

嘉友国际 (603871.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

持续深化业务模式 盈利规模同比增长

业绩简评

2025 年 4 月 24 日，嘉友国际发布 2024 年度报告及 2025 年一季度报。2024 年公司营业收入 87.5 亿元，同比增长 25%；归母净利润为 12.8 亿元，同比增长 23%。其中 2024Q4 营收为 22 亿元，同比增长 17%；归母净利润为 1.9 亿元，同比下降 34%。2025Q1 营收为 23 亿元，同比增长 15%；归母净利润为 2.6 亿元，同比下降 15%

经营分析

中蒙业务及非洲跨境物流业务大增，推动营收增长。2024 年公司收入同比增长 25%，分业务看：(1) 供应链贸易服务收入同比增长 29.7%，其中主焦煤供应链贸易收入增长 29.8%至 57.5 亿元，主要系 2024 年蒙古煤炭出口量增长 20.3%；(2) 跨境综合物流服务收入同比增长 22%至 24.5 亿元，主要系进一步深化非洲内陆业务；

(3) 陆港项目收入 4.9 亿元，同比增长 16%，主要系公司投资建设的非洲刚果(金)卡萨道路与陆港项目车流、货运量稳步增长。

毛利率同比增加，费用率上升净利率下降。2024 年公司毛利率 20.5%，同比上升 1.1pct，主要系自有运力与陆港节点投运率提升，以及对运输调度的信息化控制增强，其中跨境综合物流服务毛利率为 30.6%，同比增长 2.2pct；供应链贸易服务毛利率为 13.3%，同比增加 1.5pct；陆港服务毛利率为 57%，高于平均水平。2024 年公司期间费用率增长 1.2pct 至 3.1%，其中管理费用率 2.5%，同比增长 0.9pct；财务费用率 0.1%，同比增长 0.3pct。费用率增长抵消毛利率上升，2024 年归母净利率 14.6%，同比下降 0.3pct。

在中蒙与非洲市场深化业务模式，保障未来业务量增长。中蒙市场，2024 年 2 月公司与港股上市公司 MMC 达成煤炭开发、股权合作并签订煤炭长期合作协议，约定公司十年内向其采购煤炭共计 1750 万吨，2024 年 11 月双方再次扩大合作规模。在非洲市场，公司关键节点布局已成规模，分别取得刚果(金)和赞比亚两国座边境口岸的特许经营权，拟推进坦桑尼亚海港与陆港一体化开发，同时收购赞比亚最大的卡车运输企业 BHL，形成覆盖公路、口岸、港口的综合运输网络。上述合作均有助于保障未来业务增长。

盈利预测、估值与评级

考虑当前业务量增速，下调公司 2025-2026 年净利润预测至 15.1 亿元、18.8 亿元(原 21.3 亿元、26.5 亿元)，新增 2027 年净利润预测 22.4 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)：14.11 元

相关报告：

1. 《嘉友国际公司点评：发布员工持股计划 提升业绩增长目标》，2024.7.30

2. 《嘉友国际公司点评：业务规模增长 Q2 业绩超预期》，2024.7.10

3. 《嘉友国际公司点评：收购持续推进 业绩同比提升》，2024.4.24



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,995	8,754	10,072	11,640	13,523
营业收入增长率	44.85%	25.14%	15.07%	15.56%	16.18%
归母净利润(百万元)	1,039	1,276	1,506	1,876	2,237
归母净利润增长率	52.60%	22.88%	18.01%	24.53%	19.24%
摊薄每股收益(元)	1.486	1.306	1.542	1.920	2.289
每股经营性现金流净额	2.22	0.93	1.89	2.00	2.38
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.31%	22.83%	23.74%	25.76%	26.62%
P/E	10.67	14.81	9.15	7.35	6.16
P/B	2.27	3.38	2.17	1.89	1.64

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)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	4,829	6,995	8,754	10,072	11,640	13,523
增长率	44.8%	25.1%	15.1%	15.6%	16.2%	
主营业务成本	-3,898	-5,636	-6,955	-7,965	-9,183	-10,619
%销售收入	80.7%	80.6%	79.5%	79.1%	78.9%	78.5%
毛利	932	1,359	1,799	2,108	2,457	2,904
%销售收入	19.3%	19.4%	20.5%	20.9%	21.1%	21.5%
营业税金及附加	-15	-26	-31	-35	-41	-47
%销售收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-7	-12	-13	-18	-20	-22
%销售收入	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-75	-114	-222	-255	-163	-176
%销售收入	1.6%	1.6%	2.5%	2.5%	1.4%	1.3%
研发费用	-26	-22	-27	-31	-36	-42
%销售收入	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	808	1,184	1,506	1,768	2,197	2,617
%销售收入	16.7%	16.9%	17.2%	17.6%	18.9%	19.4%
财务费用	-6	13	-10	2	8	12
%销售收入	0.1%	-0.2%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-16	-4	-46	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	-3	34	0	0	0
%税前利润	0.6%	n.a	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	801	1,208	1,498	1,771	2,205	2,629
营业利润率	16.6%	17.3%	17.1%	17.6%	18.9%	19.4%
营业外收支	-3	-2	2	0	0	0
税前利润	798	1,207	1,500	1,771	2,205	2,629
利润率	16.5%	17.2%	17.1%	17.6%	18.9%	19.4%
所得税	-118	-165	-219	-258	-321	-383
所得税率	14.8%	13.7%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%
净利润	680	1,041	1,281	1,512	1,883	2,245
少数股东损益	-1	2	5	6	7	9
归属于母公司的净利润	681	1,039	1,276	1,506	1,876	2,237
净利率	14.1%	14.8%	14.6%	15.0%	16.1%	16.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	680	1,041	1,281	1,512	1,883	2,245
少数股东损益	-1	2	5	6	7	9
非现金支出	72	100	201	135	160	187
非经营收益	-18	4	-36	17	1	0
营运资金变动	-226	407	-538	181	-85	-109
经营活动现金净流	508	1,553	909	1,845	1,958	2,323
资本开支	-480	-513	-491	-438	-440	-484
投资	-2	-28	-794	0	0	0
其他	9	1	67	0	0	0
投资活动现金净流	-473	-539	-1,218	-438	-440	-484
股权募资	0	52	0	0	0	0
债权募资	-3	54	66	-142	-33	0
其他	-236	-291	-613	-757	-939	-1,118
筹资活动现金净流	-239	-185	-547	-899	-971	-1,118
现金净流量	-189	833	-853	508	547	720

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	949	1,781	925	1,433	1,979	2,699
应收款项	241	358	416	446	515	598
存货	793	889	1,374	1,296	1,494	1,728
其他流动资产	759	507	764	731	835	958
流动资产	2,742	3,536	3,480	3,905	4,823	5,983
%总资产	51.2%	54.7%	45.5%	46.7%	50.5%	54.3%
长期投资	76	87	704	704	704	704
固定资产	726	727	1,127	1,335	1,550	1,773
%总资产	13.5%	11.2%	14.7%	16.0%	16.2%	16.1%
无形资产	1,792	1,947	2,059	2,117	2,183	2,260
非流动资产	2,614	2,932	4,164	4,456	4,737	5,034
%总资产	48.8%	45.3%	54.5%	53.3%	49.5%	45.7%
资产总计	5,356	6,467	7,645	8,361	9,560	11,017
短期借款	2	56	164	38	6	6
应付款项	660	792	682	844	971	1,123
其他流动负债	438	577	979	919	1,074	1,248
流动负债	1,099	1,425	1,825	1,801	2,051	2,377
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	31	45	80	61	64	69
负债	1,130	1,470	1,904	1,862	2,115	2,445
普通股股东权益	4,158	4,876	5,592	6,345	7,283	8,401
其中：股本	500	699	977	977	977	977
未分配利润	1,601	2,363	2,923	3,676	4,614	5,733
少数股东权益	69	121	148	154	161	170
负债股东权益合计	5,356	6,467	7,645	8,361	9,560	11,017

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.361	1.486	1.306	1.542	1.920	2.289
每股净资产	8.314	6.977	5.723	6.494	7.453	8.598
每股经营现金净流	1.015	2.222	0.930	1.888	2.004	2.377
每股股利	0.500	0.500	0.700	0.771	0.960	1.145
回报率						
净资产收益率	16.37%	21.31%	22.83%	23.74%	25.76%	26.62%
总资产收益率	12.71%	16.06%	16.70%	18.02%	19.62%	20.30%
投入资本收益率	16.24%	20.17%	21.68%	22.99%	25.08%	25.97%
增长率						
主营业务收入增长率	24.21%	44.85%	25.14%	15.07%	15.56%	16.18%
EBIT 增长率	99.42%	46.49%	27.20%	17.39%	24.24%	19.14%
净利润增长率	98.57%	52.60%	22.88%	18.01%	24.53%	19.24%
总资产增长率	17.56%	20.74%	18.20%	9.38%	14.33%	15.24%
资产管理能力						
应收账款周转天数	13.5	12.6	11.4	11.4	11.4	11.4
存货周转天数	46.1	54.5	59.4	59.4	59.4	59.4
应付账款周转天数	52.2	42.5	34.0	34.0	34.0	34.0
固定资产周转天数	54.8	37.6	45.5	47.1	47.5	46.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-22.42%	-34.53%	-13.26%	-21.46%	-26.51%	-31.42%
EBIT 利息保障倍数	139.4	-88.2	151.1	-733.4	-279.8	-225.2
资产负债率	21.09%	22.73%	24.91%	22.27%	22.12%	22.20%

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
买入	0	3	3	4	24
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

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	2023-04-27	买入	28.05	N/A
2	2023-08-27	买入	17.06	N/A
3	2023-10-27	买入	15.87	N/A
4	2024-04-18	买入	26.46	N/A
5	2024-04-24	买入	25.15	N/A
6	2024-07-10	买入	17.20	N/A
7	2024-07-30	买入	16.49	N/A

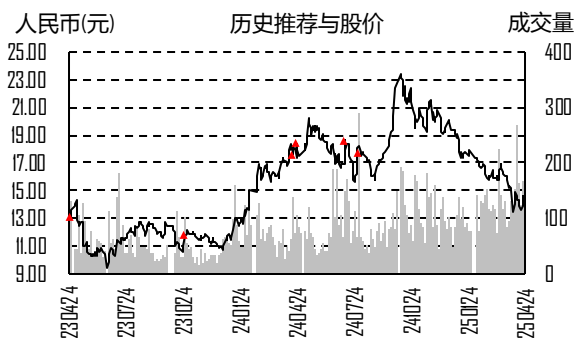
来源：国金证券研究所

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 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 18 楼 1806