

2025 年 04 月 30 日

投资评级：买入（维持）

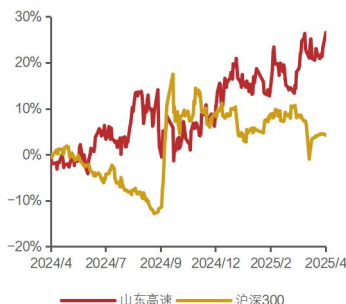
证券分析师

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 29 日

收盘价（元）	10.76
一年内最高/最低（元）	10.90/8.37
总市值（百万元）	52,222.80
流通市值（百万元）	52,222.80
总股本（百万股）	4,853.42
资产负债率（%）	64.56
每股净资产（元/股）	6.23

资料来源：聚源数据

山东高速 (600350. SH)

——强化路产规模，盈利实现增长

投资要点：

- **事件：**山东高速发布 2025 年一季报，2025 年一季度公司实现营业收入 44.70 亿元，同比-1.35%，归母净利润 8.07 亿元，同比+4.85%。
- **收费公路经营稳健，改扩建结束及路网变化助力通行费收入增长。**公司 2025 年 Q1 收费公路业务实现营收约 24.39 亿元，同比+7.85%，其中：1）济菏高速改扩建结束，实现通行费收入 3.18 亿元，同比提升 160.23%；2）武荆高速受平行路段施工影响，叠加去年同期恶劣天气影响，通行费收入增长至 3.13 亿元，同比+14.26%；3）济莱高速受益于相接路段通车叠加客车出行意愿提升，实现通行费收入 1.25 亿元，同比+22.24%。
- **持续推进管理体系效率提升，盈利能力有所改善。**2025 年 Q1 公司实现毛利率 39.18%，同比+3.54pct，毛利率增加主因公司重塑管理体系，调整内部机构和职能，组织效率提升。费用率方面，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.3%/4.4%/1.6%/9.0%，同比-0.1pct/0.1pct/-0.3pct/-0.5pct。Q1 实现投资收益 2.70 亿元，同比-16.85%，主因投资项目利润变动致长期股权投资收益下滑至 1.64 亿元，同比-24.32%，其中畅赢基金与养护集团分别实现收益 0.45 亿元/0.03 亿元，同比-29.11%/-84.11%。Q1 公司持续推进成本优化和费用节降，实现归母净利润约 8.07 亿元，同比+4.85%。
- **持续强化路产规模，完善高速路网布局。**2025 年 Q1，公司持续推进京台齐济改扩建项目，路基/路面/桥梁/交安工程分别完成 91%/75%/95.9%/66%，批复概算 86.09 亿元，累积投入金额 61.78 亿元，预计 2026 年 12 月通车，通车后拥有运营期 25 年。S16 荣潍改扩建项目前期工作持续推进中，批复概算 68.34 亿元，累积投入金额 1.53 亿元，项目预计 2027 年 10 月通车，通车后拥有运营期 25 年。G220 东深线改扩建项目前期工作正在有序开展中，批复概算 31.37 亿元，累积投入金额 4.06 亿元，该项目可带来投资、建设、运营全过程收益。
- **盈利预测与评级：**山东高速积极优化管理体系，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 3216、3378、3561 百万元，对应 PE 分别为 16.2/15.5/14.7x，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）	26,546	28,494	28,471	29,067	29,638
同比增长率（%）	18.62%	7.34%	-0.08%	2.09%	1.97%
归母净利润（百万元）	3,297	3,196	3,216	3,378	3,561
同比增长率（%）	8.47%	-3.07%	0.61%	5.04%	5.43%
每股收益（元/股）	0.68	0.66	0.66	0.70	0.73
ROE（%）	7.91%	7.38%	7.12%	7.17%	7.24%
市盈率（P/E）	15.84	16.34	16.24	15.46	14.66

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	2,763	3,803	5,326	7,559
应收票据及账款	7,862	7,816	7,980	8,136
预付账款	502	491	501	511
其他应收款	3,906	4,935	5,039	5,138
存货	896	855	870	883
其他流动资产	8,341	7,151	7,284	7,412
流动资产总计	24,270	25,051	27,000	29,638
长期股权投资	16,718	17,660	18,648	19,686
固定资产	13,974	13,326	12,887	12,647
在建工程	1,056	2,204	2,852	3,250
无形资产	82,530	81,019	81,375	83,530
长期待摊费用	93	47	0	0
其他非流动资产	23,046	27,695	30,118	30,527
非流动资产合计	137,418	141,950	145,880	149,641
资产总计	161,688	167,001	172,880	179,279
短期借款	2,992	3,992	4,992	5,992
应付票据及账款	17,832	17,675	17,984	18,254
其他流动负债	16,415	17,212	17,517	17,782
流动负债合计	37,240	38,879	40,493	42,028
长期借款	59,932	60,932	62,432	64,432
其他非流动负债	7,220	7,220	7,220	7,220
非流动负债合计	67,152	68,152	69,652	71,652
负债合计	104,392	107,031	110,145	113,680
股本	4,852	4,853	4,853	4,853
资本公积	575	573	573	573
留存收益	37,861	39,735	41,703	43,778
归属母公司权益	43,288	45,162	47,130	49,205
少数股东权益	14,008	14,809	15,605	16,393
股东权益合计	57,296	59,970	62,735	65,598
负债和股东权益合计	161,688	167,001	172,880	179,279

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	4,051	2,776	2,877	2,992
折旧与摊销	3,691	4,872	5,059	5,278
财务费用	1,507	1,736	1,808	1,891
投资损失	-1,403	-1,473	-1,546	-1,624
营运资金变动	-2,145	898	188	129
其他经营现金流	1,140	1,175	1,711	1,789
经营性现金净流量	6,841	9,984	10,097	10,455
投资性现金净流量	-7,763	-7,867	-7,856	-7,845
筹资性现金净流量	-737	-1,078	-717	-377
现金流量净额	-1,660	1,040	1,523	2,232

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	28,494	28,471	29,067	29,638
营业成本	21,068	20,796	21,160	21,478
税金及附加	154	154	154	154
销售费用	68	68	67	65
管理费用	1,064	1,062	1,084	1,103
研发费用	487	490	500	507
财务费用	1,507	1,736	1,808	1,891
资产减值损失	-297	-297	-297	-297
信用减值损失	-193	-193	-193	-193
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	1,403	1,473	1,546	1,624
公允价值变动损益	137	0	0	0
资产处置收益	4	4	4	4
其他收益	115	115	115	115
营业利润	5,313	5,266	5,469	5,692
营业外收入	80	80	80	80
营业外支出	30	30	30	30
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	5,363	5,316	5,519	5,742
所得税	1,312	1,300	1,344	1,393
净利润	4,051	4,016	4,174	4,349
少数股东损益	855	800	797	788
归属母公司股东净利润	3,196	3,216	3,378	3,561
EPS(元)	0.66	0.66	0.70	0.73

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	7.34%	-0.08%	2.09%	1.97%
营业利润增长率	-2.15%	-0.88%	3.84%	4.09%
归母净利润增长率	-3.07%	0.61%	5.04%	5.43%
经营现金流增长率	13.82%	45.95%	1.13%	3.54%
盈利能力				
毛利率	26.06%	26.96%	27.20%	27.53%
净利率	14.22%	14.11%	14.36%	14.67%
ROE	7.38%	7.12%	7.17%	7.24%
ROA	1.98%	1.93%	1.95%	1.99%
ROIC	4.87%	4.63%	4.67%	4.72%
估值倍数				
P/E	16.34	16.24	15.46	14.66
P/S	1.83	1.83	1.80	1.76
P/B	1.75	1.65	1.55	1.46
股息率	0.00%	2.57%	2.70%	2.85%
EV/EBITDA	11	10	10	10

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）。