

## 招商公路（001965.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

任明霞  
公用、交运、  
煤炭  
行业研究员

2026年5月29日

## 基本信息

所属行业	工业
当前股价	10
总市值	679.51亿
PE-TTM	14.68
PB-MRQ	0.97

## 估值结果

价值	764.73亿
DDM估值	上行空间 13%
状态	合理估值
价值	729.23亿
动态估值	上行空间 7.3%
状态	合理估值

## 四维评级

成长空间	☆☆☆☆☆
盈利趋势	☆☆☆☆☆
产业格局	☆☆☆☆☆
护城河	☆☆☆☆☆

## 核心评级结论

招商公路是招商局集团旗下唯一公路运营平台，也是中国投资经营里程最长、覆盖区域最广、产业链最完整的综合性公路投资运营服务商，公司参、控股资产遍布全国，资产规模位列行业第一。

公司整体成长空间偏低，主要系我国高速公路已经步入成熟期，公司作为典型的高速公路企业，虽然依旧存在新建路产，但整体增速不高，且未来随着公司路产到期存在下滑风险。

公司盈利趋势稳定，主要系高速公路行业不属于市场化竞争行业，属于典型的业绩稳健性行业，公司收入和利润相对可见度较高，业绩波动性较小。

公司产业格局极好，主要系我国高速公路大部分均由地方政府投资建设，因此属于典型的政府管控性行业，高速公路通行费相对固定，且公司下游主要为通行车辆，下游客户话语权不高。

公司护城河极深，主要系公司高速公路项目覆盖22个省、自治区、直辖市，控股路产均占据重要地理位置，多属于国省道主干线，区位优势明显。

基于我们对公司改扩建项目未来4年全部投产，高速公路收费业务稳健增长，以及2030年公司路产陆续到期后收入小幅下滑的假设下，公司现在估值处于合理状态。

## 风险提示

我国高速公路收费政策调整导致公司收入下滑风险；公司新建及改扩建项目投产后盈利不及预期风险；公司周边路网变化超预期风险；以及投资收益不及预期风险。

## 内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 营销强度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	7
6.1 核心假设及逻辑	7
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	9

## 图表目录

图1：预测2026年收入占比 .....	4
图2：预测2026年毛利占比 .....	4
图3：近年公司盈利能力趋势图 .....	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图 .....	5
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 .....	6
图6：近年股东回报能力趋势图 .....	6
表1：护城河详解表 .....	7
表2：公司整体业绩预测 .....	8
表3：公司分业务业绩预测 .....	8
表4：公司整体及分业务动态估值 .....	9
表5：公司整体及分业务DDM估值 .....	9

## 1. 基本信息

招商公路是中国投资经营里程最长、覆盖区域最广、产业链最完整的综合性公路投资运营服务商。公司控股路产均占据重要地理位置，多属于国道主干线，区位优势明显，盈利水平良好。截至2025年底，招商公路投资经营的总里程达14,212公里，所投资的路网覆盖全国22个省、自治区和直辖市，控股项目分布在15个省、自治区和直辖市。

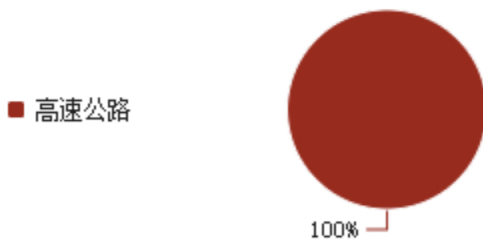
## 2. 业务介绍

对于招商公路公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

高速公路：

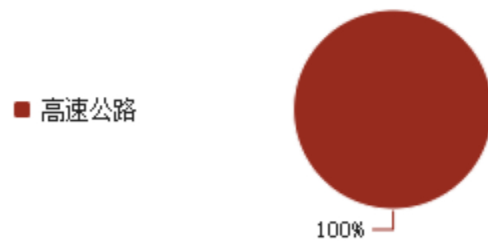
公司经营范围包括投资运营、交通科技、智能交通、交通生态四大业务，覆盖公路全产业链各个重要环节，其中投资运营主要系高速公路收费业务，是公司核心利润来源，其他业务占比较小，因此我们统一按照高速公路业务处理，不再进行单独拆分。我们对该业务的市场界定为公司路产所在地区的高速公路行业。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

## 3. 商业模式

高速公路的商业模式属于典型的BO（投资-运营）模式，主要系高速公路建设需大规模资本开支用于征地、建设及设施铺设，资金多依赖银行贷款或债券融资，形成高额初始负债，高速公路建成投产后需要通过长期（通常20-30年）收取通行费逐步回收成本并偿还债务，整体回报周期长。

### 3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

高速公路属于典型的重资产行业。截至2025年底，公司无形资产为831.19亿元，主要为高速公路特许经营权，形成以路产为核心的资产布局，因此公司资产周转率较低，资产强度较高。

### 3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

高速公路属于典型的低营销强度行业，主要系高速公路具有公用事业属性，依托特定地理通道，同一区域重复建设不经济，形成“一路一运营商”的格局，具有一定的区位垄断特征，因此无需支出大额营销费用。

### 3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

2025年公司前五名客户销售额7.68亿元，占年度销售总额5.75%，主要系公司下游客户主要为通行车辆，因此客户集中度较低。此外，高速公路收费标准由政府核定，下游客户对高速公路的话语权不高。

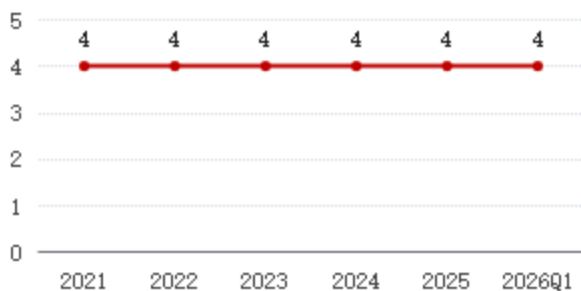
## 4. 历史经营绩效

公司作为高速公路行业优质企业，整体盈利能力较强，成长能力较好，业务控制力较高，且多年来维持了高比例分红，非常注重股东回报。

### 4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



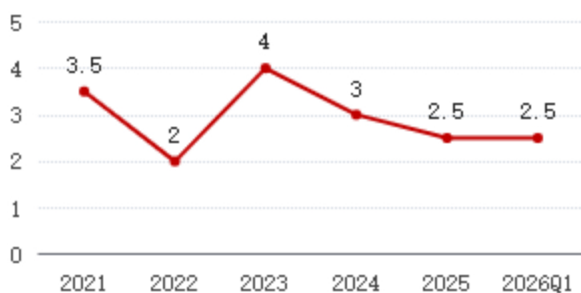
数据来源：公司财报，壹评级

公司整体盈利能力稳健，多年来维持在市场较高水平，主要系招商公路作为综合性公路投资运营平台，主控路产里程领先行业，参控股路产布局范围广，且高速公路具备公用事业属性，因此公司业绩稳健。

### 4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



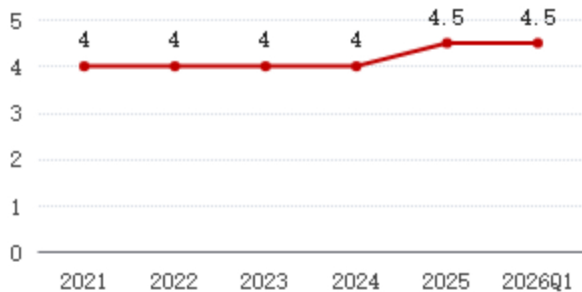
数据来源：公司财报，壹评级

过去几年公司成长能力有所波动。主要系2021年新冠疫情加重导致公司业绩承压，成长星级走低。2023年新冠疫情正式结束，公司经营数据修复，低基数导致公司成长星级走高。2024年低基数因素消失，公司回归正常成长水平。

### 4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



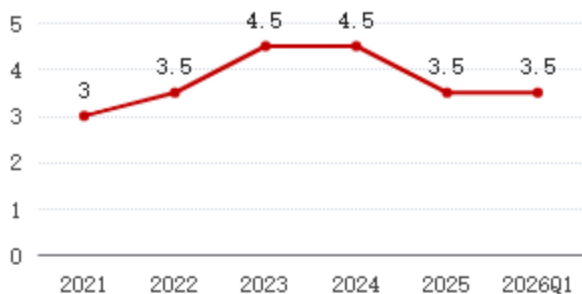
数据来源：公司财报，壹评级

公司整体现金流较好，经营性现金流净额/净利润大于100%，说明公司高速公路业务回款较好，利润含金量较高，且公司下游为通行车辆，相对分散，在产业链中话语权极高，不存在被上下游大额占款现象。

### 4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司现金流充裕，资本开支有限，且公司非常重视股东回报，多年来分红率均维持在50%以上，股息率常年在3%以上，整体处于市场较高水平。但2025年公司股价有所回撤，一定程度拖累了公司股东回报星级。

## 5. 四维评级

公司属于典型的高速公路企业，成长空间一般，但考虑到高速公路属于政府管控行业，盈利趋势稳健，产业格局极好，护城河极深。

### 5.1 成长空间

★★☆☆☆

公司整体成长空间偏低，主要系我国高速公路已经步入成熟期。公司作为典型的高速公路企业，虽然依旧存在新建路产，但整体增速不高，且未来随着公司路产到期存在下滑风险。

#### 高速公路(1.5星)：

考虑到我国高速公路已经步入成熟期，高速公路车流量增速在5%左右。招商公路作为典型的高速公司企业，虽然存在部分改扩建路产，短期依旧存在增长空间，但长期角度，随着公司路产陆续到期，公司未来收入存在下滑预期，因此成长空间一般。

## 5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势稳定，主要系高速公路行业不属于市场化竞争行业，属于典型的业绩稳健性行业，公司收入和利润相对可见度较高，业绩波动性较小。

### 高速公路(3星):

高速公路行业属于典型的业绩稳健型行业。公司收入端主要与车流量和高速公路收费政策有关，相对来说比较稳定，成本端主要为折旧摊销成本和公路养护成本等，相对来说波动性也不大，且高速公路不属于市场化竞争行业，因此公司盈利趋势稳定。

## 5.3 产业格局

★★★★★

公司产业格局极好，主要系我国高速公路大部分均由地方政府投资建设，因此属于典型的政府管控性行业，高速公路通行费相对固定，且公司下游主要为通行车辆，下游客户话语权不高。

### 高速公路(5星):

我国高速公路大部分均由地方政府投资建设，因此属于典型的政府管控性行业，具有一定的公用事业属性。高速公路收费标准相对固定，极少发生重大变化，且公司下游主要为通行车辆，客户分散且话语权不高，整体竞争格局极好。

## 5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河极深，主要系公司高速公路项目覆盖22个省、自治区、直辖市，控股路产均占据重要地理位置，多属于国省道主干线，区位优势明显。

表1: 护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
高速公路	(4星) 经壹评级调整后，公司净资产收益率高于8%，处于市场中等偏上水平，存在一定的超额收益，且公司业务控制力较强，公司路产在所在区域具有明显的区位优势，因此公司护城河宽度星级较高。	(4.5星) 公司护城河主要系区位优势。招商公路控股路产均占据重要地理位置，多属于国省道主干线，区位优势明显，且未来护城河被侵蚀的可能性较低，因此公司护城河持续性星级较高。

数据来源：壹评级

## 6. 公司估值

基于我们对公司改扩建项目未来4年全部投产，高速公路收费业务稳健增长，以及2030年公司路产陆续到期后收入小幅下滑的假设下，公司现在估值处于合理状态。

### 6.1 核心假设及逻辑

公司的业务主要为高速公路收费业务，未来预测核心假设及逻辑如下：

#### 收入假设：

1) 高速公路收费业务：考虑到公司依旧存在部分改扩建产能，我们假设未来4年公司高速路产全部投产，公司高速公路收入业务2026年-2030年复合增速3.5%；考虑到公司旗下路产将于2030年陆续到期，假设2030年之后公司高速公路收费业务每年小幅下滑2-5%；

2) 其他业务：除了高速公路收费业务，公司的交通科技、智能交通、交通生态业务板块的收入，这些业务对利润贡献较低，我们假设未来维持极低增速增长；

#### 盈利能力假设：

1) 毛利率：考虑到高速公路属于盈利稳健性行业，毛利率波动性不大，2025年公司高速公路毛利率为39.43%，假设2026年为40%，2027年提升至41%，2028年后维持在41%不变；其他业务毛利率参考2025年维持不变；

2) 投资收益：考虑到公司存在大额长期股权投资，主要投向高速公路及相关行业，我们假设公司投资收益每年增长2%。

表2：公司整体业绩预测

招商公路	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	97.3	127.1	133.6	137.4	140.6	138.0	135.4	133.8
归母净利润(亿)	67.7	53.2	46.1	50.3	52.7	54.4	55.8	56.0
归母净利润增速(%)	39.2	-21.3	-13.4	9.0	4.9	3.2	2.7	0.3
经营性净利润(亿)	15.8	12.1	7.4	11.5	13.3	14.3	15.0	14.2
经营性净利润增速(%)	-5.4	-23.7	-38.8	55.1	16.1	7.2	4.9	-5.0
经营性归母净利润(亿)	14.9	10.8	6.7	10.3	12.0	12.9	13.5	12.8
经营性归母净利润增速(%)	-4.2	-27.0	-38.4	54.6	16.1	7.2	4.9	-5.0

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

高速公路	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	97.3	127.1	133.6	137.4	140.6	138.0	135.4	133.8
收入增速(%)	17.3	30.6	5.1	2.8	2.3	-1.8	-1.8	-1.2
经营性净利润(亿)	15.8	12.1	7.4	11.5	13.3	14.3	15.0	14.2
经营性净利率(%)	16.3	9.5	5.5	8.4	9.5	10.3	11.1	10.6
经营性净利润增速(%)	-5.4	-23.7	-38.8	55.1	16.1	7.2	4.9	-5.0

数据来源：壹评级

## 6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
高速公路	-3.0%	小幅负增长	非常好	强	7.0%	8.4	11.0
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
高速公路(亿)	172.8	50.3	223.2	0.1	22.0	528.0	729.2
公司整体测算(亿)	172.8	50.3	223.2	0.1	22.0	528.0	729.2

数据来源：壹评级

## 6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
高速公路(亿)	218.0	44.7	262.7	0.1	26.0	528.0	764.7
公司整体测算(亿)	218.0	44.7	262.7	0.1	26.0	528.0	764.7

数据来源：壹评级

## 6.4 估值确定性



高速公路属于典型的成熟行业，具有明显的公用事业属性，且高速公路收费政策属于政府管控，历年来公司业绩稳健（不考虑重大不可控疫情因素），不管是收入端还是利润端，公司整体可预测性较高，因此公司估值确定性较高。

## 附注

### 四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

#### ①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

#### ②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

#### ③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

#### ④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

### DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

### 动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

## 估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X < -50%	-50% ≤ X < -30%	-33% ≤ X < -20%	-20% ≤ X < 25%	25% ≤ X < 50%	50% ≤ X < 100%	X ≥ 100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

## 经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

## 量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

### 1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

### 2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

## 免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。