

# 嘉友国际 (603871.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 业务规模增长 盈利能力改善

### 业绩简评

2023年8月25日，嘉友国际发布2023年半年度报告。2023H1公司实现营业收入28.1亿元，同比增长56.45%；实现归母净利润5亿元，同比增长71.9%。其中Q2公司实现营业收入12.2亿元，同比增长7%；实现归母净利润3亿元，同比增长63%。

### 经营分析

**业务规模持续增长，营收同比增加。**2023H1公司营收同比增长56.45%，主要系业务规模增长。(1)中蒙市场：2023H1中蒙双边贸易额同比增长74%，公司中蒙跨境综合物流总货量同比增长160.7%，高于市场增长水平，实现了中蒙跨境综合物流业绩35%的增长；(2)非洲市场：2023年卡萨项目正式进入运营阶段，道路及口岸通车能力与预期相符，形成新的业务增量；(3)中亚市场：2023H1中国与中亚五国进出口额同比增长34.22%，公司在中亚市场的货量同比增长247.48%，拉动相关收入增长。

**Q2毛利率同比改善，费用率小幅下降。**2023Q2公司实现毛利率28.8%，同比增长8.4pct，或源于公司高毛利率的跨境综合物流收入占比提升及卡萨项目贡献收入所致。2023Q2公司期间费用率为0.9%，同比小幅下降0.2pct，其中销售费用率为0.2%，同比增长0.2pct；管理费用率为1.2%，同比下降0.2pct；研发费用率为0.5%，同比增长0.1pct；财务费用率为-0.9%，同比下降0.3pct，主要系利息收入增加及外币汇率变动。毛利率叠加费用率改善，2023Q2公司归母净利率为24.6%，同比增长8.5pct。

**以跨境通道建设为基础，拓展跨境物流业务。**2023年8月，公司公告中标通知，收到金属香港、金山香港关于从刚果(金)铜矿运往指定非洲港口的铜产品跨境物流运输业务，中标金额分别为1892万美元和1897万美元。本次中标是公司在刚果(金)卡萨道路与陆港的现代化改造项目投入使用的前提下，结合公司国际跨境运输综合服务能力，拓展中非跨境多式联运业务的重大进展。公司已与关联方紫金矿业共同投资刚果(金)坎布鲁鲁至迪洛洛道路与迪洛洛陆港现代化改造项目，有望复制从跨境通道建设向跨境物流业务拓展的新局面。

### 盈利预测、估值与评级

维持公司2023-2025年净利润预测8.5亿元、10.9亿元、13.6亿元，维持“买入”评级。

### 风险提示

非洲公路项目建设不及预期；蒙古国内铁路建设超预期风险；政府加大口岸资源投资风险；股东减持风险；汇兑风险。

### 交通运输组

分析师：郑树明 (执业 S1130521040001)

zhengshuming@gjzq.com.cn

分析师：王凯婕 (执业 S1130522070001)

wangkaijie@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：17.06 元

### 相关报告：

- 《嘉友国际公司点评：业务规模增长 Q1 业绩高增》，2023.4.27
- 《嘉友国际年报点评：盈利能力明显改善 净利超预期增长》，2023.4.17
- 《大宗跨境物流龙头，口岸资源壁垒高筑-嘉友国际深度报告》，2022.12.26



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,888	4,829	5,656	6,504	8,172
营业收入增长率	18.50%	24.21%	17.12%	14.98%	25.65%
归母净利润(百万元)	343	681	849	1,088	1,357
归母净利润增长率	-4.83%	98.57%	24.68%	28.16%	24.80%
摊薄每股收益(元)	1.082	1.361	1.215	1.556	1.943
每股经营性现金流净额	-1.02	1.02	1.67	1.49	1.73
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.00%	16.37%	18.35%	20.61%	22.28%
P/E	19.23	16.60	14.05	10.96	8.78
P/B	2.31	2.72	2.58	2.26	1.96

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>3,281</b>	<b>3,888</b>	<b>4,829</b>	<b>5,656</b>	<b>6,504</b>	<b>8,172</b>
增长率		18.5%	24.2%	17.1%	15.0%	25.7%
主营业务成本	-2,776	-3,398	-3,898	-4,537	-5,126	-6,473
%销售收入	84.6%	87.4%	80.7%	80.2%	78.8%	79.2%
毛利	505	490	932	1,119	1,378	1,699
%销售收入	15.4%	12.6%	19.3%	19.8%	21.2%	20.8%
营业税金及附加	-20	-13	-15	-17	-20	-25
%销售收入	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-4	-6	-7	-8	-8	-10
%销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-50	-52	-75	-85	-88	-98
%销售收入	1.5%	1.3%	1.6%	1.5%	1.4%	1.2%
研发费用	-16	-14	-26	-28	-33	-41
%销售收入	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
息税前利润 (EBIT)	414	405	808	981	1,230	1,526
%销售收入	12.6%	10.4%	16.7%	17.3%	18.9%	18.7%
财务费用	-23	-12	-6	6	8	10
%销售收入	0.7%	0.3%	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-2	-1	-16	-10	0	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	20	5	5	10	20	30
%税前利润	4.8%	1.3%	0.6%	1.0%	1.6%	1.9%
营业利润	418	408	801	997	1,278	1,594
营业利润率	12.7%	10.5%	16.6%	17.6%	19.6%	19.5%
营业外收支	-5	0	-3	0	0	0
税前利润	413	408	798	997	1,278	1,594
利润率	12.6%	10.5%	16.5%	17.6%	19.6%	19.5%
所得税	-51	-66	-118	-148	-189	-236
所得税率	12.3%	16.2%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%
净利润	362	342	680	849	1,089	1,358
少数股东损益	2	0	-1	1	1	1
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>360</b>	<b>343</b>	<b>681</b>	<b>849</b>	<b>1,088</b>	<b>1,357</b>
净利率	11.0%	8.8%	14.1%	15.0%	16.7%	16.6%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	362	342	680	849	1,089	1,358
少数股东损益	2	0	-1	1	1	1
非现金支出	30	42	72	68	68	80
非经营收益	2	-6	-18	-25	-20	-30
营运资金变动	-139	-704	-226	272	-92	-199
<b>经营活动现金净流</b>	<b>254</b>	<b>-325</b>	<b>508</b>	<b>1,165</b>	<b>1,044</b>	<b>1,210</b>
资本开支	-268	-464	-480	-319	-275	-303
投资	-220	-42	-2	0	0	0
其他	28	19	9	10	20	30
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-460</b>	<b>-487</b>	<b>-473</b>	<b>-309</b>	<b>-255</b>	<b>-273</b>
股权募资	0	578	0	-41	0	0
债权募资	714	0	-3	-13	0	0
其他	-158	-222	-236	-340	-435	-543
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>555</b>	<b>356</b>	<b>-239</b>	<b>-393</b>	<b>-435</b>	<b>-543</b>
<b>现金净流量</b>	<b>332</b>	<b>-460</b>	<b>-189</b>	<b>462</b>	<b>354</b>	<b>394</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,752	1,169	949	1,411	1,765	2,158
应收款项	190	223	241	248	268	314
存货	59	191	793	487	482	521
其他流动资产	171	839	759	828	933	1,168
流动资产	2,172	2,422	2,742	2,974	3,447	4,162
%总资产	63.8%	53.2%	51.2%	50.7%	52.7%	55.6%
长期投资	77	89	76	76	76	76
固定资产	622	726	726	826	932	1,044
%总资产	18.3%	15.9%	13.5%	14.1%	14.2%	14.0%
无形资产	360	1,293	1,792	1,883	1,984	2,096
非流动资产	1,230	2,134	2,614	2,892	3,098	3,321
%总资产	36.2%	46.8%	48.8%	49.3%	47.3%	44.4%
<b>资产总计</b>	<b>3,402</b>	<b>4,556</b>	<b>5,356</b>	<b>5,866</b>	<b>6,545</b>	<b>7,484</b>
短期借款	1	3	2	4	4	4
应付款项	303	539	660	677	625	611
其他流动负债	212	394	438	473	552	689
流动负债	516	936	1,099	1,154	1,181	1,304
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	650	693	31	16	15	15
负债	1,166	1,629	1,130	1,170	1,196	1,319
<b>普通股股东权益</b>	<b>2,165</b>	<b>2,857</b>	<b>4,158</b>	<b>4,626</b>	<b>5,279</b>	<b>6,093</b>
其中：股本	220	317	500	699	699	699
未分配利润	1,033	1,110	1,601	2,110	2,763	3,577
少数股东权益	71	70	69	70	70	71
<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,402</b>	<b>4,556</b>	<b>5,356</b>	<b>5,866</b>	<b>6,545</b>	<b>7,484</b>

**比率分析**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.641	1.082	1.361	1.215	1.556	1.943
每股净资产	9.861	9.013	8.314	6.619	7.553	8.719
每股经营现金净流	1.158	-1.025	1.015	1.667	1.495	1.731
每股股利	1.000	1.000	0.500	0.486	0.623	0.777
<b>回报率</b>						
净资产收益率	16.64%	12.00%	16.37%	18.35%	20.61%	22.28%
总资产收益率	10.59%	7.52%	12.71%	14.47%	16.62%	18.14%
投入资本收益率	12.64%	9.42%	16.24%	17.73%	19.52%	21.02%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-21.33%	18.50%	24.21%	17.12%	14.98%	25.65%
EBIT 增长率	11.35%	-2.16%	99.42%	21.38%	25.33%	24.06%
净利润增长率	4.91%	-4.83%	98.57%	24.68%	28.16%	24.80%
总资产增长率	41.91%	33.94%	17.56%	9.51%	11.59%	14.34%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	18.9	14.1	13.5	13.0	12.0	11.0
存货周转天数	10.2	13.4	46.1	40.0	35.0	30.0
应付账款周转天数	21.1	36.7	52.2	50.0	40.0	30.0
固定资产周转天数	37.4	55.7	54.8	53.3	52.3	46.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-50.27%	-17.02%	-22.42%	-29.95%	-32.91%	-34.94%
EBIT 利息保障倍数	18.0	33.7	139.4	-169.7	-156.6	-156.5
资产负债率	34.29%	35.76%	21.09%	19.95%	18.28%	17.63%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-12-26	买入	21.51	27.20~27.20
2	2023-04-17	买入	27.80	N/A
3	2023-04-27	买入	28.05	N/A

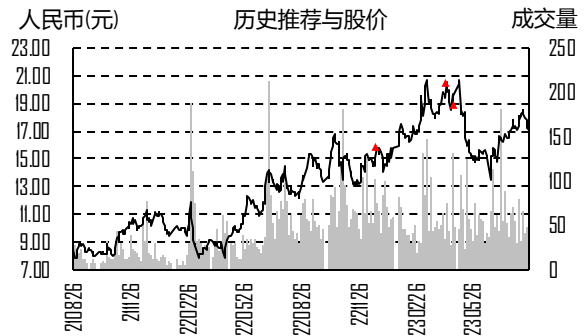
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806