

## 山东高速 (600350.SH)

公司报告 | 首次评级报告

任明霞  
公用、交运、煤炭  
行业研究员

2026年5月15日

## 基本信息

所属行业	工业
当前股价	11
总市值	531.80亿
PE-TTM	16.45
PB-MRQ	1.73

## 估值结果

价值	539.76亿
DDM估值	上行空间 1.5%
状态	合理估值
价值	495.56亿
动态估值	上行空间 -6.8%
状态	合理估值

## 四维评级

成长空间	☆☆☆☆☆
盈利趋势	☆☆☆☆☆
产业格局	☆☆☆☆☆
护城河	☆☆☆☆☆

## 核心评级结论

山东高速作为山东区域内唯一A股上市的路桥运营公司，核心路产为山东省内交通大通道，区位优势明显，对山东经济发展发挥着较强的支撑作用。

公司整体成长空间偏低，主要系我国高速公路已经步入成熟期，公司作为典型的高速公路企业，虽然未来存在改扩建路产，但整体增速不高，且未来随着公司路产到期存在下滑风险。公司盈利趋势稳定，主要系高速公路行业具备公用事业属性，不属于市场化竞争行业，因此公司业绩相对稳健，收入和利润可见度较高，业绩波动性较小。公司产业格局极好，主要系我国高速公路大部分均由地方政府投资建设，因此属于典型的政府管控性行业，高速公路通行费相对固定，且公司下游主要为通行车辆，客户话语权不高。公司护城河极深，主要系公司具有强劲的区位优势和优质的路桥资产，公司运营管理的济青高速、京台高速等核心路桥资产，均位于山东省经济较发达地区，是山东省高速公路网的中枢干线，也是全国高速公路网的重要组成部分。

基于我们对公司改扩建路产未来五年内全部投产，高速公路收费业务稳健增长，以及2030年后公司路产陆续到期、高速收费业务收入小幅下滑的合理假设下，公司当前估值处于合理状态。

## 风险提示

我国高速公路收费政策调整导致公司收入下滑风险；公司新建及改扩建项目投产后盈利不及预期风险；公司周边路网变化导致分流超预期风险；以及公司投资收益不及预期风险。

## 内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 营销强度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	7
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	9

## 图表目录

图1：预测2026年收入占比 .....	4
图2：预测2026年毛利占比 .....	4
图3：近年公司盈利能力趋势图 .....	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图 .....	5
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 .....	6
图6：近年股东回报能力趋势图 .....	6
表1：护城河详解表 .....	7
表2：公司整体业绩预测 .....	8
表3：公司分业务业绩预测 .....	9
表4：公司整体及分业务动态估值 .....	9
表5：公司整体及分业务DDM估值 .....	9

## 1. 基本信息

山东高速作为收费路桥领域龙头企业之一，聚焦交通基础设施投资运营与产业链、价值链上下游股权投资。截至2025年底，公司运营管理的路桥资产总里程约2,917公里，其中公司所辖自有路桥资产里程约1,601公里、受托管理山东高速集团所属的路桥资产里程约1,316公里，覆盖山东、河南、湖南、湖北、四川多个省市。此外，公司围绕路桥产业，向上下游产业链以及价值链延伸，先后投资布局环保、金融、铁路运输、智慧交通等领域。

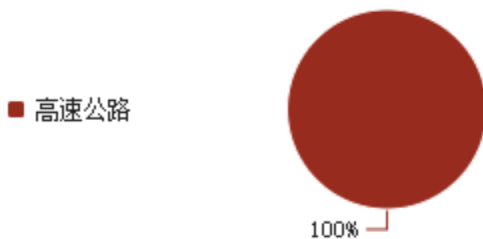
## 2. 业务介绍

对于山东高速公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

高速公路：

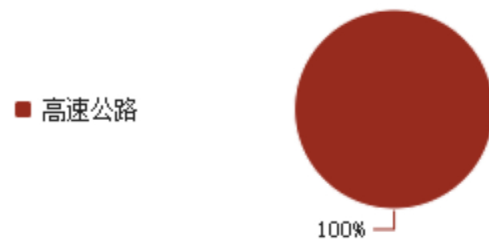
高速公路业务作为公司的核心业务，一直是公司的主要收入来源。公司主要通过收购方式获取经营性高速公路资产，通过为过往车辆提供通行服务并按照政府收费标准收取车辆通行费的方式获取经营收益。除了高速公路收费业务外，公司还有铁路运输收入、工程施工业务、建造收入等，考虑到公司核心利润来源为高速公路业务，我们不再进行业务拆分。我们对该业务的市场界定为公司路产所在地区的高速公路行业。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

## 3. 商业模式

高速公路的商业模式属于典型的BO（投资-运营）模式，主要系高速公路前期建设需大规模资本开支用于征地、建设及设施铺设，资金多依赖银行贷款或债券融资，形成高额初始负债，高速公路建成投产后需要通过长期（通常20-30年）收取通行费逐步回收成本并偿还债务，整体回报周期长。

### 3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

高速公路属于典型的重资产行业。截止到2025年底，公司无形资产为832.22亿元，主要为高速公路特许经营权，公司固定资产127.55亿元，整体来说公司资产周转率较低，资产强度高。

### 3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

高速公路属于典型的低营销强度行业，主要系高速公路具有公用事业属性，依托特定地理通道，同一区域重复建设不经济，形成“一路一运营商”的格局，具有一定的区位垄断特征，因此无需支出大额营销费用。

### 3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

2025年公司前五名客户销售额26.03亿元，占年度销售总额10.88%，主要系公司高速公路收费业务的下游客户主要为通行车辆，因此客户集中度低。此外，高速公路收费标准由政府核定，下游客户对高速公路的话语权不高。

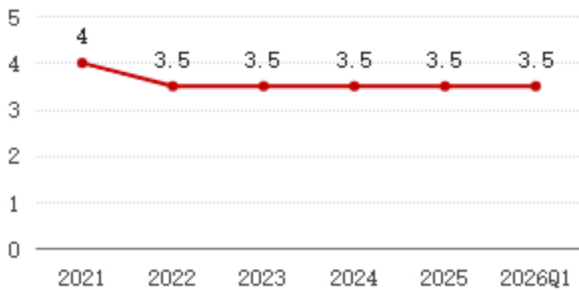
## 4. 历史经营绩效

公司作为高速公路行业优质企业，整体盈利能力较强，但由于建造收入下滑，成长能力有所走低。此外，公司现金流较好，业务控制力较高，且多年来维持了较高比例分红，非常注重股东回报。

### 4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



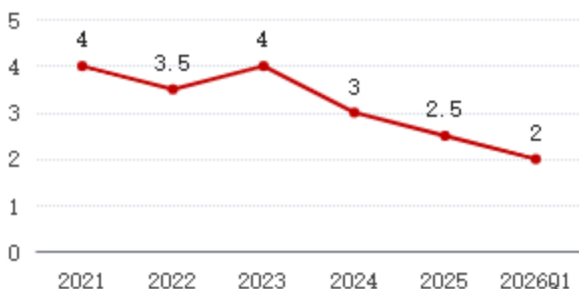
数据来源：公司财报，壹评级

公司整体盈利能力稳健，多年来维持在市场中等偏上水平，主要系公司旗下路产均位于山东省经济较发达的地区，是山东省高速公路网的中枢干线，区位优势明显，因此公司业绩稳健，但由于公司属于公用事业类企业，整体净资产收益率并不高。

### 4.2 历史成长能力

★★★☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



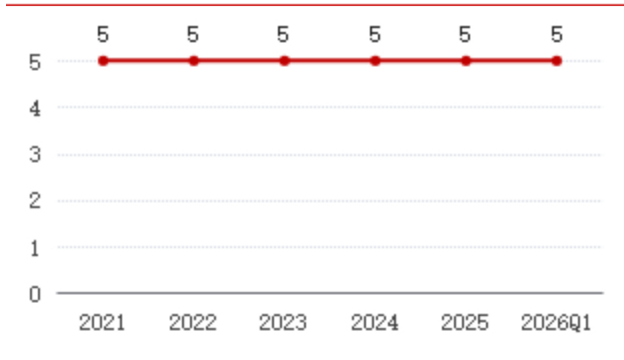
数据来源：公司财报，壹评级

2021年我国新冠疫情控制较好，公司业绩修复，成长星级较高。但2022年疫情再次加重，公司业绩承压，成长星级走低。2023年疫情结束后，公司利润完全修复，成长星级再次提升。但2025年公司建造收入下滑拖累公司收入下滑，公司成长星级持续走低。

### 4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★★

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



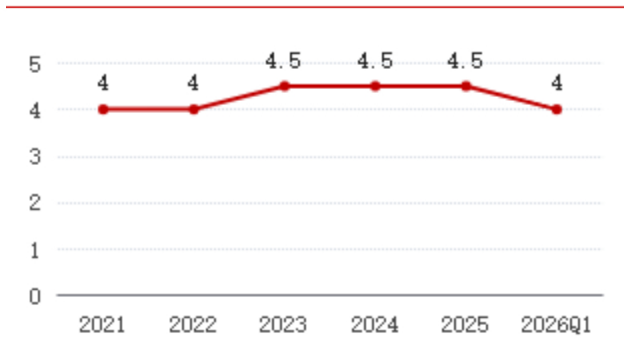
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力极好，经营现金流充裕，利润含金量较高，主要系公司高速公路收费业务回款较好，且公司下游为通行车辆，相对分散，在产业链中话语权极高，因此公司不存在被上下游大额占款现象。

### 4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司格外重视股东回报，多年来分红率均维持在60%以上，股息率常年维持在高位。2023年以来公司股价明显上涨，一定程度稀释了公司股息率，但2024年公司股息率依旧在4%以上，具有较高吸引力。

## 5. 四维评级

公司属于典型的高速公路企业，成长空间偏低，但考虑到高速公路属于政府管控行业，盈利趋势稳健，产业格局极好，护城河极深。

### 5.1 成长空间

★★☆☆☆

公司整体成长空间偏低，主要系我国高速公路已经步入成熟期，公司作为典型的高速公路企业，虽然未来存在改扩建路产，但整体增速不高，且未来随着公司路产到期存在下滑风险。

#### 高速公路(1.5星)：

考虑到我国高速公路已经步入成熟期，过去几年我国高速公路车流量增速在5%左右。山东高速作为典型的高速公路企业，虽然公司存在部分新建和改扩建路产项目，但旗下路产陆续到期之后，公司收入存在一定的下滑预期，因此我们判断公司整体成长空间较低。

## 5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势稳定，主要系高速公路行业具备公用事业属性，不属于市场化竞争行业，因此公司业绩相对稳健，收入和利润可见度较高，业绩波动性较小。

### 高速公路(3星):

高速公路行业属于典型的业绩稳健型行业，公司收入端主要与车流量和高速公路收费政策有关，相对来说比较稳定，成本端主要为折旧成本和公路养护成本等，相对来说波动性不大，且高速公路不属于市场化竞争行业，因此公司盈利趋势稳定。

## 5.3 产业格局

★★★★★

公司产业格局极好，主要系我国高速公路大部分均由地方政府投资建设，因此属于典型的政府管控性行业，高速公路通行费相对固定，且公司下游主要为通行车辆，客户话语权不高。

### 高速公路(5星):

我国高速公路大部分均由地方政府投资建设，因此属于典型的政府管控性行业，具有一定的公用事业属性。我国高速公路收费标准由政府核定，且公司下游主要为通行车辆，客户分散且话语权不高，整体竞争格局极好。

## 5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河极深，主要系公司具有强劲的区位优势和优质的路桥资产，公司运营管理的济青高速、京台高速等核心路桥资产，均位于山东省经济较发达地区，是山东省高速公路网的中枢干线，也是全国高速公路网的重要组成部分。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
高速公路	(4星)经壹评级调整后，公司净资产收益率约为9%，相对来说处于市场偏高水平，具有一定的超额收益。公司作为山东高速公路龙头，具有一定的区位优势，且公司业务控制力极好，因此公司护城河宽度星级较高。	(4.5星)公司护城河主要系区位优势。公司核心路桥资产，均位于山东省经济较发达的地区，是山东省高速公路网的中枢干线，且未来护城河被侵蚀的可能性较低，因此公司护城河持续性星级较高。

数据来源：壹评级

## 6. 公司估值

基于我们对公司改扩建路产未来五年内全部投产，高速公路收费业务稳健增长，以及2030年后公司路产陆续到期、高速收费业务收入小幅下滑的合理假设下，公司当前估值处于合理状态。

## 6.1 核心假设及逻辑

公司的业务主要为高速公路收费业务，未来预测核心假设及逻辑如下：

### 收入假设：

1) 高速公路收费业务：考虑到公司依旧存在新建产能和改扩建项目，我们假设未来5年公司新建项目全部投产，假设公司高速公路收费业务2026年-2030年复合增速在4%左右；考虑到公司旗下路产将于2030年后陆续到期，假设2030年之后公司高速公路收费业务每年小幅下滑2%-5%；

2) 其他业务：除了高速公路收费业务，公司还存在铁路运输服务等其他业务，我们假设铁路运输服务未来保持极低增速，销售商品收入跟随高速公路业务增长而增长，机电工程收入未来每年保持低个位数增长，建造收入随着在建工程全部投产，未来逐步减少至消失；

### 盈利能力假设：

1) 高速公路业务毛利率：考虑到高速公路属于盈利稳健性行业，毛利率波动性不大，假设未来高速收费业务毛利率保持不变，为54%；

2) 其他业务毛利率：铁路运输业务盈利稳健，假设未来毛利率不变，销售商品业务毛利率回落至18%左右，机电施工毛利率保持不变，建造业务毛利率为0%；

3) 投资收益：考虑到公司存在大额长期股权投资，主要投向高速公路及相关行业，我们假设公司投资类收益每年增长2%；

### 资产负债假设：

1) 考虑到公司未来依旧存在新建路产，资本支出增加，导致公司长期经营性资产增加；

2) 2030年之后我们假设折旧导致公司长期资产减少，因此公司未来长期资产周转率有所提升。

表2：公司整体业绩预测

山东高速	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	265.5	284.9	239.3	236.0	234.4	233.2	238.9	243.7
归母净利润(亿)	33.0	32.0	32.0	32.8	35.1	37.5	38.5	39.3
归母净利润增速(%)	15.5	-3.1	0.2	2.4	7.1	6.8	2.5	2.0
经营性净利润(亿)	26.0	23.3	22.5	30.0	32.7	35.5	36.4	37.1
经营性净利润增速(%)	32.1	-10.6	-3.6	33.5	9.0	8.5	2.6	2.0
经营性归母净利润(亿)	20.7	18.4	17.9	24.0	26.1	28.4	29.1	29.7
经营性归母净利润增速(%)	37.3	-11.0	-2.4	33.8	9.0	8.5	2.6	2.0

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

高速公路	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	265.5	284.9	239.3	236.0	234.4	233.2	238.9	243.7
收入增速(%)	43.6	7.3	-16.0	-1.4	-0.7	-0.5	2.5	2.0
经营性净利润(亿)	26.0	23.3	22.5	30.0	32.7	35.5	36.4	37.1
经营性净利率(%)	9.8	8.2	9.4	12.7	13.9	15.2	15.2	15.2
经营性净利润增速(%)	32.1	-10.6	-3.6	33.5	9.0	8.5	2.6	2.0

数据来源：壹评级

## 6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
高速公路	-1.6%	小幅负增长	非常好	强	7.0%	8.4	34.1
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
高速公路(亿)	291.8	155.7	447.6	-	90.0	138.0	495.6
公司整体测算(亿)	291.8	155.7	447.6	-	90.0	138.0	495.6

数据来源：壹评级

## 6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
高速公路(亿)	366.8	135.0	501.8	-	100.0	138.0	539.8
公司整体测算(亿)	366.8	135.0	501.8	-	100.0	138.0	539.8

数据来源：壹评级

## 6.4 估值确定性



高速公路属于典型的成熟行业，具有明显的公用事业属性，且高速公路收费政策属于政府管控，历年来公司业绩稳健（不考虑重大不可控疫情因素），不管是收入端还是利润端，公司整体可预测性较高，因此公司估值确定性较高。

## 附注

### 四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

#### ①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

#### ②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

#### ③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

#### ④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

### DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

### 动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

## 估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X < -50%	-50% ≤ X < -30%	-33% ≤ X < -20%	-20% ≤ X < 25%	25% ≤ X < 50%	50% ≤ X < 100%	X ≥ 100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

## 经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

## 量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

### 1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

### 2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

## 免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料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。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。