

公司研究 | 点评报告 | 嘉友国际 (603871.SH)

# 运价波动不改修复趋势, Q4 盈利同比大幅提升

## 报告要点

2025H2, 公司实现营业收入 42.9 亿元, 同比增长 4.4%; 实现毛利润 8.1 亿元, 同比下降 1.7%。下半年受益于煤炭国内煤炭“反内卷”, 供应链贸易盈利同比修复。不过受到部分跨境物流业务运价下行影响, 毛利同比小幅下降。2025 年四季度, 公司实现营业收入 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%, Q4 蒙煤盈利环比修复, 驱动归母净利润同比大幅修复。在供应链乱纪元下, 战略资源价值有望显著提升, 重视公司核心资产价值。

## 分析师及联系人



韩轶超

SAC: S0490512020001

SFC: BQK468



鲁斯嘉

SAC: S0490519060002

SFC: BWN875



胡俊文

SAC: S0490524120001

# 运价波动不改修复趋势，Q4 盈利同比大幅提升

## 事件描述

嘉友国际披露 2025 年年报：2025 年，公司实现营业收入 83.8 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%。2025 年四季度，公司实现营业收入 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%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2 元（含税），2025 年度公司现金分红总额为 5.5 亿元，占 2025 年度归属于上市公司股东净利润的比例达到 47.96%。

## 事件评论

- **下半年供应链贸易毛利改善，跨境物流业务拖累盈利。**2025H2，公司实现营业收入 42.9 亿元，同比增长 4.4%。分业务看，公司跨境多式联运综合物流服务/供应链贸易服务/陆港项目服务营业收入同比分别 -14.5%/+9.4%/+15.8%；对应毛利润同比分别 -37.2%/+56.5%/+18.8%。公司受部分跨境物流业务运价下行、低毛利业务占比抬升双重影响，跨境多式联运营收有所回落，结构性拉低综合毛利率。2025H2，受益于国内煤炭“反内卷”，焦煤价格反弹，蒙煤进口需求提振，公司蒙煤供应贸易业务实现量、价齐升，分部毛利润显著改善。非洲刚果（金）卡萨陆港项目车流量稳步增长，驱动毛利润快速增长。最终，下半年公司毛利润同比下降 1.7%至 8.1 亿元，降幅较前期明显收窄。
- **Q4 蒙煤盈利环比改善，盈利同比大幅修复。**2025Q4，国内焦煤价格环比回升，带动甘其毛都口岸量价齐增，公司蒙煤业务利差环比改善。2025Q4，甘其毛都口岸累计通车量同比增长 32.6%，环比增长 8.5%；口岸短盘均价同比增长 1.9%，环比增长 38.8%。尽管跨境物流运价下行仍对营收构成压力，但公司通过费用管控与资产提质提升盈利。2025Q4，公司毛利润为 3.9 亿元，同比增长 4.6%。2025Q4，公司期间费用同比下降 0.4 亿元，管理及财务费用持续调优。同时，四季度公司资产减值同比减少 0.3 亿元。最终，公司归母净利润同比增长 42.2%至 2.7 亿元，扭转了自 2024Q4 以来的单季度下滑态势。
- **非洲新项目稳步推进，高分红政策延续。**刚果（金）卡萨项目及赞比亚萨卡尼亚口岸至恩多拉公路已投入运营，赞比亚萨卡尼亚口岸、赞比亚莫坎博项目建设有序推进，坦桑尼亚通杜马项目与坦噶港项目按计划稳步布局，各重点项目形成梯次推进、联动发展的格局。同时，公司积极拓展覆盖非洲市场的跨境综合物流业务规模，集成海运订舱、包船、港口、陆运为一体的门到门服务，2025 年以非洲跨境综合物流为主的收入达到 10 亿元，占公司跨境综合物流收入的 30%。此外，公司维持较好的高分红政策，2025 年分红比例达到 28.0%，对应股息率约 2.9%。
- **全球资源重构的背景下，重视战略资源资产的重估。**在供应链乱纪元下，全球大宗商品价值链迎来重定价。公司深耕煤炭、铜矿等关键矿产的进口枢纽，核心资产具备极强的战略稀缺性，估值中枢有望系统性抬升。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 13.3/15.4/17.9 亿元，对应 PE 分别为 14.3/12.3/10.6X，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 1、蒙煤需求不及预期；
- 2、非洲陆港项目产能爬坡不及预期；
- 3、地缘政治波动风险。

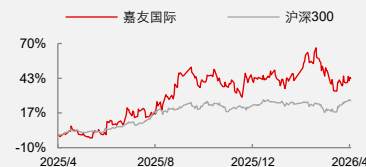
请阅读最后评级说明和重要声明

## 公司基础数据

当前股价(元)	13.86
总股本(万股)	136,801
流通A股/B股(万股)	136,801/0
每股净资产(元)	4.40
近12月最高/最低价(元)	16.55/9.66

注：股价为 2026 年 4 月 24 日收盘价

## 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

## 相关研究

- 《业绩环比改善，向上拐点确认》2025-11-02
- 《Q2 内蒙业务触底，非洲陆港毛利高增》2025-08-31
- 《蒙煤业务阶段性承压，非洲点线网战略升级——嘉友国际 2024 年报及 2025 年一季报点评》2025-04-30



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 风险提示

- 1、蒙煤需求不及预期。主焦煤供应链业务是公司的主营业务，若蒙煤需求不及预期将引致公司蒙煤运量和短盘价格下行，公司盈利承压。
- 2、非洲陆港项目产能爬坡不及预期。公司卡萨项目布局在刚果（金）矿产品出口的核心矿道上，车辆通行费是非洲业务重要的盈利来源，若车流量爬坡不及预期，将影响公司业绩释放。
- 3、地缘政治波动风险。公司在中蒙、中亚、中非地区从事跨境综合运输业务，其中刚果（金）东部及东北部政治局势动荡，若地缘政治波动较大将影响跨境运输业务开展。

**财务报表及预测指标**

<b>利润表 (百万元)</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	<b>8377</b>	<b>8996</b>	<b>9921</b>	<b>10924</b>	货币资金	1560	2179	2829	3082
营业成本	6828	7222	7881	8601	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>1548</b>	<b>1773</b>	<b>2040</b>	<b>2323</b>	应收账款	252	280	309	340
%营业收入	18%	20%	21%	21%	存货	750	1204	1357	1481
营业税金及附加	31	32	35	39	预付账款	912	647	706	770
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	217	300	322	345
销售费用	11	13	14	16	<b>流动资产合计</b>	<b>3691</b>	<b>4611</b>	<b>5523</b>	<b>6019</b>
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	743	743	743	1409
管理费用	222	228	251	276	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	3%	3%	3%	3%	固定资产合计	1119	1143	1161	1095
研发费用	20	28	31	34	无形资产	1927	2022	2103	2378
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	279	279	279	350
财务费用	-23	-22	-34	-65	递延所得税资产	20	20	20	20
%营业收入	0%	0%	0%	-1%	其他非流动资产	312	308	308	308
加: 资产减值损失	-12	0	0	0	<b>资产总计</b>	<b>8091</b>	<b>9127</b>	<b>10138</b>	<b>11579</b>
信用减值损失	6	0	0	0	短期贷款	338	368	398	502
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	693	673	734	801
投资收益	49	37	42	47	预收账款	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1341</b>	<b>1547</b>	<b>1802</b>	<b>2088</b>	应付职工薪酬	51	57	62	68
%营业收入	16%	17%	18%	19%	应交税费	160	236	261	287
营业外收支	-2	-1	-1	0	其他流动负债	561	828	908	1208
<b>利润总额</b>	<b>1340</b>	<b>1547</b>	<b>1801</b>	<b>2088</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>1802</b>	<b>2162</b>	<b>2363</b>	<b>2867</b>
%营业收入	16%	17%	18%	19%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	195	217	252	292	应付债券	0	0	0	0
净利润	1145	1330	1549	1796	递延所得税负债	50	50	50	50
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>1141</b>	<b>1325</b>	<b>1543</b>	<b>1789</b>	其他非流动负债	72	72	72	72
少数股东损益	4	5	6	7	<b>负债合计</b>	<b>1924</b>	<b>2284</b>	<b>2485</b>	<b>2989</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.84</b>	<b>0.97</b>	<b>1.13</b>	<b>1.31</b>	归属于母公司所有者权益	6016	6687	7490	8422
					少数股东权益	151	156	162	169
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>股东权益</b>	<b>6167</b>	<b>6843</b>	<b>7652</b>	<b>8590</b>
	2025A	2026E	2027E	2028E	<b>负债及股东权益</b>	<b>8091</b>	<b>9127</b>	<b>10138</b>	<b>11579</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1131</b>	<b>1484</b>	<b>1585</b>	<b>2309</b>					
取得投资收益收回现金	7	37	42	47	<b>基本指标</b>				
长期股权投资	-41	0	0	-665		2025A	2026E	2027E	2028E
资本性支出	-355	-269	-259	-669	每股收益	0.84	0.97	1.13	1.31
其他	44	0	0	0	每股经营现金流	0.83	1.08	1.16	1.69
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-344</b>	<b>-232</b>	<b>-217</b>	<b>-1287</b>	市盈率	16.61	14.31	12.29	10.60
债券融资	0	0	0	0	市净率	3.17	2.84	2.53	2.25
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	12.06	10.23	8.58	6.79
银行贷款增加(减少)	1538	30	30	104	总资产收益率	14.6%	15.5%	16.1%	16.5%
筹资成本	-676	-644	-750	-872	净资产收益率	19.0%	19.8%	20.6%	21.2%
其他	-1000	0	0	0	净利率	13.6%	14.7%	15.6%	16.4%
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-139</b>	<b>-614</b>	<b>-720</b>	<b>-768</b>	资产负债率	23.8%	25.0%	24.5%	25.8%
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>649</b>	<b>638</b>	<b>649</b>	<b>253</b>	总资产周转率	1.06	1.04	1.03	1.01

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 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。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。