

嘉友国际 (603871.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q3 营收同比增长 业绩降幅收窄

业绩简评

2025 年 10 月 27 日，嘉友国际发布 2025 年三季度报告。2025Q1-Q3 公司营业收入 65.7 亿元，同比增长 0.4%；归母净利润为 8.7 亿元，同比下滑 19.7%。其中 3Q2025 营收为 24.9 亿元，同比增长 30.6%；归母净利润为 3.13 亿元，同比下降 4.9%。

经营分析

主焦煤价格环比上涨，Q3 营收同比增长。3Q2025 公司收入同比增长 30.6%，主要系公司业务增长导致收入增加，分市场看：(1) 中蒙市场：公司主要经营蒙古主焦煤，受国内反内卷政策影响，国内主焦煤市场均价 Q3 季环比提升 15.2%，Q3 末价格较 Q2 末价格提升 37.5%，利好营收增长；(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，公司续拓展运输线。(3) 中亚市场：公司依托霍尔果斯口岸的海关监管场所及区位优势，积极拓展跨境运输业务，持续扩大中亚市场规模，不断提升跨境物流服务能力。

毛利率同比下滑，费用率下降净利率下降。3Q2025 公司毛利率为 16.6%，同比下降 6.7pct。3Q2025 公司期间费用率下降 1.71pct 至 1.9%，其中管理费用率 2.50%，同比下降 0.87pct，主要由于公司营业收入同比增长。3Q2025 公司投资收益为 0.10 亿元，同比下降 39.5%。由于毛利率下滑费用率上升，公司实现归母净利率 12.6%，同比下降 4.7pct。2025Q1-Q3 公司经营性现金流净额同比增长 50.6%，主要系主焦煤采购减少所致。

供给端扰动不断，焦煤价格上涨利好公司 Q4 业绩。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。展望 Q4，Q4 供给端扰动不断，山西安全检修等因素导致减产煤矿增多，内蒙乌海地区受环保影响产量下滑，利好焦煤价格上涨。10 月中旬主焦煤价达到 1490 元/吨，达到全年最高，焦煤价格上涨利好 Q4 业绩。

盈利预测、估值与评级

考虑到 Q3 公司业绩仍下滑，下调公司 2025-2027 年净利润预测至 11.5 亿元、15.5 亿元、19.3 亿元 (原 12.9 亿元、16.0 亿元、19.1 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)：13.60 元

相关报告：

1.《嘉友国际公司点评：H1 业绩承压 反内卷 H2 业绩可期》，2025.8.27

2.《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	8,835	10,539	12,564
营业收入增长率	44.85%	25.14%	0.93%	19.29%	19.21%
归母净利润(百万元)	1,039	1,276	1,153	1,545	1,929
归母净利润增长率	52.60%	22.88%	-9.70%	34.05%	24.88%
摊薄每股收益(元)	1.486	1.306	1.179	1.581	1.975
每股经营性现金流净额	2.22	0.93	1.56	1.66	2.05
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.31%	22.83%	18.68%	22.26%	24.41%
P/E	10.67	14.81	11.96	8.92	7.15
P/B	2.27	3.38	2.24	1.99	1.74

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	8,835	10,539	12,564
增长率	44.8%	25.1%	0.9%	19.3%	19.2%	
主营业务成本	-3,898	-5,636	-6,955	-7,183	-8,493	-10,038
%销售收入	80.7%	80.6%	79.5%	81.3%	80.6%	79.9%
毛利	932	1,359	1,799	1,652	2,046	2,526
%销售收入	19.3%	19.4%	20.5%	18.7%	19.4%	20.1%
营业税金及附加	-15	-26	-31	-31	-37	-44
%销售收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-7	-12	-13	-16	-18	-20
%销售收入	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-75	-114	-222	-224	-148	-163
%销售收入	1.6%	1.6%	2.5%	2.5%	1.4%	1.3%
研发费用	-26	-22	-27	-28	-33	-39
%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	1,354	1,810	2,259
%销售收入	16.7%	16.9%	17.2%	15.3%	17.2%	18.0%
财务费用	-6	13	-10	2	7	10
%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	1,356	1,817	2,269
营业利润率	16.6%	17.3%	17.1%	15.4%	17.2%	18.1%
营业外收支	-3	-2	2	0	0	0
税前利润	798	1,207	1,500	1,356	1,817	2,269
利润率	16.5%	17.2%	17.1%	15.4%	17.2%	18.1%
所得税	-118	-165	-219	-198	-265	-331
所得税率	14.8%	13.7%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%
净利润	680	1,041	1,281	1,159	1,552	1,938
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	1,153	1,545	1,929
净利率	14.1%	14.8%	14.6%	13.0%	14.7%	15.4%

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	1,159	1,552	1,938
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	215	-92	-118
经营活动现金净流	508	1,553	909	1,525	1,620	2,007
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	-149	-25	0
其他	-236	-291	-613	-580	-773	-965
筹资活动现金净流	-239	-185	-547	-729	-798	-965
现金净流量	-189	833	-853	358	382	558

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	1,283	1,664	2,222
应收款项	241	358	416	391	466	556
存货	793	889	1,374	1,169	1,382	1,633
其他流动资产	759	507	764	661	773	906
流动资产	2,742	3,536	3,480	3,504	4,286	5,317
%总资产	51.2%	54.7%	45.5%	44.0%	47.5%	51.4%
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%	16.8%	17.2%	17.1%
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%	56.0%	52.5%	48.6%
资产总计	5,356	6,467	7,645	7,960	9,022	10,350
短期借款	2	56	164	31	6	6
应付款项	660	792	682	761	898	1,062
其他流动负债	438	577	979	788	955	1,142
流动负债	1,099	1,425	1,825	1,580	1,859	2,209
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	31	45	80	57	61	66
负债	1,130	1,470	1,904	1,637	1,920	2,275
普通股股东权益	4,158	4,876	5,592	6,168	6,941	7,906
其中：股本	500	699	977	977	977	977
未分配利润	1,601	2,363	2,923	3,500	4,272	5,237
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	7,960	9,022	10,350

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.361	1.486	1.306	1.179	1.581	1.975
每股净资产	8.314	6.977	5.723	6.313	7.103	8.090
每股经营现金净流	1.015	2.222	0.930	1.561	1.658	2.054
每股股利	0.500	0.500	0.700	0.590	0.791	0.987
回报率						
净资产收益率	16.37%	21.31%	22.83%	18.68%	22.26%	24.41%
总资产收益率	12.71%	16.06%	16.70%	14.48%	17.12%	18.64%
投入资本收益率	16.24%	20.17%	21.68%	18.11%	21.66%	23.79%
增长率						
主营业务收入增长率	24.21%	44.85%	25.14%	0.93%	19.29%	19.21%
EBIT 增长率	99.42%	46.49%	27.20%	-10.10%	33.69%	24.79%
净利润增长率	98.57%	52.60%	22.88%	-9.70%	34.05%	24.88%
总资产增长率	17.56%	20.74%	18.20%	4.12%	13.35%	14.72%
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	53.7	52.5	50.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-22.42%	-34.53%	-13.26%	-19.80%	-23.35%	-27.44%
EBIT 利息保障倍数	139.4	-88.2	151.1	-625.3	-265.5	-234.4
资产负债率	21.09%	22.73%	24.91%	20.57%	21.28%	21.98%

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	13	17	28
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	1.07	1.06	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	2023-10-27	买入	15.87	N/A
2	2024-04-18	买入	26.46	N/A
3	2024-04-24	买入	25.15	N/A
4	2024-07-10	买入	17.20	N/A
5	2024-07-30	买入	16.49	N/A
6	2025-04-25	买入	14.11	N/A
7	2025-08-27	买入	11.38	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。

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