

2026年05月07日

隧道股份(600820.SH)

投资评级: 买入(维持)

——数字转型提速, 战略投资赋能长远发展

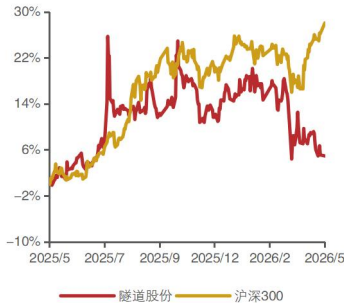
证券分析师

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 2026年05月06日

收盘价(元)	5.93
一年内最高/最低(元)	8.17/5.87
总市值(百万元)	18,644.49
流通市值(百万元)	18,644.49
总股本(百万股)	3,144.10
资产负债率(%)	74.41
每股净资产(元/股)	10.22

资料来源: 聚源数据

投资要点:

- 收入承压回落, 投资收益对冲利润降幅。**2026Q1 公司实现收入 79.30 亿元, 同比-24.83%; 归母、扣非归母净利润分别为 2.97 亿元、2.64 亿元, 同比-10.05%、-6.56%。收入下滑或主要受施工业务订单减少影响。利润降幅显著小于收入降幅, 或系投资收益大幅增加至 4.10 亿元, 主要来自联营企业和合营企业的收益贡献。
- 新签订单总额下滑, 数字业务虽基数小但增速亮眼。**2026Q1 公司新签订单总额 219.12 亿元, 同比-5.08%, 其中施工、设计、运营、数字业务新签订单额分别为 174.19 亿元、12.36 亿元、31.76 亿元、0.81 亿元, 同比-9.41%、+68.31%、+2.11%、+670.23%。分区域来看, Q1 上海市内、市外(不含港澳)、境外施工业务新签订单额分别为 52.69 亿元、103.34 亿元、18.16 亿元, 同比-26.23%、+5.32%、-20.12%, 公司在市外市场的拓展步伐稳步推进, 境外市场有所承压。
- 毛利率与净利率小幅抬升, 经营现金流承压。**2026Q1 公司毛利率为 15.48%, 同比+0.53pct。公司期间费用率为 14.72%, 同比+3.33pct, 其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.01%、6.06%、4.14%、4.50%, 分别同比基本持平、+1.37pct、+0.90pct、+1.05pct, 主要为收入下行导致刚性成本占比提升。公司信用及资产减值损失合计为 0.65 亿元, 同比多损失 1.09 亿元, 对利润形成拖累; 投资净收益同比增加 3.99 亿元至 4.10 亿元。综合影响下, Q1 单季净利率提升至 3.60%, 同比+0.56pct。现金流方面, Q1 经营活动现金净流出 49.78 亿元, 同比多流出 0.94 亿元; 收、付现比 169.99%、236.98%, 同比+11.46pct、+24.36pct。
- 战略投资中国能建 35 亿元, 深化央地合作与业务协同。**公司以自筹资金 35 亿元参与中国能建定增, 持股 3.10%。中国能建为能源电力龙头, 此次投资以股权为纽带, 有望推动双方在能源、电力、水利、交通等领域业务协同, 助力公司拓展能源建设及海外市场布局。该投资已于 2026 年 3 月完成缴款, 股份锁定期 6 个月。
- 盈利预测与评级:**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 23.31/25.21/26.99 亿元, 同比增速分别为+5.28%/+8.16%/+7.07%, 当前股价对应的 PE 分别为 8.00/7.40/6.91 倍。考虑到公司区域市场优势稳固, 同时维持稳健现金流与高分红水平, 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, 境外业务拓展不及预期风险, 战略投资减值风险, 现金流改善及回款进度不及预期。**

盈利预测与估值(人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	68,816	57,927	59,040	61,254	63,749
同比增长率(%)	-7.25%	-15.82%	1.92%	3.75%	4.07%
归母净利润(百万元)	2,841	2,214	2,331	2,521	2,699
同比增长率(%)	-3.33%	-22.07%	5.28%	8.16%	7.07%
每股收益(元/股)	0.90	0.70	0.74	0.80	0.86
ROE(%)	8.20%	5.41%	5.48%	5.70%	5.86%
市盈率(P/E)	6.56	8.42	8.00	7.40	6.91

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	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	27,067	17,712	18,376	19,125
应收票据及账款	74,590	59,253	70,807	77,619
预付账款	1,334	1,360	1,411	1,469
其他应收款	754	769	798	830
存货	1,009	1,027	1,064	1,106
其他流动资产	2,231	2,079	2,083	2,131
流动资产总计	106,985	82,201	94,539	102,279
长期股权投资	8,572	8,745	8,889	8,979
固定资产	4,403	4,276	4,437	4,760
在建工程	1,215	1,610	1,930	1,283
无形资产	4,932	4,709	4,607	4,620
长期待摊费用	122	128	131	113
其他非流动资产	55,576	56,576	56,734	56,322
非流动资产合计	74,819	76,044	76,728	76,077
资产总计	181,804	158,245	171,267	178,357
短期借款	11,528	3,621	5,601	6,637
应付票据及账款	77,097	67,001	73,462	76,769
其他流动负债	28,952	20,961	24,523	26,624
流动负债合计	117,576	91,583	103,586	110,030
长期借款	18,008	17,973	17,305	15,923
其他非流动负债	2,225	3,003	2,861	2,896
非流动负债合计	20,233	20,975	20,166	18,819
负债合计	137,809	112,558	123,752	128,849
股本	3,144	3,144	3,144	3,144
资本公积	6,356	6,356	6,356	6,356
留存收益	31,453	33,014	34,721	36,576
归属母公司权益	40,953	42,514	44,221	46,077
少数股东权益	3,042	3,173	3,294	3,431
股东权益合计	43,995	45,686	47,515	49,507
负债和股东权益合计	181,804	158,245	171,267	178,357

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	2,320	2,067	2,275	2,510
折旧与摊销	1,365	1,427	1,560	1,724
财务费用	1,418	1,160	1,028	1,040
投资损失	-193	-198	-191	-144
营运资金变动	-2,265	-2,657	-1,651	-1,583
其他经营现金流	-453	861	127	218
经营性现金净流量	2,192	2,660	3,148	3,765
投资性现金净流量	-2,055	-2,183	-1,947	-778
筹资性现金净流量	2,096	-9,832	-537	-2,238
现金流量净额	2,235	-9,355	664	749

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	57,927	59,040	61,254	63,749
营业成本	49,823	50,747	52,577	54,632
税金及附加	174	196	215	230
销售费用	5	5	5	5
管理费用	1,899	1,935	2,008	2,090
研发费用	2,325	2,370	2,459	2,559
财务费用	1,418	1,160	1,028	1,040
资产减值损失	-20	-48	-89	-72
信用减值损失	115	-29	-68	-54
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	193	198	191	144
公允价值变动损益	-80	8	5	-23
资产处置收益	202	137	130	156
其他收益	85	131	118	111
营业利润	2,777	3,025	3,248	3,456
营业外收入	26	29	25	27
营业外支出	22	17	16	18
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	2,782	3,037	3,256	3,464
所得税	462	576	614	628
净利润	2,320	2,461	2,642	2,836
少数股东损益	106	130	121	137
归属母公司股东净利润	2,214	2,331	2,521	2,699
EPS(元)	0.70	0.74	0.80	0.86

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	-15.82%	1.92%	3.75%	4.07%
营业利润增长率	-25.62%	8.93%	7.36%	6.41%
归母净利润增长率	-22.07%	5.28%	8.16%	7.07%
经营现金流增长率	-52.21%	21.35%	18.32%	19.60%
盈利能力				
毛利率	13.99%	14.05%	14.17%	14.30%
净利率	4.01%	4.17%	4.31%	4.45%
ROE	5.41%	5.48%	5.70%	5.86%
ROA	1.22%	1.47%	1.47%	1.51%
估值倍数				
P/E	8.42	8.00	7.40	6.91
P/S	0.32	0.32	0.30	0.29
P/B	0.58	0.56	0.53	0.50
股息率	3.37%	4.13%	4.37%	4.52%
EV/EBITDA	8	7	7	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）。