

2025 年 05 月 27 日

东莞控股 (000828. SZ)

——高速主业优势夯实，高分红承诺稳定股东收益

投资要点：

- **聚焦高速主业，2025-2027 年分红可观。**东莞控股作为东莞交投控股子公司，聚焦高速公路主业，多元化业务布局助推公司可持续发展。2015-2024 年公司营业总收入由 10.97 亿元提升至 16.92 亿元，CAGR4.93%。公司高度重视投资者回报，2015-2024 年公司累计现金分红 31.08 亿元。未来三年（2025-2027 年）在公司可供分配利润为正、且现金能够满足持续经营和长期发展的前提下，公司承诺每年累计现金分红不少于 0.475 元/股。
- **核心路产区位优势，改扩建巩固路产竞争优势。**公司核心资产为莞深高速，莞深高速位于珠三角腹地，系广东省珠三角环线高速（G94）的重要组成部分，是连接广州、东莞与深圳的重要快速通道，地理位置优越，区位优势明显。2015 至 2024 年间，公司控股莞深高速通行费收入和全线车流量实现显著增长，通行费收入从 9.3 亿元提升至 13.2 亿元（CAGR3.9%）；车流量从 6670 万辆提升至 12553 万辆（CAGR7.3%）。公司于 2022 年启动莞深高改扩建工程，截至 2024 年末，累计完成投资额 26.7 亿元，占投资总额的 15.06%，预计于 2028 年 12 月建成通车。改扩建项目完工后将显著提升路段通行能力，叠加收费期限延长（需政府审批），或驱动车流量与通行费收入进一步增长。
- **探索多元战略布局，金融与新能源促结构升级。**1) 公司金融投资业务主要分为商业保理、融资租赁。保理业务由旗下子公司宏通保理运营，公司通过收取手续费、租息收入等，分期收回商业保理的本金，2024 年毛利率超 50%。2024 年末，宏通保理受东莞市瑞盈酒店投资有限公司保理业务专项计提减值影响，净利润亏损 0.28 亿元。融资租赁业务由子公司融通租赁运营，2024 年营收约 0.7 亿元，毛利率达 45%。2) 新能源方面，公司通过下属公司东能公司及康亿创公司经营新能源汽车充换电业务，收入随充换电站投入增加而扩张，2024 年实现营收 0.86 亿元，但受公交业务需求萎缩、行业竞争及收入确认规则调整三重压力影响，毛利率短期承压。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.12/8.56/8.88 亿元，同比增速分别为-15.0%/5.4%/3.8%，当前股价对应的 PE 分别为 13.1/12.4/11.9 倍。我们选取招商公路、宁沪高速、四川成渝为可比公司，鉴于公司聚焦高速公路主业，未来三年承诺可观现金分红，首次覆盖给予“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) 改扩建效果不及预期。

证券分析师

孙延

SAC: S1350524050003

sunyan01@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

王惠武

SAC: S1350524060001

wanghuiwu@huayuanstock.com

曾智星

SAC: S1350524120008

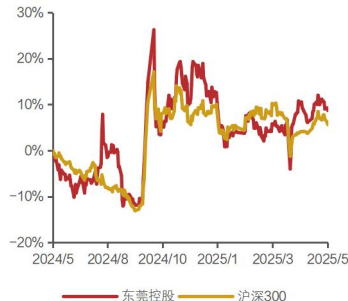
zengzhixing@huayuanstock.com

联系人

张付哲

zhangfuzhe@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 05 月 27 日

收盘价 (元)	10.21
一年内最高/最低 (元)	12.23/8.53
总市值 (百万元)	10,613.47
流通市值 (百万元)	10,613.45
总股本 (百万股)	1,039.52
资产负债率 (%)	41.99
每股净资产 (元/股)	9.66

资料来源：聚源数据

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	4,688	1,692	1,600	1,675	1,754
同比增长率 (%)	14.24%	-63.91%	-5.45%	4.70%	4.71%
归母净利润 (百万元)	667	955	812	856	888
同比增长率 (%)	-19.56%	43.26%	-14.97%	5.35%	3.80%
每股收益 (元/股)	0.64	0.92	0.78	0.82	0.85
ROE (%)	6.11%	9.71%	7.90%	7.95%	7.89%
市盈率 (P/E)	15.92	11.11	13.07	12.40	11.95

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.12/8.56/8.88 亿元，同比增速分别为-15.0%/5.4%/3.8%，当前股价对应的 PE 分别为 13.1/12.4/11.9 倍。我们选取招商公路、宁沪高速、四川成渝为可比公司，东莞控股聚焦高速公路主业，承诺可观现金分红，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

1) 收入：①高速公路：2025 年-2027 年，莞深高速正处于改扩建工程实施关键时期，虽然莞深高速地理位置优越，但改扩建施工压缩现有应急车道，局部路段拥堵状况增加，将会造成车流量分流减少，预计高速公路通行费收入短期承压。②公司以稳为主做精做优类金融投资业务，大力推动业务批量化转型，预计收入将持续增长。③公司积极扩大新能源品牌知名度和影响力，并持续推进创新开发，研究推动交能融合项目，但受市场竞争等因素影响，预计收入维持现有水平。

2) 成本：公司进一步聚焦主业，优化精益管理，尽管市场需求存在较大不确定性，我们预计公司未来毛利率仍将持续提升。

3) 费用：2024 年公司研发费用已较上年大幅缩减，后续压缩空间有限，预计费用率将较为稳定。

投资逻辑要点

东莞控股是东莞市属国有控股上市公司，核心资产莞深高速公路作为粤港澳大湾区交通动脉的重要组成部分，不仅构成珠三角环线高速的关键路段，更形成贯通广州、深圳两大核心城市的黄金通道。目前正实施的改扩建工程完工后将有望突破车流饱和瓶颈，显著提升路段通行能力，叠加收费期限延展预期，驱动通行费收入实现可观增长。金融投资业务贡献稳定收入，有效平滑行业周期波动。公司持续创新开发新能源业务，推进各业务的融合及协同，以进一步实现可持续发展。在公司可供分配利润为正、且现金能够满足持续经营和长期发展的前提下，公司承诺 2025-2027 年每年累计现金分红不少于 0.475 元/股。

核心风险提示

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) 改扩建效果不及预期。

内容目录

1. 东莞控股：东莞交投二级企业，业绩分红稳定	6
1.1. 东莞交投控股子公司，深化多元业务布局	6
1.2. 通行费贡献主要收入，多元业务培育盈利增长点	7
2. 高速公路业务：莞深高速为核心资产，改扩建巩固路产竞争优势	10
3. 多元化业务布局深化：金融板块引领增长，新能源充换电协同赋能	13
3.1. 金融业务：商业保理+融资租赁双轮驱动，赋能实体经济高质量发展	13
3.2. 新能源业务：营收持续扩张，公司加码新能源未来布局	15
4. 盈利预测与评级	16
4.1. 盈利预测	16
4.2. 评级	17
5. 风险提示	17

图表目录

图表 1： 东莞控股历史沿革	6
图表 2： 东莞控股股权结构（截至 2024 年末）	7
图表 3： 2015-2024 年营收构成（百万元）及同比增长率（%）	8
图表 4： 2024 年东莞控股各业务收入占比（%）	8
图表 5： 2015-2024 年毛利润构成（百万元）	8
图表 6： 2015-2024 年毛利率（%）	8
图表 7： 2024 年营业利润构成（百万元）	9
图表 8： 2015-2024 年投资收益构成（百万元）	9
图表 9： 2015-2024 年虎门大桥和东莞证券收益占联营、合营企业投资收益比（%） ...	9
图表 10： 2015-2024 年现金分红总额（百万元）及同比增长率（%）	10
图表 11： 2015-2024 年每股股利（元/股）及股息率（%）	10
图表 12： 东莞控股路产布局	11
图表 13： 东莞控股路产介绍	11
图表 14： 2015-2024 年路产通行费收入构成（百万元）	12
图表 15： 2015-2024 年路产全线车流量（万辆）	12
图表 16： 2015-2024 年高速公路业务成本构成（百万元）	12
图表 17： 2015-2024 年高速公路业务毛利润（百万元）及毛利率（%）	12
图表 18： 商业保理业务关系	13
图表 19： 2016-2024 年商业保理业务营收（百万元）及同比增长率（%）	14
图表 20： 2016-2024 年商业保理业务毛利（百万元）及毛利率（%）	14
图表 21： 2016-2024 年宏通保理公司净利润（百万元）及同比增长率（%）	14
图表 22： 2015-2024 年融资租赁业务营收（百万元）及同比增长率（%）	15
图表 23： 2015-2024 年融资租赁业务成本构成（百万元）及同比增长率（%）	15
图表 24： 2015-2024 年融资租赁业务毛利（百万元）及毛利率（%）	15
图表 25： 2015-2024 年融通租赁公司净利润（百万元）及同比增长率（%）	15
图表 26： 2020-2024 年新能源汽车充换电站数量（座）	16
图表 27： 2021-2024 年新能源汽车充换电营收（百万元）及同比增长率（%）	16
图表 28： 2021-2024 年新能源汽车充换电毛利润（百万元）及毛利率（%）	16
图表 29： 东莞控股关键财务项目预测	17

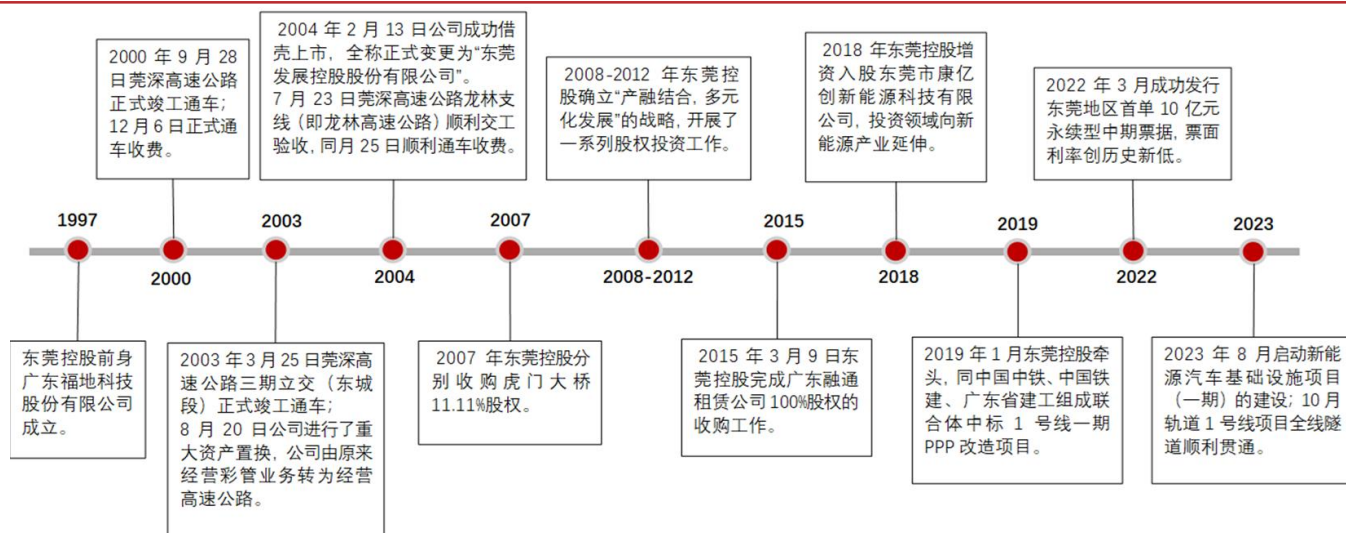
图表 30: 可比公司估值表	17
----------------------	----

1. 东莞控股：东莞交投二级企业，业绩分红稳定

1.1. 东莞交投控股子公司，深化多元业务布局

战略转型深耕公路主业，核心路产区位优势显著。1997年东莞控股前身广东福地科技股份有限公司（原名：广东福地彩色显像管股份有限公司）成立，2003年通过资产重组转型为以高速公路运营为主业的国有控股企业，2004年公司成功借壳上市，全称正式变更为“东莞发展控股股份有限公司”。公司主营业务为高速公路投资运营、新能源汽车充换电、融通租赁、商业保理等。其中，高速公路业务核心为莞深高速，莞深高速位于珠三角腹地，系广东省珠三角环线高速（G94）的重要组成部分，是连接广州、东莞与深圳的重要快速通道，地理位置优越，区位优势明显。

图表 1：东莞控股历史沿革

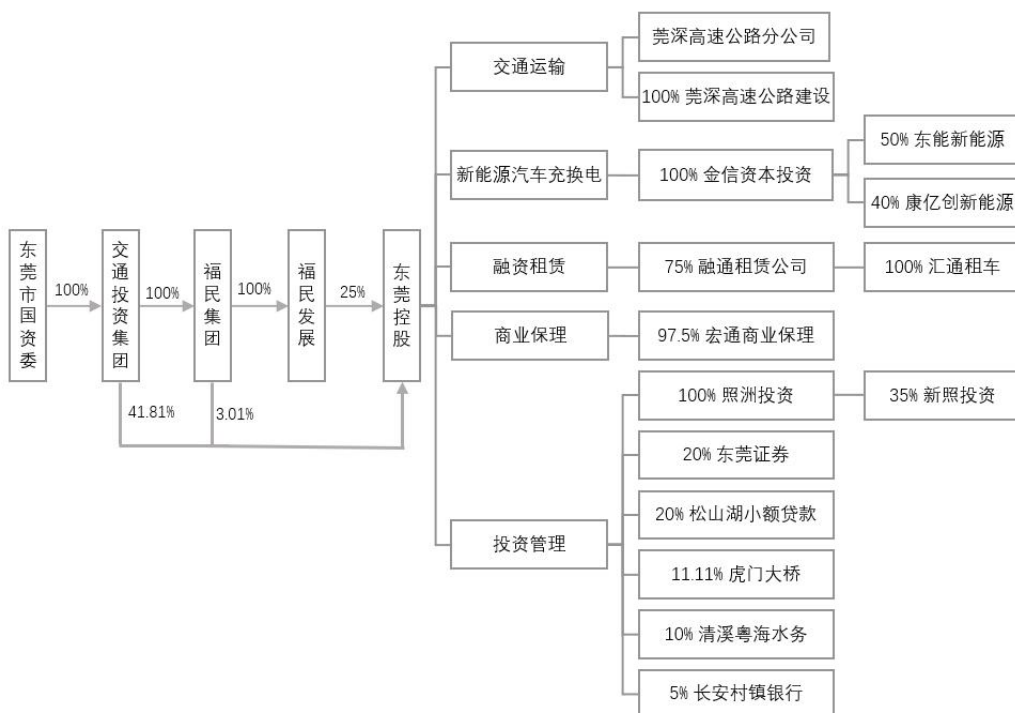


资料来源：东莞控股官网、华源证券研究所

注：2000年3月前公司名为广东福地彩色显像管股份有限公司，2000年3月-2004年2月公司名为广东福地科技股份有限公司，2004年2月后更名东莞发展控股股份有限公司。

东莞交投二级企业，控股股东实力强大。东莞控股的控股股东为东莞市交通投资集团有限公司（简称“东莞交投”），截至2024年末，东莞交投持有东莞控股41.81%的股份，而东莞交投的实际控制人是东莞市国资委。东莞交投聚焦综合交通建设运营、交通资源经营开发、产业投资和相关服务等业务领域，截至2024年10月底，集团合并报表资产总额为702.23亿元，净资产272.21亿元，企业信用评级为AAA。

图表 2：东莞控股股权结构（截至 2024 年末）

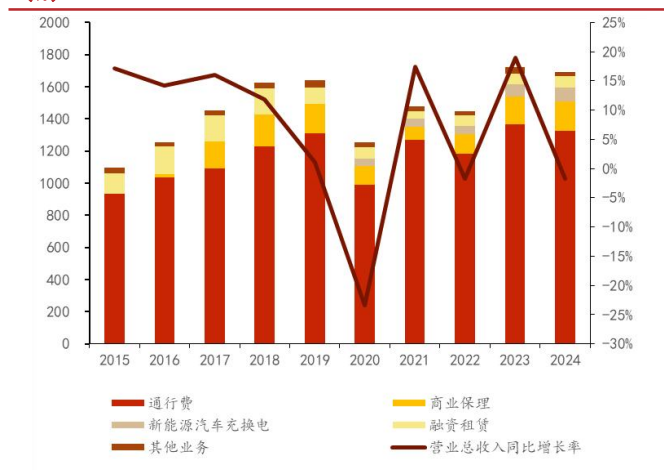


资料来源：公司公告、东莞控股官网、华源证券研究所

1.2. 通行费贡献主要收入，多元业务培育盈利增长点

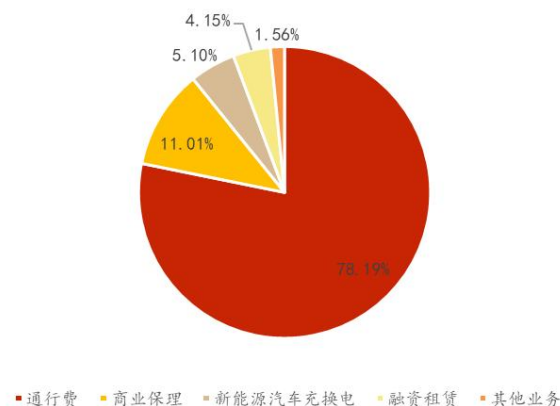
聚焦公路主业，多元业务创收。2015-2024 年公司营业总收入由 10.97 亿元提升至 16.92 亿元，CAGR4.93%。1）**高速公路业务**为公司核心业务，通过经营高速公路赚取通行费，2015-2024 年通行费收入 CAGR 3.94%。2024 年莞深高速实现通行费收入 13.23 亿元，同比减少 3.06%，占总营收的 78.19%，通行费下降主要由于雨水天气增多及莞番高速三期的开通分流了部分车流。2）**商业保理业务**通过收取保理利息获得收入，2017-2024 年商业保理营收 CAGR1.66%。3）**新能源汽车充换电业务**按客户的实际充电量收取费用，2020-2024 年新能源业务营收 CAGR 达 15.32%。4）**融资租赁业务**通过收取租金获得收入，2015-2019 年融资租赁营收平均规模为 1.45 亿元左右，2020-2024 年受宏观需求影响，融资租赁营收整体规模收缩后恢复。

图表 3：2015-2024 年营收构成（百万元）及同比增长率（%）



资料来源：同花顺 iFinD、公司公告、华源证券研究所
注：剔除 PPP 项目，2024 年已退出一号线建设公司

图表 4：2024 年东莞控股各业务收入占比（%）



资料来源：同花顺 iFinD、公司公告、华源证券研究所

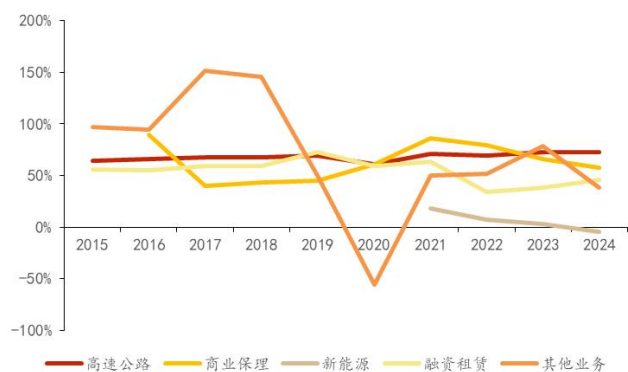
高速公路+商业保理+融资租赁毛利润持续正贡献。2024 年公司毛利润实现 11.08 亿元，同比减少 5.55%。1）高速公路经营管理为公司核心主业，持续贡献正收益，2024 年实现毛利润 9.63 亿元，占总毛利润的 86.92%。2）商业保理和融资租赁业务在 2015-2024 年间虽存在波动，但仍保持毛利润正贡献，2024 年商业保理和融资租赁分别实现毛利润 1.07 亿元、0.32 亿元，分别占总毛利润的 9.64%、2.88%。3）新能源业务受公交业务缩减、市场竞争加剧及收入确认方式的影响，2024 年毛利润为-0.04 亿元。

图表 5：2015-2024 年毛利润构成（百万元）



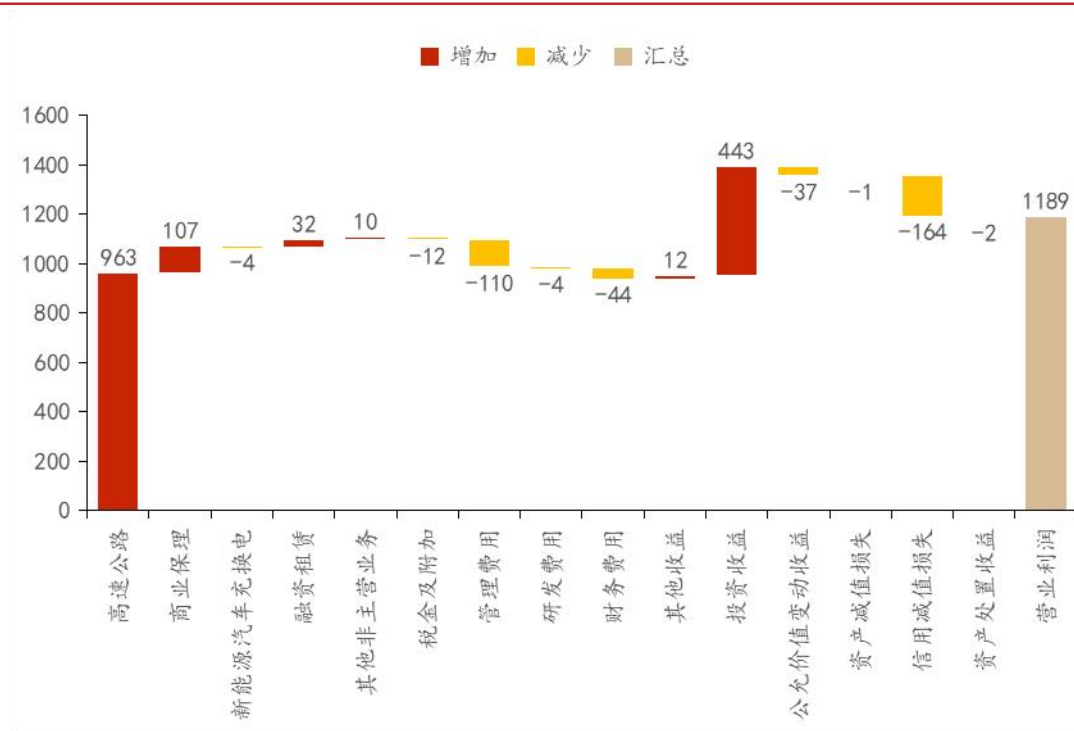
资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

图表 6：2015-2024 年毛利率（%）



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

图表 7：2024 年营业利润构成（百万元）



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

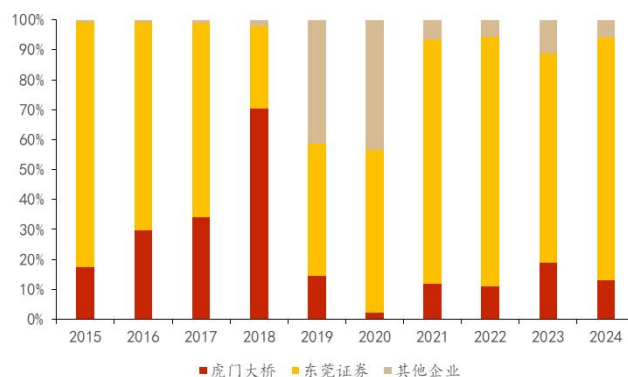
核心投资对投资收益波动影响显著。东莞控股投资收益主要来源于权益法核算的长期股权投资收益及其他投资收益。长期股权投资中核心资产为虎门大桥（持股 11.11%）与东莞证券（持股 20%）。除 2019 年虎门大桥受限行政策、路网分流、2020 年疫情免通行费和 2023 年东莞证券受证券市场指数下行、交易量及佣金费率双降影响外，2015-2024 年虎门大桥和东莞证券合计投资收益占联营、合营投资收益的比例超 90%。长期股权投资收益中，除 2018 年受资管新规以及 IPO 降速影响和 2022-2023 年证券市场指数下行等影响导致东莞证券收益下降外，2015-2024 年长期股权投资收益均保持于 2 亿元以上。2024 年公司通过退出一号线建设公司及减值冲回，推动投资收益同比+150.88%至 4.43 亿元。

图表 8：2015-2024 年投资收益构成（百万元）



资料来源：同花顺 iFinD、公司公告、华源证券研究所

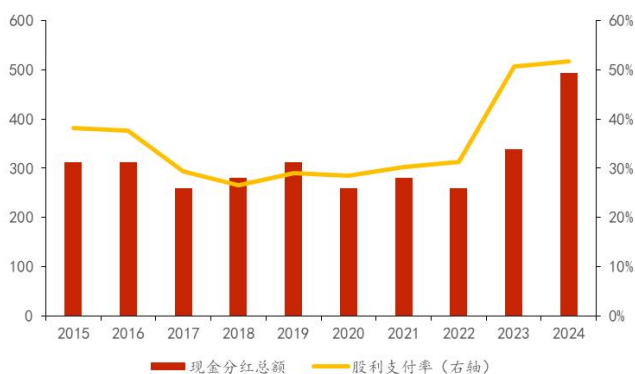
图表 9：2015-2024 年虎门大桥和东莞证券收益占联营、合营企业投资收益比（%）



资料来源：同花顺 iFinD、公司公告、华源证券研究所

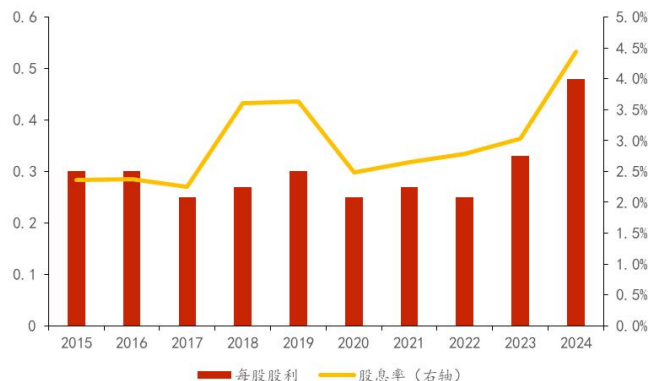
重视股东回报，三年期现金分红锚定 0.475 元/股。东莞控股维持较为稳定的派息政策，2015 年-2024 年公司累计现金分红 31.08 亿元。2015-2023 年每股股利稳定在 0.28 元左右，2024 年每股股利提升至 0.48 元/股。近期公司发布未来三年（2025-2027 年）股东回报计划，在公司可供分配利润为正、且现金能够满足持续经营和长期发展的前提下，公司未来三年（2025 年-2027 年）每年累计以现金方式分配的股利不少于 0.475 元/股。

图表 10：2015-2024 年现金分红总额（百万元）及同比增长率（%）



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

图表 11：2015-2024 年每股股利（元/股）及股息率（%）



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

2. 高速公路业务：莞深高速为核心资产，改扩建巩固路产竞争优势

以莞深高速为核心，积极开展路网扩容。公司持有莞深高速公路特许经营权，该资产作为粤港澳大湾区交通动脉的重要组成部分，不仅构成珠三角环线高速的关键路段，更形成贯通广州、深圳两大核心城市的黄金通道。

截至 2024 年末，公司控股路产加权平均剩余收费年限为 2.17 年。公司经营管理莞深高速一二期、三期东城段及龙林高速，收费经营期均为 25 年（至 2027 年 6 月 30 日），总里程约 55.66 公里；莞深高速位于珠三角腹地，系广东省珠三角环线高速（G94）的重要组成部分，是连接广州、东莞与深圳的重要快速通道，地理位置优越，区位优势明显。此外，公司已于 2007 年开始持有虎门大桥 11.11% 股权，并积极拓展路网，于 2023 年 9 月完成收购惠州惠东至东莞常平高速公路东莞段 35% 的股权。

图表 12：东莞控股路产布局



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 13：东莞控股路产介绍

路产名称	起止点	公司权益	里程 (公里)	收费到期 年限
莞深高速一二期	起于深圳梅观高速公路的终点，止于东莞市东城区与莞樟公路交叉的横坑（莞樟路立交）	100%	39.55	2027.6
莞深高速三期东城段	起于莞深高速二期终点，止于东莞市东城区柏洲边与莞龙路交界处（莞龙路立交）	100%	7.01	2027.6
莞深高速龙林支线（龙林高速）	起于莞深高速一期终点（塘厦立交），止于塘厦镇林村，分别与莞深高速公路、从莞高速公路、博深高速公路相连	100%	9.1	2027.6
惠常高速公路东莞段	惠州惠东至东莞常平高速公路东莞段，惠常高速公路东莞段经过谢岗、樟木头和常平 3 个镇	35%	14.9	2034.9
虎门大桥	经太平、新湾，跨虎门水道、南面村北、蒲州水道、南北台南侧，止于番禺市南沙红岭	11.11%	15.76	2029.5

资料来源：公司公告、华源证券研究所

通行费及车流量受经济和政策等影响呈阶段性波动。1) 2015-2019 年，在粤港澳大湾区的发展机遇下，珠三角区域加速一体化融合，区域经济保持活跃，促进公司车流量的增长，公司路产通行费收入与车流量保持同向增长，收入 2015-2019 年由 9.34 亿元提升至 13.09 亿元，CAGR 为 8.80%。区域交通需求持续扩容，车流量由 2015 年的 6669.7 万辆提升至 2019 年的 11924 万辆，CAGR 为 15.63%。

2) 2020-2022 年，宏观经济波动，沿线居民出行意愿降低影响车流量，叠加免通行费政策影响，公司通行费收入波动明显。

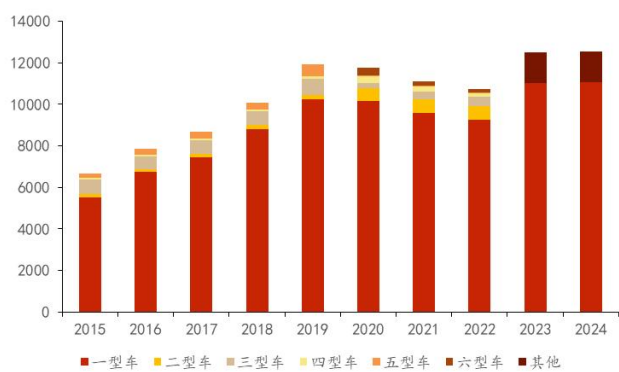
3) 2023-2024 年, 公司路产车流量受宏观经济、天气和其他路产分流共同影响略有波动, 整体车流量趋于饱和, 2023 年至 2024 年平均车流量约为 12534.79 万辆。2024 年通行费收入受雨水天气增多及莞番高速分流影响, 收入由 2023 年的 13.65 亿元下滑至 13.23 亿元, 同比减少 3.06%。

图表 14: 2015-2024 年路产通行费收入构成 (百万元)



资料来源: 公司公告、华源证券研究所

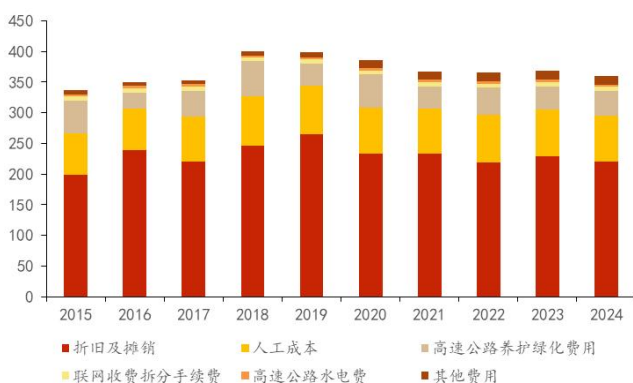
图表 15: 2015-2024 年路产全线车流量 (万辆)



资料来源: 公司公告、华源证券研究所

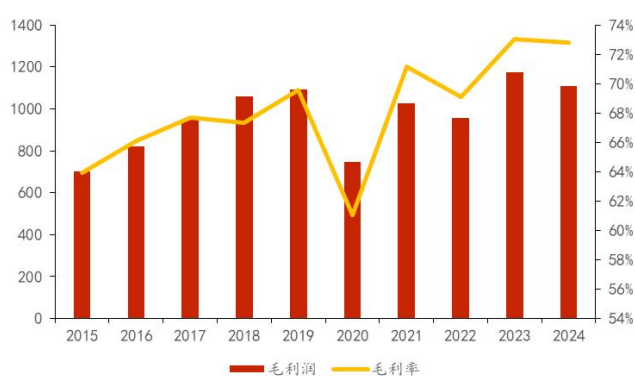
高速公路业务成本较为刚性, 毛利及毛利率波动主要受车流量及收费政策变化影响。1) 2015-2019 年高速公路业务受珠三角区域加速一体化融合影响, 区域经济保持活跃, 车流量稳定增长, 通行费收入 CAGR8.80%快于成本 CAGR4.30%, 形成剪刀差效应, 毛利和毛利率同步呈增长态势。2) 2020-2022 年高速公路业务受疫情冲击, 叠加免通行费政策影响, 车流量持续锐减, 通行费收入减少, 但刚性成本难以同步压缩, 导致毛利率承压。3) 2023-2024 年宏观经济持续复苏, 车流量接近饱和, 通行费收入得以修复, 毛利率平均达 72.90%。

图表 16: 2015-2024 年高速公路业务成本构成 (百万元)



资料来源: 公司公告、华源证券研究所

图表 17: 2015-2024 年高速公路业务毛利润 (百万元) 及毛利率 (%)



资料来源: 公司公告、华源证券研究所

莞深高速改扩建或将激发增长潜力。公司已于 2022 年启动概算 175.84 亿元的改扩建工程(资本金比例为 25%)。截至 2024 年末, 累计完成投资额 26.73 亿元, 占投资总额的 15.06%, 预计于 2028 年 12 月建成通车。莞深高速将申请延长收费期限, 具体以政府批复为准。从收入端看, 改扩建建设期内, 由于压缩了现有应急车道, 局部路段拥堵状况会增加, 将会造成

车流量分流减少，影响建设期内高速公路通行费收入。从成本端看，在建工程成本计入当期在建工程科目，在达到预定可使用状态时转入固定资产后按车流量计提折旧，因此短期内改扩建项目对成本不造成压力。改扩建项目完工后将显著提升路段通行能力，叠加收费期限延长（需政府审批），或驱动车流量与通行费收入形成阶梯式增长。

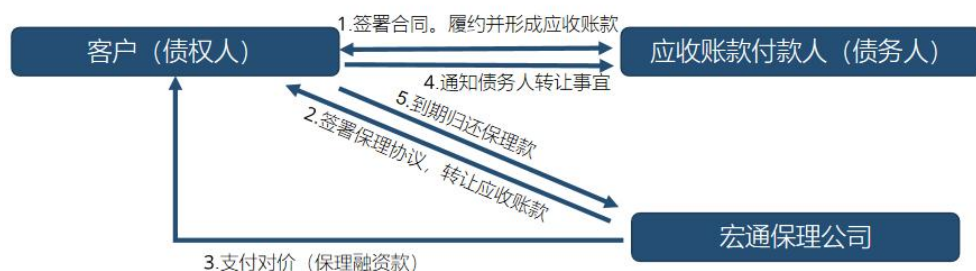
3. 多元化业务布局深化：金融板块引领增长，新能源充换电协同赋能

两大板块驱动收益结构升级。1) 公司金融投资业务主要分为商业保理、融资租赁，公司稳定发展金融业务，致力于加速业务转型，夯实地方业务基本盘。2) 新能源方面，公司积极扩大新能源品牌知名度和影响力，并持续推进创新开发，研究推动交能融合项目，提升公司新能源业务的核心竞争力。

3.1. 金融业务：商业保理+融资租赁双轮驱动，赋能实体经济高质量发展

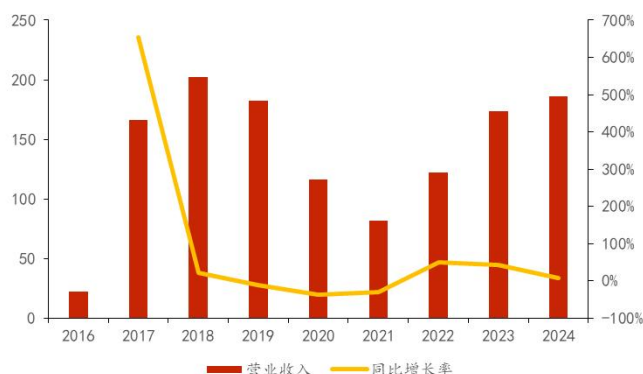
商业保理盈利能力可观，2024 年专项减值下短期业绩承压。公司的控股子公司——宏通保理从事商业保理业务，经营模式上，宏通保理以应收账款开展有追索权的商业保理业务，公司通过收取手续费、租息收入等，分期收回商业保理的本金。2016-2024 年商业保理业务平均毛利率 62.99%。至 2024 年末，宏通保理实现营业收入 1.86 亿元，但受东莞市瑞盈酒店投资有限公司保理业务专项计提减值影响（按 15%比例增提减值 1.04 亿元），净利润亏损 0.28 亿元。

图表 18：商业保理业务关系



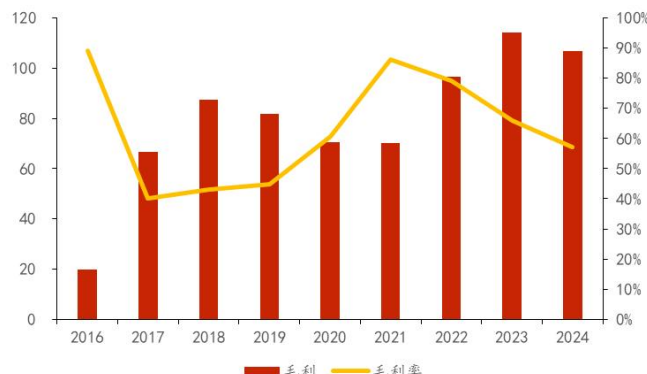
资料来源：东莞控股官网、华源证券研究所

图表 19：2016-2024 年商业保理业务营收（百万元）及同比增长率（%）



资料来源：同花顺 iFinD、公司公告、华源证券研究所

图表 20：2016-2024 年商业保理业务毛利（百万元）及毛利率（%）



资料来源：同花顺 iFinD、公司公告、华源证券研究所

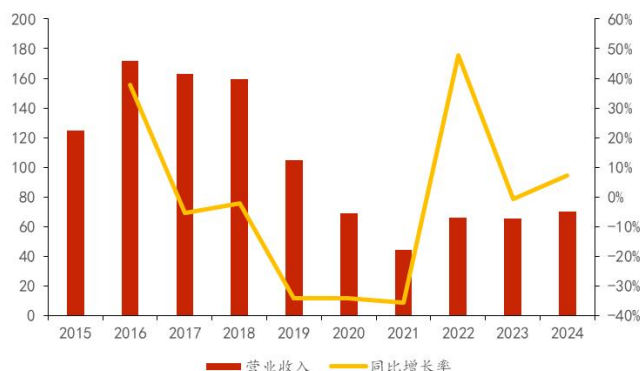
图表 21：2016-2024 年宏通保理公司净利润（百万元）及同比增长率（%）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

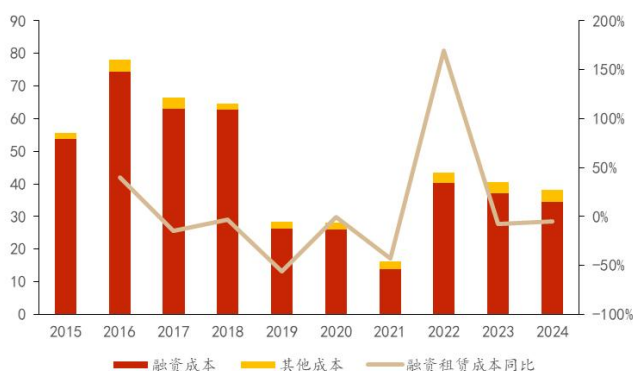
融资租赁业务聚焦售后回租，业绩逐步修复。公司的全资子公司——融通租赁从事融资租赁业务，在经营模式上，融通租赁主要开展基础设施或设施的售后回租业务，公司通过收取手续费、租息收入等，分期收回融资租赁的本金。融资租赁业务毛利率变动主要受融资成本影响，2015-2024 年融资成本占融资租赁成本比基本都超过 9 成，并随业务规模的变化而变动。2024 年子公司融通租赁公司实现营收 0.72 亿元，净利润 0.52 亿元；2024 年东莞控股融资租赁业务板块营业收入同比增长 7.30%至 0.70 亿元，毛利率达 45.43%。

图表 22：2015-2024 年融资租赁业务营收（百万元）及同比增长率（%）



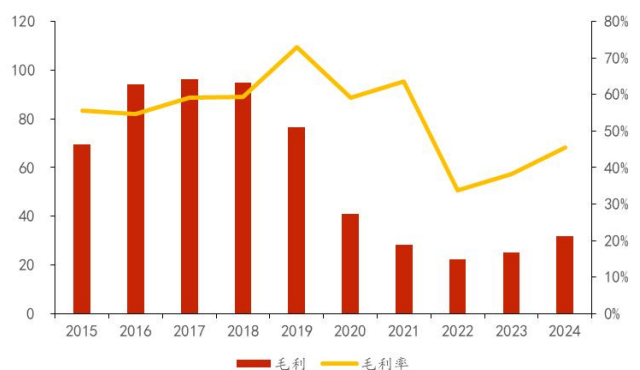
资料来源：同花顺 iFinD、公司公告、华源证券研究所

图表 23：2015-2024 年融资租赁业务成本构成（百万元）及同比增长率（%）



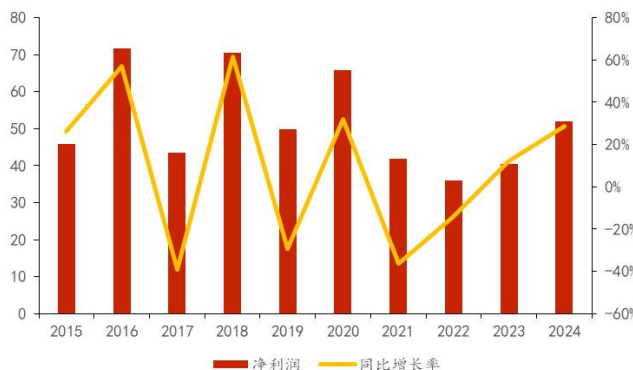
资料来源：同花顺 iFinD、公司公告、华源证券研究所

图表 24：2015-2024 年融资租赁业务毛利（百万元）及毛利率（%）



资料来源：同花顺 iFinD、公司公告、华源证券研究所

图表 25：2015-2024 年融通租赁公司净利润（百万元）及同比增长率（%）



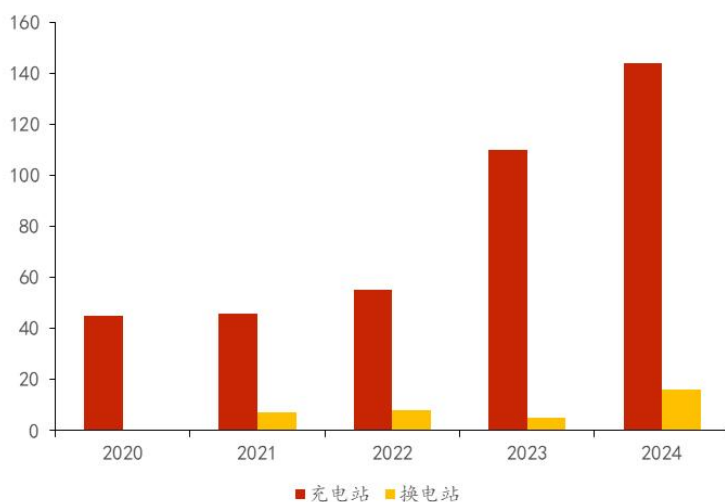
资料来源：同花顺 iFinD、公司公告、华源证券研究所

3.2. 新能源业务：营收持续扩张，公司加码新能源未来布局

公司新能源汽车充换电业务由下属公司东能公司及康亿创公司经营，经营范围为投资建设运营公交站、公共停车场充电设施；充电桩设施建设与运营管理；为新能源汽车提供充电服务；新能源技术咨询服务。

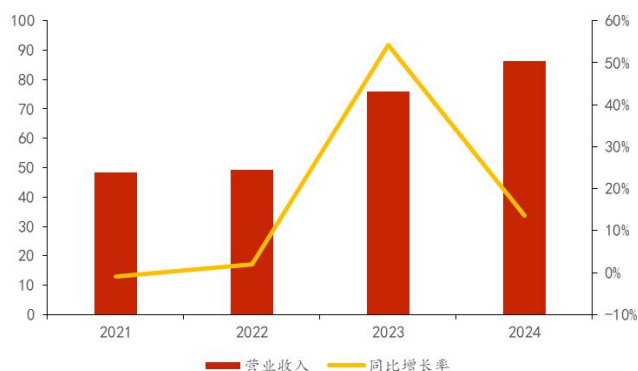
收入随充换电站投入增长持续扩张，利润短期承压。2020 至 2024 年间，下属公司持续加大充换电站投入，至 2024 年末已建成充电站 144 座、换电站 16 座，总功率达 22.74 万千瓦，覆盖东莞、广州、南京等核心城市。充换电业务收入随业务规模扩大实现增长，2024 年达 0.86 亿元，毛利率自 2021 年起持续下滑，主要受公交业务需求萎缩、行业竞争白热化及收入确认规则调整三重压力影响。2024 年，康亿创公司实现营业收入 0.82 亿元，归母净利润亏损 0.25 亿元；东能公司营业收入 0.08 亿元，净亏损 0.04 亿元。

图表 26：2020-2024 年新能源汽车充换电站数量（座）



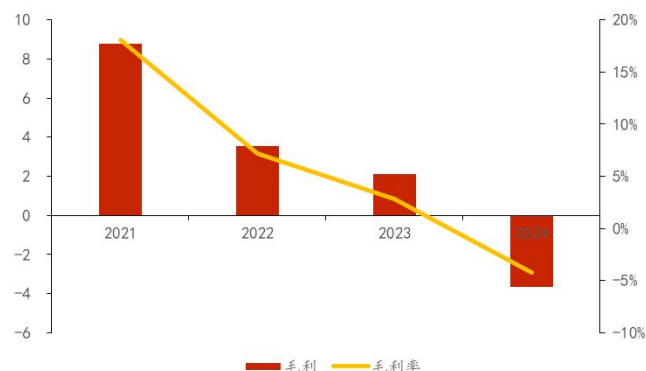
资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 27：2021-2024 年新能源汽车充换电营收（百万元）及同比增长率（%）



资料来源：同花顺 iFinD、公司公告、华源证券研究所

图表 28：2021-2024 年新能源汽车充换电毛利润（百万元）及毛利率（%）



资料来源：同花顺 iFinD、公司公告、华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测

1) 收入：①高速公路：2025 年-2027 年，公司莞深高速正处于改扩建工程实施关键时期，虽然莞深高速地理位置优越，但改扩建施工压缩现有应急车道，局部路段拥堵状况增加，将会造成车流量分流减少，预计高速公路通行费收入短期承压。②公司以稳为主做精做优类金融投资业务，大力推动业务批量化转型，预计收入将持续增长。③公司积极扩大新能源品牌知名度和影响力，并持续推进创新开发，研究推动交能融合项目，但受市场竞争等因素影响，预计收入维持现有水平。

2) 成本：公司进一步聚焦主业，优化精益管理，尽管市场需求存在较大不确定性，我们预计公司未来毛利率仍将持续提升。

3) 费用：2024 年公司研发费用已较上年大幅缩减，后续压缩空间有限，预计费用率将较为稳定。

图表 29：东莞控股关键财务项目预测

项目	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	41.04	46.88	16.92	16.00	16.75	17.54
yoy	-22.87%	14.24%	-63.91%	-5.45%	4.70%	4.71%
营业成本（亿元）	31.49	35.16	5.84	5.70	5.76	5.89
yoy	-26.66%	11.64%	-83.38%	-2.52%	1.17%	2.20%
毛利率	23.27%	25.01%	65.47%	64.40%	65.60%	66.42%
销售费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用率	2.04%	2.43%	6.51%	4.50%	4.00%	4.00%
研发费用率	0.01%	0.19%	0.24%	0.20%	0.20%	0.20%

资料来源：公司公告、华源证券研究所

4.2. 评级

东莞控股核心资产莞深高速公路作为粤港澳大湾区交通动脉的重要组成部分，不仅构成珠三角环线高速的关键路段，更形成贯通广州、深圳两大核心城市的黄金通道。我们认为莞深高速虽短期受改扩建扰动，但长期车流基本盘稳固。公司战略聚焦主业优化资产组合，通过剥离 PPP 项目、出售东莞信托股权等资产，实现资源向高速公路主业的集约化配置，高速公路、新能源及金融板块三大业务线呈现协同发展态势。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.12/8.56/8.88 亿元，同比增速分别为-15.0%/5.4%/3.8%，当前股价对应的 PE 分别为 13.1/12.4/11.9 倍，参考招商公路、宁沪高速、四川成渝可比公司估值，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 30：可比公司估值表

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	EPS			PE		
			25E	26E	27E	25E	26E	27E
001965.SZ	招商公路	848.45	0.83	0.88	0.92	14.86	14.16	13.51
600377.SH	宁沪高速	717.06	1.02	1.05	1.09	15.61	15.11	14.54
601107.SH	四川成渝	171.54	0.47	0.49	0.52	13.19	12.53	11.88
平均值						14.55	13.93	13.31

资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

注：可比公司均采用同花顺 iFinD 一致预期，估值日期 2025 年 5 月 26 日

5. 风险提示

1) 宏观经济波动导致车流量增速不及预期：如果经济波动，需求疲软导致车流量下滑，公司收入有可能低于预期；

2) 收费政策调整导致通行费收入不及预期：如果未来出现通行费减免政策，高速公路通行费收入下滑，公司收入有可能低于预期；

3) 改扩建效果不及预期：若改扩建结束后车流量增长情况不及预期，将阻碍产能释放，影响高速公路业务修复。

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	4,373	4,316	3,927	3,659
应收票据及账款	43	34	36	37
预付账款	1	1	1	1
其他应收款	969	312	327	342
存货	0	0	0	0
其他流动资产	1,155	655	683	713
流动资产总计	6,540	5,318	4,973	4,752
长期股权投资	2,952	3,191	3,442	3,706
固定资产	1,037	1,237	1,422	1,594
在建工程	2,245	1,834	1,410	973
无形资产	87	532	1,593	3,241
长期待摊费用	40	35	30	24
其他非流动资产	4,469	6,378	7,212	7,378
非流动资产合计	10,829	13,206	15,108	16,915
资产总计	17,369	18,524	20,081	21,667
短期借款	1,667	1,967	2,267	2,567
应付票据及账款	72	277	281	287
其他流动负债	1,013	432	435	446
流动负债合计	2,752	2,677	2,983	3,300
长期借款	4,578	5,378	6,178	6,978
其他非流动负债	80	80	80	80
非流动负债合计	4,657	5,457	6,257	7,057
负债合计	7,409	8,135	9,241	10,357
股本	1,040	1,040	1,040	1,040
资本公积	1,136	1,136	1,136	1,136
留存收益	7,661	8,111	8,585	9,077
归属母公司权益	9,837	10,287	10,761	11,253
少数股东权益	124	103	80	57
股东权益合计	9,960	10,389	10,841	11,310
负债和股东权益合计	17,369	18,524	20,081	21,667

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	932	583	614	637
折旧与摊销	302	332	414	526
财务费用	44	185	218	251
投资损失	-443	-248	-260	-273
营运资金变动	157	791	-39	-30
其他经营现金流	381	356	278	291
经营性现金净流量	1,373	1,999	1,225	1,403
投资性现金净流量	2,035	-2,609	-2,116	-2,123
筹资性现金净流量	-2,514	553	501	453
现金流量净额	894	-56	-390	-268

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,692	1,600	1,675	1,754
营业成本	584	570	576	589
税金及附加	12	12	12	12
销售费用	0	0	0	0
管理费用	110	72	67	70
研发费用	4	3	3	4
财务费用	44	185	218	251
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
信用减值损失	-164	-20	-20	-20
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	443	248	260	273
公允价值变动损益	-37	0	0	0
资产处置收益	-2	-2	-2	-2
其他收益	12	12	12	12
营业利润	1,189	996	1,048	1,090
营业外收入	6	6	6	6
营业外支出	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,194	1,001	1,054	1,096
所得税	262	210	221	230
净利润	932	791	833	866
少数股东损益	-24	-21	-23	-22
归属母公司股东净利润	955	812	856	888
EPS(元)	0.92	0.78	0.82	0.85

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-63.91%	-5.45%	4.70%	4.71%
营业利润增长率	53.79%	-16.21%	5.27%	3.99%
归母净利润增长率	43.26%	-14.97%	5.35%	3.80%
经营现金流增长率	253.10%	45.62%	-38.70%	14.46%
盈利能力				
毛利率	65.47%	64.40%	65.60%	66.42%
净利率	55.06%	49.45%	49.71%	49.36%
ROE	9.71%	7.90%	7.95%	7.89%
ROA	5.50%	4.38%	4.26%	4.10%
ROIC	3.73%	7.75%	7.36%	6.82%
估值倍数				
P/E	11.11	13.07	12.40	11.95
P/S	6.27	6.63	6.34	6.05
P/B	1.08	1.03	0.99	0.94
股息率	4.65%	3.41%	3.59%	3.73%
EV/EBITDA	9	9	9	9

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）。