隧道股份（600820）

证券研究报告
2025 年 04 月 26 日

Q4 扣非业绩整体稳健，高股息投资价值凸显

经营基本保持稳健，高股息仍具投资价值

公司 2024 年实现营业收入 688.2 亿，同比-7.28%，归母、扣非净利润为 28.4、26.1 亿，同比-3.5%、-3.8%，非经常性损益 2.33 亿；Q4 单季实现收入 259.3 亿，同比-5.1%，归母、扣非净利润为 13.4、13.1 亿，同比-7.5%、+1.3%，Q4 扣非业绩稳健增长主要系毛利率改善及费用同比减少。2024 年末公司拟派发现金分红 6.9 亿，加上中期分红累计实现现金分红 10.06 亿，分红比例 35.68%，对应股息率 5.25%。考虑到市场竞争日渐激烈，我们预计公司 25-27 年归母净利润为 31、33.7、37.1 亿（25、26 年前值预测为 33、37 亿），对应 PE 为 6.2、5.7、5.2 倍，我们认可给予公司 25 年 9 倍 PE，对应目标价 8.86 元，维持“买入”评级。

毛利率同比改善，多领域布局持续转型

分业务来看，2024 年公司施工业、设计服务、基础设施运营、机械加工、投资业务、数字信息业务分别实现收入 572、24、50、1.6、28、4 亿，同比-6.7%、-6.9%、-15.8%、-46.7%、-1.6%、+26.7%，毛利率分别为 6.96%、33.23%、24.51%、11.12%、59.1%、16.74%，同比变动+0.03、+15.85、+6.72、+4.95、+15.49、+1.74pct，综合来看公司毛利率为 12.2%，同比+1.87pct，Q4 单季度毛利率为 12.99%，同比+5.44pct。地域分布上，公司主要业务收入来源集中在江浙沪等长三角区域，上海地区的营业收入占比 65%左右。除传统业务外，城建设计集团在城市更新、低空经济、车联网（车路云）、无人驾驶、城市生命线、数据治理、智慧水务等，上能院在储能、光伏、风能、节能环保、智慧管网、碳中和、能源咨询、资源再利用、深海经济等领域开展业务，多元化板块持续开拓。

新签订单稳步增长，多个细分赛道保持高景气

2024 年公司新签订单 1030 亿，同比增长 8.01%，是当期收入的 1.5 倍，其中市政、能源类新签订单增速超 30%。25Q1 公司新签订单 230.8 亿，同比+1.87%，其中上海市外、境外业务分别同比增长+23.4%、+549%，分类型看，施工业务、设计业务、运营业务分别新签 192、7、31 亿，分别同比+5.7%、-51.8%、+6.2%，细分业务中轨交、道路工程类增速亮眼。

期间费用整体管控较好，投资收益增厚净利润

2024 年公司期间费用率为 8.94%，同比+0.06pct，销售、管理、研发、财务费用率分别同比变动 0、+0.28、-0.19、-0.04pct，资产及信用减值损失为 0.38 亿，同比减少 2.5 亿，投资收益为 14.4 亿，同比减少 15.4 亿，综合影响下公司净利率为 4.3%，同比+0.02pct，Q4 单季度净利率同比下降 0.61pct 至 5.16%。2024 年公司经营性现金净流入 45.9 亿，同比多流入 14 亿，收付现比同比变动+3.26pct、+0.63pct。

风险提示：基建投资弱于预期、减值风险、项目推进不及预期。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	74,193.25	68,815.54	74,129.10	80,042.94	88,001.67
增长率(%)	13.66	(7.25)	7.72	7.98	9.94
EBITDA(百万元)	10,147.10	9,105.22	6,253.73	6,631.51	7,355.54
归属母公司净利润(百万元)	2,938.83	2,841.02	3,096.68	3,369.07	3,711.05
增长率(%)	4.61	(3.33)	9.00	8.80	10.15
EPS(元/股)	0.93	0.90	0.98	1.07	1.18
市盈率(P/E)	6.52	6.74	6.18	5.68	5.16
市净率(P/B)	0.66	0.55	0.56	0.52	0.48
市销率(P/S)	0.26	0.28	0.26	0.24	0.22
EV/EBITDA	(1.49)	(2.14)	(3.94)	(4.45)	(4.69)

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/基础建设
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	6.09 元
目标价格	8.86 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,144.10
流通 A 股股本(百万股)	3,144.10
A 股总市值(百万元)	19,147.55
流通 A 股市值(百万元)	19,147.55
每股净资产(元)	9.74
资产负债率(%)	77.20
一年内最高/最低(元)	7.37/5.18

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com
王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtaoa@tfzq.com
王悦宜 联系人
wangyueyi@tfzq.com

股价走势

资料来源：聚源数据

相关报告

1 《隧道股份-季报点评:毛利率下滑利润短暂承压，现金流明显改善》2024-10-31
2 《隧道股份-半年报点评:毛利率大幅提升，数字业务拓展初显成效》2024-08-28
3 《隧道股份-季报点评:毛利率有所改善，看好数据要素助力公司价值重估》2024-04-30

表 1：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值（亿元）	当前价格（元）	EPS（元）			PE		
				2023A	2024A/E	2025E	2023A	2024A/E	2025E
301091.SZ	深城交	138.88	34.24	0.40	0.42	0.55	85.73	81.00	61.70
300284.SZ	苏交科	110.24	8.73	0.26	0.18	0.20	33.45	49.13	42.86
603018.SH	华设集团	50.74	7.42	1.02	0.56	0.70	7.27	13.26	10.61
	平均						59.59	65.07	38.39
600039.SH	四川路桥	771.71	8.86	1.03	0.83	0.94	8.57	10.70	9.46
002060.SZ	广东建工	138.91	3.70	0.41	0.31	0.34	9.06	11.89	10.73
600170.SH	上海建工	233.70	2.63	0.18	0.24	0.22	15.00	10.78	12.14
600284.SH	浦东建设	64.23	6.62	0.59	0.61	0.64	11.13	10.82	10.31
	平均						10.94	11.05	10.66
600350.SH	山东高速	508.64	10.48	0.68	0.66	0.72	15.43	15.91	14.62
001965.SZ	招商公路	875.73	12.84	0.99	0.78	0.86	12.94	16.45	14.88
000429.SZ	粤高速 A	287.28	13.74	0.78	0.75	0.79	17.58	18.39	17.41
	平均						13.60	16.92	13.58
600820.SH	隧道股份	191.48	6.09	0.93	0.90	0.98	6.52	6.74	6.18

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：除隧道股份外其余均为 Wind 一致预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	21,818.13	23,908.47	23,864.72	23,111.14	21,812.42
应收票据及应收账款	21,835.64	22,503.25	23,621.52	26,627.65	27,640.04
预付账款	815.04	950.37	900.00	1,232.69	967.19
存货	1,174.53	1,158.88	1,347.42	933.22	1,788.33
其他	2,802.13	2,947.87	48,932.34	55,568.39	59,221.37
流动资产合计	**48,445.47**	**51,468.85**	**98,666.00**	**107,473.10**	**111,429.36**
长期股权投资	8,023.74	6,694.37	7,894.37	8,394.37	8,894.37
固定资产	4,173.75	3,602.55	3,206.97	3,716.39	3,865.81
在建工程	3,782.54	1,069.52	469.52	592.52	757.52
无形资产	4,894.71	4,945.93	4,643.28	4,340.63	4,037.98
其他	53,892.49	57,891.37	61,361.08	64,906.07	68,470.70
非流动资产合计	**74,767.23**	**74,203.73**	**77,575.21**	**81,949.97**	**86,026.37**
资产总计	**161,915.65**	**172,744.13**	**176,241.21**	**189,423.07**	**197,455.73**
短期借款	6,101.94	5,530.76	5,586.07	5,697.79	5,583.84
应付票据及应付账款	73,617.19	78,546.44	81,275.41	91,738.69	96,841.28
其他	8,706.69	16,855.85	23,312.85	24,950.75	27,261.24
流动负债合计	**88,425.82**	**100,933.04**	**110,174.33**	**122,387.24**	**129,686.35**
长期借款	21,442.09	19,024.65	18,500.00	18,000.00	16,890.00
应付债券	5,063.87	2,522.10	5,038.00	3,524.00	2,055.00
其他	3,559.73	3,569.63	3,769.63	3,985.58	4,205.47
非流动负债合计	**30,065.69**	**25,116.38**	**27,307.63**	**25,509.58**	**23,150.47**
负债合计	**126,261.94**	**133,353.82**	**137,481.95**	**147,896.82**	**152,836.82**
少数股东权益	6,716.38	4,754.05	4,835.53	4,924.19	5,021.84
股本	3,144.10	3,144.10	3,144.10	3,144.10	3,144.10
资本公积	6,459.00	6,377.88	6,377.88	6,377.88	6,377.88
留存收益	18,462.07	20,256.68	22,269.53	24,459.42	26,871.61
其他	872.16	4,857.60	2,132.22	2,620.66	3,203.49
股东权益合计	**35,653.71**	**39,390.31**	**38,759.26**	**41,526.25**	**44,618.91**
负债和股东权益总计	**161,915.65**	**172,744.13**	**176,241.21**	**189,423.07**	**197,455.73**

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3,174.53	2,956.04	3,096.68	3,369.07	3,711.05
折旧摊销	1,524.02	1,291.84	1,218.23	1,293.23	1,353.23
财务费用	1,825.98	1,762.04	1,097.92	1,025.74	1,135.71
投资损失	(2,979.29)	(1,442.34)	(1,200.00)	(1,100.00)	(590.00)
营运资金变动	(1,067.51)	1,642.85	1,350.23	2,043.99	1,450.84
其它	700.66	(1,623.33)	75.57	141.39	160.23
经营活动现金流	**3,178.37**	**4,587.10**	**5,638.62**	**6,773.41**	**7,221.06**
资本支出	4,060.05	(3,307.03)	930.00	1,917.04	1,655.11
长期投资	2,592.95	(1,329.37)	1,200.00	500.00	500.00
其他	(8,391.32)	7,173.55	(4,457.91)	(5,957.55)	(5,957.62)
投资活动现金流	**(1,738.32)**	**2,537.15**	**(2,327.91)**	**(3,540.51)**	**(3,802.51)**
债权融资	(753.38)	(1,897.03)	498.64	(3,248.02)	(3,948.66)
股权融资	(1,032.99)	3,589.91	(3,853.10)	(738.47)	(768.62)
其他	1,140.22	(6,412.69)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	**(646.14)**	**(4,719.80)**	**(3,354.46)**	**(3,986.49)**	**(4,717.28)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**793.91**	**2,404.44**	**(43.75)**	**(753.58)**	**(1,298.72)**

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**74,193.25**	**68,815.54**	**74,129.10**	**80,042.94**	**88,001.67**
营业成本	66,565.15	60,451.85	65,381.66	70,778.50	77,146.35
营业税金及附加	168.34	156.28	148.26	160.09	193.60
销售费用	7.29	7.27	7.84	8.46	9.30
管理费用	1,874.41	1,933.20	2,075.61	2,161.16	2,288.04
研发费用	2,976.86	2,630.61	2,668.65	2,721.46	2,992.06
财务费用	1,730.17	1,580.63	1,097.92	1,025.74	1,135.71
资产/信用减值损失	(288.06)	(38.36)	31.79	(10.00)	10.00
公允价值变动收益	17.23	86.54	(49.80)	5.00	10.00
投资净收益	2,979.29	1,442.34	1,200.00	1,100.00	590.00
其他	(5,747.71)	(3,168.56)	0.00	0.00	0.00
营业利润	**3,910.29**	**3,733.74**	**3,931.16**	**4,282.53**	**4,846.61**
营业外收入	39.39	20.26	15.00	10.00	5.00
营业外支出	18.38	11.01	16.83	17.59	25.00
利润总额	**3,931.29**	**3,742.99**	**3,929.32**	**4,274.95**	**4,826.61**
所得税	756.77	786.95	707.28	769.49	965.32
净利润	**3,174.53**	**2,956.04**	**3,222.05**	**3,505.46**	**3,861.29**
少数股东损益	235.70	115.01	125.36	136.39	150.23
归属于母公司净利润	**2,938.83**	**2,841.02**	**3,096.68**	**3,369.07**	**3,711.05**
每股收益（元）	0.93	0.90	0.98	1.07	1.18

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	13.66%	-7.25%	7.72%	7.98%	9.94%
营业利润	2.00%	-4.51%	5.29%	8.94%	13.17%
归属于母公司净利润	4.61%	-3.33%	9.00%	8.80%	10.15%
获利能力					
毛利率	10.28%	12.15%	11.80%	11.57%	12.34%
净利率	3.96%	4.13%	4.18%	4.21%	4.22%
ROE	10.16%	8.20%	9.13%	9.20%	9.37%
ROIC	-147.37%	-97.97%	-55.48%	-44.26%	-39.63%
偿债能力					
资产负债率	77.98%	77.20%	78.01%	78.08%	77.40%
净负债率	38.97%	29.16%	33.87%	28.08%	22.74%
流动比率	0.91	0.91	0.90	0.88	0.86
速动比率	0.89	0.90	0.88	0.87	0.85
营运能力					
应收账款周转率	3.55	3.10	3.21	3.19	3.24
存货周转率	82.35	58.98	59.15	70.19	64.67
总资产周转率	0.48	0.41	0.42	0.44	0.45
每股指标（元）					
每股收益	0.93	0.90	0.98	1.07	1.18
每股经营现金流	1.01	1.46	1.79	2.15	2.30
每股净资产	9.20	11.02	10.79	11.64	12.59
估值比率					
市盈率	6.52	6.74	6.18	5.68	5.16
市净率	0.66	0.55	0.56	0.52	0.48
EV/EBITDA	-1.49	-2.14	-3.94	-4.45	-4.69
EV/EBIT	-1.75	-2.48	-4.89	-5.53	-5.75

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com