



上海港湾 (605598.SH)

增持 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

掘金印尼沙特，基建龙头加速出海

公司简介：软土地基处理龙头，战略放眼海外

上海港湾集团为全球客户提供集勘察、设计、施工、监测于一体的岩土工程综合服务。公司收入主要以海外区域为主，毛利率、净利率长期处于较高水平，回款质量、现金流在建筑行业中表现优异。

出海蓬勃，东南亚、中东基建需求旺盛

受益于新兴国家城镇化+工业化进程不断推进，公司海外订单高景气，24Q1-Q3 新签订单金额 18.74 亿元、已大幅超过 2023 年新签订单金额 10.62 亿元，其中境外新签订单占比 83.2%。考虑到公司 2024 年新签订单高景气+员工持股计划/股权激励费用影响走弱，预计 2025 年起公司业绩增速有望边际向上。印尼、沙特区域未来 5 年基建需求增速确定性强：

(1) 2023 年港湾印尼已贡献公司净利润的 54.5%，印尼是东盟第一大国家，2010-2023 年 GDP (现价) CAGR 达 8.8%，考虑到印尼迁都+制造业资本开支未来或持续位于高位，我们预计后续印尼基建投资需求将持续景气。

(2) 2023 年沙特贡献公司净利润约 20%，中东地区部分国家经济基础良好，例如 2010-2023 年沙特 GDP (现价) CAGR 达 5.6%。为减少对化石燃料依赖、并实现经济多元化，Neom 新城等巨型项目拉动沙特基建需求。

盈利预测、估值和评级

我们看好公司①东南亚、沙特区域基建继续保持高景气，公司海外订单维持高增趋势，②2024 年新签订单高景气+员工持股计划/股权激励费用影响走弱，预计今年起公司业绩增速有望边际向上。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.04、2.57 和 3.28 亿元，现价对应动态 PE 分别为 31x、25x、20x，首次覆盖，给以 2025 年 28 倍估值，目标价 29.31 元，给予公司“增持”评级。

风险提示

海外订单增速不及预期；海外经营及汇兑风险；应收账款回收不及预期；国内业务盈利能力不及预期。

建筑建材组

分析师：李阳 (执业 S1130524120003)

liyanyang10@gjzq.com.cn

分析师：赵铭 (执业 S1130524120004)

zhaoming@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：26.07 元

目标价 (人民币)：29.31 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	885	1,277	1,469	2,029	2,562
营业收入增长率	20.50%	44.33%	14.98%	38.15%	26.24%
归母净利润(百万元)	157	174	204	257	328
归母净利润增长率	155.61%	11.04%	17.24%	26.03%	27.70%
摊薄每股收益(元)	0.908	0.708	0.830	1.047	1.337
每股经营性现金流净额	0.77	0.55	0.94	0.29	0.60
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.02%	9.93%	10.89%	12.68%	14.76%
P/E	27.43	37.78	31.39	24.91	19.51
P/B	2.75	3.75	3.42	3.16	2.88

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1 上海港湾：软土地基处理龙头，战略放眼海外.....	4
2 出海蓬勃，东南亚、中东基建需求旺盛.....	6
2.1 东南亚：海外市场桥头堡、2023 年印尼贡献公司净利润 54.5%，区域基建需求旺盛.....	7
2.2 中东：2023 年沙特贡献公司净利润约 20%，基建需求期待 Neom 新城等巨型项目.....	9
2.3 非洲：适时拓展基建朝阳市场.....	10
2.4 国内：2024 年新签订单主要为大连新机场项目.....	11
3 盈利预测与投资建议.....	11
盈利预测.....	11
投资建议及估值.....	12
风险提示.....	12

图表目录

图表 1：上海港湾重点项目.....	4
图表 2：上海港湾股权结构（截至 24Q3 期末）.....	4
图表 3：2017-2024Q1-Q3 公司营收情况.....	5
图表 4：2017-2024Q1-Q3 公司归母净利情况.....	5
图表 5：2017-2024H1 公司分区域营收.....	5
图表 6：2017-2024Q1-Q3 公司盈利能力.....	5
图表 7：2017-2023 年公司现金流表现.....	6
图表 8：2017-2024Q1-Q3 公司资产负债率.....	6
图表 9：2018-2024Q1-Q3 公司新签订单及 yoy.....	7
图表 10：2023-2024Q1-Q3 公司新签订单按区域拆分.....	7
图表 11：2022-2024 年公司单季度营收及 yoy.....	7
图表 12：2022-2024 年公司单季度归母净利及 yoy.....	7
图表 13：公司员工持股计划+限制性股票激励计划的股份支付费用（单位：万元）.....	7
图表 14：公司海外收入拆分（左侧单位：亿元）.....	8
图表 15：港湾印尼收入/净利润/净利率.....	8
图表 16：港湾印尼收入/净利润占比.....	8
图表 17：印尼 GDP（现价）及 yoy.....	9
图表 18：港湾沙特收入/净利润/净利率.....	9
图表 19：港湾沙特收入/净利润占比.....	9
图表 20：沙特 GDP（现价）及 yoy.....	10



图表 21: Neom 新城图示.....	10
图表 22: 1980-2023 年撒哈拉以南非洲地区国家人口数.....	11
图表 23: 公司盈利预测拆分.....	12
图表 24: 可比公司估值比较 (市盈率法)	12



1 上海港湾：软土地基处理龙头，战略放眼海外

上海港湾集团为全球客户提供集勘察、设计、施工、监测于一体的岩土工程综合服务，主要包括地基处理、桩基工程等业务。公司工程业绩遍布国内、东南亚、中东、南亚、拉美等地区，涉及机场、港口、公路、铁路、电厂、市政、石油化工、国防工程、围海造地等领域，拥有海外 20 多家分支机构。

自主研发的“高真空”系列造地技术，比常规方法造价节省、工期节省、质量可控、特别是不用添加水泥、碎石等添加剂，绿色环保方面的优势，完成了印尼雅万高铁、上海浦东机场、新加坡樟宜机场、迪拜世界岛等 200 余项重大项目。同时，公司积极做其他领域的储备探索，例如控股子公司（持股 80%）上海伏羲炘空科技有限公司旗下拥有与卫星领域钙钛矿电池的相关专利。

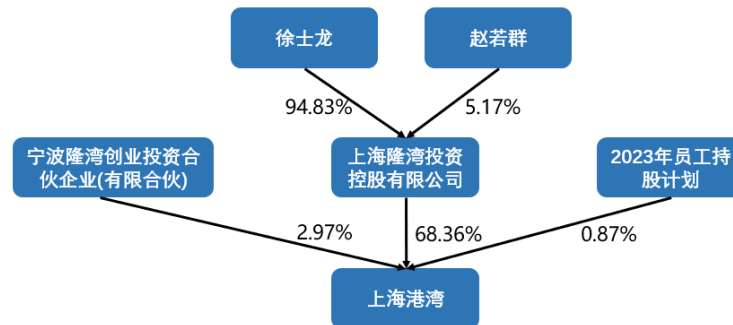
图表1：上海港湾重点项目



来源：上海港湾官网，国金证券研究所

股权结构高度集中，创始人技术积累深厚。截至 24Q3 期末，公司实控人为董事长徐士龙、总经理徐望（董事长之子），徐士龙及其配偶赵若群合计持有公司 68.36% 的股份，此外宁波隆湾（上市前员工持股平台）以及 2023 年员工持股计划分别持有公司 2.97%、0.87% 的股份。集团创始人、董事长徐士龙为中国软土地基改良技术委员会主任、中国发明协会副理事长，集团为中国《吹填土地基处理技术规范》主编单位，参编印尼《地基处理》国家标准等。

图表2：上海港湾股权结构（截至 24Q3 期末）



来源：wind，国金证券研究所

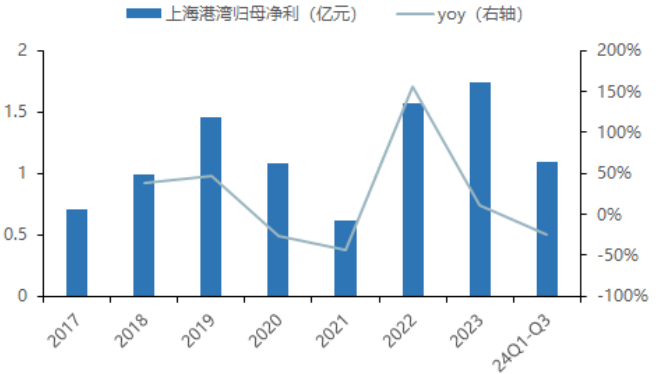
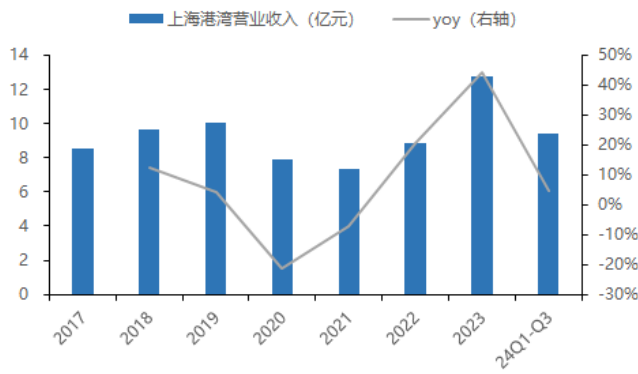
经营财务数据：2023 年公司实现营收 12.77 亿元，同比+44.3%，归母净利 1.74 亿元，同比+11.0%。2017-2023 年公司营收、归母净利 CAGR 分别为 6.9%、16.1%。



- 2020-2021 年公司营业收入连续 2 年同比下滑，主因系全球公共卫生事件影响，公司海外业务敞口较高。业绩同比降幅更高，主因系全球公共卫生事件导致海运成本、人工成本、原材料成本均有所上涨；
- 2023 年公司营收实现同比高增，除基数原因外，主因系公司持续深耕并巩固优势的东南亚市场，深挖“一带一路”沿线重点国家和中东国家的市场潜力，海外市场份额得到快速提高。归母净利增速明显低于营收增速，主因系 2023 年限制性股票激励计划+员工持股计划当年产生股份支付费用 0.41 亿元，导致管理费用上升，公司扣除股份支付费用影响的归母扣非净利润为 2.09 亿元，同比+38.2%，与营收增速基本符合；
- 2024Q1-Q3 公司实现营收 9.44 亿元，同比+4.8%，归母净利 1.09 亿元，同比-24.5%。归母净利同比下降，主因系 2023 年限制性股票激励计划+员工持股计划在前三季度产生股份支付费用 0.40 亿元，导致管理费用同比上升。

图表3: 2017-2024Q1-Q3 公司营收情况

图表4: 2017-2024Q1-Q3 公司归母净利情况



来源: wind, 国金证券研究所

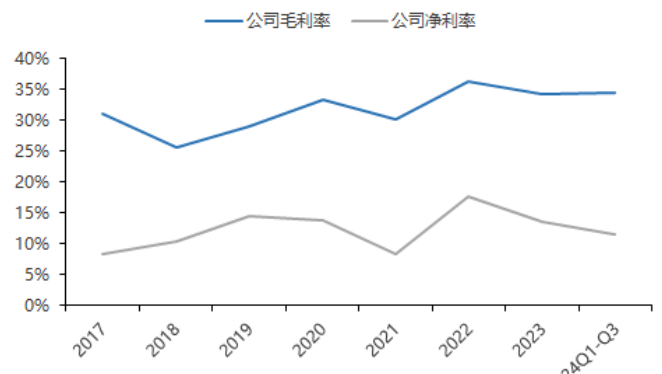
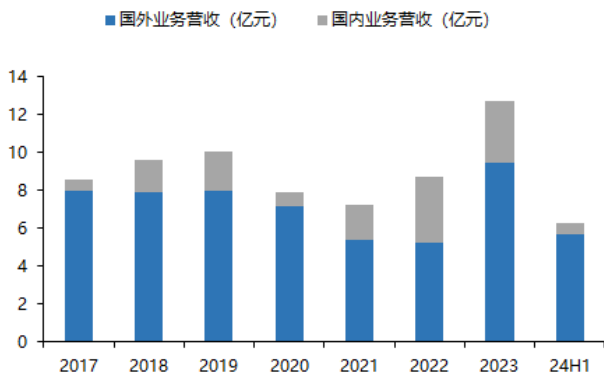
来源: wind, 国金证券研究所

分区域来看，公司收入主要以海外区域为主，其中 2022-2023 年公司国内区域营收整体有所放大、全年国内营收在 3-3.5 亿元之间。24H1 公司海外区域营收 5.68 亿元、海外区域收入占比达 90.1%。

盈利能力方面，相较其他建筑企业，公司毛利率、净利率长期处于较高水平，主因系地基处理属于隐蔽工程，且不同地质应对不同建筑物、带有定制化特点，因此毛利率水平相对地面工程较高。2021 年公司盈利能力同比略有下滑，预计主因系全球公共卫生事件导致海运成本、人工成本、原材料成本均有所上涨。2023 年公司毛利率 34.26%、净利率 13.60%，24Q1-Q3 毛利率 34.49%、净利率 11.43%。

图表5: 2017-2024H1 公司分区域营收

图表6: 2017-2024Q1-Q3 公司盈利能力



来源: wind, 国金证券研究所

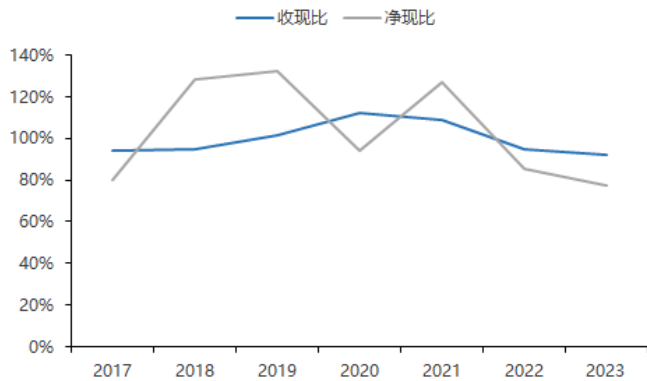
来源: wind, 国金证券研究所

回款质量、现金流表现较优。传统建筑企业受制于盈利能力弱（壁垒低）+现金流偏差，市场往往给以低估值。公司毛利率水平较高、常年维持在 30-35%，同时地基处理环节处于项目前端，占项目投资总额比例小、执行周期较短，一般仅 3-12 个月，且公司营收中海外敞口偏高，因此现金流表现较好。2017-2023 年公司净现比平均值达 103%，2023 年单年净现比为 77%。

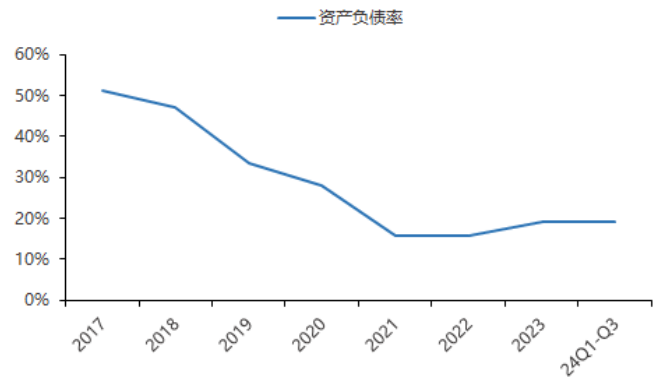


在手资金充裕，资产负债率低。海外业主垫资情况好于国内，截至 24Q3 期末，公司资产负债率为 19.1%，远低于其他建筑上市公司。货币现金+交易性金融资产 6.76 亿元。

图表7：2017-2023 年公司现金流表现



图表8：2017-2024Q1-Q3 公司资产负债率



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

同时剔除激励计划的股份支付费用影响，估算考核目标下限对应 2023-2025 年扣非归母净利润 1.58、2.11、2.73 亿元。根据公司最新公告，公司员工持股计划和限制性股票激励计划的第一个锁定期的解锁条件已成就，合计解锁股份占目前总股本的 0.85%。

2023 年 4 月，公司推出 2023 年员工持股计划+2023 年限制性股票激励计划：

- 员工持股计划，实际参与对象包括公司（含子公司）的监事和骨干人员、初始人数不超过 24 人，员工持股计划共 219.2 万股，占当时公司总股本 1.27%。该持股计划股份来源于公司回购，购买价格 15.73 元/股；
- 限制性股票激励计划，实际参与对象包括公司（含子公司）任职的董事、高管、核心管理人员及骨干人员，首次激励人数 17 人。限制性股票激励计划共 301 万股，占当时公司总股本 1.74%。该限制性股票激励股份来源于公司向激励对象定向发行，价格 15.73 元/股。

根据员工持股计划+限制性股票激励计划，业绩考核目标以 2020-2022 年归母扣非净利润额平均值为基数，要求 2023-2025 年的归母扣非净利润增长率分别不低于 90%/140%/180%（剔除员工持股计划+限制性股票激励计划的股份支付费用影响数值、作为计算依据），测算不考虑股份支付费用的情况下，2023-2025 年扣非归母净利润分别为 1.99/2.51/2.93 亿元。2023 年公司扣非归母净利润 1.74 亿元，加回当年限制性股票激励计划+员工持股计划当年产生股份支付费用 0.41 亿元、扣非归母净利润合计 2.15 亿元，完成股权激励要求值。

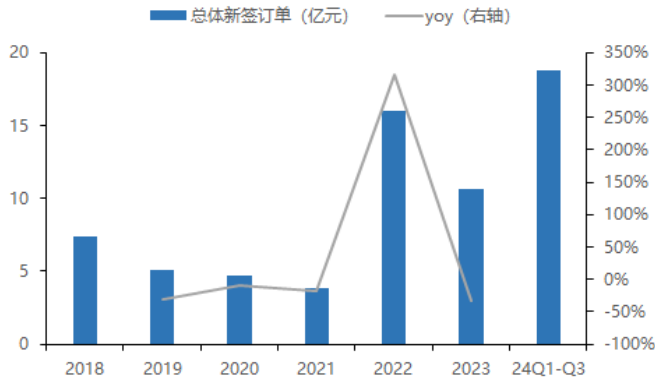
2 出海蓬勃，东南亚、中东基建需求旺盛

出海蓬勃，受益于东南亚、中东等区域基建需求旺盛，公司海外订单高景气。公司大力拓展国际业务版图，东南亚+中东区域呈现多点绽放、协同共进的良好态势，同时适度开拓非洲市场。受益于新兴国家城镇化+工业化进程不断推进，带动岩土工程行业市场规模持续扩容，公司近年来新签订单整体处于高景气状态：

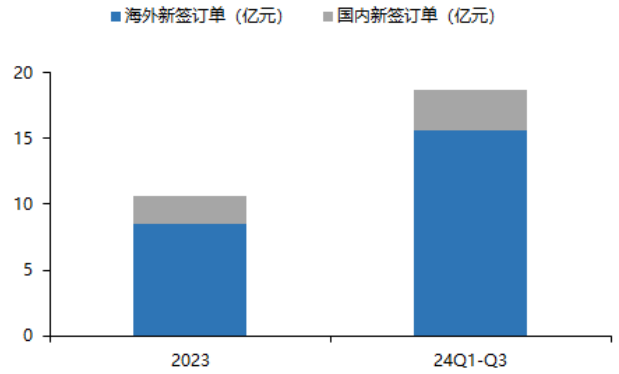
- 2022 年新签订单金额 16.01 亿元、软土地基出海进入高景气阶段；
- 2023 年新签订单金额 10.62 亿元、高基数基础上有所回落；
- 24Q1-Q3 新签订单金额 18.74 亿元，其中境外新签订单占比 83.2%。



图表9：2018-2024Q1-Q3 公司新签订单及 yoy



图表10：2023-2024Q1-Q3 公司新签订单按区域拆分



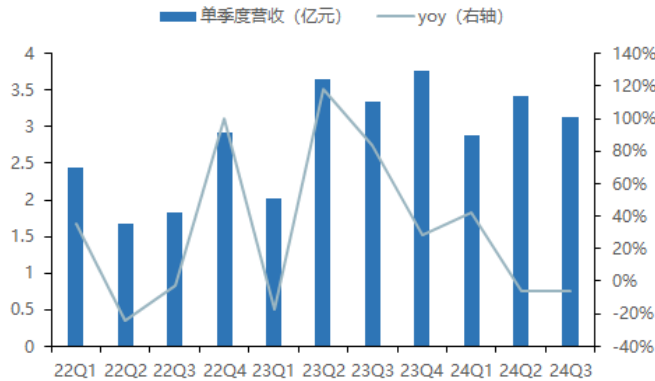
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

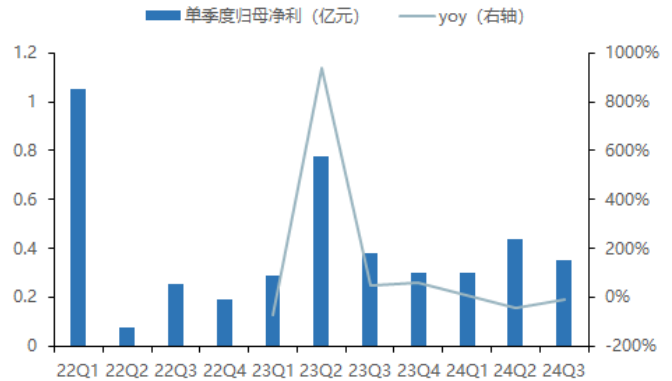
单季度收入/业绩角度，前期 2022-2023 年新签订单已逐步转化为收入，考虑到公司 2024 年新签订单高景气+员工持股计划/股权激励费用影响走弱，预计 2025 年起公司业绩增速有望边际向上：

- 收入角度，23Q2-24Q1 公司连续 4 个季度单季度营收同比高增，预计主因系 2022 年新签订单逐步转化为收入；24Q2-Q3 公司单季度营收均呈现个位数下滑趋势，预计或与 2023 年新签订单金额在高基数基础上有所回落有关；考虑到公司 24Q1-Q3 新签订单金额 18.74 亿元、已远超 2023 年全年数据，我们预计后续公司单季度收入将重回高增区间。
- 业绩角度，因公司本身归母净利基数偏低+股份支付费用影响，单季度间归母净利波动幅度较大。考虑到员工持股计划+限制性股票激励计划的股份支付费用高峰期在 2023-2024 年，叠加 2024 年归母净利基数偏低，我们预计 2025 年起公司业绩增速有望边际向上。

图表11：2022-2024 年公司单季度营收及 yoy



图表12：2022-2024 年公司单季度归母净利及 yoy



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表13：公司员工持股计划+限制性股票激励计划的股份支付费用（单位：万元）

	总摊销成本	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
员工持股计划	3,388.83	1,153.14	1,383.77	663.65	188.27
限制性股票激励计划	4,266.96	1,659.37	1,635.67	782.28	189.64

来源：公司公告，国金证券研究所

注：以上数据为预计值，对公司经营成果的影响最终结果将以会计师事务所出具的年度审计报告为准

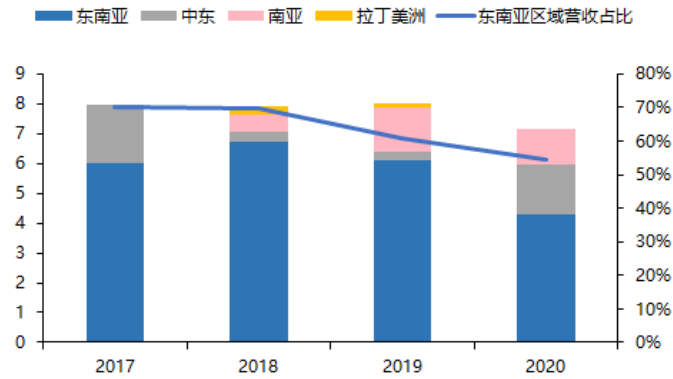
2.1 东南亚：海外市场桥头堡、2023 年印尼贡献公司净利润 54.5%，区域基建需求旺盛

东南亚地形、气候、水文等特定决定其软土地基需求高。东南亚地区多面临海，水网密集、湖泊众多，其特有的地形、地质、气候及水文等条件，导致沿海冲积平原、河域冲积平原及低洼排水不畅地域湿地发育，各类软土广泛分布，加之许多区域雨季时间长、雨量充沛、



降雨强度大，致使软土地地区地基沉降与路基失稳等问题在当地公路工程建设中普遍存在。东南亚岩土基建市场原本由梅纳、凯勒等欧美跨国巨头所垄断，公司通过印尼龙湾电厂项目叩开海外市场大门，在印尼后陆续进入越南、马来西亚等国家市场，目前东南亚区域贡献公司营收 50%附近，成为海外市场桥头堡。

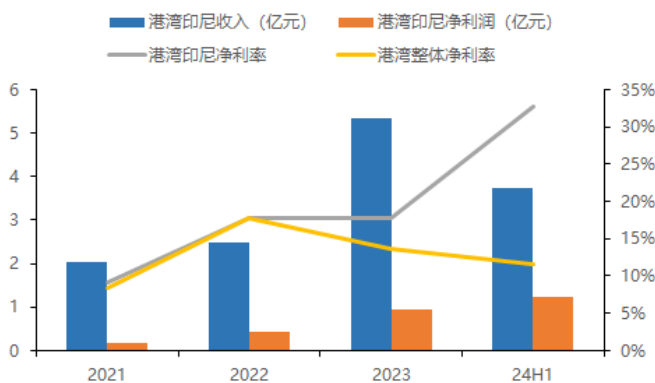
图表14：公司海外收入拆分（左侧单位：亿元）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

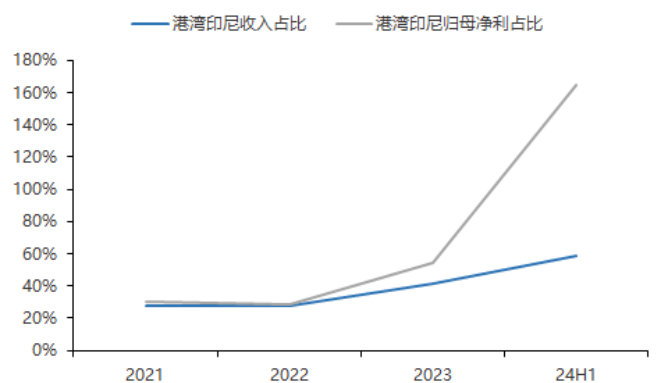
2023 年港湾印尼已贡献公司净利润的 54.5%。子公司港湾印尼 100% 持股，2023 年港湾印尼营收 5.33 亿元，净利润 0.95 亿元，净利率达 17.81%、远高于上海港湾整体的 13.60%。营收/利润占比快速提升，2023-24H1 港湾印尼营收占上海港湾整体比重分别达 41.7%、59.0%，2023 年港湾印尼净利润占上海港湾整体比重达 54.5%。

图表15：港湾印尼收入/净利润/净利率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表16：港湾印尼收入/净利润占比

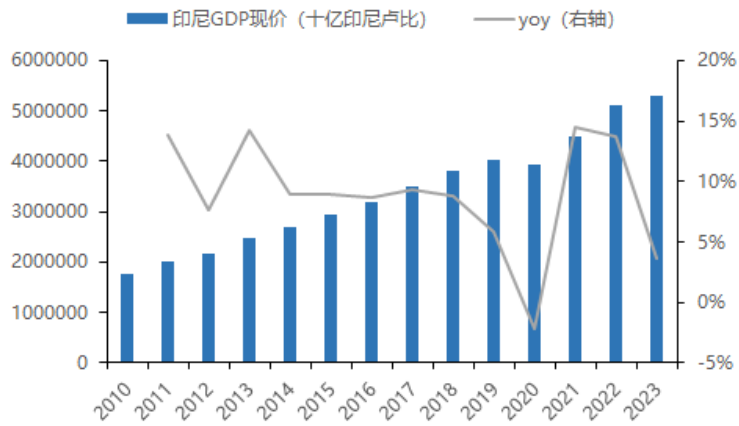


来源：公司公告，国金证券研究所

印尼是东盟第一大国，人口、面积和经济总量均占东盟的 40%。印尼人口约 2.78 亿，居全球第 4 位，2010-2023 年 GDP（现价）CAGR 达 8.8%，除 2020 年受全球公共卫生事件影响外、其余年份均保持接近双位增长。2023 年印尼国家发展计划部宣布启动《2025—2045 年国家长期发展规划》，其中重点之一是推动制造业进一步发展、将制造业对其 GDP 贡献率提升约 10pct，考虑到制造业资本开支未来或持续位于高位，我们预计后续印尼基建投资需求将持续景气。



图表17: 印尼 GDP (现价) 及 yoy



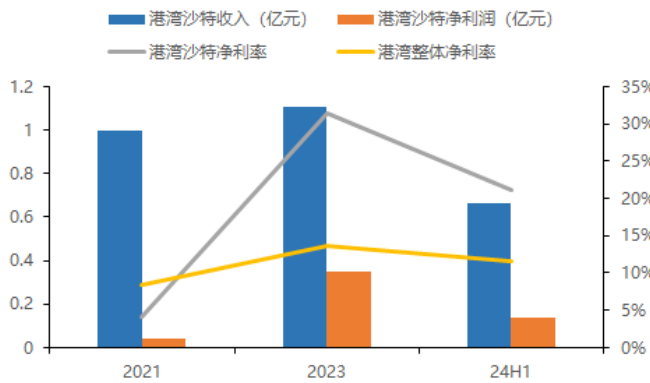
来源: wind, 国金证券研究所

印尼迁都拉动未来基建需求。2019年8月,印尼正式宣布将首都从位于爪哇岛西部的雅加达市迁往加里曼丹岛的东加里曼丹省。经过多次讨论和考察酝酿,2022年1月印尼国会正式通过《国家首都法》,批准将首都迁至东加里曼丹省,标志着印尼迁都主要法律程序已经完成、进入建设和施工阶段。新首都目前正在建设中,印尼政府公务员计划于2025年初开始搬迁至新首都。新首都努山塔拉建设预计斥资约350亿美元(按照目前美元兑人民币1:7.19的汇率,约对应2516亿元投资额),计划分5期开发,预计2045年完成建设。

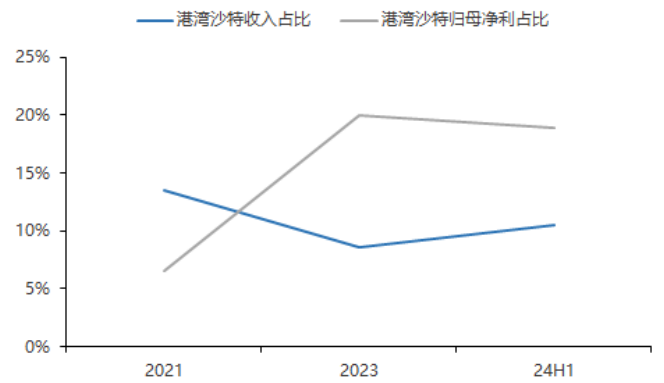
2.2 中东: 2023年沙特贡献公司净利润约20%, 基建需求期待Neom新城等巨型项目

子公司港湾沙特100%持股,2023年港湾沙特营收1.10亿元,净利润0.35亿元,净利率达31.46%、远高于上海港湾整体净利率。营收/利润占比快速提升,2023-24H1港湾沙特营收占上海港湾整体比重分别达8.6%、10.5%,2023-24H1港湾沙特净利润占上海港湾整体比重分别达19.9%、18.9%。

图表18: 港湾沙特收入/净利润/净利率



图表19: 港湾沙特收入/净利润占比



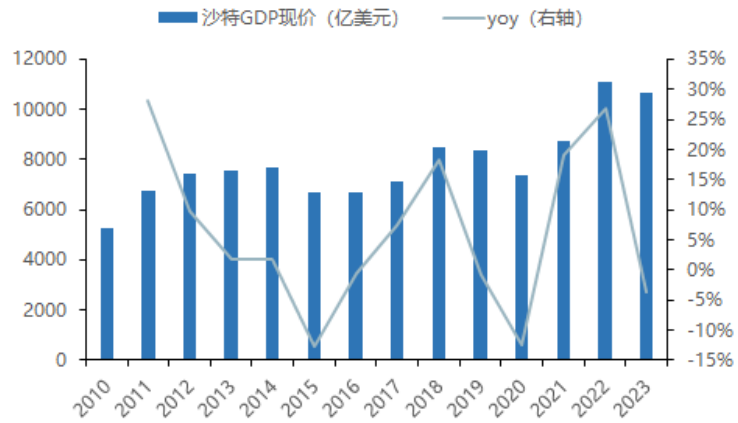
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

中东地区部分国家经济基础良好,沙特、阿联酋、卡塔尔等国丰富的石油资源为其创造大量财富。随着中东地区城市人口持续增长+城市化进程推进,住宅、市政、交通等基础设施的升级与改造需求持续走高。同时多数中东国家希望大力发展非石油产业,推动制造业现代化,因此中东各国政府纷纷抛出一揽子国家计划,持续开放本国市场、并增强外资吸引力。2010-2023年沙特GDP(现价)CAGR达5.6%。



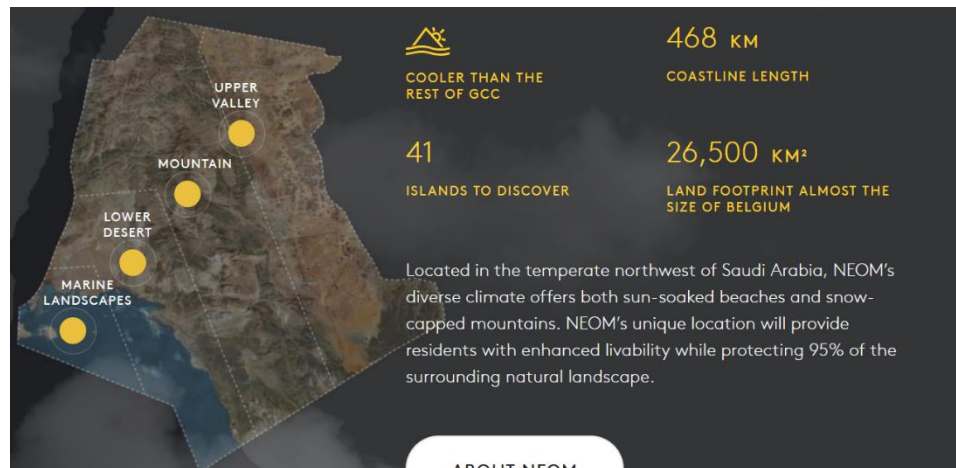
图表20: 沙特 GDP (现价) 及 yoy



来源: wind, 国金证券研究所

Neom 新城等巨型项目拉动沙特基建需求。为实现“2030 愿景”，为减少对化石燃料依赖、并实现经济多元化，沙特于 2017 年推出 Neom 新城计划，造价成本高达 5000 亿美元。其中线性城市“*The line*”是 Neom 新城的支柱，线性城市长 170 公里、宽 200 米。

图表21: Neom 新城图示



来源: Noem 官网, 国金证券研究所

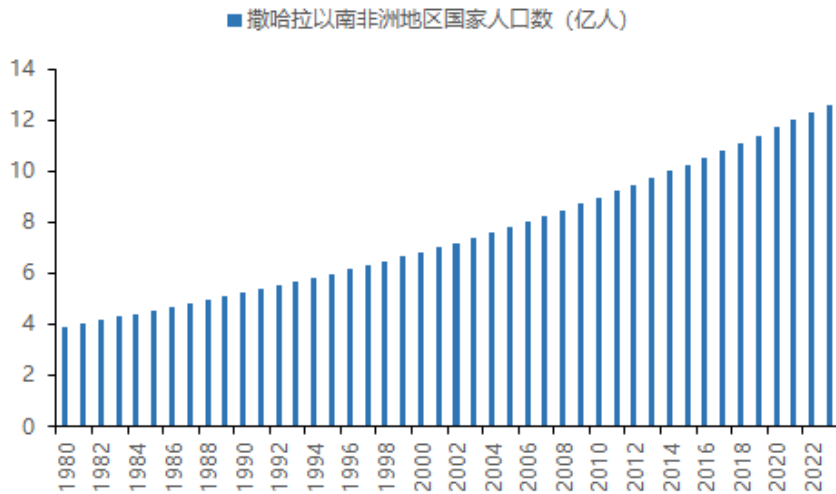
2.3 非洲：适时拓展基建朝阳市场

经审慎研究，2024 年以来公司适时拓展非洲市场，挖掘新市场增长点。

非洲正处于人口+城镇化红利期，是基建的朝阳市场。非洲人口的增长（根据联合国中等生育率假设，2050 年非洲人口预计将达到 25 亿，其中尼日利亚、埃塞俄比亚和埃及 3 个国家人口将占 25 亿人口的 30%。2023 年非洲总人口数 14.6 亿，则对应 2023-2050 年非洲人口 CAGR 预计达 2.1%），人口对工作&居住环境的需求持续提高，都决定了未来非洲是基建的朝阳市场。



图表22：1980-2023年撒哈拉以南非洲地区国家人口数



来源：wind，国金证券研究所

2.4 国内：2024年新签订单主要为大连新机场项目

2024年国内新签订单主要为大连金州湾国际机场项目。24Q1-Q3公司国内新签订单金额达3.15亿元，超过2023年全年国内新签订单金额2.10亿元，预计主因系2024年5月公司、中国建筑第八工程局和中国建设基础设施有限公司组成联合体，中标大连金州湾国际机场工程深层地基处理工程（航站区）施工项目，中标金额约3.90亿元。

大连金州湾国际机场场址位于大连市金州区西2km渤海海域，近期以2035年为目标年，年旅客吞吐量、货邮吞吐量和飞机起降量分别为4300万人次、55万吨和32万架次。主要建设内容包括：建设2条平行跑道，北跑道长3600米（F类），南跑道长3400米（E类）、194个机位；建设50万平方米的航站楼、5万平方米的综合交通中心、17.3万平方米的停车楼，以及货运、机务维修、消防救援等生产生活辅助设施等。大连金州湾国际机场是中国大陆地区第一座海上人工岛机场，项目分两期建设，首期预计2027年下半年完工，2028年上半年投入使用，其中航站楼主体部分于2024年10月已经开工。

3 盈利预测与投资建议

盈利预测

海外业务：24Q1-Q3新签订单金额18.74亿元、已大幅超过2023年新签订单金额10.62亿元，其中境外新签订单占比83.2%。2023年港湾印尼、港湾沙特净利润占上海港湾整体比重分别达54.5%、19.9%，印尼、沙特区域未来5年基建需求增速确定性强。考虑到公司海外订单持续高增，我们预计2024-2026年公司海外业务收入分别为13.25、17.75、23.08亿元，同比增速分别为40%、34%、30%，出海蓬勃。预计2024-2026年公司海外业务毛利率分别为32.8%、33.0%、33.2%，考虑到公司海外业务主要区域在印尼+沙特等基建高景气区域，我们预计海外业务毛利率稳中略有上升。

国内业务：2024年国内新签订单主要为大连金州湾国际机场项目。24Q1-Q3公司国内新签订单金额达3.15亿元，超过2023年全年国内新签订单金额2.10亿元，预计主因系2024年5月公司、中国建筑第八工程局和中国建设基础设施有限公司组成联合体，中标大连金州湾国际机场工程深层地基处理工程（航站区）施工项目，中标金额约3.90亿元。考虑到2024年国内订单偏少，大连新机场项目预计在2025年起陆续推进，我们预计2024-2026年公司国内业务收入分别为1.4、2.5、2.5亿元，同比增速分别为-57%、79%、0%。预计2024-2026年公司国内业务毛利率保持在45.0%，国内业务收入2025年主要为大连金州湾国际机场项目，预计毛利率整体保持稳定。

费用率：①我们预计2024-2026年公司销售费用率保持在0.7%，公司整体销售费用率偏低；②我们预计2024-2026年公司管理费用率分别为13.8%、15.8%、15.3%，考虑到2025年公司股权激励行权可能性更高+海外市场各类人员招聘，我们预计公司管理费用率或略有上升；③我们预计2024-2026年公司研发费用率保持在2.96%，考虑到24H1公司研发费用率为2.96%、较之前年度有所上升，我们预计公司研发费用率或有所上升。



图表23: 公司盈利预测拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
海外					
收入 (亿元)	5.22	9.46	13.25	17.75	23.08
YoY		81%	40%	34%	30%
毛利率	23.09%	29.64%	32.80%	33.00%	33.20%
国内					
收入 (亿元)	3.48	3.27	1.40	2.50	2.50
YoY		-6%	-57%	79%	0%
毛利率	56.23%	47.06%	45.00%	45.00%	45.00%
费用率					
销售费用率	0.89%	0.71%	0.70%	0.70%	0.70%
管理费用率	13.79%	13.62%	13.80%	15.80%	15.30%
研发费用率	1.84%	1.69%	2.96%	2.96%	2.96%
整体					
收入 (亿元)	8.85	12.77	14.69	20.29	25.62
YoY		44%	15%	38%	26%
毛利率	36.34%	34.26%	34.09%	34.57%	34.42%

来源: wind, 国金证券研究所

根据以上假设, 我们预计 2024-2026 年公司整体营收分别为 14.69、20.29、25.62 亿元, 同比增速分别为 15%、38%、26%, 2024-2026 年归母净利润分别为 2.04、2.57 和 3.28 亿元, 同比增速分别为 17%、26%、28%。

投资建议及估值

同行业可比上市公司包括中材国际 (水泥 EPC 企业, 建筑出海)、中岩大地 (主营业务为岩土工程领域, 不同于上海港湾、主要业务在国内, 下游领域包括水电、核电等)、乾照光电 (公司控股子公司上海伏曦空科技旗下拥有与卫星领域钙钛矿电池的相关专利, 乾照光电有卫星领域碲化镉电池业务布局)。可比公司股价对应 2024-2026 年平均 PE 分别为 55x、33x、21x, 公司目前股价对应 2024-2026 年 PE 在 31x、25x、20x, 估值水平略低于可比公司、情况合理。

投资建议: 我们看好公司①东南亚、沙特区域基建继续保持高景气, 公司海外订单维持高增趋势, ②2024 年新签订单高景气+员工持股计划/股权激励费用影响走弱, 预计今年起公司业绩增速有望边际向上。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.04、2.57 和 3.28 亿元, 现价对应动态 PE 分别为 31x、25x、20x, 首次覆盖, 给以 2025 年 28 倍估值, 目标价 29.31 元, 给予公司“增持”评级。

图表24: 可比公司估值比较 (市盈率法)

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
600970.SH	中材国际	9.37	0.97	1.1	1.23	1.37	1.52	10	9	8	7	6
003001.SZ	中岩大地	42.63	-1.13	0.15	0.59	1.14	1.87	/	284	72	37	23
300102.SZ	乾照光电	10.10	-0.06	0.03	0.12	0.19	0.29	/	337	87	54	35
平均值									55	33	21	
605598.SH	上海港湾	26.07	0.91	0.71	0.83	1.05	1.34	29	37	31	25	20

来源: Wind, 国金证券研究所

注: 股价基准日为 2025 年 1 月 7 日收盘价

风险提示

海外订单增速不及预期: 受益于新兴国家城镇化+工业化进程不断推进, 带动岩土工程行



业市场规模持续扩容。公司收入主要来源于东南亚（印尼）+中东（沙特），东南亚、中东基建投资蓬勃，但如果后续海外订单增速不及预期，可能导致后续公司成长性不如预期。

海外经营及汇兑风险：海外经营一般面临法律、人文、语言等各方面不同，可能带来特定风险；汇率波动可能带来汇兑损失。

应收账款回收不及预期：公司海外业主垫资情况好于国内，在手资金充裕，资产负债率低，但如果后续海外/国内商业模式恶化，可能导致应收账款回收不及预期。

国内业务盈利能力不及预期：公司国内业务盈利能力弱于海外，例如港湾印尼、港湾沙特净利率远高于公司整体净利率。如果公司业务盈利能力不及预期，可能会对公司整体净利率造成拖累。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	735	885	1,277	1,469	2,029	2,562	货币资金	639	527	625	646	548	497
增长率		20.5%	44.3%	15.0%	38.2%	26.2%	应收款项	334	362	443	460	608	768
主营业务成本	-512	-563	-840	-968	-1,328	-1,680	存货	71	46	78	90	124	156
%销售收入	69.8%	63.7%	65.7%	65.9%	65.4%	65.6%	其他流动资产	333	611	702	718	863	1,000
毛利	222	322	438	501	702	882	流动资产	1,377	1,547	1,848	1,914	2,143	2,421
%销售收入	30.2%	36.3%	34.3%	34.1%	34.6%	34.4%	%总资产	82.6%	83.3%	85.0%	81.9%	81.5%	81.4%
营业税金及附加	-1	-1	-4	-1	-2	-3	长期投资	2	11	14	14	14	14
%销售收入	0.2%	0.1%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	233	261	280	340	400	460
销售费用	-6	-8	-9	-10	-14	-18	%总资产	14.0%	14.1%	12.9%	14.5%	15.2%	15.5%
%销售收入	0.8%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	无形资产	4	3	3	60	65	70
管理费用	-114	-122	-174	-203	-321	-392	非流动资产	290	311	326	423	488	552
%销售收入	15.6%	13.8%	13.6%	13.8%	15.8%	15.3%	%总资产	17.4%	16.7%	15.0%	18.1%	18.5%	18.6%
研发费用	-12	-16	-22	-43	-60	-76	资产总计	1,667	1,858	2,174	2,337	2,630	2,973
%销售收入	1.6%	1.8%	1.7%	3.0%	3.0%	3.0%	短期借款	6	4	5	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	89	175	229	243	305	394	应付款项	183	213	335	376	505	627
%销售收入	12.1%	19.7%	18.0%	16.5%	15.0%	15.4%	其他流动负债	47	47	50	82	93	117
财务费用	-2	16	4	10	8	8	流动负债	236	265	391	458	598	744
%销售收入	0.3%	-1.8%	-0.3%	-0.7%	-0.4%	-0.3%	长期贷款	1	1	1	1	1	1
资产减值损失	-3	-8	-25	0	0	0	其他长期负债	27	27	28	4	3	2
公允价值变动收益	0	1	1	0	0	0	负债	263	293	419	463	601	747
投资收益	1	3	7	3	3	3	普通股股东权益	1,405	1,564	1,754	1,874	2,028	2,225
%税前利润	0.7%	1.5%	3.3%	1.1%	0.9%	0.7%	其中：股本	173	173	246	246	246	246
营业利润	86	191	216	262	322	411	未分配利润	585	724	877	999	1,153	1,350
营业利润率	11.7%	21.5%	16.9%	17.8%	15.8%	16.0%	少数股东权益	0	0	1	1	1	1
营业外收支	1	-1	0	0	0	0	负债股东权益合计	1,667	1,858	2,174	2,337	2,630	2,973
税前利润	87	190	216	262	322	411	比率分析						
利润率	11.8%	21.5%	16.9%	17.8%	15.8%	16.0%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税	-25	-33	-42	-58	-64	-82	每股指标						
所得税率	29.1%	17.5%	19.6%	22.0%	20.0%	20.0%	每股收益	0.355	0.908	0.708	0.830	1.047	1.337
净利润	61	157	174	204	257	328	每股净资产	8.131	9.057	7.135	7.623	8.251	9.053
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.451	0.774	0.546	0.936	0.291	0.599
归属于母公司的净利润	61	157	174	204	257	328	每股股利	0.036	0.089	0.213	0.332	0.419	0.535
净利率	8.4%	17.7%	13.6%	13.9%	12.7%	12.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	4.37%	10.02%	9.93%	10.89%	12.68%	14.76%
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	总资产收益率	3.68%	8.44%	8.01%	8.73%	9.78%	11.05%
净利润	61	157	174	204	257	328	投入资本收益率	4.44%	9.11%	10.37%	10.10%	12.01%	14.14%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	49	61	79	1	2	3	主营业务收入增长率	-7.27%	20.50%	44.33%	14.98%	38.15%	26.24%
非经营收益	5	5	-1	-3	-1	-1	EBIT增长率	-36.43%	97.04%	31.46%	5.82%	25.45%	29.22%
营运资金变动	-37	-90	-117	27	-187	-183	净利润增长率	-43.41%	155.61%	11.04%	17.24%	26.03%	27.70%
经营活动现金净流	78	134	134	230	72	147	总资产增长率	41.76%	11.41%	17.02%	7.53%	12.54%	13.04%
资本开支	-73	-71	-69	-114	-66	-66	资产管理能力						
投资	-122	-196	15	0	0	0	应收账款周转天数	166.9	138.3	110.3	110.0	105.0	105.0
其他	1	4	7	3	3	3	存货周转天数	37.6	37.9	26.9	34.0	34.0	34.0
投资活动现金净流	-195	-263	-46	-111	-63	-63	应付账款周转天数	131.5	124.7	106.9	121.0	117.5	115.1
股权募资	552	0	45	0	0	0	固定资产周转天数	115.5	107.8	70.6	68.9	55.3	48.0
债权募资	-18	0	0	-8	0	0	偿债能力						
其他	-32	-12	-54	-87	-106	-134	净负债/股东权益	-53.77%	-53.74%	-52.59%	-50.65%	-41.95%	-35.94%
筹资活动现金净流	501	-12	-9	-96	-106	-134	EBIT利息保障倍数	46.2	-10.8	-64.7	-24.7	-38.5	-49.5
现金净流量	375	-129	67	23	-97	-50	资产负债率	15.75%	15.78%	19.28%	19.79%	22.86%	25.13%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	3	7	15
增持	1	1	1	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.33	1.25	1.42	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究