

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 主业投资持续发展

业绩简评

2025年8月28日,招商公路发布2025年半年度报告。1H2025公司实现营业收入56.6亿元,同比下降5.4%;实现归母净利润25.04亿元,同比下降7.6%。其中2Q2025公司实现营业收入28.6亿元,同比下滑3.5%;实现归母净利润11.8亿元,同比下降17.0%。

经营分析

毫阜高速出表叠加分流影响,公司营业收入下滑。1H2025,公司营业收入同比下滑5.4%,其中投资运营板块营收下滑7.2%,主要由于毫阜高速出表,以及道路分流和差异化收费政策等影响。公司主要路产甬台温子公司上半年净利润为2.0亿元,同比下滑17.8%,或由于道路分流影响。公司交通科技板块营收同比-0.83%,智能交通板块营收同比+24.4%,公司智能交通业务市场覆盖广泛、服务专业精深。

毛利率同比下滑,费用率同比增加。1H2025公司实现毛利率34.0%,同比下滑2.9pct。费用率方面,1H2025公司期间费用率为20.65%,同比下降1.09pct,其中销售费用率为0.83%,同比增长0.05pct;管理费用率为5.11%,同比增长0.12pct;研发费用率为1.56%,同比增长0.37pct;财务费用率为13.15%,同比下降1.63pct,主要由于有息负债规模减少以及借款利率下调。公司投资收益为23.5亿元,同比增长0.27。由于毛利率下滑及费用率增加,公司归母净利率为44.21,同比下降1.05pct。

主业投资持续发展,减持皖通高速或将增厚利润。1H2025公司公路投资运营主业持续发展。1)完成浙江之江增资控股桂三高速项目,增加管理里程135.3公里。2)公司积极推进存量项目改扩建。3)强化轻资产平台运营,招商公路REIT累计分红金额3.15亿元,按照发行规模折算累计分派率约9%。根据皖通高速发布公告,公司拟减持皖通高速不超过5125.8万股,计划减持比例不超过3%。公司所减持的股份来自于行政划转和集中竞价交易取得,用于公司自身业务发展需求及资金需求。减持皖通高速股权或将增厚公司利润。

盈利预测、估值与评级

维持公司2025-2027年归母净利润预测为57.3亿元、62.5亿元、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

分析师:霍泽嘉 (执业S1130525070008)

huozejia@gjzq.com.cn

市价(人民币):10.41元

相关报告:

- 《招商公路公司点评:业绩有所承压 分红比例维持稳定》,2025.4.3
- 《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



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)

	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%
主营业务成本	-5,388	-6,135	-8,378	-8,915	-9,363	-9,932
%销售收入	64.9%	63.0%	65.9%	65.9%	65.4%	65.4%
毛利	2,909	3,597	4,333	4,610	4,962	5,244
%销售收入	35.1%	37.0%	34.1%	34.1%	34.6%	34.6%
营业税金及附加	-51	-65	-80	-68	-69	-71
%销售收入	0.6%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-77	-97	-80	-99	-89	-94
%销售收入	0.9%	1.0%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%
管理费用	-520	-552	-672	-717	-759	-804
%销售收入	6.3%	5.7%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
研发费用	-196	-189	-187	-216	-201	-212
%销售收入	2.4%	1.9%	1.5%	1.6%	1.4%	1.4%
息税前利润 (EBIT)	2,065	2,694	3,313	3,511	3,845	4,062
%销售收入	24.9%	27.7%	26.1%	26.0%	26.8%	26.8%
财务费用	-908	-1,068	-1,720	-1,899	-1,999	-1,948
%销售收入	10.9%	11.0%	13.5%	14.0%	14.0%	12.8%
资产减值损失	-82	-115	-308	-15	-21	-84
公允价值变动收益	55	0	0	0	0	0
投资收益	3,463	5,988	4,998	5,000	5,250	5,513
%税前利润	61.7%	78.7%	77.9%	74.3%	72.8%	71.8%
营业利润	4,966	7,567	6,382	6,682	7,160	7,628
营业利润率	59.8%	77.8%	50.2%	49.4%	50.0%	50.3%
营业外收支	647	38	36	50	50	50
税前利润	5,613	7,605	6,418	6,732	7,210	7,678
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
少数股东损益	391	449	614	620	632	645
归属于母公司的净利润	4,861	6,767	5,322	5,728	6,254	6,726
净利率	58.6%	69.5%	41.9%	42.4%	43.7%	44.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	5,252	7,216	5,936			7,371
少数股东损益	391	449	614	620	632	645
非现金支出	2,068	2,685	4,624	1,829	1,854	2,002
非经营收益	-2,697	-4,794	-4,425	-4,374	-3,165	-3,454
营运资金变动	-745	-670	985	1,231	-188	-525
经营活动现金净流	3,878	4,438	7,121	5,035	5,387	5,394
资本开支	-693	-538	-1,238	-4,506	-2,436	-3,981
投资	-5,645	-2,214	-3,671	0	0	0
其他	2,148	3,157	3,221	2,000	5,250	5,513
投资活动现金净流	-4,189	405	-1,688	-2,506	2,814	1,532
股权募资	3,550	1,805	0	844	0	0
债权募资	2,301	4,027	876	-449	-2,277	283
其他	-7,580	-6,117	-6,039	-5,253	-5,583	-5,810
筹资活动现金净流	-1,729	-285	-5,163	-4,858	-7,860	-5,527
现金净流量	-2,016	4,565	286	-2,330	340	1,399

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,375	8,931	9,250	6,874	7,183	8,560
应收款项	2,470	2,757	2,844	4,282	4,535	4,805
存货	311	367	339	437	459	487
其他流动资产	4,924	2,417	2,571	6,298	6,491	6,697
流动资产	12,080	14,473	15,003	17,892	18,668	20,549
%总资产	10.5%	9.2%	9.4%	10.9%	11.2%	12.1%
长期投资	47,316	46,958	54,326	57,326	57,326	57,326
固定资产	2,632	2,678	2,786	2,718	2,823	3,345
%总资产	2.3%	1.7%	1.8%	1.6%	1.7%	2.0%
无形资产	52,529	92,950	86,014	86,558	87,090	88,605
非流动资产	102,850	143,009	144,166	146,981	147,622	149,653
%总资产	89.5%	90.8%	90.6%	89.1%	88.8%	87.9%
资产总计	114,930	157,482	159,169	164,873	166,290	170,202
短期借款	2,785	10,933	9,568	7,949	4,372	3,355
应付款项	4,274	4,321	4,340	6,831	6,953	6,937
其他流动负债	2,666	1,957	2,322	3,863	4,017	4,010
流动负债	9,724	17,211	16,231	18,642	15,342	14,302
长期贷款	19,051	38,636	38,349	38,649	38,949	39,249
其他长期负债	18,489	19,497	15,808	14,795	15,766	16,746
负债	47,264	75,344	70,388	72,086	70,057	70,298
普通股股东权益	60,535	65,053	71,229	74,613	77,427	80,454
其中：股本	6,178	6,254	6,820	6,827	6,827	6,827
未分配利润	18,301	21,898	22,859	25,437	28,251	31,277
少数股东权益	7,131	17,085	17,553	18,173	18,805	19,450
负债股东权益合计	114,930	157,482	159,169	164,873	166,290	170,202

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.787	1.082	0.780	0.840	0.917	0.986
每股净资产	9.798	10.402	10.444	10.940	11.352	11.796
每股经营现金净流	0.628	0.710	1.044	0.737	0.789	0.790
每股股利	0.177	0.346	0.414	0.461	0.504	0.542
回报率						
净资产收益率	8.03%	10.40%	7.47%	7.68%	8.08%	8.36%
总资产收益率	4.23%	4.30%	3.34%	3.47%	3.76%	3.95%
投入资本收益率	1.81%	1.71%	2.03%	2.15%	2.37%	2.45%
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	3	3	8	9	32
增持	1	1	1	1	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.25	1.25	1.11	1.10	1.09

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
7	2025-04-03	买入	13.41	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

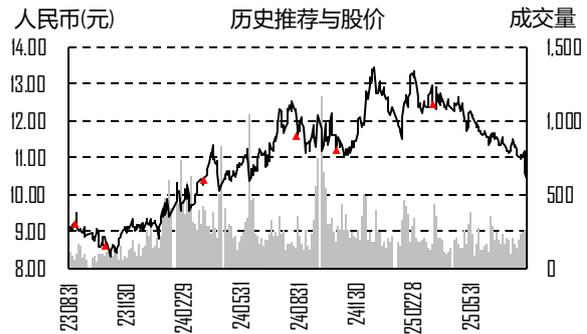
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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



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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806