

嘉友国际 (603871)

 证券研究报告
2025年08月19日

蒙煤业务阶段承压，非洲业务持续深化

陆锁国跨境综合物流领先企业

公司成立于2005年6月，是国内率先开展跨境多式联运的物流企业。公司以蒙古、非洲、中亚等陆运跨境需求旺盛的地区为重点发展区域，投资道路、保税仓库及海关监管场所等物流基础设施并运营。2024年供应链贸易/跨境多式联运综合物流/陆港项目业务营业收入占比分别65.72%/27.96%/5.64%，毛利润占比分别为42.41%/41.63%/15.79%。2025Q1，公司营收22.9亿元，同比增长15.0%，归母净利润2.6亿元，同比下降14.8%。

蒙煤量价阶段性承压，不改核心竞争力

2025年1-6月，中国进口蒙煤量为3474万吨，同比下降8.7%；甘其毛都口岸累计完成进出口货运量1810万吨，与去年同期相比下降13.7%，其中进口煤炭1707万吨，同比下降15.9%；蒙煤进口单价同比下滑约39.6%，焦煤价格单边下跌，供给过剩和悲观的市场预期是主要因素，但6月下旬以来，受“反内卷”政策发力影响，行业供需或有改善预期，价格出现震荡回升。我们认为，结构性供需错配会带来小反弹，底部仍需谨慎观察，但公司卡位核心物流节点等竞争力并未改变。

非洲业务持续深化，国际市场开拓值得期待

非洲跨境物流网络逐步成型，业务协同效应显现。2024年收购BHL后直接管理千余辆运输资源，车队与仓、港、口岸联动，形成“可调配、可控速、可协同”的物流服务网络，未来将在非洲完成“点-线-网”的战略升级，从项目型运营走向网络型运营。我们认为，公司未来有望继续开拓中亚、中南美更广泛的国际市场，“经验→迭代→复制”正向循环。

低估值、高股息，重视股东回报

低估值、高股息，提供较高安全边际，陆港业务或贡献向上期权。据测算，2025E PE大概12倍，处于历史13%分位数，2026E股息率预计5%左右。紫金矿业持股比例保持稳定，或代表其看好公司长期增长潜力，有望赋能公司发展。

维持“买入”评级

考虑到蒙煤量价承压等因素，调整2025年的预测归母净利润至12.0亿元(原预测16.4亿元)，引入2026-27年预测归母净利润为14.5和17.5亿元。维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动的风险，煤炭进口量不及预期风险，煤炭价格大幅下跌风险，陆港项目经营不及预期；大客户流失风险，测算具有主观性

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,995.26	8,753.60	9,135.18	10,241.97	11,533.70
增长率(%)	44.85	25.14	4.36	12.12	12.61
EBITDA(百万元)	1,297.88	1,761.18	1,678.84	1,968.57	2,330.67
归属母公司净利润(百万元)	1,038.79	1,276.42	1,204.52	1,454.33	1,753.88
增长率(%)	52.60	22.88	(5.63)	20.74	20.60
EPS(元/股)	0.76	0.93	0.88	1.06	1.28
市盈率(P/E)	14.80	12.05	12.77	10.57	8.77
市净率(P/B)	3.15	2.75	2.35	2.12	1.89
市销率(P/S)	2.20	1.76	1.68	1.50	1.33
EV/EBITDA	7.13	10.23	8.22	7.34	5.93

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/物流
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	11.24元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,368.01
流通A股股本(百万股)	1,368.01
A股总市值(百万元)	15,376.42
流通A股市值(百万元)	15,376.42
每股净资产(元)	5.99
资产负债率(%)	26.50
一年内最高/最低(元)	24.96/9.66

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

- 《嘉友国际-公司点评:拟参股蒙古矿企,深化物贸一体模式,中蒙业务再迎发展契机》 2024-02-27
- 《嘉友国际-公司专题研究:增长动能强势,跨境物流龙头成长可期》 2023-10-27
- 《嘉友国际-公司点评:增长动能强势,Q2业绩有望再超预期》 2023-07-11

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	1,781.42	925.46	913.52	1,024.20	1,153.37	营业收入	6,995.26	8,753.60	9,135.18	10,241.97	11,533.70
应收票据及应收账款	324.54	374.46	355.01	462.84	458.15	营业成本	5,636.29	6,955.02	7,402.71	8,192.01	9,087.73
预付账款	370.93	623.01	434.91	735.81	562.92	营业税金及附加	26.19	30.86	32.21	36.11	40.66
存货	889.34	1,374.19	1,035.04	1,631.08	1,326.56	销售费用	12.37	12.64	13.19	14.79	16.66
其他	68.55	93.81	1,094.55	1,112.19	1,133.33	管理费用	113.82	221.50	231.16	259.17	291.85
流动资产合计	3,434.78	3,390.94	3,833.03	4,966.12	4,634.33	研发费用	22.46	27.32	28.51	31.97	36.00
长期股权投资	36.94	702.40	1,367.87	2,033.34	2,698.80	财务费用	(13.43)	9.97	2.06	(10.97)	(10.12)
固定资产	719.87	1,091.94	1,191.27	1,284.37	1,370.57	资产/信用减值损失	(3.71)	(45.50)	(45.50)	(45.50)	(45.50)
在建工程	7.13	34.72	37.36	38.68	39.34	公允价值变动收益	(0.04)	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,737.73	1,779.11	1,735.69	1,690.62	1,643.89	投资净收益	(2.79)	33.87	33.87	33.87	33.87
其他	430.11	555.96	555.76	555.52	555.28	其他	(4.19)	9.72	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2,931.78	4,164.13	4,887.95	5,602.53	6,307.87	营业利润	1,208.29	1,498.20	1,413.70	1,707.26	2,059.28
资产总计	6,467.46	7,644.61	8,720.98	10,568.65	10,942.21	营业外收入	0.29	2.78	2.78	2.78	2.78
短期借款	53.83	157.92	353.50	1,080.80	605.71	营业外支出	1.92	1.02	1.02	1.02	1.02
应付票据及应付账款	712.01	584.20	795.45	731.30	962.38	利润总额	1,206.67	1,499.95	1,415.46	1,709.02	2,061.04
其他	301.12	411.22	808.60	1,232.79	983.43	所得税	165.41	218.74	206.42	249.23	300.57
流动负债合计	1,066.96	1,153.35	1,957.55	3,044.89	2,551.53	净利润	1,041.26	1,281.21	1,209.04	1,459.79	1,760.47
长期借款	0.00	0.00	0.00	31.05	0.00	少数股东损益	2.47	4.79	4.52	5.46	6.59
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,038.79	1,276.42	1,204.52	1,454.33	1,753.88
其他	44.81	79.74	79.74	79.74	79.74	每股收益(元)	0.76	0.93	0.88	1.06	1.28
非流动负债合计	44.81	79.74	79.74	110.79	79.74						
负债合计	1,470.28	1,904.29	2,037.29	3,155.68	2,631.26	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	121.48	148.28	150.54	153.27	156.56	成长能力					
股本	698.84	977.15	1,368.01	1,368.01	1,368.01	营业收入	44.85%	25.14%	4.36%	12.12%	12.61%
资本公积	1,624.21	1,320.07	1,320.07	1,320.07	1,320.07	营业利润	50.84%	23.99%	-5.64%	20.77%	20.62%
留存收益	2,533.93	3,170.24	3,772.49	4,499.66	5,376.60	归属于母公司净利润	52.60%	22.88%	-5.63%	20.74%	20.60%
其他	18.73	124.58	72.58	71.96	89.71	获利能力					
股东权益合计	4,997.18	5,740.31	6,683.69	7,412.97	8,310.95	毛利率	19.43%	20.55%	18.96%	20.02%	21.21%
负债和股东权益总计	6,467.46	7,644.61	8,720.98	10,568.65	10,942.21	净利率	14.85%	14.58%	13.19%	14.20%	15.21%
						ROE	21.31%	22.83%	18.44%	20.03%	21.51%
						ROIC	32.32%	42.34%	25.74%	29.25%	27.65%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	资产负债率	22.73%	24.91%	23.36%	29.86%	24.05%
净利润	1,041.26	1,281.21	1,204.52	1,454.33	1,753.88	净负债率	-34.53%	-13.26%	-8.28%	1.27%	-6.51%
折旧摊销	94.47	149.62	172.82	182.03	191.25	流动比率	2.48	1.91	1.96	1.63	1.82
财务费用	(1.60)	9.11	2.06	(10.97)	(10.12)	速动比率	1.86	1.15	1.43	1.10	1.30
投资损失	2.79	(33.87)	(33.87)	(33.87)	(33.87)	营运能力					
营运资金变动	361.96	(509.18)	468.74	(662.14)	442.93	应收账款周转率	27.00	25.05	25.05	25.05	25.05
其它	53.93	11.78	4.52	5.46	6.59	存货周转率	8.32	35.15	35.15	35.15	35.15
经营活动现金流	1,552.82	908.67	1,818.79	934.84	2,350.66	总资产周转率	1.18	1.24	1.12	1.06	1.07
资本支出	256.69	1,291.26	896.84	896.84	896.84	每股指标(元)					
长期投资	21.03	665.47	665.47	665.47	665.47	每股收益	0.76	0.93	0.88	1.06	1.28
其他	(817.21)	(3,174.51)	(3,320.90)	(2,425.29)	(2,425.29)	每股经营现金流	1.14	0.66	1.33	0.68	1.72
投资活动现金流	(539.49)	(1,217.79)	(1,758.59)	(862.98)	(862.98)	每股净资产	3.56	4.09	4.78	5.31	5.96
债权融资	67.52	98.24	193.52	769.33	(496.02)	估值比率					
股权融资	(420.01)	(603.06)	(265.66)	(730.51)	(862.49)	市盈率	14.80	12.05	12.77	10.57	8.77
其他	167.09	(42.04)	0.00	0.00	0.00	市净率	3.15	2.75	2.35	2.12	1.89
筹资活动现金流	(185.40)	(546.85)	(72.14)	38.82	(1,358.51)	EV/EBITDA	7.13	10.23	8.22	7.34	5.93
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	7.68	11.17	9.16	8.09	6.46
现金净增加额	827.92	(855.97)	(11.94)	110.68	129.17						

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