



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025年08月29日

### 基础数据

08月28日收盘价（元）	6.03
总市值（亿元）	93.61
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

【兴证建筑】山东路桥：Q2订单增长较快，低估值具备性价比-2025.08.11

### 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)

## 山东省路桥施工龙头，经营质量预期向好

### 投资要点：

- **山东省路桥施工龙头，大股东实力强。**公司实际控制人为山东省国资委，母公司山东高速集团实力强大，运营管理高速公路9070公里，其中省内7335公里，占全省的84%。公司在手订单充足，保障收入稳健增长。2024年公司分别实现营业收入、归母净利润713.48亿元、23.22亿元，同比分别下降2.3%、增长1.5%。2025Q1收入及归母净利润同比分别增长2.1%、2.0%。截至2025年6月末，公司已签约未完工合同余额为1082.68亿元，为2024年收入的1.5倍，在手订单较为充足，能够保障未来收入增长。
- **迈入“十五五”后省内投资有望回升，目前公司份额逆势提升。**2025年1-6月山东省公路固定资产投资额为627.7亿元，同比下滑21.6%，但公司省内市占率从2018年的4.4%提升至2023年的14.1%，份额逆势提升。到2035年，全省高速公路里程要达到15000公里，而截至2024年年底，山东省的高速公路通车里程8755公里，距离15000公里仍有较大增长空间。2025年8月，《新一轮农村公路提升行动方案》提出，到2027年，全国完成新改建农村公路30万公里，我们预计进入“十五五”后，山东省公路投资有望重回增长，公司有望受益。
- **新签海外订单高速增长，发展进入快车道。**2020年公司以17.34亿元现金收购中国山东对外经济技术合作集团有限公司100%股权，公司围绕“一带一路”沿线国家，深耕中东欧、亚太市场，加快培育中亚、东南亚市场。2024年公司海外业务中标额91.3亿元，同比增长117.4%，我们预计未来海外收入有望实现较快增长。
- **融资类项目占比高，大股东赋能显著。**从业主方来看，政府机构+国有企业业主占比在90%以上，以2024年为例，山东高速集团关联方，在公司合同资产占比41.2%，应收账款占比仅15.4%，明显低于合同资产中的占比，表明大股东的账款支付较为及时、对公司支持力度较大。从项目类型来看，融资类项目贡献收入比例在40%以上，未来财政部对于PPP等投资类项目清偿欠款支持政策落地，预期公司项目回款持续向好。
- **低估值具备性价比，现金流有望改善。**2025/8/28，公司PE(ttm)为4.02倍，明显低于八大建筑央企，2016年1月1日至2025年8月28日，公司PE(ttm)所处分位数为13.87%。公司加大回款力度，2025年一季度经营现金流明显改善，叠加政府化债，有望促进公司现金流改善。自2021年以来公司持续提升股利支付率，目前依然处于较低水平（2024年分红率为13.84%），未来随着现金流的进一步改善，我们预计公司股利支付率有望继续提升。
- **盈利预测与评级：**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28日收盘价对应PE分别为3.9倍/3.8倍/3.6倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险、行业竞争加剧风险、投资不及预期风险、现金流恶化及坏账风险。

### 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	4.0	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

## 目录

一、 山东路桥：山东省路桥施工龙头，大股东实力雄厚 .....	4
二、 公司经营稳健，大股东支持力度加大 .....	6
三、 低估值具备性价比，现金流有望改善 .....	11
四、 公司财务分析 .....	13
五、 盈利预测与投资建议 .....	15

## 图目录

图 1、 公司各业务收入占比 .....	4
图 2、 公司各业务毛利率 .....	4
图 3、 公司股权结构（截至 2024 年末） .....	5
图 4、 公司各业务收入增速 .....	6
图 5、 公司各业务毛利占比 .....	6
图 6、 公司新签订单及增速 .....	6
图 7、 公司在手未完工订单（亿元） .....	6
图 8、 山东省公路建设固定资产投资额及同比 .....	7
图 9、 山东省固定资产投资额及同比 .....	7
图 10、 “一带一路” 共建国家工程新签合同额及累计同比 .....	8
图 11、 “一带一路” 共建国家工程完成营业额及累计同比 .....	8
图 12、 公司海外收入增速及占比 .....	9
图 13、 公司海外订单及增速 .....	9
图 14、 合同资产和应收账款组合中的客户占比 .....	10
图 15、 融资类项目占收入比例 .....	10
图 16、 公司债权投资、长期应收款、长期股权投资余额（亿元） .....	10
图 17、 山东路桥 PE ( ttm ) ( 2016 年 1 月 1 日至 2025 年 8 月 28 日 ) .....	11
图 18、 公司应收票据及应收账款、合同资产余额（亿元） .....	12
图 19、 公司资产减值和信用减值损失（亿元） .....	12
图 20、 公司经营和投资现金流净额（亿元） .....	12
图 21、 公司股利支付率 .....	12
图 22、 可比公司毛利率情况 .....	13
图 23、 可比公司净利率情况 .....	13
图 24、 可比公司期间费用率情况 .....	13
图 25、 可比公司净资产收益率情况 .....	13
图 26、 可比公司净利润现金含量情况 .....	14
图 27、 可比公司(资产+信用减值)/营业利润 .....	14

## 表目录

表 1、 山东路桥财务摘要 .....	4
表 2、 山东路桥省内市占率测算 .....	8
表 3、 公司盈利预测假设 .....	15
表 4、 盈利预测结果 .....	16

---

表 5、可比公司估值水平（数据截至 2025/8/26） ..... 16

## 一、山东路桥：山东省路桥施工龙头，大股东实力雄厚

公司为山东省公路、市政施工龙头。山东路桥始建于1948年，2012年于深交所上市。公司拥有公路工程 and 市政公用工程施工总承包特级资质，具有对外援助成套项目总承包企业资格。截至2024年末，公司拥有各级研发平台42家，其中国家级科研平台1家、省级科研平台22家。公司坚持“交通基础设施建设、城市片区综合开发”双核引领，2024年公司中标额914.8亿元，其中路桥综合类业务占比保持在30%左右，“进城”业务占比47.9%（地下管网、老旧小区改造等），养护业务中标额51.5亿元，海外中标额91.3亿元。

2024年公司实现营业收入713.48亿元，同比下降2.29%，实现归母净利润23.22亿元，同比增长1.47%。2016-2024年，公司收入年化复合增速为31.2%，归母净利润年化复合增速为23.5%。

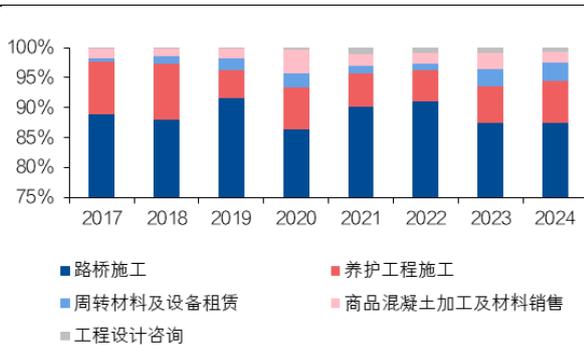
表1、山东路桥财务摘要

会计年度	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025Q1
营业总收入（亿元）	81.5	123.8	147.7	232.6	344.4	575.2	650.2	730.2	713.5	97.6
YOY	9.8%	52.0%	19.2%	57.5%	48.1%	67.0%	13.0%	12.3%	-2.3%	2.1%
归母净利润（亿元）	4.3	5.8	6.6	6.2	13.4	21.3	25.0	22.9	23.2	2.5
YOY	14.0%	34.1%	15.2%	-6.6%	116.0%	59.5%	17.3%	-8.6%	1.5%	2.0%
经营现金流净额（亿元）	8.1	2.3	8.3	0.5	9.7	-23.6	1.5	-39.6	-51.4	-5.2
投资现金流净额（亿元）	-9.6	-10.0	-21.6	-32.2	-23.3	-29.5	-30.8	-58.7	-21.1	-11.4
资产负债率	76.9%	76.9%	73.4%	74.3%	76.6%	76.0%	77.7%	76.6%	78.3%	77.9%
ROE 加权	13.2%	15.4%	15.4%	11.0%	16.5%	22.2%	20.4%	14.5%	13.6%	1.0%
毛利率	14.3%	12.7%	10.7%	9.3%	10.4%	11.8%	12.2%	12.9%	13.2%	11.5%
净利率	5.3%	4.7%	4.6%	3.5%	4.3%	4.8%	4.9%	4.2%	4.2%	3.1%

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

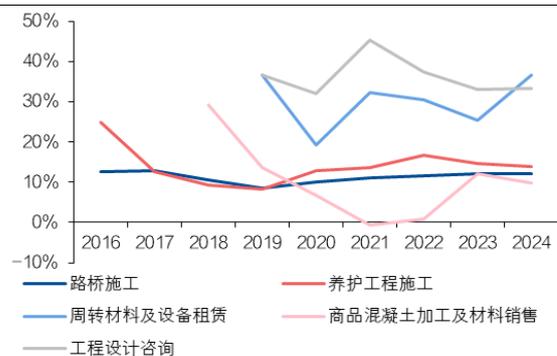
从业务结构来看，路桥施工业务贡献主要收入，2017-2024年占比均保持在86%以上，养护施工业务占比则在10%以下。从毛利率来看，2020年以来，路桥施工业务的毛利率有所提升，我们认为主要系其投资/入股施工一体化的模式；同时考虑到大股东对公司的支持力度较大，公司获取项目的竞争力较强。

图1、公司各业务收入占比



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

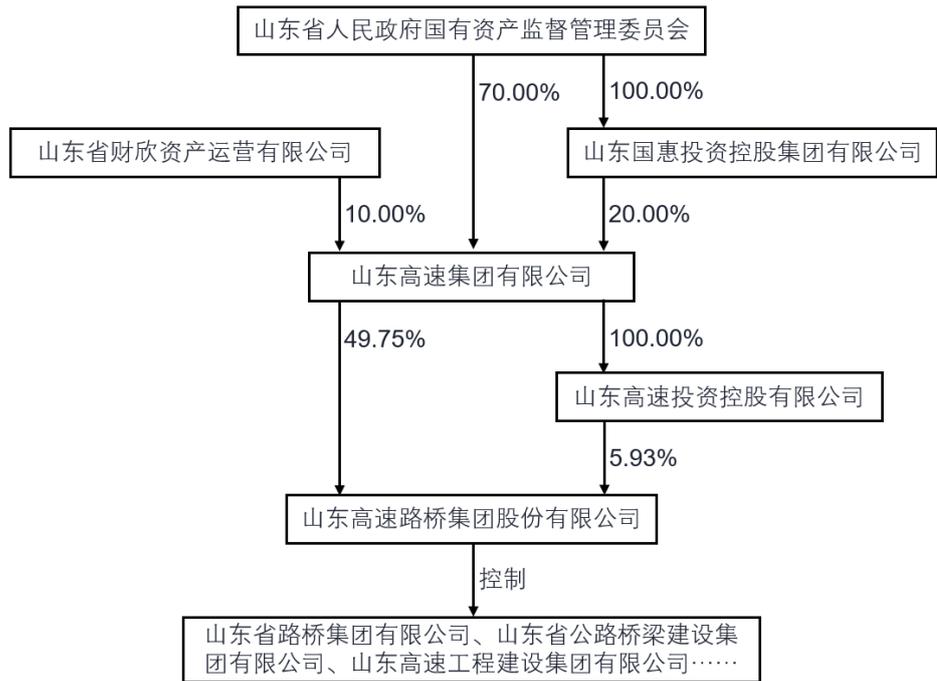
图2、公司各业务毛利率



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司控股股东为山东高速集团，实际控制人为山东省国资委。公司控股股东山东高速集团，2024 年末直接持有公司股权比例为 49.75%，并通过全资子公司山东高速投资控股有限公司间接持有公司 5.93% 股份，合计持有 55.68%。山东高速集团实力强大，位列《财富》世界 500 强，运营管理高速公路 9070 公里，其中省内 7335 公里，占全省的 84%。同时，山东高速集团及其子公司为公司第一大客户，业务收入占比基本维持 50% 以上。

图3、公司股权结构（截至 2024 年末）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 二、公司经营稳健，大股东支持力度加大

### (一) 在手订单较为充足，收入有望稳健增长

从各业务增长来看，公司主营业务路桥施工 2024 年收入同比下降 2.2%，商品混凝土加工及材料销售、工程设计咨询分别同比下降 37.6%、16.4%，而养护工程施工、周转材料及设备租赁同比有所增长。

从毛利占比来看，公司主营业务路桥施工历年的毛利占比在 80% 以上，养护工程施工 2024 年毛利占比为 7.4%，周转材料及设备租赁 2024 年毛利占比为 8.5%。

2025 上半年新签合同额同比增长 5.4%，且在手订单较为充足。受 2024 年全国及山东交通固定资产投资下滑影响，公司 2024 年新签合同同比下降 14.7%，2025 年上半年新签合同增长 5.4%，公司在行业需求疲软下，加大“进城出海”力度，效果逐步显现。截至 2025 年 6 月末，公司已签约未完工合同余额为 1082.68 亿元，为 2024 年收入的 1.5 倍，在手订单较为充足，能够保障未来收入的增长。

图4、公司各业务收入增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、公司各业务毛利占比



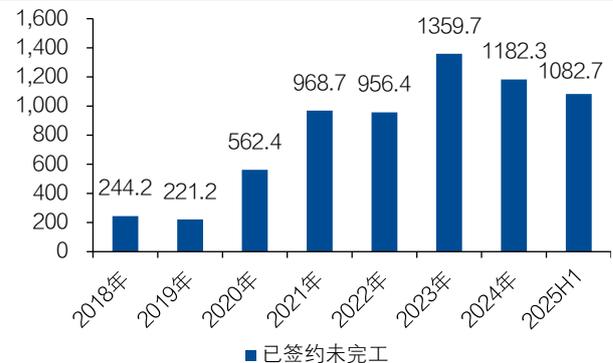
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、公司新签订单及增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、公司在手未完工订单 (亿元)



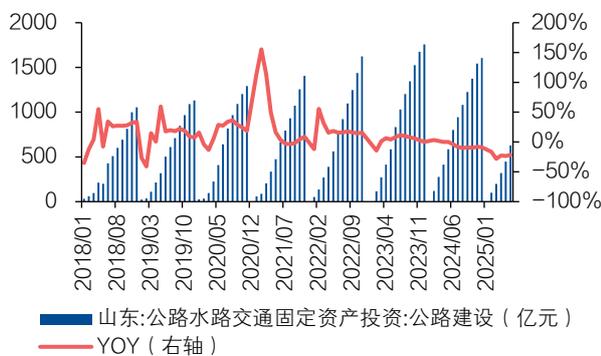
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## (二) 省内投资有望回升，公司份额逆势提升

公司坚持“交通基础设施建设、城市片区综合开发”双核引领。公司一方面持续巩固路桥施工业务领域，立足山东区域优势，辐射全国；另一方面开辟“进城”新路径，构建“出海”新格局，业务结构日趋丰富，构建多极支撑的业务体系，截至 2024 年末公司业务涵盖路桥综合、市政工程、产业园区、养护维修等 15 个领域，并且 2024 年以来海外业务拓展成效显著。

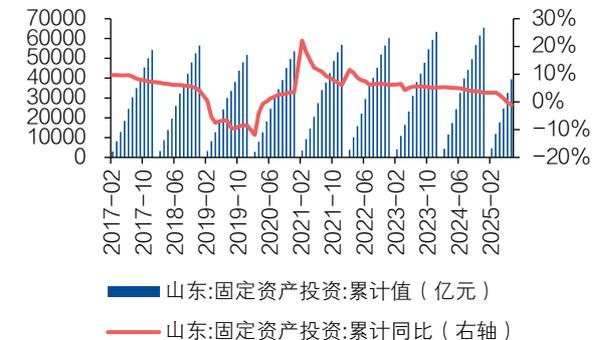
**2025 年山东交通固定资产投资计划额有所回落。**根据山东省《政府工作报告》，2025 年山东综合交通投资确保完成 2500 亿元，高速公路通车里程突破 9300 公里。2025 年山东省交通投资计划额较上一年有所回落，不过由于前期工作推进较快，因此作为“十四五”规划的收官之年，2025 年交通固定资产投资回落为普遍情况。从股东方来看，山东高速集团作为山东省内最大的高速公路发包方，2025 年确立了高速公路“6 通车、4 开工、432 亿元投资”的年度建设任务，较 2024 年的建设任务（6 通车、2 开工、585.8 亿元投资）也有所回落。2025 年 1-6 月山东省公路固定资产投资额为 627.7 亿元，同比下滑 21.6%，下滑幅度较大。2025 年 1-7 月山东省固定资产投资额为 39432.22 亿元，同比下滑 1.10%，也存在着一定程度的下滑。

图8、山东省公路建设固定资产投资额及同比



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、山东省固定资产投资额及同比



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

进入“十五五”时期，山东省内投资有望回升。高速公路方面，《交通强国山东示范区建设方案（2025-2035年）》提出到2035年，全省高速公路里程要达到15000公里（含研究线位约3000公里），而截至2024年年底，山东省的高速公路通车里程刚达到8755公里，距离15000公里仍有较大增长空间。农村公路方面，2025年8月，交通运输部、财政部、自然资源部印发《新一轮农村公路提升行动方案》，提出2027年，全国完成新改建农村公路30万公里，因此，我们预判进入“十五五”时期，山东省内投资有望回升。

近年来公司在省内市占率持续提升，2023 年公司在山东省内市占率为 14.1%。公司作为山东省内最大、最主要的从事路桥基础设施建设、交通系统设施施工的主体，受到山东省人民政府、山东高速集团及各相关部门的大力支持，在山东省内市场处于主导地位，市场的综合占有率处于明显的领先地位。我们测算当年省内收入金额（采用省内前三年合同占比平均值测算），2023 年省内收入金额测算为 488.8 亿元，当年山东省公路+市政公用设施固定资产投资额合计为 3467 亿元，测算公司市占率为 14.1%；并且公司市占率从 2018 年的 4.4%提升至 2023 年的 14.1%，提升幅度明显。

表2、山东路桥省内市占率测算

	2023 年	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年
公司新签省内合同金额（亿元）	865.9	472.5	746.9	463.7	180.6	151.2
省内合同占比	73%	54%	74%	66%	60%	65%
前三年省内合同占比平均值	66.9%	64.6%	66.6%	63.6%	63.4%	68.6%
当年营业收入（亿元）	730.2	650.2	575.2	344.4	232.6	147.7
测算山东省内收入（亿元）	488.8	420.3	383.0	219.0	147.4	101.4
山东省公路固定资产投资（亿元）	1757	1624	1406	1291	1132	1055
山东省市政公用设施固定资产投资（亿元）	1710	1489	1509	1481	1289	1248
山东省公路、市政公用设施固定资产投资合计（亿元）	3467	3113	2915	2773	2421	2303
测算市占率	14.1%	13.5%	13.1%	7.9%	6.1%	4.4%

数据来源：公司公告，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：山东省市政公用设施固定资产投资最新数据仅公布至 2023 年，故市占率测算至 2023 年。

### （三）海外订单高增长，海外业务进入快车道

我国在“一带一路”共建国家的新签合同额、完成营业额均加速增长。2024 年我国在“一带一路”共建国家的新签合同额、完成营业额增速分别为 3.4%、0.4%，进入 2025 年，我国建筑企业加快走出去的步伐，加大力度开拓“一带一路”沿线市场，上半年新签合同额、完成营业额增速分别为 7.5%、19.6%，较 2024 年明显提速。

图10、“一带一路”共建国家工程新签合同额及累计同比



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图11、“一带一路”共建国家工程完成营业额及累计同比



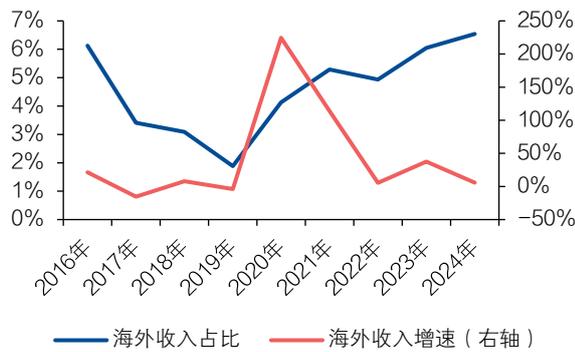
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司抢抓“一带一路”战略机遇，积极拓展海外市场。2020 年公司以 17.34 亿元现金收购中国山东对外经济技术合作集团有限公司 100% 股权（2020 年 1-8 月收入为 4.49 亿元，归属于母公司净利润为 0.22 亿元），公司围绕“一带一路”沿线国家，深耕中东欧、亚太市场，加快培育中亚、东南亚市场。

2024 年公司海外业务拓展成效显著，公司海外业务进入发展快车道。2024 年公司海外业务中标额 91.3 亿元，同比增长 117.4%，在非洲区域取得新突破，首次开拓摩洛哥、喀麦隆等国别市场，中标 29.49 亿元的摩洛哥高速铁路项目，签约埃塞俄比亚 27.39 亿元的水泥厂项目等。

随着海外业务的顺利发展和收入持续增长，公司海外业务占比持续提升，2024 年海外收入占比为 6.5%。随着 2024 年海外新签订单落地，我们预计未来海外收入有望实现较快增长，海外收入占比有望进一步提升。

图12、公司海外收入增速及占比



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、公司海外订单及增速



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

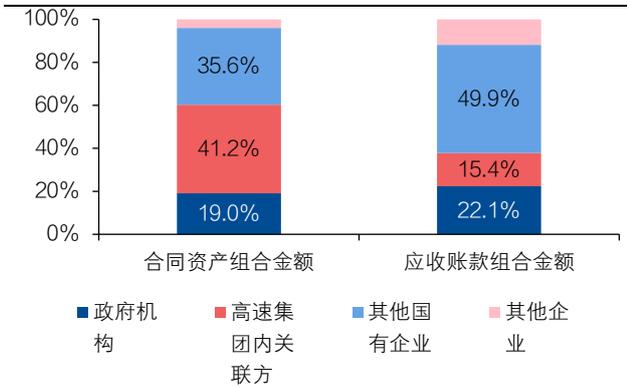
#### （四）融资类项目占比高，大股东赋能显著

从业主方来看，政府机构+国有企业业主占比在 90% 以上。公司主要承接交通公路主管部门、大型国资平台和地方平台等项目，业主方以国企和政府机构为主。以 2024 年合同资产为例，在按组合计提坏账的合同资产金额中，业主方为政府机构的金额占比为 19.0%，高速集团内关联方为 41.2%，其他国有企业 35.6%，其他 3.9%；以 2024 年应收账款为例，其中高速集团及关联方占比仅 15.4%，明显低于合同资产中的占比，表明大股东的账款支付较为及时、对公司支持力度较大。公司以政府机构+国有企业业主为主，一方面使得公司经营现金流近两年受到地方政府财政压力的影响，另一方面也使得公司实际发生坏账的可能性较低。

从项目类型来看，融资类项目贡献收入比例在 40% 以上。公司工程施工的主要模式为工程承包合同模式和融资合同模式，其中融资合同模式主要为入股施工一体化项目、投资施工一体化项目和 PPP 项目。2024 年末公司在施工项目 530 个、合计 2096.5 亿元，已确认收入 1144.7 亿元，其中融资类项目（投资施工一体化、

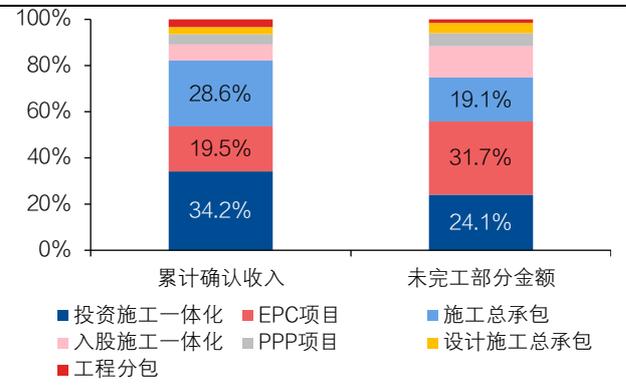
入股施工一体化、PPP 项目) 合计占比 45.6%，未完工部分 951.8 亿元，其中融资类项目占比 43.3%。据此推测公司收入的构成中，融资类项目贡献的收入比例较高，此类项目依托大股东的背景，竞争激烈程度较低，但压力较大，使得公司长期应收款、长期股权投资持续增长。财政部 2025 年 8 月 16 日发布《关于规范政府和社会资本合作存量项目建设和运营的指导意见》，意在有序推进解决存量 PPP 项目建设和运营存在的问题，地方政府可统筹运用一般债券、专项债券等资金，用于 PPP 存量项目建设成本中的政府支出。对已运营项目，地方政府要将运营补贴等政府支出责任纳入预算管理，合理确定保障序列，严格执行支出计划，不得挪用本应用于 PPP 存量项目支出的预算资金或擅自改变资金用途。地方政府要统筹用好中央转移支付资金、地方自有资金，合理用于 PPP 存量项目建设成本和运营补贴，预期公司投资类项目回款持续向好。

图14、合同资产和应收账款组合中的客户占比



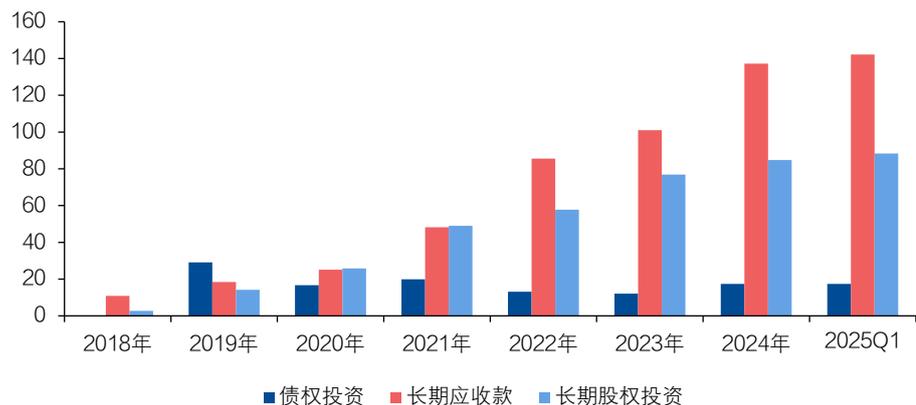
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图15、融资类项目占收入比例



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、公司债权投资、长期应收款、长期股权投资余额 (亿元)

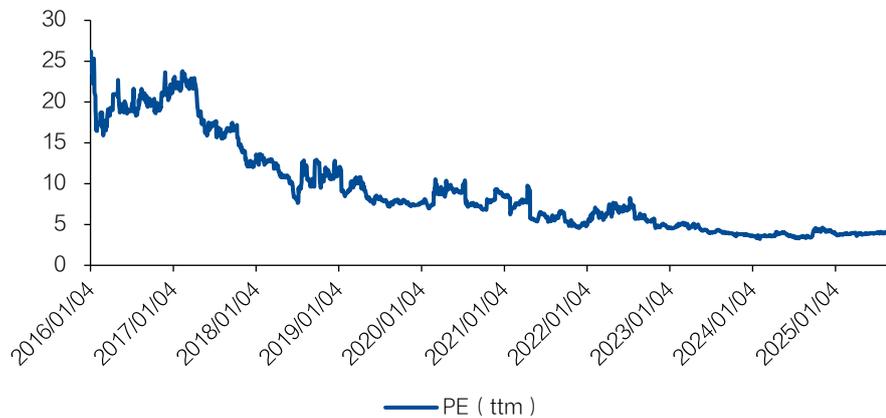


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

### 三、低估值具备性价比，现金流有望改善

2025年8月28日的PE(ttm)为4.02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28日，公司PE(ttm)所处分位数为13.87%，表明公司目前估值处于较低位置。值得注意的是，公司PE(ttm)自2017年下半年以来持续下行，而在此期间公司的归母净利润从2017年的5.8亿元增长至2024年的23.2亿元，市盈率下行幅度较大，我们认为主要原因包括：（1）2017-2018年建筑装饰（SW）板块市盈率经历了大幅下行；（2）近年来山东路桥经营现金流持续流出（3）公司业绩快速增长，但是股价并没有相应匹配增长，从而市盈率被动降低。

图17、山东路桥PE(ttm)(2016年1月1日至2025年8月28日)

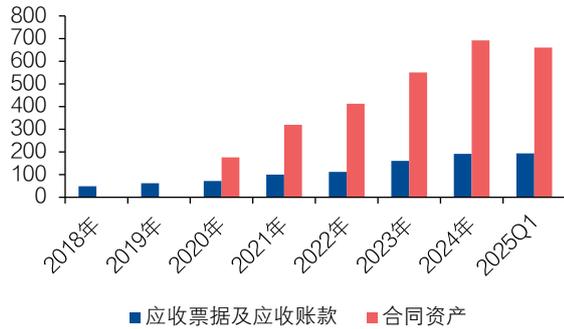


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司紧抓回款，现金流已经改善，后续有望进一步改善。2023和2024年，由于地方政府财政压力较大，公司回款受影响，导致连续两年经营现金流大幅流出。2025年，公司以“严控增量、化解存量、防范风险”为核心目标，将“两金”清收、营收现金比等指标纳入权属单位年度绩效考核，加大回款力度，2025年一季度经营现金流明显改善，同比少流出22.36亿元；与此同时，自2024年开始国家未来五年（2024-2028年）新增10万亿化债资金，每年新增2万亿，地方政府的资金压力得以缓解，对建筑企业的支付增加，有望促进公司现金流改善。

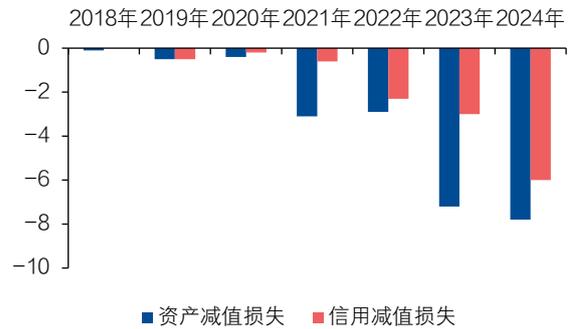
值得注意的是，由于回款压力较大，公司应收账款、合同资产余额持续增长，使得按照账龄计提的资产减值损失、信用减值损失均创了历史最高，后续随着回款改善，部分减值有望冲回，助力公司利润改善。

图18、公司应收票据及应收账款、合同资产余额 (亿元)



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

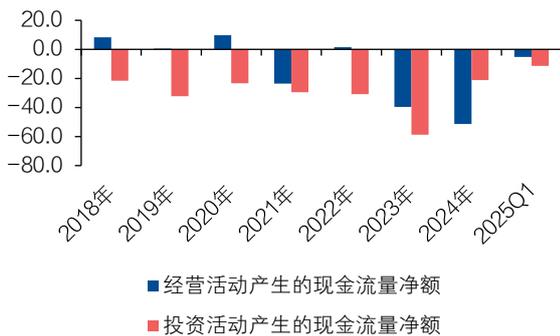
图19、公司资产减值和信用减值损失 (亿元)



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

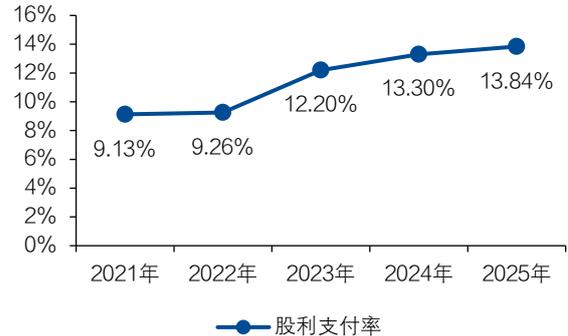
自 2021 年以来公司持续提升股利支付率, 目前依然处于较低水平, 未来随着现金流的进一步改善, 我们预计公司股利支付率有望继续提升。结合公司目前处于低估值背景下, 股利支付率的提升有望推动公司股息率的提升。

图20、公司经营和投资现金流净额 (亿元)



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图21、公司股利支付率

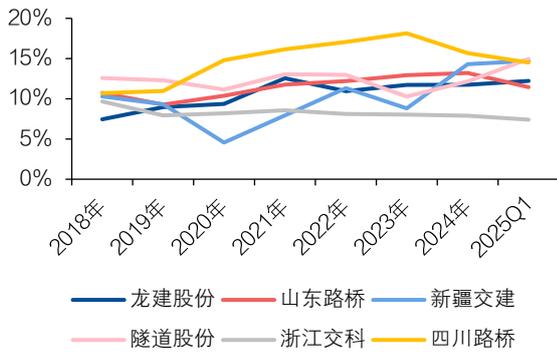


数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 四、公司财务分析

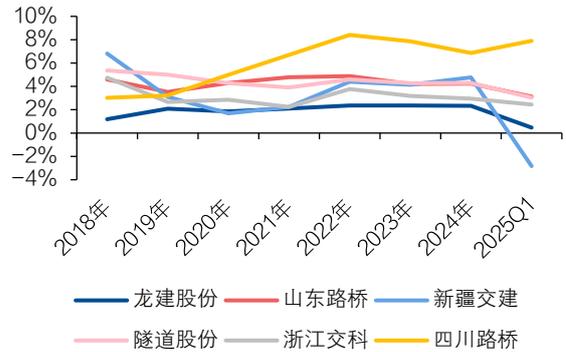
在可比的上市路桥施工国企中，公司 2024 年综合毛利率为 13.2%、处于中游水平，低于四川路桥、新疆交建，并且公司毛利率 2020-2024 年呈现持续提升态势；公司 2024 年净利率为 4.2%，处于中游水平。

图22、可比公司毛利率情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

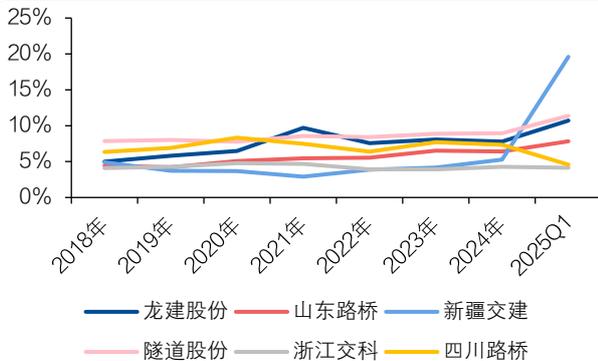
图23、可比公司净利率情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

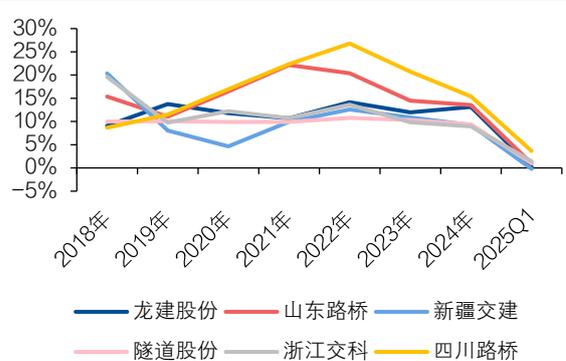
在可比的上市路桥施工国企中，公司 2024 年期间费用率为 6.4%，处于较低水平，近年期间费用率提升主要源于财务费用、研发费用提升所致；公司 2024 年净资产收益率（加权）为 13.6%，在可比公司中处于上游水平。

图24、可比公司期间费用率情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

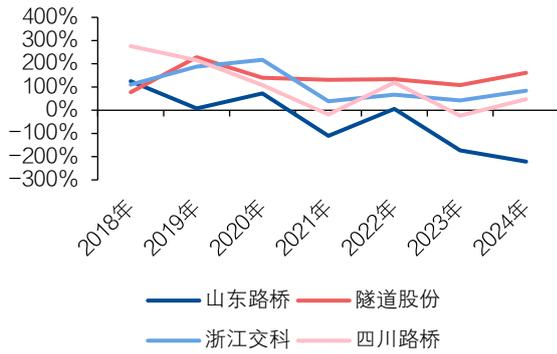
图25、可比公司净资产收益率情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

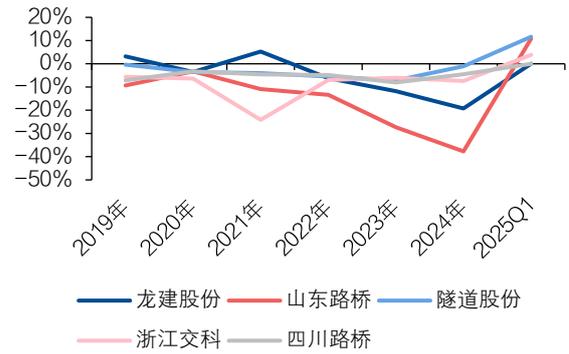
在可比的上市路桥施工国企中，山东路桥的净利润现金含量值处于较低水平，未来有较大改善空间；并且在“(资产+信用减值)/营业利润”指标中，山东路桥的绝对值较高，表明减值损失对公司利润侵蚀较为严重，这一指标有望随着经营现金流的改善而改善。

图26、可比公司净利润现金含量情况



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图27、可比公司(资产+信用减值)/营业利润



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 五、盈利预测与投资建议

**路桥施工业务：**公司作为山东省内最大、最主要的从事路桥基础设施建设、交通系统设施施工的主体，受到山东省人民政府、山东高速集团及各相关部门的大力支持，在山东省内市场处于主导地位，市场的综合占有率处于明显的领先地位，同时公司加大“进城出海”拓展，效果逐步显现，2025年上半年订单逆势增长，在手订单较为充足，对未来路桥施工业务有较好保障，我们预计2025-2027年路桥业务保持稳健增长，收入增速分别为2.50%、3.50%、3.50%，毛利率分别为12.30%、12.30%、12.20%。

**路桥养护施工：**公司控股股东山东高速集团，运营管理高速公路9070公里，其中省内7335公里，占全省的84%，公司作为山东高速集团的控股子公司，在高速公路逐步进入到养护阶段，大股东对公司的赋能效果更加显著，公司路桥养护业务收入预期保持较快增长，我们预计2025-2027年路桥养护施工业务收入增速分别为15.00%、13.00%、13.00%，毛利率保持稳定在14.00%。

其他业务营业收入、毛利率以及公司期间费用率假设详见下表。

**表3、公司盈利预测假设**

年份		2024	2025E	2026E	2027E
路桥工程施工	主营业务收入（百万元）	62420.57	63981.08	66220.42	68538.14
	同比增长率	-2.24%	2.50%	3.50%	3.50%
	毛利率	12.22%	12.30%	12.30%	12.20%
路桥养护施工	主营业务收入（百万元）	4997.413	5747.025	6494.138	7338.376
	同比增长率	11.80%	15.00%	13.00%	13.00%
	毛利率	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%
周转材料租赁	主营业务收入（百万元）	2198.932	2256.104	2341.836	2435.51
	同比增长率	3.18%	2.60%	3.80%	4.00%
	毛利率	36.53%	36.00%	36.00%	36.00%
商品混凝土	主营业务收入（百万元）	1226.212	1226.212	1287.523	1351.899
	同比增长率	-37.61%	0.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	9.86%	10.00%	10.00%	10.00%
工程设计咨询	主营业务收入（百万元）	505.1566	454.6409	431.9089	431.9089
	同比增长率	-16.35%	-10.00%	-5.00%	0.00%
	毛利率	33.25%	33.00%	33.00%	33.00%
	营业费用 / 主营业务收入	0.01%	0.01%	0.03%	0.05%
	管理费用 / 主营业务收入	2.26%	2.28%	2.35%	2.35%
	研发费用 / 主营业务收入	3.09%	3.08%	3.30%	3.30%
	财务费用 / 主营业务收入	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%
	实际税率	17.37%	17.36%	17.37%	17.37%

数据来源：wind 及测算，兴业证券经济与金融研究院整理

**盈利预测与评级：**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 26 日收盘价对应 PE 分别为 3.9 倍/3.8 倍/3.6 倍，维持“增持”评级。

**表4、盈利预测结果**

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

**表5、可比公司估值水平（数据截至 2025/8/26）**

代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
002941.SZ	新疆交建	104.60	3.20	4.91	5.26	0.00	22.56	21.30	19.89	-
600820.SH	隧道股份	203.11	28.41	30.06	31.72	33.26	7.96	6.76	6.40	6.11
600853.SH	龙建股份	41.58	4.13	0.00	0.00	0.00	9.83	-	-	-
002061.SZ	浙江交科	110.83	13.10	14.91	15.50	16.86	8.09	7.43	7.15	6.57
600039.SH	四川路桥	750.81	72.10	80.37	87.54	94.92	8.80	9.34	8.58	7.91
	平均值						11.45	11.21	10.50	6.86
000498.SZ	山东路桥	94.39	23.22	23.93	24.79	26.18	4.00	3.94	3.81	3.61

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：可比公司归母净利润采用 wind 一致性预测

## 风险提示

### （1）宏观经济波动风险

经济增长放缓及政策调整可能导致基建投资增速下行，影响路桥建设市场需求。原材料价格波动及劳动力成本上升可能压缩公司利润空间，地方政府财政压力增大或导致项目回款周期延长。

### （2）行业竞争加剧风险

路桥施工行业门槛相对较低，区域性及全国性企业持续扩张，市场竞争日趋激烈。尽管公司在当地具备一定优势，但部分竞争对手通过低价策略、技术升级等方式争夺市场份额，可能对公司盈利能力和订单获取造成压力。

### （3）投资不及预期风险

公司业务高度依赖基础设施投资规模，若宏观经济政策调整或地方政府财政收紧，导致基建投资增速放缓、项目开工延迟或建设规模压缩，将对公司新签合同量和业绩增长带来不确定性。

### （4）现金流恶化及坏账风险

若项目业主方回款进度滞后或出现支付困难，可能对公司现金流造成重大压力，并增加坏账风险，影响经营稳定性。

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>117100</b>	<b>118177</b>	<b>123253</b>	<b>128639</b>
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
<b>非流动资产</b>	<b>46260</b>	<b>50999</b>	<b>55245</b>	<b>58992</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>163361</b>	<b>169176</b>	<b>178498</b>	<b>187631</b>
<b>流动负债</b>	<b>103176</b>	<b>102376</b>	<b>105011</b>	<b>107289</b>
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
<b>非流动负债</b>	<b>24813</b>	<b>26863</b>	<b>28833</b>	<b>30803</b>
长期借款	14052	15052	16052	17052
其他	10761	11811	12781	13751
<b>负债合计</b>	<b>127988</b>	<b>129239</b>	<b>133844</b>	<b>138092</b>
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
<b>股东权益合计</b>	<b>35372</b>	<b>39937</b>	<b>44654</b>	<b>49539</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>163361</b>	<b>169176</b>	<b>178498</b>	<b>187631</b>

**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
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-5139</b>	<b>7665</b>	<b>4149</b>	<b>4010</b>
资本支出	-110	-1412	-1406	-1406
长期投资	-2178	-4060	-3560	-3060
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-2111</b>	<b>-5184</b>	<b>-4858</b>	<b>-4350</b>
债权融资	5677	1977	2970	2970
股权融资	1170	1500	1500	1500
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>6257</b>	<b>1811</b>	<b>2813</b>	<b>2730</b>
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
<b>营业总收入</b>	<b>71348</b>	<b>73665</b>	<b>76776</b>	<b>80096</b>
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
<b>营业利润</b>	<b>3658</b>	<b>3812</b>	<b>3933</b>	<b>4158</b>
营业外收支	-1	-5	-3	-4
<b>利润总额</b>	<b>3657</b>	<b>3807</b>	<b>3930</b>	<b>4155</b>
所得税	635	661	682	721
净利润	3021	3146	3247	3433
少数股东损益	699	753	768	815
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2322</b>	<b>2393</b>	<b>2479</b>	<b>2618</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>1.50</b>	<b>1.54</b>	<b>1.60</b>	<b>1.69</b>

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长性</b>				
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%
<b>盈利能力</b>				
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%
<b>偿债能力</b>				
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
<b>营运能力</b>				
资产周转率	47.1%	44.3%	44.2%	43.8%
<b>每股资料(元)</b>				
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
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	4.0	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、客观地撰写本报告。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.xyq.com.cn](http://www.xyq.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、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出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 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： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>