

从设计施工走向基础设施全周期服务， 数据要素引领公司发展新阶段

核心观点

公司作为上海市属基建国企，在基础设施施工、投资方面历史悠久、经验丰富，并逐步将业务拓展至基础设施运营和城市更新等方面。随着我国基建走入存量提质增效时代，公司也顺应行业新特征从设计施工走向投资、建设、运营全周期服务。公司积极拥抱数字化信息化，较早打造上海交通运维平台，将AI、机器人和无人机应用于城市运营、规划设计，探索数据交易，并开发了业内首个交通垂类大模型，公司在数据要素方面的优势有望引领公司持续发展，打造新增长点。

摘要

从设计施工走向基础设施全生命周期服务。公司作为上海市属基建国企，在基础设施设计施工、投资方面历史悠久、经验丰富，并逐步将业务拓展至基础设施运营和城市更新。目前公司在全国范围内的运营养护总里程已经超过2400公里，且承担上海95%以上市管道路的运营养护任务，运营业务2024年实现营收50.3亿元，新签合同金额达58.6亿元，运营毛利占总毛利比重达15.8%。随着我国基建走入存量提质增效时代，公司将从设计施工走向投资、建设、运营全周期服务。

城市交通数据要素引领公司发展新阶段，低空经济多环节覆盖。公司数字化转型开展较早，存在城市规划、智慧运营、交通规划、智慧施工等多种实际应用场景，实际形成内部赋能+外部拓展的业务结构，在数据资产、交通大数据平台、AI大模型研发、智慧运维平台等领域均形成了实际成果。2024年，公司仅数字信息业务（不含内部赋能）就实现营收4.0亿元，同比增长26.7%，毛利率为16.7%，较上年增长1.7个百分点，2024年累计中标金额达10.3亿元。此外，公司也在积极探索引入无人机、智能巡检机器人应用在运营、设计等多场景，有望实现效率提升。

经营质量高，投资收益增厚利润，同时高股息特征明显。公司经营地域主要集中在长三角、珠三角和中原等地区，区域经济较为发达，2024年上海市内营收占比为65.0%，施工业务上海市内占比为51.5%。从经营质量来看，公司毛利率、ROE、净利率等高于八大央企均值，在手资金充足，分红率已提升至35%以上，静态股息率达4.5%。

重申买入评级，目标价9.18元。我们预测公司2025-2027年EPS分别为0.94/0.97/1.01元，维持买入评级与目标价9.18元不变。

隧道股份(600820.SH)

维持

买入

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

SAC编号:S1440519120002

SFC编号:BPU491

曹恒宇

caohengyu@csc.com.cn

SAC编号:S1440524080006

发布日期：2025年07月25日

当前股价：6.19元

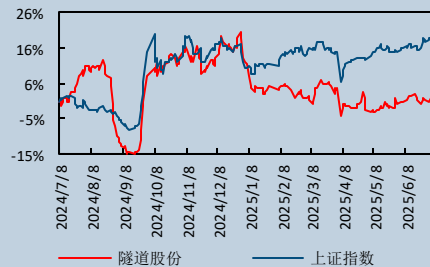
目标价格6个月：9.18元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1个月	3个月	12个月
1.48/-1.12	-2.37/-6.29	-4.33/-22.06
12月最高/最低价(元)		7.28/5.29
总股本(万股)		314,409.61
流通A股(万股)		314,409.61
总市值(亿元)		200.28
流通市值(亿元)		200.28
近3月日均成交量(万)		2065.55
主要股东		
上海城建(集团)有限公司		31.19%

股价表现



相关研究报告

25.04.27 【中信建投建筑装饰】隧道股份(600820):业绩有韧性维持高分红，估值提升计划显发展信心——2024年年报点评

目录

一、从设计施工走向基础设施全生命周期服务.....	1
1.1 设计施工：经营稳健，营收业绩占比下降.....	1
1.2 基建投资：在基础设施投资与资产管理方面历史悠久、经营丰富.....	2
1.3 运营业务：城市更新方面经营丰富，借助智慧运营实现对外拓展.....	4
1.4 资本运作：拟发行 REITs 打通投融资管退循环.....	7
1.5 转型范本：法国万喜.....	8
二、城市交通数据要素引领公司发展新阶段，低空经济多环节覆盖.....	10
2.1 数字化和数据要素拥有技术和场景优势，海量数据尚待挖掘.....	10
2.2 机器人+低空多环节覆盖提升运营养护效率.....	13
2.2 信息化实力较强，自主研发垂类大模型应用.....	14
三、经营质量优势明显，投资业务增厚利润保障分红.....	15
四、投资建议：维持盈利预测、买入评级和目标价 9.18 元不变.....	18
风险分析.....	19
报表预测.....	20

图目录

图 1:上海城建为控股股东.....	1
图 2:公司主要业务.....	1
图 3:2015-2024 年公司营收.....	2
图 4:2015-2024 年公司归母净利润.....	2
图 5:2024 年公司营收结构.....	2
图 6:2024 年公司毛利结构.....	2
图 7:宁波常洪隧道.....	3
图 8:沪嘉高速公路.....	3
图 9:公司毛利贡献占比.....	3
图 10:公司投资收益占净利润比例.....	3
图 11:公司运营收入和毛利率变化.....	5
图 12:公司运营新签订单变化.....	5
图 13:公司城市运营智慧平台.....	6
图 14:城盾隧安多功能应急集成箱.....	7
图 15:城盾隧安首创城市地下空间数字化管控平台.....	7
图 16:2025 年项目新发稳步推进，1-5 月共上市 8 只项目.....	7
图 17: C-REITs 总市值突破 2000 亿.....	7
图 18:公司运营期内重大融资合同收入（亿元）.....	8
图 19:公司拟发行 REIT 的钱江通道示意图.....	8
图 20:VINCI 高速公路.....	8
图 21:VINCI 建筑.....	8
图 22:万喜 2010 年以来营收保持增长.....	9

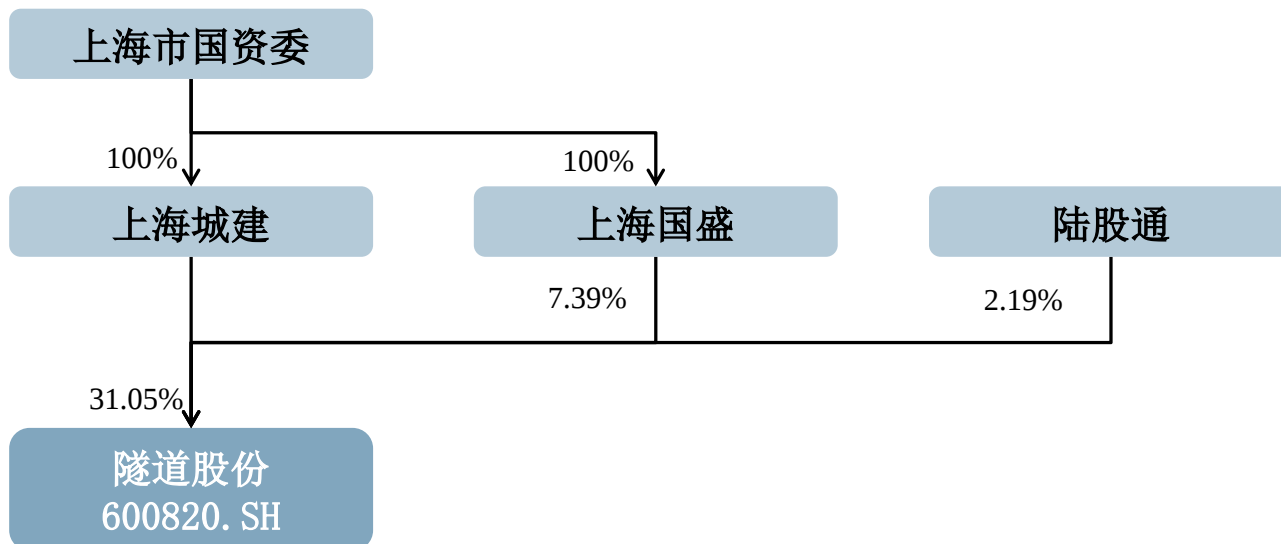
图 23:万喜业绩.....	9
图 24:法国万喜营收结构占比.....	9
图 25:法国万喜利润结构占比.....	9
图 26:公司数字信息业务近三年营收	10
图 27:公司数字信息业务近三年毛利率变化.....	10
图 28:公司城市智慧运管平台及服务体系	11
图 29:全球 RWA 规模快速增长（不含稳定币）	13
图 30:公司无人机巡检方案	14
图 31:智能巡检车识别能力演示	14
图 32:中城交开发的通达大模型已开始试点应用.....	14
图 33:部分省市 2025Q1 财政收入情况.....	15
图 34:2019 年-2024 年隧道股份上海营收占比情况.....	15
图 35:2019 年-2024 年隧道股份施工业务地域占比情况.....	15
图 36:2019 年-2024 年隧道股份货币资金变化.....	16
图 37:2019 年-2024 年隧道股份 ROE 变化.....	16
图 38:2019 年-2024 年公司毛利率变化	16
图 39:分红比例提升.....	16
图 40:公司投资收益以及投资收益占净利润比重.....	17

一、从设计施工走向基础设施全生命周期服务

1.1 设计施工：经营稳健，营收业绩占比下降

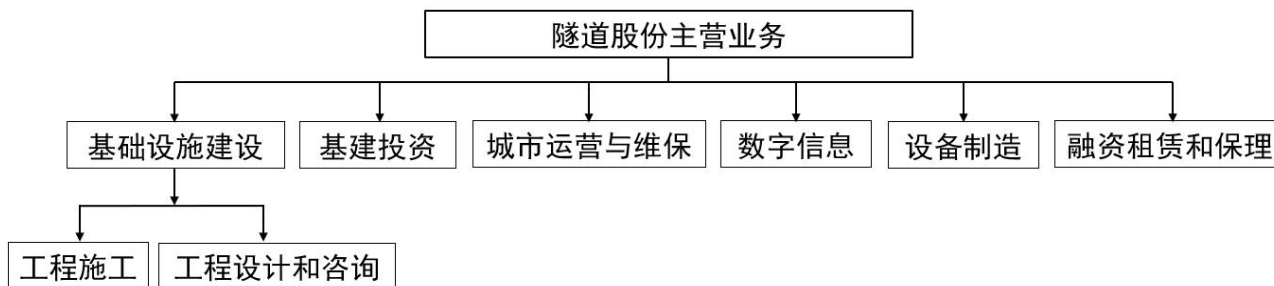
上海隧道工程股份有限公司（600820.SH）前身为上海市隧道工程公司，成立于 1965 年，设立之初旨在为中国研发建造大型隧道设备及高端装备，是我国软土隧道发展的奠基者。1996 年公司加盟上海城建，2011 年上海城建将核心资产注入公司，并于 2015 年全面接管上海城建资产（含代管）。目前上海城建持股 31%，为公司的控股股东，城建集团五大业务板块中，工程施工、基建投资、装备制造主要由公司开展，房地产开发与商品销售业务由城建置业和城建物资两家兄弟公司开展，此外公司近年来还广泛涉足产业基金、融资租赁、保理等类金融业务，以及与智慧城市、智能交通、低空经济等相关的新兴业务。历经近 60 年发展，公司已成为从事基础设施施工投资运营、盾构设备制造、融资租赁和数字信息业务的大型企业集团。

图 1:上海城建为控股股东



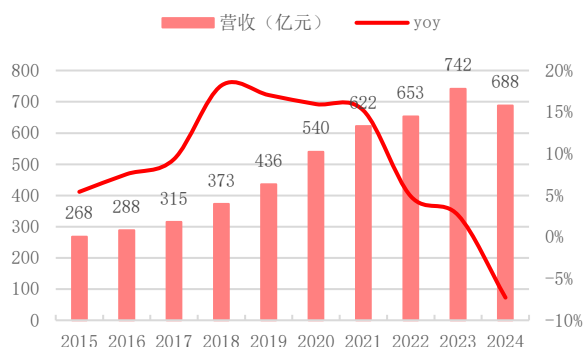
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 2:公司主要业务

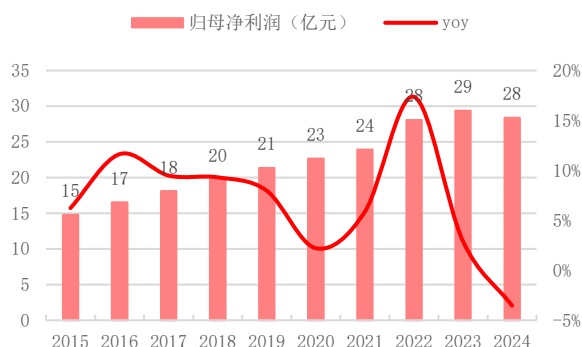


数据来源：公司公告，中信建投证券

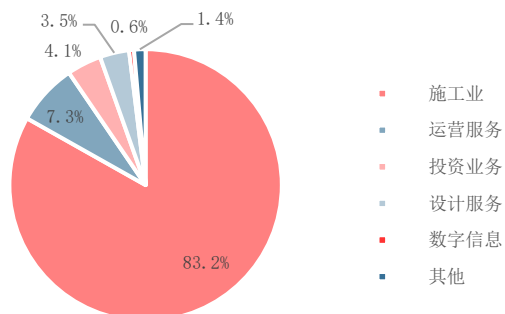
经营业绩稳健，设计施工占比下降。公司作为上海市属国企，凭借在城市建设、城市更新方面的优势和地域优势保持长期经营业绩稳健，2015-2023 年营收规模从 268 亿元增长至 742 亿元，年复合增长率达 11.0%，归母净利润从 15 亿元增长至 28 亿元，年复合增长率达 7.5%。2015 至 2024 年公司营收和毛利结构也发生重大变化，营收设计和施工占比分别从 5.8% 和 90.7% 下降至 3.5% 和 83.2%，毛利则分别从 16.1% 和 69.6% 下降至 10.2% 和 51.3%，投资业务毛利占比提升至 21.5%，运营业务毛利占比提升至 15.8%，成为核心增量。

图 3:2015-2024 年公司营收


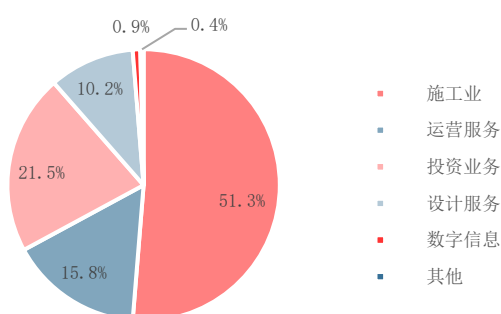
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 4:2015-2024 年公司归母净利润


数据来源：公司公告，中信建投证券

图 5:2024 年公司营收结构


数据来源：公司公告，中信建投证券

图 6:2024 年公司毛利结构


数据来源：公司公告，中信建投证券

1.2 基建投资：在基础设施投资与资产管理方面历史悠久、经营丰富

基础设施投资运营经验丰富，奠定基建国企转型范本。1999 年公司以宁波常洪隧道 BOT 工程为起点，开启基础设施投资布局，通过 20 年特许经营验证“投建营一体化”能力，经历了初创期、快速发展期，成熟期三次跃变；2001 年拓展大连路隧道 BOT 项目；2014 年，隧道股份完成了对沪嘉高速公路的改造任务，上海沪嘉

高速公路是全国第一条高速公路，南起上海市区西北的祁连山路，北迄嘉定南门，全长 20.5 千米，沪嘉高速公路的建设实现了我国在高速公路史上的“零突破”。公司主要以 PPP、BOT 等方式参与国内城市基础设施建设投资和运营，由下属子公司—上海隧道、上海基建、城建投资、市政集团等开展，近年来公司已建、在建和运营的大中型项目（含 BT、BOT、PPP 模式）52 项。

图 7:宁波常洪隧道



数据来源：公司官网，中信建投证券

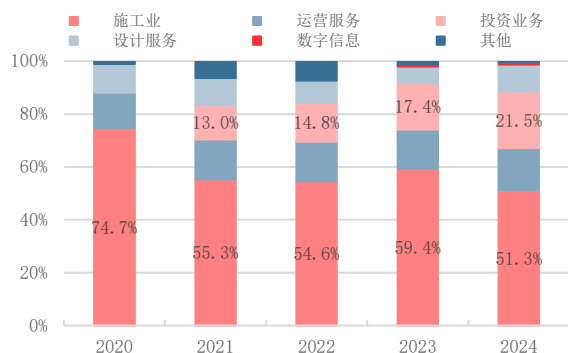
图 8:沪嘉高速公路



数据来源：公司官网，中信建投证券

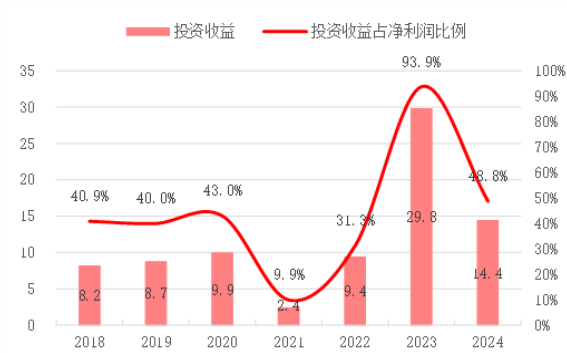
投资业务对业绩贡献占比提升。核心投资平台主要由建元投资、上海基础设施建设发展（集团）有限公司、上海城建投资发展有限公司构成。建元投资主导创新业务与数字孵化，业务有实业投资、资产管理、国内贸易等；上海基建/城建投资聚焦传统基建 BOT/PPP 项目全周期管理。公司投资业务占比也在提升，2024 年毛利占比以提升至 21.5%，从投资收益占净利润这个比例来看，2024 年投资贡献达 48.8%。

图 9:公司毛利贡献占比



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 10:公司投资收益占净利润比例



数据来源：公司公告，中信建投证券

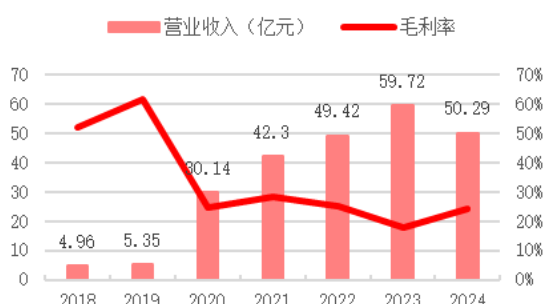
表:重大基础设施投资项目

项目名称	最新进展	账面余额	运营期	项目简介
杭州文一路地下通道	运营期	28.65 亿	2018 年-2038 年 10 月	全长 5800m，于 2014 年 12 月开工建设，2018 年 11 月竣工，工程以建设环境友好型城市快速路工程为目标
钱江通道 BOT 项目	运营期	38.67 亿	2014 年-2040 年 3 月	嘉兴地区唯一一个高速公路 PPP 项目，由省交通集团牵头投资建设。全长 11.42 公里
铁路杭州南站综合交通枢纽东西广场工程 PPP 项目	运营期	28.10 亿	15 年	全国首例铁路综合交通枢纽 PPP 项目
杭绍台高速公路（台州段）PPP 项目	运营期	92.33 亿	2021 年-2050 年 12 月	隧道股份投资施工，全长约 45.18 公里
台州市地下综合管廊一期工程 PPP 项目	运营期	24.68 亿	18 年	线路共长 19.9 公里，概算总投资为 25.25 亿元
时代大道南延（绕城至中环段）工程 PPP 项目	运营期	25.05 亿	15 年	建设总长度 10.14 公里，总投资约 35.836 亿元，是萧山交通领域的首个 PPP 项目
上海嘉浏高速	运营期	13.63 亿	2005-2032 年 12 月	创新“车流量法”摊销无形资产
自贡市水环境综合治理 PPP 项目（选择社会资本）	建设期	19.48 亿	30 年	总投资 51.33 亿元，项目包括全市城乡污水处理项目、自贡城市供水基础设施及配套项目以及流域水环境治理项目三大类。
S317 线郑州境新郑机场至新密改建工程 PPP 项目	建设期	22.42 亿	13 年	路线全长 37.88 公里，其中新郑市境 15.68 公里，新密市境 22.2 公里
奉化区南山信创源项目及周边基础设施连接线配套工程建设项目	建设期	71.93 亿	20 年	项目总投资（暂定）71.93 亿元、合作期 20 年。
兰考至原阳高速公路兰考至封丘段特许经营项目	在建	41.92 亿	2022.06-2025.12	本项目全长 30.395 公里，起点位于兰考县谷营镇西南，终点位于封丘县潘店镇白杨寺村，西接兰原高速（原阳至封丘段）

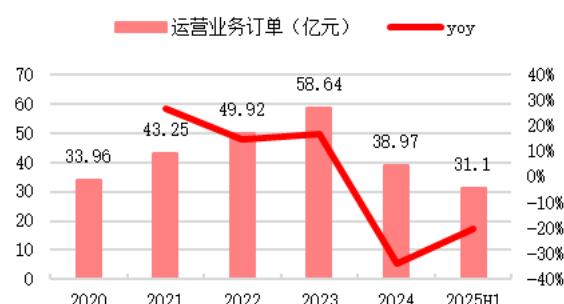
资料来源：公司官网，中信建投证券

1.3 运营业务：城市更新方面经营丰富，借助智慧运营实现对外拓展

存量提质增效阶段城市更新是城市工作的重要抓手。2025 年 7 月中央城市工作会议明确指出“以建设创新、宜居、美丽、韧性、文明、智慧的现代化人民城市为目标，以推动城市高质量发展为主题，以坚持城市内涵式发展为主线，以推进城市更新为重要抓手”，在我国城镇化从快速增长期转向稳定发展期的新阶段，实施城市更新，推动城市基础设施生命线安全工程建设，加快老旧管线改造升级，建设安全可靠的韧性城市成为重要任务之一。公司作为综合性城市服务商，在城市上述基础设施建设、地下管网建设等方面具备显著优势，并在上海等地区具有丰富的城市更新经验，将充分收益于城市更新相关工作。

图 11: 公司运营收入和毛利率变化


数据来源：公司公告，中信建投证券

图 12: 公司运营新签订单变化


数据来源：公司公告，中信建投证券

2020 年收购城建运营集团，业务由基建向运营延伸。隧道股份下属运营集团主要从事基础设施运营养护业务，2020 年公司以 5.39 亿元收购控股股东持有的上海城建城市运营集团 100% 股权。目前公司在全国范围内的运营养护总里程已经超过 2400 公里，且承担上海 95% 以上市管道路的运营养护任务，实现上海地区 17 条越江隧道 100% 全覆盖。公司主要负责设施管养、智慧运维、城市更新业务，城建运营集团的成立标志着隧道股份从设计施工商向全生命周期运营商转变，有效提升了在手资产的运营效率。公司自 2020 年收购运营集团以来，运营业务收入高增，从 2020 年的 30.1 亿元跃升至 2024 年的 50.3 亿元；运营业务订单金额从 34.0 亿元增长至 58.6 亿元。2025 年一季度，公司新签运营业务订单 171 个，订单金额 31.1 亿元。同时公司运营能力的提升尤其是智慧运营的加入可以充分挖掘基础资产价值，以 G15(嘉浏段)为例，智慧高速管控策略应用后，道路总体通行效率提升 30%。智慧高速在维持高流量水平的同时，事故发生概率降低约 50%。智慧高速运营期间，突发事件到位效率较行业标准提升 60%，处置效率较历年水平提升 60%。

图 13:公司城市运营智慧平台



数据来源：公司官网，中信建投证券

运营业务持续扩张，加速从传统施工企业向“全生命周期城市服务商”转型。公司近年来主要通过竞标、并购等方式扩张运营版图，例如收回浙江长三角城建有限公司 2%股权实现并表、收购控股股东持有的瑞锦诚物业等。此外，公司还利用智慧运维优势实现运营扩张，例如在大湾区公司先后中标十字门隧道、大横琴山隧道、长湾隧道、杜洲隧道、珠海机场高速运营养护项目，构建了“智慧高速+城市服务”的生态模式。

地下空间应急维保服务优势明显。公司子公司城盾隧安在地下空间尤其是轨交运维方面行业领先，地铁维保服务里程近 800 公里，服务城市近 10 座，为市民地铁出行架起安全保障，已在全国设立 6 大应急维保基地，覆盖全国近二十个城市，被 7 个城市委办、业主授予“应急抢险队”称号。作为首个地下空间抢险维保领域的“上海品牌”，城盾隧安成功进入香港市场，服务香港全境轨道交通维护保养，拓展境外市场，并和新加坡陆路交通局进行多次业务交流，2024 年获港铁荃湾线 2.5 亿港元订单，打破欧美公司垄断。未来，隧道股份城盾隧安将顺应隧道股份整体改革发展方向，积极拓展新兴业务，在地铁综合运维业务中探索全生命周期服务模式，持续为“城市生命线工程建设”保驾护航。

图 14:城盾隧安多功能应急集成箱



数据来源：公司官网，中信建投证券

图 15:城盾隧安首创城市地下空间数字化管控平台

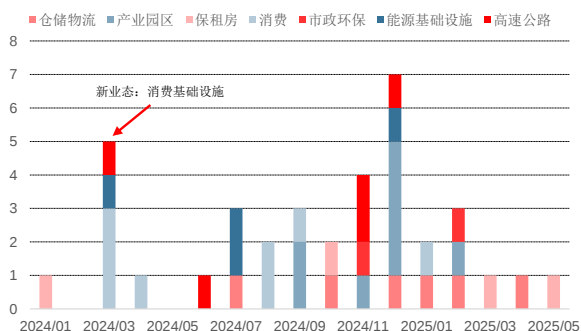


数据来源：公司官网，中信建投证券

1.4 资本运作：拟发行 REITs 打通投融资管退循环

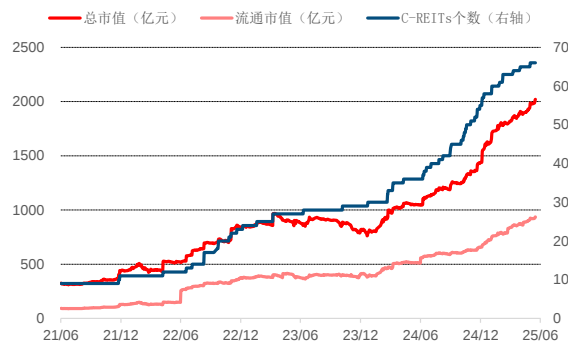
REITs 市场进一步扩容，市值超 2000 亿。2025 年以来 REITs 发行有所提速，2025 年 1-5 月新上市 8 只项目，2024 至今累计上市 REITs 项目 37 只。从市值规模来看，截至 5 月底 REITs 累计上市 66 只项目，历经仅 4 年的发展，C-REITs 总市值突破 2000 亿，达到 1982.1 亿元，较 2024 年同期提升 89.3%，其中流通市值 920.4 亿元，较 2024 年同期提升 79.8%，常态化发行机制的日趋成熟促进市场不断扩容。从一二级市场的需求来看，随着机构配置需求增强和无风险利率下行等因素影响，REITs 指数 2024 年以来稳步走高，基础设施价值得以不断实现。

图 16:2025 年项目新发稳步推进，1-5 月共上市 8 只项目



数据来源：wind，中信建投证券

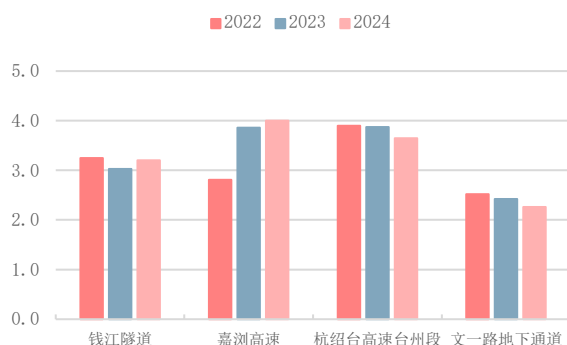
图 17: C-REITs 总市值突破 2000 亿



数据来源：wind，中信建投证券

拟发行 REITs 拓展融资通道，打通存量运营关键环节。公司作为基础设施投资方，于 2023 年 7 月公告拟以杭州钱江隧道作为底层资产发行 REITs，该隧道于 2014 年通车，连接嘉兴、杭州、绍兴三市，是 S9 苏台高速的重要组成部分。以钱江隧道为底层资产发行 REITs 有助于公司进一步打开融资渠道，盘活存量资产，打通投资-建设-运营-退出的循环模式，从基建建设投资向存量运营转型。

图 18:公司运营期内重大融资合同收入（亿元）



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 19:公司拟发行 REIT 的钱江通道示意图



数据来源：公司公告，中信建投证券

1.5 转型范本：法国万喜

万喜是全球市值最大的建筑集团，对国内建筑企业有借鉴指导意义。法国万喜集团（VinciGroup）于 1899 年创立，前身为 SGE 公司，2000 年与法国基建巨头 GTM 合并正式定名，逐渐成为世界领先的建筑工程承包及运营商，总部位于法国巴黎。现为巴黎证券交易所上市公司（股票代码：DG.PA），市值达 726 亿欧元。公司业务包括特许经营和工程承包两大板块。其中工程承包业务包括 VINCI Energies（电力、电信等项目建设及服务）、Eurovia（公路、高速公路、铁路等项目建设和维护）、VINCI Construction（房屋和基建建设）三大条线；特许经营掌控法国 50% 高速公路、全球 33 个机场（如葡萄牙 ANA 机场）及 81 万个停车位，运营利润率长期超 40%；公司通过全产业链整合（设计-融资-建造-运营）与低碳技术（柬埔寨光伏水厂）构建竞争壁垒，形成“工程现金流反哺特许经营投资，运营高利润支撑可持续增长”的闭环模式，万喜的发展历程对于中国建筑企业来说具有较强的借鉴意义。

图 20:VINCI 高速公路



数据来源：公司官网，中信建投证券

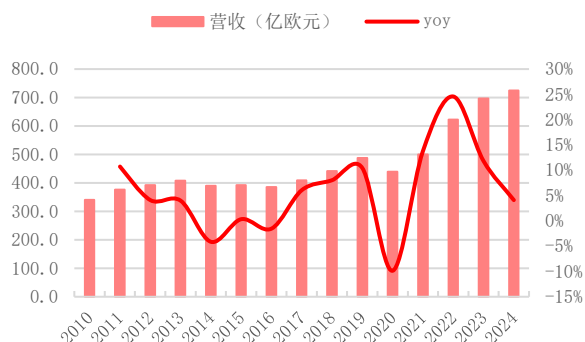
图 21:VINCI 建筑



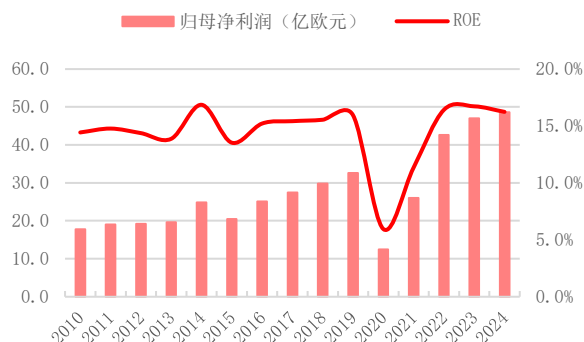
数据来源：公司官网，中信建投证券

万喜以特许经营为核心的商业模式。万喜在早期发展阶段（1899-1940 年）业务多处法国境内，由于法国电力和汽车工业的发展，万喜得以进入市政工程领域，从事电气装置、发电等相关业务。在中期扩张发展阶段（1940-1999 年）万喜通过一系列并购成为全球最大承包商及特许高速公路建造商，并且在这期间将业务梳理重组为特许经营、能源、路桥和工程建设四大板块，实现多元化经营。直到 2000 年，法国万喜与 GTM 公司强强联合，合并后成为世界上最大的特许经营和建筑服务一体化的承包商。2002-2006 年，万喜分步完成了对法国最大的高速公路运营商 ASF 的 100% 股权的收购，2006 年交易完成后万喜成为法国最大的特许经营企业，发展出“以特

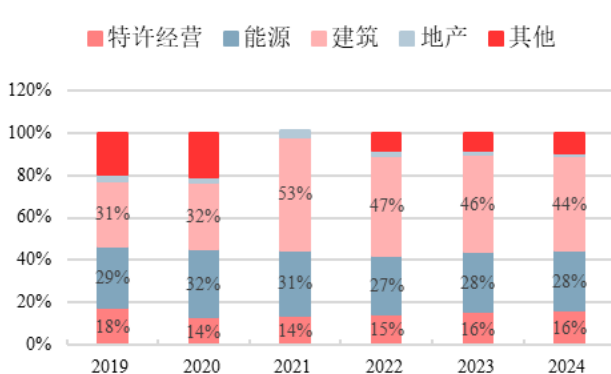
许经营为核心、工程承包加以协同”的商业模式，自此公司营业收入呈稳定增长趋势，从最初的 260.32 亿欧元增长为 716.23 亿欧元，2024 年 ROE 为 17.3%；结构占比方面万喜自转型以来特许经营板块利润和营收占比比较大，2024 年公司特许经营利润占 56%，营收占 44%，经营板块占据主要业务。

图 22:万喜 2010 年以来营收保持增长


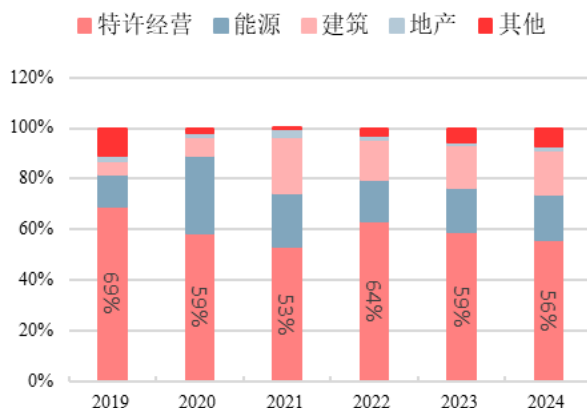
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 23:万喜业绩


数据来源：公司公告，中信建投证券

图 24:法国万喜营收结构占比


数据来源：公司公告，中信建投证券

图 25:法国万喜利润结构占比


数据来源：公司公告，中信建投证券

转型高附加值运营是破局关键，公司有望借由基础设施投资、运营优势向万喜靠拢。我国建筑企业与法国万喜（Vinci）在盈利能力和业务结构上存在一定差距。盈利能力方面，2024 年隧道股份 ROE 为 9%，万喜的 ROE 稳定在 17%-18%，远高于隧道股份及中国交建、中国铁建等央企。业务结构方面，万喜利润主要来自特许经营（收费公路、机场运营）和能源业务，占比超 50%，提供稳定现金流和溢价能力。隧道股份 2024 年运营业务收入 50.29 亿元，运营业务规模逐渐提升，投资业务贡献也在不断增大。隧道股份有望向“投资+运营”模式转向：盘活存量资产转运营和加强长期壁垒（智慧运维数据平台），复制万喜“工程反哺运营-运营支撑投资”战略，加速向“投资+运营”模式转向。

表:隧道股份等国内建筑企业与万喜的对比

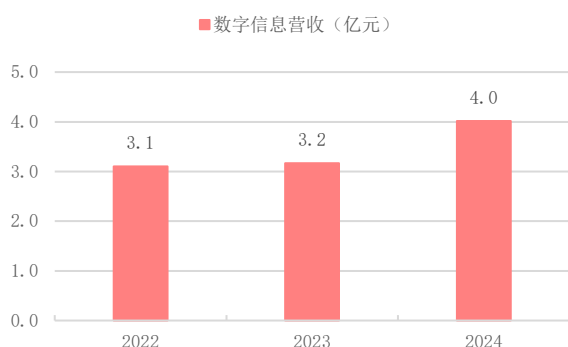
	2023Y				2024Y			
	营业收入	净利润	ROE	毛利率	营业收入	净利润	ROE	毛利率
隧道股份	742.20	29.45	10%	10%	688.20	28.41	9%	12%
法国万喜	688.38 (亿欧元)	47.02 (亿欧元)	17%	14%	716.23 (亿欧元)	48.63 (亿欧元)	17%	12%
中国交建	7587.00	238.20	9%	13%	7719.00	233.80	8%	12%
中国铁建	11380.00	261.00	10%	10%	10670.00	222.2	8%	10%
中国中铁	12630.00	334.8	12%	10%	11600.00	278.90	9%	10%
中国中冶	6339.00	86.70	7%	10%	5520.00	67.46	5%	10%
上海建工	3046.00	15.58	4%	9%	3002.00	21.68	5%	9%

资料来源: wind, 中信建投证券

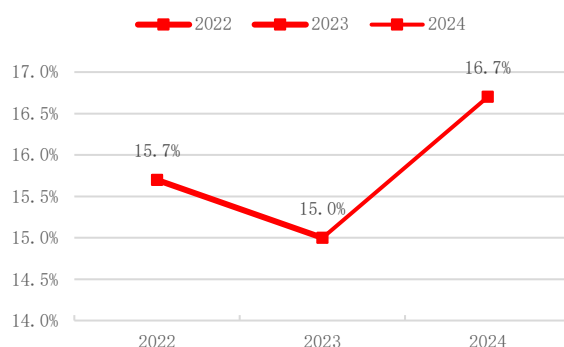
二、城市交通数据要素引领公司发展新阶段，低空经济多环节覆盖

2.1 数字化和数据要素拥有技术和场景优势，海量数据尚待挖掘

公司在数字化方面具有经验、技术和场景优势，数智 X 城市、数智 X 交通将打开公司业务想象力。公司数字化转型开展较早，存在城市规划设计、智慧运营、交通规划、智慧施工等多种实际应用场景，实际形成内部赋能+外部拓展的业务结构，在数据资产、交通大数据平台、AI 大模型研发、智慧运维平台等领域均形成了实际成果。2024 年，公司仅数字信息业务（不含内部赋能）就实现营收 4.0 亿元，同比增长 26.7%，毛利率为 16.7%，较上年增长 1.7 个百分点，2024 年累计中标金额达 10.3 亿元。

图 26:公司数字信息业务近三年营收


数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 27:公司数字信息业务近三年毛利率变化


数据来源: 公司公告, 中信建投证券

面向超大型城市交通规划、运维实际问题，打造交通大数据平台。公司城建设计打造了“交通智规分析与决策数字化平台”等决策平台和数智工具台，以满足交通基础设施从规划设计到运营养护全生命周期需求，对 S5 沪嘉高速、S22 嘉安高速、浏翔-绿意快速路、长江西路、沪太路、北横通道东段等重大工程评估与分析。此外，公司构建的“上海市交通基础设施智慧运营管理平台”依托前端感知设备、AI 智能算法等技术，使传统养护升级为智慧运营，实现“秒级发现、分级到场”，恶劣天气应急指挥平均响应时长由 46 分钟下降至 4 分钟，险情平均处置效率由 106 分钟下降至 39 分钟，已接入上海城运中心。公司的智慧运维平台也已经实现了对外输出，参与完善厦门骨干路网体系开发建设，打造“嘉善模式”，运维服务嘉善县内 147 公里的县域道路和 386 万平方米公路绿化，制定全生命周期一体化数字管养方案。

图 28:公司城市智慧运管平台及服务体系



数据来源：公司官网，中信建投证券

已有多个数据资产挂牌交易。2023 年 8 月末，隧道股份运营集团与智能汽车创新发展平台就“低速作业车时空”数据产品的首笔交易在上海数据交易所达成。除首单产品外，基于历史数据、分析能力和监测检测能力，公司先后挂牌了“道路健康状况数据库（长三角）”、“设施健康监测月度数据分析服务”、“市政工程构件级多维信息数据资料集”和“排水管道典型缺陷图库”多个产品，逐步挖掘公司作为城市运营服务商和规划设计方的数据优势。随着我国数据交易的进一步成熟和对数据运用的进一步明确，公司将挖掘更多数据资产。

表 1：“低速作业车时空”数据产品内容说明

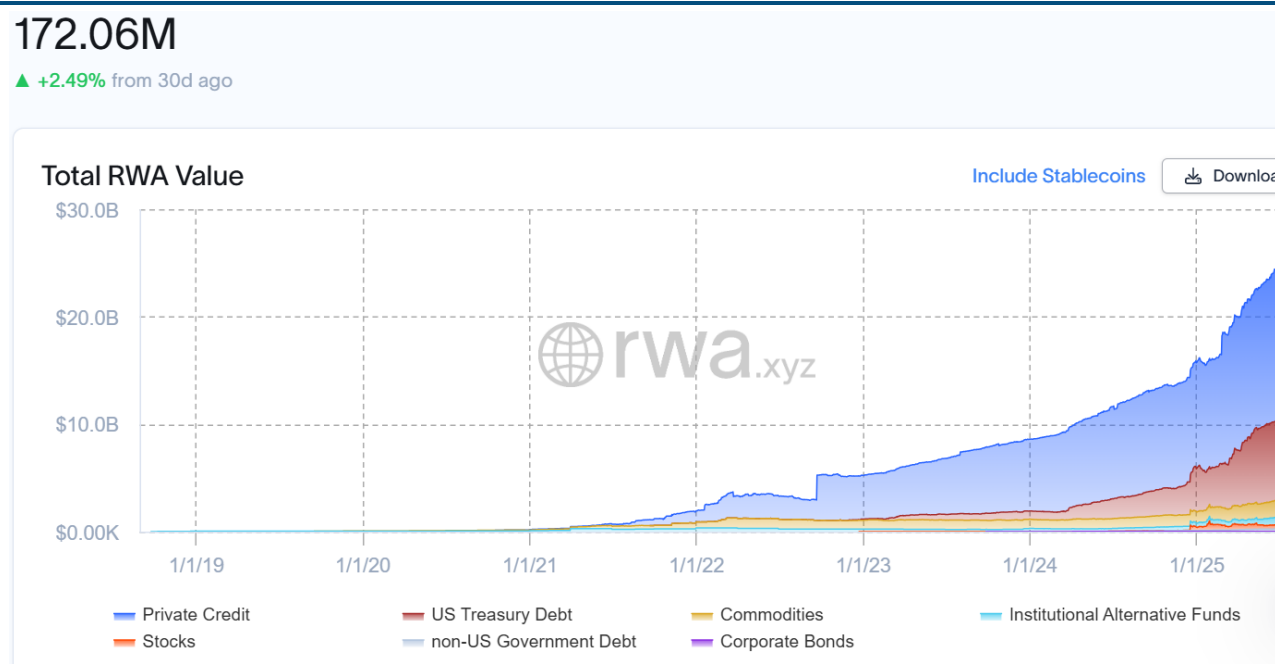
字段名称	字段描述	示例值
输入字段		
车辆类型码	车辆类型的编码	1
起始时间	需查询数据的起始时间	2023/1/714:00
结束时间	需查询数据的结束时间	2023/1/714:59
输出字段		
车辆编号	脱敏的伪随机车辆编号	0
经度坐标	低速作业车辆的位置的经度坐标	121.431305
纬度坐标	低速作业车辆的位置的纬度坐标	30.981718
车速	低速作业车辆的速度（km/h）	0
方向	低速作业车辆的朝向 0-360 °	64
车辆类型	低速作业车辆的类型字典	1
GPS 采集时间	GPS 数据采集时间	2023/1/714:49
更新上传时间	数据更新上传时间	2023/1/714:51
数据字典		
参数名称	编码	显示值
车辆类型	1	清扫车
车辆类型	2	防撞缓冲车
数据画像		

通过判断低速车辆时空位置与行驶方向，为社会车辆提供即时的预警和引导，避免与低速作业车辆发生碰撞，提升道路运行安全性。

资料来源：上海数据交易所，中信建投证券

有望受益于 RWA 市场的快速增长和 RDA 应用。RWA（RealWorldAssets）直译为真实世界资产，目前实践基本可以理解为通过区块链技术将实体资产转化为数字世界可交易的权证，随着市场和各国政府对稳定币等资产的关注度和需求提升，RWA 这一新模式规模预计将迎来快速增长。从国内较为有代表性的朗新集团与协鑫能源发行案例来看，实体资产 RWA 发行需要经历把实体资产上链-链上合规发行代币的流程，更多形式尚在探索。上海数交所提出了 RDA（RealDataAssets）新范式，即采用区块链技术实现资产数据化，采用智能合约确保资产数据真实可信并封装，基于 RDA 资产对接传统金融资产发行要求，例如信贷、股权融资、ABS 发行和境外募资，这一模式拓宽了融资渠道，提升了资产可信度。隧道股份作为城市运营服务商、基础设施投资商和数据资产生产商，同时具有优质资产持有、数据生产、数据交易经验等多重优势，有望受益于 RWA 市场的快速增长和 RDA 的落地应用。

图 29:全球 RWA 规模快速增长（不含稳定币）

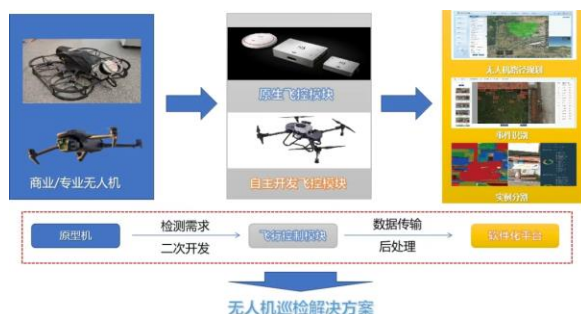


数据来源: rwa.xyz, 中信建投证券

2.2 机器人+低空多环节覆盖提升运营养护效率

运营养护多环节应用机器人+低空巡查提升效率。基于智慧运维、城市运营的丰富经验，城建运营也开始引入无人机加入巡检、应急处理环节，提升监测运营养护效率，降低巡检成本和对交通的影响，提升应急响应能力。例如城市运营开发了“无人机自动化路径规划与裂缝病害智能识别算法”等一系列“低空+智慧巡检”技术，让城市交通道路运维更具速度与精度。例如，依托会飞的桥梁“CT机”，实现桥梁底部、侧面、桥墩立柱等盲区无死角检测，并搭建智能化监测业务流程系统，借助多类型高精传感器，实现城市空间条件下桥梁全自动、全天候的24小时智能巡检。此外，城市运营、城建设计还分别应用无人巡检机器人、无人机对城市轨交、海岸线进行巡检/勘测，低空巡检与机器人的加入有望大幅提升运营效率，降低运营养护成本。

图 30:公司无人机巡检方案



数据来源：公司官网，中信建投证券

图 31:智能巡检车识别能力演示



数据来源：公司官网，中信建投证券

2.2 信息化实力较强，自主研发垂类大模型应用

公司已广泛应用 AI 赋能，创设业内首个交通垂类大模型。公司积极拥抱新技术和人工智能应用，在数智交通实验室创设初始就提出把人工智能嵌入交通模型中应用，并推出了相关决策应用平台。2025 年公司创设中城交（上海）科技有限公司，系业内首个交通领域的垂类大模型企业，开发了“通达大模型”这一产品，既能提供专业知识服务；也能够充当各类管理平台的算法基石和中央大脑，实现辅助决策功能。与通用大模型相比，交通专用大模型可以更好地满足垂直领域在场景适配、结果可信等方面的要求。

图 32:中城交开发的通达大模型已开始试点应用

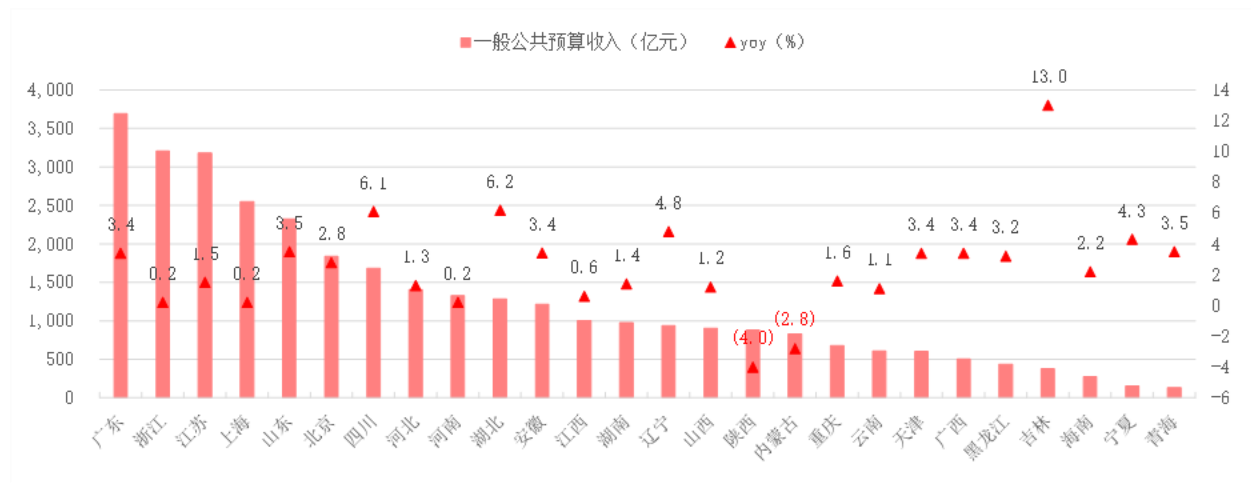


数据来源：公司官网，中信建投证券

三、经营质量优势明显，投资业务增厚利润保障分红

财政对基建形成软约束，上海市场潜力较高。一揽子化债政策以来，我国已发行再融资专项债用于存量债务置换等，地方政府债务问题得到有效化解。但由于地产、土地市场下降，各地财政收入增长压力仍较大，财力约束仍然存在。最新的中央城市工作会议也指出要提升城市发展动能、实现内涵式发展，上海在产业发展、经济动能方面优势较大。2025 年 6 月上海市政府常务会议原则上同意《上海市轨道交通网规划（2025—2035 年）》，19 号线、20 号线、嘉闵线、22 号线、21 号线等线路将加快建设，上海东站、宝山站、第三机场等重大基建工程也在稳步推进。

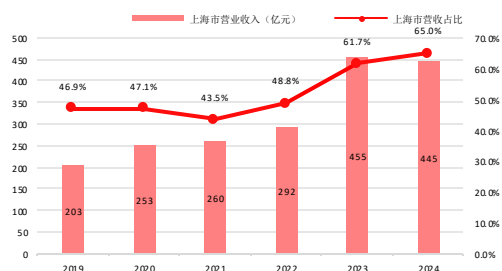
图 33:部分省市 2025Q1 财政收入情况



数据来源：各地政府官网，wind，企业预警通，中信建投证券

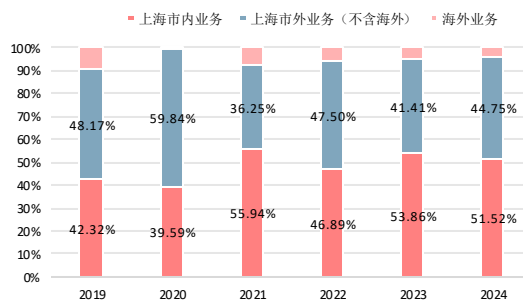
隧道股份的营业收入和订单分布集中于上海。公司的营业收入和订单集中分布于长三角、珠三角地区，其中以上海表现尤为突出。上海地区 2019-2024 年营收占比持续攀升，从 2019 年的 46.9% 增长至 2024 年的 65.0%。从施工地域分布来看，2019 年-2024 年上海市内业务占比始终保持较高水平，2021 年一度升至 55.94%，2024 年稳定在 51.52%。

图 34:2019 年-2024 年隧道股份上海营收占比情况



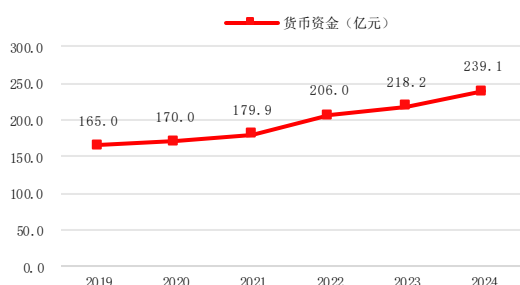
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 35:2019 年-2024 年隧道股份施工业务地域占比情况

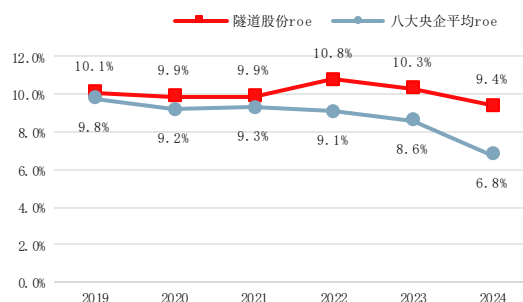


数据来源：公司公告，中信建投证券

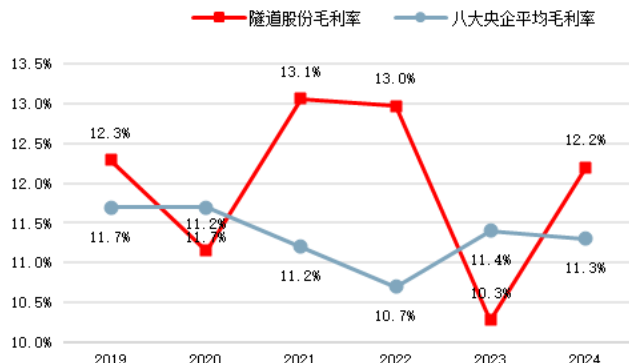
经营质量向好，分红比例提升。2019年至2024年，公司货币资金持续增长，从2019年的165亿元增至239.1亿元。同期，隧道股份的ROE维持在9.4%-10.8%之间，2022年达10.8%。2022年至今，隧道股份ROE高于八大央企平均水平的差距越来越大。2024年，隧道股份毛利率为12.2%，高于八大央企平均值11.3%。公司也注重投资者回报，连续多年分红比例保持在30%以上，2023年起分红率提升至35%以上。

图 36:2019 年-2024 年隧道股份货币资金变化


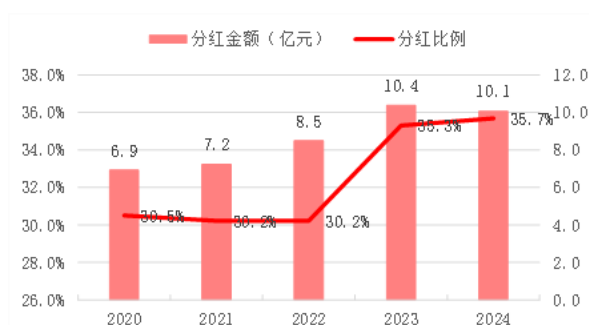
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 37:2019 年-2024 年隧道股份 ROE 变化


数据来源：公司公告，中信建投证券

图 38:2019 年-2024 年公司毛利率变化


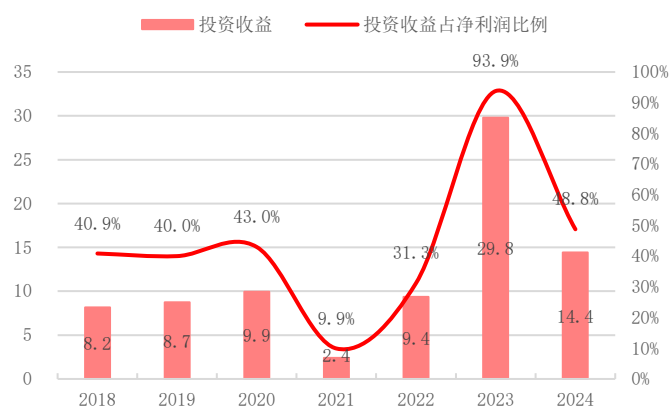
数据来源：公司公告，wind，中信建投证券

图 39:分红比例提升


数据来源：公司公告，中信建投证券

投资能力突出增厚利润。投资收益对净利润维持较高的贡献度，2019年至2024年，隧道股份投资收益与净利润的比例波动上升，2019年为40.05%，2023年高达93.9%，2024年稳定在48.8%。公司投资业务主要由基础设施投资和金融投资构成。金融投资方面，公司旗下的上海胜超（公司旗下城建投资为基金管理人，公司合计出资占比62%）参与徐工混改，旗下上海建元参与发起华大九天，此外公司及公司参控股公司还参与了中交设计、外高桥等多项定增，相关投资收益均有效增厚公司利润。

图 40:公司投资收益以及投资收益占净利润比重（单位：亿元）



数据来源：公司公告，中信建投证券

四、投资建议：维持盈利预测、买入评级和目标价 9.18 元不变

维持盈利预测、买入评级和目标价 9.18 元不变。在基建进入存量提质增效背景下，公司正逐渐从设计施工走向基础设施全周期服务，积极拥抱数字化信息化，在数据资产、交通大数据平台、AI 大模型研发、智慧运维平台等领域均形成了实际成果，在数据交易、低空经济等领域有望打造新增长极。我们预测公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.94/0.97/1.01 元，维持买入评级与目标价 9.18 元不变。

表 2:重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	74,193.25	68,815.54	72,411.52	75,728.26	79,130.42
YoY(%)	13.66	-7.25	5.23	4.58	4.49
净利润(百万元)	2,938.83	2,841.02	2,942.27	3,055.82	3,182.89
YoY(%)	4.61	-3.33	3.56	3.86	4.16
毛利率(%)	10.28	12.15	11.90	11.94	11.99
净利率(%)	3.96	4.13	4.06	4.04	4.02
ROE(%)	10.16	8.20	8.05	7.93	7.84
EPS(摊薄/元)	0.93	0.90	0.94	0.97	1.01
P/E(倍)	7.70	7.97	7.69	7.41	7.11
P/B(倍)	0.78	0.74	0.70	0.66	0.62

资料来源：iFind，中信建投证券

风险分析

- 1、房地产市场持续低迷可能对建筑企业造成多方面不利影响。房地产对建筑企业的影响主要体现在：
 - 1) 当前土地市场低迷，地方政府土地出让收入较大幅度下滑，对基建资金来源造成不利影响；
 - 2) 房地产行业下行影响了房建企业的新增合同，公司存在房建合同，可能受此影响；
- 2、新业务拓展可能不及预期。公司的智慧运维、数据要素等业务领域较为新颖，向外拓展可能不及预期。
- 3、公司在全国范围内持有较多特许经营权类资产，受地方经济发展情况、竞争性交通方式（高铁、飞机等）和同向新建高速影响较大，如公司持有的隧道、高速通行量不及预期，相关资产的受益可能受到影响。
- 4、公司营收、业绩受建筑施工板块影响较大，目前该板块营收占比约 80%。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	87,148.42	98,540.41	95,270.74	96,483.45	98,099.11
现金	21,818.13	23,908.47	16,760.74	14,400.13	12,350.68
应收票据及应收账款合计	60,613.85	69,631.36	73,269.97	76,626.04	80,068.53
其他应收款	1,258.40	1,067.16	1,122.92	1,174.36	1,227.12
预付账款	815.04	950.37	1,000.03	1,045.84	1,092.82
存货	1,174.53	1,158.88	1,222.92	1,278.38	1,335.04
其他流动资产	1,468.46	1,824.17	1,894.15	1,958.71	2,024.93
非流动资产	74,767.23	74,203.73	75,322.19	76,851.20	78,207.42
长期投资	8,023.74	6,694.37	8,168.08	10,001.87	11,564.46
固定资产	4,400.85	3,928.83	5,962.81	6,977.88	8,039.74
无形资产	4,894.71	4,942.07	4,118.93	3,295.68	2,472.32
其他非流动资产	57,447.93	58,638.46	57,072.36	56,575.78	56,130.90
资产总计	161,915.65	172,744.13	170,592.93	173,334.66	176,306.53
流动负债	96,196.25	108,237.45	108,357.34	113,276.06	118,301.82
短期借款	6,101.94	5,530.76	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	73,617.19	78,546.44	82,886.88	86,646.43	90,486.47
其他流动负债	16,477.12	24,160.25	25,470.46	26,629.63	27,815.35
非流动负债	30,065.69	25,116.38	20,813.69	16,526.71	12,275.09
长期借款	26,638.59	21,761.06	17,458.37	13,171.39	8,919.77
其他非流动负债	3,427.10	3,355.32	3,355.32	3,355.32	3,355.32
负债合计	126,261.94	133,353.82	129,171.03	129,802.77	130,576.91
少数股东权益	6,716.38	4,754.05	4,873.16	4,996.87	5,125.72
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	19,334.23	25,114.28	27,026.76	29,013.04	31,081.92
归属母公司股东权益	28,937.33	34,636.26	36,548.74	38,535.02	40,603.90
负债和股东权益	161,915.65	172,744.13	170,592.93	173,334.66	176,306.53

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,178.37	4,587.10	6,660.78	6,500.74	6,646.78
净利润	3,174.53	2,956.04	3,061.38	3,179.53	3,311.74
折旧摊销	1,670.49	1,438.18	1,555.26	1,604.77	1,606.38
财务费用	1,730.17	1,580.63	1,500.19	1,868.24	1,658.90
投资损失	-2,979.29	-1,442.34	-1,496.71	-1,860.55	-1,587.47
营运资金变动	-735.86	-77.23	1,772.60	1,345.38	1,360.65
其他经营现金流	318.34	131.83	268.06	363.37	296.58
投资活动现金流	-1,738.32	2,537.15	-1,445.07	-1,636.61	-1,671.70
资本支出	1,847.41	1,260.49	1,200.00	1,300.00	1,400.00
长期投资	50.08	2,884.99	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-3,635.81	-1,608.33	-2,645.07	-2,936.61	-3,071.70
筹资活动现金流	-646.14	-4,719.80	-	-7,224.75	-7,024.53
短期借款	-1,570.20	-571.18	-5,530.76	0.00	0.00
长期借款	1,773.73	-4,877.53	-4,302.69	-4,286.97	-4,251.62
其他筹资现金流	-849.68	728.91	-2,529.99	-2,937.78	-2,772.91
现金净增加额	810.14	2,390.44	-7,147.73	-2,360.62	-2,049.45

资料来源：公司公告，iFinD，中信建投证券

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	74,193.25	68,815.54	72,411.52	75,728.26	79,130.42
营业成本	66,565.15	60,451.85	63,792.40	66,685.87	69,641.29
营业税金及附加	168.34	156.28	164.44	171.98	179.70
销售费用	7.29	7.27	7.65	8.00	8.36
管理费用	1,874.41	1,933.20	2,034.22	2,127.40	2,222.97
研发费用	2,976.86	2,630.61	2,768.07	2,894.86	3,024.91
财务费用	1,730.17	1,580.63	1,500.19	1,868.24	1,658.90
资产减值损失	-74.93	-48.21	-50.73	-53.06	-55.44
信用减值损失	-213.12	9.85	10.37	10.84	11.33
其他收益	171.86	137.34	154.60	145.97	150.28
公允价值变动收益	17.23	86.54	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2,979.29	1,442.34	1,496.71	1,860.55	1,587.47
资产处置收益	158.92	50.18	104.55	77.36	90.96
营业利润	3,910.29	3,733.74	3,860.03	4,013.59	4,178.88
营业外收入	39.39	20.26	29.82	25.04	27.43
营业外支出	18.38	11.01	13.47	12.65	12.92
利润总额	3,931.29	3,742.99	3,876.38	4,025.98	4,193.40
所得税	756.77	786.95	815.00	846.45	881.65
净利润	3,174.53	2,956.04	3,061.38	3,179.53	3,311.74
少数股东损益	235.70	115.01	119.11	123.71	128.85
归属母公司净利润	2,938.83	2,841.02	2,942.27	3,055.82	3,182.89
EBITDA	7,331.95	6,761.80	6,931.84	7,498.99	7,458.67
EPS (元)	0.93	0.90	0.94	0.97	1.01

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	13.66	-7.25	5.23	4.58	4.49
营业利润(%)	2.00	-4.51	3.38	3.98	4.12
归属于母公司净利润	4.61	-3.33	3.56	3.86	4.16
获利能力					
毛利率(%)	10.28	12.15	11.90	11.94	11.99
净利率(%)	3.96	4.13	4.06	4.04	4.02
ROE(%)	10.16	8.20	8.05	7.93	7.84
ROIC(%)	8.25	7.68	8.58	9.53	9.33
偿债能力					
资产负债率(%)	77.98	77.20	75.72	74.89	74.06
净负债比率(%)	30.63	8.59	1.68	-2.82	-7.50
流动比率	0.91	0.91	0.88	0.85	0.83
速动比率	0.87	0.88	0.85	0.82	0.80
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.40	0.42	0.44	0.45
应收账款周转率	1.22	0.99	0.99	0.99	0.99
应付账款周转率	0.90	0.77	0.77	0.77	0.77
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.93	0.90	0.94	0.97	1.01
每股经营现金流(最新)	1.01	1.46	2.12	2.07	2.11
每股净资产(最新摊薄)	9.20	9.74	10.35	10.98	11.64
估值比率					
P/E	7.70	7.97	7.69	7.41	7.11
P/B	0.78	0.74	0.70	0.66	0.62
EV/EBITDA	5.79	5.38	4.43	3.90	3.69

分析师介绍

竺劲

地产、周期及中小盘研究组组长，房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，13 年证券从业经验。

连续三年（2018-2020）荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），获得 2020 年新财富最佳分析师（房地产行业）入围奖，2020 年机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）大陆区入围奖，2020 年卖方分析师水晶球奖（房地产行业）第 5 名。

曹恒宇

建筑行业分析师

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇
汇电金融金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk