

厦门象屿 (600057)

2024 年年报业绩点评: Q4 归母净利润+35%或现经营拐点, 定增+股权激励开启后续成长买入 (维持)

2025 年 04 月 22 日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

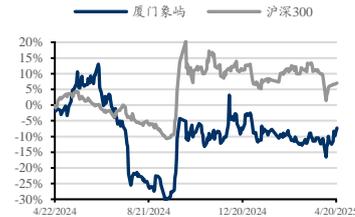
证券分析师 阳靖

执业证书: S0600523020005

yangjing@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	459,035	366,671	386,090	431,480	466,548
同比 (%)	(14.70)	(20.12)	5.30	11.76	8.13
归母净利润 (百万元)	1,574	1,419	1,774	2,123	2,460
同比 (%)	(40.31)	(9.86)	25.03	19.66	15.87
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.56	0.51	0.63	0.76	0.88
P/E (现价&最新摊薄)	11.08	12.29	9.83	8.21	7.09

股价走势



投资要点

- **事件:** 2024 年, 公司实现收入 3667 亿元, 同比-20%, 归母净利润 14.2 亿元, 同比-10%。公司拟分红 0.25 元/股, 分红率 49%, 对应 4 月 21 日收盘价股息率 4.0%。
- **2024Q4 利润高增或现经营拐点** 2024Q4 公司实现收入 690 亿元, 同比-24%; 归母净利润 5.3 亿元, 同比+35%。我们认为公司 Q4 业绩超预期主要原因是: ①前期亏损基本处理完毕, 如农产公司 2023 年亏损 9.8 亿元, 2024 年减亏至 2.9 亿元。②大宗品经营的利润率回暖。 **分板块看:**
- **大宗品经营业务: 主动收缩亏损业务, 利润率回暖。** 2024 年大宗品经营销量同比-0.3%, 但毛利率同比+0.29pct 至为 1.69%, 反映公司收缩业务、保证毛利的经营思路。其中: ①农产品经营销量同比-32%, 加强流量经营和滚仓操作, 提升服务型业务规模, 较去年同期减亏, 象屿农产亏损额从 2023 年的 9.8 亿元缩窄至 2024 年的 2.4 亿元。②新能源供应链经营销量同比+47%, 毛利率同比+3.6pct, 上游夯实国内外关键锂资源获取, 中游串联头部锂盐加工厂, 下游新增国内外终端客户, 业务量和盈利水平同比大幅增长。③金属矿产经营销量同比+6.5%、毛利率同比+0.2pct, 但收入同比-21%, 毛利率提升受益于铝供应链期现毛利率同比大幅增长, 收入和毛利额下降主要受黑色金属、不锈钢产业链需求偏弱、价格震荡下行的影响。④能源化工经营销量-4.05%, 毛利率同比-0.16pct, 主要受动力煤和油品产业链需求偏弱、价格中枢下行等因素影响。
- **造船业务:** 2024 年实现收入 59 亿元, 同比+24.8%; 毛利率 18.1%; 同比-4.4pct, 毛利率下降主要受汇兑影响, 但公司对冲实现套保毛利率同比提升。期末在手订单合计达 89 艘, 排产至 2029 年; 推动精益生产和技改, 产能整体提升超 25%。2024 年 8 月, 公司通过司法拍卖竞得江苏宏强核心资产, 预计 2025 年中投产, 提升造船板块整体产能 40-50%。
- **大宗商品物流:** 2024 年实现收入 94.2 亿元, 同比+33%; 毛利率 8.9%, 同比-1.04pct。其中, ①综合物流增长受益于国内南北物流通道和东南亚、非洲国际通道业务量大幅增长。②铁路物流增长受益于疆煤外运业务量大幅增长。③农产品物流下滑因囤积业务量下降, 叠加玉米价格下行毛利率下降; ④铝产业物流, 公司于 2023 年 9 月成立铝联物流专业子公司, 正在快速发展阶段。
- **盈利预测与投资评级:** 厦门象屿投资逻辑: ①国内大宗供应链行业集中度提升, ②2 月定增落地、4 月发布股权激励计划草案, 有望开启新一轮增长周期。③公司具备低估值+高分红属性。基于公司 2024Q4 业绩大幅好转, 我们将 2025-26 年归母净利润预期从 15.0/16.5 亿元上调至 17.7/21.2 亿元, 预计 2027 年归母净利润为 24.6 亿元, 2025-27 年同比+25%/20%/16%, 对应 4 月 21 日收盘价为 10/8/7 倍 P/E, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 大宗品价格波动, 下游需求不佳, 激励落地时间、地缘风险等。

市场数据

收盘价(元)	6.21
一年最低/最高价	4.61/7.90
市净率(倍)	1.09
流通 A 股市值(百万元)	13,615.49
总市值(百万元)	17,431.44

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.72
资产负债率(%,LF)	71.63
总股本(百万股)	2,807.00
流通 A 股(百万股)	2,192.51

相关研究

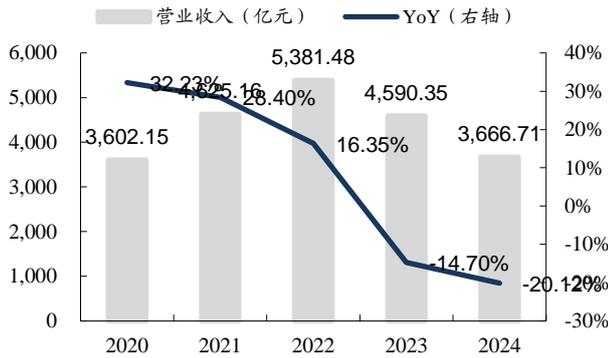
《厦门象屿(600057): 发布股权激励计划草案, 上下同心启航向前》

2025-04-17

《厦门象屿(600057): 定增落地, 优化资本结构利好未来发展》

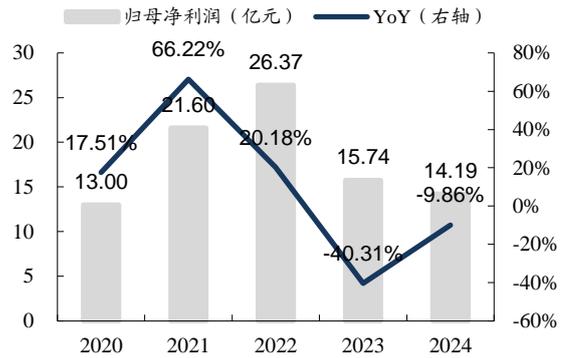
2025-03-06

图1: 公司收入及增速



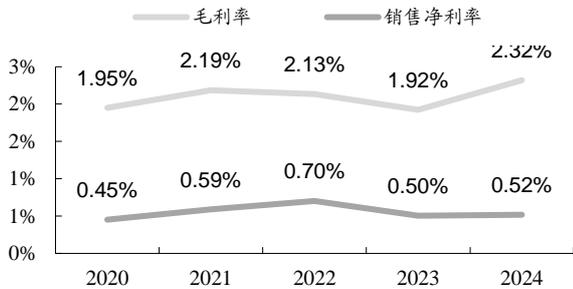
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图2: 公司归母净利润



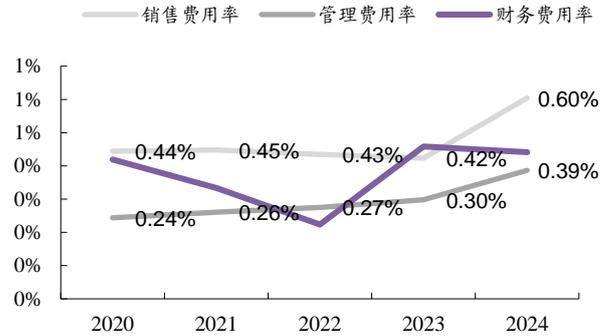
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图3: 公司利润率情况



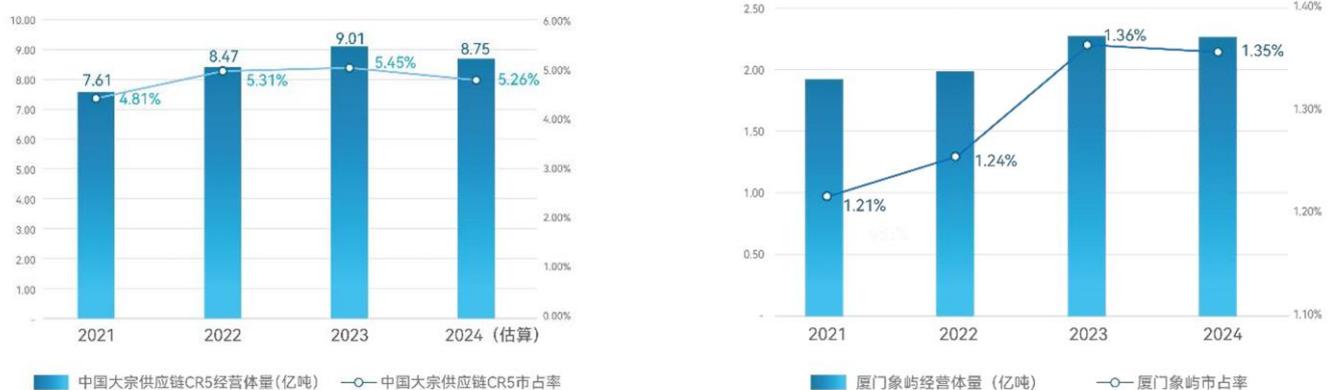
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图4: 公司费用率情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图5: 行业集中度提升, 公司经营体量和市占率呈现提升的趋势



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6：2024年公司大宗商品经营业务：经营货量、收入、期现毛利、期限毛利率情况

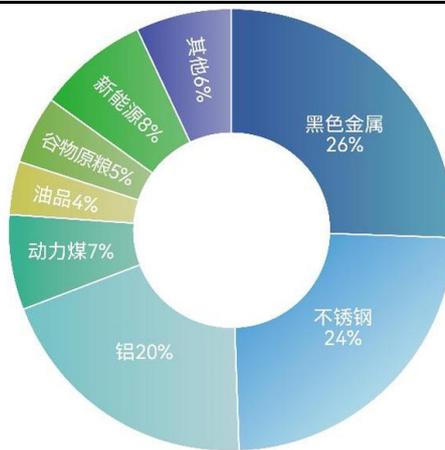
单位：亿元 币种：人民币

类别	经营货量		主营业务收入		期现毛利		期现毛利率	
	数量 (万吨)	同比 变动	金额	同比 变动	金额	同比 变动	数值	同比变动
大宗商品经营	22,448	-0.30%	3,453	-21.39%	63.18	2.85%	1.83%	增加 0.43 个百分点
其中：金属矿产	13,984	6.53%	2,149	-20.84%	45.38	-12.34%	2.11%	增加 0.20 个百分点
农产品	1,390	-31.71%	402	-33.73%	3.82	转正	0.95%	转正
能源化工	7,020	-4.05%	801	-7.78%	8.39	-20.07%	1.05%	减少 0.16 个百分点
新能源	54	47.03%	93	-51.92%	4.99	45.85%	5.39%	增加 3.62 个百分点

注：为配套供应链综合业务现货经营，公司运用期货工具对冲大宗商品价格波动风险，相应产生公允价值变动损益及处置损益，期现毛利和期现毛利率为结合期货套保损益后的数据

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7：公司2024年大宗商品经营期现毛利构



数据来源：wind，东吴证券研究所

图8：2024年公司大宗商品物流业务收入、毛利及毛利率

单位：亿元 币种：人民币

类别	主营业务收入		毛利		毛利率	
	金额	同比变动	金额	同比变动	数值	同比变动
大宗商品物流	94.22	32.99%	8.37	19.03%	8.88%	减少 1.04 个百分点
其中：综合物流	61.71	11.38%	6.61	20.11%	10.71%	增加 0.78 个百分点
铁路物流	28.45	126.90%	1.32	158.45%	4.64%	增加 0.57 个百分点
农产品物流	2.49	-14.14%	0.32	-68.70%	12.82%	减少 22.34 个百分点
铝产业物流	1.57	不适用	0.12	不适用	7.95%	不适用

注：铁路物流、农产品物流、铝产业物流分别指公司子公司象道物流、象屿农产、铝联物流对外提供的市场化物流服务，综合物流指公司子公司象屿速传及其他物流子公司对外提供的市场化物流服务；其中，农产品物流主要包括粮食国储、省储服务等，铝产业物流和综合物流主要包括国际航线、国际班列、内河水运、公路运输、海内外仓储等

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

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)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	98,200	103,407	110,998	117,395	营业总收入	366,671	386,090	431,480	466,548
货币资金及交易性金融资产	18,925	21,526	21,244	21,514	营业成本(含金融类)	358,166	376,977	421,349	455,727
经营性应收款项	39,613	40,905	45,285	48,817	税金及附加	487	513	573	620
存货	26,427	27,491	30,403	32,547	销售费用	2,215	2,642	3,211	3,565
合同资产	753	793	886	958	管理费用	1,417	1,685	2,056	2,270
其他流动资产	12,482	12,691	13,180	13,558	研发费用	96	101	113	122
非流动资产	25,672	25,735	25,733	25,667	财务费用	1,619	2,050	1,999	2,002
长期股权投资	1,650	1,384	1,117	851	加:其他收益	525	552	617	668
固定资产及使用权资产	10,851	10,766	10,618	10,408	投资净收益	800	842	941	1,018
在建工程	425	405	392	383	公允价值变动	280	0	0	0
无形资产	2,171	2,303	2,428	2,546	减值损失	(2,079)	(1,121)	(889)	(656)
商誉	13	13	13	13	资产处置收益	18	19	21	23
长期待摊费用	129	129	129	129	营业利润	2,214	2,414	2,869	3,293
其他非流动资产	10,434	10,736	11,037	11,338	营业外净收支	64	71	71	74
资产总计	123,873	129,142	136,731	143,062	利润总额	2,278	2,485	2,939	3,367
流动负债	84,480	84,516	89,665	93,201	减:所得税	387	422	500	572
短期借款及一年内到期的非流动负债	24,887	21,887	19,887	17,887	净利润	1,891	2,063	2,440	2,795
经营性应付款项	42,660	44,900	50,185	54,280	减:少数股东损益	472	289	317	335
合同负债	10,526	11,083	12,386	13,393	归属母公司净利润	1,419	1,774	2,123	2,460
其他流动负债	6,408	6,646	7,207	7,642	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.51	0.63	0.76	0.88
非流动负债	4,664	4,664	4,664	4,664	EBIT	2,728	4,535	4,938	5,369
长期借款	1,820	1,820	1,820	1,820	EBITDA	3,741	5,350	5,818	6,312
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	2.32	2.36	2.35	2.32
租赁负债	324	324	324	324	归母净利率(%)	0.39	0.46	0.49	0.53
其他非流动负债	2,520	2,520	2,520	2,520	收入增长率(%)	(20.12)	5.30	11.76	8.13
负债合计	89,144	89,180	94,329	97,865	归母净利润增长率(%)	(9.86)	25.03	19.66	15.87
归属母公司股东权益	23,822	28,766	30,889	33,349					
少数股东权益	10,907	11,196	11,513	11,848					
所有者权益合计	34,729	39,962	42,402	45,197					
负债和股东权益	123,873	129,142	136,731	143,062					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,604	3,613	2,673	3,045	每股净资产(元)	6.14	6.65	7.40	8.28
投资活动现金流	1,764	54	155	237	最新发行在外股份(百万股)	2,807	2,807	2,807	2,807
筹资活动现金流	(10,175)	(1,057)	(3,111)	(3,011)	ROIC(%)	3.57	5.99	6.38	6.87
现金净增加额	(2,815)	2,601	(283)	270	ROE-摊薄(%)	5.96	6.17	6.87	7.38
折旧和摊销	1,013	815	879	943	资产负债率(%)	71.96	69.06	68.99	68.41
资本开支	(1,369)	(620)	(618)	(612)	P/E(现价&最新股本摊薄)	12.29	9.83	8.21	7.09
营运资本变动	1,028	(690)	(1,613)	(1,246)	P/B(现价)	1.01	0.93	0.84	0.75

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>