

隧道股份（600820）

上海国资围绕加密货币与稳定币的发展趋势及应对策略开展学习，关注企业运营资产价值

上海国资围绕加密货币与稳定币的发展趋势及应对策略开展学习
近日上海市国资委党委7月10日召开中心组学习会，围绕加密货币与稳定币的发展趋势及应对策略开展学习。市国资委党委书记、主任贺青指出，坚持创新驱动，保持对新兴技术的敏锐感知，加强对数字货币的研究探索。坚持产数融合，探索区块链技术在跨境贸易、供应链金融、资产数字化等领域的运用。

投资类项目沉淀可观运营资产体量，运营业务产生丰富的交通数据资产
公司持有多条公司公路收费项目，2024年公司4条公路项目确认收入13.1亿，运营服务业务收入50.3亿，同比-15.8%，运营业务的毛利润占公司总毛利的15%。公司承担了上海95%以上市管道路的运营养护任务，承担全国合计超2300公里交通设施运营养护任务，运营数据产生了丰富的数据资产。

智慧交通加持，积极布局低空经济、车路云等新业务
公司下属数字集团主要业务及产品从项目级建筑信息化技术应用到城市级智能监管平台，覆盖数字化咨询、智慧基建、智慧交通、韧性城市、数字孪生、车路协同、工业机器等多个领域。公司数字信息业务占比逐年提升，2023年数字信息业务营收3.17亿，2024年数字信息业务营收4.01亿。同时公司在低空经济方面较早涉足，涉设施网、航路网、空联网、服务网等领域，涵盖投资、规划、设计、施工、数字化和运营等业务。公司紧跟上海的“四张网”建设的前沿，且公司大股东城建集团是上海低空经济产业发展有限公司的股东之一。

经营稳中向好，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，分别同比增长97.78%、209.87%。我们预计25-27年公司归母净利润为31、33.7、37.1亿，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。

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)	6.75	6.98	6.41	5.89	5.35
市净率(P/B)	0.69	0.57	0.58	0.54	0.50
市销率(P/S)	0.27	0.29	0.27	0.25	0.23
EV/EBITDA	(1.49)	(2.14)	(3.82)	(4.35)	(4.60)

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告

2025年07月11日

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	6.28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)	19,744.92
流通A股市值(百万元)	19,744.92
每股净资产(元)	9.81
资产负债率(%)	75.75
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	
wangtao@tfzq.com	
王悦宜	分析师
SAC 执业证书编号：S1110525070001	
wangyueyi@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《隧道股份-年报点评报告:Q4扣非业绩整体稳健，高股息投资价值凸显》
2025-04-26
- 《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
- 《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

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)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	6.75	6.98	6.41	5.89	5.35
市净率	0.69	0.57	0.58	0.54	0.50
EV/EBITDA	-1.49	-2.14	-3.82	-4.35	-4.60
EV/EBIT	-1.75	-2.48	-4.75	-5.40	-5.63

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