

## 招商公路 (001965.SZ)

## 受路产出表及路网变化影响，Q2 业绩有所下滑

招商公路发布 2025 年中期业绩，上半年实现营业收入 56.6 亿元，同比下降 5.4%，实现归母净利润 25 亿元，同比下降 7.6%。其中 Q2 实现营业收入 28.6 亿元，同比下降 3.4%，实现归母净利润 11.7 亿元，同比下降 17%。

- 受毫阜高速出表影响及主控路产周边路网变化影响，25H1 收入同比有所下滑。25 年上半年公司营业收入为 56.6 亿元，同比下滑 5.4%，或主要由于毫阜高速出表、道路分流等因素影响。分业务看，投资运营板块 25 年上半年实现营业收入 44.8 亿元，同比下降 7.2%；交通科技板块 25 年上半年实现营业收入 9.1 亿元，同比下降 0.8%；智能交通板块 25 年上半年实现营业收入 1.5 亿元，同比增长 24.4%；交通生态板块 25 年上半年实现营收 1.2 亿元，同比增长 5.5%。
- 财务费用下降显著，上半年投资收益整体保持稳定。25H1 公司营业成本为 37.4 亿元，同比下降 1%，毛利率为 34%，同比下滑 2.9pcts，其中 Q2 营业成本为 19.6 亿元，同比增长 6.8%。毛利率为 31.6%，同比下滑 6.5pcts。分业务来看，25H1 投资运营毛利率为 40.2%，同比下滑 2.5pcts；交通科技毛利率为 11.4%，同比下滑 1.6pcts；智能交通毛利率为 2.2%，同比下滑 6.9pcts；交通生态毛利率为 14%，同比增长 0.9pcts。费用端，25H1 公司管理费用为 2.9 亿元，同比下降 3.2%，主要由于毫阜高速出表及费用管控加强；25H1 公司财务费用为 7.4 亿元，同比下降 15.8%，主要由于有息负债规模减少及借款利率下调综合影响。25H1 公司实现投资收益 23.5 亿元，同比增长 0.3%，其中 Q2 实现投资收益 11.8 亿元，同比下降 3.7%。
- 投资建议。招商公路参控股多条路产和公路上市公司，路产投资运营能力较强，长期看公司路产并购模式可持续，招商公路作为央企平台向外扩张能力优秀，公司前期收并购效益持续凸显，现有路产经营稳健，后续路产扩张将更加注重质量，长期发展潜力可期。根据中期业绩，我们预计公司 25-27 年将分别实现归母净利润 58.1、59.6、59.1 亿元，对应 25 年 PE 为 11.9x，PB 为 0.9x，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：宏观经济表现低于预期、车流量下滑超预期、收费政策变动风险等。

## 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	9731	12711	12465	12386	12871
同比增长	17%	31%	-2%	-1%	4%
营业利润(百万元)	7567	6382	7130	7357	7164
同比增长	52%	-16%	12%	3%	-3%
归母净利润(百万元)	6767	5322	5805	5958	5913
同比增长	39%	-21%	9%	3%	-1%
每股收益(元)	1.08	0.78	0.85	0.87	0.87
PE	9.4	13.0	11.9	11.6	11.7
PB	1.1	1.0	0.9	0.9	0.9

资料来源：公司数据、招商证券

## 强烈推荐 (维持)

周期/交通运输

目标估值：NA

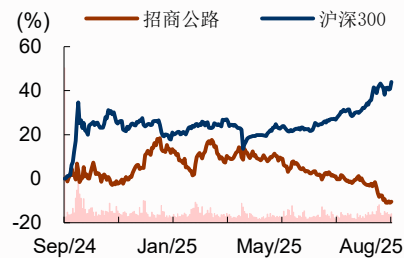
当前股价：10.17 元

## 基础数据

总股本(百万股)	6820
已上市流通股(百万股)	6820
总市值(十亿元)	69.4
流通市值(十亿元)	69.4
每股净资产(MRQ)	10.3
ROE(TTM)	7.3
资产负债率	44.9%
主要股东	招商局集团有限公司
主要股东持股比例	62.19%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	-20	-14
相对表现	-22	-35	-57



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《招商公路(001965)—Q1 业绩符合预期，成本费用控制有效》2025-04-30
- 《招商公路(001965)—综合公路投资运营平台，路产并购能力突出》2024-11-14
- 《招商公路(001965)—Q3 业绩符合预期，通行费收入同比偏弱》2024-11-03

王春环 S1090524060003

✉ wangchunhuan@cmschina.com.cn

孙修远 S1090524070005

✉ sunxiuyuan@cmschina.com.cn

肖欣晨 S1090522010001

✉ xiaoxinchen@cmschina.com.cn

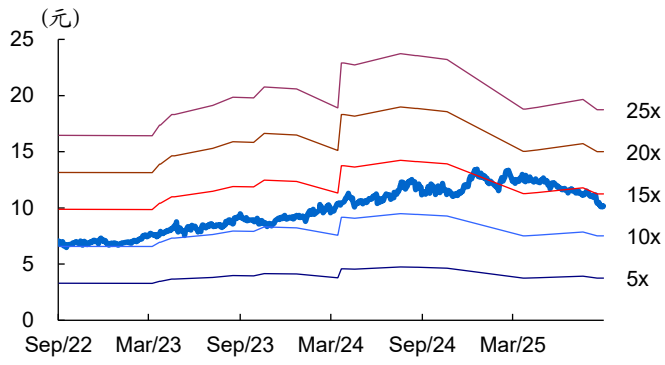
刘若琮 S1090524110003

✉ liuruocong@cmschina.com.cn

张瑜玲 S1090525060006

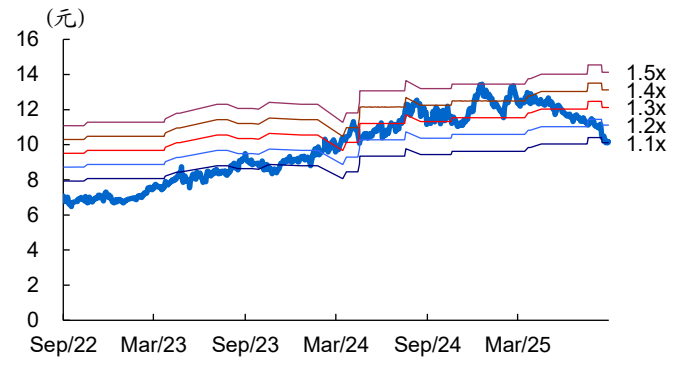
✉ zhangyuling2@cmschina.com.cn

图 1: 招商公路历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 招商公路历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	14473	15003	9373	11267	13154
现金	8931	9250	3768	5700	7361
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	36	15	15	15	15
应收款项	1860	1725	1672	1662	1727
其它应收款	840	1003	983	977	1015
存货	367	339	315	312	331
其他	2439	2672	2619	2602	2705
<b>非流动资产</b>	143009	144166	145653	147237	148933
长期股权投资	46222	53281	55945	58742	61679
固定资产	2372	2278	2938	3502	3984
无形资产商誉	92060	85363	83656	81983	80343
其他	2355	3244	3114	3010	2927
<b>资产总计</b>	<b>157482</b>	<b>159169</b>	<b>155026</b>	<b>158504</b>	<b>162087</b>
<b>流动负债</b>	17211	16231	8474	8428	8665
短期借款	2745	2443	2000	2000	2000
应付账款	2240	2520	2403	2374	2521
预收账款	1156	1256	1198	1184	1257
其他	11071	10011	2873	2869	2887
<b>长期负债</b>	58133	54157	54157	54157	54157
长期借款	38636	38349	38349	38349	38349
其他	19497	15808	15808	15808	15808
<b>负债合计</b>	<b>75344</b>	<b>70388</b>	<b>62631</b>	<b>62585</b>	<b>62822</b>
股本	6254	6820	6820	6820	6820
资本公积金	35031	39017	39017	39017	39017
留存收益	23769	25391	28351	31207	33937
少数股东权益	17085	17553	18206	18874	19491
归属于母公司所有者权益	65053	71229	74189	77045	79775
<b>负债及权益合计</b>	<b>157482</b>	<b>159169</b>	<b>155026</b>	<b>158504</b>	<b>162087</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	4438	7121	4941	4971	5074
净利润	7216	5936	6457	6626	6530
折旧摊销	2528	4273	2172	2209	2238
财务费用	1307	1840	1514	1362	1608
投资收益	(5988)	(4998)	(5168)	(5222)	(5316)
营运资金变动	(513)	1327	(38)	(8)	10
其它	(112)	(1257)	4	4	5
<b>投资活动现金流</b>	405	(1688)	1504	1424	1379
资本支出	(539)	(1249)	(1000)	(1000)	(1000)
其他投资	944	(439)	2504	2424	2379
<b>筹资活动现金流</b>	(285)	(5163)	(11926)	(4464)	(4792)
借款变动	4536	(2270)	(7568)	0	0
普通股增加	76	566	0	0	0
资本公积增加	377	3987	0	0	0
股利分配	(2558)	(3321)	(2844)	(3102)	(3184)
其他	(2716)	(4125)	(1514)	(1362)	(1608)
<b>现金净增加额</b>	<b>4557</b>	<b>269</b>	<b>(5481)</b>	<b>1932</b>	<b>1661</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	9731	12711	12465	12386	12871
营业成本	6135	8378	7990	7895	8383
营业税金及附加	65	80	78	78	81
营业费用	97	80	79	78	81
管理费用	552	672	659	655	681
研发费用	189	187	183	182	189
财务费用	1068	1720	1514	1362	1608
资产减值损失	(115)	(298)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	67	89	89	89	89
投资收益	5988	4998	5079	5133	5227
<b>营业利润</b>	7567	6382	7130	7357	7164
营业外收入	67	62	62	62	62
营业外支出	29	27	27	27	27
<b>利润总额</b>	7605	6418	7166	7393	7200
所得税	388	482	708	767	669
少数股东损益	449	614	653	668	617
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6767</b>	<b>5322</b>	<b>5805</b>	<b>5958</b>	<b>5913</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	17%	31%	-2%	-1%	4%
营业利润	52%	-16%	12%	3%	-3%
归母净利润	39%	-21%	9%	3%	-1%
<b>获利能力</b>					
毛利率	37.0%	34.1%	35.9%	36.3%	34.9%
净利率	69.5%	41.9%	46.6%	48.1%	45.9%
ROE	10.8%	7.8%	8.0%	7.9%	7.5%
ROIC	5.9%	4.0%	4.2%	4.3%	4.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	47.8%	44.2%	40.4%	39.5%	38.8%
净负债比率	31.5%	30.1%	26.0%	25.5%	24.9%
流动比率	0.8	0.9	1.1	1.3	1.5
速动比率	0.8	0.9	1.1	1.3	1.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转率	18.1	23.7	24.4	25.2	26.1
应收账款周转率	5.2	7.0	7.3	7.4	7.5
应付账款周转率	2.8	3.5	3.2	3.3	3.4
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.08	0.78	0.85	0.87	0.87
每股经营净现金	0.65	1.04	0.72	0.73	0.74
每股净资产	9.54	10.44	10.88	11.30	11.70
每股股利	0.53	0.42	0.45	0.47	0.46
<b>估值比率</b>					
PE	9.4	13.0	11.9	11.6	11.7
PB	1.1	1.0	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	16.4	17.3	13.5	13.4	13.3

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。