

厦门象屿（600057）

2025 年半年报点评：归母净利润同比+32.5%经营拐点确立，关注“反内卷”催化买入（维持）

2025 年 08 月 27 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	374,189	376,598	389,341
同比（%）	(14.70)	(20.12)	2.05	0.64	3.38
归母净利润（百万元）	1,574	1,419	1,854	2,248	2,593
同比（%）	(40.31)	(9.86)	30.64	21.30	15.34
EPS-最新摊薄（元/股）	0.56	0.51	0.66	0.80	0.92
P/E（现价&最新摊薄）	12.94	14.36	10.99	9.06	7.86

投资要点

■ **业绩简评：**2025H1，公司实现收入 2039 亿元，同比+0.2%；实现归母净利润 10.32 亿元，同比+32.5%。扣除套保收益、政府补助等非经常项目后，公司扣非净利润为 3.3 亿元，同+30%。由于这些套保收益、政府补助与正常经营业务密切相关，因此归母净利润更有参考性。**2025Q2 公司净利润增长加速：**2025Q2 公司实现收入 1068 亿元，同比+8%；实现归母净利润 5.23 亿元，同比+41%。Q2 归母净利润同比增速较 Q1 的 25%显著加速。

■ **定增落地后资本结构改善，公司财务费用率减少，费用率下降：**2025Q2，公司毛利率/销售净利率为 1.70%/0.58%，同比-0.61pct/-0.03pct。销售/管理/财务费用率为 0.53%/0.35%/0.24%，同比-0.06/+0.05/-0.30pct。财务费用率的下降部分受益于 3 月公司完成 32 亿元定增融资，借款规模下降。

■ **上半年金属矿产承压；能化、农产品利润大幅改善：**2025H1，大宗商品收入 1934 亿元，同比+0.14%，其中经营货量同比+19%，但平均单价有所下滑。分板块看，①金属矿产收入/期现毛利同比-11%/-26%有所承压；②能源化工收入/期现毛利同比+21%/+52%，主要受益于公司石油原油商品国际化业务取得突破，成为新的增长引擎；③农产品收入/期现毛利同比+15%/+255%，受益于经营模式优化；④新能源收入/期现毛利同比+12%/-25%，期现毛利下滑主要是产业结构性调整影响。

■ **2025H1 物流、造船业务均实现增长：**①大宗商品物流实现收入 50 亿元，同比+17.4%；毛利率为 8.54%，同比+0.22pct，实现稳健成长。②生产制造板块实现收入 52.8 亿元，同比-6.7%，毛利率为 11%，同比-1.7pct，其中造船业务实现收入 31.9 亿元，同比-5.0%；毛利率为 14.7%，同比-3.45pct。造船业务营业收入同比下降主要由于部分订单转移至启东新船厂（上半年仍处于投产准备阶段），导致整体完工量低于去年同期。随着启东新船厂全面投产，下半年象屿海装的产能和盈利能力将得到全面提升；毛利率下滑主要受到美元外汇波动影响，公司利用金融工具对冲后套保后的毛利率同比提升。上半年新签订单 15 艘，在手订单 91 艘，首获国际知名船东 21 万吨级大型散货船订单。

■ **重视“反内卷”大趋势下，头部大宗供应链企业的机会：**下游客户在反内卷趋势下，将从粗放式经营转向精益生产，将更看重大宗服务商的综合服务能力。厦门象屿作为行业内经营规范的、具备物流能力、效率领先的龙头公司，有望从中受益。

■ **盈利预测与投资评级：**厦门象屿是我国大宗供应链龙头，近期受益于定增落地、股权激励计划、业绩出现拐点 Q2 增速加速，中长期受益于“反内卷”环境下行业龙头集中度提升趋势。我们将公司 2025-27 年归母净利润预期从 17.7/21.2/24.6 亿元，上调至 18.5/22.5/25.9 亿元，同比+31%/21%/15%，对应 8 月 26 日收盘价为 11/9/8 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，地缘风险等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.26
一年最低/最高价	4.61/7.68
市净率(倍)	1.19
流通 A 股市值(百万元)	15,917.62
总市值(百万元)	20,374.24

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.08
资产负债率(%,LF)	71.84
总股本(百万股)	2,806.37
流通 A 股(百万股)	2,192.51

相关研究

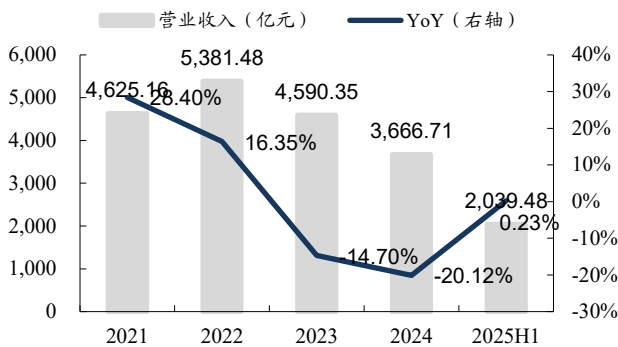
《厦门象屿(600057): 2024 年年报业绩点评: Q4 归母净利润+35%或现经营拐点，定增+股权激励开启后续成长》

2025-04-22

《厦门象屿(600057): 发布股权激励计划草案，上下同心启航向前》

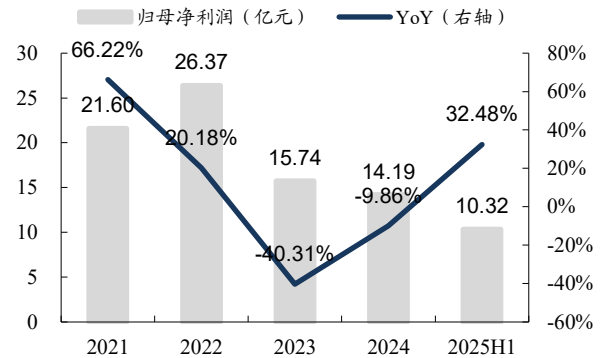
2025-04-17

图1：公司收入及增速



数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

图2：公司归母净利润及增速



数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

图3：公司各业务收入及毛利拆分

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	12,076	19.02%	1,934	0.14%	29.22	-3.66%	1.51%	减少 0.06 个百分点
其中：金属矿产	6,815	5.38%	1,099	-10.85%	16.65	-26.05%	1.52%	减少 0.31 个百分点
能源化工	4,408	42.84%	537	20.97%	4.58	51.54%	0.85%	增加 0.17 个百分点
农产品	816	43.75%	223	14.92%	5.36	255.01%	2.40%	增加 1.62 个百分点
新能源	37	45.53%	64	11.83%	2.25	-25.41%	3.49%	减少 1.74 个百分点

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	49.96	17.39%	4.27	20.51%	8.54%	增加 0.22 个百分点
其中：综合物流	34.42	16.39%	3.51	31.11%	10.19%	增加 1.14 个百分点
其中：铝产业物流	2.11	406.09%	0.09	19.14%	4.26%	减少 13.84 个百分点
铁路物流	14.47	20.75%	0.63	73.35%	4.36%	增加 1.32 个百分点
农产品物流	1.08	6.74%	0.13	-74.67%	11.77%	减少 37.82 个百分点

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
生产制造	52.84	-6.71%	5.81	-19.09%	10.99%	减少 1.68 个百分点
其中：造船	31.92	-4.97%	4.71	-22.98%	14.74%	减少 3.45 个百分点

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	103,685	103,500	105,249	营业总收入	366,671	374,189	376,598	389,341
货币资金及交易性金融资产	18,925	23,726	23,972	23,856	营业成本(含金融类)	358,166	366,246	368,161	380,547
经营性应收款项	39,613	39,669	39,379	40,489	税金及附加	487	497	500	517
存货	26,427	26,710	26,538	27,130	销售费用	2,215	2,261	2,501	2,664
合同资产	753	769	774	800	管理费用	1,417	1,446	1,606	1,700
其他流动资产	12,482	12,811	12,837	12,974	研发费用	96	98	99	102
非流动资产	25,672	25,877	25,876	25,810	财务费用	1,619	1,350	1,227	1,175
长期股权投资	1,650	1,384	1,117	851	加:其他收益	525	535	539	557
固定资产及使用权资产	10,851	10,766	10,618	10,408	投资净收益	800	816	822	850
在建工程	425	405	392	383	公允价值变动	280	(24)	0	0
无形资产	2,171	2,303	2,428	2,546	减值损失	(2,079)	(1,111)	(839)	(586)
商誉	13	13	13	13	资产处置收益	18	18	18	19
长期待摊费用	129	129	129	129	营业利润	2,214	2,526	3,043	3,476
其他非流动资产	10,434	10,878	11,179	11,481	营业外净收支	64	71	71	74
资产总计	123,873	129,562	129,375	131,059	利润总额	2,278	2,596	3,113	3,550
流动负债	84,480	84,559	82,881	82,879	减:所得税	387	441	529	603
短期借款及一年内到期的非流动负债	24,887	23,663	21,663	19,663	净利润	1,891	2,155	2,584	2,947
经营性应付款项	42,660	43,622	43,850	45,325	减:少数股东损益	472	302	336	354
合同负债	10,526	10,741	10,811	11,176	归属母公司净利润	1,419	1,854	2,248	2,593
其他流动负债	6,408	6,532	6,558	6,714	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.51	0.66	0.80	0.92
非流动负债	4,664	3,222	3,222	3,222	EBIT	2,728	3,947	4,340	4,725
长期借款	1,820	1,820	1,820	1,820	EBITDA	3,741	4,761	5,219	5,668
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	2.32	2.12	2.24	2.26
租赁负债	324	324	324	324	归母净利率(%)	0.39	0.50	0.60	0.67
其他非流动负债	2,520	1,078	1,078	1,078	收入增长率(%)	(20.12)	2.05	0.64	3.38
负债合计	89,144	87,781	86,103	86,101	归母净利润增长率(%)	(9.86)	30.64	21.30	15.34
归属母公司股东权益	23,822	30,573	31,728	33,059					
少数股东权益	10,907	11,209	11,545	11,898					
所有者权益合计	34,729	41,782	43,272	44,958					
负债和股东权益	123,873	129,562	129,375	131,059					

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	3,961	4,418	4,092	每股净资产(元)	6.14	6.12	6.53	7.00
投资活动现金流	1,764	(173)	33	65	最新发行在外股份(百万股)	2,806	2,806	2,806	2,806
筹资活动现金流	(10,175)	1,051	(4,205)	(4,273)	ROIC(%)	3.57	5.07	5.35	5.86
现金净增加额	(2,815)	4,801	246	(116)	ROE-摊薄(%)	5.96	6.06	7.09	7.84
折旧和摊销	1,013	815	879	943	资产负债率(%)	71.96	67.75	66.55	65.70
资本开支	(1,369)	(626)	(620)	(616)	P/E (现价&最新股本摊薄)	14.36	10.99	9.06	7.86
营运资本变动	1,028	(267)	(86)	(453)	P/B (现价)	1.18	1.19	1.11	1.04

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>