

山东高速 (600350.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

通行费收入提升 Q3 业绩同比增长

业绩简评

2025 年 10 月 30 日，山东高速发布 2025 年三季度报告。2025Q1-Q3 公司实现营业收入 168.4 亿元，同比下滑 15.4%；实现归母净利润 26.2 亿元，同比增长 4.1%。其中，Q3 公司实现营收 61.0 亿元，同比下滑 21.4%；实现归母净利润 9.2 亿元，同比增长 4.5%。

经营分析

营业收入同比下滑，公路通行费收入增加。2025Q1-Q3 公司营业收入同比下滑 15.4%，主要因对路桥项目的建造服务收入减少所致。主业方面，2025Q1-Q3 公司实现通行费收入（含税）78.8 亿元，同比增长 4.1%，主要由于济荷高速通车收入同比增长 178.6%。其中，公司核心路产济青高速实现通行费收入 24.8 亿元，同比增长 1.50%，主要由于分流等影响去年已经出现，目前通行费收入稳定。此外，公司 2025Q1-Q3 实现投资收益 9.7 亿元，同比增长 0.6%，主要由于东兴证券（+42.1%）、粤高速 A（+26.4%）、山东高速养护集团（+39.8%）确认的收益增长，公司权益法核算的长期股权投资收益同比增长 9.7%。由于公司 2024Q1-Q3 产生处置收益 3249.4 万元，而今年没有该收益，处置资产收益同比下降 3528 万元。

毛利率同比增长，归母净利润率同比增长。3Q2025 公司实现毛利率 31.09%，同比增长 4.8pct，主要或由于零毛利的 PPP 建造收入减少。费用率方面，3Q2025 公司销售费用率为 0.18%，同比持平；管理费用率为 3.79%，同比增长 0.21pct；研发费用率为 1.76%，同比增长 0.22pct。由于公司毛利率增长，3Q2025 公司归母净利率为 15.1%，同比增长 3.76pct。

齐鲁高速净利润下滑，轨道交通集团净利润增长。2025Q1-Q3，公司旗下齐鲁高速集团录得净利润 3.47 亿元，同比下降 11.7%，主要由于济荷高速改扩建完工后折旧摊销及财务成本上升。2025Q1-Q3 轨道交通集团实现净利润 3.29 亿元，同比增长 0.3%，主要由于铁路运输量提高、货源营销卓有成效、中标多个项目供应。公司旗下信息集团录得净利润 1.67 亿元，同比增长 15.97%，主要由于加强市场开拓及降本增效。

盈利预测、估值与评级

维持 2025-2027 年归母净利润预测为 34.9 亿元、36.4 亿元、38.9 亿元，维持“买入”评级。

风险提示

经济修复不及预期风险，改扩建工程建设进度不及预期风险，高速公路收费政策变化风险，投资收益大幅缩减风险。

交通运输组

分析师：郑树明（执业 S1130521040001）

zhengshuming@gjzq.com.cn

分析师：霍泽嘉（执业 S1130525070008）

huozejia@gjzq.com.cn

市价（人民币）：9.39 元

相关报告：

- 1.《山东高速公司点评：业绩同比增长 H1 通行费收入提升》，2025.8.31
- 2.《山东高速公司点评：业绩略有下滑 派息维持稳定》，2025.4.4
- 3.《山东高速公司点评：Q3 业绩承压 拟投资潍莱高速改扩建》，2024.10.30



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	26,546	28,494	27,539	28,804	29,679
营业收入增长率	43.60%	7.34%	-3.35%	4.60%	3.04%
归母净利润(百万元)	3,297	3,196	3,489	3,642	3,890
归母净利润增长率	15.48%	-3.07%	9.17%	4.37%	6.80%
摊薄每股收益(元)	0.681	0.659	0.719	0.751	0.802
每股经营性现金流净额	1.24	1.41	2.45	1.81	1.90
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.91%	7.38%	10.98%	10.72%	10.72%
P/E	10.19	15.61	14.48	13.87	12.99
P/B	0.81	1.15	1.59	1.49	1.39

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	18,486	26,546	28,494	27,539	28,804	29,679
增长率	43.6%	7.3%	-3.4%	4.6%	3.0%	
主营业务成本	-12,078	-18,480	-21,068	-19,638	-20,173	-20,788
%销售收入	65.3%	69.6%	73.9%	71.3%	70.0%	70.0%
毛利	6,408	8,066	7,426	7,901	8,632	8,891
%销售收入	34.7%	30.4%	26.1%	28.7%	30.0%	30.0%
营业税金及附加	-97	-138	-154	-143	-150	-154
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-11	-87	-68	-83	-86	-89
%销售收入	0.1%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-756	-1,052	-1,064	-1,129	-1,181	-1,217
%销售收入	4.1%	4.0%	3.7%	4.1%	4.1%	4.1%
研发费用	-176	-484	-487	-496	-518	-534
%销售收入	1.0%	1.8%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%
息税前利润 (EBIT)	5,368	6,305	5,652	6,050	6,696	6,896
%销售收入	29.0%	23.8%	19.8%	22.0%	23.2%	23.2%
财务费用	-1,829	-1,901	-1,507	-2,093	-2,139	-2,040
%销售收入	9.9%	7.2%	5.3%	7.6%	7.4%	6.9%
资产减值损失	-209	-625	-490	0	-97	-150
公允价值变动收益	78	146	137	0	0	0
投资收益	1,740	1,371	1,403	1,766	1,490	1,569
%税前利润	35.9%	25.4%	26.2%	30.9%	25.0%	25.0%
营业利润	5,245	5,430	5,313	5,723	5,950	6,276
营业利润率	28.4%	20.5%	18.6%	20.8%	20.7%	21.1%
营业外收支	-399	-30	50	0	0	0
税前利润	4,846	5,400	5,363	5,723	5,950	6,276
利润率	26.2%	20.3%	18.8%	20.8%	20.7%	21.1%
所得税	-1,106	-1,243	-1,312	-1,373	-1,428	-1,506
所得税率	22.8%	23.0%	24.5%	24.0%	24.0%	24.0%
净利润	3,740	4,157	4,051	4,349	4,522	4,770
少数股东损益	885	860	855	860	880	880
归属于母公司的净利润	2,855	3,297	3,196	3,489	3,642	3,890
净利率	15.4%	12.4%	11.2%	12.7%	12.6%	13.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3,740	4,157	4,051	4,349	4,522	4,770
少数股东损益	885	860	855	860	880	880
非现金支出	3,364	4,499	4,181	3,003	3,057	3,079
非经营收益	636	969	754	343	865	699
营运资金变动	-2,628	-3,615	-2,145	4,197	333	663
经营活动现金净流	5,113	6,010	6,841	11,893	9,210	9,210
资本开支	-6,728	-7,132	-8,505			-4,108
投资	-2,686	-2,733	-263	435	-200	-350
其他	564	670	1,006	1,766	1,490	1,569
投资活动现金净流	-8,850	-9,195	-7,763	2,542	-2,418	-2,889
股权募资	5,844	5,539	1,878	-13,500	0	0
债权募资	4,864	6,576	3,464	6,474	-2,894	-1,386
其他	-6,626	-9,781	-6,079	-3,750	-3,812	-3,824
筹资活动现金净流	4,082	2,334	-737	-10,777	-6,706	-5,210
现金净流量	341	-854	-1,660	3,659	-347	1,112

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,915	4,438	2,763	6,362	5,973	7,055
应收款项	6,895	7,879	7,448	9,640	10,083	10,390
存货	324	927	896	1,453	1,547	1,595
其他流动资产	7,045	11,070	13,163	6,800	6,903	7,075
流动资产	19,180	24,313	24,270	24,254	24,507	26,114
%总资产	14.0%	16.0%	15.0%	15.2%	15.3%	16.0%
长期投资	21,059	23,463	24,110	23,675	23,778	23,978
固定资产	12,521	14,033	14,604	13,666	12,704	12,113
%总资产	9.1%	9.2%	9.0%	8.6%	7.9%	7.4%
无形资产	70,700	74,972	82,984	83,648	85,378	87,168
非流动资产	117,867	127,407	137,418	135,294	136,145	137,524
%总资产	86.0%	84.0%	85.0%	84.8%	84.7%	84.0%
资产总计	137,046	151,720	161,688	159,549	160,652	163,638
短期借款	4,410	7,031	9,592	10,868	7,974	6,588
应付款项	14,899	19,812	23,015	24,227	25,117	26,225
其他流动负债	5,416	5,256	4,633	5,905	5,959	6,017
流动负债	24,725	32,099	37,240	41,000	39,049	38,830
长期贷款	51,349	54,027	53,732	54,732	54,732	54,732
其他长期负债	8,717	10,653	13,420	17,169	17,157	17,149
负债	84,792	96,778	104,392	112,900	110,939	110,711
普通股股东权益	39,657	41,705	43,288	31,780	33,965	36,299
其中：股本	4,827	4,840	4,852	4,852	4,852	4,852
未分配利润	19,612	20,836	21,110	23,204	25,389	27,722
少数股东权益	12,597	13,237	14,008	14,868	15,748	16,628
负债股东权益合计	137,046	151,720	161,688	159,549	160,652	163,638

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.591	0.681	0.659	0.719	0.751	0.802
每股净资产	8.215	8.616	8.921	6.550	7.000	7.481
每股经营现金净流	1.059	1.242	1.410	2.451	1.809	1.898
每股股利	0.380	0.400	0.400	0.288	0.300	0.321
回报率						
净资产收益率	7.20%	7.91%	7.38%	10.98%	10.72%	10.72%
总资产收益率	2.08%	2.17%	1.98%	2.19%	2.27%	2.38%
投入资本收益率	3.73%	3.99%	3.31%	3.72%	4.11%	4.17%
增长率						
主营业务收入增长率	14.09%	43.60%	7.34%	-3.35%	4.60%	3.04%
EBIT 增长率	-10.84%	17.44%	-10.35%	7.04%	10.67%	2.99%
净利润增长率	-6.45%	15.48%	-3.07%	9.17%	4.37%	6.80%
总资产增长率	8.85%	10.71%	6.57%	-1.32%	0.69%	1.86%
资产管理能力						
应收账款周转天数	31.2	32.6	39.6	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	26.9	12.4	15.8	27.0	28.0	28.0
应付账款周转天数	307.2	236.9	268.0	308.0	312.0	318.0
固定资产周转天数	210.6	156.5	173.5	160.5	134.9	113.8
偿债能力						
净负债/股东权益	96.85%	107.81%	114.80%	145.67%	131.65%	119.00%
EBIT 利息保障倍数	2.9	3.3	3.8	2.9	3.1	3.4
资产负债率	61.87%	63.79%	64.56%	70.76%	69.06%	67.66%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	8	8	13
增持	0	1	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.20	1.20	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2024-04-19	买入	9.02	N/A
2	2024-10-30	买入	8.72	N/A
3	2025-04-04	买入	10.41	N/A
4	2025-08-31	买入	9.12	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806