

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

楚天高速的核心仍是收费公路现金。2025年收入被建造服务放大，但利润下降；一季度收入和利润回落，经营现金反而增长，说明必须把运营收入与项目确认分开看。

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

上调条件：通行费收入和核心路段车流持续增长，运营利润改善，经营现金能够覆盖养护、改扩建和利息支出；下调条件：车流或收费收入走弱，改扩建投入继续上升，建造服务推高收入却没有带来更高运营利润和自由现金。

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。楚天高速的核心仍是收费公路现金。2025年收入被建造服务放大，但利润下降；一季度收入和利润回落，经营现金反而增长，说明必须把运营收入与项目确认分开看。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。

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。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。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。

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。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。

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。建造服务会提高收入规模，却不能等同于成熟路产回报。下一份报告要分别披露通行费、车流、建造服务和改扩建支出，才能解释利润与现金为何背离。

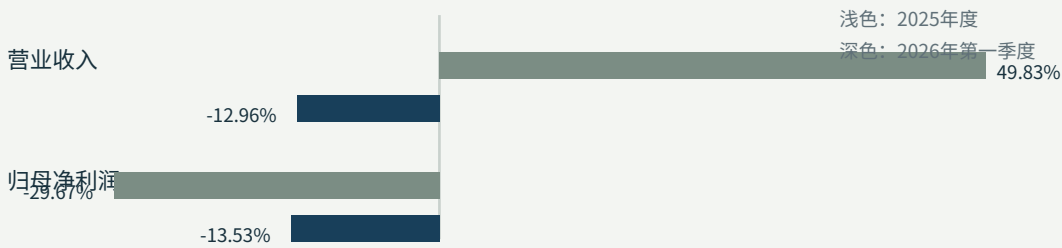
车流与通行费收入若改善，通常先进入收入或毛利；建造服务与项目进度决定改善是否扩散；经营现金、资本开支与融资则常常更晚确认。这一时间差正是下一份正式报告需要解释的地方。最新披露提供了新的方向线索，但正式半年报仍要补齐分部、费用、资产负债和现金流。只有这些项目相互吻合，预告或快报中的变化才算完整兑现。从年度到一季度，楚天高速最值得追问的是变化来自基数、业务结构还是经营效率。答案要落在车流与通行费收入与建造服务与项目进度，不能只凭总收入增减判断。经营现金流的方向需要结合业务特征解释。预收、库存出售、应收回款、燃料采购或项目结算都可能改变单季现金；一次改善不能直接外推，持续背离也不能忽略。

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。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。

楚天高速：年度与一季度经营变化

收入、利润和现金在两个披露期间是否同向？



期间：2025年度与2026年第一季度 | 单位：%

来源：年度报告、一季度报告

读者结论：建造服务会提高收入规模，却不能等同于成熟路产回报。下一份报告要分别披露通行费、车流、建造服务和改扩建支出，才能解释利润与现金为何背离。

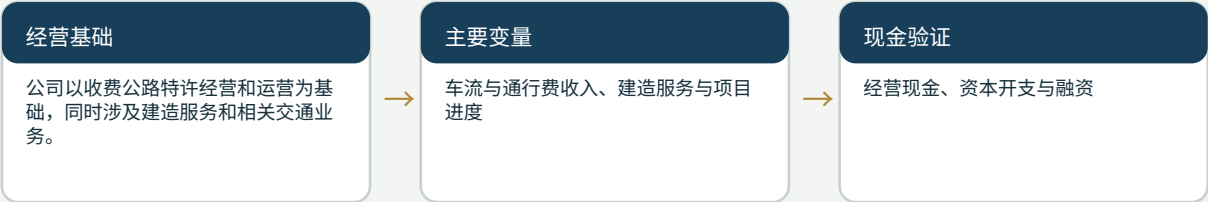
产业传导与证据

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。全国货运量和人员流动增长只能提供交通环境，具体路段车流才决定收费收入。车流经过收费规则和养护成本形成运营利润，改扩建与融资再决定有多少现金可以留下。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。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。

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。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。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。

楚天高速：经营结果怎样走到现金

哪些经营环节决定利润能否变成现金？



期间：当前研究周期 | 单位：经营关系

来源：一季度报告

读者结论：全国货运量和人员流动增长只能提供交通环境，具体路段车流才决定收费收入。车流经过收费规则和养护成本形成运营利润，改扩建与融资再决定有多少现金可以留下。

市场预期与条件价值

研究问题是：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？研究关注的是成熟路产现金能否覆盖养护和改扩建，而不是总收入能否达到经营计划。公司计划不是研究预测，当前收盘价也不替代对路产期限和资本开支的核对。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。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。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。

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。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。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。

楚天高速：三层证据怎样互相验证

年度基础、季度变化和最新披露是否支持同一解释？

年度基础	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。
季度变化	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%。
最新披露	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。

期间：2025年度；2026年第一季度；2026-07-01 | 单位：按原披露口径、公告或正式披露口径

来源：年度报告、一季度报告、最新重大披露

读者结论：建造服务会提高收入规模，却不能等同于成熟路产回报。下一份报告要分别披露通行费、车流、建造服务和改扩建支出，才能解释利润与现金为何背离。

反方、证伪与三期限展望

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。

上调条件：通行费收入和核心路段车流持续增长，运营利润改善，经营现金能够覆盖养护、改扩建和利息支出。

下调条件：车流或收费收入走弱，改扩建投入继续上升，建造服务推高收入却没有带来更高运营利润和自由现金。

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。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。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。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。

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。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。

楚天高速：观点在什么时间由什么证据复核

未来3个月、3至12个月和1至2年分别检查什么？

未来3个月

3至12个月

1至2年

通行费收入和核心路段车流持续增长，运营利润改善，经营现金能够覆盖养护、改扩建和利息支出。

通行费和核心路段车流稳定增长，成熟路产现金覆盖养护、改扩建和利息支出。

路产剩余期限、改扩建投入和融资安排能够维持稳定可分配现金。

期间：研究基准日起0至3个月；超过3个月至12个月；超过12个月至24个月 | 单位：验证窗口

来源：最新重大披露、产业与经营约束

读者结论：近期确认变化是否发生，中期检查利润与现金能否闭合，1至2年检验回报能否复制。

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：上调条件：通行费收入和核心路段车流持续增长，运营利润改善，经营现金能够覆盖养护、改扩建和利息支出；下调条件：车流或收费收入走弱，改扩建投入继续上升，建造服务推高收入却没有带来更高运营利润和自由现金。

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（2026-10-28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：上调条件：通行费和核心路段车流稳定增长，成熟路产现金覆盖养护、改扩建和利息支出；下调条件：建造服务继续放大收入，通行费和运营利润没有改善，改扩建占用更多现金。

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：上调条件：路产剩余期限、改扩建投入和融资安排能够维持稳定可分配现金；下调条件：收费期限或车流基础弱化，资本开支和融资成本持续侵蚀成熟路产回报。

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。