

四川路桥 (600039.SH)

25Q1 业绩稳健符合预期，看好后续稳步提速

25Q1 业绩稳健增长符合预期，在手订单充裕有望驱动业绩提速。公司25Q1实现营收230亿元，同增4.0%；实现归母净利润17.7亿元，同增1.0%；实现扣非后归母净利润17.8亿元，同增2.1%。25Q1营收利润稳健增长符合预期。截至2024年末公司在手剩余订单2913亿元，是2024年营收的2.7倍；同时24Q3至今公司陆续参与蜀道集团投建一体项目合计超过2600亿，预计明年将快速落地为四川路桥施工订单（25Q1订单增长19%已有体现）。当前公司高质量订单充裕、新签订单增长动力强劲，后续随着项目推进提速，公司业绩有望提速。此外，近期公司公告拟以集中竞价方式回购公司股份，回购金额1-2亿元，回购价不高于12.54元/股，彰显管理层对公司价值认可。

毛利率阶段性下降、费用率降低，年内合同资产有望显著压降。公司25Q1毛利率14.5%，YoY-1.3pct，预计主因工程项目新旧交替过程中毛利率阶段性偏低，后续随着公司投建一体高毛利项目加快建设，毛利率有望向上恢复。期间费用率4.57%，YoY-1.85pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别变动-0.03/-0.37/-0.69/-0.77pct，随着公司营收增长，公司各项费用率均有所下降。资产（含信用）减值损失约冲回200万元，上年同期为冲回约1.2亿元。所得税率17.7%，YoY+0.4pct。归母净利率7.72%，YoY-0.23pct。25Q1公司经营性现金流净流出30.5亿元，Q1现金流季节性流出，流出规模与上年同期基本持平。2025年3月底公司召开合同资产压降专题会，提出系列改善压降措施：1)各子公司成立压降工作领导小组，全力推动资产效能提升；2)专班跟进、突击计量，做到分工明确、责任到人；3)刚性开展压降工作，把压降结果纳入年度考核范畴。公司25Q1末合同资产约800亿元，占总资产的34%，年内随着压降合同资产系列举措强力实施，公司现金流有望显著改善。

省内基建有望保持景气，驱动公司中长期业绩持续稳健。四川“十五五”期间将核心受益国家战略腹地建设、新时代西部大开发、成渝双城经济圈建设等国家战略推进，预计基建将保持较高强度。四川规划到2035年高速公路网达2万公里，截至2024年9月刚突破1万公里，未来10年省内高速公路有翻倍建设空间。在国家战略支持下，项目有望持续获国家专项补助资金，项目现金流、利润率均有保障，推进积极性高。其中蜀道集团作为省交投平台有望获得主要份额，并通过投建一体模式持续为四川路桥提供高毛利订单，保障四川路桥业绩中长期稳健增长。

投资建议：我们预测公司25-27年归母净利润分别为80/90/100亿元，同增11%/12%/11%，当前股价对应PE分别为9.7/8.6/7.7倍，按公司规划保持60%分红率测算股息率分别为6.2%/7.0%/7.8%，高股息+低估值投资性价比高，若公司25年切换至当前头部建筑国企5%股息率水平，则对应理论市值962亿，对应24%市值空间。

风险提示：大股东支持力度不及预期风险，关联交易受限风险，项目承接和施工进度不及预期风险，假设和测算结果误差风险等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	115,042	107,238	116,689	126,319	136,676
增长率 yoy (%)	-14.9	-6.8	8.8	8.3	8.2
归母净利润(百万元)	9,004	7,210	8,016	9,007	10,038
增长率 yoy (%)	-19.7	-19.9	11.2	12.4	11.4
EPS 最新摊薄(元/股)	1.03	0.83	0.92	1.03	1.15
净资产收益率(%)	20.0	15.1	15.5	16.0	16.4
P/E(倍)	8.6	10.8	9.7	8.6	7.7
P/B(倍)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2025年04月29日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	基础设施建设
前次评级	买入
04月29日收盘价(元)	8.91
总市值(百万元)	77,606.45
总股本(百万股)	8,710.04
其中自由流通股(%)	76.96
30日日均成交量(百万股)	31.44

股价走势



作者

分析师	何亚轩
执业证书编号:	S0680518030004
邮箱:	heyaxuan@gszq.com
分析师	廖文强
执业证书编号:	S0680519070003
邮箱:	liaowenqiang@gszq.com
分析师	程龙戈
执业证书编号:	S0680518010003
邮箱:	chenglongge@gszq.com

相关研究

- 《四川路桥(600039.SH): 24年盈利低点已过, 25年有望迈入成长新周期》 2025-04-23
- 《四川路桥(600039.SH): 深度解析地方国企市值管理、国资保值增值典范》 2025-03-03
- 《四川路桥(600039.SH): 最低现金分红率提升至60%, 高股息投资价值进一步凸显》 2025-02-21

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	146088	157243	164346	173271	188840
现金	21721	20776	16512	14648	15969
应收票据及应收账款	20960	27300	28876	29714	33920
其他应收款	3893	3454	3709	3969	4252
预付账款	2193	2999	3239	3486	3742
存货	5386	5949	6339	6744	7168
其他流动资产	91936	96765	105671	114711	123789
非流动资产	94826	82530	90994	97903	103596
长期投资	5501	10019	11019	12019	13019
固定资产	13370	2590	5434	8014	9983
无形资产	33636	31783	32885	33888	34791
其他非流动资产	42319	38138	41655	43981	45802
资产总计	240915	239773	255340	271173	292437
流动负债	124303	131053	134609	137916	144114
短期借款	3245	846	2346	3846	5846
应付票据及应付账款	76932	81192	80326	79157	80281
其他流动负债	44126	49015	51937	54913	57987
非流动负债	65862	58060	65890	73720	83550
长期借款	60918	52657	60657	68657	78657
其他非流动负债	4944	5403	5233	5063	4893
负债合计	190165	189114	200499	211636	227665
少数股东权益	5624	2823	2995	3188	3404
股本	8716	8712	8712	8712	8712
资本公积	5558	5561	5561	5561	5561
留存收益	29857	32240	36255	40758	45777
归属母公司股东权益	45127	47837	51846	56349	61368
负债和股东权益	240915	239773	255340	271173	292437

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-2118	3427	3669	5987	7152
净利润	9037	7365	8188	9200	10253
折旧摊销	1903	2374	1977	2431	2846
财务费用	2806	2973	3045	3498	4011
投资损失	-193	-831	-175	-174	0
营运资金变动	-16585	-8829	-9766	-9378	-10444
其他经营现金流	913	377	401	410	485
投资活动现金流	-10505	-10162	-10211	-9180	-8630
资本支出	-7744	-7553	-5826	-5795	-5570
长期投资	-2824	-1486	-4010	-3010	-2510
其他投资现金流	63	-1124	-375	-376	-550
筹资活动现金流	2756	5511	2271	1328	2800
短期借款	1376	-2399	1500	1500	2000
长期借款	11967	-8261	8000	8000	10000
普通股增加	2489	-3	0	0	0
资本公积增加	-2757	3	0	0	0
其他筹资现金流	-10319	16170	-7229	-8172	-9200
现金净增加额	-9886	-1217	-4264	-1865	1322

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	115042	107238	116689	126319	136676
营业成本	94171	90427	97643	105094	112828
营业税金及附加	349	390	425	460	498
营业费用	34	57	62	67	72
管理费用	2121	2260	2661	2817	3007
研发费用	3996	2698	2936	3183	3417
财务费用	2710	2864	2838	3333	3865
资产减值损失	-350	-200	-305	-305	-305
其他收益	95	174	86	90	0
公允价值变动收益	-3	1	0	0	0
投资净收益	193	831	175	174	0
资产处置收益	-4	6	104	65	0
营业利润	11049	9144	9915	11180	12474
营业外收入	81	80	120	90	80
营业外支出	162	69	50	50	50
利润总额	10968	9155	9985	11220	12504
所得税	1931	1790	1797	2020	2251
净利润	9037	7365	8188	9200	10253
少数股东损益	34	155	172	193	215
归属母公司净利润	9004	7210	8016	9007	10038
EBITDA	15779	13706	14799	16984	19215
EPS (元/股)	1.03	0.83	0.92	1.03	1.15

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-14.9	-6.8	8.8	8.3	8.2
营业利润(%)	-18.8	-17.2	8.4	12.8	11.6
归属母公司净利润(%)	-19.7	-19.9	11.2	12.4	11.4
获利能力					
毛利率(%)	18.1	15.7	16.3	16.8	17.4
净利率(%)	7.8	6.7	6.9	7.1	7.3
ROE(%)	20.0	15.1	15.5	16.0	16.4
ROIC(%)	9.0	7.6	7.8	8.1	8.1
偿债能力					
资产负债率(%)	78.9	78.9	78.5	78.0	77.9
净负债比率(%)	107.3	97.2	114.6	124.4	130.6
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	6.2	4.5	4.2	4.3	4.3
应付账款周转率	1.3	1.2	1.2	1.3	1.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.03	0.83	0.92	1.03	1.15
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.24	0.39	0.42	0.69	0.82
每股净资产(最新摊薄)	5.18	5.49	5.95	6.47	7.05
估值比率					
P/E	8.6	10.8	9.7	8.6	7.7
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	7.6	8.2	9.5	8.9	8.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 29 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com