

公司研究

铁路、城轨新签合同快速增长，低空领域持续拓展

——中国通号（688009.SH、3969.HK）2025 年中报点评

要点

25H1 业绩实现稳健增长

中国通号公布 2025 年半年报，实现营业收入 146.65 亿元，同比增长 2.91%；实现归母净利润 16.21 亿元，同比增长 1.34%。毛利率为 28.76%，同比下降 0.60 个百分点；净利率为 12.70%，同比下降 0.35 个百分点。

在手订单、项目持续履约，多项业务收入快速增长

2025H1，公司铁路、城市轨道交通、海外、工程总承包及其他业务分别实现收入 83.24、39.16、9.44、14.80 亿元，同比-7.87%、+12.85%、+55.92%、+29.93%。其中，铁路收入同比下滑，是受项目结构化的施工进度差异影响；城轨收入同比提升，主要由于在手订单存量较大、新签合同有一定增量，且施工进度正常；海外业务收入同比高增，主要由于几内亚马西铁路项目等海外项目的确收同比增加；工程总承包业务收入同比较快增长，主要由于前期承接项目履约进度增加。

铁路、城轨新签合同快速增长，整体业务结构趋于优化

截至 25H1，公司在手订单 1175.63 亿元；累计新签合同总额 175.68 亿元，同比下降 16.44%，其中铁路、城轨、海外、工程总承包及其他领域新签合同额分别为 111.4、37.74、18.75、7.48 亿元，同比+12.64%、+26.51%、-47.16%、-83.74%。公司高铁改造项目承揽合同额 14.80 亿元，同比增长 74.86%；市政房建新签合同额压降至 2.12 亿元，占新签合同总额比例为 1.21%，新产业等其他市场新签合同额 5.36 亿元，整体业务结构趋于优化。

持续布局低空经济，开启第二增长曲线

低空领域，公司在全国 34 个城市开展 49 处场景服务，以无人机巡检业务为主，累计飞行时长约 1.7 万小时，飞行架次约 3.6 万次，飞行里程超 50 万公里。25H1，公司低空经济领域新签合同 0.3 亿元。下半年，公司将加快推进空域管控、低空通信、感知反制等核心产品的研发升级迭代，积极推动巡检业务规模化落地，并向政务服务“一网统飞”拓展，打造低空综合示范区，形成整场景应用落地，支撑低空业务新签合同额增长及重点领域市场占有率提升。

维持“买入”评级

维持公司 25-27 年归母净利润预测 37.8/41.1/45.0 亿元，对应 EPS 分别为 0.36/0.39/0.42 元。公司业务结构持续优化，未来有望受益于轨交设备更新与维保需求提升，低空经济领域布局有望开启第二增长曲线，维持公司 A 股和 H 股“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险、城轨景气下滑风险、海外项目推进不顺风险

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	37,002	32,473	35,006	37,662	40,141
营业收入增长率	-7.96%	-12.24%	7.80%	7.59%	6.58%
归母净利润（百万元）	3,477	3,495	3,780	4,114	4,498
归母净利润增长率	-4.30%	0.50%	8.17%	8.82%	9.34%
EPS（元）	0.33	0.33	0.36	0.39	0.42
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.43%	7.28%	7.56%	7.92%	8.32%
P/E（A 股）	17	17	16	14	13
P/E（H 股）	10	9	9	8	7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-09-01；汇率：按 1HKD=0.91183CNY 换算

A 股：买入（维持）

当前价：5.57 元

H 股：买入（维持）

当前价：3.43 港元

作者

分析师：陈佳宁

执业证书编号：S0930512120001

021-52523851

chenjianing@ebscn.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

0755-23915357

huangshuaibin@ebscn.com

分析师：汲萌

执业证书编号：S0930524010002

021-52523859

jimeng@ebscn.com

分析师：李佳琦

执业证书编号：S0930524070006

021-52523836

lijiaqi@ebscn.com

分析师：夏天宇

执业证书编号：S0930525070006

021-52523805

xiatianyu@ebscn.com

分析师：庄晓波

执业证书编号：S0930524070018

021-52523416

zhuangxiaobo@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	105.90
总市值(亿元):	589.85
一年最低/最高(元):	4.53/7.32
近 3 月换手率:	18.74%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.63	-3.94	-23.47
绝对	4.50	13.49	15.09

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	37,002	32,473	35,006	37,662	40,141
营业成本	27,472	22,985	24,778	26,628	28,358
折旧和摊销	650	653	640	674	712
税金及附加	257	282	280	301	321
销售费用	893	852	910	979	1,044
管理费用	2,336	2,389	2,555	2,712	2,850
研发费用	1,862	1,912	2,030	2,184	2,328
财务费用	-300	-236	-213	-284	-348
投资收益	145	129	150	150	150
营业利润	4,661	4,687	5,053	5,476	5,958
利润总额	4,690	4,731	5,093	5,516	5,998
所得税	675	662	713	772	840
净利润	4,015	4,069	4,380	4,744	5,158
少数股东损益	538	574	600	630	660
归属母公司净利润	3,477	3,495	3,780	4,114	4,498
EPS(元)	0.33	0.33	0.36	0.39	0.42

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,058	5,236	5,544	5,463	5,726
净利润	3,477	3,495	3,780	4,114	4,498
折旧摊销	650	653	640	674	712
净营运资金增加	-1,091	2,550	-1,121	-1,134	-1,098
其他	-979	-1,461	2,245	1,809	1,614
投资活动产生现金流	-1,823	-587	-832	-835	-835
净资本支出	-679	-712	-900	-900	-900
长期投资变化	1,532	1,807	-75	-75	-75
其他资产变化	-2,675	-1,681	143	140	140
融资活动现金流	-1,462	-4,260	-1,722	-1,907	-2,024
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,081	-2,203	-133	0	0
无息负债变化	-494	-457	3,795	4,318	3,909
净现金流	-1,222	386	2,990	2,721	2,867

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	25.8%	29.2%	29.2%	29.3%	29.4%
EBITDA 率	14.3%	15.9%	15.8%	15.9%	16.0%
EBIT 率	12.5%	13.8%	13.9%	14.1%	14.3%
税前净利润率	12.7%	14.6%	14.6%	14.6%	14.9%
归母净利润率	9.4%	10.8%	10.8%	10.9%	11.2%
ROA	3.4%	3.5%	3.5%	3.6%	3.7%
ROE (摊薄)	7.4%	7.3%	7.6%	7.9%	8.3%
经营性 ROIC	43.4%	33.2%	38.9%	46.3%	55.1%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	59%	57%	57%	58%	58%
流动比率	1.40	1.44	1.45	1.46	1.47
速动比率	1.35	1.39	1.40	1.40	1.41
归母权益/有息债务	7.97	13.10	14.15	14.69	15.30
有形资产/有息债务	19.65	31.14	34.07	36.00	37.88

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	118,990	117,891	124,131	131,003	137,698
货币资金	22,574	22,577	25,567	28,288	31,156
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	22,876	26,973	27,998	29,263	30,282
应收票据	1,059	1,105	1,050	1,130	1,204
其他应收款 (合计)	1,537	1,613	1,756	1,890	2,014
存货	3,206	3,454	3,709	3,984	4,242
其他流动资产	1,884	1,603	1,603	1,603	1,603
流动资产合计	92,510	91,106	97,022	103,589	110,018
其他权益工具	1,223	1,213	1,213	1,213	1,213
长期股权投资	1,532	1,807	1,882	1,957	2,032
固定资产	5,123	4,957	4,873	4,811	4,752
在建工程	400	809	1,027	1,190	1,313
无形资产	2,588	2,627	2,673	2,719	2,764
商誉	283	263	263	263	263
其他非流动资产	6,566	6,391	6,391	6,391	6,391
非流动资产合计	26,481	26,785	27,109	27,413	27,680
总负债	70,116	67,455	71,117	75,435	79,343
短期借款	2,452	143	0	0	0
应付账款	49,670	42,736	44,600	46,598	48,208
应付票据	1,416	1,776	1,734	1,864	1,985
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	938	3,929	3,929	3,929	3,929
流动负债合计	66,244	63,224	66,875	71,183	75,082
长期借款	2,980	3,334	3,334	3,334	3,334
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	709	724	724	724	724
非流动负债合计	3,872	4,231	4,242	4,252	4,262
股东权益	48,875	50,436	53,014	55,568	58,354
股本	10,590	10,590	10,590	10,590	10,590
公积金	18,245	18,442	18,820	19,232	19,681
未分配利润	15,044	16,343	17,945	19,457	21,134
归属母公司权益	46,812	48,025	50,004	51,927	54,054
少数股东权益	2,063	2,411	3,011	3,641	4,301

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	2.41%	2.62%	2.60%	2.60%	2.60%
管理费用率	6.31%	7.36%	7.30%	7.20%	7.10%
财务费用率	-0.81%	-0.73%	-0.61%	-0.75%	-0.87%
研发费用率	5.03%	5.89%	5.80%	5.80%	5.80%
所得税率	14%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.17	0.17	0.21	0.22	0.24
每股经营现金流	0.19	0.49	0.52	0.52	0.54
每股净资产	4.42	4.54	4.72	4.90	5.10
每股销售收入	3.49	3.07	3.31	3.56	3.79

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	17	17	16	14	13
PB	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	12.0	11.5	10.6	9.7	9.0
股息率	3.1%	3.1%	3.7%	4.0%	4.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP