



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 09 月 04 日

基础数据

08 月 29 日收盘价（元） 7.13
总市值（亿元） 200.09
总股本（亿股） 28.06

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证交运】厦门象屿：25Q1 业绩实现高增，发布股权激励计划未来可期-2025.05.09

分析师：陈尔冬

S0190524080005
chenerdong@xyzq.com.cn

分析师：王凯

S0190521090002
wangkai21@xyzq.com.cn

分析师：张晓云

S0190514070002
zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

厦门象屿(600057.SH)

25H1 货量、业绩实现高增长，股权激励计划彰显信心

投资要点：

事件：厦门象屿发布 2025 年半年度报告：2025 年上半年公司实现营业收入 2039.48 亿元，同比增长 0.23%；归母净利润 10.32 亿元，同比增长 32.48%。其中，25Q2 实现营业收入 1068.13 亿元，同比增长 7.99%；归母净利润 5.23 亿元，同比增长 40.83%。

点评：

- **大宗商品经营板块是收入和毛利润的主要贡献来源：**2025 年上半年，公司大宗商品经营板块实现营业收入 1934 亿元、同比增长 0.14%，占总营收的 94.83%，期限毛利 29.22 亿元、同比下滑 3.66%，期限毛利率为 1.51%；大宗商品物流服务板块实现营业收入 49.96 亿元、占总营收的 2.45%，实现毛利润 4.27 亿元，毛利率为 8.54%；生产制造板块实现营业收入 52.84 亿元、占总营收的 2.59%，实现毛利润 5.81 亿元，毛利率为 10.99%。

图1、公司 2025 年 H1 大宗商品经营期现毛利构成



数据来源：厦门象屿 2025 年半年度报告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **风险提示：**大宗价格剧烈波动、供应链业务发展低于预期、铁路物流业务发展进度低于预期。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	366671	401865	449667	486148
同比增长	-20.1%	9.6%	11.9%	8.1%
归母净利润（百万元）	1419	1890	2191	2556
同比增长	-9.9%	33.2%	15.9%	16.7%
毛利率	2.3%	2.4%	2.5%	2.5%
ROE	6.0%	6.2%	6.9%	7.7%
每股收益（元）	0.51	0.67	0.78	0.91
市盈率	14.1	10.6	9.1	7.8

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

- 经营货量同比大幅增长，农产品、能源化工及新能源板块表现亮眼：核心商品分类别来看，2025 年 H1：
 - 金属矿产：金属矿产是公司主要经营货种，完成货量 **6815 万吨**，同比增加 **5.38%**；实现营业收入 1099 亿元、同比减少 10.85%，实现期现毛利 16.65 亿元、同比减少 26.05%，期现毛利率 1.52%、同比减少 0.31pct。受不锈钢下游需求疲弱且黑色金属行情下行的影响，营业收入和期现毛利同比下降。
 - 农产品：完成经营货量 816 万吨，同比增加 **43.75%**；实现营业收入 **223 亿元**、同比增加 **14.92%**，期现毛利 **5.36 亿元**、同比增长 **255.01%**，期现毛利率 2.40%、同比增加 1.62 pct。由于公司主动调整经营策略，加强流量经营和滚仓操作，控制库存敞口，周转效率同比提升，**期现毛利大幅增加**。
 - 能源化工：完成货量 4408 万吨，同比增加 **42.84%**；实现营业收入 537 亿元、同比增加 20.97%，期现毛利 4.58 亿元，同比增加 51.54%，期现毛利率 0.85%，增加 0.17pct，主要是公司在煤炭下行周期中保持稳健经营，同时大力开拓油品国际化业务市场，经营货量和盈利水平同比增长。
 - 新能源：完成货量 37 万吨，同比增长 **45.53%**；实现营业收入 64 亿元、同比增加 11.83%，期现毛利 **2.25 亿元**，同比减少 **25.41%**，期现毛利率 **3.49%**，减少 **1.74pct**。
- 受美元外汇波动影响，制造业造船板块毛利和毛利率下降：公司生产制造板块包括造船、选矿和油脂加工，其中造船业务经营主体为子公司象屿海装。2025 年 H1 公司生产制造业务实现营业收入 52.84 亿元，同比下滑 6.71%；实现毛利润 5.81 亿元，同比下滑 19.09%；毛利率为 10.99%，同比下滑 1.68pct。其中，造船板块 2025 年 H1 实现营业收入 31.92 亿元，同比下滑 4.97%；毛利润实现 4.71 亿元，同比下滑 22.98%；毛利率为 14.74%，同比减少 3.45pct。

公司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。

2025 年 8 月 27 日公司公告，董事会审议通过控股子公司象屿海装申请在新三板挂牌，如若成功挂牌后，公司仍将是象屿海装的控股股东，不会对公司造成重大影响。
- 发布股票激励计划，要求利润同比增速达 15%以上，彰显公司信心：为了进一步健全公司激励机制，公司于 2025 年 4 月 17 日发布《厦门象屿 2025 年限制性股票激励计划（草案）》，拟向 991 名激励对象授约 1.73 亿股限制

性股票，约占现公司总股本总额 28.06 亿股的 6.17%，无预留授予权益，授予价格为 2.96 元/股。其中，股票来源为公司回购的本公司 A 股普通股和/或定向发行本公司普通股，激励对象包括公司董事、高级管理人员和核心管理人员、核心骨干人员。截止至 2025 年 4 月 17 日，2020 年和 2022 年股权激励计划尚在有效期内。2020 年股权激励计划、2022 年限制性股票激励计划和 2025 年限制性股票激励计划有效期内合计权益约 2.73 亿股，约占公司股本总额的 9.71%。

本激励计划授予的股票，将在 2025-2027 年分年度每年进行一次业绩考核并解除限售。以公司 2024 年净利润为基数，对各年净利润增长率（A）进行考核；同时，对各年的净资产收益率（B）和主营业务收入占营业收入比例（C）进行考核，在（A）>0 的前提下，根据考核指标完成情况确定解除限售比例（X）。约定期间内未申请或未达到条件而不能申请解除限售的股票，公司将按计划规定的原则回购并注销。

其中，以 2024 年为基数，2025 年-2027 年净利润目标同比增长率分别为 15%、13%、15%，体现了公司对未来发展的信心。

图2、公司层面各考核指标目标

业绩考核指标		第一个解除限售期 (考核年度 2025 年)	第二个解除限售期 (考核年度 2026 年)	第三个解除限售期 (考核年度 2027 年)
以 2024 年为基数，净利润增长率 (A)	目标值 (A ₁)	15%	30%	50%
	触发值 (A ₀)	6%	12%	20%
净资产收益率 (B)	目标值 B ₁	8.50%	9.00%	9.50%
		且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值水平		
主营业务收入占营业收入比例 (C)	目标值 C ₁	95%	95%	95%
前提约束		以 2024 年为基数，各考核年度净利润增长率 (A) 大于 0 的前提下，才可解除考核年度对应的限制性股票		

数据来源：厦门象屿 2024 年年度报告，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、考核各指标达成系数

业绩考核指标	指标达成系数	公司层面解除限售比例
净利润增长率 (A) 【权重为 40%】	$A \geq A_1$, 则 $X=1$; $A_0 \leq A < A_1$, 则 $X=A/A_1$, 其中 当 $A=A_0$, $X=0.4$; $0 < A < A_0$, 则 $X=0$ 。	$P=X*40\%+Y*40\%+Z*20\%$; 若 $A \leq 0$, 则 $P=0$ 。
净资产收益率 (B) 【权重为 40%】	$B \geq B_1$, 则 $Y=1$; $B < B_1$, 则 $Y=0$ 。	
业绩考核指标	指标达成系数	公司层面解除限售比例
主营业务收入占营业收入比例 (C) 【权重为 20%】	$C \geq C_1$, 则 $Z=1$; $C < C_1$, 则 $Z=0$ 。	

数据来源：厦门象屿 2024 年年度报告，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、解除限售期时间安排

解除限售安排	解除限售时间	解除限售比例
第一个解除限售期	自授予登记完成之日起24个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起36个月内的最后一个交易日当日止	40%
第二个解除限售期	自授予登记完成之日起36个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起48个月内的最后一个交易日当日止	30%
解除限售安排	解除限售时间	解除限售比例
第三个解除限售期	自授予登记完成之日起48个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起60个月内的最后一个交易日当日止	30%

数据来源：厦门象屿 2024 年年度报告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **回购进程已经过半，回购股份将用于股权激励。**公司于 2025 年 4 月 16 日审议通过了《关于以集中竞价交易方式回购公司股份的方案》，本次回购股份的数量不低于 1 亿股（含），不超过 1.5 亿股（含），回购价格不超过人民币 8.85 元/股。回购期限为自公司 2025 年 4 月 16 日至 2025 年 10 月 15 日。资金来源为公司自有资金或自筹资金，回购股份将用于股权激励。截至 2025 年 7 月 31 日，公司通过集中竞价交易方式回购股份数量约为 1 亿股，已回购股份占公司总股本的比例为 3.56%，购买的最高价为 7.68 元/股，最低价为 6.37 元/股，已支付的总金额约为 6.99 亿元（不含交易费用）。
- **投资策略：**公司实现运营模式升级，在各个环节提质增效效果显著，不断复制成功经验到各个产业链，在稳定扩张规模的同时调整货种结构、优化客户结构，实现业绩增速高于收入增速；对标海外，国内供应链行业集中度低、提升空间广，龙头效应有望在未来持续释放，公司收入和利润有望持续增长；公司重视员工激励和股东回报，颇具亮点的管理手段将助力公司业绩增长。我们调整盈利预测，预计 2025-2027 年公司将实现归母净利润 18.90、21.91、25.56 亿元，EPS 分别为 0.67、0.78、0.91 元；对应 2025 年 8 月 29 日收

盘价，PE 分别为 10.6X、9.1X、7.8X，PB 分别为 0.7X、0.6X、0.6X。公司 2022-2024 的分红比例（扣除永续债利息）分别为 56%、50%、69%，假设 2025-2027 年维持 50%分红率（不考虑永续债利息的影响），股息率分别为 4.72%、5.47%、6.39%，高股息具备较高安全边界。维持“增持”评级。

- 风险提示：大宗价格剧烈波动、供应链业务发展低于预期、铁路物流业务发展进度低于预期。

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	98200	112214	122574	131409
货币资金	18606	25957	27225	29066
交易性金融资产	319	469	269	169
应收票据及应收账款	19385	21095	23622	25551
预付款项	19889	21779	24358	26318
存货	26427	28587	32015	34619
其他	13574	14326	15084	15686
非流动资产	25672	26228	26535	26783
长期股权投资	1650	1650	1650	1650
固定资产	10361	10669	10882	11001
在建工程	425	514	602	688
无形资产	2171	2171	2171	2171
商誉	13	13	13	13
其他	11053	11211	11217	11260
资产总计	123873	138442	149110	158192
流动负债	84480	92770	101364	108162
短期借款	24079	25079	26079	27079
应付票据及应付账款	42625	46674	52203	56403
其他	17776	21017	23082	24680
非流动负债	4664	3542	3762	3882
长期借款	1820	2120	2320	2420
其他	2844	1422	1442	1462
负债合计	89144	96312	105125	112043
股本	2233	2806	2806	2806
未分配利润	6294	6944	7740	8669
少数股东权益	10907	11536	12265	13116
股东权益合计	34729	42130	43985	46148
负债及权益合计	123873	138442	149110	158192

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	1419	1890	2191	2556
折旧和摊销	1013	743	845	932
营运资金的变动	1028	-1251	-1699	-1296
经营活动产生现金流量	5604	4076	4667	5815
资本支出	-1369	-1106	-1100	-1100
长期投资	2841	-1004	-1072	-1501
投资活动产生现金流量	1764	-1667	-1902	-2129
债权融资	-5164	3073	1270	1170
股权融资	5108	3179	0	0
融资活动产生现金流量	-10175	4979	-1496	-1846
现金净变动	-2815	7351	1269	1840

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	366671	401865	449667	486148
营业成本	358166	392188	438646	473939
税金及附加	487	534	597	646
销售费用	2215	2428	2717	2937
管理费用	1417	1553	1738	1879
研发费用	96	105	118	128
财务费用	1619	1623	1701	1772
投资收益	800	700	300	500
公允价值变动收益	280	-850	-1200	-1500
信用减值损失	-1771	-150	0	0
资产减值损失	-307	-350	0	0
营业利润	2214	3359	3893	4543
营业外收支	64	0	0	0
利润总额	2278	3359	3893	4543
所得税	387	840	973	1136
净利润	1891	2519	2920	3407
少数股东损益	472	629	729	851
归属母公司净利润	1419	1890	2191	2556
EPS(元)	0.51	0.67	0.78	0.91

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-20.1%	9.6%	11.9%	8.1%
营业利润增长率	-1.9%	51.7%	15.9%	16.7%
归母净利润增长率	-9.9%	33.2%	15.9%	16.7%
盈利能力				
毛利率	2.3%	2.4%	2.5%	2.5%
归母净利率	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
ROE	6.0%	6.2%	6.9%	7.7%
偿债能力				
资产负债率	72.0%	69.6%	70.5%	70.8%
流动比率	1.16	1.21	1.21	1.21
速动比率	0.51	0.57	0.56	0.57
营运能力				
资产周转率	289.2%	306.4%	312.8%	316.4%
每股资料(元)				
每股收益	0.51	0.67	0.78	0.91
每股经营现金	2.00	1.45	1.66	2.07
估值比率(倍)				
PE	14.1	10.6	9.1	7.8
PB	0.8	0.7	0.6	0.6

分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn