

招商公路 (001965.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

业绩有所承压 分红比例维持稳定

业绩简评

2025年4月2日，招商公路发布2024年年度报告。2024年公司实现营业收入127.1亿元，同比上升30.6%；实现归母净利润53.22亿元，同比下降21.34%。其中Q4公司实现营业收入36.34亿元，同比上升15.15%；实现归母净利润11.62亿元，同比下降51.67%。

经营分析

并表招商中铁，公司营收大幅增长。受2023年底并表招商中铁影响，2024年营业收入、经营活动净现金流同比增长；受本年资产优化盘活收益同比上年下降，减值损失增加，以及恶劣天气、免费通行天数增加的影响，归母净利润同比下降。公路主业方面，招商公路控股路段车流量1.59亿架次，同比下降2%；通行费收入为94.5亿元，同比下降2.8%（为保证可比性加入招商中铁）。

毛利率同比下滑，费用率同比增加。2024年公司实现毛利率34.1%，同比下滑2.9pct。费用率方面，2024年公司期间费用率为20.92%，同比增长1.33pct，其中销售费用率为0.63%，同比下降0.37pct；管理费用率为5.29%，同比下降0.38pct；研发费用率为1.47%，同比下降0.47pct；财务费用率为13.53%，同比增长2.55pct，主要由于并表招商中铁。公司投资收益同比下降16.5%。2024年公司归母净利率为41.87%，同比下滑27.66pct，主要或由于公司增资招商中铁2%股权形成并表，营收增长，但其利润并没有增加。

主业投资持续发展，分红比例为53.44%。2024年，公司公路投资运营主业持续发展。1)落地路劲中国资产包项目并实现管理平稳过渡，增加公司投资经营里程276公里。2)之江控股产业平台收购湖南永蓝高速剩余40%股权。3)公司积极推进存量项目改扩建。甬台温高速南段改扩建已完成内部立项，正在进一步论证。桂兴全兴改扩建、招商中铁德商高速改扩建与政府沟通等前期工作正在持续推进。同时积极跟进参股企业改扩建投资，完成广靖锡澄改扩建项目增资工作，完成乍嘉苏高速、诸永高速改扩建相关协议签署。公司拟派发每股股利0.42元，分红比例为53.44%，公司分红比例连续3年在50%以上。

盈利预测、估值与评级

考虑到公司主业持续发展，调整公司2025-2026年归母净利润预测为57.3亿元、62.5亿元（原67.8亿元、72.9亿元），新增2027年预测67.3亿元。维持“买入”评级。

风险提示

改扩建进度不及预期、高速收费政策变化、投资收益缩减风险、REITs发行不及预期风险。

交通运输组

分析师：郑树明（执业S1130521040001）

zhengshuming@gjzq.com.cn

联系人：霍泽嘉

huozejia@gjzq.com.cn

市价（人民币）：13.41元

相关报告：

- 《招商公路公司点评：招商中铁并表影响 Q3 营收大幅增长》，2024.10.31
- 《招商公路公司点评：营收大幅增长 毫阜 REITs 已获批复》，2024.8.30
- 《招商公路公司点评：业绩增长超预期 分红创历史新高》，2024.4.3



公司基本情况（人民币）

| 项目 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 9,731 | 12,711 | 13,525 | 14,325 | 15,176 |
| 营业收入增长率 | 17.29% | 30.62% | 6.40% | 5.91% | 5.95% |
| 归母净利润(百万元) | 6,767 | 5,322 | 5,728 | 6,254 | 6,726 |
| 归母净利润增长率 | 39.21% | -21.35% | 7.63% | 9.17% | 7.55% |
| 摊薄每股收益(元) | 1.082 | 0.780 | 0.840 | 0.917 | 0.986 |
| 每股经营性现金流净额 | 0.71 | 1.04 | 0.74 | 0.79 | 0.79 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 10.40% | 7.47% | 7.68% | 8.08% | 8.36% |
| P/E | 9.03 | 17.88 | 11.86 | 10.86 | 10.10 |
| P/B | 0.94 | 1.34 | 0.91 | 0.88 | 0.84 |

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 主营业务收入 | 8,297 | 9,731 | 12,711 | 13,525 | 14,325 | 15,176 | | | | | | | |
| 增长率 | 17.3% | 30.6% | 6.4% | 5.9% | 5.9% | | 货币资金 | 4,375 | 8,931 | 9,250 | 6,874 | 7,183 | 8,560 |
| 主营业务成本 | -5,388 | -6,135 | -8,378 | -8,915 | -9,363 | -9,932 | 应收款项 | 2,470 | 2,757 | 2,844 | 4,282 | 4,535 | 4,805 |
| %销售收入 | 64.9% | 63.0% | 65.9% | 65.9% | 65.4% | 65.4% | 存货 | 311 | 367 | 339 | 437 | 459 | 487 |
| 毛利 | 2,909 | 3,597 | 4,333 | 4,610 | 4,962 | 5,244 | 其他流动资产 | 4,924 | 2,417 | 2,571 | 6,298 | 6,491 | 6,697 |
| %销售收入 | 35.1% | 37.0% | 34.1% | 34.1% | 34.6% | 34.6% | 流动资产 | 12,080 | 14,473 | 15,003 | 17,892 | 18,668 | 20,549 |
| 营业税金及附加 | -51 | -65 | -80 | -68 | -69 | -71 | %总资产 | 10.5% | 9.2% | 9.4% | 10.9% | 11.2% | 12.1% |
| %销售收入 | 0.6% | 0.7% | 0.6% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 长期投资 | 47,316 | 46,958 | 54,326 | 57,326 | 57,326 | 57,326 |
| 销售费用 | -77 | -97 | -80 | -99 | -89 | -94 | 固定资产 | 2,632 | 2,678 | 2,786 | 2,718 | 2,823 | 3,345 |
| %销售收入 | 0.9% | 1.0% | 0.6% | 0.7% | 0.6% | 0.6% | %总资产 | 2.3% | 1.7% | 1.8% | 1.6% | 1.7% | 2.0% |
| 管理费用 | -520 | -552 | -672 | -717 | -759 | -804 | 无形资产 | 52,529 | 92,950 | 86,014 | 86,558 | 87,090 | 88,605 |
| %销售收入 | 6.3% | 5.7% | 5.3% | 5.3% | 5.3% | 5.3% | 非流动资产 | 102,850 | 143,009 | 144,166 | 146,981 | 147,622 | 149,653 |
| 研发费用 | -196 | -189 | -187 | -216 | -201 | -212 | %总资产 | 89.5% | 90.8% | 90.6% | 89.1% | 88.8% | 87.9% |
| %销售收入 | 2.4% | 1.9% | 1.5% | 1.6% | 1.4% | 1.4% | 资产总计 | 114,930 | 157,482 | 159,169 | 164,873 | 166,290 | 170,202 |
| 息税前利润(EBIT) | 2,065 | 2,694 | 3,313 | 3,511 | 3,845 | 4,062 | 短期借款 | 2,785 | 10,933 | 9,568 | 7,949 | 4,372 | 3,355 |
| %销售收入 | 24.9% | 27.7% | 26.1% | 26.0% | 26.8% | 26.8% | 应付款项 | 4,274 | 4,321 | 4,340 | 6,831 | 6,953 | 6,937 |
| 财务费用 | -908 | -1,068 | -1,720 | -1,899 | -1,999 | -1,948 | 其他流动负债 | 2,666 | 1,957 | 2,322 | 3,863 | 4,017 | 4,010 |
| %销售收入 | 10.9% | 11.0% | 13.5% | 14.0% | 14.0% | 12.8% | 流动负债 | 9,724 | 17,211 | 16,231 | 18,642 | 15,342 | 14,302 |
| 资产减值损失 | -82 | -115 | -308 | -15 | -21 | -84 | 长期贷款 | 19,051 | 38,636 | 38,349 | 38,649 | 38,949 | 39,249 |
| 公允价值变动收益 | 55 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 18,489 | 19,497 | 15,808 | 14,795 | 15,766 | 16,746 |
| 投资收益 | 3,463 | 5,988 | 4,998 | 5,000 | 5,250 | 5,513 | 负债 | 47,264 | 75,344 | 70,388 | 72,086 | 70,057 | 70,298 |
| %税前利润 | 61.7% | 78.7% | 77.9% | 74.3% | 72.8% | 71.8% | 普通股股东权益 | 60,535 | 65,053 | 71,229 | 74,613 | 77,427 | 80,454 |
| 营业利润 | 4,966 | 7,567 | 6,382 | 6,682 | 7,160 | 7,628 | 其中：股本 | 6,178 | 6,254 | 6,820 | 6,827 | 6,827 | 6,827 |
| 营业利润率 | 59.8% | 77.8% | 50.2% | 49.4% | 50.0% | 50.3% | 未分配利润 | 18,301 | 21,898 | 22,859 | 25,437 | 28,251 | 31,277 |
| 营业外收支 | 647 | 38 | 36 | 50 | 50 | 50 | 少数股东权益 | 7,131 | 17,085 | 17,553 | 18,173 | 18,805 | 19,450 |
| 税前利润 | 5,613 | 7,605 | 6,418 | 6,732 | 7,210 | 7,678 | 负债股东权益合计 | 114,930 | 157,482 | 159,169 | 164,873 | 166,290 | 170,202 |
| 利润率 | 67.6% | 78.1% | 50.5% | 49.8% | 50.3% | 50.6% | | | | | | | |
| 所得税 | -361 | -388 | -482 | -384 | -324 | -307 | | | | | | | |
| 所得税率 | 6.4% | 5.1% | 7.5% | 5.7% | 4.5% | 4.0% | | | | | | | |
| 净利润 | 5,252 | 7,216 | 5,936 | 6,348 | 6,886 | 7,371 | | | | | | | |
| 净利润率 | 58.6% | 69.5% | 41.9% | 42.4% | 43.7% | 44.3% | | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 比率分析 | | | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 经营活动现金净流 | 3,878 | 4,438 | 7,121 | 5,035 | 5,387 | 5,394 | 每股指标 | | | | | | |
| 资本开支 | -693 | -538 | -1,238 | -4,506 | -2,436 | -3,981 | 每股收益 | 0.787 | 1.082 | 0.780 | 0.840 | 0.917 | 0.986 |
| 投资 | -5,645 | -2,214 | -3,671 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产 | 9.798 | 10.402 | 10.444 | 10.940 | 11.352 | 11.796 |
| 其他 | 2,148 | 3,157 | 3,221 | 2,000 | 5,250 | 5,513 | 每股经营现金净流 | 0.628 | 0.710 | 1.044 | 0.737 | 0.789 | 0.790 |
| 投资活动现金净流 | -4,189 | 405 | -1,688 | -2,506 | 2,814 | 1,532 | 每股股利 | 0.177 | 0.346 | 0.414 | 0.461 | 0.504 | 0.542 |
| 股权募资 | 3,550 | 1,805 | 0 | 844 | 0 | 0 | 回报率 | | | | | | |
| 债权募资 | 2,301 | 4,027 | 876 | -449 | -2,277 | 283 | 净资产收益率 | 8.03% | 10.40% | 7.47% | 7.68% | 8.08% | 8.36% |
| 其他 | -7,580 | -6,117 | -6,039 | -5,253 | -5,583 | -5,810 | 总资产收益率 | 4.23% | 4.30% | 3.34% | 3.47% | 3.76% | 3.95% |
| 筹资活动现金净流 | -1,729 | -285 | -5,163 | -4,858 | -7,860 | -5,527 | 投入资本收益率 | 1.81% | 1.71% | 2.03% | 2.15% | 2.37% | 2.45% |
| 现金净流量 | -2,016 | 4,565 | 286 | -2,330 | 340 | 1,399 | 增长率 | | | | | | |
| | | | | | | | 主营业务收入增长率 | -3.81% | 17.29% | 30.62% | 6.40% | 5.91% | 5.95% |
| | | | | | | | EBIT增长率 | -25.31% | 30.46% | 22.97% | 5.95% | 9.51% | 5.66% |
| | | | | | | | 净利润增长率 | -2.25% | 39.21% | -21.35% | 7.63% | 9.17% | 7.55% |
| | | | | | | | 总资产增长率 | 16.89% | 37.02% | 1.07% | 3.58% | 0.86% | 2.35% |
| | | | | | | | 资产管理能力 | | | | | | |
| | | | | | | | 应收账款周转天数 | 69.6 | 68.0 | 51.5 | 69.0 | 69.0 | 69.0 |
| | | | | | | | 存货周转天数 | 17.9 | 20.2 | 15.4 | 17.9 | 17.9 | 17.9 |
| | | | | | | | 应付账款周转天数 | 128.3 | 122.4 | 97.5 | 128.0 | 128.0 | 120.0 |
| | | | | | | | 固定资产周转天数 | 50.2 | 89.0 | 65.4 | 51.9 | 48.4 | 57.9 |
| | | | | | | | 偿债能力 | | | | | | |
| | | | | | | | 净负债/股东权益 | 45.80% | 63.87% | 54.25% | 54.67% | 50.02% | 47.09% |
| | | | | | | | EBIT利息保障倍数 | 2.3 | 2.5 | 1.9 | 1.8 | 1.9 | 2.1 |
| | | | | | | | 资产负债率 | 41.12% | 47.84% | 44.22% | 43.72% | 42.13% | 41.30% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0 | 4 | 4 | 8 | 29 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1 | 2023-09-11 | 买入 | 9.96 | 12.92~12.92 |
| 2 | 2023-10-31 | 买入 | 9.32 | N/A |
| 3 | 2023-11-19 | 买入 | 9.26 | N/A |
| 4 | 2024-04-03 | 买入 | 11.29 | N/A |
| 5 | 2024-08-30 | 买入 | 12.24 | N/A |
| 6 | 2024-10-31 | 买入 | 11.92 | N/A |

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-15%；

中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806