

2025 年 11 月 03 日

投资评级： 买入（维持）

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 10 月 30 日
收盘价 (元)	6.43
一年内最高/最低 (元)	7.13/5.80
总市值 (百万元)	13,744.90
流通市值 (百万元)	13,709.78
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

厦门国贸 (600755. SH)

——收入环比回升，经营逐步企稳

投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 年三季报，2025 年第三季度营业收入 886.94 亿元，同比下降 2.66%；归属于上市公司股东的净利润为 5409.12 万元。
- **收入环比回升，经营逐步企稳。**2025 年 Q3 公司实现营业收入 886.94 亿元，同比 -2.66%，连续三个季度环比回升，大宗商品经营货量企稳，部分核心经营品类货量同比、环比均提升。费用率方面，Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.62%/0.15%/0.02%/0.27%，同比+0.16%/+0.01%/持平/-0.29pct。加权平均净资产收益率-0.26%，同比+1.04pct，资本使用效率有所回升。
- **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：**考虑到宏观需求以及公司收缩业务范围聚焦核心品类，短期收入承压，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.9/12.4/15.3 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 15.5/11.1/9.0 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，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	313,099	334,553	351,596
同比增长率 (%)	-10.28%	-24.30%	-11.66%	6.85%	5.09%
归母净利润 (百万元)	1,915	626	889	1,240	1,528
同比增长率 (%)	-46.65%	-67.33%	42.03%	39.53%	23.22%
每股收益 (元/股)	0.90	0.29	0.42	0.58	0.71
ROE (%)	5.87%	1.89%	2.67%	3.68%	4.48%
市盈率 (P/E)	7.18	21.97	15.47	11.08	9.00

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	11,854	12,036	12,324
应收票据及账款	14,105	8,756	9,356	9,833
预付账款	14,106	13,283	14,193	14,916
其他应收款	3,724	2,592	2,770	2,911
存货	25,648	20,388	21,771	22,864
其他流动资产	7,688	7,188	7,411	7,589
流动资产总计	73,750	64,061	67,537	70,437
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	90,071	93,990	97,263
短期借款	6,625	7,125	7,625	7,925
应付票据及账款	28,134	20,166	21,534	22,616
其他流动负债	20,664	17,759	18,938	19,873
流动负债合计	55,424	45,051	48,098	50,414
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	51,286	54,533	57,050
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	26,552	26,915	27,362
归属母公司权益	33,030	33,290	33,653	34,101
少数股东权益	5,208	5,495	5,804	6,113
股东权益合计	38,237	38,785	39,457	40,214
负债和股东权益合计	99,696	90,071	93,990	97,263

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	207	-216	127	415
折旧与摊销	708	722	781	851
财务费用	1,977	910	948	986
投资损失	-2,221	-1,300	-1,300	-1,300
营运资金变动	-2,784	2,190	-747	-595
其他经营现金流	1,181	2,200	1,800	1,800
经营性现金净流量	-931	4,507	1,609	2,157
投资性现金净流量	-1,683	-294	-302	-302
筹资性现金净流量	-2,890	-839	-1,124	-1,566
现金流量净额	-5,491	3,375	182	288

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	354,440	313,099	334,553	351,596
营业成本	349,110	307,326	328,171	344,658
税金及附加	488	431	460	484
销售费用	2,249	1,879	2,007	2,110
管理费用	514	407	445	468
研发费用	90	63	61	65
财务费用	1,977	910	948	986
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	1,584	1,960	2,325
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	1,546	1,960	2,325
所得税	247	370	412	488
净利润	207	1,176	1,549	1,837
少数股东损益	-418	287	309	309
归属母公司股东净利润	626	889	1,240	1,528
EPS(元)	0.29	0.42	0.58	0.71

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%	-11.66%	6.85%	5.09%
营业利润增长率	-76.73%	234.53%	23.74%	18.61%
归母净利润增长率	-67.33%	42.03%	39.53%	23.22%
经营现金流增长率	-129.06%	583.90%	-64.31%	34.05%
盈利能力				
毛利率	1.50%	1.84%	1.91%	1.97%
净利率	0.06%	0.38%	0.46%	0.52%
ROE	1.89%	2.67%	3.68%	4.48%
ROA	0.63%	0.99%	1.32%	1.57%
估值倍数				
P/E	21.97	15.47	11.08	9.00
P/S	0.04	0.04	0.04	0.04
P/B	0.68	0.41	0.41	0.40
股息率	5.20%	4.57%	6.38%	7.86%
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）。