



# 嘉友国际 (603871.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 蒙煤价格承压，全年业绩小幅下滑

### 业绩简评

2026年4月24日公司披露2025年年报，全年实现营业收入83.77亿元，同比下降4.3%；实现归母净利润11.4亿元，同比下降10.6%。其中，Q4实现营业收入18.1亿元，同比下降18.3%；实现归母净利润2.7亿元，同比增长42.2%。

### 经营分析

**中蒙市场：煤炭价格影响短期业绩，业务基本盘稳固：**2025年，公司中蒙市场业务受主焦煤价格下行影响，供应链贸易服务实现收入51.7亿元，同比下降10.1%，毛利率同比下降2.8个百分点至10.5%。尽管价格承压，公司凭借“物流+贸易”一体化核心竞争力，保障了业务规模与稳定盈利。2025年，公司中蒙跨境综合物流服务总量超过1500万吨，其中自营主焦煤贸易700万吨。同时，公司进一步深化上游合作，于2025年11月与Mongolian Mining Corporation签订补充协议，将供应链延伸至矿山源头，增强货源锁定能力。随着2025年下半年煤炭市场回暖，以及国内“反内卷”政策优化供需结构，蒙煤性价比优势凸显，有望为2026年业绩带来弹性。

**非洲第二增长曲线：陆港项目稳健增长，基建网络布局加速推进：**非洲业务作为公司第二增长曲线，业绩表现亮眼。2025年，国际陆港运营服务实现收入6.2亿元，同比+24.4%，毛利率提升2.0个百分点至59.5%。非洲物流网络布局有序推进，新项目形成梯次发展格局：1) 赞比亚萨卡尼亚至恩多拉主线公路已全线贯通，并于2026年2月投入运营；2) 赞比亚莫坎博项目于2025年11月顺利开工建设；3) 公司于2026年3月公告参股坦赞铁路激活项目，公司计划投资6,215万美元，投资额占比5%，为非洲业务长远发展提供强大支持。非洲区域的跨境综合物流业务规模持续扩大，2025年该业务收入达到10亿元，占公司跨境综合物流总收入的30%，点、线、网一体化的非洲大物流体系正逐步成型。

### 盈利预测、估值与评级

考虑到蒙煤价格承压，下调公司2026-2027年归母净利润预测至14.5亿元、16.8亿元(原15.5亿元、19.3亿元)，新增2028年归母净利润预测18.0亿元，维持“买入”评级。

### 风险提示

海外政治、经济环境变化风险，运量不及预期，运价不及预期。

交通运输组

分析师：李丹 (执业S1130526040004)

lidan6@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：13.86 元

相关报告：

- 《嘉友国际公司点评：Q3 营收同比增长 业绩降幅收窄》，2025.10.27
- 《嘉友国际公司点评：H1 业绩承压 反内卷 H2 业绩可期》，2025.8.27
- 《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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	8,754	8,377	10,871	11,677	12,395
营业收入增长率	25.14%	-4.31%	29.78%	7.41%	6.15%
归母净利润(百万元)	1,276	1,141	1,447	1,677	1,804
归母净利润增长率	22.88%	-10.60%	26.83%	15.88%	7.58%
摊薄每股收益(元)	1.306	0.834	1.058	1.226	1.319
每股经营性现金流净额	0.93	0.83	0.95	1.30	1.39
ROE(归属母公司)(摊薄)	22.83%	18.97%	20.22%	19.89%	18.40%
P/E	14.81	16.72	13.10	11.31	10.51
P/B	3.38	3.17	2.65	2.25	1.93

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)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	6,995	8,754	8,377	10,871	11,677	12,395
增长率		25.1%	-4.3%	29.8%	7.4%	6.1%
主营业务成本	-5,636	-6,955	-6,828	-8,809	-9,199	-9,681
%销售收入	80.6%	79.5%	81.5%	81.0%	78.8%	78.1%
毛利	1,359	1,799	1,548	2,062	2,477	2,713
%销售收入	19.4%	20.5%	18.5%	19.0%	21.2%	21.9%
营业税金及附加	-26	-31	-31	-38	-40	-43
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-12	-13	-11	-16	-18	-19
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-114	-222	-222	-211	-227	-241
%销售收入	1.6%	2.5%	2.6%	1.9%	1.9%	1.9%
研发费用	-22	-27	-20	-39	-41	-44
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	1,184	1,506	1,264	1,758	2,151	2,367
%销售收入	16.9%	17.2%	15.1%	16.2%	18.4%	19.1%
财务费用	13	-10	23	-55	-178	-245
%销售收入	-0.2%	0.1%	-0.3%	0.5%	1.5%	2.0%
资产减值损失	-4	-46	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-3	34	49	0	0	0
%税前利润	n.a	2.3%	3.7%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,208	1,498	1,341	1,703	1,973	2,123
营业利润率	17.3%	17.1%	16.0%	15.7%	16.9%	17.1%
营业外收支	-2	2	-2	0	0	0
税前利润	1,207	1,500	1,340	1,703	1,973	2,123
利润率	17.2%	17.1%	16.0%	15.7%	16.9%	17.1%
所得税	-165	-219	-195	-255	-296	-318
所得税率	13.7%	14.6%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,041	1,281	1,145	1,447	1,677	1,804
少数股东损益	2	5	4	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,039	1,276	1,141	1,447	1,677	1,804
净利率	14.8%	14.6%	13.6%	13.3%	14.4%	14.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1,041	1,281	1,145	1,447	1,677	1,804
少数股东损益	2	5	4	0	0	0
非现金支出	100	201	213	131	132	133
非经营收益	4	-36	21	5	0	0
营运资金变动	407	-538	-248	-284	-35	-35
经营活动现金净流	1,553	909	1,131	1,300	1,775	1,902
资本开支	-513	-491	-355	-100	-100	-100
投资	-28	-794	-4	0	0	0
其他	1	67	14	0	0	0
投资活动现金净流	-539	-1,218	-344	-100	-100	-100
股权募资	52	0	0	42	0	0
债权募资	54	66	541	-353	0	0
其他	-291	-613	-680	-352	-402	-433
筹资活动现金净流	-185	-547	-139	-663	-402	-433
现金净流量	833	-853	632	537	1,272	1,370

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,781	925	1,560	2,094	3,365	4,733
应收款项	358	416	309	463	492	523
存货	889	1,374	750	1,382	1,448	1,519
其他流动资产	507	764	1,071	991	1,041	1,094
流动资产	3,536	3,480	3,691	4,930	6,346	7,870
%总资产	54.7%	45.5%	45.6%	53.0%	59.4%	64.6%
长期投资	87	704	743	743	743	743
固定资产	727	1,127	1,122	1,031	941	851
%总资产	11.2%	14.7%	13.9%	11.1%	8.8%	7.0%
无形资产	1,947	2,059	2,207	2,268	2,328	2,387
非流动资产	2,932	4,164	4,401	4,370	4,338	4,305
%总资产	45.3%	54.5%	54.4%	47.0%	40.6%	35.4%
资产总计	6,467	7,645	8,091	9,300	10,683	12,174
短期借款	56	164	346	8	8	8
应付款项	792	682	939	1,000	1,027	1,084
其他流动负债	577	979	518	895	977	1,039
流动负债	1,425	1,825	1,802	1,903	2,011	2,130
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	45	80	122	87	87	88
负债	1,470	1,904	1,924	1,990	2,098	2,218
普通股股东权益	4,876	5,592	6,016	7,159	8,434	9,805
其中：股本	699	977	1,368	1,368	1,368	1,368
未分配利润	2,363	2,923	3,356	4,456	5,731	7,103
少数股东权益	121	148	151	151	151	151
负债股东权益合计	6,467	7,645	8,091	9,300	10,683	12,174

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	1.486	1.306	0.834	1.058	1.226	1.319
每股净资产	6.977	5.723	4.398	5.233	6.165	7.167
每股经营现金净流	2.222	0.930	0.827	0.950	1.297	1.391
每股股利	0.500	1.300	0.200	0.254	0.294	0.316
回报率						
净资产收益率	21.31%	22.83%	18.97%	20.22%	19.89%	18.40%
总资产收益率	16.06%	16.70%	14.10%	15.56%	15.70%	14.82%
投入资本收益率	20.17%	21.68%	16.46%	20.28%	21.16%	20.09%
增长率						
主营业务收入增长率	44.85%	25.14%	-4.31%	29.78%	7.41%	6.15%
EBIT 增长率	46.49%	27.20%	-16.10%	39.11%	22.37%	10.04%
净利润增长率	52.60%	22.88%	-10.60%	26.83%	15.88%	7.58%
总资产增长率	20.74%	18.20%	5.85%	14.93%	14.88%	13.96%
资产管理能力						
应收账款周转天数	12.6	11.4	11.0	11.4	11.3	11.3
存货周转天数	54.5	59.4	56.8	57.3	57.5	57.3
应付账款周转天数	42.5	34.0	34.1	35.5	34.8	34.9
固定资产周转天数	37.6	45.5	48.7	34.5	29.3	25.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-34.53%	-13.26%	-19.69%	-28.54%	-39.10%	-47.45%
EBIT 利息保障倍数	-88.2	151.1	-54.5	31.8	12.1	9.7
资产负债率	22.73%	24.91%	23.78%	21.40%	19.64%	18.22%

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	2	2	3	4	19
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.00</b>	<b>1.33</b>	<b>1.25</b>	<b>1.20</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

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



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究