



公司评级 买入（维持）

报告日期 2026年04月17日

基础数据

04月15日收盘价(元)	15.70
总市值(亿元)	268.25
总股本(亿股)	17.09

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】皖通高速: 收购同业股权, 未来成长性领先行业-2025.12.02

分析师: 陈尔冬

S0190524080005  
chenerdong@xyzq.com.cn

分析师: 王凯

S0190521090002  
wangkai21@xyzq.com.cn

皖通高速(600012.SH)

改扩建通车+股权收购, 成长性领先行业

投资要点:

- **事件:** 皖通高速发布 2025 年报: 2025 年扣除建造服务收入后, 公司实现营业收入 51.76 亿元, 同比 2024 年调整前增长 30.78%; 归母净利润 18.77 亿元, 同比增长 12.49%, 2025 年基本 EPS 为 1.1151 元/股, 同比 2024 年调整前增长 10.81%; 扣非后归母净利润 17.89 亿元, 同比增长 6.69%。2025 年公司每 10 股拟派发现金红利 6.60 元, 分红比例为 60.06%, 对应 4 月 15 日收盘价, A 股股息率为 4.20%, H 股股息率为 4.93%。

点评:

- **公司专注高速公路运营管理, 路网经济效益凸显:** 皖通高速是安徽省内唯一的公路类上市公司, 截至 2025 年年底营运公路里程约 745 公里, 所属路段均为穿越安徽地区的过境国道主干线, 地理位置优越、区位优势明显。2025 年, 公司实现税后通行费收入 50.23 亿元, 同比增长 13.36%; 公司收费公路业务 2025 年实现毛利润 29.3 亿元, 同比增长 22.1%。公司 2025 年财务费用同比增长 1.63 亿元, 主要系宣广改扩建完工后利息支出费用化、收购泗许和阜周高速所导致; 所持中金安徽交控 REIT 升值带来公允价值变动收益同比增长 0.43 亿元。
- **核心路段合宁保持稳健增长, 广宣改扩建项目开通后相关路段修复明显:** (1) 合宁高速是公司核心路段, 2025 年通行费收入占总通行费收入的 29.23%, 受 2025 年春运良好态势、高速公路差异化收费政策调整等因素影响, 通行费同比增长 7.17%。(2) 2025 年广宣高速改扩建项目(宣广高速公路、广祠高速公路、广德北环段)开通收费后, 路网流量快速恢复, 全线通行费收入同比增长 183.55%, 较 2022 年改扩建前增长 8.44%。其中宣广、广祠高速通行费收入分别同比增长 50.58%、38.10%, 占总通行费收入的 5.54%、1.33%; 广宣高速改扩建项目(广德北环段)通行费收入占总通行费收入的 11%。宣广高速实现营业收入 5.92 亿元、同比增长 220.21%; 实现毛利润 1.71 亿元、同比增长 219.84%。广祠高速实现营业收入 0.68 亿元、同比增长 36.78%; 实现毛利润 0.49 亿元、同比增长 61.82%。
- **风险提示:** 经济发展失速; 《收费公路管理条例》修订不及预期; 改扩建项目收益率不及预期。

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	6722	7746	10314	7055
同比增长	-12.7%	15.2%	33.2%	-31.6%
归母净利润(百万元)	1877	2156	1961	2111
同比增长	0.6%	14.8%	-9.0%	7.6%
毛利率	44.5%	39.9%	28.5%	45.7%
ROE	14.7%	15.8%	13.6%	13.8%
每股收益(元)	1.10	1.26	1.15	1.24
市盈率	14.3	12.4	13.7	12.7

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

- **路网扰动与贯通利好并存，相关路段经营表现出现分化：**（1）2022年9月宁宣杭高速江苏段开通运营。受广宣、广祠高速改扩建施工完成后车辆回流及宣泾高速分流影响，宁宣杭高速2025年实现营业收入4.01亿元、同比下降10.46%，毛利润1.43亿元、同比减少0.23亿元。（2）随着岳武东延线全线贯通后对该路段产生持续利好影响，2025年岳武高速实现营业收入2.74亿元，同比增长12.75%，毛利润1.2亿元、同比增长0.22亿元。
- **现金收购优质路产落地，阜周、泗许开始贡献增量业绩：**公司于2025年3月完成阜周公司、泗许公司100%股权转让价款支付，两家公司成为皖通高速的全资子公司，增厚了公司收入利润规模。2025年阜周高速实现通行费收入4.49亿元（占总通行费收入约8.68%）、毛利润2.56亿元；泗许高速淮北段实现通行费收入2.11亿元（占总通行费收入约4.08%）、毛利润1.01亿元。
- **公司持续推进主通道改扩建，同时中标新建路产项目，支撑未来可持续发展：**
  - （1）高界高速改扩建项目于2025年2月正式启动投资，路线全长109.76公里，估算总投资123.03亿元。2025年完成投资10.68亿元，截至目前临建工程基本完成，路基清表正全面启动，2026年计划完成投资24.55亿元，目前已完成2.98亿元。高界高速2025年实现通行费收入8.2亿元，同比增长0.54%，占总通行费收入的15.85%。项目预计2027年底通车，通车前项目施工进度对2027年业绩可能造成扰动。
  - （2）G30连霍高速公路安徽段改扩建工程于2026年2月6日经董事会审议通过投资。该项目估算总投资约54.2亿元，其中资本金约10.84亿元，为公司自有资金，其余43.36亿元通过国内银行贷款等方式解决。连霍高速公路安徽段2025年实现通行费收入2.62亿元，同比下降3.57%，占总通行费收入的5.06%，其收费到期日是2032年6月30日，当前距离到期尚有一定年限，预计实际启动时间较晚。
  - （3）2025年公司成功中标S62亳阜高速、S98全禄高速安徽段，并于2026年1月中标S19淮南至桐城高速公路舒城至桐城段特许经营项目。其中，亳阜、全禄项目已于2025年完成项目公司设立，公司分别持股35%、20%，对应投资额2.17亿元、0.44亿元，当前仍处建设储备阶段，2025年暂未形成利润贡献；S19项目按项目资本金安排测算，公司按10%股比对应资本金约1.45亿元。我们认为，三个项目接续落地，有助于公司锁定新增主业资产、延长收费期限并夯实中长期成长基础。
- **现金收购优质高速公路上市平台股权，进一步增厚公司业绩：**（1）2025年10月21日公司公告拟通过非公开协议转让方式受让山东高速集团持有的山东高速7%股份，交易对价为30.19亿元，对应3.38亿股，交易价格为8.92

元/股；公司于 2025 年 12 月 30 日召开股东会审议通过相关议案，并于 2026 年 2 月 3 日完成股份过户登记，山东高速为公司的长期股权投资，高速考虑财务费用后，预计增厚 2026 年投资收益约 1.8 亿元。

**（2）战略增持深高速，资本运作外延布局持续推进：**2025 年公司参股投资深高速，年报将其列示为其他权益工具投资增长的重要原因之一。公司于 2025 年 3 月 31 日至 2026 年 3 月 30 日期间累计购入深高速 A 股 2426.27 万股、H 股 3101 万股，合计持股比例升至 3.68%。此次增持有利于探索与深高速的潜在协同，并分享其省外优质高速公路资产的长期价值；预计 2026 年有望继续贡献稳定投资收益，并对公司业绩形成一定增厚。

- **Q4 所得税费用同比抬升 1.19 亿元，主要宣广、广祠结算后转盈导致：**公司 2025Q4 所得税费用达到 2.57 亿元，单季度同比多计提约 1.19 亿元，环比多计提约 0.75 亿元，是造成 Q4 业绩增速环比下滑的主要原因。所得税增长除了利润总额同比提升以外，主要受到一次性影响：依据 PPP 项目合同约定，因改扩建施工对原路段效益造成的影响由广宣公司予以补偿，共同运营期收入及成本按比例分摊。宣广公司、广祠公司与广宣公司在 2025 年末完成建设期通行费补偿及 2025 年共同运营期收入、成本分配后，宣广公司及广祠公司单体实现盈利，并相应计提企业所得税。整体来看，2025 年所得税费用上升系一次性影响，对后续经营影响不大。
- **投资策略：**皖通高速坐拥安徽省内多条跨省干线，核心路产盈利能力强，通过改扩建及收购不断做强做大路产主业，成长性领先行业。根据股东回报规划，公司 2025-2027 年每年以现金形式分配的利润不少于归母净利润的 60%，分红率和股息率在高速板块中名列前茅。我们调整盈利预测，预计公司 2026 年-2028 年可实现归母净利润 21.56 亿元、19.61 亿元、21.11 亿元，对应 4 月 15 日收盘价，PE 估值为 12.4X、13.7X、12.7X。假设公司分红率维持 60%，2026 年-2028 年 A 股息率分别为 4.82%、4.39%、4.72%，H 股股息率分别为 5.66%、5.15%、5.54%。维持“买入”评级。

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>5551</b>	<b>293</b>	<b>1005</b>	<b>1641</b>
货币资金	5372	101	737	1460
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	0	0	0	0
预付款项	2	2	4	2
存货	4	6	9	5
其他	172	184	256	174
<b>非流动资产</b>	<b>24857</b>	<b>29429</b>	<b>33690</b>	<b>33856</b>
长期股权投资	480	3480	3480	3480
固定资产	1803	2038	2189	2257
在建工程	379	379	479	579
无形资产	19604	20958	24961	24916
商誉	0	0	0	0
其他	2592	2575	2581	2624
<b>资产总计</b>	<b>30408</b>	<b>29722</b>	<b>34695</b>	<b>35496</b>
<b>流动负债</b>	<b>2999</b>	<b>2692</b>	<b>3322</b>	<b>2503</b>
短期借款	123	123	123	123
应付票据及应付账款	982	789	1250	649
其他	1894	1780	1949	1730
<b>非流动负债</b>	<b>13204</b>	<b>11904</b>	<b>15404</b>	<b>16104</b>
长期借款	9617	9117	13117	14117
其他	3588	2788	2288	1988
<b>负债合计</b>	<b>16203</b>	<b>14596</b>	<b>18726</b>	<b>18607</b>
股本	1709	1709	1709	1709
未分配利润	10567	11104	11593	12120
少数股东权益	1403	1463	1523	1600
<b>股东权益合计</b>	<b>14205</b>	<b>15126</b>	<b>15969</b>	<b>16890</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>30408</b>	<b>29722</b>	<b>34695</b>	<b>35496</b>

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	1877	2156	1961	2111
折旧和摊销	1359	1466	1627	1873
营运资金的变动	157	-321	554	-732
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>3539</b>	<b>3331</b>	<b>4209</b>	<b>3376</b>
资本支出	-2197	-3055	-5882	-1995
长期投资	-1743	-2983	-7	-43
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-3047</b>	<b>-5712</b>	<b>-5552</b>	<b>-1693</b>
债权融资	6308	-1300	3500	700
股权融资	478	0	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>832</b>	<b>-2890</b>	<b>1980</b>	<b>-960</b>
现金净变动	1325	-5272	637	723

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	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	<b>6722</b>	<b>7746</b>	<b>10314</b>	<b>7055</b>
营业成本	3730	4657	7376	3831
税金及附加	46	34	46	31
销售费用	0	0	0	0
管理费用	206	171	206	247
研发费用	0	0	0	0
财务费用	227	268	341	388
投资收益	73	326	336	346
公允价值变动收益	11	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>2605</b>	<b>2955</b>	<b>2695</b>	<b>2918</b>
营业外收支	3	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>2608</b>	<b>2955</b>	<b>2695</b>	<b>2918</b>
所得税	749	739	674	729
净利润	1859	2216	2021	2188
少数股东损益	-18	60	60	77
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1877</b>	<b>2156</b>	<b>1961</b>	<b>2111</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>1.10</b>	<b>1.26</b>	<b>1.15</b>	<b>1.24</b>

**主要财务比率**

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长性</b>				
营业总收入增长率	-12.7%	15.2%	33.2%	-31.6%
营业利润增长率	2.6%	13.4%	-8.8%	8.3%
归母净利润增长率	0.6%	14.8%	-9.0%	7.6%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	44.5%	39.9%	28.5%	45.7%
归母净利率	27.9%	27.8%	19.0%	29.9%
ROE	14.7%	15.8%	13.6%	13.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	53.3%	49.1%	54.0%	52.4%
流动比率	1.85	0.11	0.30	0.66
速动比率	1.84	0.10	0.29	0.65
<b>营运能力</b>				
资产周转率	23.2%	25.8%	32.0%	20.1%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	1.10	1.26	1.15	1.24
每股经营现金	2.07	1.95	2.46	1.98
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	14.3	12.4	13.7	12.7
PB	2.1	2.0	1.9	1.8

### 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](http://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、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反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外大街甲 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： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>