械进出口情况（亿美元）

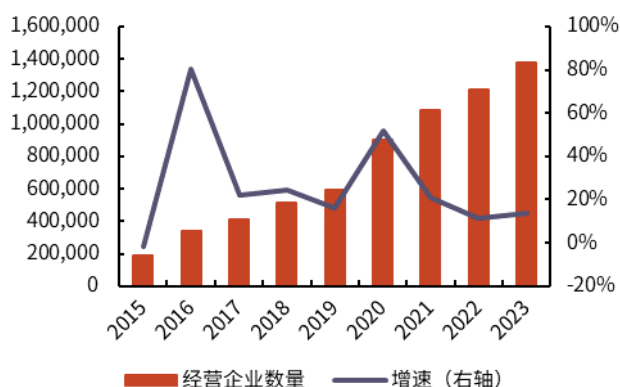


资料来源：海关总署，iFinD，光大证券研究所整理，数据截至 2024.07

我国为医疗器械的重要出口国，2020 年起医疗器械出口额显著增加。2020 年，由于全球公共卫生事件的发生，我国作为全球防疫产品的主要生产基地，监护仪、呼吸机、诊断试剂等医疗器械产品的海外销售规模大幅提升。根据海关总署数据，2020 年我国医疗器械出口额同比大幅提升 40.4%至 181.5 亿美元，对应净出口额提升 1044%至 55.4 亿美元。虽然随着全球公共卫生事件影响的减弱，2022 年及 2023 年我国医疗器械出口额同比有所回落，但仍明显高于 2020 年以前的出口额。2024 年 1-7 月，我国医疗器械累计出口额为 108.5 亿美元，同比小幅提升 4.1%。

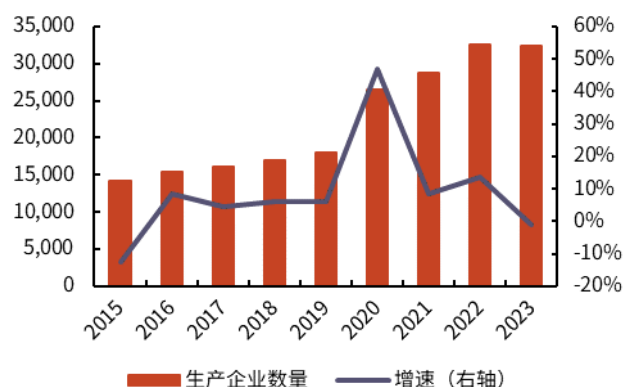
我国医疗器械经营企业显著增多，终端采购难度加大。根据国家食品药品监督管理局数据，2015 年至 2023 年期间，我国医疗器械经营企业由 18.63 万家增长至 137.6 万家，对应 CAGR 约为 28.4%。由于经营企业数量的增多，医疗器械使用终端（如医院等）在进行耗材选择、供应商选择与评估等过程中的难度明显增大。同时，医疗器械使用终端在进行医疗器械采购时还要进一步考虑成本、价格、质量、客户响应速度和可靠性等多个方面的因素。因此，为了进一步提高医疗器械使用终端的采购工作效率和临床需求响应速度等，医疗器械供应链管理的需求应运而生。

图 33：我国医疗器械经营企业数量（家）



资料来源：国家食品药品监督管理局，iFinD，光大证券研究所整理

图 34：我国医疗器械生产企业数量（家）



资料来源：国家食品药品监督管理局，iFinD，光大证券研究所整理

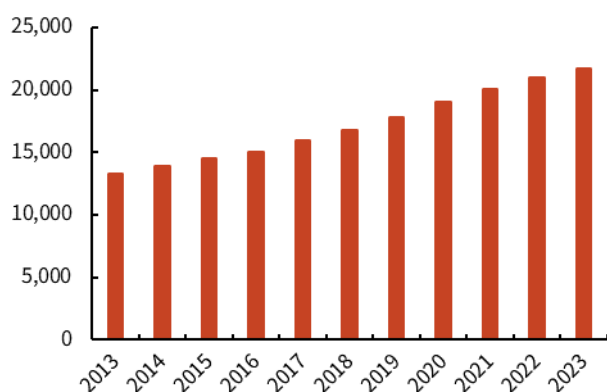
以医疗器械流通与服务为基础，投资并购叠加自主研发推动全产业链布局。厦门国贸在医疗器械领域以医疗器械的流通与服务为业务基础，同时通过投资并购等方式积极布局医疗器械重点细分产品的研发和生产业务。未来，公司将打造集医疗器械研发、生产、流通为一体的综合服务提供商，积极开发具备技术优势和自主知识产权的核心产品，形成在医疗器械领域的全产业链发展。2023 年公司医疗器械供应链板块持续推进转型升级和业务拓新，成立国信医疗合资公司，持续推进全国 SPD 供应链管理业务网络布局，着力打造集约化的供应链服务链条。

成功收购派尔特医疗，深化医疗器械领域布局。2023 年，公司收购国内领先的微创外科手术整体解决方案提供商北京派尔特医疗科技股份有限公司（简称“派尔特医疗”），并围绕派尔特医疗深化推进微创医疗领域投资收并购及合资合作。2023 年，派尔特医疗充分发挥其在微创外科产品方面的技术优势和国际化发展优势，业务发展势头良好，全年实现营业收入 5.06 亿元，同比增长 20%，实现归母净利润 7,596 万元，同比增长 80%。

3.2 延伸布局养老服务、医疗健康大数据、健康服务等产业

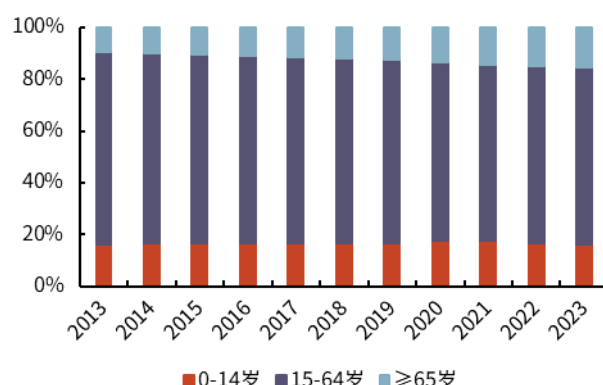
我国老年人口数量及人口占比逐步提高，国家推动完善发展养老产业政策机制。根据国家统计局数据，2013 年至 2023 年，我国 65 岁及以上人口数由 1.33 亿人提升至 2.17 亿人，对应人口占比由 9.7% 提升至 15.4%。为应对我国的人口老龄化问题，国家有关部门推出了大量政策以完善发展我国养老产业政策机制。2024 年 7 月，二十届三中全会发布《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》中提及“优化基本养老服务供给，培育社区养老服务机构，健全公办养老机构运营机制，鼓励和引导企业等社会力量积极参与，推进互助性养老服务，促进医药结合”。

图 35：我国 65 岁及以上人口数（万人）



资料来源：国家统计局，iFinD，光大证券研究所整理

图 36：我国人口年龄结构



资料来源：国家统计局，iFinD，光大证券研究所整理

响应政府号召，以国企责任和担当布局养老产业。厦门国贸养老服务板块由子公司厦门国贸康养产业有限公司作为主体开展。公司响应政府“积极应对人口老龄化”的号召，以国企的责任和担当布局养老产业，开展医、养、康、护一体化服务，为老年人提供健康美好的晚年生活。2023 年，公司子公司厦门国贸康养产业有限公司在厦门各行政区落地国贸康养鼓浪屿长者餐厅等多个社区居家养老服务项目。未来，公司将致力于打造厦门社区居家养老标杆企业，实现养老服务在厦门全区域的覆盖，逐步形成社区居家养老行业的国贸模式、厦门模式。

同步布局健康医疗大数据、健康服务等板块。健康医疗大数据业务方面，公司子公司厦门健康医疗大数据有限公司作为厦门市政府唯一授权的健康医疗大数据运营单位，构建了健康医疗大数据开放运营体系，支撑面向政府、医院、居民和企业的医疗大数据技术平台，打造健康医疗大数据应用生态。2023 年，子公司厦门健康医疗大数据有限公司自主研发搭建“全周期健康服务平台”，拓展企业员工体检、“惠厦保”健管业务等，协同探索“糖尿病三师共管服务平台”、数字资产场内交易等项目。在健康服务方面，公司通过旗下国贸泰和康复医院和国贸艾迪康医学检验提供康复医疗服务和第三方检验服务。

4、盈利预测与估值

4.1 关键假设及盈利预测

随着公司房地产业务的剥离，以及部分金融服务业务相关子公司控股权的转让，自 2023 年年报起公司将自身主营业务分为“供应链管理服务”、“健康科技”、“其他”三个板块。我们分别针对这三个板块的关键要素进行假设和盈利预测：

(1) 供应链管理服务

公司供应链管理服务所针对的大宗商品可分为“金属及金属矿产”、“能源化工”和“农林牧渔”三大类。

表 5：2021-2024H1 公司供应链管理服务业务不同类别大宗商品经营情况

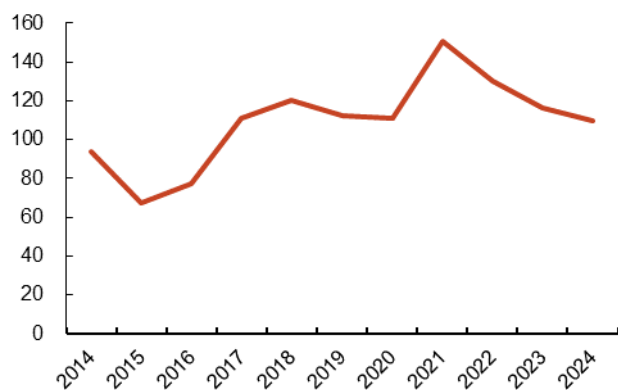
大宗商品类别	财务指标	2021	2022	2023	2024H1
金属及金属矿产	营业收入（亿元）	2,843.80	2,680.28	2,341.96	996.80
	经营货量（万吨）	10,236.62	12,171.34	10,631.16	4,427.19
	平均价格（元/吨）	2,778.06	2,202.12	2,202.92	2,251.54
	期现毛利率	0.71%	1.08%	1.36%	1.66%
能源化工	营业收入（亿元）	928.79	1,301.05	1,314.38	504.76
	经营货量（万吨）	5,042.14	5,228.70	6,351.34	2,249.93
	平均价格（元/吨）	1,842.06	2,488.29	2,069.45	2,243.45
	期现毛利率	1.83%	1.41%	1.35%	2.18%
农林牧渔	营业收入（亿元）	699.61	1,029.47	941.27	422.58
	经营货量（万吨）	1,781.03	2,489.88	2,414.77	1,167.42
	平均价格（元/吨）	3,928.10	4,134.62	3,897.97	3,619.78
	期现毛利率	2.23%	2.17%	1.18%	2.11%

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

① 金属及金属矿产类

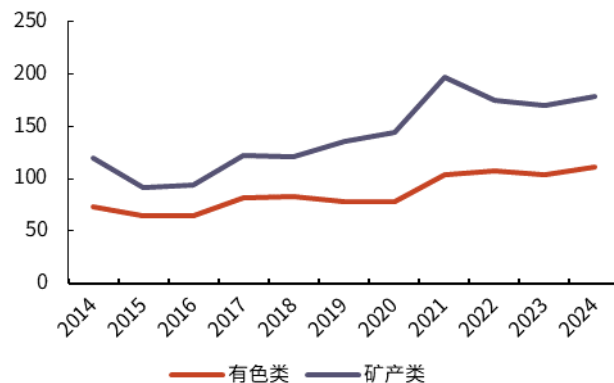
2023 年，公司金属及金属矿产类大宗商品供应链管理服务实现营收 2342 亿元，经营货量达 1.06 亿吨，对应平均价格为 2203 元/吨。2024H1，公司金属及金属矿产类大宗商品供应链管理服务实现营收 997 亿元，同比下滑 27.5%，经营货量达 4427 万吨，同比减少 32.9%，对应平均价格为 2252 元/吨。根据 iFinD 数据，截至 2024 年 8 月，2024 年钢铁类、有色类、矿产类大宗商品价格指数年度平均值相较于 2023 年分别变动-5.9%、+7.4%、+5.0%。

图 37：大宗商品价格指数年度平均值：钢铁类



资料来源：iFinD，光大证券研究所整理，数据截至 2024.08

图 38：大宗商品价格指数年度平均值：有色类与矿产类



资料来源：iFinD，光大证券研究所整理，数据截至 2024.08

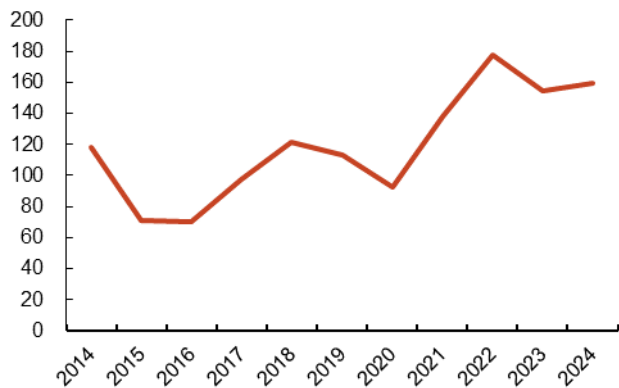
考虑到有色、矿产类大宗商品与钢铁类大宗商品的价格对冲,我们预计 2024 年公司金属及金属矿产类大宗商品供应链管理服务的平均价格将小幅上涨 2%。同时,在不考虑全球不可抗力的前提下,我们认为后续金属及金属矿产类大宗商品价格波动相对较为平稳,因此我们预计 2025-2026 年公司金属及金属矿产类大宗商品供应链管理服务的平均价格将同比分别上涨 1%、0.5%。经营货量方面,考虑到 2024 年宏观经济仍处于弱复苏的状态,终端对于上游大宗商品的需求仍相对较为疲弱,因此我们预计 2024 年公司金属及金属矿产类大宗商品供应链管理服务的经营货量将减少 30%。后续随着宏观经济需求的修复,以及公司供应链管理服务渠道网络的完善,经营货量将恢复正向增长。预计 2025-2026 年公司金属及金属矿产类大宗商品供应链管理服务的经营货量将分别增长 10%和 8%。预计期现毛利率与 2024H1 基本持平,约为 1.66%。

② 能源化工

2023 年,公司能源化工类大宗商品供应链管理服务实现营收 1314 亿元,经营货量达 6351 万吨,对应平均价格为 2069 元/吨。2024H1,公司能源化工类大宗商品供应链管理服务实现营收 505 亿元,同比减少 36.0%,经营货量达 2250 万吨,同比减少 35.3%,对应平均价格为 2243 元/吨。根据 iFinD 数据,截至 2024 年 8 月,2024 年能源类大宗商品价格指数年度平均值相较于 2023 年上涨 2.9%。

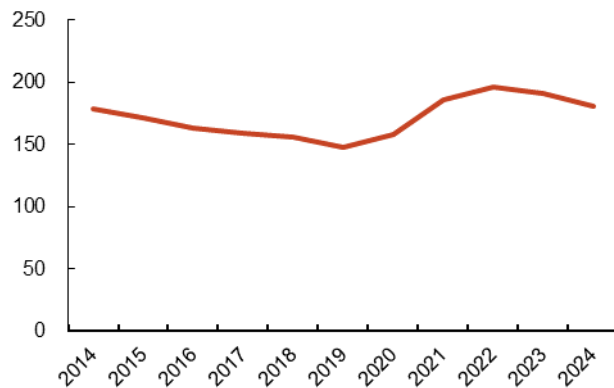
考虑到 2024H1 公司能源化工类大宗商品供应链管理服务中对应货物平均价格的上涨,同时我们预计后续能源化工类大宗商品价格波动也将相对较为平稳。因此我们预计 2024-2026 年公司能源化工类大宗商品供应链管理服务的平均价格将分别上涨 9%、2%、0.5%。经营货量方面,我们预计 2024-2026 年公司能源化工类大宗商品供应链管理服务的经营货量变化方向与金属及金属矿产类相同,对应经营货量同比分别变动-35%、+12%、+10%。预计期现毛利率与 2024H1 基本持平,约为 2.20%。

图 39: 大宗商品价格指数年度平均值: 能源类



资料来源: iFinD, 光大证券研究所整理, 数据截至 2024.08

图 40: 大宗商品价格指数年度平均值: 农产品



资料来源: iFinD, 光大证券研究所整理, 数据截至 2024.08

③ 农林牧渔

2023 年,公司农林牧渔类大宗商品供应链管理服务实现营收 941 亿元,经营货量达 2415 万吨,对应平均价格为 3898 元/吨。2024H1,公司农林牧渔类大宗商品供应链管理服务实现营收 423 亿元,同比减少 11.3%,经营货量达 1167 万吨,同比减少 8.8%,对应平均价格为 3620 元/吨。根据 iFinD 数据,截至 2024 年 8 月,2024 年农产品类大宗商品价格指数年度平均值相较于 2023 年下跌 5.6%。

考虑到 2024 年农产品类大宗商品价格的下跌，同时考虑到宏观经济需求恢复后对于农产品需求的带动，将有望推动农产品价格的企稳回升。因此我们预计 2024-2026 年公司农林牧渔类大宗商品供应链管理服务的平均价格将分别同比变动-5%、0%、+5%。经营货量方面，我们预计 2024-2026 年公司农林牧渔类大宗商品供应链管理服务的经营货量同比分别变动-5%、+10%、+12%。预计期现毛利率与 2024H1 基本持平，约为 2.10%。

综上，我们预计 2024-2026 年公司供应链管理业务营收分别为 3514、3923、4365 亿元，对应业务毛利率分别为 1.88%、1.88%、1.89%。

(2) 健康科技

2023 年，公司健康科技业务实现营收 7.37 亿元，同比增长 64.8%，对应毛利率为 24.7%，公司健康科技营收增长原因在于对于北京派尔特医疗的收购。23 年下半年派尔特纳入合并报表。2023 年北京派尔特医疗实现营业收入 5.06 亿元，同比增长 20%。2024H1，公司健康科技业务实现营收 5.59 亿元，同比增长 91.4%；其中派尔特医疗实现营收 3.11 亿元，同比增长 33.7%。

考虑到公司正针对健康科技业务进行较大规模的投入，因此我们认为后续公司健康科技业务将保持相对较快的增速。我们预计公司 2024-2026 年健康科技业务营收同比增速分别为 50%、40%、30%；对应毛利率与 2024H1 水平较为接近，预计保持在 40%。

(3) 其他

由于房地产业务的剥离和部分金融服务业务相关子公司控制权的转让，2023 年公司其他业务营收同比减少 86.3%至 22.15 亿元，对应毛利率为 6.9%。考虑到公司相关业务剥离及控制权转让已基本完成，随宏观经济逐步好转以及公司运营效率的持续提高，其他业务营收将有望恢复小幅增长。我们预计 2024-2026 年公司其他业务营收同比增速维持在 5%，对应毛利率与 2023 年水平相近，约为 7%。

(4) 期间费用率

2024H1，公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.53%、0.13%、0.02%、0.59%。我们预计 2024-2026 年公司销售、管理、研发费用率与 2024H1 持平，分别维持在 0.53%、0.13%和 0.02%。财务费用率方面，由于汇兑损失的影响我们预计 2024 年公司财务费用率将上升至 0.67%，后续随着公司盈利能力的好转，以及公司自身资产结构的优化，我们预计 2025-2026 年公司财务费用率将分别下降至 0.55%和 0.51%。

表 6：厦门国贸关键项目预测（万元）

主营业务	财务数据类型	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
供应链管理业务	营收	50,577,266	46,529,484	35,137,660	39,230,209	43,650,686
	yoy	10.82%	-8.00%	-24.48%	11.65%	11.27%
	毛利率	1.27%	1.31%	1.88%	1.88%	1.89%
健康科技	营收	/	73,745	110,618	154,865	201,325
	yoy	/	64.82%	50.00%	40.00%	30.00%
	毛利率	/	24.73%	40.00%	40.00%	40.00%
其他	营收	/	221,459	232,532	244,158	256,366
	yoy	/	-86.28%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	/	6.93%	7.00%	7.00%	7.00%
金融服务	营收	469,307	/	/	/	/

	yoy	6.61%	/	/	/	/
	毛利率	9.48%	/	/	/	/
房地产	营收	1,145,225	/	/	/	/
	yoy	190.13%	/	/	/	/
	毛利率	22.71%	/	/	/	/
合计	营收	52,191,799	46,824,688	35,480,810	39,629,232	44,108,377
	yoy	12.30%	-10.28%	-24.23%	11.69%	11.30%
	毛利率	1.82%	1.37%	2.03%	2.07%	2.09%
期间费用率	销售费用率	0.44%	0.44%	0.53%	0.53%	0.53%
	管理费用率	0.07%	0.10%	0.13%	0.13%	0.13%
	研发费用率	0.00%	0.01%	0.02%	0.02%	0.02%
	财务费用率	0.21%	0.29%	0.67%	0.55%	0.51%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

基于上述假设，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 3548、3963、4411 亿元，对应营收增速分别为-24.2%、11.7%、11.3%，对应毛利率分别为 2.03%、2.07%、2.09%。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 20.39、24.38、29.08 亿元，折算 EPS 分别为 0.94、1.12、1.34 元/股。

4.2 相对估值

我们采用相对估值法对公司进行估值。公司为国内大宗供应链行业的头部企业之一，我们选择同样以大宗供应链管理业务为主要业务的建发股份、厦门象屿、物产中大、浙商中拓作为公司的可比公司。考虑到物流核心资产为大宗供应链相关企业展业过程中的重要资源，我们可以从资产角度来对企业价值进行衡量。因此，我们以可比公司 2024 年的平均 PB 估值作为相对估值的参考。截至 2024 年 10 月 10 日，4 家可比公司的 2024 年的平均 PB 约为 0.59 倍，厦门国贸 2024 年的 PB 约为 0.47 倍，低于可比公司的平均值。近两年，公司根据自身战略发展规划陆续剥离了房地产业务，转让了部分金融服务业务相关子公司的控制权，新增的健康科技业务有待进一步扩张和完善。考虑到宏观经济修复后公司盈利能力将同步回升，以及新布局的健康科技业务为公司带来新的增长极，我们认为当前公司被低估。

表 7：可比公司估值比较

证券代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元/股)			P/E (x)			P/B (x)		
			23A	24E	25E	23A	24E	25E	23A	24E	25E
600153.SH	建发股份	9.50	4.29	1.65	1.92	2.2	5.8	4.9	0.51	0.33	0.31
600057.SH	厦门象屿	6.10	0.63	0.83	1.02	9.7	7.3	6.0	0.93	0.71	0.66
600704.SH	物产中大	4.96	0.68	0.79	0.87	7.3	6.3	5.7	0.74	0.65	0.60
000906.SZ	浙商中拓	6.08	0.94	1.00	1.35	6.5	6.1	4.5	0.92	0.67	0.60
平均值						6.4	6.4	5.3	0.77	0.59	0.54
600755.SH	厦门国贸	7.25	0.87	0.94	1.12	8.3	7.7	6.4	0.49	0.47	0.45

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024.10.10

注：建发股份、厦门象屿、物产中大、浙商中拓盈利预测为 Wind 一致预期

4.3 绝对估值

关于基本假设的几点说明：

1. **长期增长率**：长期增长率指标主要与 FCFF 估值中第三阶段相关，我们假定第三阶段公司已经十分成熟，公司经营情况趋于稳定，每年能实现一定程度的业绩增长，因此假设公司长期增长率为 2%。

2. **无风险利率**：参考 2024 年 10 月 10 日十年期国债到期收益率为 2.14%。

3. **风险溢价**：参考沪深 300 指数 2024 年 10 月 10 日的风险溢价，约为 5.43%。

4. **β值选取**：我们选取中信行业分类下物流综合行业的上市公司自 2023 年 10 月 10 日至 2024 年 10 月 10 日期间的加权原始β值 0.6727 作为公司无杠杆β的近似。进一步结合公司目标有息负债率、税率等指标计算得到公司杠杆β为 1.21。

5. **税率**：我们预计公司未来税收政策较为稳定，结合公司过去几年的实际税率，我们假设公司未来税率为 20.05%。

6. **Kd**：根据最新一期年报（2023 年）中公司的短期债务与长期债务数额及利息情况，以及所假设的公司未来所得税率，计算得到公司 Kd 值为 3.62%。

7. **目标有息负债率**：结合公司近年资产负债率情况，我们假设上市后公司目标有息负债率为 49.91%。

8. **WACC**：基于以上假设，按照公式 $WACC = K_d \times \text{目标有息负债率} + K_e \times (1 - \text{目标有息负债率})$ ，计算出 WACC 为 6.17%。

我们根据 FCFF 估值方法得出的结果如下。

表 8：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	2.14%
β(βlevered)	1.21
Rm-Rf	5.43%
Ke(levered)	8.70%
税率	20.05%
Kd	3.62%
Ve (百万元)	27,940.10
Vd (百万元)	27,842.90
目标有息负债率	49.91%
WACC	6.17%

资料来源：光大证券研究所预测

表 9：现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	4,774.66	10.32%
第二阶段	20,022.77	43.27%
第三阶段 (终值)	21,476.92	46.41%
企业价值 AEV	46,274.36	100.00%
加：非经营性净资产价值	15,209.69	32.87%
减：少数股东权益 (市值)	11,935.89	-25.79%
减：债务价值	27,842.90	-60.17%
总股本价值	21,705.26	46.91%
股本 (百万股)	2,167.46	
每股价值 (元)	10.01	
PE (隐含, 2024 年)	10.65	
PE (动态, 2024 年)	7.71	

资料来源：光大证券研究所预测

表 10：敏感性分析表（单位：元）

WACC/长期增长率	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
5.17%	11.80	13.37	15.43	18.25	22.39
5.67%	9.72	10.89	12.37	14.32	17.00
6.17%	8.02	8.91	10.01	11.42	13.27
6.67%	6.60	7.29	8.14	9.19	10.52
7.17%	5.39	5.94	6.60	7.40	8.40

资料来源：光大证券研究所预测

根据相关核心假设，我们通过 FCFF 方法得出的公司合理股价为 10.01 元。在 WACC 和长期增长率±0.5%变动区间内，得到公司的股价区间为 7.29 元至 14.32 元。

4.4 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 20.39、24.38、29.08 亿元，折算 EPS 分别为 0.94、1.12、1.34 元/股。公司为国内大宗供应链管理行业的头部企业之一，近年来公司在大宗供应链管理行业领域的市占率持续提升。2021 年以来，公司作出战略发展规划调整，剥离房地产业务，转让部分金融服务业务相关子公司控制权，进一步聚焦供应链管理服务和大力发展健康科技业务。后续随着公司供应链管理服务渠道网络的进一步完善，和数字化升级对公司运营效率的提升，叠加宏观经济的进一步复苏，公司供应链管理服务业务的盈利能力将有望显著恢复。同时，健康科技业务的快速发展也将为公司利润端提供新的增量。

根据相对估值法，公司可比公司的 2024 年平均 PB 约为 0.59 倍，公司 2024 年 PB 仅为 0.47 倍。以可比公司平均 PB 作为合理估值，公司股票合理价值为 9.16 元。根据绝对估值法，公司股票合理价值为 10.01 元。根据上述两种估值方法，公司股价的估值区间为 9.16-10.01 元。我们给予公司目标价 9.59 元，对应 2024 年 PE 约为 10.2 倍，PB 约为 0.62 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

5、风险分析

大宗商品价格波动

若大宗商品价格大幅波动，将会对大宗商品的采购成本造成影响，同时也将明显提升大宗商品的套利难度。此外，在大宗商品价格大幅波动的情况下，部分非刚需的大宗商品需求可能会缩减，进而对公司供应链管理业务的运营货量造成负面影响。

宏观经济下行风险

如果宏观经济持续下行，将导致大宗商品需求疲弱，进而导致公司大宗商品供应链管理业务运营货量明显减少，从而影响公司营业收入及盈利能力。

应收账款风险

公司应收账款相较于公司归母净利润而言额度较高，如客户回款不及时将导致公司应收账款坏账损失的计提，进而对公司当期归母净利润造成较大影响。

终端需求不及预期

若终端需求不及预期，则对应终端产品生产企业对于上游大宗原材料的需求将会对应减少，从而影响供应链管理业务的运营货量，进而对供应链管理企业营收及利润总额造成影响。

汇率波动

由于公司海外营收占比较大，如对应结算货币汇率发生较大波动，将会对企业汇兑损益造成影响。

地缘政治冲突风险

地缘政治冲突的发生或升级将会对大宗商品的供应、流通造成影响，从而对大宗商品价格、需求造成扰动，进而影响公司供应链管理业务的运营货量、单位货品的收入及利润总额。同时，部分地区地缘政治冲突的发生也会对公司在相应地区的正常展业造成负面影响。

新业务拓展进度不及预期

公司在供应链管理领域不断向上下游延伸，同时布局新能源材料等新产业链领域。此外，公司也在大力推进健康科技的业务的发展。若新产业供应链管理业务拓展进度不及预期，或健康科技业务的发展落后于预期，将会使得公司在新业务方面的营收增长减慢。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	521,918	468,247	354,808	396,292	441,084
营业成本	512,432	461,835	347,588	388,109	431,849
折旧和摊销	300	400	572	650	746
税金及附加	436	499	378	423	470
销售费用	2,282	2,066	1,880	2,100	2,338
管理费用	376	473	461	515	573
研发费用	5	52	71	79	88
财务费用	1,084	1,346	2,362	2,180	2,263
投资收益	1,781	693	728	764	803
营业利润	5,591	2,035	2,134	2,669	3,239
利润总额	5,679	2,551	2,650	3,185	3,755
所得税	1,164	500	531	639	753
净利润	4,515	2,051	2,119	2,546	3,002
少数股东损益	926	136	80	108	94
归属母公司净利润	3,589	1,915	2,039	2,438	2,908
EPS(元)	1.63	0.87	0.94	1.12	1.34

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	352	3,206	3,431	3,795	3,739
净利润	3,589	1,915	2,039	2,438	2,908
折旧摊销	300	400	572	650	746
净营运资金增加	3,975	1,217	-2,289	2,162	2,922
其他	-7,512	-326	3,109	-1,455	-2,838
投资活动产生现金流	-1,048	-1,257	-1,091	-1,756	-1,717
净资本支出	-1,164	-2,292	-2,520	-2,520	-2,520
长期投资变化	8,077	9,587	0	0	0
其他资产变化	-7,961	-8,552	1,429	764	803
融资活动现金流	7,001	-2,116	-5,176	-695	-570
股本变化	83	3	-37	0	0
债务净变化	7,106	3,507	-1,675	2,333	2,712
无息负债变化	5,523	-3,835	-2,767	1,923	3,923
净现金流	6,349	-271	-2,837	1,345	1,452

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	1.8%	1.4%	2.0%	2.1%	2.1%
EBITDA 率	1.6%	1.2%	1.9%	1.9%	1.9%
EBIT 率	1.5%	1.1%	1.7%	1.7%	1.7%
税前净利润率	1.1%	0.5%	0.7%	0.8%	0.9%
归母净利润率	0.7%	0.4%	0.6%	0.6%	0.7%
ROA	4.0%	1.8%	1.9%	2.2%	2.4%
ROE (摊薄)	11.9%	5.9%	6.1%	6.9%	7.9%
经营性 ROIC	15.9%	9.1%	10.7%	10.8%	11.1%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	66%	66%	64%	64%	65%
流动比率	1.28	1.27	1.33	1.35	1.36
速动比率	0.88	0.81	0.80	0.82	0.84
归母权益/有息债务	1.73	1.55	1.74	1.62	1.52
有形资产/有息债务	6.36	5.09	5.36	5.06	4.85

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	112,897	113,127	109,664	115,619	124,238
货币资金	17,852	14,336	11,500	12,844	14,296
交易性金融资产	3,056	1,639	1,639	1,639	1,639
应收账款	9,139	9,987	7,406	8,159	8,956
应收票据	320	69	52	59	65
其他应收款 (合计)	2,746	4,248	3,218	3,595	4,001
存货	29,266	31,608	33,189	34,100	35,660
其他流动资产	8,316	3,396	3,396	3,396	3,396
流动资产合计	93,586	87,355	83,167	87,252	94,098
其他权益工具	4	3	3	3	3
长期股权投资	8,077	9,587	9,587	9,587	9,587
固定资产	4,473	4,988	5,573	6,379	7,313
在建工程	553	419	1,627	2,533	3,212
无形资产	303	4,484	4,414	4,346	4,279
商誉	1	421	421	421	421
其他非流动资产	48	321	321	321	321
非流动资产合计	19,310	25,772	26,497	28,367	30,140
总负债	74,830	74,503	70,060	74,316	80,952
短期借款	14,811	14,772	11,096	11,429	12,141
应付账款	7,687	8,247	6,207	6,930	7,711
应付票据	17,430	22,812	24,331	25,227	28,070
预收账款	31	10	17	17	16
其他流动负债	11,606	1,855	1,855	1,855	1,855
流动负债合计	72,984	68,602	62,506	64,762	69,397
长期借款	1,199	4,887	6,887	8,887	10,887
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	107	123	123	123	123
非流动负债合计	1,847	5,901	7,555	9,555	11,555
股东权益	38,066	38,624	39,604	41,302	43,286
股本	2,201	2,204	2,167	2,167	2,167
公积金	5,859	5,920	5,920	5,920	5,920
未分配利润	13,287	13,336	14,273	15,863	17,753
归属母公司权益	30,218	32,636	33,536	35,127	37,016
少数股东权益	7,848	5,988	6,068	6,176	6,270

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	0.44%	0.44%	0.53%	0.53%	0.53%
管理费用率	0.07%	0.10%	0.13%	0.13%	0.13%
财务费用率	0.21%	0.29%	0.67%	0.55%	0.51%
研发费用率	-	0.01%	0.02%	0.02%	0.02%
所得税率	20%	20%	20%	20%	20%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.65	0.50	0.39	0.47	0.55
每股经营现金流	0.16	1.45	1.58	1.75	1.73
每股净资产	13.73	14.81	15.47	16.21	17.08
每股销售收入	237.13	212.43	163.70	182.84	203.50

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	4	8	8	6	5
PB	0.53	0.49	0.47	0.45	0.42
EV/EBITDA	4.3	6.5	5.1	5.0	4.7
股息率	9.0%	6.9%	5.4%	6.5%	7.6%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP