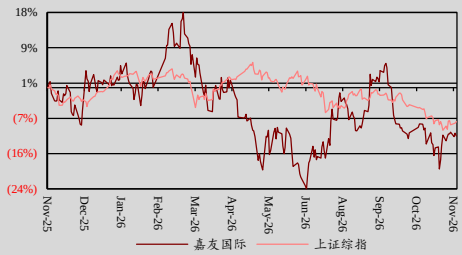


603871.SH

买入

原评级：买入
市场价格:人民币 11.61
板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(15.9)	(5.5)	(7.5)	(15.3)
相对上证综指	(7.4)	(2.0)	(1.0)	(7.2)

发行股数 (百万)	1,368.01
流通股 (百万)	1,368.01
总市值 (人民币 百万)	15,882.58
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	120.74
主要股东	
嘉鑫毅(上海)企业管理合伙企业(有限合伙)	24.91

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2026 年 11 月 11 日收市价为标准

相关研究报告

《嘉友国际》20261012
《嘉友国际》20240425
《嘉友国际》20231107

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

交通运输：物流

证券分析师：王靖添
jingtian.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300522030004

证券分析师：何贯嘉
guanjia.he@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300525040002

嘉友国际

成本优化超营收降幅，毛利率阶梯式抬升

嘉友国际发布 2026 年三季报，2026 年前三季度实现营收 60.97 亿元，同比下降 7.2%；归母净利润 11.17 亿元，同比增长 27.81%。其中，单三季度实现营收 21.31 亿元，同比下降 14.3%；归母净利润 3.86 亿元，同比增长 23.2%。刚果（金）卡萨项目已运营、莫坎博新口岸 10 月验收启用，赞比亚恩多拉—萨卡尼亚公路 2 月通车，莫坎博 PPP、迪洛洛及纳米比亚鲸湾港海外仓（8 月开工）梯次推进，“跨境陆运+口岸枢纽+港口仓储”体系逐步成型。公司中期每 10 股派 2.8 元、合计 3.80 亿元，派息率 51.98%，维持买入评级。

支撑评级的要点

- **成本端收缩力度接近营收降幅两倍，毛利率中枢实现台阶式抬升。**2026 年前三季度公司营业收入同比下降 7.2%，营业成本同比下降 14.04%，推动毛利由 11.56 亿元增至 14.43 亿元，净增 2.87 亿元，综合毛利率升至 23.66%，成为归母净利润同比增长 27.81%的核心来源。一方面以蒙煤为主的低毛利供应链贸易货值随煤价与结算节奏主动调节，收入收缩的同时对应成本更大幅度出清，另一方面非洲特许经营陆港及甘其毛都口岸一体化服务等高毛利资产持续放量，推动收入结构向高盈利环节迁移。
- **PPP 项目梯次落地构建长期特许经营壁垒，“矿运协同”打开第二增长曲线。**公司非洲业务围绕刚果（金）、赞比亚等铜钴资源核心区域推进跨境通道建设，已形成“道路+口岸+陆港+车队”的综合物流服务能力，并进一步向纳米比亚出海港口延伸。刚果（金）卡萨项目已进入运营期，今年 10 月，其特许协议涵盖的莫坎博边境新口岸已通过上加丹加省海关等多部门联合验收并正式启用，配套设施全面投用，升级刚果（金）东南部跨境陆路通道；赞比亚萨卡尼亚项目恩多拉—萨卡尼亚边境公路已于 2026 年 2 月通车运营并形成稳定营收，赞比亚莫坎博 PPP 项目于 2025 年 11 月签署总承包合同并开工建设，迪洛洛项目处于开工准备阶段，多项目梯次释放有望持续贡献通行费、陆港运营及跨境运输收入。港口端，公司纳米比亚鲸湾港海外仓项目于 2026 年 8 月正式开工，项目占地 18 公顷，依托鲸湾港 75 万标准箱的年设计吞吐能力辐射刚果（金）、赞比亚、博茨瓦纳等内陆国家，建成后将与既有陆路口岸、跨境运输车队高效协同，逐步构建“跨境陆运+口岸枢纽+港口仓储”一体化跨境综合物流服务体系。
- **中期分红派息率超过五成，高分红传统在利润扩张期进一步强化。**公司 2026 年半年度利润分配方案为每 10 股派发现金红利 2.8 元（含税），合计派发现金红利 3.80 亿元，占上半年归母净利润的 51.98%，且拟在上半年归母净利润同比增长 30.39%的基础上将过半利润回馈股东。这一高比例派息有扎实的现金流和资产负债表支撑：前三季经营活动现金流净额 14.92 亿元、为同期归母净利润的 1.34 倍，利润变现质量较高；截至三季度末公司货币资金 17.77 亿元、交易性金融资产 8.75 亿元，资产负债率仅 33.49%，在手现金充裕且杠杆水平较低，高分红并不会挤压陆港项目投入和业务扩张资金，公司持续、稳定回报股东的能力进一步增强。

估值

- 公司以蒙煤为主的低毛利供应链贸易货值随煤价与结算节奏主动调节，非洲特许经营陆港及甘其毛都口岸一体化服务等高毛利资产持续放量，推动收入结构向高盈利环节迁移，预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 1.04 元/股、1.15 元/股、1.34 元/股，对应 11.3 倍、10.2 倍、8.8 倍 P/E，维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 宏观经济波动与地缘政治冲突可能影响国际贸易及物流需求；行业竞争加剧；海外投资与收并购存在整合管理风险；信息系统运维、汇率波动、税收政策变化等潜在风险。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	8,754	8,377	7,869	8,638	9,537
增长率(%)	25.1	(4.3)	(6.1)	9.8	10.4
EBITDA(人民币 百万)	1,617	1,466	2,173	2,713	3,282
归母净利润(人民币 百万)	1,276	1,141	1,417	1,571	1,829
增长率(%)	22.9	(10.6)	24.2	10.9	16.4
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.93	0.83	1.04	1.15	1.34
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.02	1.03	1.24
调整幅度(%)			1.53	11.50	7.80
市盈率(倍)	12.4	13.9	11.3	10.2	8.8
市净率(倍)	2.8	2.6	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA(倍)	11.2	12.2	6.5	5.1	4.5
每股股息(人民币)	0.7	0.4	0.5	0.6	0.6
股息率(%)	3.6	2.9	4.2	4.7	5.5

资料来源：公司公告，中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	8,754	8,377	7,869	8,638	9,537
营业收入	8,754	8,377	7,869	8,638	9,537
营业成本	6,955	6,828	5,689	5,955	6,511
营业税金及附加	31	31	30	32	36
销售费用	13	11	10	11	12
管理费用	222	222	208	229	253
研发费用	27	20	19	21	23
财务费用	10	(23)	277	567	570
其他收益	12	7	7	7	7
资产减值损失	(45)	(12)	0	0	0
信用减值损失	(1)	6	15	15	15
资产处置收益	1	4	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	34	49	49	49	49
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,498	1,341	1,711	1,897	2,208
营业外收入	3	1	1	1	1
营业外支出	1	3	3	3	3
利润总额	1,500	1,340	1,709	1,895	2,206
所得税	219	195	248	276	321
净利润	1,281	1,145	1,461	1,620	1,885
少数股东损益	5	4	44	49	57
归母净利润	1,276	1,141	1,417	1,571	1,829
EBITDA	1,617	1,466	2,173	2,713	3,282
EPS(最新股本摊薄，元)	0.93	0.83	1.04	1.15	1.34

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	**3,480**	**3,691**	**9,762**	**10,634**	**9,690**
现金及等价物	925	1,560	7,869	8,298	7,403
应收账款	255	252	224	298	278
应收票据	120	6	112	18	126
存货	1,374	750	1,020	833	1,193
预付账款	623	912	367	972	492
合同资产	90	69	63	75	76
其他流动资产	94	142	107	141	122
非流动资产	4,164	4,401	4,590	4,947	6,827
长期投资	702	743	743	743	743
固定资产	1,092	1,119	1,177	1,439	3,208
无形资产	1,779	1,927	1,913	1,902	1,890
其他长期资产	591	611	757	862	985
资产合计	**7,645**	**8,091**	**14,352**	**15,581**	**16,517**
流动负债	**1,825**	**1,802**	**3,300**	**3,653**	**3,585**
短期借款	158	338	2,000	2,000	2,000
应付账款	584	693	371	743	475
其他流动负债	1,082	771	929	910	1,110
非流动负债	**80**	**122**	**4,104**	**4,113**	**4,109**
长期借款	0	0	4,000	4,000	4,000
其他长期负债	80	122	104	113	109
负债合计	**1,904**	**1,924**	**7,404**	**7,766**	**7,694**
股本	977	1,368	1,368	1,368	1,368
少数股东权益	148	151	195	244	300
归属母公司股东权益	5,592	6,016	6,753	7,571	8,523
负债和股东权益合计	**7,645**	**8,091**	**14,352**	**15,581**	**16,517**

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1,281	1,145	1,461	1,620	1,885
折旧摊销	156	207	245	309	565
营运资金变动	(513)	216	76	(91)	(18)
其他	(16)	(437)	225	514	517
经营活动现金流	**909**	**1,131**	**2,006**	**2,351**	**2,949**
资本支出	(492)	(376)	(455)	(655)	(2,450)
投资变动	(666)	(41)	0	0	0
其他	(60)	73	53	53	53
投资活动现金流	**(1,218)**	**(344)**	**(402)**	**(602)**	**(2,397)**
银行借款	104	180	5,662	0	0
股权融资	(647)	(350)	(679)	(753)	(877)
其他	(4)	32	(278)	(567)	(570)
筹资活动现金流	**(547)**	**(139)**	**4,705**	**(1,320)**	**(1,447)**
净现金流	**(856)**	**649**	**6,309**	**429**	**(895)**

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	25.1	(4.3)	(6.1)	9.8	10.4
营业利润增长率(%)	24.0	(10.5)	27.5	10.9	16.4
归属于母公司净利润增长率(%)	22.9	(10.6)	24.2	10.9	16.4
息税前利润增长(%)	23.7	(13.9)	53.2	24.7	13.0
息税折旧前利润增长(%)	26.6	(9.3)	48.2	24.9	21.0
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	22.9	(10.6)	24.2	10.9	16.4
获利能力					
息税前利润率(%)	16.7	15.0	24.5	27.8	28.5
营业利润率(%)					
毛利率(%)	20.5	18.5	27.7	31.1	31.7
归母净利润率(%)	14.6	13.6	18.0	18.2	19.2
ROE(%)	22.8	19.0	21.0	20.8	21.5
ROIC(%)	21.1	16.5	12.7	14.9	15.6
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.2	0.5	0.5	0.5
净负债权益比	(0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.2)
流动比率	1.9	2.0	3.0	2.9	2.7
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.1	0.7	0.6	0.6
应收账款周转率	32.1	33.1	33.1	33.1	33.1
应付账款周转率	13.5	13.1	14.8	15.5	15.7
费用率					
销售费用率(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
管理费用率(%)	2.5	2.6	2.6	2.6	2.6
研发费用率(%)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
财务费用率(%)	0.1	(0.3)	3.5	6.6	6.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.9	0.8	1.0	1.1	1.3
每股经营现金流(最新摊薄)	0.7	0.8	1.5	1.7	2.2
每股净资产(最新摊薄)	4.1	4.4	4.9	5.5	6.2
每股股息	0.7	0.4	0.5	0.6	0.6
估值比率					
P/E(最新摊薄)	12.4	13.9	11.3	10.2	8.8
P/B(最新摊薄)	2.8	2.6	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	11.2	12.2	6.5	5.1	4.5
价格/现金流(倍)	17.5	14.0	8.0	6.8	5.4

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦三十楼(049908)
电话: (65) 6671 8686
传真: (65) 6671 8687