

公司研究 | 点评报告 | 四川路桥 (600039.SH)

项目接续过程中业绩阶段性承压, 下半年施工有望加速

报告要点

公司 2025 年上半年实现营业收入 435.36 亿元, 同比减少 4.91%; 归属净利润 27.80 亿元, 同比减少 13.00%; 扣非后归属净利润 27.20 亿元, 同比减少 13.72%。

分析师及联系人



张弛

SAC: S0490520080022
SFC: BUT917



张智杰

SAC: S0490522060005



袁志芃

SAC: S0490525070008



龚子逸

SAC: S0490525080003

四川路桥 (600039.SH)

项目接续过程中业绩阶段性承压，下半年施工有望加速

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司 2025 年上半年实现营业收入 435.36 亿元，同比减少 4.91%；归属净利润 27.80 亿元，同比减少 13.00%；扣非后归属净利润 27.20 亿元，同比减少 13.72%。

事件评论

- **受施工进度影响，Q2 收入同比下滑。**公司 2025 年上半年实现营业收入 435.36 亿元，同比减少 4.91%，实现单二季度营业收入 205.50 亿元，同比减少 13.21%。主要系公司位于四川省三州地区的项目建设面临极其复杂的地形、地质、气候及生态挑战，部分项目桥隧比高，施工难度大、风险高，施工进度有所受限；受用地批复、环评批复、水保许可等前期要件办理工作影响，部分新上项目推进不及预期。报告期内，工程建设板块完成营业收入 388.36 亿元，同比下降 7.08%。
- **订单层面来看，二季度订单加速增长，有望支撑后续施工面打开后收入增长。**公司二季度中标总额 375.59 亿元，同比增长 25%，较 Q1 有所加速，上半年累计中标 722.4 亿元，同比增长 22.2%，中标项目包括公司通过公开招投标和投建一体模式获取的项目。其中，基建领域上半年累计中标 617.4 亿元，同比增长 25.88%。房建领域上半年累计中标 104.12 亿元，同比增长 4.34%。其他业务上半年累计中标金额 0.89 亿元，同比小幅下降 4.37%。
- **公司上半年利润下滑幅度大于收入，主要系毛利率承压。**公司 2025 年上半年综合毛利率 14.50%，同比下降 1.38pct，单二季度来看，公司综合毛利率 14.50%，同比下降 1.46pct；毛利率下降主要系新上项目放缓，在手项目部分进入收尾阶段，盈利能力相对较弱，后续随着施工面打开，毛利率或将有望回升。**费用率方面，上半年有所压降。**公司上半年费用率 5.68%，同比下降 1.04pct，单二季度期间费用率 6.92%，同比下降 0.09pct。上半年减值合计 2.42 亿元，同比去年 1.35 亿元略有扩大。综合来看，公司上半年归属净利率 6.38%，同比下降 0.59pct，扣非后归属净利率 6.25%，同比下降 0.64pct；单二季度归属净利率 4.89%，同比下降 1.18pct，扣非后归属净利率 4.59%，同比下降 1.37pct。
- **上半年通常系工程公司业务投入期，现金流整体呈流出状态，流出幅度较去年有所收窄。**公司上半年经营活动现金流净流出 42.84 亿元，同比少流出 4.39 亿元，收现比 104.50%，同比提升 11.22pct；单二季度来看，经营活动现金流净流出 12.30 亿元，同比少流出 5.14 亿元，收现比 64.63%，同比提升 17.11pct。
- **上半年项目推进偏慢，下半年项目预计加速，高股息下红利属性凸显，稳增长预期有望带动需求增长与估值提升。**根据 7 月份四川日报报道，四川四条高速公路同时获批，总投资近千亿元，于第三季度开工，显示出四川项目有加速推进的趋势，公司全年业绩或仍有支撑。此外公司 2025 年分红比例从此前的 50% 进一步提升至 60%，若按 2025 年业绩实现 80 亿估算，对应当前股息率为 6+%，红利属性凸显。此外，四川定位国家战略腹地，基建需求旺盛，且在经济与外交新形势下，公司有望充分受益可能的财政发力与基建加码，区域需求弹性大，增长空间明确。

风险提示

1、省内基建推进不及预期；2、蜀道集团支持力度不及预期。

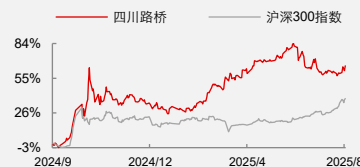
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	8.66
总股本(万股)	869,559
流通A股/B股(万股)	671,557/0
每股净资产(元)	5.47
近12月最高/最低价(元)	10.16/5.19

注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《二季度订单加速增长，省内基建持续景气》 2025-07-16
- 《收入稳健增长，回购彰显信心》 2025-05-07
- 《股权出让完成，施工主业或迎拐点》 2025-04-24



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、省内基建推进不及预期：当前四川储备的基建项目较为充足，但区域基建对当地财政的依赖度较高，同时川西地区地理条件复杂，施工难度较大，未来落地情况需持续跟踪。
- 2、蜀道集团支持力度不及预期：公司收入中来自蜀道集团的占比相对较大，投建一体模式有效提升了公司获取订单的效率，若未来蜀道对公司的支持力度发生改变，或对公司收入、利润产生一定影响。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	107238	114062	123626	135262	货币资金	20776	27904	27264	29858
营业成本	90427	94674	102036	111450	交易性金融资产	19	19	19	19
毛利	16811	19387	21590	23812	应收账款	27072	20890	25046	28379
%营业收入	16%	17%	17%	18%	存货	5949	5069	5676	6123
营业税金及附加	390	415	450	492	预付账款	2999	2516	2824	3247
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	100428	90619	104094	112949
销售费用	57	61	66	72	流动资产合计	157243	147017	164922	180577
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	10019	13280	16808	20412
管理费用	2260	2404	2605	2851	投资性房地产	188	192	198	206
%营业收入	2%	2%	2%	2%	固定资产合计	2590	5054	7343	9457
研发费用	2698	2870	3110	3403	无形资产	31783	31145	30533	29933
%营业收入	3%	3%	3%	3%	商誉	0	0	0	0
财务费用	2864	3103	3671	3890	递延所得税资产	660	662	662	662
%营业收入	3%	3%	3%	3%	其他非流动资产	37290	37978	38954	39922
加: 资产减值损失	-200	-200	-200	-200	资产总计	239773	235330	259421	281169
信用减值损失	-210	-210	-210	-210	短期贷款	846	1346	1546	1746
公允价值变动收益	1	0	0	0	应付款项	79647	71209	83129	90930
投资收益	831	205	223	243	预收账款	0	0	0	0
营业利润	9144	10522	11708	13165	应付职工薪酬	1669	1391	1643	1830
%营业收入	9%	9%	9%	10%	应交税费	818	1132	1095	1191
营业外收支	11	0	0	0	其他流动负债	48074	41635	43972	46848
利润总额	9155	10522	11708	13165	流动负债合计	131053	116713	131386	142544
%营业收入	9%	9%	9%	10%	长期借款	52657	52657	52657	52657
所得税费用	1790	2058	2290	2575	应付债券	3698	3698	3698	3698
净利润	7365	8464	9418	10590	递延所得税负债	422	494	494	494
归属于母公司所有者的净利润	7210	8286	9221	10368	其他非流动负债	1284	1484	1484	1484
少数股东损益	155	178	198	222	负债合计	189114	175045	189719	200877
EPS (元)	0.83	0.95	1.06	1.19	归属于母公司所有者权益	47837	57283	66504	76872
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	2823	3001	3199	3421
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	50660	60284	69702	80293
经营活动现金流净额	3427	19349	9280	12548	负债及股东权益	239773	235330	259421	281169
取得投资收益收回现金	45	205	223	243	基本指标				
长期股权投资	-4518	-3261	-3528	-3604		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-7553	-4031	-3986	-3959	每股收益	0.83	0.95	1.06	1.19
其他	1863	88	0	0	每股经营现金流	0.39	2.23	1.07	1.44
投资活动现金流净额	-10162	-6999	-7291	-7319	市盈率	8.77	9.09	8.17	7.26
债券融资	1899	0	0	0	市净率	1.33	1.31	1.13	0.98
股权融资	251	-11	0	0	EV/EBITDA	8.22	7.66	6.85	6.05
银行贷款增加 (减少)	-10660	500	200	200	总资产收益率	3.0%	3.5%	3.6%	3.7%
筹资成本	-6222	-3097	-2829	-2835	净资产收益率	15.1%	14.5%	13.9%	13.5%
其他	20243	-2603	0	0	净利率	6.7%	7.3%	7.5%	7.7%
筹资活动现金流净额	5511	-5211	-2629	-2635	资产负债率	78.9%	74.4%	73.1%	71.4%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-1224	7139	-640	2594	总资产周转率	0.45	0.48	0.50	0.50

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	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
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%
无投资评级	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。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。