仅供内部参考，请勿外传



603871.SH

买入

原评级：未有评级

市场价格:人民币 13.54

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(1.9)	7.9	15.2	7.8
相对上证综指	1.5	9.1	17.7	7.5

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)	18,522.84
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	145.20
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 9 月 11 日收市价为标准

相关研究报告

《嘉友国际》20240425

《嘉友国际》20231107

《嘉友国际》20230907

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

跨境物流先行者，陆港协同拓空间

嘉友国际是国内领先的跨境多式联运综合物流服务商，深耕一带一路沿线内陆国家物流赛道，形成“口岸核心资产卡位+跨境运输网络+供应链贸易”的一体化模式，构建“中蒙+非洲+中亚”三大区域战略矩阵。蒙古业务为公司基本盘，依托甘其毛都、二连浩特口岸卡位优势，供应链贸易与物流协同效应显著;非洲业务为第二增长曲线，刚果（金）卡萨项目已运营，赞比亚萨卡尼亚、莫坎博等 PPP 项目梯次落地，并购 BHL 实现“通道+车队”一体化，叠加紫金矿业矿运协同优势；中亚业务依托霍尔果斯口岸布局，持续拓展矿产品、工程设备等跨境物流需求，培育第三增长曲线。2025 年公司营收 83.77 亿元、归母净利 11.41 亿元，短期受运价及煤价回落承压，但资产负债率较低，财务结构稳健。预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 1.02 元/股、1.03 元/股、1.24 元/股，对应 13.3 倍、13.2 倍、10.9 倍 P/E，首次覆盖，给予买入评级。

支撑评级的要点

- 蒙古市场：中蒙经贸合作韧性持续强化，口岸物流景气高企叠加长协资源锁定保障业绩基本盘。2025 年，甘其毛都口岸货运量达 4243.3 万吨，同比增长 3.7%，创开放 36 年来新高；二连浩特口岸进出口货运量达 2031.8 万吨，同比增长 5.5%。公司作为中蒙跨境物流龙头，深度布局两大核心口岸，2025 年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。资源端来看，公司通过长期合同及补充协议锁定蒙古优质主焦煤货源，若国内煤矿安监趋严推动优质主焦煤供给阶段性收缩，进口蒙煤性价比与供给保障价值有望进一步凸显，公司供应链贸易与跨境综合物流业务均可能受益于量价改善。
- 非洲市场：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。刚果（金）卡萨项目已进入运营期，赞比亚萨卡尼亚项目于 2026 年投运，莫坎博项目已开工建设，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。2023 年公司并购非洲头部运营车队 BHL 后，直接管理千余辆运输资源，跨境运输车辆规模千余辆，实现“通道+车队”一体化运营。紫金矿业作为公司第二大股东，与公司在非洲铜带区域形成资源开发与跨境物流深度协同。
- 中亚市场：霍尔果斯布局培育第三增长曲线，供应链安全政策利好跨境物流龙头。中亚地区矿产、能源及工程物流需求持续增长，中国与中亚国家贸易往来保持较高景气，“一带一路”沿线国家贸易规模稳步提升，2025 年我国对“一带一路”沿线国家进出口 23.6 万亿元，同比增长 6.3%，高于我国外贸整体增速 2.5 个百分点。公司依托霍尔果斯口岸物流仓储及跨境多式联运能力，有望承接矿产品、设备物资及工程项目物流需求，形成蒙古、非洲之外的第三增长曲线。政策层面，多式联运降本增效、口岸通关便利化及供应链安全要求持续强化，具备核心口岸资产、跨境运输组织能力和海外通道运营经验的民营跨境物流龙头有望获得更高产业价值。

估值

- 我们预计公司分别实现营业收入 113.70 亿元、135.69 亿元、163.22 亿元，同比分别增长 35.7%、19.3%、20.3%。2026-2028 年，预计公司分别实现归母净利润 13.90、14.08、16.95 亿元，同比分别增长 21.8%、1.3%、20.4%。预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 1.02 元/股、1.03 元/股、1.24 元/股，对应 13.3 倍、13.2 倍、10.9 倍 P/E，首次覆盖，考虑公司内蒙基本盘稳固，非洲增长极发展迅速，给予***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	11,370	13,569	16,322
增长率(%)	25.1	(4.3)	35.7	19.3	20.3
EBITDA(人民币 百万)	1,617	1,466	1,957	2,335	3,130
归母净利润(人民币 百万)	1,276	1,141	1,390	1,408	1,695
增长率(%)	22.9	(10.6)	21.8	1.3	20.4
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.93	0.83	1.02	1.03	1.24
市盈率(倍)	14.5	16.2	13.3	13.2	10.9
市净率(倍)	3.3	3.1	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA(倍)	11.2	12.2	9.0	7.2	5.9
每股股息(人民币)	0.7	0.4	0.5	0.5	0.6
股息率(%)	3.6	2.9	3.6	3.6	4.4

资料来源：公司公告，中银证券预测

仅供内部参考，请勿外传

目录

一、商业模式：陆港协同筑壁垒，矿运联动拓空间 4
（一）公司简介：二十年深耕陆运通道，三大区域生态成型 4
（二）主营业务：三大区域布局全链条物流，跨境综合服务优势显著 6
（三）财务概况：短期业绩承压不改长期增长韧性，盈利能力整体保持增长趋势 7
二、成长空间：聚焦内陆国跨境物流赛道，“一带一路”市场空间广阔 9
（一）非洲市场：纵横联动，陆海协同 9
（二）蒙古市场：中蒙经贸合作韧性持续强化，口岸物流量价齐升再创新高 12
（三）中亚市场：疫情后区域贸易企稳复苏，跨境物流成长空间持续打开 14
三、核心业务：跨境综合物流为基石，供应链贸易稳步增长 16
（一）跨境综合物流服务：跨境物流版图三线扩张，口岸、运营共筑核心壁垒 17
（二）供应链贸易服务：以主焦煤贸易锁定物流，“散改集”巩固公司护城河 17
（三）陆港项目服务：非洲通道资产进入运营期，特许经营释放长期现金流 19
四、盈利预测及估值 21
盈利预测及相对估值 21
五、风险提示 24

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

股价表现.....1
投资摘要.....1
图表 1. 2026 年中报嘉友国际股权穿透图（部分）.....4
图表 2. 嘉友国际发展历程.....5
图表 3. 嘉友国际主营业务分类及跨境综合物流业务图览.....6
图表 4. 2021-2025 年主营业务收入结构.....6
图表 5. 2021-2025 年主营业务毛利率对比（单位：%）.....7
图表 6. 2017-2025 年公司营收及归母净利润.....7
图表 7. 2017-2025 年公司主要利润率指标.....7
图表 8. 2017-2025 年公司现金流量分析.....8
图表 9. 2017-2025 年公司资产负债率.....8
图表 10. 2021-2025 年“一带一路”沿线国家进出口总额及同比增速.....9
图表 11. 2025 年中蒙、中亚边境重点口岸进出口货运量.....9
图表 12. 嘉友莫坎博口岸和穆富利拉至莫坎博项目.....11
图表 13. 坦赞铁路地理位置示意图.....11
图表 14. 蒙古国货物贸易统计（单位：亿美元，%）.....12
图表 15. 中蒙货物贸易统计（单位：亿美元）.....12
图表 16. 油价煤价走势.....13
图表 17. 中国炼焦煤总进口量及蒙古进口量（单位：万吨）.....13
图表 18. 2019-2025 年我国炼焦煤进口国家分布.....14
图表 19. 嘉友陆运口岸核心资产布局&蒙古主要炼焦煤煤矿资源.....14
图表 20. 2024 年中国同中亚五国贸易情况.....15
图表 21. 四大业务板块、跨境一站式综合物流服务.....16
图表 22. 主营业务的收入与成本构成示意图.....16
图表 23. 跨境多式联运营业收入及同比增速.....17
图表 24. 跨境多式联运毛利及毛利率.....17
图表 25. 嘉友国际供应链贸易业务模式.....18
图表 26. 供应链贸易收入及增速.....18
图表 27. 供应链贸易业务毛利及毛利率.....19
图表 28. 陆港项目服务收入及增速.....20
图表 29. 陆港项目服务毛利及毛利率.....20
图表 30. 分拆业务盈利预测（人民币：亿元）.....22
图表 31. 盈利预测与估值数据.....22
图表 32. 可比公司相对估值.....23
损益表(人民币 百万).....25
现金流量表(人民币 百万).....25
财务指标.....25
资产负债表(人民币 百万).....25

仅供内部参考，请勿外传

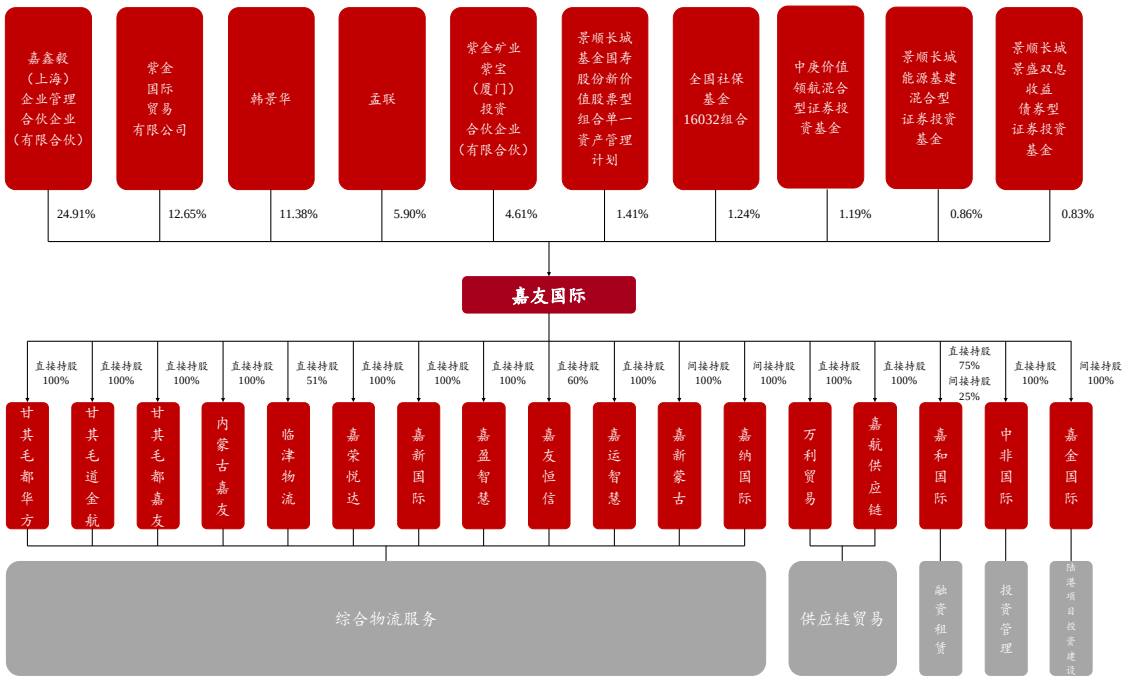
一、商业模式：陆港协同筑壁垒，矿运联动拓空间

（一）公司简介：二十年深耕陆运通道，三大区域生态成型

嘉友国际是国内领先的跨境多式联运及供应链贸易服务的提供商。嘉友国际成立于2005年6月，2018年登陆上交所A股主板，是国内率先开展跨境多式联运的物流企业。据嘉友国际官网信息，公司业务涵盖国内、国际多式联运、物流基础设施投资运营和供应链贸易，以蒙古、非洲、中亚等陆运跨境需求旺盛地区为重点，投资运营道路、保税仓库及海关监管场所等物流基础设施，服务网络遍布亚洲、非洲、欧洲、北美等60多个国家和地区。依托“一带一路”倡议，公司持续深耕中蒙、中亚、非洲、东南亚沿线市场，为客户提供定制化的供应链贸易及物流服务。同时，嘉友国际秉持“科技助力物流标准化”理念，自主研发物流信息管理系统并集成“智能仓库管理信息系统”、“嘉盈吉运”智慧物流平台等，推动物流服务向数字化、智能化、信息化转型，致力于成为国际化、可持续发展、稳定盈利的中国物流领先企业。

嘉友国际官网显示其前瞻性的对关键物流节点进行资产卡位，早在2007年，公司便在内蒙古甘其毛都口岸建成海关监管场所，2013年进一步投用公用型保税库，奠定了中蒙跨境物流的基础设施优势。此后，公司成功将口岸、保税加自营车队的经营模式复制至中亚霍尔果斯口岸与非洲刚果（金）卡萨等众项目，形成覆盖多区域的物流网络集群。2025年底，公司与中非发展基金签署战略合作备忘录，共同深化非洲全链条物流合作，推动“公路铁路，路路贯通；陆港海港，港港联动”的互联互通新蓝图，标志着其跨境多式联运服务已从商业行为上升为服务国家战略的基础设施建设力量。此外，公司自主研发的“物流信息管理系统”与“嘉盈吉运”智慧物流平台，实现了从订制方案到交付全过程的数字化监控与数据共享，保障了服务的标准化与高效性，使其在行业内建立起显著的信息壁垒。2021年，紫金矿业以21.23%的持股比例入股嘉友国际，成为公司第二大股东，强化了公司海外经营的稳健性。嘉友国际通过物理网络与数字网络的双重构建，搭乘国家“一带一路”长期发展战略的高速列车，从根本上改善了“陆锁”带来的运输瓶颈。

图表1.　2026年中报嘉友国际股权穿透图（部分）



资料来源：公司公告，中银证券

创始团队深度绑定共同控制，股权高度集中夯实公司治理根基。截至2025年年报，韩景华直接持有公司11.38%的股份，孟联直接持有公司5.90%的股份，韩景华和孟联通过嘉鑫毅（上海）企业管理合伙企业（有限合伙）间接持有公司24.91%的股份，对公司实行共同控制，为一致行动人，公司的股权集中度较高。

仅供内部参考，请勿外传

紫金矿业战略入股，矿运协同生态闭环。紫金国际贸易有限公司、紫金矿业紫宝（厦门）投资合伙企业（有限合伙）的控股股东均为紫金矿业集团股份有限公司，为一致行动人。未来，嘉友国际在刚果（金）的矿业通道将与紫金的非洲矿业形成互促共进、优势互补的产业协同效应。

图表2. 嘉友国际发展历程

年份	重要事件
2005 年	甘其毛都嘉友国际成立，天津港、内蒙古口岸(二连浩特、甘其毛都)设立业务网络
2006 年	在中蒙二连浩特口岸建设首个海关监管场所，向物流基础设施投建营方向发展
2007 年	在中蒙甘其毛都口岸建设第二个海关监管场所，开启中蒙跨境运输通道；
2018 年	成功登录上交所主板
2018 年	成立嘉荣悦达国际物流(上海)有限公司,进一步拓展以上海港为核心的国际多式联运综合物流业务
2019 年	公司自主研发的“嘉盈吉运”网络运输平台取得国家第一批网络运输资质
2019 年	与非洲刚果(金)政府签约卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路与陆港的现代化改造项目，并取得道路和陆港 25 年特许经营权，开启非洲跨境综合物流市场布局
2020 年	收购嘉易达矿业，将甘其毛道物流仓储份额扩大至 50%以上
2020 年	公司与力拓(Rio Tinto Group)控股的奥尤陶勒盖(Oyu Tolgoi LLC)项目继续签署 2020 年-2025 年为期 5 年的物流服务总承包合同
2020 年	嘉友国际物流股份有限公司公开发行可转换债券 7.2 亿元，用于投资建设刚果(金)特许权项目，成立嘉金国际投资管理有限公司，作为刚果(金)特许权项目的投资主体
2021 年	与蒙古最大国家矿业公司 ETT 签署 5 年长期煤炭采购协议
2022 年	与新疆建设兵团合资建设的霍尔果斯最大的设备类海关监管场所新疆嘉友恒信投入使用，完成在中亚桥头堡霍尔果斯口岸的物流节点布局
2023 年	与赞比亚政府签约赞比亚萨卡尼亚口岸和恩多拉至穆富利拉道路升级改造项目 22 年特许经营权，持续扩张非洲跨境综合物流市场布局
2023 年	成功收购非洲知名运输公司 BHL 车队，打造覆盖中南部非洲多国的跨境运输网络
2024 年	收购蒙古国港股上市公司 MMC 子公司 KEX20%股权，并签订 10 年长期煤炭采购协议
2024 年	与赞比亚政府签约赞比亚莫坎博口岸和穆富利拉至莫坎博道路升级改造项目 22 年特许经营权，完善非洲跨境综合物流市场布局
2024 年	与坦桑尼亚港务局签订合作备忘录，运营、开发坦桑尼亚通杜马陆港与坦噶海港，继续非洲大物流布局，打造非洲互联互通陆运网络

资料来源：公司官网，中银证券

2005-2010 年：创业起步期，扎根中蒙边境市场。公司创始于内蒙古边境地区，初期以中蒙边境陆路运输代理服务起家，依托甘其毛都口岸开展煤炭、矿产品等大宗商品的报关报检和跨境运输业务。这一阶段公司以小规模运输代理为主，逐步建立起与蒙古国矿山客户、国内贸易商的初步合作关系，积累了中蒙边境跨境物流的核心运营经验，为后续业务规模化扩张奠定基础。

2011-2016 年：基础奠定期，构建口岸核心资源壁垒。公司前瞻性布局核心口岸资源，先后在二连浩特、甘其毛都口岸投资建设海关监管场所、保税仓库等核心物流基础设施，奠定中蒙跨境通道运营的基础壁垒。

2017-2019 年：增长期，跨境多式联运标准化体系形成。2018 年公司在上海证券交易所主板成功上市，登陆资本市场为后续战略扩张提供了重要的资金支持和品牌效应，公司正式从区域性物流服务商向综合性跨境物流龙头企业转型。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。期间公司业绩高速成长，净利润年均复合增长率达 29%，跨境综合物流服务能力得到市场充分验证。

2020-2021 年：战略布局期，多区域陆运走廊发展战略成型。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；建设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，完成项目立项与初期建设。这一阶段是公司陆运走廊发展战略形成的重要期间，2021 年 12 月引入紫金矿业作为战略投资者，为公司海外资源开发协同奠定产业基础。

仅供内部参考，请勿外传

2022-2024 年：显著增长期，中蒙非洲双轮驱动业绩增长。中蒙市场完善的物流供应链带动以跨境综合物流为核心的各项业务高速发展，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源头；非洲市场刚果（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尼亚、莫坎博口岸，公司通过并购非洲头部运营车队 BHL 同步加速推进通道建设和物流基础设施建设。中蒙、中亚、中非三大区域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 年至今：战略扩张期，全球陆运走廊生态加速成型。2025 年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，保障业务规模和盈利水平，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。公司蒙古、中亚、非洲的三大区域战略矩阵加速成型，为未来非洲区物流供应链生态的发展和业绩的稳定增长奠定坚实基础。

（二）主营业务：三大区域布局全链条物流，跨境综合服务优势显著

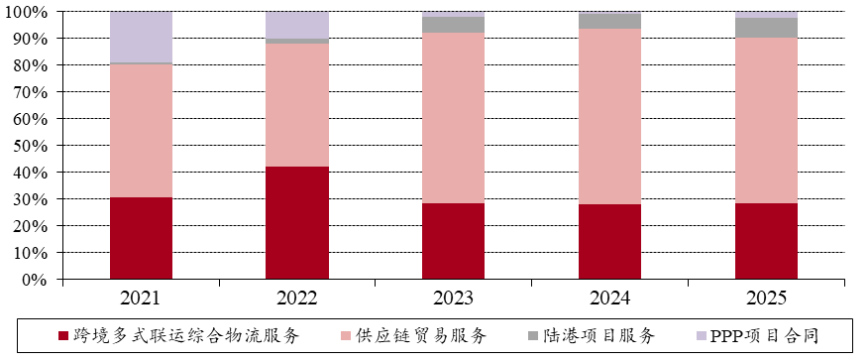
公司主营业务按照业务类型与区域布局，总体上分为跨境综合物流服务和供应链贸易服务两大类。其中，跨境综合物流服务包括中蒙口岸物流、中亚陆运物流、非洲跨境公铁联运三类；供应链贸易服务包括蒙古焦煤代理采购、非洲铜钴矿产品供应链管理两类。公司核心竞争优势在于依托自主运营的甘其毛都、卡萨等核心口岸资产，形成口岸、通道、车队的全链条物流运营能力，为紫金矿业、蒙古 ETT 等核心客户提供跨境物流一体化解决方案。

图表3.　嘉友国际主营业务分类及跨境综合物流业务图览



资料来源：公司招股说明书，中银证券

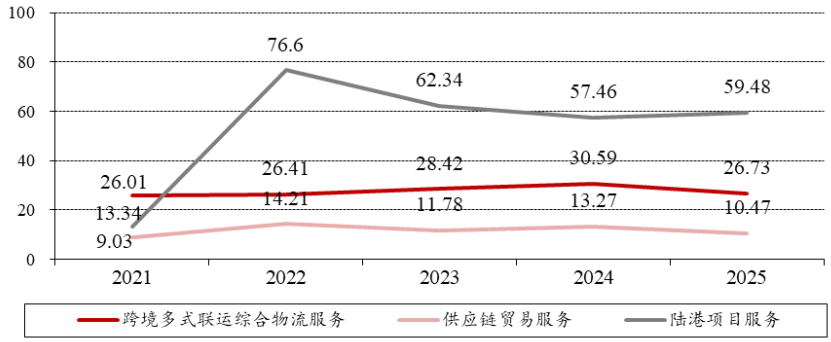
图表4.　2021-2025 年主营业务收入结构



资料来源：公司公告，中银证券

仅供内部参考，请勿外传

图表5. 2021-2025 年主营业务毛利率对比（单位：%）

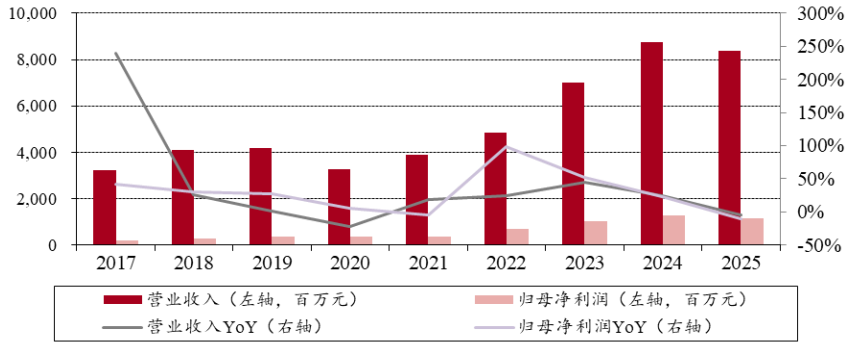


资料来源：公司公告，中银证券

（三）财务概况：短期业绩承压不改长期增长韧性，盈利能力整体保持增长趋势

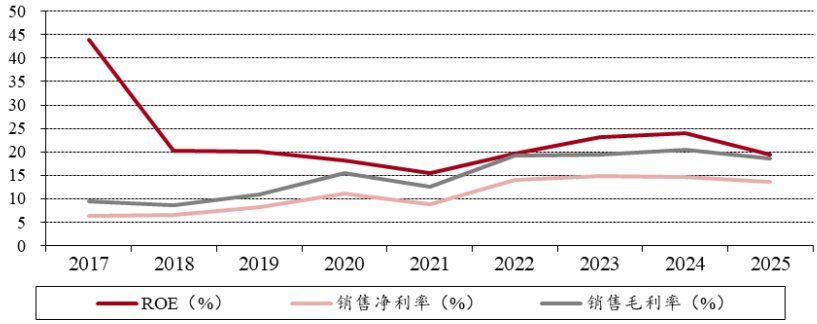
公司 2025 年实现营业收入 83.77 亿元，同比下降 4.31%，归母净利润 11.41 亿元、同比下降 10.60%，主要受跨境物流运价下行及主焦煤价格回落影响短期承压，但 2025 年公司总资产 80.91 亿元、归母净资产 60.16 亿元分别同比增长 5.85%和 7.58%，资产质量持续优化。长期维度看公司业绩呈现稳健扩张态势，2017-2025 年营业收入由 32.44 亿元增长至 83.77 亿元，2025 年收入是 2017 年的近 2.6 倍，归母净利润由 2.06 亿元升至 11.41 亿元，总资产和归母净资产规模均为 2017 年的近 10 倍，主营业务稳健扩张带动盈利能力和抗风险能力持续增强。

图表6. 2017-2025 年公司营收及归母净利润



资料来源：iFinD，中银证券

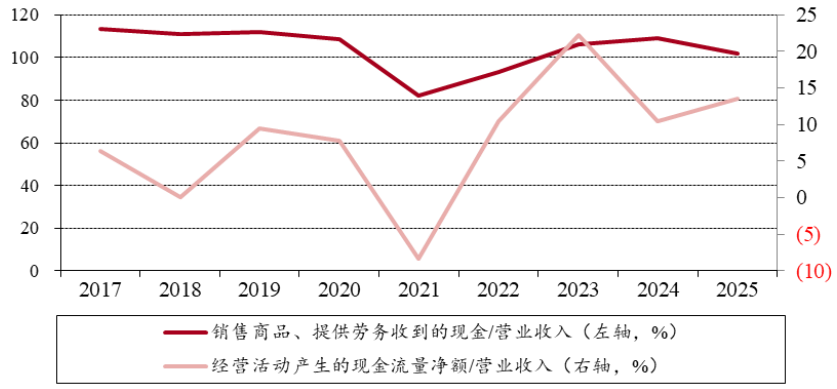
图表7. 2017-2025 年公司主要利润率指标



资料来源：iFinD，中银证券

仅供内部参考，请勿外传

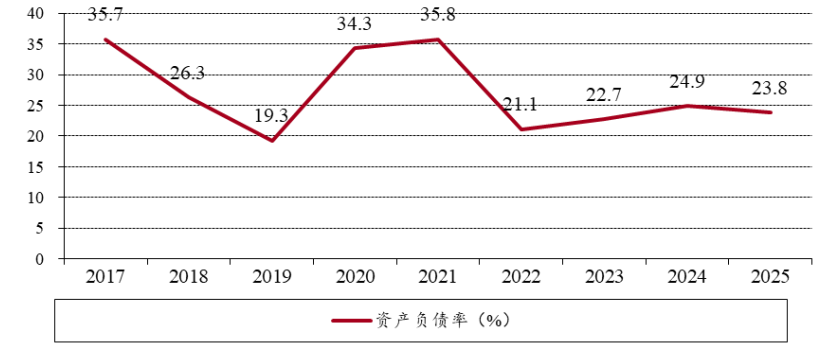
图表8. 2017-2025 年公司现金流量分析



资料来源：iFinD，中银证券

公司资产负债率长期维持在健康偏低水平，财务结构稳健、抗风险能力突出。从历史走势看，2017-2025 年公司资产负债率整体保持在 20%-36%区间波动，2017 年为 35.7%，2018 年 IPO 上市募资后大幅降至 26.3%，2019 年进一步下行至 19.3%的历史低点；2020-2021 年受公司中蒙物流主业快速扩张、加大对蒙古博迪等核心矿山长协采购备货以及非洲刚果（金）卡萨项目建设投入影响，资产负债率阶段性回升至 34.3%和 35.8%；2022 年后随着主业经营性现金流持续改善、留存收益快速累积，资产负债率显著回落至 21.1%，2023-2025 年稳定在 22%-25%区间，2025 年为 23.8%。

图表9. 2017-2025 年公司资产负债率



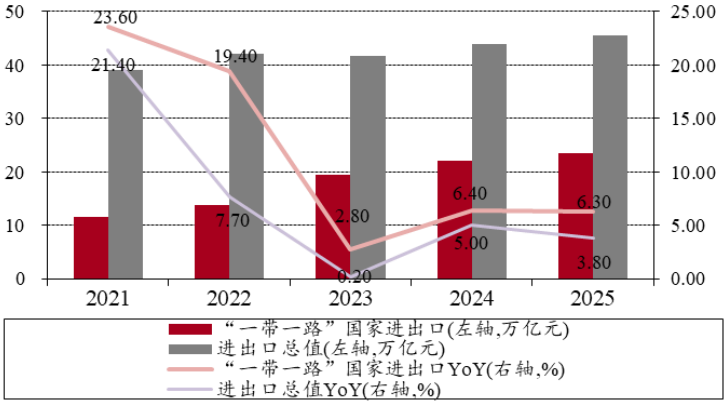
资料来源：iFinD，中银证券

仅供内部参考，请勿外传

二、成长空间：聚焦内陆国跨境物流赛道，“一带一路”市场空间广阔

“一带一路”沿线国家进出口贸易高于整体水平，贸易规模和增速稳步提升。嘉友国际主营业务所处赛道与中国“一带一路”沿线国家贸易高度相关，2025 年我国对“一带一路”沿线国家进出口 23.6 万亿元，同比增长 6.3%，高于我国外贸整体增速 2.5 个百分点，占进出口总值的 51.9%。2021 至 2025 年，我国与“一带一路”沿线国家贸易规模稳步提升，进出口总值从 11.6 万亿元增长至 23.6 万亿元，年均增长 25.9%，占同期我国外贸总值的比重从 29.7%提升至 51.9%。

图表10. 2021-2025 年“一带一路”沿线国家进出口总额及同比增速



资料来源：中国政府网，中国一带一路网，国家统计局，中银证券

中蒙、中亚边境重点口岸进出口货运量稳健增长。与嘉友国际业务具有直接关系的新疆的霍尔果斯口岸、阿拉山口口岸，内蒙古的二连浩特口岸、甘其毛都口岸的货运量均总体呈现增长态势。

图表11. 2025 年中蒙、中亚边境重点口岸进出口货运量

边境口岸	2025 年进出口货运量
甘其毛都	进出口货运量 4305.85 万吨，2024 年为 3983.31 万吨，同比增长 8.10%。其中进口煤炭 4082.21 万吨，2024 年为 3839.88 万吨；进口铜精粉 165.23 万吨，2024 年为 100.93 万吨；进口锰矿 0.54 万吨，2024 年为 0.01 万吨；出口货物 57.87 万吨，2024 年为 42.5 万吨。
二连浩特	2025 年进出口货运量实现 2223.65 万吨，比上年增长 5.6%。
霍尔果斯	2025 年，霍尔果斯口岸进出口货运量达 4643.1 万吨，同比增长 1.9%，连续 8 年位居新疆口岸首位；铁路口岸方面，全年监管中欧（中亚）班列 9882 列，同比增长超 13.2%，过货量达 1423.7 万吨，同比增长 17.8%。公路口岸方面，在“公路口岸十属地直通”和“自驾出口商品车快速通关”等改革模式的驱动下，货运量较去年同比增长 27.3%。
阿拉山口	阿拉山口铁路口岸 2025 年全年货物运输量达 1786 万吨，同比增长 7.8%。

资料来源：巴彦淖尔市商务局，二连浩特市人民政府，中华人民共和国海关总署，腾讯新闻，中银证券

（一）非洲市场：纵横联动，陆海协同

刚果（金）矿产资源储量丰富，加丹加省与卢阿拉巴省是“中非铜钴矿带”的核心区域，集中了全球约 76%的钴产量及世界级铜矿资源。刚果（金）地处内陆，资源外运高度依赖跨境物流通道，使得该区域的经济价值不仅体现在矿产储量本身，更体现在其与周边港口及运输网络的连接能力上，据嘉友国际《关于对外投资卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路与陆港的现代化改造项目的议案》，2019 年之前卡松巴莱萨口岸拥堵路段最长达 70 公里，高峰期在口岸滞留长达 7 至 10 天，严重影响了刚果（金）矿产经济的发展，也对矿产投资企业造成很大生产经营负担。2024 年，嘉友国际依托现有港口、铁路以及公司对于关键陆路口岸的运营，形成公路、铁路、港口多式联运的立体运输网络，打通从刚果（金）铜钴矿带东南部出发、过境赞比亚与坦桑尼亚、联通东非重要港口的东向陆路运输大动脉，以资源产出为导向，契合中国与刚果（金）“矿产换基础设施”的合作框架，也精准响应了全球新能源产业对关键金属稳定供应的迫切需求。

仅供内部参考，请勿外传

随着非洲大陆自贸区（AfCFTA）进程推进，区域内部贸易壁垒将逐步降低，具备高效通关能力的陆港将成为稀缺资源，嘉友国际在此项目的先发优势，为其在非洲中部构建以卡松巴莱萨-萨卡尼亚为核心、辐射周边国家的物流网络奠定了决定性基础。

刚果（金）卡萨项目：非洲首站标杆率先投运，铜钴矿带通道价值持续兑现。据公司年报，2019 年 8 月 14 日，公司与刚果（金）公共工程和基础设施重建部签署特许授权协议，约定由公司投资、建设、运营卡松巴莱萨至萨卡尼亚路段 150 公里公路、4 座收费站、1 座萨卡尼亚边境口岸、1 个萨卡尼亚陆港、1 座 MOKAMBO 边境口岸、2 个现代停车场及 1 个生活区，特许权期限 25 年。项目作为连接刚果（金）铜钴矿带与赞比亚出海通道的核心物流走廊，已于 2023 年 10 月正式投入运营，是公司非洲业务的首个落地标杆和现金流核心来源，目前承担刚果（金）与赞比亚之间铜钴矿出口运输的关键支撑作用。在刚果（金）2025 年铜产量 320 万吨，全球占比约 13.9%，居全球第二大产铜国的高景气背景下，卡萨通道车流量与单车通行费收入持续放量，2025 年项目运营收入及通行费成为公司非洲业务利润的重要贡献来源，未来随着刚果（金）-赞比亚铜钴矿产能持续释放及周边新增矿山投产，该项目业绩弹性有望进一步打开。

刚果（金）迪洛洛项目：携手紫金联合体落地，西向洛比托港出海通道战略卡位。据公司年报，2022 年 12 月，公司全资子公司中非国际与紫金矿业全资子公司金山（香港）国际矿业有限公司组成联合体，与刚果（金）基础设施与公共工程部签署特许权合同，约定共同投资、建设、运营卢阿拉巴省第 39 号国家公路坎布鲁鲁（Kambululu）至迪洛洛（Dilolo）段 219.4 公里公路及迪洛洛陆港，特许权期限长达 30 年，其中中非国际通过 JASLINK 公司出资占比 51%，金山香港通过 JINLU DEVELOPMENT LIMITED 出资占比 49%。该项目是公司与第二大股东紫金矿业在非洲深度战略协同的标志性项目，迪洛洛地处刚果（金）卢阿拉巴省西南部，紧邻紫金矿业旗下卡莫阿铜矿、科卢韦齐铜矿等核心铜资源富集区，建成后将打通卢阿拉巴省铜矿至安哥拉洛比托港的西向出海通道，直接服务紫金矿业的铜钴矿出口运输需求，形成资源和物流的深度绑定的协同模式。截至 2025 年报告期末，项目正处于开工准备阶段，预计未来 3-5 年陆续投运后将贡献显著业绩增量。

赞比亚萨卡尼亚项目：恩多拉路段顺利通车，其余建设稳步推进。据公司年报，2023 年 10 月 16 日，公司全资子公司中非国际的控股子公司 JASWIN 公司与赞比亚财政部、公路发展局、贸工部签署特许权合同，约定由 JASWIN 公司投资、建设、运营萨卡尼亚口岸、恩多拉至穆富利拉公路以及通往萨卡尼亚边境道路升级改造项目，特许权期限 22 年，公司持有 JASWIN 公司 90%股权。该项目是公司非洲业务的第二个核心项目，与卡萨项目共同形成跨越刚果（金）-赞比亚边境的双口岸协同运营格局。2025 年 6 月项目取得阶段性突破，赞比亚萨卡尼亚口岸至恩多拉 17.26 公里公路全线贯通；2026 年 2 月该路段已正式投入运营，标志着公司非洲业务正式进入卡萨、萨卡尼亚双项目运营阶段。叠加 2023 年公司并购非洲头部车队 BHL，实现通道与车队一体化运营，我们预计萨卡尼亚项目将成为公司 2026-2027 年非洲业务最重要的增量贡献项目，承接刚果（金）-赞比亚两国约 60%以上的铜钴矿出口运输任务，通道收入与车队运营收入双轮驱动业绩弹性释放。

赞比亚莫坎博项目：EPC 合同落地正式开工，三口岸联动格局加速成型。据公司年报，2024 年 11 月 15 日，公司全资子公司中非国际的控股子公司 JASWORLD 公司与赞比亚财政与国家规划部、公路发展局和商业、贸易与工业部签署特许权合同，约定由 JASWORLD 公司投资、建设、运营赞比亚莫坎博口岸及穆富利拉至莫坎博道路升级改造项目，特许权期限 22 年（含建设期 2 年），公司持有 JASWORLD 公司 90%股权。该项目是公司继卡萨、萨卡尼亚之后在赞比亚布局的第三个项目，与萨卡尼亚口岸将形成南北双口岸协同布局，进一步巩固公司在中非铜钴矿带的物流卡位优势。2025 年 11 月，JASWORLD 公司签署项目设计、采购、施工总承包（EPC）合同并正式开工建设，按 2 年建设期推算，预计 2027 年下半年至 2028 年初陆续投运。莫坎博口岸投运后，公司在赞比亚-刚果（金）边境的通行运力或有质变，与卡萨、萨卡尼亚共同构成三口岸联动的立体物流网络体系，承接非洲铜钴矿持续高增长的出口运输需求，是公司非洲业务从单点突破迈向网络化运营的关键拼图，长期看将为公司贡献稳定且可持续的特许经营性收入。

坦赞铁路有望为赞比亚、刚果（金）等内陆国家提供比传统路径更经济、稳定的出海物流选择，从而开辟嘉友国际全新的业绩增长极。据国有资产监管委员会，坦赞铁路是 20 世纪 70 年代由中国援建、连接坦桑尼亚达累斯萨拉姆港与赞比亚铜带省的跨国标准轨铁路，全长约 1860.5 公里，一带一路-中国报道网评价其为中非合作历史上具有里程碑意义的标志性工程，承载着深厚的政治与外交象征意义。据嘉友国际公告，2024 年 9 月，中国与坦桑尼亚、赞比亚三国共同签署《坦赞铁路激活项目谅解备忘录》，决定重新激活坦赞铁路；2025 年 9 月 29 日，坦赞铁路激活项目在北京正式签约，嘉友国际作为战略入股方受邀出席，彰显其在非洲物流网络构建中的关键角色。嘉友国际通过战略入股，深度参与铁路运力提升与运营优化，整合其已掌控的萨卡尼亚口岸、卡萨公路、通杜马口岸及坦噶港等关键节点，实现铁、公、港的无缝衔接，推动运输模式从单一铁路运输向公铁多式联运升级，增强其作为中部非洲资源出口大通道的承载能力。

仅供内部参考，请勿外传

图表12. 嘉友莫坎博口岸和穆富利拉至莫坎博项目



资料来源：嘉友国际公众号，中银证券

图表13. 坦赞铁路地理位置示意图



资料来源：澎湃，中银证券

据嘉友国际年报，2023 年，嘉友国际收购 BHL 后直接管理千余辆运输资源，形成车队与仓、港、口岸联动的物流服务网络。据公司年报，收购 BHL 后，嘉友国际进一步深化非洲内陆运输业务网络布局、扩张车队规模、优化运输路线，建立了东南部非洲不同国家的配货物流节点，结合公司在铜矿带客户的物流需求以及建成和正在建设的物流基础设施连接，打造公路、口岸、物流节点、港口一体化的中南部非洲运输网络。

非洲 PPP 项目是嘉友国际未来 3-5 年最大的业绩增长引擎。已运营层面，刚果（金）卡萨边境道路及口岸项目依托中非铜钴矿带高景气持续释放业绩弹性，刚果(金)2025 年铜产量已升至 350 万吨，是仅次于智利的全球第二大铜供应国，卡萨通道车流量与单车收入有望持续超预期；赞比亚萨卡尼亚口岸至恩多拉公路项目已于 2026 年投运，叠加公司公告 2023 年并购非洲头部车队 BHL 实现通道与车队一体化运营，跨境运输车辆规模千余辆，承担刚果（金）-赞比亚两国铜钴矿出口运输任务，通道收入与车队运营收入双轮驱动释放显著业绩弹性。在建及规划层面，赞比亚莫坎博口岸将与萨卡尼亚形成双口岸协同布局，坦桑尼亚通杜马及坦噶港项目布局印度洋出海口，纳米比亚鲸湾港项目布局大西洋出海口，远期形成东西并进的完整非洲陆海联运网络，预计 2027-2030 年陆续投运贡献业绩增量。

非洲铜矿带矿产出口长期依赖五条主要通道：东向经坦桑尼亚达累斯萨拉姆港、南向经南非德班港、南向经莫桑比克贝拉港、西南向经纳米比亚鲸湾港，以及西向经安哥拉的洛比托走廊。据商务部披露，洛比托走廊作为西向大西洋通道，由美欧政府支持建设，2025 年 6 月，意大利宣布提供 3.2 亿美元融资，同年 12 月，美国国际开发金融公司（DFC）与项目开发财团签署 5.53 亿美元贷款协议，为项目推进提供阶段性资金支持，其 1300 公里铁路将中部非洲铜矿带矿产直运安哥拉洛比托港，目标是在 2030 年前将出口运力提升至每年 100 万吨，我们认为是最具竞争力的出口路线之一。这条走廊客观上会对嘉友的东南向通道构成一定分流压力。嘉友国际公路网络布局在刚果（金）南部边境，是通往赞比亚和东南部港口的必经之路，无论矿企选择东向达累斯萨拉姆还是南向德班，都需经过卡萨公路与萨卡尼亚口岸；迪洛洛项目卡位于刚果（金）与安哥拉边境，覆盖了西向洛比托通道的公路段需求；嘉友国际参股坦赞铁路项目，主动融入铁路运输网络，与美欧西向通道差异化出海，避免直接竞争。

中非铜矿带地区开展业务的中资企业均为嘉友的现有及潜在客户。紫金矿业官网披露卡莫阿冶炼厂于当地时间 2025 年 12 月 29 日成功浇铸第一炉阳极板，标志着非洲最大的铜冶炼厂正式进入试生产阶段；洛阳钼业官网披露刚果（金）板块整体产铜 74.11 万吨，产钴 11.75 万吨，实现营业收入 613 亿元，同比增长 21.15%，KFM 二期预计 2027 年投产后年新增 10 万吨产铜量，铜矿带矿企增产计划将直接转化为矿产品的运输需求增量，而中资矿企或与中资物流企业合作更深。

刚果（金）-赞比亚铜钴矿带作为全球最重要的铜钴资源富集区，拥有全球最优质的铜、钴、锂、锰、黄金和钻石储量资源。在全球新能源、储能、AI 算力基建对铜钴需求高增背景下，非洲铜钴矿产量预计保持高增长，BMI 亦预测未来 10 年铜产量年均增长 2.9%、其中刚果（金）增长约 3%；赞比亚 2024 年全国铜产量 82.55 万吨、同比增长 18%，2025 年目标 100 万吨，并计划到 2034 年提升至 300 万吨。

仅供内部参考，请勿外传

PPP 模式的核心优势与未来发展逻辑高度清晰：特许经营壁垒构建难以复制的护城河，公司在非洲已签约和运营的 PPP 项目特许经营期较长，构成长期稳定的现金流来源。其次，公司与紫金矿业战略协同开辟新空间，紫金作为第二大股东且在刚果（金）拥有卡莫阿、科卢韦齐等核心铜资源，矿运协同模式将持续放大产业协同效应。第三是公司业务模式从单一通道收费向通道、车队、仓储的全链条供应链延伸，盈利能力持续优化。

（二）蒙古市场：中蒙经贸合作韧性持续强化，口岸物流量价齐升再创新高

中国是蒙古国最大双边贸易国家，嘉友国际主营业务起步于中蒙跨境物流市场。据蒙古国国家统计局数据，2024 年蒙古国外贸总额达 274 亿美元，其中出口 158 亿美元、进口 116 亿美元。出口产品以煤炭、铜矿石及精矿、铁矿石、原油、锌矿等能矿资源为主，除未锻造或半锻造金主要出口目的地为瑞士外，其他产品主要出口目的地均为中国；进口产品以石油产品、汽车、机械设备、电力、通讯设备为主，除石油、电力主要来自俄罗斯、汽车主要来自日本外，其余工业品主要从中国进口。2025 年前 9 个月，中蒙双边贸易额达 132.35 亿美元，占蒙古外贸总额的 68.8%，其中蒙古对华出口 97.69 亿美元，占蒙古出口总额的 91.2%。中国稳居蒙古国第一大贸易伙伴地位，较第二大贸易伙伴俄罗斯的 29 亿美元规模优势显著。蒙古国资源出口型经济结构与中国制造业大国地位形成天然互补，随着全球能源资源需求回暖、蒙古国矿业开发持续推进、中蒙俄经济走廊建设不断深化，中蒙双边贸易有望保持稳步增长态势，跨境综合物流相关业务成长空间广阔。嘉友国际 2005 年创立之初，主营中蒙国际物流，提供专业化国际货运代理服务，重点货种包括铜精矿和煤炭等。

图表14. 蒙古国货物贸易统计（单位：亿美元，%）

	贸易总额		出口额		进口额	
年份	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
2020	128.75	(6.4)	75.76	(0.6)	53.09	(4.1)
2021	160.87	24.9	92.41	22.0	68.46	29.2
2022	212.43	32.1	125.39	36.0	87.04	27.2
2023	244.38	15.0	151.85	21.1	92.53	6.3
2024	274.00	12.1	158.00	3.9	116.00	25.6

资料来源：蒙古国海关总署，中银证券

图表15. 中蒙货物贸易统计（单位：亿美元）

	贸易总额			累计比上年同期%		
年份	进出口额	中国出口额	中国进口额	进出口	中国出口	中国进口
2020	66.3	16.2	50.1	(18.8)	(11.5)	(20.9)
2021	101.6	25.2	76.4	37.3	30.4	39.2
2022	122.2	28.9	93.4	34.1	30.2	35.3
2023	165.9	34.7	131.2	35.7	20.3	40.5
2024	182.6	45.2	137.4	10.1	30.4	4.7

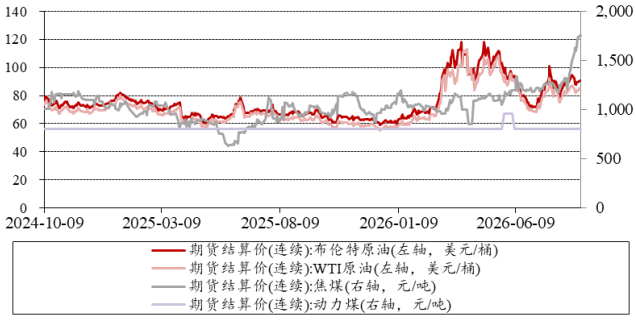
资料来源：中国海关总署，中银证券

相较非洲与中亚市场尚处于基础设施投入与网络构建的早期阶段，蒙古市场已进入成熟回报期，其收益贡献具备显著的可预期性与低波动特征。蒙古市场为嘉友国际发展起点，2024 年供应链贸易收入 57.53 亿元，且自 2023 年起连续多年贡献公司超 60%的营收，已形成稳定、可复制的盈利模型。公司通过长期投资甘其毛都口岸的跨境车队、仓储设施与通关团队，构建了高度专业化的运营体系，2025H1 仅该口岸即提供近 240 万吨煤炭跨境综合物流服务，同时蒙古进口铜精矿仓储分拨业务达历史同期最高水平，显示其业务结构已从单一贸易向“物流+贸易+仓储”综合服务升级，抗风险能力显著增强。此外，公司 2025 年现金分红比例 47.96%，其分红能力高度依赖于蒙古市场持续稳定的现金流输出。因此，蒙古市场不仅是当前收益的绝对支柱，更是公司整体财务稳健性与股东回报能力的基石，其成熟度与低波动性为公司在新兴市场扩张中提供了坚实的财务缓冲与战略纵深。

美伊冲突引发全球能源通胀，焦煤价格中枢上移。中东冲突引发霍尔木兹海峡航运风险，不仅推升原油、天然气价格并激活煤代气、煤代油逻辑，带动全球煤炭价格整体上移，还因焦化副产品利润随油价上涨大幅提升，增强了焦化企业开工意愿进而提振焦煤需求；同时，海峡紧张局势导致全球干散货与油轮运费上升，推高海运焦煤到岸价格，使得进口煤与内贸煤价差收窄甚至倒挂，为内贸焦煤价格形成支撑；此外，地缘冲突加剧了市场对能源供应不稳定的担忧，为焦煤期货带来风险溢价，直接助推盘面短期走强。

仅供内部参考，请勿外传

图表16. 油价煤价走势

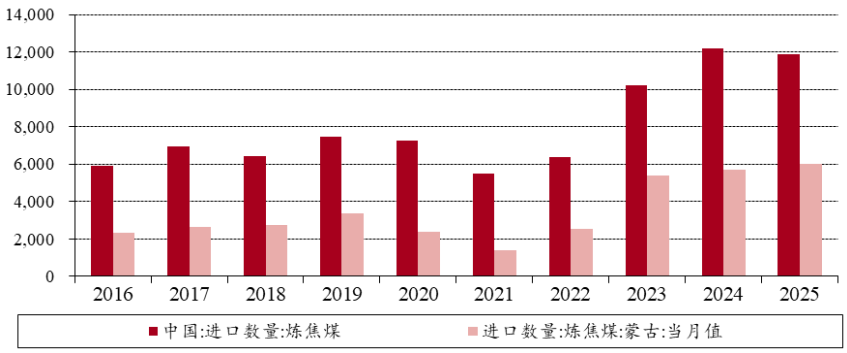


资料来源：万得，中银证券

留神峪煤矿事件强化国内主焦煤供给扰动预期，提升蒙煤进口的边际吸引力。5 月 22 日 19 时 29 分，山西长治沁源县山西通洲集团留神峪煤业有限公司发生瓦斯爆炸事故；据山西省政府新闻发布会通报，当班下井 247 人，截至发布会前已造成 82 人死亡、2 人失联、128 人受伤，国务院随后成立“5·22”特别重大瓦斯爆炸事故调查组，矿山安全监管趋严预期明显升温。若后续山西等主产区煤矿安全检查趋严、阶段性停产或核产约束增强，国内炼焦煤尤其优质主焦煤供应可能受到扰动，而进口蒙煤有望成为钢厂、焦化厂补充原料的重要选择。需求与通道基础方面，甘其毛都口岸作为中蒙重要能源通道，2025 年货运量达 4243.3 万吨，同比增长 3.7%，创开放 36 年来新高，主要进口蒙古国煤炭、铜精粉等矿产品；二连浩特口岸 2025 年进出口货运量达 2031.8 万吨，同比增长 5.5%，也显示中蒙口岸物流保持较高景气。对嘉友国际而言，公司深度布局甘其毛都、二连浩特等核心口岸，并绑定蒙古主焦煤长协资源，若国内焦煤价格因安监扰动走强，公司蒙古主焦煤供应链贸易和跨境综合物流业务或受益于量价改善。

蒙古炼焦煤未来进口增长空间较大，中长期成长确定性较强。供给端，蒙古国煤炭资源储量丰富，塔本陶勒盖等主力煤矿产能持续释放，2025 年蒙古国煤炭出口量或超 9000 万吨，且蒙煤以优质主焦煤为主，品质匹配国内钢厂核心需求；需求端，国内粗钢产量虽进入峰值平台区，但中国钢铁工业协会预测 2035 年我国粗钢产量将达 8-9 亿吨的高位，对焦煤需求形成稳固支撑，同时国内优质主焦煤资源禀赋有限，进口依存度约 30%，蒙煤作为进口焦煤第一大来源的地位持续巩固；基础设施方面，甘其毛都、二连浩特口岸通关能力持续升级，2025 年甘其毛都日均通车量约 1500 车，中蒙边境铁路建设也在稳步推进，未来通关效率和货运能力仍有较大提升空间；成本优势方面，蒙煤较澳煤、俄煤等其他进口来源具有显著的运输距离优势和价格优势，在地缘政治不确定性加剧的背景下，蒙煤进口的战略价值进一步凸显。综合来看，未来 3-5 年我国自蒙古国进口炼焦煤有望保持稳步增长态势，预计 2027 年蒙煤进口量有望突破 7500 万吨。

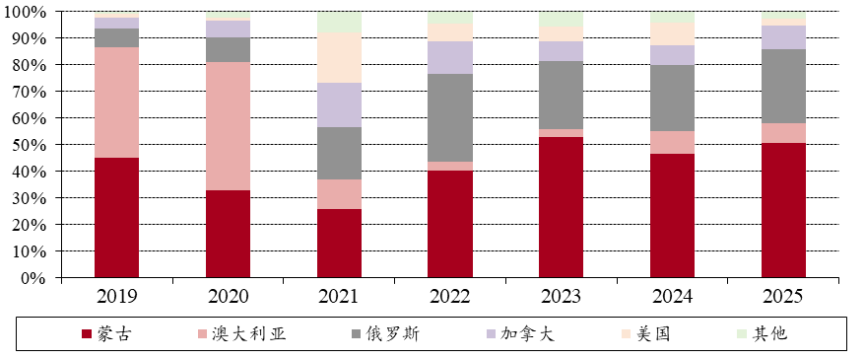
图表17. 中国炼焦煤总进口量及蒙古进口量（单位：万吨）



资料来源：万得，中银证券

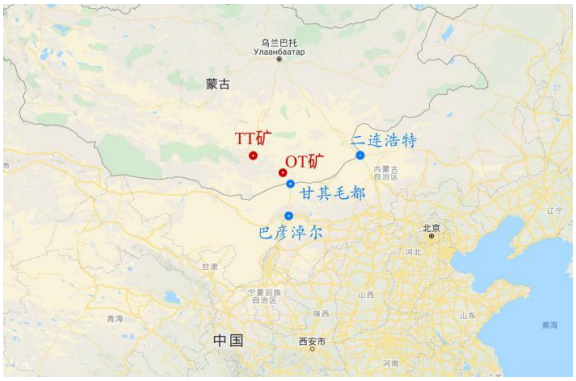
仅供内部参考，请勿外传

图表18. 2019-2025 年我国炼焦煤进口国家分布



资料来源：万得，中银证券

图表19. 嘉友陆运口岸核心资产布局&蒙古主要炼焦煤煤矿资源



资料来源：公司招股说明书，中银证券

持续推进中蒙跨境口岸基础设施升级改造，构建难以复制的竞争壁垒。据嘉友国际年报，近年来公司持续加大甘其毛都口岸基础设施投入，不断巩固先发优势。早在 2020 年公司即收购内蒙古铎奕达矿业有限公司，新增 65 万平方米海关监管仓储面积，收购后蒙古进口主焦煤仓储量占口岸仓储总量的 50%以上。公司持续推进环保项目，公司先后投资建设全封闭环保储煤棚，并投入使用 35 吨敞顶集装箱（TEU）用于大宗矿产品跨境多式联运，有力支持了大宗矿产品的绿色物流。针对中蒙散煤运输污染损耗问题，公司率先在中蒙推进主焦煤坑口至境内的“散改集”运输模式，2019 年始在中蒙煤炭跨境运输中率先布局和运营双挂车辆集装箱环保运输模式，2020 年完成集装箱环保替代方案优化，目前集装箱环保运输已成为中蒙跨境矿产品运输的主流模式。

以贸易锁定物流的商业模式成熟，重大合同保障业绩长期稳定增长。经过多年深耕，公司“贸易+物流”深度绑定的商业模式已得到充分验证，与蒙古国主要矿业企业建立了长期稳定的合作关系。目前公司与蒙古博迪公司、珍宝塔本陶勒盖公司等核心矿山客户的合作持续深化，合同期限普遍较长。随着蒙古国矿业开发持续推进，奥尤陶勒盖铜矿扩建项目、塔本陶勒盖煤矿产能释放等将持续带动跨境物流需求。公司依托口岸核心资源、长期合作关系、综合服务能力三重壁垒，有望持续受益于中蒙经贸合作深化，业绩增长的确定性和稳定性持续增强。

（三）中亚市场：疫情后区域贸易企稳复苏，跨境物流成长空间持续打开

中国与中亚国家贸易互补性持续增强，跨境物流需求疫后稳步恢复。随着“一带一路”倡议深入推进，中国-中亚峰会机制建立后，双边经贸合作进入新阶段。新疆霍尔果斯口岸作为连接中亚五国（即哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦和土库曼斯坦）的核心交通枢纽，已成为国际物流陆路运输的黄金通道，是新亚欧大陆桥重要的咽喉地带。中亚五国拥有丰富的土地、矿产和水利资源，长期作为矿产、农畜产品和其他原料的生产者和供应者，主要出口商品包括能源、矿产、化工、钢材、农产品等；主要进口商品有混电动汽车、智能手机、蓄电池、纺织品、建材、食品等。

仅供内部参考，请勿外传

疫后双边贸易规模持续回升，中国对中亚五国进出口贸易额实现跨越式增长。据中国驻乌兹别克斯坦大使馆，2025 年中国与中亚五国贸易额突破 1000 亿美元，同比增长 12%，连续 5 年保持正增长。其中，中国对哈萨克斯坦贸易额占中亚五国总额比重最大，2025 年我国同哈萨克斯坦贸易总额为 439 亿美元，是中亚区域最核心的贸易伙伴。据对外投资合作国别（地区）指南哈萨克斯坦篇，哈萨克斯坦是全球重要的矿产资源大国，境内已发现 90 多种矿藏、1200 多种矿物原料，探明的黑色、有色、稀有和贵金属矿产地超过 500 处。多项矿产储量位居全球前列，其中钨矿储量占全球比重超过 50%，铬矿储量超过全球 1/3，铀矿占比 19%，铅占比 19%，铜和铁各占 10%。具体来看，铬矿储量达 2.3 亿吨，位居全球第一；钨矿储量 200 万吨，全球排名第二；铀矿储量 150 万吨，全球排名第二；锰矿储量 2.3 亿吨，全球排名第三；铜矿储量 4000 万吨，全球排名第四。丰富的能矿资源跨境运输需求，与嘉友国际在中蒙市场积累的矿产资源跨境物流、供应链贸易运营经验高度契合，随着中亚地区矿产开发及对华出口持续增长，公司在中亚市场的长期发展空间广阔。据中国海关统计，2024 年，中国与哈萨克斯坦双边货物贸易额达到创纪录的 438.2 亿美元，较上年增长 6.8%。其中，中国对哈出口额 279.6 亿美元，同比增长 13.2%；自哈进口额 158.6 亿美元，同比下降 3.0%。中方顺差为 121 亿美元，同比增长 45%。随着区域全面经济伙伴关系协定效应持续释放，中亚国家与中国贸易往来日益密切，跨境公路、铁路运输需求有望呈现量价齐升态势。

图表20. 2024 年中国同中亚五国贸易情况

	亿人民币			亿美元		
国别	进出口总额	出口总额	进口总额	进出口总额	出口总额	进口总额
哈萨克斯坦	3,121.27	1,989.00	1,132.28	438.66	279.54	159.12
吉尔吉斯斯坦	1,616.31	1,416.50	199.81	227.09	199.05	28.04
塔吉克斯坦	274.26	249.85	24.41	38.55	35.12	3.43
土库曼斯坦	757.78	73.26	684.52	106.47	10.29	96.18
乌兹别克斯坦	971.89	828.93	142.97	136.58	116.49	20.09
中亚五国总和	6,741.52	4,557.54	2,183.97	947.36	640.49	306.87

资料来源：国家统计局中国统计年鉴，中银证券

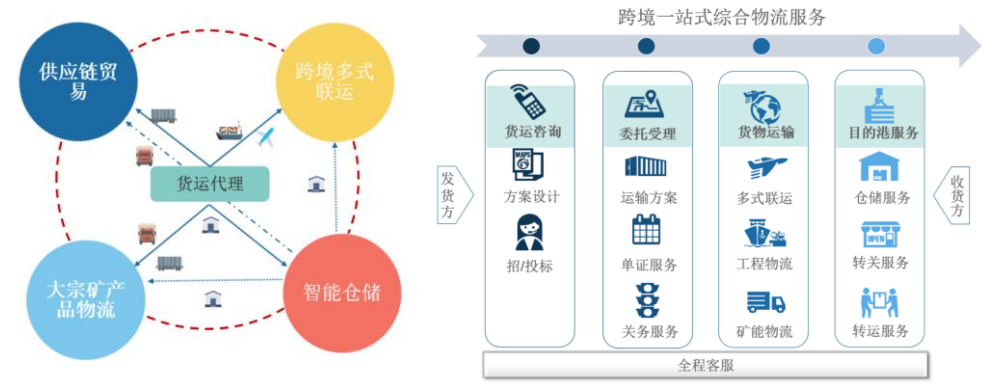
互联互通重大项目加速推进，打开中亚物流长期成长空间。中吉乌铁路等重大跨境铁路项目前期工作稳步推进，建成后将形成中国-中亚-欧洲运输新通道，较传统北通道运输距离缩短约 900 公里，将显著提升中亚过境物流需求。2025 年，阿拉山口及霍尔果斯双口岸过货量 3210 万吨，同比增长 12.1%，保障中欧中亚班列 1.8 万列、同比增长 7.4%。公司依托霍尔果斯口岸核心资源，积极拓展跨境多式联运、供应链贸易、跨境电商、冷链物流等业务。同时，公司探索在中亚核心节点复制“口岸+基础设施+跨境运输”的成功模式，随着中亚地区物流基础设施网络逐步完善，公司在矿产品、农产品、跨境电商、冷链物流等业务有望持续贡献业绩增量，中亚市场将成为公司继中蒙、非洲之外的第三成长曲线。

仅供内部参考，请勿外传

三、核心业务：跨境综合物流为基石，供应链贸易稳步增长

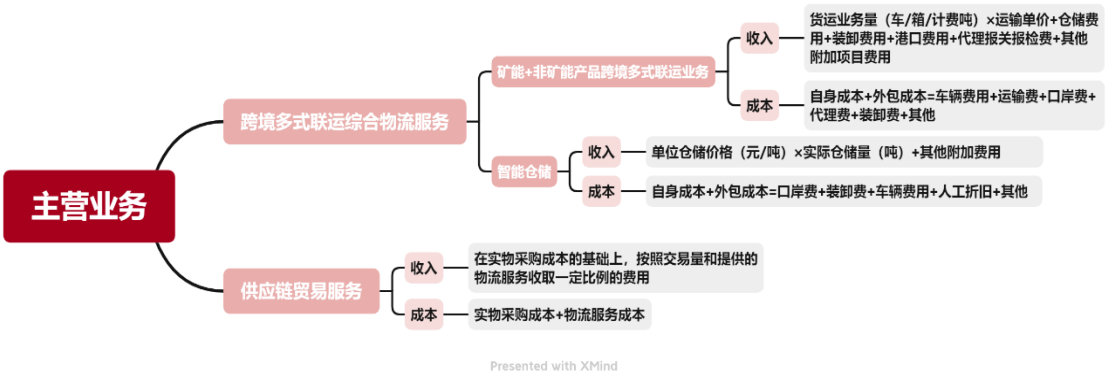
公司主营业务围绕跨境多式联运综合物流服务、供应链贸易、国际陆港运营三大板块协同推进，形成完整的跨境物流生态闭环。跨境多式联运综合物流服务是公司核心业务底座，依托中蒙、中亚、非洲、中南美等区域的成熟物流网络和保税仓库、海关监管场所等核心口岸资产，为矿业、能源等行业客户提供标准化、定制化的全程物流解决方案；供应链贸易以物流服务为核心延伸出“物流+贸易”一体化模式，重点聚焦中蒙主焦煤等大宗商品产业，通过锁定货源与运量协同主业发展，为公司提供可持续增长支撑；国际陆港运营则聚焦非洲刚果（金）-赞比亚铜钴矿带等核心区域，通过对陆运口岸及周边道路的投资建设运营，构建公路、铁路、港口多式联运的立体网络，目前刚果（金）卡萨项目及赞比亚萨卡尼亚至恩多拉公路已投运，萨卡尼亚口岸、莫坎博项目稳步推进，坦桑尼亚通杜马及坦噶港项目按计划布局，形成梯次推进、联动发展的格局。三大板块业务相互支撑、互为依托，物流网络夯实贸易壁垒、贸易锁定货源反哺物流、陆港运营升级区域物流枢纽地位，构建起难以复制的核心竞争优势。

图表21. 四大业务板块、跨境一站式综合物流服务



资料来源：公司招股说明书，中银证券

图表22. 主营业务的收入与成本构成示意图



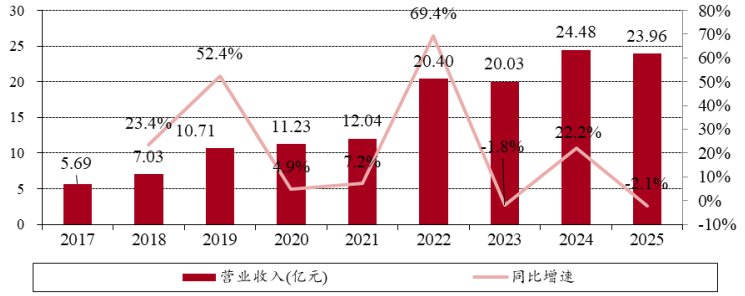
资料来源：公司招股说明书，中银证券

仅供内部参考，请勿外传

（一）跨境综合物流服务：跨境物流版图三线扩张，口岸、运营共筑核心壁垒

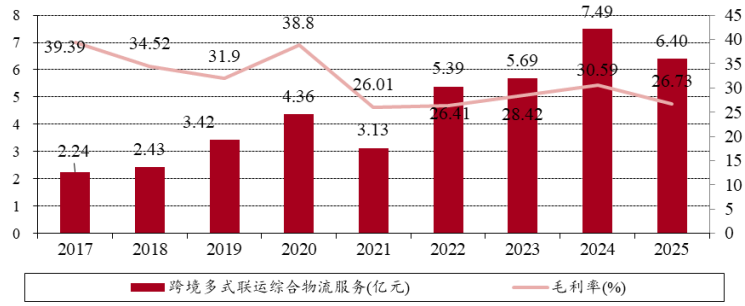
1. 跨境多式联运综合物流服务：陆锁国跨境物流标杆服务商，立体化网络奠定核心壁垒。公司专注于为陆锁国家及地区客户提供涵盖国际国内多式联运、港口中转、仓储、通关装卸及全程信息跟踪的一体化、标准化物流组织与管理服务，并可根据客户需求灵活定制运输方案与服务范围。依托陆港联动整合与陆运自营结合的运营优势，公司在中蒙、中亚、非洲、中南美等区域构建了成熟、体系化的跨境物流网络，凭借专业化运营、标准化流程与信息化管理能力，为矿业、能源等行业客户提供规模化、可定制的全程物流解决方案。在硬件资源端，公司在甘其毛都、二连浩特、霍尔果斯等重点口岸前瞻性布局保税仓库、海关监管场所等核心物流资产，并自营国际道路运输车队与通关装卸团队，构筑稀缺的口岸资源壁垒；在软件能力端，公司自主研发涵盖贸易、物贸一体、综合物流、陆运口岸管理及网络运输平台的多维度一体化智能管理系统，实现货物集散与仓储流程的智能化、标准化管理，持续提升物流效率与服务价值，形成硬资产与软能力双轮驱动的核心竞争力。

图表23. 跨境多式联运营业收入及同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表24. 跨境多式联运毛利及毛利率



资料来源：万得，中银证券

2026 年公司跨境综合物流业务扩张呈“中蒙深化、中亚突破、非洲协同”三线并进格局。中蒙区域由单点业务突破转向全链条、全维度平台式统筹布局，进一步深化与多类型矿山源头合作，整合物流资源构建稳定高效的中蒙供应链体系，依托品牌和领先优势稳步扩大业务规模，夯实差异化竞争优势；中亚区域以霍尔果斯等核心节点为抓手，推进海关监管仓库标准化管理，深化大客户全链条供应链服务体系，拓展配送和仓储增值业务，培育新增长点；非洲区域稳步推进赞比亚、坦桑尼亚等通道建设特许权项目落地，完成恩多拉、鲸湾港等物流基础设施建设，建设非洲陆运数智化管理平台，实现通道建设与跨境综合物流服务能力的协同发展。

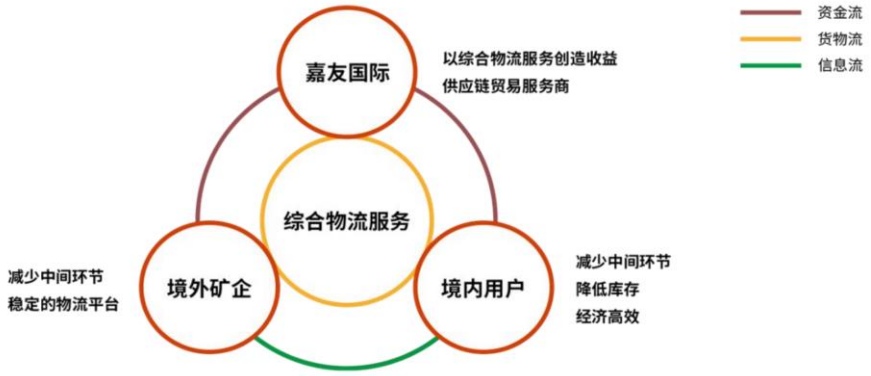
（二）供应链贸易服务：以主焦煤贸易锁定物流，“散改集”巩固公司护城河

供应链贸易服务：在综合物流服务基础上，开展的以贸易为形式、以物流为实质的，覆盖贸易环节的增值业务。公司以自身名义购入商品，再将商品销售给境内购买商，上下游三方联动，赚取贸易差价。目标客户主要为境内使用主焦煤的大型企业，公司以自身名义进口、报关、交关税，计入自己的成本，在此基础上，加上对应口岸的仓储、物流以及国内的物流费用，再销售给下游包钢、神华等焦化厂和钢厂。整体来看收入规模较大，但实际上利润来源于公司提供的物流服务。

仅供内部参考，请勿外传

供应链贸易业务是公司物流基础业务的延伸，目标客户主要为境内使用主焦煤的大型企业。**成本由两部分构成：实物成本和服务成本。**实物成本是指根据客户需求，接受其委托进行境外煤炭采购，采取“形式买断”形式，境外供应商将主焦煤运至境内海关监管场所后，公司提供监管场所的仓储服务、装卸、口岸等服务、从监管场所至最终客户的运输服务及煤炭贸易服务。服务成本包括境内各种运输费用、港口转关及口岸综合服务费用，其中部分装卸服务和全部运输服务由第三方外包采购完成，仓储服务、口岸服务、部分装卸服务等由公司自主完成。**收费方式则是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。**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本公司提供的物流服务内容来获取，公司自身承担的商品价格波动带来的风险较小。

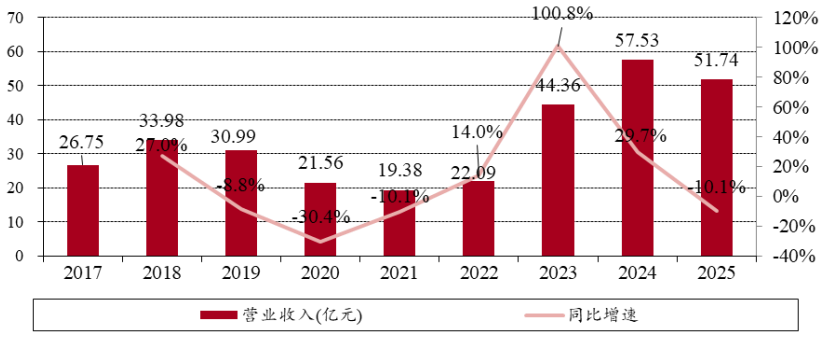
图表25. 嘉友国际供应链贸易业务模式



资料来源：公司公告，中银证券

2025 年公司依托极具竞争力的“资源+贸易+物流”业务模式与口岸核心物流资产稀缺优势，供应链贸易规模实现大幅增长，但受主焦煤市场行情下行影响，销售单价较 2024 年有所回落，尽管销售量保持增长，全年供应链贸易主营业务收入仍同比下降 10.05%，受采购成本降幅有限影响，营业成本仅下降 7.15%，单位毛利空间收窄致使毛利率同比下降 2.80 个百分点。战略布局方面，2025 年 9 月 26 日公司在香港设立全资子公司嘉汇物流投资有限公司，从事国际矿能跨境多式联运综合物流服务及供应链贸易业务，投资金额 1000 万美元，进一步强化全球资源整合能力、拓展国际化业务版图。

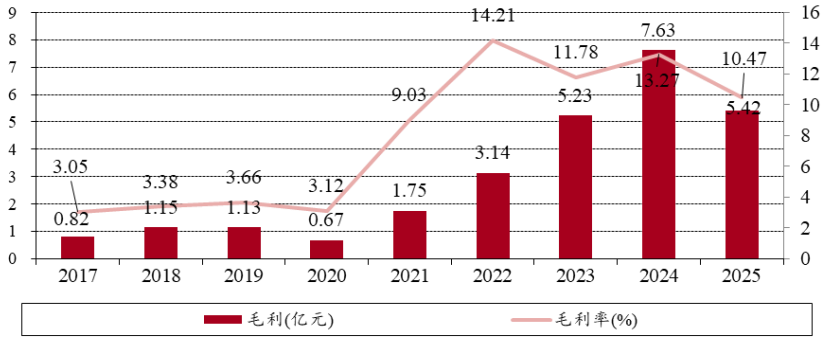
图表26. 供应链贸易收入及增速



资料来源：万得，中银证券

仅供内部参考，请勿外传

图表27. 供应链贸易业务毛利及毛利率



资料来源：万得，中银证券

（三）陆港项目服务：非洲通道资产进入运营期，特许经营释放长期现金流

陆港项目服务是公司依托海外口岸、道路、陆港等关键物流基础设施开展的运营服务业务，本质上是公司从传统跨境物流组织商向通道资产运营商升级的重要体现。该业务主要围绕非洲铜钴矿带资源外运需求展开，通过投资、建设并运营道路、口岸、陆港、收费站、停车场等基础设施，为矿业客户、贸易商及运输企业提供通行、仓储、清关、装卸、停车及配套物流服务，并通过收取通行费、陆港服务费、口岸服务费及综合物流服务费实现收入。与跨境综合物流服务相比，陆港项目服务具备更强的资产壁垒和特许经营属性，一旦通道建成并形成稳定车流，收入可持续性和利润率水平相对更高。

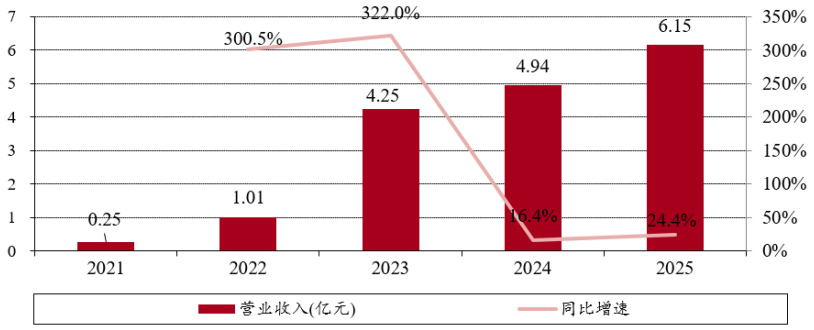
从项目布局看，公司陆港项目服务目前主要包括刚果（金）卡松巴莱萨至萨卡尼亚道路与陆港项目、赞比亚萨卡尼亚口岸至恩多拉 17 公里公路等已投运项目。刚果（金）卡萨项目是公司非洲业务的首个标杆项目，连接刚果（金）铜钴矿带与赞比亚出海通道，承担矿产品跨境运输的关键节点功能；赞比亚 17 公里公路项目投运后，与刚果（金）卡萨项目形成跨境通道协同，进一步强化公司在中非铜钴矿带的通道控制力和服务能力。随着通行车辆增加、客户导入深化、口岸作业效率提升，公司陆港业务有望由单一通道收费逐步延伸至道路通行、陆港运营、仓储清关、车辆调度与综合物流的全链条服务模式。

成本端看，陆港项目服务成本主要包括道路及陆港运营维护成本、人工成本、折旧摊销、安保费用、信息化管理费用及部分外包服务费用。由于道路、口岸及陆港等基础设施前期投入较大，但运营期边际成本相对有限，因此该业务具备较强经营杠杆。当车流量和货运量提升后，固定成本可被更大收入规模摊薄，毛利率具备持续改善空间。同时，陆港资产多位于矿产资源外运的关键瓶颈节点，具备一定稀缺性和不可复制性，能够增强公司对矿业客户和运输资源的议价能力。

2025 年，公司陆港项目服务收入保持较快增长，推测主要受益于非洲已投运项目运营效率提升和矿产品跨境运输需求释放。全年陆港项目服务实现主营业务收入 6.15 亿元，同比增长 24.4%，毛利率提升至 59.48%，体现出陆港项目较强的盈利能力和资产运营价值。展望后续，赞比亚萨卡尼亚项目和莫坎博项目建设期陆续结束后，相关收入、成本及利润将逐步由 PPP 项目合同转入陆港项目服务核算，推动陆港运营收入规模进一步提升。随着非洲通道网络逐步成型，公司陆港项目服务有望成为继中蒙业务之后的重要增长引擎，并持续贡献高毛利、稳定现金流和长期特许经营收益。

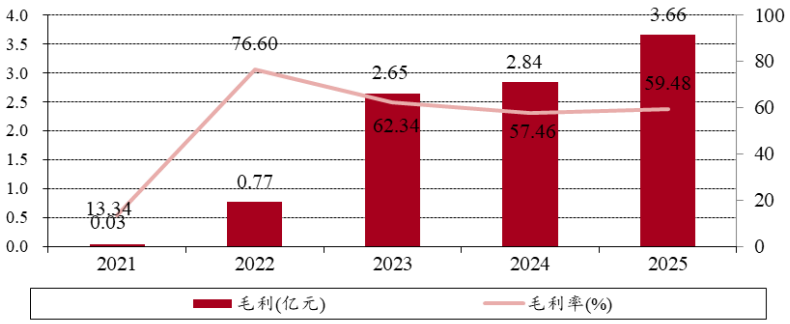
仅供内部参考，请勿外传

图表28. 陆港项目服务收入及增速



资料来源：万得，中银证券

图表29. 陆港项目服务毛利及毛利率



资料来源：万得，中银证券

仅供内部参考，请勿外传

四、盈利预测及估值

盈利预测及相对估值

跨境多式联运综合物流服务：公司跨境多式联运综合物流服务主要依托中蒙、中亚及非洲等核心跨境通道，为矿产品、工程设备及大宗商品提供端到端物流服务。中蒙区域方面，甘其毛都、二连浩特等口岸货运量维持高位，公司具备口岸监管场所、保税仓、运输组织及通关服务等核心节点资源，业务基本盘较为稳固；中亚区域方面，霍尔果斯口岸布局逐步完善，有望承接中亚矿产品、设备物资及工程项目物流需求；非洲区域方面，随着刚果（金）、赞比亚等项目陆续投运，跨境运输及综合物流需求有望持续释放。考虑 2025 年跨境物流运价有所回落，2026 年起随货量修复及区域布局深化实现稳步增长，但成熟口岸业务增速趋于平稳，我们预计 2026-2028 年跨境多式联运综合物流服务收入分别为 29.21/32.15/36.34 亿元，同比增速分别为 21.93/10.05/13.02%；毛利率分别为 27.01/27.24/27.10%，整体维持相对稳定。

供应链贸易服务：公司供应链贸易服务以中蒙贸易为主，核心品类包括主焦煤、铁矿石等大宗矿产品，业务模式与公司跨境物流网络高度协同。2025 年受主焦煤价格下行及需求波动影响，供应链贸易收入和毛利率阶段性承压；展望 2026-2028 年，一方面，公司已与蒙古优质煤矿资源方建立长期合作关系，主焦煤长协资源有助于稳定货源和贸易规模，另一方面，国内焦煤需求若逐步企稳，叠加蒙煤进口性价比优势，公司中蒙供应链贸易有望恢复增长。同时，随着公司贸易结构优化、物流协同增强及煤价低位修复，业务毛利率存在改善空间。我们预计 2026-2028 年供应链贸易服务收入分别为 76.40/93.58/114.61 亿元，同比增速分别为 47.66%/22.48%/22.48%；毛利率分别为 10.47%/10.30%/11.32%，主要体现主焦煤价格企稳回升、供应链协同效率提升及业务结构改善带来的盈利修复。

陆港项目服务：陆港项目服务主要包括非洲刚果（金）卡萨项目、赞比亚萨卡尼亚 17 公里公路等已投运项目，收入来源包括道路通行、陆港运营、口岸服务及相关综合物流配套。当前已投产项目仍处于运营爬坡期，随着车流量提升、客户导入及通关效率改善，项目收入和盈利能力有望持续提升。2026 年起，赞比亚萨卡尼亚项目、莫坎博项目建设期陆续结束后，相关收入、成本及利润将逐步从 PPP 项目合同转入国际陆港运营板块核算，推动陆港项目服务收入规模和毛利率同步提升。我们预计 2026-2028 年陆港项目服务收入分别为 7.68/9.37/11.60 亿元，同比增速分别为 25.00%/21.93%/23.77%；毛利率分别为 64.08%/67.36%/70.78%，主要受益于项目利用率爬坡、规模效应释放及陆港运营属性增强。

PPP 项目合同：PPP 项目合同主要对应海外 PPP 项目建设期形成的建造服务成本进行核算，不确认利润。赞比亚萨卡尼亚项目于 2023 年底投建，建设期约 3 年；赞比亚莫坎博项目于 2024 年底投建，建设期约 2 年，二者预计均在 2026 年结束。随着萨卡尼亚、莫坎博等项目陆续结束建设并转入运营，预计 2026 年 PPP 项目合同收入和成本将转入陆港项目中；后续若坦桑尼亚等新项目开工建设，相关建造收入将重新纳入 PPP 项目合同核算，带动该板块收入成本增加。我们预计 2026-2028 年 PPP 项目合同收入分别为 0.38/0.57/0.65 亿元，同比增速分别为-80.31%/50.00%/15.00%。该板块更多反映项目建设节奏变化，盈利预测重点应关注项目转运营后对陆港项目服务板块的贡献。

仅供内部参考，请勿外传

图表30. 分拆业务盈利预测（人民币：亿元）

	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	48.29	69.95	87.54	83.77	113.70	135.69	163.22
YoY(%)	24.21	44.85	25.14	(4.31)	35.74	19.34	20.29
毛利率(%)	19.29	19.43	20.55	18.48	18.32	18.22	19.02
毛利	9.32	13.59	17.99	15.48	20.83	24.72	31.05
跨境多式联运综合物流服务	20.40	20.03	24.48	23.96	29.21	32.15	36.34
YoY(%)	69.43	(1.84)	22.22	(2.11)	21.93	10.05	13.02
毛利率(%)	26.41	28.42	30.59	26.73	27.01	27.24	27.10
毛利	5.39	5.69	7.49	6.41	7.89	8.76	9.85
供应链贸易服务	22.09	44.36	57.53	51.74	76.40	93.58	114.61
YoY(%)	13.99	100.81	29.70	(10.06)	47.66	22.48	22.48
毛利率(%)	14.21	11.78	13.27	10.47	10.47	10.30	11.32
毛利	3.14	5.22	7.63	5.42	8.00	9.63	12.97
陆港项目服务	1.01	4.25	4.94	6.15	7.68	9.37	11.60
YoY(%)		322.00	16.42	24.38	25.00	21.93	23.77
毛利率(%)	76.60	62.34	57.46	59.48	64.08	67.36	70.78
毛利	0.77	2.65	2.84	3.66	4.92	6.31	8.21
PPP 项目合同	4.77	1.29	0.56	1.91	0.38	0.57	0.65
YoY(%)	(35.87)	(72.94)	(56.68)	242.02	(80.31)	50.00	15.00
毛利率(%)							
毛利							
其他业务	0.03	0.03	0.03	0.00	0.02	0.02	0.02
YoY(%)	39.24	27.88	(11.79)	(88.17)	538.27	3.14	(2.77)
毛利率(%)	67.93	79.53	82.82	89.80	80.74	78.28	80.71
毛利	0.02	0.03	0.03	0.00	0.02	0.02	0.02

资料来源：万得，中银证券

根据以上盈利预测结果，计算可得 2026-2028 年，预计公司分别实现营业收入 113.70 亿元、135.69 亿元、163.22 亿元，同比分别增长 35.7%、19.3%、20.3%。2026-2028 年，预计公司分别实现归母净利润 13.90、14.08、16.95 亿元，同比分别增长 21.8%、1.3%、20.4%。预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 1.02 元/股、1.03 元/股、1.24 元/股，对应 13.3 倍、13.2 倍、10.9 倍 P/E，首次覆盖，考虑公司内蒙基本盘稳固，非洲增长极发展迅速，给予**买入**评级。

图表31. 盈利预测与估值数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入（百万元）	8,754	8,377	11,370	13,569	16,322
增长率（%）	25.1	(4.3)	35.7	19.3	20.3
EBITDA（百万元）	1,617	1,466	1,957	2,335	3,130
归母净利润（百万元）	1,276	1,141	1,390	1,408	1,695
增长率（%）	22.9	(10.6)	21.8	1.3	20.4
最新股本摊薄每股收益（元）	0.93	0.83	1.02	1.03	1.24
市盈率	14.5	16.2	13.3	13.2	10.9
市净率	3.3	3.1	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA	11.2	12.2	9.0	7.2	5.9
每股股息（元）	0.7	0.4	0.5	0.5	0.6
股息率（%）	3.6	2.9	3.6	3.6	4.4

资料来源：万得，中银证券

我们选取从事跨境综合物流、国际货代业务的华贸物流、中国外运进行对比分析，得到可比公司 2026-2028 年 P/E 均值为 14.2 倍、12.8 倍、11.6 倍。而嘉友国际 2026-2028 年 P/E 分别为 13.3 倍、13.2 倍、10.9 倍，考虑到公司未来具有较高的成长性，且在内陆国家跨境物流行业具备核心竞争优势，公司目前估值处于相对合理区间。

仅供内部参考，请勿外传

图表32. 可比公司相对估值

代码	简称	总市值(亿元)	P/E(倍)				ROE(%)			
			2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
603128.SH	华贸物流	71.5	14.6	15.2	13.0	11.2	8.0	7.4	8.3	9.2
601598.SH	中国外运	467.0	11.6	13.1	12.6	12.0	9.9	8.4	8.4	8.4
	平均值	269.2	13.1	14.2	12.8	11.6	9.0	7.9	8.3	8.8
603871.SH	嘉友国际	185.2	16.2	13.3	13.2	10.9	19.0	20.6	18.8	20.3

资料来源：万得，中银证券

注：可比公司数据来自万得一致预测，截止时间2026年9月11日

仅供内部参考，请勿外传

五、风险提示

宏观经济波动风险：公司主营业务涵盖跨境多式联运综合物流、供应链贸易及国际陆港运营，客户物流需求与国际贸易总量高度相关，而国际贸易受国内外宏观经济周期性波动影响较大。若未来因地缘政治、国际政治冲突及贸易战升级导致公司经营区域经济衰退、国际贸易量大幅下滑、商品及社会运输需求收缩，公司经营业绩存在下滑可能。

市场竞争风险：我国现代物流服务业高速发展的同时，行业进入门槛较低、集中度偏低，整体呈现充分竞争格局，公司面临潜在市场竞争压力。需持续研判国家物流行业政策指引、把握行业发展趋势，进一步夯实并拓展国内外市场、增强客户粘性，方能在竞争中保持优势地位。

投资管理风险：公司将依托发展战略强化资本运作能力，通过国内外收并购实现横向业务整合与关键物流节点投资布局，进一步优化业务结构、提升市场占有率，实现差异化竞争、集约化经营与可持续发展。尽管公司已在收并购与海外投资领域积累一定经验并取得较好成果，但相关活动对业务文化整合、协同效应发挥、投资管理能力、区域协同及跨区域管理水平、国际人才储备等均提出更高要求，叠加不同国家和地区法律法规、经营环境差异较大，若投资管理不到位将对公司国内外市场扩张形成潜在业务管理风险。

信息管理系统风险：公司通过持续开发运用与迭代创新，已搭建较为完善的信息化网络系统，实现业务数据与客户信息高度共享充分利用、客户货物实时查询与电子数据交换、数据共享与掌上数控协同，达成全程物流综合管理、完整实时信息管理、财商一体化目标，形成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与更新管理体系，可能面临技术与管理因素引发的操作风险。

汇兑风险：目前公司部分业务及海外在建项目采用美元结算，汇率波动可能带来汇兑损失风险。

税收政策变化风险：若公司及子公司未来无法继续享有国家规定的税收优惠政策，将对经营业绩和利润水平造成一定影响。

仅供内部参考，请勿外传

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	11,370	13,569	16,322
营业收入	8,754	8,377	11,370	13,569	16,322
营业成本	6,955	6,828	9,287	11,096	13,217
营业税金及附加	31	31	43	51	61
销售费用	13	11	15	18	21
管理费用	222	222	301	359	432
研发费用	27	20	28	33	40
财务费用	10	(23)	93	386	579
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	1,679	1,700	2,046
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	1,677	1,699	2,045
所得税	219	195	244	247	297
净利润	1,281	1,145	1,433	1,452	1,748
少数股东损益	5	4	43	44	52
归母净利润	1,276	1,141	1,390	1,408	1,695
EBITDA	1,617	1,466	1,957	2,335	3,130
EPS(最新股本摊薄，元)	0.93	0.83	1.02	1.03	1.24

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**	**7,619**	**11,150**	**11,675**
现金及等价物	925	1,560	3,411	7,826	6,038
应收账款	255	252	435	385	602
应收票据	120	6	165	39	206
存货	1,374	750	2,139	1,313	2,799
预付账款	623	912	1,176	1,319	1,653
合同资产	90	69	147	111	196
其他流动资产	94	142	146	157	182
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**	**12,209**	**16,096**	**18,502**
流动负债	**1,825**	**1,802**	**4,650**	**4,273**	**5,748**
短期借款	158	338	1,880	2,000	2,000
应付账款	584	693	1,044	1,032	1,441
其他流动负债	1,082	771	1,726	1,241	2,307
非流动负债	**80**	**122**	**625**	**4,113**	**4,109**
长期借款	0	0	521	4,000	4,000
其他长期负债	80	122	104	113	109
负债合计	**1,904**	**1,924**	**5,275**	**8,386**	**9,857**
股本	977	1,368	1,368	1,368	1,368
少数股东权益	148	151	194	238	290
归属母公司股东权益	5,592	6,016	6,740	7,473	8,355
负债和股东权益合计	**7,645**	**8,091**	**12,209**	**16,096**	**18,502**

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	1,433	1,452	1,748
折旧摊销	156	207	245	309	565
营运资金变动	(513)	216	(768)	386	(838)
其他	(16)	(437)	41	332	526
经营活动现金流	**909**	**1,131**	**951**	**2,478**	**2,000**
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	2,063	3,599	0
股权融资	(647)	(350)	(667)	(675)	(813)
其他	(4)	32	(94)	(386)	(579)
筹资活动现金流	**(547)**	**(139)**	**1,302**	**2,538**	**(1,392)**
净现金流	**(856)**	**649**	**1,851**	**4,415**	**(1,788)**

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)	35.7	19.3	20.3
营业利润增长率(%)	24.0	(10.5)	25.2	1.3	20.4
归属于母公司净利润增长率(%)	22.9	(10.6)	21.8	1.3	20.4
息税前利润增长(%)	23.7	(13.9)	36.1	18.4	26.6
息税折旧前利润增长(%)	26.6	(9.3)	33.5	19.3	34.0
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	22.9	(10.6)	21.8	1.3	20.4
获利能力					
息税前利润率(%)	16.7	15.0	15.1	14.9	15.7
营业利润率(%)					
毛利率(%)	20.5	18.5	18.3	18.2	19.0
归母净利润率(%)	14.6	13.6	12.2	10.4	10.4
ROE(%)	22.8	19.0	20.6	18.8	20.3
ROIC(%)	21.1	16.5	15.6	12.6	15.0
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.2	0.4	0.5	0.5
净负债权益比	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.0)
流动比率	1.9	2.0	1.6	2.6	2.0
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
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	13.1	13.1	13.2
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)	0.8	2.8	3.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.9	0.8	1.0	1.0	1.2
每股经营现金流(最新摊薄)	0.7	0.8	0.7	1.8	1.5
每股净资产(最新摊薄)	4.1	4.4	4.9	5.5	6.1
每股股息	0.7	0.4	0.5	0.5	0.6
估值比率					
P/E(最新摊薄)	14.5	16.2	13.3	13.2	10.9
P/B(最新摊薄)	3.3	3.1	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA	11.2	12.2	9.0	7.2	5.9
价格/现金流(倍)	20.4	16.4	19.5	7.5	9.3

资料来源：公司公告，中银证券预测

仅供内部参考，请勿外传

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。

仅供内部参考，请勿外传

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(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

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
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371