

股票投资评级

增持|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	11.29
总股本/流通股本(亿股)	68.20/68.20
总市值/流通市值(亿元)	770/770
52周内最高/最低价	11.30/8.54
资产负债率(%)	47.8%
市盈率	10.70
第一大股东	天津市京津塘高速公路公司

研究所

分析师:曾凡喆
SAC 登记编号:S1340523100002
Email:zengfanzhe@cnpsec.com

招商公路(001965)

投资收益拉动业绩超预期增长，股息率仍具吸引力

● 招商公路披露 2023 年年报

招商公路披露 2023 年年报，2023 年全年营业收入 97.3 亿元，同比增长 17.3%，实现归母净利润 67.7 亿元，同比增长 39.2%。第四季度公司营业收入 31.6 亿元，归母净利润 24.0 亿元。

● 车流量复苏，投资运营收入明显增长带动收入上行

2023 年我国公路运输需求底部回升，全年公路旅客量 45.7 亿人次，同比增长 28.9%，公路货运量 403.4 万吨，同比增长 8.7%。2023 年招商公路控股路段车流量 12052 万辆次、通行费收入 60.9 亿元，分别同比增长 24.5%和 14.9%。受益于车流量的增长带动的路费收入提升，2023 年公司高速公路投资运营收入 64.0 亿元，同比增长 24.6%。

其他业务方面，交通科技板块，公司全年新签合同额达到历史新高，为 47.8 亿元，同比增长 16.1%，贡献营业收入 21.9 亿元，同比增长 16.9%；智能交通板块收入 8.2 亿元，同比下降 18.6%；交通生态板块，公司旗下华祺投资新能源业务持续增长，招商生态积极推进新商业模式探索，公司交通生态板块收入 3.1 亿元，同比增长 14.9%。

● 各业务毛利贡献稳中有升，利润率基本稳定

2023 年公司各项业务毛利润贡献稳中有升，利润率基本稳定，其中投资运营板块、交通科技板块、智能交通板块、交通生态板块毛利润分别为 30.2 亿元、3.5 亿元、1.8 亿元、0.5 亿元，同比分别增长 26.1%、22.1%、-4.4%、24.7%，毛利润率分别为 47.2%、15.8%、22.1%、15.3%，同比分别增长 0.5pct、0.7pct、3.3pct、1.2pct。

● 费用水平稳定，投资收益大幅增长拉动业绩显著提升

2023 年公司费用水平基本稳定，销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.00%、5.67%、1.94%、10.98%，同比分别提高 0.08pct、下降 0.60pct、下降 0.42pct、上升 0.04pct。此外，因公司参股的公路上市公司盈利改善，叠加招商中铁并表带来的公允价值重新计量产生的 16.46 亿元增量投资收益，公司投资收益达到 59.9 亿元，同比提高 25.3 亿元，带动业绩显著提升。

● 盈利预测及投资建议

截至 2023 年末，公司管理的收费公路项目共计 26 条，管控里程 2008 公里，且公司参股 26 家优质收费公路公司，其中 16 家为 A、H 股上市公司，投资经营总里程 14745 公里，稳居我国经营性高速公路行业第一。公司过去先后参股或收购大量优质路产，营业收入及投资收益整体稳中有升，业绩不断增长，未来将稳中求进，聚焦主业，优化运营，加强管理，推动公司实现可持续发展。

考虑到招商中铁并表，预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 132.8 亿元、142.4 亿元、152.6 亿元，同比分别增长 36.5%、7.2%、7.2%，归母净利润分别为 69.6 亿元、72.0 亿元、75.4 亿元，同比分

别增长 2.9%、3.4%、4.7%。2023 年报公司提出分红计划，分红 36.2 亿元，对应 2024 年 4 月 2 日收盘市值的股息率为 4.7%，在当前无风险收益率持续下行的背景下仍具备明显的吸引力，维持“增持”评级。

● 风险提示

宏观经济下滑，车流增长不及预期，投资收益增长不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

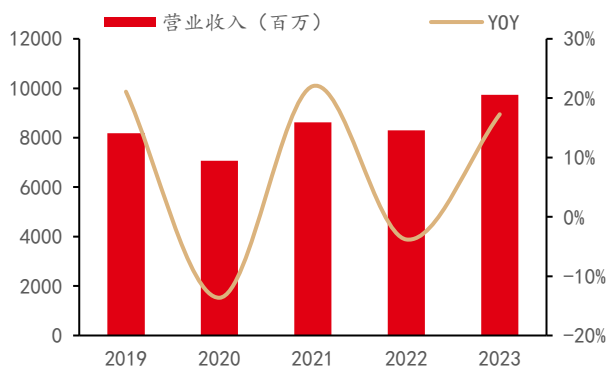
项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	9731	13284	14235	15260
增长率(%)	17.29	36.51	7.16	7.19
EBITDA（百万元）	5268.00	11444.13	12027.43	12457.33
归属母公司净利润（百万元）	6766.65	6963.43	7203.08	7541.11
增长率(%)	39.19	2.91	3.44	4.69
EPS（元/股）	0.99	1.02	1.06	1.11
市盈率（P/E）	11.38	11.06	10.69	10.21
市净率（P/B）	1.42	1.33	1.18	1.06
EV/EBITDA	21.59	11.43	10.64	10.00

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1 招商公路披露 2023 年年报

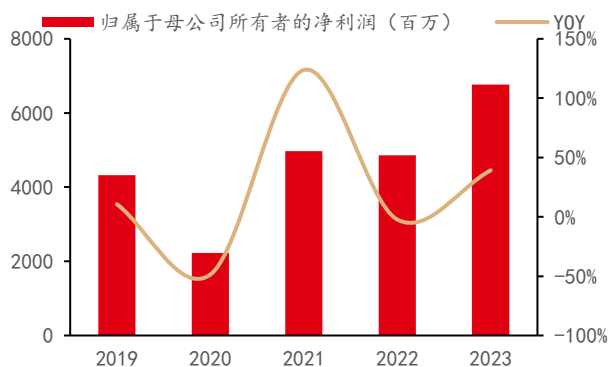
招商公路披露 2023 年年报，2023 年全年营业收入 97.3 亿元，同比增长 17.3%，实现归母净利润 67.7 亿元，同比增长 39.2%。第四季度公司营业收入 31.6 亿元，归母净利润 24.0 亿元。

图表1：招商公路营业收入及同比增速



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表2：招商公路归母净利润及同比增速

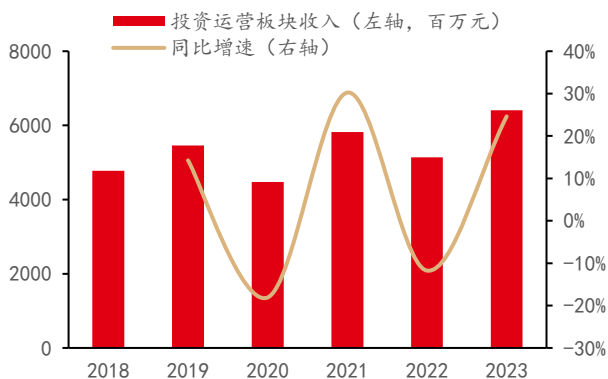


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

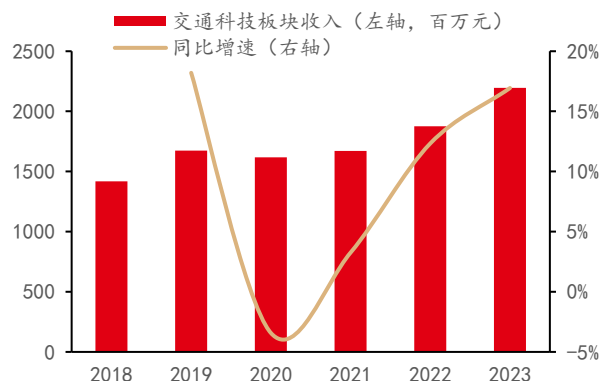
2 车流量复苏，投资运营收入明显增长带动收入上行

2023 年我国公路运输需求底部回升，全年公路旅客量 45.7 亿人次，同比增长 28.9%，公路货运量 403.4 万吨，同比增长 8.7%。2023 年招商公路控股路段车流量 12052 万辆次、通行费收入 60.9 亿元，分别同比增长 24.5% 和 14.9%。受益于车流量的增长拉动的路费收入提升，2023 年公司高速公路投资运营收入 64.0 亿元，同比增长 24.6%。

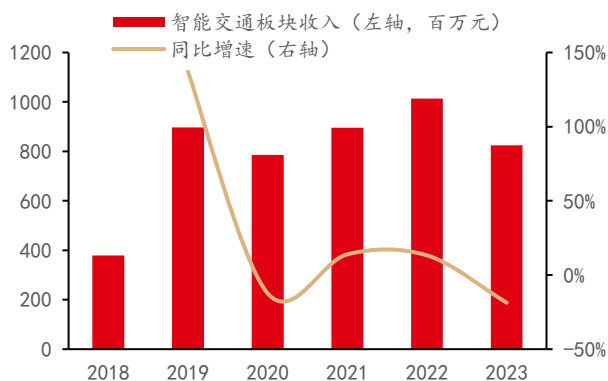
其他业务方面，交通科技板块，公司全年新签合同额达到历史新高，为 47.8 亿元，同比增长 16.1%，贡献营业收入 21.9 亿元，同比增长 16.9%；智能交通板块收入 8.2 亿元，同比下降 18.6%；交通生态板块，公司旗下华祺投资新能源业务持续增长，招商生态积极推进新商业模式探索，公司交通生态板块收入 3.1 亿元，同比增长 14.9%。

图表3：招商公路投资运营板块收入及同比增速


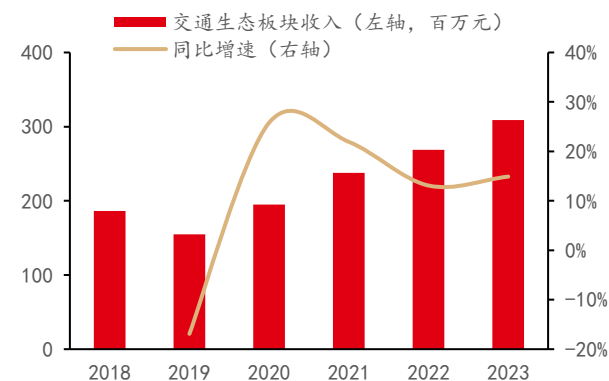
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表4：招商公路交通科技板块收入及同比增速


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表5：招商公路智能交通板块收入及同比增速


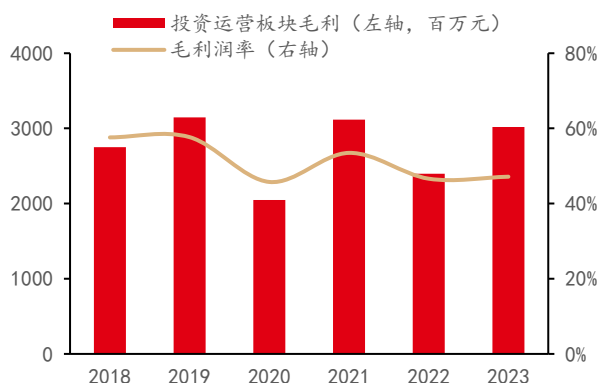
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表6：招商公路交通生态板块收入及同比增速


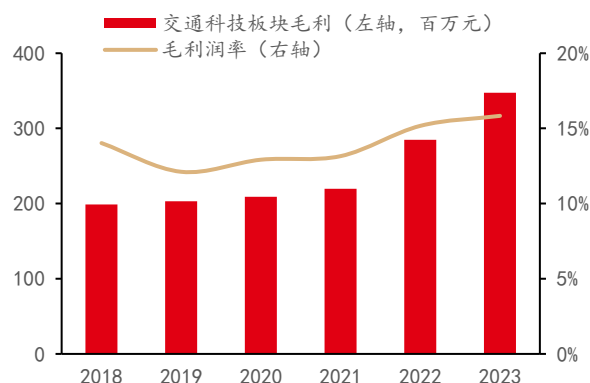
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

3 各业务毛利贡献稳中有升，利润率基本稳定

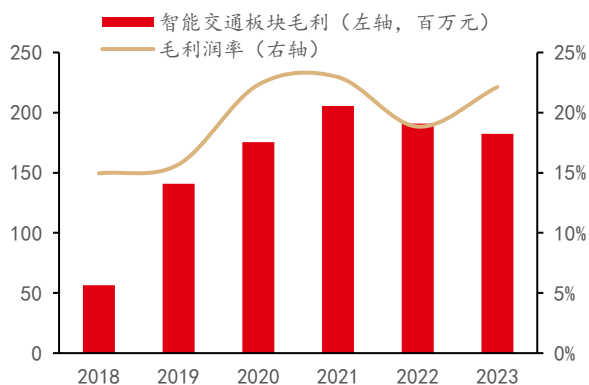
2023 年公司各项业务毛利润贡献稳中有升，利润率基本稳定，其中投资运营板块、交通科技板块、智能交通板块、交通生态板块毛利润分别为 30.2 亿元、3.5 亿元、1.8 亿元、0.5 亿元，同比分别增长 26.1%、22.1%、-4.4%、24.7%，毛利率分别为 47.2%、15.8%、22.1%、15.3%，同比分别增长 0.5pct、0.7pct、3.3pct、1.2pct。

图表7：招商公路投资运营板块毛利润及利润率


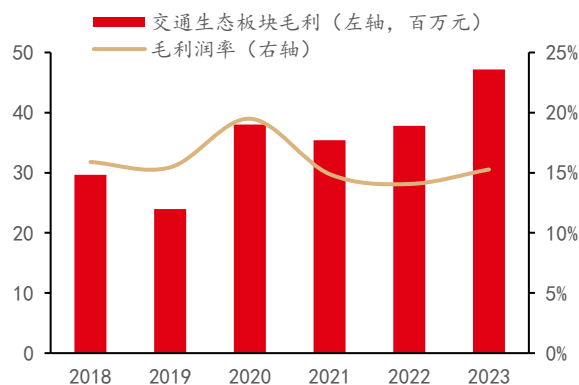
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表8：招商公路交通科技板块毛利润及利润率


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表9：招商公路智能交通板块毛利润及利润率


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

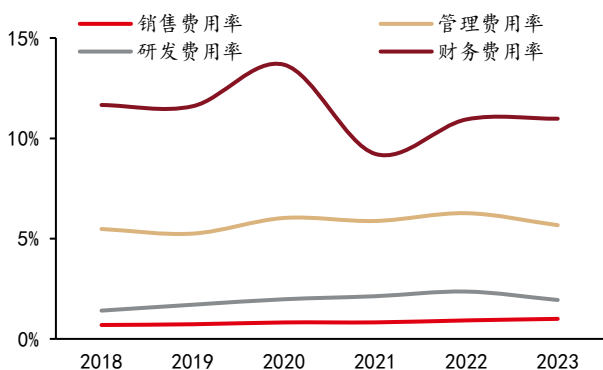
图表10：招商公路交通生态板块毛利润及利润率


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

4 费用水平基本稳定，投资收益大幅增长拉动业绩显著提升

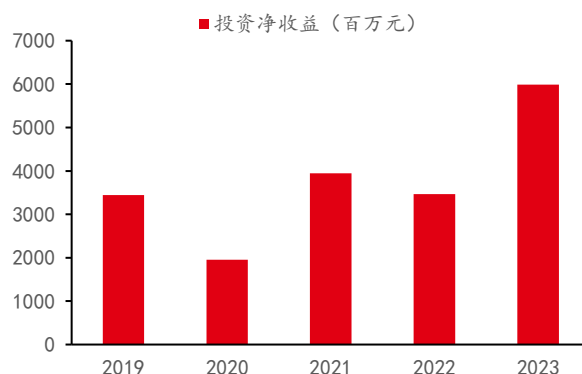
2023 年公司费用水平基本稳定，销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.00%、5.67%、1.94%、10.98%，同比分别提高 0.08pct、下降 0.60pct、下降 0.42pct、上升 0.04pct。此外，因公司参股的公路上市公司盈利改善，叠加招商中铁并表带来的公允价值重新计量产生的 16.46 亿元增量投资收益，公司投资收益达到 59.9 亿元，同比提高 25.3 亿元，带动业绩显著提升。

图表11：招商公路各项费用率走势



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表12：招商公路投资收益情况



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

5 盈利预测及投资建议

截至 2023 年末，公司管理的收费公路项目共计 26 条，管控里程 2008 公里，且公司参股 26 家优质收费公路公司，其中 16 家为 A、H 股上市公司，投资经营总里程 14745 公里，稳居我国经营性高速公路行业第一。公司过去先后参股或收购大量优质路产，营业收入及投资收益整体稳中有升，业绩不断增长，未来将稳中求进，聚焦主业，优化运营，加强管理，推动公司实现可持续发展。

考虑到招商中铁并表，预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 132.8 亿元、142.4 亿元、152.6 亿元，同比分别增长 36.5%、7.2%、7.2%，归母净利润分别为 69.6 亿元、72.0 亿元、75.4 亿元，同比分别增长 2.9%、3.4%、4.7%。2023 年报公司提出分红计划，分红 36.2 亿元，对应 2024 年 4 月 2 日收盘市值的股息率为 4.7%，在当前无风险收益率持续下行的背景下仍具备明显的吸引力，维持“增持”评级。

6 风险提示

宏观经济下滑，车流增长不及预期，投资收益增长不及预期。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	9731	13284	14235	15260	营业收入	17.3%	36.5%	7.2%	7.2%
营业成本	6135	8323	8857	9532	营业利润	52.4%	6.1%	4.5%	5.3%
税金及附加	65	77	85	92	归属于母公司净利润	39.2%	2.9%	3.4%	4.7%
销售费用	97	126	142	153	获利能力				
管理费用	552	731	783	839	毛利率	37.0%	37.3%	37.8%	37.5%
研发费用	189	252	270	290	净利率	69.5%	52.4%	50.6%	49.4%
财务费用	1068	1208	1264	1175	ROE	10.4%	10.2%	9.5%	9.1%
资产减值损失	-67	-20	-20	-20	ROIC	1.8%	5.9%	5.9%	5.8%
营业利润	7567	8027	8388	8834	偿债能力				
营业外收入	67	70	75	78	资产负债率	47.8%	46.1%	43.9%	41.8%
营业外支出	29	20	25	25	流动比率	0.84	0.59	0.70	0.82
利润总额	7605	8077	8438	8887	营运能力				
所得税	388	669	735	822	应收账款周转率	5.37	6.24	5.73	5.73
净利润	7216	7408	7704	8065	存货周转率	28.69	30.33	27.12	27.16
归母净利润	6767	6963	7203	7541	总资产周转率	0.07	0.08	0.09	0.09
每股收益(元)	0.99	1.02	1.06	1.11	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.99	1.02	1.06	1.11
货币资金	8931	3928	6021	8612	每股净资产	7.97	8.47	9.53	10.64
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	1896	2450	2626	2815	PE	11.38	11.06	10.69	10.21
预付款项	78	108	115	124	PB	1.42	1.33	1.18	1.06
存货	367	509	541	583	现金流量表				
流动资产合计	14473	11319	13967	17160	净利润	7216	7408	7704	8065
固定资产	2372	3191	3830	4364	折旧和摊销	2570	2159	2325	2395
在建工程	306	143	94	79	营运资本变动	-670	4	24	90
无形资产	92024	95224	98324	101424	其他	-4678	-3954	-4148	-4277
非流动资产合计	143009	148055	152935	157744	经营活动现金流净额	4438	5617	5905	6274
资产总计	157482	159374	166902	174905	资本开支	-538	-5945	-5945	-5942
短期借款	2745	2945	3145	3345	其他	942	4200	4300	4400
应付票据及应付账款	2240	2913	3100	3336	投资活动现金流净额	405	-1745	-1645	-1542
其他流动负债	12226	13406	13798	14254	股权融资	1805	0	0	0
流动负债合计	17211	19264	20043	20935	债务融资	4027	-3785	-785	-785
其他	58133	54148	53163	52178	其他	-6117	-5097	-1382	-1356
非流动负债合计	58133	54148	53163	52178	筹资活动现金流净额	-285	-8882	-2167	-2141
负债合计	75344	73412	73206	73113	现金及现金等价物净增加额	4565	-5003	2093	2591
股本	6254	6820	6820	6820					
资本公积金	28973	28407	28407	28407					
未分配利润	21898	24233	30386	36826					
少数股东权益	17085	17529	18030	18554					
其他	7928	8972	10053	11184					
所有者权益合计	82138	85962	93696	101792					
负债和所有者权益总计	157482	159374	166902	174905					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048