

2025 年 11 月 01 日

投资评级：买入（维持）

证券分析师

王彬鹏
SAC: S1350524090001
wangbinpeng@huayuanstock.com
戴铭余
SAC: S1350524060003
daimingyu@huayuanstock.com
郇悦轩
SAC: S1350524080001
liyuxuan@huayuanstock.com

联系人

唐志玮
tangzhiwei@huayuanstock.com
林高凡
lingaofan@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 10 月 31 日

收盘价（元）	9.48
一年内最高/最低（元）	10.16/6.76
总市值（百万元）	82,434.20
流通市值（百万元）	63,663.57
总股本（百万股）	8,695.59
资产负债率（%）	78.90
每股净资产（元/股）	5.72

资料来源：聚源数据

四川路桥(600039.SH)

——业绩超预期，现金流显著改善

投资要点：

- **收入与利润稳步增长，三季度业绩显著提升。**2025Q1-3 公司实现收入 732.81 亿元，同比+1.95%；归母、扣非归母净利润分别为 53.00、52.24 亿元，同比+11.04%、+11.10%。25 年第三季度公司狠抓生产，合理组织施工安排，抢抓施工黄金期，加速推进在建项目，加快推进新开工项目要件办理，统筹谋划开工点，单季实现收入 297.45 亿元，同比+14.00%；归母、扣非归母净利润分别为 25.20、25.04 亿元，同比+59.72%、+61.60%，Q3 业绩大幅增长主要系毛利率提升以及费用率下滑所致。
- **市场布局持续优化，省外与海外业务拓展成效显著。**2025Q1-3 公司统筹市场布局、聚焦区域深耕，累计新增中标金额约 972 亿元，同比增长 25.16%；Q3 单季度中标 249.32 亿元，同比增长 34.60%。分项目看，前三季度公司基建、房建中标金额分别为 826.70 亿元、143.56 亿元，同比+26.39%、+18.68%。分区域看，省内中标项目金额约 763 亿元，同比+15.78%；省外及海外中标项目金额约 209 亿元，同比+78.63%，省外与海外业务成为主要增量来源。海外市场方面，继签约首个科威特经济适用房项目后，公司又成功签署同类型项目，并陆续中标坦桑尼亚区域三个灌溉修复项目，彰显在民生基础设施领域的持续竞争力。10 月 27 日，四川省交通运输厅发布《畅行千万村四川新一轮农村公路提升行动实施方案（2025—2027 年）（征求意见稿）》，提出到 2027 年完成投资 800 亿元以上，新改建农村公路 3 万公里。我们认为四川省基建投资需求仍具韧性，后续项目推进有望带动公司区域市场持续增长。
- **毛利率小幅下滑，现金流显著改善。**2025Q1-3 公司综合毛利率为 15.12%，同比-0.64pct；Q3 单季度毛利率为 16.02%，同比+0.47pct。2025 年前三季度公司期间费用率为 5.92%，同比-0.98pct，其中销售、管理、研发、财务费用率同比分别-0.03、-0.13、-0.03、-0.79pct，费用率下降主要系蜀道矿业集团、蜀道清洁能源集团出表影响。25Q1-3 公司资产及信用减值损失为 1.74 亿元，同比少损失 0.64 亿元。综合影响下，公司 2025Q1-3 净利率为 7.27%，同比+0.47pct；Q3 单季度净利率为 8.53%，同比+2.26pct。经营层面看，2025Q1-3 公司经营活动现金净流出 2.36 亿元，同比少流出 53.70 亿元，其中 Q3 单季度实现经营性现金流净额 40.48 亿元，同比多流入 49.31 亿元，实现同比转正，现金流改善明显；收现比、付现比分别为 94.29%、98.08%，同比分别+10.33pct、+4.29pct。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 82.33/92.95/103.84 亿元，同比增速分别为 14.19%/12.89%/11.72%，当前股价对应的 PE 分别为 10.01/8.87/7.94 倍。考虑到区域基建高景气度有望带动业务持续增长，同时公司订单储备充足，有望支撑盈利能力稳步提升，维持“买入”评级。
- **风险提示：**基建投资增速不及预期，分红不及预期，大股东支持力度不及预期。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	115,042	107,238	113,865	125,385	135,634
同比增长率（%）	-14.88%	-6.78%	6.18%	10.12%	8.17%
归母净利润（百万元）	9,004	7,210	8,233	9,295	10,384
同比增长率（%）	-19.70%	-19.92%	14.19%	12.89%	11.72%
每股收益（元/股）	1.04	0.83	0.95	1.07	1.19
ROE（%）	19.95%	15.07%	15.85%	16.70%	17.36%
市盈率（P/E）	9.16	11.43	10.01	8.87	7.94

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	20,776	22,773	25,077	27,127
应收票据及账款	106,803	113,516	124,898	135,136
预付账款	2,999	3,185	3,507	3,793
其他应收款	3,454	3,668	4,039	4,369
存货	5,949	6,227	6,850	7,406
其他流动资产	17,261	15,875	16,774	16,637
流动资产总计	157,243	165,243	181,145	194,468
长期股权投资	10,019	10,107	10,195	10,283
固定资产	2,741	4,553	7,760	9,955
在建工程	1,341	2,545	1,875	1,875
无形资产	31,783	31,770	32,519	34,012
长期待摊费用	690	605	727	763
其他非流动资产	35,957	37,211	38,530	38,511
非流动资产合计	82,530	86,791	91,606	95,398
资产总计	239,773	252,034	272,751	289,866
短期借款	846	3,122	5,300	5,754
应付票据及账款	81,192	84,991	93,492	101,082
其他流动负债	49,015	43,719	51,012	56,081
流动负债合计	131,053	131,832	149,804	162,917
长期借款	56,474	62,909	61,915	61,851
其他非流动负债	1,587	2,412	2,320	2,106
非流动负债合计	58,060	65,322	64,235	63,957
负债合计	189,114	197,153	214,039	226,874
股本	8,712	8,696	8,696	8,696
资本公积	5,561	5,578	5,578	5,578
留存收益	33,563	37,678	41,396	45,549
归属母公司权益	47,837	51,952	55,669	59,823
少数股东权益	2,823	2,929	3,042	3,169
股东权益合计	50,660	54,881	58,712	62,992
负债和股东权益合计	239,773	252,034	272,751	289,866

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	7,365	7,936	8,969	9,961
折旧与摊销	2,374	2,999	2,239	2,425
财务费用	2,864	2,905	3,126	3,150
投资损失	-831	-371	-441	-548
营运资金变动	-10,816	-7,501	2,196	1,387
其他经营现金流	2,472	5,181	-1,653	611
经营性现金净流量	3,427	11,149	14,436	16,986
投资性现金净流量	-10,162	-10,854	-4,609	-5,942
筹资性现金净流量	5,511	1,702	-7,522	-8,994
现金流量净额	-1,217	1,997	2,304	2,050

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	107,238	113,865	125,385	135,634
营业成本	90,427	94,658	104,126	112,580
税金及附加	390	444	492	559
销售费用	57	38	41	45
管理费用	2,260	2,229	2,442	2,628
研发费用	2,698	2,853	3,130	3,372
财务费用	2,864	2,905	3,126	3,150
资产减值损失	-200	-292	-291	-296
信用减值损失	-210	-390	-397	-397
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	831	371	441	548
公允价值变动损益	1	-3	-1	-1
资产处置收益	6	1	1	2
其他收益	174	152	140	155
营业利润	9,144	10,576	11,921	13,311
营业外收入	80	87	83	83
营业外支出	69	96	109	91
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	9,155	10,567	11,895	13,303
所得税	1,790	2,227	2,488	2,792
净利润	7,365	8,339	9,407	10,511
少数股东损益	155	106	113	127
归属母公司股东净利润	7,210	8,233	9,295	10,384
EPS(元)	0.83	0.95	1.07	1.19

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-6.78%	6.18%	10.12%	8.17%
营业利润增长率	-17.24%	15.66%	12.72%	11.66%
归母净利润增长率	-19.92%	14.19%	12.89%	11.72%
经营现金流增长率	261.82%	225.29%	29.48%	17.67%
盈利能力				
毛利率	15.68%	16.87%	16.96%	17.00%
净利率	6.87%	7.32%	7.50%	7.75%
ROE	15.07%	15.85%	16.70%	17.36%
ROA	3.01%	3.27%	3.41%	3.58%
估值倍数				
P/E	11.43	10.01	8.87	7.94
P/S	0.77	0.72	0.66	0.61
P/B	1.72	1.59	1.48	1.38
股息率	4.37%	5.00%	6.77%	7.56%
EV/EBITDA	8	9	8	8

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。