

# 嘉友国际 (603871.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## H1 业绩承压 反内卷 H2 业绩可期

### 业绩简评

2025年8月26日，嘉友国际发布2025年半年度报告。1H2025公司营业收入40.8亿元，同比下滑12%；归母净利润为5.6亿元，同比下滑26.2%。其中2Q2025营收为17.9亿元，同比下滑32.4%；归母净利润为2.99亿元，同比下降33.9%。

### 经营分析

**中蒙市场业务量大增，焦煤价格下滑影响营收。**1H2025公司收入同比下滑12%，分市场看：(1)中蒙市场：受国内需求影响，蒙古主焦煤价格同比下跌约40%；公司焦煤进口量近360万吨，同比增长近70%；销售量超340万吨，同比增长超15%。(2)非洲市场：刚果金萨卡里亚口岸车流及货运量稳步增长，赞比亚萨卡尼亚口岸至恩多拉17.26公里公路已实现全线贯通，新兴市场物流网络建设加速。公司通过BHL近1000台跨境运输车辆的规模化运营，持续拓展运输线。(3)中亚市场：霍尔果斯口岸进出口货运量达2225.5万吨，同比增长4.3%，创历史新高。

**毛利率同比下滑，费用率上升净利率下降。**1H2025公司毛利率为18.2%，同比下降2.9pct，主要或由于焦煤价格同比下跌，公司营业收入下滑幅度快于成本下滑幅度。1H2025公司期间费用率增长0.78pct至2.5%，其中管理费用率2.33%，同比增长0.84pct，主要由于合并BHL公司费用增加，且公司营业收入同比下滑所致。

1H2025公司投资收益为0.32亿元，同比增长740%，主要由于去年上半年投资的KHANGAD EXPLORATION LLC公司在今年上半年贡献收益，公司联营合营企业投资收益同比增长2332%。由于毛利率下滑费用率上升，公司实现归母净利率13.73%，同比下降2.63pct。

**反内卷下焦煤价格快速提升，下半年业绩可期。**中蒙市场是公司供应链贸易业务最重要的市场，主要产品是主焦煤。上半年国内焦煤市场价由1400元/吨下降至6月下旬的最低1075元/吨。在Q3启动的反内卷政策影响下，焦煤价格快速提升，截至8月中旬已提升至1425元/吨，创年内新高。我们认为反内卷持续作用下，焦煤价格有望继续上涨，中蒙主焦煤贸易业务有望增厚业绩。

### 盈利预测、估值与评级

考虑到上半年焦煤价格持续下跌，下调公司2025-2027年净利润预测至12.9亿元、16.0亿元、19.1亿元（原15.1亿元、18.8亿元、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：霍泽嘉 (执业S1130525070008)

huozejia@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：11.38元

相关报告：

1.《嘉友国际公司点评：持续深化业务模式 盈利规模同比增长》，2025.4.25



### 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	7,939	9,186	10,702
营业收入增长率	44.85%	25.14%	-9.31%	15.71%	16.50%
归母净利润(百万元)	1,039	1,276	1,285	1,597	1,912
归母净利润增长率	52.60%	22.88%	0.66%	24.30%	19.75%
摊薄每股收益(元)	1.486	1.306	1.315	1.634	1.957
每股经营性现金流净额	2.22	0.93	1.84	1.74	2.07
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.31%	22.83%	20.61%	22.71%	23.94%
P/E	10.67	14.81	10.73	8.63	7.21
P/B	2.27	3.38	2.21	1.96	1.73

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>主营业务收入</b>	<b>4,829</b>	<b>6,995</b>	<b>8,754</b>	<b>7,939</b>	<b>9,186</b>	<b>10,702</b>	货币资金	949	1,781	925	1,463	1,925	2,511
增长率	44.8%	25.1%	-9.3%	15.7%	16.5%		应收款项	241	358	416	351	406	473
主营业务成本	-3,898	-5,636	-6,955	-6,163	-7,111	-8,236	存货	793	889	1,374	1,003	1,157	1,340
%销售收入	80.7%	80.6%	79.5%	77.6%	77.4%	77.0%	其他流动资产	759	507	764	579	660	757
毛利	932	1,359	1,799	1,776	2,075	2,465	流动资产	2,742	3,536	3,480	3,395	4,148	5,082
%销售收入	19.3%	19.4%	20.5%	22.4%	22.6%	23.0%	%总资产	51.2%	54.7%	45.5%	43.2%	46.7%	50.2%
营业税金及附加	-15	-26	-31	-28	-32	-37	长期投资	76	87	704	704	704	704
%销售收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	726	727	1,127	1,335	1,550	1,773
销售费用	-7	-12	-13	-14	-16	-17	%总资产	13.5%	11.2%	14.7%	17.0%	17.4%	17.5%
%销售收入	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	无形资产	1,792	1,947	2,059	2,117	2,183	2,260
管理费用	-75	-114	-222	-201	-129	-139	非流动资产	2,614	2,932	4,164	4,456	4,737	5,034
%销售收入	1.6%	1.6%	2.5%	2.5%	1.4%	1.3%	%总资产	48.8%	45.3%	54.5%	56.8%	53.3%	49.8%
研发费用	-26	-22	-27	-25	-29	-33	<b>资产总计</b>	<b>5,356</b>	<b>6,467</b>	<b>7,645</b>	<b>7,851</b>	<b>8,885</b>	<b>10,116</b>
%销售收入	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	短期借款	2	56	164	6	6	6
息税前利润 (EBIT)	808	1,184	1,506	1,508	1,870	2,238	应付款项	660	792	682	653	752	871
%销售收入	16.7%	16.9%	17.2%	19.0%	20.4%	20.9%	其他流动负债	438	577	979	749	875	1,019
财务费用	-6	13	-10	3	8	11	流动负债	1,099	1,425	1,825	1,408	1,633	1,895
%销售收入	0.1%	-0.2%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-16	-4	-46	0	0	0	其他长期负债	31	45	80	55	58	61
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	1,130	1,470	1,904	1,463	1,690	1,957
投资收益	5	-3	34	0	0	0	<b>普通股股东权益</b>	<b>4,158</b>	<b>4,876</b>	<b>5,592</b>	<b>6,234</b>	<b>7,033</b>	<b>7,989</b>
%税前利润	0.6%	n.a	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	500	699	977	977	977	977
营业利润	801	1,208	1,498	1,511	1,878	2,249	未分配利润	1,601	2,363	2,923	3,566	4,364	5,320
营业利润率	16.6%	17.3%	17.1%	19.0%	20.4%	21.0%	少数股东权益	69	121	148	154	161	170
营业外收支	-3	-2	2	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,356</b>	<b>6,467</b>	<b>7,645</b>	<b>7,851</b>	<b>8,885</b>	<b>10,116</b>
税前利润	798	1,207	1,500	1,511	1,878	2,249	<b>比率分析</b>						
利润率	16.5%	17.2%	17.1%	19.0%	20.4%	21.0%		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
所得税	-118	-165	-219	-220	-274	-328	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.8%	13.7%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%	每股收益	1.361	1.486	1.306	1.315	1.634	1.957
净利润	680	1,041	1,281	1,291	1,604	1,921	每股净资产	8.314	6.977	5.723	6.380	7.197	8.176
少数股东损益	-1	2	5	6	7	9	每股经营现金净流	1.015	2.222	0.930	1.838	1.741	2.075
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>681</b>	<b>1,039</b>	<b>1,276</b>	<b>1,285</b>	<b>1,597</b>	<b>1,912</b>	每股股利	0.500	0.500	0.700	0.657	0.817	0.979
净利率	14.1%	14.8%	14.6%	16.2%	17.4%	17.9%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	16.37%	21.31%	22.83%	20.61%	22.71%	23.94%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	12.71%	16.06%	16.70%	16.36%	17.97%	18.91%
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	投入资本收益率	16.24%	20.17%	21.68%	20.05%	22.08%	23.32%
净利润	680	1,041	1,281	1,291	1,604	1,921	<b>增长率</b>						
少数股东损益	-1	2	5	6	7	9	主营业务收入增长率	24.21%	44.85%	25.14%	-9.31%	15.71%	16.50%
非现金支出	72	100	201	135	160	187	EBIT增长率	99.42%	46.49%	27.20%	0.13%	23.97%	19.69%
非经营收益	-18	4	-36	17	0	0	净利润增长率	98.57%	52.60%	22.88%	0.66%	24.30%	19.75%
营运资金变动	-226	407	-538	354	-62	-80	总资产增长率	17.56%	20.74%	18.20%	2.71%	13.16%	13.85%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>508</b>	<b>1,553</b>	<b>909</b>	<b>1,796</b>	<b>1,701</b>	<b>2,027</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-480	-513	-491	-438	-440	-484	应收账款周转天数	13.5	12.6	11.4	11.4	11.4	11.4
投资	-2	-28	-794	0	0	0	存货周转天数	46.1	54.5	59.4	59.4	59.4	59.4
其他	9	1	67	0	0	0	应付账款周转天数	52.2	42.5	34.0	34.0	34.0	34.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-473</b>	<b>-539</b>	<b>-1,218</b>	<b>-438</b>	<b>-440</b>	<b>-484</b>	固定资产周转天数	54.8	37.6	45.5	59.8	60.2	59.3
股权募资	0	52	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	-3	54	66	-175	0	0	净负债/股东权益	-22.42%	-34.53%	-13.26%	-22.81%	-26.68%	-30.71%
其他	-236	-291	-613	-645	-799	-956	障倍数	139.4	-88.2	151.1	-493.1	-223.6	-203.2
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-239</b>	<b>-185</b>	<b>-547</b>	<b>-820</b>	<b>-799</b>	<b>-956</b>	资产负债率	21.09%	22.73%	24.91%	18.63%	19.03%	19.34%
<b>现金净流量</b>	<b>-189</b>	<b>833</b>	<b>-853</b>	<b>538</b>	<b>463</b>	<b>587</b>							

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	1	3	6	7	22
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.14	1.13	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	2023-08-27	买入	17.06	N/A
2	2023-10-27	买入	15.87	N/A
3	2024-04-18	买入	26.46	N/A
4	2024-04-24	买入	25.15	N/A
5	2024-07-10	买入	17.20	N/A
6	2024-07-30	买入	16.49	N/A
7	2025-04-25	买入	14.11	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

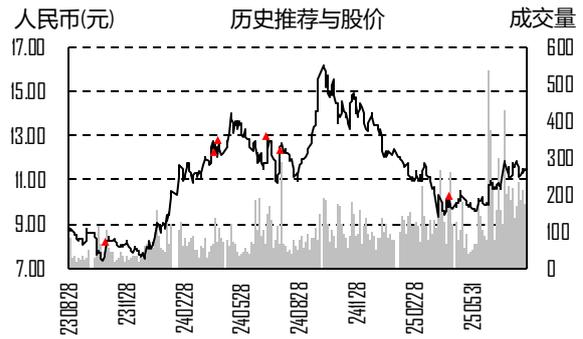
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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



**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