

2025 年 04 月 18 日

投资评级：买入（首次）

证券分析师

孙延
SAC: S1350524050003
sunyan01@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 04 月 17 日
收盘价（元）	15.59
一年内最高/最低（元）	15.90/11.00
总市值（百万元）	78,538.48
流通市值（百万元）	78,327.01
总股本（百万股）	5,037.75
资产负债率（%）	44.67
每股净资产（元/股）	7.66

资料来源：聚源数据

宁沪高速 (600377.SH)

——聚焦路产主业，探索多元布局

投资要点：

- 聚焦路产主业，现金分红收益可观。**宁沪高速作为江苏交控控股子公司，聚焦收费公路主业，截至 2024 年末，公司直接参与经营或投资的路桥项目达到 19 个，控制或参股的路桥里程约 1000 公里。公司通过扩大路网规模与提升运营效率，实现稳健增长，2014 年-2024 年公司营业总收入以及归母净利润 CAGR 分别为 10.14% 和 8.30%。公司高度重视投资者回报，2014 年-2024 年累积派发现金红利 246.85 亿元，每股股利稳定在 0.45 元左右，2024 年股利支付率达 49.90%。
- 控股+参股模式，构筑江苏省公路网络。**公司核心资产为沪宁高速公路江苏段，连接上海、苏州、无锡、常州、镇江、南京 6 个大中城市，区位优势显著。除沪宁高速外，公司还拥有宁常高速、镇溧高速、锡宜高速、锡澄高速、广靖高速、江阴大桥以及苏嘉杭等位于江苏省内的收费路桥全部或部分权益。从收入结构看，沪宁高速为公司核心路产，2024 年贡献了路产总收入的 55.22%。从收费年限看，截至 2024 年末，公司控股路产加权平均剩余收费年限为 9.57 年，收费周期优势为车流量增长及收益释放提供充足的时间窗口。
- 探索多元化战略布局，投资收益贡献可观利润。**宁沪高速积极探索以融促产的金融业、新能源业务、房地产业务，以进一步拓展盈利空间并实现公司的可持续发展。宁沪高速投资收益贡献主要营业利润，2024 年公司实现投资收益约 17.80 亿元，占营业利润的 28.07%。其投资收益主要来源为长期股权投资和其他权益工具投资收益，分别贡献投资收益 9.07 亿元和 7.12 亿元，分别占总投资收益的 50.96% 和 40.03%。
- 盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 5211/5404/5706 百万元，同比增速分别为 5.33%/3.71%/5.59%，当前股价对应的 PE 分别为 15.1x/14.5x/13.8x。我们选取深高速、皖通高速、粤高速 A 为可比公司，宁沪高速聚焦核心路产，持续强化路产规模，业绩增长稳健，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) 公司建设投资不及预期。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	15,192	23,198	22,128	22,592	22,933
同比增长率（%）	14.61%	52.70%	-4.61%	2.09%	1.51%
归母净利润（百万元）	4,413	4,947	5,211	5,404	5,706
同比增长率（%）	18.51%	12.09%	5.33%	3.71%	5.59%
每股收益（元/股）	0.88	0.98	1.03	1.07	1.13
ROE（%）	12.99%	12.82%	12.32%	11.72%	11.38%
市盈率（P/E）	17.80	15.88	15.07	14.53	13.76

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 5211/5404/5706 百万元，同比增速分别为 5.33%/3.71%/5.59%，当前股价对应的 PE 分别为 15.1x/14.5x/13.8x。我们选取深高速、皖通高速、粤高速 A 为可比公司，宁沪高速聚焦核心路产，持续强化路产规模，业绩增长稳健，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

1) 收入：1) 收费公路：2025 年-2027 年，预计随着宏观经济逐步复苏，交通运输需求有所回暖，叠加公司持续扩大路产规模，预计收入持续增长。2) 公司持续推进金融资产投资、光伏项目投资建设、地产业务与交通领域协同发展，三大领域或将延续增长态势，预计收入将持续增长。

2) 成本：公司进一步聚焦主业，优化配套服务经营，加强精益管理，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：公司通过积极有效的融资措施，利息费用化的有息债务综合借贷利率同比降低，财务费用相应减少；其他费用率方面，随着公司转让保理公司股权、减少地产项目销售佣金等举措，预计费用率将较为稳定。

投资逻辑要点

宁沪高速为江苏省唯一上市路桥，依托长三角核心区位优势，通过路网扩容与智慧化升级实现主业能级跃升，车流量稳步提升，驱动通行费收入实现可观增长，为分红提供稳定现金流基础。控股+参股模式投资贡献稳定收益，有效平滑行业周期波动。配套服务、新能源和房地产业务转型升级，助力运营效率不断提升，公司持续推进各业务的产业融合及协同，以进一步实现可持续发展，强化高分红能力。

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) 公司建设投资不及预期。

内容目录

1. 宁沪高速：江苏交控二级企业，业绩分红稳健	5
1.1. 江苏交控控股子公司，布局区域性公路网络	5
1.2. 以收费路桥为核心，多元化业务布局	6
2. 收费路桥及衍生业务：宁沪高速为公司绝对核心，配套服务探索新兴模式	9
3. 三擎驱动收益结构升级：金融投资扩容、新能源开拓、房产战略转向	12
4. 盈利预测与评级	14
4.1. 盈利预测	14
4.2. 评级	15
5. 风险提示	16

图表目录

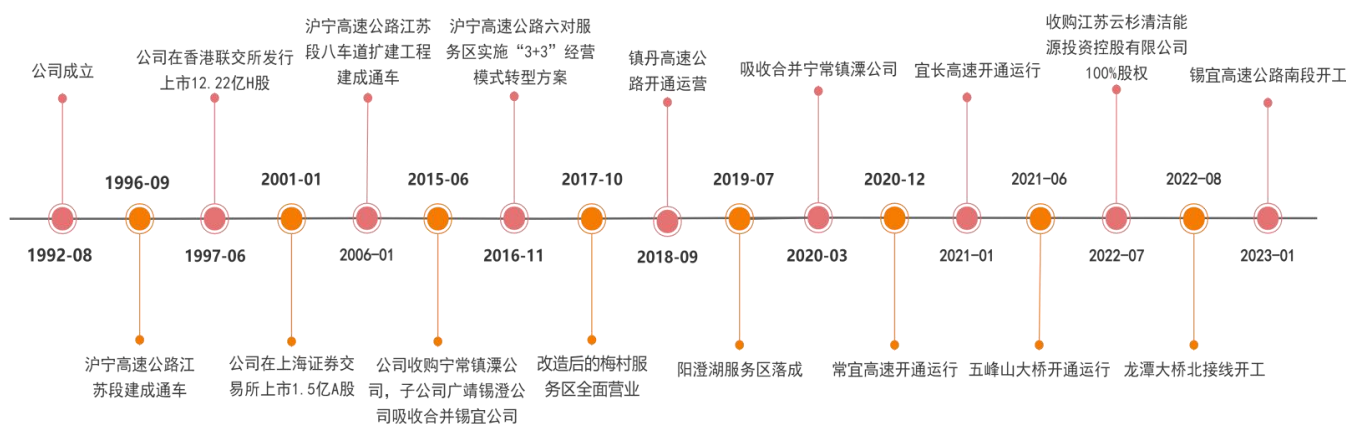
图表 1: 宁沪高速历史沿革	5
图表 2: 宁沪高速股权结构(截至 2024 年年报)	6
图表 3: 宁沪高速业务构成	7
图表 4: 2024 年各业务营业收入构成 (%)	7
图表 5: 2014 年~2024 年营业总收入 (亿元) 及同比增长率 (%)	7
图表 6: 2014 年~2024 年归母净利润 (亿元) 及同比增长率 (%)	7
图表 7: 2014 年~2024 年宁沪高速总资产 (亿元) 及同比增长率 (%)	8
图表 8: 2014 年~2024 年宁沪高速毛利润构成 (亿元)	8
图表 9: 2014 年~2024 年宁沪高速毛利率 (%)	8
图表 10: 2024 年宁沪高速营业利润构成 (亿元)	9
图表 11: 2014 年~2024 年宁沪高速现金分红总额 (亿元) 及股利支付率 (%)	9
图表 12: 2014 年~2024 年宁沪高速每股股利 (元/股) 及股息率 (%)	9
图表 15: 2014 年~2024 年宁沪高速配套服务收入构成 (亿元)	11
图表 16: 2018 年~2024 年投资收益构成 (亿元)	12
图表 17: 2024 年长期股权投资收益构成 (%)	13
图表 18: 2024 年其他权益工具投资收益构成 (%)	13
图表 19: 2022 年~2024 年云杉清能发电量 (亿千瓦时)	13
图表 20: 2022 年~2024 年宁沪高速电力销售 (亿元) 及同比增长率 (%)	13
图表 21: 2014 年~2024 年宁沪高速房地产销售 (亿元) 及同比增长率 (%)	14
图表 22: 宁沪高速关键财务项目预测	15
图表 23: 可比公司估值表	15

1. 宁沪高速：江苏交控二级企业，业绩分红稳健

1.1. 江苏交控控股子公司，布局区域性公路网络

聚焦区域性路产，投资布局多条公路。江苏宁沪高速公路股份有限公司（简称“宁沪高速”）成立于 1992 年，并于 1997 年和 2001 年分别在联交所和上交所上市。公司专注于交通基础设施行业，1996 年核心路产沪宁高速江苏段建成通车，并于 2006 年完成八车道扩建。2015 年至 2021 年间，公司通过收并购和投资建设，成功布局宁常、镇溧、锡宜、无锡环太湖公路、常宜、宜长及五峰山大桥等公路，进一步扩展了路网布局。截至 2024 年末，宁沪高速直接参与经营或投资的路桥项目达到 19 个，控制或参股的路桥里程约 1000 公里。

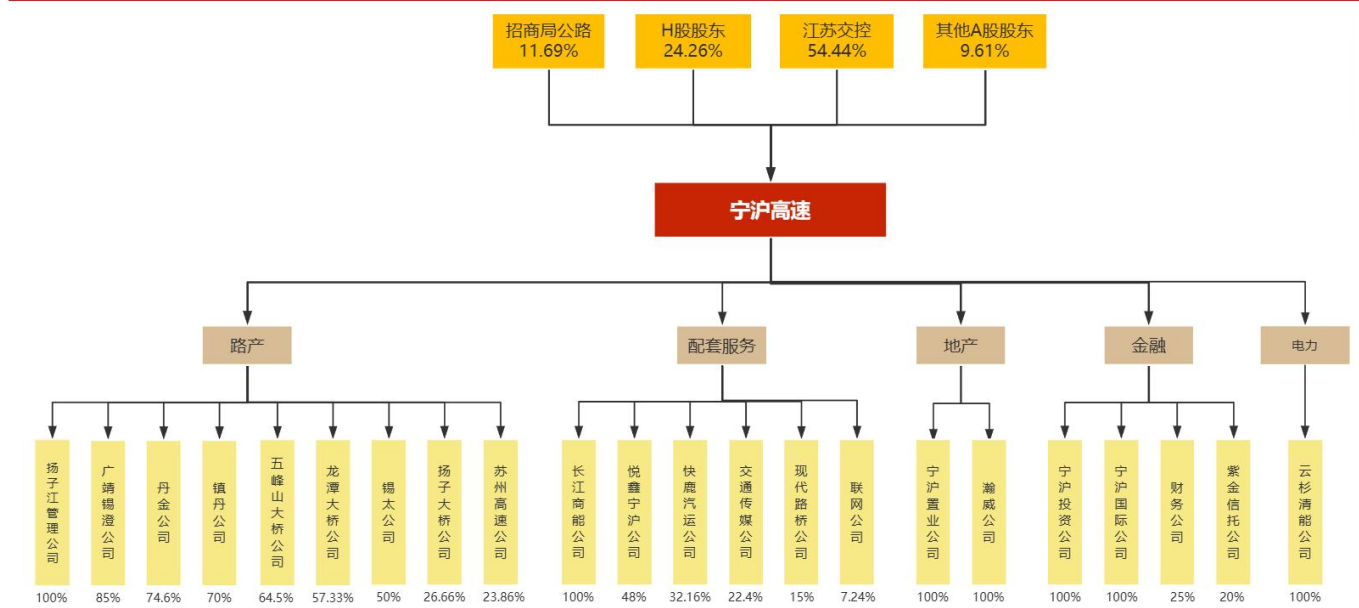
图表 1：宁沪高速历史沿革



资料来源：公司公告、华源证券研究所

江苏交控二级企业，控股股东实力强大。宁沪高速的控股股东为江苏交通控股有限公司（简称“江苏交控”），截至 2024 年末，江苏交控持有宁沪高速 54.44% 的股份，而江苏交控的实际控制人为江苏省国资委。江苏交控业务范围涉及全省重点交通基础设施投融资“主渠道”和高速路网运营管理“主平台”两项核心功能，现管理高速公路 5323 公里，并分别持有省铁路集团 95.12%、省港口集团 29.69%、东部机场集团 27.3% 的股权。

图表 2：宁沪高速股权结构(截至 2024 年年报)



资料来源：公司公告、华源证券研究所

1.2. 以收费路桥为核心，多元化业务布局

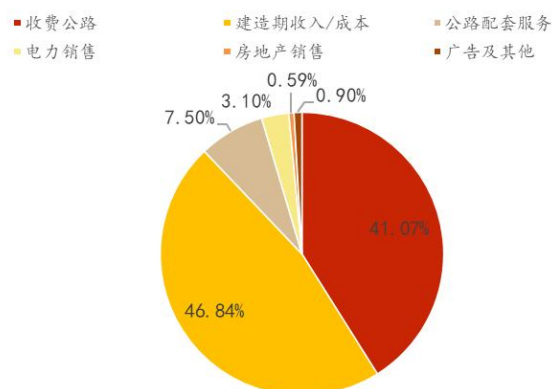
聚焦路桥主业，多元业务创收。宁沪高速聚焦收费路桥业务，同时拓展服务区配套经营业务，布局新能源业务及金融领域，推动可持续发展。1) **路桥业务**为公司核心主业，通过经营收费公路赚取通行费，2024 年全年实现通行费收入约 95.28 亿元，占总营业收入约 41.07%。2) **建造期收入**为以 PPP 形式参与公共基础设施建设业务的收入。2024 年确认建造收入约 108.66 亿元，占总营收约 46.84%。3) **配套业务**收入来源为收费公路服务区租赁和油品销售。2024 年配套服务业务实现收入约 17.39 亿元，占总营收约 7.50%。4) **新能源业务**由子公司云杉清能经营，依靠海上风电和光伏项目赚取电力销售费用。2024 年公司实现电力销售收入约 7.20 亿元，占总营收约 3.10%。5) **广告及其他业务**包括公司参股投资收益、金融资产分红以及广告经营等业务收益，2024 年公司实现收入约 2.08 亿元，占总营收约 0.90%。6) **房地产业务**由子公司宁沪置业、瀚威公司经营，业务涉及房屋建设与销售。2024 年结转地产销售收入约 1.37 亿元，占总营收约 0.59%。

图表 3：宁沪高速业务构成



资料来源：公司公告、华源证券研究所

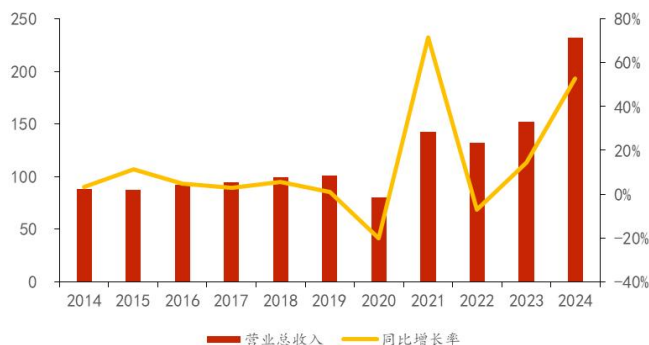
图表 4：2024 年各业务营业收入构成 (%)



资料来源：公司公告、同花顺 iFinD、华源证券研究所

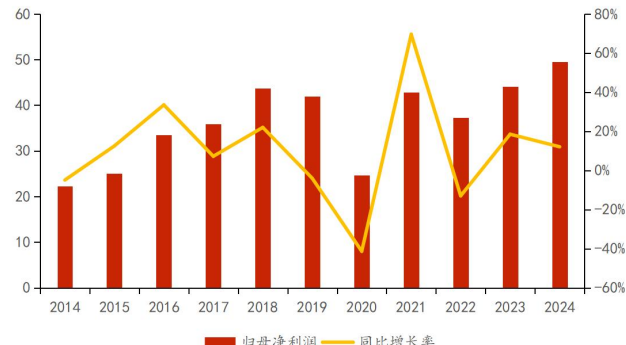
宁沪高速深耕路网扩容与精益运营，驱动营收与利润稳健增长。2014 年-2024 年宁沪高速持续强化路产规模，优化运营模式，营业总收入复合增速（CAGR）达 10.14%，归母净利润 CAGR 达 8.30%。2024 年主要得益于路桥项目建设投入同比增加，推动建造期收入上升，营业收入同比增长 52.70%至 231.98 亿元。公司持续强化路产规模，总资产同比扩张 14.27%至 898.86 亿元，归母净利润同比增长 12.09%至 49.47 亿元。

图表 5：2014 年~2024 年营业总收入（亿元）及同比增长率 (%)



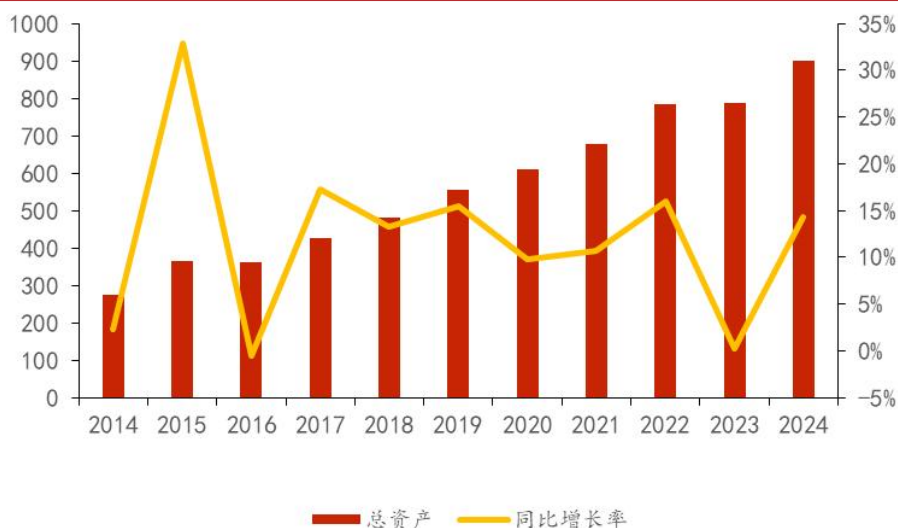
资料来源：公司公告、同花顺 iFinD、华源证券研究所

图表 6：2014 年~2024 年归母净利润（亿元）及同比增长率 (%)



资料来源：公司公告、同花顺 iFinD、华源证券研究所

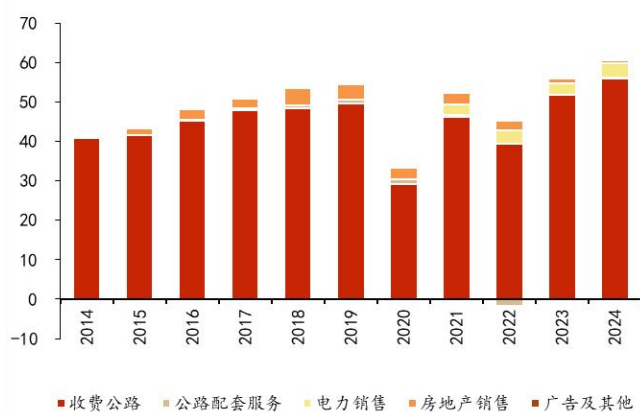
图7：2014年~2024年宁沪高速总资产（亿元）及同比增长率（%）



资料来源：公司公告、同花顺 iFinD、华源证券研究所

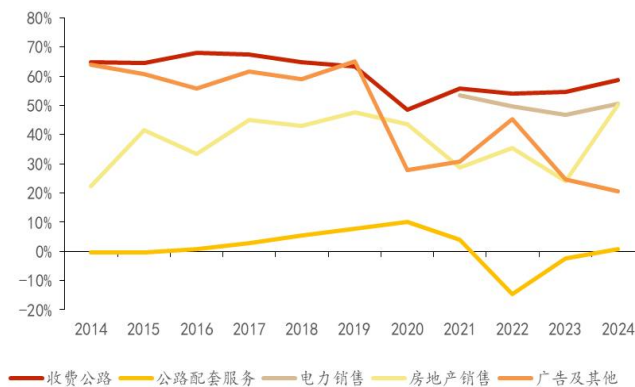
路桥主业与多元业务协同，投资收益贡献可观利润。路桥业务为公司核心主业，2024 年贡献毛利润 56.08 亿元，占总毛利润的 91.97%，毛利率达 58.86%。配套服务、新能源、房地产、广告及其他业务合计产生毛利润 4.90 亿元，占总毛利润的 8.03%。2024 年公司实现投资收益约 17.80 亿元，占营业利润的 28.07%。投资收益主要来源为长期股权投资和其他权益工具投资收益，分别贡献投资收益 9.07 亿元和 7.12 亿元，分别占总投资收益的 50.96%和 40.03%，其中，长期股权投资收益来自公司参股路产及配套服务、能源、金融和管理服务公司收益；其他权益工具投资收益来自公司持有江苏银行和江苏租赁公司股票的股利收入。

图8：2014年~2024年宁沪高速毛利润构成（亿元）



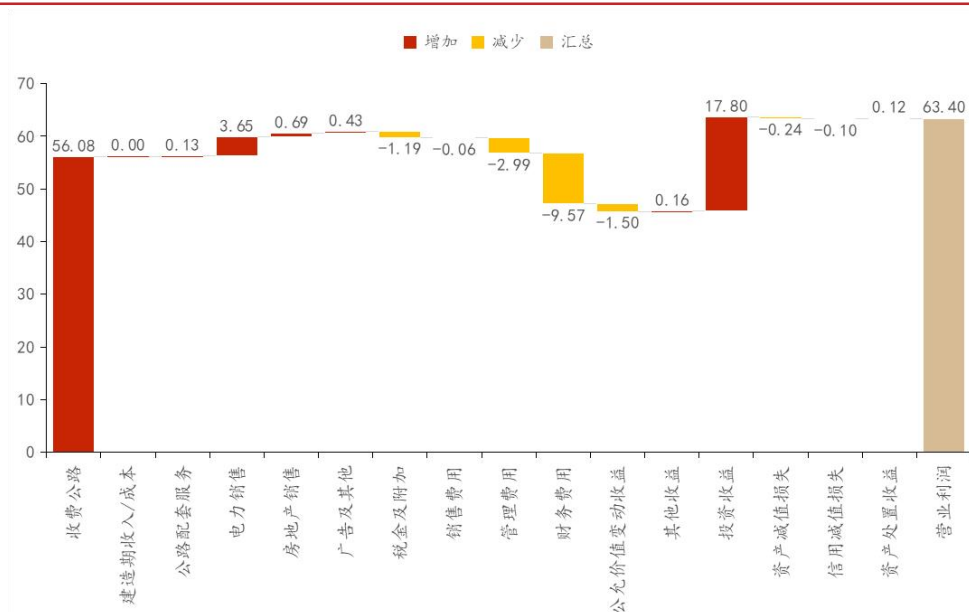
资料来源：公司公告、同花顺 iFinD、华源证券研究所

图9：2014年~2024年宁沪高速毛利率（%）



资料来源：公司公告、同花顺 iFinD、华源证券研究所

图表 10：2024 年宁沪高速营业利润构成（亿元）



资料来源：公司公告、同花顺 iFinD、华源证券研究所

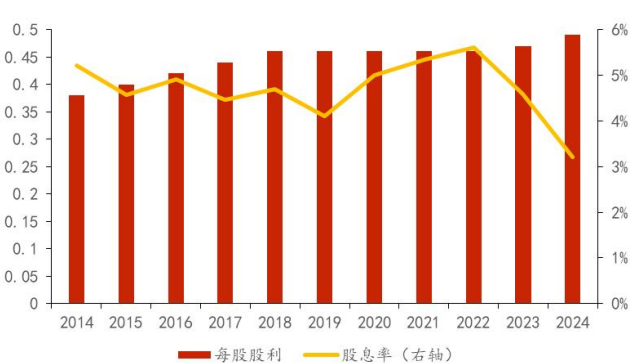
重视股东回报，分红比率稳定。宁沪高速在保持业绩增长的同时，始终重视股东回报。2014 年-2024 年公司累计现金分红达 246.85 亿元。2014 年至 2024 年，每股股利稳定在 0.45 元左右，2024 年股利支付率达 49.90%。尽管外部因素对业绩产生影响，公司仍维持分红数额的稳定，2024 年每股股利进一步提升至 0.49 元/股。

图表 11：2014 年~2024 年宁沪高速现金分红总额（亿元）及股利支付率（%）



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

图表 12：2014 年~2024 年宁沪高速每股股利（元/股）及股息率（%）



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

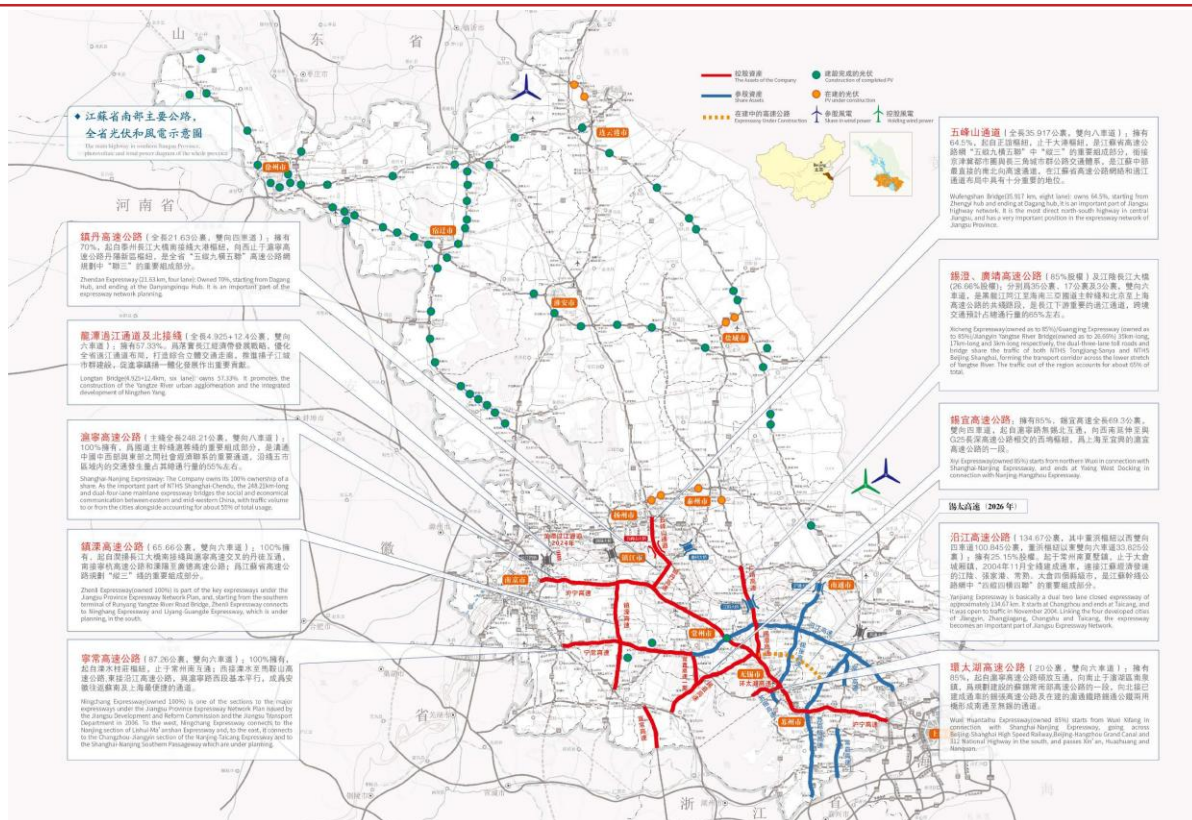
2. 收费路桥及衍生业务：宁沪高速为公司绝对核心，配套服务探索新兴模式

公司通过“控股+参股”的模式，布局江苏省内公路资源，区位优势明显。宁沪高速核心资产为沪宁高速公路江苏段，连接上海、苏州、无锡、常州、镇江、南京 6 个大中城市，区

位优势显著。除沪宁高速外，公司还拥有宁常高速、镇溧高速、锡宜高速、锡澄高速、广靖高速、江阴大桥以及苏嘉杭等位于江苏省内的收费路桥全部或部分权益。截至 2024 年末，宁沪高速直接参与经营或投资的路桥项目达到 19 个，控制或参股的路桥里程约 1000 公里。

截至 2024 年末，公司控股路产加权平均剩余收费年限为 9.57 年，收费周期优势为车流量增长及收益释放提供充足的时间窗口。从收入结构来看，2024 年沪宁高速贡献了路产总收入的 55.22%，为公司核心资产，其余高速中，宁常及镇溧高速、五峰山大桥、广靖及锡澄高速贡献收入占比较高，分别合计贡献 15.60%、11.03%、9.62%。从对应的毛利结构来看，沪宁高速贡献路产总毛利的 56.90%，宁常及镇溧高速合计贡献 16.59%，广靖及锡澄高速合计贡献 12.03%，五峰山大桥贡献 11.72%。从车流量来看，广靖及锡澄高速车流量占总车流量的 30.19%、沪宁高速车流量占总车流量的 20.55%、宁常及镇溧高速车流量占总车流量的 15.15%，以上三组高速构成日均车流量前三强，反映路产区位优势与运营里程的协同效应。

图表 13：宁沪高速路产分布情况（截至 2022 年）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 14：宁沪高速路产介绍（2024 年）

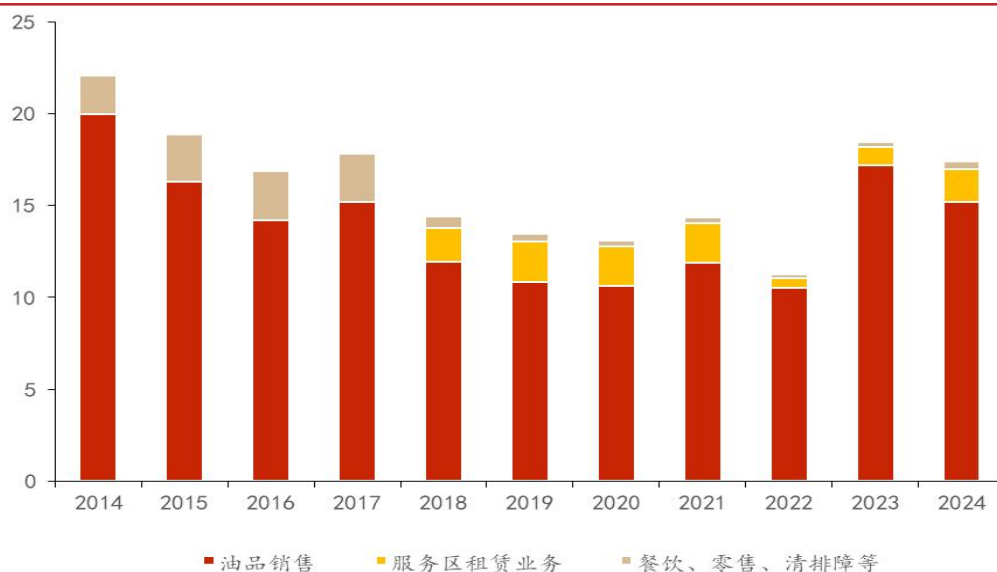
路产名称	起止点	公司权益	里程（公里）	收费到期年限	营收（亿元）	日均车流量（辆）
沪宁高速公路江苏段	南京马群至上海安亭	100%	248.21	2032	52.61	114511
宁常高速公路	溧水桂庄枢纽至常州南互通	100%	87.26	2032	10.70	57575

镇溧高速公路	丹徒枢纽至溧阳前马	100%	65.66	2032	4.16	26870
广靖高速公路	广陵至江阴大桥北端	85%	17.2	2029	3.02	79350
锡澄高速公路	江阴大桥南端至无锡钱巷	85%	35	2029	6.15	88870
锡宜高速公路	无锡北至宜兴西坞枢纽	85%	69.3	2028	3.48	27987
环太湖高速公路	硕放枢纽至南泉互通	85%	20	2031	1.16	36932
镇丹高速公路	镇江新区至丹阳	70%	21.63	2043	0.98	24805
常宜高速一期	常州至宜兴	60%	17.71	2045	1.25	32234
宜长高速公路	宜兴至长兴	60%	25.46	2046	1.25	23449
五峰山公路大桥及南北接线	正仪枢纽至大港枢纽	64.5%	35.88	2046	10.51	44699
苏嘉杭高速公路江苏段	常熟至吴江	23.86%	100.1	2032		
沿江高速公路	常南厦墅至太仓城厢	21.38%	134.6	2034		
江阴长江公路大桥	--	26.66%	3.07	2029		
常嘉高速公路	角直枢纽至苏浙省界	23.86%	28.44	2041		

资料来源：公司公告、同花顺 iFinD、华源证券研究所

公司持续推进配套服务转型升级，积极探索新兴运营模式。公路配套服务主要包括高速公路服务区租赁、油品销售以及餐饮、零售和清排障等业务。宁沪高速自 2016 年启动沪宁高速服务区“3+3”供给侧改革，对 6 对服务区实施“外包+监管”和“平台拓展”模式，2019 年底全面完成。2022 年，公司创新招商与运营模式，推出“保底+分成”大平台方案，以仙人山服务区为试点，探索与租赁方利益共享、风险共担的合作机制。2024 年受油品销售量下滑影响，配套服务业务同比下滑 5.67%至 17.39 亿元，其中，油品销售收入 15.20 亿元，占配套服务收入的 87.41%；服务区租赁收入 1.77 亿元，占配套服务收入的 10.19%；餐饮、零售、清排障等收入 0.42 亿元，占配套服务收入的 2.40%。

图表 15：2014 年~2024 年宁沪高速配套服务收入构成（亿元）



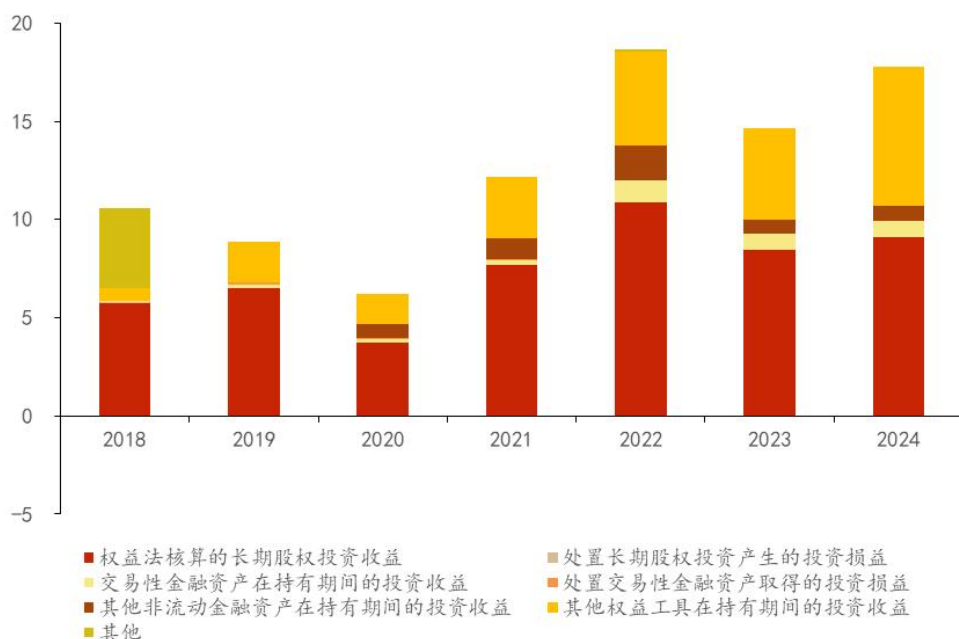
资料来源：公司公告、同花顺 iFinD、华源证券研究所

3. 三擎驱动收益结构升级：金融投资扩容、新能源开拓、房产战略转向

三大板块驱动收益结构升级。宁沪高速积极探索以融促产的金融业、新能源业务、房地产业务，以进一步拓展盈利空间并实现公司的可持续发展。为分散经营风险，增强发展后劲，宁沪高速在金融投资领域持续关注优质金融标的参投机会，积极推动产业布局优化调整。在新能源业务方面，云杉清能公司持续推进清洁能源与交通领域深度融合，积极探索实践交能融合路径和场景。在房地产业务方面，宁沪高速持续推动存量项目去化和产业协同。

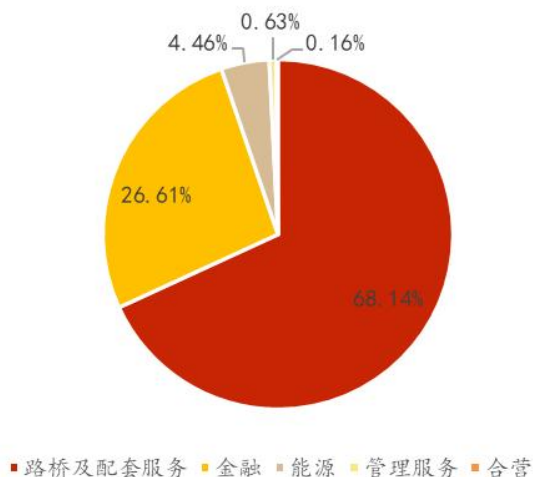
公司通过“参股路桥+金融”双轮驱动投资收益增长。宁沪高速投资收益主要由长期股权投资和其他权益工具投资收益构成。其中，长期股权投资收益主要来自于公司参股联营与合营公司贡献的投资收益，参股联营公司涉及路产及配套服务、能源、金融等领域，2024年公司参股路产及配套服务公司的投资收益贡献核心收益6.18亿元，占长期股权投资收益的68.14%；参股金融公司以及能源公司的投资收益分别为2.41亿元、0.40亿元，分别占长期股权投资收益的26.61%、4.46%。其他权益工具在持有期间的投资收益来自于持有江苏银行与江苏租赁公司股票股利收入，2024年确认股利收入分别为6.08亿元和1.05亿元，分别占其他权益工具投资收益的85.29%和14.71%。

图表 16：2018 年~2024 年投资收益构成（亿元）



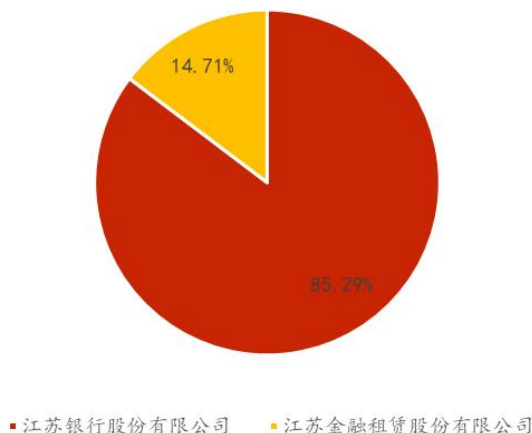
资料来源：公司公告、同花顺 iFinD、华源证券研究所

图表 17：2024 年长期股权投资收益构成（%）



资料来源：公司公告、同花顺 iFinD、华源证券研究所

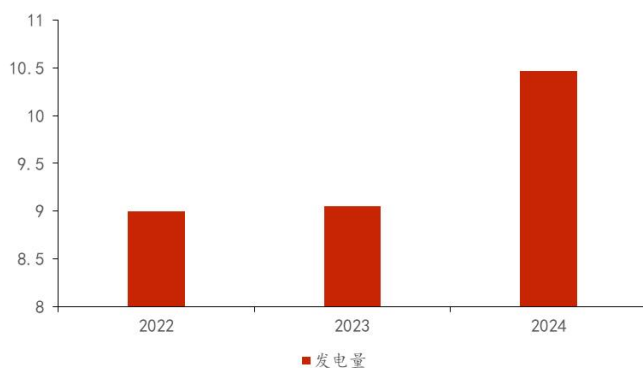
图表 18：2024 年其他权益工具投资收益构成（%）



资料来源：公司公告、同花顺 iFinD、华源证券研究所

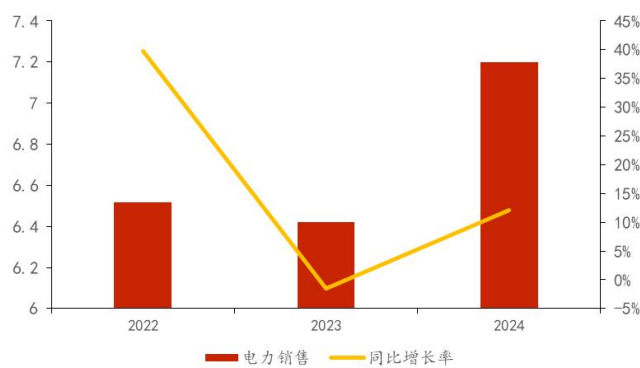
开拓新能源领域，推动可持续发展。宁沪高速通过其子公司云杉清能布局新能源业务，2022 年以 24.57 亿元收购云杉清能 100% 股权。云杉清能成立于 2016 年，主营光伏、海上风电等清洁能源发电。截至 2024 年末，云杉清能公司权益装机容量达 598.08 兆瓦，生产清洁能源电力 10.47 亿千瓦时，并积极推进光伏项目建设，在建工程约 40 兆瓦。随着新能源汽车、5G 及自动驾驶技术的发展，新能源业务将与路桥主业协同，为公司可持续发展提供新动能。2024 年受风资源因素影响，云杉清能公司如东地区海上风电项目上网电量有所增长，公司电力销售实现收入约 7.20 亿元，同比增长约 12.08%。

图表 19：2022 年~2024 年云杉清能发电量（亿千瓦时）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 20：2022 年~2024 年宁沪高速电力销售（亿元）及同比增长率（%）

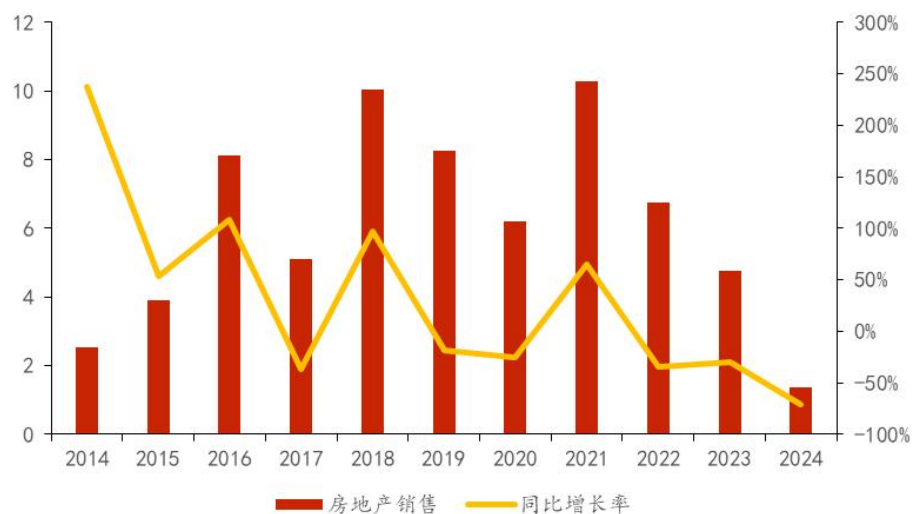


资料来源：公司公告、同花顺 iFinD、华源证券研究所

地产业务波动显著，战略转向产业协同。房地产业务由子公司宁沪置业公司、瀚威公司经营。宁沪置业公司和瀚威公司分别成立于 2008 年和 2015 年，主营业务为房地产开发与经营、房地产咨询、房屋租赁、室内外装饰、物业管理等。2024 年公司积极推动存量项目去化，以瀚瑞中心写字楼为载体，与中国科技开发院共同建设智能交通产业协同创新中心，深入推

进智能交通领域的产业企业交流合作、协同发展，着力提升科技转化和应用能力。2024 年公司结转销售收入约 1.37 亿元，同比下降 71.13%，主要由于地产项目交付规模小于上年同期。

图表 21：2014 年~2024 年宁沪高速房地产销售（亿元）及同比增长率（%）



资料来源：公司公告、同花顺 iFinD、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) 收费公路：2025 年-2027 年，预计随着宏观经济逐步复苏，交通运输需求有所回暖，叠加公司持续扩大路产规模，预计收入持续增长。2) 公司持续推进金融资产投资、光伏项目投资建设、地产业务与交通领域协同发展，三大领域或将延续增长态势，预计收入将持续增长。

2) 成本：公司进一步聚焦主业，优化配套服务经营，加强精益管理，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：公司通过积极有效的融资措施，利息费用化的有息债务综合借贷利率同比降低，财务费用相应减少；其他费用率方面，随着公司转让保理公司股权、减少地产项目销售佣金等举措，预计费用率将较为稳定。

图表 22：宁沪高速关键财务项目预测

亿元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	132.56	151.92	231.98	221.28	225.92	229.33
yoy	-3.89%	14.61%	52.70%	-4.61%	2.09%	1.51%
营业成本	88.41	95.81	171.01	163.08	166.33	166.92
yoy	-1.75%	8.36%	78.49%	-4.64%	1.99%	0.36%
毛利率	33.30%	36.94%	26.28%	26.30%	26.38%	27.21%
销售费用率	0.11%	0.07%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%
管理费用率	2.21%	1.87%	1.29%	1.29%	1.29%	1.29%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：公司公告、华源证券研究所

4.2. 评级

宁沪高速经营区域位于中国经济最具活力的地区之一——长江三角洲地区，我们认为随着公司持续完善公路网络，叠加长三角区域融合一体化发展，公司路产车流量有望进一步提升，带来收入及盈利能力的持续增长。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 5211/5404/5706 百万元，同比增速分别为 5.33%/3.71%/5.59%，当前股价对应的 PE 分别为 15.1x/14.5x/13.8x。参考深高速、皖通高速、粤高速 A 可比公司估值，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 23：可比公司估值表

股票代码	公司简称	市值（亿元）	EPS(元/股)			PE		
			25E	26E	27E	25E	26E	27E
600548.SH	深高速	246.81	0.74	0.80	0.69	17.44	15.91	17.01
600012.SH	皖通高速	255.13	1.08	1.14	1.06	15.78	15.42	16.24
000429.SZ	粤高速 A	270.03	0.80	0.77	0.76	17.56	18.20	18.56
平均值						16.93	16.51	17.27

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 4 月 17 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率减免政策，高速公路通行费收入下滑，公司收入有可能低于预期；

3) **公司建设投资不及预期**：如果公司公路建设与投资不及预期，将暂缓产能释放，公司收入有可能低于预期。

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	864	1,276	2,112	3,059	营业收入	23,198	22,128	22,592	22,933
应收票据及账款	1,876	2,030	2,072	2,104	营业成本	17,101	16,308	16,633	16,692
预付账款	9	10	10	10	税金及附加	119	113	113	115
其他应收款	312	164	167	170	销售费用	6	7	7	7
存货	2,000	1,907	1,945	1,952	管理费用	299	285	291	296
其他流动资产	3,333	3,973	3,991	4,004	研发费用	0	0	0	0
流动资产总计	8,394	9,360	10,298	11,299	财务费用	957	614	616	622
长期股权投资	12,757	13,709	14,709	15,760	资产减值损失	-24	-13	-13	-13
固定资产	7,300	6,679	6,086	5,519	信用减值损失	-10	-12	-12	-12
在建工程	128	424	436	414	其他经营损益	0	0	0	0
无形资产	47,988	48,475	51,323	54,033	投资收益	1,780	1,869	1,962	2,061
长期待摊费用	9	10	20	20	公允价值变动损益	-150	0	0	0
其他非流动资产	13,310	16,100	16,572	17,033	资产处置收益	12	12	12	12
非流动资产合计	81,492	85,397	89,146	92,779	其他收益	16	16	16	16
资产总计	89,886	94,756	99,444	104,078	营业利润	6,340	6,674	6,897	7,265
短期借款	400	0	0	0	营业外收入	12	12	12	12
应付票据及账款	2,320	4,365	4,452	4,467	营业外支出	35	35	35	35
其他流动负债	13,466	12,273	12,518	12,566	其他非经营损益	0	0	0	0
流动负债合计	16,187	16,637	16,969	17,034	利润总额	6,317	6,651	6,874	7,242
长期借款	20,374	20,874	21,174	21,474	所得税	1,146	1,207	1,237	1,304
其他非流动负债	3,592	3,592	3,592	3,592	净利润	5,170	5,444	5,637	5,938
非流动负债合计	23,966	24,466	24,766	25,066	少数股东损益	224	234	233	233
负债合计	40,152	41,103	41,735	42,099	归属母公司股东净利润	4,947	5,211	5,404	5,706
股本	5,038	5,038	5,038	5,038	EPS(元)	0.98	1.03	1.07	1.13
资本公积	9,822	9,822	9,822	9,822	主要财务比率				
留存收益	23,737	27,423	31,246	35,282	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归属母公司权益	38,597	42,283	46,106	50,142	成长能力				
少数股东权益	11,137	11,371	11,604	11,836	营收增长率	52.70%	-4.61%	2.09%	1.51%
股东权益合计	49,734	53,654	57,709	61,979	营业利润增长率	11.27%	5.27%	3.34%	5.34%
负债和股东权益合计	89,886	94,756	99,444	104,078	归母净利润增长率	12.09%	5.33%	3.71%	5.59%
现金流量表（百万元）					经营现金流增长率	-14.58%	18.47%	3.77%	2.25%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	盈利能力				
税后经营利润	5,170	3,910	4,023	4,245	毛利率	26.28%	26.30%	26.38%	27.21%
折旧与摊销	2,538	2,715	2,890	3,058	净利率	22.29%	24.60%	24.95%	25.89%
财务费用	957	614	616	622	ROE	12.82%	12.32%	11.72%	11.38%
投资损失	-1,780	-1,869	-1,962	-2,061	ROA	5.50%	5.50%	5.43%	5.48%
营运资金变动	-721	296	230	11	ROIC	10.60%	10.78%	10.46%	10.35%
其他经营现金流	142	1,805	1,955	2,054	估值倍数				
经营性现金净流量	6,306	7,471	7,753	7,928	P/E	15.88	15.07	14.53	13.76
投资性现金净流量	-9,388	-5,022	-5,020	-4,989	P/S	3.39	3.55	3.48	3.42
筹资性现金净流量	3,081	-2,038	-1,897	-1,991	P/B	2.03	1.86	1.70	1.57
现金流量净额	0	411	836	947	股息率	0.00%	1.94%	2.01%	2.13%
					EV/EBITDA	10	10	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）。