

2025 年 03 月 13 日

投资评级：买入（首次）

证券分析师

孙延
SAC: S1350524050003
sunyan01@huayuanstock.com
王惠武
SAC: S1350524060001
wanghuiwu@huayuanstock.com
曾智星
SAC: S1350524120008
zengzhixing@huayuanstock.com

联系人

张付哲
zhangfuzhe@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据	2025 年 03 月 12 日
收盘价 (元)	12.84
一年内最高/最低 (元)	14.22/10.26
总市值 (百万元)	87,573.13
流通市值 (百万元)	87,573.13
总股本 (百万股)	6,820.34
资产负债率 (%)	45.42
每股净资产 (元/股)	9.44

资料来源：聚源数据

招商公路 (001965.SZ)

——公路运营板块龙头，布局全国公路网络

投资要点：

- **公路运营板块龙头，现金分红收益可观。**招商公路作为招商局控股子公司，聚焦公路投资、深耕公路运营，截至 2024 上半年，投资运营里程超过 1.47 万公里，覆盖了全国 22 个省级区域。公司通过扩大路网规模与运营效率，实现稳健增长，2016-2023 年营业收入以及归母净利润 CAGR 分别为 9.81%和 12.65%。公司高度重视投资者回报，2017-2023 年累积派发现金红利 140.66 亿元，年度平均分红比例达 45.50%。同时公司承诺 2022-2024 年分红比例不得低于当年归母净利润的 55%。
- **以投资的形式方法，构筑全国性公路网络。**公司持续扩大路产规模，公路资产分布广阔，截至 2023 年末，公司参股 26 家公路公司，其中 16 家为 A、H 股上市公司，覆盖沪深 A 股四分之三的业内公司。从收入结构看，甬台温高速与京台高速为控股路网核心资产，2023 年收入贡献分别达 20.35%和 14.77%。从收费年限看，公司平均剩余收费年限为 12.96 年，且超过 80%的路产剩余收费年限时间在 10 年以上，相对年轻的公路资产为车流量增长与收益释放提供了充足的时间。
- **公路产业链业务助力公司转型升级，科技赋能打开成长天花板。**公司以“交通科技+智能交通+交通生态”构建第二曲线，2018-2023 年公路产业链业务营收占比从 29.32%提升至 34.19%，营收占比持续提升，随着智慧交通系统、绿色能源融合等创新场景的规模化落地，叠加政策对交通数字化转型的支持，该业务集群的技术溢价与协同效应或将进一步释放，未来有望成为第二增长曲线。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5795/5665/5878 百万元，同比增速分别为-14.36%/-2.25%/3.77%，当前股价对应的 PE 分别为 15.1x/15.5x/14.9x 倍。我们选取宁沪高速、深高速、皖通高速为可比公司，招商公路作为国内公路运营板块龙头，持续强化路产规模，业绩增长稳健，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**宏观经济波动导致车流量增速不及预期；收费政策调整导致通行费收入不及预期；公司建设投资不及预期。

盈利预测与估值 (人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	8,297	9,731	12,379	12,989	13,649
同比增长率 (%)	-3.81%	17.29%	27.21%	4.92%	5.08%
归母净利润 (百万元)	4,861	6,767	5,795	5,665	5,878
同比增长率 (%)	-2.25%	39.21%	-14.36%	-2.25%	3.77%
每股收益 (元/股)	0.71	0.99	0.85	0.83	0.86
ROE (%)	8.03%	10.40%	8.53%	8.00%	7.97%
市盈率 (P/E)	18.02	12.94	15.11	15.46	14.90

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5795/5665/5878 百万元，增速分别为-14.36%/-2.25%/3.77%，对应的 2024-2026 年 PE 分别为 15.1x/15.5x/14.9x 倍。我们选取宁沪高速、深高速、皖通高速为可比公司，公司作为国内公路运营板块龙头，业绩增长稳健，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

收入：1) 投资运营板块：2024 年公司受并表招商中铁影响，预计同年收入出现上升。2025 年~2026 年，预计随着宏观经济逐步复苏，交通运输需求有所回暖；叠加公司持续扩大路产规模以及京津塘高速改扩建项目预期 2026 年完成，预计收入持续增长。2) 公司公路产业链板块或将延续增长态势，预计该板块收入将持续增长。

成本：公司进一步聚焦主业，优化资产经营，加强精益管理，尽管市场需求存在较大不确定性，我们预计公司未来毛利率仍将持续提升。

费用：公司财务费用率受并表招商中铁以及京津塘高速改扩建影响出现上升；其他费用率方面，随着公司持续推进费用节降，预计费用率将较为稳定。

投资逻辑要点

招商公路作为国内公路投资运营平台龙头，随着公司持续完善路网布局，强化路产规模，提升投资运营效率，公司业绩有望进一步提升，带来分红能力的持续增长。

核心风险提示

宏观经济波动导致车流量增速不及预期；收费政策调整导致通行费收入不及预期；公司建设投资不及预期

内容目录

1. 公路运营板块龙头，现金分红收益可观	5
1.1. 招商集团控股子公司，全国性公路网络	5
1.2. 以公路业务为核心，积极拓展上下游产业链	6
2. 收费公路：通过战略性投资，实现全国性公路资源的布局与整合	9
3. 公路产业链业务：积极助力公司转型升级，未来有望成为第二增长曲线	11
4. 盈利预测与评级	14
4.1. 盈利预测	14
4.2. 评级	14
5. 风险提示	16

图表目录

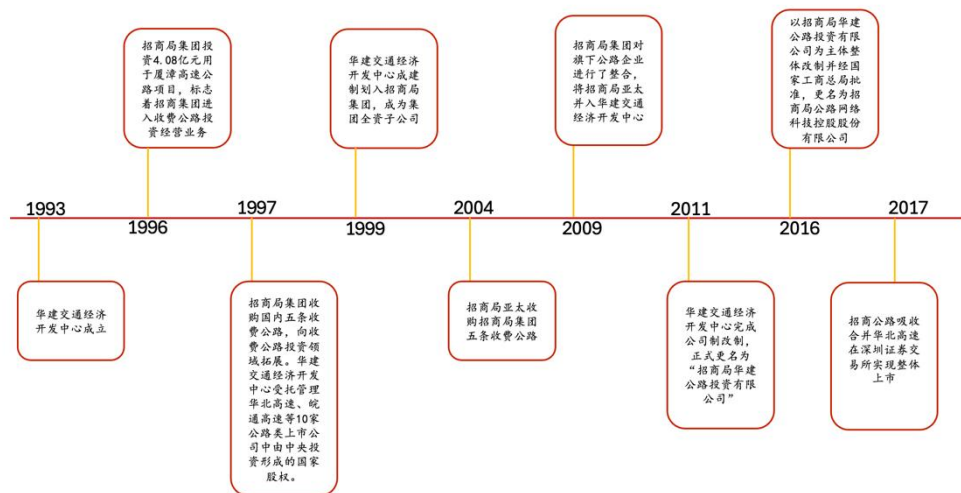
图表 1: 招商公路历史沿革	5
图表 2: 招商公路股权结构 (截至 2024 年三季度)	6
图表 3: 招商公路业务结构	6
图表 4: 2024H1 营业收入构成图 (%)	6
图表 5: 2016 年~2024Q3 营业收入 (百万元) 及同比变化 (%)	7
图表 6: 2016 年~2024Q3 公司归母净利润 (百万元) 及同比变化 (%)	7
图表 7: 2016 年~2024Q3 公司总资产 (百万元) 及同比变化 (%)	7
图表 8: 2018 年~2024H1 公司各板块毛利润 (百万元)	8
图表 9: 2018 年~2024H1 公司各板块毛利率 (%)	8
图表 10: 2024H1 营业利润构成图 (百万元)	8
图表 11: 2017 年~2023 年公司现金分红总额 (百万元) 及股利支付率 (%)	9
图表 12: 2017 年~2023 年公司每股股利 (元) 及股息率 (%)	9
图表 13: 公司控股路产情况 (2023 年)	10
图表 14: 公司参股公路公司情况	11
图表 15: 交通科技业务一览	12
图表 16: 2021 年~2023 年招商交科交通科技板块营业收入 (百万元) 结构	12
图表 17: 智能交通业务一览	13
图表 18: 2018 年~2024H1 公路产业链业务营收情况 (百万元)	14
图表 19: 2018 年~2024H1 公路产业链业务营收占比情况 (%)	14
图表 20: 招商公路关键财务项目预测	14
图表 21: 可比公司估值表	15

1. 公路运营板块龙头，现金分红收益可观

1.1. 招商集团控股子公司，全国性公路网络

全国性路产布局，参股多家上市公司。招商公路前身为 1993 年 12 月 18 日成立的华建交通经济开发中心（华建中心），系交通部批准设立的中央级国有企业，负责管理经营性收费公路的中央投资。1999 年华建中心建制划归招商局集团，成为其全资子公司，并于 2009 年整合招商局亚太有限公司实现公路业务初步整合；2016 年完成股份制改造并更名为招商局公路网络科技控股股份有限公司，2017 年通过吸收合并华北高速在深交所上市。截至 2024 年 6 月，公司运营公路总里程超 1.47 万公里，覆盖全国 22 个省级区域，并参股 16 家公路上市公司，形成“投资+运营+科技”一体化公路产业平台。

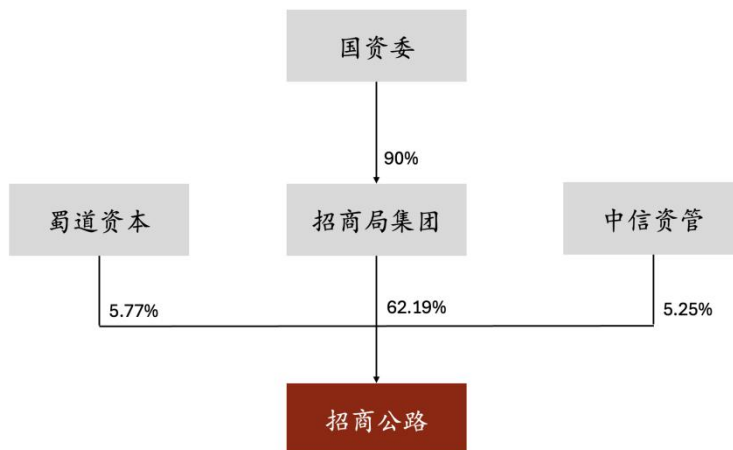
图表 1：招商公路历史沿革



资料来源：公司官网、华源证券研究所

招商局二级企业，重点投资运营公路板块。招商公路实际控制人为央企招商局集团，截至 2024 年三季度，招商集团持有 62.19% 的股权，而招商集团实际控制人为国资委，招商集团业务经营范围涉及水陆客货运输、海上救助、工业制造、水陆建筑工程及海上石油开发工程的承包、金融、旅游、房地产等。

图表 2：招商公路股权结构（截至 2024 年三季度）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

1.2. 以公路业务为核心，积极拓展上下游产业链

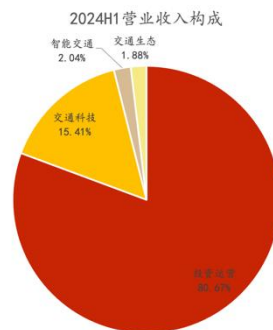
围绕核心公路业务，实现多元化业务布局。公司聚焦公路投资、深耕公路运营，业务经营范围涵盖高速公路投资运营、交通科技、智能交通以及交通生态等，覆盖了公路全产业链各个重要环节。1) **投资运营板块为核心主业**，2024 年上半年营业收入占比达 80.67%，公司通过经营与投资优质高速公路赚取通行费收入。2) **交通科技板块**依托招商交科，提供交通基建全周期技术咨询与工程服务，2024 年上半年营收占比达 15.41%。3) **智能交通板块** 2024 年上半年营收占比达 2.04%，公司通过结合现代化信息技术、大数据应用与传统产业，提升高速出行效率，优化服务体验，构筑智能化管养平台，业务涉及智慧收费、智慧安全、智慧城市、交通广播、电子发票、ETC 综合服务等。4) **交通生态板块** 2024 年上半年营收占比为 1.88%，该业务专注于实现交通行业低碳化转型，业务涵盖绿色清洁能源、光伏、水生态修复、土壤修复、生态景观等。

图表 3：招商公路业务结构



资料来源：公司官网、华源证券研究所

图表 4：2024H1 营业收入构成图（%）

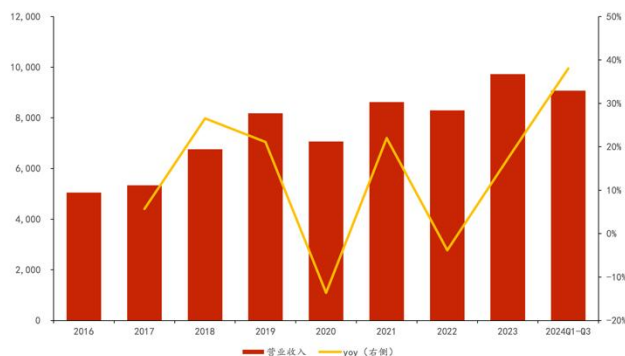


资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

招商公路自上市以来持续强化路网规模与运营效率，实现营收、利润的稳健增长。

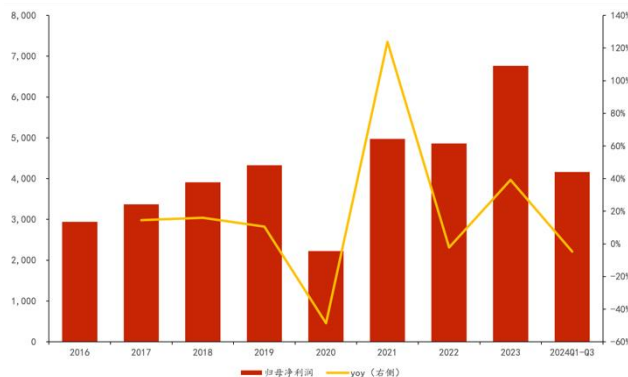
2016-2023 年，公司营业收入复合增长率（CAGR）达 9.81%，归母净利润 CAGR 为 12.65%。2024 年 Q1-Q3，得益于并购招商中铁带来的路网资产并表效应，公司营收同比大幅增长 38.04%至 90.77 亿元。公司延续外延式扩张策略，2024 年前三季度总资产同比扩张 33.56%至 1589.74 亿元，归母净利润同比下降 4.63%至 41.60 亿元，主要受极端天气导致车流量波动、节假日免费通行天数增加等短期因素拖累，叠加新并购资产的整合成本影响。

图表 5：2016 年~2024Q3 营业收入（百万元）及同比变化（%）



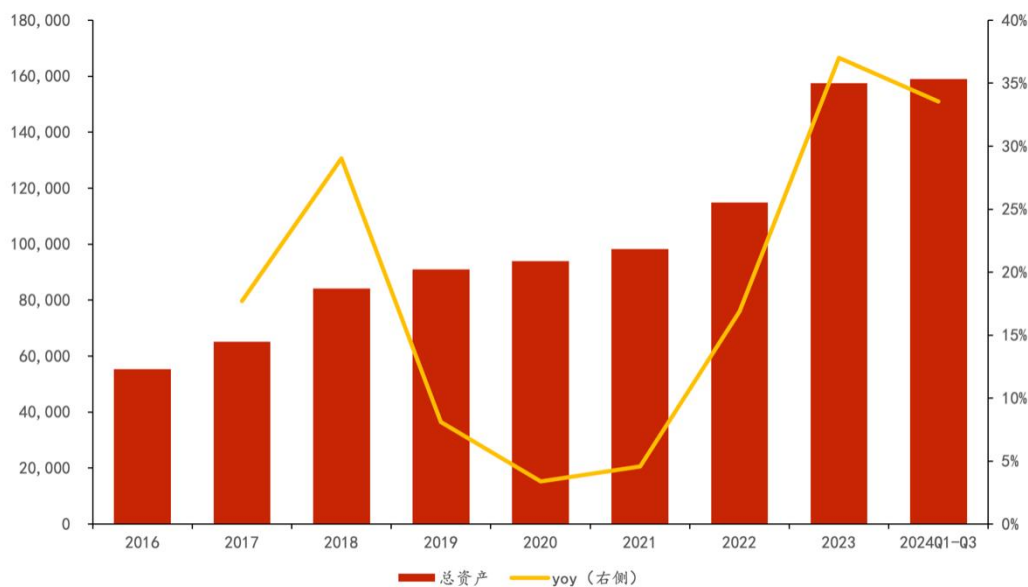
资料来源：公司公告、同花顺 iFinD、华源证券研究所

图表 6：2016 年~2024Q3 公司归母净利润（百万元）及同比变化（%）



资料来源：公司公告、同花顺 iFinD、华源证券研究所

图表 7：2016 年~2024Q3 公司总资产（百万元）及同比变化（%）

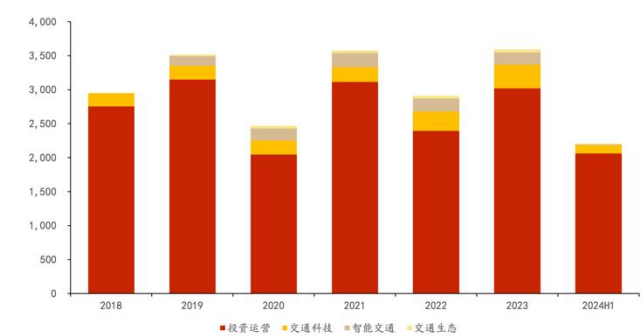


资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

“投资+运营”双轮驱动，2024 年 H1 投资收益占营业利润比例约为 72.26%。投资运营板块为公司核心主业，2024 年上半年实现营业收入 48.27 亿元，贡献毛利润 20.61 亿元，毛利率达 42.7%。该业务历史毛利率长期稳定在 50%区间，2024 年 H1 的下滑与新并购资产并表后的阶段性调整有关。交通科技板块以 9.22 亿元营收创造 13.08%毛利率，毛利润占比 5.46%，主要承担产业链协同功能；智慧交通与交通生态业务合计营收仅 2.35 亿元，毛利率

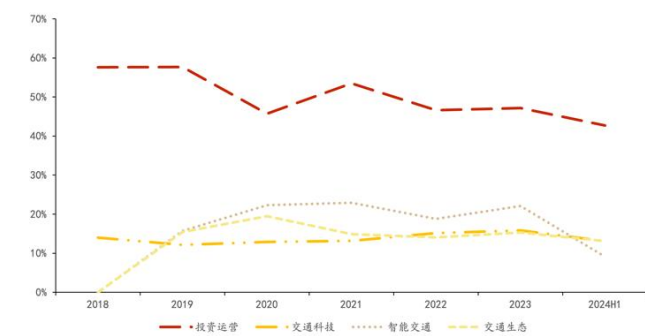
分别为 9%和 13%，现阶段以培育绿色转型与数字化能力为主。2024 年 H1 公司参股公路公司 30 家，覆盖 16 家上市公司，投资收益占公司营业利润比重较大，占比约为 72.26%。

图表 8：2018 年~2024H1 公司各板块毛利润（百万元）



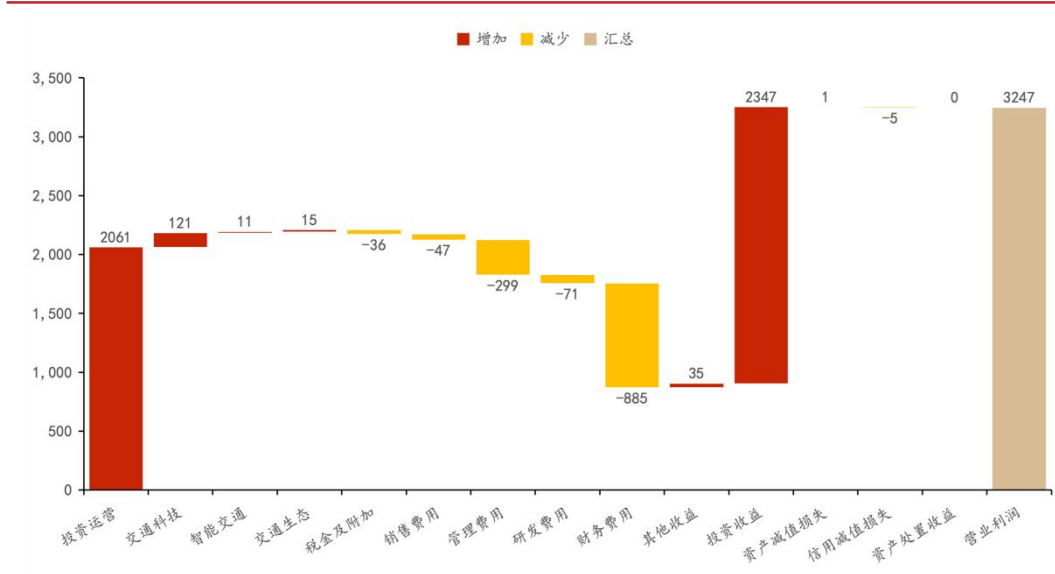
资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

图表 9：2018 年~2024H1 公司各板块毛利率（%）



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

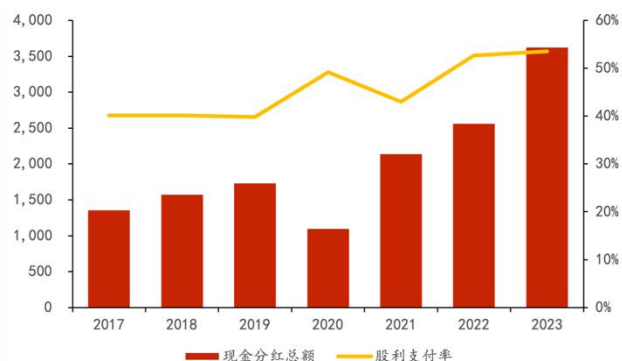
图表 10：2024H1 营业利润构成图（百万元）



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

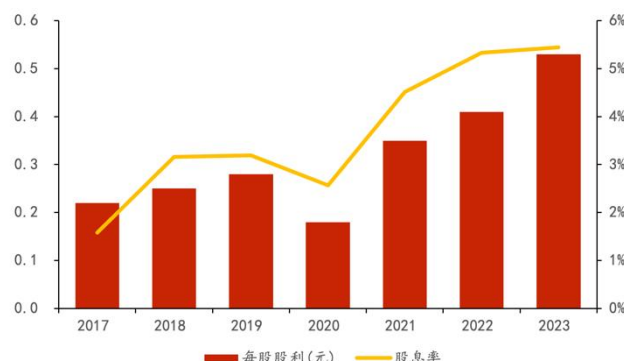
重视投资者回报，7 年平均现金分红比例达 45.50%。公司在兼顾业绩稳健成长与高质量可持续发展的同时，十分重视对投资者的回报；2023 年 4 月 2 日，公司发布公告关于 2022 至 2024 期间股东回报规划，该公告承诺三年现金分红比例不低于当年归母净利润的 55%。在 2017 年至 2023 年期间，公司累计派发现金红利 140.66 亿元，年度平均分红比例达 45.50%。

图表 11：2017 年~2023 年公司现金分红总额（百万元）及股利支付率（%）



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

图表 12：2017 年~2023 年公司每股股利（元）及股息率（%）



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

2. 收费公路：通过战略性投资，实现全国性公路资源的布局与整合

持续扩大路产规模，公路资产分布广泛。公司采用现金、股票、可转债等方式收购了浙江甬台温、宁波北仑港、江西九瑞、广西桂阳、广西桂兴、广西华通、鄂东大桥等优质资产，并于 2018 年成功收购沪渝高速、渝黔高速、成渝高速（重庆）、亳阜高速项目；2022 年，公司增资控股廊坊高速，实现控股经营京台高速；2023 年，公司并表招商中铁，完成路劲高速收购协议签署。截至 2023 年末，公司参股 26 家公路公司，其中 16 家为 A、H 股上市公司。

截至 2023 年末，公司控股路段平均剩余收费年限为 12.96 年，且超 80%路产到期时间分布在 10 年以上，收费周期优势为其车流量增长与收益释放提供了充足的时间窗口。从收入结构看，甬台温高速与京台高速为控股路网核心资产，2023 年通行费收入贡献分别达 20.35% 和 14.77%；车流量分布则呈现多点支撑特征，京台高速车流量占总车流量的 14.94%、北仑港高速车流量占总车流量的 12.21%、甬台温高速车流量占总车流量的 11.57%，以上三个高速构成日均车流量前三强，反映路产区位优势与区域经济活跃度的协同效应。

图表 13：公司控股路产情况（2023 年）

序号	路段名称	位置	公司权益	收费里程(km)	收费到期年限	收入（万元）	日均车流量（辆）
1	京津塘高速	京津冀地区	100%	137.64	2029	55526.00	29554.00
2	甬台温高速	浙江	51%	138.83	2030	124030.00	38200.00
3	北仑港高速	浙江	100%	49.02	2027	41784.00	40323.00
4	九瑞高速	江西	100%	53.22	2040	24469.00	16855.00
5	桂兴高速	广西	100%	53.4	2042	33135.00	21203.00
6	桂阳高速	广西	100%	67	2037	32353.00	18946.00
7	阳平高速	广西	100%	39.66	2037	21144.00	17028.00
8	灵三高速	广西	100%	47	2038	9338.00	9381.00
9	鄂东大桥	湖北	54.61%	16.89	2040	34459.00	27201.00
10	渝黔高速	重庆	60%	90.42	2037	40638.00	17000.00
11	沪渝高速	重庆	60%	84.3	2043	53420.00	19815.00
12	毫阜高速	安徽	100%	101.3	2036	44619.00	14536.00
13	机场高速	贵州	60%	13.69	2027	4510.00	10814.00
14	京台高速	河北	52.25%	146.5	2046	89979.00	49344.00
招商中铁（从 2023 年 12 月 31 日起并表）			51%	908.31			
15	其中：岑兴高速	广西	66%	148	2038		
16	岑梧高速	广西	83%	67	2036		
17	全兴高速	广西	66%	62.48	2038		
18	富砚高速	云南	90%	141.22	2038		
19	垫忠高速	重庆	80%	75.19	2035		
20	绵遂高速	四川	100%	96.97	2040		
21	平正高速	河南	100%	52.13	2037		
22	德商高速	山东	100%	85.33	2033		
23	榆神高速	陕西	100%	107.81	2041		
24	神佳米高速	陕西	100%	72.18	2046		

资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 14：公司参股公路公司情况

公司名称	股票代码	持股比例	总市值（百万元）	权益对应市值（百万元）	24H1 营业收入（百万元）	24H1 归母净利润（百万元）
越秀交通	1052.HK	10.50%	5850.98	614.35	1826.88	313.94
宁沪高速	600377.SH	11.69%	65057.96	7605.28	9959.93	2748.47
五洲交通	600368.SH	13.86%	6808.84	943.70	789.66	353.23
现代投资	000900.SZ	8.04%	6238.27	501.56	3332.89	257.50
山西高速	000755.SZ	9.59%	6925.70	664.18	759.98	237.15
皖通高速	600012.SH	24.37%	23198.50	5653.48	3052.97	809.87
深高速	600548.SH	4.18%	21280.89	889.54	3756.89	773.86
沪杭甬高速	0576.HK	6.07%	32242.00	1957.09	8367.60	2680.01
四川成渝	601107.SH	21.73%	13097.05	2845.99	5368.42	698.10
福建高速	600033.SH	17.75%	9989.62	1773.16	1476.77	531.12
山东高速	600350.SH	16.15%	47210.75	7624.54	12136.63	1632.31
中原高速	600020.SH	15.43%	9056.91	1397.48	2743.77	615.85
龙江交通	601188.SH	16.52%	4381.88	723.89	228.03	76.45
吉林高速	601518.SH	14.04%	5028.87	706.05	539.39	244.13
楚天高速	600035.SH	16.32%	6778.59	1106.27	1803.40	442.83
扬子大桥	非上市	21.64%				
广靖锡澄	非上市	15.00%				
上三高速	非上市	18.38%				
宁靖盐	非上市	10.51%				
成渝高速	非上市	49.00%				
乍嘉苏	非上市	45%				
诸永高速	非上市	35.00%				
三明邵三	非上市	14.45%				
越秀平临	非上市	45.00%				
昆玉高速	非上市	50%				
浙江之江	非上市	50%				

资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所，注：持股比例取自 2025 年 2 月 26 日同花顺 iFinD 股权结构图，总市值取自 2025 年 3 月 12 日，1 港币=0.9316 元，营业收入与归母净利润均来自 2024 半年报

3. 公路产业链业务：积极助力公司转型升级，未来有望成为第二增长曲线

三大核心板块构筑公路产业链业务。公司公路产业链业务划分为三大核心板块：交通科技、智能交通和交通生态。交通科技板块专注于提供涵盖咨询、设计与施工的全方位工程技术服务。智能交通板块致力于通过数字化与智能化技术提升高速公路服务体验，推动行业转型升级。交通生态板块聚焦清洁能源在高速公路场景的应用，助力交通领域的绿色可持续发展。

1) 交通科技：全产业链服务能力构筑技术壁垒。公司的交通科技业务由旗下招商交科负责，该公司成立于 1965 年，持有各级各类从业资质 40 余项，其中包含甲级资质 11 项，一级施工资质 5 项；主营业务涉及科研开发、勘察设计的、试验检测、咨询监理、工程施工、产品制造、信息服务、设计施工总承包、建设项目管理等，形成覆盖“科研-设计-施工-运维”的全周期服务能力。

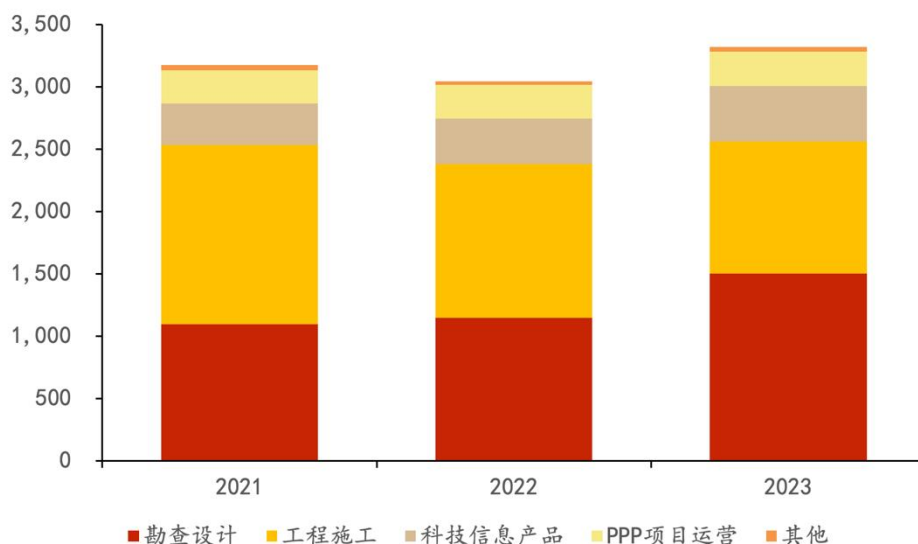
图表 15：交通科技业务一览



资料来源：公司公告、华源证券研究所

2023 年招商交科交通科技板块实现营业收入 33.21 亿元，业务结构拆分来看：1）咨询类业务（勘察设计、咨询监理等）贡献 15.02 亿元，占比 45.24%；2）工程类业务（工程施工、总承包）营收 10.59 亿元，占比 31.89%；3）科技信息与 PPP 运营等新兴板块合计营收 7.60 亿元，占比 22.87%。

图表 16：2021 年~2023 年招商交科交通科技板块营业收入（百万元）结构

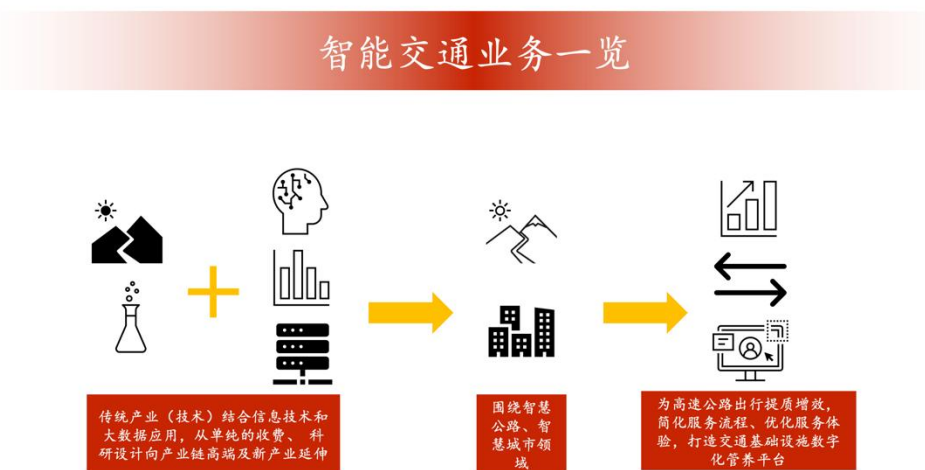


资料来源：公司公告、华源证券研究所

2）智能交通：数字化转型驱动高速增长。公司以“智慧运营+车路协同”为核心，打造全国性竞争力，通过结合信息技术与大数据应用，推出智能交通业务，业务已覆盖全国 29 个省、自治区、直辖市。公司科研基础实力强大，旗下招商新智及其子公司招商华软和招商智

广拥有多项软著及专利，建成全国首条跨省市自动驾驶货运通道（京津塘高速），还形成了覆盖智慧运营、智慧收费等领域完备的产品、服务体系。

图表 17：智能交通业务一览

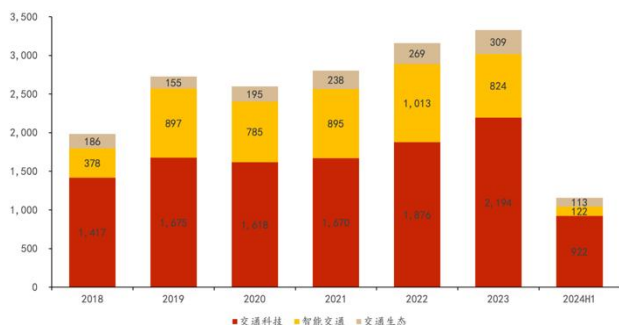


资料来源：公司公告、华源证券研究所

3) 交通生态：绿色科技赋能可持续发展。公司交通生态业务主要由公司旗下华祺投资运营，该公司作为光储充一体化投资运营公司，建立了多场景开发、设计、建设、运维及退出规范制度。依托高速公路服务区、收费站等零散土地资源，投建分布式光伏项目，构建清洁能源一体化服务体系。同时，在港口、物流园等大交通场景推广清洁能源解决方案和微电网技术，助力能源转型。

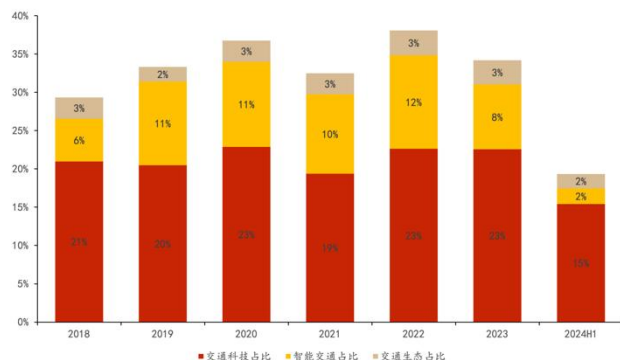
营收占比持续提升，公路产业链业务有望成为第二增长曲线。交通科技、智能交通与交通生态业务在过去几年中呈现出稳健增长的态势，2018至2023年营收CAGR分别为9.14%、16.85%以及10.62%，合计营业收入占比从2018年的29.32%上升至2023年的34.19%；随着智慧交通系统、绿色能源融合等创新场景的规模化落地，叠加政策对交通数字化转型的支持，该业务集群的技术溢价与协同效应或将进一步释放，公路产业链业务在营业收入部分重要性或将逐步提升，未来有望成为第二增长曲线。

图表 18：2018 年~2024H1 公路产业链业务营收情况（百万元）



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

图表 19：2018 年~2024H1 公路产业链业务营收占比情况（%）



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测

收入：1）投资运营板块：2024 年公司受并表招商中铁影响，预计同年收入出现上升。2025 年~2026 年，预计随着宏观经济逐步复苏，交通运输需求有所回暖；叠加公司持续扩大路产规模以及京津塘高速改扩建项目预期 2026 年完成，预计收入持续增长。2）公司公路产业链板块或将延续增长态势，预计该板块收入将持续增长。

成本：公司进一步聚焦主业，优化资产经营，加强精益管理，尽管市场需求存在较大不确定性，我们预计公司未来毛利率仍将持续提升。

费用：公司财务费用率受并表招商中铁以及京津塘高速改扩建影响出现上升；其他费用率方面，随着公司持续推进费用节降，预计费用率将较为稳定。

图表 20：招商公路关键财务项目预测

百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	8626.03	8297.09	9731.36	12379.14	12988.81	13649.19
yoy	22.03%	-3.81%	17.29%	27.21%	4.92%	5.08%
营业成本	5050.93	5388.47	6134.77	7784.58	8020.40	8410.82
yoy	9.78%	6.68%	13.85%	26.89%	3.03%	4.87%
毛利率	41.45%	35.06%	36.96%	37.12%	38.25%	38.38%
销售费用率	0.82%	0.92%	1.00%	0.70%	0.70%	0.70%
管理费用率	5.88%	6.27%	5.67%	5.00%	5.00%	5.00%
财务费用率	9.22%	10.94%	10.98%	14.19%	15.32%	16.04%
研发费用率	2.13%	2.36%	1.94%	1.20%	1.20%	1.20%

资料来源：公司公告、华源证券研究所

4.2. 评级

公司作为招商局二级企业，拥有全国性路网，随着公司持续完善公路网络，提升公司投资运营效率，公司资产规模有望进一步提升，带来收入及盈利能力的持续增长。我们预计公司 2024~2026 年归母净利润分别为 5795/5665/5878 百万元，当前股价对应的 PE 分别为 15.1x/15.5x/14.9x 倍，参考宁沪高速、深高速、皖通高速可比公司估值，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 21：可比公司估值表

股票代码	公司简称	市值（百万元）	EPS（元/股）			PE		
			24E	25E	26E	24E	25E	26E
600377.SH	宁沪高速	65057.96	0.9	0.97	1.03	15.92	14.86	14.08
600548.SH	深高速	21280.89	0.82	0.97	1.03	14.07	11.95	11.26
600012.SH	皖通高速	23198.50	0.96	1.07	1.15	16.67	14.97	13.92
平均值						15.55	13.93	13.09

资料来源：同花顺 iFinD，华源证券研究所

注：可比公司均采用同花顺 iFinD 一致预期，估值日期 2025 年 3 月 12 日

5. 风险提示

- 1) 宏观经济波动导致车流量增速不及预期，如果经济波动，需求疲软导致车流量下滑，公司收入有可能低于预期；
- 2) 收费政策调整导致通行费收入不及预期，如果未来出现通行费率减免政策，高速公路通行费收入下滑，公司收入有可能低于预期；
- 3) 公司建设投资不及预期，如果公司公路建设与投资不及预期，将暂缓产能释放，公司收入有可能低于预期。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	8,931	6,190	6,494	6,825
应收票据及账款	4,161	5,233	5,491	5,770
预付账款	78	127	133	140
其他应收款	840	1,315	1,379	1,450
存货	367	417	429	450
其他流动资产	95	1,599	1,678	1,763
流动资产总计	14,473	14,879	15,604	16,397
长期股权投资	46,222	50,337	54,699	59,279
固定资产	2,547	3,921	6,745	10,912
在建工程	306	3,558	5,122	5,020
无形资产	92,024	88,391	84,813	81,232
长期待摊费用	891	594	297	0
其他非流动资产	1,019	2,232	2,245	2,255
非流动资产合计	143,009	149,032	153,921	158,698
资产总计	157,482	163,911	169,525	175,095
短期借款	2,745	15,322	27,096	38,640
应付票据及账款	2,240	2,966	3,055	3,204
其他流动负债	12,226	11,734	12,131	12,726
流动负债合计	17,211	30,022	42,282	54,571
长期借款	50,629	40,831	30,846	20,662
其他非流动负债	7,504	7,504	7,504	7,504
非流动负债合计	58,133	48,335	38,350	28,166
负债合计	75,344	78,357	80,632	82,737
股本	6,254	6,820	6,820	6,820
资本公积	28,973	28,407	28,407	28,407
留存收益	29,826	32,739	35,587	38,542
归属母公司权益	65,053	67,967	70,814	73,769
少数股东权益	17,085	17,587	18,079	18,588
股东权益合计	82,138	85,554	88,893	92,358
负债和股东权益合计	157,482	163,911	169,525	175,095

现金流量表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	7,216	1,696	1,785	1,805
折旧与摊销	2,570	4,409	4,633	4,963
财务费用	1,068	1,757	1,990	2,189
投资损失	-5,988	-4,728	-4,484	-4,709
营运资金变动	-670	-2,914	67	282
其他经营现金流	242	3,691	4,605	4,829
经营性现金净流量	4,438	3,911	8,596	9,359
投资性现金净流量	405	-4,794	-5,272	-5,277
筹资性现金净流量	-285	-1,859	-3,019	-3,752
现金流量净额	4,565	-2,742	305	330

利润表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,731	12,379	12,989	13,649
营业成本	6,135	7,785	8,020	8,411
税金及附加	65	87	91	96
销售费用	97	87	91	96
管理费用	552	619	649	682
研发费用	189	149	156	164
财务费用	1,068	1,757	1,990	2,189
资产减值损失	-67	-60	-60	-60
信用减值损失	-48	-50	-50	-50
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	5,988	4,728	4,484	4,709
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	1	1	1
其他收益	67	69	69	69
营业利润	7,567	6,585	6,436	6,680
营业外收入	67	65	65	65
营业外支出	29	13	13	13
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	7,605	6,637	6,487	6,732
所得税	388	339	331	344
净利润	7,216	6,298	6,156	6,388
少数股东损益	449	502	491	510
归属母公司股东净利润	6,767	5,795	5,665	5,878
EPS(元)	0.99	0.85	0.83	0.86

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	17.29%	27.21%	4.92%	5.08%
营业利润增长率	52.39%	-12.98%	-2.27%	3.80%
归母净利润增长率	39.21%	-14.36%	-2.25%	3.77%
经营现金流增长率	14.43%	-11.87%	119.78%	8.89%
盈利能力				
毛利率	36.96%	37.12%	38.25%	38.38%
净利率	74.15%	50.87%	47.40%	46.80%
ROE	10.40%	8.53%	8.00%	7.97%
ROA	4.30%	3.54%	3.34%	3.36%
估值倍数				
P/E	12.94	15.11	15.46	14.90
P/S	9.00	7.07	6.74	6.42
P/B	1.48	1.41	1.35	1.29
股息率	4.14%	3.29%	3.22%	3.34%
EV/EBITDA	11	13	12	12

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。