

# 嘉友国际 (603871.SH)

## 22Q4 业绩略超预期，23 年一带一路拓展更值得期待

买入

### 核心观点

**2022 年业绩略超预期，Q4 单季度业绩创历史新高。**2022 全年实现营业收入 48.29 亿元，同比增长 24.21%；归属于上市公司股东的净利润 6.81 亿元，同比增长 98.57%。其中 Q4 实现营业收入 10.22 亿元，同比增长 23.95%；归属于上市公司股东的净利润 2.13 亿元，同比增长 125.43%，单季度利润创上市以来最高水平。

**煤炭供应链业务大幅提升，23 年表现更值得期待。**2022 全年，公司供应链业务实现营业收入 22.01 亿元，其中煤炭主焦煤物贸一体化的供应链贸易服务收入增加至 18.02 亿元，同比增长 124.64%，成为公司业绩增长的主要驱动力之一。展望 2023，由于中蒙煤炭贸易规模自 2022Q2 起才逐步恢复，2023 年仍有较大修复空间，价格方面 Q1 环比亦有所提升，预计 23Q1 公司供应链贸易业务有望继续推动公司业绩高增长。

**跨境多式联运业务快速增长，公司业务结构优化带来毛利率改善。**2022 年，嘉友跨境多式联运业务实现营业收入 20.40 亿元，同比增长 69.43%，占公司营业收入的比重提升 11.29%至 42.27%，由于跨境多式联运业务收入不含货值，毛利率天生较供应链贸易业务具备优势，跨境多式联运业务的收入占比提升带动了公司毛利率恢复。

**陆港资产投入运营，为公司创造新的业绩增长点。**嘉友国际位于刚果（金）的高速公路及萨卡尼亚口岸分别于 22H1 及 H2 进入试运营阶段，为公司 22 年贡献收入约 100.6 百万元，毛利 77.07 百万元，资产收益率表现较为优异。随着海关系统的打通，公司陆港通量及公路通车量有望实现较快增长，为公司 23-25 年的业绩保驾护航。

**股权激励彰显信心，23-25 年持续高增可期。**22 年末，嘉友发布员工持股计划，如充分行权，公司 23-25 年需分别实现不低于 8/10/13 亿元净利润，对应 21-25 年 CAGR39.6%，较疫情前 35.4%的增速更快。

**风险提示：**政治风险、新冠疫情反复、国内焦煤需求不及预期、安全事故等。

**投资建议：**维持盈利预测，维持“买入”评级。

维持公司 23-25 年盈利预测 8.31/10.36/13.45 亿元不变，对应利润同比增速分别为 22.1%/24.6%/29.8%，当前股价对应 PE 估值为 16.8/13.5/10.4x。随着中蒙煤炭贸易规模快速增长及公司非洲路产逐步迈入正轨，我们预计公司已经开启了第二增长曲线，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,888	4,829	5,158	6,287	7,532
(+/-%)	18.5%	24.2%	6.8%	21.9%	19.8%
净利润(百万元)	343	681	831	1036	1345
(+/-%)	-4.8%	98.6%	22.1%	24.6%	29.8%
每股收益(元)	1.08	1.36	1.65	2.06	2.67
EBIT Margin	10.4%	16.7%	17.1%	17.7%	19.2%
净资产收益率 (ROE)	12.0%	16.4%	17.9%	19.6%	22.1%
市盈率 (PE)	25.7	20.4	16.8	13.5	10.4
EV/EBITDA	23.5	17.4	15.1	12.3	9.8
市净率 (PB)	3.08	3.34	3.01	2.65	2.30

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 交通运输·物流

证券分析师：高晟

021-60375436

gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

证券分析师：姜明

021-60933128

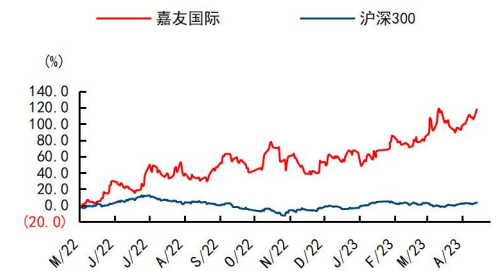
jiangming2@guosen.com.cn

S0980521010004

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	29.39 元
总市值/流通市值	14696/14696 百万元
52 周最高价/最低价	30.32/15.33 元
近 3 个月日均成交额	125.68 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

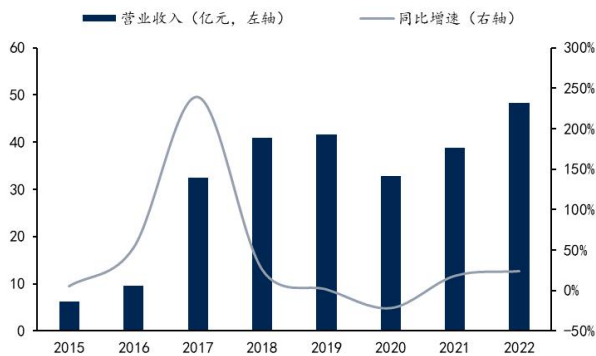
#### 相关研究报告

《嘉友国际 (603871.SH) - 核心资产布局再下一城，蒙煤运价上涨有望促 Q1 业绩超预期》——2023-03-09

《嘉友国际 (603871.SH) - 卡位一带一路跨境核心资产，业绩有望进入快速释放期》——2023-01-11

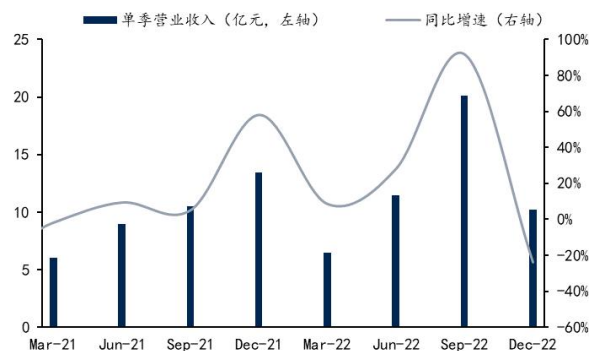
**2022 年业绩略超预期，Q4 单季度业绩创历史新高。**2022 全年实现营业收入 48.29 亿元，同比增长 24.21%；归属于上市公司股东的净利润 6.81 亿元，同比增长 98.57%。其中 Q4 实现营业收入 10.22 亿元，同比增长-23.95%；归属于上市公司股东的净利润 2.13 亿元，同比增长 125.43，单季度利润创上市以来最高水平。

图1: 嘉友国际营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



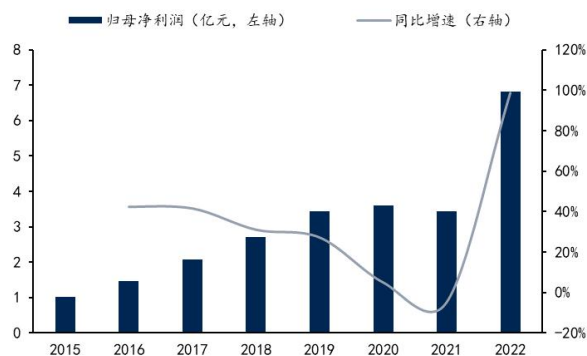
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 嘉友国际单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 嘉友国际归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 嘉友国际单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

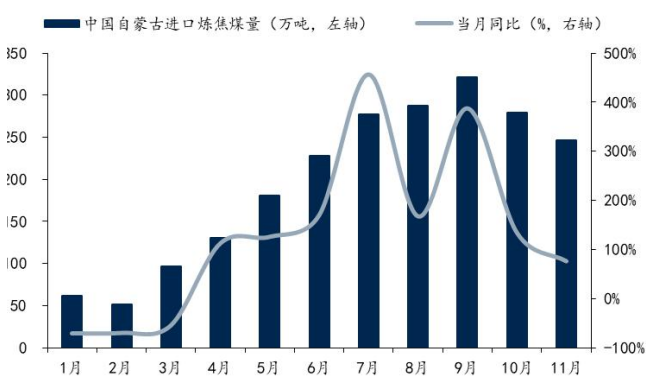
**煤炭供应链业务大幅提升，23 年表现更值得期待。**2022 全年，公司供应链业务实现营业收入 22.01 亿元，其中煤炭主焦煤物贸一体化的供应链贸易服务收入增加至 18.02 亿元，同比增长 124.64%，成为公司业绩增长的主要驱动力之一。展望 2023，由于中蒙煤炭贸易规模自 2022Q2 起才逐步恢复，2023 年仍有较大修复空间，价格方面 Q1 环比亦有所提升，预计 23Q1 公司供应链贸易业务有望继续推动公司业绩高增长。

图5: 22年中蒙煤炭贸易规模距疫情前仍有修复空间



资料来源: mysteel, 国信证券经济研究所整理

图6: 22Q1中蒙煤炭贸易规模较小、基数较低

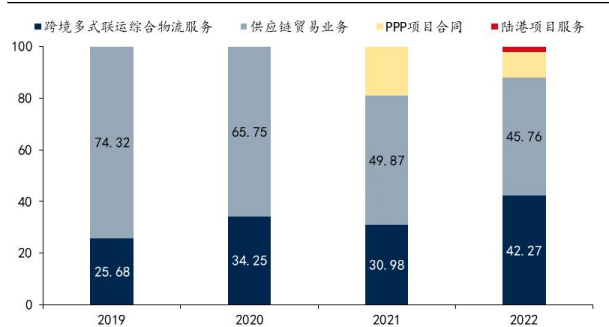


资料来源: mysteel, 国信证券经济研究所整理

**跨境多式联运业务快速增长，公司业务结构优化带来毛利率改善。**2022年，嘉友跨境多式联运业务实现营业收入20.40亿元，同比增长69.43%，占公司营业收入的比重提升11.29%至42.27%，由于跨境多式联运业务收入不含货值，毛利率天生较供应链贸易业务具备优势，跨境多式联运业务的收入占比提升带动了公司毛利率恢复。

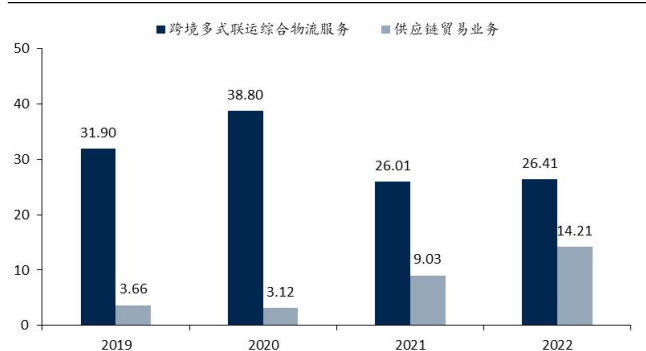
**陆港资产投入运营，为公司创造新的业绩增长点。**嘉友国际位于刚果（金）的高速公路及萨卡尼亚口岸分别于22H1及H2进入试运营阶段，为公司22年贡献收入约100.6百万元，毛利77.07百万元，资产收益率表现较为优异。随着海关系统的打通，公司陆港通关量及公路通车量有望实现较快增长，为公司23-25年的业绩保驾护航。

图7: 嘉友国际收入结构 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 嘉友国际主营业务毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

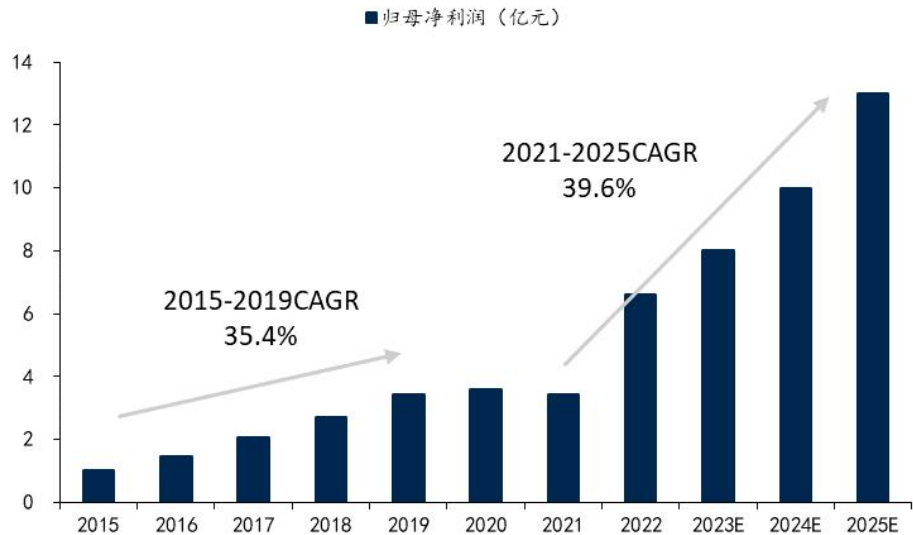
**股权激励彰显信心，23-25年持续高增可期。**22年末，嘉友发布员工持股计划，如充分行权，公司23-25年需分别实现不低于8/10/13亿元净利润，对应21-25年CAGR39.6%，较疫情前35.4%的增速更快。

表1: 嘉友国际 2022 员工持股计划基本信息

授予价格 (元/股)	10.48		
考核年度	2023-2025 年		
解锁比例	2023 年 40%、2024 年 40%、2025 年 20%		
解锁条件 A-单年净利润 (亿元)	2023	2024	2025
	8.03	10.02	13.03
对应 21-25 年 CAGR	39.6%		
解锁条件 B-累计净利润 (亿元)	23 年	23-24 累计	23-25 累计
	8.03	18.04	31.08

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 员工持股行权要求公司较此前更快增长



资料来源: 公司公告, 东财 choice, 国信证券经济研究所整理

**风险提示:** 政治风险、新冠疫情反复、国内焦煤需求不及预期、安全事故等。

**投资建议:** 维持盈利预测, 维持“买入”评级。

维持公司 23-25 年盈利预测 8.31/10.36/13.45 亿元不变, 对应利润同比增速分别为 22.1%/24.6%/29.8%, 当前股价对应 PE 估值为 16.8/13.5/10.4x。随着中蒙煤炭贸易规模快速增长及公司非洲路产逐步迈入正轨, 我们预计公司已经开启了第二增长曲线, 维持“买入”评级。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1169	949	2608	3137	4075	营业收入	3888	4829	5158	6287	7532
应收款项	194	241	254	308	369	营业成本	3398	3898	4109	4989	5877
存货净额	191	793	278	364	430	营业税金及附加	13	15	26	31	38
其他流动资产	856	751	258	314	377	销售费用	6	7	8	9	11
<b>流动资产合计</b>	<b>2422</b>	<b>2742</b>	<b>3409</b>	<b>4135</b>	<b>5261</b>	管理费用	52	75	120	126	139
固定资产	726	726	944	1048	1042	研发费用	14	26	15	19	25
无形资产及其他	1079	1583	1521	1459	1396	财务费用	12	6	(38)	(61)	(81)
投资性房地产	314	290	290	290	290	投资收益	5	5	25	2	2
长期股权投资	16	16	18	20	22	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>4556</b>	<b>5356</b>	<b>6182</b>	<b>6951</b>	<b>8011</b>	其他收入	(4)	(33)	(15)	(19)	(25)
短期借款及交易性金融负债	3	2	300	200	200	营业利润	408	801	943	1175	1526
应付款项	515	615	629	769	912	营业外净收支	0	(3)	0	0	0
其他流动负债	418	482	495	600	708	<b>利润总额</b>	<b>408</b>	<b>798</b>	<b>943</b>	<b>1175</b>	<b>1526</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>936</b>	<b>1099</b>	<b>1423</b>	<b>1569</b>	<b>1820</b>	所得税费用	66	118	113	141	183
长期借款及应付债券	668	0	0	0	0	少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(2)	(2)
其他长期负债	25	31	34	37	40	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>343</b>	<b>681</b>	<b>831</b>	<b>1036</b>	<b>1345</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>693</b>	<b>31</b>	<b>34</b>	<b>37</b>	<b>40</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1629</b>	<b>1130</b>	<b>1457</b>	<b>1606</b>	<b>1860</b>	净利润	343	681	831	1036	1345
少数股东权益	70	69	68	68	67	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	2857	4158	4656	5278	6085	折旧摊销	39	55	145	159	170
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4556</b>	<b>5356</b>	<b>6182</b>	<b>6951</b>	<b>8011</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	12	6	(38)	(61)	(81)
每股收益	1.08	1.36	1.65	2.06	2.67	营运资本变动	(273)	(350)	1024	52	65
每股红利	0.70	0.32	0.66	0.82	1.07	其它	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
每股净资产	9.01	8.31	9.25	10.48	12.09	<b>经营活动现金流</b>	<b>109</b>	<b>385</b>	<b>1999</b>	<b>1247</b>	<b>1579</b>
ROIC	10%	18%	23%	32%	42%	资本开支	0	(40)	(301)	(201)	(101)
ROE	12%	16%	18%	20%	22%	其它投资现金流	(6)	4	(3)	0	0
毛利率	13%	19%	20%	21%	22%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(6)</b>	<b>(37)</b>	<b>(306)</b>	<b>(203)</b>	<b>(103)</b>
EBIT Margin	10%	17%	17%	18%	19%	权益性融资	(4)	0	0	0	0
EBITDA Margin	11%	18%	20%	20%	21%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	18%	24%	7%	22%	20%	支付股利、利息	(220)	(158)	(332)	(414)	(538)
净利润增长率	-5%	99%	22%	25%	30%	其它融资现金流	(242)	(250)	298	(100)	0
资产负债率	37%	22%	25%	24%	24%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(686)</b>	<b>(567)</b>	<b>(34)</b>	<b>(514)</b>	<b>(538)</b>
股息率	1.6%	1.1%	2.4%	3.0%	3.9%	<b>现金净变动</b>	<b>(584)</b>	<b>(219)</b>	<b>1658</b>	<b>529</b>	<b>938</b>
P/E	25.7	20.4	16.8	13.5	10.4	货币资金的期初余额	1752	1169	949	2608	3137
P/B	3.1	3.3	3.0	2.7	2.3	货币资金的期末余额	1169	949	2608	3137	4075
EV/EBITDA	23.5	17.4	15.1	12.3	9.8	企业自由现金流	0	353	1642	989	1403
						权益自由现金流	0	103	1973	943	1475

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032