

2025 年 04 月 08 日

招商公路 (001965.SZ)

投资评级：买入（维持）

——业绩短期承压，招商中铁并表营收大幅增长

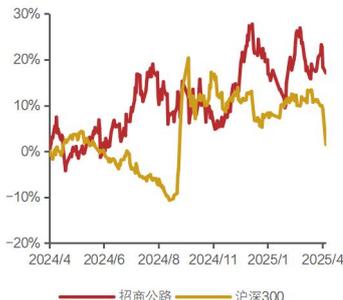
证券分析师

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 04 月 07 日

收盘价 (元)	12.79
一年内最高/最低 (元)	14.22/10.63
总市值 (百万元)	87,232.12
流通市值 (百万元)	87,232.12
总股本 (百万股)	6,820.34
资产负债率 (%)	44.22
每股净资产 (元/股)	9.66

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **事件：**招商公路发布 2024 年全年业绩公告，实现收入约 127.11 亿元，同比+30.62%，归母净利润约 53.22 亿元，同比-21.35%；其中，2024 年 Q4 收入 36.34 亿元，同比+15.15%，归母净利润约 11.62 亿元，同比-51.67%；每股收益为 0.7681 元/股，每股股利为 0.417 元，分红比例为 53.44%。
- **并表招商中铁驱动通行费收入与车流量增长。**公司 2024 年通行费收入为 94.5 亿元，同比+55.17%，车流量为 15920 万架次，同比+32.09%，主因为并表招商中铁影响。2024 年，公司控股路段如剔除毫阜高速出表影响，同口径车流量和通行费收入分别同比下滑 2.0%和 2.8%。
- **毛利率小幅承压，费用率受并表影响有所增长。**2024 年公司实现毛利率 34.09%，同比-2.87pct，其中 Q4 毛利率为 24.41%，同比-7.09pct，毛利率下滑主要原因为资产优化盘活收益同比上年下降，叠加恶劣天气、免费通行天数增加等因素影响。费用率方面，公司期间费用率为 20.92%，同比+1.34pct，主要受并表招商中铁影响，其中销售费用率为 0.63%，同比-0.37pct，管理费用率为 5.29%，同比-0.38pct，研发费用率为 1.47%，同比-0.47pct，财务费用率为 13.53%，同比+2.56pct。
- **延续外延式扩张策略，积极推进改扩建项目。**2024 年公司聚焦主业，顺利完成路劲资产包管理过渡，新增 276 公里运营里程；合营公司浙江之江收购湖南永蓝高速剩余 40%股权；甬台温高速南段改扩建已完成内部立项，桂兴全兴改扩建、招商中铁德商高速改扩建的前期工程在稳步推进中；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。
- **盈利预测与评级：**公司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。我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 5735、6186、6704 百万元，对应 PE 分别为 15.2/14.1/13.0x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 宏观经济波动导致车流量增速不及预期；2) 收费政策调整导致通行费收入不及预期；3) 公司建设投资不及预期。

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	9,731	12,711	12,895	13,230	13,600
同比增长率 (%)	17.29%	30.62%	1.45%	2.59%	2.80%
归母净利润 (百万元)	6,767	5,322	5,735	6,186	6,704
同比增长率 (%)	39.21%	-21.35%	7.75%	7.87%	8.37%
每股收益 (元/股)	0.99	0.78	0.84	0.91	0.98
ROE (%)	10.40%	7.47%	7.65%	7.84%	8.05%
市盈率 (P/E)	12.89	16.39	15.21	14.10	13.01

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	9,250	7,057	5,998	4,915
应收票据及账款	4,256	5,181	5,315	5,464
预付账款	65	111	114	117
其他应收款	1,003	1,034	1,061	1,091
存货	339	446	451	454
其他流动资产	91	1,620	1,662	1,709
流动资产总计	15,003	15,451	14,602	13,751
长期股权投资	53,281	57,917	62,785	67,897
固定资产	2,442	2,225	2,036	1,872
在建工程	508	523	479	394
无形资产	85,354	83,405	83,022	84,153
长期待摊费用	651	326	0	0
其他非流动资产	1,931	5,384	7,078	7,104
非流动资产合计	144,166	149,780	155,400	161,421
资产总计	159,169	165,231	170,002	175,172
短期借款	2,443	2,143	1,843	1,643
应付票据及账款	2,520	2,964	2,994	3,015
其他流动负债	11,268	12,596	12,758	12,895
流动负债合计	16,231	17,703	17,595	17,553
长期借款	47,999	48,199	48,399	48,599
其他非流动负债	6,158	6,158	6,158	6,158
非流动负债合计	54,157	54,357	54,557	54,757
负债合计	70,388	72,060	72,152	72,310
股本	6,820	6,820	6,820	6,820
资本公积	33,686	33,686	33,686	33,686
留存收益	30,722	34,427	38,423	42,754
归属母公司权益	71,229	74,933	78,930	83,260
少数股东权益	17,553	18,237	18,920	19,602
股东权益合计	88,782	93,171	97,850	102,862
负债和股东权益合计	159,169	165,231	170,002	175,172

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	5,936	1,429	1,636	1,896
折旧与摊销	4,316	4,294	4,409	4,251
财务费用	1,720	1,533	1,532	1,531
投资损失	-4,998	-5,261	-5,524	-5,800
营运资金变动	985	-867	-19	-73
其他经营现金流	-839	5,274	5,648	5,925
经营性现金净流量	7,121	6,402	7,682	7,730
投资性现金净流量	-1,688	-4,931	-4,920	-4,908
筹资性现金净流量	-5,163	-3,664	-3,822	-3,904
现金流量净额	286	-2,192	-1,060	-1,082

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	12,711	12,895	13,230	13,600
营业成本	8,378	8,475	8,560	8,620
税金及附加	80	81	83	85
销售费用	80	82	84	86
管理费用	672	682	700	719
研发费用	187	190	195	200
财务费用	1,720	1,533	1,532	1,531
资产减值损失	-191	-191	-191	-191
信用减值损失	-117	-117	-117	-117
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	4,998	5,261	5,524	5,800
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	10	10	10	10
其他收益	89	89	89	89
营业利润	6,382	6,904	7,391	7,949
营业外收入	62	62	62	62
营业外支出	27	27	27	27
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	6,418	6,940	7,427	7,985
所得税	482	521	558	600
净利润	5,936	6,419	6,869	7,385
少数股东损益	614	684	683	681
归属母公司股东净利润	5,322	5,735	6,186	6,704
EPS(元)	0.78	0.84	0.91	0.98

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	30.62%	1.45%	2.59%	2.80%
营业利润增长率	-15.66%	8.18%	7.05%	7.55%
归母净利润增长率	-21.35%	7.75%	7.87%	8.37%
经营现金流增长率	60.46%	-10.09%	19.99%	0.62%
盈利能力				
毛利率	34.09%	34.28%	35.30%	36.62%
净利率	46.70%	49.78%	51.92%	54.30%
ROE	7.47%	7.65%	7.84%	8.05%
ROA	3.34%	3.47%	3.64%	3.83%
ROIC	5.33%	5.64%	5.78%	5.95%
估值倍数				
P/E	16.39	15.21	14.10	13.01
P/S	6.86	6.76	6.59	6.41
P/B	1.32	1.25	1.19	1.12
股息率	0.00%	2.33%	2.51%	2.72%
EV/EBITDA	13	12	12	11

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）。