

## 隧道股份 (600820.SH)

## 投资收益驱动 Q2 业绩高增，现金流显著改善

投资收益显著增厚 Q2 业绩，单季扣非业绩高增 58%。2025H1 公司实现营业收入 220 亿元，同降 21%；实现归母净利润 7.3 亿元，同降 7.5%；扣非归母净利润同增 0.2%，增速快于归母业绩，主要因非经收益中非流动资产处置收益同比减少 0.4 亿。分季度看：Q1/Q2 分别实现营业收入 105/115 亿元，同降 25%/18%；实现归母净利润 3.3/4.0 亿元，同比-26%/+16%；扣非归母净利润 2.8/4.0 亿元，同比-34%/+58%，Q2 业绩增长显著提速，主要得益于：1) 单季实现投资收益 3 亿元，同比增加 5.5 亿元；2) 单季减值同比少计提 1.1 亿元。分业务看：施工/设计/基建运营/投资业务分别实现营收 186/5.3/15/7.4 亿元，同比-24%/-26%/+27%/-22%。分区域看：上海/上海以外大陆地区/港澳及其他地区分别实现营收 145/46/27 亿元，同比-28%/-9%/基本持平，上海区域收入下滑较多，预计主要因区域基建开工率相对较低。

毛利率提升、投资收益增加带动归母净利率上行，Q2 现金流显著改善。2025H1 公司综合毛利率 15.4%，同比提升 0.4pct（施工/设计/运营/投资业务毛利率分别同比-1/+5/+7/+10pct），盈利能力稳步提升。期间费用率 11.7%，同比提升 1.25pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比持平/+0.8/持平/+0.45pct，管理费率提升较多预计主要因收入规模下行致刚性成本占比有所提升。资产及信用减值合计计提 0.28 亿元，较同期少计提 1.45 亿元。投资收益 3 亿元，同比增加 2 亿元，主要因：1) 交易性金融资产产生投资收益同增 0.4 亿元（主要系外高桥市值波动贡献）；2) 长期股权投资贡献投资收益同增 1.3 亿元（预计主要由华大九天、徐工机械市值波动贡献）。所得税率同降 3pct。归母净利率 3.3%，同比提升 0.5pct。H1 经营现金流净流出 37 亿元，同比少流出 0.5 亿元；Q2 单季现金流 11.7 亿元，同比多流入 10.3 亿元，显著改善。

积极布局新质生产力产业，加速开拓智慧运营、低空经济等新兴业务。1) 智慧运营：公司参与上海市基建全生命周期，承担全市 95%以上市管道路、100%越江隧道运营养护，沉淀优质交通及市政数据，上半年战略投资中城交（上海）科技，聚力 AI 大模型，打造领先交通垂类大模型品牌，后续依托在手平台有望进一步探索应用场景结合、催生数据产品转化兑现。2) 低空产业：公司积极参与上海低空经济“四张网”建设，具备低空规划设计、施工、数字化及运营全产业链能力，其控股股东城建集团系上海低空经济产业发展股东之一，未来有望核心受益上海低空基建进程提速。

大股东增持彰显发展信心，高股息率具备较强吸引力。5 月公司公告控股股东上海城建集团拟增持公司股份 2.5-5 亿元，且已获工商银行 4.5 亿定向融资支持（当前已增持 1.3 亿元），彰显长期发展信心。自 2012 年以来公司分红率持续高于 30%，且业绩规模总体稳定。假设 2025 年维持上年 35%分红率，当前股价（2025/8/27）对应股息率 5%，具备较强吸引力。

投资建议：上半年公司营收短期承压，下半年有望环比改善，同时考虑投资收益贡献利润弹性，我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 28.8/30.6/32.3 亿元，同增 1.3%/6.3%/5.4%，对应 EPS 分别为 0.92/0.97/1.03 元/股，当前股价 PE 分别为 6.9/6.5/6.2 倍，维持“买入”评级。

风险提示：基建投资下行风险、投资类项目运营期回款不及预期、应收账款减值风险等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	74,216	68,816	63,804	67,174	69,594
增长率 yoy (%)	2.7	-7.3	-7.3	5.3	3.6
归母净利润 (百万元)	2,945	2,841	2,879	3,059	3,225
增长率 yoy (%)	3.1	-3.5	1.3	6.3	5.4
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.94	0.90	0.92	0.97	1.03
净资产收益率 (%)	10.2	8.2	7.3	7.3	7.2
P/E (倍)	6.8	7.0	6.9	6.5	6.2
P/B (倍)	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 08 月 27 日收盘价

买入（维持）

## 股票信息

行业	基础设施建设
前次评级	买入
08 月 27 日收盘价 (元)	6.36
总市值 (百万元)	19,996.45
总股本 (百万股)	3,144.10
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	79.38

## 股价走势



## 作者

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

分析师 李枫婷

执业证书编号：S0680524060001

邮箱：lifengting3@gszq.com

## 相关研究

- 《隧道股份 (600820.SH)：现金流显著改善，25 年预期股息率 5.3%》 2025-04-25
- 《隧道股份 (600820.SH)：投资收益大幅增厚业绩，经营性现金流显著改善》 2024-10-31
- 《隧道股份 (600820.SH)：区域基建龙头转型综合城建运营，数据资产驱动价值重估》 2024-10-19

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	87165	98540	98406	105718	112053
现金	21824	23908	28758	31836	34975
应收票据及应收账款	21844	22503	20899	22702	23473
其他应收款	1261	1067	991	1043	1081
预付账款	815	950	838	882	912
存货	1175	1159	1021	1027	1015
其他流动资产	40247	48952	45900	48228	50596
<b>非流动资产</b>	74767	74204	72409	72196	71854
长期投资	8024	6694	6694	6694	6694
固定资产	4174	3603	4141	4448	4558
无形资产	4895	4942	4697	4452	4206
其他非流动资产	57675	58965	56877	56602	56395
<b>资产总计</b>	161932	172744	170815	177914	183906
<b>流动负债</b>	97662	108237	100170	104601	107765
短期借款	6102	5531	5031	4531	4031
应付票据及应付账款	73620	78546	72165	75480	77680
其他流动负债	17939	24160	22975	24590	26055
<b>非流动负债</b>	28605	25116	26448	26198	25948
长期借款	19981	19025	18725	18425	18125
其他非流动负债	8624	6092	7723	7773	7823
<b>负债合计</b>	126266	133354	126618	130799	133713
少数股东权益	6716	4754	4874	5001	5136
股本	3144	3144	3144	3144	3144
资本公积	6459	6378	6378	6378	6378
留存收益	18501	20284	22942	25734	28677
归属母公司股东权益	28949	34636	39322	42114	45057
<b>负债和股东权益</b>	161932	172744	170815	177914	183906

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	3181	4587	2382	4399	4572
净利润	3181	2956	2999	3186	3359
折旧摊销	1670	1438	1228	1363	1492
财务费用	1826	1762	761	762	745
投资损失	-2979	-1442	-1595	-1545	-1427
营运资金变动	-897	-91	-952	597	369
其他经营现金流	380	-35	-58	36	33
<b>投资活动现金流</b>	-1738	2537	2207	459	344
资本支出	-1938	-1052	-1138	-1136	-1133
长期投资	50	2885	50	50	50
其他投资现金流	149	704	3295	1545	1427
<b>筹资活动现金流</b>	-646	-4720	228	-1779	-1776
短期借款	-1570	-571	-500	-500	-500
长期借款	-2132	-956	-300	-300	-300
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	3603	-3111	1028	-979	-976
<b>现金净增加额</b>	812	2390	4849	3079	3139

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	74216	68816	63804	67174	69594
营业成本	66577	60452	55870	58816	60793
营业税金及附加	169	156	147	154	160
营业费用	7	7	6	7	7
管理费用	1878	1933	1723	1814	1879
研发费用	2977	2631	2425	2519	2610
财务费用	1730	1581	1522	1475	1426
资产减值损失	-75	-48	-50	-50	-50
其他收益	172	137	128	134	139
公允价值变动收益	17	87	0	0	0
投资净收益	2979	1442	1595	1545	1427
资产处置收益	159	50	51	54	56
<b>营业利润</b>	3917	3734	3786	4023	4241
营业外收入	39	20	21	23	24
营业外支出	18	11	12	12	13
<b>利润总额</b>	3938	3743	3796	4033	4252
所得税	757	787	797	847	893
<b>净利润</b>	3181	2956	2999	3186	3359
少数股东损益	236	115	120	127	134
<b>归属母公司净利润</b>	2945	2841	2879	3059	3225
EBITDA	4239	5222	6545	6871	7171
EPS (元/股)	0.94	0.90	0.92	0.97	1.03

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	2.7	-7.3	-7.3	5.3	3.6
营业利润(%)	1.1	-4.7	1.4	6.2	5.4
归属母公司净利润(%)	3.1	-3.5	1.3	6.3	5.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	10.3	12.2	12.4	12.4	12.6
净利率(%)	4.0	4.1	4.5	4.6	4.6
ROE(%)	10.2	8.2	7.3	7.3	7.2
ROIC(%)	2.9	4.0	5.3	5.4	5.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	78.0	77.2	74.1	73.5	72.7
净负债比率	39.3	29.7	13.3	4.3	-3.7
流动比率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6
<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	2.9	3.1	3.0
应付账款周转率	1.0	0.8	0.7	0.8	0.8
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.94	0.90	0.92	0.97	1.03
每股经营现金流(最新摊薄)	1.01	1.46	0.76	1.40	1.45
每股净资产(最新摊薄)	9.21	11.02	12.51	13.39	14.33
<b>估值比率</b>					
P/E	6.8	7.0	6.9	6.5	6.2
P/B	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	7.6	6.6	4.0	3.2	2.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月27日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com