

# 业绩因投资收益下降承压，毛利率提升——2025 年年报点评

隧道股份 (600820.SH)

## 核心观点

公司 2025 年实现营业收入 579.3 亿元，同比下降 15.8%，实现归母净利润 22.1 亿元，同比下降 22.1%，业绩下降主因投资收益较上年同期少 12.5 亿元，经营质量显著提升，业务结构转型加快，毛利率较上年提升 1.8 个百分点至 14.0%。新签方面 2025 年整体新签同比持平，运营业务和境外工程实现高速增长。在资本运营方面，公司积极参与一二级市场投资，参与外高桥、中国能建定增，发行首单隧道 REIT 打通投建管退循环。

## 事件

公司公告 2025 年年报，实现营业收入 579.3 亿元，同比下降 15.8%，实现归母净利润 22.1 亿元，同比下降 22.1%。2025 年公司合计分红 6.3 亿元。

## 简评

毛利率上行，业绩因投资收益下降而承压。公司 2025 年实现营业收入 579.3 亿元，同比下降 15.8%，实现归母净利润 22.1 亿元，同比下降 22.1%，业绩下降主因投资收益较上年同期少 12.5 亿元：1) 建元一期基金投资收益降幅较多，2025 年确认投资收益为-3.6 亿元，上年同期为 5.7 亿元，减少 9.3 亿元；2) 公司持有的证券公允价值变动损益降幅较多，较上年下降 0.9 亿元。公司毛利率和经营质量提升，2025 年毛利率录得 14.0%，较上年提升 1.8 个百分点，设计/运营/制造/投资业务毛利率和毛利占比均实现上升，业务结构转型加快。公司费用率因营收降幅较大较上年提升 0.8 个百分点至 9.7%，但三费绝对值均下降，经营性现金流净额录得 21.9 亿元，较上年下降 24 亿元。

运营业务与境外工程高速增长。公司 2025 年合计新签合同额 1030.4 亿元，与上年基本持平。订单结构持续优化，公司施工/设计/运营/数字新签合同额同比-1.5%/-23.8%/+58.9%/-1.3%，运营业务新签 77.7 亿元，同比实现高增长。从施工业务地区结构来看，公司上海市内规模收缩，同比下降 33.2%，市外业务同比增长 17.7%，港澳及东南亚等境外新签规模保持高增，同比增长 162.8%，全年香港/新加坡/澳门实现营收 3.3/38.3/12.5 亿元，同比+48.9%/-1.8%/+13.2%。

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：2026 年 04 月 23 日

当前股价：6.15 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
-1.76/-5.53	-7.80/-7.54	2.67/-22.08
12 月最高/最低价 (元)		7.43/5.90
总股本 (万股)		314,409.61
流通 A 股 (万股)		314,409.61
总市值 (亿元)		193.36
流通市值 (亿元)		193.36
近 3 月日均成交量 (万)		2590.84
主要股东		
上海城建(集团)有限公司		32.49%

## 股价表现



## 相关研究报告

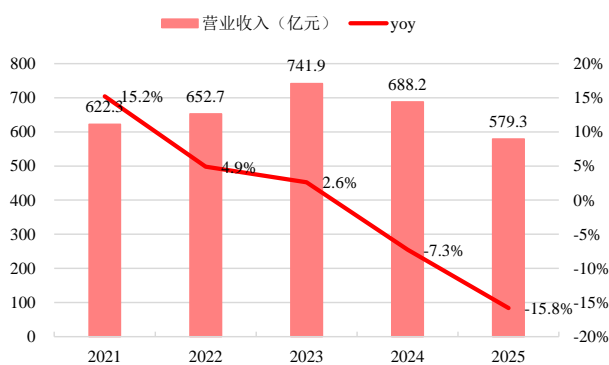
**资本运营布局扩大，维持较高分红比例。**公司资本运营版图持续扩大：1）投资方面，2025 年至今公司参与外高桥、中国能建定增 10/35 亿元，二级市场投资徐工机械 1.8 亿元，扩充产业链上下游投资版图；2）基础设施投资方面，公司作为发起人的钱江隧道 REIT 于 4 月 22 日在上交所挂牌上市，上市估值 46.8 亿元，打通公司投-建-管-退循环；3）科创孵化方面，连续孵化成立中城交（上海）、中数途（上海）等企业，实现新兴产业拓展。2025 年公司合计分红 6.3 亿元，分红比例为 28.4%，对应股息率为 3.3%，受业绩下降影响较多。

**下调盈利预期，维持买入评级和目标价 9.18 元不变。**公司资本运营版图进一步扩大，毛利率持续提升，城市运营和境外业务保持高增速，我们预测公司 2026-2028 年 EPS 为 0.76/0.81/0.86 元（原预测 2026-2027 年 EPS 为 0.82/0.86 元）。维持买入评级与目标价 9.18 元不变。

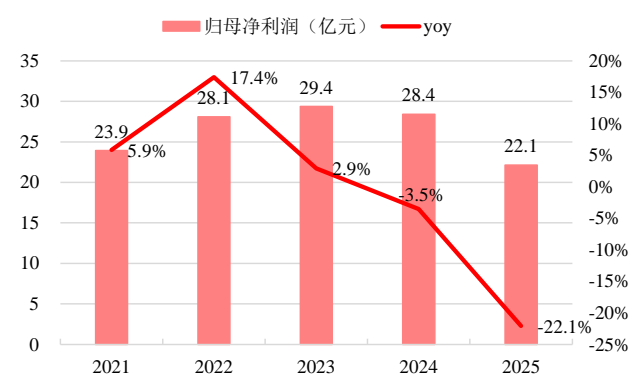
**表 1:重要财务指标**

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	68,815.54	57,927.23	54,911.24	54,160.96	54,858.01
YoY(%)	-7.25	-15.82	-5.21	-1.37	1.29
净利润(百万元)	2,841.02	2,213.96	2,380.82	2,536.41	2,690.32
YoY(%)	-3.33	-22.07	7.54	6.54	6.07
毛利率(%)	12.15	13.99	14.31	14.90	15.06
净利率(%)	4.13	3.82	4.34	4.68	4.90
ROE(%)	8.20	5.41	5.59	5.71	5.81
EPS(摊薄/元)	0.90	0.70	0.76	0.81	0.86
P/E(倍)	6.81	8.73	8.12	7.62	7.19
P/B(倍)	0.63	0.61	0.58	0.55	0.52

资料来源：iFind，中信建投证券

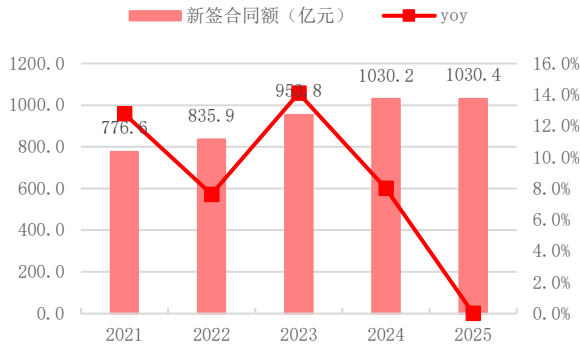
**图 1:2025 年营收下降 15.8%**


数据来源：公司公告，中信建投证券

**图 2:2025 年归母净利润下降 22.1%**


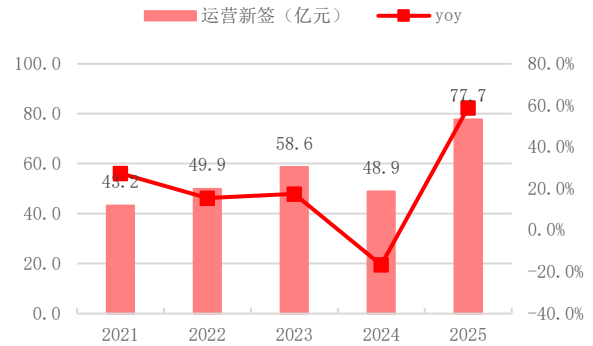
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 3:2025 年新签与上年持平



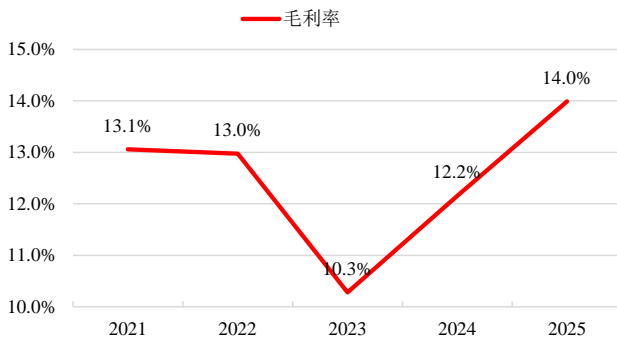
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 4:运营新签增长 58.9%



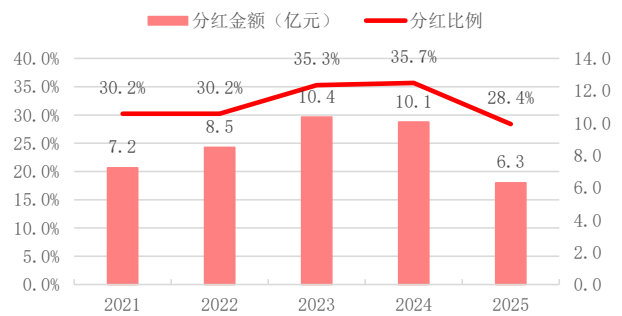
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 5:2025 年毛利率持续修复



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 6:分红维持较高比例



数据来源：公司公告，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，相关资产的收益可能受到影响。
- 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%。

## 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处广电金融中心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