

厦门象屿 (600057)

盈利修复，进入新周期

盈利大幅回升，恢复到 2021 年

2025 年前三季度，厦门象屿营业收入 3169 亿元，同比增长 6%，主要来自经营货量同比增长 19%；归母净利润 16.33 亿元，同比增长 84%，基本恢复到 2021 年同期水平；利润总额同比增加 9 亿元，主要来自财务费用下降 7 亿元和信用减值减少 5 亿元。财务费用下降来自主动压降沉淀资金、提升资金运营效率和加快业务周转，以及市场利率下行；信用减值下降主要因为去年同期历史事项影响，今年进一步完善了风控体系。

供应链、物流、制造经营改善

黑色金属供应链的货量及营业收入同比增长；铝供应链的盈利能力保持稳定，毛利率同比提升；能源化工供应链货量同比增长超 40%，主要来自煤炭和油品两大供应链；农产品供应链调整业务模式，加强流量经营、滚仓操作，降低库存敞口，提高稳增长能力，毛利同比增长显著。物流板块持续布局海外核心物流节点，加强国际物流通道能力建设，营业收入同比增长 17%。制造业板块营业收入同比增长 6%，造船业务在手订单已排产至 2029 年。

若商品涨价，盈利有望上行

供应链公司的贸易货值计入营业收入，大宗商品价格波动，导致原材料供应链公司的营业收入波动。而收取服务费的商业模式，毛利率稳定。所以供应链公司的利润随大宗商品价格波动。商品价格与美元指数多数时间负相关，如果未来美联储降息导致美元指数走弱，那么大宗商品价格可能上涨，带动大宗供应链公司收入和利润增长。

调整盈利预测，维持评级

由于 2024 年商品价格下跌导致利润大幅下降，2025 年商品价格仍然处于较低水平，下调 2025-26 年归母净利润至 21、23 亿元（原预测 24、29 亿元），引入 2027 年预测归母净利润 26 亿元，对应 PE 为 11.8、10.6、9.5 倍，维持“增持”评级。

风险提示：大宗商品消费需求减少风险，大宗商品价格下跌风险，应收款坏账增加风险，汇率和利率波动风险

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	459,035.45	366,670.61	376,390.70	414,924.68	447,419.28
增长率(%)	(14.70)	(20.12)	2.65	10.24	7.83
EBITDA(百万元)	6,416.50	6,575.86	6,078.46	6,723.37	7,357.40
归属母公司净利润(百万元)	1,573.94	1,418.82	2,115.67	2,344.54	2,616.77
增长率(%)	(40.31)	(9.86)	49.11	10.82	11.61
EPS(元/股)	0.69	0.64	0.74	0.83	0.92
市盈率(P/E)	12.65	13.82	11.79	10.64	9.53
市净率(P/B)	1.33	1.43	1.17	1.05	0.96
市销率(P/S)	0.04	0.05	0.07	0.06	0.06
EV/EBITDA	4.81	2.84	6.90	4.83	5.44

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告

2025 年 11 月 12 日

投资评级

行业	交通运输/物流
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	8.78 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,840.59
流通 A 股股本(百万股)	2,092.51
A 股总市值(百万元)	24,940.37
流通 A 股市值(百万元)	18,372.24
每股净资产(元)	5.85
资产负债率(%)	71.55
一年内最高/最低(元)	9.25/5.49

作者

陈金海	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521060001	
chenjinhai@tfzq.com	
李宁	联系人
liningb@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《厦门象屿-公司点评:修复之年，高股息支撑龙头价值》 2024-05-17
- 《厦门象屿-公司点评:大宗周期复苏，经营策略转向，公司盈利有望修复》 2024-03-26
- 《厦门象屿-首次覆盖报告:全产业链模式持续深化，大宗供应链龙头穿越周期见成长》 2023-05-11

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	22,255.98	18,605.82	18,819.54	20,746.23	22,370.96	营业收入	459,035.45	366,670.61	376,390.70	414,924.68	447,419.28
应收票据及应收账款	18,339.30	19,384.59	19,339.33	23,349.05	22,682.44	营业成本	450,207.74	358,165.57	368,068.38	405,690.44	437,264.10
预付账款	30,179.22	19,889.26	31,563.55	25,148.50	35,977.28	营业税金及附加	573.76	486.92	499.83	551.00	594.15
存货	27,202.10	26,426.84	28,684.87	32,060.08	33,412.46	销售费用	1,942.57	2,215.49	2,070.15	2,074.62	2,237.10
其他	12,856.36	13,893.66	14,907.38	14,960.55	15,807.06	管理费用	1,368.82	1,417.31	1,317.37	1,244.77	1,342.26
流动资产合计	110,832.96	98,200.17	113,314.66	116,264.41	130,250.21	研发费用	127.17	96.22	98.77	108.89	117.41
长期股权投资	1,273.80	1,650.40	1,750.40	1,850.40	1,950.40	财务费用	2,103.60	1,619.10	1,358.22	1,405.17	1,379.94
固定资产	10,130.26	10,361.43	10,128.01	9,815.57	9,453.61	资产/信用减值损失	(1,456.44)	(2,078.57)	(500.00)	(500.00)	(500.00)
在建工程	90.06	424.85	312.42	256.21	228.11	公允价值变动收益	2.61	280.28	0.00	0.00	0.00
无形资产	2,080.03	2,187.81	2,191.40	2,191.65	2,188.57	投资净收益	319.53	800.08	600.00	300.00	300.00
其他	5,298.08	11,048.01	10,935.64	10,806.61	10,669.05	其他	679.31	542.34	600.00	600.00	600.00
非流动资产合计	18,872.23	25,672.49	25,317.87	24,920.43	24,489.74	营业利润	2,256.80	2,214.13	3,677.98	4,249.79	4,884.32
资产总计	129,705.19	123,872.66	138,632.53	141,184.85	154,739.95	营业外收入	329.84	230.13	300.00	300.00	300.00
短期借款	23,072.29	24,078.66	35,375.91	28,796.29	36,093.71	营业外支出	136.53	166.00	200.00	200.00	200.00
应付票据及应付账款	42,318.16	42,624.93	44,666.73	51,547.43	52,154.78	利润总额	2,450.11	2,278.27	3,777.98	4,349.79	4,984.32
其他	22,622.42	17,776.23	20,066.01	20,673.91	22,506.59	所得税	136.23	387.16	755.60	1,000.45	1,246.08
流动负债合计	88,012.86	84,479.82	100,108.65	101,017.63	110,755.08	净利润	2,313.88	1,891.12	3,022.38	3,349.34	3,738.24
长期借款	1,616.65	1,820.07	3,029.61	1,500.00	2,699.38	少数股东损益	739.94	472.29	906.71	1,004.80	1,121.47
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,573.94	1,418.82	2,115.67	2,344.54	2,616.77
其他	2,883.27	2,844.03	2,844.03	2,844.03	2,844.03	每股收益 (元)	0.69	0.64	0.74	0.83	0.92
非流动负债合计	4,499.92	4,664.10	5,873.64	4,344.03	5,543.41						
负债合计	92,512.78	89,143.92	105,982.29	105,361.66	116,298.49						
少数股东权益	16,351.09	10,906.93	11,405.63	11,958.27	12,575.08	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股本	2,268.21	2,233.06	2,840.59	2,840.59	2,840.59	成长能力					
资本公积	6,140.98	4,090.53	4,090.53	4,090.53	4,090.53	营业收入	-14.70%	-20.12%	2.65%	10.24%	7.83%
留存收益	6,829.99	7,191.82	8,355.43	9,644.93	11,084.15	营业利润	-53.11%	-1.89%	66.11%	15.55%	14.93%
其他	5,602.14	10,306.40	5,958.06	7,288.86	7,851.11	归属于母公司净利润	-40.31%	-9.86%	49.11%	10.82%	11.61%
股东权益合计	37,192.40	34,728.74	32,650.24	35,823.18	38,441.46	获利能力					
负债和股东权益总计	129,705.19	123,872.66	138,632.53	141,184.85	154,739.95	毛利率	1.92%	2.32%	2.21%	2.23%	2.27%
						净利率	0.34%	0.39%	0.56%	0.57%	0.58%
						ROE	7.55%	5.96%	9.96%	9.82%	10.12%
						ROIC	13.13%	8.72%	14.39%	11.39%	14.96%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	资产负债率	71.33%	71.96%	76.45%	74.63%	75.16%
净利润	2,313.88	1,891.12	2,115.67	2,344.54	2,616.77	净负债率	14.50%	23.33%	62.46%	28.91%	44.82%
折旧摊销	821.76	851.60	842.26	868.40	893.14	流动比率	1.26	1.16	1.13	1.15	1.18
财务费用	1,737.36	1,208.13	1,358.22	1,405.17	1,379.94	速动比率	0.95	0.85	0.85	0.83	0.87
投资损失	(319.53)	(800.08)	(600.00)	(300.00)	(300.00)	营运能力					
营运资金变动	(2,199.98)	(4,709.87)	(10,556.83)	6,494.59	(9,883.48)	应收账款周转率	23.27	19.44	19.44	19.44	19.44
其它	3,233.05	7,163.56	906.71	1,004.80	1,121.47	存货周转率	16.48	13.67	13.66	13.66	13.67
经营活动现金流	5,586.55	5,604.44	(5,933.97)	11,817.50	(4,172.16)	总资产周转率	3.75	2.89	2.87	2.97	3.02
资本支出	(883.43)	1,892.55	500.00	500.00	500.00	每股指标 (元)					
长期投资	(266.50)	376.60	100.00	100.00	100.00	每股收益	0.69	0.64	0.74	0.83	0.92
其他	225.52	(505.45)	(500.00)	(800.00)	(800.00)	每股经营现金流	2.46	2.51	-2.09	4.16	-1.47
投资活动现金流	(924.40)	1,763.69	100.00	(200.00)	(200.00)	每股净资产	6.58	6.14	7.48	8.40	9.11
债权融资	5,799.83	(2,562.15)	11,148.57	(9,514.41)	7,116.85	估值比率					
股权融资	3,020.86	1,928.44	(5,100.89)	(176.40)	(1,119.97)	市盈率	12.65	13.82	11.79	10.64	9.53
其他	(9,661.33)	(9,541.18)	0.00	0.00	0.00	市净率	1.33	1.43	1.17	1.05	0.96
筹资活动现金流	(840.64)	(10,174.90)	6,047.69	(9,690.80)	5,996.89	EV/EBITDA	4.81	2.84	6.90	4.83	5.44
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	5.47	3.24	8.01	5.55	6.19
现金净增加额	3,821.50	(2,806.76)	213.71	1,926.70	1,624.73						
资料来源：公司公告，天风证券研究所											

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 邮编：100088 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com