

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

招商公路(001965)

投资评级 买入

上次评级 买入

匡培钦 交运行业首席分析师

执业编号: S1500524070004

邮箱: kuangpeiqin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

招商公路(001965.SZ)点评: 多因素影响 24年业绩承压, 扣非利润下降4.66%

2025年04月07日

事件: 招商公路发布2024年报: 2024年公司实现营业收入127.11亿元, 同比+30.62%, 实现归母净利润53.22亿元, 同比-21.35%, 实现扣非归母净利润48.58亿元, 同比-4.66%。其中, 24Q4公司实现营业收入36.34亿元, 同比+15.15%, 实现归母净利润11.62亿元, 同比-51.67%, 实现扣非归母净利润7.25亿元, 同比-0.01%。

点评:

➤ 投资运营板块: 受并表招商中铁影响, 投资运营板块收入高增

投资运营板块: 2024年实现收入96.86亿元, 同比+52.85%, 占营收的76.20%, 毛利约40.56亿元, 同比+35.48%, 板块毛利率约41.87%, 同比-5.37pct。收入高增主要系2023年底并表招商中铁影响, 毛利率下降主要系2024年恶劣天气、免费通行天数增加双重影响。2024年公司车流量15,920万架次, 通行费收入94.5亿元, 若剔除毫阜高速出表影响, 分别同比-2.0%和-2.8%。截至2024年12月底, 公司投资经营的总里程达14,785公里, 所投资的路网覆盖全22个省、自治区和直辖市。

➤ 其他板块: 智能交通板块承压, 拖累24年业绩表现

1) 交通科技板块: 2024年实现收入21.69亿元, 同比-1.15%, 占营收的17.06%, 毛利约2.32亿元, 同比-33.10%, 板块毛利率约10.72%, 同比-5.12pct。**2) 智能交通板块:** 2024年实现收入4.37亿元, 同比-46.97%, 占营收的3.44%, 毛利约-0.48亿元, 2023年约1.82亿元, 板块毛利率约-10.96%, 同比-33.09pct, 收入下降叠加成本刚性, 毛利下降2.30亿元, 拖累24年业绩表现。**3) 交通生态板块:** 2024年实现收入4.19亿元, 同比+11.49%, 占营收的3.30%, 毛利约0.93亿元, 同比+26.60%, 板块毛利率约21.11%, 同比+2.64pct。

➤ 并表导致费用增长拖累整体业绩, 投资收益同比下降9.9亿元

2024年公司毛利率约34.09%, 同比-2.87pct。费用端来看, 2024年公司期间费用合计约26.60亿元, 同比+39.59%, 其中, 管理费用和财务费用分别同比+21.87%和+61.03%, 主要系并表招商中铁影响。投资收益端来看, 2024年公司实现投资收益约49.98亿元, 同比-16.53%, 较23年下降9.90亿元, 主要系招商中铁并表影响。毫阜高速于2024年10月21日出表, 并于2024年11月21日在深交所发行招商公路REIT, 处置安徽毫阜100.00%股权产生处置收益人民币5.69亿元。

➤ 主业投资聚焦, 各项目平稳过渡

2024年公司各项目稳步推进, 路劲中国资产包项目落地并实现管理平稳过渡, 增加投资经营里程276公里; 之江控股产业平台收购湖南永蓝高速剩余40%股权; 甬台温高速南段改扩建完成内部立项; 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持续推进; 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等。

➤ **2024 年分红率约 53.44%，公司分红率连续三年高于 50%**

2024 年，公司拟每 10 股派发现金股利 4.17 元，共分配现金股利金额 28.44 亿元，分红率约 53.44%。根据公司《未来三年（2022 年—2024 年）股东回报规划》，承诺每年拟以现金方式分配的利润不低于当年归母净利润扣减对永续债等其他权益工具持有者（如有）分配后的利润的 55%。

➤ **公路运营龙头平台，看好路产主业及产业链业务发展**

公司是具备强 α 的公路运营龙头平台，我们持续看好两大成长性：1）路产主业方面，公司相对同行维持更为积极的优质标的资产外延收购节奏，且自身既有路产相对同行较为年轻，因此有望贡献可观业绩增长；2）公路产业链业务方面，公司发力布局智慧交通及交通科技业务，具备较为广阔的业务对外输出空间。

➤ **盈利预测与投资评级：**

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 58.86 亿元、63.11 亿元、66.46 亿元，对应 PE 分别为 15.0 倍、14.0 倍、13.3 倍。我们认为公司作为行业央企龙头运营管理能力卓越，且延续高分红力度，维持“买入”评级。

➤ **风险因素：外延收购不及预期；车流量增长不及预期；公路费率政策波动。**

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	9,731	12,711	12,874	13,560	14,254
增长率 YoY %	17.3%	30.6%	1.3%	5.3%	5.1%
归属母公司净利润(百万元)	6,767	5,322	5,886	6,311	6,646
增长率 YoY%	39.2%	-21.3%	10.6%	7.2%	5.3%
毛利率%	37.0%	34.1%	35.1%	35.2%	35.3%
净资产收益率 ROE%	10.4%	7.5%	8.0%	8.2%	8.3%
EPS(摊薄)(元)	0.99	0.78	0.86	0.93	0.97
市盈率 P/E(倍)	13.03	16.57	14.98	13.97	13.27
市净率 P/B(倍)	1.36	1.24	1.19	1.15	1.10

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 4 月 3 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	14,473	15,003	12,797	12,046	11,360
货币资金	8,931	9,250	6,998	5,961	4,987
应收票据	36	15	15	16	17
应收账款	1,860	1,725	1,707	1,760	1,814
预付账款	78	65	65	68	72
存货	367	339	338	355	373
其他	3,200	3,610	3,675	3,885	4,097
非流动资产	143,009	144,166	150,080	156,610	163,742
长期股权投资	46,222	53,281	60,608	68,498	76,969
固定资产	2,372	2,278	2,285	2,347	2,430
无形资产	92,024	85,354	83,954	82,554	81,154
其他	2,391	3,254	3,233	3,211	3,189
资产总计	157,482	159,169	162,877	168,656	175,102
流动负债	17,211	16,231	16,145	16,388	16,636
短期借款	2,745	2,443	2,343	2,243	2,143
应付票据	100	182	182	191	201
应付账款	2,139	2,337	2,330	2,451	2,574
其他	12,226	11,268	11,290	11,502	11,718
非流动负债	58,133	54,157	54,667	56,677	59,187
长期借款	38,636	38,349	40,349	41,349	42,349
其他	19,497	15,808	14,318	15,328	16,838
负债合计	75,344	70,388	70,812	73,065	75,823
少数股东权益	17,085	17,553	18,177	18,812	19,460
归属母公司股东权益	65,053	71,229	73,888	76,778	79,819
负债和股东权益	157,482	159,169	162,877	168,656	175,102

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	9,731	12,711	12,874	13,560	14,254
同比(%)	17.3%	30.6%	1.3%	5.3%	5.1%
归属母公司净利润	6,767	5,322	5,886	6,311	6,646
同比(%)	39.2%	-21.3%	10.6%	7.2%	5.3%
毛利率(%)	37.0%	34.1%	35.1%	35.2%	35.3%
ROE%	10.4%	7.5%	8.0%	8.2%	8.3%
EPS(摊薄)(元)	0.99	0.78	0.86	0.93	0.97
P/E	13.03	16.57	14.98	13.97	13.27
P/B	1.36	1.24	1.19	1.15	1.10
EV/EBITDA	21.59	18.88	13.08	12.65	12.28

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	9,731	12,711	12,874	13,560	14,254
营业成本	6,135	8,378	8,353	8,787	9,227
营业税金及附加	65	80	81	85	89
销售费用	97	80	90	95	100
管理费用	552	672	682	719	755
研发费用	189	187	189	199	210
财务费用	1,068	1,720	1,322	1,341	1,426
减值损失合计	-67	-191	-50	-50	-50
投资净收益	5,988	4,998	4,813	5,060	5,297
其他	20	-18	50	55	60
营业利润	7,567	6,382	6,970	7,399	7,753
营业外收支	38	36	30	30	30
利润总额	7,605	6,418	7,000	7,429	7,783
所得税	388	482	490	483	490
净利润	7,216	5,936	6,510	6,946	7,293
少数股东损益	449	614	624	635	647
归属母公司净利润	6,767	5,322	5,886	6,311	6,646
EBITDA	5,268	7,597	10,639	11,233	11,851
EPS(当年)(元)	1.06	0.77	0.86	0.93	0.97

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4,438	7,121	5,463	5,874	6,233
净利润	7,216	5,936	6,510	6,946	7,293
折旧摊销	2,570	4,316	2,317	2,463	2,642
财务费用	1,307	1,840	1,461	1,446	1,515
投资损失	-5,988	-5,988	-4,998	-4,813	-5,060
营运资金变动	-670	986	-72	18	20
其它	3	-959	60	60	60
投资活动现金流	405	-1,688	-3,388	-3,904	-4,447
资本支出	-538	-1,238	-900	-1,100	-1,300
长期投资	-2,214	-3,671	-2,688	-3,054	-3,447
其他	3,157	3,221	200	250	300
筹资活动现金流	-285	-5,163	-4,344	-3,007	-2,760
吸收投资	1,805	0	-56	0	0
借款	20,989	-589	1,900	900	900
支付利息或股息	-4,287	-6,323	-4,698	-4,917	-5,170
现金流净额	4,565	286	-2,252	-1,037	-974



研究团队简介

匡培钦，现任信达证券交运首席分析师，上海交通大学本硕，先后就职于申万研究所及浙商研究所担任交运首席分析师，专注于交通运输物流行业的产业链研究，深耕快递、物流、公路、铁路、港口、航空、海运等大交通领域，曾担任多家省交投外部评审委员及央视财经外部评论员，2021年/2022年新财富入围，2022年金牌分析师交运行业第一名，2022年金麒麟新锐分析师第一名。

黄安，现任信达证券交运分析师，香港中文大学金融学硕士，先后就职于长城证券研究所、浙商证券研究所，2023年加入信达，主要负责海运、港口、危化品运输等行业的研究。

陈依晗，现任信达证券交运研究员，对外经贸大学硕士，曾就职于浙商证券研究所，2023年加入信达，主要负责航空、机场等行业的研究。

秦梦鸽，现任信达证券交运分析师，上海财经大学硕士，曾就职于浙商证券研究所，2024年加入信达，主要负责快递、物流、公路等行业的研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。