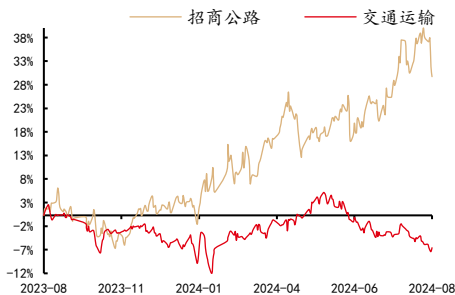


股票投资评级

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)	12.04
总股本/流通股本(亿股)	68.20 / 68.20
总市值/流通市值(亿元)	821 / 821
52周内最高/最低价	13.00 / 9.03
资产负债率(%)	47.8%
市盈率	11.41
第一大股东	招商局集团有限公司

研究所

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

招商公路(001965)

路产收益承压前行，投资收益稳定，业绩保持稳健

● 招商公路披露 2024 年中报

招商公路披露 2024 年中报，上半年公司营业收入 59.8 亿元，同比增长 39.7%，实现归母净利润 27.1 亿元，同比下降 3.6%，其中二季度公司营业收入 29.6 亿元，同比增长 31.3%，实现归母净利润 14.1 亿元，同比下降 3.2%。

● 口径调整导致收入大增，天气及收费期影响路产利润率

上半年我国公路客货运流量整体稳步增长，由于公司并表招商中铁导致合并口径变更，公司公路投资运营板块收入同比大幅增长 54.6%，拉动营收大增，但由于公司路产经营里程长，区域分布广，上半年受恶劣天气频发，政策免费天数增加的影响，公路投资运营板块有所承压，公路投资运营板块毛利率下降 5.15pct 至 42.7%。

● 口径变化导致投资收益小幅下降，利润基本保持稳健

公司参股 16 家 A 股优质公路上市公司，覆盖 A 股四分之三业内公司，上半年公司投资收益 23.5 亿元，同比下降 3.7%，二季度 12.2 亿元，同比下降 2.8%，如剔除招商中铁进表带来的投资收益口径收窄，公司上半年投资收益或有一定增长，凸显公司优异的投资能力。

● 投资建议

招商公路是我国收费高速公路行业的龙头公司，未来将立足长远可持续，奋力打造中国领先的公路投资运营企业。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 68.3 亿元、70.8 亿元、74.1 亿元，同比分别增长 1.0%、3.7%、4.6%。

党的二十届三中全会提出推动收费公路政策优化，明确了按照“受益者付费”原则推动优化相关政策。如后续经营期限限制有所松动，则利好公路行业及公司可持续经营能力，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 68.3 亿元、70.8 亿元、74.1 亿元，同比分别增长 1.0%、3.7%、4.6%，维持公司“增持”评级，继续推荐。

● 风险提示：

宏观经济下滑，车流增长不及预期，投资收益不及预期。

■ 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	12790	13696	14670
增长率 (%)	17.29	31.43	7.08	7.11
EBITDA (百万元)	5268.00	11260.37	11832.94	12249.88
归属母公司净利润 (百万元)	6766.65	6833.88	7084.91	7411.12
增长率 (%)	39.19	0.99	3.67	4.60
EPS (元/股)	0.99	1.00	1.04	1.09
市盈率 (P/E)	12.34	12.22	11.78	11.26
市净率 (P/B)	1.28	1.15	1.05	0.96
EV/EBITDA	21.59	11.83	11.03	10.39

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

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	12790	13696	14670	营业收入	17.3%	31.4%	7.1%	7.1%
营业成本	6135	8057	8560	9203	营业利润	52.4%	3.7%	4.8%	5.2%
税金及附加	65	74	82	88	归属于母公司净利润	39.2%	1.0%	3.7%	4.6%
销售费用	97	122	137	147	获利能力				
管理费用	552	703	753	807	毛利率	37.0%	37.0%	37.5%	37.3%
研发费用	189	243	260	279	净利率	69.5%	53.4%	51.7%	50.5%
财务费用	1068	1208	1238	1153	ROE	10.4%	9.4%	8.9%	8.5%
资产减值损失	-67	-20	-20	-20	ROIC	1.8%	5.8%	5.7%	5.7%
营业利润	7567	7843	8220	8649	偿债能力				
营业外收入	67	70	75	78	资产负债率	47.8%	43.6%	41.6%	39.6%
营业外支出	29	20	25	25	流动比率	0.84	0.76	0.87	1.00
利润总额	7605	7893	8270	8702	营运能力				
所得税	388	623	692	775	应收账款周转率	5.37	6.14	5.73	5.73
净利润	7216	7270	7577	7926	存货周转率	28.69	29.75	26.97	27.03
归母净利润	6767	6834	7085	7411	总资产周转率	0.07	0.08	0.08	0.09
每股收益(元)	0.99	1.00	1.04	1.09	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.99	1.00	1.04	1.09
货币资金	8931	4794	6757	9206	每股净资产	9.54	10.66	11.70	12.79
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	2359	2526	2706	PE	12.34	12.22	11.78	11.26
预付款项	78	105	111	120	PB	1.28	1.15	1.05	0.96
存货	367	492	523	562	现金流量表				
流动资产合计	14473	11919	14412	17434	净利润	7216	7270	7577	7926
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	20	87
无形资产	92024	95224	98324	101424	其他	-4678	-4047	-4148	-4277
非流动资产合计	143009	148097	152977	157787	经营活动现金流净额	4438	5386	5774	6131
资产总计	157482	160016	167389	175221	资本开支	-538	-5945	-5945	-5942
短期借款	2745	2945	3145	3345	其他	942	4172	4300	4400
应付票据及应付账款	2240	2820	2996	3221	投资活动现金流净额	405	-1773	-1645	-1542
其他流动负债	12226	10001	10375	10811	股权融资	1805	5133	0	0
流动负债合计	17211	15766	16516	17377	债务融资	4027	-7015	-785	-785
其他	58133	54051	53066	52081	其他	-6117	-5870	-1382	-1356
非流动负债合计	58133	54051	53066	52081	筹资活动现金流净额	-285	-7752	-2167	-2141
负债合计	75344	69818	69582	69459	现金及现金等价物净增加额	4565	-4137	1963	2448
股本	6254	7387	7387	7387					
资本公积金	28973	32974	32974	32974					
未分配利润	21898	24118	30170	36500					
少数股东权益	17085	17521	18014	18529					
其他	7928	8199	9262	10374					
所有者权益合计	82138	90199	97806	105762					
负债和所有者权益总计	157482	160016	167389	175221					

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