

山东路桥财报透视：营收在收缩 订单越来越像“融资题”

中经记者 颜世龙 卢志坤 北京报道

在基建行业深度调整之下，山东高速公路集团股份有限公司（以下简称“山东路桥”，000498.SZ）于近日交出了一份并不轻松的2025年答卷。

《中国经营报》记者注意到，山东路桥2025年实现营业总收入约（四舍五入，下同）685.68亿元，同比

下降3.90%；归母净利润22.27亿元，同比下降4.12%；扣非归母净利润20.84亿元，同比下降3.36%。但与此同时，公司经营现金流净额已经实现微弱转正，利润总额也实现增长。

表面看，这是降本增效和资金统筹已经初现成色，而往深处再看，这更像是当前建筑行业的一种集体写照——工程仍

在做，订单仍在拿，但企业却越来越难单凭施工赚钱，而不得不把融资能力、投资能力和资本运作能力，变成项目获取的前置条件。

事实上，“垫资”拿单早已是行业多年来的惯例，这一操作方式仍可归类为企业的债权，但如今行业为了拿到订单，却不得不化身“股东”，这已经解构了原

本外界理解的“甲方”与“乙方”的关系。在地方化债的当下，这是基建行业的新模式与创新，抑或另一种不确定性，需要时间给出答案。

山东路桥日前在回应记者采访时表示，公司融资渠道丰富、融资成本较低，资金保障能力强，负债率处于行业合理区间。

建筑公司更考验融资能力了？

谁能拿到更低成本的资金，谁能接受更长的回款周期，谁就更有可能拿到项目。

2023—2025年，公司经营产生的现金流量净额分别为-39.57亿元、-51.39亿元和2.57亿元；期间费用合计分别约为47.59亿元、45.82亿元和44.22亿元，呈持续下降趋势。

山东路桥在2025年年报中表示，公司苦练内功、强化管理，深入推进两个“1%工程”，依托集中采购等科学管理，促进降本增效，推动营业成本和期间费用分别同比下降5.18%和3.57%。公司坚持激励和约束并重，狠抓“两金”清收与压降，推动经营活动现金流净额由负转正。同时，公司注重技术攻关，研发投入强度（即占营业收入比例）3.11%，生产效率和智能建造水平不断提升。

但问题在于，这种改善更多是“缓冲压力”，并不能改变行业商业模式正在变化的事实。山东路桥近年来坚持在价值链上持续推进由传统施工承包商向工程投资建设服务商升级。而在供应链上，从主营业务的施工向新材料、新装备等延伸升级。

记者注意到，山东路桥在项目模式上也已经产生变化。据2025年年报数据，公司当年完工项目中，投资施工一体化项目（完工+未完工，下同）15个、金额156.16亿元，未完工项目为47

个、金额518.99亿元；完工的人股施工一体化项目2个、金额12.75亿元，未完工项目为15个、金额260.82亿元；已完工PPP项目2个、金额3.58亿元，未完工项目13个、金额141.57亿元。

而在2024年，投资施工一体化项目为60个、金额744.8亿元；入股施工一体化项目12个、金额207.84亿元；PPP项目13个、金额108.87亿元。项目获取越来越依赖“投资+施工”一体化，已是较为明显的趋势。

这意味着，建筑企业今天比拼的，已经不只是施工和技术能力，更是融资能力。谁能拿到更低成本的资金，谁能接受更长的回款周期，谁就更有可能拿到项目。

为此，山东路桥表示，近年来，公司资产负债率维持在同行业中游水平。公司为AAA主体信用评级企业，评级展望稳定，信誉良好、市场认可度高，具备畅通多元的融资渠道与较强的融资议价能力，为业务扩张和项目实施提供了稳定可靠的低成本资金支持。公司致力于不断优化融资结构，多笔公开市场融资创下区域及行业同期利率新低，公司实行资金集中管理、票据工具优化等精细化管理举措，综合融资成本为3.80%，长期处于行业最低区间。

传统接单、施工、拿钱的逻辑正在失灵

过去“多干活就多确认收入”的逻辑，如今越来越难转化成现金和利润。

把山东路桥近3年的财报放在一起看，趋势已经很清晰。

财报数据显示，2023—2025年，公司营业收入分别为730.24亿元、713.48亿元、685.68亿元，分别同比增长3.29%、下降2.29%和下降3.90%。同期，归母净利润分别为22.89亿元、23.22亿元、22.27亿元，分别同比下降15.15%、增长1.47%和下降4.12%；扣非归母净利润分别为20.17亿元、21.56亿元、20.84亿元，分别同比下降14.44%、增长6.90%和下降3.36%。

这意味着，山东路桥已经从前几年的规模扩张，转为收入连续收缩阶段。利润虽然没有出现大幅塌陷，但整体也处在低位波动

状态，增长弹性已经开始减弱。

从主营业务看，压力同样存在。2023—2025年，公司最大收入来源——路桥工程施工收入分别为638.54亿元、624.21亿元、616.62亿元；分别占营收的87.44%、87.49%、89.92%，占比趋势在不断扩大；收入分别同比增长7.78%、下降2.24%和下降1.22%。

第二大业务——养护工程施工收入分别为40.65亿元、49.97亿元、44.48亿元；占营收比重为6.12%、7.00%、6.49%；收入分别同比增长36.19%、增长11.80%和下降10.99%。

对于业绩承压的原因，山东路桥在年报中说得非常直接。其

2023年年报表示，在手项目建设期结算比例降低、工程计量结算周期拉长，导致合同资产和应收账款增加、减值准备增长；而在2024—2025年财报中则表示，受地方政府化债影响，部分项目实际开工不足，产值贡献和营业收入不及预期，导致利润总额和净利润下降。

换句话说，山东路桥认为，业绩不佳不是“没项目”，而是项目从开工到计量、从结算到回款的链条被拉长了。过去“多干活就多确认收入”的逻辑，如今越来越难转化成现金和利润。

而据记者获得的一份关于山东路桥会议纪要中提及，对于回

款问题，公司内部层面将清收清欠作为“一号工程”，领导班子包干包保并纳入考核，一线实施激励约束（清收不力影响奖金，清收得力给予高额激励），董事长、总经理亲自参与催收；在外部层面，山东省成立省级工作专班，定期摸排化债需求，推动解决长期拖欠款项的业主问题，政府重视程度显著提升。

山东路桥日前在回复记者采访时表示，公司高度重视清收清欠工作，坚持激励与约束并重，狠抓“两金”清收与压降，成立清收专班，实行领导班子包干责任制，在“控制增量、化解存量”上持续加力。

被吞噬的利润去了哪里？

收入可以确认，利润也可以做出来，但只要回款慢、结算拖、信用风险上升，利润就会被减值快速吃掉。

如果说利润表体现的是结果，那么资产负债表反映的就是压力来源。

2023—2025年，公司应收账款分别为160.46亿元、191.78亿元、233.61亿元，占当期营业收入的比重分别为21.97%、26.88%和34.07%；合同资产分别为550.86亿元、691.99亿元、770.14亿元，占营业收入的比重分别为75.44%、96.99%和112.32%。

若将应收账款和合同资产合并看，3年分别为711.32亿元、883.77亿元、1003.75亿元，占营业收入的比重分别高达97.41%、

123.87%和146.39%。这意味着，到2025年，公司沉淀在应收和合同资产中的资金，已经相当于当年营业收入的1.46倍。

已完工未结算余额同样在抬升。2024—2025年，公司已完工未结算余额分别为643.63亿元和805.09亿元，分别约占当年营业收入的90.21%和117.42%。这背后意味着大量工程已经干完，但没有顺利得到结算，更没有及时变成现金回流。

在这种情况下，减值自然会吞噬利润。据2025年年报数据，公司当年资产减值损失10.99亿元，

信用减值损失5.71亿元，合计16.70亿元；分别占利润总额的28.63%、14.87%。二者合计占利润的43.50%，约相当于当年归母净利润的74.99%。换句话说，山东路桥辛辛苦苦做出来的利润，有四成多被减值直接侵蚀，若以归母净利润口径看，甚至相当于被吞掉了七成多。

而这也是当前建筑类企业最典型的困境之一：收入可以确认，利润也可以做出来，但只要回款慢、结算拖、信用风险上升，利润就会被减值快速吃掉。

从客户结构看，这种压力并非

偶然。据其年报信息，公司应收账款账面余额中，政府机构、高速集团内关联方和其他国企客户合计占比接近九成。

山东路桥在受访时表示，为真实反映财务状况及经营成果，公司严格按照企业会计准则计提减值准备。计提减值情况根据工程结算比例变动，计提不代表对应资产实际发生损失。未来，公司将持续加强“双清”工作，做好合同资产的确权和应收款项的清收，获取订单优选优质客户，抓住市场经济好转机遇，进一步改善经营活动现金流质量。



山东路桥近日交出了一份并不轻松的2025年答卷。

视觉中国/图

燃油成本高企逼停国际支线航线 “五一”假期出国游还“香”吗？

中经记者 郭阳琛 石英婧 上海报道

5月1日起，春秋航空再次上调韩国出发航线的燃油附加费，这是该公司自中东地区冲突以来的第3次“涨价”。以济州到上海航线为例，最初免征燃油附加费，4月燃油附加费为150元，5月达287元，已接近翻倍。

《中国经营报》记者注意到，目前，“世界油阀”霍尔木兹海峡通行持续受阻，国际油价上涨明显。而单纯上调燃油附加费难以缓解成本压力，航空公司被迫

采取运力收缩策略。受此影响，“五一”假期众多国际航线迎来“停飞潮”，主要集中在东南亚与大西洋方向。

对此，中国航协相关负责人表示，2024—2025年，主要集中在东南亚地区部分小众旅游城市、低密度支线航线，以及大洋洲少数二线城市直飞的支线航线。这不是行业单方面缩减服务，更不是大规模停飞，而是当前国际航空市场环境下的，航空公司综合多方因素做出的运力调配，属于航空公司

市场化运营的调整，核心原因是航油供应紧张与市场需求不足。

不过，在多地“春假”带动下，2026年“五一”假期出境游需求增长明显。据航班管家统计，短程、高频、签证便利目的地仍主导出行决策，韩国、泰国、中国香港位居计划航班量前三，构成“五一”假期出境核心流向。在东南亚地区国家中，马来西亚、越南、新加坡保持稳定增长，其中，马来西亚计划增班101班次，同比增长28.5%。

国航协相关负责人表示，部分航司数据显示，近期取消的至东南亚、大西洋国际航班，订座率都不足三成。

除上述“重灾区”外，地缘政治冲突也直接波及到中东及欧洲地区部分航线。国泰航空方面宣布，往返迪拜及利雅得的客运航班将持续取消至6月30日，并同步削减了少量往返澳大利亚、南亚及南非地区的航班。

对此，国泰航空顾客及商务总裁刘凯诗表示，航空燃油价格自3月以来大幅上升，全球航空燃油均价已从2月底的99.40美元/桶升至4月上旬的197.83美元/桶。集团已采取调整燃油附加费等措施，但仍不足以缓解成本压力，因此对5月中旬至6月底约2%的国泰航空客运航班及6%的香港快运客运航班进行整合，计划6月后恢复全数定期航班，具体视中东局势及燃油价格走势而定。

燃油附加费持续上涨

近日，春秋航空再次发布通知，宣布上调韩国出发航线的燃油附加费，新规适用于订票日为5月1—31日的机票。其中，不足499英里的航线燃油附加费为42美元（约合人民币287元），500—1000英里的燃油附加费为58美元（约合人民币396元），1000—1500英里的燃油附加费为96美元（约合人民币656元）。

记者注意到，3月份，春秋航空曾两次上调韩国航线燃油费；国泰航空也接连两次上涨燃油附加费，价格达到此前的近3倍。目前，国泰航空短途航班（往返中国香港、日本、韩国及东南亚等地）由142港元上调至389港元，中程航班（往返中国香港及南亚次大陆）由264港元上

调至725港元，长途航班（往返中国香港及西南太平洋地区、北美、欧洲、中东和非洲）由569港元上调至1560港元。

一直以来，燃油成本是航司最大的成本开支所在。以国内航司为例，相关财报数据显示，2024年，中国国航、中国东航、南方航空的燃油成本分别达537.20亿元、454.99亿元、549.89亿元，占总成本的比例为33.96%—35.97%。

另据《中国民航行业2025年中期信用观察》信息，2022—2024年及2025年上半年，民航运输行业样本航司航油成本占营业成本的比例分别为29.29%、35.58%、34.72%和32.13%。中国民航大学航空经济与发展

研究所所长李晓津表示，2026年2—4月，航油总成本涨幅达35%—45%，航油占航司总成本比例达到55%—70%。而航司利润只占到总成本的3%左右，因此不得不上调票价及燃油附加费，消费者感知到的国际航线出行成本也在显著增加。

“根据中国民航大学航空经济与发展研究所测算，在当前环境下，燃油附加费通常只能覆盖60%—70%的航油成本上涨。”李晓津进一步表示，燃油附加费上调时，部分航司会适度下调裸机票价格，成本涨幅由消费者和航司共同承担。消费者承担了更高的票价和燃油附加费，航司则通过调整票价、优化运营等方式，自行消化一部分成本增支因素。

众多支线航线遭取消

受全球航空燃油价格飙升冲击，国内外航司被迫进入“自保模式”，对国际航线采取削减与停飞措施。就中国航司而言，东南亚与大西洋方向成为此次运力收缩的“重灾区”。

中国国航方面率先宣布，4月7日—6月30日，暂停成都天府往返吉隆坡的直飞航班；虽然未发布整体取消航班公告，但春秋航空、中国东航、南方航空等航司通过系统取消、客服告知、代理通知等方式，也削减了部分含“五一”假期飞往东南亚地区的航班。

作为低成本航空的代表，亚航长途及泰国亚洲航空也相继暂停了上海浦东往返曼谷廊曼、西安往返曼谷等航线。

记者梳理发现，多条中国至东南亚地区航线已取消全部航班，具体包括西安至普吉岛、重庆至普吉岛、烟台至曼谷、呼和浩特至曼谷、上海至斗湖、厦门

至万象、南京至达克茂以及鄂尔多斯至万象等。

大西洋方向的航线同样遭遇了严重的“停飞潮”。其中，中国东航取消了南京、武汉、杭州、济南往返悉尼的部分或全部班次，以及南京往返墨尔本航班；天津航空则全面取消了重庆、郑州往返悉尼航班。

上述中国航协相关负责人表示，目前，国际航油价格一直高位运行，国内航司在境外机场加油价格平均已超过1.1万元/吨，是过去的2倍多，个别机场加油价格已超过3万元/吨。“航油价格快速上涨造成航空公司成本激增，部分廉价航空公司低效航线难以维持常态化运行。同时，部分地区机场航油供应紧张，航司面临‘无油可加’的风险。”

“当前正处于东南亚、大西洋旅游出行淡季，部分支线、小众航线客座率持续偏低，远达不到航线盈亏平衡标准。”上述中

中小学“春假”带动出境游

多地中小学“春假”与2026年“五一”假期无缝衔接，创造出约10天的超长文旅消费“黄金周”，出境游需求也得以释放。

中国航协数据显示，“五一”假期，国际客运航班计划同比增长5.5%。国内至东南亚地区的核心干线，如飞往曼谷、新加坡、吉隆坡、金边等主要城市航班全部保持正常通航，基础班次稳定。在中澳航线方面，上海、广州、北京往返悉尼、墨尔本、布里斯班等主流航点的航班频次也没有大的变动。

航旅纵横数据显示，“五一”出境目的地集中在东南亚和欧洲地区。截至4月24日，“五一”假期国内前往东南亚地区的机票预订量同比增长超26%。其中，印度尼西亚、老挝、菲律宾、泰国、越南均同比增长超30%。中国航司国内城市前往

东南亚地区的计划航班量同比增幅超20%，相关航线运力能够满足旅客出行需求，欧洲市场同样表现强劲，国内城市前往欧洲的机票预订量同比增长约13%，中国航司计划航班量同比增长超17%。

据悉，中国航协正积极协调各会员航司，持续紧盯市场客流变化，推动调整航班、调换机型，全力保障旅客出行需求。

据中国东航相关负责人介绍，2026年“五一”假期，中国东航计划执行航班1.46万班，投放座位数达252.3万个，全力满足旅客假日出行需求。在国际航线方面，飞往喀山、布宜诺斯艾利斯、旧金山、马德里、马尔代夫、罗马、开罗、布达佩斯等地航线预订火热，客座率较高。

上述中国东航相关负责人进一

步表示，围绕“五一”假期客流变化，中国东航精准实施机型“小改大”，重点增投上海浦东至首尔、济州、曼谷、新加坡、马尔代夫等周边热门旅游市场，并对上海至香港、上海至澳门等地区航线增投宽体机。同时，近期新增及恢复了多条国际及地区航线，包括西安至维也纳、昆明至加尔各答、大连至南昌至新加坡、武汉至万象、成都天府至暹粒等。

“‘春假’有效拉长了出游时间，亲子游、研学游等家庭、学生出行需求全面释放，假日消费场景更加丰富多元。”航旅纵横行业发展部总经理赵楠分析称，“春假”也优化了今年“五一”假期出行结构，整体出行呈现规划前置、错峰分散、客流平缓的良好特征，出行舒适度与性价比都同步提升，预计行业运行更趋平稳有序。