

嘉友国际（603871.SH）

优于大市

受蒙煤需求影响业绩低于预期，看好中非长期发展

核心观点

嘉友国际发布 2024 年年报及 2025 年一季报，业绩表现略低于预期。嘉友国际 2024 年实现营业收入 87.54 亿元，同比增长 25.14%；归属于母公司所有者的净利润 12.76 亿元，同比增长 22.88%；其中第四季度营业收入 22.09 亿元，同比增长 16.63%；归属于母公司所有者的净利润 1.88 亿元，同比减少 33.88%。2025 年一季度营公司实现营业收入 22.95 亿元，同比增长 15.02%；归属于母公司所有者的净利润 2.62 亿元，同比减少 14.77%。

中蒙矿产贸易全年增长较快，但 2024 下半年起明显恶化。24 年 1-12 月甘其毛都口岸累计完成进出口货运量 4071.6 万吨，同比+7.6%，其中进口煤炭 3920.6 万吨，同比+7.4%，同比实现了较快增长，但是自 2024 年 8 月以来，进口量出现明显放缓，且延续至 2025 年，截至 2025 年 4 月下旬，甘其毛都口岸累计完成进出口货运量约 1134 万吨，同比下滑约 5%，其中进口煤炭 1082.06 万吨，同比下降约 6.4%。因此，嘉友国际业绩 2024 年呈现前高后低的趋势，且 2025 年一季度表现持续疲软，2024 年全年，跨境多式联运综合物流服务实现营业收入/毛利 24.5 亿/7.5 亿元，同比+22.2%/+31.5%；主焦煤供应链贸易实现营业收入/毛利 57.5 亿/7.6 亿元，同比+29.8%/+46.1%。

非洲大物流版图成果初现，通关车辆增长带动业绩提升。2024 年，嘉友完成对非洲跨境运输企业 BHL 收购，建立东南部非洲不同国家间的配货节点，复制了中蒙的成功经验，寻求重去重来的成本最优，且公司陆港项目稳步发展，车流量持续提升，2024 年陆港项目实现营业收入 4.9 亿元，同比提升 16.4%，实现毛利 2.8 亿元，同比提升 7.3%，值得注意的是，路港在利用率较高背景下展示出较强盈利弹性，毛利率达到 57.5%，如未来利用率进一步提升，毛利率或有进一步提升空间。

风险提示：地缘政治风险；中国矿产进口需求大幅低于预期；安全事故等。

投资建议：

受蒙古进口煤需求影响，公司短期业绩或受到较大影响，我们将公司 2025-2026 年业绩预测由 21.2/24.3 亿元下调至 14.7/16.0 亿元，并引入 2027 年盈利预测 17.3 亿元，对应 PE 估值为 9.4/8.6/8.0 倍，考虑到公司 PE 估值较低，且长期发展前景较好，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,995	8,754	9,857	10,901	11,970
(+/-%)	44.8%	25.1%	12.6%	10.6%	9.8%
净利润(百万元)	1039	1276	1467	1601	1732
(+/-%)	52.6%	22.9%	14.9%	9.1%	8.2%
每股收益(元)	1.49	1.31	1.50	1.64	1.77
EBIT Margin	16.9%	17.2%	17.4%	17.0%	16.6%
净资产收益率(ROE)	21.3%	22.8%	22.7%	21.5%	20.4%
市盈率(PE)	9.5	10.8	9.4	8.6	8.0
EV/EBITDA	8.9	9.5	8.5	7.9	7.5
市净率(PB)	2.02	2.47	2.13	1.86	1.63

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

交通运输·物流

证券分析师：高晟

021-60375436

gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

证券分析师：罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

13.94 元

总市值/流通市值

13621/13621 百万元

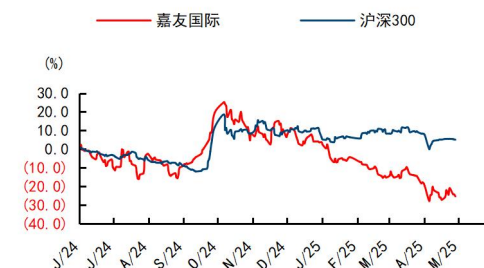
52 周最高价/最低价

29.90/13.16 元

近 3 个月日均成交额

179.31 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《嘉友国际（603871.SH）-中蒙业务迎共振增长，非洲大物流版图成果初现》——2024-08-29

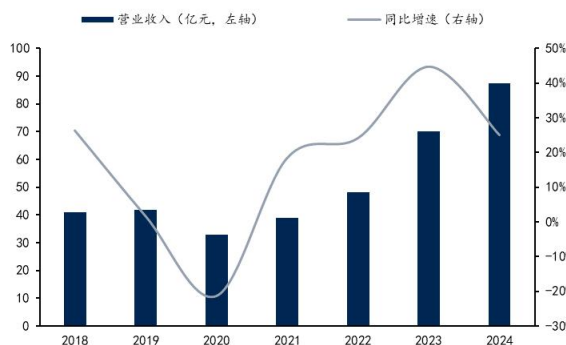
《嘉友国际（603871.SH）-非洲业务步入正轨，蒙古市场优势夯实》——2024-04-26

《嘉友国际（603871.SH）-前三季度业绩高增，加码投入布局非洲业务》——2023-10-27

《嘉友国际（603871.SH）-单季度净利润创历史新高，看好中长期成长属性》——2023-08-27

嘉友国际发布 2024 年年报及 2025 年一季报，业绩表现略低于预期。嘉友国际 2024 年实现营业收入 87.54 亿元，同比增长 25.14%；归属于母公司所有者的净利润 12.76 亿元，同比增长 22.88%；其中第四季度营业收入 22.09 亿元，同比增长 16.63%；归属于母公司所有者的净利润 1.88 亿元，同比减少 33.88%。2025 年一季度营业收入 22.95 亿元，同比增长 15.02%；归属于母公司所有者的净利润 2.62 亿元，同比减少 14.77%。

图1：嘉友国际营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

注：截至 2024 年年报

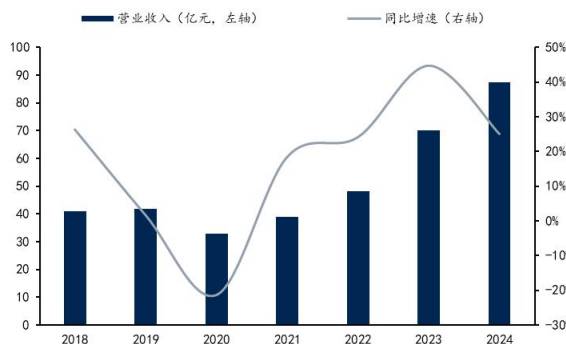
图2：嘉友国际单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

注：截至 2025 年一季报

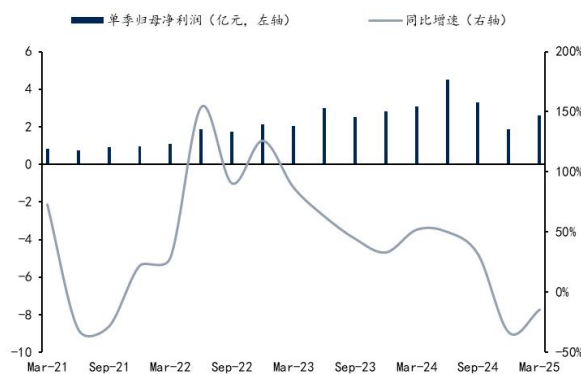
图3：嘉友国际归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

注：截至 2024 年年报

图4：嘉友国际单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

注：截至 2025 年一季报

中蒙矿产贸易全年增长较快，但 2024 下半年起明显恶化。24 年 1-12 月甘其毛都口岸累计完成进出口货运量 4071.6 万吨，同比+7.6%，其中进口煤炭 3920.6 万吨，同比+7.4%，同比实现了较快增长，但是自 2024 年 8 月以来，进口量出现明显放缓，且延续至 2025 年，截至 2025 年 4 月下旬，甘其毛都口岸累计完成进出口货

运量约 1134 万吨,同比下滑约 5%,其中进口煤炭 1082.06 万吨,同比下降约 6.4%。因此,嘉友国际业绩 2024 年呈现前高后低的趋势,且 2025 年一季度表现持续疲软,2024 年全年,跨境多式联运综合物流服务实现营业收入/毛利 24.5 亿/7.5 亿元,同比+22.2%/+31.5%;主焦煤供应链贸易实现营业收入/毛利 57.5 亿/7.6 亿元,同比+29.8%/+46.1%。

非洲大物流版图成果初现,通关车辆增长带动业绩提升。2024 年,嘉友完成对非洲跨境运输企业 BHL 收购,建立东南部非洲不同国家间的配货节点,复制了中蒙的成功经验,寻求重去重来的成本最优,且公司陆港项目稳步发展,车流量持续提升,2024 年陆港项目实现营业收入 4.9 亿元,同比提升 16.4%,实现毛利 2.8 亿元,同比提升 7.3%,值得注意的是,路港在利用率较高背景下展示出较强盈利弹性,毛利率达到 57.5%,如未来利用率进一步提升,毛利率或有进一步提升空间。

风险提示:地缘政治风险;中国矿产进口需求大幅低于预期;安全事故等。

投资建议:

受蒙古进口煤需求影响,公司短期业绩或受到较大影响,我们将公司 2025-2026 年业绩预测由 21.2/24.3 亿元下调至 14.7/16.0 亿元,并引入 2027 年盈利预测 17.3 亿元,对应 PE 估值为 9.4/8.6/8.0 倍,考虑到公司 PE 估值较低,且长期发展前景较好,维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1781	925	1953	2447	3129	营业收入	6995	8754	9857	10901	11970
应收款项	357	414	486	535	587	营业成本	5636	6955	7846	8743	9660
存货净额	889	1374	1492	1663	1837	营业税金及附加	26	31	49	55	60
其他流动资产	500	762	493	545	598	销售费用	12	13	15	16	18
流动资产合计	3536	3480	4435	5200	6162	管理费用	114	222	214	218	227
固定资产	727	1127	1514	1900	2273	研发费用	22	27	20	19	18
无形资产及其他	1738	1779	1709	1639	1569	财务费用	(13)	10	(17)	(36)	(55)
投资性房地产	430	556	556	556	556	投资收益	(3)	34	3	3	3
长期股权投资	37	702	704	706	708	资产减值及公允价值变动	(0)	(45)	0	0	0
资产总计	6467	7645	8918	10002	11268	其他收入	(9)	(15)	(20)	(19)	(18)
短期借款及交易性金融负债	56	164	300	200	200	营业利润	1208	1498	1732	1890	2045
应付款项	712	584	959	1069	1181	营业外净收支	(2)	2	0	0	0
其他流动负债	657	1076	954	1062	1172	利润总额	1207	1500	1732	1890	2045
流动负债合计	1425	1825	2212	2331	2553	所得税费用	165	219	260	284	307
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	2	5	6	6	7
其他长期负债	45	80	83	86	89	归属于母公司净利润	1039	1276	1467	1601	1732
长期负债合计	45	80	83	86	89	现金流量表（百万元）					
负债合计	1470	1904	2295	2416	2641	净利润	1039	1276	1467	1601	1732
少数股东权益	121	148	150	153	155	资产减值准备	0	45	0	1	7
股东权益	4876	5592	6472	7433	8472	折旧摊销	94	149	189	198	213
负债和股东权益总计	6467	7645	8918	10002	11268	公允价值变动损失	0	45	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(13)	10	(17)	(36)	(55)
每股收益	1.49	1.31	1.50	1.64	1.77	营运资本变动	184	(559)	336	(50)	(48)
每股红利	0.36	0.66	0.60	0.66	0.71	其它	2	(42)	2	2	(4)
每股净资产	6.98	5.72	6.62	7.61	8.67	经营活动现金流	1318	913	1994	1751	1900
ROIC	23%	26%	29%	31%	31%	资本开支	0	(466)	(506)	(516)	(523)
ROE	21%	23%	23%	22%	20%	其它投资现金流	0	3	(7)	0	0
毛利率	19%	21%	20%	20%	19%	投资活动现金流	(21)	(1129)	(515)	(518)	(525)
EBIT Margin	17%	17%	17%	17%	17%	权益性融资	5	0	0	0	0
EBITDA Margin	18%	19%	19%	19%	18%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	45%	25%	13%	11%	10%	支付股利、利息	(251)	(646)	(587)	(640)	(693)
净利润增长率	53%	23%	15%	9%	8%	其它融资现金流	31	652	136	(100)	0
资产负债率	25%	27%	27%	26%	25%	融资活动现金流	(466)	(640)	(451)	(740)	(693)
股息率	1.8%	4.7%	4.3%	4.6%	5.0%	现金净变动	832	(856)	1028	493	682
P/E	9.5	10.8	9.4	8.6	8.0	货币资金的期初余额	949	1781	925	1953	2447
P/B	2.0	2.5	2.1	1.9	1.6	货币资金的期末余额	1781	925	1953	2447	3129
EV/EBITDA	8.9	9.5	8.5	7.9	7.5	企业自由现金流	0	410	1474	1206	1332
						权益自由现金流	0	1062	1624	1136	1379

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032