

中岩大地 (003001)

证券研究报告
2025 年 06 月 21 日

转型国家重大战略领域，岩土工程发展迎新机

岩土工程专业服务商转向国家重大战略领域，研发实力助力高成长

公司作为岩土工程专业服务商，围绕国家重大战略领域以“核心技术+核心材料”双轮驱动推动公司发展。公司研发实力突出，荣获国家技术发明奖二等奖等奖项，自研的高速高压搅喷复合桩（DMC 桩）、智能感知超级旋喷技术（SJT）、特种岩土固化材料等，在大规模推广中取得了良好的社会效益，研发实力突出。自 24 年公司在核电、港口等关键领域实现从 0 到 1 的突破后，公司目前在核电、港口、水利水电等领域跟踪的项目进展稳定，项目储备充足，进入 1 到 N 的跨越式发展，业绩进入高速增长阶段。预计公司 25-27 年归母净利润 1.5/2.9/4.2 亿元，认可给予公司 25 年 0.5 倍 PEG【25 年预测 PE/（24-27 年归母复合增速*100）】，对应目标股价 50.8 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

核电：审批节奏加快，景气度持续上行

截至 24 年底，我国大陆商运核电机组总装机容量居全球第三，在建机组装机容量连续 18 年保持全球第一。与此对应，我国核电工程建设投资达同比 +54.8%，创历史新高。但是我国核电发电量占比不到 5%，远低于发达国家水平（法国 64.8%，美国 18.6%）。近些年来，我国对核能的政策支持力度显著加大，未来有望保持每年 8-10 台核电机组的核准节奏，对应的岩土工程市场规模每年大概在 120-150 亿元。公司与中核二二达成战略合作并中标中广核核电项目，以智库服务模式已深度参与 5 个核电项目，核电项目常态化审批下，公司有望在核申领域迎来更大突破。

水利水电：自研 SJT 技术在西南水电工程中或有重要应用

雅鲁藏布江下游地质环境复杂，地基处理难度较大。该工程预估投资额超万亿，结合西藏本身建设条件，按照土建工程投资约占 60%，地基处理占建造成本的 10%-15% 计算，雅下水电工程地基处理环节投资约 610-930 亿元。该工程中公司优势集中在：1）智能感知超级旋喷（SJT），在深覆盖层坝基方面或有重要应用；2）固化剂材料方面，比如防冲刷等领域或具备一定优势。今年 3 月，公司与葛洲坝市政签署战略合作协议，助力双方持续深耕水利水电领域，充分发挥各自优势，推动合作项目落地。

沿海港口扩建，公司固化材料设备迎来新发展

近年来港口建设再提速，宁波舟山港等重要港口总体规划获得批复，推动沿海港口扩建等工程实施，带来大量的淤泥固化、陆域形成需求，公司在港口领域有望实现 1 到 N 的发展。此外，23 年中国污泥产量已超过 6500 万吨/年（含水率 80%），污泥处理市场规模约 300-400 亿元，其中资源化处理占比约 30%-40%，25 年污泥产量预计突破 8000 万吨/年，公司积极推进城市淤泥固化项目，并与晶泰科技签署战略合作协议，以“AI+建筑材料”为核心，在岩土固化剂材料及软基固化领域展开深度合作，公司固化材料设备迎来新发展。

风险提示：下游领域投资不及预期；项目推进不及预期；应收款项增大及坏账风险；市场竞争加剧风险；测算具有一定主观性；股价大幅波动风险。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	916.39	787.98	1,292.41	2,252.48	2,978.57
增长率(%)	2.20	(14.01)	64.02	74.29	32.24
EBITDA(百万元)	80.34	132.40	192.81	363.65	510.18
归属母公司净利润(百万元)	18.91	62.41	145.15	293.97	422.15
增长率(%)	(113.13)	230.08	132.56	102.53	43.61
EPS(元/股)	0.15	0.49	1.15	2.32	3.33
市盈率(P/E)	229.55	69.55	29.90	14.77	10.28
市净率(P/B)	3.71	3.61	3.32	3.02	2.68
市销率(P/S)	4.74	5.51	3.36	1.93	1.46
EV/EBITDA	21.28	39.81	19.31	10.19	7.24

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/专业工程
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	34.25 元
目标价格	50.8 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	126.73
流通 A 股股本(百万股)	73.41
A 股总市值(百万元)	4,340.57
流通 A 股市值(百万元)	2,514.31
每股净资产(元)	9.58
资产负债率(%)	33.97
一年内最高/最低(元)	56.00/14.65

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521010001
wangtaoa@tfzq.com

蔺青青 联系人
jiangqingqing@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 岩土工程专业服务商，核心技术+核心材料双轮驱动.....	4
1.1. 岩土工程专业服务商，技术实力打造核心竞争力	4
1.2. 逐步摆脱地产影响，转型国家战略领域经营大幅改善	6
2. 核电：审批节奏加快，景气度持续上行.....	8
3. 水利水电：自研 SJT 技术在西南水电工程中或有重要应用	11
3.1. 雅鲁藏布江下游地质环境复杂，公司自研 SJT 或有重要应用	11
3.2. 与葛洲坝市政达成战略合作，助力公司核心技术+核心材料深度应用	14
4. 沿海港口扩建，公司固化材料设备迎来新发展.....	15
5. 立足国内，放眼海外，持续拓展增长空间.....	18
6. 盈利预测与投资建议.....	20
7. 风险提示.....	21

图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司股权结构（截至 2025 年 4 月 21 日）	5
图 3：分产品营收结构	7
图 4：新签订单金额及同比	7
图 5：营业收入及同比	7
图 6：归母净利润及同比.....	7
图 7：毛利率&净利率	8
图 8：四项费用率情况	8
图 9：中国核电装机容量及同比	8
图 10：中国大陆在运和在建核电机组数量（台）	8
图 11：全球在运核电机组数量（台）	9
图 12：中国核电基本建设投资及同比	9
图 13：2023 年全球核电国家核电发电比例.....	9
图 14：中国大陆核电站分布图（截至 2025 年 3 月）	10
图 15：2008 年以来我国每年新核准核电机组数量（台）	10
图 16：雅鲁藏布江示意图	11
图 17：雅鲁藏布江大拐弯地区区域地质背景.....	12
图 18：各水系中三种大坝类型占比.....	13
图 19：智能感知超级旋喷技术（SJT）集成化展示图一	14
图 20：智能感知超级旋喷技术（SJT）集成化展示图二	14
图 21：我国港口发展历程及各阶段特征.....	16
图 22：中岩大地岩土固化剂材料.....	18
图 23：天津石化南港地基固化处理项目	18

图 24：公司新申请及授权国家专利数（项） 19

表 1：公司部分董事会及高管成员简介 5

表 2：公司股票期权激励计划各行权期业绩考核目标 6

表 3：三峡水利工程基本投资构成 14

表 4：十四五以来港口规划相关政策 17

表 5：国内主要岩土公司对比 20

表 6：公司分业务收入预测 21

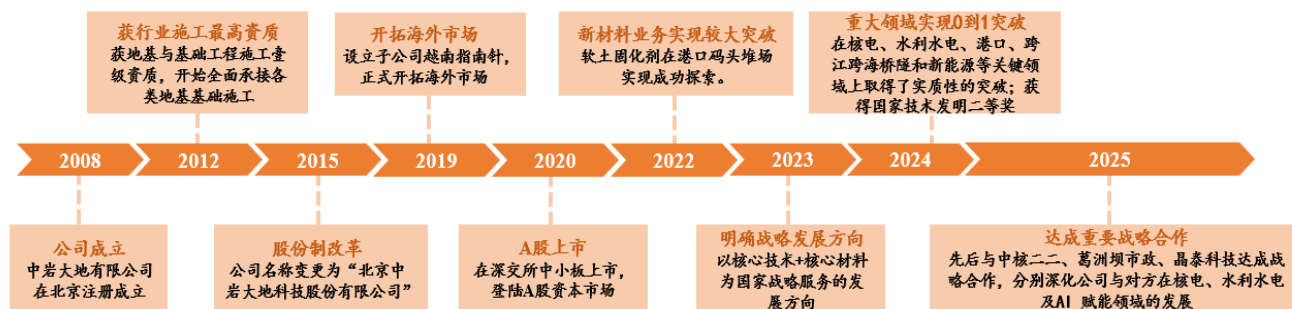
表 7：可比公司估值表 21

1. 岩土工程专业服务商，核心技术+核心材料双轮驱动

1.1. 岩土工程专业服务商，技术实力打造核心竞争力

岩土工程专业服务商，围绕国家重大战略领域以“核心技术+核心材料”双轮驱动推动公司发展。公司前身北京中岩大地工程有限公司成立于 2008 年。2012 年，公司取得地基与基础工程施工壹级资质（为行业施工最高资质），开始全面承接各类地基基础施工。2020 年，公司顺利在深交所中小板上市。2023 年，公司明确了以核心技术+核心材料为国家战略服务的发展方向，积极拓展港口、核电、水利水电及跨江跨海桥隧等关键领域，随后公司迎来飞速发展。2024 年，公司在核电、水利水电、港口、跨江跨海桥隧和新能源等关键领域上取得 0 到 1 的突破，并获得国家技术发明二等奖，以表彰公司基于信息化实时调控的超深大直径旋喷桩装备及基于微气泡减阻技术的高速搅喷装备、以及软土固化系列材料的研发，攻克了深层软弱土体加固质量不可靠等技术难题。2025 年，公司目标是实现国内各个关键赛道从 1 到 N 的自我发展、海外突破核心技术+核心材料的重大项目从 0 到 1 的公司战略。

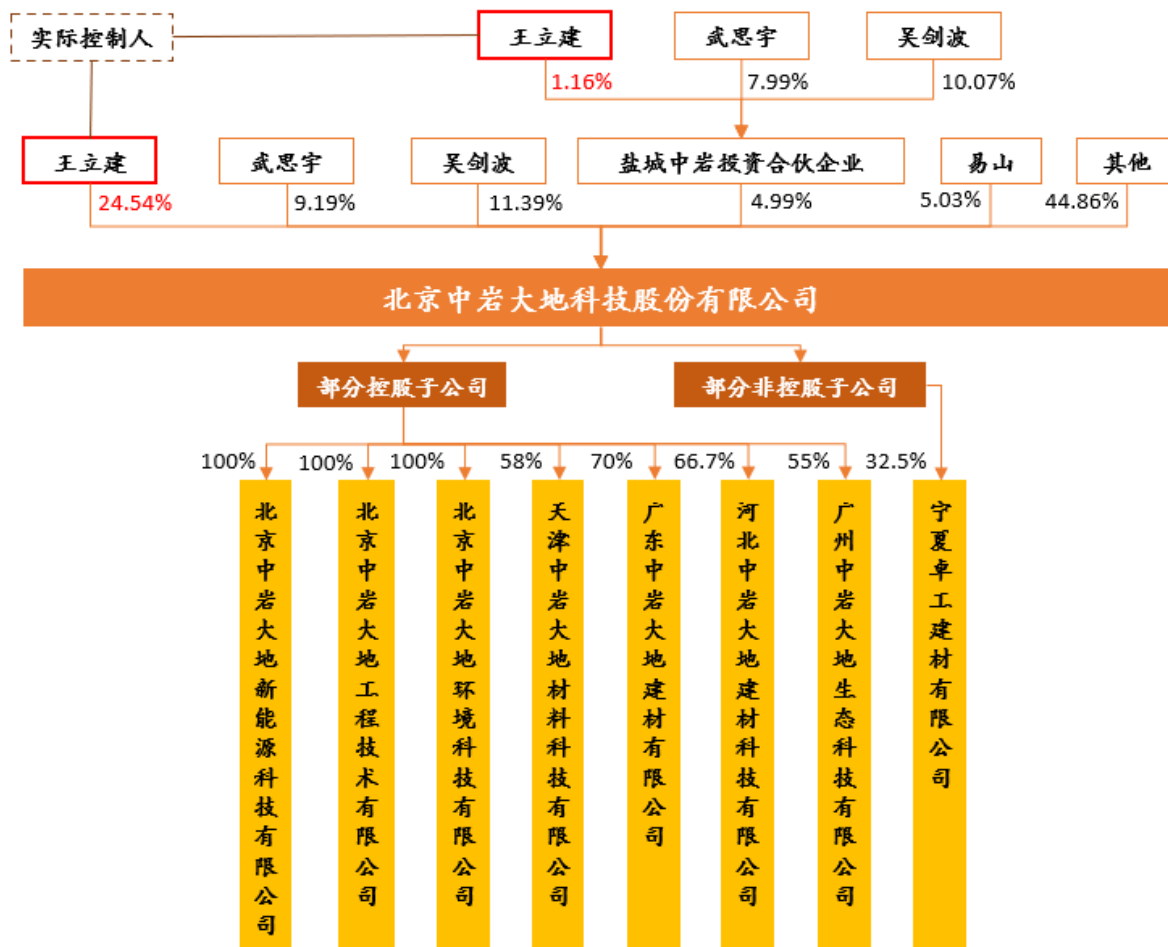
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、公司公告、中岩大地公众号，天风证券研究所

公司实控人王立建直接持股 24.54%，技术团队专业高学历且具备岩土工程实践经验。截至 2025 年 4 月 21 日，公司实控人王立建直接持股 24.54%，吴剑波、武思宇分别直接持股 11.39%、9.19%，三人还通过盐城中岩投资合伙企业（有限合伙）间接持股公司部分股权。公司拥有专业、高学历的技术团队，核心成员均具备丰富的岩土工程行业实践经验，其中，以董事长王立建为代表的部分高管均有中冶建研院（中国京冶是其下属岩土子公司）工作背景，中国京冶下属的地基与基础工程分公司在岩土工程方面具备雄厚的技术人才和丰富的工程经验，是国内岩土工程领域的知名企业。

图 2：公司股权结构（截至 2025 年 4 月 21 日）



资料来源：Wind，公司公告，企查查，天风证券研究所

表 1：公司部分董事会及高管成员简介

姓名	职务	背景简介
王立建	董事长	1976 年生，天津大学硕士学位，中欧国际工商学院 EMBA，一级建造师。历任 中国京冶工程技术有限公司 项目部经理，北京中岩大地工程技术有限公司总经理、董事长，北京中岩大地新能源科技有限公司执行董事。2021 年 9 月至今任北京中岩大地环境科技有限公司董事长；2021 年 11 月至今任天津中岩大地材料科技有限公司董事；2015 年 9 月至今任本公司董事长
吴剑波	副董事长	1976 年生，中国矿业大学硕士学位，北京大学国家发展研究院 EMBA，注册土木工程师（岩土），一级建造师。历任建设综合勘察研究设计院有限公司工程师，北京中岩大地工程技术有限公司副总经理，河北中岩大地建材科技有限公司董事长。2021 年 9 月至今任北京中岩大地环境科技有限公司董事；2021 年 11 月至今任天津中岩大地材料科技有限公司董事；2015 年 9 月至今任本公司副董事长
武思宇	董事、总经理	1978 年生，清华大学博士学位。历任 中国京冶工程技术有限公司 工程师，北京中岩大地工程技术有限公司副总经理。2021 年 11 月至今任天津中岩大地材料科技有限公司董事长；2015 年 9 月至今任本公司董事、总经理
柳建国	董事、副总经理、总工程师	1964 年生，天津大学硕士学位，教授级高级工程师，注册土木工程师（岩土）。历任 中冶建筑研究总院有限公司 地基所工程师、副所长兼总工程师，北京中岩大地工程技术有限公司副总经理兼总工程师。2015 年 9 月至今任本公司董事、副总经理、总工程师
牛辉	董事、副总经理	1983 年生，本科学历，二级注册建造师。历任北京中岩大地科技股份有限公司工长、生产经理、项目经理、岩土五部部门经理兼岩土七部部门经理等职务。2020 年 12 月至今任公司副总经理，

2022 年 3 月起任公司第三届董事会董事

吴嘉希 副总经理

1987 年生，本科学历，清华大学经管学院研究生在读，中级工程师。历任北京中岩大地科技股份有限公司项目经理、总经理助理，北京中岩大地工程技术有限公司总经理。现任公司副总经理，北京中岩大地工程技术有限公司总经理

刘光磊 副总经理

1979 年生，清华大学博士学位，一级注册结构工程师、英国特许结构工程师。历任奥雅纳工程咨询（上海）有限公司高级工程师，北京中岩大地工程技术有限公司副总工程师。2015 年 9 月至今任公司副总经理

资料来源：公司公告，天风证券研究所

健全人才激励，助推公司高质量发展，25 年归母净利润增长率目标较 23 年不低于 500%。2024 年 3 月，公司制定《2024 年股票期权激励计划（草案）》，拟以 11.25 元/股的行权价格向激励对象授予股票期权数量 240 万份，占该激励计划草案公告日公司股本总额 12733.05 万股的 1.88%。明确业绩考核目标为：以 2023 年净利润为基数，2025 年的净利润增长率触发值不低于 305%，目标值不低于 500%。我们认为本次激励计划将对公司经营发展产生正向作用，实现公司与员工利益的协同发展，提高经营效率，或将对公司长期业绩提升产生积极影响。

表 2：公司股票期权激励计划各行权期业绩考核目标

行权安排	考核年度	目标值（Am）	触发值（An）
第一期	2024 年	以 2023 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 300%	以 2023 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 200%
第二期	2025 年	以 2023 年净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 500%	以 2023 年净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 305%

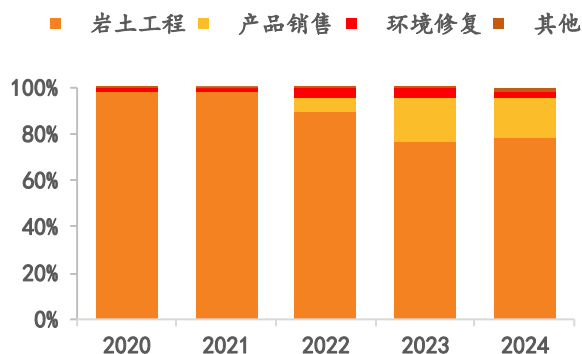
注：上述“净利润”指经审计的归母净利润

资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.2. 逐步摆脱地产影响，转型国家战略领域经营大幅改善

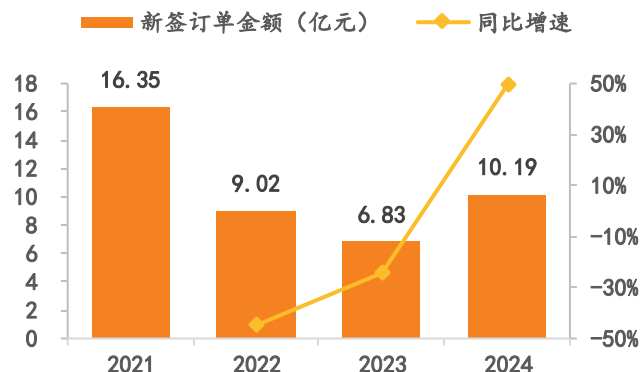
深耕岩土工程领域，2024 年岩土工程收入占比 70%以上。公司的主营业务为岩土工程服务，业务范围包含设计咨询、施工和材料销售，为客户提供一体化综合解决方案。公司的产品及服务主要应用于工业与民用建筑领域、基础设施领域、环境与节能领域、新能源领域等建设项目的岩土工程服务。分产品口径来看，岩土工程是公司核心业务，近两年收入占比维持在 70%以上；公司产品销售业务主要是岩土固化剂等岩土工程材料销售，2024 年产品销售业务收入占比达 17%；环境修复技术与传统的岩土工程技术高度关联，例如污染场地修复等，收入体量较小，目前收入占比不到 2%。

图 3：分产品营收结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

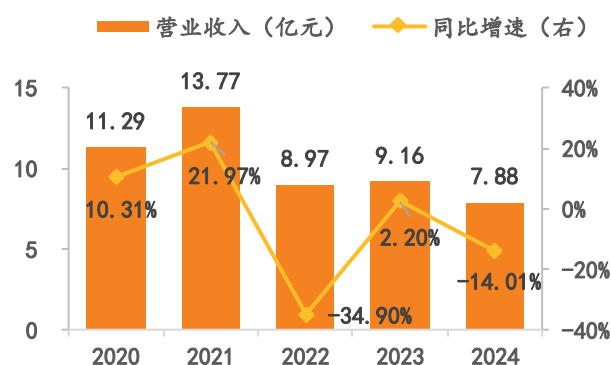
图 4：新签订单金额及同比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

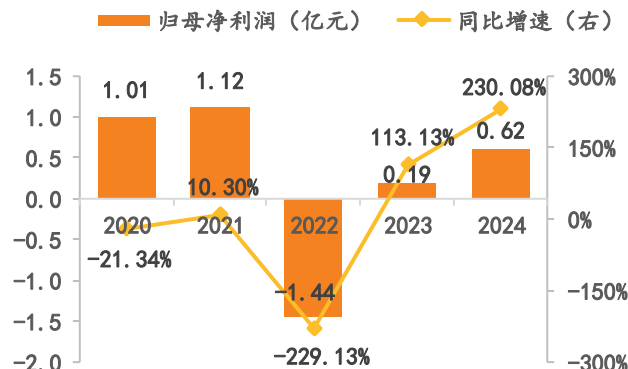
公司逐步摆脱地产下行影响，转向国家战略领域，基本面迎来快速修复。从公司的经营情况来看，公司的发展分为两个阶段（2022 年及以前、2022 年以后）。2022 年及以前，公司的经营情况跟地产行业紧密相连，2021 年以前伴随地产行业迅速扩张，公司迎来快速发展，营收、归母净利润在 2021 年分别达到 13.77、1.12 亿元，随后地产下行叠加疫情影响，公司业绩在 2022 年触底。从 2023 年开始，公司明确了以核心技术+核心材料为国家战略服务的发展方向，聚焦于核电、港口、水利水电及跨江跨海桥隧等关键领域，地产在公司营收中的占比逐年下降，地产行业对公司的影响越来越小，公司基本面逐步迎来修复。2024 年，公司营收或受订单结算周期影响略有下滑，但归母净利润同比增长 230.08% 至 0.62 亿元、新签订单同比增长 49.35% 至 10.19 亿元。

图 5：营业收入及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

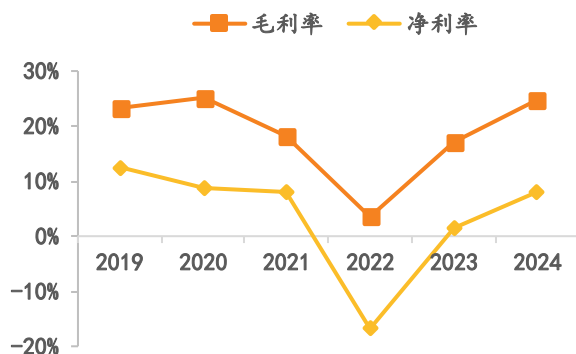
图 6：归母净利润及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

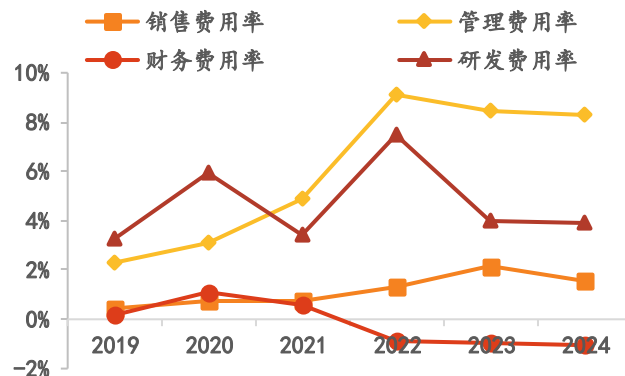
盈利能力持续改善，经营质量不断提高。自转向国家战略领域以来，公司过往十多年的研发在核心技术和核心材料方面取得了实质性的进展，2023 年开始各项经营指标大幅改善。2024 年，公司毛利率 24.89%，同比增长 7.67pct，净利率提升 6.48pct 至 7.98%。从费用端来看，2024 年公司期间费用率为 12.66%，同比下降 0.93pct，其中销售/管理/财务/研发费用率同比分别下降 0.63/0.12/0.1/0.08pct。公司持续推动核心技术+核心材料在国家重大项目中的应用，强化施工管理，严格管控成本，有望持续改善其经营质量。

图 7：毛利率&净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：四项费用率情况

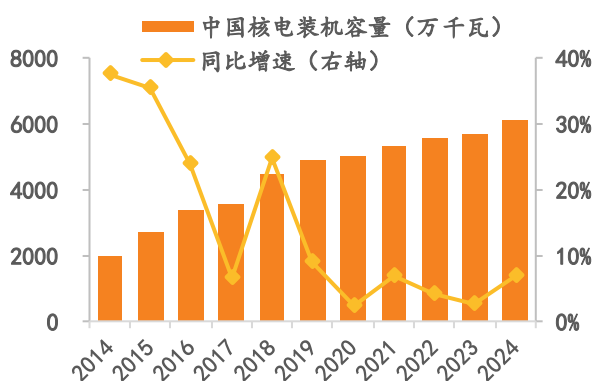


资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 核电：审批节奏加快，景气度持续上行

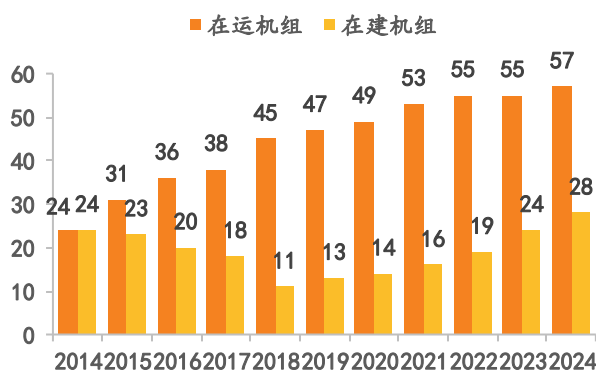
核电建设加速，在建规模居全球第一。近几年来，我国核电装机容量稳步上升，截至 2024 年末，核电装机容量达 6082.5 万千瓦，2019-2024 年 CAGR+4.5%。回顾我国核电发展历程，2011 年受日本福岛核事故影响，中国核电的发展骤然放缓，2011-2018 年间我国新核准核电项目出现真空期。随着第三代技术的成熟，我国于 2019 年重启核电建设，并于 2020 年双碳提出后不断加速。2019 年以来，中国大陆在建核电机组数量持续增长，截至 2024 年底，我国大陆核电在运机组数量 57 台，商运核电机组总装机容量居全球第三，在建机组数量达到 28 台，在建机组装机容量连续 18 年保持全球第一。与此对应，我国核电工程建设投资完成额从 2020 年开始不断增长，2024 年核电工程建设投资完成额 1468.9 亿元，同比增长 54.8%，创历史新高。

图 9：中国核电装机容量及同比



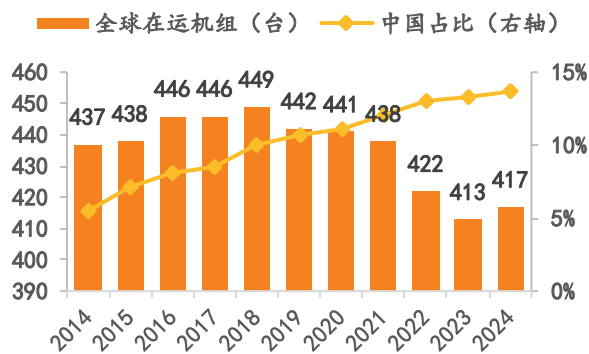
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：中国大陆在运和在建核电机组数量（台）



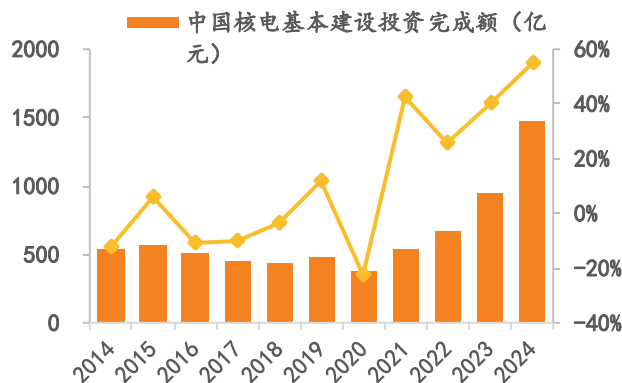
资料来源：中国核能行业协会官网，中国核工业公众号，天风证券研究所

图 11：全球在运核电机组数量（台）



资料来源：中国核能行业协会官网，中国能源报公众号，天风证券研究所

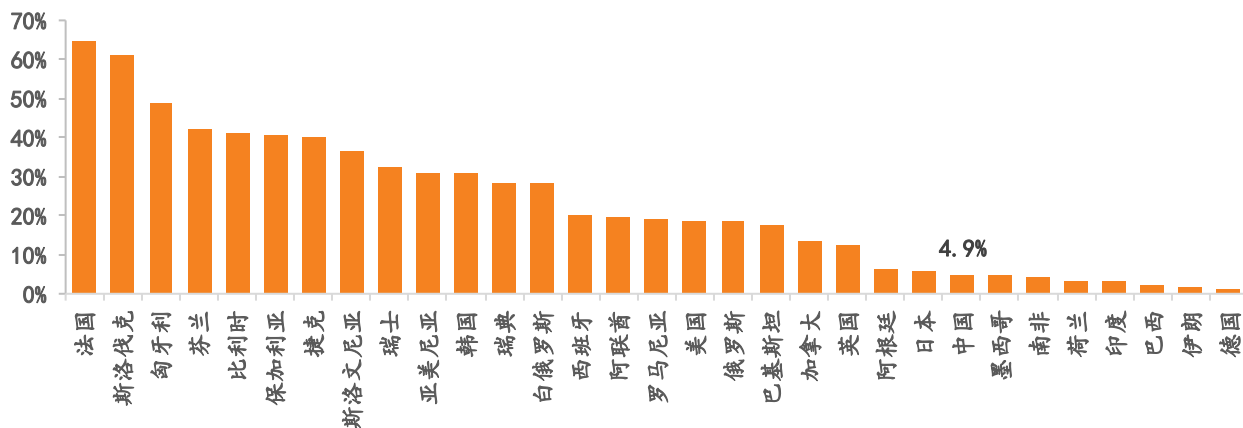
图 12：中国核电基本建设投资及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

我国核电发电量占比不到 5%，远低于发达国家水平，《中国核能发展报告(2025)》预计 2030 年前我国在运核电装机规模将居世界第一、到 2040 年我国核电发电量占比约 10%。2023 年中国核电发电量占比仅 4.9%，远低于发达国家水平。2023 年核电国家中核能发电占总发电量高于 10% 的有 21 个，其中，法国约为 64.8%，美国约为 18.6%，我国不到 5%，远低于发达国家水平。近些年来，我国对核能的政策支持力度显著加大，《中国核能发展报告(2025)》认为，按当前的建设速度和节奏，2030 年前我国在运核电装机规模将跃居世界第一，预计到 2040 年我国核电装机需达到 2 亿千瓦，发电量占比约 10%。

图 13：2023 年全球核电国家核电发电比例



资料来源：IAEA，中国环境官网，天风证券研究所

随着核电的发展，优质的核电厂厂址稀缺性会进一步凸显。早期，我国核电厂址基本都集中在基岩的区域，但 20 世纪 90 年代后期开始，一般将主厂区布置在基岩区，而常规岛和 BOP 等场地则位于软土、人工填土区域。环境保护部发布的《关于加强核电厂址保护和规范前期施工准备工作的通知》（环函[2015]164 号）中明确表示核电厂址是稀缺资源，随着硬质基岩厂址日趋饱满，软土地基厂址逐渐成为潜在的发展方向。再加上核电对于安全性要求极高，这导致了基于软土的核电项目将会对岩土工程提出更高的要求。

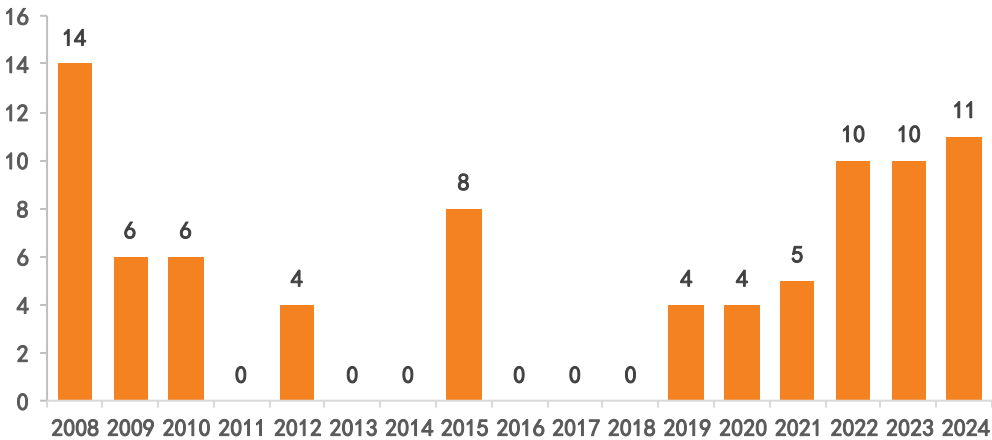
图 14：中国大陆核电站分布图（截至 2025 年 3 月）



资料来源：中国能源报公众号，中国核能行业协会，天风证券研究所

核电岩土工程未来每年 120-150 亿元市场空间。2022 年以来，中国核电建设步伐稳健，2022-2024 年连续三年每年核准的核电机组数量均在 10 台及以上，保持了常态化的审批节奏。今年 4 月 27 日，国务院常务会议核准三门核电三期工程等 5 个核电项目共 10 台机组，继续保持良好势头。按照我国每年 8-10 台核电机组的核准节奏，我们预计未来核电建设中岩土工程市场规模每年大概在 120-150 亿元。

图 15：2008 年以来我国每年新核准核电机组数量（台）



资料来源：能源圈官网，中国能源报公众号，天风证券研究所

公司以智库服务模式切入核电领域，从前期咨询设计逐步拓展至大额施工类。2023 年，

公司中标某核电站工程技术咨询服务项目，标志着公司继光伏外，正式迈入核电等清洁能源、新能源领域。2024 年，公司与中核集团达成合作，拿到了金七门核电站的 1.6 亿元订单（金七门核电厂 1、2 号机组陆域形成及地基处理工程），金七门核电一期（1、2 号机组）总投资 445.7 亿元，是一个软基项目，未来几乎所有的核电站都是非基岩厂址，带来岩土价值量大幅提升。今年一季度公司与中核二二正式签署战略合作协议并中标中广核核电的项目，目前以智库服务模式已深度参与 5 个核电项目，前期咨询设计项目类订单的合同金额一般不大，但对后期中标大额施工类订单能提供强有力的支撑。核电项目常态化审批下，公司对项目跟踪紧密，逐步跟核电央企等建立良好合作关系，有望在核电领域迎来更大突破。

3. 水利水电：自研 SJT 技术在西南水电工程中或有重要应用

3.1. 雅鲁藏布江下游地质环境复杂，公司自研 SJT 或有重要应用

雅鲁藏布江下游水电工程开工在即。2024 年 12 月 25 日，雅鲁藏布江下游水电工程获得核准。我们此前曾在 2024 年 9 月 4 日外发的《高争民爆首次覆盖：西藏民爆龙头，充分受益区域高景气》中测算过该工程预估投资将超过 1 万亿，装机规模预计约 6000 万千瓦，年发电量将达到 3000 亿千瓦时，规模相当于 3 个多三峡电站。此次获得核准意味着前期工程勘探和项目可行性研究已经完成，接下来要进入详细设计和施工阶段。早在 2021 年 3 月《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》中就曾明确了十四五期间要“实施雅鲁藏布江下游水电开发”，今年 3 月，国家发改委《关于 2024 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2025 年国民经济和社会发展计划草案的报告》将雅鲁藏布江下游水电工程划定为重点领域重大投资项目，并明确提出推动其开工建设。

图 16：雅鲁藏布江示意图



资料来源：土木工程网，天风证券研究所

地基处理指采用各种工程技术措施，改变或改善支承建筑物的土层或岩石地基条件，使之能适合工程设计对地基的要求。地基处理是水利工程的重要组成部分，直接关系到工程的质量与安全，同时也将影响到造价和工程进度。水利工程地基处理的主要目的是：①提高天然地基防渗能力和渗透稳定性，减少蓄水建筑物的地基渗漏量。②增加天然地基强度和稳定性，提高承载力，减少变形及防止不均匀沉陷，避免产生工程失稳破坏。由于地基处理属于隐蔽工程，一旦发生工程质量问题，后期难于补救，故对其施工应严格确保质量，建立质量保证体系。

雅鲁藏布江下游地质环境复杂，地基处理工难度较大。雅鲁藏布江大拐弯地区作为印度-欧亚板块碰撞的最前缘，是青藏高原原挤压隆升演化过程中地壳运动与构造变形最为强烈的地区，峡谷区岸坡陡峭，卸荷强烈，崩塌、滑坡、泥石流密布。此外，雅鲁藏布江底埋藏有深厚的河床覆盖层，已建成的水电站如西藏雅鲁藏布江林芝多布水电站工程都存在深厚覆盖层。对河床深厚覆盖层上的建坝工程，或存在结构不连续性造成的差异沉降、坝基渗漏、渗透变形、地震液化和软弱夹层的剪切破坏等工程地质问题。

图 17：雅鲁藏布江大拐弯地区区域地质背景

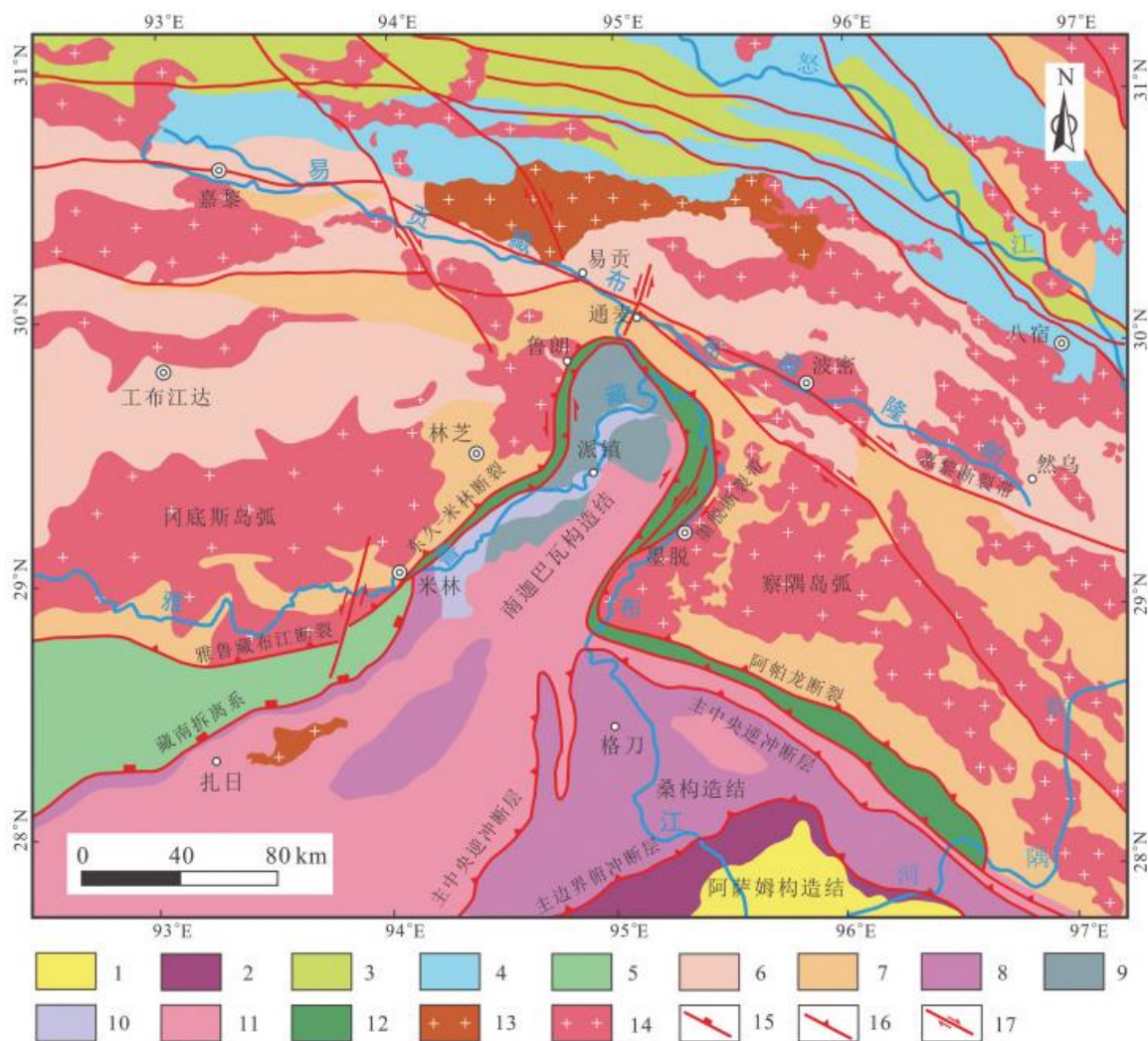


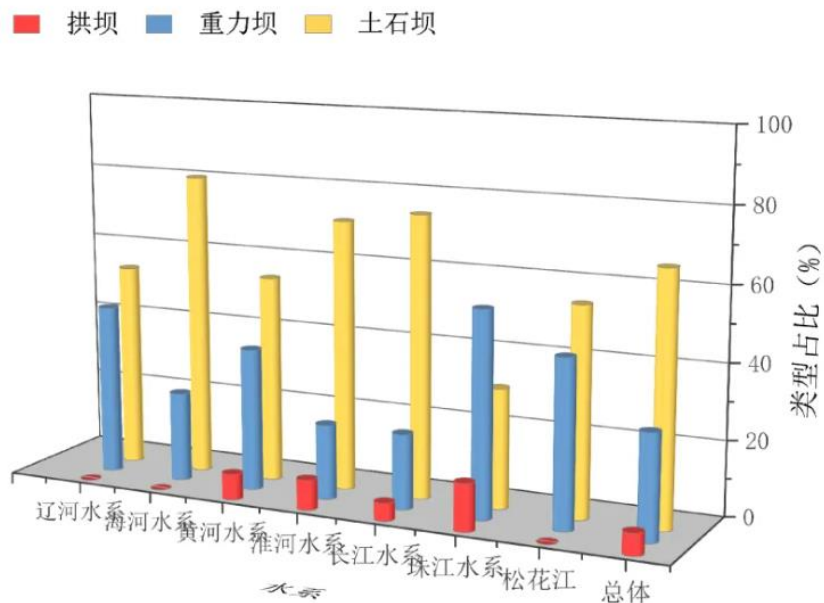
Fig. 1 Regional geological setting of the Grand Bend of the Yarlung Zangbo River region

1—第四系冲洪积物；2—新近系；3—白垩系；4—三叠系—侏罗系；5—三叠系；6—古生界；7—前寒武系片麻岩；8—新元古界；9—直白片麻岩；10—派乡片麻岩；11—南迦巴瓦岩群；12—雅鲁藏布江缝合带；13—古近纪花岗岩；14—侏罗纪—白垩花岗岩；15—正断层；16—逆断层；17—走滑断层

资料来源：杜国梁等《雅鲁藏布江大拐弯地区滑坡发育分布特征及其对地貌演化的响应》，天风证券研究所

从水电站坝型来看，我国主流坝型是土石坝，在七大水系中占比超 60%。不同坝型的占比各不相同，从整体上来看，在七大水系中土石坝占比最大，超过 60%，其中，海河、长江、淮河水系中土石坝占比接近 80%，原因是土石坝适应地基能力强，构造简单，造价低；重力坝占比第二，约为 20%，主要原因是重力坝有较好的抵抗水的渗漏、洪水漫顶、地震破坏的能力，重力坝在大部分水系中占比第二，在多雨多水的珠江水系中，甚至排名第一；拱坝在三种坝型中占比最少，因为相对而言拱坝对施工技术、施工质量控制、筑坝材料的强度有较高的要求，且对地基处理的要求也更为严格，因此它在各水系中的占比较少。

图 18：各水系中三种大坝类型占比



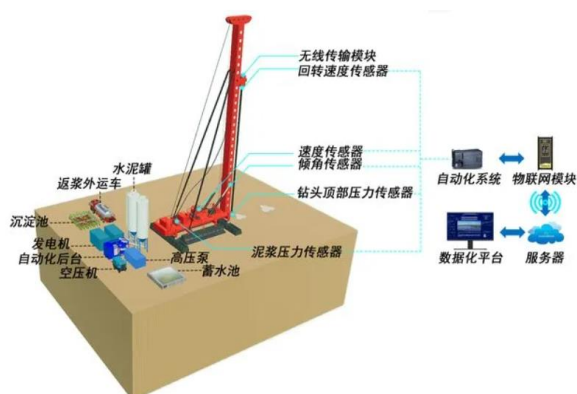
资料来源：山东水利公众号，天风证券研究所

深厚覆盖层及河谷宽谷段不宜建拱坝及混凝土重力坝，只能修建当地材料坝，西藏目前已建成的水电站坝体也多为堆石坝（当地材料坝/土石坝类型之一），例如位于西藏自治区墨竹工卡县境内的拉萨河中下游的直孔水电站。从现有的研究资料来看，付煜等在《混凝土面板堆石坝在西藏的应用前景》指出，西藏的河谷地形多是峰回路转，呈“s”状河道较多，且其河谷中或河谷两岸存在着大量的土石料，是建造面板堆石坝的具佳环境。结合西藏地区的气候昼夜温差大，可利用的施工期少的特点，坝型具有安全性好、混凝土工程量少、工期短、造价低等优点的混凝土面板堆石坝适合西藏地区的水利及水电站建设。王康柱等在《西藏地区极高海拔高混凝土面板堆石坝筑坝材料适应性研究》中论证表明在极高海拔地区建设 189 m 高混凝土面板堆石坝，增加排水区，降低填筑碾压孔隙率，提高碾压参数，采用砂质板岩筑坝是可行的。综合以上分析，我们认为，雅鲁藏布江下游水电工程坝型采用堆石坝的可能性较大。

公司自主研发的 SJT 技术在深覆盖层坝基方面或有重要应用。深覆盖层上的面板堆石坝通常采用面板—趾板—连接板—防渗墙的防渗系统，由于连接板、趾板及坝体修筑在覆盖层上，填筑和蓄水期引起的覆盖层变形对防渗体接缝位移影响较大。针对坝基覆盖层处理问题，赵津磊等在《防渗墙下游高压旋喷加固区强度对深覆盖层处面板堆石坝防渗系统变形的影响》中表明，对深覆盖层地基进行旋喷加固，可改善由面板、趾板、连接板和防渗墙组成的防渗系统的稳定性，并随旋喷区参数的提高效果越明显。邢建营等在《面板堆石坝深覆盖层处理技术研究及在河口村水库工程中的应用》中结合河口村水库工程，最终选用高压旋喷桩方案，并提出了分区渐变式的新型布置形式能有效降低防渗系统变形，处理后的覆盖

层变形较小。中岩大地自主研发的智能感知超级旋喷（SJT）已成功应用于世界最大跨度悬索桥张靖皋长江大桥，未来将广泛应用于水利水电、水库大坝、过江隧道等领域。SJT 技术在传统高压旋喷桩的基础上经过优化、改良，重点解决了在粉质黏土、粉土、砂土、圆砾及卵石层等土层中的旋喷成桩难题。公司自主研发制造的高性能 SJT 旋喷钻机可实现高效加接、拆卸钻杆，单节钻杆最长为 24m，减少钻杆加接、拆卸时间，大幅度提高施工效率；通过建立超高压旋喷桩智能管理系统，实现了施工全周期内的信息监测和实时反馈，使施工过程更加精细化，为深层地基加固提供了高质量保障。

图 19：智能感知超级旋喷技术（SJT）集成化展示图一



资料来源：中岩大地公众号，天风证券研究所

图 20：智能感知超级旋喷技术（SJT）集成化展示图二



资料来源：中岩大地公众号，天风证券研究所

3.2. 与葛洲坝市政达成战略合作，助力公司核心技术+核心材料深度应用

在水电站固定资产投资中，土建工程投资约占 40%-60%，机电设备投资约占 20%-30%，水库淹没补偿费约占 10%-40%。以三峡水利工程为例，根据 2013 年长江三峡工程竣工财务决算草案审计结果，竣工决算为枢纽工程投资占总投资的比为 42.1%，输变电工程投资占比 16.6%，工程建设投资合计占比 58.7%；移民资金占比 41.3%，三峡电站装机容量达到 2250 万千瓦，以 1993 年 5 月末价格为基准，折合单位千瓦投资为 9212 元人民币，这主要是由于三峡移民投资较高。

表 3：三峡水利工程基本投资构成

	投资额（亿元）	占总投资比例
枢纽工程	871.95	42.1%
输变电工程	344.28	16.6%
工程建设投资合计	1216.23	58.7%
移民资金	856.53	41.3%
工程合计总投资	2072.76	100.0%
总装机量（万千瓦）	2250	
单位千瓦投资（元）	9212.27	

注：以 1993 年 5 月末价格为基准；

资料来源：中国腐蚀与防护网，天风证券研究所

按照我们此前的估算雅鲁藏布江下游水电项目投资额 10261 亿元，结合西藏本身建设条件，假设土建工程投资约占 60%，机电设备投资约占 30%，水库淹没补偿费约占 10%。则雅鲁藏布江下游水电项目对应土建、机电设备、补偿费分别为 6157、3078 和 1026 亿元。按照地基处理占建造成本的 10%-15%计算，雅鲁藏布江下游水电工程地基处理环节投资

额约 610-930 亿元。

在水利水电岩土工程领域，公司主要竞争对手：

➤ **中国能建：地基处理项目经验丰富，具备世界领先优势**

核心子企业葛洲坝集团实力雄厚，从建设长江葛洲坝水利枢纽工程起家，在“三三〇工程局基础处理分局”时期，就以地基基础处理专业优势闻名全国，先后参与实施了葛洲坝水利枢纽工程、世界最大三峡水电站、世界第二白鹤滩水电站和世界第七乌东德水电站等大国重器地基基础工程，创造了卓越业绩，积累了丰富业绩，具备世界领先优势。

➤ **中国电建：掌握深厚覆盖层复杂地基处理技术**

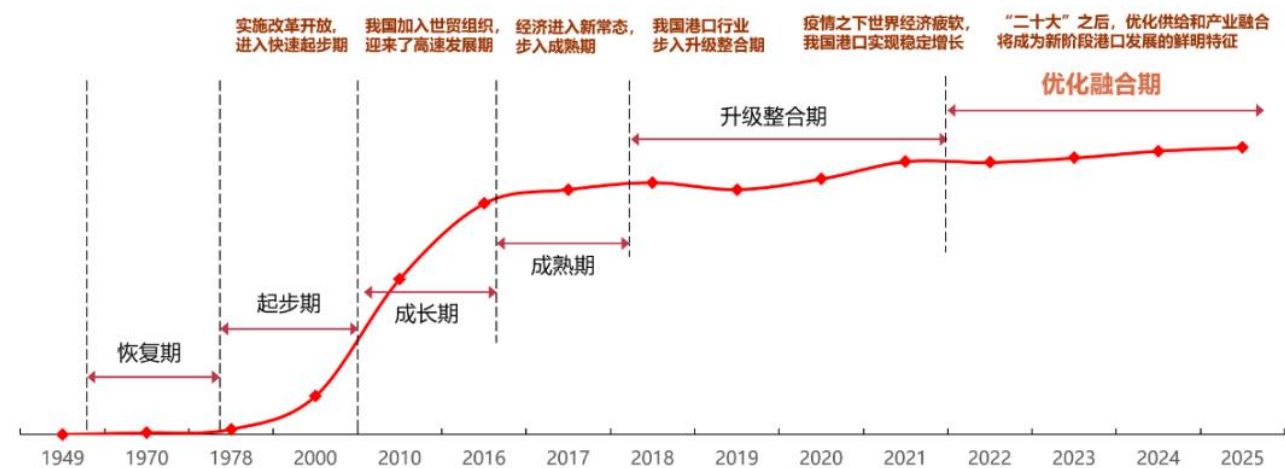
新时代以来，中国电建在水电开发领域，创新发展了 300 米级高坝筑坝技术、700 米级特高边坡稳定控制技术、超深埋长大引水隧洞工程关键技术、深厚覆盖层复杂地基处理技术。中国电建所属水电基础局承建的世界最深振冲碎石桩——拉哇水电站上游围堰地基处理振冲碎石桩工程，解决了厚达 70 米的深厚覆盖层软基问题，为该水电站 60 米高的围堰及基坑边坡安全稳定提供保障。

与葛洲坝市政达成战略合作，助力公司核心技术+核心材料深度应用在水利水电领域。在水利水电行业，岩土工程领域的地基处理、桩基、边坡防护、防水止水、材料和信息化等技术都能大量应用。与央企下属岩土公司相比，公司优势集中在：1）智能感知超级旋喷（SJT），在深覆盖层坝基方面或有重要应用；2）固化剂材料方面，比如防冲刷、止水防渗、冻室超前支护、山体注浆和裂隙注浆等领域或具备一定优势。今年 3 月，公司与中国葛洲坝集团市政工程有限公司（中国能建旗下中国葛洲坝集团股份有限公司核心子企业，以下简称“葛洲坝市政”）正式签署战略合作协议，葛洲坝市政前身为葛洲坝基础，一直致力于基础设施建设领域的深耕细作，在水利水电工程方面拥有深厚底蕴。未来，公司将与葛洲坝市政持续深耕水利水电领域，充分发挥各自在资源、技术、市场等方面的优势，推动合作项目落地。

4. 沿海港口扩建，公司固化材料设备迎来新发展

2014 年以来港口建设需求放缓，近年来政策推动加快建设国家港口枢纽体系，港口建设再加速。我国沿海港口的建设与经济发展相适应，伴随着经济的高速发展，经历“十一五”、“十二五”期大规模基础设施建设后，沿海港口基础设施规模和服务能力得以显著提升。随着 2014 年我国经济进入新常态，沿海港口发展步入成熟期，吞吐量增速明显回落，这一时期沿海港口建设高潮趋缓。2017 年始沿海港口行业发展步入升级整合期，行业从无序竞争向有序整合推进。2024 年 6 月，交通运输部印发《关于新时代加强沿海和内河港口航道规划建设的意见》，提出要加快建设国家港口枢纽体系，推动实施全国港口航道布局规划，港口建设再加速。

图 21：我国港口发展历程及各阶段特征



资料来源：中交水规院公众号，天风证券研究所

表 4：十四五以来港口规划相关政策

政策日期	政策名称	印发部门	政策内容及目标
2021 年 2 月	《国家综合立体交通网规划纲要》	中共中央、国务院	任务：发挥上海港、大连港、天津港、青岛港、连云港港、宁波舟山港、厦门港、深圳港、广州港、北部湾港、洋浦港等国际枢纽海港作用，推进一批国际性枢纽港站、全国性枢纽港站建设。加强城市群内部重要港口、站场、机场的路网连通性，促进城市群内港口群、机场群统筹资源利用、信息共享、分工协作、互利共赢，提高城市群交通枢纽体系整体效率和国际竞争力。目标：构建以铁路为主干，以公路为基础，水运、民航比较优势充分发挥的国家综合立体交通网，到 2035 年沿海主要港口 27 个，内河主要港口 36 个。
2021 年 8 月	《交通运输领域新型基础设施建设行动方案(2021—2025 年)》	交通运输部	推进智慧港口建设，推动港口建设养护运行全周期数字化，实现建造过程智能管控。建设港口智慧物流服务平台，推广车联网、船联网技术应用，推动建设泛在感知、港车协同的智慧互联港口。
2022 年 1 月	《推进多式联运发展优化调整运输结构工作方案(2021-2025 年)》	国务院	任务：提升多式联运承载能力和衔接水平，加快港口物流枢纽建设，推动铁路直通主要港口的规模化港区，健全港区、园区等集疏运体系。目标：到 2025 年，基本形成大宗货物及集装箱中长距离运输以铁路和水路为主的发展格局，京津冀及周边地区、长三角地区、粤港澳大湾区等沿海主要港口利用疏港铁路、水路、封闭式皮带廊道、新能源汽车运输大宗货物的比例力争达到 80%，示范工程企业运营线路基本覆盖国家综合立体交通网主骨架。
2022 年 1 月	《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》	国务院	任务：建设京津冀、长三角、粤港澳大湾区世界级港口群，支持山东打造世界一流的海洋港口，推进东北地区沿海港口一体化发展，优化港口功能布局，推动资源整合和共享共用。提升内河港口专业化、规模化水平，有序推进沿海港口专业化码头及进出港航道等公共设施建设。加强海事国际合作，与海上丝绸之路沿线国家合作推进海外港口建设经营。目标：到 2025 年，港口码头专业化、现代化水平显著提升，内河高等级航道网络建设取得重要进展，沿海港口重要港区铁路进港率>70%。
2023 年 1 月	《推进铁水联运高质量发展行动方案(2023—2025 年)》	交通运输部、自然资源部、海关总署、国家铁路局、中国国家铁路集团有限公司	任务：强化港口与铁路规划建设的一体衔接，提升设施联通、联运畅通水平等。目标：到 2025 年，长江干线主要港口铁路进港全覆盖，沿海主要港口铁路进港率达到 90%左右。全国主要港口集装箱铁水联运量达到 1400 万标箱，年均增长率超过 15%。
2024 年 6 月	《关于新时代加强沿海和内河港口航道规划建设意见》	交通部	依据上位规划，组织编制长三角、粤港澳等重点区域和省级港口与航道布局规划，新纳入全国规划的 11 个主要港口，原则上要在 2025 年前编制港口总体规划。加快建设国家港口枢纽体系，全面攻坚国家高等级航道，打通内河航运堵点卡点，实施内河水运体系联通工程，着力推进一体化发展，高质量构建现代化的港口与航道体系。

资料来源：中央政府网，天风证券研究所

24 年以来宁波舟山港等重要港口总体规划获得批复，推动沿海港口扩建等工程实施。2024 年以来，宁波舟山港、北部湾港、洋浦港、青岛港、南京港、海口港、武汉港、梧州港等一批国际枢纽港、国家主要港口的总体规划获得批复。2024 年 10 月 10 日宁波舟山港总体规划（2035 年）批复实施后，开工建设、加快推进和研究储备的项目预计超过 90 个，总投资超过 1500 亿元。青岛港、洋浦港、海口港、广州港南沙港区等规划直接推动实施

了董家口港区集装箱码头工程、洋浦区域国际集装箱枢纽港扩建工程、马村港区三期工程、南沙港区五期工程等国家重大项目建设。

港口建设提速带来大量的淤泥固化、陆域形成需求，公司在港口领域有望实现“1到N”的发展。沿海地区水利、围海造田、港口及航道建设工程等建设项目增多，产生了大量淤泥固化、陆域形成需求。中岩大地核心的陆域形成技术，淤泥固化+固化剂的方式，在很多场景下有很大的优势。早在2022年，公司的软土固化剂在黄骅港大宗散货码头堆场工程试验中验证了中岩材料软土固化剂可有效解决搅拌桩成桩难题、提高桩身质量、降低工程造价，同时每吨软土固化剂较传统水泥可减少碳排放0.35-0.40吨。2024年2月，在某海港项目填海造陆工程中，公司采用岩土固化剂以及原位、异位混合固化工艺相结合，将淤泥通过固化剂固化之后，用作填海造陆的地基原料中。通过将数十万方工程性质较差、经济价值不高的淤泥通过固化后进行工程应用，取代传统做法中的砂石换填，既减小了淤泥外运的成本以及环境影响，又省去了大量工程砂石的开采、制造和运输。2024年3月，公司预中标宁波舟山港固化项目后，目前有多个港口的项目在原场址做实验，公司在港口领域有望实现“1到N”的发展。

图 22：中岩大地岩土固化剂材料



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 23：天津石化南港地基固化处理项目



资料来源：公司官网，天风证券研究所

战略牵手晶泰科技，AI+建筑材料助力公司深耕软基加固、污泥处理等市场。2023年中国污泥产量已超过6500万吨/年（含水率80%），污泥处理市场规模约300-400亿元，其中资源化处理占比约30%-40%，2025年，污泥产量预计突破8000万吨/年。公司积极推进城市淤泥固化项目，淤泥固化混合机等设备在项目现场调试，预计今年5月份设备开始正常运转。2025年3月，公司与深圳晶泰科技有限公司（以下简称“晶泰科技”）正式签署战略合作协议，以“AI+建筑材料”为核心，依托晶泰科技在量子物理、人工智能及机器人自动化实验领域的国际领先技术，结合中岩大地在岩土工程领域的深厚积累，重点聚焦岩土固化剂材料及软基固化领域展开深度合作。公司不断加大科技研发投入，通过工艺创新、设备创新来充分发挥固化剂的性能优势，并不断提升质量和服务水平，在港口等重大基础设施项目的软基加固、陆域形成、渣土资源化利用等多个方面持续深耕。

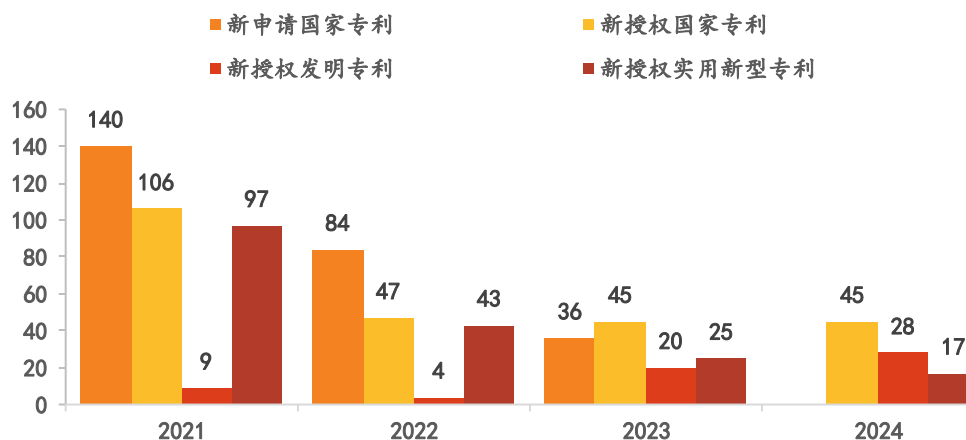
5. 立足国内，放眼海外，持续拓展增长空间

专业资质完备，研发实力突出。公司拥有地基基础工程专业承包壹级资质、岩土工程设计甲级、特种工程（建筑物纠偏和平移、结构补强）专业承包不分等级等一系列岩土工程领域必要的业务资质，是集总承包、专业承包、勘察、设计、施工为一体的综合服务商。公司以技术创新作为核心竞争力的基石，近年来公司不断加大研发投入，加强技术上的优势，

相继申请了多项专利技术，主编及参编了 69 余部国家、行业标准及教材，奠定了公司在国内岩土工程施工技术领域的地位。截至 2024 年，公司荣获国家技术发明奖二等奖 1 项、华夏建设科学技术奖二等奖 3 项和三等奖 1 项、工程建设科学技术进步奖二等奖 1 项。

公司积极推动核心技术、核心材料在国家重大项目中应用。公司已掌握多项核心技术，例如高速高压搅喷复合桩（DMC 桩）、智能感知超级旋喷技术（SJT）、特种岩土固化材料等，均已在较大范围内进行工程应用，为公司的长远健康发展打下坚实的基础。按照战略计划，公司预计 2025 年将形成覆盖全国主要权威设计院的营销平台，优势技术持续产生并得到广泛应用。未来，公司在研发重点从基础研究转向市场推广和项目实施的同时，保持积极立项新研发项目，探索现有业务与人工智能（AI）、数字经济的融合路径，以应对市场变化和新工程场景需求，推进业务高效、高质量发展。

图 24：公司新申请及授权国家专利数（项）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

业务逐步拓展至一带一路，今年有望实现重大突破。跟国内主要岩土公司对比，公司业务主要集中在国内，2024 年海外收入占比不足 1%。依托在岩土工程领域的技术优势与品牌影响力，公司不断开拓业务新版图，加速全球化布局。通过输出“核心技术+核心材料”的模式，公司为“一带一路”沿线国家基础设施建设提供专业化的支持与服务。目前公司围绕东南亚市场和中东市场布局，公司已先后在越南、新加坡、马来西亚设立子公司，此前还在东南亚参建了多个项目，通过技术输出、项目合作等多元模式，公司今年有望实现海外重大项目从 0 到 1 的突破，未来打造公司增长新空间。

表 5：国内主要岩土公司对比

公司	主要业务	总市值 (亿元)	代表项目	PE(TTM)	24 年营收 (亿元)	24 年海外 营收占比
上海港湾	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，在软土地基处理方面优势突出，主要运用在机场、港口等领域。	49.82	新加坡樟宜机场	50.77	12.97	81.29%
中化岩土	公司拥有先进的强夯地基处理、地下连续墙、盾构隧道掘进、海上工程等工程技术和装备，是领先的岩土工程和地下工程服务商。业务涵盖市政、机场、石油石化等领域。	55.81	浙江安吉天子湖通航机场	-4.03	15.30	3.14%
中岩大地	以“核心技术+核心材料”为发展双翼，紧密围绕国家战略需求，在核电、港口、水利水电、跨江跨海桥隧等关键领域深耕细作。在深层地基加固方面优势突出。	43.41	张靖皋长江大桥	63.19	7.88	0.64%

注：数据截至 2025/6/20；

资料来源：Wind，各公司官网、公司公告等，天风证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

结合前文分析，我们对公司盈利预测做出如下核心假设：

- 岩土工程：**自 2024 年公司在核电、港口等关键领域实现从 0 到 1 的突破后，公司目前在核电、港口、水利水电等领域的跟踪项目进展稳定，项目储备充足。核电领域：今年一季度与中核二二正式签署战略合作协议同时与中广核方面也保持合作，有望复制金七门的模式持续拓展核电站项目。港口方面：公司承接的浙江某重点港口等项目正在有序推进，目前有多个港口的项目在原场址做实验。水利水电：去年四季度成立了西藏分公司，今年一季度与葛洲坝市政签署战略合作协议，加深彼此在水电行业和合作。岩土工程领域公司即将进入快速发展阶段，同时核电等行业相对封闭，要求较高，并非所有单位都能进入，竞争对手较少，整体利润率比其他行业高，我们预计 2025-2027 年公司岩土工程业务收入增速 65.22%/75.1%/32.08%，毛利率分别为 27%/27.5%/28%。
- 产品销售：**目前，公司的材料设备未实现单独销售，主要应用于自身的重特大项目上。公司岩土工程业务量增加会带动产品销售增长，并通过持续的研究和创新，降低材料成本，我们预计 2025-2027 年公司产品销售业务收入增速 70.76%/79.97%/35.99%，毛利率分别为 12.5%/13%/14%。
- 环境修复：**公司环境修复业务体量较小，在公司营收中的占比不足 5%，而且该业务重点涉足与岩土工程关联度较高的细分市场，主要包括：污染场地修复、矿山生态修复以及流域生态修复等，提供包括技术咨询、方案设计、工程设计、工程实施、项目运营、项目监测等一站式解决方案。我们预计该业务未来维持稳定增长。

表 6：公司分业务收入预测

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万）	787.98	1292.41	2252.48	2978.57
yoy	-14.01%	41.03%	74.29%	32.24%
毛利率	24.89%	25.14%	25.30%	25.73%
一、岩土工程				
收入（百万）	617.91	1020.94	1787.70	2361.22
yoy	-11.77%	65.22%	75.10%	32.08%
毛利率	26.21%	27.00%	27.50%	28.00%
二、环境修复				
收入（百万）	20.79	25.52	33.52	35.51
yoy	-38.88%	22.79%	31.33%	5.93%
毛利率	32.97%	33.00%	33.20%	33.50%
三、产品销售				
收入（百万）	134.52	229.71	413.41	562.20
yoy	-24.27%	70.76%	79.97%	35.99%
毛利率	12.14%	12.50%	13.00%	14.00%
四、其他				
收入（百万）	14.76	16.23	17.85	19.64
yoy	234.65%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	74.47%	75.00%	75.00%	75.00%

资料来源：Wind，天风证券研究所

基于以上假设，我们预计公司 2025-2027 年有望实现归母净利润分别为 1.5、2.9、4.2 亿元，2024-2027 年复合增速 89%。我们选取岩土工程领域的上海港湾、核电建设领域的中国核建、从事西南水电建设的高争民爆和工程机械类的柳工作为可比公司。可比公司 2025 年 PEG 均值为 0.5，考虑到公司自去年在核电、港口等关键领域实现从 0 到 1 的突破，目前处在 1 到 N 的跨越发展，业绩处在快速增长阶段，认可给予公司 2025 年 0.5 倍 PEG，对应目标股价 50.8 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值表

证券代码	证券简称	市值(亿元)	当前价格(元)	EPS				24-27 年归母净利润复合增速	PEG
				2024	2025E	2026E	2027E		
605598.SH	上海港湾	49.82	20.27	0.39	0.99	1.18	1.36	53.44%	0.38
601611.SH	中国核建	267.63	8.88	0.58	0.79	0.92	1.03	14.61%	0.77
002827.SZ	高争民爆	89.98	32.60	0.54	0.99	1.42	2.05	56.42%	0.58
000528.SZ	柳工	191.42	9.48	0.68	1.01	1.33	1.69	37.03%	0.25
平均					0.95	1.21	1.53		0.50
003001.SZ	中岩大地	43.41	34.25	0.49	1.15	2.32	3.33	89.12%	0.34

注：股价时间 2025/6/20；PEG=25 年预测 PE/（24-27 年归母复合增速*100）；除中岩大地外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期；

资料来源：Wind，天风证券研究所

7. 风险提示

下游领域投资不及预期。公司下游领域集中在核电、水利水电、港口、跨江跨海桥隧等关

键领域，若相关领域投资不及预期则会影响上游景气度，从而影响公司相关产品和工程需求。

项目推进不及预期。核电项目审批核准、港口项目建设规划等若不及预期，可能导致公司新签合同额和营业收入受到不利影响，进而公司业绩增长不及预期。

应收款项增大及坏账风险。随着公司经营规模的扩大，应收票据及应收账款金额，以及未结算工程施工金额均可能会进一步增加，未来仍然存在部分应收票据及应收账款出现逾期或无法收回而发生坏账的可能。

市场竞争加剧风险。国内岩土工程类企业数量多、规模小，行业竞争较为激烈。

测算具有一定主观性。本文中的盈利预测均给予相应的假设条件，具有一定的主观性，实际情况可能会和测算结果不一致。

公司股价存在大幅波动风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	373.41	452.28	427.96	420.83	417.00
应收票据及应收账款	776.22	648.34	715.86	848.36	971.88
预付账款	7.53	7.77	8.35	10.34	13.01
存货	40.20	30.63	39.25	44.88	53.43
其他	225.48	300.16	662.19	732.49	827.86
流动资产合计	1,422.83	1,439.19	1,853.61	2,056.91	2,283.17
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	116.81	114.88	124.08	131.77	149.20
在建工程	0.38	2.03	3.23	4.31	5.65
无形资产	3.51	2.54	3.32	4.09	5.30
其他	88.59	87.24	114.34	142.17	156.15
非流动资产合计	209.29	206.69	244.97	282.34	316.29
资产总计	1,972.60	1,915.12	2,098.58	2,339.24	2,599.46
短期借款	23.41	124.86	72.45	77.47	80.07
应付票据及应付账款	661.33	455.70	565.49	649.72	702.12
其他	85.17	99.90	121.54	141.42	158.16
流动负债合计	769.92	680.46	759.49	868.61	940.34
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	9.45	8.24	9.58	10.73	11.97
非流动负债合计	9.45	8.24	9.58	10.73	11.97
负债合计	781.00	689.71	769.07	879.34	952.31
少数股东权益	21.64	22.52	23.03	24.08	25.57
股本	127.33	126.73	126.73	126.73	126.73
资本公积	759.48	749.82	749.82	749.82	749.82
留存收益	319.47	366.06	429.93	559.27	745.02
其他	(36.32)	(39.73)	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1,191.60	1,225.41	1,329.51	1,459.90	1,647.15
负债和股东权益总计	1,972.60	1,915.12	2,098.58	2,339.24	2,599.46

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	13.77	62.91	145.15	293.97	422.15
折旧摊销	19.51	17.81	15.36	16.61	17.94
财务费用	1.88	2.18	(11.53)	(11.21)	(11.04)
投资损失	(2.70)	(3.74)	(4.00)	(4.00)	(5.00)
营运资金变动	(185.07)	(117.99)	(58.88)	(125.93)	(166.45)
其它	45.51	82.94	6.37	7.41	9.32
经营活动现金流	(107.11)	44.11	92.48	176.84	266.91
资本支出	28.08	14.35	25.20	25.00	36.67
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(34.44)	(1.16)	(60.35)	(60.31)	(83.80)
投资活动现金流	(6.36)	13.19	(35.15)	(35.31)	(47.13)
债权融资	11.49	108.09	(39.44)	17.29	14.69
股权融资	(42.60)	(13.66)	(42.21)	(165.95)	(238.31)
其他	6.48	(95.65)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(24.63)	(1.22)	(81.65)	(148.66)	(223.62)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(138.10)	56.08	(24.32)	(7.13)	(3.83)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	916.39	787.98	1,292.41	2,252.48	2,978.57
营业成本	758.61	591.86	967.44	1,682.60	2,212.09
营业税金及附加	3.40	4.03	6.59	11.49	15.19
销售费用	19.79	12.07	19.39	33.34	43.49
管理费用	77.13	65.39	84.01	114.88	137.01
研发费用	36.28	30.59	46.53	72.08	89.36
财务费用	(8.67)	(8.31)	(11.53)	(11.21)	(11.04)
资产/信用减值损失	(9.88)	(20.57)	(19.80)	(14.90)	(9.90)
公允价值变动收益	0.00	0.00	5.20	5.04	5.91
投资净收益	2.70	3.74	4.00	4.00	5.00
其他	13.03	36.54	0.00	0.00	0.00
营业利润	24.02	72.63	169.38	343.45	493.48
营业外收入	0.63	0.89	0.90	1.00	1.00
营业外支出	3.62	0.52	0.50	0.60	0.70
利润总额	21.04	72.99	169.78	343.85	493.78
所得税	7.27	10.09	23.46	47.51	68.23
净利润	13.77	62.91	146.32	296.34	425.56
少数股东损益	(5.14)	0.49	1.17	2.37	3.40
归属于母公司净利润	18.91	62.41	145.15	293.97	422.15
每股收益（元）	0.15	0.49	1.15	2.32	3.33

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	2.20%	-14.01%	64.02%	74.29%	32.24%
营业利润	-113.38%	202.41%	133.21%	102.77%	43.69%
归属于母公司净利润	-113.13%	230.08%	132.56%	102.53%	43.61%
获利能力					
毛利率	17.22%	24.89%	25.14%	25.30%	25.73%
净利率	2.06%	7.92%	11.23%	13.05%	14.17%
ROE	1.62%	5.19%	11.11%	20.47%	26.03%
ROIC	2.46%	9.58%	21.14%	41.58%	52.01%
偿债能力					
资产负债率	39.59%	36.01%	36.65%	37.59%	36.64%
净负债率	-29.13%	-26.62%	-26.54%	-23.26%	-20.16%
流动比率	2.29	2.51	2.44	2.37	2.43
速动比率	2.23	2.46	2.39	2.32	2.37
营运能力					
应收账款周转率	1.10	1.11	1.89	2.88	3.27
存货周转率	21.02	22.25	36.99	53.55	60.59
总资产周转率	0.44	0.41	0.64	1.02	1.21
每股指标（元）					
每股收益	0.15	0.49	1.15	2.32	3.33
每股经营现金流	-0.85	0.35	0.73	1.40	2.11
每股净资产	9.23	9.49	10.31	11.33	12.80
估值比率					
市盈率	229.55	69.55	29.90	14.77	10.28
市净率	3.71	3.61	3.32	3.02	2.68
EV/EBITDA	21.28	39.81	19.31	10.19	7.24
EV/EBIT	26.45	44.66	20.98	10.67	7.50

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com