

2025 年 09 月 03 日

投资评级：买入（维持）

证券分析师

孙延

SAC: S1350524050003

sunyan01@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

王惠武

SAC: S1350524060001

wanghuiwu@huayuanstock.com

曾智星

SAC: S1350524120008

zengzhixing@huayuanstock.com

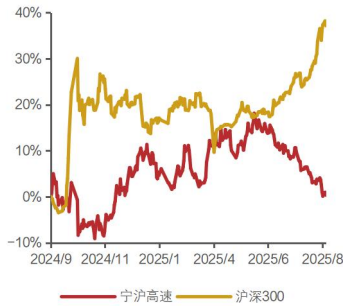
张付哲

SAC: S1350525070001

zhangfuzhe@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 09 月 02 日
收盘价（元）	13.44
一年内最高/最低（元）	16.39/12.50
总市值（百万元）	67,707.33
流通市值（百万元）	67,525.02
总股本（百万股）	5,037.75
资产负债率（%）	45.79
每股净资产（元/股）	7.97

资料来源：聚源数据

宁沪高速(600377.SH)

——收费公路经营稳健，在建项目有望释放增量收益

投资要点：

事件：宁沪高速发布 2025 年半年报，2025 年上半年公司实现营业收入 94.06 亿元，同比-5.56%；实现归母净利润 24.24 亿元，同比-11.81%；其中 Q2 收入 46.24 亿元，同比-28.71%，归母净利润 12.13 亿元，同比-19.21%。

收费公路经营稳健，电力销售业务实现较快增长。2025 年二季度，公司实现收入 46.24 亿元，同比-28.71%，主因路桥项目建设投入减少，致使建造服务收入下滑。Q2 收费公路业务经营稳健，实现收入 22.78 亿元，同比+1.04%；建造服务收入为 17.26 亿元，同比-51.40%；公路配套服务业务实现收入 4.07 亿元，同比-5.34%，主因油品单价下滑；电力销售业务实现收入 1.64 亿元，同比+16.27%，主因公司持续推进交能融合项目，完善业务布局；房地产销售业务实现收入 0.01 亿元，同比-98.06%，主因交付规模小于去年同期。

剔除建造服务收入影响，毛利率小幅改善。2025 年二季度，公司实现毛利率 31.61%，同比+10.81pct，剔除建造服务收入后，2025Q2 毛利率约为 50.43%，同比+4.46pct，主因养护成本改善。费用率方面，剔除建造服务收入后，Q2 公司销售/管理/财务费用率分别为 0.04%/2.12%/7.54%，同比-0.03pct/+0.20pct/-0.23pct。Q2 实现归母净利 12.13 亿元，同比-2.88 亿元(-19.21%)，其中 Q2 投资收益 4.79 亿元，同比-2.73 亿元(-36.32%)，主因江苏银行分红减少。

稳步推进新建及改扩建工程，路产规模强化将释放增量收益。公司正在稳步推进宁扬长江大桥北接线项目（预计 2025 年底通车）、锡宜高速公路南段扩建工程（预计 2026 年 6 月底通车）、锡太项目（预计 2028 年通车）、丹金项目（预计 2028 年通车）、广靖北段扩建项目（预计 2028 年通车）；同时，公司积极开展宁沪高速前瞻性改扩建规划方案。

盈利预测与评级：宁沪高速聚焦核心路产，持续强化路产规模，业绩增长稳健。我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 49.16/50.92/53.78 亿元，对应 PE 分别为 13.8/13.3/12.6x，维持“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	4,916	5,092	5,378
同比增长率（%）	18.51%	12.09%	-0.63%	3.58%	5.64%
每股收益（元/股）	0.88	0.98	0.98	1.01	1.07
ROE（%）	12.99%	12.82%	11.86%	11.46%	11.31%
市盈率（P/E）	15.34	13.69	13.77	13.30	12.59

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	864	805	821	1,033
应收票据及账款	1,876	2,030	2,072	2,104
预付账款	9	10	10	10
其他应收款	312	164	167	170
存货	2,000	1,907	1,945	1,952
其他流动资产	3,333	3,973	3,991	4,004
流动资产总计	8,394	8,888	9,007	9,273
长期股权投资	12,757	13,528	14,337	15,188
固定资产	7,300	6,679	6,086	5,519
在建工程	128	424	436	414
无形资产	47,988	48,475	51,323	54,033
长期待摊费用	9	10	20	20
其他非流动资产	13,310	16,100	16,572	17,033
非流动资产合计	81,492	85,215	88,774	92,207
资产总计	89,886	94,104	97,782	101,480
短期借款	400	175	27	0
应付票据及账款	2,320	4,365	4,452	4,467
其他流动负债	13,466	12,273	12,518	12,566
流动负债合计	16,187	16,812	16,996	17,034
长期借款	20,374	20,874	21,174	21,474
其他非流动负债	3,592	3,592	3,592	3,592
非流动负债合计	23,966	24,466	24,766	25,066
负债合计	40,152	41,277	41,762	42,099
股本	5,038	5,038	5,038	5,038
资本公积	9,822	9,822	9,822	9,822
留存收益	23,737	26,595	29,555	32,683
归属母公司权益	38,597	41,455	44,415	47,543
少数股东权益	11,137	11,371	11,604	11,837
股东权益合计	49,734	52,826	56,020	59,380
负债和股东权益合计	89,886	94,104	97,782	101,480

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	5,170	3,907	4,018	4,240
折旧与摊销	2,538	2,715	2,890	3,058
财务费用	957	618	623	628
投资损失	-1,780	-1,513	-1,589	-1,668
营运资金变动	-721	296	230	11
其他经营现金流	142	1,449	1,582	1,661
经营性现金净流量	6,306	7,472	7,754	7,929
投资性现金净流量	-9,388	-5,132	-5,136	-5,111
筹资性现金净流量	3,081	-2,400	-2,602	-2,607
现金流量净额	0	-60	17	211

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	23,198	22,128	22,592	22,933
营业成本	17,101	16,308	16,633	16,692
税金及附加	119	113	113	115
销售费用	6	7	7	7
管理费用	299	285	291	296
研发费用	0	0	0	0
财务费用	957	618	623	628
资产减值损失	-24	-13	-13	-13
信用减值损失	-10	-12	-12	-12
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	1,780	1,513	1,589	1,668
公允价值变动损益	-150	0	0	0
资产处置收益	12	12	12	12
其他收益	16	16	16	16
营业利润	6,340	6,314	6,517	6,866
营业外收入	12	12	12	12
营业外支出	35	35	35	35
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	6,317	6,291	6,494	6,843
所得税	1,146	1,142	1,169	1,232
净利润	5,170	5,150	5,325	5,611
少数股东损益	224	234	233	233
归属母公司股东净利润	4,947	4,916	5,092	5,378
EPS(元)	0.98	0.98	1.01	1.07

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	52.70%	-4.61%	2.09%	1.51%
营业利润增长率	11.27%	-0.41%	3.20%	5.37%
归母净利润增长率	12.09%	-0.63%	3.58%	5.64%
经营现金流增长率	-14.58%	18.48%	3.78%	2.25%
盈利能力				
毛利率	26.28%	26.30%	26.38%	27.21%
净利率	22.29%	23.27%	23.57%	24.47%
ROE	12.82%	11.86%	11.46%	11.31%
ROA	5.50%	5.22%	5.21%	5.30%
ROIC	10.60%	10.25%	9.97%	9.90%
估值倍数				
P/E	13.69	13.77	13.30	12.59
P/S	2.92	3.06	3.00	2.95
P/B	1.75	1.63	1.52	1.42
股息率	2.76%	3.04%	3.15%	3.32%
EV/EBITDA	10	9	9	8

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）。