

宁沪高速 (600377.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

参股银行分红调整 H1 业绩同比下滑

业绩简评

2025 年 8 月 28 日，宁沪高速发布 2025 年半年度报告。1H2025 公司实现营业收入 94.1 亿元，同比下滑 5.6%；实现归母净利润 24.2 亿元，同比下滑 11.8%。其中 Q2 公司实现营业收入 46.2 亿元，同比下滑 28.7%；实现归母净利润 12.1 亿元，同比下滑 19.2%。

经营分析

营业收入同比下滑，通行费收入小幅增长。2024 年公司营业收入同比下滑 5.6，主要由于建造收入同比下滑，剔除建造收入后营业收入约下降 0.99%。1) 路桥主业方面，公司通行费收入同比增长 1.65%，其中沪宁高速日均通行费收入同比增长 8.18%，主要由于沪武高速改扩建影响。2) 配套业务收入同比下滑 2.15%，H1 油品销售量较去年有所增长，但销售单价下降。3) 新能源业务方面，新能源收入同比下滑 3.7%，主要是受风力资源影响，云杉清能公司如东地区海上风电项目上网电量有所减少。4) 地产业务收入同比下滑 84.9%，主要由于交付规模下降。

参股银行分红周期调整，公司投资收益同比下滑。1H2025 公司毛利率为 33.2%，同比增长 3.1pct，主要由于公司业务中零毛利的建造期收入占比下降 2.9%、公司将本增效。公司期间费用率为 5.87%，同比持平；其中公司财务费用率为 4.7%，同比下滑 0.11pct，主要由于利率下降公司采取措施，导致公司利息费用化的有息债务综合借贷利率同比降低。1H2025 公司实现投资收益 7 亿元，同比下降 33.2%，主要由于本报告期江苏银行公司分红周期调整（1H2024 取得 23 年全年分红，今年取得 24 年下半年分红），分红额大幅减少，以及去年录得陆马公路资产处置收益而今年无收益。江苏银行分红是公司业绩下滑的主要原因，扣除江苏银行公司分红的影响后，公司扣非归母净利润约 22.39 亿元，同比略增。

持续推动降本增效，多元融资降低财务成本。公司努力推动降本增效工作，通过对现有路段护栏、标志标线及道路运营情况进行系统评估和优化，养护效率和经济性得到有效提升，同时灵活运用多元融资方式，统筹协调内外融资，压降融资成本。

盈利预测、估值与评级

考虑到江苏银行分红周期调整，下调公司 2025-2027 年净利润预测至 50.4 亿元、54.2 亿元、58.5 亿元（原 54.2 亿元、58.0 亿元、62.5 亿元），维持“买入”评级。

风险提示

经济修复不及预期、在建工程进度不及预期、高速公路收费政策变化、市场风格转换风险

交通运输组

分析师：郑树明 (执业 S1130521040001)

zhengshuming@gjzq.com.cn

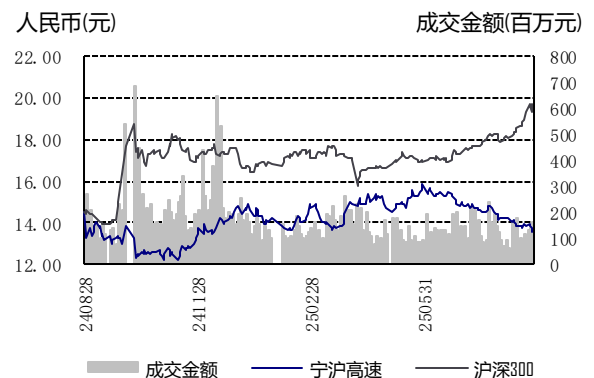
分析师：霍泽嘉 (执业 S1130525070008)

huozejia@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：13.53 元

相关报告：

- 1.《宁沪高速公司点评：24 年业绩超预期 派息同比增加》，2025.3.27
- 2.《宁沪高速公司点评：投资收益提前确认 Q3 业绩下降》，2024.10.30
- 3.《宁沪高速公司点评：主业稳健增长 投资收益大幅增加》，2024.8.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	15,192	23,198	21,899	23,420	22,702
营业收入增长率	14.61%	52.70%	-5.60%	6.95%	-3.06%
归母净利润(百万元)	4,413	4,947	5,038	5,417	5,854
归母净利润增长率	18.51%	12.09%	1.84%	7.53%	8.07%
摊薄每股收益(元)	0.876	0.982	1.000	1.075	1.162
每股经营性现金流净额	1.47	1.25	1.27	2.40	1.49
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.99%	12.82%	12.24%	12.31%	12.40%
P/E	11.70	15.59	10.05	9.35	8.65
P/B	1.52	2.00	1.23	1.15	1.07

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	13,256	15,192	23,198	21,899	23,420	22,702
增长率	14.6%	14.6%	52.7%	-5.6%	6.9%	-3.1%
主营业务成本	-8,841	-9,581	-17,101	-15,507	-16,740	-15,600
%销售收入	66.7%	63.1%	73.7%	70.8%	71.5%	68.7%
毛利	4,414	5,611	6,097	6,391	6,680	7,102
%销售收入	33.3%	36.9%	26.3%	29.2%	28.5%	31.3%
营业税金及附加	-169	-53	-119	-109	-109	-109
%销售收入	1.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-15	-10	-6	-7	-7	-7
%销售收入	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-294	-284	-299	-259	-259	-259
%销售收入	2.2%	1.9%	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	3,937	5,264	5,673	6,017	6,305	6,727
%销售收入	29.7%	34.7%	24.5%	27.5%	26.9%	29.6%
财务费用	-1,094	-1,126	-957	-951	-1,134	-1,049
%销售收入	8.3%	7.4%	4.1%	4.3%	4.8%	4.6%
资产减值损失	-5	-35	-34	0	0	0
公允价值变动收益	-143	86	-150	-150	-150	-150
投资收益	1,868	1,465	1,780	1,480	1,850	1,900
%税前利润	40.8%	25.8%	28.2%	23.1%	26.9%	25.5%
营业利润	4,620	5,698	6,340	6,411	6,886	7,442
营业利润率	34.9%	37.5%	27.3%	29.3%	29.4%	32.8%
营业外收支	-39	-26	-23	0	0	0
税前利润	4,581	5,672	6,317	6,411	6,886	7,442
利润率	34.6%	37.3%	27.2%	29.3%	29.4%	32.8%
所得税	-833	-1,063	-1,146	-1,154	-1,240	-1,340
所得税率	18.2%	18.7%	18.1%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	3,748	4,610	5,170	5,257	5,647	6,103
少数股东损益	24	196	224	219	230	249
归属于母公司的净利润	3,724	4,413	4,947	5,038	5,417	5,854
净利率	28.1%	29.0%	21.3%	23.0%	23.1%	25.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3,748	4,610	5,170	5,257	5,647	6,103
少数股东损益	24	196	224	219	230	249
非现金支出	2,054	2,567	2,582	2,540	2,778	2,890
非经营收益	-676	-399	-710	-361	-540	-673
营运资金变动	429	647	-721	-1,031	4,190	-810
经营活动现金净流	5,555	7,425	6,321	6,404	12,074	7,509
资本开支	-3,987	-3,790	-10,799	-6,694	-6,185	-5,165
投资	-3,355	147	630	-590	-150	-150
其他	916	765	782	1,480	1,850	1,900
投资活动现金净流	-6,427	-2,879	-9,388	-5,804	-4,485	-3,415
股权募资	511	703	4,034	0	0	0
债权募资	4,124	-1,854	2,427	3,291	-3,915	-293
其他	-3,428	-3,455	-3,380	-3,446	-3,729	-3,746
筹资活动现金净流	1,206	-4,605	3,081	-155	-7,644	-4,039
现金净流量	335	-59	15	445	-55	55

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	933	862	864	1,305	1,246	1,298
应收款项	1,191	1,720	2,188	1,922	2,053	1,679
存货	2,585	2,238	2,000	4,461	2,500	2,350
其他流动资产	4,676	3,916	3,341	3,757	3,758	3,757
流动资产	9,386	8,737	8,394	11,445	9,558	9,085
%总资产	12.0%	11.1%	9.3%	11.7%	9.6%	9.0%
长期投资	21,377	21,966	25,286	25,726	25,726	25,726
固定资产	8,235	7,683	7,404	6,970	6,499	5,994
%总资产	10.5%	9.8%	8.2%	7.1%	6.6%	5.9%
无形资产	39,179	39,878	47,998	53,098	56,977	59,759
非流动资产	69,073	69,925	81,492	86,090	89,497	91,771
%总资产	88.0%	88.9%	90.7%	88.3%	90.4%	91.0%
资产总计	78,458	78,661	89,886	97,535	99,055	100,856
短期借款	4,249	4,035	9,091	13,230	9,315	9,022
应付款项	3,467	3,289	2,638	3,756	5,173	3,217
其他流动负债	5,928	2,225	4,458	4,922	5,865	6,487
流动负债	13,645	9,549	16,187	21,908	20,354	18,725
长期贷款	16,054	19,449	19,358	19,848	19,848	19,848
其他长期负债	10,810	8,774	4,608	3,261	3,257	3,255
负债	40,508	37,773	40,152	45,016	43,459	41,828
普通股股东权益	31,941	33,987	38,597	41,162	44,010	47,194
其中：股本	5,038	5,038	5,038	5,038	5,038	5,038
未分配利润	11,344	13,286	15,689	18,258	21,105	24,289
少数股东权益	6,010	6,901	11,137	11,356	11,586	11,835
负债股东权益合计	78,458	78,661	89,886	97,535	99,055	100,856

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.739	0.876	0.982	1.000	1.075	1.162
每股净资产	6.340	6.747	7.662	8.171	8.736	9.368
每股经营现金净流	1.103	1.474	1.255	1.271	2.397	1.491
每股股利	0.460	0.460	0.490	0.490	0.510	0.530
回报率						
净资产收益率	11.66%	12.99%	12.82%	12.24%	12.31%	12.40%
总资产收益率	4.75%	5.61%	5.50%	5.16%	5.47%	5.80%
投入资本收益率	4.68%	5.86%	5.77%	5.62%	5.94%	6.12%
增长率						
主营业务收入增长率	-3.89%	14.61%	52.70%	-5.60%	6.95%	-3.06%
EBIT 增长率	-12.48%	33.71%	7.77%	6.06%	4.79%	6.69%
净利润增长率	-10.88%	18.51%	12.09%	1.84%	7.53%	8.07%
总资产增长率	15.96%	0.26%	14.27%	8.51%	1.56%	1.82%
资产管理能力						
应收账款周转天数	21.6	33.4	27.6	30.0	30.0	25.0
存货周转天数	133.6	91.9	45.2	105.0	83.9	27.4
应付账款周转天数	106.1	104.9	50.5	70.0	90.0	55.0
固定资产周转天数	221.6	182.5	114.5	114.0	99.3	94.3
偿债能力						
净负债/股东权益	68.16%	65.89%	51.20%	56.46%	46.40%	43.11%
EBIT 利息保障倍数	3.6	4.7	5.9	6.3	5.6	6.4
资产负债率	51.63%	48.02%	44.67%	46.15%	43.87%	41.47%

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	1	1	4	5	23
增持	0	0	2	2	2
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.33	1.29	1.22

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	2023-10-22	买入	10.05	12.16~12.16
2	2023-10-30	买入	10.06	N/A
3	2024-01-29	买入	11.39	N/A
4	2024-03-29	买入	11.77	N/A
5	2024-08-28	买入	14.76	N/A
6	2024-10-30	买入	12.94	N/A
7	2025-03-27	买入	14.34	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