

四川路桥 (600039.SH)

盈利阶段性承压，下半年产值有望加速确认

25H1 收入利润有所下降，25H2 有望显著加速。公司 25H1 实现营收 435 亿元，同降 4.9%；实现归母净利润 27.8 亿元，同降 13%，基本符合预期。25H1 公司收入业绩有所下降，主因：1) 公司正处新旧项目交替关键时期，新开工项目受土地组卷报批、项目红线用地征拆等前期工作影响，未能实现大面积动工，项目接续不足，在建项目规模总量有所下降；2) 当前公司在建及新开工项目多位于施工条件复杂、安全环保要求高的盆周山区，叠加今年汛期形势严峻，影响项目进度；3) 蜀道矿业集团及蜀道清洁能源集团于去年底出表；4) 业绩降幅略高于收入，主因毛利率下降及应收账款减值增多。分季度看，Q1/Q2 分别实现营收 230/206 亿元，YoY+4.0%/-13.2%；分别实现归母净利润 17.7/10.1 亿元，YoY+1.0%/-30.1%。四川是我国经济重省，去年 GDP 全国第五，中西部第一，GDP 增速 5.7%（高于全国的 5.0%），预计今年四川仍承担着经济大省挑大梁的重要作用。考虑到 25H1 四川固投增速 2.7%，距离全年 3.5% 目标有一定差距，预计下半年四川固投有望重点发力，以支撑四川省完成经济增长年度目标（GDP 目标增速 5.5% 以上，高于全国的 5% 左右）。在四川经济增长需求下，预计公司下半年项目进度有望显著提速，驱动公司营收业绩增速明显恢复。此外，公司拟实施中期分红，每股派现 0.032 元（含税），合计派发现金红利 2.78 亿元，占 25H1 归母净利润的 10%。

毛利率有所下降，费用率降低，现金流有所改善。公司 25H1 毛利率 14.5%，YoY-1.4pct，预计主因工程项目新旧交替过程中毛利率阶段性偏低。公司 25H1 期间费用率 5.68%，YoY-1.04pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别 YoY-0.03/-0.14/-0.43/-0.44pct，各项费用率均有所下降，主因蜀道矿业集团、蜀道清洁能源集团出表；其中财务费用率下降还因市场利率整体下行。公司 25H1 资产（含信用）减值约 2.4 亿元，同比多约 1.0 亿元。公司 25H1 归母净利率 6.38%，YoY-0.59pct。公司 25H1 年经营性现金流净流出 42.8 亿元，净流出幅度同比减小 4.4 亿元，现金流有所改善，当前公司持续重视现金收款，压降合同资产，预计后续现金流有望持续改善。25H1 收现比/付现比分别为 105%/120%，YoY+11/+14pct。

订单充裕保障业绩持续稳健释放，高分红“类债”价值突出。24H2 以来四川交通基建项目招投标显著提速，公司陆续公告参与蜀道集团投建一体项目合计超过 3400 亿，有望陆续转化为四川路桥实际施工订单，驱动公司今年订单增速持续较快。公司去年底在手订单 2913 亿元（加上 25H1 新签 722 亿元，以及 3400 多亿潜在待转化订单，实际在手项目可超 6000 亿元），在手订单充裕。从报表上看，蜀道集团作为四川路桥的主要业主方，在手资金充裕，现金流与融资能力优异，对四川路桥工程款支付能力强。四川路桥在蜀道集团支持下，当前现金流稳步恢复、在手现金持续充实，具备较强的分红能力。四川路桥规划 2025-2027 年最低现金分红率 60%，后续业绩稳定性、分红能力、分红意愿均有较高保障。高分红驱动公司具备显著高股息投资吸引力，“类债”价值突出。

投资建议：我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 80/90/100 亿元，同增 11.2%/12.1%/11.5%，当前 PE 分别为 9.4/8.4/7.5 倍，股息率分别为 6.4%/7.2%/8.0%，若公司 25 年切换至当前上市头部建筑国企股息率 4%-5%（取 4.5%），则理论市值 1069 亿，对应 42% 市值空间。

风险提示：需求下滑风险，签单不及预期风险，大股东支持力度不及预期风险，分红不及预期等。

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	8,987	10,018
增长率 yoy (%)	-19.7	-19.9	11.2	12.1	11.5
EPS 最新摊薄（元/股）	1.04	0.83	0.92	1.03	1.15
净资产收益率 (%)	20.0	15.1	15.0	15.6	16.0
P/E（倍）	8.4	10.4	9.4	8.4	7.5
P/B（倍）	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2

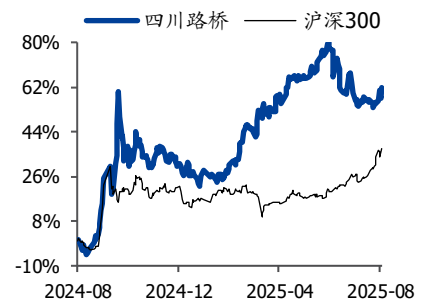
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 08 月 29 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	基础设施建设
前次评级	买入
08 月 29 日收盘价（元）	8.66
总市值（百万元）	75,303.81
总股本（百万股）	8,695.59
其中自由流通股 (%)	77.23
30 日日均成交量（百万股）	41.26

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 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

邮箱：liaowenqiang@gszq.com

相关研究

- 1、《四川路桥（600039.SH）：25Q2 订单大增 25%，业绩稳健释放+高股息确定性强》 2025-07-15
- 2、《四川路桥（600039.SH）：再论四川路桥高分红的持续性如何？》 2025-06-22
- 3、《四川路桥（600039.SH）：25Q1 业绩稳健符合预期，看好后续稳步提速》 2025-04-29

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	162078	170992	186551
现金	21721	20776	14029	12154	13465
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	105887	114927	124005
非流动资产	94826	82530	90694	97603	103296
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	41355	43682	45503
资产总计	240915	239773	252772	268595	289848
流动负债	124303	131053	130344	133651	139850
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	47672	50648	53723
非流动负债	65862	58060	66163	73993	83823
长期借款	60918	52657	60657	68657	78657
其他非流动负债	4944	5403	5506	5336	5166
负债合计	190165	189114	196507	207644	223672
少数股东权益	5624	2823	2995	3188	3403
股本	8716	8712	8712	8712	8712
资本公积	5558	5561	5561	5561	5561
留存收益	29857	32240	36237	40730	45739
归属母公司股东权益	45127	47837	53270	57763	62772
负债和股东权益	240915	239773	252772	268595	289848

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	3739	5967	7132
净利润	9037	7365	8188	9180	10233
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	471	410	485
投资活动现金流	-10505	-10162	-10125	-9180	-8630
资本支出	-7744	-7553	-5828	-5795	-5570
长期投资	-2824	-1486	-4010	-3010	-2510
其他投资现金流	63	-1124	-287	-376	-550
筹资活动现金流	2756	5511	-351	1338	2810
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	-9851	-8162	-9190
现金净增加额	-9886	-1217	-6747	-1875	1311

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	3358	3890
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	11155	12449
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	11195	12479
所得税	1931	1790	1797	2015	2246
净利润	9037	7365	8188	9180	10233
少数股东损益	34	155	172	193	215
归属母公司净利润	9004	7210	8016	8987	10018
EBITDA	15779	13706	14799	16984	19215
EPS (元/股)	1.04	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	12.5	11.6
归属母公司净利润(%)	-19.7	-19.9	11.2	12.1	11.5
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	15.0	15.6	16.0
ROIC(%)	9.0	7.6	8.0	8.2	8.3
偿债能力					
资产负债率(%)	78.9	78.9	77.7	77.3	77.2
净负债比率(%)	107.3	97.2	108.6	118.6	125.1
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.3	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)	1.04	0.83	0.92	1.03	1.15
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.24	0.39	0.43	0.69	0.82
每股净资产(最新摊薄)	5.19	5.50	6.13	6.64	7.22
估值比率					
P/E	8.4	10.4	9.4	8.4	7.5
P/B	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.6	8.2	9.2	8.7	8.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 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所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