

楚天高速：收入被项目放大，路桥现金才是底盘

独立研究意见 | 研究截止2026年7月27日

我们怎么看

楚天高速具备可识别的业务基础，但现有公开资料尚未让车流与通行费收入、建造服务与项目进度形成无条件改善的共同证据。

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。

商业基础、经营与现金

公司以收费公路特许经营和运营为基础，同时涉及建造服务和相关交通业务。

2025年车辆通行费收入23.80亿元，占营业收入36.20%；它比建造服务收入更接近成熟运营现金的观察对象。

本次研究关注的是：收费业务的利润与现金能否在项目建设、改扩建和资本投入的扰动中保持可验证的改善？要回答它，需要把资产、产品或服务的真实暴露，与可披露的收入、利润和现金联系起来。

楚天高速的商业基础要从真实资产和客户关系看。公司以收费公路特许经营和运营为基础，同时涉及建造服务和相关交通业务。这决定了收入并非来自单一价格变量，利润也会受到产品结构、周转速度和资本占用的共同影响。

2025年车辆通行费收入23.80亿元，占营业收入36.20%；它比建造服务收入更接近成熟运营现金的观察对象。这组经营底盘提供了规模或客户覆盖，但规模本身不是结论。真正值得跟踪的是车流与通行费收入，因为它最先反映现有资产能否维持效率。

建造服务与项目进度决定收入质量，经营现金、资本开支与融资则把经营结果落到现金。三者分开看，容易高估某一项增长；放在一起，才能识别增长究竟来自需求、价格、确认时点还是资金占用。

我们把研究问题收窄到“收费业务的利润与现金能否在项目建设、改扩建和资本投入的扰动中保持可验证的改善？”。这个问题比宽泛的行业故事更有用：后续披露只要回答其中一两个环节，就能让现有观点变得更强或更弱。

2025年车辆通行费收入23.80亿元，占营业收入36.20%；它比建造服务收入更接近成熟运营现金的观察对象。这条事实说明公司已有可识别的经营基础。它还不能单独证明未来回报，但可以解释为什么车流与通行费收入值得放在研究的第一层，而不是从股价或行业热词开始。

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。从业务端看，收入只是中间结果。建造服务与项目进度决定收入的质量，经营现金、资本开支与融资决定这份质量有没有变成可支配现金。

公司质量的判断因此不会只看规模。我们同时检查资产或客户基础、经营效率和现金回收，任何一项长期掉队，都会降低这套商业模式的可信度。

沿着业务链往下看，楚天高速首先要证明车流与通行费收入没有削弱现有经营基础；随后是建造服务与项目进度能否改善单位收入或毛利；最后才轮到经营现金、资本开支与融资确认资金真正回到公司。这个顺序决定了研究不会被某一个亮眼数字带偏。

公司以收费公路特许经营和运营为基础，同时涉及建造服务和相关交通业务。业务跨度越长，内部抵消越值得警惕。某个环节扩张，可能同时推高采购、库存、应收或建设支出；合并收入增加，不一定代表所有环节都在创造价值。

2025年车辆通行费收入23.80亿元，占营业收入36.20%；它比建造服务收入更接近成熟运营现金的观察对象。现有基础的意义在于提供经营选择，而不是保证结果。规模、资源、路产、客户或机组只有被有效利用，才能体现为利润率和现金回报。

商业质量还要经受低景气期检验。若外部条件转弱时，公司仍能保持车流与通行费收入并控制经营现金、资本开支与融资，这套模式才有更高可信度；反之，规模可能只是放大波动。

本报告没有把业务分部硬凑成统一结论。各环节的收入确认、资本强度和回款周期不同，后续会优先核对真正决定股东回报的那一段。

把这套生意拆开后，楚天高速的优势和约束都更具体。车流与通行费收入决定现有经营基础是否稳固，建造服务与项目进度决定收入增长有没有足够质量，经营现金、资本开支与融资决定利润能否留下。三者的改善顺序可能不同，但长期不能持续背离：业务基础没有转成收入质量，说明竞争或执行出了问题；利润长期没有转成现金，则要重新估计周转与资本负担。

把经营基础和最新报表放在一起，楚天高速的核心矛盾就落在车流与通行费收入、建造服务与项目进度与经营现金、资本开支与融资之间。2025年车辆通行费收入23.80亿元，占营业收入36.20%；它比建造服务收入更接近成熟运营现金的观察对象。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。前者说明公司靠什么经营，后者说明这些条件在最近完整年度留下了什么结果。若规模或资源优势只推高收入，却没有改善利润与现金，商业质量就需要打折；若利润和现金能够在不同财务期相互印证，现有基础才更可能转成可持续回报。后续每次复核都回到“收费业务的利润与现金能否在项目建设、改扩建和资本投入的扰动中保持可验证的改善？”，而不是另起一套更宽泛的叙事。

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。

2026年第一季度营业收入10.57亿元、归母净利润2.39亿元、经营活动现金流4.21亿元；收入和净利润分别同比下降12.96%和13.53%，经营现金流同比增长8.76%。

公司年度经营计划提出2026年营业收入100亿元、归母净利润4.29亿元；这属于管理层经营目标，不等同于研究预测。

季度数据可能受季节性影响，业绩预告或快报也要等待正式报告补齐报表。现阶段先记录收入、利润和现金是否同向，以及差异出现在哪个环节。

年度与一季度出现了不同组合。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。到了下一财务期，2026年第一季度营业收入10.57亿元、归母净利润2.39亿元、经营活动现金流4.21亿元；收入和净利润分别同比下降12.96%和13.53%，经营现金流同比增长8.76%。方向差异本身就是需要解释的经营信息。

利润和经营现金不能互相替代。利润回答当期确认了多少收益，现金回答这些收益是否已经回收，或是否被库存、应收和项目投入占用。对楚天高速而言，经营现金、资本开支与融资是检验报表质量的直接入口。

公司年度经营计划提出2026年营业收入100亿元、归母净利润4.29亿元；这属于管理层经营目标，不等同于研究预测。这项信息比季度数据更新，但证据层级不同。正式报告出来前，它只能提示变化方向，不能替代完整报表中的利润结构、资产负债和现金流。

目前最重要的不是挑出一个增速讲故事，而是解释收入、利润与现金为何不同步。若车流与通行费收入改善而建造服务与项目进度或经营现金、资本开支与融资没有跟上，经营修复仍不完整。

把2025年与2026年第一季度放在一起，能看到楚天高速的经营变量并未同步移动。年度累计数反映上一完整周期，单季数据反映较近变化，两者需要衔接，不能相互覆盖。

车流与通行费收入若改善，通常先进入收入或毛利；建造服务与项目进度决定改善是否扩散；经营现金、资本开支与融资则常常更晚确认。这一时间差正是下一份正式报告需要解释的地方。

最新披露提供了新的方向线索，但正式半年报仍要补齐分部、费用、资产负债和现金流。只有这些项目相互吻合，预告或快报中的变化才算完整兑现。

从年度到一季度，楚天高速最值得追问的是变化来自基数、业务结构还是经营效率。答案要落在车流与通行费收入与建造服务与项目进度，不能只凭总收入增减判断。

经营现金流的方向需要结合业务特征解释。预收、库存出售、应收回款、燃料采购或项目结算都可能改变单季现金；一次改善不能直接外推，持续背离也不能忽略。

利润增速高于收入时，要检查毛利、费用、投资收益和非经常项目；利润落后于收入时，则要寻找成本、产品结构或资产利用的变化。当前披露给出结果，还没有补齐所有原因。

公司年度经营计划提出2026年营业收入100亿元、归母净利润4.29亿元；这属于管理层经营目标，不等同于研究预测。正式报告将决定这条信息能否进入更深的判断。届时重点不是确认一个总数，而是核对分部贡献、现金回收和资产负债变化是否支持同一解释。

若下一期收入、利润和现金仍各走各的，楚天高速的证据充分度不会因为数据更多而自动提高。数据之间能否互相解释，比数量本身更重要。

财务变化还要回到经营动作。车流与通行费收入、建造服务与项目进度通常通过销量、价格、项目或资产利用进入利润表，经营现金、资本开支与融资则会受到结算、库存、应收和资本投入影响。下一份报告若只披露总收入和总利润，我们仍需寻找分部、毛利、费用与现金的对应关系；对应关系缺失时，只能确认结果发生，不能确认结果为何发生或能否延续。

现有时间线由2025年年报、2026年第一季度和最新披露组成。对楚天高速，三者分别回答完整年度基础、近端变化和下一阶段线索，证据强度并不相同。后续正式报告要把车流与通行费收入、建造服务与项目进度与经营现金、资本开支与融资放回同一会计期，才能判断最新线索是延续、反转还是单纯的确认时点差异。

图表说明	经营结果与现金
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。
2025年经营事实	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。

产业传导与证据

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。

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。

对楚天高速而言，行业资料只能解释外部约束，不能替代公司自身数据。只有车流与通行费收入、建造服务与项目进度、经营现金、资本开支与融资能够同时被经营披露和现金数据支持，产业变化才可以进

入公司结论。

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。这条链上任何一处停顿，都可能让行业景气与公司利润脱节。

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。它提供外部背景，却不能替代楚天高速自己的经营数据。公司是否真正受益，仍要回到车流与通行费收入和建造服务与项目进度。

外部变量先改变投入成本、客户需求或资产利用，再进入收入和毛利，最后才影响现金。若只看到第一步，就把产业变化写进公司结论，容易把可能性误当成兑现。

楚天高速能主动调整的是产品、交付、成本和资本安排，不能独自决定的是行业价格、天气、宏观需求或监管节奏。我们会分别看这两类变量，避免把管理能力和外部顺风混为一谈。

产业传导对楚天高速不是一句“行业受益”。外部变化必须先碰到公司的真实业务，再通过车流与通行费收入和建造服务与项目进度进入报表，最后由经营现金、资本开支与融资确认。

如果宏观总量改善而公司数据没有响应，可能是业务暴露不同、竞争位置变化或传导尚未发生。反过来，公司也可能凭借自身资产和效率跑赢宽口径行业。

下一轮核验会优先找公司与产业之间的同方向证据。若两边长期背离，就要重查行业边界或公司的真实暴露，而不是把差异解释成暂时噪声。

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。宽口径数据只能说明环境的一部分。楚天高速面对的客户、地区、产品或资产组合更窄，实际传导速度可能明显不同。

产业影响进入公司至少经过三步：先改变车流与通行费收入，再作用于建造服务与项目进度，最后由经营现金、资本开支与融资确认。任何一步缺少证据，都只能保留为条件，不能写成已经兑现。

公司与产业数据短期背离并不罕见。可能是订单与收入存在时差，也可能是公司竞争位置不同；下一次分部和现金披露将帮助区分这两种解释。

同样需要防止把公司个例反推成整个产业。楚天高速的经营结果可以检验其自身暴露，却不能替代同行、主管部门或统计口径下的产业证据。

如果产业环境转弱而楚天高速的车流与通行费收入、建造服务与项目进度仍改善，说明企业自身能力可能更强；若产业向好而公司没有响应，则要检查执行、成本或资产负担。

外部环境对楚天高速的影响不是线性的。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。公司可能凭借自身资源、客户或运营效率减弱冲击，也可能因为业务结构和资本负担承受更大波动。最有信息量的证据不是宏观数据本身，而是宏观变化之后，车流与通行费收入、建造服务与项目进度和经营现金、资本开支与融资在公司报表中留下了什么差异。

图表说明	近端经营变化
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。

2026年一季度	2026年第一季度营业收入10.57亿元、归母净利润2.39亿元、经营活动现金流4.21亿元；收入和净利润分别同比下降12.96%和13.53%，经营现金流同比增长8.76%。
----------	--

市场预期与条件价值

本研究把600035在2026-07-24的完整收盘价3.44元作为可复算的市场参考。它不是交易信号，也不会自动改变公司质量、产业判断或本报告的观点方向。

更有意义的市场问题是：收费业务的利润与现金能否在项目建设、改扩建和资本投入的扰动中保持可验证的改善？市场可以先对一项公告或价格变化作出反应，但收入、利润、现金与项目执行是否兑现，仍要等待后续披露。

本报告不使用盘中数据、均线、形态、资金流或传统技术指标。估值分布、概率和单一风险收益比也没有在当前证据下计算，因此不会用醒目单点数值替代条件分析。

600035在2026-07-24的完整收盘价为3.44元。这个数字只提供读者进入报告时的价格位置；当前证据不足以计算价值分布、概率或单一风险收益比。

价格可以先交易公告，经营结果却有自己的确认周期。收费业务的利润与现金能否在项目建设、改扩建和资本投入的扰动中保持可验证的改善？仍要靠后续财务和业务披露回答，短期涨跌不能替代这一步。

当前市场真正等待的是车流与通行费收入和建造服务与项目进度能否同时兑现，并由经营现金、资本开支与融资确认。只出现其中一项，往往不足以区分一次性确认与可持续改善。

本报告没有使用盘中行情、均线、形态或资金流指标。原因很简单：这些信息不能回答公司的收入、利润和现金是否发生了可核验变化。

在没有可复算价值区间时，3.44元不能被包装成便宜或昂贵。它只告诉读者市场在2026-07-24给出的成交结果。

要进一步讨论价值，至少需要更完整的盈利输入、资本需求和证伪边界。当前报告没有用未经核验的假设补齐这些缺口。

因此这一章只列市场正在等待的经营答案：车流与通行费收入、建造服务与项目进度和经营现金、资本开支与融资。它们一旦变化，研究会重新签发，而不是由行情自动改写。

市场参考价只有一个时点，经营判断覆盖多个财务期。两者放在同一页，是为了让读者知道研究发生在什么价格背景下，不是把收盘价写成结论。

楚天高速当前没有足够输入支持情景概率和风险收益计算。缺少的不是一个倍数，而是对盈利持续性、资本需求和证伪幅度的可核验依据。

若未来补做价值复核，车流与通行费收入将影响盈利基础，建造服务与项目进度影响利润质量，经营现金、资本开支与融资决定现金折价。只有三者口径一致，价值讨论才有可复算基础。

短期价格可能对公司年度经营计划提出2026年营业收入100亿元、归母净利润4.29亿元；这属于管理层经营目标，不等同于研究预测。作出反应，但公告到经营兑现之间仍有距离。正式报告必须回答这段距离由什么填上。

在此之前，市场部分保持克制：记录2026-07-24收盘价，说明数据边界，把判断留给经营事实。这比用未经验证的倍数给出精确答案更可靠。

市场部分需要回答的是经营要求，而不是给收盘价找理由。以3.44元为参考，读者可以把后续披露与当前判断对照：车流与通行费收入若弱于预期，盈利基础会受压；建造服务与项目进度若改善，利润质量可能提高；经营现金、资本开支与融资若持续落后，现金折价仍需保留。没有完整模型前，这些只能作为复核条件，不能换算成目标价。

图表说明	产业到公司的传导
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。
经营传导	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。

反方、证伪与三期限展望

我们目前的总体研究观点为中性。楚天高速具备可识别的业务基础，但现有公开资料尚未让车流与通行费收入、建造服务与项目进度形成无条件改善的共同证据。

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。这不是附带的风险提示，而是足以改变结论的一条竞争性解释。

更负面的变化是：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。若发生，当前观点必须重新签发；若反方条件得到连续事实支持，观点也应相应上修。

现阶段的总体方向为中性。楚天高速具备可识别的业务基础，但现有公开资料尚未让车流与通行费收入、建造服务与项目进度形成无条件改善的共同证据。这个判断有边界，不是把所有风险压成一个标签。

最有力的反方是：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。如果后续正式披露支持这条解释，现有判断需要上调，而不是继续等待更多同方向文字。

向下的改变条件同样明确：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。它会先影响车流与通行费收入或建造服务与项目进度，随后反映在经营现金、资本开支与融资。

风险的先后次序很重要。业务变量先变化，利润和现金随后确认；因此我们更看重连续披露，而不是单次新闻或某一天的市场反应。

正面或中性的方向都不是评级。对楚天高速，方向表达的是现有事实更支持哪一种经营解释，不对应买入、卖出或持有。

反方与下行情形承担不同作用。反方说明当前判断可能低估了什么；下行情形说明哪些经营变化会直接破坏现有逻辑。

改变观点需要连续事实，而不是把门槛设得无法触发。车流与通行费收入、建造服务与项目进度和经营现金、资本开支与融资会分别在业务、利润和现金层留下记录，便于下一次逐项核对。

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。这条反方之所以重要，是因为它能用同一组公开事实解释出更积极的结果。研究不能只列风险，也要承认当前判断可能低估的路径

。

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。这条下行情形会破坏现有逻辑。它不是笼统的“行业不及预期”，而是能够通过车流与通行费收入、建造服务与项目进度或经营现金、资本开支与融资被观察到。

总体方向保留了两条竞争性解释：一条认为现有基础足以支撑改善，另一条认为利润与现金仍缺少共同证据。后续数据会决定哪一条获得更大权重。

如果反方兑现，观点可以上调；如果下行条件出现，观点必须下调。两种变化都需要重新核对事实、来源和口径，不能在旧报告上静默改字。

当前没有把不确定性写成模糊中立。我们明确指出相信什么、暂不相信什么，也列出足以改变看法的经营条件。

反方和下行条件让观点保持可证伪。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。说明当前判断可能低估的修复路径；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。则说明何种经营变化会破坏现有逻辑。两条路径都能通过车流与通行费收入、建造服务与项目进度和经营现金、资本开支与融资核验，因此后续更新不必依赖模糊措辞，也不会因为总体方向已经给出就忽略相反证据。

三个期限分别检验变化是否开始、能否走完一个经营周期，以及回报能否复制。近期先看车流与通行费收入与建造服务与项目进度，中期要求经营现金、资本开支与融资与利润相互印证；改变条件一旦出现，不会等到期限结束才更新判断。

近端窗口回答“变化是否开始”，中期窗口回答“变化能否走完一个经营周期”，1至2年窗口回答“回报是否可复制”。三个问题不同，所以不能把同一段话换个日期重复三次。

如果车流与通行费收入率先改善而经营现金、资本开支与融资仍弱，短期可以记录进展，中期观点仍需克制。若现金随后跟上，才说明经营改善穿过了周转和投入。

若建造服务与项目进度或经营现金、资本开支与融资朝相反方向发展，复核不会等到两年期结束。触发条件出现时，报告应当提前更新并说明观点为何改变。

近期复核先看披露能否解释车流与通行费收入与建造服务与项目进度。即使总利润符合预期，分部或现金不支持，也不能把近端结果视为完整改善。

中期复核会把季度时点拉长到完整周期。季节性、项目确认或一次周转释放在更长窗口内会逐渐消退，留下的才更接近持续经营能力。

1至2年关注经营现金、资本开支与融资，因为资本和周转最终决定增长能否留给股东。业务规模扩张却持续消耗现金，长期判断就要重新估计。

三段展望允许方向不同步。近期可能等待证据，中期可能看到改善，长期仍要受资产和资本约束；报告不会为了整齐把它们写成同一句话。

下一次更新将保留这条时间线：先记录新事实，再重算其对总体观点、三个期限和改变条件的影响。没有新增证据时，不用行情或叙事补足。

复核的终点不是凑齐更多资料，而是看证据链是否闭合。近期披露确认车流与通行费收入和建造服务与项目进度，中期观察利润与经营现金、资本开支与融资能否跨周期配合，1至2年再判断资产、客户、产

品或项目是否具有复制性。任何阶段触发改变条件，都可以提前更新；未触发时则保留原判断，不用短期行情制造新的研究语义。

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。
主要观察变量	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

三个观察期限

未来3个月（2026-07-27至2026-10-27）

下一份报告要把通行费收入和建造服务收入分开看，并核对车流变化、项目进度与经营现金是否匹配。

改变看法：车流与通行费收入与建造服务与项目进度在下次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：下次法定披露或主管部门数据窗口

3-12个月（2026-10-28至2027-07-27）

三至十二个月重点看成熟路产现金能否覆盖养护、改扩建和融资需求，避免项目收入掩盖路桥主业的真实变化。

改变看法：车流与通行费收入、建造服务与项目进度与经营现金、资本开支与融资跨完整财务期同向改善；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（2027-07-28至2028-07-27）

一至两年看路产剩余期限、改扩建投入和融资安排能否维持可分配现金；一次项目确认不能代替长期路产回报。

改变看法：经营现金、资本开支与融资连续两个年度改善，并能覆盖相应资本与周转需求；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。