

2025 年 02 月 24 日

## 厦门国贸 (600755. SH)

投资评级：买入（首次）

——大宗供应链龙头之一，多元化布局构筑护城河

## 证券分析师

孙延

SAC: S1350524050003

sunyan01@huayuanstock.com

王惠武

SAC: S1350524060001

wanghuiwu@huayuanstock.com

曾智星

SAC: S1350524120008

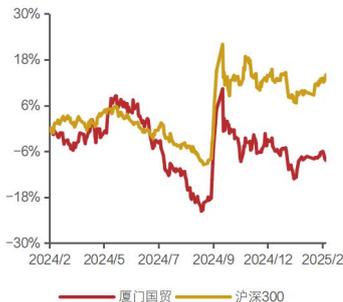
zengzhixing@huayuanstock.com

## 联系人

张付哲

zhangfuzhe@huayuanstock.com

## 市场表现：



## 基本数据 2025 年 02 月 21 日

收盘价 (元)	6.32
一年内最高/最低 (元)	8.29/5.46
总市值 (百万元)	13,698.37
流通市值 (百万元)	13,475.24
总股本 (百万股)	2,167.46
资产负债率 (%)	66.71
每股净资产 (元/股)	9.42

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

- 大宗供应链龙头之一，为客户提供供应链管理解决方案。**厦门国贸集团股份有限公司创立于 1980 年，为国内大宗供应链行业龙头之一。公司控股股东为厦门国贸控股集团，实际控制人为厦门市国资委，自 2017 年以来，国贸控股集团有限公司八度蝉联《财富》世界 500 强，2024 年位居第 142 位，综合实力强大。厦门国贸以供应链管理业务为核心主业，2024 年上半年毛利占比 93.3%。此外，公司积极布局健康科技业务，聚焦医疗器械供应链和上游产品生产研发，同时布局养老服务、大数据、健康服务等协同产业，2024 年上半年毛利占比为 6.3%。
- 从分散竞争到头部聚拢，大宗供应链行业规模扩张与集中度提升并行。**我国大宗商品市场规模庞大，市场规模持续扩容，2018-2022 年 CAGR 达 7.62%。随着下游客户对降低成本的需求逐渐增加，我国大宗商品供应链行业正经历从“分散红海”到“头部聚拢”的关键转折。期现结合的商业模式下，CR4（物产中大、厦门象屿、建发股份、厦门国贸）凭借资源网络、金融工具、数字化能力的三重壁垒，持续挤压中小参与者生存空间，CR4 市占率从 2018 年 2.19% 升至 2022 年 4.18%。我们认为随着行业整合的持续推进，行业竞争的焦点将从简单的规模扩张转向产业链深度服务能力，通过资源端、客户端、科技端能力的持续强化，实现从“贸易商”到“产业组织者”的跃迁。
- 公司持续优化业务结构，多元化布局构筑护城河。**公司持续拓展供应链多元化服务能力，加速整合大宗商品渠道布局，强化数字化管理能力，供应链管理业务韧性十足，尽管 2023 年以来行业结构性调整，大宗需求下降，但公司积极优化业务结构对冲风险，叠加高附加值服务扩容及成本管控，公司毛利率实现逆势改善。未来若全球经济复苏与新能源需求放量共振，公司有望凭借资源网络+科技能力+财务稳健性三重优势，率先进入新一轮增长周期。
- 盈利预测与评级：**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1123/1535/1878 百万元，当前股价对应的 PE 分别为 12.2x/8.9x/7.3x 倍。我们选取厦门象屿、建发股份、浙商中拓为可比公司，厦门国贸为国内大宗商品供应链行业龙头之一，业绩具备长期成长空间，当前估值具备较高性价比，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示。**宏观经济变化导致大宗商品价格波动大幅波动；需求不及预期导致收入低于预期；行业竞争加剧风险；信用风险等。

## 盈利预测与估值 (人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	521,918	468,247	370,336	385,030	411,111
同比增长率 (%)	12.30%	-10.28%	-20.91%	3.97%	6.77%
归母净利润 (百万元)	3,589	1,915	1,123	1,535	1,878
同比增长率 (%)	5.20%	-46.65%	-41.38%	36.77%	22.30%
每股收益 (元/股)	1.66	0.88	0.52	0.71	0.87
ROE (%)	11.88%	5.87%	3.37%	4.50%	5.33%
市盈率 (P/E)	3.82	7.15	12.20	8.92	7.30

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2024 年-2026 年归母净利润分别为 1123/1535/1878 百万元，增速为-41.38%/36.77%/22.30%，对应 2024-2026 年 PE 分别为 12.2x、8.9x、7.3x 倍。我们选取厦门象屿、建发股份、浙商中拓作为可比公司，公司作为行业龙头之一，估值具备性价比，给予买入评级。

### 关键假设

**收入：**1) 大宗供应链业务：2024 年受宏观经济及大宗商品需求下行影响，预计同年收入将出现下滑。2025 年-2026 年，预计随着经济逐步复苏，大宗商品需求有所回暖；同时，公司持续优化业务结构，提升竞争优势，市场份额有望进一步扩大，收入随之增长。2) 公司健康科技业务属于新兴业务，预计该业务收入将保持较高增长速度。

**成本：**公司持续优化业务结构以及产品种类，同时进一步拓展高利润品类，尽管市场需求存在较大不确定性，我们预计公司未来毛利率仍将较为稳定。

**费用：**公司持续推进费用节降，预计费用率稳中有降。

### 投资逻辑要点

厦门国贸为国内大宗商品供应链行业的龙头之一企业，随着公司持续完善供应链管理渠道网络，提升公司运营效率，公司市占率有望持续提升，带来收入及盈利能力的持续增长。

### 核心风险提示

宏观经济变化导致大宗商品价格波动大幅波动；需求不及预期导致收入低于预期；行业竞争加剧风险；信用风险

## 内容目录

1. 厦门国贸：大宗供应链龙头之一，布局数字化供应链管理解决方案.....	6
1.1. 供应链龙头企业之一，1996年上市.....	6
1.2. 以供应链业务为核心，提供一体化、定制化的供应链综合服务解决方案.....	7
2. 供应链管理业务：周期波动下的韧性增长与结构优化.....	11
2.1. 大宗商品供应链行业模式演进：从价差博弈到服务价值重构.....	11
2.2. 从红海竞争到生态壁垒构筑，行业集中度持续提升.....	12
2.3. 供应链管理业务：结构优化，周期波动下韧性显现.....	13
3. 持续优化业务结构，增加健康科技领域布局.....	19
3.1. 公司逐渐剥离房地产业务，进一步聚焦核心主业.....	19
3.2. 公司积极布局健康科技业务，未来有望成为第二增长曲线.....	20
4. 盈利预测与评级.....	21
4.1. 盈利预测.....	21
4.2. 评级.....	21
5. 风险提示.....	22

## 图表目录

图表 1: 公司历史沿革 .....	6
图表 2: 公司股权结构 (截止 2025 年 2 月 15 日) .....	7
图表 3: 主营业务图示 .....	8
图表 4: 公司 2010-2024 年 Q1-Q3 营业收入 (亿元) .....	8
图表 5: 2010-2024 年 H1 营业收入占比 (%) .....	8
图表 6: 公司 2010-2024 年 Q3 归母净利润 (亿元) .....	9
图表 7: 公司 2010-2024 年 H1 各业务毛利占比 (%) .....	9
图表 8: 公司 2010-2024 年 H1 总毛利率及供应链管理业务毛利率(%).....	9
图表 9: 2010-2024 年 Q1-Q3 公司各费率变化 .....	10
图表 10: 2010-2024 年 Q1-Q3 公司所有者权益 (亿元) 及资产负债率 .....	11
图表 11: 2010-2023 年公司每股股利 (元) 及现金分红比例 (%) .....	11
图表 12: 供应链一体化项目 .....	12
图表 13: 2018-2022 年大宗供应链市场规模 (万亿元) 及 CR4 市场占有率 (%) .....	13
图表 14: 2021-2024H1 供应链管理三大板块收入分布 (亿元) .....	14
图表 15: 2021-2024H1 供应链管理三大板块期现毛利分布 (亿元) .....	14
图表 16: 2020-2024H1 公司供应链管理业务收入 (亿元) 及增速 (%) .....	14
图表 17: 大宗商品价格指数总指数 (CCPI) 及供应链管理业务毛利率 (%) .....	14
图表 18: 2021-2024H1 供应链管理货量 (万吨) .....	15
图表 19: 2021-2024 年 H1 供应链货量同比变化 (%) .....	15
图表 20: 公司境内外分支机构、投资企业及办事处分布情况 .....	15
图表 21: 截止 2024 年 H1 公司国内物流园分布情况 .....	16
图表 22: 截止 2024 年 H1 公司海外物流园分布情况 .....	16
图表 23: 公司风控管理体系图 .....	17
图表 24: 公司“国贸云链”智慧供应链综合服务平台 .....	18
图表 25: 供应链管理前四家公司总资产周转率 (单位: 次) .....	18
图表 26: 供应链管理前四家公司应收帐款周转率 (单位: 次) .....	18
图表 27: 供应链管理前四家公司资产负债率对比 .....	19
图表 28: 2014-2022 年公司房地产业务营业收入 (亿元) 及占比 (%) .....	19
图表 29: 2014-2022 年公司房地产业务毛利 (亿元) 及毛利率 (%) .....	19

---

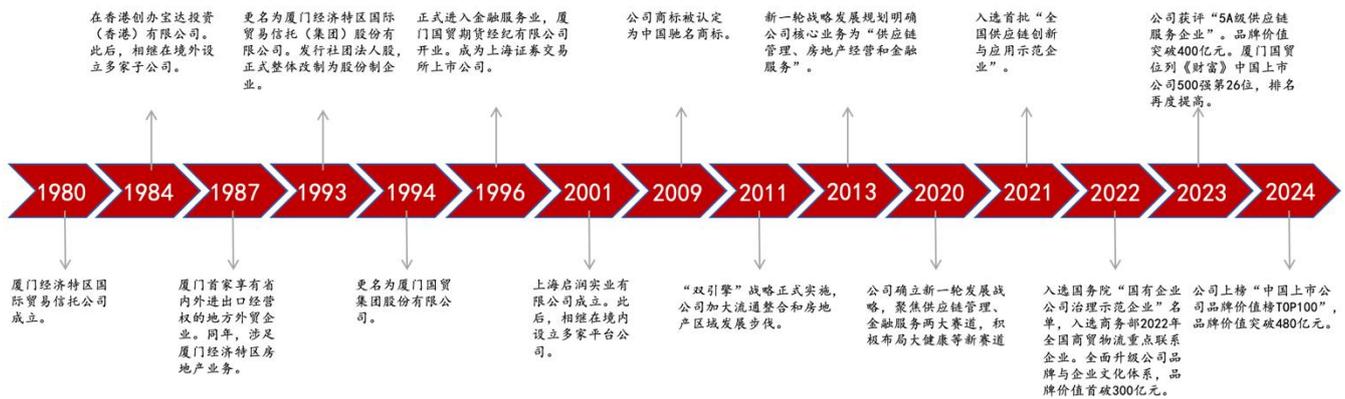
图表 30: 2014-2022 年公司金融服务业务营业收入 (亿元) 及占比 .....	20
图表 31: 2014-2022 年公司金融服务业务毛利 (亿元) 及毛利率 .....	20
图表 32: 公司健康科技业务营业收入 (亿元) 及同比 (%) .....	21
图表 33: 公司健康科技业务毛利 (亿元) 及毛利率 (%) .....	21
图表 34: 厦门国贸关键项目预测 .....	21
图表 35: 可比公司估值表 .....	22

# 1. 厦门国贸：大宗供应链龙头之一，布局数字化供应链管理解决方案

## 1.1. 供应链龙头企业之一，1996 年上市

厦门国贸集团股份有限公司创立于 1980 年，前身为厦门经济特区国际贸易信托公司。公司依托厦门经济特区，率先开展贸易业务。1987 年，公司成为厦门首家拥有省内外进出口特权的地区外贸公司，同年公司进入房地产行业。1996 年 10 月，公司在上海证券交易所上市。2013 年，公司将金融业与房地产、供应链管理并列为三大主业。2020 年，公司落地多个合资项目，成立数科公司推动科技赋能项目，“国贸云链”上线，同年健康科技业务成为公司主业之一。2021 年，公司剥离房地产业务。2022 年，公司降低金融业务持股比例。2023 年，健康科技业务确认以医疗器械为核心，养老业务为辅。

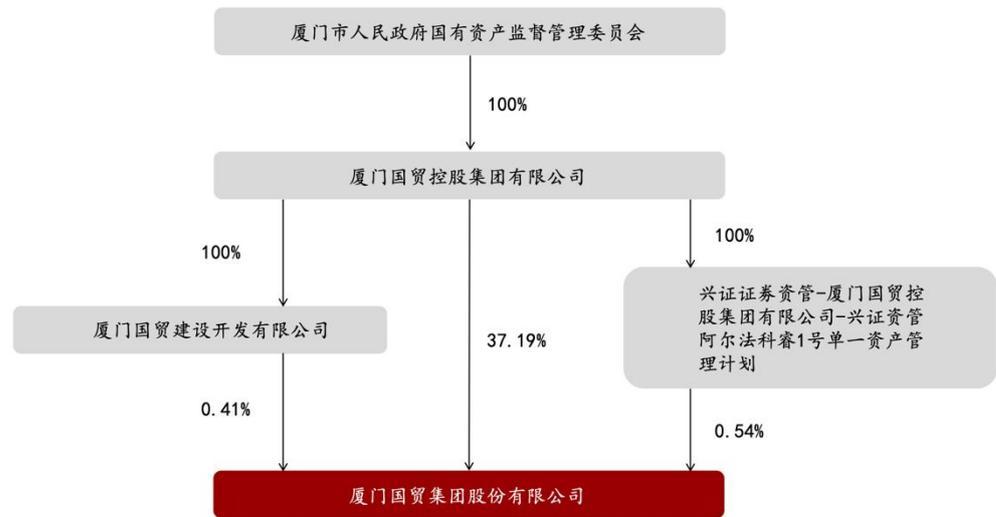
图表 1：公司历史沿革



资料来源：公司官网、华源证券研究所

**厦门市市属企业，股东实力雄厚。**截止 2025 年 2 月 15 日，公司第一大股东为厦门国贸控股集团有限公司，持股比例为 37.19%，厦门国贸控股集团有限公司实际控制人为厦门市国资委，属于厦门市国有企业集团；厦门国贸控股集团有限公司分别通过厦门国贸建设开发有限公司和“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”持有公司 0.41%和 0.54%的股份；自 2017 年以来，国贸控股集团有限公司八度蝉联《财富》世界 500 强，2024 年位居第 142 位，该公司布局供应链、先进制造等赛道，综合实力强大。

图表 2：公司股权结构（截止 2025 年 2 月 15 日）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

## 1.2. 以供应链业务为核心，提供一体化、定制化的供应链综合服务解决方案

**以供应链管理业务为核心主业，布局健康科技业务。**公司目前主营业务包含供应链管理业务以及健康科技业务，其中 1 )供应链管理业务为核心主业，2024 年上半年毛利占比 93.3%，公司以全球化的供应链资源渠道、5A 级物流配送网络、专业的风控能力与全方位的金融服务为核心，为客户提供“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”八种基础服务，横向复制供应链模式增加业务品类，为客户提供一体化、定制化的供应链综合服务解决方案；纵向融合产业链上下游，为客户降低成本、控制风险、稳定货源，从而打造良好的产业生态，提升供应链业务整体价值。

2 ) 健康科技业务为公司重点培育业务，2024 年上半年毛利占比为 6.3%，公司依托原有供应链管理业务的资源和优势，积极开展医疗器械、试剂、耗材的医疗供应链服务和体外诊断业务，通过产业并购向外延伸发展，布局“1+3”医疗健康业务板块，聚焦医疗器械供应链和上游产品生产研发，同时开展养老服务、大数据、健康服务等协同产业，构建大健康产业生态系统。

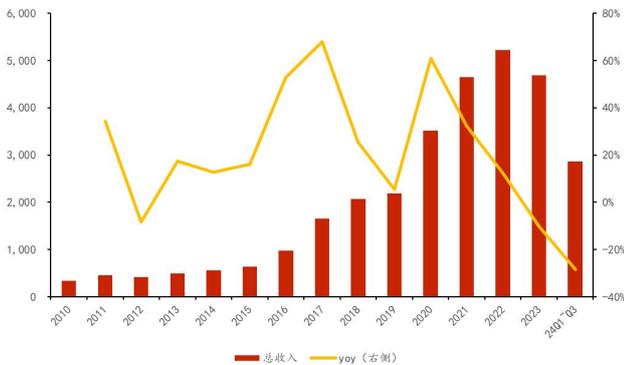
图表 3：主营业务图示



资料来源：公司官网、华源证券研究所

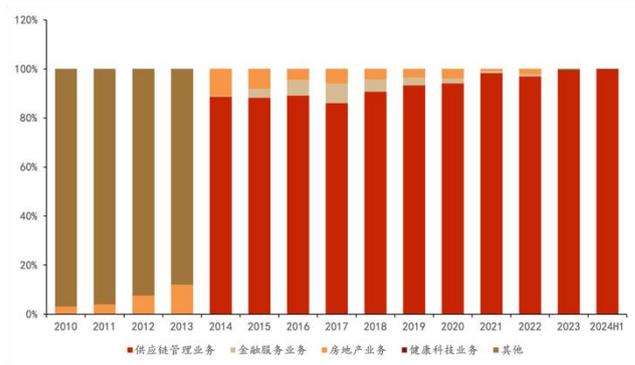
**需求疲软及公司业务结构优化，2023 年至 2024 年 Q1-Q3 公司营收短期承压。**2020 年至 2022 年，宏观政策的宽松、行业供需失衡、地缘政治冲突加剧等因素影响下，大宗商品价格快速上涨，公司营业收入从 3510.89 亿元增长至 5219.18 亿元，年均复合增长率 (CAGR) 约为 21.92%。2023 年，公司优化业务结构，剥离房地产业务，同时全球经济下行导致大宗商品需求减弱，市场供给逐步恢复，大宗商品价格有所回落，公司营业收入为 4682.47 亿元，同比下降 10.28%。2024 年 Q1-Q3，大宗商品市场持续疲软，公司营业收入为 2863.29 亿元，同比下滑 28.55%。

图表 4：公司 2010-2024 年 Q1-Q3 营业收入 (亿元)



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 5：2010-2024 年 H1 营业收入占比 (%)



资料来源：公司公告、华源证券研究所

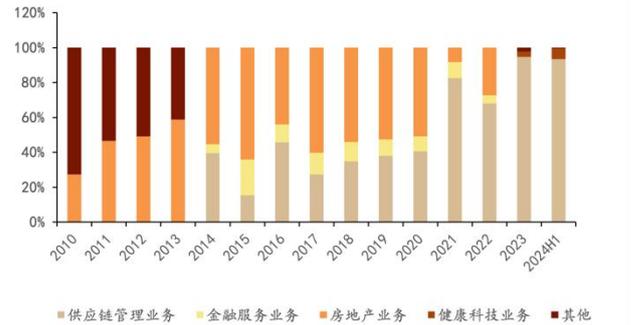
**持续优化业务结构，2024年H1毛利率提升明显。**受全球大宗商品价格波动及终端需求变化影响，公司盈利呈现阶段性波动：2020-2022年期间，受益于大宗商品价格上行周期，公司归母净利润从26.12亿元持续增长至35.89亿元，年均复合增长率(CAGR)达17.22%。2023年受大宗商品需求下滑冲击及公司剥离房地产业务影响，公司归母净利润同比下滑46.65%至19.15亿元。2024年Q1-Q3，市场需求疲软叠加衍生品投资损益影响(Q1-Q3期货及外汇合约亏损)，归母净利润同比下滑61.88%至7.12亿元。但公司聚焦高附加值业务，业务结构优化成效显著，供应链管理业务的毛利率逆势提升，2024年上半年供应链管理业务毛利率达1.70%，同比提升0.59pct。

图表 6：公司 2010-2024 年 Q3 归母净利润（亿元）



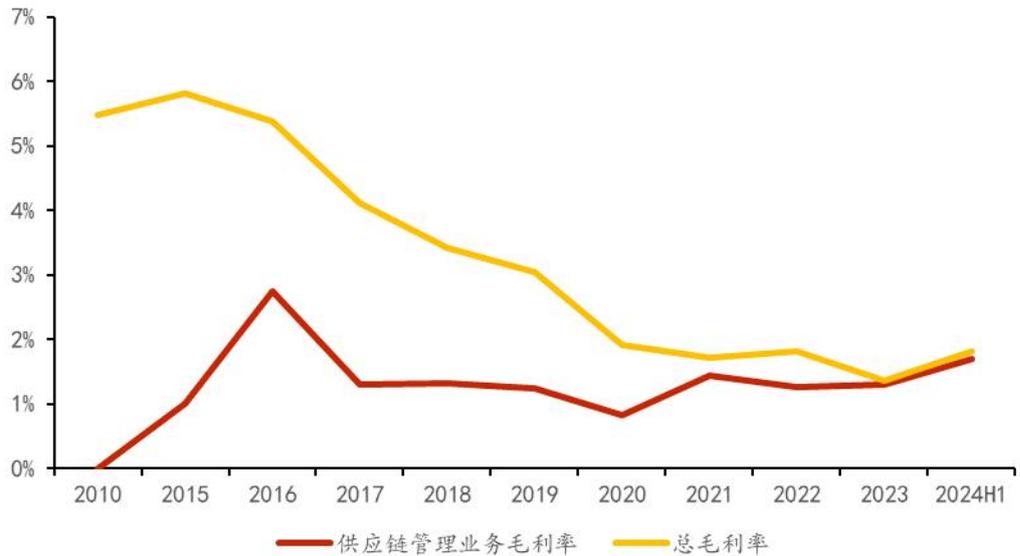
资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 7：公司 2010-2024 年 H1 各业务毛利占比 (%)



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 8：公司 2010-2024 年 H1 总毛利率及供应链管理业务毛利率 (%)

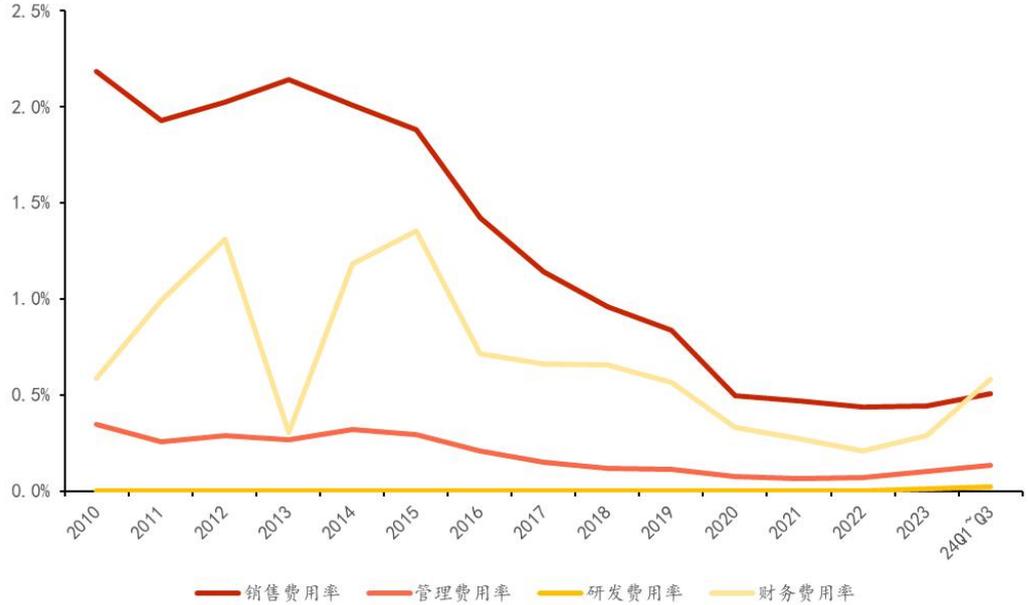


资料来源：公司公告、华源证券研究所

**公司持续降本增效推动费用率改善，短期波动不改长期趋势。**2010-2023年，公司通过优化销售渠道，控制融资成本，推进降本增效等方式持续优化费用率，销售费用率从2010年的2.19%下降到2023年的0.44%，财务费用率由2010年的0.59%减少至2023年的0.29%，管理费用率从0.35%下滑到0.10%。2024年前三季度费用率受汇率、拓市等因素短期扰动，

销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 0.50%、0.13%、0.02%、0.58%，同比上升 0.15pct、0.06pct、0.01pct、0.39pct。其中财务费用上升最多，主要原因为汇兑损失。

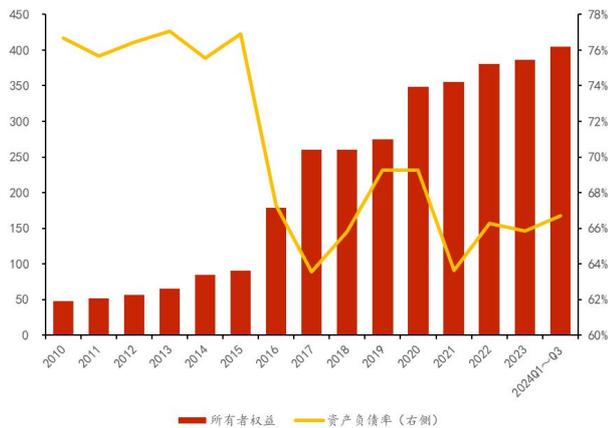
**图表 9：2010-2024 年 Q1-Q3 公司各费率变化**



资料来源：公司公告、华源证券研究所

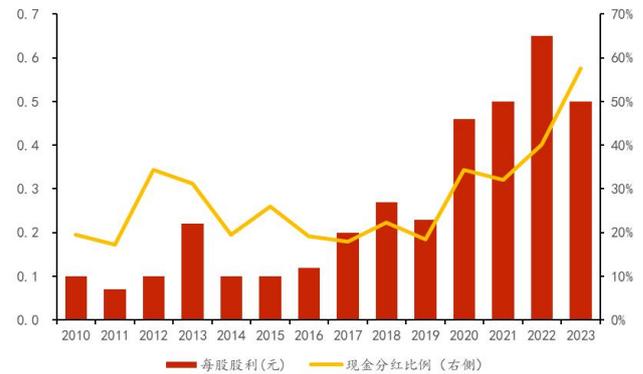
**重视风险管控，逆周期强化股东回报。**2010 至 2023 年，公司持续优化资本结构，资产负债率从 2010 年的 76.67% 下降至 2023 年的 65.86%，累计降幅达 10.81 个百分点，2020-2022 年大宗商品上行周期中，公司现金分红总额从 8.98 亿元增长至 14.44 亿元。2023 年虽受大宗商品需求回落及房地产业务剥离影响归母净利润下滑，但公司仍坚持“回报优先”策略：现金分红比例从 2020-2022 年平均 34.38% 大幅提升至 57.56%，2023 年派发 11.02 亿元（含税），对应每 10 股分红 5.00 元（按总股本 22.04 亿股计算）。2018-2023 年累计分红达 54.61 亿元，分红比例从 22.37% 持续提升至 57.56%，显著高于 2020 年设定的“三年分红比例不低于 30%”承诺，凸显管理层对股东利益的重视。

图表 10：2010-2024 年 Q1-Q3 公司所有者权益（亿元）及资产负债率



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

图表 11：2010-2023 年公司每股股利（元）及现金分红比例（%）



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

## 2. 供应链管理业务：周期波动下的韧性增长与结构优化

### 2.1. 大宗商品供应链行业模式演进：从价差博弈到服务价值重构

**行业运营模式从赚取价差拓展至收取服务费用，同时进一步降低客户风险与成本。**供应链管理模式的前身为传统贸易模式（现货驱动），贸易商基于市场供需价格波动，通过“低买高卖”获取价差收益，涵盖代理、经销、直销等形态。由于盈利较为依赖对大宗商品价格走势的预判，同时库存及周期波动风险较大，随着市场信息差逐渐减少，这种模式的发展空间越来越小。

**随着金融的发展以及对风险控制的需求增加，大宗供应链贸易逐步转向期现结合的模式。**贸易商引入期货套保锁定采购/销售价格，通过基差交易、期权对冲等工具平抑价格波动风险。期现结合的模式一方面较好的实现了风险对冲，同时利用衍生品工具也能增强跨市场、跨期现、跨品种价差捕捉能力。然而期现结合的模式下，盈利的提升依然较为依赖价格波动，服务附加值未根本性提升，同时由于专业度要求的提升，还需要持续投入衍生品专业团队，中小贸易商由于资金不具备优势，也在被逐步出清。

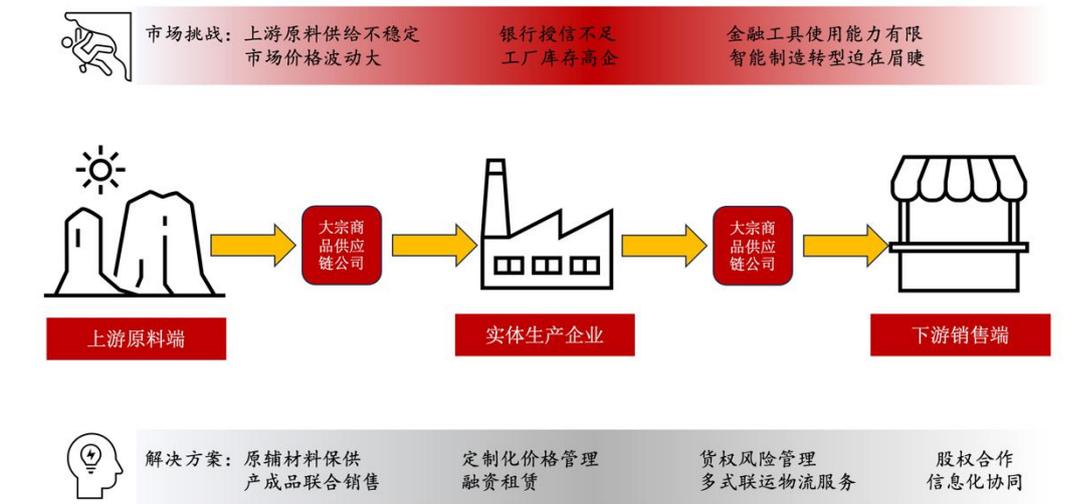
**期现结合转向供应链服务模式，通过整合资源的方式，实现双向赋能与效率提升。**大宗供应链公司上下拓展服务链条，集合物流、商流、信息流和资金流，提供更加全面的服务，新增物流、融资、仓储等多个环节，进一步降低客户采购、库存、销售、运输、资金等风险，从而实现增加效率、降低成本。

从上游整合来看，1）集中采购：聚合下游需求形成规模优势，获取更优议价权，2）物流优化：自建仓储节点，多式联运网络降低单位运输成本，3）库存代管：通过供应商管理库存模式减少客户资金占用，提升周转效率。

对于下游客户，通过提供定制化服务提高盈利能力：1) 通过套期保值方案锁定客户生产成本；2) 提供融资解决方案，如存货质押融资、应收账款保理等缓解资金压力；3) 供应链流程可视化，通过 IOT 设备及区块链实现全流程溯源，降低质量纠纷。

业务模式的转变导致大宗供应链企业主要盈利来源发生变化，由之前的赚取买卖价差逐渐演变为主要赚取大宗商品流通服务的服务收益，从而有效降低了对大宗商品价格波动与周期性的影响。

图表 12：供应链一体化项目

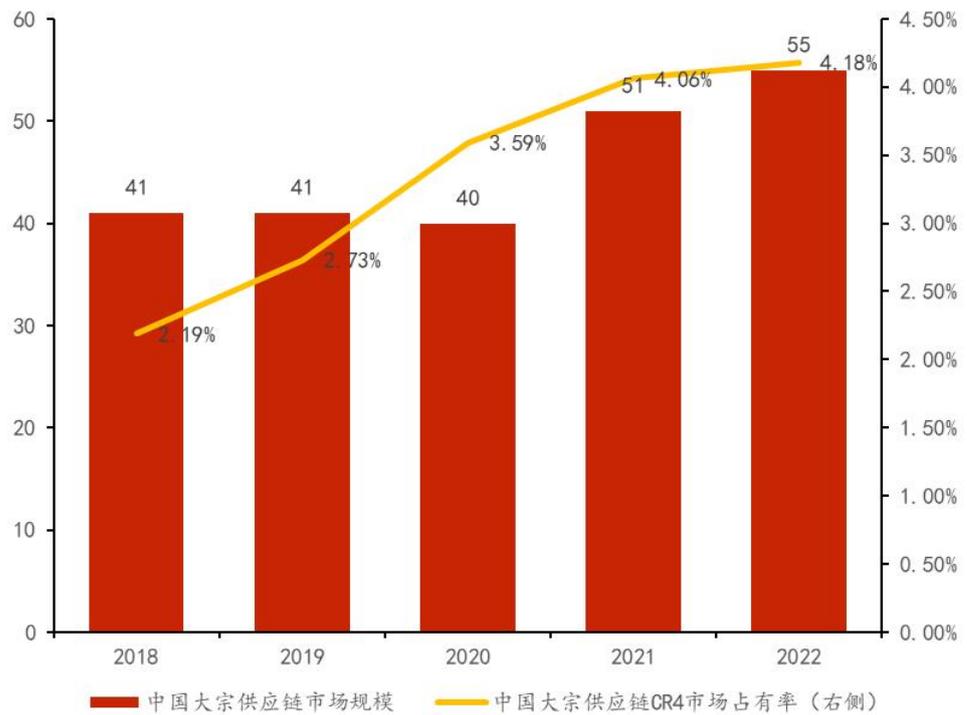


资料来源：公司公告、华源证券研究所

## 2.2. 从红海竞争到生态壁垒构筑，行业集中度持续提升

**从分散竞争到头部聚拢，规模扩张与集中度提升并行。**我国大宗商品市场规模庞大，市场规模持续扩容，根据厦门象屿年报，2018-2022 年我国大宗商品供应链市场规模从 41 万亿元增至 55 万亿元，年均复合增长率 (CAGR) 达 7.62%，核心驱动力包括：1) 高端制造、新能源产业对原材料精细化供应需求增加；2) 基础设施建设持续推进，拉动钢铁、建材等大宗品流通量；3) 跨境供应链需求旺盛。

**行业内参与者众多，集中度较低，龙头企业集中度加速提升。**随着宏观经济增速放缓，下游客户对降低成本的需求逐渐增加，我国大宗商品供应链行业正经历从“分散红海”到“头部聚拢”的关键转折。CR4 凭借资源网络、金融工具、数字化能力的三重壁垒，持续挤压中小参与者生存空间。根据厦门象屿年报，行业 CR4 (物产中大、厦门象屿、建发股份、厦门国贸) 市占率从 2018 年 2.19% 升至 2022 年 4.18%，年均提升 0.5 个百分点。**我们认为行业正处于从“规模扩张”到“价值创造”的拐点，集中度仍有较大提升空间。**随着行业整合的持续推进，行业竞争的焦点或将从简单的规模扩张转向产业链深度服务能力，通过资源端、客户端、科技端能力的持续强化，实现从“贸易商”到“产业组织者”的跃迁。

**图表 13：2018-2022 年大宗供应链市场规模（万亿元）及 CR4 市场占有率（%）**


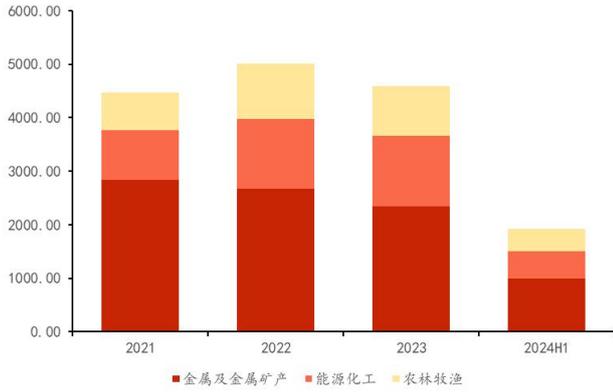
资料来源：厦门象屿公司公告、华源证券研究所

### 2.3. 供应链管理业务：结构优化，周期波动下韧性显现

**拓展供应链多元化服务能力，从贸易商到“四流合一”服务商，周期洗礼下有望迎来价值重估。**公司商业模式韧性十足，尽管 2023 年以来的行业结构性调整，大宗需求下降，但公司毛利率逆势改善、分红力度加大，标志着其从“价格博弈者”向“供应链服务商”的转型成效。未来若全球经济复苏与新能源需求放量共振，公司有望凭借“**资源网络+科技能力+财务稳健性**”三重优势，率先进入新一轮增长周期。

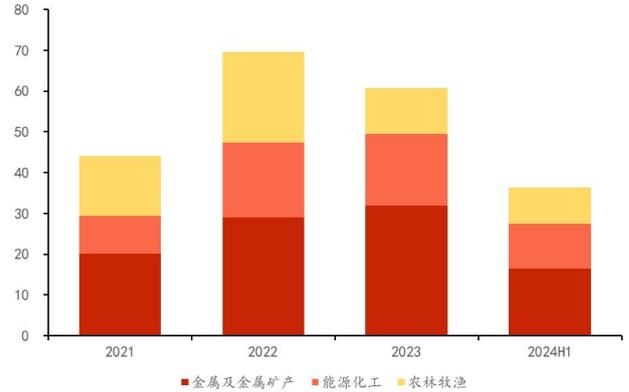
**持续扩大优势品类货量，积极布局高附加值新兴品类。**公司供应链管理业务可被拆分为三大板块，分别是金属及金属矿产、能源化工、农林牧渔，包含“冶金、能化、纺织、有色、浆纸、农产、橡胶、新能源”等 8 大品类。金属及金属矿产为公司核心业务，主要包含钢材、铁矿石、有色金属等品类，2024 年上半年，金属及金属矿产板块营业收入占比为 51.22%，期现毛利占比为 45.37%。能源化工主要为煤炭、石油、PTA 等品类，2024 年 H1 营业收入占比为 25.94%，期现毛利占比为 30.17%。农林牧渔主要为农产品，2024 年 H1 占比为 21.72%，期现毛利占比为 24.45%。

图表 14: 2021-2024H1 供应链管理三大板块收入分布 (亿元)



资料来源: 公司公告、华源证券研究所

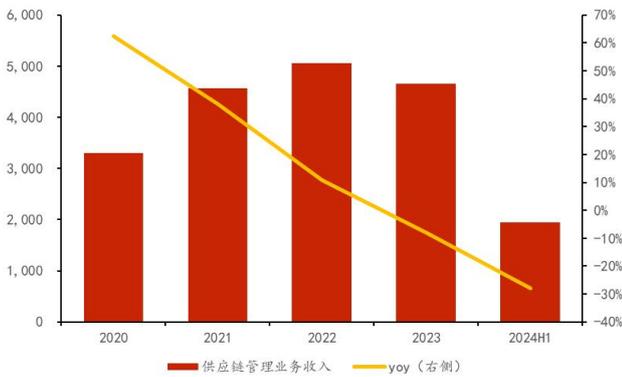
图表 15: 2021-2024H1 供应链管理三大板块期现毛利分布 (亿元)



资料来源: 公司公告、华源证券研究所

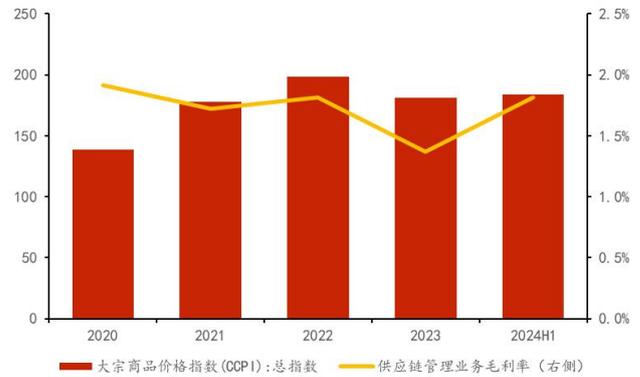
**大宗商品周期驱动高速增长, 后周期韧性显现。**2020-2022 年, 全球疫情后需求反弹叠加俄乌冲突引发的供给紧张, 铜、原油、农产品等价格大幅上涨, 大宗商品进入牛市, 公司供应链管理业务迎来量价齐升, 收入从 3304.03 亿元跃升至 5057.73 亿元, CAGR 达 23.72%。2023 年, 受大宗需求减弱拖累, 公司供应链业务收入减少 8% 至 4652.95 亿元, 2024H1 同比下滑 27.83% 至 1945.95 亿元, 公司积极优化业务结构对冲风险, 叠加高附加值服务扩容及成本管控, 2024 年 H1 大宗供应链业务毛利率逆势改善, 同比提升 0.59 个百分点至 1.70%。

图表 16: 2020-2024H1 公司供应链管理业务收入 (亿元) 及增速 (%)



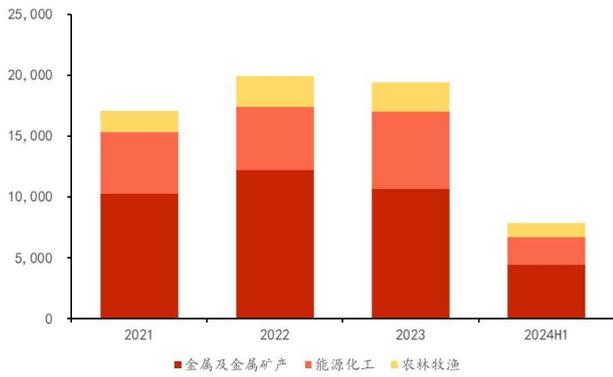
资料来源: 公司公告、华源证券研究所

图表 17: 大宗商品价格指数总指数 (CCPI) 及供应链管理业务毛利率 (%)



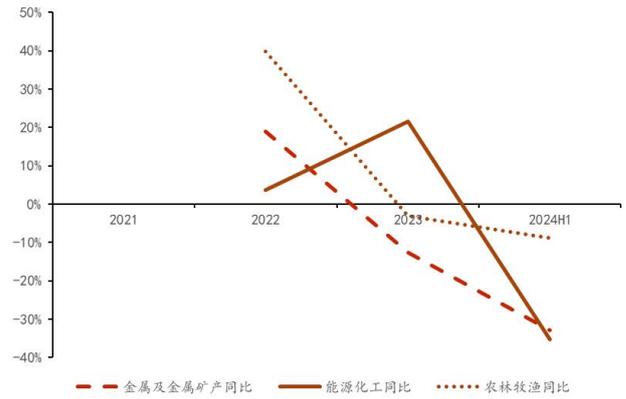
资料来源: 同花顺 iFinD、公司公告、华源证券研究所

图表 18: 2021-2024H1 供应链管理质量 (万吨)



资料来源: 公司公告、华源证券研究所

图表 19: 2021-2024 年 H1 供应链质量同比变化 (%)



资料来源: 公司公告、华源证券研究所

**加速整合大宗商品渠道布局, 服务能力持续提升。**公司持续探索供应链领域长达 40 年之久, 2024 上半年, 公司持续延伸产业链布局, 积极开发高附加值品类业务, 公司在铁矿石、煤炭、原油、木材等多个品种实现长协资源的突破; 新能源方向, 公司合作客户超 200 家, 其中超过 90% 客户为产业客户; 公司通过合资成立公司延伸业务至光伏铝型材加工业务, 积极布局天然气、石英砂、石英石等高附加值品类, 构建新增长曲线。

公司持续覆盖关键节点, 推动产业化布局。1) 自营港口: 厦门、天津、湛江等港口设立仓储基地, 缩短华东、华南客户交货周期; 2) 内陆枢纽: 在郑州、重庆等物流枢纽建设交割库, 辐射中西部制造业集群; 3) “一带一路”沿线: 设立新加坡、迪拜、鹿特丹区域中心, 覆盖 RCEP、中东、欧洲市场; 4) 资源国深耕: 在智利、秘鲁、印尼等资源国派驻本土化团队, 直接对接矿山与种植园。

图表 20: 公司境内外分支机构、投资企业及办事处分布情况



资料来源: 公司官网、华源证券研究所

公司凭借自有船舶、仓库、堆场、车队、货代报关行以及完善的外协物流体系，为客户提供涵盖国际航运、船舶管理、海运经纪、船舶代理、仓储服务及综合物流等一站式、定制化的物流总包解决方案。作为国家 5A 级物流企业，公司连续两年入选商务部全国商贸物流重点联系企业，展现了卓越的行业实力与服务能力。

公司持续加大物流资源的投资布局，采用轻资产与重资产相结合的策略，通过与属地企业合资合作，构建了高效的物流网络。目前，公司自管仓库面积超过 100 万平方米，合作仓库数量超过 2,500 个，配送平台覆盖国内沿海及内陆主要区域，具备全面的综合运输和配送服务保障能力。在航运方面，公司拥有 6 艘大型远洋船舶，自有运力达 45.5 万吨，同时管理 25 艘船舶，管理运力达 157 万吨，年海运运输量超过 3,000 万吨。此外，公司还拥有 2 艘万吨级江船，自有船与外协船的年江运运输量超过 1,000 万吨。为提升国际物流服务能力，公司在印尼、新加坡、几内亚等关键区域布局了核心物流资产，包括 1 艘 30 万吨级超大型浮仓、15 艘拖轮和 18 艘驳船，进一步巩固了全球物流网络的竞争力。

图表 21：截止 2024 年 H1 公司国内物流园分布情况



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 22：截止 2024 年 H1 公司海外物流园分布情况



资料来源：公司公告、华源证券研究所

**持续强化数字化管理能力，国贸云链完善风控体系。**公司经过 40 多年发展，不断完善专业风险管控能力，建立高效的复合型风险管理体系，覆盖供应链全链条各个节点。公司拥有动态授信、监控预警、风险排查、整改跟踪以及考核总结等管理模式，并具备库存管理、头寸管理、授信管理、价格管理、套期保值、保险覆盖等管理手段。此外，公司加大对数字化技术运用，从而实现事前预警防控、事中动态控制、事后规范总结。公司还向外输出风控管理业务。2023 年起，公司持续提升产业链供应链安全性与稳定性，引入自上而下、权责明确、科学有效的“三道防线”风控模式，持续迭代自身多维度风控管理能力，加大数字化智能化运用，充分利用研发研判、动态监测、智能盘库提高风控效率。

图表 23：公司风控管理体系图



资料来源：公司公告、华源证券研究所

公司依托丰富的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，深度融合创新数字运营能力，持续在供应链运营、数据资产、智慧物流、智能仓储等关键领域推进数字化转型实践，致力于打造智能化、高效化的供应链生态体系。在 2020 年，公司基于 5G+物联网技术开发供应链网络货运平台——“国贸云链”，该平台使用区块链技术，确保数据的安全性和私有性。2021 年，公司利用“国贸云链”平台推出智慧仓储监控平台——“国贸云链·天眼”，围绕“人、车、货、场”，集成周界安防管理、无人机建模盘点、仓库运输数据集中等功能。此外，“国贸云链·天眼”通过集成信息，以可视化的形式汇聚公司全球任务执行情况、物流情况、近千个仓库库存情况等十多项关键指标，为风险管理绘制全球产业画像，为公司制定决策提供数据支持。

此外，公司还推出了多款针对不同场景的数字化解决方案，包括面向电子签章应用的“国贸云链·智签”、专注于供应链金融服务的“国贸云链·金贸通”、提供综合物流仓储服务的“国贸云链·慧通+”，以及针对大宗商品贸易敞口风险数字化管理的“大宗商品贸易解决方案”。这些创新产品为产业伙伴提供了更高效、更优质的综合服务，助力企业实现数字化转型与业务升级。

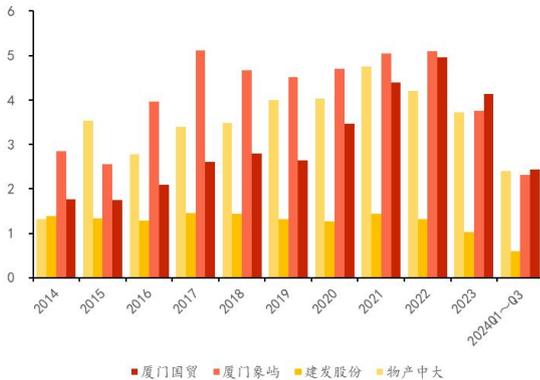
图表 24：公司“国贸云链”智慧供应链综合服务平台



资料来源：公司公告、华源证券研究所

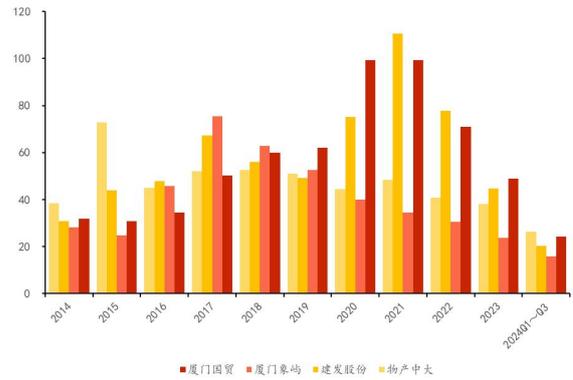
**高周转率与低杠杆率双轮驱动，规模扩张与风险防控间实现平衡发展。**2024年Q1-Q3，公司总资产周转率达2.44次，应收账款周转率达24.18次，在可比企业（物产中大、厦门象屿、建发股份）中均位居前列，凸显三大能力：1）资产高效利用：总资产周转率较高，反映供应链业务轻资产化与数字化升级成效；2）资金快速回笼：应收账款周转率超过同行（厦门象屿、物产中大），验证客户质量与风控能力；3）抗周期韧性：周转率波动与大宗商品价格周期高度同步，2023年收入下滑期仍保持总资产周转率4.14次，显著优于行业均值（3.16次）。2024年Q1-Q3，公司资产负债率为66.71%，较厦门象屿（71.63%）、建发股份（73.96%）、物产中大（73.48%）低5-7个百分点，且2016-2023年持续稳定在63%-70%区间，低杠杆率构筑安全边际。

图表 25：供应链管理前四家公司总资产周转率（单位：次）



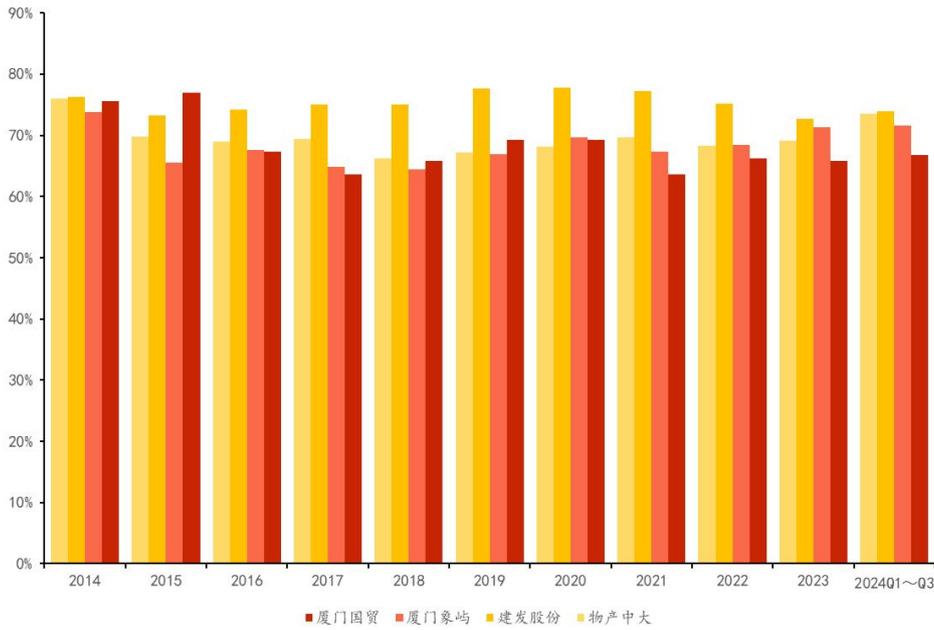
资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

图表 26：供应链管理前四家公司应收账款周转率（单位：次）



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

图表 27：供应链管理前四家公司资产负债率对比



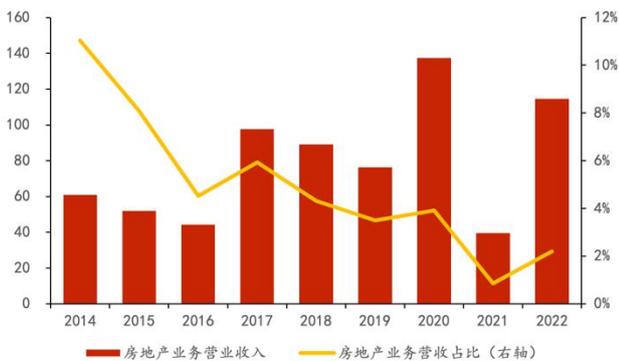
资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

### 3. 持续优化业务结构，增加健康科技领域布局

#### 3.1. 公司逐渐剥离房地产业务，进一步聚焦核心主业

**2021年起公司逐步退出房地产业务，聚焦核心产业布局。**房地产业务具有项目建设周期较长的特点，因此各项目开发周期差异会导致报告收入及利润水平出现波动，随着国家房地产调控政策的不断贯彻落实，公司根据战略规划逐步退出房地产行业。2021年6月，公司将国贸地产100%股权和国贸发展51%股权以合计人民币103.49亿元转让给控股股东国贸控股，标志着公司退出房地产市场。2022年，公司剩余房地产项目实现营业收入114.52亿元，仅占公司总营业收入的2.19%，实现毛利润26.01亿元，毛利率为22.71%。

图表 28：2014-2022 年公司房地产业务营业收入（亿元）及占比（%）



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

图表 29：2014-2022 年公司房地产业务毛利（亿元）及毛利率（%）



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

**公司降低金融业务持股比例，2022-2023 年金融业务营收占比与毛利逐步下滑。**公司金融服务业务涉及期货、融资租赁、商业保理等子公司，同时参股证券、信托、银行等金融机

构，业务范围包含普惠金融、产业金融、期货经纪、资产管理、风险管理等。2022年，公司金融服务业务实现营业收入46.93亿元，仅占公司总营业收入的0.90%，实现毛利润4.45亿元，毛利率为9.48%。2023年，公司根据战略规划，逐渐减低金融服务持股比例，将持有的国贸期货和启润资本的部分股权以及主营类金融业务的子公司股权转让给国贸资本。

**图表 30：2014-2022 年公司金融服务业务营业收入（亿元）及占比**



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

**图表 31：2014-2022 年公司金融服务业务毛利（亿元）及毛利率**

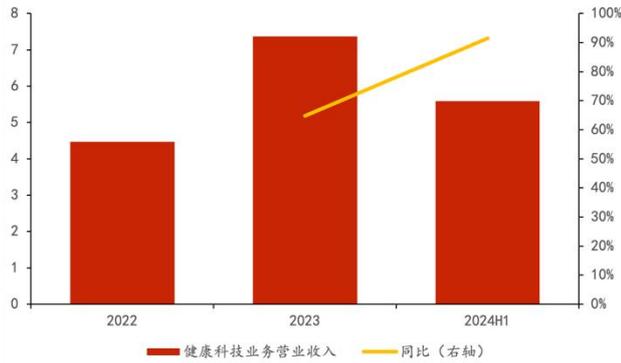


资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

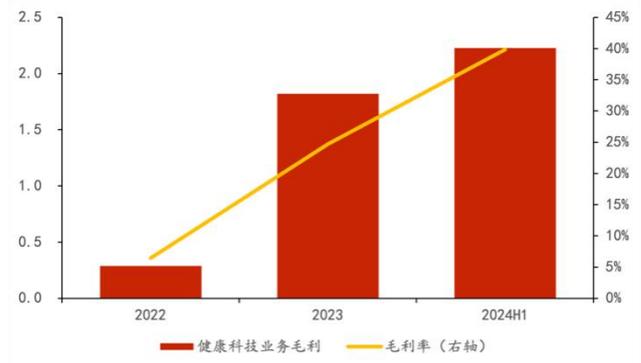
### 3.2. 公司积极布局健康科技业务，未来有望成为第二增长曲线

**重点培育健康科技业务，以医疗器械为核心。**公司依托原有供应链管理业务的资源和优势，积极开展医疗器械、试剂、耗材的医疗供应链服务以及体外诊断业务，通过产业并购向外延伸发展。公司以创新投资为驱动，通过创新发展模式整合资源，布局“1+3”医疗健康业务板块，聚焦医疗器械供应链，协同养老服务、大数据、健康服务等产业，打造大健康产业生态系统。公司致力于打造医疗器械研发、生产、销售三位一体业务体系，积极打造医疗健康领域运营平台，以“医、养、康、护”一体化服务打造养老服务业务体系，构建面向政府、医院、居民和企业的医疗大数据技术平台。健康服务业务以运营康复医院为主。

**2023 年公司收购派尔特医疗，未来有望成为第二增长曲线。**2023 年，公司收购派尔特医疗，布局医疗器械上游微创外科赛道。2022-2023 年，公司健康科技业务营业收入由 4.47 亿元提升至 7.37 亿元，同比增加 64.82%，毛利从 2022 年的 0.29 亿元上涨至 2023 年的 1.82 亿元，同比提升 532.23%，毛利率从 6.44% 上升至 24.73%。2024 年上半年，健康科技营业收入同比增加 91.39% 至 5.59 亿元，毛利为 2.23 亿元，毛利率同比增加 33.89pct 至 39.82%。

**图表 32：公司健康科技业务营业收入（亿元）及同比（%）**


资料来源：公司公告、华源证券研究所

**图表 33：公司健康科技业务毛利（亿元）及毛利率（%）**


资料来源：公司公告、华源证券研究所

## 4. 盈利预测与评级

### 4.1. 盈利预测

**收入：**1) 大宗供应链业务：2024 年受宏观经济及大宗商品需求下行影响，预计同年收入将出现下滑。2025 年-2026 年，预计随着经济逐步复苏，大宗商品需求有所回暖；同时，公司持续优化业务结构，提升竞争优势，市场份额有望进一步扩大，收入随之增长。2) 公司健康科技业务属于新兴业务，预计该业务收入将保持较高增长速度。

**成本：**公司持续优化业务结构以及产品种类，同时进一步拓展高利润品类，尽管市场需求存在较大不确定性，我们预计公司未来毛利率仍将较为稳定。

**费用：**公司持续推进费用节降，预计费用率稳中有降。

**图表 34：厦门国贸关键项目预测**

亿元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	4647.56	5219.18	4682.47	3703.36	3850.3	4111.11
<b>yoy</b>	32.38%	12.30%	-10.28%	-20.91%	3.97%	6.77%
<b>毛利率</b>	1.72%	1.82%	1.37%	1.47%	1.55%	1.59%
<b>期间费用率</b>						
销售费用率	0.47%	0.44%	0.44%	0.55%	0.50%	0.46%
管理费用率	0.07%	0.07%	0.10%	0.15%	0.13%	0.13%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.01%	0.02%	0.02%	0.02%

资料来源：公司公告、华源证券研究所

### 4.2. 评级

公司为国内大宗商品供应链行业的龙头企业之一，随着公司持续完善供应链管理渠道网络，提升公司运营效率，公司市占率有望持续提升，带来收入及盈利能力的持续增长。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1123/1535/1878 百万元，当前股价对应的 PE 分别为 12.2x、8.9x、7.3x 倍，参考厦门象屿、建发股份、浙商中拓可比公司估值，首次覆盖给予“买入”评级。

**图表 35：可比公司估值表**

股票代码	公司简称	市值（亿元）	EPS（元/股）			PE		
			24E	25E	26E	24E	25E	26E
600057.SH	厦门象屿	132.64	0.55	0.89	1.02	10.32	6.41	5.65
600153.SH	建发股份	287.05	1.23	1.49	1.63	7.9	6.52	5.97
000906.SH	浙商中拓	43.93	0.78	1.07	1.47	8	5.81	4.23
平均值						8.74	6.25	5.28

资料来源：同花顺 iFinD，华源证券研究所。

注：可比公司均采用同花顺 iFinD 一致预期，估值日期 2024/2/20：

## 5. 风险提示

**宏观经济变化导致大宗商品价格波动大幅波动：**如宏观经济波动受国际政策，地缘政治等因素影响而导致大宗商品价格大幅波动，或导致公司盈利不及预期。

**需求不及预期导致收入低于预期：**如需求低于预期导致公司大宗商品贸易量低于预期，预计会对公司收入产生影响。

**行业竞争加剧风险：**行业正处于集中度持续提升的阶段，如竞争烈度提升，公司盈利或低于预期

**信用风险：**如公司上下游未能按照合同履行，或影响公司应收账款周转，进而导致业绩波动。

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	14,336	44,440	46,204	49,333
应收票据及账款	11,179	7,140	7,423	7,926
预付账款	21,545	14,917	15,509	16,560
其他应收款	4,248	2,415	2,511	2,681
存货	31,608	23,619	24,537	26,189
其他流动资产	4,440	7,035	7,235	7,590
<b>流动资产总计</b>	<b>87,355</b>	<b>99,566</b>	<b>103,418</b>	<b>110,279</b>
长期股权投资	9,587	9,587	9,587	9,587
固定资产	5,480	5,709	6,375	7,448
在建工程	419	1,379	1,740	1,600
无形资产	4,484	4,631	4,973	5,311
长期待摊费用	61	41	21	0
其他非流动资产	5,740	6,361	6,472	6,576
<b>非流动资产合计</b>	<b>25,772</b>	<b>27,709</b>	<b>29,168</b>	<b>30,524</b>
<b>资产总计</b>	<b>113,127</b>	<b>127,275</b>	<b>132,586</b>	<b>140,802</b>
短期借款	14,772	40,003	43,343	48,177
应付票据及账款	31,059	19,387	20,140	21,496
其他流动负债	22,772	23,149	24,034	25,618
<b>流动负债合计</b>	<b>68,602</b>	<b>82,539</b>	<b>87,517</b>	<b>95,291</b>
长期借款	5,233	4,652	3,904	3,022
其他非流动负债	668	668	668	668
<b>非流动负债合计</b>	<b>5,901</b>	<b>5,320</b>	<b>4,571</b>	<b>3,689</b>
<b>负债合计</b>	<b>74,503</b>	<b>87,860</b>	<b>92,088</b>	<b>98,981</b>
股本	2,204	2,167	2,167	2,167
资本公积	4,783	4,820	4,820	4,820
留存收益	25,649	26,285	27,155	28,219
归属母公司权益	32,636	33,272	34,142	35,206
少数股东权益	5,988	6,143	6,356	6,616
<b>股东权益合计</b>	<b>38,624</b>	<b>39,415</b>	<b>40,498</b>	<b>41,822</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>113,127</b>	<b>127,275</b>	<b>132,586</b>	<b>140,802</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	2,051	-294	57	447
折旧与摊销	542	567	642	744
财务费用	1,346	1,328	1,862	1,991
投资损失	-693	-1,518	-1,200	-1,200
营运资金变动	-1,158	6,599	-451	-790
其他经营现金流	1,118	1,532	1,544	1,544
<b>经营性现金净流量</b>	<b>3,206</b>	<b>8,213</b>	<b>2,453</b>	<b>2,736</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-1,257</b>	<b>-945</b>	<b>-753</b>	<b>-753</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-2,116</b>	<b>22,836</b>	<b>64</b>	<b>1,147</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>-271</b>	<b>30,104</b>	<b>1,763</b>	<b>3,130</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>468,247</b>	<b>370,336</b>	<b>385,030</b>	<b>411,111</b>
<b>营业成本</b>	<b>461,835</b>	<b>364,877</b>	<b>379,058</b>	<b>404,582</b>
税金及附加	499	395	411	438
销售费用	2,066	2,037	1,925	1,891
管理费用	473	556	512	547
研发费用	52	68	71	75
财务费用	1,346	1,328	1,862	1,991
资产减值损失	-1,320	-1,063	-900	-800
信用减值损失	-300	-308	-220	-220
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	693	1,518	1,200	1,200
公允价值变动损益	411	49	592	592
资产处置收益	3	6	4	4
其他收益	572	443	388	388
<b>营业利润</b>	<b>2,035</b>	<b>1,722</b>	<b>2,257</b>	<b>2,750</b>
营业外收入	582	74	56	56
营业外支出	67	100	100	100
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>2,551</b>	<b>1,696</b>	<b>2,213</b>	<b>2,706</b>
所得税	500	418	465	568
<b>净利润</b>	<b>2,051</b>	<b>1,278</b>	<b>1,748</b>	<b>2,138</b>
少数股东损益	136	156	213	260
归属母公司股东净利润	1,915	1,123	1,535	1,878
EPS(元)	0.88	0.52	0.71	0.87

**主要财务比率**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	-10.28%	-20.91%	3.97%	6.77%
营业利润增长率	-63.59%	-15.41%	31.07%	21.86%
归母净利润增长率	-46.65%	-41.38%	36.77%	22.30%
经营现金流增长率	810.78%	156.22%	-70.13%	11.54%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	1.37%	1.47%	1.55%	1.59%
净利率	0.44%	0.35%	0.45%	0.52%
ROE	5.87%	3.37%	4.50%	5.33%
ROA	1.69%	0.88%	1.16%	1.33%
ROIC	3.90%	4.12%	3.42%	3.85%
<b>估值倍数</b>				
P/E	7.15	12.20	8.92	7.30
P/S	0.03	0.04	0.04	0.03
P/B	0.65	0.41	0.40	0.39
股息率	8.05%	3.55%	4.86%	5.94%
EV/EBITDA	9	13	11	10

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。