仅供内部参考，请勿外传

嘉友国际（603871）

证券研究报告
2026 年 07 月 04 日

贸易修复、物流成长，估值上行

贸易业务：煤价企稳，货量提升

供应链贸易业务盈利有望修复。贸易业务的核心是以销售锁定物流服务，增大公司的物流货量是业务规模的关键之处，而目的并非赚取商品差价。贸易业务收入与利润随焦煤价格波动。焦煤价格上涨，公司经手货值增加、毛利率稳定，所以利润增加。焦煤价格底部或已夯实。2025 年中旬以来，焦煤价格触底回升，同比涨跌幅转正上行。货量持续增长，价格决定用地。国内外焦煤价差走扩，带来焦煤进口量跃升。澳大利亚与蒙古焦煤价差走扩，带来蒙煤进口量跃升，驱动公司贸易量或持续增长。

物流业务：强壁垒、大市场、高成长

强壁垒、大市场、高成长，物流运量或持续增长。跨境多式联运业务，轻重结合，占位核心口岸资源。卡位甘其毛都，国内矿供应缺口叠加铜矿需求增加，进口需求强劲，中蒙份额提升；卡位霍尔果斯，复制中蒙模式、开拓物流版图，中亚贸易增长驱动逐步起量；卡位非洲核心口岸，矿服出海和民生物资需求共振，中非运量高增长。陆港项目，随着非洲项目逐步投产运营，通车辆持续提升，收入与利润有望高增长。非洲物流市场规模预计 3-4 万亿元，公司占比不足 1%，未来空间较大。

盈利有弹性，估值有望上升

盈利增长修复、政治风险下降、陆港高成长，都有望推升估值。焦煤价格企稳回升，带动贸易业务盈利修复，估值有望上升。美伊冲突缓和，投资者对非洲业务的风险溢价收窄，推动估值上升。非洲陆港项目高成长，2023-2025 年毛利润 CAGR 为 68%，项目逐步落地，盈利高成长或持续，利润占比或提升，估值也有望上升。2026 年预期 PE 11 倍，历史中枢 16 倍，有望均值回归。预期回报率≈净利润增速+股息率，若不考虑估值回升，未来预期回报率或较为可观。

盈利预测与目标价

焦煤价格有望企稳回升，业务量有望持续增长，盈利或将逐步释放。我们预计 2026-2028 年嘉友国际归母净利润分别为 13.8、15.8、18.2 亿元（2026-2027 年原预测：14.5 和 17.5 亿元），给予目标 PE 为 16 倍，对应目标价为 16.20 元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动的风险，市场竞争风险，投资管理的风险，信息管理系统风险，汇兑风险，税收政策变化风险，股息率偏离风险，测算主观性风险。

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	8,753.60	8,376.60	8,994.07	9,791.33	10,737.52
增长率(%)	25.14	(4.31)	7.37	8.86	9.66
EBITDA(百万元)	1,761.18	1,543.43	1,832.45	2,065.69	2,350.71
归属母公司净利润(百万元)	1,276.42	1,141.08	1,384.96	1,582.79	1,818.76
增长率(%)	22.88	(10.60)	21.37	14.28	14.91
EPS(元/股)	1.31	0.83	1.01	1.16	1.33
市盈率(P/E)	8.51	13.32	10.97	9.60	8.36
市净率(P/B)	1.94	2.53	2.26	2.02	1.81
市销率(P/S)	1.24	1.81	1.69	1.55	1.42
EV/EBITDA	10.23	11.46	7.43	6.11	5.20

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/物流
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11.11 元
目标价格	16.2 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,368.01
流通 A 股股本(百万股)	1,368.01
A 股总市值(百万元)	15,198.58
流通 A 股市值(百万元)	15,198.58
每股净资产(元)	4.60
资产负债率(%)	28.37
一年内最高/最低(元)	16.55/9.91

作者

陈金海 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521060001
chenjinhai@tfzq.com
李宁 联系人
liningb@tfzq.com
解晓雯 联系人
xiexiaowen@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《嘉友国际-公司点评:蒙煤业务阶段承压，非洲业务持续深化》2025-08-19
2 《嘉友国际-公司点评:拟参股蒙古矿企，深化物贸一体模式，中蒙业务再迎发展契机》 2024-02-27
3 《嘉友国际-公司专题研究:增长动能强势，跨境物流龙头成长可期》2023-10-27

仅供内部参考，请勿外传

内容目录

1. 联运⇄贸易⇄陆港 5
   1.1. 陆锁国资源物流核心运营商 5
   1.2. 物贸一体，协同增长 7
   1.3. 高净毛转化，高 ROE 11
2. 贸易：煤价企稳，货量提升 12
   2.1. 贸易是物流的延伸 12
   2.2. 焦煤价格触底回升 14
   2.3. 贸易量或持续增长 16
3. 物流：强壁垒、大市场、高成长 18
   3.1. 多式联运：卡位+复制，运量增长 18
   3.2. 非洲陆港：万亿市场，物流卖铲人 23
4. 复合回报率或可观 29
   4.1. 盈利有望增长 29
   4.2. 估值有望上升 30
5. 风险分析 31

图表目录

图 1：嘉友国际业务全球化布局 5
图 2：嘉友国际的股权结构（截至 2026 年 5 月） 6
图 3：嘉友国际业务结构 7
图 4：2016-2025 年嘉友国际主业收入趋于增长 8
图 5：2016-2025 年嘉友国际主业毛利润趋于增长 8
图 6：2016-2025 年嘉友国际总资产和净资产持续增长 8
图 7：2016-2025 年嘉友国际归母权益持续增长 8
图 8：嘉友国际的业绩发展和演变轨迹 9
图 9：嘉友国际主业收入占比（2025 年） 9
图 10：嘉友国际主业毛利润占比（2025 年） 9
图 11：2016-2025 年嘉友国际主业毛利率变化 10
图 12：2025 年嘉友国际供应链贸易毛利润占比显著下滑 10
图 13：2023-2025 年嘉友国际多式联运毛利润占比基本持平 10
图 14：2022-2025 年嘉友国际陆港项目毛利润占比显著提升 10
图 15：嘉友国际前五大供应商采购额占比趋势下降 10
图 16：嘉友国际前五大客户销售额占比趋势下降 10
图 17：嘉友国际净毛转化率在同行业处于领先水平 11
图 18：嘉友国际期间费用率处于同行业可比公司较低水平 11
图 19：嘉友国际有效税率处于同行业可比公司较低水平 11
图 20：嘉友国际 ROE 处于同行业可比公司前列水平 11
图 21：嘉友国际净利率处于同行业可比公司领先水平 11

仅供内部参考，请勿外传

图 22：2022-2025 年嘉友国际资产负债率较低 12
图 23：2017-2025 年嘉友国际分红比例趋于提升 12
图 24：中蒙主焦煤供应链贸易业务实施示意图 12
图 25：供应链贸易业务商业模式 12
图 26：蒙煤出口至中国的运输环节（传统运输模式） 13
图 27：供应链贸易业务以主焦煤为主 13
图 28：2021 年以来，供应链贸易业务毛利率跃升 13
图 29：2021-2025 年嘉宸国际和万利贸易收入趋于增长 13
图 30：2021-2025 年嘉宸国际和万利贸易净利润波动较大 13
图 31：供应链贸易业务收入与利润随焦煤价格波动 14
图 32：2025 年中旬以来，焦煤价格开始触底回升 14
图 33：2026 年初以来，焦煤价格同比正增长且加速上行 14
图 34：铁水日均产量处于历史较高位置 14
图 35：港口、焦化厂、钢厂焦煤库存量处于历史偏低位置 14
图 36：嘉友国际股价与 DCE 焦煤价格高度正相关 15
图 37：山西炼焦煤矿停产数量及对应产能 15
图 38：2022 年以来，蒙古是中国进口炼焦煤第一大来源国 16
图 39：蒙古炼焦煤进口数量占比超过 60% 16
图 40：2025 年中旬以来，蒙煤进口同比高增长 16
图 41：2022 年以来，中国炼焦煤进口依存度趋势提升 16
图 42：价差走扩，焦煤进口量趋势增长 16
图 43：价差走扩，蒙古焦煤进口量趋势增长 16
图 44：蒙古煤矿分布图 17
图 45：蒙古国煤矿布局及物流走向图 17
图 46：约 50%蒙煤是从甘其毛都口岸进口 18
图 47：蒙古国铁路概况 18
图 48：嘉友国际跨境多式联运业务模式示意图 19
图 49：嘉友国际大宗矿产品物流业务模式示意图 19
图 50：嘉友国际智能仓储业务模式示意图 19
图 51：跨境多式联运综合物流服务收入趋于增长 20
图 52：跨境多式联运综合物流服务毛利率变化 20
图 53：2022-2025 年嘉新国际营业收入和净利润变化 20
图 54：2022-2025 年嘉新国际 ROE 呈波动趋势 20
图 55：2010-2025 年中国铜矿石及精矿进口数量趋于增长 20
图 56：2024 年底以来中国自蒙古进口铜矿石及精矿数量增速上行 20
图 57：2010-2025 年中国铜矿石及精矿进口国家分布 21
图 58：2023 年以来中国自蒙古进口铜矿石及精矿数量占比提升 21
图 59：2025-2030 年 OT 矿铜矿产量有望持续增长 21
图 60：2000-2024 年蒙古进口的机械及运输设备金额趋于增长 21
图 61：2015-2025 年中国与中亚五国进出口额呈增长趋势 22
图 62：哈萨克斯坦向中国出口货物品类结构（2024 年） 22

仅供内部参考，请勿外传

图 63：2025 年新疆口岸进出口货运量 23
图 64：中国自哈萨克斯坦进口的铜矿石及精矿数量与份额趋于提升 23
图 65：刚果（金）卡萨项目道路及陆港物流基础设施 23
图 66：陆港项目收入与毛利润高增长 24
图 67：陆港项目毛利率近三年维持在 60%左右 24
图 68：中非国际收入与净利润高增长 24
图 69：中非国际的资产盈利能力较强 24
图 70：全球铜矿资源分布情况 24
图 71：铜产业链的全球格局 24
图 72：中国铜产业链对外依存情况及进口结构 25
图 73：2010-2025 年刚果（金）铜钴矿储量全球份额 25
图 74：2010-2025 年刚果（金）铜钴矿开采量全球份额 25
图 75：中国自刚果（金）进口铜矿砂及其精矿趋于增长 26
图 76：中国-非洲贸易额与中国-刚果（金）投资存量趋于增长 26
图 77：非洲铜产量的控制权情况（2018 年） 26
图 78：非洲矿山总产量所有权情况（2018 年） 26
图 79：中非铜钴带与卡萨项目地理位置 27
图 80：卡萨项目可以利用坦赞铁路实现跨境运输 27
图 81：2026-2028 年卡萨项目和卡恩公路盈利预测 28
图 82：嘉友国际非洲跨境多式联运规模较小、空间较大 28
图 83：非洲物流业投资额占比位居第一 28
图 84：非洲实际 GDP 和消费支出呈快速增长趋势 29
图 85：非洲采矿业、运输业、零售业等实际 GDP 呈快速增长趋势 29
图 86：2017-2025 年嘉友国际市值、股价、PE、净利润等变化 31
图 87：2018-2025 年嘉友国际股价上涨主要来自净利润 31

表 1：蒙古煤炭资源储量丰富 17
表 2：嘉友国际签署煤炭合同总览 17
表 3：嘉友国际在国内布局仓储总览 22
表 4：刚果（金）主要企业铜-钴资源产能（截止至 2020 年） 26
表 5：嘉友国际非洲项目汇总 27
表 6：嘉友国际的核心财务指标预测 30
表 7：嘉友国际的可比公司 2026 年 Wind 一致预期和估值 30

仅供内部参考，请勿外传

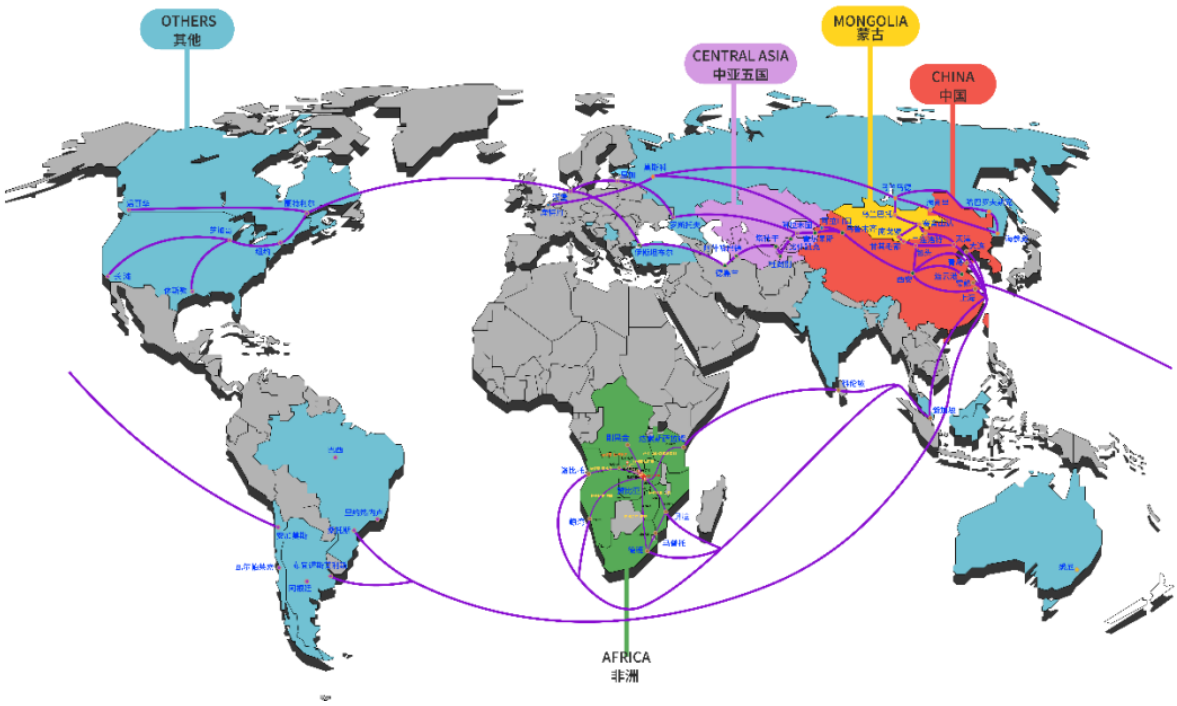
1. 联运⇄贸易⇄陆港

嘉友国际是专注于陆锁国家及地区服务的国际领先跨境综合物流企业。公司长期深耕中蒙、中亚、非洲等资源富集区域，通过投资运营口岸物流基础设施、海关监管场所、保税仓库、跨境运输车队及国际陆港枢纽，整合铁路、公路、海运、航空等多式联运资源，构建覆盖全球的物流服务网络。协同服务头部矿企，“物流”深度出海。2021 年，公司通过非公开发行 A 股股票和股份协议转让的方式，引入紫金矿业集团股份有限公司作为战略投资者，成为公司第二大股东。物贸一体化，行稳致远。2017-2025 年，公司营业收入自 32.4 亿元增长至 83.8 亿元，较 2017 年翻近 2.6 倍；归母净利润自 2.1 亿元增长至 11.4 亿元，较 2017 年翻超 5.5 倍。2016-2025 年，嘉友国际净毛转化率均值高达 72%，直接反映其“资源型重货+自营口岸+全链路可控”的商业模式优势。

1.1. 陆锁国资源物流核心运营商

嘉友国际成立于 2005 年 6 月，是专注于陆锁国家及地区服务的国际领先跨境综合物流企业。公司长期深耕中蒙、中亚、非洲等资源富集区域，通过投资运营口岸物流基础设施、海关监管场所、保税仓库、跨境运输车队及国际陆港枢纽，整合铁路、公路、海运、航空等多式联运资源，构建覆盖全球的物流服务网络。依托自主研发的信息化系统，公司以标准化、系统化的管理体系，高效协同运输、仓储、通关、分拨等全链路环节，实现业务数据实时共享和资源动态优化调配，为客户提供高效、可靠的一体化跨境物流解决方案。

图 1：嘉友国际业务全球化布局



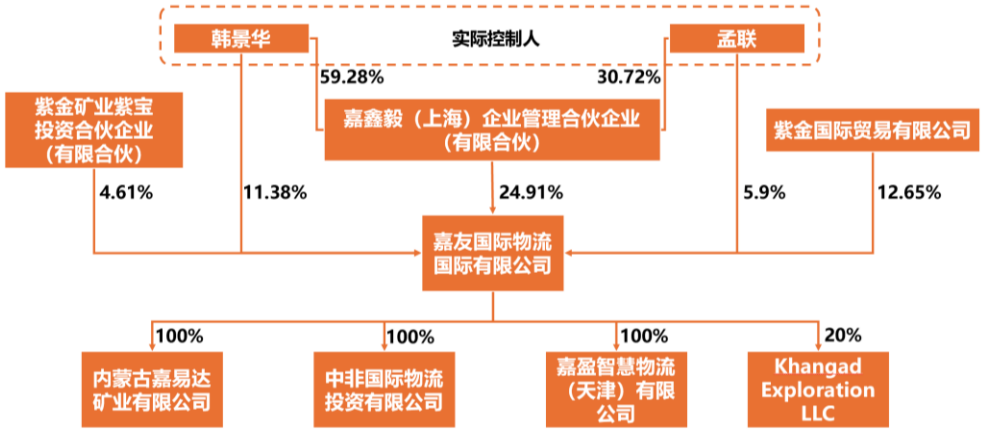
资料来源：公司公告，天风证券研究所

实控人持股比例高，股权结构相对稳定。控股股东嘉鑫毅（上海）资产管理合伙企业（有限合伙）及其一致行动人韩景华、孟联持股比例共计 42.19%，实控人韩景华和孟联直接持股比例分别为 11.38%和 5.9%，两人合计持有嘉鑫毅（天津）资产管理合伙企业（有限合伙）股份 90%。

协同头部矿企，“物流”深度出海。2021 年，公司通过非公开发行 A 股股票和股份协议转让的方式，引入紫金矿业集团股份有限公司作为战略投资者，成为公司第二大股东，截止 2026 年 5 月，紫金矿业合计持股比例为 17.26%。公司的业务布局与紫金矿业的海外项目有较强的协同效应，物流出海、前景广阔。

仅供内部参考，请勿外传

图 2：嘉友国际的股权结构（截至 2026 年 5 月）



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

核心竞争力：

- **物流资产的先发优势。**①公司在中蒙陆运口岸发展初期规划并获批建设的海关公用型保税库、海关监管场所陆港资产是中蒙跨境物流业务的核心竞争力，在业务发展的过程中公司通过持续的再投入不断的在成本控制和运营管理上体现出物流资产的先发优势，很难被同行业其他竞争对手超越。②公司将中蒙陆运口岸开发及运营的成功经验向中国与中亚国家的边境口岸进行复制。与可克达拉市恒信物流集团有限公司共同在霍尔果斯口岸投资、建设、运营进出口海关监管场所，将中蒙跨境物流的经营模式复制到中亚地区，形成中亚地区的核心竞争力。③公司在刚果（金）投资建设并成功投运的卡萨项目已成为非洲地区重要的物流枢纽，协同迪洛洛项目、赞比亚萨卡尼亚项目、赞比亚莫坎博项目、坦桑尼亚通杜马陆港与坦噶港的建设与运营，公司将构建国际陆港集群网络，推进非洲区域大物流整体布局构想，形成公路、港口一体化的综合运输网络。
- **核心客户的资源优势。**①公司经过多年稳健发展，依托跨境多式联运综合物流服务和供应链贸易服务业务，为世界 500 强国际国内大型矿业公司、上市公司、黑色及有色金属冶炼公司提供全方位、一站式综合物流服务。公司的主要客户自身履约能力强，信誉度高，经济实力雄厚。在选择综合物流服务商时，对专业服务能力、管理水平、物流效率、品牌信誉等要求较高，强调业务合作的稳定性与持续性，公司和这些客户重复签约率高，获客成本相对较低，形成了长期稳定的合作模式。②公司客户主要集中在铜精矿、主焦煤等大型冶炼行业。中国每年约 50%铜的消耗量需要在全球范围进行采购，这种需求确保了客户对物流服务的需求是稳步增长的。公司坚持以客户需求为核心定制物流服务解决方案，不断拓宽加深业务合作，与主要客户在业务上下游发展过程中共同成长，赢得客户的信赖。
- **国际多式联运的先进性。**①国际多式联运业务是公司的基础业务，其发展具有陆港联动整合+陆运自营的特点。公司国际多式联运业务起源于陆运锁定的蒙古区域，在解决陆锁国跨境物流降本增效的进程中，公司与船公司、航空公司及国际同行建立了针对陆锁国物流业务陆港联动的合作机制，同时在中蒙陆运口岸自营海关监管场所、公用型保税库等物流基础设施，投资国际道路运输车队和通关装卸专业化团队，弥补了联运环节中的短板，同步推进国际多式联运信息化建设，形成一套完整的针对陆运锁定国家和地区的国际多式联运业务运营网络，符合国际、国内物流行业发展趋势。②公司国际多式联运业务以中蒙为基础，发展到中亚、非洲、中南美等具有同样特点的市场，在行业内形成公司的品牌特点。
- **信息化管理的技术优势。**①公司在高质量快速发展的过程中始终贯穿数字信息化管理工具的研发和应用，公司组建的物流信息化研发团队联合外部专业技术开发团队完成包括贸易、物贸一体、综合物流、陆运口岸管理、网络运输平台等多维度一体化的信息化管理系统，并拥有 41 项软件著作权和 9 项专利。②公司信息系统的建设与运维，

仅供内部参考，请勿外传

最大程度地提高公司全球物流订单承接、操作、结算的处理速度，同步各部门及公司之间信息和数据收集，实现业务数据与客户信息的高度共享及充分利用，构建客户货物实时查询和电子数据交换，数据共享、掌上数控，实现物流全过程的控制和综合管理、完整和实时信息管理、财商一体化，形成了以信息技术为核心的“智慧物流”业务拓展模式，提高了物流服务的质量和客户的满意度，更有助于公司从区域性跨境综合物流服务企业逐步向全球性国际跨境综合物流服务商转变。

1.2. 物贸一体，协同增长

物贸一体化，行稳致远。公司的主营业务涵盖跨境多式联运综合物流服务、供应链贸易及国际陆港运营三大板块。

跨境多式联运是通过两种或两种以上的运输方式，将货物从一国境内接管地点运至另一国境内或第三国指定交付地点的货物运输服务。供应链贸易业务是公司物流基础业务的延伸。区别于传统贸易经营模式，公司所从事的供应链贸易业务是根据供应商要求提供市场整体交易信息、客户价格反馈、物流方案、仓储、结算等服务，以自身名义购入商品最终将商品销售给境内购买商。虽然公司的利润形式上也是通过赚取商品差价获得，但实际上该利润是根据公司提供的物流服务内容来获取，公司承担的商品价格波动带来的风险较小。公司依托在陆锁国家和地区积累的丰富物流经验，围绕不同区域及发展阶段的实际需求，持续投资、建设和运营陆运口岸及相关物流基础设施，形成了独立、可持续盈利的国际陆港运营模式。

图 3：嘉友国际业务结构

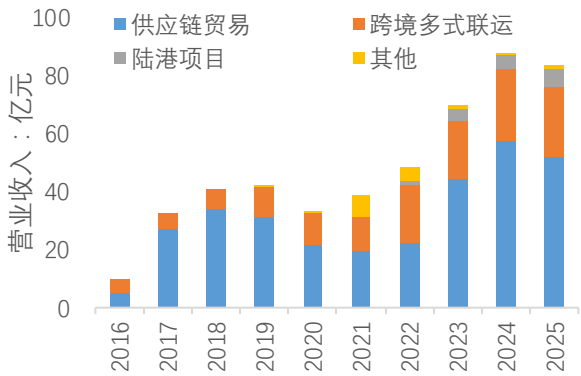
业务板块		业务内容
物流	跨境多式联运	公司专注于为陆锁国家及地区客户提供涵盖国际国内多式联运、港口中转、仓储、通关装卸及全程信息跟踪的一体化、标准化物流组织与管理服务，在**中蒙、中亚、非洲、中南美等区域**构建了成熟、体系化的跨境物流网络，在重点口岸**先发布局保税仓库、海关监管场所**等核心物流资产。
	国际陆港运营	公司国际陆港运营业务主要来源于非洲矿产开发客户对于矿产品物流运输的需求，聚焦位于**非洲刚果（金）、赞比亚的中非铜钴矿带区域**。目前，刚果（金）卡萨项目及赞比亚萨卡尼亚口岸至恩多拉公路已投入运营，**赞比亚萨卡尼亚口岸、赞比亚莫坎博项目建设有序推进，坦桑尼亚通杜马项目与坦噶港**项目按计划稳步布局。
贸易	供应链贸易	公司依托跨境综合物流优势，发展以物流服务为核心的**“物流+贸易”一体化**供应链业务，重点聚焦于**中蒙主焦煤等大宗商品产业**。该业务区别于传统贸易模式，通过**锁定稳定货源与运量**，围绕供应商及下游客户需求，提供涵盖市场信息、价格行情、运输、仓储、配送、结算等环节的全流程服务。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

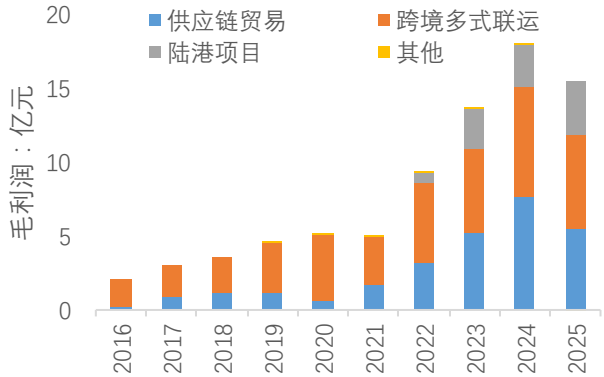
主营业务稳健扩张，盈利能力和抗风险能力持续增强。2017-2025 年，公司营业收入自 32.4 亿元增长至 83.8 亿元，较 2017 年翻近 2.6 倍；归母净利润自 2.1 亿元增长至 11.4 亿元，较 2017 年翻超 5.5 倍；总资产、净资产分别增长至 80.9 亿元、61.7 亿元，较 2017 年均翻近 10 倍。

图 4：2016-2025 年嘉友国际主业收入趋于增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

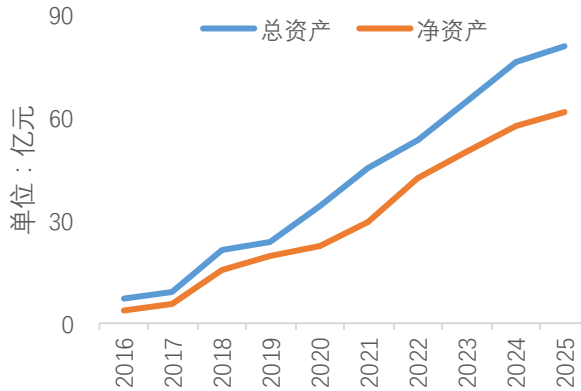
图 5：2016-2025 年嘉友国际主业毛利润趋于增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

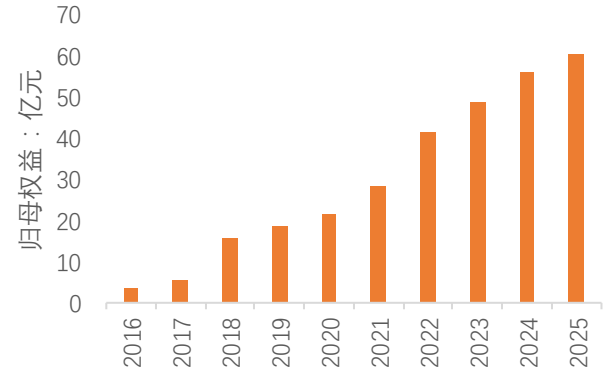
综合实力提升，净利润驱动归母权益持续增长。2017-2025 年，嘉友国际归母权益自 5.7 亿元增长至 60.2 亿元，同比增长 9.5 倍。

图 6：2016-2025 年嘉友国际总资产和净资产持续增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2016-2025 年嘉友国际归母权益持续增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

嘉友国际的业绩发展和演变轨迹呈现“增长期-战略布局期-显著增长期-战略扩张期”交替推进的特征：

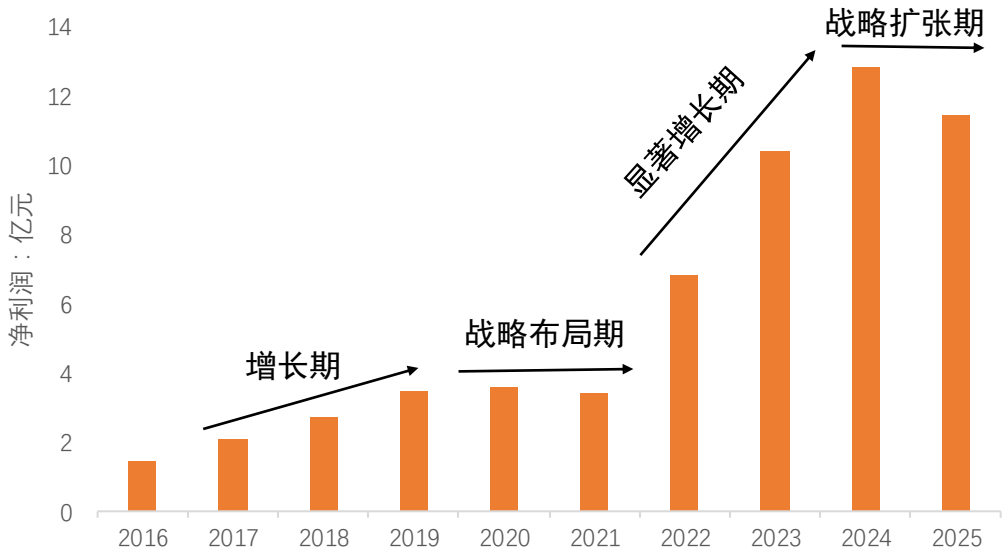
- 2017-2019 年：增长期。公司聚焦中蒙跨境陆运走廊物流基础设施建设完成，融入陆运跨境物流供应链，陆运走廊成为具有规模效应的物流枢纽，形成公司跨境多式联运标准化，差异化的竞争优势，期间，净利润年均复合增长率达 29%，实现高成长。
- 2020-2021 年：战略布局期。公司深化中蒙通道布局，通过收购、新建通道核心物流资产，与供应端和用户端建立战略合作关系完成中蒙物流供应链生态建设；拓展中亚区域，投资中哈霍尔果斯物流仓、同时启动非洲刚果（金）卡萨边境道路和口岸通向东南部沿海港口的非洲陆运走廊项目，完成项目建设，是公司陆运走廊发展战略形成的重要期间。
- 2022-2024 年：显著增长期。公司完善的中蒙物流供应链带动以跨境综合物流为核心的中蒙各项业务高速发展；期间公司与港股上市公司 Mongolian Mining Corporation 达成煤炭矿山股权合作及长期供应协议，将中蒙物流走廊的商业价值推向供应链的源头。在非洲，刚果（金）卡萨项目从建设转入运营，产生新的业务收入；陆运走廊延伸到赞比亚卡恩道路和萨卡、莫坎博口岸；公司通过并购非洲头部运营车

仅供内部参考，请勿外传

队将通道建设和物流基础设施建设同步加速推进，公司在中蒙、中亚、中非主要区域的经营战略逐步落地并延伸，带动公司业绩进入新一轮增长，净利润年均复合增长率高达 36.9%。

- 2025 年：战略扩张期。2025 是公司夯实战略扩展和落地的核心年。中蒙市场持续以物流供应链为核心创新业务形态，保障业务规模，盈利水平，为新的规模和盈利发展积累动力；中亚区域以陆运口岸中转仓的业务为核心竞争力，参与市场竞争，业务规模逐步提高；非洲区域以覆盖赞比亚、坦桑尼亚、纳米比亚、博茨瓦纳等区域的陆运多条通道建设稳步推进，开展通道建设、物流设施、设备投资、综合物流管理人员和系统植入，为公司未来非洲区物流供应链生态的发展、业绩的稳定增长奠定支撑的基础。

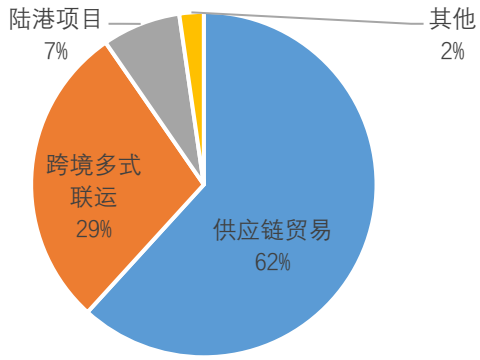
图 8：嘉友国际的业绩发展和演变轨迹



资料来源：Wind，天风证券研究所

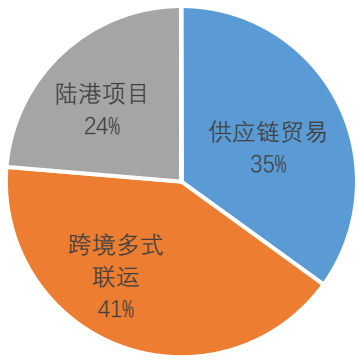
收入、毛利润业务结构占比有所差异。2025 年，收入端，贸易业务占比 62%，物流及相关业务（跨境多式联运和陆港项目）占比 36%。毛利润端，贸易业务占比 35%，物流及相关业务占比 65%，公司主要的利润来源于物流业务，贸易业务是延伸与赋能。

图 9：嘉友国际主业收入占比（2025 年）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：嘉友国际主业毛利润占比（2025 年）

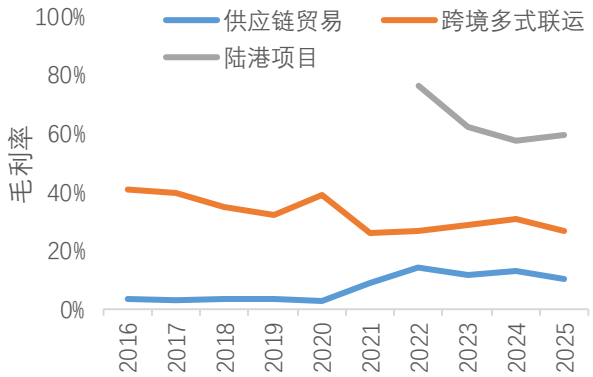


资料来源：公司公告，天风证券研究所

毛利率：物流业务 > 贸易业务。2022-2025 年，陆港业务毛利率平均值 64%，跨境多式联运 28%，供应链贸易 12%。2020-2022 年，贸易业务毛利率有所抬升，或与物流链条纵向延伸、焦煤价格上涨等有关。

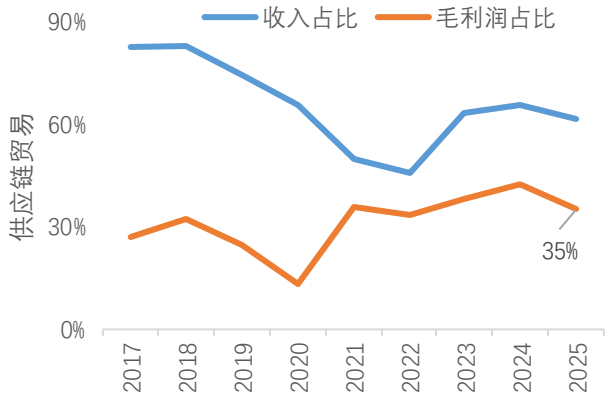
仅供内部参考，请勿外传

图 11：2016-2025 年嘉友国际主业毛利率变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

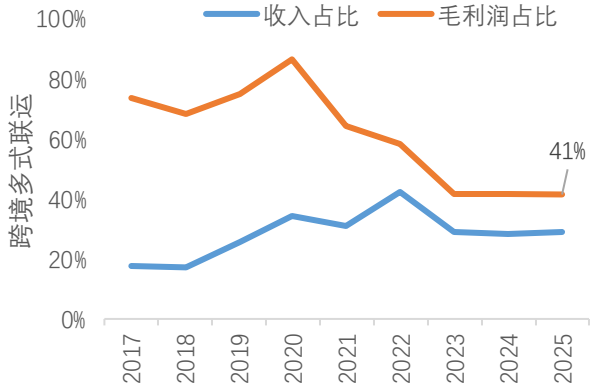
图 12：2025 年嘉友国际供应链贸易毛利润占比显著下滑



资料来源：公司公告，天风证券研究所

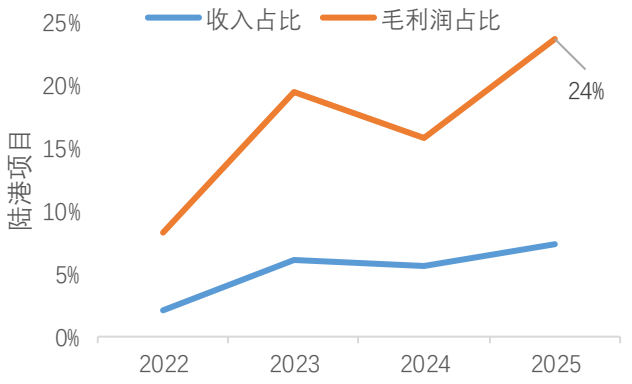
业务结构在优化，毛利率和利润中枢有望提升。2025 年贸易业务毛利润占比显著回落至 35%，多式联运业务毛利润占比 41%，陆港项目毛利润占比跃升至 24%。

图 13：2023-2025 年嘉友国际多式联运毛利润占比基本持平



资料来源：公司公告，天风证券研究所

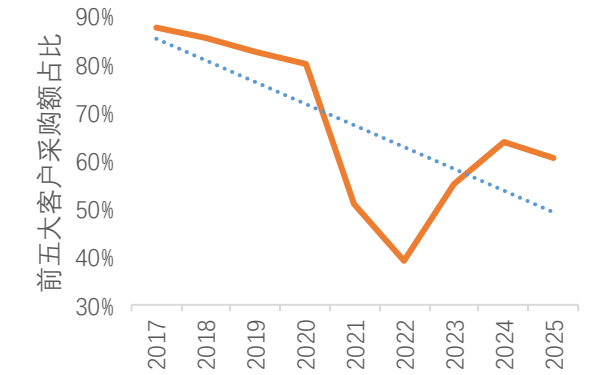
图 14：2022-2025 年嘉友国际陆港项目毛利润占比显著提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

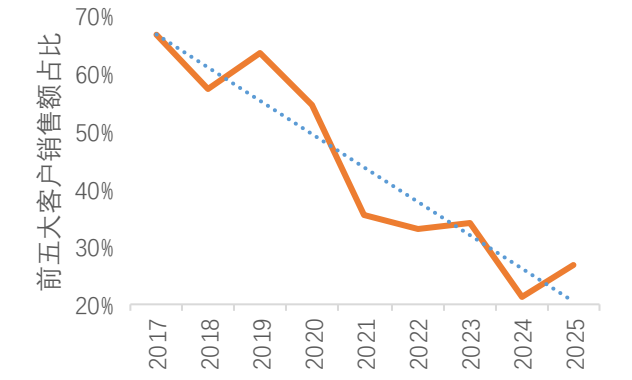
单一客户/供应商风险下降，收入结构更加均衡。公司前五大供应商占年度采购额比例呈现趋势下降，由 2017 年的 87.5%下降到 2025 年的 60.5%。前五大客户占年度销售额比例呈现趋势下降，由 2017 年的 66.7%下降到 2025 年的 26.8%。

图 15：嘉友国际前五大供应商采购额占比趋势下降



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：嘉友国际前五大客户销售额占比趋势下降



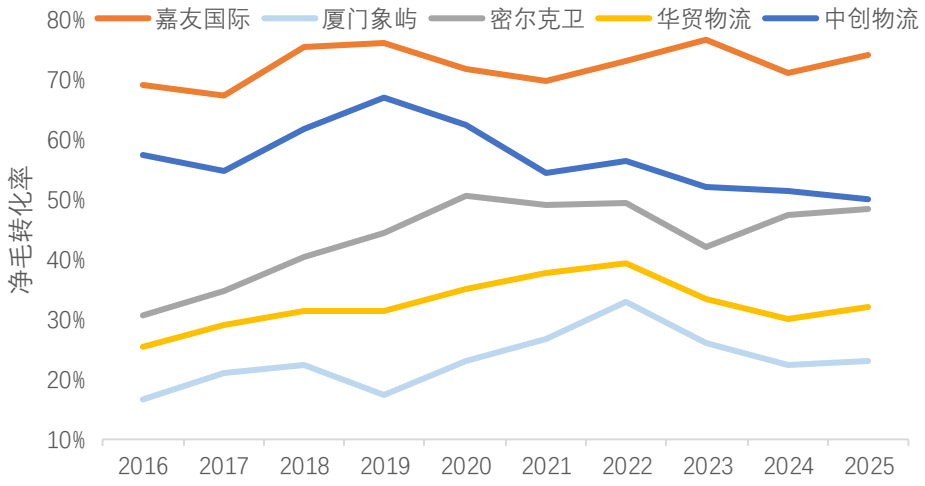
资料来源：公司公告，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

1.3. 高净毛转化，高 ROE

相较于同行业可比公司，嘉友国际具有较高的净毛转化率。2016-2025 年，嘉友国际净毛转化率均值高达 72%，直接反映其“资源型重货+自营口岸+全链路可控”的商业模式优势。

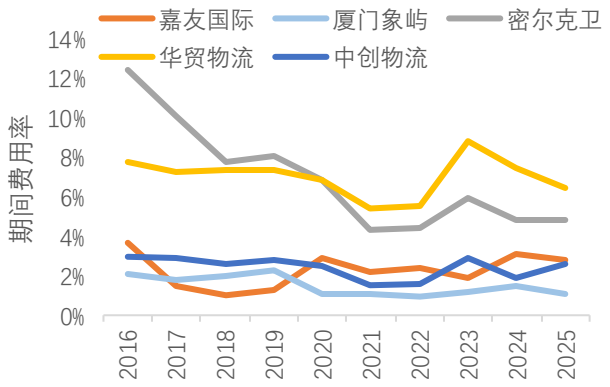
图 17：嘉友国际净毛转化率在同行业处于领先水平



资料来源：Wind，天风证券研究所；注：净毛转化率=净利率/毛利率

净利率≈毛利率-期间费用率-有效税率（不考虑非经常性损益、减值等杂项）。嘉友国际较高的净毛转化率，主要得益于较低的期间费用率和较低的所得税率。

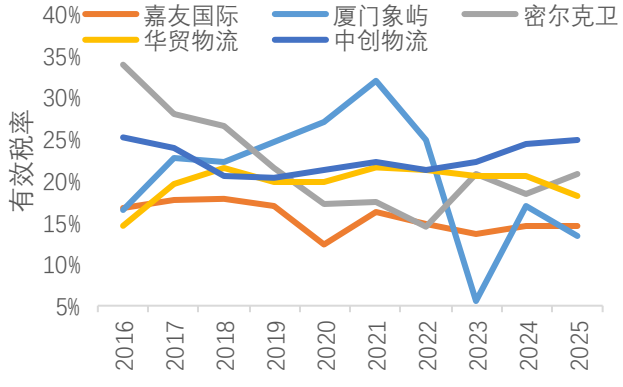
图 18：嘉友国际期间费用率处于同行业可比公司较低水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

注： 期间费用率=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)／营业收入

图 19：嘉友国际有效税率处于同行业可比公司较低水平

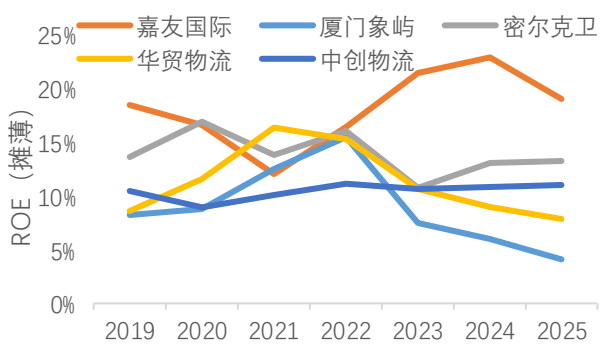


资料来源：Wind，天风证券研究所

注：有效税率=税项/利润总额(TTM)

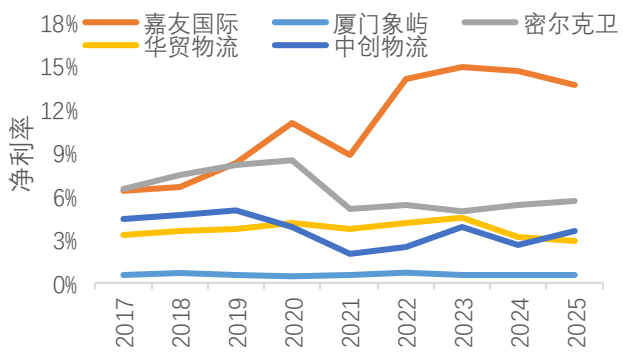
嘉友国际盈利能力强，2019-2025 年 ROE 均值 18%，得益于较高的净利率。

图 20：嘉友国际 ROE 处于同行业可比公司前列水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：嘉友国际净利率处于同行业可比公司领先水平

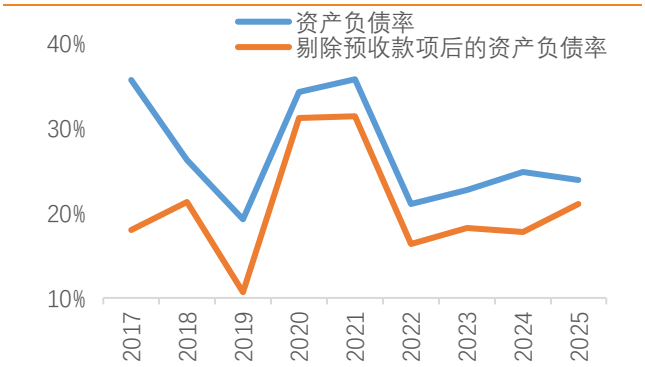


资料来源：Wind，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

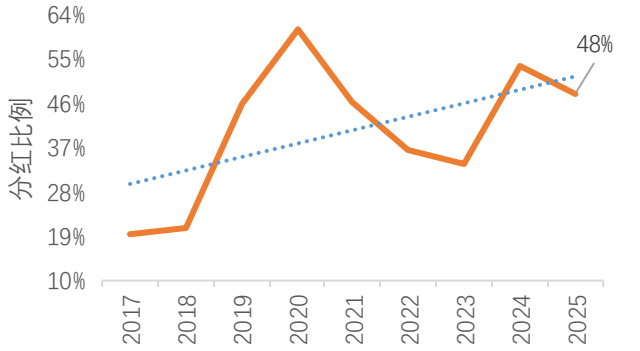
现金流良好，分红比例有望维持高位。嘉友国际现金流良好（经营性现金流和自由现金流），资本开支趋缓，我们预计分红比例有望维持 50%左右，2026 年预期股息率 4.6%（按照 2026 年 7 月 3 日收盘价来计算），提供较高安全边际。同时，杠杆率较低，一方面财务风险/偿债能力较优，另一方面，提供了“加杠杆”提升 ROE 的空间。

图 22：2022-2025 年嘉友国际资产负债率较低



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：2017-2025 年嘉友国际分红比例趋于提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 贸易：煤价企稳，货量提升

供应链贸易业务盈利有望修复。贸易业务的核心是以销售锁定物流服务，增大公司的物流货量是业务规模的关键之处，而目的并非赚取商品差价。贸易业务收入与利润随焦煤价格波动。焦煤价格上涨，公司经手货值增加、毛利率稳定，所以利润增加。焦煤价格底部或已夯实。2025 年中旬以来，焦煤价格触底回升，同比涨跌幅转正上行。价差走扩，蒙煤进口量跃升，驱动公司贸易量有望持续增长。

2.1. 贸易是物流的延伸

供应链贸易业务是公司物流基础业务的延伸。区别于传统贸易经营模式，嘉友国际所从事的供应链贸易业务是根据供应商要求提供市场整体交易信息、客户价格反馈、物流方案、仓储、结算等服务，以自身名义购入商品最终将商品销售给境内购买商。虽然利润形式上也是通过赚取商品差价获得，但实际上该利润是根据公司提供的物流服务内容来获取，承担的商品价格波动带来的风险较小。贸易业务的核心是以销售锁定物流服务，增大公司的物流货量是业务规模的关键之处，而目的并非赚取商品差价。

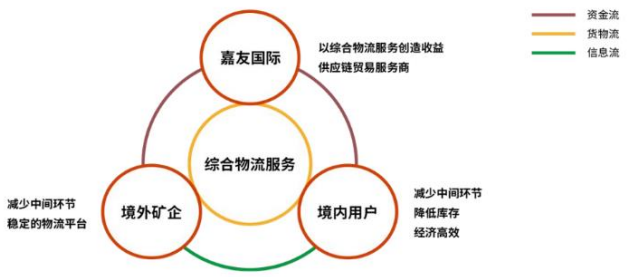
供应链贸易服务的采购包括实物采购和服务采购两大类。实物采购主要为主焦煤采购，系根据客户需求，接受其委托进行境外主焦煤采购，采取“形式买断”形式。服务采购主要是根据委托人的需求，按照采购合同条款的细节要求，受供应商委托采购物流运输等服务，配合完成货物供应链贸易业务的全过程。主要包括境内各种运输模式的采购、港口转关及口岸综合服务采购。收费方式为在贸易采购成本的基础上，按照交易量和提供的物流服务收取一定比例的费用。

图 24：中蒙主焦煤供应链贸易业务实施示意图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 25：供应链贸易业务商业模式

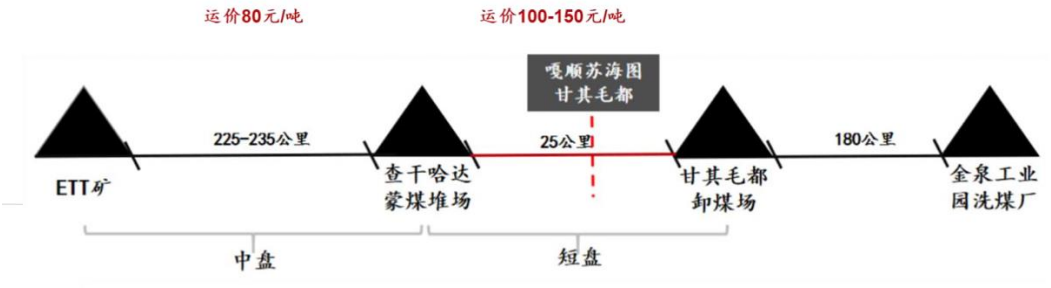


资料来源：公司公告，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

物流链条纵向延伸提升盈利。基于上述物流服务主导的盈利模式，在物流服务链条中，公司此前仅负责通关和国内段运输，供应链贸易业务毛利率相对稳定，2015-2020 年期间始终在 3-4%之间波动。

图 26：蒙煤出口至中国的运输环节（传统运输模式）

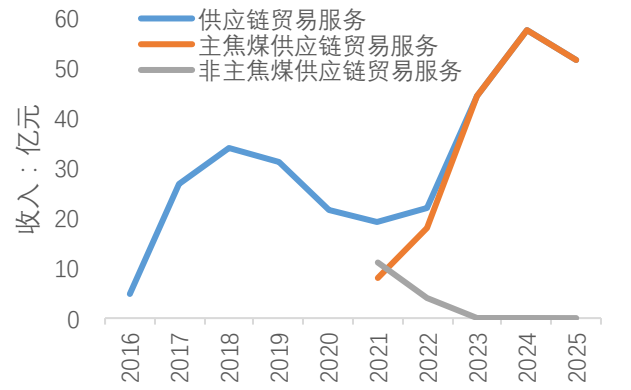


资料来源：Mysteel，我的钢铁煤焦资讯公众号，我的钢铁网公众号，天风证券研究所

注：暂未考虑铁路通车

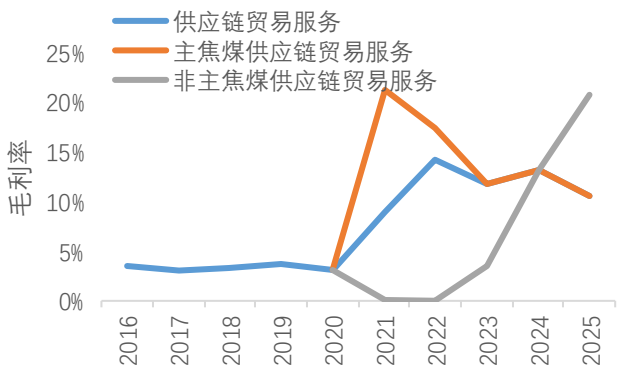
2021 年，公司主动整合自蒙古国矿山到中国终端用户的产业链供应链，拓展了蒙煤运输价值链中的蒙古段中盘和短盘的高毛利业务，取得了蒙古段运费等物流服务费快速增长的红利，21 年主焦煤供应链业务毛利率上涨至 21.24%，带动供应链贸易板块毛利率整体上涨至 9.03%。

图 27：供应链贸易业务以主焦煤为主



资料来源：Wind，天风证券研究所

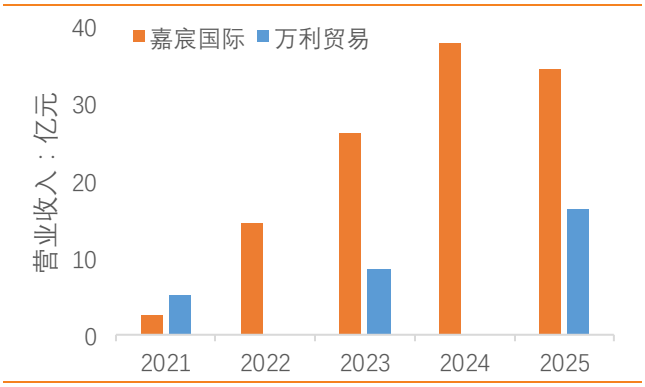
图 28：2021 年以来，供应链贸易业务毛利率跃升



资料来源：Wind，天风证券研究所

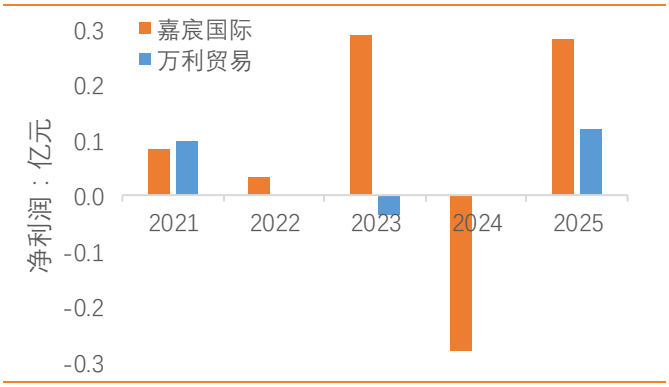
嘉宸国际和万利贸易主营业务是为进口主焦煤提供供应链贸易服务，嘉友国际 100%控股。2021-2025 年嘉宸国际和万利贸易收入趋于增长，但净利润波动较大；同时，净利率较低，负债率较高。

图 29：2021-2025 年嘉宸国际和万利贸易收入趋于增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 30：2021-2025 年嘉宸国际和万利贸易净利润波动较大



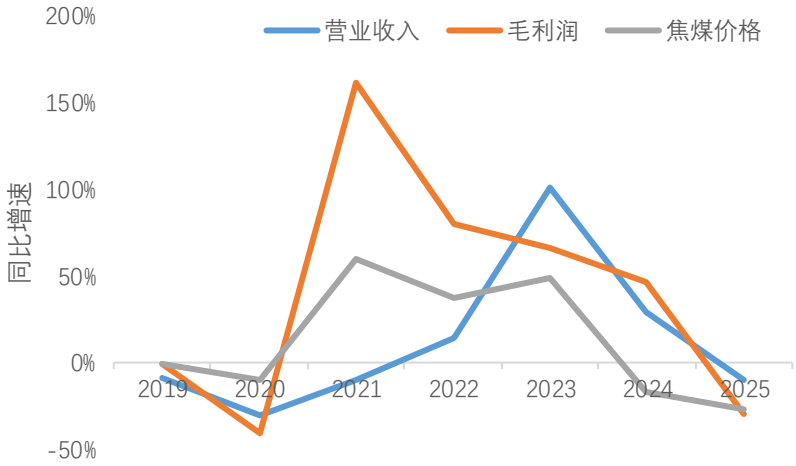
资料来源：公司公告，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.2. 焦煤价格触底回升

供应链贸易业务收入与利润随焦煤价格波动。焦煤价格上涨，公司经手货值增加、毛利率较为稳定，利润增加。2021 年，毛利润增速高于煤价增速，或与物流链条纵向延伸有关。

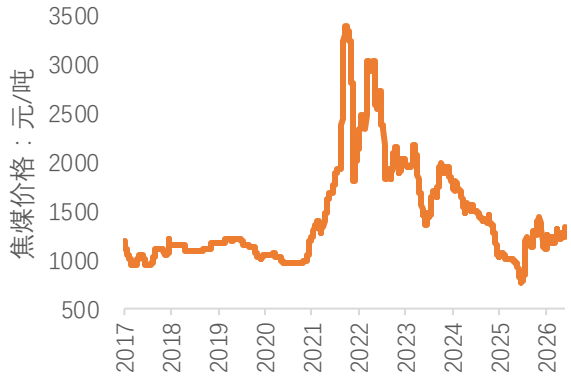
图 31：供应链贸易业务收入与利润随焦煤价格波动



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

焦煤价格底部或已夯实。2025 年中旬以来，焦煤价格触底回升，同比涨跌幅转正上行。

图 32：2025 年中旬以来，焦煤价格开始触底回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

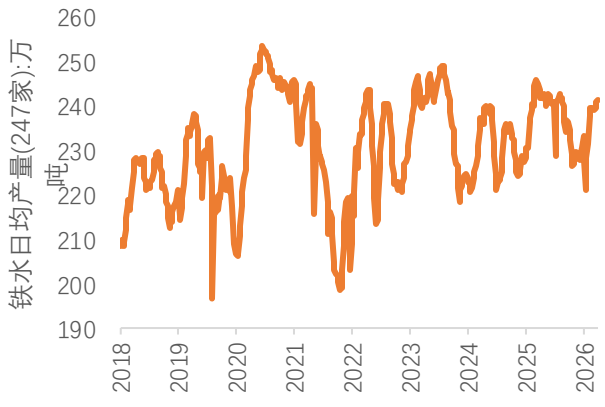
图 33：2026 年初以来，焦煤价格同比正增长且加速上行



资料来源：Wind，天风证券研究所

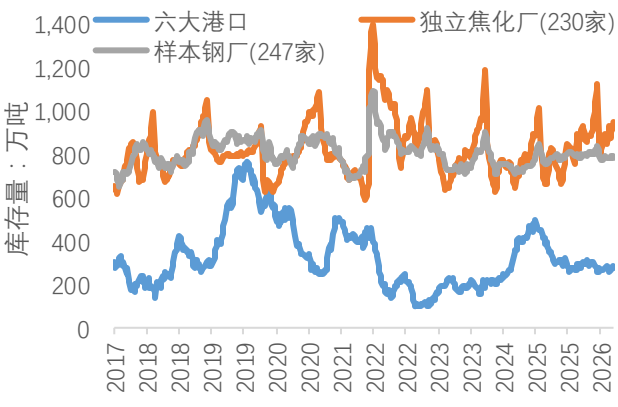
需求韧性+库存低位，焦煤价格有望上行。铁水日均产量已突破 240 万吨，处于历史高位；港口、焦化厂、钢厂焦煤库存量都处于历史偏低位置。

图 34：铁水日均产量处于历史较高位置



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 35：港口、焦化厂、钢厂焦煤库存量处于历史偏低位置

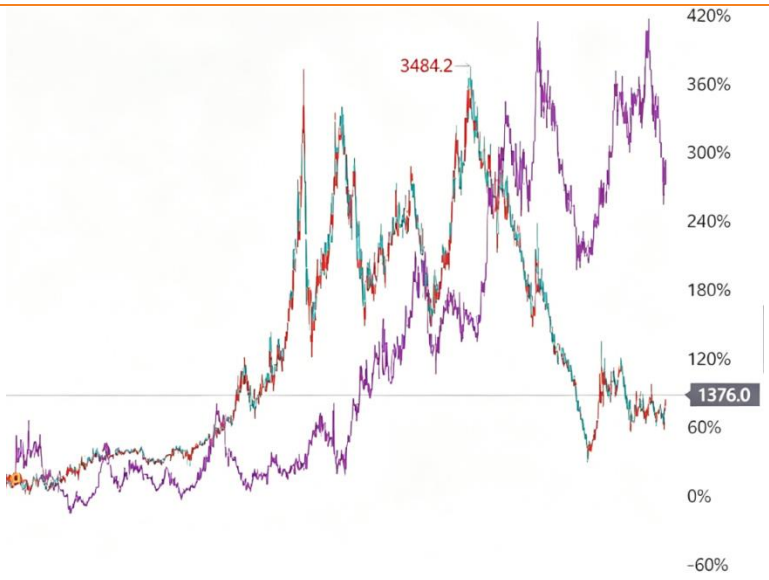


资料来源：Wind，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

嘉友国际股价与焦煤价格高度正相关，存在一定的滞后性。嘉友国际本质是以物流为主业，但资本市场定价却和贸易业务（焦煤价格）相关度更高，我们认为，原因如下：①贸易业务利润占比较高，2021-2025 年毛利润占比均值为 37%；②贸易业务蒙古煤炭采购价格采用一篮子公开的煤炭价格指数、按季度进行价格调整的定价模式；③中蒙跨境多式联运的货量与贸易业务有关，与焦煤无关的陆港项目、非洲跨境多式联运等业务利润占比仍然较低。我们预计，未来随着非洲业务高增长，物流业务利润占比趋于提升，资本市场或淡化"焦煤"定价。

图 36：嘉友国际股价与 DCE 焦煤价格高度正相关



资料来源：Wind，天风证券研究所；注：K 线为 DCE 焦煤价格，紫线为嘉友国际股价

安监升级，供给强约束。受"5·22 沁源煤矿瓦斯爆炸"事故影响，主产区安监形势明显加严，尤其是山西地区，民营煤矿已出现大面积停产情况。根据 Mysteel 最新调研结果：5 月 23 日起山西炼焦煤矿山共计 160 座煤矿存在停产现象，产能合计 19940 万吨。截至 7 月 1 日，复产煤矿数量为 95 座，产能共计 12500 万吨；当日处于停产煤矿共计 70 座，产能共计 9370 万吨。目前山西各地安监力度继续升级，前期未有停产现象的忻州宁武等地，也开始出现煤矿因安全检查而停产的状况。山西煤矿复产进度有所停滞，部分区域煤矿停产数量甚至有所增加，后期随着安监的深入，停复产反复的现象将更为频发。为保证安全生产，煤矿复产后多数难以恢复至前期水准，产量下滑 10%-80%不等。复产的 93 座煤矿停产前产量 40.15 万吨，6 月 24 日最新产量为 29.55 万吨，降幅 26.4%。

受事故以及主产区安监持续影响，炼焦煤产地供应并未出现明显改善，短期来看，国内炼焦煤供需预计将持续偏紧，下半年炼焦煤价格或将延续高位运行态势。

图 37：山西炼焦煤矿停产数量及对应产能

山西炼焦煤矿停产数量及对应产能

地区市/类		2026/5/24 数量	2026/5/24 产能	2026/5/25 数量	2026/5/25 产能	2026/5/27 数量	2026/5/27 产能	2026/5/29 数量	2026/5/29 产能	2026/6/1 数量	2026/6/1 产能	2026/6/3 数量	2026/6/3 产能	2026/6/5 数量	2026/6/5 产能	2026/6/8 数量	2026/6/8 产能	2026/6/10 数量	2026/6/10 产能	2026/6/15 数量	2026/6/15 产能	2026/6/17 数量	2026/6/17 产能	2026/6/24 数量	2026/6/24 产能	2026/7/1 数量	2026/7/1 产能
长治	沁源	20	2200	20	2200	20	2200	20	2200	20	2200	20	2200	20	2200	20	2200	20	2200	20	2200	20	2200	19	2050	19	2050
	其他	3	330	6	1210	5	690	4	390	4	390	2	150	2	150	2	150	0	0	0	0	0	0	1	90	1	90
晋中		29	2640	38	3570	38	3570	38	3570	29	2640	25	2190	20	1710	15	1380	12	1140	10	990	8	810	7	750	8	840
临汾		10	1410	28	3490	34	4080	34	4080	20	2290	13	1540	13	1540	15	1840	13	1640	13	1310	12	1220	15	2210	15	1730
吕梁		11	1290	10	1200	7	990	7	990	6	840	7	895	10	1375	7	955	5	750	4	540	6	1230	9	1560	11	2670
太原		0	0	7	540	8	680	8	680	7	540	8	630	9	750	7	750	5	330	2	420	10	990	13	1690	13	1690
运城		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	60	1	60	1	60	1	60	2	120	2	120	2	120	2	120
朔州		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	180	1	180
共计		73	7870	109	12210	112	12190	111	11890	86	8900	76	7665	75	7785	67	7335	56	6120	51	5580	58	6570	67	8650	70	9370

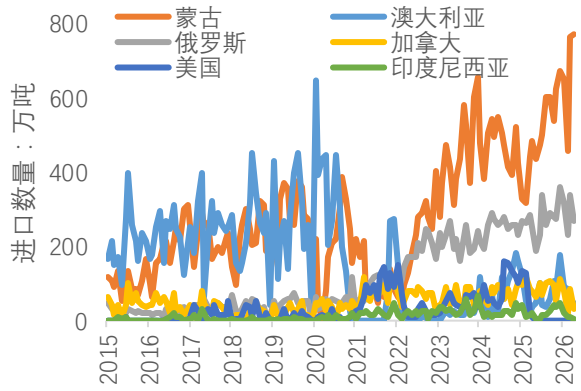
资料来源：Mysteel，我的钢铁煤焦咨询公众号，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.3. 贸易量或持续增长

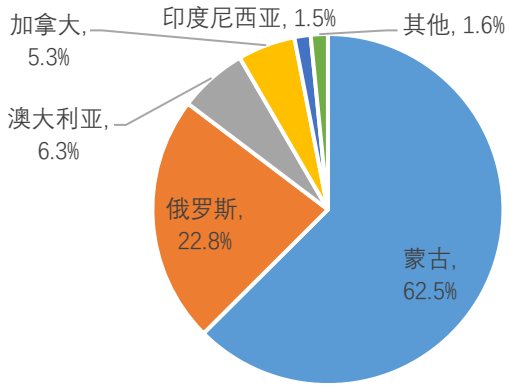
2022 年以来，蒙古是中国进口炼焦煤第一大来源国，显著超过澳大利亚。2026 年 5 月，蒙古炼焦煤进口数量占比超过 60%，遥遥领先。

图 38：2022 年以来，蒙古是中国进口炼焦煤第一大来源国



资料来源：Wind，天风证券研究所

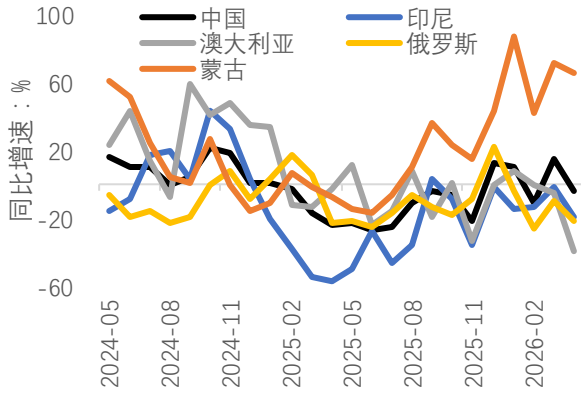
图 39：蒙古炼焦煤进口数量占比超过 60%



资料来源：Wind，天风证券研究所；注：2026 年 5 月（单月数据）

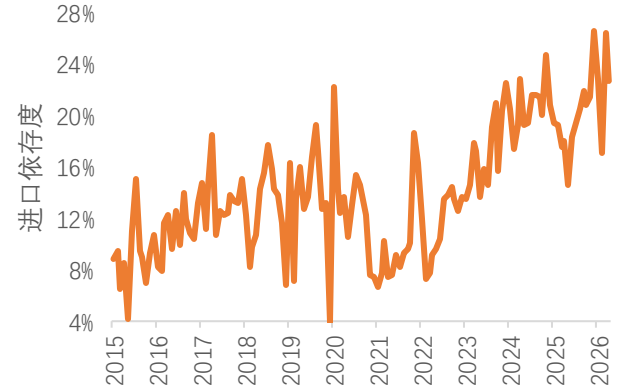
中国焦煤进口依存度提升，蒙煤进口同比跃升。2025 年中旬以来，蒙煤进口同比高增长，显著高于其他国家。2026 年 4 月，中国焦煤进口依存度达 23%。

图 40：2025 年中旬以来，蒙煤进口同比高增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

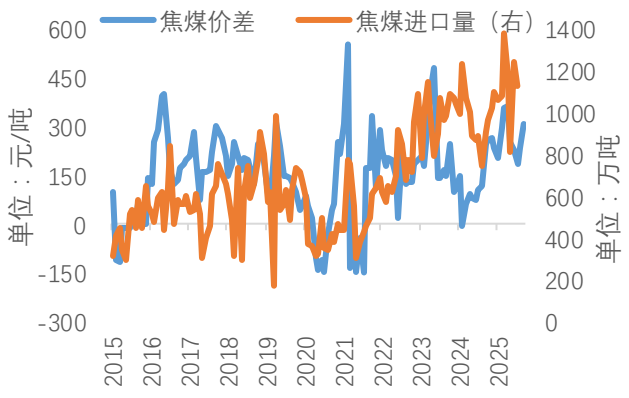
图 41：2022 年以来，中国炼焦煤进口依存度趋势提升



资料来源：Wind，天风证券研究所；注：进口依存度=进口量/消费量

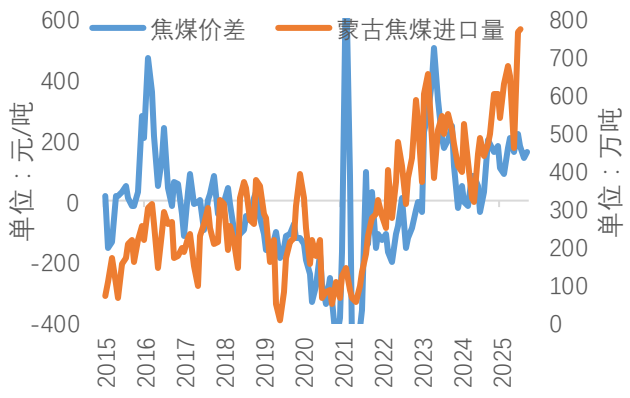
价格决定用地。海外与国内焦煤价差走扩，导致中国焦煤进口量跃升。澳大利亚与蒙古焦煤价差走扩，导致蒙煤进口量跃升。

图 42：价差走扩，焦煤进口量趋势增长



资料来源：Wind，天风证券研究所；焦煤价差=山西-蒙古

图 43：价差走扩，蒙古焦煤进口量趋势增长



资料来源：Wind，天风证券研究所；焦煤价差=澳大利亚-蒙古

仅供内部参考，请勿外传

蒙古国的煤炭资源各地均有分布，南戈壁地区煤类主要为焦煤，煤炭储量大约有 53Gt。

图 44：蒙古煤矿分布图



资料来源：掌上煤焦公众号，天风证券研究所

图 45：蒙古国煤矿布局及物流走向图



资料来源：煤炭信息平台公众号，天风证券研究所

蒙古国炼焦煤资源主要集中在塔温陶勒盖煤田。属于优质炼焦用煤，原煤出焦率 60%以上，是紧缺煤种。该煤田位于蒙古国南戈壁省，主矿区距中国边境约 250 公里、产品主要对华出口，是世界最大的露天煤矿之一，也是全球仅存的与中国邻近的大型优质焦煤资源。

表 1：蒙古煤炭资源储量丰富

公司	煤矿	种类	储量	产能（万吨/年）
Erdenes Tavan Tolgoi（ETT）	塔温陶勒盖煤矿（共 6 个煤区，5 个所属 ETT）	焦煤	81 亿吨（其中 18 亿吨焦煤，动力煤 46 亿吨）	1500
Aspire	Ovoot 焦煤矿	焦煤	2.55 亿吨	1200
MAK	Nariin Sukhait 煤矿	焦煤	2.29 亿吨	1000
	khuut 煤炭及烧页岩项目	焦煤等	1.9 亿吨	200
MMC	乌哈胡达格(UHG)焦煤矿场 巴荣娜仁(BN)焦煤矿场	焦煤	-	-

资料来源：公司公告，中国银行乌兰巴托代表处公众号，天风证券研究所

贸易锁定物流。深化与上游矿山资源客户的战略合作，将物流供应链延伸到矿山源头。

表 2：嘉友国际签署煤炭合同总览

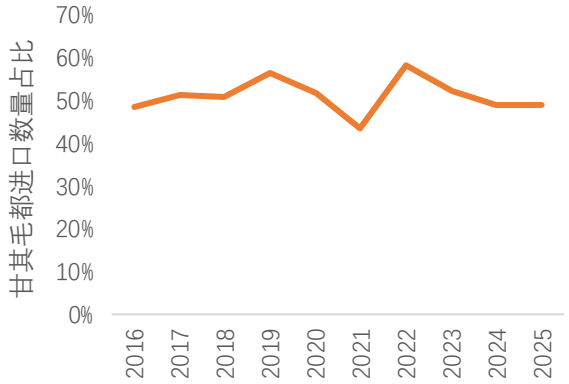
签署时间	合作方/矿山	期限	核心条款
2018 年 4 月	MMC+神华	5 年+可延 5 年	在未来 5 年内每年度供应 300 万吨主焦煤及 100 万吨 1/3 焦煤产品。
2020 年 7 月	ER	至供完	万利贸易从 ER 购买 400 万吨洗精主焦煤，直至数量供应完毕止。
2021 年 2 月	博迪国际（Bodi）	4 年	嘉宸国际和嘉新国际以供应链贸易的形式，计划四年内向博迪采购主焦煤共计 600 万吨。
2021 年 7 月	ETT	5 年	采购包括主焦原煤 1500 万吨以及半软焦煤 150 万吨和风化煤 150 万吨，总计 1800 万吨
2024 年 2 月	MMC	10 年	收购 KEX20%股权；十年合计采购 1750 万吨，前五年每年≥150 万吨，后五年每年≥200 万吨。
2024 年 11 月	MMC	5 年+可延 5 年	MMC 及其关联公司每年增加销售 150 万吨-300 万吨各类焦煤产品给公司及其关联公司。
2025 年 11 月	MMC	5 年	MMC 及其关联公司新增向公司及其关联公司销售焦煤产品总量共计 250 万吨。

资料来源：公司公告，天风证券研究所；注：2020 年 7 月是根据已有信息推测

仅供内部参考，请勿外传

甘其毛都为中国蒙煤进口主要口岸。蒙煤进口主要通过甘其毛都、策克、满都拉、塔克什肯和二连浩特等陆路口岸，其中甘其毛都口岸煤炭进口量占蒙煤进口总量的比重长年维持较高水平，2016-2025 年整体维持在约 51%。

图 46：约 50%蒙煤是从甘其毛都口岸进口



资料来源：公司公告，中国煤炭市场网，中国能源网等，天风证券研究所

图 47：蒙古国铁路概况



资料来源：中国煤炭经济网，天风证券研究所

铁路资源稀缺限制蒙古煤炭贸易发展。铁路是蒙古国煤炭运输的主要方式，但长期以来，蒙古国只有一条铁路通往中国，即乌兰巴托到中国二连浩特的国际铁路，铁路运力与大量的煤炭出口需求完全不匹配，塔温陶勒盖煤田开采的煤炭产品需要用货车运送到口岸，造成运输成本大幅增加，塔温陶勒盖煤-嘎舒苏海图口岸段的运输费用与坑口原煤成本相当。

铁路开通，助力中蒙打开煤炭贸易量瓶颈。2022 年 9 月，塔温陶勒盖嘎舒苏海图铁路正式开通，其位于蒙古国境内，连接塔温陶勒盖煤矿和中蒙边境蒙方一侧的嘎舒苏海图口岸，对接中国甘其毛都口岸。铁路通车后，蒙古国焦煤和动力煤年出口能力将从 1000 万吨，增加到 3000 万吨至 5000 万吨。但由于蒙方铁路口岸距离中方甘其毛都监管区之间仍有 10 多公里需要通过公路运输，因此对蒙古的煤炭出口依然存在一定限制。

2025 年 5 月，中蒙两国第二条跨境铁路——中国甘其毛都至蒙古国嘎舒苏海图铁路工程正式开工。这条铁路由中蒙两国共同推进，自内蒙古自治区巴彦淖尔市甘其毛都口岸出境，经蒙古国嘎舒苏海图口岸，连接蒙古国南戈壁省嘎舒苏海图站，全长 9.91 公里。这条铁路负责将蒙古国的进口焦煤运入中国，经甘其毛都站发运至国内多地，年运输能力达 3000 万吨。建成后，甘其毛都边境口岸年通关能力预计能提升一倍，有效带动中蒙两国跨境物流、产业园区、边境服务等业态升级。整条铁路计划 2027 年建成通车。我们认为，铁路的开通或进一步促进公司的焦煤贸易货量，降低运输成本。

3. 物流：强壁垒、大市场、高成长

强壁垒、大市场、高成长，运量有望驱动大物流业务维持增长。跨境多式联运，轻重结合，卡位核心口岸资源，中蒙份额有望提升，中亚逐步起量，中非或迎持续高增长（矿服+民生物资需求）。非洲陆港，项目逐步投产，通车辆增长驱动收入与利润高成长。

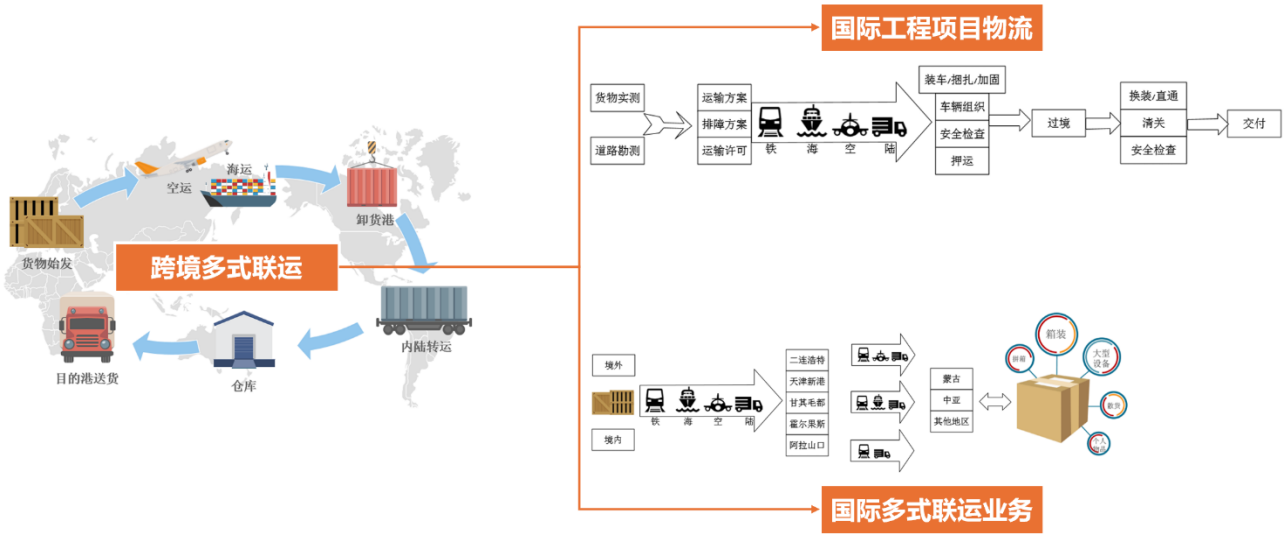
3.1. 多式联运：卡位+复制，运量增长

跨境多式联运综合物流服务从业务类型可以分为跨境多式联运、大宗矿产品物流和智能仓储业务；从业务流程可以分为物流方案设计、接受委托、组织运输方式、报关报检、仓储、口岸综合服务等。

跨境多式联运业务包含过境转关多式联运及进出口多式联运两部分，分别为客户提供境内外运输、过境转关及口岸操作等多环节一站式服务。公司跨境多式联运业务包括：国际工程项目物流和国际多式联运业务（主要为非工程项目类的跨境物流运输业务）。

仅供内部参考，请勿外传

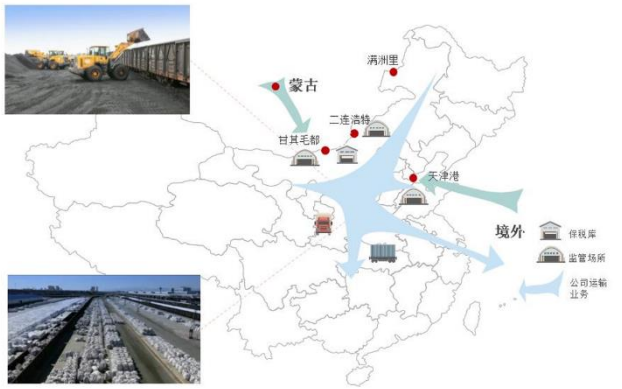
图 48：嘉友国际跨境多式联运业务模式示意图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

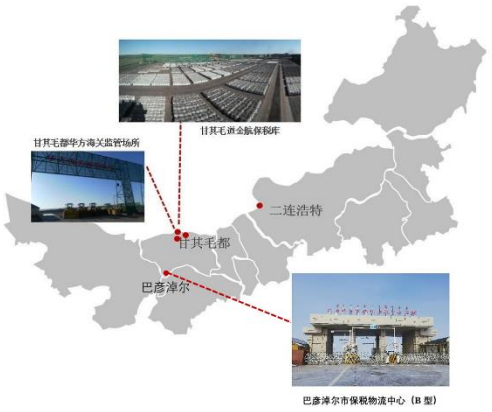
大宗矿产品物流业务：依托先进的陆路口岸物流管理与执行经验，凭借甘其毛都、二连浩特等中国北方重要门户通道口岸的海关保税库、海关监管场所以及保税物流中心（B 型），充分整合境外矿山到最终用户之间的多元化物流资源，提供自矿山到最终用户的全程标准化物流服务。智能仓储业务：通过位于中蒙边境甘其毛都口岸、二连浩特的海关保税库及海关监管场所以及保税物流中心（B 型）提供智能仓储服务，同时依托自主研发的仓储管理系统、智能卡口管理信息系统等一系列物流管理信息系统，体现智能仓储服务的功能。

图 49：嘉友国际大宗矿产品物流业务模式示意图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 50：嘉友国际智能仓储业务模式示意图

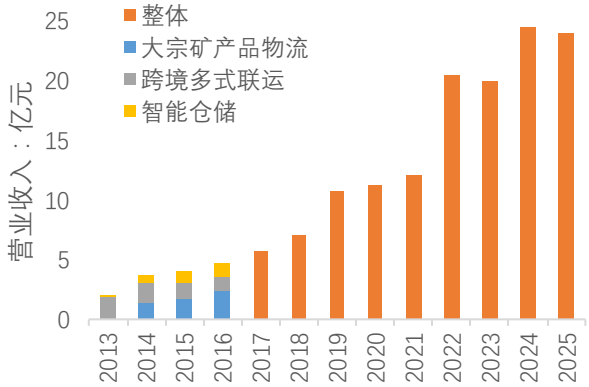


资料来源：公司公告，天风证券研究所

物流底盘，稳健增长。2013-2025 年跨境多式联运营业收入 CAGR 为 22.4%，毛利润 CAGR 为 20%。口岸优势赋予仓储业务高毛利率。公司通过位于中蒙边境甘其毛都口岸的海关监管场所及保税库提供智能仓储业务服务，由于其独特的地理优势，公司在智能仓储业务方面有较强的议价能力。同时，仓储的成本主要为口岸费、装卸费、车辆费用、人工折旧等成本支出，较为固定，随着收入的上升，其毛利率不断攀升。

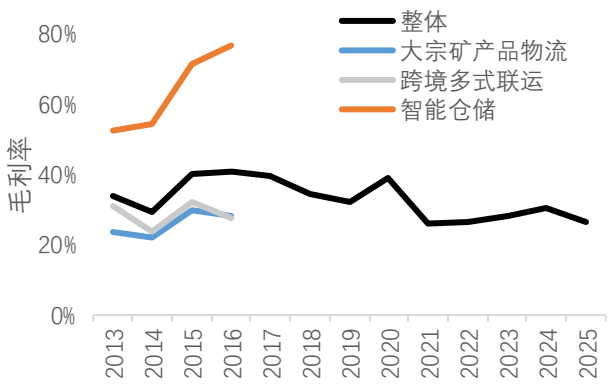
仅供内部参考，请勿外传

图 51：跨境多式联运综合物流服务收入趋于增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

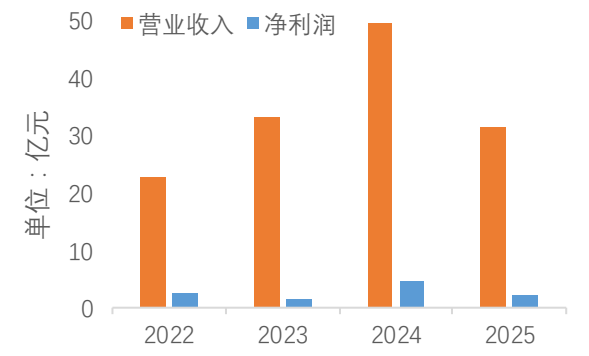
图 52：跨境多式联运综合物流服务毛利率变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

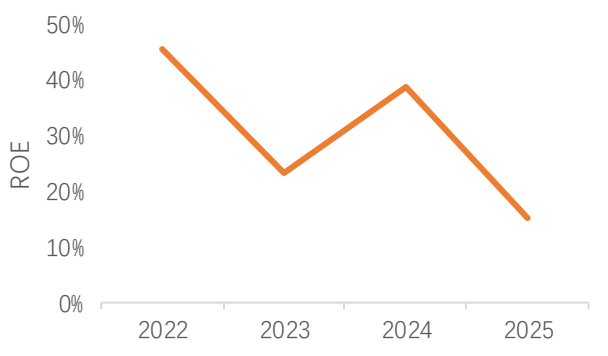
2025 年受部分跨境物流业务运价下行、低毛利业务占比抬升双重影响，跨境多式联运收入同比有所回落，整体盈利水平及综合毛利率同比下降。嘉新国际是开展国际矿能跨境多式联运和供应链贸易业务的全资子公司，发挥新加坡作为国际主要航运和金融中心的优势。

图 53：2022-2025 年嘉新国际营业收入和净利润变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

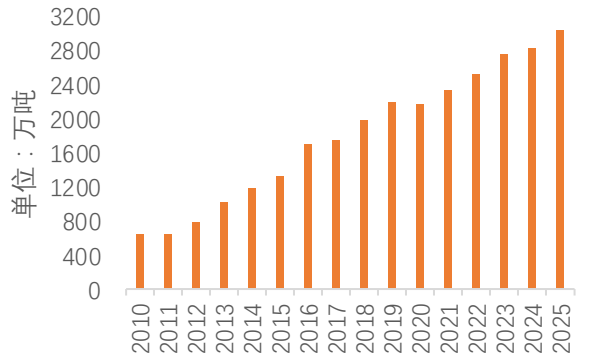
图 54：2022-2025 年嘉新国际 ROE 呈波动趋势



资料来源：公司公告，天风证券研究所

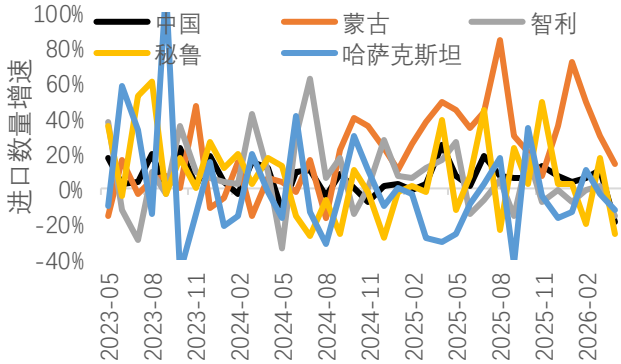
国内矿供应缺口叠加铜矿需求增加，进口需求不断扩大。2024 年底以来，中国自蒙古进口铜矿石及精矿数量增速快速上行，明显高于平均水平。

图 55：2010-2025 年中国铜矿石及精矿进口数量趋于增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 56：2024 年底以来中国自蒙古进口铜矿石及精矿数量增速上行

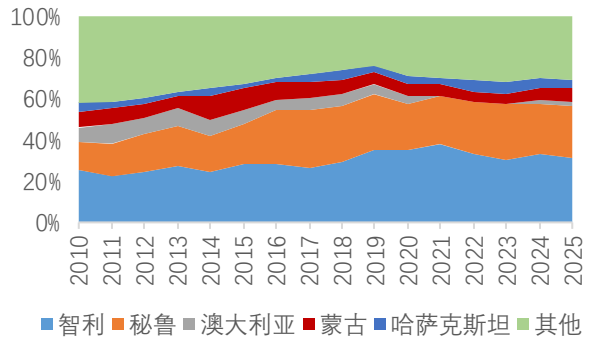


资料来源：Wind，天风证券研究所

蒙古是中国铜精矿第三大进口国。2025 年，中国自蒙古进口铜精矿 207 万吨，占总进口数量的 7%，仅次于智利、秘鲁，位居第三。2023 年以来，中国自蒙古进口铜矿石及精矿数量占比明显提升。

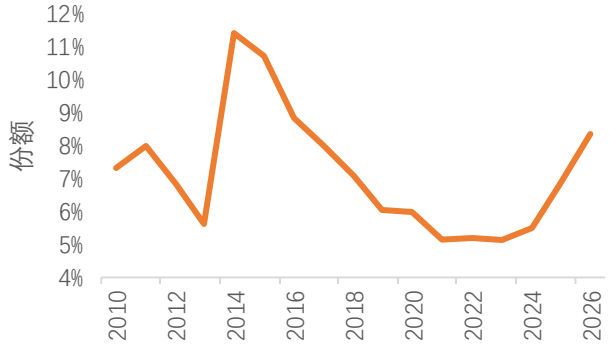
仅供内部参考，请勿外传

图 57：2010-2025 年中国铜矿石及精矿进口国家分布



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 58：2023 年以来中国自蒙古进口铜矿石及精矿数量占比提升

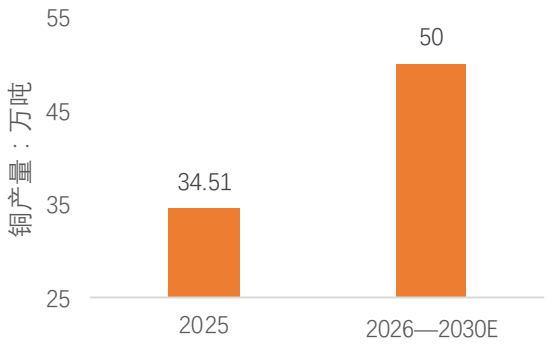


资料来源：Wind，天风证券研究所

蒙古铜矿出口有望持续增长。蒙古奥云陶勒盖（OT 矿）是世界上最大的铜金矿床之一，探明铜储量 3600 万吨、黄金储量 1300 吨、白银储量 7600 吨。目前，力拓集团占 OT 矿的 66%的股权，蒙古国国有企业 Erdenes Oyu Tolgoi 占 34%的股权。2026—2030 年预计年均生产 50 万吨铜，将为蒙古铜矿出口提供产量保障。在价格上，根据《亚太贸易协定》，蒙古出口铜精矿至中国将享 24%的进口关税减免，同时凭借运距优势，常态下从蒙古进口铜精矿价格相对更低。

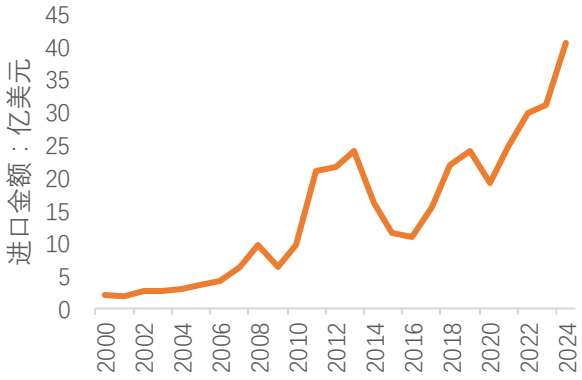
蒙矿具备长期物流服务需求，与客户合作共赢。矿业项目具备长期的工程物流需求及产品出运需求，蒙古国有着丰富的矿产资源，但是蒙古国的勘探技术有限，因此蒙古国矿产工程所需要大多数设备、物资等需要通过中国出口。OT LLC 自 2014 年至 2017 年上半年始终是跨境多式联运综合物流的第一大客户，销售额占比在 20%左右浮动，公司与 OT LLC 自 2017 年至今也始终保持着重大合同合作关系。

图 59：2025-2030 年 OT 矿铜矿产量有望持续增长



资料来源：中华人民共和国商务部，上海有色网，天风证券研究所

图 60：2000-2024 年蒙古进口的机械及运输设备金额趋于增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

轻重结合，卡位核心口岸资源。公司在发展初期即规划并获批建设的甘其毛都/二连浩特海关公用型保税库、海关监管场所等陆港核心资产对中蒙跨境物流业务起到中枢的作用，在成本控制和运营管理上体现出公司中蒙跨境综合物流服务的先发优势。2020 年 3 月，公司完成对嘉易达矿业的收购，公司在甘其毛都口岸 128 万平方米，占口岸现有仓储能力的 50%以上。公司自有保税库、海关监管场所等，能够优先满足自身跨境多式联运服务、大宗矿产品物流服务的货物仓储、通关，在保障全链路物流效率的基础上，以自营仓储节省物流成本，助力物流业务的降本增效。

物流外包采购，信息化系统降本增效。公司的物流服务主要依靠外包。公司作为跨境综合物流服务的提供商，主要通过整合境内外海陆空铁运输服务、港口、口岸仓储、报关报检服务等多种物流环节，为客户提供一站式跨境综合物流服务。

仅供内部参考，请勿外传

表 3：嘉友国际在国内布局仓储总览

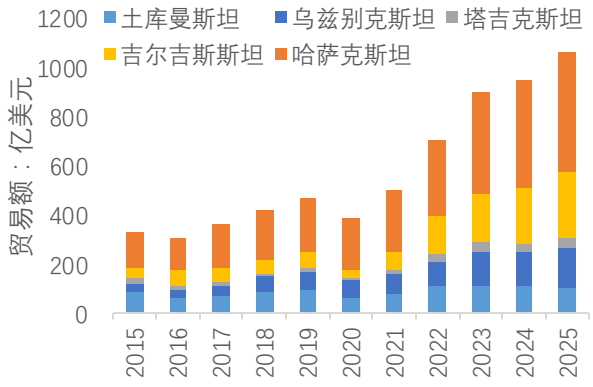
口岸	场所	所属公司	面积及功能用途
甘其毛都	保税库	甘其毛道金航	总面积 16.9 万平米，为中国从蒙古进口的有色金属提供保税物流仓储服务。
	海关监管场所	甘其毛都华方	运营 35 万平米的海关监管场所，主营业务为蒙古进口主焦煤仓储、通关、分拨，是链接蒙古国南戈壁省主焦煤产地和中国境内广大终端用户之间的重要枢纽。
	海关监管场所	甘其毛都嘉友	运营 10 万平米海关监管场所，开展跨境多式联运业务并为客户提供口岸综合操作服务，拥有国际道路运输资质和海关监管资质汽运车队。
	海关监管场所	嘉易达矿业	运营 82 万平方米主焦煤海关监管场所，在中蒙陆运港口及矿能通道为一体的甘其毛都口岸从事以大宗矿产品为核心的中蒙跨境综合物流仓储业务。
二连浩特	海关监管场所	内蒙古嘉友	运营 7.8 万平米海关监管场所，开展跨境多式联运业务并为客户提供口岸综合操作服务，拥有国际道路运输资质和海关监管资质汽运车队。
巴彦淖尔	保税物流中心（B 型）	临津物流	持股比例 51%，仓储面积 2.3 万平方米，蒙古国 OT 铜精矿第二个备选仓储基地。
霍尔果斯	海关监管场所	新疆嘉友恒信	持股比例 60%，占地面积 19 万平方米，拓展以霍尔果斯边境口岸为依托的中亚跨境多式联运业务。

资料来源：嘉友国际官网，公司公告，荆楚网，天风证券研究所

中亚：卡位霍尔果斯，开拓物流版图。中国与中亚双边贸易额创新高。2025 年，我国与中亚五国的双边贸易额达 1063.41 亿美元，同比增 12%，创历史新高，其中，与哈萨克斯坦贸易额达 486.7 亿美元，创历史新高，中国已成为哈萨克斯坦第一大贸易伙伴。

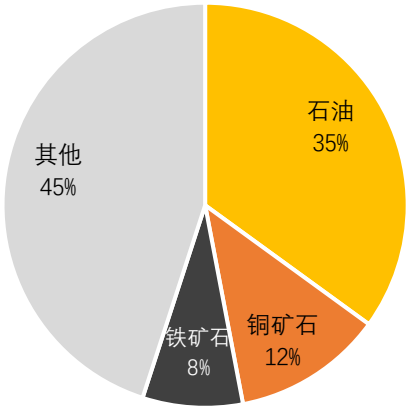
哈萨克斯坦出口品类以石油（占出口额 35%）、铜矿石（12%）、铁矿石（8%）为主，2024 年能源矿产出口额达 1520 亿美元，主要出口至中国、俄罗斯、欧盟。其中，对华出口石油及制品占其中亚石油出口总量的 45%，铜矿石对华出口占比超 60%。

图 61：2015-2025 年中国与中亚五国进出口额呈增长趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 62：哈萨克斯坦向中国出口货物品类结构（2024 年）



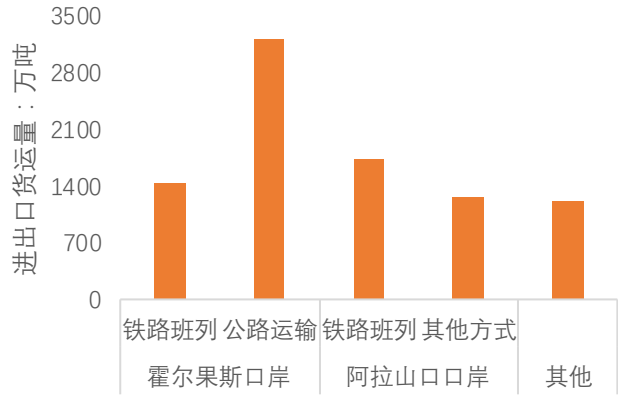
资料来源：齐鲁丝路数贸通产业园公众号，天风证券研究所

中国自哈萨克斯坦进口铜矿趋于增长。2025 年，我国自哈萨克斯坦进口的铜矿石及精矿 137 万吨，在所有的进口国中，数量口径占比 5%。

嘉友国际与哈萨克矿业集团保持良好的合作关系。公司的中亚业务起步较早，2014 年协助客户 DHL 完成工程物资运输项目，为后续中亚业务的展开奠定基础。2018 年，公司中标哈萨克矿业集团公司（KAZ Minerals）Aktogay 第二选矿厂的工程扩建项目国际物流运输项目，此后持续与哈矿开展矿区机械设备等工程运输服务，保持良好合作关系。

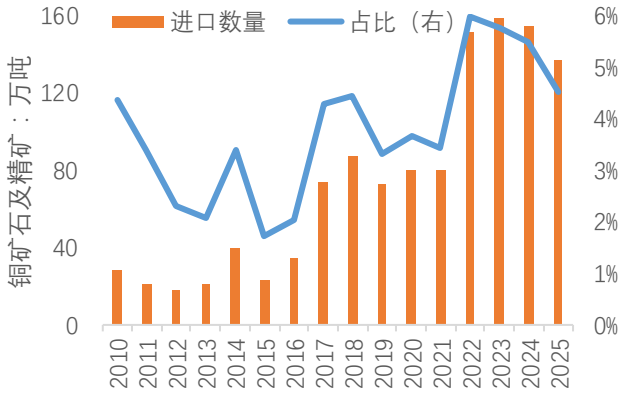
仅供内部参考，请勿外传

图 63：2025 年新疆口岸进出口货运量



资料来源：海关发布公众号等，天风证券研究所

图 64：中国自哈萨克斯坦进口的铜矿石及精矿数量与份额趋于提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

复制中蒙模式，重点布局霍尔果斯口岸。霍尔果斯口岸位于新疆伊利哈萨克自治州霍尔果斯市，与哈萨克斯坦隔河相望，是“一带一路”计划中连接我国与中亚最重要的口岸之一，且是中哈间最大的铁/陆路综合性口岸。2025 年，霍尔果斯口岸进出口货运量为 4643 万吨，占新疆所有口岸总量的 53%。

3.2. 非洲陆港：万亿市场，物流卖铲人

嘉友国际依托在陆锁国家和地区积累的丰富物流经验，围绕不同区域及发展阶段的实际需求，持续投资、建设和运营陆运口岸及相关物流基础设施，形成了独立、可持续盈利的国际陆港运营模式。

聚焦位于非洲刚果（金）、赞比亚的中非铜钴矿带区域，通过对陆运口岸及周边道路进行投资建设，有效改善非洲现有基础设施难以满足日益增长的物流运输需求的现状，打通矿产品对外运输通道，并依托现有港口、铁路及公司对关键陆路口岸的运营，构建公路、铁路、港口多式联运的立体运输网络，助力中南部非洲国家经贸合作迈上新台阶，促进沿线地区经济社会发展。

图 65：刚果（金）卡萨项目道路及陆港物流基础设施

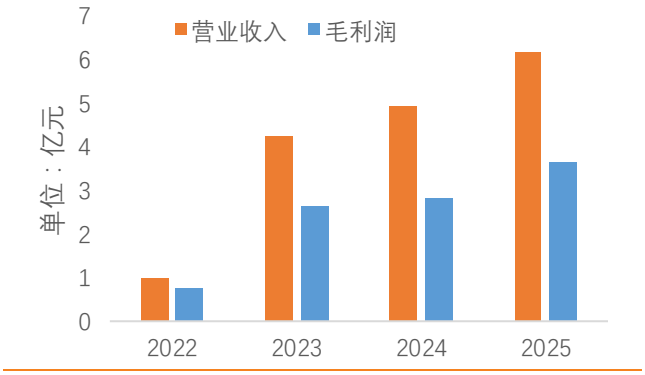


资料来源：公司公告，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

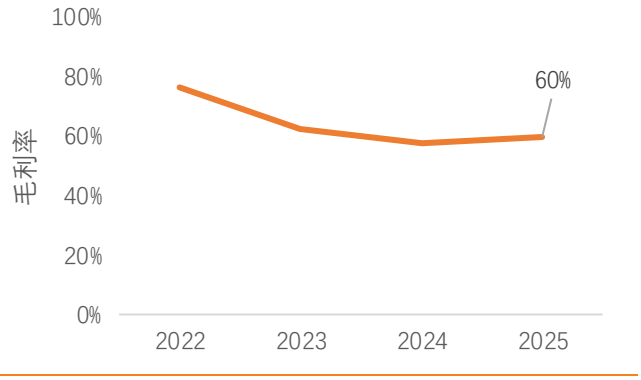
非洲陆港，第二增长曲线。2022-2025 年，陆港项目营业收入 CAGR 为 83%，毛利润 CAGR 为 68%，2025 年陆港项目毛利润占比已达 24%。2023-2025 年，陆港项目毛利率均值为 60%，较为稳定。

图 66：陆港项目收入与毛利润高增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

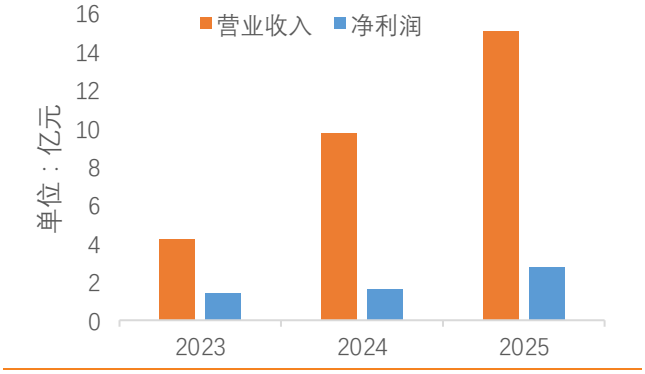
图 67：陆港项目毛利率近三年维持在 60%左右



资料来源：Wind，天风证券研究所

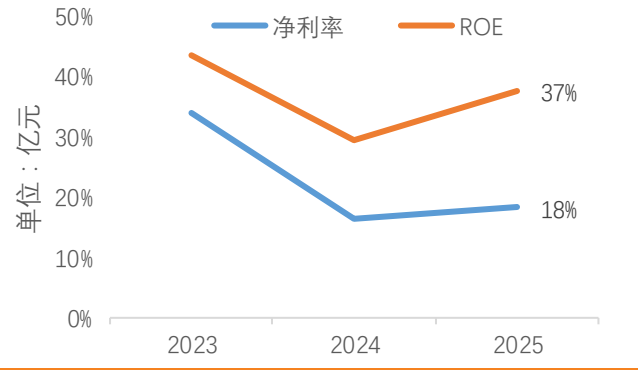
路通财涌，中非国际的收入与净利润高增长，且盈利能力较强。中非国际主要从事陆港项目服务相关物流基础设施的投资、建设、运营，是嘉友国际全资子公司，2025 年净利率和 ROE 分别为 18%和 37%，资产盈利能力较强。

图 68：中非国际收入与净利润高增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

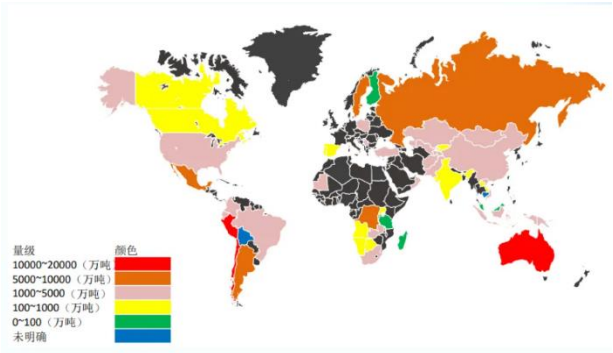
图 69：中非国际的资产盈利能力较强



资料来源：公司公告，天风证券研究所

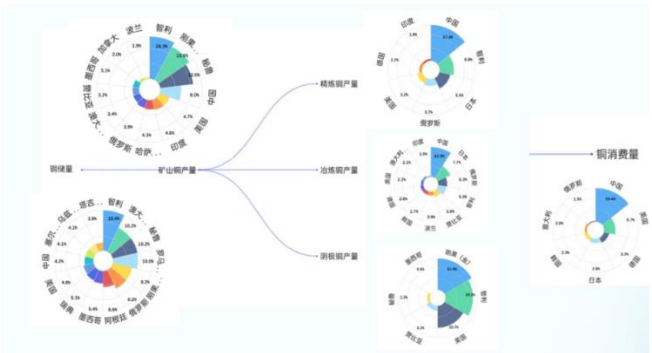
全球铜产业链呈现出供给、冶炼与消费高度集中的典型格局，供应链脆弱性较高。在供给端，铜矿产量高度集中于智利、刚果（金）和秘鲁等国，三国合计占比高达 50%。其中，智利以 24.3%的市场份额位居全球第一。中游环节，从生产阶段来看，中国的冶炼铜产量全球占比为 43.9%，阴极铜生产由刚果（金）主导，市场份额高达 51.8%，中国的精炼铜产量全球占比为 47.4%。下游消费端，中国以 59.4%的市场份额遥遥领先其他国家。

图 70：全球铜矿资源分布情况



资料来源：USGS，中国贸促会培训中心公众号等，天风证券研究所

图 71：铜产业链的全球格局



资料来源：Wind，中国贸促会培训中心公众号，天风证券研究所；单位：%

仅供内部参考，请勿外传

铜资源对外依存度高，冶炼加工能力强，需求旺盛。截至 2026 年，中国铜矿对外依存度高达 77%。铜矿石、精炼铜及废铜进口额超 1100 亿美元，铜矿石占比 50.3%，精炼铜占比近 30%，废铜占比 11%。中国是全球最大的精炼铜生产国，年产量全球占比 47.4%。

总体来看，南美为中国铜原矿的主要来源，非洲为冶炼补充，东南亚为加工枢纽，日韩为高附加值产品来源，美国为再生资源回流通道。南美的智利和秘鲁是中国铜原矿来源的“基本盘”，两国合计分别占中国铜原矿进口的近六成。非洲的刚果（金）、赞比亚是中国冶炼铜的重要来源地，截至 2026 年两国合计占中国粗铜和精炼铜进口的 49.1%和 24.9%。

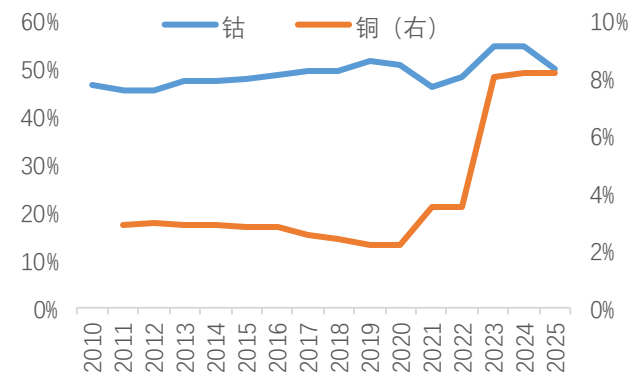
图 72：中国铜产业链对外依存情况及进口结构

区域-国家		采选	冶炼		加工制造						回收
		铜矿石 (50.28%)	粗铜 (5.38%)	精炼铜 (28.02%)	铜箔 (2.03%)	铜线 (0.83%)	铜棒 (0.82%)	铜管 (0.50%)	铜棒 (0.34%)	铜漆包 (0.21%)	废铜 (10.97%)
东南亚	印度尼西亚	3.50%		0.90%		36.70%	0.39%	1.30%	14.90%		0.60%
	老挝	0.71%									
	马来西亚	0.54%	1.34%		6.18%	18.30%	1.06%	89.50%	8.55%	0.75%	7.86%
	菲律宾	0.55%		2.64%	0.93%	2.03%					2.06%
	越南		0.24%			9.98%			0.36%		
	柬埔寨		0.44%								
	泰国		1.75%	1.23%	1.17%	0.72%	1.27%		5.91%	4.11%	4.39%
	缅甸										
	新加坡					0.90%	0.59%			6.09%	0.95%
中亚	哈萨克斯坦	4.90%		6.05%							
	乌兹别克斯坦			1.25%					3.73%		
中东	沙特阿拉伯	0.99%									2.18%
	土耳其	0.41%	0.81%	0.37%					0.95%		
	阿联酋		1.01%	0.71%		0.51%					2.81%
	伊朗			1.39%							
	卡塔尔			0.39%							
亚洲(其他)	巴基斯坦		6.75%	2.04%					0.76%		
	印度		0.34%	0.89%						1.27%	0.48%
	蒙古	4.62%							1.22%		
	日本			5.34%	18.20%	7.85%	39.10%	3.92%	17.60%	26.00%	17.20%
	韩国		3.92%	4.85%	18.40%	6.00%	25.20%		21.50%	6.90%	4.67%
	菲律宾	0.60%									
非洲	刚果(金)	3.63%	23.00%	23.20%							
	津巴布韦	0.69%									
	南非	0.40%	7.08%	1.21%					1.47%		
	赞比亚		26.10%	1.67%							
	坦桑尼亚		1.92%								
	尼日利亚		0.90%	0.27%							0.37%
	刚果(布)			0.26%							
	埃及					0.86%	1.74%		0.58%		
欧洲	俄罗斯	1.50%		9.89%							0.44%
	塞尔维亚	1.50%		0.93%							
	西班牙	1.43%								0.43%	2.51%
	波兰			2.28%						0.46%	
	荷兰			0.46%						0.44%	1.22%
	保加利亚			0.21%							
	英国									1.71%	4.71%
	奥大利								0.20%	3.10%	2.87%
	德国				0.94%	2.73%	15.90%	1.28%	4.21%	14.10%	2.02%
	葡萄牙										0.95%
	法国					0.23%			1.29%	5.24%	0.86%
	比利时										0.53%
	立陶宛										0.27%
	匈牙利										0.23%
	拉脱维亚										0.18%
	卢森堡				1.86%						
	芬兰					1.83%	2.89%			1.23%	
	奥地利								1.13%	0.28%	
	乌克兰								0.46%		
	瑞士									4.90%	
	捷克									0.66%	
	瑞典									0.41%	
北美洲	墨西哥	5.24%									2.47%
	巴拿马	2.70%									
	加拿大	1.84%									2.58%
	美国				1.10%		1.96%	1.88%	2.78%	5.98%	19.70%
南美洲	智利	30.70%	19.00%	19.20%							0.74%
	秘鲁	27.10%	3.06%	3.04%							0.33%
	厄瓜多尔	2.04%									0.33%
	巴西	0.99%								0.26%	0.65%
	哥伦比亚										1.27%
	委内瑞拉										0.52%
大洋洲	澳大利亚			5.16%							2.49%

资料来源：中国信保国别风险研究中心/区域国别研究院，中国贸促会培训中心公众号，天风证券研究所

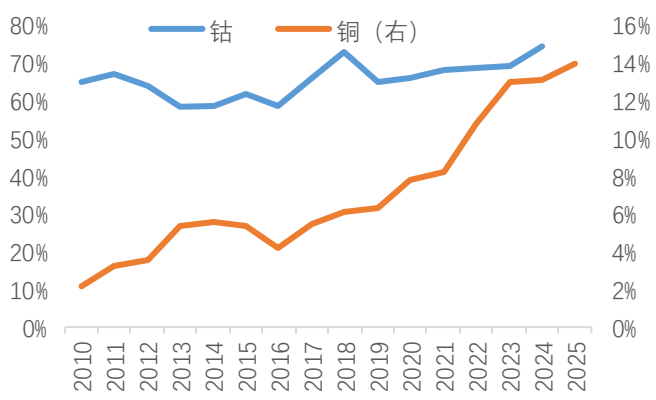
刚果（金）铜钴资源丰富，潜在产能丰富。刚果（金）具有有色金属有 20 多种，其中，铜、钴、锌、钻石、钽铌、黄金、锡、锰、铬等资源储量占世界重要地位。

图 73：2010-2025 年刚果（金）铜钴矿储量全球份额



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 74：2010-2025 年刚果（金）铜钴矿开采量全球份额

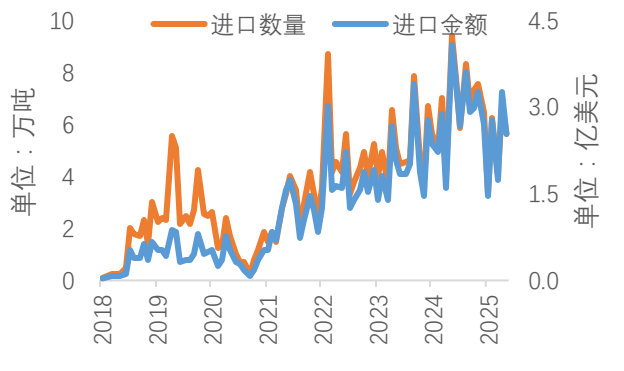


资料来源：Wind，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

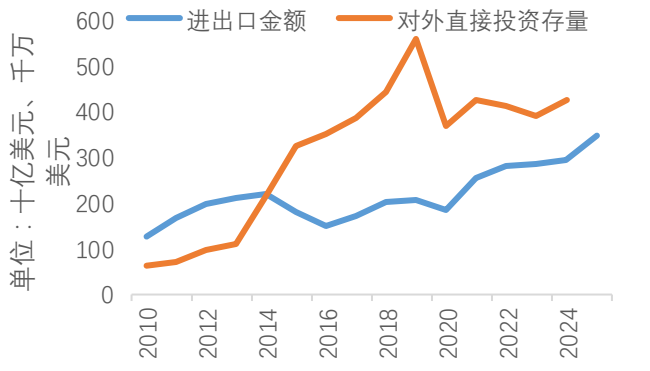
中国自刚果（金）进口铜矿砂及其精矿趋于增长。2025 年，中国从刚果（金）进口铜矿砂及其精矿数量达 79 万吨，金额达 34 亿美元。

图 75：中国自刚果（金）进口铜矿砂及其精矿趋于增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

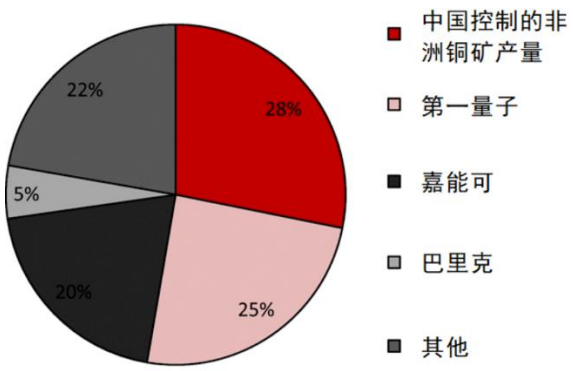
图 76：中国-非洲贸易额与中国-刚果（金）投资存量趋于增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

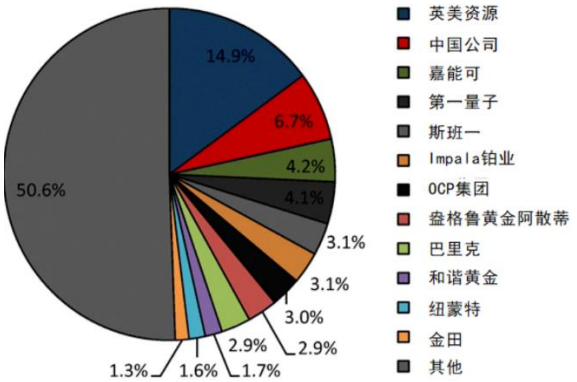
中非合作不断深化，矿业投资持续拓展。中国与非洲贸易额、中国对刚果（金）投资存量都处于增长趋势，中非合同持续深化。2018 年，中国控制的非洲铜矿产量达 28%，矿山总产量所有权中国占比达 6.7%。

图 77：非洲铜产量的控制权情况（2018 年）



资料来源：Magnus Ericsson 等《Chinese control over African and global mining—past, present and future》，天风证券研究所

图 78：非洲矿山总产量所有权情况（2018 年）



资料来源：Magnus Ericsson 等《Chinese control over African and global mining—past, present and future》，天风证券研究所

中资加大刚果（金）矿产布局，铜钴产量有望保持高速增长。2020 年，刚果（金）铜产量最大的三家中资企业为洛阳钼业、华刚矿业和紫金矿业，中资矿业企业占刚果（金）铜产量的 75%以上，钴产量的 49%左右。

表 4：刚果（金）主要企业铜-钴资源产能（截止至 2020 年）

集团	子公司/矿区	产能
中铁资源集团有限公司	华刚矿业	铜 25 万吨/年、钴 5000 吨/年
	MKM	阴极铜 2.2 万吨，氢氧化钴含钴金属 1800 吨
	绿纱矿业	2.5 万吨阴极铜，1500 吨氢氧化钴
紫金矿业	穆索诺伊	铜金属量 5 万吨、钴金属量 3000 吨
	卡莫阿铜矿	精矿含铜 40 万吨；远期铜产量预计超 70 万吨/年
洛阳钼业	TFM 矿区	铜金属 18.73~22.89 万吨、钴金属 1.65~2.01 万吨
	Kisanfu 铜钴矿	建设中，含铜金属量约 628 万吨；含钴金属量约 310 万吨（储量）
嘉能可	Mutanda 铜钴、Katanga	铜 46 万吨/年、钴 5 万吨/年
欧亚资源	RTR 尾矿	铜 10.5 万吨/年、钴 2 万吨/年
CHEMAF	Usoke、Etoile	铜 7 万吨/年、钴 2.2 万吨/年

资料来源：《刚果（金）铜-钴矿业发展现状》，谢添，徐敬元等，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

点线面，非洲大物流。布局核心资产，建设道路、口岸等基础设施，收取过路费、停车费、装卸费等。布局网络，开展公、铁、港等多式联运跨境运输，收取物流服务费。

表 5：嘉友国际非洲项目汇总

地区	项目名称	公告时间	投资金额	项目概况
刚果（金）	卡萨项目	2019 年 8 月	2.29 亿美元	**1 条 150 公里公路（卡松巴莱萨-萨卡尼亚）**、4 座收费站，**2 座边境口岸（萨卡尼亚、莫坎博）**，1 个陆港等，经营期限 25 年，2022H1 开始运营
	迪洛洛项目	2023 年 3 月	3.63 亿美元	一条 219.4 公里公路和迪洛洛陆港等，经营期限 30 年，工期 5 年，暂未投产，嘉友持股 51%，紫金持股 49%
赞比亚	萨卡尼亚项目	2023 年 10 月	0.76 亿美元	1 个口岸（赞比亚萨卡尼亚，暂未投产）、2 条公路（**萨卡尼亚口岸-恩多拉 17km（2026 年 2 月已运营）**，穆富利拉-萨卡尼亚 42km（暂未投产）），经营期限 22 年
	莫坎博项目	2024 年 11 月	0.57 亿美元	1 个口岸（赞比亚莫坎博）、1 条公路（穆富利拉-莫坎博 25.75km）、1 个收费站等，经营期限 22 年，嘉友持股 90%，建设期 2 年，暂未投产
坦桑尼亚	通杜马陆港	2024 年 9 月	-	坦桑尼亚与赞比亚之间唯一的陆路口岸，也是坦赞铁路在坦桑尼亚境内（达累斯萨拉姆—通杜马）的重要站点，暂未投产
	坦噶港	2024 年 9 月	-	坦桑尼亚第二大港口，港口年吞吐量近 80 万吨，拥有 3 个储存库，包括 1 个 1.5 万平方米带顶棚仓库和 1 个 2.4 万平方米露天堆场，最多可容纳 800 个标准集装箱，暂未投产
坦桑尼亚、赞比亚	坦赞铁路激活项目	2026 年 4 月	12.43 亿美元	计划在轨道、信号、牵引供电、车辆等方面进行全链条提升，打通坦桑尼亚达累斯萨拉姆港-赞比亚-刚果（金）公铁联运通道，嘉友持股 5%，暂未投产
纳米比亚	鲸湾港综合物流园	-	-	港口保税仓库、陆域堆场等物流基础设施建设，服务南部非洲出海
非洲	BHL 车队	2023 年 10 月	0.26 亿美元	在刚果（金）、赞比亚、南非、纳米比亚和博茨瓦纳等国家经营管理超过 500 多台运输车辆，持有 BHL 80%股权，已投入运营
	无人机项目	2024 年 8 月	1250 万人民币	加快“低空+跨境物流”相关应用场景在非洲等物流运输能力落后的国家和地区的落地，实现无人机在低空物流领域的规模化应用，出资比例 25%

资料来源：公司公告，东方财富网，天风证券研究所

嘉友国际投资建设公路以解决运输痛点，降低刚果（金）矿业物流成本。

图 79：中非铜钻带与卡萨项目地理位置



资料来源：矿业汇公众号，天风证券研究所

图 80：卡萨项目可以利用坦赞铁路实现跨境运输



资料来源：Google Maps，公司公告，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

预计卡萨项目和卡恩公路 2026-2028 年收入分别为 8.4、10.5、13.2 亿元，毛利分别为 5.4、6.8、8.6 亿元，净利润分别为 3.7、4.8、6.0 亿元，同比分别为 51%、29%、25%。

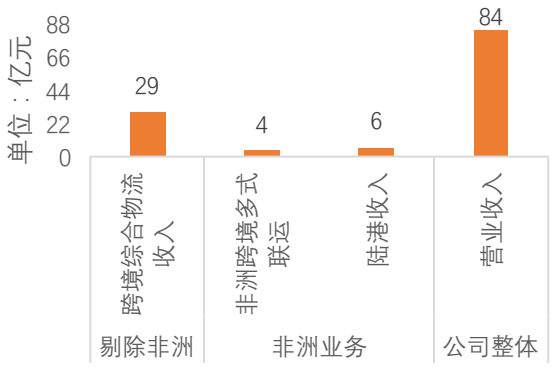
图 81：2026-2028 年卡萨项目和卡恩公路盈利预测

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入合计（万美元）	6006	6864	8580	11995	15077	18846
卡萨项目						
收入（万美元）	6006	6864	8580	10725	13406	16758
通车辆（辆/天）	560	640	800	1000	1250	1563
yoy		14%	25%	25%	25%	25%
全年通车辆（辆）	184800	211200	264000	330000	412500	515625
高速收入（万美元）	3696	4224	5280	6600	8250	10313
公路单价（美元/辆）	200	200	200	200	200	200
口岸收入（万美元）	2310	2640	3300	4125	5156	6445
口岸单价（美元/车）	125	125	125	125	125	125
卡恩项目						
公路单价（美元/辆）				75	75	75
通车辆（辆/天）				513	675	844
全年通车辆（辆）				169290	222750	278438
高速收入（万美元）				1270	1671	2088
收入（亿元）	4.2	4.9	6.1	8.4	10.5	13.2
毛利率	62%	57%	60%	65%	65%	65%
毛利润	2.6	2.8	3.6	5.4	6.8	8.6
净利率	47%	43%	40%	44%	46%	46%
净毛转化率	76%	75%	67%	68%	70%	70%
净利润	2.0	2.1	2.5	3.7	4.8	6.0
yoy		6%	16%	51%	29%	25%

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所；注：上述数据为分析师模拟假设，仅供参考

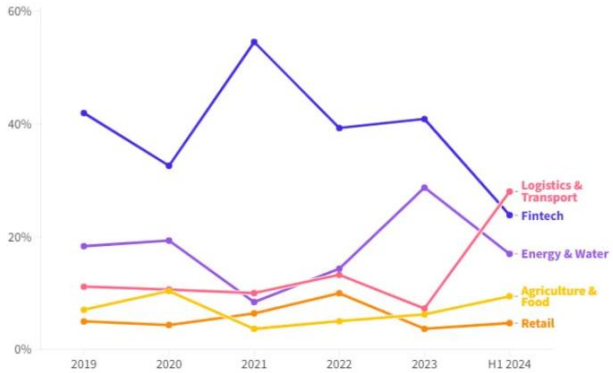
非洲物流空间广阔，物流行业投资额位居第一（2024H1）。根据公司测算，非洲整个物流市场规模大概每年在 4000-6000 亿美元，约 3-4 万亿元。2025 年，嘉友国际非洲业务（陆港项目+跨境综合物流）收入规模仅有 10 亿元，未来开拓空间较大。

图 82：嘉友国际非洲跨境多式联运规模较小、空间较大



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 83：非洲物流业投资额占比位居第一

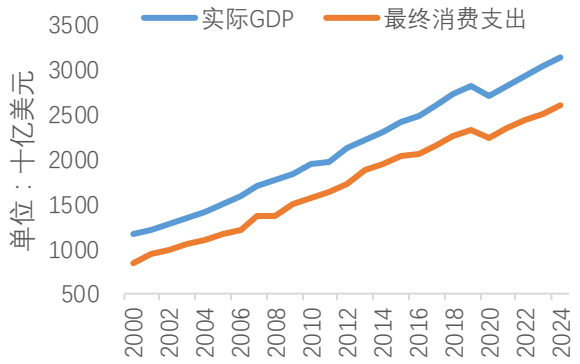


资料来源：运联智库，大树跨境 10100，天风证券研究所

非洲是未来全球最大的新增消费市场。麦肯锡预计，2030 年前后，非洲家庭消费支出可能达到约 2.5 万亿美元，食品市场规模将达到 1 万亿美元。并预测 2030 年前后，非洲食品与农业市场规模要达到 1 万亿美元。Research and Markets 数据证实，撒哈拉以南非洲货运与物流市场 2024 年规模已超过 1800 亿美元，并保持持续增长。其中增长最快方向包括电商物流、港口物流、跨境运输、仓储、冷链和城市配送。世界银行研究显示，非洲物流成本明显高于全球平均水平。很多非洲国家物流成本占商品价格 30%-50%，个别国家敏感货物甚至超过货物价值，而成熟市场通常低于 10%-15%。

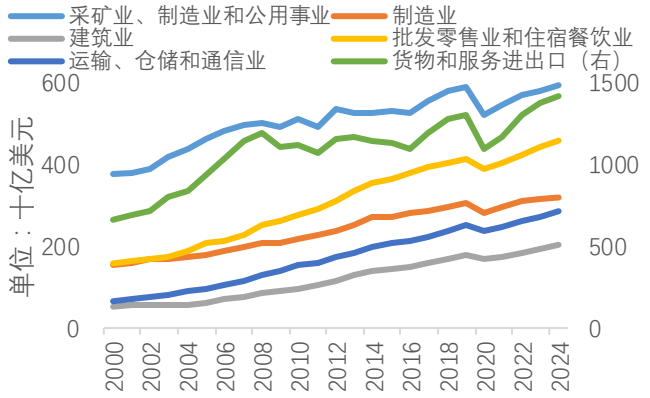
仅供内部参考，请勿外传

图 84：非洲实际 GDP 和消费支出呈快速增长趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 85：非洲采矿业、运输业、零售业等实际 GDP 呈快速增长趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 复合回报率或可观

2025-2028 年预期年化回报率或较为可观。未来三年，业绩年化增速 17%左右，股息率 5%左右。供应链业务有望随焦煤价格企稳，货量持续提升，利润修复。多式联运业务，卡位核心资源点+复制迭代，运量持续增长。非洲陆港业务有望随项目落地，收入和利润持续高增长。我们预计 2026-2028 年嘉友国际归母净利润分别为 13.8、15.8、18.2 亿元，给予目标 PE 为 16 倍，对应目标价为 16.2 元，维持“买入”评级。

4.1. 盈利有望增长

假设 2026-2028 年中国:甘其毛都:场地价:焦精煤（蒙古产）价格分别为 1100、1100、1100 元/吨，同比增速分别为 1.6%、0%、0%。2026 年 1-6 月中旬，蒙古焦煤价格均值为 1240 元/吨，相较 2025 年，已出现明显修复，跌幅收窄后逐步企稳回升，但基于中性假设，预计价格维稳。

假设 2026-2028 年供应链贸易货量同比增速分别为 4%、6%、6%，毛利率 11%左右（焦煤价格企稳回升后中性假设）。2022-2025 年，公司供应链贸易货量持续高增长，未来我们预计增速有所减缓，一方面是随着基数增长会有所降速，另一方面供应链贸易业务与价格关联度较高，货量降速或也有利于公司更好的规避价格波动风险。

假设 2026-2028 年跨境多式联运综合物流服务收入同比增速分别为 6%、10%、12%。每年一季度受冬季严寒、春节假期影响，中蒙口岸通关量季节性偏弱，叠加今年一季度物流运价竞争导致单价小幅走低，中蒙物流业务短期收入略有承压。2025 年以非洲跨境综合物流为主的收入达到 10 亿，占公司跨境综合物流收入的 30%。未来随着中蒙货量稳中有升，非洲多式联运逐步起量，公司跨境多式联运货量有望维持高增长。

假设 2026-2028 年跨境多式联运综合物流服务毛利率分别为 28.5%、28.5%、28.5%。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，公司营业收入同比有所回落，整体盈利水平及综合毛利率同比下降。2025 年，公司跨境综合物流业务主营业务收入同比下降 2.11%，营业成本同比增长 3.33%，综合导致公司毛利率同比下降 3.86 个百分点。未来随着运价或企稳，业务区域拓展，毛利率有望回升维稳。

假设 2026-2028 年陆港项目（只考虑卡萨项目和卡恩公路）收入分别为 8.4、10.5、13.2 亿元，同比增速分别为 37%、25%、25%。2023-2025 年公司陆港项目收入保持高速增长，未来随着车流量增长、卡恩公路投产运营等，我们预计公司陆港项目仍然能维持较高增长。

假设 2026-2028 年陆港项目毛利率分别为 65%、65%、65%。2024-2025 年陆港项目毛利率分别为 57.5%、59.5%，未来随着车流量增长，折旧等成本相对刚性，我们预计陆港项目毛利率稳中有升。

仅供内部参考，请勿外传

表 6：嘉友国际的核心财务指标预测

指标	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入：亿元	70.0	87.5	83.8	90.0	97.9	107.4
yoy	44.9%	25.1%	-4.3%	7.4%	8.8%	9.7%
供应链贸易：亿元	44.4	57.5	51.7	54.7	57.9	61.4
yoy	100.8%	29.7%	-10.1%	5.7%	6.0%	6.0%
毛利率	11.8%	13.3%	10.5%	11.0%	11.0%	11.0%
跨境多式联运：亿元	20.0	24.5	24.0	25.4	27.9	31.3
yoy	-1.8%	22.2%	-2.1%	6.0%	10.0%	12.0%
毛利率	28.5%	30.6%	26.8%	28.5%	28.5%	28.5%
陆港项目：亿元	4.3	4.9	6.2	8.4	10.5	13.2
yoy	321%	16%	24%	37%	25%	25%
毛利率	62.4%	57.5%	59.5%	65.0%	65.0%	65.0%
其他业务：亿元	1.3	0.6	1.9	1.5	1.5	1.5
yoy	-72.3%	-55.6%	223.7%	-21.5%	0.0%	0.0%
毛利润：亿元	13.6	18.0	15.5	18.7	21.2	24.2
yoy	46.0%	32.4%	-13.9%	20.9%	13.1%	14.4%
毛利率	19.4%	20.6%	18.5%	20.8%	21.6%	22.6%
归母净利润：亿元	10.4	12.8	11.4	13.8	15.8	18.2
yoy	52.6%	22.9%	-10.6%	21.4%	14.3%	14.9%
ROE	21.3%	22.8%	19.0%	20.6%	21.0%	21.6%
股息率	-	-	-	4.6%	5.2%	6.0%

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所；注：股息率计算按照 2027 年 7 月 3 日收盘价来计算

4.2. 估值有望上升

可比公司 2026 年 Wind 一致预期平均 PE 为 12 倍，密尔克卫和华贸物流分别 15 倍和 17 倍，基于盈利向好的预期和较高的 ROE，给予嘉友国际的目标 PE 为 16 倍，对应目标价为 16.2 元，给予“买入”评级。

表 7：嘉友国际的可比公司 2026 年 Wind 一致预期和估值

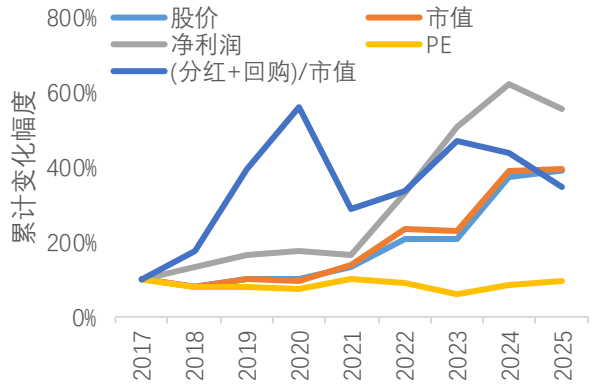
代码	名称	股价（元）	EPS（元）			PE		
		2026/7/3	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
600057.SH	厦门象屿	5.7	0.30	0.72	0.84	18.8	7.8	6.7
603128.SH	华贸物流	5.3	0.37	0.36	0.42	14.3	14.9	12.5
603713.SH	密尔克卫	79.2	3.95	4.73	5.64	20.1	16.7	14.0
000906.SZ	浙商中拓	5.3	0.26	0.72	1.02	20.4	7.4	5.2
平均						18.4	11.7	9.6
603871.SH	嘉友国际	11.1	0.84	1.01	1.15	13.2	11.0	9.6

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

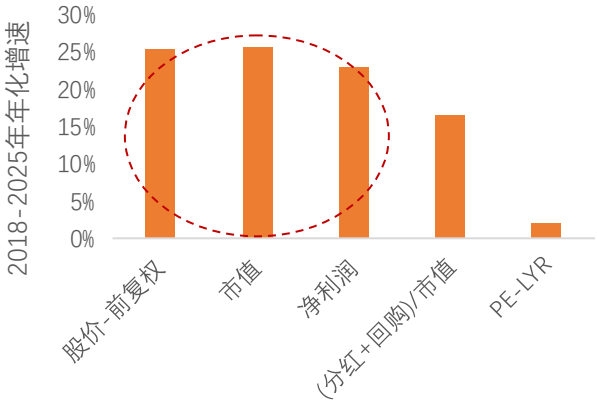
嘉友国际的估值处于历史偏低位置，具备估值向上修复的空间。历史 PE 中枢 16 倍，2026E PE11 倍左右，低于历史 5%分位数，随着物流业务利润占比提升，估值有望重塑。

图 86：2017-2025 年嘉友国际市值、股价、PE、净利润等变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 87：2018-2025 年嘉友国际股价上涨主要来自净利润



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险分析

宏观经济波动的风险。嘉友国际主营业务是为客户提供跨境多式联运综合物流服务、供应链贸易服务及国际陆港运营服务，客户的物流需求取决于国际贸易总量，而国际贸易受国内外宏观经济的周期性波动影响较大。如果未来因为地缘政治、国际政治冲突以及国际贸易战的发生，导致当前经营区域经济发展出现衰退，国际间贸易量严重下滑，商品需求及社会运输需求减少，不排除存在经营业绩下降的风险。

市场竞争风险。我国现代物流服务业获得了高速发展的同时，也面临物流行业进入门槛低，行业集中度低，反映了物流行业充分竞争的现状，使公司面临市场竞争的潜在风险，嘉友国际需要时时研判国家物流行业政策指引，把握行业发展趋势，进一步夯实和拓展国内外市场，增强客户的粘性。

投资管理的风险。尽管嘉友国际在收购兼并、国内外投资积累了一定的经验，取得了较好的经营业绩，但收购兼并和投资活动对公司整合业务、文化，促进业务协同，投资管理、区域协同、跨区域管理、国际人才储备等方面都提出了更高的要求，由于国家或者地区法律、法规及经营环境不尽相同，对公司管理架构、流程控制也提出了更大的挑战，公司投资管理不到位将会一定程度的影响经营管理，对公司在国内外市场扩张造成潜在的业务管理风险。

信息管理系统风险。通过持续不断的开发运用和迭代创新，嘉友国际搭建比较完善的信息化网络系统，实现业务数据与客户信息的高度共享及充分利用，客户货物实时查询和电子数据交换，数据共享、掌上数控，实现全程物流综合管理、完整和实时信息管理、财商一体化，形成了以信息技术为核心的“智慧物流”业务拓展模式。若公司未能有效建立信息管理系统运行维护和更新管理体系，公司可能面临由于技术和管理因素产生的操作风险等。

汇兑风险。目前嘉友国际部分业务及海外在建项目为美元结算，存在汇兑损失风险。

税收政策变化风险。如果嘉友国际及子公司未来不能继续享有国家规定的税收优惠政策，将会对公司的经营业绩和利润水平造成一定影响。

股息率偏离风险。因为股息率与股价、分红率等挂钩，股价波动和分红率变化会造成股息率偏离预测值。

测算主观性风险。例如：卡萨项目和卡恩公路盈利预测中的通车辆、单价、净利率等假设估算具有一定主观性，可能与实际值有偏离。

仅供内部参考，请勿外传

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	925.46	1,560.15	1,713.53	2,715.04	3,104.80
应收票据及应收账款	374.46	257.75	421.06	317.92	492.48
预付账款	623.01	912.25	689.58	1,035.65	833.76
存货	1,374.19	749.86	1,466.29	920.59	1,665.76
其他	183.35	210.74	247.83	233.50	274.85
流动资产合计	**3,480.48**	**3,690.75**	**4,538.29**	**5,222.71**	**6,371.66**
长期股权投资	702.40	743.39	784.38	825.37	866.36
固定资产	1,091.94	1,118.56	1,115.26	1,118.15	1,121.13
在建工程	34.72	3.10	26.55	38.28	44.14
无形资产	1,779.11	1,927.37	1,993.40	2,053.44	2,107.47
其他	555.96	608.29	567.14	526.15	485.16
非流动资产合计	**4,164.13**	**4,400.72**	**4,486.73**	**4,561.38**	**4,624.26**
资产总计	**7,644.61**	**8,091.47**	**9,025.03**	**9,784.09**	**10,995.92**
短期借款	157.92	338.03	300.00	300.00	300.00
应付票据及应付账款	584.20	693.39	639.59	796.08	759.58
其他	1,082.43	770.96	1,097.78	889.21	1,237.61
流动负债合计	**1,824.56**	**1,802.38**	**2,037.37**	**1,985.29**	**2,297.19**
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	79.74	121.76	121.76	121.76	121.76
非流动负债合计	**79.74**	**121.76**	**121.76**	**121.76**	**121.76**
负债合计	**1,904.29**	**1,924.14**	**2,159.13**	**2,107.05**	**2,418.95**
少数股东权益	148.28	151.30	153.68	156.41	159.54
股本	977.15	1,368.01	1,368.01	1,368.01	1,368.01
资本公积	1,320.07	935.08	935.08	935.08	935.08
留存收益	3,170.24	3,646.85	4,339.33	5,130.72	6,040.11
其他	124.58	66.10	69.80	86.83	74.24
股东权益合计	**5,740.31**	**6,167.34**	**6,865.90**	**7,677.04**	**8,576.97**
负债和股东权益总计	**7,644.61**	**8,091.47**	**9,025.03**	**9,784.09**	**10,995.92**

现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1,281.21	1,145.00	1,384.96	1,582.79	1,818.76
折旧摊销	149.62	198.73	213.82	225.35	237.12
财务费用	9.11	45.35	(14.16)	(21.73)	(23.55)
投资损失	(33.87)	(49.39)	(45.00)	(45.00)	(45.00)
营运资金变动	(509.18)	(386.96)	(420.98)	265.01	(447.29)
其它	11.78	178.53	4.77	5.45	6.26
经营活动现金流	**908.67**	**1,131.26**	**1,123.41**	**2,011.87**	**1,546.30**
资本支出	1,291.26	340.51	300.00	300.00	300.00
长期投资	665.47	40.99	40.99	40.99	40.99
其他	(3,174.51)	(725.59)	(595.99)	(595.99)	(595.99)
投资活动现金流	**(1,217.79)**	**(344.08)**	**(255.00)**	**(255.00)**	**(255.00)**
债权融资	98.24	204.90	(23.87)	21.73	23.55
股权融资	(603.06)	(599.00)	(691.16)	(777.09)	(925.10)
其他	(42.04)	255.51	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	**(546.85)**	**(138.59)**	**(715.04)**	**(755.36)**	**(901.54)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**(855.97)**	**648.59**	**153.38**	**1,001.51**	**389.76**

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**8,753.60**	**8,376.60**	**8,994.07**	**9,791.33**	**10,737.52**
营业成本	6,955.02	6,828.28	7,124.33	7,673.19	8,314.46
营业税金及附加	30.86	31.45	33.76	36.76	40.31
销售费用	12.64	10.88	11.68	12.72	13.95
管理费用	221.50	221.90	233.85	254.57	279.18
研发费用	27.32	20.32	21.82	23.75	26.05
财务费用	9.97	(23.17)	(14.16)	(21.73)	(23.55)
资产/信用减值损失	(45.50)	(5.36)	(5.00)	(5.00)	(5.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	33.87	49.39	45.00	45.00	45.00
其他	13.55	10.47	5.00	8.00	10.00
营业利润	**1,498.20**	**1,341.43**	**1,627.79**	**1,860.07**	**2,137.14**
营业外收入	2.78	1.01	1.01	1.01	1.01
营业外支出	1.02	2.63	2.63	2.63	2.63
利润总额	**1,499.95**	**1,339.81**	**1,626.17**	**1,858.45**	**2,135.53**
所得税	218.74	194.81	236.44	270.22	310.50
净利润	**1,281.21**	**1,145.00**	**1,389.73**	**1,588.24**	**1,825.02**
少数股东损益	4.79	3.93	4.77	5.45	6.26
归属于母公司净利润	**1,276.42**	**1,141.08**	**1,384.96**	**1,582.79**	**1,818.76**
每股收益（元）	1.31	0.83	1.01	1.16	1.33

主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	25.14%	-4.31%	7.37%	8.86%	9.66%
营业利润	23.99%	-10.46%	21.35%	14.27%	14.90%
归属于母公司净利润	22.88%	-10.60%	21.37%	14.28%	14.91%
获利能力					
毛利率	20.55%	18.48%	20.79%	21.63%	22.57%
净利率	14.58%	13.62%	15.40%	16.17%	16.94%
ROE	22.83%	18.97%	20.63%	21.05%	21.61%
ROIC	42.34%	23.98%	29.82%	30.62%	36.56%
偿债能力					
资产负债率	24.91%	23.78%	23.92%	21.54%	22.00%
净负债率	-13.26%	-19.69%	-20.47%	-31.35%	-32.61%
流动比率	1.91	2.05	2.23	2.63	2.77
速动比率	1.15	1.63	1.51	2.17	2.05
营运能力					
应收账款周转率	25.05	26.50	26.50	26.50	26.50
存货周转率	7.73	7.89	8.12	8.20	8.30
总资产周转率	1.24	1.06	1.05	1.04	1.03
每股指标（元）					
每股收益	1.31	0.83	1.01	1.16	1.33
每股经营现金流	0.93	0.83	0.82	1.47	1.13
每股净资产	5.72	4.40	4.91	5.50	6.15
估值比率					
市盈率	8.51	13.32	10.97	9.60	8.36
市净率	1.94	2.53	2.26	2.02	1.81
EV/EBITDA	10.23	11.46	7.43	6.11	5.20
EV/EBIT	11.17	13.15	8.41	6.86	5.79

资料来源：公司公告，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。
本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。
天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区东长治路 855 号北外滩金茂中心 T1 栋 19 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200082	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-60256006	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-82571995
			邮箱：research@tfzq.com