

建筑装饰

2025年05月07日

增持 (维持)

市场数据: 2025年05月06日

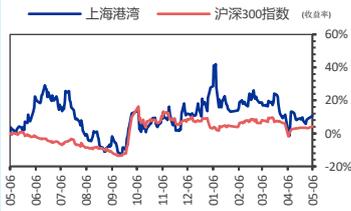
收盘价(元)	20.35
一年内最高/最低(元)	28.00/15.70
市净率	2.7
股息率%(分红/股价)	1.05
流通A股市值(百万元)	4,945
上证指数/深证成指	3,316.11/10,082.34

注:“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2025年03月31日

每股净资产(元)	7.43
资产负债率%	20.45
总股本/流通A股(百万)	246/243
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

任杰 A0230522070003
renjie@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com
郝子禹 A0230524060003
haozy2@swsresearch.com

研究支持

郝子禹 A0230524060003
haozy2@swsresearch.com

联系人

郝子禹
(8621)23297818x
haozy2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

上海港湾 (605598)

——费用率提高业绩承压，在手订单仍然充足

投资要点:

- **公司公告:** 上海港湾发布 2024 年年报及 2025 年一季报, 全年公司实现营业收入 12.97 亿元, yoy+1.51%, 归母净利润 0.93 亿元, yoy-46.86%, 扣非归母净利润 0.85 亿元, yoy-49.22%。其中, 单四季度公司实现营收 3.53 亿元, yoy+14.19%, qoq+12.40%; 归母净利润-0.16 亿元, yoy-154.63%, qoq-146.65%; 扣非归母净利润-0.19 亿元, yoy-163.90%, qoq-153.74%。**公司全年业绩低于预期**, 主要受信用减值损失计提、费用增长影响。2025 年一季度, 公司实现营业收入 3.72 亿元, yoy+29.25%, qoq+5.50%; 归母净利润 0.36 亿元, yoy+18.59%, 环比扭亏; 扣非归母净利润 0.39 亿元, yoy+34.24%, 环比扭亏。**公司一季度业绩符合预期。**
- **境外业务稳健增长, 境内业务大幅下滑拖累整体表现。** 2024 年公司境外业务实现收入 10.76 亿元, 同比增长 13.74%, 占总收入比重提升至 83.0%; 境外毛利率为 31.04%, 同比提升 1.40pct, 显示出公司在海外市场的竞争力和盈利能力持续增强。其中, 印尼子公司 Pt. Geotekindo 实现净利润 1.99 亿元, 是公司利润的重要来源。境内业务受结算时间之后以及费用前置影响较显著。2024 年境内实现收入 2.11 亿元, 同比下降 35.46%, 毛利率 20.33%, 同比下降 26.73pct, 下降幅度较大。地基处理业务收入 8.24 亿元, yoy-16.94%, 毛利率 35.34%, yoy-2.94pct; 桩基工程业务收入 4.30 亿元, yoy+55.10%, 毛利率 18.86%, yoy-0.62pct。
- **毛利率受境内业务影响下滑, 费用增长侵蚀利润。** 期间费用方面, 全年销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.66%/15.01%/3.13%/-1.45%, 同比变动-0.05pct/+1.39pct/+1.44pct/-1.17pct。管理费用增长 11.90%, 主要源于境外业务增长带来; 研发费用同比增长 87.68%, 主要系公司加大对数字化、智能化及新兴产业(如卫星钙钛矿)的投入; 财务费用大幅减少主要受益于汇兑收益增加。此外, 信用减值损失和资产减值损失合计 0.41 亿元, 同比增加 0.16 亿元, 进一步侵蚀利润。
- **新签订单高速增长, 经营性现金流承压。** 2024 年公司累计新签订单 20.53 亿元, 较 2023 年全年订单额 10.62 亿元接近翻倍, 显示出强劲的增长潜力, 尤其在东南亚、中东等“一带一路”核心市场。截至年末, 公司在手订单 14.07 亿元, 其中已签约未开工订单 3.51 亿元, 在建项目未完工金额 10.56 亿元。充足的在手订单和有效的转化一方面体现公司获取订单的强竞争力, 一方面为未来公司收入确认和业绩增长带来动力。
- **深耕岩土工程主业, 积极拓展商业航天第二曲线。** 公司凭借“高真空击密法”等核心技术, 在软土地基处理领域具备领先优势, 并持续推进国际化战略, 深耕东南亚、中东等市场。同时, 公司前瞻布局以钙钛矿太阳能电池为代表的新兴产业, 报告期内, 公司在商业航天领域取得显著进展, 已申请多项相关专利, 能源系统产品已助力 15 颗卫星成功发射, 40 余套卫星电源系统及太阳帆板在轨稳定运行。公司计划于 2025 年发射整星使用钙钛矿电池的卫星进行在轨验证, 有望受益于低轨卫星星座大规模建设机遇, 开辟第二增长曲线。
- **投资分析意见:** 2024 年公司国内业务承压, 订单转化节奏存在一定不确定性, 我们下调公司订单转化节奏率从而主要下调了公司综合毛利率预期, 2025-2026 年综合毛利率由 37.4%、38.3%下调到 35.3 与 35.5%, 新增 2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年分别实现归母净利润 2.65/3.02 (前值 3.24/4.01) /3.56 亿元。我们选择同属于专业工程领域的中粮科工, 和同样地基处理业务为主的中岩大地作为可比公司, 可比公司市场预期 2025 年 PE 均值为 26.1 倍, 公司 2025 年估值仅 19 倍, 合理预期给予公司 22 倍估值, 具备 15% 左右估值提升空间, 我们维持公司“增持”评级。
- **风险提示:** 海外地缘政治与经济波动风险; 市场竞争加剧风险; 新签订单转化不及预期风险; 汇率波动风险; 新兴业务技术研发及商业化不及预期风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1,297	372	1,911	2,668	3,587
同比增长率(%)	1.5	29.3	47.4	39.6	34.4
归母净利润(百万元)	93	36	265	302	356
同比增长率(%)	-46.9	18.6	186.0	14.2	17.9
每股收益(元/股)	0.39	0.15	1.08	1.23	1.45
毛利率(%)	29.6	25.9	35.3	35.5	33.0
ROE(%)	5.1	2.0	12.8	13.0	13.5
市盈率					

注:“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,277	1,297	1,911	2,668	3,587
其中: 营业收入	1,277	1,297	1,911	2,668	3,587
减: 营业成本	840	913	1,236	1,721	2,404
减: 税金及附加	4	1	2	3	4
主营业务利润	433	383	673	944	1,179
减: 销售费用	9	9	14	19	25
减: 管理费用	174	195	258	360	484
减: 研发费用	22	41	42	63	82
减: 财务费用	-4	-19	29	120	142
经营性利润	232	157	330	382	446
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	-20	-37	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-5	-4	0	0	0
加: 投资收益及其他	10	6	6	6	6
营业利润	216	125	336	390	452
加: 营业外净收入	0	0	0	0	0
利润总额	216	125	336	390	452
减: 所得税	42	34	73	90	99
净利润	174	91	263	299	353
少数股东损益	0	-2	-2	-3	-4
归属于母公司所有者的净利润	174	93	265	302	356

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。