

2025 年 10 月 22 日

投资评级：买入（首次）

证券分析师

孙延
SAC: S1350524050003
sunyan01@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
王惠武
SAC: S1350524060001
wanghuiwu@huayuanstock.com
曾智星
SAC: S1350524120008
zengzhixing@huayuanstock.com
张付哲
SAC: S1350525070001
zhangfuzhe@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 10 月 17 日
收盘价（元）	13.39
一年内最高/最低（元）	23.14/9.66
总市值（百万元）	18,317.64
流通市值（百万元）	18,317.64
总股本（百万股）	1,368.01
资产负债率（%）	29.17
每股净资产（元/股）	4.22

资料来源：聚源数据

嘉友国际(603871.SH)

——陆港联动构筑护城河，亚非双核驱动业绩成长

投资要点：

- **跨境多式联运龙头，提供一站式跨境物流解决方案。**嘉友国际成立于 2005 年，为国内跨境多式联运行业龙头。公司实控人为韩景华和孟联，公司于 2021 年引入紫金矿业作为战略投资者，共同开发刚果（金）铜钴矿项目。公司深耕陆运跨境运输，布局中蒙、中亚、非洲口岸基建，整合全球跨境多式联运资源，构筑国际物流网络，为客户提供一站式跨境物流解决方案。公司通过扩大规模，完善物流节点布局，实现业绩的稳健增长，2024 年，公司实现营收 87.54 亿元，归母净利润 12.76 亿元。
- **中亚节点拓展、OT 矿区增产、非洲网络深化有望进一步驱动业务发展。**公司率先布局中蒙优质口岸资源，同时积极拓展跨境多式联运业务，将中蒙业务的运营经验复制到了中亚与非洲地区，从而带动了跨境综合物流的业绩增长，2024 年，公司进一步完善非洲物流网络，收购 BHL 车队，实现跨境综合物流收入 24.48 亿元，同比+22.22%，毛利润 7.49 亿元，同比+31.55%。大宗矿产品物流方面，铜精矿为公司核心品类，新兴行业发展推高了铜精矿的需求，从而带动了公司大宗矿产品物流的发展，2025 年 OT 矿增产有望进一步贡献增量收益。
- **“蒙煤+俄煤”格局已现，铁水产量回升叠加蒙煤库存下降驱动价格修复，蒙焦煤有望进入反弹周期。**供应链贸易业务以主焦煤为核心，依托口岸资源与蒙方矿企资源，提供物贸一体化服务，公司从中赚取服务费用。2022-2024 年，受益于炼焦煤进口格局从“澳煤+蒙煤”转换至“蒙煤+俄煤”，蒙煤进口数量大幅增长至 2024 年的 0.57 亿吨，2024 年公司实现供应链贸易收入 57.53 亿元，同比+29.70%，毛利润 7.63 亿元，同比+46.12%。2025 年 6-7 月，受铁水产量恢复与库存减少影响，蒙煤价格有所回暖，预计 2025 年下半年供应链贸易业务有望恢复。
- **卡萨项目车流量稳步增长，新项目落地释放增量收益。**卡萨项目进入产能爬坡期，车流量增长推动陆港项目业绩增长，2024 年陆港项目实现收入 4.94 亿元，同比+16.42%，毛利润 2.84 亿元，同比+7.31%。后续，随着刚果（金）迪洛洛项目、赞比亚萨卡尼亚项目以及赞比亚莫坎博项目的落地，陆港业务有望释放增量收益。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 12.73/14.22/16.40 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 14.4x/12.9x/11.2x。我们选取嘉诚国际、北方国际、华贸物流为可比公司，鉴于公司持续完善业务布局，提升运营效率，公司业绩和盈利能力有望持续提升，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**1) 宏观经济波动导致贸易量不及预期；2) 项目建设不及预期；3) 非洲局势变化导致收入不及预期。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6,995	8,754	9,169	9,629	10,189
同比增长率（%）	44.85%	25.14%	4.75%	5.02%	5.82%
归母净利润（百万元）	1,039	1,276	1,273	1,422	1,640
同比增长率（%）	52.60%	22.88%	-0.28%	11.74%	15.33%
每股收益（元/股）	0.76	0.93	0.93	1.04	1.20
ROE（%）	21.31%	22.83%	20.07%	19.82%	20.15%
市盈率（P/E）	17.63	14.35	14.39	12.88	11.17

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 12.73/14.22/16.40 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 14.4x/12.9x/11.2x，我们选取嘉诚国际、北方国际、华贸物流为可比公司，嘉友国际作为跨境多式联运龙头企业，持续完善物流网络布局，推进精细化管理，盈利能力有望进一步提升，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

收入：a) 跨境多式联运综合物流业务收入：2025~2027 年，预计 OT 矿增产、2026 年甘其毛都短盘铁路通车，同时公司持续完善非洲物流网络，叠加中亚业务释放增量收益，预计收入将持续增长。b) 供应链贸易业务收入：2025 年，预计焦煤价格存在波动；2026~2027 年，预计蒙古炼焦煤价格恢复，从而带来收入增长。c) 陆港业务收入：2025~2026 年，预计卡萨项目产能爬坡期，车流量增长带动收入提升；2027 年，预计赞比亚萨卡尼亚项目与赞比亚莫坎博项目投入运营，从而推高收入。d) 其他业务：预计收入将保持稳定。

成本：公司持续深化主焦煤业务，拓展跨境综合物流业务，完善非洲运输网络，尽管市场存在一定不确定性，我们预计公司未来毛利率仍将较为稳定。

费用：公司持续推进精细化管理，预计费用率将稳中有降。

投资逻辑要点

嘉友国际为国内跨境多式联运龙头企业，随着公司持续完善物流网络布局，提升公司运营效率，持续推进物流环节的降本增效工作，公司收入与盈利能力有望进一步提升。

核心风险提示

宏观经济波动导致贸易量不及预期；项目建设不及预期；非洲局势变化导致收入不及预期

内容目录

1. 跨境多式联运龙头，分红收益较为可观	6
1.1. 围绕陆运跨境物流及节点，构筑全球多式联运资源	6
1.2. 中蒙业务筑牢基本盘，亚非物流网络助力公司成长	8
2. 跨境多式联运综合物流服务：持续扩大业务规模，复制中蒙运营模式	12
2.1. 整合境内外资源，提供陆锁国全链条物流服务	12
2.2. “中亚节点突破、核心矿区增量、非洲网络深化”三极驱动格局	14
3. 供应链贸易业务：长协锁定资源与客户，焦煤景气反转有望推动业务改善	18
4. 陆港项目服务：卡位资源通道，“基建投资+持续运营”双轮驱动	23
5. 盈利预测与评级	27
5.1. 盈利预测	27
5.2. 评级	28
6. 风险提示	29

图表目录

图表 1: 嘉友国际历史沿革	6
图表 2: 嘉友国际股权结构 (截至 2025 年一季度)	7
图表 3: 公司 2022 年和 2024 年员工持股计划业绩考核情况 (百万元)	7
图表 4: 嘉友国际业务一览	8
图表 5: 2014 年~2024 年公司营业收入结构图 (%)	8
图表 6: 2014 年~2025Q1 公司营业收入 (百万元) 及同比变化 (%)	9
图表 7: 2014 年~2025Q1 公司归母净利润 (百万元) 及同比变化 (%)	9
图表 8: 2014 年~2024 年公司各板块营业收入情况 (百万元)	9
图表 9: 2014~2024 年公司各板块毛利润情况 (百万元)	10
图表 10: 2014~2024 年公司各板块毛利率情况 (%)	10
图表 11: 2024 年公司营业利润瀑布图 (百万元)	10
图表 12: 2014~2025Q1 公司期间费用率变化情况 (%)	11
图表 13: 2017 年~2024 年公司现金分红总额 (百万元) 与股利支付率 (%)	12
图表 14: 2017 年~2024 年公司每股股利 (元) 与股息率 (%)	12
图表 15: 2021~2024 年甘其毛都进出口货运量 (万吨)	13
图表 16: 2021~2024 年二连浩特进出口货运量 (万吨)	13
图表 17: 公司核心资产情况 (截至 2022 年 3 月末, 单位: 平方米、万元)	13
图表 18: 甘其毛都部分海关监管场所与保税库示意图	13
图表 19: 奥尤陶勒盖铜金矿与甘其毛都口岸位置示意图	13
图表 20: 2014~2024 年公司跨境多式联运综合物流服务收入 (百万元) 及同比变化 (%)	14
图表 21: 2014~2024 年公司跨境多式联运综合物流服务毛利润 (百万元) 及同比变化 (%)	14
图表 22: 2014 年~2025 年 6 月哈萨克斯坦进出口总额 (百万美元) 及同比变化 (%)	15
图表 23: 2014~2025 年 5 月, 我国铜精矿进口数量、产量与精炼铜产量情况 (万吨)	16
图表 24: 2017~2025 年 5 月我国铜精矿进口比例 (%)	16
图表 25: 2017~2025 年 5 月我国从各国进口铜精矿的价格 (美元/千克)	16
图表 26: 2017~2025 年 5 月我国从蒙古进口铜精矿数量 (万吨) 及同比变化 (%)	17
图表 27: 公司供应链管理业务重大合同情况 (截至 2024 年末)	18

图表 28: 供应链贸易业务模式	19
图表 29: 公司供应链贸易业务重大合同情况 (截至 2024 年末)	20
图表 30: 2019 年~2025 年 6 月甘其毛都口岸进口煤炭数量 (万吨)	21
图表 31: 2014 年~2024 年公司供应链贸易业务收入情况 (百万元)	21
图表 32: 2014 年~2024 年公司供应链贸易毛利润 (百万元) 以及毛利率情况 (%)	21
图表 33: 我国从各主要炼焦煤生产国进口炼焦煤数量情况 (万吨)	22
图表 34: 2015 年~2025 年 5 月蒙古煤炭与炼焦煤进口量情况 (万吨) 及同比变化 (%)	23
图表 35: 2015 年~2025 年 5 月蒙古炼焦煤平均单千克价格 (美元) 及同比变化 (%)	23
图表 36: 2015 年 3 月~2025 年 5 月 (每年 3 月~12 月) 我国粗钢产量情况 (亿吨) 及同比变化 (%)	23
图表 37: 2013~2025 年 7 月 21 日, DCE 焦煤收盘价情况 (元)	23
图表 38: 泛非公路网规划(Trans-Africa Highways——TAH)	24
图表 39: 卡萨项目地理位置图	25
图表 40: 2022~2024 年陆港项目服务收入 (百万元) 及同比变化 (%)	26
图表 41: 2022~2024 年陆港项目服务毛利润 (百万元) 及同比变化 (%)	26
图表 42: 2022~2024 年陆港项目服务毛利率 (%)	26
图表 43: 除卡萨项目外, 公司在非洲布局的项目情况 (截至 2024 年末)	27
图表 44: 嘉友国际关键财务项目预测	28
图表 45: 可比公司估值表	28

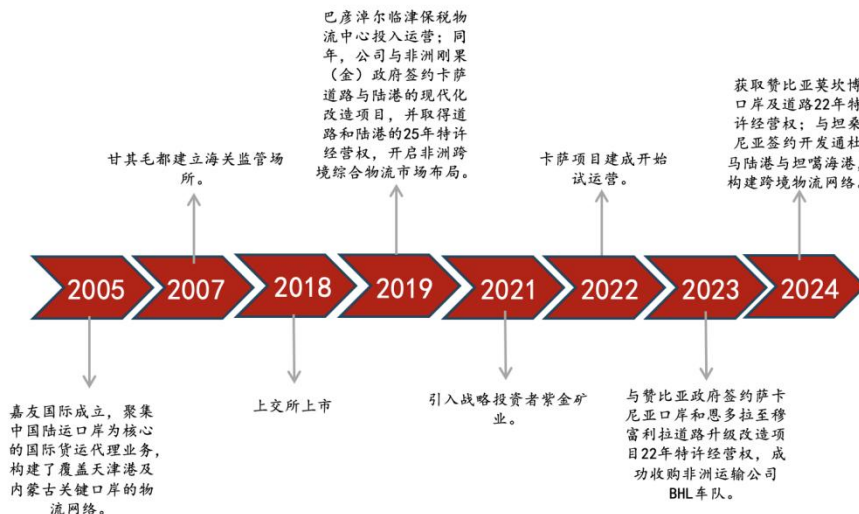
1. 跨境多式联运龙头，分红收益较为可观

1.1. 围绕陆运跨境物流及节点，构筑全球多式联运资源

跨境多式联运领先企业，全力发展陆锁国多式联运及供应链贸易。嘉友国际成立于 2005 年，前身为嘉友国际物流（北京）有限公司，主营国际货代、跨境运输及主焦煤供应链贸易等业务，并投资建设海关监管场所等基础设施。2015 年改制为股份有限公司，2018 年在上交所上市，募资用于巴彦淖尔保税物流中心等项目。2019 年，公司拓展非洲市场，与刚果（金）政府合作卡萨道路与陆港改造项目，并同步推进霍尔果斯海关监管场所建设，将中蒙跨境物流模式复制至非洲及中亚。2022 年，卡萨项目试运营与霍尔果斯项目投运。2023 年，公司强化非洲物流网络，启动迪洛洛项目，并与赞比亚政府签约萨卡尼亚口岸项目。2024 年，进一步推进赞比亚莫坎博项目、坦桑尼亚通杜马陆港及坦噶港建设，逐步完善非洲区域大物流布局。

截至 2024 年底，公司业务以陆运跨境物流为核心，重点投资中蒙、中亚、非洲的口岸基建（海关监管区、保税仓、跨境车队），整合全球多式联运资源，打造国际物流网络，提供一站式跨境物流解决方案。

图表 1：嘉友国际历史沿革



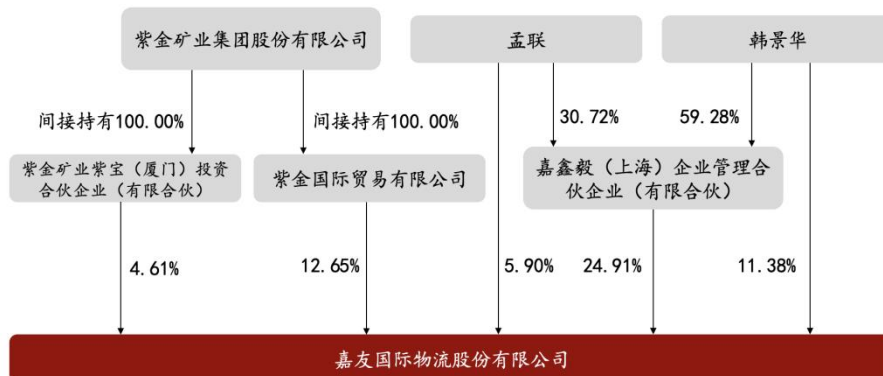
资料来源：公司官网、公司公告、华源证券研究所

实控人韩景华和孟联合计持股 39.70%。公司实际控制人为韩景华和孟联，截至 2025 年一季度，两人分别直接持有公司股份 11.38% 和 5.90%，并通过嘉鑫毅（上海）企业管理合伙企业（有限合伙）间接持有公司 22.42% 的股份，实际控制人合计持有公司股份 39.70%。

通过非公开发行与股份转让，实现与国际矿业龙头互惠共赢。2021 年，公司引入矿业龙头紫金矿业作为战略投资者，截至 2025 年一季度，紫金矿业合计持有公司 17.26% 的股份。

紫金矿业拥有世界级多元矿产资源（铜、金、锌、银、锂、钼），核心矿种铜金储量产量居中国领先、全球前六，锌矿保持中国领先、全球前四。其全球第二大铜矿——刚果（金）卡莫阿-卡库拉铜矿与公司在刚果（金）的卡萨道路口岸项目区位协同，紫金矿业在国际物流供应链需求与公司提供的国际跨境综合物流服务高度契合。

图表 2：嘉友国际股权结构（截至 2025 年一季度）



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

公布员工持股计划，设立高速增长目标。2022 年，公司发布员工持股计划，参与对象为监事、高级管理人员、核心管理人员及其他核心骨干人员，该计划通过非交易过户等法律法规允许的方式受让公司已回购的股票不超过 350.00 万股，占公司总股本的 0.70%。根据员工持股计划管理办法，持股计划业绩考核目标分别为：对比 2021 年归母净利润，2023-2025 年 A) 归母净利润增长率目标值分别为 134%/192%/280%，B) 归母净利润累计值增长率目标值分别为 134%/426%/806%。2024 年，公司再次发布员工持股计划，本次受让股票规模不超过 306.90 万股，占公司总股本的 0.31%，本次持股计划业绩考核目标为：对比 2023 年归母净利润，2024-2026 年 A) 归母净利润增长率目标值分别为 50%/103%/153%，B) 归母净利润累计值增长率目标值分别为 50%/252%/506%。

图表 3：公司 2022 年和 2024 年员工持股计划业绩考核情况（百万元）

项目	2022 年员工持股计划			2024 年员工持股计划		
	2023	2024	2025	2024	2025	2026
归母净利润目标值 (条件 A)	802.19	1001.02	1302.69	1558.18	2108.74	2628.13
实际业绩	1038.79	1276.42	暂无	1276.42	暂无	暂无
完成比例	129.49%	127.51%		81.92%		

资料来源：公司公告、华源证券研究所，注：本表仅列举部分考核目标值完成情况

1.2. 中蒙业务筑牢基本盘，亚非物流网络助力公司成长

供应链贸易与跨境综合物流为公司主要收入来源，陆港项目 2023 年起逐步贡献增量。1)

供应链贸易服务为公司营业收入核心，2024 年营收占比为 65.72%。该业务以蒙古主焦煤为核心，形成了“投资+贸易+物流”的一体化供应链贸易服务。2) 跨境多式联运综合物流服务为第二大营收来源，2024 年营收占比达 27.96%。其中，跨境综合物流涵盖过境转关多式联运与进出口多式联运两部分，为客户提供多环节一站式服务；大宗矿产品物流则依托陆路口岸的海关保税库、监管场所，整合境外矿山到最终用户之间的物流资源，并提供全程标准化物流服务；公司通过位于中蒙边境甘其毛都口岸的海关保税库及监管场所提供智能仓储服务。

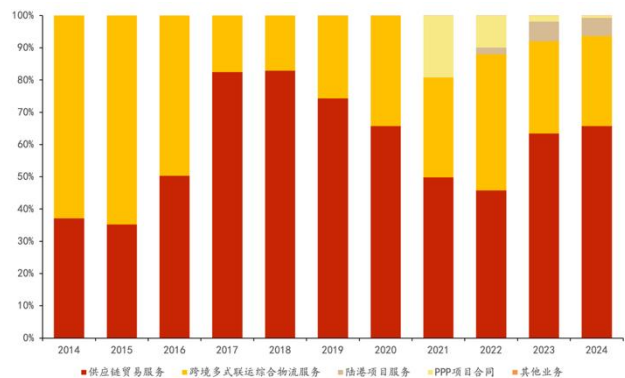
3) 陆港项目 2024 年营收占比为 5.65%。该业务收入来自非洲卡萨项目的公路运营收入以及运营卡萨口岸的服务收入。4) PPP 项目合同 2024 年营收占比为 0.64%。该项目收入主要来自确认非洲刚果(金)卡萨道路与陆港现代化改造项目和赞比亚项目的建造服务收入。5) 其他业务 2024 年营收占比较低，仅有 0.04%。

图表 4：嘉友国际业务一览



资料来源：公司官网、华源证券研究所

图表 5：2014 年~2024 年公司营业收入结构图 (%)

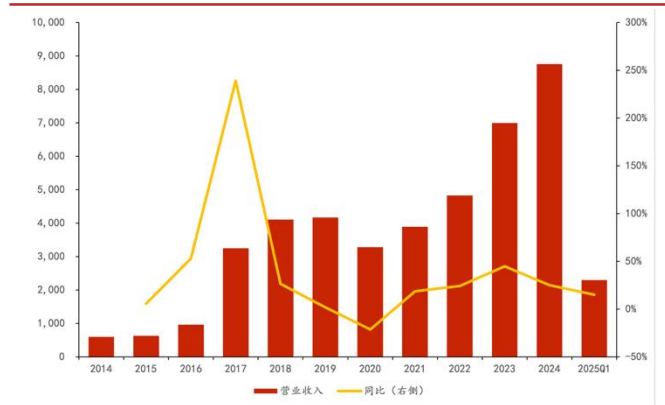


资料来源：公司公告、华源证券研究所

物流节点完善与业务规模扩张驱动业绩整体上行，2025 年 Q1 净利润阶段性承压。

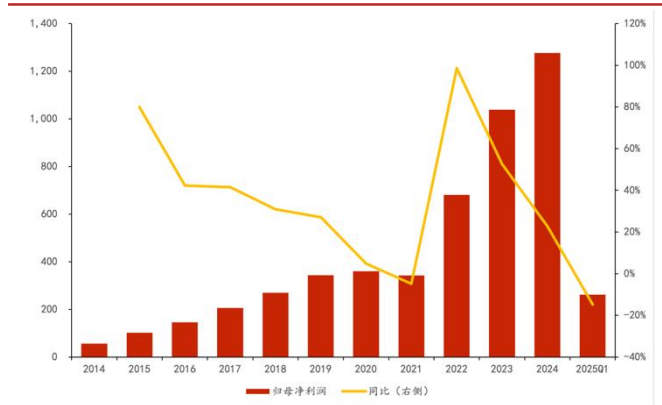
2020-2021 年，受外部因素影响，甘其毛都通关量减少，营业收入与归母净利润存在波动。2022 年，甘其毛都通车量修复，推高收入与归母净利润。2023-2024 年，营业收入与归母净利润随业务规模增长。其中，2024 年，公司持续完善非洲物流网络布局，叠加推进供应链贸易物流环节降本增效，营业收入和归母净利润出现增长，全年实现营业收入 87.54 亿元，同比增长 25.14%，归母净利润 12.76 亿元，同比增长 22.88%。2025 年一季度，公司实现营业收入 22.95 亿元，同比增长 15.02%，归母净利润 2.62 亿元，同比下降 14.77%。

图表 6：2014 年~2025Q1 公司营业收入（百万元）及同比变化（%）



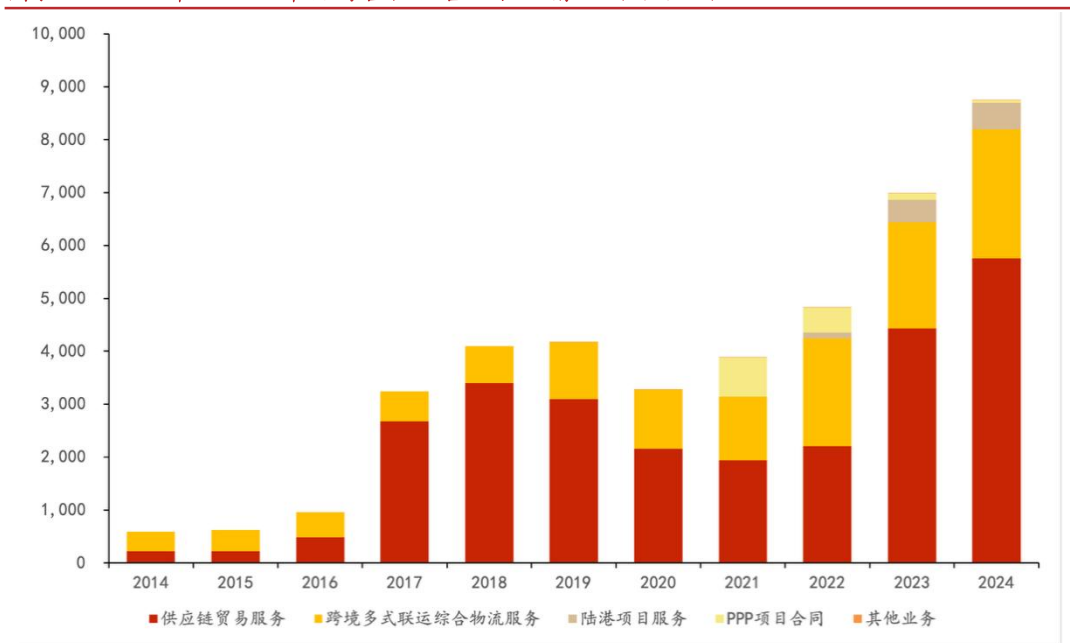
资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

图表 7：2014 年~2025Q1 公司归母净利润（百万元）及同比变化（%）



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

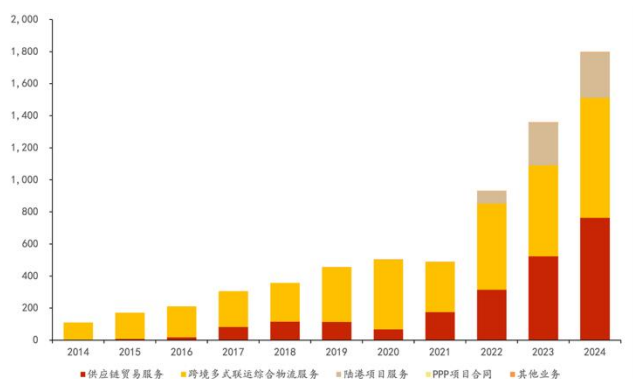
图表 8：2014 年~2024 年公司各板块营业收入情况（百万元）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

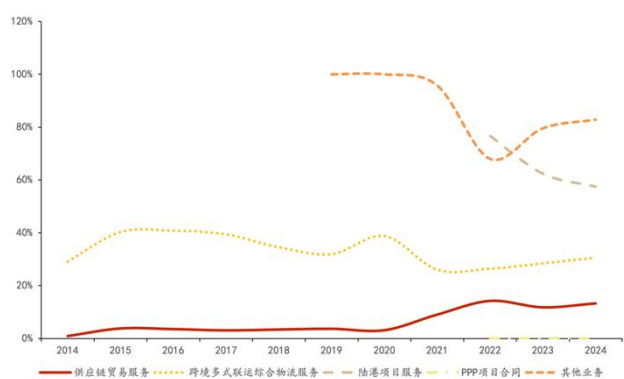
跨境多式联运综合物流与供应链贸易服务贡献核心毛利润，合计占比达 84.07%。1) 跨境多式联运综合物流贡献主要毛利润来源，2024 年贡献毛利润 7.49 亿元，对应毛利率为 30.59%，毛利润占比达 41.62%。2) 供应链贸易服务毛利润 2021 年起保持较快增长，2024 年实现毛利润 7.63 亿元，对应毛利率为 13.27%，毛利润占比达 42.45%。3) 陆港项目服务为重要毛利润补充，2024 年实现毛利润 2.84 亿元，对应毛利率为 57.46%，毛利润占比 15.79%。4) PPP 项目合同为确认卡萨和赞比亚项目的建造服务收入。5) 其他业务 2024 年贡献毛利润 0.03 亿元，对应毛利率为 82.82%，毛利润占比达 0.14%。

图表 9：2014~2024 年公司各板块毛利润情况（百万元）



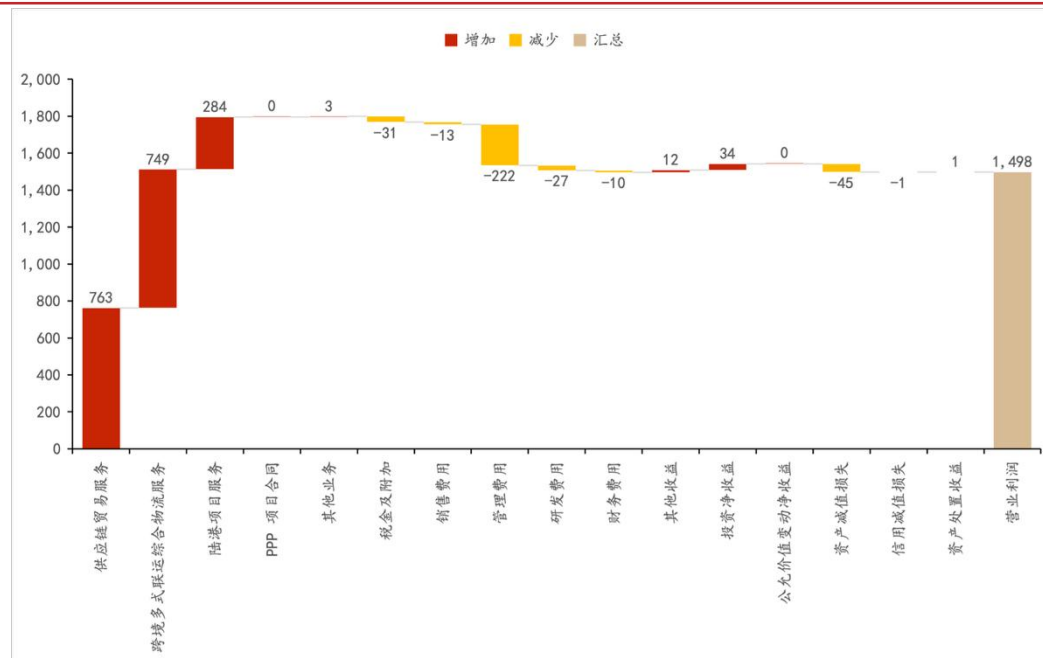
资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 10：2014~2024 年公司各板块毛利率情况（%）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 11：2024 年公司营业利润瀑布图（百万元）



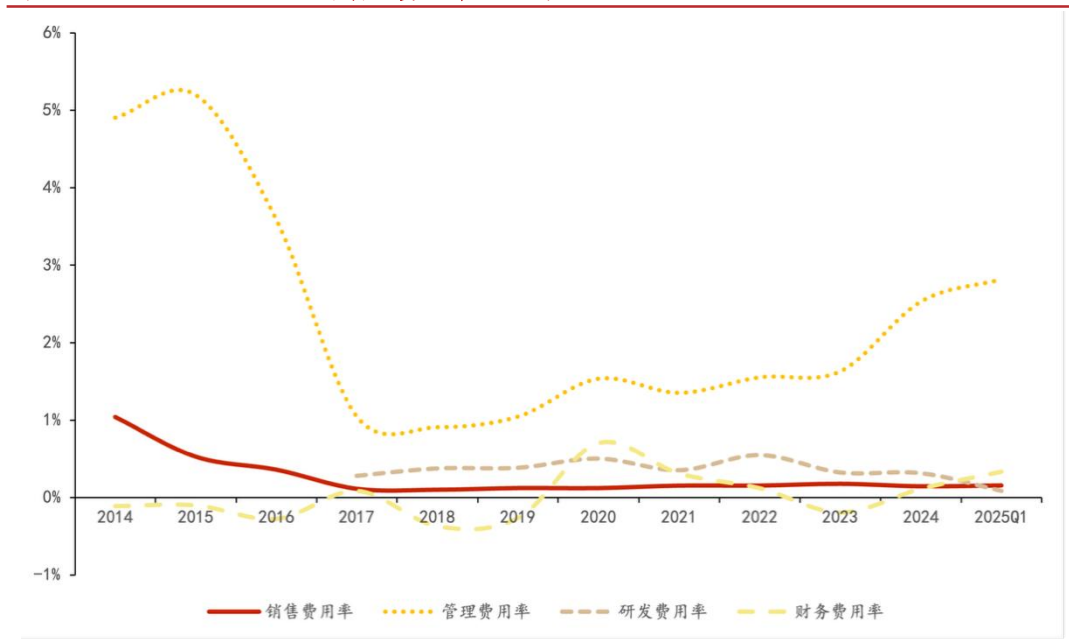
资料来源：公司公告、华源证券研究所

规模效应主导费用率长期改善趋势。**管理费用率：**1) 2015-2017 年，经营规模不断扩大，规模效应逐步体现，致使管理费用率下滑。2) 2018-2024 年，受经营业绩与业务规模增长影响，相应的办公、人员以及管理费用增加推高管理费用率，2024 年实现管理费用率 2.53%，同比+0.9pct。3) 2025 年一季度管理费用率为 2.82%。**研发费用率：**1) 2017-2020 年，研发费用率受经营业绩增长与合并嘉易达矿业影响被持续推高。2) 2021 年，受项目开展进度影响，研发费用率有所下滑。3) 2022 年，研发费用投入增加推高研发费用率。4) 2023-2024 年，公司减少外购，叠加营业收入增长，致使 2024 年研发费用率下降至 0.31%，同比-0.01pct。5) 2025 年一季度研发费用率为 0.09%。

销售费用率：1) 2014-2017 年，销售费用率下滑主因为营业收入增长，叠加业务宣传费用节降。2) 2018-2023 年，受合并嘉易达矿业、增加销售人员团队和薪酬等因素影响，

销售费用率出现增长。3) 2024 年, 营业收入增长致使销售费用率下滑 0.03pct 至 0.14%。4) 2025 年一季度销售费用率为 0.16%。**财务费用率:** 1) 2014-2024 年, 受汇兑损益以及利息收入等因素影响, 财务费用率存在波动。2024 年, 合并增加 BHL 公司致使财务费用率上升至 0.11%, 同比+0.31pct。2) 2025 年一季度, 财务费用率为 0.33%。

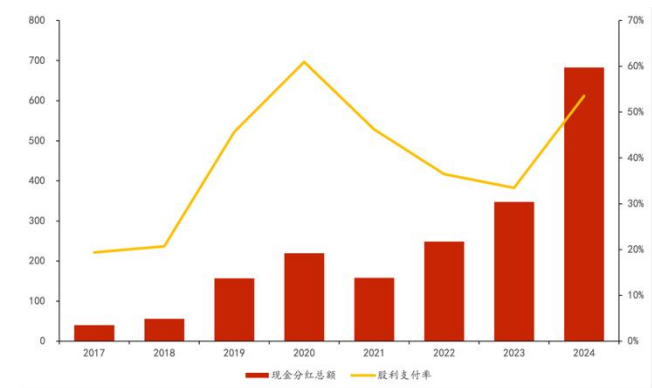
图表 12: 2014~2025Q1 公司期间费用率变化情况 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD、华源证券研究所

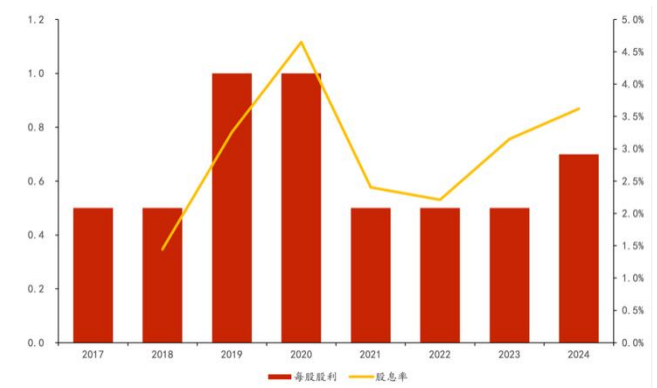
高度重视投资者回报, 分红收益较为可观。公司高度重视投资者回报, 自 2017 年以来, 累计派发现金分红达 21.84 亿元, 并于 2024 年发布“提质增效重回报”的方案。2024 年公司实施中期分红, 派发红利超过了 2024 年半年度归母净利润的 30%, 2024 年全年现金分红总额达 6.83 亿元, 同比增长 96.35%, 股利支付率为 53.52%, 同比增长 20.03pct。2023-2024 年, 股息率(股价取当年末最后一个交易日收盘价)分别为 3.15%和 3.62%。

图表 13：2017 年~2024 年公司现金分红总额（百万元）与股利支付率（%）



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

图表 14：2017 年~2024 年公司每股股利（元）与股息率（%）



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所，注：股价取当年末最后一个交易日收盘价。

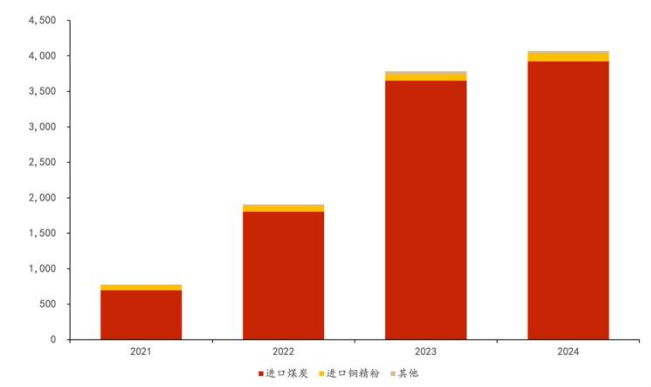
2. 跨境多式联运综合物流服务：持续扩大业务规模，复制中蒙运营模式

2.1. 整合境内外资源，提供陆锁国全链条物流服务

整合海陆空铁运输资源，提供全链条服务，并赚取服务费用。公司提供跨境多式联运综合物流服务，整合海运、空运、铁路及公路运输，配套仓储、中转、报关报检、通关装卸、信息跟踪等全链条服务，通过收取运费及服务费用盈利。业务模式包括：1）参与客户年度招标并签订框架协议，按单次运输需求定制物流方案并基于成本加成定价；2）对铁路运输为主的项目预收全部或部分运费。该业务涵盖跨境多式联运、大宗矿产品物流及智能仓储三大板块，其中智能仓储作为矿产品物流的上游延伸，依托甘其毛都口岸保税库为铜精矿等提供保税监管服务，形成从仓储到运输的完整供应链解决方案。

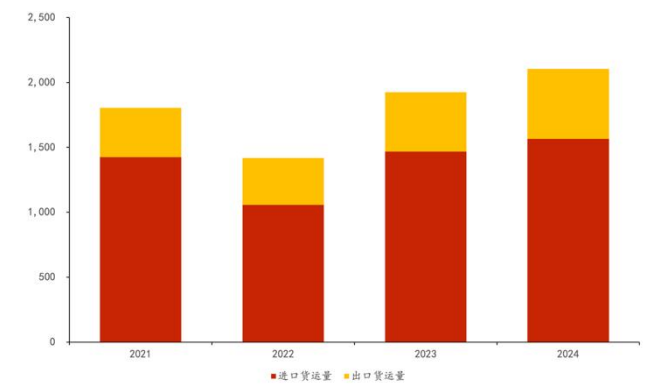
口岸资产区位优势显著。公司在中蒙口岸发展初期率先布局核心口岸资产，甘其毛都口岸毗邻蒙古南戈壁省，距世界级矿藏 TT 煤矿（储量 64 亿吨，含 18 亿吨主焦煤）仅 190 公里、OT 铜矿（铜储量 2540 万吨）仅 70 公里。凭借蒙古国南戈壁省 530 亿吨煤炭储量和 OT 矿 27 亿吨铁矿资源，以及当地缺乏加工能力的现实条件，甘其毛都口岸已成为蒙古矿产资源出口的核心枢纽，为公司提供了稳定的业务基础。

图表 15：2021~2024 年甘其毛都进出口货运量（万吨）



资料来源：巴彦淖尔市人民政府官网、华源证券研究所

图表 16：2021~2024 年二连浩特进出口货运量（万吨）



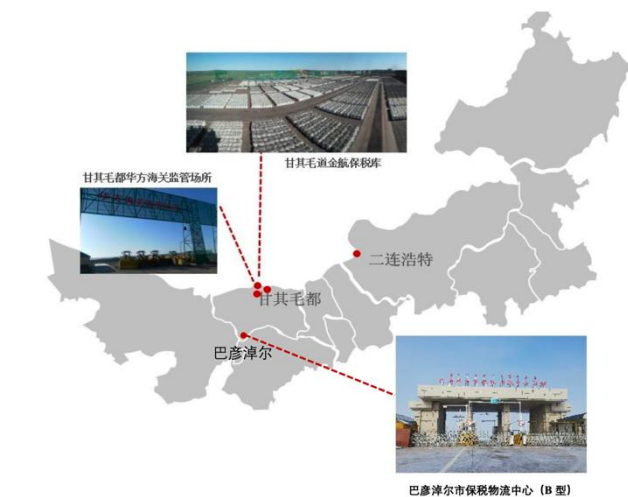
资料来源：二连浩特市人民政府官网、华源证券研究所

图表 17：公司核心资产情况（截至 2022 年 3 月末，单位：平方米、万元）

地区	用途	场所	所属公司	占地面积	账面价值	土地使用权证
甘其毛都	智能仓储业务	保税库	乌拉特中旗甘其毛道金航国际有限公司	169,525.00	1,417.19	乌中国用（2016）20160232 号
			乌拉特中旗甘其毛都华方国际物流有限公司	359,716.90	9,493.71	乌中国用（2014）第 20140245 号
	海关监管场所			46,681.88		乌中国用（2008）第 2540 号
			乌拉特中旗甘其毛都嘉友国际物流有限公司	21,673.00	5228.49	乌中国用（2011）20110550 号
甘其毛都	其它物流业务环节		内蒙古嘉易达矿业有限公司	646,666.90	30,144.27	蒙（2020）乌拉特中旗不动产权第 0000690 号
二连浩特市			内蒙嘉友国际物流有限公司	78,000.00	281.25	二国用（2002）第 001153 号
巴彦淖尔临河区		保税物流中心（B 型）	巴彦淖尔市临津物流有限公司	68,665.79	4,513.25	蒙 2019（巴市）不动产权第 0003785 号
霍尔果斯		海关监管场所	新疆嘉友恒信国际物流有限公司	187,721.80	8,394.64	新兵（2020）第四师不动产权第 0000040 号

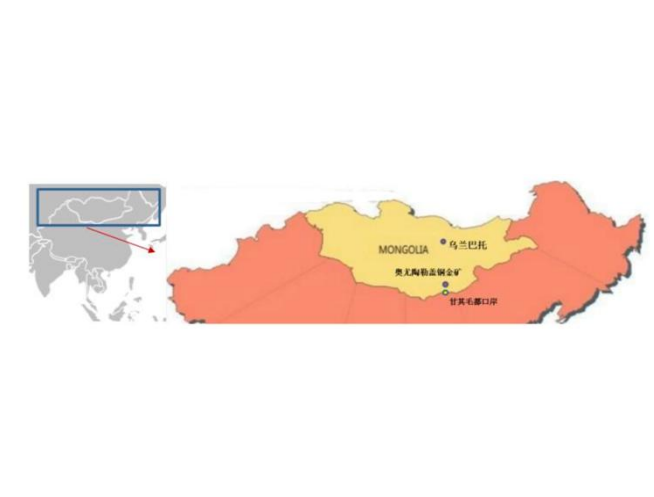
资料来源：公司信用评级报告、华源证券研究所

图表 18：甘其毛都部分海关监管场所与保税库示意图



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 19：奥尤陶勒盖铜金矿与甘其毛都口岸位置示意图

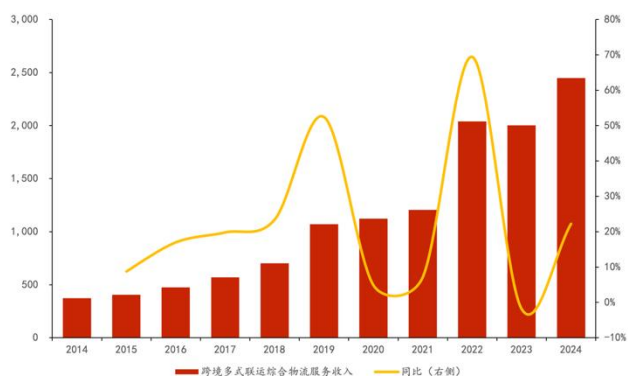


资料来源：公司公告、华源证券研究所

公司通过全球网络扩张（中蒙→中亚→非洲）与运营效率升级双轨驱动，实现跨境物流业务量利齐升。1) 2014-2020 年，公司跨境综合物流业务规模增长，2018 年拓展非洲市场，营收稳步提升；同时，公司积极优化汽铁运输模式，有效控制成本，毛利润也呈现出上升趋势。2) 2021 年受外部因素影响，跨境运输成本不断升高，致使毛利润下滑。3) 2022 年，中蒙、中亚、非洲等区域业务逐步恢复带来收入和毛利润增长。

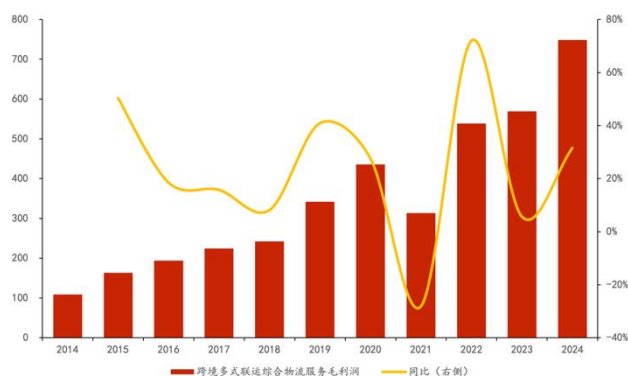
4) 2023 年，国内与国际运价随全球供应链压力的缓解回落至正常区间，致使跨境综合物流收入与成本下滑，但甘其毛都通关效率提升推高煤炭与铜精粉进口数量，致使仓储收入增长的同时，摊薄了仓储服务的固定成本，从而推高跨境综合物流毛利润。5) 2024 年，公司深化非洲运输业务网络布局、扩张车队规模（收购 BHL）、优化运输线路，跨境综合物流收入同比增长 22.22%至 24.48 亿元；同时，公司优化运营效率，致使跨境综合物流毛利润同比增长 31.55%至 7.49 亿元。

图表 20：2014~2024 年公司跨境多式联运综合物流服务收入（百万元）及同比变化（%）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 21：2014~2024 年公司跨境多式联运综合物流服务毛利润（百万元）及同比变化（%）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

2.2. “中亚节点突破、核心矿区增量、非洲网络深化”三极驱动格局

公司跨境综合物流增长动能明确，已形成“中亚节点突破、核心矿区增量、非洲网络深化”三极驱动格局，资产扩张与服务链条延伸将共筑长期增长护城河。

中亚五国的陆锁国属性催生了较大的跨境物流需求，有望驱动中亚业务成为新增长极。哈萨克斯坦作为全球最大的陆锁国，蕴藏着较大的跨境综合物流需求和发展潜力。公司成功将蒙古口岸运营经验复制至中亚地区，2022 年投资、建设、运营的霍尔果斯口岸海关监管场所开始运营，强化了在中亚大宗矿产品物流领域的仓储节点优势。2024 年公司与乌兹别克斯坦国家铁路集装箱运输公司签订合作备忘录，将在国际联运和海外仓合作运营领域开展合作，标志着公司进一步开拓中亚市场，利用乌兹别克斯坦在中亚五国的核心地理优势，强化了与现有业务的协同效应。该业务的持续拓展有望成为公司新的业绩增长引擎。

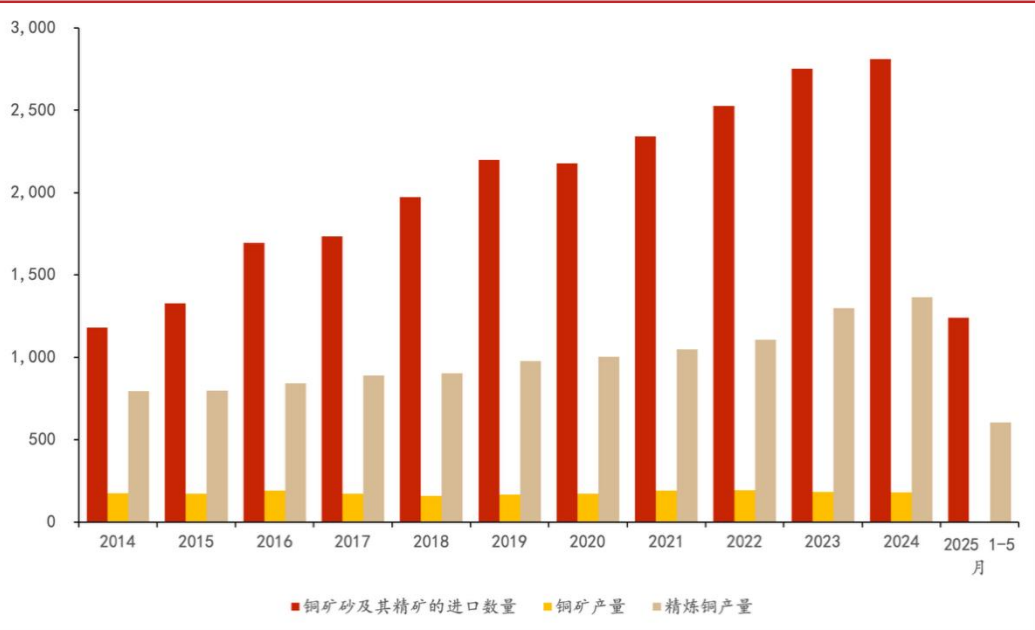
图表 22：2014 年~2025 年 6 月哈萨克斯坦进出口总额（百万美元）及同比变化（%）



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

铜精矿进口具有较高依赖度，新兴行业发展进一步推高进口需求。虽然我国铜矿资源储量位居世界前列，但存在缺乏大型矿床、斑岩型铜矿占主导（近 50%）、平均品位（0.75%）低于国际平均品位、开采难度大、成本高等诸多问题，因此对进口铜精矿存在较高依赖度。过去几年，随着新能源、人工智能等新兴行业的发展，铜金属需求被不断推高，致使铜精矿进口数量与精炼铜（铜精矿的重要产成品）产量稳步增长，2024 年进口铜精矿数量为 0.28 亿吨（我国铜矿产量为 0.02 亿吨），精炼铜产量为 0.14 亿吨。2025 年 1-5 月，铜精矿进口数量为 0.12 亿吨，同比增长 7.01%，精炼铜产量为 0.06 亿吨，同比增长 9.32%。

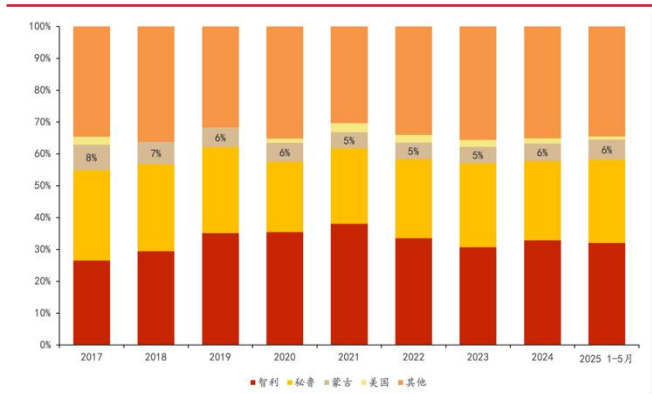
图表 23：2014~2025 年 5 月，我国铜精矿进口数量、产量与精炼铜产量情况（万吨）



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所，注：暂无 2025 年铜矿产量数据

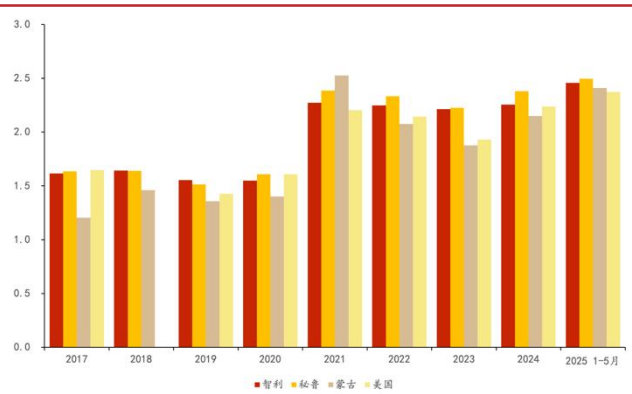
2022~2025 年 5 月，我国从蒙古进口铜精矿数量稳步增长，OT 矿增产或将进一步推动跨境综合物流增长。蒙古作为我国第三大铜精矿进口来源国，凭借其地理区位和价格优势，其生产的铜精矿具有较强竞争力。2024 年我国进口蒙古铜精矿 154.85 万吨，同比增长 9.07%，2025 年 1~5 月进口量达 77.99 万吨，同比增长 33.84%。蒙古铜精矿已成为蒙古出口增长的主要驱动力，主力企业奥尤陶勒盖（OT LLC）2024 年出口 110 万吨铜精矿。随着 OT 矿扩产（据我国驻蒙古大使馆经济商务处，OT 矿预计 2025 年产量增长 50%，2026~2030 年年均铜开采量将达 50 万吨），叠加 2026 年嘎舒苏海图至甘其毛都段铁路通车，预计将带来铜精矿外运能力提升，公司跨境综合物流业务有望迎来新一轮发展机遇。

图表 24：2017~2025 年 5 月我国铜精矿进口比例（%）



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所，注：无 2018 年进口美国铜精矿数据

图表 25：2017~2025 年 5 月我国从各国进口铜精矿的价格（美元/千克）



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所，注：无 2018 年进口美国铜精矿数据

图表 26：2017~2025 年 5 月我国从蒙古进口铜精矿数量（万吨）及同比变化（%）



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

签订长期合作合同，确保业绩稳健性以及可持续性。2020 年 7 月，公司与蒙古奥尤陶勒盖公司（OT LLC）签订 5+2 年期物流总包合同，承揽其每年不低于 70 万吨铜精粉仓储及矿山耗材设备的跨境综合物流服务。OT LLC 拥有全球顶级铜矿资源（探明储量：铜 3110 万吨、黄金 1328 吨、白银 7600 吨），该矿自 2013 年投产，预计开采周期达 50 年。此次合作不仅巩固了公司作为 OT 长期物流伙伴的地位，更以甘其毛都口岸为核心，为中蒙跨境物流业务提供了稳定的收入保障和增长基础。

图表 27：公司供应链管理业务重大合同情况（截至 2024 年末）

序号	合同名称	签约对方	主要内容	合同金额	合同期限
1	TERMINAL MANAGEMENT AND FREIGHT FORWARDING SERVICES	奥尤陶勒盖有限责任公司（OYU TOLGOI LLC）	每年不低于 70 万吨的铜精粉仓储和研磨球、生石灰、矿山耗材及设备的跨境综合物流服务	以人民币计价，按照合同固定单价进行结算	2020 年 7 月 10 日起开始执行，合同有效期 5 年，到期后可经 OT LLC 同意再延长 2 年
2	Aktogay 第二选矿厂的工程扩建项目国际物流运输承包	KAZ Minerals PLC（哈萨克矿业有限公司）	哈萨克矿业 Aktogay 第二选矿厂的工程扩建项目国际物流运输承包商	中标金额为 17,000,000 美元	公告日期为 2018 年 7 月 2 日
3	Aktogay 项目 KAL1902-0277-000547 和 KAL1902-0372-000565 两份合同、Bozshakol 项目 KBL1902-0278-000304 和 KBL1902-0370-000560 两份合同	哈萨克矿业有限公司（KAZ Minerals PLC）	在 2019 年至 2021 年期间为哈萨克矿业 Aktogay、Bozshakol 项目提供生产铜精粉所用易耗材料-研磨球、衬板以及其他运营生产设备的全程国际物流服务	总计 2,291.20 万美元（按 1:6.71 的汇率折算约为人民币 15,373.95 万元）	合同期限自 2019 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日
4	与山西高义、内蒙古伊泰、内蒙古中驰分别签订了《货物运输代理合同》、《物流辅助服务协议》和《货物运输代理合同》	山西高义钢铁有限公司、内蒙古伊泰准格尔煤炭运销有限责任公司和内蒙古中驰能源有限公司	公司为山西高义的蒙古进口铁矿石、铁精粉类货物提供从二连浩特口岸到侯马北站的铁路集装箱运输服务、为内蒙古中驰的蒙古进口煤炭提供从金泉工业园区到官庄站的铁路集装箱运输服务、为内蒙古伊泰的自营煤炭提供从呼和浩特南站到东大沽站的铁路集装箱运输业务	总计人民币 21,400.00 万元	2019 年 4 月 1 日/12 日至 2019 年 12 月 31 日/2020 年 4 月 12 日
5	中国黄金集团有限公司集中采购中心、中国金域黄金物资有限公司《货物运输和运输代理集中采购中标通知书》	河南中原黄金冶炼厂有限责任公司	向中原黄金提供自青岛港、二连浩特口岸、甘其毛都口岸至三门峡站、三门峡西站大宗矿产品物流运输服务	中标金额为人民币 9,026.23 万元（含税）	公告日期为 2019 年 6 月 13 日

资料来源：公司公告、华源证券研究所

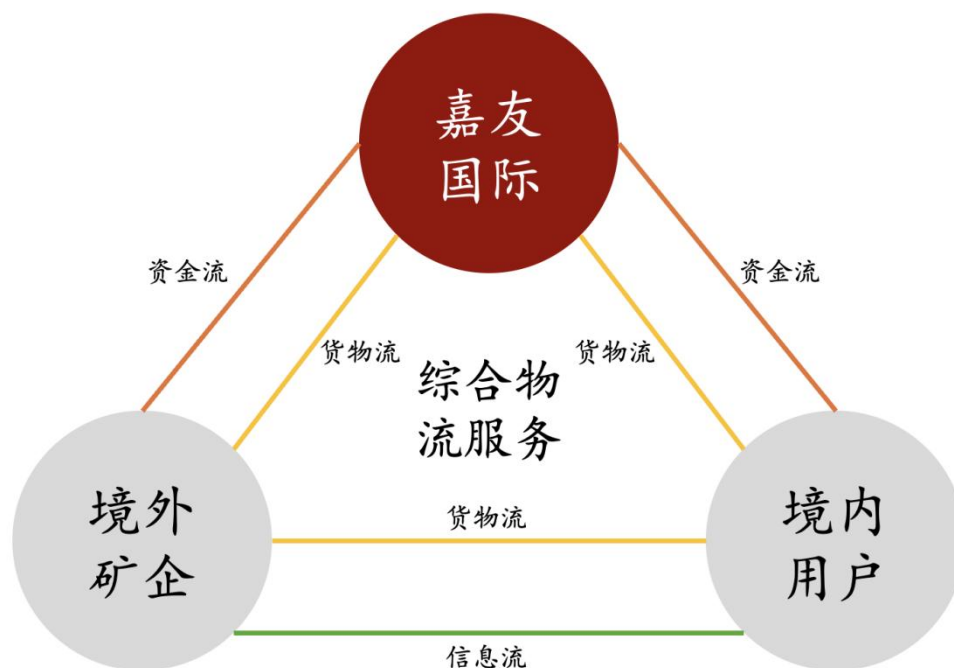
公司以蒙古口岸经验为蓝本，在非洲构建“点-线-网”三级进阶式物流生态，通过特许经营权卡位关键节点、收购 BHL 打通运输动脉、拓展海陆港口强化网络纵深，奠定资源型跨境物流的长期统治力。自 2018 年起，公司依托蒙古口岸运营的成功经验，战略性开拓非洲市场，瞄准其与蒙古相似的内陆矿区跨境物流需求。通过聚焦中部、东部及南部非洲的陆港、边境口岸和港口资源，公司已构建起一体化物流网络：成功获取刚果（金）和赞比亚边境口岸特许经营权，形成贯通非洲南部的资源运输枢纽；2024 年进一步拓展至坦桑尼亚，推进海陆港一体化开发，同时收购 BHL 获得千余辆运输资源，强化“车队-仓储-港口-口岸”全链条协同能力，为非洲业务持续发展奠定坚实基础。

3. 供应链贸易业务：长协锁定资源与客户，焦煤景气反转有望推动业务改善

公司依托口岸与蒙矿资源，以物贸一体化模式提供跨境主焦煤全链条服务，通过收取物流服务费替代传统商品差价盈利，显著降低价格风险，并以预付款机制强化风控。公司供应链贸易业务以中蒙主焦煤产业为核心，以跨境多式联运综合物流服务为基础，通过物贸一体化模式提供全链条服务，从而进行更全面的资源整合。区别于传统贸易，公司以自营方式开展业务，整合公开市场信息、价格反馈、运输仓储及结算等环节，以物流解决方案替代商品差价盈利，承担较小的价格波动风险，并依托物流持续降本增效进一步强化盈利能力。

公司与 Energy Resources LLC 等蒙古大型矿产企业合作，业务模式为：1）根据矿方报价叠加物流成本确定销售价；2）与下游客户（境内焦化厂、冶炼厂、大型商贸公司）签订销售合同并收取预付款；3）同步完成境外采购。盈利来源主要为跨境物流全环节服务费，包括仓储、报关、装卸及运输等费用。该模式既保障了上下游供需衔接，又通过预付款机制有效控制经营风险。

图表 28：供应链贸易业务模式



资料来源：公司公告、华源证券研究所

公司通过签订长期合作协议，稳定锁定了蒙古煤炭的进口资源与国内销售渠道。蒙古方面，公司与嘎塔铁路总承包商博迪国际、TT 矿运营商珍宝塔本陶勒盖以及 Mongolian Mining Corporation 签订 4-5 年以及 10 年的长期合作协议，2025 年采购煤炭数量约为 1060 万吨，2025 年之后年均煤炭采购数量约为 700 万吨。国内企业方面，公司与国家能源以及内蒙古煤焦化签订 5 年长期合作协议，年均供应煤炭不少于 500 万吨。

图表 29：公司供应链贸易业务重大合同情况（截至 2024 年末）

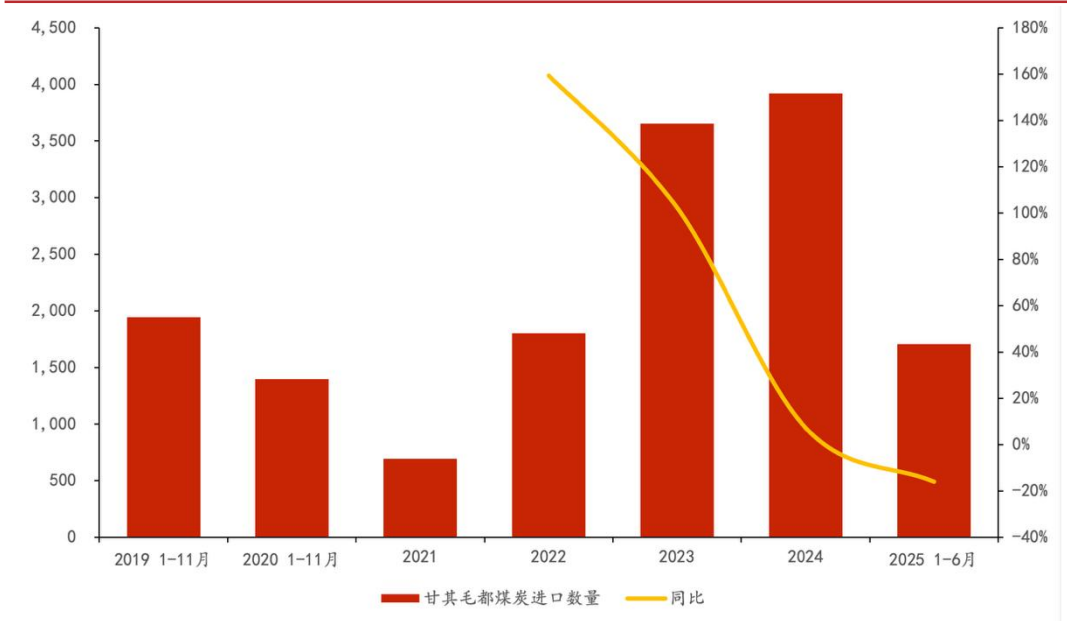
序号	合同名称	签约对方	主要内容	合同金额	合同期限
1	与博迪国际签订的《合作合同》	博迪国际有限责任公司	全资子公司四年共向博迪国际采购主焦煤 600 万吨	双方应在每个季度的第一个月签署价格确认单确认调整价格	2021 年合同签订后生效，有效期为四年
2	与国家能源签订《战略合作框架协议》	国家能源集团煤焦化有限责任公司	国家能源向公司采购总数量不少于 500 万吨主焦煤		2021 年 5 月 11 日至 2026 年 12 月 31 日（如双方无异议自动延至 2029 年 12 月 31 日）
3	与 ERDENES TAVAN TOLGOI JSC（珍宝塔本陶勒盖公司）签署《采购合同》	珍宝塔本陶勒盖公司（ERDENES TAVAN TOLGOI JSC）	采购包括主焦原煤 1,500 万吨以及半软焦煤 150 万吨和风化煤 150 万吨，总计 1,800 万吨，公司负责自蒙古国矿山提货至终端用户的中蒙跨境综合物流服务	蒙古主焦煤价格采用一篮子公开的煤炭价格指数，按季度进行价格调整	2021 年合同生效之日起至合同约定的双方权利义务履行完毕为止（预计五年履行完毕）
4	与神华内蒙古煤焦化以及 MMC 三方签署《国际矿能产品跨境供应链业务合作框架协议》	神华内蒙古煤焦化有限责任公司以及 Mongolian Mining Corporation（MMC）	未来 5 年内每年度供应 300 万吨主焦煤及 100 万吨 1/3 焦煤产品		本协议自签署之日开始生效至 2023 年 4 月 10 日。
5	与 MMC 签订《长期合作协议》	Mongolian Mining Corporation	每年增加销售 150 万吨-300 万吨各类焦煤产品给公司及其关联公司，公司提供物贸一体化方案，保证产品稳定供应给终端用户		自 2025 年 1 月 1 日起生效，有效期至 2029 年 12 月 31 日，除非按协议规定提前终止。经双方协商一致，在本协议 5 年期满后，经双方同意，本协议将延续 5 年
6	与 Mongolian Mining Corporation 签署收购 Khangad Exploration LLC 20%股权和煤炭长期合作协议	Mongolian Mining Corporation	公司前五年向 MMC 采购至少每年 150 万吨的煤炭产品，随后五年公司向 MMC 采购至少每年 200 万吨的煤炭产品，即十年内合计采购煤炭产品 1,750 万吨，煤炭产品包括不低于煤炭产品总量 50%的洗精主焦煤，以及洗选半软焦煤和洗选动力煤，或任何经双方同意的其他煤炭产品		自 Khangad Exploration LLC 20%股权款支付日起连续十年或 1,750 万吨煤炭产品交付完成后失效，失效时间以后到者为准

资料来源：公司公告、华源证券研究所

2022-2024 年，公司通过战略聚焦主焦煤业务、扩大蒙煤进口规模，驱动供应链贸易量价齐升。1) 2017-2018 年，得益于蒙焦煤需求增长与神华签订协议，叠加拓展铜精矿业务进而推动业务收入与毛利润增长。2) 2019 年，受当地政策影响，公司主焦煤运输配额缩减致使业务收入与毛利润下滑。3) 2020-2021 年，受外部因素影响，业务收入与毛利润存在波动；但得益于 2021 年公司整合了产业链供应链，提高了全程物流服务比例以及拓展了服务范围，并获得蒙古段运费等物流服务费快速增长红利，致使主焦煤业务毛利润提升，毛利率大幅增长。同年，公司还探索性布局了海港进口的大宗矿产品供应链贸易（非煤供应链贸易品类），但该业务毛利率较低。

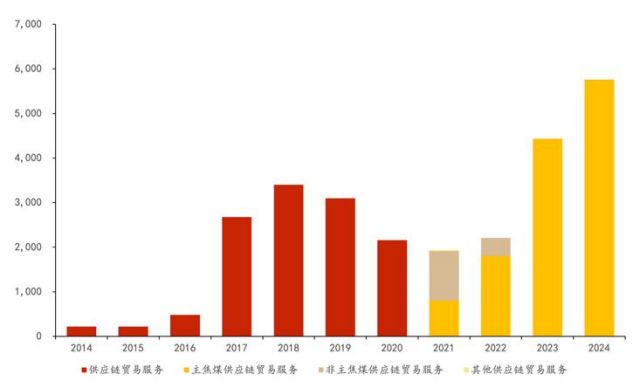
4) 2022-2024 年，公司深化主焦煤品类业务拓展，减少非主焦煤业务开展，蒙古主焦煤进口量与业务规模增长推高业务收入与毛利润，2024 年供应链贸易服务实现业务收入 57.53 亿元，同比增长 29.70%，毛利润 7.63 亿元，同比增长 46.12%。

图表 30：2019 年~2025 年 6 月甘其毛都口岸进口煤炭数量（万吨）



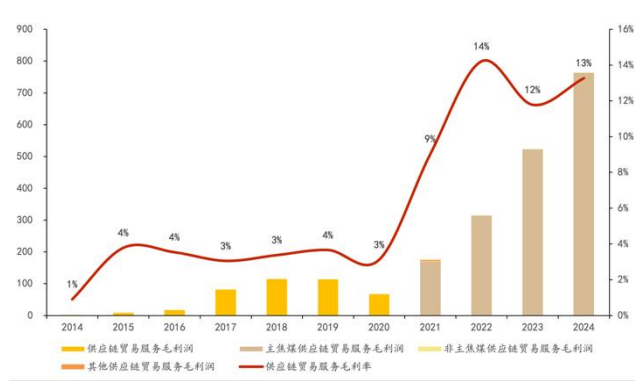
资料来源：巴彦淖尔市人民政府官网、巴彦淖尔市商务局、华源证券研究所

图表 31：2014 年~2024 年公司供应链贸易业务收入情况（百万元）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 32：2014 年~2024 年公司供应链贸易毛利润（百万元）以及毛利率情况（%）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

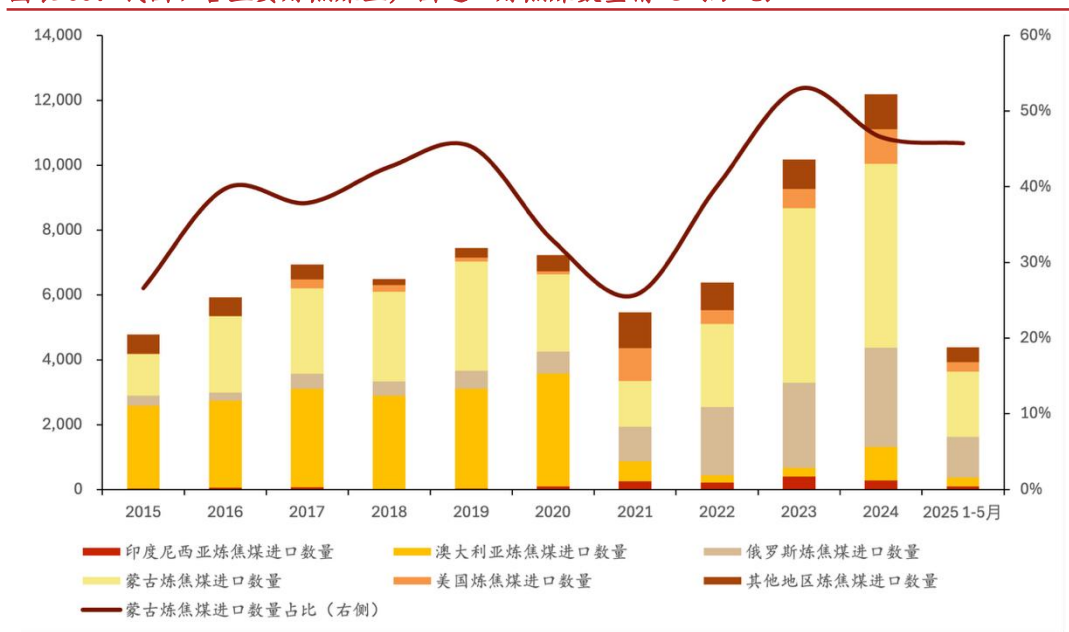
地缘政治重塑炼焦煤进口结构，“蒙煤+俄煤”成为新基本盘，奠定中长期进口增量基础。

澳煤和蒙煤较我国生产的炼焦煤更为优质，含硫量更低，同时我国优质煤炭资源紧张，致使对进口炼焦煤有较大需求。1) 2015-2020 年，澳煤为我国炼焦煤进口核心，主要得益于其较蒙煤更具低灰、低硫、高热量等优点，且煤炭品质相对稳定，叠加海路运输规模较大，成本相对较低，致使澳煤的进口数量在多数年份大于蒙煤的进口数量。2) 2021-2025 年 5 月，受地缘因素影响，我国降低对澳煤的依赖，炼焦煤进口格局从“澳煤+蒙煤”转换至“蒙煤+俄煤”，尽管后续恢复了对澳煤的进口通道，但由于对澳煤的限制已达 2 年之久，中澳已形成了较为饱和的进出口格局。

2022 年，嘎舒苏海图（甘其毛都蒙方口岸）至塔本陶勒盖（TT 矿）的铁路建成通车，叠加 AGV 运输系统投入使用，蒙古煤炭外运能力有所强化。嘎舒苏海图至甘其毛都段铁路预

计将于 2026 年通车，通车后每年可运输 3000 万吨以上货物，承担蒙古 55%~60% 的煤炭出口量，蒙古煤炭外运能力预计将进一步提升。

图表 33：我国从各主要炼焦煤生产国进口炼焦煤数量情况（万吨）

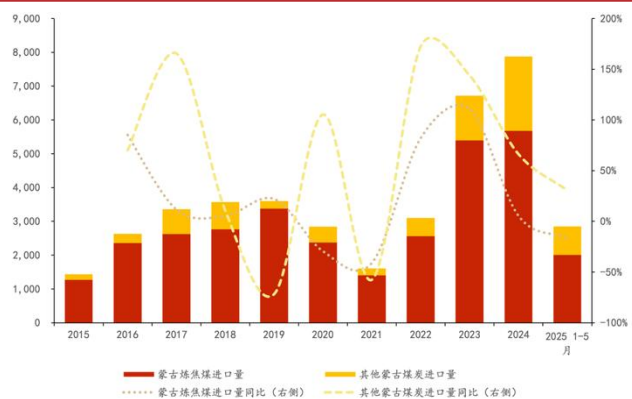


资料来源：同花顺 iFinD、海关总署、华源证券研究所

铁水产量回升叠加蒙煤库存下降驱动价格修复，蒙焦煤有望进入反弹周期。1) 2020-2022 年，受外部因素影响，蒙煤供不应求，价格出现增长，其中 2020 年对澳煤的限制与 2021 年实施的“双碳”政策进一步扩大了炼焦煤缺口。2) 2023 年，受煤炭保供稳价政策以及外部因素结束影响，我国煤炭产能持续释放，叠加蒙煤、俄煤进口量增长，澳煤恢复进口；同时房地产市场低迷，致使市场供需形势改善，蒙古炼焦煤价格出现回落。

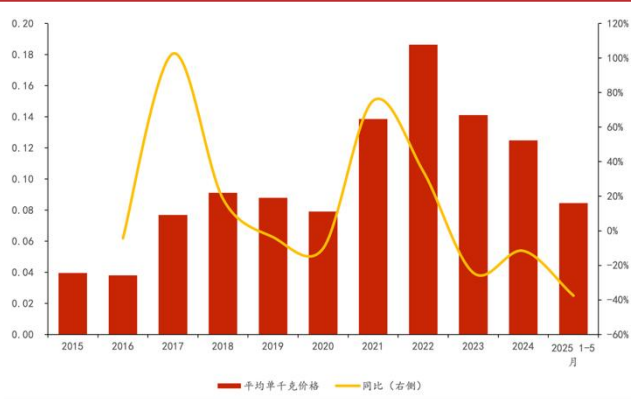
3) 2024-2025 年 5 月，房地产市场延续下行趋势，叠加制造业增速放缓，粗钢产量出现下滑，同时国内炼焦煤产能延续恢复态势，致使焦煤库存压力较大；2025 年前五个月蒙古炼焦煤进口量为 0.20 亿吨，同比下降 16.64%，平均单千克价格为 0.08 美元，同比下降 37.46%。4) 2025 年 6-7 月，铁水产量恢复带来的需求提振与蒙煤库存减少导致的供应趋紧驱动焦煤价格反弹，截至 2025 年 7 月 21 日，DCE 焦煤收盘价为 972.5 元，较 2025 年 6 月 3 日增长 35.26%。

图表 34：2015 年~2025 年 5 月蒙古煤炭与炼焦煤进口量情况（万吨）及同比变化（%）



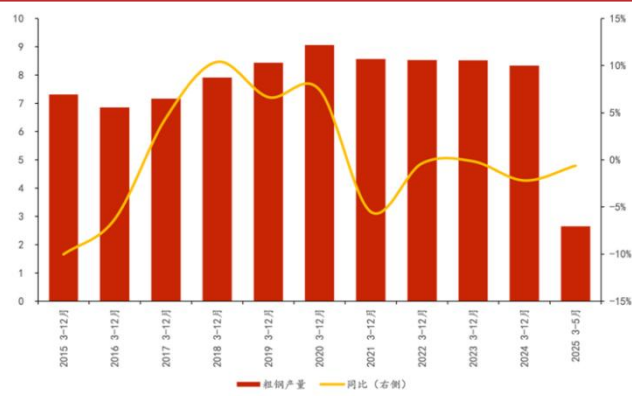
资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

图表 35：2015 年~2025 年 5 月蒙古炼焦煤平均单千克价格（美元）及同比变化（%）



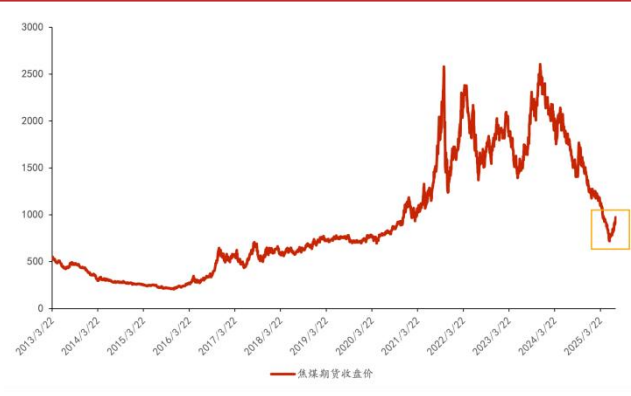
资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

图表 36：2015 年 3 月~2025 年 5 月（每年 3 月~12 月）我国粗钢产量情况（亿吨）及同比变化（%）



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

图表 37：2013~2025 年 7 月 21 日，DCE 焦煤收盘价情况（元）



资料来源：WIND、华源证券研究所

4. 陆港项目服务：卡位资源通道，“基建投资+持续运营”双轮驱动

投资建设陆港基础设施，构建跨境多式联运网络。公司深耕陆锁国及地区的跨境物流业务，通过持续投资建设陆运口岸基础设施，形成了一套独立且可持续盈利的国际陆港运营模式。聚焦中非铜钴带区域（刚果（金）、赞比亚），公司针对矿产物流需求，投资改造当地落后的口岸和道路设施，构建“公路-铁路-港口”多式联运网络，有效解决了基础设施不足与物流需求增长的矛盾，实现了跨境运输的降本增效和可持续运营。公司自 2018 年起将跨境口岸综合物流模式成功复制至非洲市场，2019 年与刚果（金）政府签约建设卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路与陆港现代化改造项目，打通科卢韦齐、卢本巴希铜钴矿产区关键物流通道。2022 年项目投入试运营后，已形成公路运输及陆港服务双重收入来源，成为公司业绩新增长点。

TRANS-AFRICAN HIGHWAYS

- ① Cairo–Dakar
- ② Algiers–Lagos
- ③ Tripoli–Windhoek–(Capetown)
- ④ Cairo–Gaborone–(Capetown)
- ⑤ Dakar–Ndjamena
- ⑥ Ndjamena–Djibouti
- ⑦ Dakar–Lagos
- ⑧ Lagos–Mombasa
- ⑨ Beira–Lobito

— paved unpaved

0 1000
kilometres

刚果（金）矿产资源丰富，公路运输存在优化空间。刚果（金）作为非洲矿产资源核心区，拥有全球重要的有色金属储量，其中铜、钴、钽铌矿等资源尤为突出。其南部铜钴矿带聚集了大量中资矿产企业，形成重要的矿业开发集群，科卢韦齐矿区每年铜钴矿产量超过了100万吨。该地区矿产开发全周期的物资运输——从建设设备、矿粉到半成品——完全依赖公路运输体系。在卡萨公路建成前，所有货物需经卡松巴莱萨口岸转运至赞比亚港口，导致严重拥堵：日均滞留车辆排队长达70公里，口岸延误最高达7-10天，严重制约了物流效率。这一瓶颈直接影响了整个矿区的开发进程和运输成本。

第 24 页 / 共 31 页

非洲铁路网重要节点) 仅 30 公里的 SAKANIA 陆港, 构建高效公铁多式联运体系, 在降低运输成本的同时大幅提升运力供给。

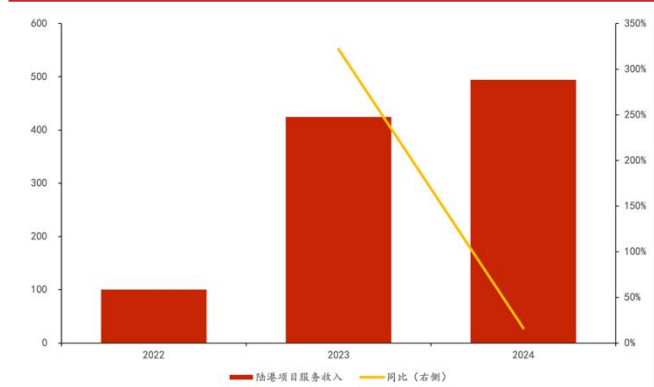
图表 39: 卡萨项目地理位置图



资料来源: 公司公告、华源证券研究所

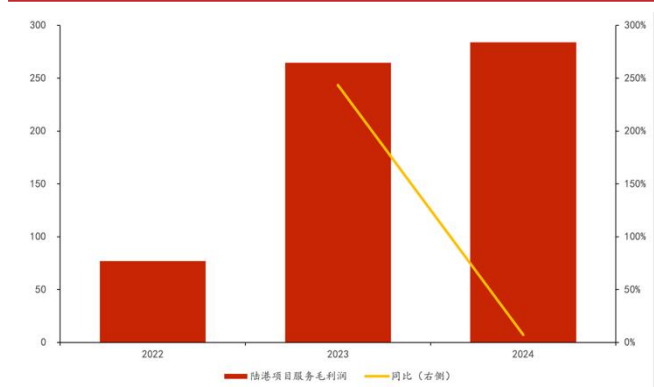
陆港项目进入产能爬坡期, 车流量稳步增长。1) 2022 年, 卡萨道路与陆港的现代化改造项目启动试运营, 运营成本较低。2) 2023 年, 道路及口岸通车量稳步增长推高业务收入与毛利润, 但项目全面运营带来了较高的投入运营成本, 致使毛利率下滑。3) 2024 年, 延续 2023 年车流量与货运量稳步增长态势, 全年实现业务收入 4.94 亿元, 同比增长 16.42%, 毛利润 2.84 亿元, 同比增长 7.31%。

图表 40：2022~2024 年陆港项目服务收入（百万元）及同比变化（%）



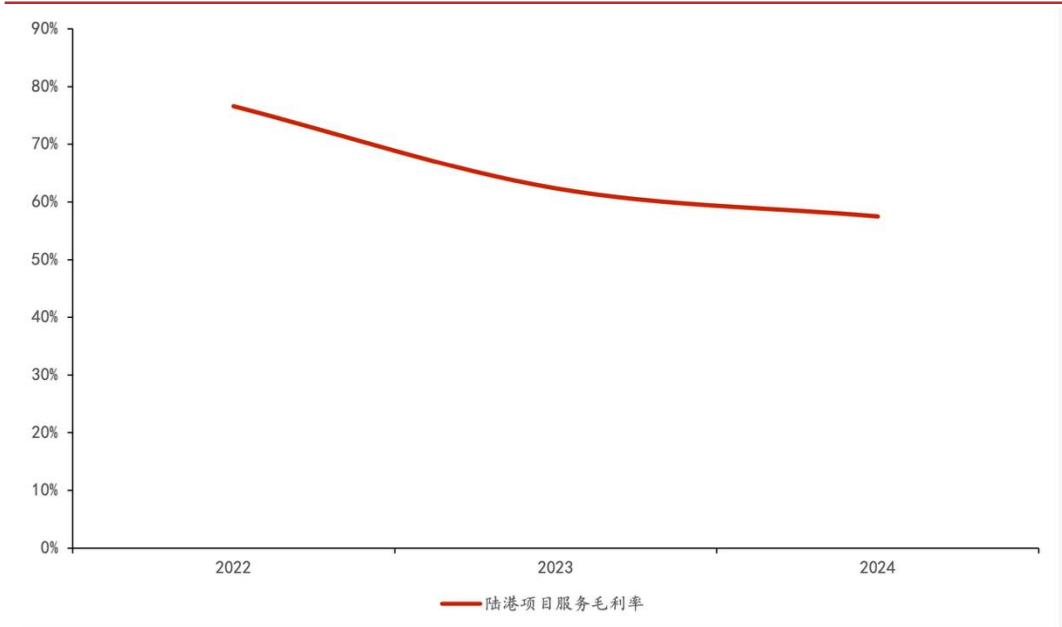
资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 41：2022~2024 年陆港项目服务毛利润（百万元）及同比变化（%）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 42：2022~2024 年陆港项目服务毛利率（%）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

持续完善非洲跨境综合运输网络，项目落地将带来增量收益释放。2022-2024 年期间，公司投资建设刚果（金）迪洛洛项目、赞比亚萨卡尼亚项目以及赞比亚莫坎博项目，合计投资 4.96 亿美元；此外，2024 年公司拟在坦桑尼亚开发、运营通杜马陆港以及运营、开发坦噶尼港口物流与航道管理，上述项目的布局标志着公司持续构建便捷、高效、长期可持续性发展的跨境多式联运服务体系，不断完善从矿区至港口的资源运输通道与非洲跨境综合物流网络，项目落地后，预计将进一步夯实公司在非洲业务的核心竞争力。

图表 43：除卡萨项目外，公司在非洲布局的项目情况（截至 2024 年末）

项目名称	项目区域	投资金额(亿美元)	建设周期	项目主要建设内容	项目影响	运营周期
坎布鲁鲁至迪洛洛道路与迪洛洛陆港现代化改造项目	刚果(金)	3.63	5	1) 修复和改造第 39 号国道坎布鲁鲁(Kambululu)至迪洛洛(Dilolo)路段 219.4 公里公路。2) 修复和改造卢阿拉巴省迪武玛(Divuma)至基森盖(Kisenge) 28 公里夯实土路。3) 修复和改造卢阿拉巴省卡萨吉(Kasaji)至卢厄(Lueu) 7 公里夯实土路。4) 建设 4 个收费站和 2 个称重站。	贯通刚果(金)铜矿带向西与安哥拉洛比托港口之间的矿产资源运输通道,形成横跨东西、覆盖刚果(金)南部、连通东南非、西非港口的物流基础设施网络。	25
萨卡尼亚口岸和恩多拉至穆富利拉道路升级改造项目	赞比亚	0.76	3	1) 赞比亚萨卡尼亚口岸。2) 恩多拉至萨卡尼亚公路(约 17.26 公里)以及通往萨卡尼亚边境道路(约 1.5 公里)。3) 萨卡尼亚至穆富利拉公路(约 41.7 公里)。4) 恩多拉至萨卡尼亚公路收费站,萨卡尼亚至穆富利拉公路收费站。5) 办公、生活以及配套商业设施。	实现刚果(金)萨卡尼亚陆港与赞比亚萨卡尼亚口岸的高效联动,提升跨境通关效率,改善刚果(金)、赞比亚物流发展现状,打造铜钴矿带通往恩多拉的陆路运输通道。	22
莫坎博口岸和穆富利拉至莫坎博道路升级改造项目	赞比亚	0.57	2	1) 赞比亚莫坎博口岸。2) 穆富利拉至莫坎博公路(约 25.75 公里),包括穆富利拉市区路段和莫坎博城镇路段。3) 莫坎博至穆富利拉公路 1 个收费站。4) 办公、生活以及配套设施。	实现刚、赞两国萨卡尼亚、莫坎博边境口岸的双向对接与高效联动,有效提升区域跨境物流与通关效率。	22
与坦桑尼亚港务局签订合作备忘录	坦桑尼亚			开发、运营通杜马陆港以及运营、开发坦噶港港口物流及航道管理	实现覆盖刚果(金)、赞比亚、坦桑尼亚、纳米比亚、博茨瓦纳、津巴布韦、南非等国家的港口-口岸公铁联运跨境综合物流网络	

资料来源：公司公告、华源证券研究所

5. 盈利预测与评级

5.1. 盈利预测

1) 收入：a) 跨境多式联运综合物流业务收入：2025~2027 年，预计 OT 矿增产、2026 年甘其毛都短盘铁路通车，同时公司持续完善非洲物流网络，叠加中亚业务释放增量收益，预计收入将持续增长。b) 供应链贸易业务收入：2025 年，预计焦煤价格存在波动；2026~2027 年，预计蒙古炼焦煤价格恢复，从而带来收入增长。c) 陆港业务收入：2025~2026 年，预计卡萨项目产能爬坡期，车流量增长带动收入提升；2027 年，预计赞比亚萨卡尼亚项目与赞比亚莫坎博项目投入运营，从而推高收入。d) 其他业务：预计收入将保持稳定。

2) 成本：公司持续深化主焦煤业务，拓展跨境综合物流业务，完善非洲运输网络，尽管市场存在一定不确定性，我们预计公司未来毛利率仍将较为稳定。

3) 费用：公司持续推进精细化管理，预计费用率将稳中有降。

图表 44：嘉友国际关键财务项目预测

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6995.26	8753.60	9169.05	9629.07	10189.11
yoy	44.85%	25.14%	4.75%	5.02%	5.82%
供应链贸易服务	4435.56	5752.75	5049.15	5282.05	5540.82
yoy	100.81%	29.70%	-12.23%	4.61%	4.90%
跨境多式联运综合物流服务	2002.54	2447.58	2701.78	2803.15	2910.20
yoy	-1.84%	22.22%	10.39%	3.75%	3.82%
陆港项目服务	424.52	494.24	514.62	640.37	1217.98
yoy	322.00%	16.42%	4.12%	24.44%	90.20%
PPP 项目合同	129.14	55.95	900.42	900.42	517.04
yoy	-72.94%	-56.68%	1509.42%	0.00%	-42.58%
其他业务	3.50	3.08	3.08	3.08	3.08
yoy	27.88%	-11.79%	0%	0%	0%
营业成本	5636.29	6955.02	7372.80	7683.62	7967.59
yoy	44.60%	23.40%	6.01%	4.22%	3.70%
毛利率	19.43%	20.55%	19.59%	20.20%	21.80%
销售费用率	0.18%	0.14%	0.14%	0.13%	0.13%
管理费用率	1.63%	2.53%	2.50%	2.40%	2.40%
研发费用率	0.32%	0.31%	0.31%	0.29%	0.29%

资料来源：公司公告、华源证券研究所

5.2. 评级

嘉友国际作为跨境多式联运龙头企业，深耕陆锁国跨境综合物流业务，积累了丰富的行业经验，随着公司持续完善业务布局，提升公司运营效率，公司业绩与盈利能力有望持续提升。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 12.73/14.22/16.40 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 14.4x/12.9x/11.2x，参考嘉诚国际、北方国际、华贸物流可比公司估值，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 45：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元/股）			PE		
			25E	26E	27E	25E	26E	27E
603535.SH	嘉诚国际	10.63	0.46	0.54	0.61	23.11	19.69	17.43
000065.SZ	北方国际	10.88	0.99	1.14	1.26	10.97	9.59	8.61
603128.SH	华贸物流	6.07	0.38	0.42	0.46	16.06	14.32	13.08
平均值						16.71	14.53	13.04

资料来源：同花顺 iFinD，华源证券研究所

注：可比公司均采用同花顺 iFinD 一致预期，估值日期 2025 年 10 月 17 日

6. 风险提示

1) 宏观经济波动导致贸易量不及预期，如果经济波动，国际间贸易量下滑，导致商品需求及物流运输需求减少，公司收入有可能低于预期。

2) 项目建设不及预期，如果公司投资建设项目的进度不及预期，公司收入有可能低于预期。

3) 非洲局势变化导致收入不及预期，如果未来非洲地区出现冲突，非洲项目存在关停可能性，公司收入有可能低于预期。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	925	962	1,011	1,069
应收票据及账款	466	565	593	628
预付账款	623	745	783	828
其他应收款	40	58	61	64
存货	1,374	1,373	1,431	1,484
其他流动资产	52	55	57	61
流动资产总计	3,480	3,758	3,936	4,134
长期股权投资	702	731	760	789
固定资产	1,123	1,139	1,196	1,198
在建工程	35	129	73	67
无形资产	1,779	1,981	2,458	3,073
长期待摊费用	1	0	0	0
其他非流动资产	525	1,160	1,461	1,205
非流动资产合计	4,164	5,140	5,948	6,333
资产总计	7,645	8,899	9,884	10,467
短期借款	158	447	506	35
应付票据及账款	584	905	943	978
其他流动负债	1,082	974	1,020	1,070
流动负债合计	1,825	2,325	2,469	2,083
长期借款	3	3	3	2
其他非流动负债	77	77	77	77
非流动负债合计	80	80	79	79
负债合计	1,904	2,405	2,548	2,162
股本	977	1,368	1,368	1,368
资本公积	1,320	929	929	929
留存收益	3,295	4,044	4,880	5,845
归属母公司权益	5,592	6,341	7,178	8,143
少数股东权益	148	153	158	163
股东权益合计	5,740	6,494	7,335	8,305
负债和股东权益合计	7,645	8,899	9,884	10,467

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	1,281	1,237	1,386	1,615
折旧与摊销	156	188	222	261
财务费用	10	10	17	8
投资损失	-34	-34	-34	-34
营运资金变动	-556	-29	-45	-54
其他经营现金流	52	12	48	36
经营性现金净流量	909	1,384	1,594	1,832
投资性现金净流量	-1,218	-1,102	-1,002	-617
筹资性现金净流量	-547	-245	-543	-1,156
现金流量净额	-853	37	48	59

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,754	9,169	9,629	10,189
营业成本	6,955	7,373	7,684	7,968
税金及附加	31	32	34	36
销售费用	13	13	13	13
管理费用	222	229	231	245
研发费用	27	28	28	30
财务费用	10	10	17	8
资产减值损失	-45	-36	0	0
信用减值损失	-1	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	34	34	34	34
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	1	0	0	0
其他收益	12	12	12	0
营业利润	1,498	1,494	1,669	1,924
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	1	1	1	1
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,500	1,496	1,671	1,926
所得税	219	218	244	281
净利润	1,281	1,278	1,427	1,645
少数股东损益	5	5	5	5
归属母公司股东净利润	1,276	1,273	1,422	1,640
EPS(元)	0.93	0.93	1.04	1.20

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	25.14%	4.75%	5.02%	5.82%
营业利润增长率	23.99%	-0.28%	11.71%	15.30%
归母净利润增长率	22.88%	-0.28%	11.74%	15.33%
经营现金流增长率	-41.48%	52.36%	15.14%	14.90%
盈利能力				
毛利率	20.55%	19.59%	20.20%	21.80%
净利率	14.64%	13.93%	14.82%	16.15%
ROE	22.83%	20.07%	19.82%	20.15%
ROA	16.70%	14.30%	14.39%	15.67%
估值倍数				
P/E	14.35	14.39	12.88	11.17
P/S	2.09	2.00	1.90	1.80
P/B	3.28	2.89	2.55	2.25
股息率	3.73%	2.86%	3.20%	3.69%
EV/EBITDA	12	11	10	8

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。