

2025 年 09 月 01 日

厦门国贸 (600755. SH)

投资评级：买入（维持）

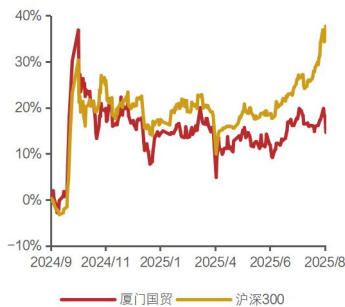
——业绩短期承压，静待需求改善

证券分析师

孙延
SAC: S1350524050003
sunyan01@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
王惠武
SAC: S1350524060001
wanghuiwu@huayuanstock.com
曾智星
SAC: S1350524120008
zengzhixing@huayuanstock.com
张付哲
SAC: S1350525070001
zhangfuzhe@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 08 月 29 日
收盘价 (元)	6.20
一年内最高/最低 (元)	8.16/5.46
总市值 (百万元)	13,253.25
流通市值 (百万元)	13,219.38
总股本 (百万股)	2,137.62
资产负债率 (%)	67.90
每股净资产 (元/股)	9.12

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年公司实现营收 1516.58 亿元，同比-22.31%，实现归母净利润 5.23 亿元，同比-37.62%；其中 2025Q2 收入 811.24 亿元，同比-17.50%，归母净利润 1.01 亿元，同比-76.33%。
- **业绩下滑主因大宗价格波动及经营策略调整。**2025 年二季度公司实现营业收入 811.24 亿元，同比-17.50%，主因受大宗商品价格波动和公司业务结构调整的综合影响。费用率方面，Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.6%/0.1%/0.03%/0.4%，同比持平/持平/持平/-0.2pct，其中财务费用率下滑主因利息支出与汇兑损失减少。二季度公司实现归母净利润 1.01 亿元，同比-76.33%；其中，二季度实现投资收益 6.4 亿元，主要源于期货及衍生金融工具产生的投资收益。
- **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，主要产品的经营质量和盈利能力稳步提升。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 2025-2027 年归母净利润分别为 12.4/15.8/18.9 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 10.7/8.4/7.0 倍。公司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，维持“买入”评级。
- **风险提示。**1) 大宗商品价格波动风险；2) 需求不及预期导致收入低于预期；3) 行业竞争加剧风险等。

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	468,247	354,440	368,722	393,846	413,854
同比增长率 (%)	-10.28%	-24.30%	4.03%	6.81%	5.08%
归母净利润 (百万元)	1,915	626	1,240	1,580	1,889
同比增长率 (%)	-46.65%	-67.33%	98.17%	27.47%	19.53%
每股收益 (元/股)	0.90	0.29	0.58	0.74	0.88
ROE (%)	5.87%	1.89%	3.71%	4.67%	5.49%
市盈率 (P/E)	6.92	21.18	10.69	8.39	7.02

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	8,479	10,076	10,254	10,565
应收票据及账款	14,105	10,311	11,014	11,574
预付账款	14,106	15,643	16,709	17,558
其他应收款	3,724	3,053	3,261	3,426
存货	25,648	24,016	25,638	26,925
其他流动资产	7,688	7,767	8,029	8,237
流动资产总计	73,750	70,866	74,904	78,285
长期股权投资	9,830	9,904	9,979	10,053
固定资产	6,383	6,130	6,017	6,033
在建工程	285	623	695	600
无形资产	3,398	3,546	3,888	4,225
长期待摊费用	194	163	115	50
其他非流动资产	5,857	5,643	5,759	5,865
非流动资产合计	25,946	26,009	26,453	26,826
资产总计	99,696	96,876	101,357	105,111
短期借款	6,625	7,125	7,625	7,925
应付票据及账款	28,134	23,755	25,360	26,633
其他流动负债	20,664	20,834	22,217	23,315
流动负债合计	55,424	51,715	55,202	57,874
长期借款	5,834	6,034	6,234	6,434
其他非流动负债	201	201	201	201
非流动负债合计	6,035	6,235	6,435	6,635
负债合计	61,459	57,950	61,637	64,509
股本	2,167	2,138	2,138	2,138
资本公积	4,571	4,601	4,601	4,601
留存收益	26,291	26,655	27,118	27,671
归属母公司权益	33,030	33,393	33,856	34,409
少数股东权益	5,208	5,533	5,864	6,194
股东权益合计	38,237	38,926	39,720	40,603
负债和股东权益合计	99,696	96,876	101,357	105,111

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	207	174	490	796
折旧与摊销	708	722	781	851
财务费用	1,977	913	954	992
投资损失	-2,221	-1,300	-1,300	-1,300
营运资金变动	-2,784	271	-873	-698
其他经营现金流	1,181	2,200	1,800	1,800
经营性现金净流量	-931	2,981	1,851	2,442
投资性现金净流量	-1,683	-294	-302	-302
筹资性现金净流量	-2,890	-1,090	-1,371	-1,828
现金流量净额	-5,491	1,597	178	312

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	354,440	368,722	393,846	413,854
营业成本	349,110	362,016	386,472	405,874
税金及附加	488	507	542	569
销售费用	2,249	2,212	2,363	2,483
管理费用	514	479	524	551
研发费用	90	74	72	76
财务费用	1,977	913	954	992
资产减值损失	-2,107	-1,800	-1,800	-1,800
信用减值损失	-584	-500	-500	-500
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	2,221	1,300	1,300	1,300
公允价值变动损益	400	0	0	0
资产处置收益	-47	0	0	0
其他收益	579	500	500	500
营业利润	474	2,020	2,420	2,808
营业外收入	119	100	100	100
营业外支出	139	139	100	100
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	454	1,981	2,420	2,808
所得税	247	416	508	590
净利润	207	1,565	1,912	2,218
少数股东损益	-418	325	331	329
归属母公司股东净利润	626	1,240	1,580	1,889
EPS(元)	0.29	0.58	0.74	0.88

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-24.30%	4.03%	6.81%	5.08%
营业利润增长率	-76.73%	326.50%	19.79%	16.04%
归母净利润增长率	-67.33%	98.17%	27.47%	19.53%
经营现金流增长率	-129.06%	420.02%	-37.89%	31.89%
盈利能力				
毛利率	1.50%	1.82%	1.87%	1.93%
净利率	0.06%	0.42%	0.49%	0.54%
ROE	1.89%	3.71%	4.67%	5.49%
ROA	0.63%	1.28%	1.56%	1.80%
估值倍数				
P/E	21.18	10.69	8.39	7.02
P/S	0.04	0.04	0.03	0.03
P/B	0.65	0.40	0.39	0.39
股息率	5.40%	6.61%	8.43%	10.08%
EV/EBITDA	9	3	3	3

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）。