



公司评级 买入（维持）

报告日期 2025 年 05 月 19 日

基础数据

05 月 19 日收盘价（元）	10.87
总市值（亿元）	527.57
总股本（亿股）	48.53

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证交运】山东高速 2024 年三季报点评：三季度环比改善，多个新建和改扩建有序进行-2024.11.06

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

山东高速(600350.SH)

25Q1 业绩实现高增长，拟回购积极回报股东

投资要点：

事件：山东高速发布 2024 年年报、2025 年一季报。2024 年公司实现营业收入 284.94 亿元，同比增长 7.34%；实现归母净利润 31.96 亿元，同比下滑 3.07%，2024 年基本 EPS 为 0.540 元/股；实现扣非归母净利润 29.14 亿元，同比下滑 0.58%。2024 年公司向全体股东每 10 股派发现金红利 4.20 元（含税），分红比例 63.76%，对应 2025 年 5 月 19 日收盘价 10.87 元，股息率为 3.17%。

2025 年一季度，公司实现营业收入 44.7 亿元，同比下滑 1.35%；实现归母净利润 8.07 亿元，同比增长 4.85%、实现扣非归母净利润 7.92 亿元，同比增长 8.41%。

点评：

- **2024 年受改扩建影响车流下滑、通行费收入承压；2025Q1 通行费收入同比+7.9%：**公司利润来源主要为收费路桥运营，2024 年度公司实现通行费收入（含税）99.28 亿元，同比降低 5.95%，其中核心路段济青高速实现通行费收入 31.67 亿元，同比减少 12.12%，系由于济青中线通车分流和交叉路段改扩建影响；京台高速实现通行费收入 21.67 亿元，同比增长 0.1%；湖北武荆高速实现通行费收入 10.97 亿元，同比下滑 0.89%。上述三条路段合计贡献公司 64.77%通行费收入。济荷高速由于改扩建施工，通行能力下降，封闭部分车道或收费站，2024 年实现通行费收入 5.25 亿元，同比下滑 11.63%。

2025Q1，公司实现通行费收入 24.39 亿元，同比增长 7.85%。其中，济荷高速改扩建项目于 2024 年 12 月 20 日 12 时起全线恢复双向通行，2025Q1 济荷高速实现通行费收入 3.18 亿元，同比增长 160.23%，量价齐升带来增厚效应初现。

京台齐济改扩建有序推进：截至 2024 年 12 月 31 日，京台高速齐济段改扩建工程累计完成投资 59.56 亿元（批复概算 86.09 亿元），路基工程累计完成 90%、路面工程累计完成 75%、桥涵工程累计完成 95%、交安工程累计完成 65%。

- **风险提示：**经济下行等导致车流量下降，金融资产公允价值变动损益的不确定性风险，收费公路行业政策不及预期等。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	28494	24088	24994	25925
同比增长	7.3%	-15.5%	3.8%	3.7%
归母净利润（百万元）	3196	3524	3673	3780
同比增长	-3.1%	10.3%	4.2%	2.9%
毛利率	26.1%	31.9%	32.1%	32.4%
ROE	7.4%	8.0%	8.0%	8.0%
每股收益（元）	0.66	0.73	0.76	0.78
市盈率	16.5	15.0	14.4	14.0

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

- **潍莱高速改扩建项目已完成可行性研究，增强公司可持续经营能力。**潍莱高速原定于 2024 年 10 月 18 日终止收费。2024 年 10 月 29 日，公司董事会审议通过了《关于投资 S16 荣潍高速公路莱阳至潍坊段改扩建工程项目的议案》，公司拟投入约 68.75 亿元建设潍莱高速改扩建项目，其中资本金占总投资的 25%。项目路线全长 137.274 公里，设计工期 36 个月，拟于 2024 年 11 月开工建设，2027 年 10 月建成通车，项目经营期 25 年（2052 年 10 月到期）。经初步测算，单公里造价为 5008 万元/公里。资本金财务 IRR 为 5.5%，投资回收期为 17.4 年(静态，不含建设期)。

公司中标 G220 新建工程项目：公司于 2024 年 10 月 9 日中标 G220 东深线东营南王村至滨州界段改建工程，路线全长 21.052 公里（新建段 19.862 公里，改建段 1.19 公里），其中利用在建东营黄河公铁大桥段 2.231 公里。该项目采用 BOT 模式，总概算 31.37 亿元，政府方代表投资额为 3.72 亿元，并提供 3.8 亿元的股东借款，其余资金由公司筹措。项目整体特许经营期暂定 27 年，包括 2 年建设期和 25 年运营期。联合政府方出资代表组建了项目公司山东高速东深公路有限公司（公司出资 4.06 亿元，持股 52.19%）。

- **其他业务整体较为稳健：**铁路运输收入 24.97 亿元，同比增长 5.31%；销售商品收入 34.46 亿元，同比增加 8.74%；机电工程施工收入 30.01 亿元，同比下滑 11.46%；工程施工收入实现 3.66 亿元，同比增加 61.80%。
- **投资收益小幅增长：**2024 年公司实现投资收益 14.03 亿元，同比增加 2.33%，其中权益法核算的长期股权投资收益 8.97 亿元，同比下降 6.15%，主要投向有济南畅赢交通基础设施投资基金、威海银行（9677.HK）、粤高速 A（000429.SZ），分别实现权益法核算的长期股权投资收益 2.70 亿元、2.28 亿元、1.51 亿元；债权投资在持有期间取得的利息收入，贡献投资收益 4.36 亿元，同比增长 29.49%。2025Q1，公司实现投资收益 2.70 亿元，同比下降 16.85%。
- **董事长提议拟回购公司部分股份，积极回报投资人：**2025 年 4 月 10 日，公司公告董事长提议公司通过集中竞价交易方式回购部分公司股份，回购的股份将用于减少注册资本，优化公司资本结构，提升公司股东价值。股份的资金总额为人民币 2 亿元-3 亿元，具体以董事会及股东大会审议通过的回购股份方案为准；回购资金来源为公司自有资金；回购价格上限不高于公司董事会审议通过回购股份方案决议前 30 个交易日公司股票交易均价的 150%，具体以董事会及股东大会审议通过的回购股份方案为准。
- **投资策略：**公司坚持做大做强路桥主业理念。一方面稳住主业基本盘，多个改扩建项目持续推进，且有提价预期；另一方面，公司不断延伸主业产业链，

目前已涵盖轨道交通等多个领域。2025 年第一季度，济荷高速改扩建通车量价齐升带来业绩增厚效应初现。此外，公司坚持多年稳定派息，且拟回购部分股份，积极回报投资者。我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 35.24、36.73、37.80 亿元，按最高回购金额上限、回购价格上限、且都在 2025 年回购注销股本测算，对应 5 月 19 日收盘价 PE 估值为 15.0X、14.4X、14.0X，PB 估值为 1.2X、1.2X、1.1X。按照分红率 60% 计算，股息率为 4.03%、4.20%、4.31%。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
流动资产	24270	21054	23699	26376
货币资金	2763	1825	3998	6243
交易性金融资产	784	784	784	784
应收票据及应收账款	3403	2777	2885	2996
预付款项	502	391	404	418
存货	896	698	722	746
其他	15921	14579	14905	15189
非流动资产	137418	139761	142403	145005
长期股权投资	16718	16867	16873	16973
固定资产	13547	14489	15152	15538
在建工程	1056	1556	2056	2556
无形资产	82530	83537	84509	85466
商誉	361	356	351	351
其他	23205	22955	23461	24121
资产总计	161688	160815	166101	171382
流动负债	37240	33492	35224	36913
短期借款	2992	3992	5075	6075
应付票据及应付账款	17832	14157	14618	15112
其他	16415	15343	15531	15725
非流动负债	67152	68229	69304	70307
长期借款	53732	53804	53876	53876
其他	13420	14424	15427	16430
负债合计	104392	101721	104528	107219
股本	4852	4833	4833	4833
未分配利润	21110	21991	22909	23854
少数股东权益	14008	14928	15937	17015
股东权益合计	57296	59094	61573	64162
负债及权益合计	161688	160815	166101	171382

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	3196	3524	3673	3780
折旧和摊销	3691	3610	3925	4200
营运资金的变动	-2145	-2837	177	256
经营活动产生现金流量	6841	5502	9040	9653
资本支出	-8505	-6002	-5993	-6003
长期投资	-263	-408	-520	-760
投资活动产生现金流量	-7763	-4424	-5220	-5483
债权融资	3464	2203	2158	2003
股权融资	1878	0	0	0
融资活动产生现金流量	-737	-2016	-1647	-1925
现金净变动	-1660	-938	2172	2245

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
营业总收入	28494	24088	24994	25925
营业成本	21068	16405	16960	17534
税金及附加	154	130	136	141
销售费用	68	71	73	76
管理费用	1064	995	1030	1068
研发费用	487	422	434	450
财务费用	1507	1531	1583	1620
投资收益	1403	1370	1343	1320
公允价值变动收益	137	0	0	0
信用减值损失	-193	-100	0	0
资产减值损失	-297	-1	-1	0
营业利润	5313	5925	6244	6476
营业外收支	50	0	0	0
利润总额	5363	5925	6244	6476
所得税	1312	1481	1561	1619
净利润	4051	4444	4683	4857
少数股东损益	855	920	1010	1077
归属母公司净利润	3196	3524	3673	3780
EPS(元)	0.66	0.73	0.76	0.78

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	7.3%	-15.5%	3.8%	3.7%
营业利润增长率	-2.1%	11.5%	5.4%	3.7%
归母净利润增长率	-3.1%	10.3%	4.2%	2.9%
盈利能力				
毛利率	26.1%	31.9%	32.1%	32.4%
归母净利率	11.2%	14.6%	14.7%	14.6%
ROE	7.4%	8.0%	8.0%	8.0%
偿债能力				
资产负债率	64.6%	63.3%	62.9%	62.6%
流动比率	0.65	0.63	0.67	0.71
速动比率	0.30	0.26	0.32	0.37
营运能力				
资产周转率	18.2%	14.9%	15.3%	15.4%
每股资料(元)				
每股收益	0.66	0.73	0.76	0.78
每股经营现金	1.41	1.13	1.86	1.99
估值比率(倍)				
PE	16.5	15.0	14.4	14.0
PB	1.2	1.2	1.2	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 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。

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： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn