

交通运输

2025 年 10 月 17 日

山东高速 (600350)

——山东省高速公路运营商，核心路产改扩建完工驱动业绩增长

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据：2025 年 10 月 16 日

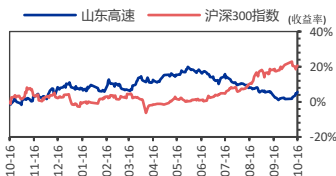
收盘价 (元)	9.14
一年内最高/最低 (元)	11.57/8.47
市净率	1.5
股息率% (分红/股价)	4.60
流通 A 股市值 (百万元)	44,188
上证指数/深证成指	3,916.23/13,086.41

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 06 月 30 日

每股净资产 (元)	5.98
资产负债率%	65.96
总股本/流通 A 股 (百万)	4,835/4,835
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

严天鹏 A0230524090004
yantp@swsresearch.com
闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com

研究支持

范晨轩 A0230525070003
fancx@swsresearch.com

联系人

严天鹏
(8621)23297818×
yantp@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **山东省优秀上市路桥公司，坚持大力回报股东。**山东高速为山东区域内优秀的路桥运营公司，通过资产收购的战略举措实现企业资产规模的跨越式拓展与价值维度的纵深提升。山东高速控股股东山东高速集团持有公司 70.29%的股权，实际控制人为山东省国资委，招商公路为第二大股东，持股 16.15%，股权结构稳定。公司以收费公路为核心业务，拓展资本运营及工程建设业务。公司长期聚焦股东价值回报，以常态化高分红与动态化股份回购持续赋能股东收益。
- **受益于核心路产改扩建通车，业绩稳步增长。**路产多分布于山东，核心路产为山东省内交通大通道，区位优势明显。京台高速、济青高速、济荷高速均为公司核心路产，京台高速改扩建后单车价值量修复，通行费收入呈稳健态势。2025H1 济荷高速实现通行费收入（含税）6.3 亿元，较 2024 年同期增长 165.46%，成为驱动公司通行费收入板块增长的重要增长极。
- **“一核多元”协同发展，生态乘数赋能增长。**公司依托自身在高速公路领域的投资建设运营经验，开展机电工程施工、商品销售、铁路运输等业务。多元化协同板块中，伴随未来几年山东省高速公路领域新增投资的持续落地，机电工程施工业务板块预计整体维持稳健。铁路运输板块，公司通过“请进来”“走出去”等形式加强货源营销，积极召开货主座谈会，赴多地开展营销走访，不断新开发货源，公司铁路货运量维持稳步增长。
- **首次覆盖，给予“增持”评级。**山东高速作为高速公路领域的优质公司，盈利能力稳定且分红能力较强。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 33.83、36.38、37.06 亿元，分别同比增长 5.8%、7.5%、1.9%，每股收益分别为 0.7、0.75、0.77 元/股。基于以上盈利预测，当前市值对应 PE 分别为 13x、12x、12x。从行业角度，选取皖通高速和深高速作为可比公司，可比公司均为区域性优秀高速公路运营商，与山东高速可比，2025-2027 年可比公司平均 PE 分别为 15x、14x、14x。对标可比公司估值水平，我们认为 2025 年山东高速合理 PE 估值倍数为 15X，对应当前市值仍有约 12%的空间。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**收费标准降低风险；不可抗力；竞争性线位导致车流转移。

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	28,494	10,739	28,503	28,797	28,924
同比增长率 (%)	7.3	-11.5	0.0	1.0	0.4
归母净利润 (百万元)	3,196	1,696	3,383	3,638	3,706
同比增长率 (%)	-3.1	3.9	5.8	7.5	1.9
每股收益 (元/股)	0.66	0.35	0.70	0.75	0.77
毛利率 (%)	26.1	34.4	27.6	28.4	28.8
ROE (%)	7.4	4.1	7.3	7.3	6.9
市盈率	14		13	12	12

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

山东高速作为高速公路领域的优质公司，盈利能力稳定且分红能力较强。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 33.83、36.38、37.06 亿元，分别同比增长 5.8%、7.5%、1.9%，每股收益分别为 0.7、0.75、0.77 元/股。基于以上盈利预测，当前市值对应 PE 分别为 13x、12x、12x。

从行业角度，选取皖通高速和深高速作为可比公司，可比公司均为区域性优秀高速公路运营商，与山东高速可比，2025-2027 年可比公司平均 PE 分别为 15x、14x、14x。对标可比公司估值水平，我们认为 2025 年山东高速合理 PE 估值倍数为 15X，对应当前市值仍有约 12%的空间。**首次覆盖，给予“增持”评级。**

关键假设点

核心假设-营收

通行费收入：考虑到公司核心路产京台高速和济荷高速车流量增长对于通行费收入的贡献，预计 25-27 年公司通行费收入同比增速达到 5%、5%、3%。

PPP 项目建造：预计 25-27 年公司 PPP 项目建造收入同比增速为-10%、-5%、-5%。

机电工程施工收入：预计 25-27 年该板块营收同比增速为-2%、-2%、-2%。

销售商品收入：预计 25-27 年该板块营收同比增速为 5%、3%、3%。

铁路运输收入：预计 25-27 年该板块营收同比增速为 5%、3%、3%。

预计公司 2025 年-2027 年营收可达到 285.03 亿元、287.97 亿元、289.24 亿元，同比增速分别为 0%、1%、0.4%。

核心假设-毛利率

通行费：预计 25-27 年该板块毛利率分别为 52%、52%、52%。

机电工程施工：预计 25-27 年该板块毛利率分别为 25%、25%、25%。

销售商品：预计 25-27 年该板块毛利率分别为 17%、17%、17%。

铁路运输：预计 25-27 年该板块毛利率分别为 24%、24%、24%。

有别于大众的认识

市场认为高速公路企业没有成长逻辑。

我们认为伴随收费公路管理条例优化，优质高速公路企业路产改扩建及收并购有望驱动公司开启新的成长期。

市场认为高速公路企业属于短期风格资产。

我们认为在“后增长时代”，高速公路企业的长期配置属性突出。

股价表现的催化剂

收费公路管理条例优化，收费公路特许经营权年限延长；优质资产收购；路产改扩建完成；路网格局优化。

核心假设风险

收费标准降低风险；不可抗力；竞争性线位导致车流转移。

目录

1. 山东省优秀上市路桥公司，坚持大力回报股东.....	6
1.1 山东省优秀上市路桥公司，并购实现资产扩容	6
1.2 国资背景雄厚，构筑企业稳健发展基石	6
1.3 聚焦收费公路，拓展资本运营与工程建设	7
2. 受益于核心路产改扩建通车，业绩稳步增长	10
2.1 核心路产为山东省内交通要道，区位优势明显	10
2.2 路网扩容与机动车保有量增长推动车流量稳增	11
2.3 济青及京台提供主要收入利润，济菏高速有望放量	12
3. “一核多元”协同发展，生态乘数赋能增长.....	14
3.1 投资收益形成公司利润重要支撑.....	14
3.2 多元业务协同发展，生态乘数赋能成长.....	15
4. 盈利预测及估值.....	15
4.1 盈利预测	15
4.2 估值.....	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1：山东高速发展历程.....	6
图 2：山东高速股权结构图	6
图 3：山东高速主要业务板块.....	7
图 4：2015-2024 年山东高速营业收入（亿元）及同比增速.....	8
图 5：2015-2024 年山东高速归母净利润（亿元）及同比增速	8
图 6：山东高速主营业务收入拆分（亿元）	8
图 7：山东高速主营业务毛利拆分（亿元）	8
图 8：山东高速近年来期间费用率不断优化	9
图 9：财务费用仍有较大改善空间（亿元）	9
图 10：2015-2024 年山东高速现金分红总额（亿元）及股利支付率	9
图 11：2015-2024 年山东高速每股股利（元）及股息率	9
图 12：山东省高速公路里程（公里）	11
图 13：全国各省私人汽车拥有量（万辆）	11
图 14：山东高速历年来通行费收入（亿元）及同比增速.....	12
图 15：山东高速历年来通行量（万辆）及同比增速	12
图 16：济青高速历年来通行费收入（亿元）及同比增速.....	13
图 17：济青高速历年来通行量（万辆）及同比增速	13
图 18：京台高速历年来通行费收入（亿元）及同比增速.....	13
图 19：京台高速历年来通行量（万辆）及同比增速	13
图 20：京台高速单车价值量（元/辆）	13
图 21：济荷高速历年来通行费收入（亿元）及同比增速.....	14
图 22：济荷高速历年来通行量（万辆）及同比增速	14
图 23：山东高速历年来投资收益占营业利润比例	15
图 24：山东高速历年来投资收益明细（亿元）	15
图 25：山东高速长期股权投资明细（亿元）	15
表 1：公司控股路产信息（截至 2024 年 12 月 31 日）	10
表 2：公司改扩建及新购项目	10
表：营收预测（百万元）	

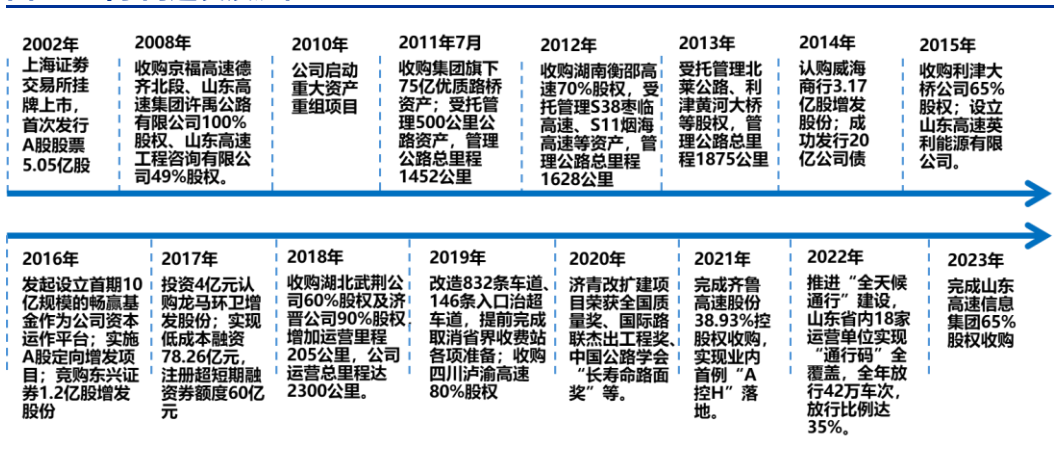
表 4: 毛利率预测	17
表 5: 毛利润预测 (百万元)	17
表 6: 估值表	17

1. 山东省优秀上市路桥公司，坚持大力回报股东

1.1 山东省优秀上市路桥公司，并购实现资产扩容

山东高速为山东区域内优秀的路桥运营公司，通过资产收购的战略举措实现企业资产规模的跨越式拓展与价值维度的纵深提升。山东高速成立于1999年，从发展历程上看，公司主要通过收购的方式获取经营性高速公路资产，目前公司主要经营路桥运营、资本运营和工程建设三大板块，公司运营管理的路桥资产总里程约2913公里，其中公司所辖自有路桥资产里程约1604公里、受托管理山东高速集团所属的路桥资产里程约1309公里。

图1：山东高速发展历程

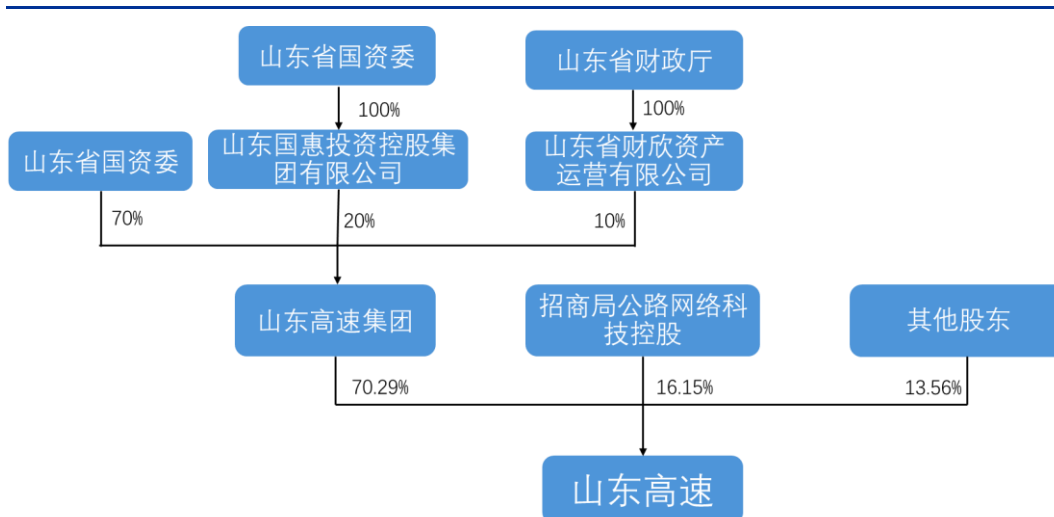


资料来源：公司官网，申万宏源研究

1.2 国资背景雄厚，构筑企业稳健发展基石

国资控股，控股股东实力雄厚，构筑企业稳健发展基石。山东高速控股股东山东高速集团持有公司70.29%的股权，实际控制人为山东省国资委，招商公路为第二大股东，持股16.15%，股权结构稳定。

图2：山东高速股权结构图

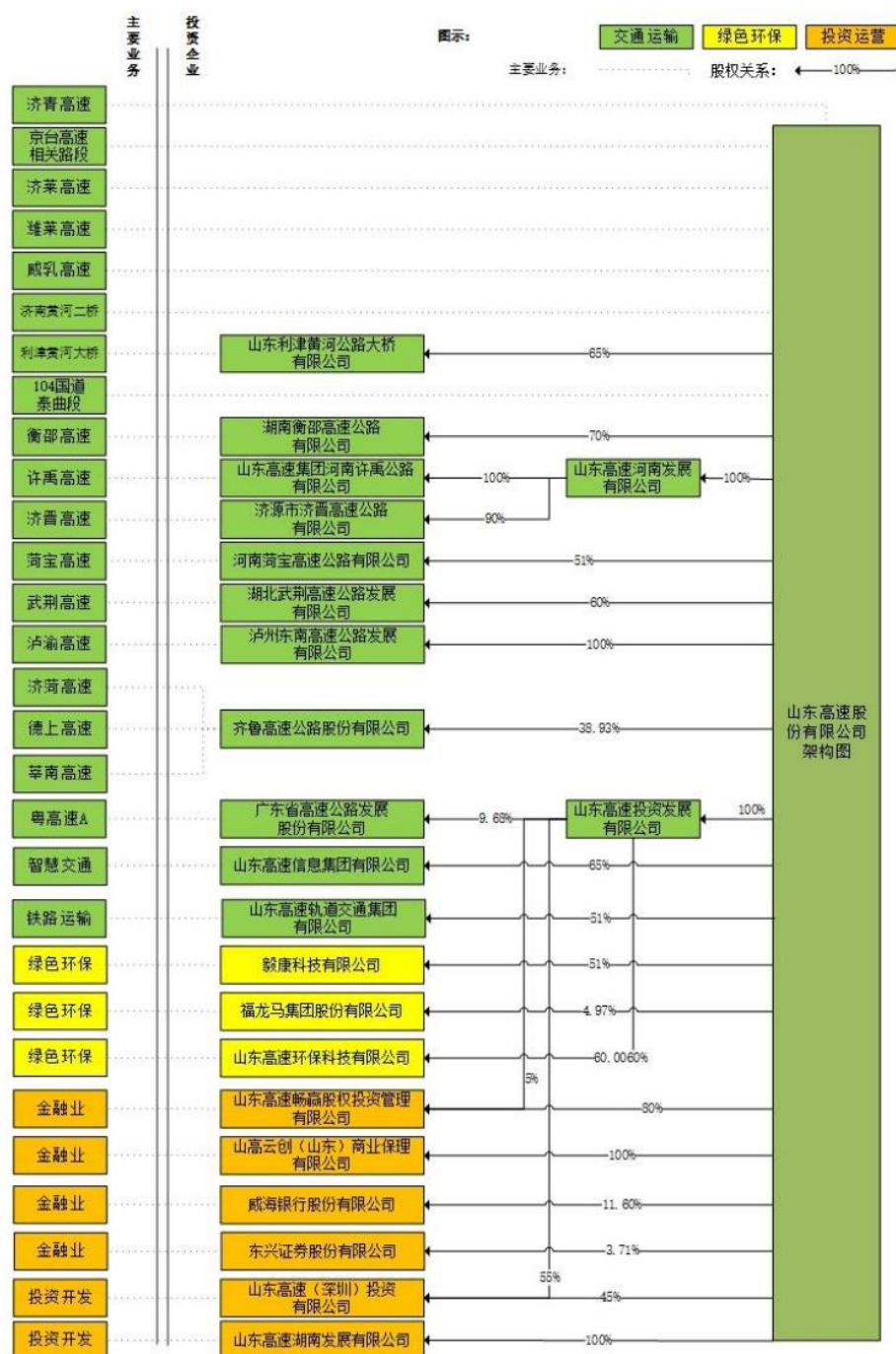


资料来源：Wind，申万宏源研究

1.3 聚焦收费公路，拓展资本运营与工程建设

以收费公路为核心业务，拓展资本运营及工程建设业务。收费路桥运营作为公司的核心业务，为公司的主要收入来源，不仅通过收购的方式获取经营性高速路产，还同时为其他企业的高速公路资产提供运营管理服务。资本运营板块主要收入来源是省外收购项目及供应链金融综合服务体系等投融资业务。工程建设板块为公司公路改扩建业务配套服务，旨在为公路建设及改扩建项目提供项目全周期服务链条。

图 3：山东高速主要业务板块



资料来源：公司公告，申万宏源研究

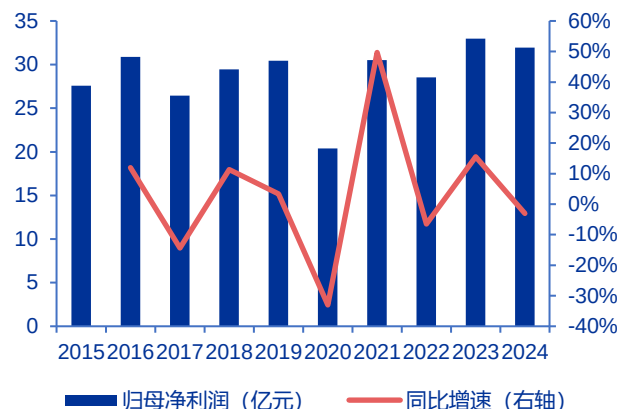
收入利润保持稳健增长，收费公路业务提供主要的收入及利润。公司盈利能力稳健，2016 年以来净利润在 30 亿元上下浮动，2022-2024 年公司营业收入增速较快，主要是路桥项目的建造服务收入增加所致，2024 年公司实现营业收入 284.94 亿元，其中通行费收入、项目建造、机电工程设施收入及销售商品收入分别占比为 33.88%、26.27%、10.53%、12.09%；24 年公司实现毛利润 74.26 亿元，其中通行费、机电工程设施及销售商品分别占比为 67%、10%、8%，通行费收入为公司主要的收入及利润来源。

图 4：2015-2024 年山东高速营业收入（亿元）及同比增速



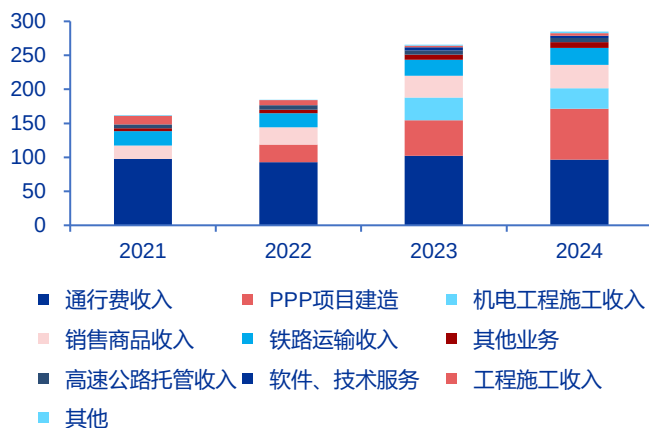
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 5：2015-2024 年山东高速归母净利润（亿元）及同比增速



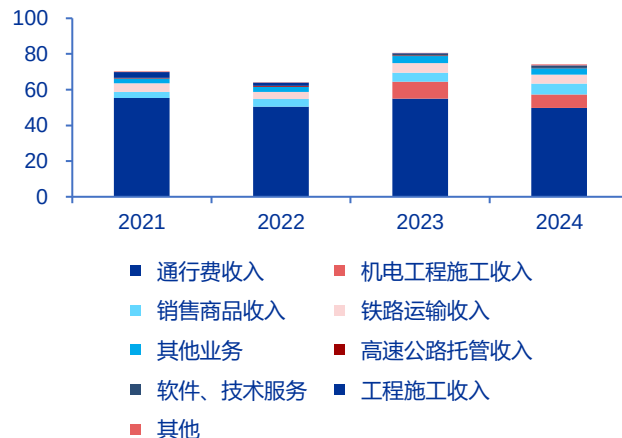
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：山东高速主营业务收入拆分（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

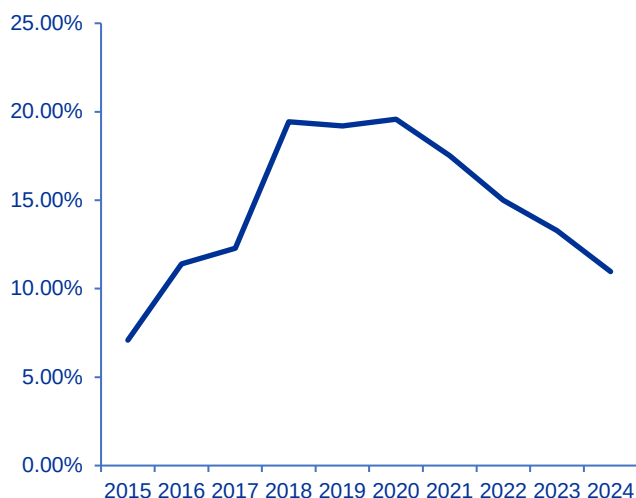
图 7：山东高速主营业务毛利拆分（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

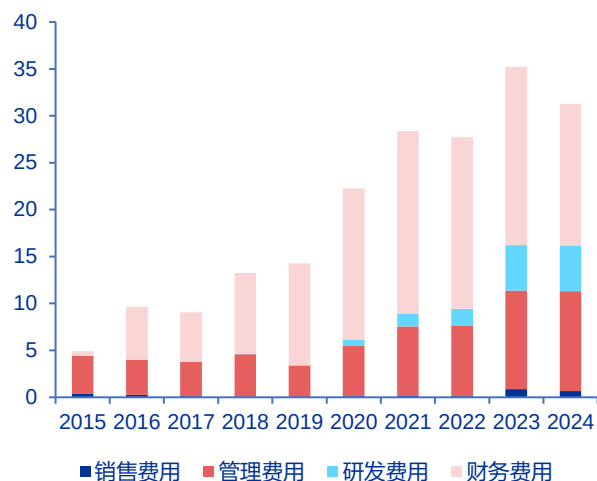
期间费用率下降，财务费用仍有优化空间。2018 年以来公司期间费用率不断优化，2024 年期间费用率为 10.97%，和 2020 年相比下降 8.61pct。费用结构看，公司财务费用占比较高，主要是因为公司改扩建项目需要债务融资较多，22 年公司提出是树立过“紧日子”思想，以公司实际效益和需求主导资金使用，实施分域分级分类降本，力争财务费用压降，24 年公司通过有效压降利息支出等举措持续优化财务费用管理，未来仍存在较大的改善提升空间。

图 8：山东高速近年来期间费用率不断优化



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 9：财务费用仍有较大改善空间（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

聚焦股东价值回报，以常态化高分红与动态化股份回购持续赋能股东收益。2020-2024 年公司践行《山东高速股份有限公司未来五年（2020-2024 年）股东回报规划》，五年来现金分红比例维持在 60%以上，2021 年公司克服疫情影响，在利润下降 35%的情况下，将 2020 年度分红比例提高至 89%，保持每股分红不下降，维持分红的稳定性和连续性，我们认为未来公司分红政策仍将保持稳定以彰显公司回馈股东的决心。除常态化分红外，公司于 2025 年 4 月 30 日提出回购股份的预案，计划从 2025 年 6 月 6 日起一年内以公司自有资金或自筹资金 2-3 亿元回购 0.27%~0.40%总股本的股份数，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。

图 10：2015-2024 年山东高速现金分红总额（亿元）及股利支付率



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 11：2015-2024 年山东高速每股股利（元）及股息率



资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 受益于核心路产改扩建通车，业绩稳步增长

2.1 核心路产为山东省内交通要道，区位优势明显

路产多分布于山东，核心路产为山东省内交通大通道，区位优势明显。截至 2024 年，公司运营管理的路桥资产总里程约 2913 公里，其中公司所辖自有路桥资产里程约 1604 公里、受托管理山东高速集团所属的路桥资产里程约 1309 公里。

表 1：公司控股路产信息（截至 2024 年 12 月 31 日）

名称	线位（始发地-终止地）	持股比例	所在省市	营业里程（公里，截至 2024 年底）	车道数	特许经营权年限到期日	状况
济青高速	济南-青岛	100%	山东	318.50	8	2044 年 12 月 1 日	营运
京台高速	德州-齐河	100%	山东	91.28	8	2046 年 7 月 15 日	营运
	济南第二黄河公路大桥	100%	山东	5.75	6	2032 年 4 月 16 日	改扩建
	齐河-济南	100%	山东	21.97	6	2025 年 12 月 31 日	改扩建
	济青连接线	100%	山东	16.38	4	2025 年 1 月 18 日	-
	济南-泰安	100%	山东	59.55	8	2047 年 12 月 29 日	营运
济莱高速	济南-莱芜	100%	山东	76.05	6	2034 年 10 月 21 日	营运
潍莱高速	潍坊-莱阳	100%	山东	140.64	4	2024 年 7 月 31 日	改扩建
威乳高速	威海-乳山	100%	山东	70.55	4	2032 年 12 月 19 日	营运
G104 国道泰曲路	泰安-曲阜	100%	山东	64.17	4	2025 年 11 月 15 日	营运
利津黄河公路大桥	利津县利津镇-垦利县董集镇	65%	山东	1.35	4	2029 年 9 月 25 日	营运
许禹高速	河南许昌至禹州高速公路	100%	河南	39.07	4	2037 年 11 月 14 日	营运
济晋高速	济源-晋城（省界）	90%	河南、山西	20.56	4	2038 年 9 月 9 日	营运
衡邵高速	湖南衡阳-邵阳	70%	湖南	132.06	4	2040 年 12 月 29 日	营运
武荆高速	湖北武汉至荆门高速公路	60%	湖北	183.21	4	2040 年 5 月 1 日	营运
泸渝高速	四川成渝环线合江(渝川界)-纳溪	100%	四川	73.15	4	2043 年 6 月 27 日	营运
济荷高速	殷家林至王官屯段	38.93%	山东	153.60	8	2049 年 12 月 19 日	营运
德上高速	德上高速聊城-范县（鲁豫界）	38.93%	山东、河南	68.94	4	2040 年 11 月 15 日	营运
莘南高速	莘县-南乐（鲁豫界）	38.93%	山东、河南	18.27	4	2043 年 9 月 27 日	营运
荷宝高速	荷宝高速新乡至长垣段	51.00%	山东	49.12	4	2044 年 2 月 17 日	营运

资料来源：公司公告，申万宏源研究

改扩建与新购项目稳步推进，助力公司做强主责主业并实现可持续发展。改扩建端，京台高速齐河至济南段改扩建工程截至 2024 年底路基工程累计完成 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%，预计 2026 年 12 月底将通车；荣潍高速于 2024 年 10 月 31 日取得省交通运输厅初设批复，预算约 68.34 亿元。

表 2：公司改扩建及新购项目

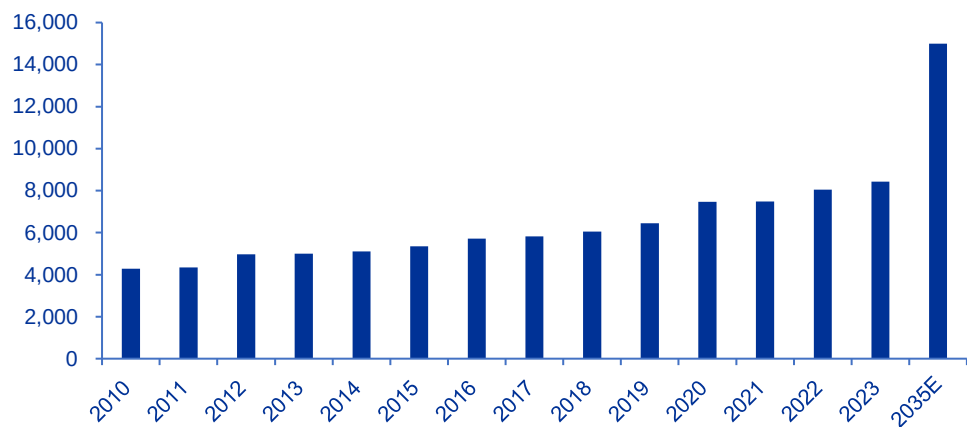
类型	路段	持股比例	预计通车时间	里程 (km)	设计参数	项目概算 (亿元)	实际投资 (亿元)	单公里造 价(亿元)
改扩建路段	京台高速齐河至 济南段改 扩建工程	100%	2026 年 12 月底	24.00	双向十二 车道	86.09	-	3.59
	S16 荣潍高速公 路莱阳至 潍坊段改扩建工 程项目	100%	2027 年 10 月	140.64	双向六车 道	68.34	-	0.49
新投产路段	济荷高速改扩建 工程	38.93%	2024 年 12 月 20 日	153.6	双向八车 道	186.15	130.96	0.85
新购路产	荷宝高速	51%	-	49.12	双向四车 道	4.69	4.69	-

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.2 路网扩容与机动车保有量增长推动车流量稳增

山东省高速公路路网扩容，公司将受益于集团多维赋能与资源协同红利。《交通强国山东示范区建设方案（2025-2035 年）》提出到 2035 年山东省高速公路里程达到 15000 公里（含研究线位约 3000 公里），2023 年山东省高速公路里程约为 8433 公里，仍有较大提升空间。山东高速集团目前运营管理高速公路 9070 公里，其中山东省内 7335 公里，占全省的 84%，山东高速目前运营管理总里程约 2913 公里，占比约 32%，预计公司将持续受益于山东省高速扩容及集团赋能。

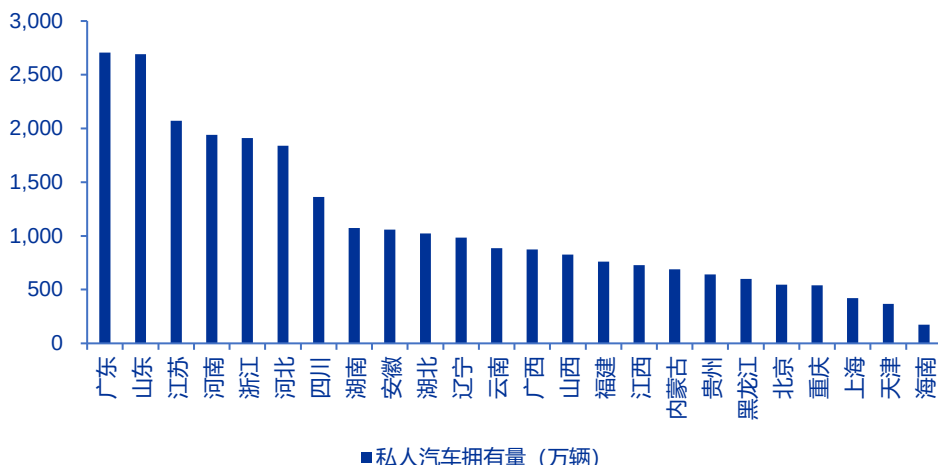
图 12：山东省高速公路里程（公里）



资料来源：Wind，申万宏源研究

山东省汽车保有量处于全国前列，保障省内车流量增长。2023 年山东省私人汽车拥有量达到 2689.96 万辆，仅次于广东省，2013-2023 年 10 年 CAGR 为 10%。

图 13：全国各省私人汽车拥有量（万辆）

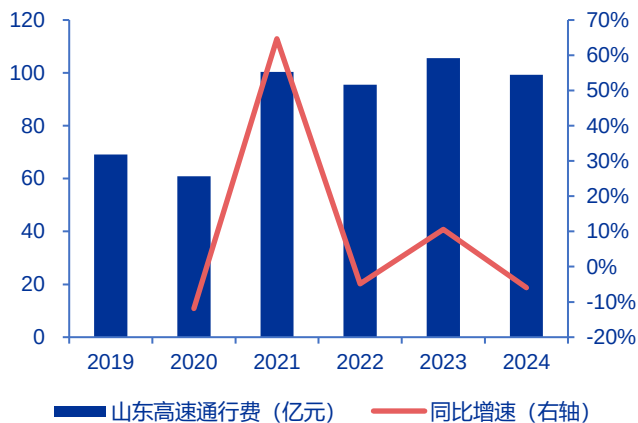


资料来源: Wind, 申万宏源研究

2.3 济青及京台提供主要收入利润，济菏高速有望放量

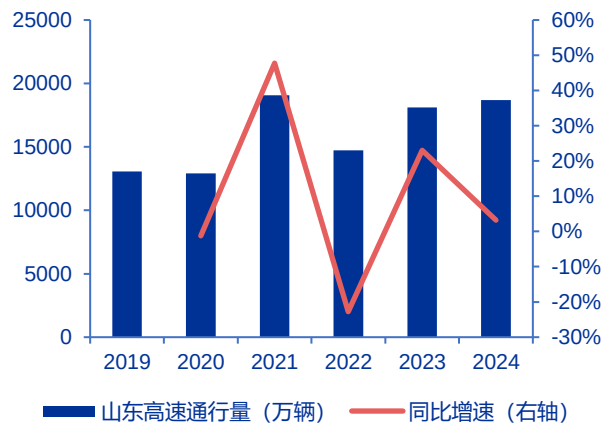
公司整体通行费及通行量呈现稳健增长态势。2020-2024 年公司通行费收入 4 年 CAGR 为 13%，通行量 4 年 CAGR 为 10%，其中 21 年收入及通行量大幅上升系齐鲁高速并表所致，22 年受疫情影响公司收入回落，23-24 年已恢复至常态化增长趋势。

图 14: 山东高速历年来通行费收入 (亿元) 及同比增速



资料来源: Wind, 申万宏源研究

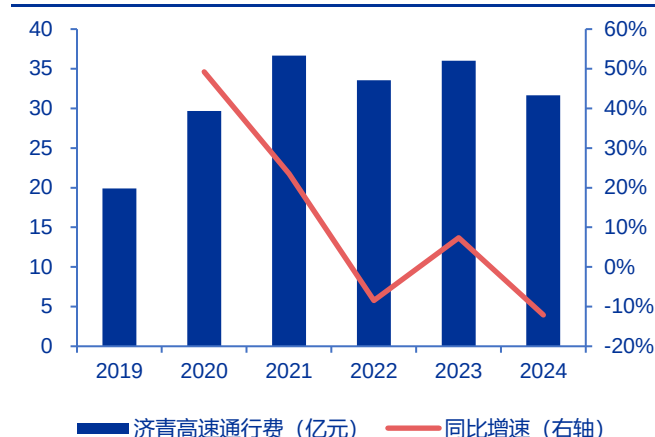
图 15: 山东高速历年来通行量 (万辆) 及同比增速



资料来源: Wind, 申万宏源研究

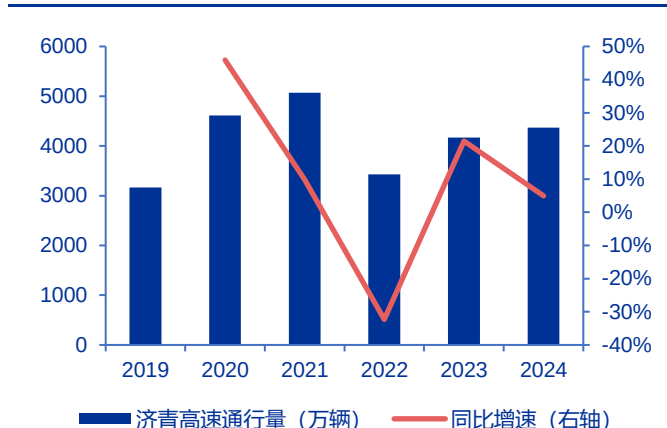
济青高速为山东高速核心路产，贡献主要收入，自 2019 年改扩建以来通行费及通行量中枢处于高位。济青高速是全国“五纵七横”国道主干线的重要组成，连接省会城市经济圈、半岛蓝色经济区，辐射带动鲁南、鲁西周边区域，2019 年“四改八”项目成功落地，2020 年济青高速通行费收入同比增长 49%，21-24 年虽增速下滑但中枢仍处于高位，我们预计未来济青高速通行费收入将保持稳健增长态势。

图 16: 济青高速历年来通行费收入 (亿元) 及同比增速



资料来源: Wind, 申万宏源研究

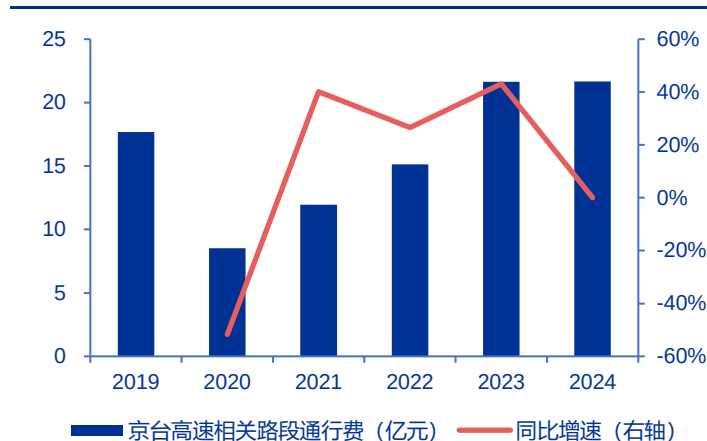
图 17: 济青高速历年来通行量 (万辆) 及同比增速



资料来源: Wind, 申万宏源研究

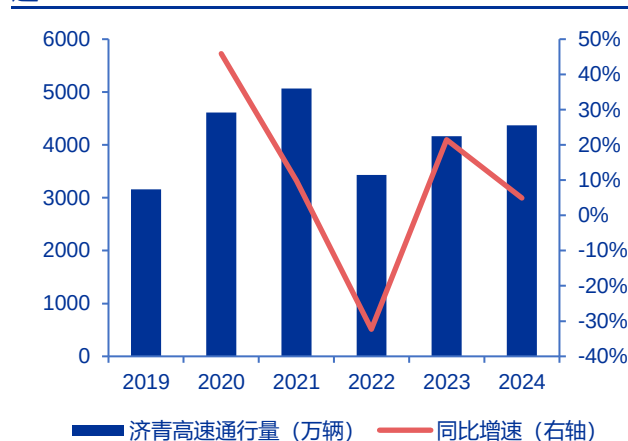
京台高速改扩建后单车价值量修复，通行费收入呈稳健态势。20 年京台高速通行费下降 52%但通行量维持上涨,主要原因为 2019 年起京台高速山东段开启改扩建工程,2020 年为京台高速德州至齐河段改扩建集中建设期,限速 80KM,限五轴、六轴货车上路。20 年后京台高速单车价值量逐年提升,24 年单车价值量为 57 元/辆,预计未来几年京台高速通行量及单车价值量均将稳步上行。

图 18: 京台高速历年来通行费收入 (亿元) 及同比增速



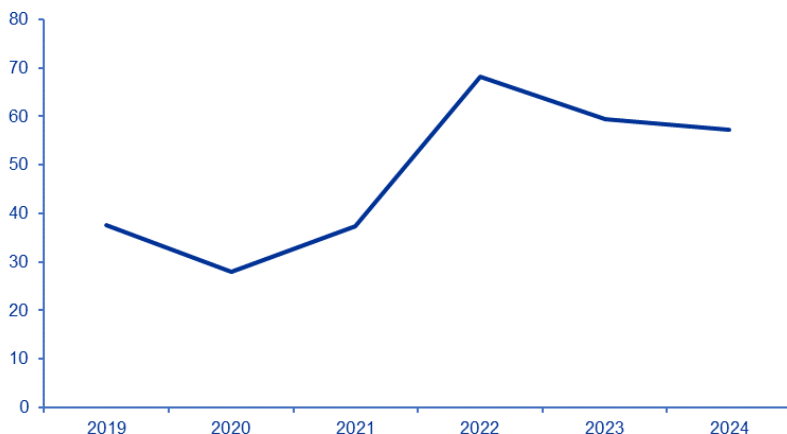
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 19: 京台高速历年来通行量 (万辆) 及同比增速



资料来源: Wind, 申万宏源研究

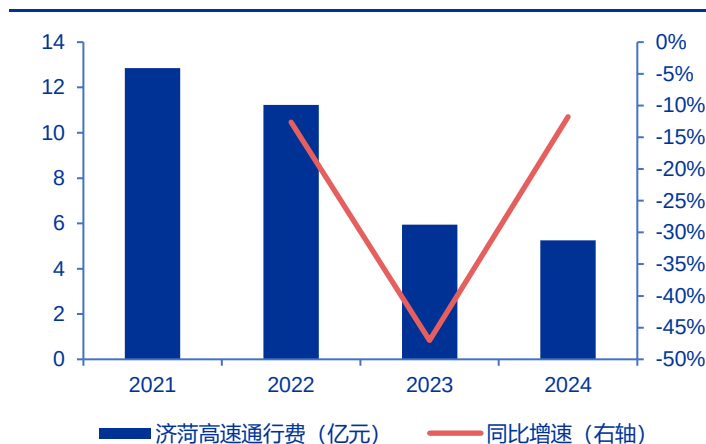
图 20: 京台高速单车价值量 (元/辆)



资料来源：Wind，申万宏源研究

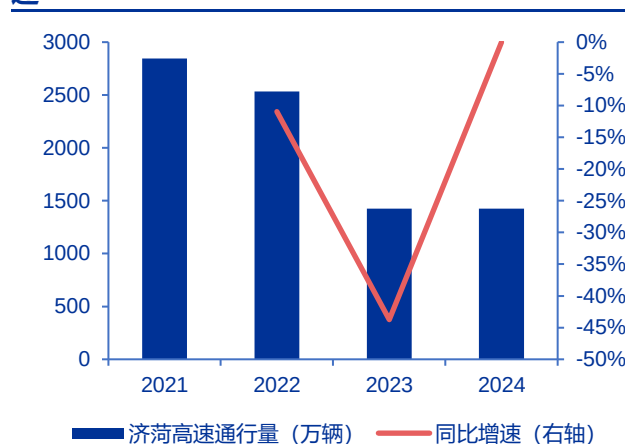
济荷高速 23-24 年受改扩建影响收入下降，24 年底全线贯通后预计未来通行费将有大
幅增长。22 年 10 月济荷高速改扩建全面开工，23 年受改扩建影响通行费收入及通行量双
下降，2024 年 12 月济荷高速实现“双向八车道”全线贯通。根据公司中报，2025H1
济荷高速实现通行费收入（含税）6.3 亿元，较 2024 年同期增长 165.46%，成为驱动公司
通行费收入板块增长的重要增长极。

图 21：济荷高速历年来通行费收入（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 22：济荷高速历年来通行量（万辆）及同比增速



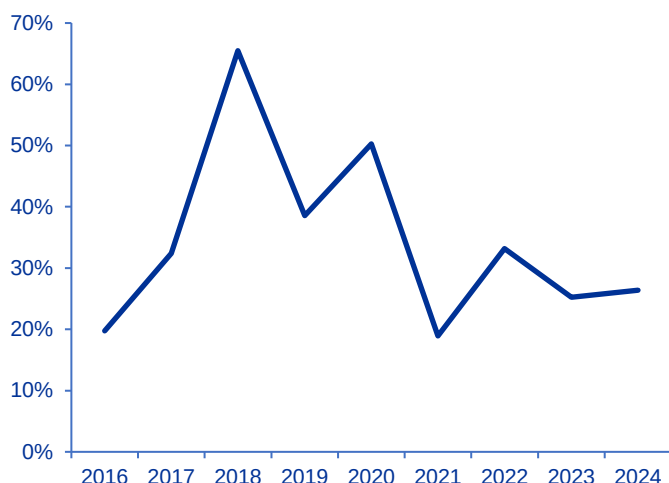
资料来源：Wind，申万宏源研究

3. “一核多元”协同发展，生态乘数赋能增长

3.1 投资收益形成公司利润重要支撑

投资收益形成利润重要支撑，其中长期股权投资为主要收益来源。公司资本运营板块
在省内以收购已通车主业项目位置，省外建设区域发展平台，同时公司不断延伸主业产业
链，目前已涵盖智慧交通、养护、物流、工程咨询、轨道交通、金融、环保等多个领域，
同时公司依托由畅赢基金、保理公司构成的集科技金融服务平台和保理业务为一体的供应
链金融综合服务体系，为公司不断开拓新业务。2024 年公司取得投资收益 14.03 亿元，长
期股权投资为 8.97 亿元，占比达到 64%。

图 23：山东高速历年来投资收益占营业利润比例



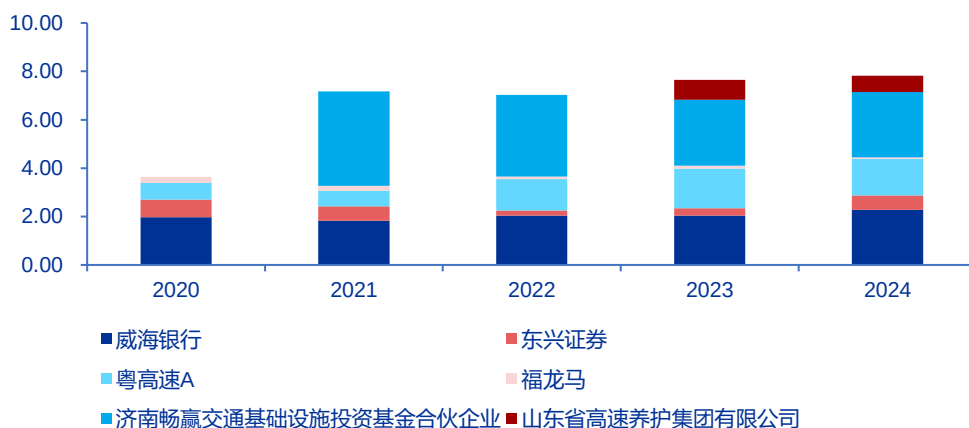
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 24：山东高速历年来投资收益明细（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 25：山东高速长期股权投资明细（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

3.2 多元业务协同发展，生态乘数赋能成长

公司依托自身在高速公路领域的投资建设运营经验，开展机电工程施工、商品销售、铁路运输等业务。多元化协同板块中，伴随未来几年山东省高速公路领域新增投资的持续落地，机电工程施工业务板块预计整体维持稳健。铁路运输板块，公司通过“请进来”“走出去”等形式加强货源营销，积极召开货主座谈会，赴多地开展营销走访，不断新开发货源，公司铁路货运量维持稳步增长。

4. 盈利预测及估值

4.1 盈利预测

核心假设-营收

通行费收入：考虑到公司核心路产京台高速和济荷高速车流量增长对于通行费收入的贡献，预计 25-27 年公司通行费收入同比增速达到 5%、5%、3%。

PPP 项目建造：考虑到公司后续仍有部分路产需进行改扩建，但整体工程量下行，预计 25-27 年公司 PPP 项目建造收入同比增速为-10%、-5%、-5%。

机电工程施工收入：考虑到公司在该板块订单小幅承压，预计 25-27 年该板块营收同比增速为-2%、-2%、-2%。

销售商品收入：考虑到公司在商品销售板块业务订单仍有增量，预计 25-27 年该板块营收同比增速为 5%、3%、3%。

铁路运输收入：考虑到公司加大铁路货源开拓，预计 25-27 年该板块营收同比增速为 5%、3%、3%。

预计公司 2025 年-2027 年营收可达到 285.03 亿元、287.97 亿元、289.24 亿元，同比增速分别为 0%、1%、0.4%。

表 3：营收预测（百万元）

营业收入	2023	2024	2025E	2026E	2027E
通行费收入	10247	9655	10092	10566	10850
YoY%		-6%	5%	5%	3%
PPP 项目建造	5183	7485	6737	6400	6080
YoY%		44%	-10%	-5%	-5%
机电工程施工收入	3390	3001	2941	2882	2825
YoY%		-11%	-2%	-2%	-2%
销售商品收入	3169	3446	3618	3727	3838
YoY%		9%	5%	3%	3%
铁路运输收入	2371	2497	2621	2700	2781
YoY%		5%	5%	3%	3%
其他业务	2186	2410	2494	2522	2550
YoY%		10%	3%	1%	1%
合计	26546	28494	28503	28797	28924
YoY%		7%	0%	1%	0%

资料来源：iFind，申万宏源研究

核心假设-毛利率

通行费：考虑到公司通行费收入板块毛利率相对稳定，预计 25-27 年该板块毛利率分别为 52%、52%、52%。

PPP 项目建造：根据会计准则，该板块同时计提收入和成本，毛利率为 0%。

机电工程施工：考虑到公司在该类业务管控中严格控制毛利率，预计 25-27 年该板块毛利率分别为 25%、25%、25%。

销售商品：考虑到公司在该类业务一般相对稳定，预计 25-27 年该板块毛利率分别为 %、%、%。

铁路运输：考虑到铁路板块伴随营收增长，部分固定成本有望边际递减，预计 25-27 年该板块毛利率分别为 24%、24%、24%。

表 4：毛利率预测

毛利率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
通行费	54%	52%	52%	52%	52%
PPP 项目建造	0%	0%	0%	0%	0%
机电工程施工	28%	25%	25%	25%	25%
销售商品	16%	17%	17%	17%	17%
铁路运输	23%	21%	24%	24%	24%
其他业务	26%	36%	25%	25%	25%
合计	30%	27%	28%	28%	29%

资料来源：iFind，申万宏源研究

预计公司 2025 年-2027 年毛利润可达到 78.57 亿元、81.87 亿元、83.21 亿元。

表 5：毛利润预测（百万元）

毛利润	2023	2024	2025E	2026E	2027E
通行费	5494	4977	5242	5536	5633
PPP 项目建造	0	0	0	0	0
机电工程施工	964	753	738	723	709
销售商品	500	603	633	652	671
铁路运输	541	513	629	648	667
其他业务	568	875	616	628	641
合计	8066	7720	7857	8187	8321

资料来源：iFind，申万宏源研究

4.2 估值

山东高速作为高速公路领域的优质公司，盈利能力稳定且分红能力较强。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 33.83、36.38、37.06 亿元，分别同比增长 5.8%、7.5%、1.9%，每股收益分别为 0.7、0.75、0.77 元/股。基于以上盈利预测，当前市值对应 PE 分别为 13x、12x、12x。

从行业角度，选取皖通高速和深高速作为可比公司，可比公司均为区域性优秀高速公路运营商，与山东高速可比，2025-2027 年可比公司平均 PE 分别为 15x、14x、14x。对标可比公司估值水平，我们认为 2025 年山东高速合理 PE 估值倍数为 15X，对应当前市值仍有约 12%的空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 6：估值表

代码	公司	2025/10/16		预测归母净利润（亿元）			PE		
		收盘价（元）	市值（亿元）	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600012.SH	皖通高速	14.56	248.8	19.55	20.02	21.19	13	12	12
600548.SH	深高速	10.22	259.4	15.64	16.93	16.83	17	15	15

平均

600350.SH	山东高速	9.14	441.9	33.83	36.38	37.06	13	12	12
-----------	------	------	-------	-------	-------	-------	----	----	----

资料来源：iFind，申万宏源研究

注：深高速业绩为 iFind 一致预期；皖通高速业绩为申万预测。

5. 风险提示

- **收费标准降低风险：**结合过往经验，地方政府有时会将降低高速公路收费标准作为降低区域物流成本的手段之一，该类政策对公司盈利预测有影响。
- **不可抗力：**若发生自然灾害、疫情等不可抗力，将对公司业绩产生影响。
- **竞争性线位导致车流转移：**公司下辖路产周边如有新建平行线位路产，并对公司既有路产车流量带来分流效应，对公司盈利预测有影响。

财务摘要

合并利润表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	26,546	28,494	28,503	28,797	28,924
营业收入	26,546	28,494	28,503	28,797	28,924
营业总成本	22,142	24,349	24,125	24,054	23,998
营业成本	18,480	21,068	20,646	20,610	20,603
税金及附加	138	154	154	156	157
销售费用	87	68	68	69	69
管理费用	1,052	1,064	1,064	1,075	1,080
研发费用	484	487	487	487	487
财务费用	1,901	1,507	1,706	1,657	1,602
其他收益	129	115	115	115	115
投资收益	1,371	1,403	1,332	1,332	1,332
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	146	137	0	0	0
信用减值损失	-273	-193	0	0	0
资产减值损失	-352	-297	0	0	0
资产处置收益	4	4	4	4	4
营业利润	5,430	5,313	5,829	6,194	6,377
营业外收支	-30	50	0	0	0
利润总额	5,400	5,363	5,829	6,194	6,377
所得税	1,243	1,312	1,451	1,559	1,639
净利润	4,157	4,051	4,378	4,635	4,738
少数股东损益	860	855	995	997	1,032
归母净利润	3,297	3,196	3,383	3,638	3,706

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	4,157	4,051	4,378	4,635	4,738
加：折旧摊销减值	4,472	4,122	1,555	1,755	1,955
财务费用	2,359	2,162	1,706	1,657	1,602
非经营损失	-1,400	-1,428	-1,336	-1,336	-1,336
营运资本变动	-3,615	-2,145	469	-789	228
其它	311	273	0	0	0
经营活动现金流	6,010	6,841	6,771	5,921	7,186
资本开支	7,132	8,505	2,796	2,796	2,796
其它投资现金流	-2,063	742	238	238	238
投资活动现金流	-9,195	-7,763	-2,558	-2,558	-2,558
吸收投资	5,539	1,878	0	0	0
负债净变化	6,576	3,464	-2,208	-1,706	-2,686
支付股利、利息	5,045	5,220	1,706	1,657	1,602
其它融资现金流	-4,735	-859	-282	0	0
融资活动现金流	2,334	-737	-4,196	-3,362	-4,288
净现金流	-854	-1,660	17	0	340

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	24,313	24,270	23,394	23,682	23,911
现金及等价物	5,325	3,547	3,461	3,358	3,595
应收款项	8,256	7,950	7,950	7,950	7,950
存货净额	927	896	1,071	986	970
合同资产	3,560	4,320	3,356	3,832	3,839
其他流动资产	6,246	7,556	7,556	7,556	7,556
长期投资	20,887	21,856	23,054	24,251	25,449
固定资产	14,033	14,604	15,049	15,294	15,340
无形资产及其他资产	92,486	100,958	101,758	102,558	103,358
资产总计	151,720	161,688	163,255	165,785	168,057
流动负债	32,099	37,240	34,711	32,606	30,140
短期借款	7,031	9,592	7,384	5,678	2,992
应付款项	15,508	18,658	18,337	17,938	18,158
其它流动负债	9,560	8,990	8,990	8,990	8,990
非流动负债	64,680	67,152	67,152	67,152	67,152
负债合计	96,778	104,392	101,863	99,758	97,292
股本	4,840	4,852	4,835	4,835	4,835
其他权益工具	12,700	13,500	13,500	13,500	13,500
资本公积	531	575	411	411	411
其他综合收益	18	198	198	198	198
盈余公积	2,666	2,951	3,253	3,577	3,908
未分配利润	20,836	21,110	24,191	27,504	30,879
少数股东权益	13,237	14,008	15,004	16,001	17,033
股东权益	54,942	57,296	61,392	66,027	70,765
负债和股东权益合计	151,720	161,688	163,255	165,785	168,057

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	0.68	0.66	0.70	0.75	0.77
每股经营现金流	1.24	1.41	1.40	1.22	1.49
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	8.63	8.95	9.59	10.35	11.11
关键运营指标(%)					
ROIC	4.4	3.7	4.0	4.1	4.1
ROE	7.9	7.4	7.3	7.3	6.9
毛利率	30.4	26.1	27.6	28.4	28.8
EBITDA Margin	42.0	36.9	31.9	33.4	34.3
EBIT Margin	27.5	24.1	26.4	27.3	27.6
营业总收入同比增长	18.6	7.3	0.0	1.0	0.4
归母净利润同比增长	8.5	-3.1	5.8	7.5	1.9
资产负债率	63.8	64.6	62.4	60.2	57.9
净资产周转率	0.64	0.66	0.61	0.58	0.54
总资产周转率	0.17	0.18	0.17	0.17	0.17
有效税率	30.8	33.1	32.3	32.1	32.5
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	13.4	13.8	13.1	12.2	11.9
P/B	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/Sale	4.9	4.7	4.7	4.6	4.5
EV/EBITDA	11.6	12.9	14.7	13.9	13.2
股本	4,840	4,852	4,835	4,835	4,835

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。