



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 11 月 12 日

基础数据

11 月 11 日收盘价（元）	2.95
总市值（亿元）	262.14
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 年报点评：
深耕长三角，非经常性损益增厚利润-
2025.04.18

分析师：黄杨

S0190518070004

huangyang@xyzq.com.cn

分析师：李明

S0190524060003

liming22@xyzq.com.cn

分析师：季贤东

S0190522100003

jixiandong@xyzq.com.cn

上海建工(600170.SH)

现金流持续改善，有望受益上海建筑业整合

投资要点：

- **上海建工发布 2025 年三季报：**公司 2025 年前三季度实现营业收入 1580.78 亿元，同比减少 26.14%；实现归母净利润 12.11 亿元，同比减少 10.38%；实现扣非后归母净利润 4.20 亿元，同比减少 46.77%。其中，Q3 实现营业收入 530.37 亿元，同比减少 22.05%；实现归母净利润 5.01 亿元，同比减少 4.55%；实现扣非后归母净利润 2.03 亿元，同比增长 134.91%。
- **营收与利润阶段性承压，扣非后归母净利润 25Q3 高增长。**公司 2025 年前三季度收入、利润均不同程度承压，建筑施工作为核心收入来源，受宏观经济环境、房地产市场调整及项目周期影响，整体需求疲软，导致收入规模收缩，同时公司地产和投资业务不及预期，同样对利润形成一定拖累。但 Q3 单季度来看，归母净利润降幅大幅低于收入降幅，以及扣非后归母净利润大幅增长，表明公司盈利能力开始反弹。
- **毛利率提升，信用减值冲回增加，现金流持续改善。**1) 公司 2025 年前三季度实现综合毛利率 9.00%，同比上升 0.81pct，其中 Q3 毛利率同比提升 1.02pct，公司毛利率水平逐步提升。2) 公司 2025 年前三季度资产+信用减值冲回 1.82 亿元，同比多冲回 7.51 亿元。细分来看，资产减值损失 1.22 亿元，同比减少 0.05 亿元；信用减值冲回 3.04 亿元，同比多冲回 7.47 亿元，公司一方面加强回款，另一方面受益于化债政策持续推进，转回的应收款减值明显增加。3) 公司 2025 年前三季度经营性现金流净额为-157.64 亿元，同比少流出 57.30 亿元。分季度来看，Q1、Q2、Q3 经营性现金流净额分别为-232.80/+48.00/+27.17 亿元，同比分别变动+20.35/+21.04/+15.91 亿元，公司现金流持续改善，未来随着政府清偿企业欠款政策推进，以及公司对项目回款严格把控，预期公司现金流进一步好转。
- **矿产资源增厚公司业绩，核电建设提升技术壁垒。**矿产资源方面，公司控股厄立特里亚国科卡金矿（持股 60%），2024 年金矿销量 61195 盎司，实现收入 10.67 亿元，毛利率 50.61%，显著高于公司建筑施工业务，随着黄金价格上涨，有望进一步增厚公司利润，并且提升公司估值水平。核电建设方面，钍基熔盐堆属于第四代先进核能技术，能够有效克服当下裂变反应堆面临的一些难题，公司与中国科学院上海应用物理研究所对接国家战略，率先对钍基熔盐堆核能系统及其建造技术进行研究，公司于 2022 年在甘肃建成世界首台 2 兆瓦钍基熔盐堆实验堆，并将继续开展研究堆、示范堆以及商用堆关键技术攻关。
- **上海印发“建筑业高质量发展行动方案”，上市建筑企业并购整合预期加速，上海建工有望受益。**10 月 21 日，上海市人民政府办公厅发布关于印发《上海市促进建筑业高质量发展，加快培育增长新动能行动方案》的通知，通知提出，鼓励建筑企业同质化业务整合，实现错位竞争、链条互补。引导企业深化跨区域市场布局，扎根主力城市、潜力城市，实行属地化深耕战略。组建具有全产业链能力的建设集团，巩固 3 家以上综合实力相当于 ENR 全球承包商 250 强的建设集团地位。培育专注细分市场、具备专业特色能力的建筑业中小企业，鼓励走专业分包发展道路。2024 年建筑行业需求开始承压，建筑央企整体新签订单、收入增速均呈现不同程度下滑，以房建、市政为代表的传统建筑行业，门槛较低，竞争十分激烈，在国家“反内卷”大背景下，上海率先出台促进建筑业高质量发展行动方案，与“反内卷”政策相契合，预期将加快上海地区建筑行业的并购重组，可以减少行业的恶性竞争，进一步提升头部企业的竞争力，提升公司的盈利水平，上海建工作为上海地区建筑行业龙头，有望充分受益。

- **盈利预测：**我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 19.30 亿元/20.20 亿元/21.15 亿元，EPS 分别为 0.22 元/0.23 元/0.24 元，11 月 11 日收盘价对应 PE 分别为 13.6 倍/13.0 倍/12.4 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行风险，行业周期性影响持续，新签订单数量下滑，收入不及预期。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	300217	230052	234910	240169
同比增长	-1.4%	-23.4%	2.1%	2.2%
归母净利润（百万元）	2168	1930	2020	2115
同比增长	39.1%	-11.0%	4.6%	4.7%
毛利率	8.7%	9.3%	9.5%	9.5%
ROE	4.7%	3.7%	3.6%	3.6%
每股收益（元）	0.24	0.22	0.23	0.24
市盈率	12.1	13.6	13.0	12.4

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	231776	238247	244664
货币资金	103501	85583	89878	93653
交易性金融资产	1783	1883	1983	2083
应收票据及应收账款	68691	52086	52900	53789
预付款项	2800	2582	2479	2584
存货	59916	45544	46443	47431
其他	56585	44098	44565	45125
非流动资产	93594	89988	90600	91305
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	64270	65176	65961
资产总计	386871	321764	328847	335969
流动负债	280892	209999	215228	220027
短期借款	11065	12065	13065	14065
应付票据及应付账款	188909	140559	144366	147085
其他	80919	57374	57797	58877
非流动负债	54096	53294	52494	51694
长期借款	47635	45635	43635	41635
其他	6461	7659	8859	10059
负债合计	334988	263292	267722	271721
股本	8886	8886	8886	8886
未分配利润	17076	19247	21567	24344
少数股东权益	5821	5783	5744	5703
股东权益合计	51883	58471	61125	64249
负债及权益合计	386871	321764	328847	335969

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	2168	1930	2020	2115
折旧和摊销	3937	4506	4833	5160
营运资金的变动	2968	-19841	704	-183
经营活动产生现金流量	12133	-9213	11626	11311
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	1014	-4045	-4089
债权融资	712	-10430	200	200
股权融资	62	70	70	70
融资活动产生现金流量	-8818	-9725	-3285	-3447
现金净变动	1196	-17919	4295	3775

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

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	300217	230052	234910	240169
营业成本	273983	208736	212694	217272
税金及附加	1093	838	855	874
销售费用	683	524	535	547
管理费用	7792	5971	6097	6234
研发费用	11111	8514	8694	8889
财务费用	2149	2258	2668	2729
投资收益	345	264	270	276
公允价值变动收益	105	100	100	100
信用减值损失	-1670	-1200	-1000	-1000
资产减值损失	-481	-480	-470	-460
营业利润	3154	2806	2935	3072
营业外收支	-37	-30	-30	-30
利润总额	3117	2776	2905	3042
所得税	992	883	924	968
净利润	2126	1893	1981	2074
少数股东损益	-42	-38	-39	-41
归属母公司净利润	2168	1930	2020	2115
EPS(元)	0.24	0.22	0.23	0.24

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%	-23.4%	2.1%	2.2%
营业利润增长率	2.4%	-11.0%	4.6%	4.7%
归母净利润增长率	39.1%	-11.0%	4.6%	4.7%
盈利能力				
毛利率	8.7%	9.3%	9.5%	9.5%
归母净利率	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%
ROE	4.7%	3.7%	3.6%	3.6%
偿债能力				
资产负债率	86.6%	81.8%	81.4%	80.9%
流动比率	1.04	1.10	1.11	1.11
速动比率	0.65	0.69	0.70	0.71
营运能力				
资产周转率	78.1%	64.9%	72.2%	72.3%
每股资料(元)				
每股收益	0.24	0.22	0.23	0.24
每股经营现金	1.37	-1.04	1.31	1.27
估值比率(倍)				
PE	12.1	13.6	13.0	12.4
PB	0.6	0.5	0.5	0.4

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