



公司评级 买入（维持）

报告日期 2025年04月09日

### 基础数据

04月08日收盘价(元)	13.38
总市值(亿元)	912.56
总股本(亿股)	68.20

来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 相关研究

【兴证交运】招商公路2024年季报点评: 通行费同比承压, 积极回购回报投资人-2024.11.12

### 分析师: 陈尔冬

S0190524080005  
chenerdong@xyzq.com.cn

### 分析师: 王凯

S0190521090002  
wangkai21@xyzq.com.cn

### 分析师: 张晓云

S0190514070002  
zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

## 招商公路(001965.SZ)

# 并表招商中铁、路劲资产包落地, 未来可期

### 投资要点:

**事件:** 招商公路发布 2024 年年报: 2024 年公司实现营业收入 127.11 亿元, 同比增长 30.62% (调整后); 实现归母净利润 53.22 亿元, 同比下降 21.35% (调整后), 基本 EPS 为 0.7681 元, 同比下降 27.22% (调整后) (同时受到可转债转股的影响); 实现扣非归母净利润 48.58 亿元, 同比下降 4.66% (调整后), 非经常性损益主要来自处置安徽毫阜 100% 股权产生的处置收益人民币 5.69 亿元。公司以 2024 年 3 月 31 日公司总股本 68.20 亿股为基数拟每十股派息 4.17 元 (含税), 分红率为 53.44%, 对应 4 月 7 日收盘价 12.79 元, 股息率为 3.26%。

### 点评:

- 公司是中国投资经营里程最长、覆盖区域最广的公路运营商, 投资运营是公司最主要的业务板块, 以高速公路运营为主。2024 年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。截至 2024 年底, 公司投资经营的总里程达 14,785 公里, 所投资的路网覆盖全国 22 个省、自治区和直辖市; 管控路产 26 条, 总里程 2008 公里, 管控项目分布在 15 个省、自治区和直辖市。

2024 年公司实现营业收入 127.11 亿元, 同比增长 30.62% (调整后)。投资运营板块是公司最重要的板块, 2024 年实现收入 96.86 亿元, 同比增长 52.85%, 占总营业收入的 76.20%; 其中, 通行费收入 94.50 亿元, 占总营收的 74.35%, 剔除毫阜高速出表影响, 同口径同比下降 2.8% (毫阜高速于 24 年 10 月 21 日出表, 通行费收入同比减少约 1.1 亿元)。毛利率方面, 2024 年投资运营板块实现毛利润 40.56 亿元, 同比增长 34.06%; 毛利率为 41.87%, 同比下降 5.37pcts。

鉴于京津塘高速公路收费经营权即将到期, 公司开展了京津塘高速公路改扩建工程项目。项目于 2023 年正式开工, 预计建设期 3 年, 总投资约为 173.45 亿元, 其中, 项目资本金为 34.69 亿元, 占项目投资总额的 20%; 剩余投资金额约为 138.76 亿元, 拟采用银行贷款方式。2024 年项目进度为 7.29%, 未达到计划进度和预计收益, 原因是项目建设阶段, 未进入运营期。2024 年改扩建项目投入 8.59 亿元, 未来改扩建通车后, 为公司可持续发展提供支撑。

- **风险提示:** 宏观经济下行导致车流量下降, 新公路线路通车分流、铁路竞争分流, 行业受到收费政策变化影响, 科技板块不确定性, 再投资风险等。

### 主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	12711	12893	13189	13469
同比增长	30.6%	1.4%	2.3%	2.1%
归母净利润 (百万元)	5322	5739	6026	6312
同比增长	-21.3%	7.8%	5.0%	4.7%
毛利率	34.1%	35.1%	35.7%	36.9%
ROE	7.5%	7.8%	7.9%	7.9%
每股收益 (元)	0.78	0.84	0.88	0.93
市盈率	16.4	15.2	14.5	13.8

数据来源: 携宁, 兴业证券经济与金融研究院整理  
注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

- **公司发展多元化业务，2024 年出现一定波动：**除投资运营板块外，公司积极探索其他多元业务板块，主要包括 1) 交通科技领域，依托招商交科院，培育形成了科研开发、勘察设计、试验检测、工程施工等主营业务类型。2024 年该板块实现营业收入 21.69 亿元，同比下降 1.15%。2) 智能交通领域，主要包括招商新智以及招商交建等公司，已拓展至智慧收费、智慧运营等大数据应用领域。2024 年实现营业收入 4.37 亿元，同比下降 46.97%。3) 交通生态领域，主要运营主体为招商局生态环保科技公司，专门从事生态修复、生态景观、绿色建筑等业务。2024 年实现营业收入 4.19 亿元，同比增长 11.49%。
- **受并表招商中铁影响，公司期间费用上升：**受并表招商中铁的影响，2024 年公司发生财务费用 17.20 亿元，同比增加 6.52 亿元；发生管理费用 6.72 亿元，同比增加 1.21 亿元。
- **减值损失小幅拖累业绩：**2024 年，公司资产减值损失和信用减值损失分别同比增加 1.91 亿元、1.17 亿元，主要来自创新板块的减值，小幅拖累 24 年业绩。
- **投资收益是公司盈利最重要的组成部分，主要以参股其他高速公路公司股权为主。**2024 年公司实现投资收益 49.98 亿元，同比下降 16.53%，占利润总额的 77.87%。公司参股 16 家优质公路上市公司，覆盖沪深 A 股四分之三的业内公司，2024 年公司对联营企业和合营企业的投资收益为 43.74 亿元，与去年基本持平，此项同时受到并表招商中铁（2024 年起不再计入投资收益）、路劲资产包落地的影响：2023 年 11 月 17 日，公司收购路劲公司，标的公司包含河北保津高速公路、湖南长益高速公路、山西龙城高速公路与安徽马巢高速公路 4 条优质路产的部分权益，2024 年 4 月 22 日，公司按买卖协议约定完成相应对价的支付，2024 年资产包收益已计入公司长期股权投资收益。

此外，投资收益还受到非经常性收益同比下滑的影响：（1）2023 年 12 月，招商中铁成为公司合并报表的控股子公司，贡献 2023 年 16.46 亿元资产增值收益；（2）2024 年公司处置毫阜高速 100.00% 股权，产生处置收益人民币 5.69 亿元的影响，以上合计对投资收益的贡献同比减少约 10.77 亿元。

- **股份回购增强投资者信心，稳定公司价值：**2024 年 10 月，公司公告拟使用自有资金或自筹资金以集中竞价交易方式回购公司已发行的部分人民币普通股，此次回购的股份将全部予以注销并相应减少公司注册资本。回购资金总额不低于人民币 3.10 亿元（含本数）且不超过人民币 6.18 亿元（含本数）。在回购股份价格不超过人民币 18.10 元/股的前提下，按回购金额上限测算，预计回购股份数量约为 0.34 亿股，约占公司当前总股本的 0.50%，按回购金

额下限测算，预计回购股份数量约为 0.17 亿股，约占公司当前总股本的 0.25%。

- **投资策略与盈利预测：**招商公路资产优质，业绩兼具稳健性及成长性，具有行业 ETF 属性，有更强的抗风险能力；公司治理优秀，期权激励计划有效激励管理层努力做强业绩；公司注重股东回报、开展股权回购，积极向头部公司的分红水平看齐。我们调整盈利预测，预计 2025-2027 年公司将实现归母净利润 57.39、60.26、63.12 亿元，对应 2025 年 4 月 7 日收盘价，PE 为 15.2X、14.5X、13.8X，PB 为 1.2X、1.1X、1.1X。假设维持 55% 分红，扣除永续债利息后，股息率为 3.44%、3.78%、4.00%。维持“买入”评级。

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>15003</b>	<b>21543</b>	<b>26624</b>	<b>31860</b>
货币资金	9250	14330	19432	24528
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1740	2953	3033	3093
预付款项	65	149	149	149
存货	339	514	519	521
其他	3610	3597	3491	3569
<b>非流动资产</b>	<b>144166</b>	<b>144774</b>	<b>145211</b>	<b>145772</b>
长期股权投资	53281	53281	53281	53281
固定资产	2278	2757	3078	3263
在建工程	508	637	754	1128
无形资产	85354	85354	85354	85354
商誉	0	0	0	0
其他	2746	2745	2746	2746
<b>资产总计</b>	<b>159169</b>	<b>166317</b>	<b>171836</b>	<b>177632</b>
<b>流动负债</b>	<b>16231</b>	<b>17073</b>	<b>17081</b>	<b>17201</b>
短期借款	2443	2543	2643	2743
应付票据及应付账款	2520	3090	3152	3149
其他	11268	11440	11286	11308
<b>非流动负债</b>	<b>54157</b>	<b>57167</b>	<b>59177</b>	<b>61187</b>
长期借款	38349	39349	40349	41349
其他	15808	17818	18828	19838
<b>负债合计</b>	<b>70388</b>	<b>74240</b>	<b>76258</b>	<b>78388</b>
股本	6820	6820	6820	6820
未分配利润	22859	24687	26589	28581
少数股东权益	17553	18215	18910	19638
<b>股东权益合计</b>	<b>88782</b>	<b>92077</b>	<b>95578</b>	<b>99244</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>159169</b>	<b>166317</b>	<b>171836</b>	<b>177632</b>

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	5322	5739	6026	6312
折旧和摊销	4316	792	963	1140
营运资金的变动	986	-717	-72	-120
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>7121</b>	<b>2844</b>	<b>3918</b>	<b>4245</b>
资本支出	-1238	-1400	-1400	-1700
长期投资	-3671	0	0	0
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-1688</b>	<b>4062</b>	<b>4195</b>	<b>4079</b>
债权融资	876	3110	2110	2110
股权融资	0	0	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-5163</b>	<b>-1842</b>	<b>-3012</b>	<b>-3228</b>
现金净变动	286	5081	5101	5096

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**利润表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>12711</b>	<b>12893</b>	<b>13189</b>	<b>13469</b>
营业成本	8378	8362	8479	8496
税金及附加	80	82	84	85
销售费用	80	124	127	129
管理费用	672	768	772	797
研发费用	187	250	256	261
财务费用	1720	1829	1902	1965
投资收益	4998	5461	5595	5779
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-117	0	0	0
资产减值损失	-191	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>6382</b>	<b>7011</b>	<b>7237</b>	<b>7587</b>
营业外收支	36	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>6418</b>	<b>7011</b>	<b>7237</b>	<b>7587</b>
所得税	482	610	516	548
净利润	5936	6401	6721	7040
少数股东损益	614	662	695	728
<b>归属母公司净利润</b>	<b>5322</b>	<b>5739</b>	<b>6026</b>	<b>6312</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>0.78</b>	<b>0.84</b>	<b>0.88</b>	<b>0.93</b>

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长性</b>				
营业总收入增长率	30.6%	1.4%	2.3%	2.1%
营业利润增长率	-15.7%	9.9%	3.2%	4.8%
归母净利润增长率	-21.3%	7.8%	5.0%	4.7%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	34.1%	35.1%	35.7%	36.9%
归母净利率	41.9%	44.5%	45.7%	46.9%
ROE	7.5%	7.8%	7.9%	7.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	44.2%	44.6%	44.4%	44.1%
流动比率	0.92	1.26	1.56	1.85
速动比率	0.75	1.09	1.39	1.69
<b>营运能力</b>				
资产周转率	8.0%	7.9%	7.8%	7.7%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.78	0.84	0.88	0.93
每股经营现金	1.04	0.42	0.57	0.62
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	16.4	15.2	14.5	13.8
PB	1.2	1.2	1.1	1.1

### 分析师声明

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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将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、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>