公司评级	增持（维持）
报告日期	2025 年 04 月 18 日

基础数据

04 月 17 日收盘价（元）	2.59
总市值（亿元）	230.15
总股本（亿股）	88.86

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证建筑】上海建工 2024 年三季报点评：信用减值计提减少，新兴业务加速拓展-2024.11.03

【兴证建筑】上海建工（600170）：归母净利润同比+14.9%，现金流显著改善-2024.04.23

分析师：黄杨
S0190518070004
huangyang@xyzq.com.cn

分析师：李明
S0190524060003
liming22@xyzq.com.cn

上海建工(600170.SH)

深耕长三角，非经常性损益增厚利润

投资要点：

- **上海建工发布 2024 年年报**：公司 2024 年实现营业收入 3002.17 亿元，同比减少 1.45%；实现归母净利润 21.68 亿元，同比增长 39.15%；实现扣非后归母净利润 6.13 亿元，同比减少 44.47%。其中，Q4 实现营业收入 862.04 亿元，同比增长 5.66%；实现归母净利润 8.16 亿元，同比增长 211.35%；实现扣非后归母净利润-1.76 亿元，同比减少 155.62%。

- **新签合同小幅承压，长三角地区占比达 83%。**2024 年，公司累计新签合同 3890.46 亿元，同比下滑 9.90%。2024 年末，公司在手订单总金额 4211.58 亿元人民币。其中，已签订合同但尚未开工项目金额 629.89 亿元人民币，在建项目中未完工部分金额 3581.69 亿元人民币。

  1）分业务来看，建筑施工/设计咨询/建材工业/房产开发/城市建设投资/其他业务新签合同额分别为 3249.45/189.53/295.44/93.30/0.66/62.08 亿元，同比分别变动-7.01%/-17.12%/+4.47%/-44.92%/+2.15%/-56.40%。建筑施工完成新签合同额 3249.45 亿元，占新签合同总额 83.52%，基建业务比重进一步提升。建材工业完成新签合同 295.44 亿元，商品混凝土年产量保持 5000 万立方米能级，钢结构加工量 31 万吨。

  2）分地区来看，上海市场/外埠市场/海外市场的新签合同额分别为 2804/1032/54 亿元。集团系统实施“稳固大上海/决胜长三角/聚焦万亿 GDP 城市”经营策略，业务地域结构进一步优化，长三角区域的业务比重达到 83%。

- **收入四季度增速同比转正，建筑施工业务经营稳健。**公司 2024 年实现营业总收入 3002.17 亿元，同比减少 1.45%。实现归母净利润 21.68 亿元，同比增长 39.15%，但由于 2024 年公司资产处置、公允价值变动收益等非经常性损益同比增加 11.0 亿元，故扣非后归母净利润同比下滑 44.47%，扣非后归母净利润下滑幅度明显快于收入下滑幅度，主要是由于市场竞争加速，公司毛利率下滑所致。

  1）分季度来看，Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营业收入 747.37/712.40/680.36/862.04 亿元，同比分别变动+12.89%/-8.86%/-13.52%/+5.66%。Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现归母净利润 2.90/5.36/5.25/8.16 亿元，同比分别变动+13.35%/+7.26%/-2.75%/+211.35%，四季度归母净利润增速较快，主要是非经常性损益增加较多。

  2）分业务来看，建筑施工/设计咨询/建材工业/房产开发/城市建设投资/成套设备及其他商品贸易/黄金销售业务/工程项目管理咨询与劳务派遣及其他业务分别实现营业收入 2666.76/48.86/145.58/36.32/18.10/15.39/10.67/50.63 亿元，同比分别变动+0.65%/-16.60%/-13.12%/-56.41%/+5.13%/-9.54%/+11.03%/+56.56%。建筑施工业务营业收入同比增长，为稳定公司营业收入和盈利奠定了基础。

  3）分地区来看，境内/境外分别实现营业收入 2944.70/47.59 亿元，同比分别变动-1.06%/-19.57%。

- **市场竞争加剧，毛利率有所下滑。**公司 2024 年实现综合毛利率 8.74%，同比下降 0.13pct；实现净利率 0.71%，同比上升 0.16pct。毛利率下滑，我们判断主要是市场竞争加剧，项目周期拉长所致。

  1）分季度来看，Q1/Q2/Q3/Q4 毛利率分别为 6.17%/9.15%/9.41%/10.10%，同比分别变动-0.12pct/-0.48pct/+1.12pct/-0.69pct。

2）分业务来看，建筑施工/设计咨询/建材工业/房产开发/城市建设投资/成套设备及其他商品贸易/黄金销售业务/工程项目管理咨询与劳务派遣及其他业务毛利率分别为7.03%/23.05%/13.64%/9.78%/89.78%/11.94%/50.61%/24.84%，同比分别变动-0.46pct/-0.44pct/-0.05pct/+8.75pct/-0.22pct/+6.83 pct /+11.47 pct /-6.74 pct。房产业务持续推进建设、销售、经营，加速资产周转，毛利率显著回升。由于行业竞争、项目周期拉长等因素，建筑施工、设计咨询和建材工业毛利率略有下滑。

- **期间费用有所下降，研发投入持续增加。**公司 2024 年期间费用 217.36 亿元，同比下降 0.44 亿元，占收入端比重为 7.24%，同比上升 0.09pct。细分来看，销售费用率为 0.23%，同比下降 0.02pct；管理费用率为 2.60%，同比上升 0.03pct；研发费用率为 3.70%，同比上升 0.15pct；财务费用率为 0.72%，同比下降 0.07pct。公司将应对气候变化纳入长期战略，围绕绿色建材生产、绿色建造施工、低能耗建筑设计与运维、新能源基建等领域加大技术研发投入。

- **资产减值损失改善，信用减值损失增加明显。**公司 2024 年资产+信用减值损失为 21.51 亿元，同比增长 2.63 亿元，占收入端比重为 0.72%，同比上升 0.10pct。细分来看，资产减值损失 4.81 亿元，同比减少 0.73 亿元；信用减值损失 16.70 亿元，同比增长 3.36 亿元。信用减值损失增加明显，主要系长期应收账款坏账损失大幅增加。

- **经营性现金流承压，四季度同比改善明显。**公司 2024 年经营性现金流净额为 121.33 亿元，同比少流入 88.48 亿元。经营性现金流大幅减少，主要系销售商品提供劳务收到的现金较上年减少。

  1）分季度来看，Q1/Q2/Q3/Q4 经营性现金流净额分别为-253.16/26.96/11.26/336.27 亿元，同比分别变动-23.68/-70.94/-64.33/+70.47 亿元。四季度现金流同比改善明显，我们判断主要是受益于国家化债政策，公司加快应收款回款节奏。

  2）从收、付现比来看，2024 年收、付现比分别为 96.2%、94.5%，同比分别变动-10.2pct、-9.8pct。

- 公司 2024 年度利润分配方案为每 10 股派送现金红利人民币 0.60 元（含税），合计派发现金红利 5.33 亿元，占合并报表归属于上市公司股东净利润的 24.60%，同比下降了 9.62pct。

- **盈利预测：**我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 17.07 亿元/18.01 亿元/19.10 亿元，EPS 分别为 0.19 元/0.20 元/0.21 元，4 月 17 日收盘价对应 PE 分别为 13.5 倍/12.8 倍/12.1 倍，维持“增持”评级。

- 风险提示：宏观经济下行风险、新签订单放缓、在手订单落地不及预期、工程施工进度不及预期。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	300217	296610	301739	310362
同比增长	-1.4%	-1.2%	1.7%	2.9%
归母净利润（百万元）	2168	1707	1801	1910
同比增长	39.1%	-21.2%	5.5%	6.1%
毛利率	8.7%	8.8%	9.0%	9.0%
ROE	4.7%	3.5%	3.5%	3.5%
每股收益（元）	0.24	0.19	0.20	0.21
市盈率	10.6	13.5	12.8	12.1

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**293277**	**288861**	**295663**	**304607**
货币资金	103501	101810	107105	112341
交易性金融资产	1783	1883	1983	2083
应收票据及应收账款	68691	66902	66976	67644
预付款项	2800	3345	3201	3358
存货	59916	59008	59987	61640
其他	56585	55912	56410	57541
非流动资产	**93594**	**94413**	**95025**	**95730**
长期股权投资	9481	9181	8881	8581
固定资产	10367	10594	10731	11078
在建工程	1465	1484	1516	1561
无形资产	4149	4017	3874	3722
商誉	462	442	422	402
其他	67670	68695	69601	70386
资产总计	**386871**	**383274**	**390688**	**400337**
流动负债	**280892**	**275761**	**281482**	**288958**
短期借款	11065	12065	13065	14065
应付票据及应付账款	188909	182112	186469	191149
其他	80919	81585	81948	83744
非流动负债	**54096**	**53296**	**52496**	**51696**
长期借款	47635	45635	43635	41635
其他	6461	7661	8861	10061
负债合计	**334988**	**329057**	**333978**	**340654**
股本	8886	8886	8886	8886
未分配利润	17076	19117	21305	23959
少数股东权益	5821	5788	5753	5716
股东权益合计	**51883**	**54217**	**56710**	**59683**
负债及权益合计	**386871**	**383274**	**390688**	**400337**

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	2168	1707	1801	1910
折旧和摊销	3937	4506	4833	5160
营运资金的变动	2968	-5567	864	228
经营活动产生现金流量	**12133**	**5303**	**12495**	**12641**
资本支出	-1629	-2740	-2830	-2880
长期投资	471	-1405	-1405	-1405
投资活动产生现金流量	**-2129**	**-3884**	**-3968**	**-4008**
债权融资	712	200	200	200
股权融资	62	70	70	70
融资活动产生现金流量	**-8818**	**-3121**	**-3232**	**-3396**
现金净变动	1196	-1691	5295	5236

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**300217**	**296610**	**301739**	**310362**
营业成本	273983	270442	274723	282363
税金及附加	1093	1080	1098	1130
销售费用	683	675	687	707
管理费用	7792	7699	7832	8055
研发费用	11111	10978	11167	11487
财务费用	2149	2258	2376	2419
投资收益	345	341	347	357
公允价值变动收益	105	100	100	100
信用减值损失	-1670	-1800	-2000	-2200
资产减值损失	-481	-480	-470	-460
营业利润	**3154**	**2485**	**2620**	**2777**
营业外收支	-37	-30	-30	-30
利润总额	**3117**	**2455**	**2590**	**2747**
所得税	992	781	824	874
净利润	2126	1674	1766	1873
少数股东损益	-42	-33	-35	-37
归属母公司净利润	**2168**	**1707**	**1801**	**1910**
EPS(元)	**0.24**	**0.19**	**0.20**	**0.21**

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-1.4%	-1.2%	1.7%	2.9%
营业利润增长率	2.4%	-21.2%	5.4%	6.0%
归母净利润增长率	39.1%	-21.2%	5.5%	6.1%
盈利能力				
毛利率	8.7%	8.8%	9.0%	9.0%
归母净利率	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
ROE	4.7%	3.5%	3.5%	3.5%
偿债能力				
资产负债率	86.6%	85.9%	85.5%	85.1%
流动比率	1.04	1.05	1.05	1.05
速动比率	0.65	0.64	0.65	0.66
营运能力				
资产周转率	78.1%	77.0%	78.0%	78.5%
每股资料(元)				
每股收益	0.24	0.19	0.20	0.21
每股经营现金	1.37	0.60	1.41	1.42
估值比率(倍)				
PE	10.6	13.5	12.8	12.1
PB	0.5	0.5	0.5	0.4

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn