公司研究

期现毛利率整体改善，加速推进国际化布局

——厦门国贸（600755.SH）2024 年报点评

要点

事件：公司发布 2024 年年报。2024 年公司实现营收 3544 亿元，同比减少 24.30%；实现归母净利润 6.26 亿元，同比减少 67.33%；实现扣非后归母净利润-12.51 亿元，同比减少 373%。2024Q4，公司单季度实现营收 681 亿元，同比增长 0.86%，环比减少 25.25%；实现归母净利润-8636 万元，同比减少 275%，环比亏损收窄 31.76%。

经营货量下滑，主要品类期现毛利率改善明显。2024 年，由于市场需求减弱以及公司业务结构调整的影响，叠加大宗商品价格的下跌，公司供应链管理业务经营货量及业务营收有所下滑。2024 年，公司供应链管理业务实现营收 3532 亿元，同比减少 24.1%。公司金属及金属矿产、能源化工、农林牧渔类商品经营货量同比分别减少 21.9%、34.3%、6.0%，对应期现毛利率同比分别提升 0.4pct、0.2pct、0.8pct。公司期现毛利率的提升主要得益于公司通过优化业务结构，更为聚焦高质量业务。健康科技业务方面，2024 年公司健康科技业务实现营收 11.0 亿元，同比大幅增长 49.6%，对应业务毛利率同比提升 16.3pct 至 41.0%。其中，派尔特医疗实现营收 5.84 亿元，同比增长 15.4%；实现归母净利润 0.91 亿元，同比增长 19.8%。2024 年由于各类信用和资产减值准备的计提，公司归母净利润减少约 19.1 亿元。其中，由于西牯岭矿山提前关闭，公司针对相应的在建工程、固定资产、无形资产合计计提约 4.2 亿元的减值准备。

深化“三链融合”，加速推进国际化布局。公司持续深化“三链融合”，推动业务由供应链贸易向产业链运营和供应链服务转型升级。公司通过成立合资公司、股权换商权等方式，开拓焦煤、焦炭全产业链布局，拓展光伏铝型材加工业务，开拓电解铝、氧化铝等业务。同时公司落地山东日照国贸物流园项目，以“公铁水仓+智慧物流园”为核心，开展黑色、有色及能化等大宗商品的综合物流服务。国际化发展方面，公司正式成立国际化发展部，同时已与 170 多个国家和地区的 9 万余家产业链上下游企业建立稳定的合作关系，形成覆盖全球大宗商品资源的渠道网络。2024 年，公司在海外地区实现营收 662 亿元，同比增长 0.67%，对应营收占比同比提升 4.6pct 至 18.7%。

盈利预测、估值与评级：由于市场需求减弱，2024 年公司整体营收回落，叠加相关减值准备的计提，公司业绩低于此前预期。考虑到当前市场需求仍有待进一步复苏，我们下调公司 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 15.93（前值为 21.67）/17.08（前值为 26.03）/20.30 亿元。随着终端需求的修复，以及公司业务结构的持续优化，公司盈利能力有望进一步回升，维持“买入”评级。

风险提示：大宗商品价格波动，应收账款风险，终端需求不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	468,247	354,440	371,360	413,193	448,899
营业收入增长率	-10.28%	-24.30%	4.77%	11.26%	8.64%
归母净利润（百万元）	1,915	626	1,593	1,708	2,030
归母净利润增长率	-46.65%	-67.33%	154.58%	7.25%	18.85%
EPS（元）	0.87	0.29	0.73	0.79	0.94
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.87%	1.89%	4.65%	4.84%	5.55%
P/E	7.1	21.4	8.4	7.8	6.6
P/B	0.42	0.41	0.39	0.38	0.37

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-24，2023 年公司总股本为 22.04 亿股，2024 年及以后公司总股本为 21.67 亿股。

买入（维持）

当前价：6.18 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

市场数据

总股本(亿股)	21.67
总市值(亿元):	133.95
一年最低/最高(元):	5.33/7.96
近 3 月换手率:	40.64%

股价相对走势

收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.81	-2.50	-16.57
绝对	-5.50	-3.29	-9.30

资料来源：Wind

相关研报

终端需求疲弱毛利率回落，24Q3 公司业绩承压——厦门国贸（600755.SH）2024 年三季报点评（2024-11-04）

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（2024-10-11）

财务报表与盈利预测

利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**468,247**	**354,440**	**371,360**	**413,193**	**448,899**
营业成本	461,835	349,110	365,442	406,415	441,432
折旧和摊销	400	507	637	691	747
税金及附加	499	488	511	569	618
销售费用	2,066	2,249	1,968	2,149	2,379
管理费用	473	514	483	537	584
研发费用	52	90	74	83	135
财务费用	1,346	1,977	2,061	2,393	2,457
投资收益	693	2,221	2,332	2,449	2,571
营业利润	**2,035**	**474**	**2,250**	**2,431**	**2,860**
利润总额	**2,551**	**454**	**2,230**	**2,411**	**2,841**
所得税	500	247	558	603	710
净利润	**2,051**	**207**	**1,673**	**1,808**	**2,130**
少数股东损益	136	-418	80	100	100
归属母公司净利润	**1,915**	**626**	**1,593**	**1,708**	**2,030**
EPS(元)	**0.87**	**0.29**	**0.73**	**0.79**	**0.94**

现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	**3,206**	**-931**	**12**	**763**	**1,312**
净利润	1,915	626	1,593	1,708	2,030
折旧摊销	400	507	637	691	747
净营运资金增加	1,615	-3,990	2,439	2,726	2,344
其他	-724	1,926	-4,656	-4,362	-3,810
投资活动产生现金流	**-1,257**	**-1,683**	**1,312**	**1,429**	**1,551**
净资本支出	-2,292	-1,488	-1,020	-1,020	-1,020
长期投资变化	9,587	9,830	0	0	0
其他资产变化	-8,552	-10,024	2,332	2,449	2,571
融资活动现金流	**-2,116**	**-2,890**	**-520**	**-1,146**	**-1,970**
股本变化	3	-37	0	0	0
债务净变化	3,507	-4,775	1,910	1,916	1,211
无息负债变化	-3,835	-8,270	3,768	1,937	2,947
净现金流	**-271**	**-5,491**	**805**	**1,046**	**893**

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	**113,127**	**99,696**	**106,679**	**111,670**	**117,236**
货币资金	14,336	8,479	9,284	10,330	11,222
交易性金融资产	1,639	3,410	3,410	3,410	3,410
应收账款	9,987	12,482	12,950	14,212	15,227
应收票据	69	24	25	28	30
其他应收款（合计）	4,248	3,724	3,901	4,341	4,716
存货	31,608	25,648	21,137	22,418	23,324
其他流动资产	3,396	5,052	5,052	5,052	5,052
流动资产合计	**87,355**	**73,750**	**80,338**	**85,001**	**90,293**
其他权益工具	3	3	3	3	3
长期股权投资	9,587	9,830	9,841	9,841	9,841
固定资产	4,988	5,821	6,064	6,280	6,459
在建工程	419	285	401	488	554
无形资产	4,484	3,398	3,350	3,303	3,257
商誉	421	438	438	438	438
其他非流动资产	321	30	30	30	30
非流动资产合计	**25,772**	**25,946**	**26,341**	**26,670**	**26,943**
总负债	**74,503**	**61,459**	**67,137**	**70,989**	**75,147**
短期借款	14,772	6,625	6,535	8,451	9,662
应付账款	8,247	6,074	6,358	7,071	7,680
应付票据	22,812	22,060	25,581	26,417	28,693
预收账款	10	0	10	7	6
其他流动负债	1,855	2,289	2,289	2,289	2,289
流动负债合计	**68,602**	**55,424**	**59,102**	**62,954**	**67,112**
长期借款	4,887	3,787	5,787	5,787	5,787
应付债券	0	997	997	997	997
其他非流动负债	123	53	53	53	53
非流动负债合计	**5,901**	**6,035**	**8,035**	**8,035**	**8,035**
股东权益	**38,624**	**38,237**	**39,542**	**40,681**	**42,088**
股本	2,204	2,167	2,167	2,167	2,167
公积金	5,920	5,708	5,708	5,708	5,708
未分配利润	13,336	12,329	13,553	14,592	15,900
归属母公司权益	32,636	33,030	34,254	35,293	36,600
少数股东权益	5,988	5,208	5,288	5,388	5,488

主要指标

盈利能力（%）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	1.4%	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%
EBITDA 率	1.2%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
EBIT 率	1.1%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
税前净利润率	0.5%	0.1%	0.6%	0.6%	0.6%
归母净利润率	0.4%	0.2%	0.4%	0.4%	0.5%
ROA	1.8%	0.2%	1.6%	1.6%	1.8%
ROE（摊薄）	5.9%	1.9%	4.7%	4.8%	5.5%
经营性 ROIC	9.9%	5.5%	8.6%	9.1%	9.2%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	66%	62%	63%	64%	64%
流动比率	1.27	1.33	1.36	1.35	1.35
速动比率	0.81	0.87	1.00	0.99	1.00
归母权益/有息债务	1.55	2.04	1.89	1.76	1.72
有形资产/有息债务	5.09	5.80	5.58	5.30	5.26

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.44%	0.63%	0.53%	0.52%	0.53%
管理费用率	0.10%	0.14%	0.13%	0.13%	0.13%
财务费用率	0.29%	0.56%	0.56%	0.58%	0.55%
研发费用率	0.01%	0.03%	0.02%	0.02%	0.03%
所得税率	20%	54%	25%	25%	25%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.50	0.17	0.31	0.33	0.39
每股经营现金流	1.45	-0.43	0.01	0.35	0.61
每股净资产	14.81	15.24	15.80	16.28	16.89
每股销售收入	212.43	163.53	171.33	190.63	207.11

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	7.1	21.4	8.4	7.8	6.6
PB	0.42	0.41	0.39	0.38	0.37
EV/EBITDA	5.5	5.1	5.2	5.0	4.9
股息率	7.9%	2.7%	4.9%	5.3%	6.2%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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
静安区新闸路 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