



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025 年 08 月 11 日

基础数据

08 月 08 日收盘价（元）	6.07
总市值（亿元）	94.23
总股本（亿股）	15.52

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：黄杨

S0190518070004
huangyang@xyzq.com.cn

分析师：李明

S0190524060003
liming22@xyzq.com.cn

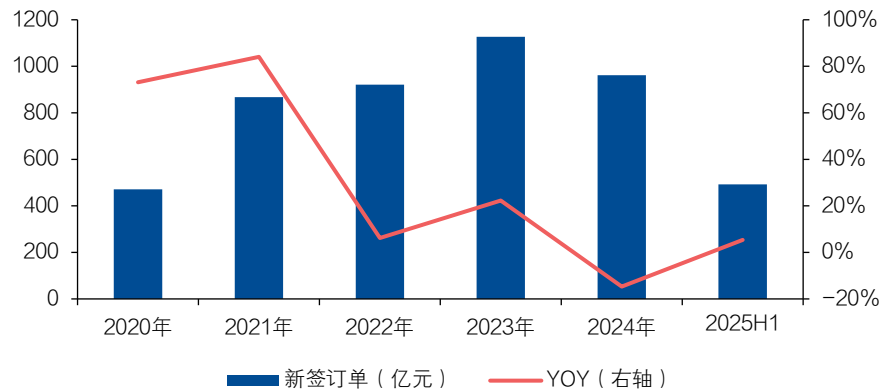
山东路桥(000498.SZ)

Q2 订单增长较快，低估值具备性价比

投资要点：

- 公司发布 2025 年二季度经营公告：二季度公司新签合同 269.01 亿元，同比增长 58.91%，已中标尚未签约合同 261.97 亿元，截止二季度末已签约订单未完工部分金额为 1082.68 亿元。
- Q2 订单同比增长 58.91%，充足在手订单保障未来收入。二季度公司新签合同 269.01 亿元，同比增长 58.91%，已中标尚未签约合同 261.97 亿元；上半年公司累计新签合同 492.55 亿元，同比增长 5.36%。截止 6 月底，公司在手未完工订单 1082.68 亿元，是 2024 年收入的 1.52 倍，在手订单较为充足，保障未来收入快速增长。

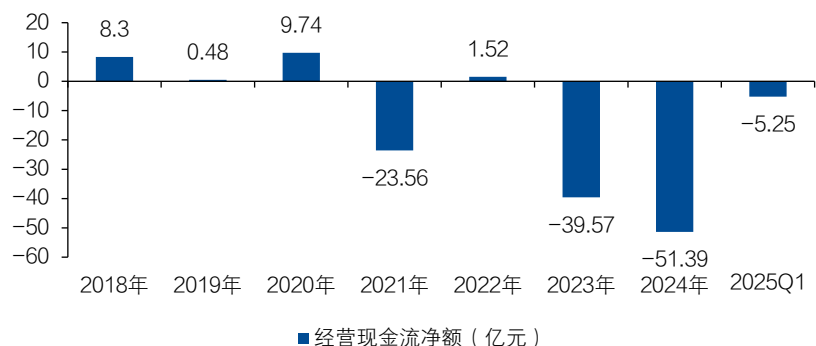
图1、公司历年新签订单情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- 一季度现金流大幅改善，后续有望持续改善。公司 2025 年一季度经营现金流净额为-5.25 亿，较上年同期少流出 22.36 亿元，源于公司加强现金流管理。值得注意的，由于部分地方财政承压，工程计量结算周期拉长、建设期结算比例降低，销售收款与资金支付的错配加大，导致公司 2023 年和 2024 年经营现金流大额流出。我们判断，随着专项债发行、地方政府财政压力缓解，叠加公司加强催收，公司后续现金流有望持续改善。

图2、公司经营现金流净额



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- **投资类项目余额减少，投资现金流流出压力有望减轻。**我们统计公司历年未完工订单中的投资类项目余额（入股施工一体化、投资施工一体化、PPP 项目），2024 年底投资类项目未完工余额为 411.69 亿元，较 2023 年余额（622.16 亿元）大幅减少，2024 年投资现金流净额较 2023 年少流出 37.55 亿。考虑到 2025 年新签投资类项目的影响，我们判断 2025 年投资现金流支出压力有望减轻。

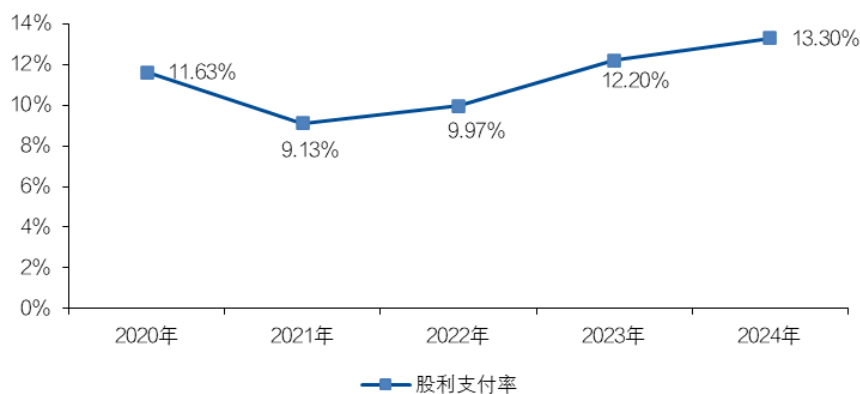
图3、公司投资类项目余额和投资现金流净额



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- **低估值，具备性价比。**8 月 8 日收盘价时，公司 PE（ttm）为 4.05 倍，横向对比来看，低于八大建筑央企；纵向对比来看，2016 年 1 月 1 日至 2025 年 8 月 8 日，公司 PE（ttm）所处分位数为 17.69%。目前公司分红比例较低，2024 年利润分配预案对应的分红比例为 13.30%，公司近年来分红比例持续提升，未来有较大提升空间。

图4、公司历年股利支付率



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- **盈利预测：**我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 23.93 亿元/24.79 亿元/26.18 亿元，EPS 分别为 1.54 元/1.60 元/1.69 元，8 月 8 日收盘价对应 PE 分别为 3.9 倍/3.8 倍/3.6 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**应收账款坏账风险、订单落地不及预期风险、现金流恶化风险

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	71348	73665	76776	80096
同比增长	-2.3%	3.2%	4.2%	4.3%
归母净利润（百万元）	2322	2393	2479	2618
同比增长	1.5%	3.1%	3.6%	5.6%
毛利率	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%
ROE	9.6%	8.5%	7.7%	7.2%
每股收益（元）	1.50	1.54	1.60	1.69
市盈率	4.1	3.9	3.8	3.6

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	117100	118177	123253	128639
货币资金	7111	11475	13579	15970
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	19178	19200	19537	19929
预付款项	1414	1611	1674	1696
存货	2839	2966	3101	3218
其他	86559	82926	85363	87826
非流动资产	46260	50999	55245	58992
长期股权投资	8484	9184	9884	10584
固定资产	4265	4296	4345	4362
在建工程	102	112	118	123
无形资产	7263	7985	8656	9278
商誉	287	287	287	287
其他	25860	29135	31954	34358
资产总计	163361	169176	178498	187631
流动负债	103176	102376	105011	107289
短期借款	8879	9879	10879	11879
应付票据及应付账款	74397	74237	75290	76150
其他	19900	18260	18843	19259
非流动负债	24813	26863	28833	30803
长期借款	14052	15052	16052	17052
其他	10761	11811	12781	13751
负债合计	127988	129239	133844	138092
股本	2153	2144	2144	2144
未分配利润	11750	13787	15864	18041
少数股东权益	11079	11831	12600	13415
股东权益合计	35372	39937	44654	49539
负债及权益合计	163361	169176	178498	187631

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	2322	2393	2479	2618
折旧和摊销	813	1169	1184	1183
营运资金的变动	-11059	918	-2537	-2817
经营活动产生现金流量	-5139	7665	4149	4010
资本支出	-110	-1412	-1406	-1406
长期投资	-2178	-4060	-3560	-3060
投资活动产生现金流量	-2111	-5184	-4858	-4350
债权融资	5677	1977	2970	2970
股权融资	1170	1500	1500	1500
融资活动产生现金流量	6257	1811	2813	2730
现金净变动	-989	4363	2105	2390

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	71348	73665	76776	80096
营业成本	61927	63906	66607	69552
税金及附加	171	176	184	192
销售费用	8	7	23	40
管理费用	1615	1680	1804	1882
研发费用	2201	2269	2534	2643
财务费用	758	714	820	868
投资收益	313	282	308	316
公允价值变动收益	-3	0	0	0
信用减值损失	-602	-600	-500	-500
资产减值损失	-778	-840	-740	-640
营业利润	3658	3812	3933	4158
营业外收支	-1	-5	-3	-4
利润总额	3657	3807	3930	4155
所得税	635	661	682	721
净利润	3021	3146	3247	3433
少数股东损益	699	753	768	815
归属母公司净利润	2322	2393	2479	2618
EPS(元)	1.50	1.54	1.60	1.69

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-2.3%	3.2%	4.2%	4.3%
营业利润增长率	-1.9%	4.2%	3.2%	5.7%
归母净利润增长率	1.5%	3.1%	3.6%	5.6%
盈利能力				
毛利率	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%
归母净利率	3.3%	3.2%	3.2%	3.3%
ROE	9.6%	8.5%	7.7%	7.2%
偿债能力				
资产负债率	78.3%	76.4%	75.0%	73.6%
流动比率	1.13	1.15	1.17	1.20
速动比率	0.30	0.35	0.37	0.38
营运能力				
资产周转率	47.1%	44.3%	44.2%	43.8%
每股资料(元)				
每股收益	1.50	1.54	1.60	1.69
每股经营现金	-3.31	4.94	2.67	2.58
估值比率(倍)				
PE	4.1	3.9	3.8	3.6
PB	0.4	0.3	0.3	0.3

分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn