



嘉友国际 (603871.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

焦煤迎催化，布局正当时

事件简评

事件：据财联社5月22日报道，山西留神峪煤业有限公司井下发生瓦斯爆炸事故，造成重大人员伤亡。留神峪煤矿的煤种为主焦煤，核定产能120万吨/年。我们认为，参考历史，此次重大安全事故，或将迎来安监收紧，短期或对焦煤价格有刺激，中期来看政策有望升级，带来产能出清等一系列影响，焦煤价格中枢上移。

经营分析

焦煤价格有望上涨，供应链贸易业务或出现量价齐升。复盘焦煤价格对公司的业绩影响，25H1焦煤价格单边下行，公司供应链贸易业务单吨毛利大幅下降至59元/吨（24A为138元/吨），为公司业绩的极端压力测试；25H2受益于反内卷影响，焦煤价格企稳反弹，公司供应链贸易业务单吨毛利回升至94元/吨，贸易业务量也出现回升。本次事件我们认为将带来焦煤价格的短期反弹和中期中枢上移，公司的供应链贸易业务有望迎来量价齐升。

蒙煤进口量触底回升，26年前4个月高增。2025H1，受焦煤价格单边下跌影响，中国进口蒙古焦煤量为2475万吨，同比-16%；25H2，随着反内卷带来的市场情绪回暖，中国进口蒙古焦煤量3532万吨，同比+29.6%。2026年1-4月，进口数量2642万吨，同比大幅增长68%。其中，在公司核心经营的甘其毛都口岸，2026年一季度煤炭进口量1240万吨，同比增长46%。今年以来甘其毛都口岸日均通车量1345辆，同比增长53%。

非洲新项目投产，贡献业绩增长。公司陆港项目2025年实现毛利润3.7亿元，同比增长32%。公司在赞比亚的萨卡尼亚至恩多拉公路项目已于2026年2月投入运营并开始收费，标志着非洲业务从投入期逐步进入收获期。此外，公司未来在莫坎博的多条公路及口岸、坦桑尼亚的口岸和港口亦将陆续投产，持续贡献业绩增量。

深度绑定核心矿企，竞争壁垒深厚。我们认为，长期来看，公司的核心竞争力在于其在陆锁国成功实践的“通道建设+节点运营”模式。通过投资、建设并运营口岸、公路、仓储等关键物流基础设施，形成具有高壁垒的“类高速公路”收费业务。公司已将这一在中蒙市场验证成功的模式，有效复制到市场空间更广阔的非洲，构筑了公司第二增长曲线。公司不仅与紫金矿业、MMC等下游矿企巨头形成股权和业务的深度绑定，还引入了中非发展基金等国家级主权基金作为战略合作伙伴，并参与坦赞铁路激活项目。这不仅为公司在非洲的扩张提供了雄厚的资金和政治资源支持，也极大地降低了海外经营的潜在风险，形成了其他企业难以逾越的竞争壁垒。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2026/2027/2028年归母净利润分别为13.59/17.14/19.53亿元，同比为+19.1%/+26.1%/+13.9%，EPS为0.993/1.253/1.427元/股，对应PE分别11.1/8.8/7.7倍。考虑到公司2025全年分红比例达到48%，假设26年维持分红比例，当前股息率为4.3%，兼具高股息和高成长，给与2026年15xPE，目标价14.90元，维持“买入”评级。

风险提示

海外政治、经济变化，运量不及预期，运价不及预期等。

交通运输组

分析师：李丹 (执业S1130526040004)

lidan6@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：11.02元

相关报告：

- 《嘉友国际公司点评：蒙煤价格承压，全年业绩小幅下滑》，2026.4.25
- 《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



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	10,097	11,756	13,406
营业收入增长率	25.14%	-4.31%	20.54%	16.42%	14.04%
归母净利润(百万元)	1,276	1,141	1,359	1,714	1,953
归母净利润增长率	22.88%	-10.60%	19.10%	26.09%	13.94%
摊薄每股收益(元)	1.306	0.834	0.993	1.253	1.427
每股经营性现金流净额	0.93	0.83	0.93	1.28	1.44
ROE(归属母公司)(摊薄)	22.83%	18.97%	19.16%	20.41%	19.76%
P/E	14.81	16.72	11.09	8.80	7.72
P/B	3.38	3.17	2.13	1.80	1.53

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	10,097	11,756	13,406
增长率		25.1%	-4.3%	20.5%	16.4%	14.0%
主营业务成本	-5,636	-6,955	-6,828	-8,161	-9,233	-10,490
%销售收入	80.6%	79.5%	81.5%	80.8%	78.5%	78.2%
毛利	1,359	1,799	1,548	1,936	2,523	2,916
%销售收入	19.4%	20.5%	18.5%	19.2%	21.5%	21.8%
营业税金及附加	-26	-31	-31	-35	-41	-46
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-12	-13	-11	-15	-18	-20
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-114	-222	-222	-196	-228	-260
%销售收入	1.6%	2.5%	2.6%	1.9%	1.9%	1.9%
研发费用	-22	-27	-20	-36	-42	-47
%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	1,654	2,195	2,542
%销售收入	16.9%	17.2%	15.1%	16.4%	18.7%	19.0%
财务费用	13	-10	23	-55	-178	-245
%销售收入	-0.2%	0.1%	-0.3%	0.5%	1.5%	1.8%
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	1,599	2,016	2,297
营业利润率	17.3%	17.1%	16.0%	15.8%	17.2%	17.1%
营业外收支	-2	2	-2	0	0	0
税前利润	1,207	1,500	1,340	1,599	2,016	2,297
利润率	17.2%	17.1%	16.0%	15.8%	17.2%	17.1%
所得税	-165	-219	-195	-240	-302	-345
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	1,359	1,714	1,953
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	1,359	1,714	1,953
净利率	14.8%	14.6%	13.6%	13.5%	14.6%	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	1,359	1,714	1,953
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	-217	-100	-115
经营活动现金净流	1,553	909	1,131	1,279	1,746	1,971
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	-331	-411	-468
筹资活动现金净流	-185	-547	-139	-642	-411	-468
现金净流量	833	-853	632	537	1,235	1,402

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	3,327	4,728
应收款项	358	416	309	430	495	566
存货	889	1,374	750	1,280	1,453	1,646
其他流动资产	507	764	1,071	923	1,045	1,180
流动资产	3,536	3,480	3,691	4,727	6,320	8,119
%总资产	54.7%	45.5%	45.6%	52.0%	59.3%	65.4%
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%	11.3%	8.8%	6.9%
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%	48.0%	40.7%	34.6%
资产总计	6,467	7,645	8,091	9,097	10,658	12,424
短期借款	56	164	346	8	8	8
应付款项	792	682	939	926	1,030	1,174
其他流动负债	577	979	518	835	987	1,122
流动负债	1,425	1,825	1,802	1,770	2,025	2,304
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	45	80	122	85	87	90
负债	1,470	1,904	1,924	1,854	2,113	2,394
普通股股东权益	4,876	5,592	6,016	7,092	8,394	9,879
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	4,389	5,692	7,176
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	9,097	10,658	12,424

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	1.486	1.306	0.834	0.993	1.253	1.427
每股净资产	6.977	5.723	4.398	5.184	6.136	7.221
每股经营现金净流	2.222	0.930	0.827	0.935	1.276	1.441
每股股利	0.500	1.300	0.200	0.238	0.300	0.342
回报率						
净资产收益率	21.31%	22.83%	18.97%	19.16%	20.41%	19.76%
总资产收益率	16.06%	16.70%	14.10%	14.94%	16.08%	15.72%
投入资本收益率	20.17%	21.68%	16.46%	19.26%	21.68%	21.42%
增长率						
主营业务收入增长率	44.85%	25.14%	-4.31%	20.54%	16.42%	14.04%
EBIT 增长率	46.49%	27.20%	-16.10%	30.89%	32.66%	15.83%
净利润增长率	52.60%	22.88%	-10.60%	19.10%	26.09%	13.94%
总资产增长率	20.74%	18.20%	5.85%	12.43%	17.16%	16.57%
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	37.2	29.1	23.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-34.53%	-13.26%	-19.69%	-28.81%	-38.84%	-47.06%
EBIT 利息保障倍数	-88.2	151.1	-54.5	29.9	12.3	10.4
资产负债率	22.73%	24.91%	23.78%	20.38%	19.82%	19.27%

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	0	11	12	13	17
增持	0	1	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.08	1.14	1.13	1.00

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。

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