

2025 年 10 月 31 日

投资评级：买入（维持）

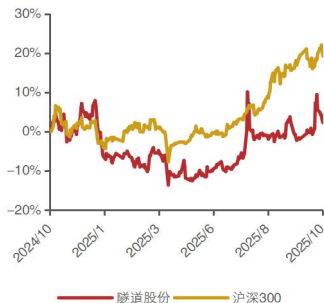
证券分析师

王彬鹏
SAC: S1350524090001
wangbinpeng@huayuanstock.com
戴铭余
SAC: S1350524060003
daimingyu@huayuanstock.com
郇悦轩
SAC: S1350524080001
liyexuan@huayuanstock.com

联系人

唐志玮
tangzhiwei@huayuanstock.com
林高凡
lingaofan@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 10 月 31 日

收盘价（元）	6.60
一年内最高/最低（元）	8.17/5.72
总市值（百万元）	20,751.03
流通市值（百万元）	20,751.03
总股本（百万股）	3,144.10
资产负债率（%）	75.62
每股净资产（元/股）	9.90

资料来源：聚源数据

隧道股份(600820.SH)

——联营投资拖累短期利润，订单与毛利率双升展现修复动能

投资要点：

- **收入与利润阶段下滑，联营投资收益减少拖累单季表现。**公司 2025Q1-3 实现收入 343.95 亿元，同比-19.80%，归母、扣非归母净利润为 12.10、9.83 亿，同比-19.33%、-24.26%。Q3 单季实现收入 123.74 亿，同比-16.70%，归母、扣非归母净利润为 4.83、3.03 亿元，分别同比-32.36%、-51.07%。Q3 归母净利润下滑主要系联营及合营企业投资收益同比减少影响；扣非归母净利润降幅明显主要因非经常性损益同比增加 0.85 亿元至 1.80 亿元，其中非流动资产处置损益同比增加 1.92 亿元。
- **新签订单保持增长，运营与境外业务表现突出。**2025 年前三季度，公司新签订单 690.29 亿元，同比+5.06%；其中 Q3 单季度新签订单 228.22 亿元，同比+16.56%。分业务看，25Q1-3 公司施工、设计、运营及数字业务新签合同额分别为 585.90、34.37、65.49、4.52 亿元，同比+2.85%、-9.93%、+46.60%、-0.19%；其中 Q3 单季度运营与数字业务合同额分别同比+151.01%、+28.31%至 14.32、2.85 亿元，表现较为亮眼。施工业务中，道路、房产、环境工程类订单增速较快，前三季度分别新签 141.98、110.56、32.20 亿元，同比+117.13%、+72.23%、+24.81%。分区域来看，2025Q1-3 公司上海市外及境外施工业务新签订单分别为 269.63、39.01 亿元，同比+7.08%、+35.44%，显示公司市外与海外市场拓展步伐持续加快。
- **毛利率显著提升，费用率上升受收入下滑影响。**2025Q1-3 公司综合毛利率为 15.90%，同比+4.25pct，Q3 单季度毛利率为 16.80%，同比+11.37pct。25 年前三季度公司期间费用率为 12.72%，同比+2.37pct，其中销售、管理、研发、财务费用率同比分别持平、+0.87、+1.15、+0.34pct，期间费用率提升或因收入规模下行致刚性成本占比有所提升；资产及信用减值损失合计冲回 0.20 亿元，同比少损失 1.75 亿元；投资净收益同比减少 11.86 亿元至 4.05 亿元，公允价值变动损失同比增加 1.74 亿元。综合影响下，公司 2025Q1-3 净利率为 3.58%，同比-0.19pct，Q3 单季净利率为 4.08%，同比-1.11pct。25Q1-3 公司经营现金净流入 3.57 亿元，同比少流入 20.35 亿元；收现比、付现比分别提升至 118.65%、118.72%，同比分别+13.56pct、+21.89pct。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 29.96/31.62/33.64 亿元，同比增速分别为 5.46%/5.52%/6.42%，当前股价对应的 PE 分别为 6.93/6.56/6.17 倍。考虑到公司区域市场优势稳固、海外业务拓展提速，同时维持高分红水平，我们认为公司经营韧性与估值优势兼备，维持“买入”评级。

- **风险提示：基建投资增速不及预期，分红不及预期，数字化业务不及预期。**

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	74,193	68,816	72,613	76,656	80,968
同比增长率（%）	13.66%	-7.25%	5.52%	5.57%	5.63%
归母净利润（百万元）	2,939	2,841	2,996	3,162	3,364
同比增长率（%）	4.61%	-3.33%	5.46%	5.52%	6.42%
每股收益（元/股）	0.93	0.90	0.95	1.01	1.07
ROE（%）	10.16%	8.20%	8.18%	8.17%	8.23%
市盈率（P/E）	7.06	7.30	6.93	6.56	6.17

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	23,908	21,784	22,997	24,290
应收票据及账款	69,631	61,717	68,038	75,313
预付账款	950	1,003	1,059	1,118
其他应收款	1,067	1,126	1,189	1,256
存货	1,159	1,222	1,290	1,362
其他流动资产	1,824	1,885	1,887	1,865
流动资产总计	98,540	88,737	96,460	105,204
长期股权投资	6,694	8,158	9,566	10,964
固定资产	3,929	4,075	4,537	5,192
在建工程	1,070	1,513	1,882	1,283
无形资产	4,942	4,791	4,763	4,852
长期待摊费用	103	100	97	91
其他非流动资产	57,466	56,305	56,777	56,856
非流动资产合计	74,204	74,942	77,621	79,238
资产总计	172,744	163,678	174,081	184,442
短期借款	5,531	4,540	4,510	4,376
应付票据及账款	78,546	74,385	80,684	86,802
其他流动负债	24,160	19,473	21,447	24,263
流动负债合计	108,237	98,397	106,641	115,442
长期借款	21,761	20,385	20,251	19,249
其他非流动负债	3,355	3,332	3,371	3,553
非流动负债合计	25,116	23,717	23,623	22,802
负债合计	133,354	122,115	130,264	138,243
股本	3,144	3,144	3,144	3,144
资本公积	6,378	6,378	6,378	6,378
留存收益	25,114	27,102	29,164	31,364
归属母公司权益	34,636	36,624	38,686	40,886
少数股东权益	4,754	4,939	5,131	5,313
股东权益合计	39,390	41,564	43,817	46,199
负债和股东权益合计	172,744	163,678	174,081	184,442

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	2,956	1,793	2,000	2,219
折旧与摊销	1,438	1,013	1,093	1,196
财务费用	1,581	1,203	1,145	1,108
投资损失	-1,442	-1,496	-1,435	-1,428
营运资金变动	-77	-1,170	1,764	1,483
其他经营现金流	132	1,781	1,733	1,462
经营性现金净流量	4,587	3,124	6,300	6,041
投资性现金净流量	2,537	-674	-2,677	-1,338
筹资性现金净流量	-4,720	-4,575	-2,410	-3,409
现金流量净额	2,390	-2,125	1,213	1,294

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	68,816	72,613	76,656	80,968
营业成本	60,452	63,767	67,304	71,059
税金及附加	156	187	212	232
销售费用	7	8	8	9
管理费用	1,933	2,098	2,215	2,339
研发费用	2,631	2,834	2,992	3,160
财务费用	1,581	1,203	1,145	1,108
资产减值损失	-48	-70	-80	-66
信用减值损失	10	-128	-110	-106
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	1,442	1,496	1,435	1,428
公允价值变动损益	87	42	48	59
资产处置收益	50	92	100	81
其他收益	137	158	156	151
营业利润	3,734	4,107	4,330	4,606
营业外收入	20	25	28	25
营业外支出	11	18	16	15
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	3,743	4,115	4,343	4,616
所得税	787	933	989	1,069
净利润	2,956	3,182	3,353	3,547
少数股东损益	115	185	192	182
归属母公司股东净利润	2,841	2,996	3,162	3,364
EPS(元)	0.90	0.95	1.01	1.07

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-7.25%	5.52%	5.57%	5.63%
营业利润增长率	-4.51%	10.00%	5.42%	6.38%
归母净利润增长率	-3.33%	5.46%	5.52%	6.42%
经营现金流增长率	44.32%	-31.90%	101.68%	-4.12%
盈利能力				
毛利率	12.15%	12.18%	12.20%	12.24%
净利率	4.30%	4.38%	4.37%	4.38%
ROE	8.20%	8.18%	8.17%	8.23%
ROA	1.64%	1.83%	1.82%	1.82%
估值倍数				
P/E	7.30	6.93	6.56	6.17
P/S	0.30	0.29	0.27	0.26
P/B	0.68	0.64	0.60	0.56
股息率	4.85%	4.86%	5.30%	5.61%
EV/EBITDA	7	8	8	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。