

# 收费公路特许经营与区域综合交通运营

独立研究意见 | 研究截止2026年7月24日

## 我们怎么看

产业具备明确的需求或资源基础，但车流与通行费收入、建造服务与项目进度使利润与现金改善不具自动性。

### 为什么现在形成这个看法

2025年营业收入65.74亿元、归母净利润5.40亿元、经营活动现金流14.96亿元；收入同比增长49.83%，归母净利润同比下降29.67%，建造服务收入对报表结构有显著影响。

### 最强反方

改扩建完成和路网效应释放可能让收费业务的利润弹性快于目前报表所见。

### 什么会改变我们的看法

车流与通行费收入与建造服务与项目进度在连续正式披露中共同改善。；车流或收费收入走弱、项目投资持续吞噬现金，或建造服务放大收入而不能改善可持续利润。

这是Niselor Research基于公开信息形成的独立研究意见，不是买入、卖出、持有、仓位或交易指令。

# 产业边界

本产业研究的名称为“收费公路特许经营与区域综合交通运营”。它是为研究建立的经营边界，不冒充监管、统计或指数分类。

以收费公路特许经营、通行费收入和区域交通配套服务为核心的运营链条。

纳入规则是：须有可核验的收费公路特许经营权、通行费业务或直接运营暴露。。当路产收费期限、车流结构、特许经营权或重大项目进度变化时复核。，产业边界必须复核。

收费公路特许经营与区域综合交通运营的这一判断不把单一财务期当作趋势。收入、利润、现金、库存或应收项目可能在不同时间确认；只有把边界、纳入规则和分类限制放回业务链条，才能判断变化是暂时错位，还是经营质量真的改变。公开资料没有覆盖的环节，会在后续披露中继续核验。

研究把事实、条件和判断分开。已经披露的数字说明公司或产业此刻处于什么位置；条件性判断说明哪些变量可能影响下一阶段；结论只在两者能建立清晰传导关系时形成。这样做不是弱化观点，而是让观点能够被下一次披露推翻或加强。

读者可以用三个问题复核收费公路特许经营与区域综合交通运营：驱动因素有没有落到经营指标，经营指标有没有转成现金，现金变化能否覆盖资本与周转需要。若其中任一环节与预期相反，就不应只用收入规模或行业叙事维持原有看法。

对边界、纳入规则和分类限制的判断还需要看口径是否连续。合并范围、会计确认、产品或资产分类发生变化时，表面同比可能不能直接比较。报告因此会标明已经披露的调整，并把无法统一的口径留在限制项中，而不是计算一个看似精确的平均值。

时间顺序同样重要。先发生的经营事实可以解释后续利润和现金，后发生的公告不能倒过来证明之前已经兑现。收费公路特许经营与区域综合交通运营的读者应把披露日期、会计期和观察期分开，避免把最新消息误读为最新经营结果。

风险不是在正文末尾附加的一段话。围绕边界、纳入规则和分类限制的风险通常会先出现在量、价、成本、周转或资本开支之中；研究把它们写进传导链，目的是让读者知道风险会怎样进入利润表和现金流量表。

当行业资料与公司资料指向不同方向时，收费公路特许经营与区域综合交通运营不会把两者抵消为中间数。宏观指标可以提供环境线索，公司披露回答真实暴露；两者发生冲突时，报告保留冲突，并指出下一次可以解开冲突的经营数据。

本节也不把市场价格当成验证依据。价格可以反映某个时点的交易结果，却不能替代边界、纳入规则和分类限制的业务数据。研究观点需要由公司和产业事实重签，不能由行情变化或行情变化自动改写。

若后续数据支持相反解释，收费公路特许经营与区域综合交通运营的结论应当改变，而不是寻找更长的叙述来维持原判断。可复核性来自明确的条件、下一次检查窗口和来源边界，而不是来自文字长度本身。

资本与现金的关系需要单独阅读。利润改善可能伴随应收、库存或项目投入增加；现金改善也可能来自回收旧账、压缩营运资本或延后支出。理解边界、纳入规则和分类限制时，读者应同时核对利润表、资产负债表和现金流量表。

对于尚未披露的细分数据，研究只说明其缺口对结论的影响。没有可审计的来源，就不把推测包装成图表、比例或趋势线。这样保留空白，反而能让收费公路特许经营与区域综合交通运营下一次披露的新增信息发挥真正的区分作用。

|      |                                   |
|------|-----------------------------------|
| 图表说明 | 产业边界与价值链                          |
| 读者结论 | 图表帮助定位传导关系和下一步核验，不构成交易信号。         |
| 研究边界 | 以收费公路特许经营、通行费收入和区域交通配套服务为核心的运营链条。 |
| 主要节点 | 特许经营、收费运营与养护、改扩建与服务               |

## 供需、渠道与竞争

产业链的主要节点是特许经营、收费运营与养护、改扩建与服务。交通需求经路段车流、收费规则和成本传导为通行费收入；资本开支、特许经营资产和融资约束再决定可留存现金。

对利润池而言，车流与通行费收入、建造服务与项目进度、经营现金、资本开支与融资并非可以相互替代的概念：一个节点的收入增加，不意味着另一个节点的利润或现金同时增加。

因此，研究不把产业规模、政策名称或某类资产扩张直接当成价值创造，而是逐段观察量、价、成本、周转、资本与现金的传导。

收费公路特许经营与区域综合交通运营的这一判断不把单一财务期当作趋势。收入、利润、现金、库存或应收项目可能在不同时间确认；只有把价值链、利润池和传导关系放回业务链条，才能判断变化是暂时错位，还是经营质量真的改变。公开资料没有覆盖的环节，会在后续披露中继续核验。

研究把事实、条件和判断分开。已经披露的数字说明公司或产业此刻处于什么位置；条件性判断说明哪些变量可能影响下一阶段；结论只在两者能建立清晰传导关系时形成。这样做不是弱化观点，而是让观点能够被下一次披露推翻或加强。

读者可以用三个问题复核收费公路特许经营与区域综合交通运营：驱动因素有没有落到经营指标，经营指标有没有转成现金，现金变化能否覆盖资本与周转需要。若其中任一环节与预期相反，就不应只用收入规模或行业叙事维持原有看法。

对价值链、利润池和传导关系的判断还需要看口径是否连续。合并范围、会计确认、产品或资产分类发生变化时，表面同比可能不能直接比较。报告因此会标明已经披露的调整，并把无法统一的口径留在限制项中，而不是计算一个看似精确的平均值。

时间顺序同样重要。先发生的经营事实可以解释后续利润和现金，后发生的公告不能倒过来证明之前已经兑现。收费公路特许经营与区域综合交通运营的读者应把披露日期、会计期和观察期分开，避免把最近消息误读为最新经营结果。

风险不是在正文末尾附加的一段话。围绕价值链、利润池和传导关系的风险通常会先出现在量、价、成本、周转或资本开支之中；研究把它们写进传导链，目的是让读者知道风险会怎样进入利润表和现金流量表。

当行业资料与公司资料指向不同方向时，收费公路特许经营与区域综合交通运营不会把两者抵消为中间数。宏观指标可以提供环境线索，公司披露回答真实暴露；两者发生冲突时，报告保留冲突，并指出下一次可以解开冲突的经营数据。

本节也不把市场价格当成验证依据。价格可以反映某个时点的交易结果，却不能替代价值链、利润池和传导关系的业务数据。研究观点需要由公司和产业事实重签，不能由行情变化或行情变化自动改写。

若后续数据支持相反解释，收费公路特许经营与区域综合交通运营的结论应当改变，而不是寻找更长的叙述来维持原判断。可复核性来自明确的条件、下一次检查窗口和来源边界，而不是来自文字长度本身。

资本与现金的关系需要单独阅读。利润改善可能伴随应收、库存或项目投入增加；现金改善也可能来自回收旧账、压缩营运资本或延后支出。理解价值链、利润池和传导关系时，读者应同时核对利润表、资产负债表和现金流量表。

对于尚未披露的细分数据，研究只说明其缺口对结论的影响。没有可审计的来源，就不把推测包装成图表、比例或趋势线。这样保留空白，反而能让收费公路特许经营与区域综合交通运营下一次披露的新增信息发挥真正的区分作用。

交通运输部披露，2026年一季度营业性货运量131.9亿吨，同比增长4.1%；跨区域人员流动量177.7亿人次，同比增长2.2%。全国数据不能替代具体路段车流。

对本产业而言，供给、需求、成本和资本约束通过交通需求经路段车流、收费规则和成本传导为通行费收入；资本开支、特许经营资产和融资约束再决定可留存现金。共同作用。单一宏观统计与公司经营口径不同，不能用来填补缺少的细分价格、库存或利用率序列。

当公开资料没有同口径时间序列时，报告只呈现已验证的结构关系和下一步需要核验的指标，不绘制补线或平滑趋势。

收费公路特许经营与区域综合交通运营的这一判断不把单一财务期当作趋势。收入、利润、现金、库存或应收项目可能在不同时间确认；只有把供需、成本、统计口径和缺口放回业务链条，才能判断变化是暂时错位，还是经营质量真的改变。公开资料没有覆盖的环节，会在后续披露中继续核验。

研究把事实、条件和判断分开。已经披露的数字说明公司或产业此刻处于什么位置；条件性判断说明哪些变量可能影响下一阶段；结论只在两者能建立清晰传导关系时形成。这样做不是弱化观点，而是让观点能够被下一次披露推翻或加强。

读者可以用三个问题复核收费公路特许经营与区域综合交通运营：驱动因素有没有落到经营指标，经营指标有没有转成现金，现金变化能否覆盖资本与周转需要。若其中任一环节与预期相反，就不应只用收入规模或行业叙事维持原有看法。

对供需、成本、统计口径和缺口的判断还需要看口径是否连续。合并范围、会计确认、产品或资产分类发生变化时，表面同比可能不能直接比较。报告因此会标明已经披露的调整，并把无法统一的口径留在限制项中，而不是计算一个看似精确的平均值。

时间顺序同样重要。先发生的经营事实可以解释后续利润和现金，后发生的公告不能倒过来证明之前已经兑现。收费公路特许经营与区域综合交通运营的读者应把披露日期、会计期和观察期分开，避免把最近消息误读为最新经营结果。

风险不是在正文末尾附加的一段话。围绕供需、成本、统计口径和缺口的风险通常会先出现在量、价、成本、周转或资本开支之中；研究把它们写进传导链，目的是让读者知道风险会怎样进入利润表和现金流量表。

当行业资料与公司资料指向不同方向时，收费公路特许经营与区域综合交通运营不会把两者抵消为中间数。宏观指标可以提供环境线索，公司披露回答真实暴露；两者发生冲突时，报告保留冲突，并指出下一次可以解开冲突的经营数据。

本节也不把市场价格当成验证依据。价格可以反映某个时点的交易结果，却不能替代供需、成本、统计口径和缺口的业务数据。研究观点需要由公司和产业事实重签，不能由行情变化或行情变化自动改写。

若后续数据支持相反解释，收费公路特许经营与区域综合交通运营的结论应当改变，而不是寻找更长的叙述来维持原判断。可复核性来自明确的条件、下一次检查窗口和来源边界，而不是来自文字长度本身。

资本与现金的关系需要单独阅读。利润改善可能伴随应收、库存或项目投入增加；现金改善也可能来自回收旧账、压缩营运资本或延后支出。理解供需、成本、统计口径和缺口时，读者应同时核对利润表、资产负债表和现金流量表。

|          |                                                           |
|----------|-----------------------------------------------------------|
| 图表说明     | 供给、需求与成本                                                  |
| 读者结论     | 图表帮助定位传导关系和下一步核验，不构成交易信号。                                 |
| 可核验的外部资料 | 交通运输部披露，2026年一季度营业性货运量131.9亿吨，同比增长4.1%；跨区域人员流动量177.7亿人次，同 |

## 价值链、利润池与周期

收费公路特许经营与区域综合交通运营并非单一周期。不同节点面对的客户结构、资产周期、政策约束、技术门槛和资金需求不同，竞争会首先表现为实现价、成本、份额、周转或资本回报的变化。

本产业的主要观察变量为车流与通行费收入、建造服务与项目进度、经营现金、资本开支与融资。它们需要经过公司真实暴露和经营指标的双重确认，才可以进入个别公司的判断。

产业向上或向下都不自动等同于所有参与者的结果。研究将把阶段变化、竞争位置和现金回收放在一起，避免用宽泛景气叙述覆盖具体经营差异。

收费公路特许经营与区域综合交通运营的这一判断不把单一财务期当作趋势。收入、利润、现金、库存或应收项目可能在不同时间确认；只有把周期、竞争位置和转向条件放回业务链条，才能判断变化是暂时错位，还是经营质量真的改变。公开资料没有覆盖的环节，会在后续披露中继续核验。

研究把事实、条件和判断分开。已经披露的数字说明公司或产业此刻处于什么位置；条件性判断说明哪些变量可能影响下一阶段；结论只在两者能建立清晰传导关系时形成。这样做不是弱化观点，而是让观点能够被下一次披露推翻或加强。

读者可以用三个问题复核收费公路特许经营与区域综合交通运营：驱动因素有没有落到经营指标，经营指标有没有转成现金，现金变化能否覆盖资本与周转需要。若其中任一环节与预期相反，就不应只用收入规模或行业叙事维持原有看法。

对周期、竞争位置和转向条件的判断还需要看口径是否连续。合并范围、会计确认、产品或资产分类发生变化时，表面同比可能不能直接比较。报告因此会标明已经披露的调整，并把无法统一的口径留在限制项中，而不是计算一个看似精确的平均值。

时间顺序同样重要。先发生的经营事实可以解释后续利润和现金，后发生的公告不能倒过来证明之前已经兑现。收费公路特许经营与区域综合交通运营的读者应把披露日期、会计期和观察期分开，避免把最近消息误读为最新经营结果。

风险不是在正文末尾附加的一段话。围绕周期、竞争位置和转向条件的风险通常会先出现在量、价、成本、周转或资本开支之中；研究把它们写进传导链，目的是让读者知道风险会怎样进入利润表和现金流量表。

当行业资料与公司资料指向不同方向时，收费公路特许经营与区域综合交通运营不会把两者抵消为中间数。宏观指标可以提供环境线索，公司披露回答真实暴露；两者发生冲突时，报告保留冲突，并指出下一次可以解开冲突的经营数据。

本节也不把市场价格当成验证依据。价格可以反映某个时点的交易结果，却不能替代周期、竞争位置和转向条件的业务数据。研究观点需要由公司和产业事实重签，不能由行情变化或行情变化自动改写。

若后续数据支持相反解释，收费公路特许经营与区域综合交通运营的结论应当改变，而不是寻找更长的叙述来维持原判断。可复核性来自明确的条件、下一次检查窗口和来源边界，而不是来自文字长度本身。

资本与现金的关系需要单独阅读。利润改善可能伴随应收、库存或项目投入增加；现金改善也可能来自回收旧账、压缩营运资本或延后支出。理解周期、竞争位置和转向条件时，读者应同时核对利润表、资产负债表和现金流量表。

|         |                                 |
|---------|---------------------------------|
| 图表说明    | 周期与竞争                           |
| 读者结论    | 图表帮助定位传导关系和下一步核验，不构成交易信号。       |
| 影响利润的变量 | 车流与通行费收入、建造服务与项目进度、经营现金、资本开支与融资 |

## 风险、转向与三期限展望

我们对收费公路特许经营与区域综合交通运营未来12个月的研究观点为中性。产业具备明确的需求或资源基础，但车流与通行费收入、建造服务与项目进度使利润与现金改善不具自动性。

最强反方是：改扩建完成和路网效应释放可能让收费业务的利润弹性快于目前报表所见。。产业层面的反方只有在能够改变实际量、价、成本、资本或现金时，才会改变本研究的判断。

需要转向更谨慎的情形是：车流或收费收入走弱、项目投资持续吞噬现金，或建造服务放大收入而不能改善可持续利润。。判断改变依赖连续公开数据，而不是价格波动或单次行业新闻。

收费公路特许经营与区域综合交通运营的这一判断不把单一财务期当作趋势。收入、利润、现金、库存或应收项目可能在不同时间确认；只有把产业观点、反方与改变条件放回业务链条，才能判断变化是暂时错位，还是经营质量真的改变。公开资料没有覆盖的环节，会在后续披露中继续核验。

研究把事实、条件和判断分开。已经披露的数字说明公司或产业此刻处于什么位置；条件性判断说明哪些变量可能影响下一阶段；结论只在两者能建立清晰传导关系时形成。这样做不是弱化观点，而是让观点能够被下一次披露推翻或加强。

读者可以用三个问题复核收费公路特许经营与区域综合交通运营：驱动因素有没有落到经营指标，经营指标有没有转成现金，现金变化能否覆盖资本与周转需要。若其中任一环节与预期相反，就不应只用收入规模或行业叙事维持原有看法。

对产业观点、反方与改变条件的判断还需要看口径是否连续。合并范围、会计确认、产品或资产分类发生变化时，表面同比可能不能直接比较。报告因此会标明已经披露的调整，并把无法统一的口径留在限制项中，而不是计算一个看似精确的平均值。

时间顺序同样重要。先发生的经营事实可以解释后续利润和现金，后发生的公告不能倒过来证明之前已经兑现。收费公路特许经营与区域综合交通运营的读者应把披露日期、会计期和观察期分开，避免把最近消息误读为最新经营结果。

风险不是在正文末尾附加的一段话。围绕产业观点、反方与改变条件的风险通常会先出现在量、价、成本、周转或资本开支之中；研究把它们写进传导链，目的是让读者知道风险会怎样进入利润表和现金流量表。

当行业资料与公司资料指向不同方向时，收费公路特许经营与区域综合交通运营不会把两者抵消为中间数。宏观指标可以提供环境线索，公司披露回答真实暴露；两者发生冲突时，报告保留冲突，并指出下一次可以解开冲突的经营数据。

本节也不把市场价格当成验证依据。价格可以反映某个时点的交易结果，却不能替代产业观点、反方与改变条件的业务数据。研究观点需要由公司和产业事实重签，不能由行情变化或行情变化自动改写。

若后续数据支持相反解释，收费公路特许经营与区域综合交通运营的结论应当改变，而不是寻找更长的叙述来维持原判断。可复核性来自明确的条件、下一次检查窗口和来源边界，而不是来自文字长度本身。

资本与现金的关系需要单独阅读。利润改善可能伴随应收、库存或项目投入增加；现金改善也可能来自回收旧账、压缩营运资本或延后支出。理解产业观点、反方与改变条件时，读者应同时核对利润表、资产负债表和现金流量表。

未来3个月观察近端法定披露、行业主管部门数据和关键经营指标；它们应先回答车流与通行费收入是否出现方向性变化。

超过3个月至12个月，观察量、价、成本与现金是否能够穿过完整经营周期；若只能看到其中一项改善，产业观点不应被过早上调。

超过12个月至24个月，观察资产、产品、客户或资本结构能否提高可复制性。产业报告不替代公司报告，任何公司都需要独立证明其暴露和传导。

收费公路特许经营与区域综合交通运营的这一判断不把单一财务期当作趋势。收入、利润、现金、库存或应收项目可能在不同时间确认；只有把三期限和产业—公司边界放回业务链条，才能判断变化是暂时错位，还是经营质量真的改变。公开资料没有覆盖的环节，会在后续披露中继续核验。

研究把事实、条件和判断分开。已经披露的数字说明公司或产业此刻处于什么位置；条件性判断说明哪些变量可能影响下一阶段；结论只在两者能建立清晰传导关系时形成。这样做不是弱化观点，而是让观点能够被下一次披露推翻或加强。

读者可以用三个问题复核收费公路特许经营与区域综合交通运营：驱动因素有没有落到经营指标，经营指标有没有转成现金，现金变化能否覆盖资本与周转需要。若其中任一环节与预期相反，就不应只用收入规模或行业叙事维持原有看法。

对三期限和产业—公司边界的判断还需要看口径是否连续。合并范围、会计确认、产品或资产分类发生变化时，表面同比可能不能直接比较。报告因此会标明已经披露的调整，并把无法统一的口径留在限制项中，而不是计算一个看似精确的平均值。

时间顺序同样重要。先发生的经营事实可以解释后续利润和现金，后发生的公告不能倒过来证明之前已经兑现。收费公路特许经营与区域综合交通运营的读者应把披露日期、会计期和观察期分开，避免把最近消息误读为最新经营结果。

风险不是在正文末尾附加的一段话。围绕三期限和产业—公司边界的风险通常会先出现在量、价、成本、周转或资本开支之中；研究把它们写进传导链，目的是让读者知道风险会怎样进入利润表和现金流量表。

当行业资料与公司资料指向不同方向时，收费公路特许经营与区域综合交通运营不会把两者抵消为中间数。宏观指标可以提供环境线索，公司披露回答真实暴露；两者发生冲突时，报告保留冲突，并指出下一次可以解开冲突的经营数据。

本节也不把市场价格当成验证依据。价格可以反映某个时点的交易结果，却不能替代三期限和产业—公司边界的业务数据。研究观点需要由公司和产业事实重签，不能由行情变化或行情变化自动改写。

若后续数据支持相反解释，收费公路特许经营与区域综合交通运营的结论应当改变，而不是寻找更长的叙述来维持原判断。可复核性来自明确的条件、下一次检查窗口和来源边界，而不是来自文字长度本身。

资本与现金的关系需要单独阅读。利润改善可能伴随应收、库存或项目投入增加；现金改善也可能来自回收旧账、压缩营运资本或延后支出。理解三期限和产业—公司边界时，读者应同时核对利润表、资产负债表和现金流量表。

对于尚未披露的细分数据，研究只说明其缺口对结论的影响。没有可审计的来源，就不把推测包装成图表、比例或趋势线。这样保留空白，反而能让收费公路特许经营与区域综合交通运营下一次披露的新增

信息发挥真正的区分作用。

|      |                                 |
|------|---------------------------------|
| 图表说明 | 未来核验路线                          |
| 读者结论 | 图表帮助定位传导关系和下一步核验，不构成交易信号。       |
| 复核规则 | 当路产收费期限、车流结构、特许经营权或重大项目进度变化时复核。 |

# 三个观察期限

## 未来3个月（2026-07-24至2026-10-24）

我们对收费公路特许经营与区域综合交通运营未来3个月的想法为中性，重点不是价格波动，而是近端披露能否核对车流与通行费收入与建造服务与项目进度。

改变看法：车流与通行费收入与建造服务与项目进度在后续正式披露中共同改善。；车流或收费收入走弱、项目投资持续吞噬现金，或建造服务放大收入而不能改善可持续利润。

下一次检查：下一次法定披露或主管部门数据窗口

## 3-12个月（2026-10-25至2027-07-24）

我们对收费公路特许经营与区域综合交通运营超过3个月至12个月的想法为中性，需要观察车流与通行费收入、建造服务与项目进度和现金是否穿过完整经营周期。

改变看法：车流与通行费收入与建造服务与项目进度在后续正式披露中共同改善。；车流或收费收入走弱、项目投资持续吞噬现金，或建造服务放大收入而不能改善可持续利润。

下一次检查：完整财务期与年度经营数据窗口

## 1-2年（2027-07-25至2028-07-24）

我们对收费公路特许经营与区域综合交通运营超过12个月至24个月的想法为中性，关键是经营现金、资本开支与融资能否形成可复制的经营与现金回报。

改变看法：车流与通行费收入与建造服务与项目进度在后续正式披露中共同改善。；车流或收费收入走弱、项目投资持续吞噬现金，或建造服务放大收入而不能改善可持续利润。

下一次检查：年度报告与项目、资产或产品结构复核窗口

# 来源说明

本报告基于公司定期报告、重大公告、交易所与独立行情及主管部门公开资料编制。来源名称、日期、口径和限制请与正文一起阅读。

本内容仅供信息参考，不构成任何投资建议。投资有风险，入市需谨慎。