

# 隧道股份 (600820.SH) 营收利润同比收缩，毛利率水平有所提升

2025年04月30日

——公司信息更新报告

**投资评级：买入（维持）**
**齐东（分析师）**
**胡耀文（分析师）**
**杜致远（联系人）**

qidong@kysec.cn

huyaowen@kysec.cn

duzhiyuan@kysec.cn

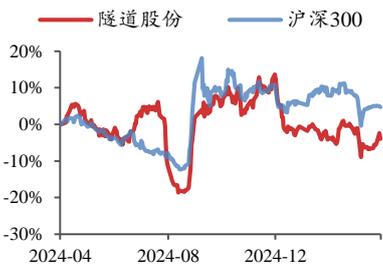
证书编号：S0790522010002

证书编号：S0790524070001

证书编号：S0790124070064

日期	2025/4/29
当前股价(元)	6.15
一年最高最低(元)	7.37/5.18
总市值(亿元)	193.36
流通市值(亿元)	193.36
总股本(亿股)	31.44
流通股本(亿股)	31.44
近3个月换手率(%)	44.35

## 股价走势图



数据来源：聚源

## 相关研究报告

《业绩表现符合预期，新签订单稳健增长——公司信息更新报告》-2024.10.31

《经营业绩表现稳健，中期分红增强回报——公司信息更新报告》-2024.8.28

《二季度新签订单环比增长，拟认购中交设计定增——公司信息更新报告》-2024.7.16

### ● 营收利润同比收缩，毛利率水平有所提升，维持“买入”评级

隧道股份发布 2024 年年度报告，公司实现营业收入同比下降，归母净利润略有下滑，毛利率水平略有提升，新签订单规模扩张。公司整体业务经营维持稳健，投资业务蓬勃开展。我们维持 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 32.2、33.1、32.9 亿元，EPS 分别为 1.02、1.05、1.05 元，当前股价对应 PE 分别为 6.0、5.8、5.9 倍，维持“买入”评级。

### ● 营收利润同比收缩，施工业务萎缩影响业绩

2024 年公司实现营业收入 688.16 亿元，同比下降 7.28%，实现归母净利润 28.41 亿元，同比下降 3.54%，实现经营活动产生的现金流量净额 45.87 亿元，实现毛利率、净利率分别为 12.15%、4.30%，同比分别+1.87pct、+0.02pct。2025 年一季度，公司实现营业收入 105.49 亿元，同比下降 25.33%，实现归母净利润 3.30 亿元，同比下降 25.38%。截至 2024 年底，公司资产负债率 77.20%，权益乘数 4.39，流动比率 0.91，速动比率 0.90，在手货币资金 239.08 亿元。公司 2024 年营收利润同比下行主要系施工业务营收规模同比收缩。

### ● 新签订单稳健增长，能源订单同比大增

2024 年，公司实现新签订单 1030.16 亿元，同比增长 8.01%，其中施工业务中的市政工程和能源工程类均同比增幅超过 30%。从整体业务分类来看，施工业务中标合同 909.35 亿元，同比增长 10.93%；设计业务中标合同 61.61 亿元，同比下降 18.29%；运营业务中标合同 48.91 亿元，同比下降 16.60%。

### ● 融资渠道通畅，债务结构保持合理

截至 2024 年末，公司债务融资总额为 390.59 亿元。其中涉及到债务融资的短期借款 69.94 亿元，占总额的 17.90%；一年内到期的非流动负债 67.12 亿元，占总额的 17.19%；长期借款 190.25 亿元，占总额的 48.71%，应付债券 25.22 亿元，占总额的 6.46%；2024 年，公司通过银行借款融入资金余额为 290.12 亿元。

### ● 风险提示：新签订单增速不及预期、新兴业务推进不及预期。

## 财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	74,216	68,816	70,221	70,941	71,669
YOY(%)	2.7	-7.3	2.0	1.0	1.0
归母净利润(百万元)	2,945	2,841	3,221	3,313	3,294
YOY(%)	3.1	-3.5	13.4	2.9	-0.6
毛利率(%)	13.0	10.3	12.2	12.2	12.2
净利率(%)	4.6	4.3	4.8	4.9	4.9
ROE(%)	8.9	7.5	7.9	7.7	7.2
EPS(摊薄/元)	0.94	0.90	1.02	1.05	1.05
P/E(倍)	6.6	6.8	6.0	5.8	5.9
P/B(倍)	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	87165	98540	95507	100441	97502
现金	21824	23908	24451	24647	24900
应收票据及应收账款	21844	22503	22745	22963	23210
其他应收款	1261	1067	1308	1092	1333
预付账款	815	950	851	969	870
存货	1175	1159	3776	840	3823
其他流动资产	40247	48952	42375	49931	43367
<b>非流动资产</b>	74767	74204	73830	74256	74451
长期投资	8024	6694	6280	6921	7576
固定资产	4174	3603	3359	3033	2628
无形资产	4895	4946	4895	4889	4868
其他非流动资产	57675	58961	59296	59413	59379
<b>资产总计</b>	161932	172744	169337	174697	171953
<b>流动负债</b>	97662	108237	105738	112634	111605
短期借款	6102	5531	5531	39658	10000
应付票据及应付账款	73620	78546	79830	52777	81186
其他流动负债	17939	24160	20377	20198	20419
<b>非流动负债</b>	28605	25116	20829	16361	11701
长期借款	25045	21547	17260	12791	8131
其他非流动负债	3560	3570	3570	3570	3570
<b>负债合计</b>	126266	133354	126567	128994	123306
少数股东权益	6716	4754	4913	5106	5293
股本	3144	3144	3144	3144	3144
资本公积	6459	6378	6378	6378	6378
留存收益	18474	20257	22922	25768	28687
<b>归属母公司股东权益</b>	28949	34636	37857	40597	43354
<b>负债和股东权益</b>	161932	172744	169337	174697	171953

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	3181	4587	9115	-27937	35936
净利润	3181	2956	3380	3507	3481
折旧摊销	1524	1292	908	995	1080
财务费用	1730	1581	859	1740	1721
投资损失	-2979	-1442	-968	-2038	-2027
营运资金变动	-740	-77	4960	-32090	31698
其他经营现金流	465	278	-23	-50	-17
<b>投资活动现金流</b>	-1738	2537	577	787	893
资本支出	2061	1189	949	780	619
长期投资	50	2922	414	-641	-656
其他投资现金流	273	804	1112	2207	2168
<b>筹资活动现金流</b>	-646	-4720	-9150	-6783	-6918
短期借款	-1570	-571	0	34128	-29659
长期借款	390	-3498	-4287	-4468	-4660
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-547	-81	0	0	0
其他筹资现金流	1081	-569	-4863	-36442	27401
<b>现金净增加额</b>	812	2390	543	-33932	29912

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	74216	68816	70221	70941	71669
营业成本	66577	60452	61686	62317	62956
营业税金及附加	169	156	160	161	163
营业费用	7	7	7	7	8
管理费用	1878	1933	1775	1809	1867
研发费用	2977	2631	2640	2715	2763
财务费用	1730	1581	859	1740	1721
资产减值损失	-75	-48	-36	-43	-46
其他收益	172	137	168	163	160
公允价值变动收益	17	87	52	69	61
投资净收益	2979	1442	968	2038	2027
资产处置收益	159	50	92	100	81
<b>营业利润</b>	3917	3734	4216	4398	4349
营业外收入	39	20	27	26	28
营业外支出	18	11	17	18	16
<b>利润总额</b>	3938	3743	4226	4406	4361
所得税	757	787	846	900	880
<b>净利润</b>	3181	2956	3380	3507	3481
少数股东损益	236	115	158	193	187
<b>归属母公司净利润</b>	2945	2841	3221	3313	3294
EBITDA	6830	6075	5720	6865	6883
EPS(元)	0.94	0.90	1.02	1.05	1.05

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	2.7	-7.3	2.0	1.0	1.0
营业利润(%)	1.1	-4.7	12.9	4.3	-1.1
归属于母公司净利润(%)	3.1	-3.5	13.4	2.9	-0.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	13.0	10.3	12.2	12.2	12.2
净利率(%)	4.6	4.3	4.8	4.9	4.9
ROE(%)	8.9	7.5	7.9	7.7	7.2
ROIC(%)	6.4	5.2	5.7	4.7	6.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	78.0	77.2	74.7	73.8	71.7
净负债比率(%)	45.7	35.1	11.7	75.4	-0.2
流动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.9	0.9	0.8	0.9	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	3.5	3.1	3.1	3.1	3.1
应付账款周转率	1.0	0.8	0.8	0.9	0.9
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.94	0.90	1.02	1.05	1.05
每股经营现金流(最新摊薄)	1.01	1.46	2.90	-8.89	11.43
每股净资产(最新摊薄)	9.21	9.74	10.77	11.64	12.52
<b>估值比率</b>					
P/E	6.6	6.8	6.0	5.8	5.9
P/B	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.2	6.2	5.0	8.5	3.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn