

四川路桥（600039）

证券研究报告

2025 年 09 月 01 日

收入和利润阶段性承压，订单保持亮眼增速

受阶段性业务衔接影响，收入和利润有所承压

公司发布 25 年半年报，25H1 公司实现营业收入 435.36 亿元，同比-4.91%，实现归母净利润 27.80 亿元，同比-13.00%，扣非归母净利润 27.20 亿元，同比-13.72%。单季度看，25Q2 公司收入、归母净利润分别为 205.50、10.05 亿元，同比分别-13.21%、-30.10%，上半年公司收入和利润有所承压，主要系：1）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）公司在建及新开工项目多位于盆周山区，地质条件复杂，环境敏感度高，安全、环保要求高，叠加 2025 年汛期防汛形势严峻，项目建设进度有所放缓；3）公司战略调整，蜀道矿业集团及蜀道清洁能源集团已于 2024 年末完成出表，受此影响，营业收入较去年同期呈现同比下降趋势。

工程板块收入承压，新签订单保持较快增长

25H1 公司工程建设板块实现营业收入 388.36 亿元，同比下降 7.08%，25H1 累计新增中标项目 218 个，金额约 722 亿元，同比增长 22.20%，其中，省内中标项目 162 个，金额约 572.3 亿元；省外及国外中标项目 56 个，金额 150.1 亿元，公司成功中标标志性品牌工程江苏张靖皋长江大桥 ZJG-A9 标段，进一步扎根站稳江苏市场；成功中标成都经温江至邛崃高速公路扩容项 TJ1 标段 TJ3 标段，进一步促进成都西部交通网络的“扩容升级”。海外市场方面，公司积极拓展国际市场，成功签约科威特经济适用房项目，并在埃塞俄比亚、马来西亚等新市场实现项目突破。我们认为在新签订单的较快增长下，公司的收入有望实现修复。

费用控制能力增强，现金流仍有优化空间

25H1 公司毛利率为 14.50%，同比-1.38pct，期间费用率为 5.68%，同比-1.04pct，其中销售、管理、财务、研发费用率同比分别-0.03、-0.15、-0.44、-0.42pct，蜀道矿业集团、蜀道清洁能源集团出表致销售、管理、财务费用同比下降。24H1 公司计提资产及信用减值损失合计 2.40 亿元，同比多损失 1.05 亿元，综合影响下 25H1 公司净利率为 6.40%，同比-0.70pct。25H1 公司 CFO 净额为-42.84 亿元，同比少流出 4.39 亿元，收现比、付现比分别同比+11.22、+14.26pct 至 104.5%、119.5%。

看好中长期投资价值，维持“买入”评级

2025 年中期，公司预计派发现金红利 2.78 亿元，仍保持较强的分红能力，考虑到上半年收入和毛利率有所承压，我们调整 25-27 年归母净利润至 78、86、95 亿元（25-27 年前值为 81、88、96 亿元），建议持续关注公司中长期投资价值，维持“买入”评级。

风险提示：省内基建景气度不及预期；清洁能源业务盈利能力不及预期；订单结转速度放缓。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	115,041.51	107,238.18	115,893.09	128,135.78	142,016.13
增长率(%)	(14.88)	(6.78)	8.07	10.56	10.83
EBITDA(百万元)	20,288.96	16,982.00	14,931.79	16,497.54	18,253.70
归属母公司净利润(百万元)	9,003.85	7,209.87	7,789.07	8,572.46	9,497.10
增长率(%)	(19.70)	(19.92)	8.03	10.06	10.79
EPS(元/股)	1.04	0.83	0.90	0.99	1.09
市盈率(P/E)	8.36	10.44	9.67	8.78	7.93
市净率(P/B)	1.67	1.57	1.49	1.39	1.30
市销率(P/S)	0.65	0.70	0.65	0.59	0.53
EV/EBITDA	4.14	4.41	5.96	5.79	5.33

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/基础建设
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.66 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	8,695.59
流通 A 股股本(百万股)	6,715.57
A 股总市值(百万元)	75,303.81
流通 A 股市值(百万元)	58,156.81
每股净资产(元)	5.47
资产负债率(%)	78.47
一年内最高/最低(元)	10.16/5.19

作者

鲍荣富	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003	baorongfu@tfzq.com
王涛	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001	wangtao@tfzq.com
王雯	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120005	wangwena@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《四川路桥-季报点评：一季度生产经营重回正轨，股权回购提振信心》 2025-04-30
- 《四川路桥-年报点评报告：在手订单充裕，高股息价值凸显》 2025-04-23
- 《四川路桥-公司点评：规划现金分红比例不低于 60%，关注中长期高股息投资价值》 2025-02-23

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	21,720.90	20,776.12	28,973.27	29,471.23	32,663.71
应收票据及应收账款	20,960.45	27,299.75	22,920.58	30,469.33	27,126.11
预付账款	2,192.56	2,999.27	1,897.33	3,509.24	2,481.71
存货	5,386.18	5,948.89	4,932.45	7,082.15	6,231.06
其他	21,257.60	20,730.05	99,203.55	110,535.60	114,217.67
流动资产合计	71,517.69	77,754.09	157,927.19	181,067.55	182,720.26
长期股权投资	5,501.46	10,019.21	10,389.21	10,789.21	11,089.21
固定资产	13,369.66	2,590.45	3,050.66	3,329.82	3,462.54
在建工程	4,685.40	1,340.72	1,131.47	1,026.08	935.74
无形资产	33,659.81	31,801.20	32,270.46	32,804.59	33,401.07
其他	37,610.12	36,778.75	36,557.20	36,216.54	36,280.46
非流动资产合计	94,826.44	82,530.34	83,399.01	84,166.25	85,169.02
资产总计	240,914.76	239,773.35	241,326.20	265,233.80	267,889.28
短期借款	3,245.10	846.32	12,776.95	17,243.35	23,484.31
应付票据及应付账款	76,932.05	81,191.90	73,867.26	76,315.29	76,786.71
其他	38,984.63	42,789.93	42,921.25	55,121.45	47,926.27
流动负债合计	119,161.79	124,828.15	129,565.47	148,680.08	148,197.28
长期借款	60,917.77	52,656.79	52,992.87	54,129.00	53,401.00
应付债券	1,799.31	3,698.01	2,748.66	3,223.34	2,986.00
其他	3,144.58	1,705.31	2,424.94	2,065.13	2,245.04
非流动负债合计	65,861.66	58,060.11	58,166.48	59,417.46	58,632.03
负债合计	190,164.65	189,113.55	187,731.95	208,097.54	206,829.32
少数股东权益	5,623.55	2,823.20	2,886.78	2,956.76	3,034.29
股本	8,715.58	8,712.26	8,695.59	8,695.59	8,695.59
资本公积	5,558.04	5,561.39	5,561.39	5,561.39	5,561.39
留存收益	29,857.24	32,240.21	35,355.84	38,784.82	42,583.66
其他	995.71	1,322.74	1,094.66	1,137.70	1,185.03
股东权益合计	50,750.11	50,659.80	53,594.25	57,136.26	61,059.96
负债和股东权益总计	240,914.76	239,773.35	241,326.20	265,233.80	267,889.28

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	9,037.38	7,364.56	7,789.07	8,572.46	9,497.10
折旧摊销	1,903.37	2,373.51	1,279.78	1,422.10	1,561.15
财务费用	2,806.36	2,973.34	3,266.26	3,461.35	3,825.55
投资损失	(193.32)	(831.42)	(810.00)	(610.00)	(610.00)
营运资金变动	(24,469.56)	(11,765.88)	(3,719.16)	(8,635.02)	(4,757.21)
其它	8,797.74	3,313.26	158.71	176.05	193.22
经营活动现金流	(2,118.01)	3,427.38	7,964.66	4,386.94	9,709.82
资本支出	16,726.83	(8,180.12)	1,650.36	2,889.82	2,320.09
长期投资	2,347.90	4,517.76	370.00	400.00	300.00
其他	(29,579.56)	(6,499.95)	(3,468.28)	(5,267.81)	(4,481.00)
投资活动现金流	(10,504.83)	(10,162.30)	(1,447.92)	(1,977.99)	(1,860.91)
债权融资	16,372.15	(8,911.20)	6,693.98	3,294.41	1,110.79
股权融资	(4,741.65)	(3,278.99)	(5,013.58)	(5,205.40)	(5,767.22)
其他	(8,874.09)	17,700.95	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	2,756.41	5,510.76	1,680.40	(1,910.99)	(4,656.43)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(9,866.44)	(1,224.16)	8,197.15	497.96	3,192.48

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	115,041.51	107,238.18	115,893.09	128,135.78	142,016.13
营业成本	94,170.56	90,427.18	97,932.11	108,131.44	119,818.95
营业税金及附加	349.32	390.37	347.68	384.41	426.05
销售费用	33.50	56.88	61.47	67.97	75.33
管理费用	2,121.17	2,260.06	2,259.92	2,498.65	2,698.31
研发费用	3,995.90	2,698.07	2,549.65	2,818.99	3,124.35
财务费用	2,709.54	2,864.38	3,266.26	3,461.35	3,825.55
资产/信用减值损失	(893.75)	(410.57)	(310.38)	(410.00)	(510.00)
公允价值变动收益	(2.64)	1.37	(0.25)	1.10	(0.60)
投资净收益	193.32	831.42	810.00	610.00	610.00
其他	1,315.57	(1,024.78)	0.00	0.00	0.00
营业利润	11,049.03	9,143.80	9,975.37	10,974.09	12,146.99
营业外收入	80.71	80.00	70.00	65.00	65.00
营业外支出	161.60	68.76	165.00	165.00	165.00
利润总额	10,968.14	9,155.04	9,880.37	10,874.09	12,046.99
所得税	1,930.76	1,790.48	1,932.34	2,126.68	2,356.07
净利润	9,037.38	7,364.56	7,948.03	8,747.40	9,690.92
少数股东损益	33.53	154.69	158.96	174.95	193.82
归属于母公司净利润	9,003.85	7,209.87	7,789.07	8,572.46	9,497.10
每股收益（元）	1.04	0.83	0.90	0.99	1.09

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-14.88%	-6.78%	8.07%	10.56%	10.83%
营业利润	-18.85%	-17.24%	9.09%	10.01%	10.69%
归属于母公司净利润	-19.70%	-19.92%	8.03%	10.06%	10.79%
获利能力					
毛利率	18.14%	15.68%	15.50%	15.61%	15.63%
净利率	7.83%	6.72%	6.72%	6.69%	6.69%
ROE	19.95%	15.07%	15.36%	15.82%	16.37%
ROIC	33.41%	15.12%	17.96%	18.05%	17.27%
偿债能力					
资产负债率	78.93%	78.87%	77.79%	78.46%	77.21%
净负债率	106.89%	97.01%	94.99%	100.05%	96.48%
流动比率	1.18	1.20	1.22	1.22	1.23
速动比率	1.13	1.15	1.18	1.17	1.19
营运能力					
应收账款周转率	6.02	4.44	4.62	4.80	4.93
存货周转率	22.31	18.92	21.30	21.33	21.33
总资产周转率	0.51	0.45	0.48	0.51	0.53
每股指标（元）					
每股收益	1.04	0.83	0.90	0.99	1.09
每股经营现金流	-0.24	0.39	0.92	0.50	1.12
每股净资产	5.19	5.50	5.83	6.23	6.67
估值比率					
市盈率	8.36	10.44	9.67	8.78	7.93
市净率	1.67	1.57	1.49	1.39	1.30
EV/EBITDA	4.14	4.41	5.96	5.79	5.33
EV/EBIT	4.44	4.95	6.51	6.34	5.83

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com