

建筑装饰

24 年业绩承压下滑，25 年板块基本面有望迎来修复

24 年营收、利润承压下滑，净利率及周转率拖累 ROE 提升

24 年 CS 建筑板块实现营收 86997 亿元，同比-4.1%，实现归母净利润 1689 亿元，同比-14.4%，营收增速同比下降 11.8pct，业绩增速同比下降 21.4pct。利润增速慢于营收增速主要系费用率上升、减值损失增加、周转率均小幅下滑。24 年 ROE (摊薄) 6.5%，同比下降 1.49pct。25Q1 建筑板块营收/归母同比-6%/-8.4%。25Q1 建筑板块或受一季度开工慢于去年农历同期，项目落地进度放缓影响，展望 Q2 以及下半年，新增专项债发行提速、资金到位加快，考虑到关税态势下外需面临的较大压力，内需刺激政策有望进一步发力，加速推动实物工作量落地，建筑公司基本面或将迎来修复。

毛利率小幅改善，费用率&减值损失同比增长，全年 CFO 净流入大幅减少

24 年 CS 建筑板块整体毛利率 10.96%，同比改善 0.05pct，净利率 2.44%，同比下降 0.29pct，一方面反映出建筑行业整体提质增效带来项目毛利率改善，同时净利率下滑反映出减值损失计提同比增加及期间费用率上升对建筑行业利润改善带来一定压力。期间费用率同比上升 0.2pct 至 6.43%，期间费用率上升主要来自于财务费用率，财务费用率同比上升 0.11pct。资产及信用减值同比+11.19%，占收入的比重同比+0.18pct，减值损失绝对值以及占收入的比重双升，拖累板块净利率改善。CFO 净流入 1170 亿元，同比-32.3%。资产负债率 77.01%，同比上升 1.3pct，延续了自 21 年以来的上升趋势。

24 年子板块业绩表现分化，国际工程板块表现亮眼

24 年各子板块营收均下滑，其中营收增速排名靠前的是设计咨询、大基建、化工工程、中小建企，营收增速分别为-3.2%、-4.2%、-5.2%、-7.2%。24 年归母净利润同比增速为正的板块仅为国际工程 (同比+137.2%)，化工工程、园林工程、大基建同比分别为-1.2%、-11.3%、-12.3%。国际工程板块业绩主要受到中铝国际利润回正带动，北方国际、中钢国际业绩同比分别增长 14.3%、9.7%，总体来看国际工程板块业绩表现亮眼。

25Q1 订单印证传统基建景气回升，推荐专业工程细分高景气赛道

从近期一季度各公司新签订单情况来看，传统基建板块景气度回升，Q1 中国交建、中国建筑建筑业务新签订单同比增长 9.02%、8.37%，能建、电建 Q1 基建类订单分别同比增长 15.5%、7.9%，中国化学 3 月份新签合同同比增长 60.71%，央企订单验证景气提升，海外新签方面，中国建筑、中国铁建、中国中铁分别实现 178.5%、30.1%、33.4% 的亮眼增长，基建板块推荐高景气的弹性地方国企 **四川路桥**、**浙江交科** (与化工组联合覆盖) 等，建筑央企 **中国交建**、**中国中铁** 等。专业工程方面：1) 半导体产业链中，圣晖集成 Q1 在手订单余额同比增长 11.89%，国产替代加速，洁净室板块景气度高增；2) 钢结构：鸿路钢构扣非业绩同比大增，Q1 钢结构产量同比+14.29%；3) 化工工程：主要受益于国内煤化工投资放量，东华科技 25Q1 营收及扣非业绩分别同比增长 13.5%、27.1%，Q1 较多煤化工项目进入前期密集开工阶段，推荐 **三维化学**、**东华科技**，转型板块推荐 **中粮科工** (与农业组联合覆盖)、**海南华铁** (与非银组联合覆盖)，洁净室板块持续推荐 **圣晖集成**、**柏诚股份** 等。

风险提示： 基建&地产投资超预期下行；央企、国企改革提效进度不及预期；国际宏观环境恶化风险。

证券研究报告

2025 年 05 月 06 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

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
 wangtao@tfzq.com

蹇青青 联系人
 jianqingqing@tfzq.com

王悦宜 联系人
 wangyueyi@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《建筑装饰-行业研究周报:Q1 建筑板块经营承压，静待后续财政发力推动板块业绩修复》 2025-05-05
- 2 《建筑装饰-行业研究周报:财政发力更加积极，稳内需诉求进一步提升》 2025-04-27
- 3 《建筑装饰-行业研究周报:基建投资景气上行，顺周期煤化工有望贯穿全年主线》 2025-04-20

重点标的的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2025-05-06	投资 评级	EPS(元)					P/E		
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
002541.SZ	鸿路钢构	18.93	买入	1.12	1.26	1.47	1.77	16.90	15.02	12.88	10.69
600039.SH	四川路桥	8.91	买入	0.83	0.93	1.02	1.10	10.73	9.58	8.74	8.10
002469.SZ	三维化学	9.35	买入	0.40	0.59	0.75	0.91	23.38	15.85	12.47	10.27
601117.SH	中国化学	7.47	买入	0.93	1.03	1.13	1.23	8.03	7.25	6.61	6.07
603300.SH	海南华铁	12.38	买入	0.30	0.41	0.63	0.82	41.27	30.20	19.65	15.10
600502.SH	安徽建工	4.63	买入	0.78	0.83	0.87	0.91	5.94	5.58	5.32	5.09
601390.SH	中国中铁	5.56	买入	1.13	1.14	1.17	1.19	4.92	4.88	4.75	4.67
601186.SH	中国铁建	7.86	买入	1.64	1.66	1.68	1.70	4.79	4.73	4.68	4.62
600970.SH	中材国际	9.32	买入	1.13	1.18	1.26	1.35	8.25	7.90	7.40	6.90
605598.SH	上海港湾	20.35	买入	0.87	1.09	1.40		23.39	18.67	14.54	
601668.SH	中国建筑	5.53	买入	1.12	1.15	1.18	1.21	4.94	4.81	4.69	4.57
300977.SZ	深圳瑞捷	16.30	增持	-0.17	0.27	0.35	0.45	-95.88	60.37	46.57	36.22
002949.SZ	华阳国际	14.10	买入	0.64	0.78	0.90	1.03	22.03	18.08	15.67	13.69
000065.SZ	北方国际	10.39	买入	0.98	1.04	1.16	1.31	10.60	9.99	8.96	7.93
300982.SZ	苏文电能	16.45	买入	0.83	1.03	1.29		19.82	15.97	12.75	
605167.SH	利柏特	9.19	买入	0.54	0.62	0.71	0.82	17.02	14.82	12.94	11.21
000928.SZ	中钢国际	6.62	买入	0.58	0.67	0.78	0.89	11.41	9.88	8.49	7.44
000498.SZ	山东路桥	5.66	买入	1.49	1.57	1.67	1.82	3.80	3.61	3.39	3.11
601868.SH	中国能建	2.22	买入	0.20	0.21	0.23	0.24	11.10	10.57	9.65	9.25
601669.SH	中国电建	4.74	买入	0.70	0.74	0.81	0.91	6.77	6.41	5.85	5.21
603357.SH	设计总院	8.41	买入	0.91	0.97	1.04	1.14	9.24	8.67	8.09	7.38
603018.SH	华设集团	7.54	买入	0.56	0.62	0.69	0.78	13.46	12.16	10.93	9.67
603163.SH	圣晖集成	27.99	买入	1.14	1.34	1.55	1.75	24.55	20.89	18.06	15.99

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 行业概述：24年营收&归母承压下滑，毛利率小幅改善.....	5
1.1. 24年营收&归母承压下滑，建筑央企经营韧性较强.....	5
1.2. 毛利率小幅改善，资产周转率变慢，负债率有所提升.....	7
1.3. 费用率小幅提升，减值损失占收入比重有所提升.....	9
2. 子板块表现持续分化，国际工程板块业绩表现亮眼.....	12
2.1. 业绩增长：国际工程归母净利润大幅增长，业绩表现亮眼.....	12
2.2. 盈利能力：国际工程、化工工程毛利率/净利率同比有所提升.....	13
2.3. 管理能力：园林工程板块费用管控能力提升、回款情况明显好转.....	14
2.4. 债务结构：中长期带息债务占比提升仍是负债结构优化的关键.....	17
3. 25Q1 建筑板块营收、归母净利润继续承压.....	19
3.1. 25Q1 营收/归母同比-6%/-8%，净利率环比改善.....	19
3.2. Q1 订单印证传统基建景气回升，推荐专业工程细分高景气赛道.....	21
4. 投资建议.....	24
5. 风险提示.....	26

图表目录

图 1：2018-2024 年建筑行业整体营收及同比增长率.....	5
图 2：2018-2024 年建筑行业整体归母净利润及同比增长率.....	5
图 3：2018-2024 年建筑扣除中建、中铁、铁建及交建后的收入、业绩同比增速.....	6
图 4：九大建筑央企营收及新签订单市场份额变化.....	7
图 5：九大建筑央企营收、利润及建筑业总产值增速.....	7
图 6：2019Q1-2025Q1 建筑行业单季度收入同比增速.....	7
图 7：2019Q1-2025Q1 建筑行业单季度业绩同比增速.....	7
图 8：2018-2024 年建筑行业摊薄 ROE 走势.....	8
图 9：2018-2024 年建筑行业毛利率和净利率.....	8
图 10：2018-2024 年建筑行业三项营运指标.....	8
图 11：2018-2024 年建筑板块四项财务数据的同比增速.....	8
图 12：2019-2024 年建筑行业资产负债率.....	9
图 13：2019-2024 年大基建板块与其余板块资产负债率.....	9
图 14：2018-2024 年建筑行业四项费用率变化.....	10
图 15：2019-2024 年建筑行业资产及信用减值损失占收入比重.....	10
图 16：2019-2024 年建筑行业现金流量净额变动趋势.....	11
图 17：2018-2024 年 CS 建筑行业收现比与付现比.....	11
图 18：24 年建筑行业各子板块营收及归母净利增速.....	12
图 19：24 年建筑子板块营收/业绩增速与 23 年的差.....	12
图 20：2023、2024 年设计咨询各子板块营收增速.....	13
图 21：2023、2024 年设计咨询各子板块归母净利增速.....	13

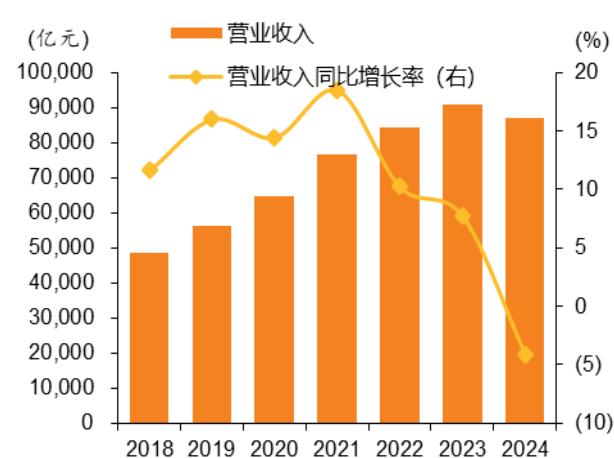
图 22: 2023、2024 年建筑行业各子板块毛利率.....	13
图 23: 2023、2024 年建筑行业各子板块净利率.....	13
图 24: 24 年相对 23 年建筑子板块净利率变化量与毛利率变化量的差 (PCT)	14
图 25: 2023、2024 年建筑行业各子板块期间费用率.....	14
图 26: 2023、2024 年建筑行业资产减值损失占收入比重.....	14
图 27: 2023、2024 年建筑行业各子板块研发费用率.....	15
图 28: 2023、2024 年建筑行业各子板块管理 (含研发) 费用率.....	15
图 29: 2023、2024 年建筑行业各子板块销售费用率.....	15
图 30: 2023、2024 年建筑行业各子板块财务费用率.....	15
图 31: 2023、2024 年子板块应收账款及应收票据周转率.....	16
图 32: 2023、2024 年建筑行业各子板块总资产周转率	16
图 33: 2023、2024 年建筑行业各子板块资产负债率.....	16
图 34: 2023、2024 年建筑行业各子板块流动比率	16
图 35: 2023、2024 年建筑行业各子板块经营净现金 / 营业收入	17
图 36: 2023、2024 年建筑行业各子板块投资净现金 / 营业收入	17
图 37: 主要 PPP 子板块 (CFO 净额 - 投资支付现金) 在收入中的比重.....	17
图 38: 2019-2024 年各子板块带息债务占负债总和的比例.....	18
图 39: 四个子板块长期带息债务占带息债务比例变化	18
图 40: 另外四个子板块长期带息债务占带息债务比例变化	18
图 41: 2019Q1-2025Q1 建筑单季度营收及同比增速	19
图 42: 19Q1-25Q1 建筑子板块单季度营收同比增速 (1)	19
图 43: 19Q1-25Q1 建筑子板块单季度营收同比增速 (2)	19
图 44: 19Q1-25Q1 建筑单季度归母净利润及同比增速	20
图 45: 19Q1-25Q1 建筑板块不同情形下业绩同比增速	20
图 46: 建筑子板块单季度业绩同比增速 (1)	20
图 47: 建筑子板块单季度业绩同比增速 (2)	20
图 48: 建筑板块单季度毛利率与净利率.....	21
图 49: 历年 Q1 末建筑板块资产负债率.....	21
 表 1: 八大建筑央企 24 年经营数据以及 25 年经营计划一览.....	6
表 2: 2024 年建筑板块关键财务数据同比增速情况	9
表 3: 八大建筑央企 25Q1 经营及订单情况	22
表 4: 地方国企 25Q1 经营质量一览	23
表 5: 国际工程公司 25Q1 经营情况一览	24
表 6: 专业工程公司 25Q1 经营数据一览	24

1. 行业概述：24 年营收&归母承压下滑，毛利率小幅改善

1.1. 24 年营收&归母承压下滑，建筑央企经营韧性较强

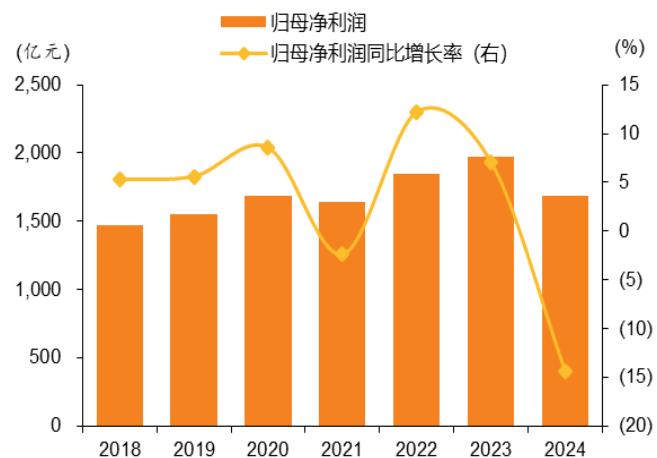
24 年 CS 建筑板块营收及归母净利润整体承压下滑。24 年中信 (CS) 建筑板块实现营收 86997 亿元，同比-4.1%，实现归母净利润 1689 亿元，同比-14.4%，营收增速较 23 年同期下降 11.8pct，归母增速较 23 年同期下降 21.4pct，24 年由于地产行业深度调整及地方债务压力较大等因素影响，建筑板块整体营收及归母利润均出现下滑。24 年 CS 建筑板块归母增速与营收增速差值为-10.3pct，较 23 年同期差距扩大 9.6pct，反映出 24 年建筑行业整体盈利能力下滑幅度较大。24 年少数股东损益同比-12.6% 至 432.2 亿元，增速同比-19.5pct。25 年一季度财政靠前发力，一季度全国发行地方政府债券同比增长约 80%、新增债券发行同比增长约 48%、再融资债券同比增长 119%、新增地方政府专项债同比增加 3261 亿，去年底以来 10 省市试点专项债“自审自发”，化债逐步缓释地方债务压力，地方投资仍有释放空间。我们认为外需压力较大的背景下，内需刺激财政有望进一步发力，政策及资金端或有望推动建筑板块盈利情况改善。

图 1：2018-2024 年建筑行业整体营收及同比增长率



资料来源：Wind，天风证券研究所

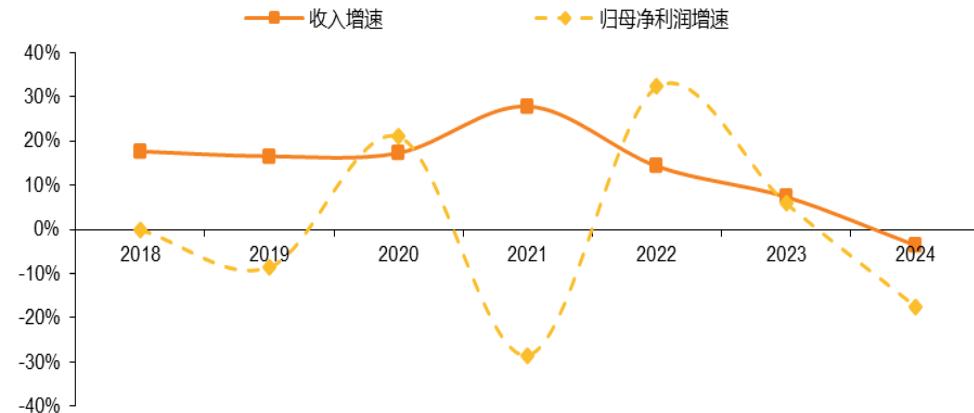
图 2：2018-2024 年建筑行业整体归母净利润及同比增长率



资料来源：Wind，天风证券研究所

在扣除四大央企后，建筑板块的归母下滑幅度超过剔除前，反映出建筑央企强者恒强，龙头市占率提升。2024 年建筑板块收入规模最大的四家公司分别为中国建筑、中国中铁、中国铁建和中国交建，合计收入及归母净利润总额占整个中信建筑板块的 59.6% 和 70.9%，若扣除上述四家公司，24 年建筑板块收入与业绩同比增速分别为-3.6% 和 -17.5%，相比剔除前营收增速、业绩增速分别 +0.5pct、-3.1pct (vs 剔除前板块营收增速、业绩增速分别为 -4.1%、-14.4%)。从变化幅度看，剔除四大央企后板块剩余部分的营收增速与 23 年同期相比下降 11pct，业绩增速较 23 年同期下降 23.3pct (vs 23 年剔除四大央企后板块剩余部分的营收、业绩增速分别为 +7.3%、+5.8%)，反映出除四大央企外，其余建筑公司尤其是中小建企的业绩增长受到更大压力，归母增速下滑更为明显，龙头抗风险能力更强。四大建筑央企中建/中铁/铁建/交建 24 年营收增速分别为 -3.5%/-8.2%/-6.2%/+1.8%，归母增速分别为 -14.9%/-16.7%/-14.9%/-1.8%。整体来看，四大建筑央企抗风险能力较强，归母净利润市场份额持续提升。

图 3：2018-2024 年建筑扣除中建、中铁、铁建及交建后的收入、业绩同比增速



资料来源：Wind, 天风证券研究所

表 1：八大建筑央企 24 年经营数据以及 25 年经营计划一览

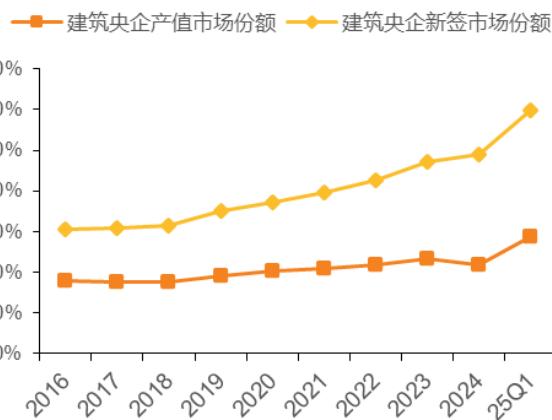
	中国建筑	中国中冶	中国电建	中国能建	中国中铁	中国铁建	中国交建	中国化学
PB (LF)	0.49	0.58	0.58	0.84	0.44	0.39	0.50	0.72
PB 分位数	0.7%	0.3%	0.7%	1.3%	0.1%	0.4%	4.8%	2.1%
PE (TTM)	4.92	10.55	7.01	10.76	5.17	4.97	6.34	7.80
PE 分位数	30.8%	44.4%	14.5%	6.0%	17.4%	22.1%	21.6%	3.9%
平均 ROE (%)	10.4%	4.5%	7.4%	7.4%	8.1%	7.0%	7.6%	9.5%
同比变动 (PCT)	-2.99	-1.99	-0.95	-0.11	-2.45	-1.73	-0.56	-0.33
24FY 营业收入 (亿元)	21,871	5,520	6,337	4,367	11,574	10,672	7,719	1,858
24FY 收入 yoy	-3.5%	-12.9%	4.1%	7.6%	-8.2%	-6.2%	1.7%	4.2%
24Y 归母净利润 (亿元)	462	67	120	84	279	222	234	57
24FY 归母 yoy	-14.9%	-22.2%	-7.2%	5.1%	-16.7%	-14.9%	-1.8%	4.8%
24FY 扣非 yoy	-14.3%	-32.4%	-5.3%	-8.9%	-21.2%	-13.2%	-8.4%	6.0%
24FY CFO 净额 (亿元)	157.7	78.5	245.5	110.3	280.5	-314.2	125.1	87.2
同比变动 (亿元)	47.4	19.6	22.8	15.4	-103.1	-518.4	4.3	-4.1
24FY 新签订单 (亿元)	45,027	11,472	12,707	14,089	27,152	30,370	18,812	3,669
2FY 新签同比增速	4.1%	-12.0%	11.2%	9.8%	-12.4%	-7.8%	7.3%	12.3%
分红比例 (%)	20.8%	17.2%	20.0%	13.6%	15.5%	18.2%	20.0%	20.0%
同比变动 (PCT)	0.02	0.46	1.91	0.12	-0.31	3.94	1.63	0.07
24 年股息率 (%)	4.9%	1.9%	2.7%	1.8%	3.2%	3.8%	3.4%	2.5%
2025 年经营计划								
营业收入 (亿元)	22,800	5,640	6,532	4,585	11,320	10,725	8,105	1,950
收入增速	4.2%	2.2%	3.1%	5.0%	-2.2%	0.5%	5.0%	4.9%
新签订单 (亿元)	46,000	11,500	13,978	15,000	28,000	30,600	20,147	3,700
订单增速	2.2%	0.2%	10.0%	6.5%	3.1%	0.8%	7.1%	0.8%

资料来源：Wind, 天风证券研究所

注：时间截止于 2025/4/30，分位值从 2010/1/1 算起

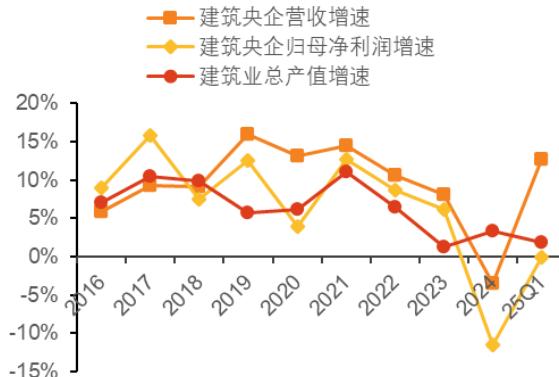
24 年建筑央企新签市场份额提升较快，市占率集中趋势明显。24 年建筑板块总产值同比 +3.4%，建筑央企（含中国核建）收入和利润增速分别为 -3.4%、-11.6%，建筑央企营收、归母净利润增速近 10 多年来首次转负。九大建筑央企（中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国交建、中国电建、中国能建、中国化学、中国中冶、中国核建）的订单增速仍保持较高水平，新签订单市场份额从 2019 年 35.1% 提升至 24 年的 48.9%。

图 4：九大建筑央企营收及新签订单市场份额变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：九大建筑央企营收、利润及建筑业总产值增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

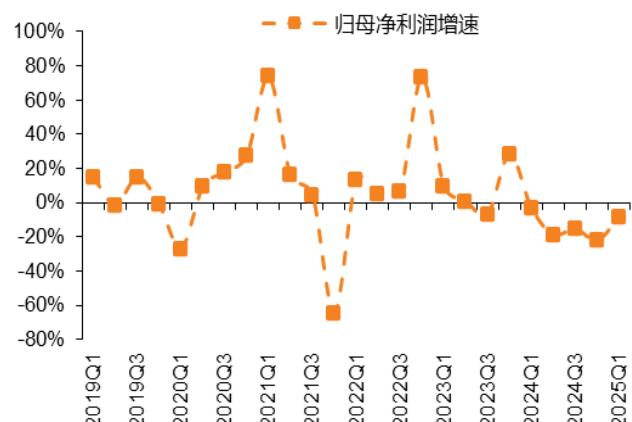
单季度来看，收入、利润端延续下滑趋势持续筑底。24Q1-4 建筑板块收入同比增速分别为 +1.4%/-7.8%/-8.4%/-1.7%；24Q1-4 建筑板块归母净利润同比增速分别为 -3.3%/-18.7%/-15.5%/-22.2%，Q4 收入降幅缩窄或系四季度为收入确认高峰期，Q4 业绩增速慢于收入增速表明 Q4 盈利能力有所下降。25Q1 整体来看，营收以及归母净利润增速分别为 -6%、-8.4%，板块营收、归母净利润增速进一步下滑，我们推测系一季度开工复工慢于去年农历同期，项目落地进度放缓所致。25M1-3 月狭义基建、广义基建投资同比分别 +5.8%、+11.5%，高频数据反映基建实物工作量转化节奏正在逐步加快，Q2 项目落地有望加速。

图 6：2019Q1-2025Q1 建筑行业单季度收入同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2019Q1-2025Q1 建筑行业单季度业绩同比增速

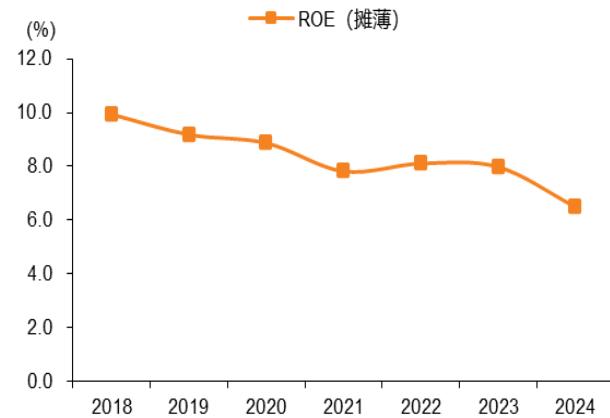


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 毛利率小幅改善，资产周转率变慢，负债率有所提升

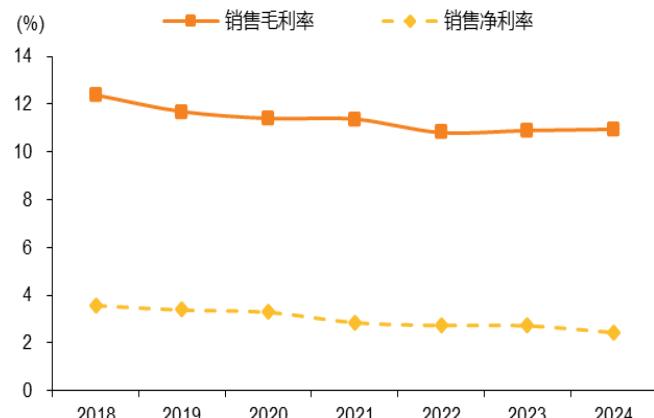
24年建筑板块ROE、净利率下降，毛利率小幅提升。24年CS建筑板块整体毛利率10.96%，同比提升0.05pct，整体净利率2.44%，同比下降0.29pct，整体板块毛利率提升，净利率下降，一方面反映出建筑行业整体提质增效带来项目毛利率改善，同时净利率下滑或反映出信用减值计提同比增加及期间费用率提升仍对建筑行业利润改善带来一定压力。24年建筑板块年化ROE（摊薄）6.5%，同比下降1.49pct，我们认为净利率的下降仍对ROE产生不利影响。目前房建或已基本处于相对底部区域，基建投资仍在托底经济，考虑到地产限制政策松绑及专项债发行加快等因素，或有望改善建筑板块盈利能力。

图 8：2018-2024年建筑行业摊薄ROE走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

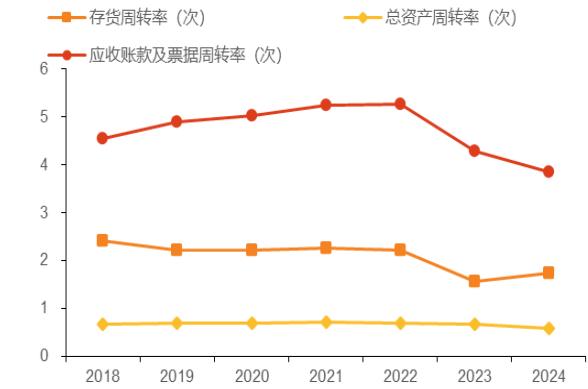
图 9：2018-2024年建筑行业毛利率和净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

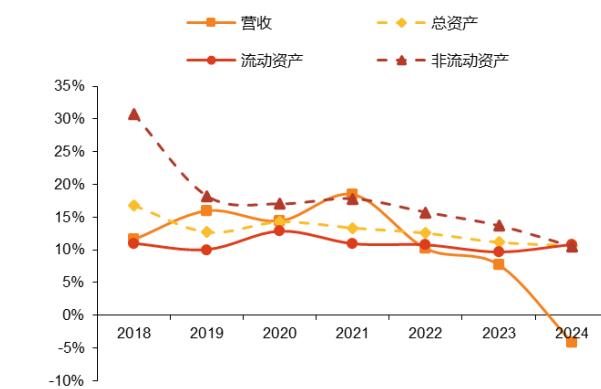
24年建筑板块营运指标基本稳定，总资产和应收类周转率有所变慢。18年开始部分央企按最新会计准则，将原包含在存货科目中的“已完工未结算存货”重分类计入“合同资产”项下，因此我们将合同资产加回至存货处理，考虑到应收票据占建筑企业应收项目比重持续提升，我们在计算应收账款周转率时也加回应收票据。24年建筑行业应收账款及票据周转指标/总资产周转率/存货周转率略有升降总体保持稳定，其中总资产周转率0.58次，同比-0.09次，应收账款及票据周转率3.85次，同比-0.44次，存货周转率1.73次，同比+0.17次。实际上总资产周转率的变化取决于营收和资产增速的关系，24年建筑板块总资产同比增长10.65%，营收增速-4.1%，营收增速慢于资产增速。

图 10：2018-2024年建筑行业三项营运指标



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2018-2024年建筑板块四项财务数据的同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

具体到24年细分科目，板块资产项目中应收账款及票据同比增速(20.79%)快于营收同比增速(-4.1%)，因此导致应收账款及票据周转率变慢。而非流动资产关键项目中，长期应

收增速仍较高，主要系 PPP 项目和 BT 项目回款较差导致，随着地方化债持续推进，或带来长期应收款回落。长期股权投资增速较 19、20 年历史高位回落，反映出建筑板块项目投资增速整体放缓，或与板块整体资金面偏紧有关。

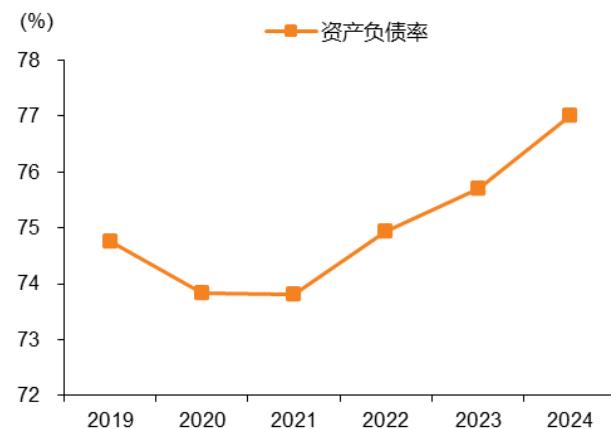
表 2：2024 年建筑板块关键财务数据同比增速情况

营收增速	资产总计	流动资产	非流动资产
-4.1%	10.65%	10.78%	10.45%
		应收账款及票据	长期股权
		20.79%	4.16%
		预付	固定资产
		-9.32%	5.69%
		其他应收	在建工程
		-13.35%	7.99%
		存货（含合同资产）	长期应收
		8.15%	21.47%
		应收+长期应收	
		21.00%	

资料来源：Wind，天风证券研究所

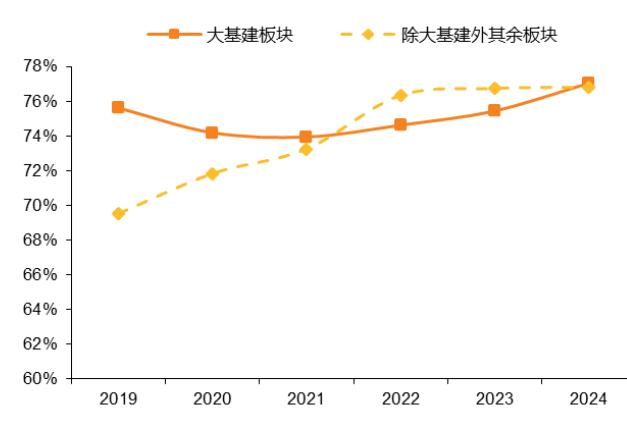
24 年建筑板块资产负债率延续自 21 年来的上升趋势，央国企杠杆均持续上升。建筑板块 24 年整体资产负债率 77.01%，同比上升 1.3pct，延续了自 21 年以来的上升趋势。同时我们注意到，板块资产负债率上升的主要动力来自于大基建板块（包含中建、铁建、中铁、电建、核建、中冶、能建、隧道股份、上海建工等，10 家公司 24 年总资产占整个建筑板块 81.72%）的其他公司，在剔除这 10 家公司后，建筑板块 24 年资产负债率 76.83%，同比上升 0.07pct，大基建板块 24 年资产负债率为 77.05%，同比提升 1.61pct，24 年房建或已基本处于相对底部区域，基建托底下基建央国企加大杠杆，资产负债率提升幅度明显。

图 12：2019-2024 年建筑行业资产负债率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：2019-2024 年大基建板块与其余板块资产负债率



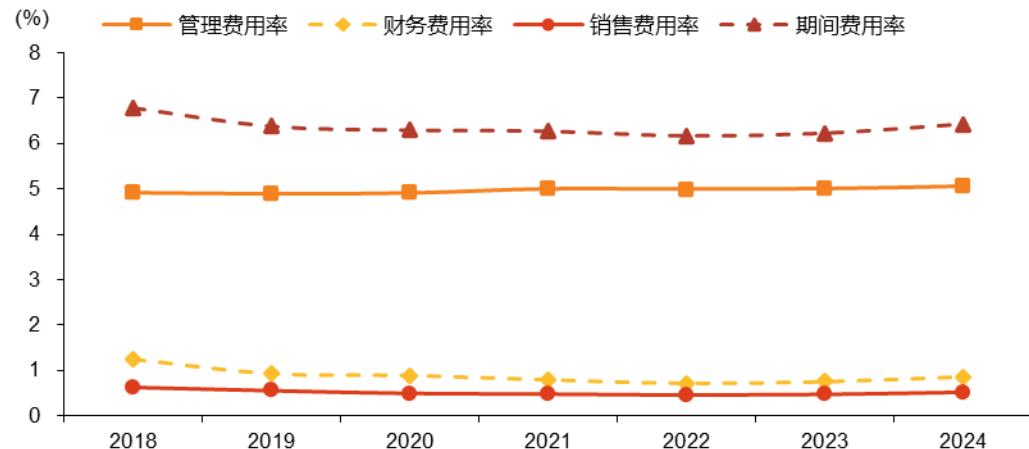
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 费用率小幅提升，减值损失占收入比重有所提升

24 年可比口径下期间费用率同比提升 0.2pct，主要来自于财务费用率的提升。24 年 CS

建筑板块整体期间费用率同比上升 0.2pct 至 6.43%，其中销售费用率 0.52%，比提升 0.05pct，管理（含研发）费用率 5.05%，同比提升 0.05pct。带动期间费用率上行主要来自于财务费用率，24 年 CS 板块财务费用率 0.86%，同比上升 0.11pct。

图 14：2018-2024 年建筑行业四项费用率变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

24 年建筑板块减值损失绝对值以及占收入的比重双升，拖累板块净利率改善。24 年建筑板块资产及信用减值损失 1123 亿元，同比+11.19%，占收入比重 1.29%，同比+0.18pct；信用减值损失 794 亿元，同比增长 9.98%，占收入比重 0.91%，较上年增长 0.12pct；资产减值损失合计为 328 亿元，同比增长 14.25%，占收入比重为 0.38%，同比+0.06pct。从上述分析中我们可知 24 年建筑板块期间费用率上升，行业减值损失同比大幅增加，导致板块净利率承压下降。

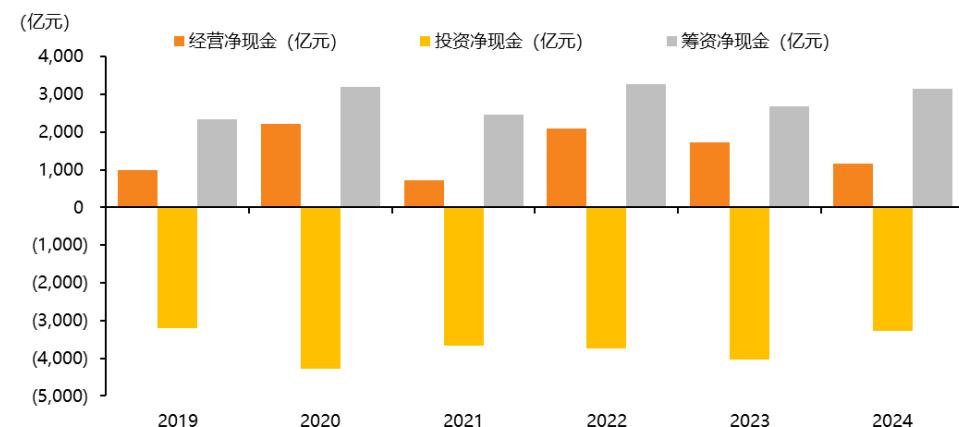
图 15：2019-2024 年建筑行业资产及信用减值损失占收入比重



资料来源：Wind，天风证券研究所

24年板块 CFO 净流入同比大幅减少, CFI 净流出同比变小和 CFF 净流入同比扩大。24年建筑板块经营活动现金净流入 1170 亿元, 同比-32.3%, CFO 净流入量大幅减少, 表明建筑板块 24 年回款仍有压力, 24 年部分地方财政承压下, 施工企业垫资情况较以往更多, CFO 净流入量大幅减少。24 年 CS 建筑板块投资活动现金净流出 3267 亿元, CFI 净流出同比减少 779 亿。24 年 CS 建筑板块筹资现金净流入 3139 亿元, 净流入量相比 23 年增加 455 亿元, 我们预计与建筑行业整体资金偏紧有关, 行业内融资活动增加所致。

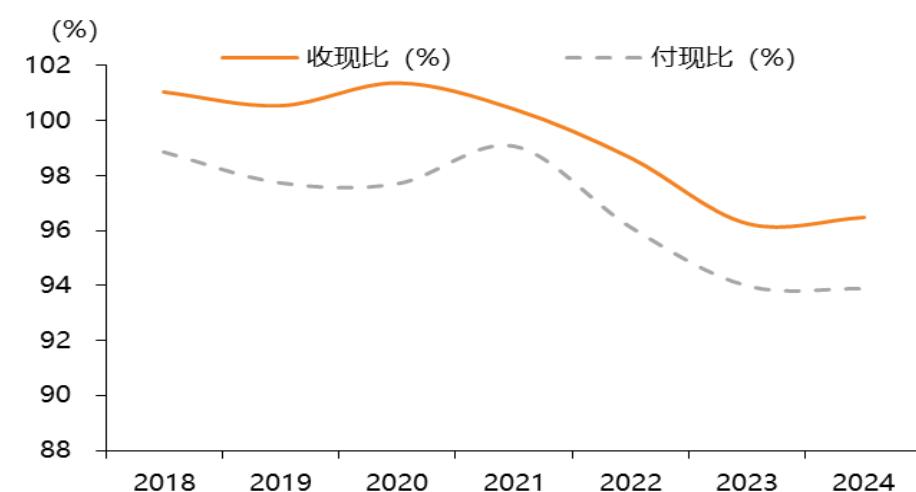
图 16: 2019-2024 年建筑行业现金流量净额变动趋势



资料来源: Wind, 天风证券研究所

24 年建筑板块收现比上升、付现比下降。24 年建筑板块收现比 96.448%, 同比+0.23pct, 付现比 93.88%, 同比-0.1pct, 收现比上升我们预计与建筑企业加强回款工作有关。我们认为随着今年财政靠前发力, 化债逐步缓释地方债务压力, 叠加外需压力较大的背景下, 新增专项债发行或将逐步提速, 建筑板块现金流情况有望持续好转。

图 17: 2018-2024 年 CS 建筑行业收现比与付现比



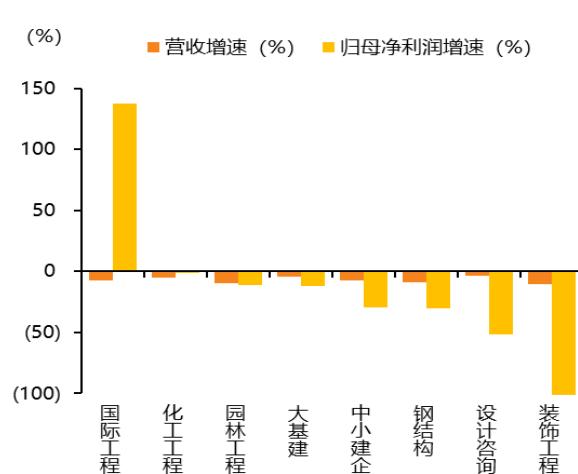
资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 子板块表现持续分化，国际工程板块业绩表现亮眼

2.1. 业绩增长：国际工程归母净利润大幅增长，业绩表现亮眼

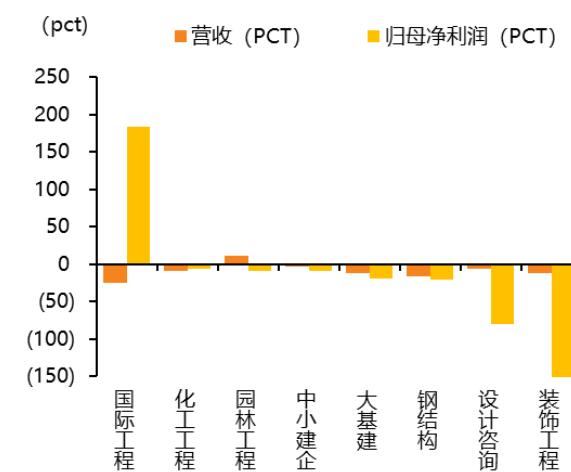
24 年建筑子板块业绩表现分化，国际工程板块表现亮眼，化工工程板块韧性较好。24 年营收增速排名靠前的是设计咨询、大基建、化工工程、中小建企，营收增速分别为-3.2%、-4.2%、-5.2%、-7.2%，设计咨询板块中收入增速靠前的是华图山鼎（同比+1046.3%）、建发合诚（同比+67.5%）、航天工程（同比+21.5%）。24 年归母净利润同比增速为正的板块仅为国际工程（同比+137.2%），化工工程、园林工程、大基建同比增速分别为-1.2%、-11.3%、-12.3%。国际工程板块业绩主要受到中铝国际利润回正带动，北方国际、中钢国际业绩同比增长 14.3%、9.7%，总体来看国际工程板块业绩表现亮眼。园林板块在经历了 PPP 暴雷以及疫情以来的资金链危机后，经营质量回归到正常水平尚需一定时间。

图 18：24 年建筑行业各子板块营收及归母净利润增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

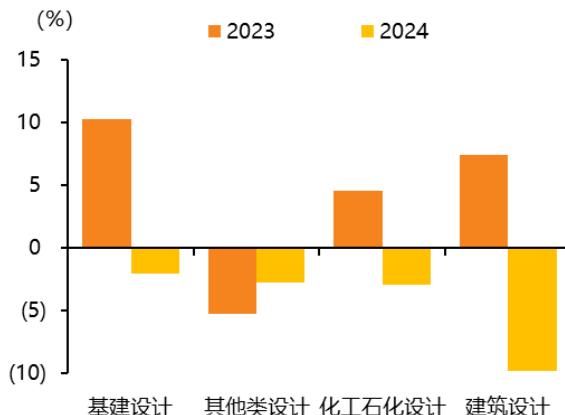
图 19：24 年建筑子板块营收/业绩增速与 23 年的差



资料来源：Wind，天风证券研究所

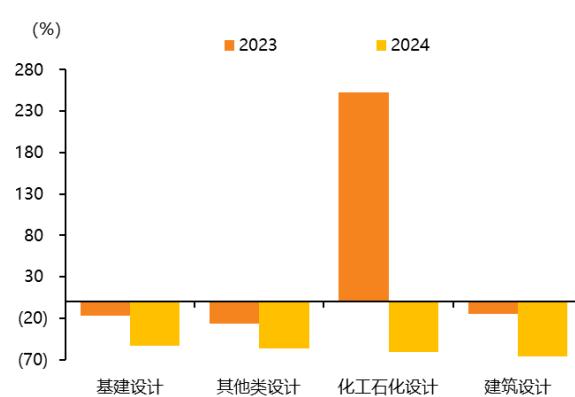
24 年设计咨询各子板块营收、归母净利润同比增速均转负，子板块中分化仍较大。总体来看，设计咨询板块 24 年收入同比-3.22%，增速同比下降 6.02pct，归母净利同比-51.95%，增速同比-79.54pct。各子板块收入、归母净利润同比增速均转负，其中，基建设计收入同比增速-2.09%，归母净利润同比增速-53.85%，基建设计中建发合诚、设计总院归母净利润增速分别为+45.03%、+5.08%，其他基建设计公司归母净利润均有所下滑。

图 20: 2023、2024 年设计咨询各子板块营收增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 21: 2023、2024 年设计咨询各子板块归母净利增速

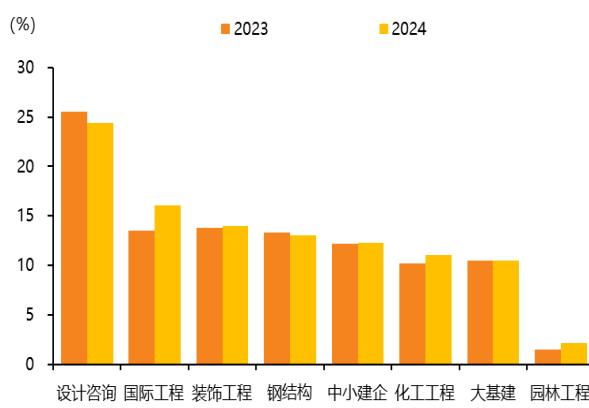


资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.2. 盈利能力：国际工程、化工工程毛利率/净利率同比有所提升

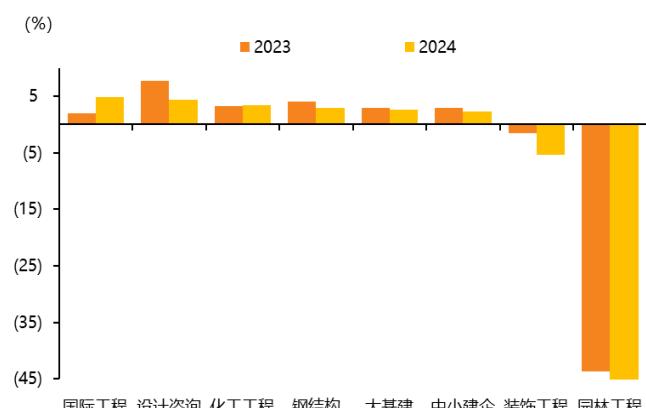
24 年国际工程、化工工程毛利率/净利率均有所改善。24 年建筑行业子板块中，国际工程、化工工程、园林工程、装饰工程、中小建企板块毛利率同比均上升，设计咨询、钢结构和大基建板块毛利率均同比下滑。国际工程板块毛利率提升最为明显，同比提升 2.54pct 至 16.07%，化工工程、园林工程、装饰工程和中小建企板块毛利率同比分别提升 0.9、0.71、0.23、0.09pct。设计咨询、钢结构和大基建板块毛利率分别下降 1.1、0.32、0.03pct。净利率方面，24 年国际工程/化工工程同比提升 2.92/0.12pct，大基建、中小建企、钢结构、设计咨询、装饰工程、园林工程净利率同比分别下降 0.27、0.63、0.98、3.24、3.82、6.14pct。净利率变化量与毛利率变化量的差体现为费用率（含减值损失）的变化，24 年建筑子板块中国际工程板块费用率（含减值损失）分别同比下降 0.85pct，其余 7 个子板块表现为费用率（含减值损失）有所提升，园林工程、装饰工程、中小建企板块费用率（含减值损失）则提升较多。

图 22: 2023、2024 年建筑行业各子板块毛利率



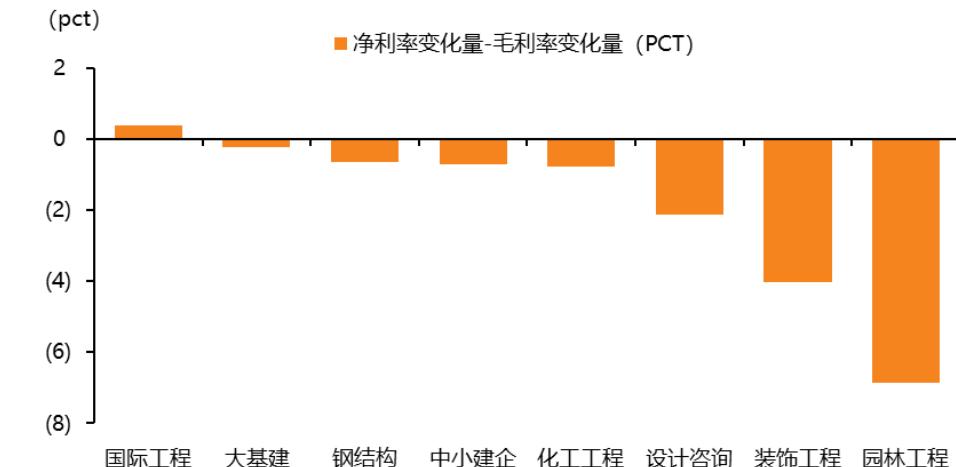
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 23: 2023、2024 年建筑行业各子板块净利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 24: 24 年相对 23 年建筑子板块净利率变化量与毛利率变化量的差 (PCT)

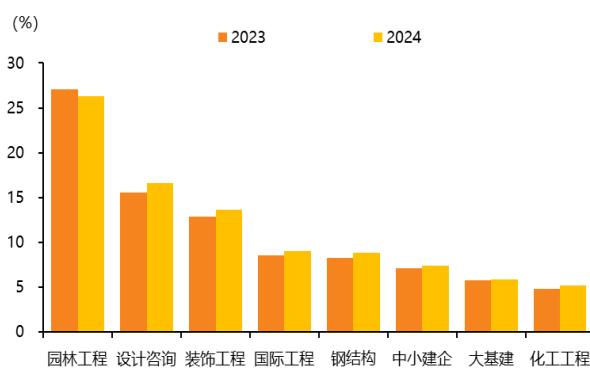


资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.3. 管理能力: 园林工程板块费用管控能力提升、回款情况明显好转

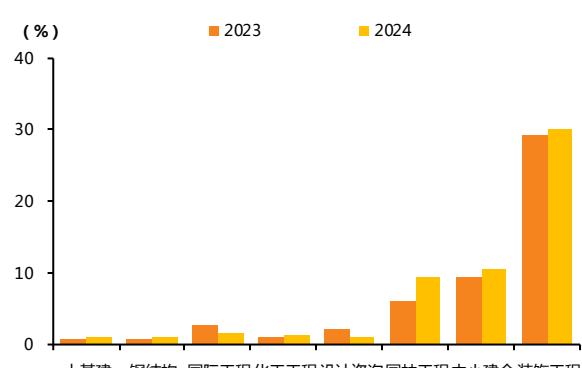
24 年八大建筑板块中除园林工程板块之外其他子板块期间费用率均有所提升。24 年园林工程/设计咨询/装饰工程/国际工程/钢结构/中小建企/大基建/化工工程板块期间费用率分别为 26.33%、16.57%、13.69%、9.05%、8.82%、7.41%、5.92%、5.25%，分别同比 -0.78、+1.03、+0.86、+0.45、+0.5、+0.32、+0.16、+0.45 pct，24 年除园林工程板块外所有板块期间费用率均同比上升，园林工程板块提质增效显著。24 年国际工程、设计咨询板块资产（含信用）减值损失占收入比重同比下降，其余板块占比均上升，其中园林工程和中小建企提升较为明显。

图 25: 2023、2024 年建筑行业各子板块期间费用率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

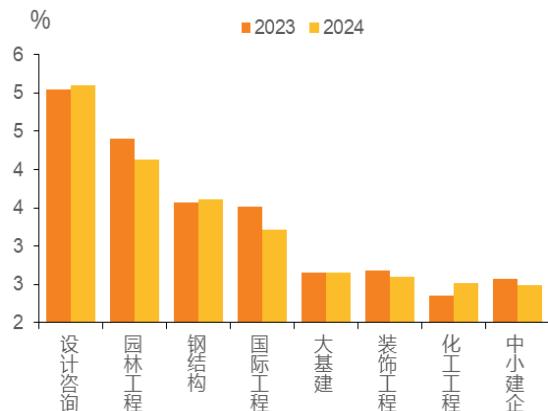
图 26: 2023、2024 年建筑行业资产减值损失占收入比重



资料来源: Wind, 天风证券研究所

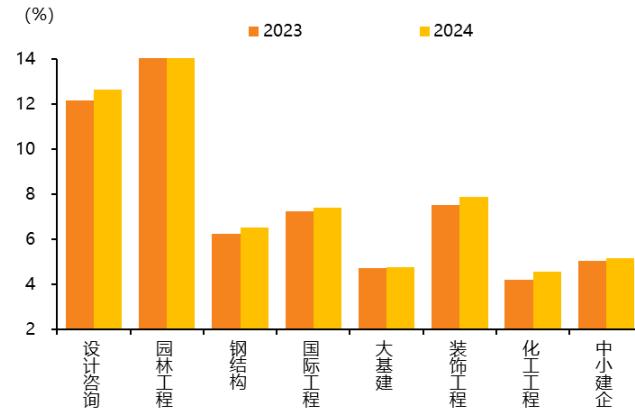
24 年园林工程管理（含研发）费用率下滑，国际工程和园林工程研发费用率下滑较多。从研发费用率来看，化工工程、设计咨询、钢结构的研发费用率同比均有提升，同比分别 +0.17、+0.06、+0.04 pct，下降较多的为国际工程和园林工程，同比 -0.3、-0.28 pct，其他各板块均变化不大。管理费用率（含研发）方面，除园林工程板块下降 0.31 pct 外，其余板块均有提升，上升幅度较大的有设计咨询（+0.47 pct）、化工工程（+0.37 pct）、装饰工程（+0.33 pct）。

图 27: 2023、2024 年建筑行业各子板块研发费用率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

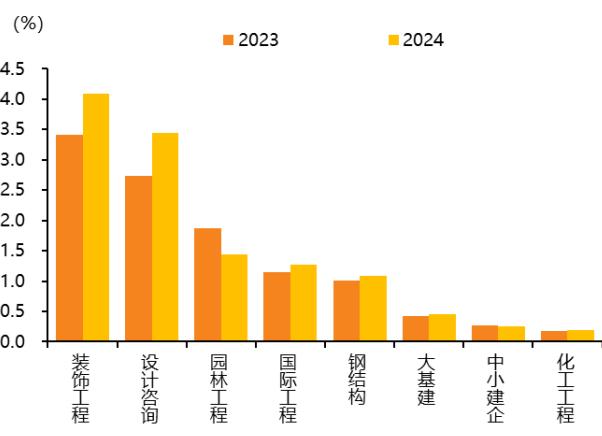
图 28: 2023、2024 年建筑行业各子板块管理(含研发)费用率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

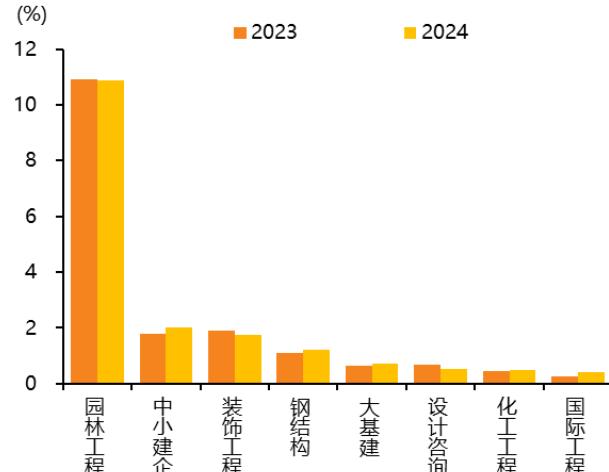
24 年园林工程板块销售费用率、财务费用率均有所下降。从销售费用率来看，园林工程、中小建企板块销售费用率同比分别下滑 0.44、0.02pct，其余子板块销售费用率均上升，其中设计咨询和装饰工程销售费用率分别+0.71、0.67pct。从财务费用率来看，24 年中小建企板块财务费用率上升幅度较大，同比提升 0.21pct，设计咨询、装饰工程、园林工程财务费用率同比均下滑。

图 29: 2023、2024 年建筑行业各子板块销售费用率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

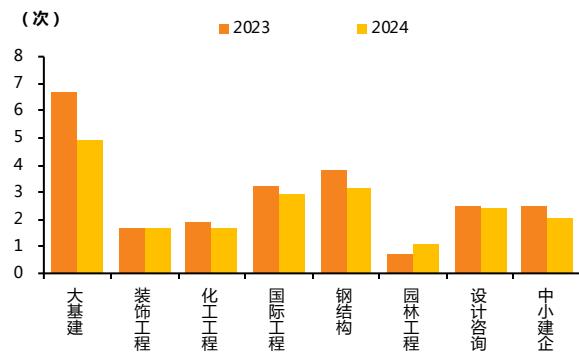
图 30: 2023、2024 年建筑行业各子板块财务费用率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

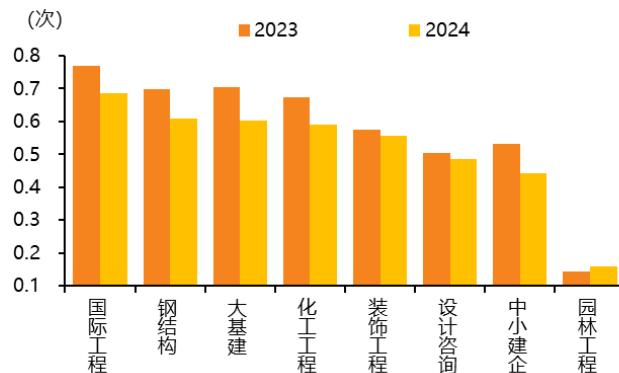
24 年各子板块中园林工程应收账款周转率和总资产周转率均变快，其余板块两个周转率均下滑。同前文口径一致，我们把应收票据和应收账款一起作为应收账款周转率的指标计算，24 年各子板块中，园林工程板块应收账款周转率同比提升 0.33 次，其余 7 大子板块应收账款周转率均下降。大基建和钢结构板块下滑幅度最大，分别同比变慢 1.78 和 0.67 次，我们判断或系地方债压力较大导致建筑央国企回款有所变慢。总资产周转率方面，24 年各子板块中仅园林工程周转率明显变快，总资产周转率同比提升 0.01 次，大基建板块总资产周转率下滑幅度最大，下滑 0.1pct。

图 31: 2023、2024 年子板块应收账款及应收票据周转率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

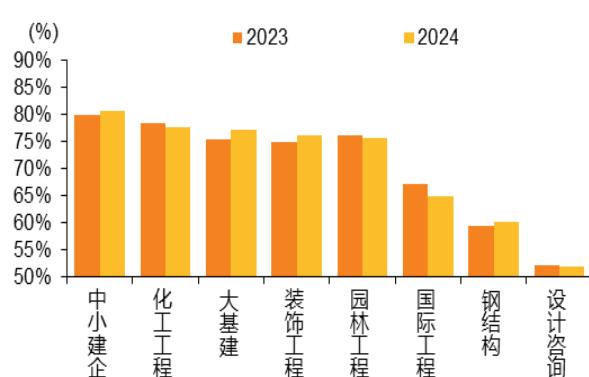
图 32: 2023、2024 年建筑行业各子板块总资产周转率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

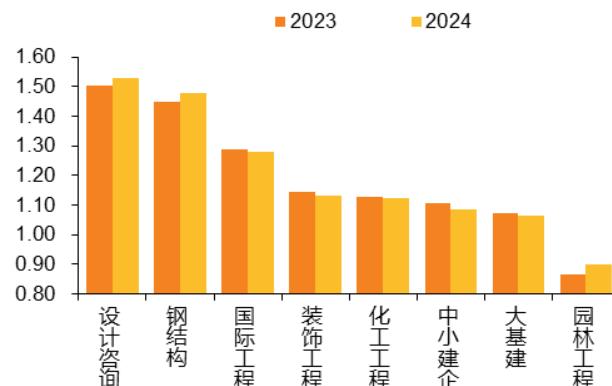
24 年园林工程和设计咨询两板块资产负债率下降、流动比率上升。相比于 23 年，24 年除设计咨询、园林工程、化工业程、国际工程外资产负债率均上升，其中，大基建板块 24 年资产负债率为 77.1%，同比上升 1.7pct，装饰工程板块 24 年负债率为 76.1%，同比上升 1.2pct，国际工程资产负债率下滑最为明显，同比-2.3pct。从流动比率来看，24 年仅园林工程、钢结构和设计咨询板块流动比率提升较为明显，同比分别提升 0.03、0.03、0.02 倍，其余板块均有小幅下滑。

图 33: 2023、2024 年建筑行业各子板块资产负债率



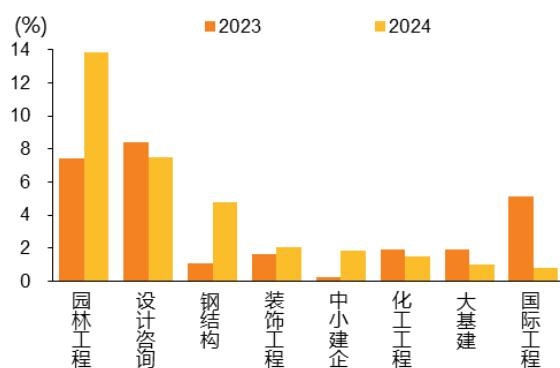
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 34: 2023、2024 年建筑行业各子板块流动比率

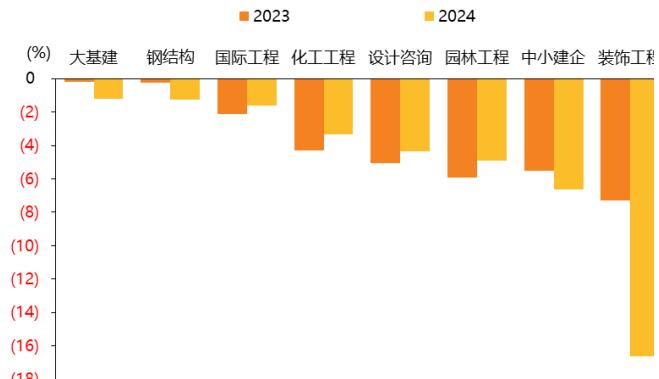


资料来源: wind, 天风证券研究所

现金管理方面，24 年八大建筑板块均实现 CFO 净流入，除装饰工程、中小建企、钢结构和大基建板块外 CFI 净支出占营业收入比重均下降。24 年八大建筑板块均实现 CFO 净流入，其中园林工程、钢结构、中小建企和装饰工程板块 CFO 净额占收入比例均有所上升，反映出以上各板块公司在加强回款管理。投资性现金流方面，八大建筑板块均为净流出状态，其中装饰工程、中小建企、钢结构和大基建板块投资的净流出额占收入的比重均有不同程度的上升。

图 35：2023、2024 年建筑行业各子板块经营净现金流/营业收入


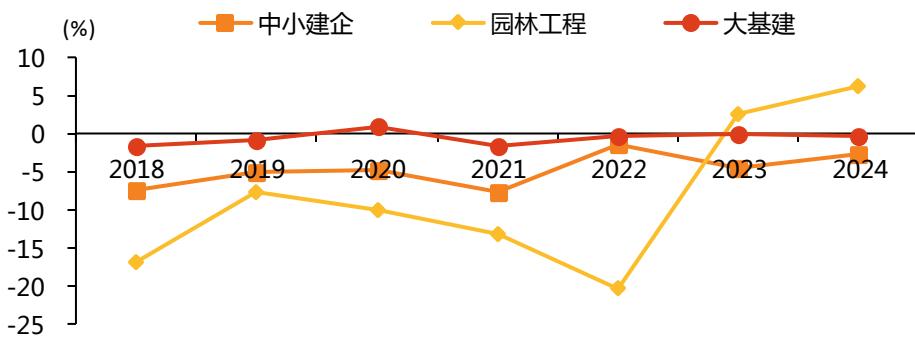
资料来源：wind，天风证券研究所

图 36：2023、2024 年建筑行业各子板块投资净现金流/营业收入


资料来源：wind，天风证券研究所

除了园林工程板块目前主要 PPP 板块经营活动回收的现金流或仍不足以抵消资本金大幅投入带来的资金流出。由于 PPP 项目工程回款计入经营现金流，而项目资本金投入主要在“投资支付现金”科目中体现，因此我们对主要 PPP 子板块（大基建、园林、中小建企）的现金流进行分析，以 (CFO 净额-投资支付现金)/营收（下文简称指标）的方法，来大致判断 PPP 项目对板块现金流的影响，结论为：

- 1) 24 年大基建和中小建企板块 CFO 净额与投资支付现金的差额均为负，我们认为体现了当前 PPP 项目的回款尚不足以抵消两个板块中项目落地带来的资本金投资支出。园林工程该指标自 23 年转正以来持续增大，中小建企该指标较 23 年缩小，表明中小建企有改善趋势，表明 24 年园林工程和中小建企回款情况有所改善。
- 2) 从数据上看，①园林板块指标明显上升的原因在于其 CFO 回款情况明显改善，23 年园林板块 CFO 净额首次回正，24 年实现净流入 37.7 亿元，同比多流入 16 亿元，而园林工程板块的投资支出的现金仅上升 6.2 亿元，最终该指标由 23 年的 2.5% 上升至 24 年的 6.2%；②中小建企板块指标改善的原因在于经营活动产生的现金流量净额大幅增长，24 年中小建企板块的 CFO 净流入 104.9 亿元，同比多流入 92 亿元，投资支出的现金则下降 34.1 亿元，表明地方建筑企业投资类项目有所减少同时回款情况大幅改善；③24 年大基建板块 CFO 净流入 706.8 亿元，同比少流入 632 亿元，同时大基建板块的投资支出的现金占收入比例由 23 年的 2% 减少至 24 年的 1.4%。

图 37：主要 PPP 子板块 (CFO 净额-投资支付现金) 在收入中的比重


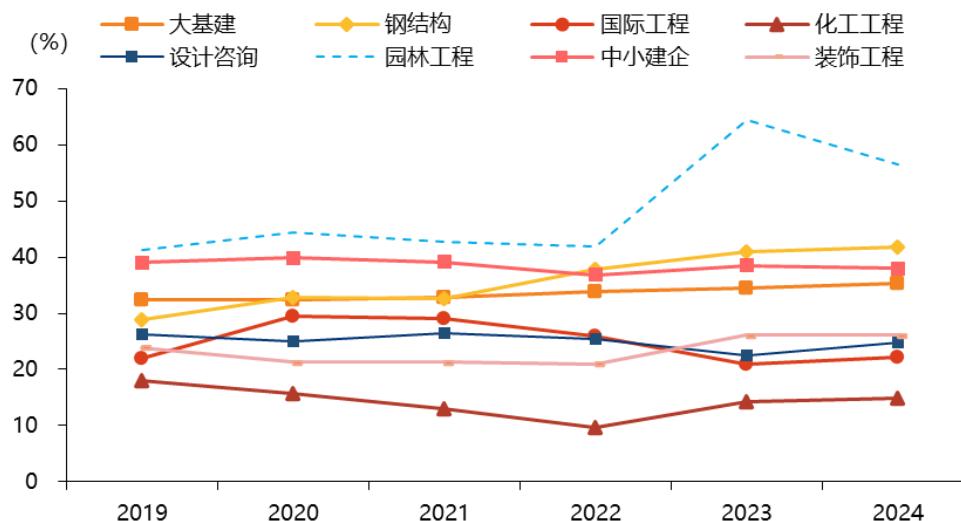
资料来源：wind，天风证券研究所

2.4. 债务结构：中长期带息债务占比提升仍是负债结构优化的关键

24 年带息债务占总负债比例，园林工程、中小建企和装饰工程均趋于下降，其余板块均

有所上升。2019-2024 年各子板块带息债务占总负债的比例排名总体相对平稳,园林工程、钢结构、中小建企、大基建排名靠前,带息债务占总负债的比例均在 35%以上,化工工程处于较低水平。从带息负债占总负债的比例变动来看,24 年仅园林工程、中小建企和装饰工程板块占比同比下降 7.95、0.52、0.05 pct,其余板块带息负债占比均有所上升,其中设计咨询板块上升幅度最大,同比+2.37pct。

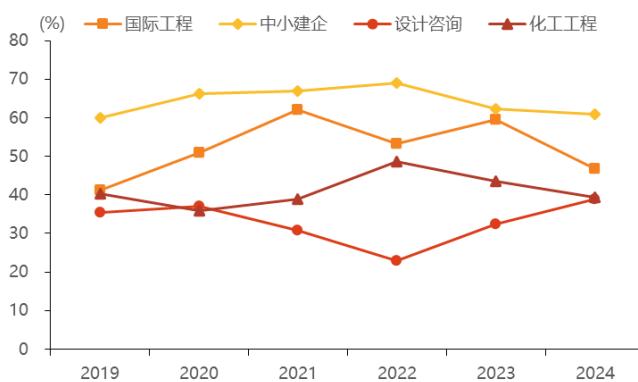
图 38: 2019-2024 年各子板块带息债务占负债总和的比例



资料来源: wind, 天风证券研究所

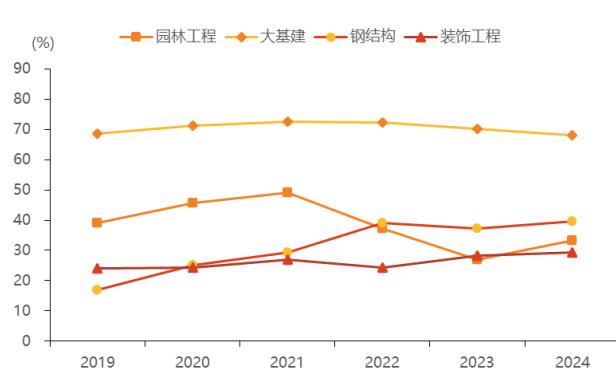
基建企业未来长期有息负债占总有息负债占比的提升可以看作负债结构改善的标志。我们以长期借款和应付债券之和作为长期有息负债,可以看到,24 年大基建、中小建企、国际工程长期有息负债占比超过 45%,其余板块低于 40%。我们认为对于 PPP 项目收入占比较低的子板块,如钢结构、装饰、设计,其有息负债大多只用于短期的经营性垫款,所以长期有息负债占比较低。对于国内基建业务为主导的公司来说,由于其投资类项目回款周期长,更高的长期有息负债比例可以帮助其避免频繁面对短期偿付压力,因此大基建和中小建企长期有息负债占比均超过 60%。24 年园林板块的长期有息负债占比同比上升 6.5pct 至 33.37%,融资环境有所改善,但相较于大基建和中小建企板块来说,仍然处于较低水平,未来其偿付压力能否实质性减轻,仍需关注其通过中长期负债置换短期负债的进程。

图 39: 四个子板块长期带息债务占带息债务比例变化



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 40: 另外四个子板块长期带息债务占带息债务比例变化



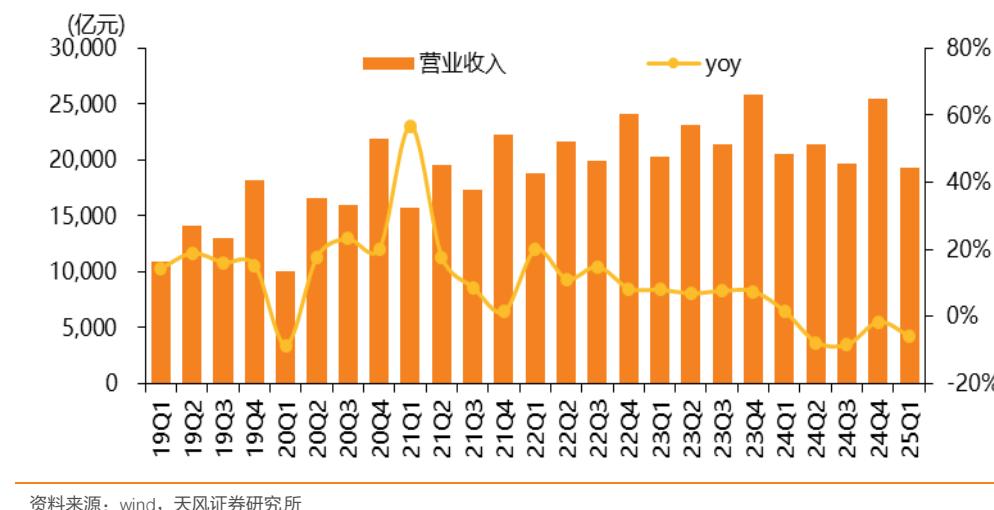
资料来源: wind, 天风证券研究所

3. 25Q1 建筑板块营收、归母净利润继续承压

3.1. 25Q1 营收/归母同比-6%/-8%，净利率环比改善

25Q1 建筑板块收入增速延续 24Q2 以来的下滑态势。25Q1 建筑板块营收 19337 亿元，同比-6%。24Q2、24Q3 建筑板块或受地方化债影响了地方政府的投资意愿以及项目推进进度，整体收入增速有所放缓，24Q4 收入增速降幅缩小。25Q1 建筑板块或受一季度开工慢于去年农历同期、项目落地进度放缓影响，整体收入增速继续放缓，展望 2025Q2 以及下半年，新增专项债发行提速、资金到位加快，考虑到关税态势下外需面临的较大压力，内需刺激政策有望进一步发力，预计 25 年市场资金面或有显著改善，对应项目推进有望提速，建筑公司基本面或将迎来修复。

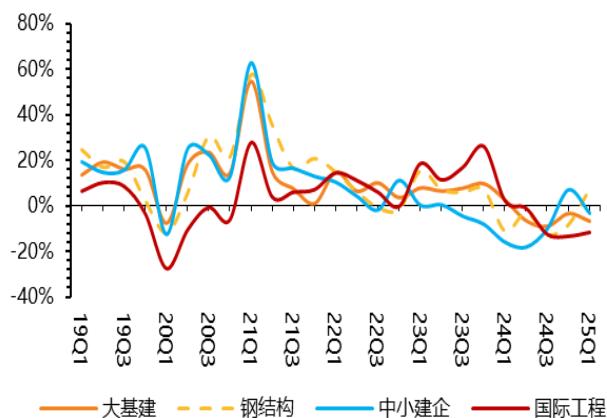
图 41：2019Q1-2025Q1 建筑单季度营收及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

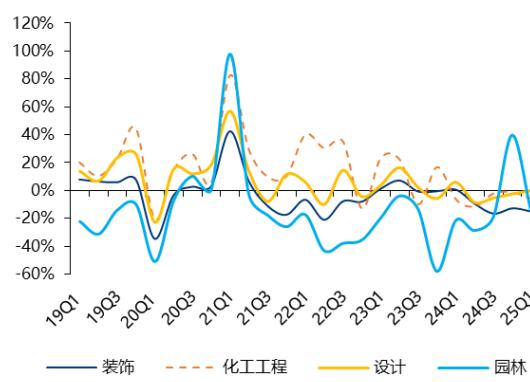
25Q1 仅钢结构板块营收保持个位数增长，其余板块仍承压。25Q1 仅钢结构板块收入实现同比 7.3% 的正增长，其余板块均有承压，设计咨询 (-0.1%)、中小建企 (-3.1%)、化工工程 (-5.9%)、大基建 (-6.8%)、国际工程 (-11.8%)、园林工程 (-14.4%)、装饰工程 (-15%)，各板块经营压力均较大。

图 42：19Q1-25Q1 建筑子板块单季度营收同比增速 (1)



资料来源：wind，天风证券研究所

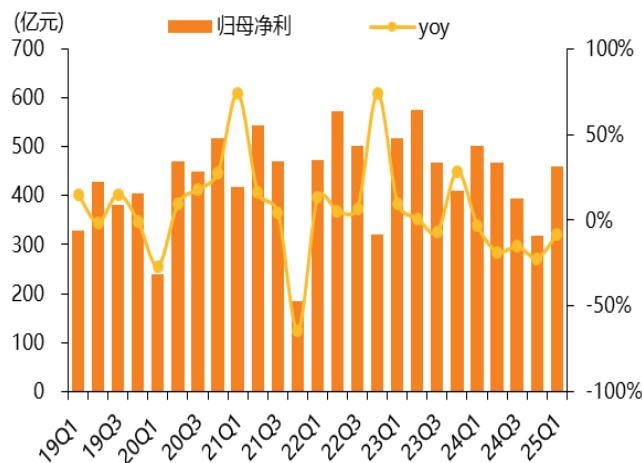
图 43：19Q1-25Q1 建筑子板块单季度营收同比增速 (2)



资料来源：wind，天风证券研究所

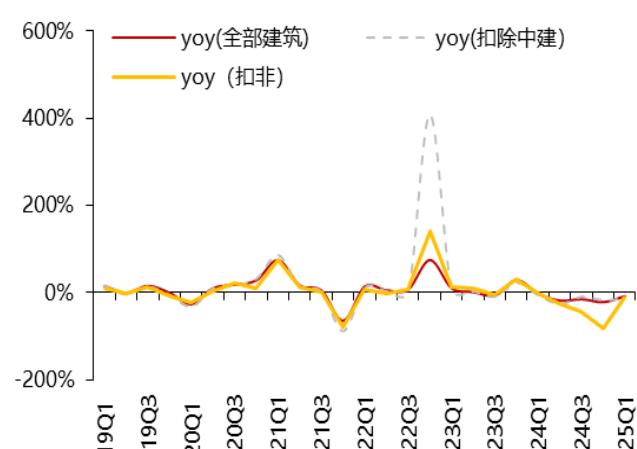
建筑行业 25Q1 归母净利润增速下滑 8.4%，扣非归母净利润增速下滑 9.6%。25Q1 建筑板块实现归母净利润 459 亿元，同比下滑 8.4%，扣非归母净利润 436 亿元，同比下滑 9.6%。单季度利润增速下滑，原因与上文论述基本一致，在一季度景气度不佳的情况下，利润端有所承压。剔除权重股中国建筑后，CS 建筑板块 25Q1 归母净利润同比下降 12.2%。

图 44：19Q1-25Q1 建筑单季度归母净利润及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

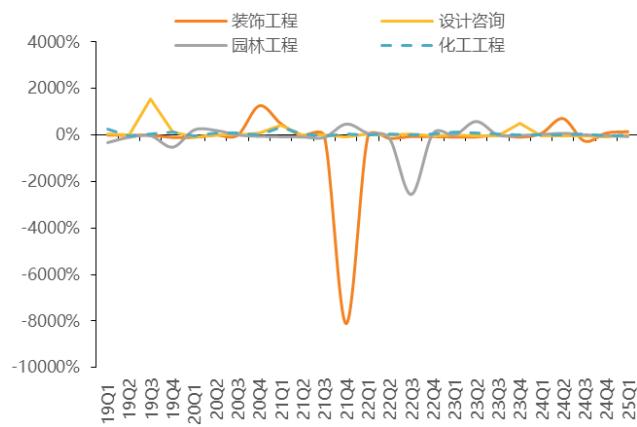
图 45：19Q1-25Q1 建筑板块不同情形下业绩同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

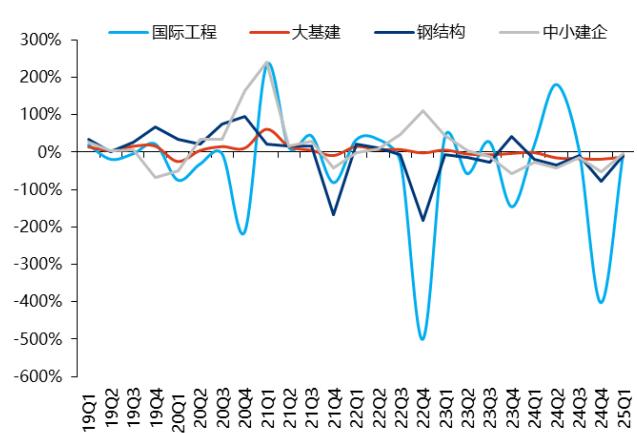
总体来看，25Q1CS 建筑板块归母净利润低于收入增速，细分来看，装饰工程和化工工程归母净利润实现正增长。细分来看，25Q1 仅装饰工程和化工工程归母净利润增速为正，分别为 151.2%、7.4%。化工工程板块受益于煤化工相关项目开工带动板块归母净利润同比正增长，其中航天工程、中国化学 25Q1 单季度归母净利润同比增长 164%、18.8%。园林工程和大基建板块归母净利润下滑最为明显，同比分别下滑 52.1%、12%。

图 46：建筑子板块单季度业绩同比增速（1）



资料来源：wind，天风证券研究所

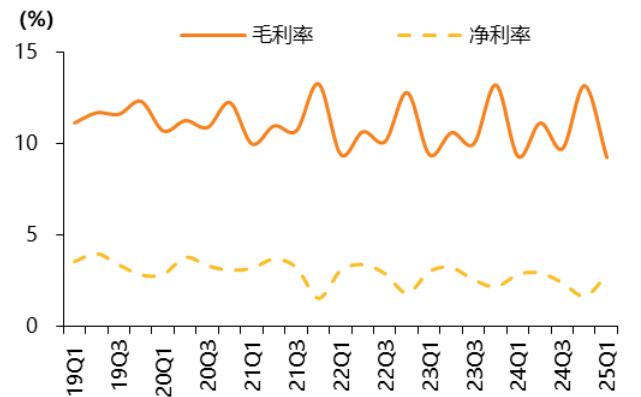
图 47：建筑子板块单季度业绩同比增速（2）



资料来源：wind，天风证券研究所

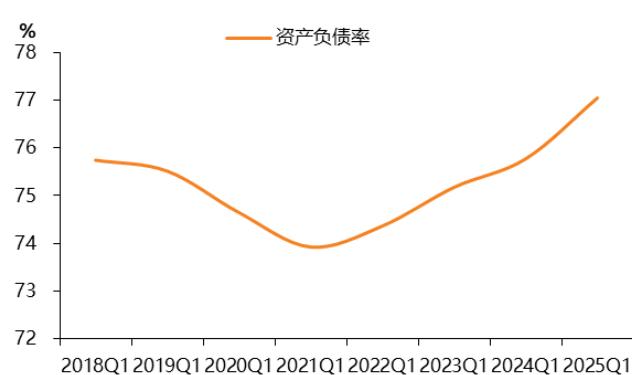
25Q1 建筑板块毛利率/净利率同比有所下滑。25Q1 建筑板块毛利率 9.24%，同比下降 0.05pct，环比下降 3.89pct，板块净利率 2.82%，同比下降 0.05pct，环比上升 1.14pct，盈利能力阶段性承压。25Q1 建筑板块资产负债率较 24Q1 上升 1.27pct 至 77.04%。

图 48：建筑板块单季度毛利率与净利率



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 49：历年 Q1 末建筑板块资产负债率



资料来源: wind, 天风证券研究所

3.2. Q1 订单印证传统基建景气回升，推荐专业工程细分高景气赛道

25Q1 八大建筑央企受一季度项目施工落地速度较慢收入增速略有放缓，毛利率、净利率改善分化。从收入端看，仅能建、电建、中国建筑小幅增长，央企营收增速或反映出 Q1 实物工作量落地速度仍较慢。毛利率同比改善的分别有化学、能建和中冶。利润端，25Q1 仅中国建筑、中国能建、中国化学归母业绩实现增长，化学以及能建表现较好主要系毛利率同比改善明显。传统基建板块，仅中国建筑实现正增长，交建、铁建、中铁有所承压，建议关注 Q2 实物工作量落地情况。

央企订单印证基建景气回升，持续推动海外市场开拓。从近期一季度各公司新签订单情况来看，传统基建板块景气度有在回升，25Q1 中国交建、中国建筑建筑业务新签订单同比增长 9.02%、8.37%，其中中建 Q1 基建类订单同比增长 40%，后续有望受益于稳地产等内需刺激政策，能建、电建 Q1 基建类订单分别同比增长 15.5%、7.9%，中国化学一季度订单下滑但 3 月份新签合同同比增长 60.71%，央国企订单验证景气提升，资金方面，财政政策较去年更加积极、力度更大，特别国债提前启动发行，地方债发行变快，央企有望持续受益。海外新签方面，中国建筑、中国铁建、中国中铁分别实现 178.5%、30.1%、33.4%的亮眼增长。

表 3：八大建筑央企 25Q1 经营及订单情况

	中国交建	中国化学	中国能建	中国铁建	中国建筑	中国电建	中国中铁	中国中冶
PB	0.50	0.72	0.84	0.39	0.49	0.58	0.44	0.58
PB 分位	4.76%	2.14%	1.27%	0.43%	0.69%	0.73%	0.08%	0.35%
PE	6.34	7.80	10.76	4.97	4.92	7.01	5.17	10.55
PE 分位	21.65%	3.87%	6.00%	22.07%	30.85%	14.48%	17.45%	44.40%
25Q1 加权 ROE (%)	1.82%	2.29%	1.43%	1.72%	3.18%	1.81%	1.96%	1.51%
加权 ROE 同比变动 (%)	-0.34%	0.20%	0.06%	-0.42%	-0.20%	-0.43%	-0.54%	-1.01%
25Q1 收入 yoy	-12.58%	-1.15%	3.05%	-6.61%	1.10%	1.61%	-6.16%	-18.46%
25Q1 归母 yoy	-10.98%	18.77%	8.83%	-14.51%	0.61%	-12.03%	-19.46%	-40.00%
25Q1 扣非 yoy	-10.87%	22.63%	24.03%	-13.87%	0.75%	-13.99%	-22.54%	-39.79%
25Q1 毛利率	11.55%	9.30%	11.18%	7.51%	7.85%	10.81%	8.46%	8.84%
25Q1 毛利率同比	-0.35%	1.29%	0.47%	-0.28%	-0.24%	-0.98%	-0.13%	0.65%
25Q1 净利率	4.34%	3.59%	2.60%	2.38%	3.23%	2.46%	2.64%	1.70%
25Q1 净利率同比	0.09%	0.58%	0.19%	-0.20%	-0.02%	-0.40%	-0.39%	-0.40%
25Q1 CFO 净额(亿)	-489	-151	-145	-389	-959	-405	-774	-257
同比改善(亿)	-93	-83	17	76	7	-15	-93	51
25Q1 新签订单 (亿)	5530	1132	3889	4928	12037	2993	5601	2083
新签同比增速	9.02%	-11.50%	5.75%	-10.50%	8.40%	-9.60%	-9.90%	-29.50%
其中：基建订单 (亿)	4935		3641	3710	4206	750	4214	357
基建订单同比增速	6.26%		15.51%	-18.72%	40.00%	7.93%	-10.40%	-14.10%
海外订单同比增速	17.14%	-20.39%	10.47%	30.10%	178.50%	20.87%	33.40%	-35.70%

资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

注：截止于 2025/4/30, 分位值起始于 2010/1/1

地方国企多数业绩有所承压，建议关注中西部等固投高景气区域投资机遇。25Q1 从收入角度来看，中西部及东部区域部分建筑企业收入实现正增长，安徽建工、广东建工、浙江交科收入分别同比增长 7.4%、6.2%、5.7%，利润来说，表现较为亮眼的是浙江交科，主要系毛利率提升以及减值损失同比下滑。从 25Q1 固投数据来看，省份之间差异较大，西藏、宁夏、新疆、内蒙古、黑龙江等西部、北部省份涨幅居前，西藏、新疆一季度固投同比增长 27.7%、20.7%，景气度明显高于传统经济大省山东、江苏、浙江等省份。展望 Q2，我们认为传统基建板块景气度有在回升，25Q1 四川路桥、北新路桥、广东建工新签订单分别同比增长 18.87%、20.71%、18.65%，预计二季度实物工作量转化有望提速，同时建议重点关注西南地区固投高增长地区地方国企的投资机会。

表 4：地方国企 25Q1 经营质量一览

	营收 yoy	归母净利	扣非净利	毛利率	净利率	CFO 净	CFO 净	加权	PB	分位
	润 yoy	润 yoy	变动	变动	额(亿)	额变动	(亿)	ROE 变动	(LF)	
			(pct)	(pct)						
龙建股份	-5.1%	25.7%	3.1%	0.2	0.1	-22.98	-15.2	0.0%	1.22	3.44%
浙江交科	5.7%	18.8%	17.2%	0.1	0.3	-22.22	1.6	0.2%	0.66	0.86%
山东路桥	2.0%	1.9%	2.1%	-0.6	0.0	-5.25	22.4	-0.1%	0.58	0.61%
四川路桥	4.0%	1.0%	2.1%	-1.3	-0.2	-30.53	-0.8	-0.2%	1.52	45.38%
安徽建工	7.4%	0.3%	-4.9%	-0.5	-0.1	-26.40	5.6	-0.5%	0.71	1.42%
宁波建工	-10.8%	-10.5%	-3.4%	0.7	0.0	-18.66	2.9	-0.2%	1.29	27.41%
广东建工	6.2%	-14.9%	-29.6%	-0.8	-0.2	-39.48	-13.1	-0.3%	0.93	0.32%
浦东建设	-41.3%	-18.5%	-18.0%	0.3	1.0	-13.31	-3.4	-0.7%	0.78	5.27%
苏交科	-9.0%	-19.1%	-27.8%	3.8	-1.0	-4.77	0.4	-0.1%	1.31	27.55%
设计总院	-39.5%	-23.8%	-33.3%	-3.5	3.4	-3.05	2.4	-1.0%	1.20	0.00%
陕建股份	-16.3%	-24.5%	-23.6%	1.7	-0.5	-65.92	21.2	-0.8%	0.59	0.62%
隧道股份	-25.3%	-25.4%	-33.7%	2.4	-0.2	-48.84	-9.8	-0.5%	0.61	0.38%
上海建工	-46.1%	-161.8%	-196.0%	1.4	-0.9	-232.80	20.4	-1.6%	0.69	3.47%
重庆建工	-6.3%	-196.3%	-330.4%	-1.7	-1.2	-17.36	-1.9	-1.2%	0.73	12.36%
北新路桥	3.5%	-1254.7%	-3503.3%	-2.0	-3.8	-4.44	4.9	-2.5%	1.69	14.68%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：截止于 2025/4/30, 分位值起始于 2010/1/1

25Q1 国际工程板块整体压力较大。25Q1 除了中油工程以外，其余国际工程收入端均有承压。利润端来看，中材国际、中钢国际、中工国际的归母业绩同比+4.2%、+7.8%、+12.2%，实现小幅增长，北方国际 Q1 归母净利润大幅下滑主要系蒙古矿山工程一体化项目毛利较去年同期有所下降所致。当前贸易战背景下，“一带一路”重要性持续提升，国际工程板块企业在“一带一路”均有深度开发，叠加中亚峰会以及一带一路峰会仍有预期，国际工程板块或有新机遇。

表 5：国际工程公司 25Q1 经营情况一览

	营收 yoy	归母净	扣非净	毛利率	净利率	CFO 净	CFO 净	加权	PB (LF)	分位
	利润 yoy	利润 yoy	变动	变动	额(亿)	额变动	ROE 变			
			(pct)	(pct)		(亿)	动(pct)			
中工国际	-7.6%	12.2%	-3.0%	-0.6	1.1	-0.36	6.6	0.1%	0.85	11.56%
中钢国际	-28.2%	7.8%	9.3%	3.2	2.3	-16.35	11.6	0.1%	1.08	7.77%
中材国际	-1.4%	4.2%	-8.4%	-2.5	0.4	-18.73	-6.8	-0.2%	1.11	4.89%
中油工程	16.3%	-19.8%	-25.2%	-1.8	-0.5	-94.94	-32.5	-0.2%	0.64	7.09%
北方国际	-27.2%	-33.0%	-32.5%	3.4	-0.6	3.34	0.0	-1.4%	1.11	10.28%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：截止于 2025/4/30, 分位值起始于 2010/1/1

专业工程业绩表现较为分化，建议关注细分景气赛道成长性。25Q1 扣非增速表现亮眼的有圣晖集成、上海港湾、鸿路钢构、东华科技，增速分别为 61.2%、34.2%、31.3%、27.1%。半导体产业链中，圣晖集成 25Q1 在手订单余额为 21.17 亿元（未含税），比上年同期增长 11.89%，4 月 27 日公司公告中标某洁净机电工程总承包，总金额 11 亿，半导体板块国产替代加速，洁净室板块景气度高增。上海港湾 24 年新签订单 20.5 亿，同比增长 93%，于中东及东南亚地区基建投资景气度较高，短期内业绩释放弹性较大。鸿路钢构扣非业绩同比大幅增长，25Q1 公司钢结构产量同比增长 14.29%，扣非吨净利同比改善 12 元，环比改善 11 元，钢构龙头经营拐点或已出现。化工工程板块主要受益于国内煤化工投资放量，东华科技 25Q1 营收及扣非业绩分别同比增长 13.5%、27.1%。内需增长压力较大。外需压力增大，我们判断顺周期板块有望在 25 年迎来触底反弹，推荐鸿路钢构，Q1 较多煤化工项目进入前期密集开工阶段，推荐三维化学、东华科技，转型板块推荐中粮科工（与农业组联合覆盖）、海南华铁（与非银组联合覆盖），洁净室板块持续推荐圣晖集成、柏诚股份，建议关注亚翔集成。

表 6：专业工程公司 25Q1 经营数据一览

	营收	归母净	扣非净	毛利率	净利率	CFO 净	CFO 净	加权	PE_TTM	分位
	yo yoy	利 yoy	扣 yoy	毛同比变	净同比变	CF 额(亿)	CF 额变动	加权 ROE 变		
				(pct)	(pct)		(亿)	动(pct)		
圣晖集成	62.7%	62.6%	61.2%	-2.0	0.3	-0.71	-0.3	0.9%	21.97	41%
上海港湾	29.2%	18.6%	34.2%	-11.4	-0.9	0.45	0.5	0.3%	50.02	90%
鸿路钢构	8.8%	-32.8%	31.3%	-0.8	-1.8	-1.95	-2.8	-0.8%	18.32	41%
东华科技	13.5%	-0.9%	27.1%	-0.5	-0.7	-3.45	-4.9	-0.3%	16.70	7%
中粮科工	32.2%	7.6%	9.2%	-6.9	-1.3	-3.85	-1.4	0.0%	22.76	11%
海南华铁	16.6%	21.7%	7.1%	-0.3	0.8	7.80	1.1	0.3%	35.05	55%
利柏特	1.5%	-8.1%	5.7%	-0.7	-0.6	-0.99	1.0	-0.5%	16.69	8%
江河集团	2.9%	-20.5%	1.5%	-0.8	-0.9	-10.84	-1.2	-0.6%	10.04	15%
三维化学	5.5%	-10.5%	-8.3%	0.8	-1.1	1.31	0.6	-0.2%	22.25	28%
柏诚股份	-9.4%	-20.6%	-21.2%	0.7	-0.6	-6.78	-1.4	-0.5%	27.94	49%
苏文电能	-15.6%	-28.5%	-24.9%	-1.4	-1.6	0.14	0.9	-0.4%	87.05	88%
亚翔集成	-23.8%	-29.8%	-30.0%	0.8	-0.7	9.10	2.4	-3.5%	3.17	51.06%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：截止于 2025/4/30, 分位值起始于 2010/1/1

4. 投资建议

25年顺周期改善、建筑板块转型和主题性投资是三条重要的主线。25年1-3月地产开发投资/狭义基建/广义基建/制造业同比分别-9.9%/+5.8%/+11.5%/+9.1%，从两会释放出来的积极财政政策表述来看，我们认为25年中央加杠杆的趋势有望延续，资金层面或对基建投资形成有力支撑。结合本轮关税背景下，出海和制造业投资短期内或受关税影响有所压制，内需稳增长预期持续提升。上一轮中美贸易摩擦阶段叠加了政府去杠杆周期，制造业投资和基建投资走弱，房地产投资成为稳定经济增长的重要贡献因素。相比上轮关税冲击，我们判断当前时点地方政府投资能力和意愿均处于底部反转期。从需求侧角度，25年中西部固投有望保持高景气，同时政府工作报告等重要会议及文件将深海科技、AI等列为重要战略，新质生产力推动传统行业改造升级。

主线一：静待基建实物量改善带来的顺周期机会

传统建筑蓝筹标的：自上而下来看，政府主导下的基建投资仍然是完成经济增长目标的必然要求，随着两会后积极财政政策基调的确定，Q1地方债发行达历史新高，4月份特别国债启动发行，在专项债+财政赤字加持下，我们认为25年基建资金层面有望迎来较好改善，应重点关注基建产业链实物工作量的转化节奏。我们认为基建的结构性和区域性特征明显，重点关注水利、铁路和航空等重大交通领域建设，以及项目资金、真实需求高景气的四川、浙江、安徽、江苏等区域性机会。重点推荐区域高景气的弹性地方国企四川路桥、浙江交科、安徽建工、山东路桥、陕建股份等，建筑央企中国交建、中国中铁、中国建筑、中国铁建等，建议关注长账龄应收账款占比相对较高的新疆交建、北新路桥、龙建股份、浙江建投等。

顺周期专业工程标的：一方面，我们判断顺周期板块有望在25年迎来触底反弹，钢结构切割焊接加速渗透，降本增效前景可期，中长期看好钢结构行业智能化改造带动吨净利提升及产能扩张，推荐鸿路钢构。另一方面，新疆煤化工项目持续推进，按照我们此前的统计，全国煤化工项目潜在投资规模或可超万亿，我们判断随着重点煤化工项目招投标工作的不断推进，相关上市公司在订单和收入层面有望迎来改善。其中重点关注工程总承包、后端硫磺回收装置、以及前端的粉煤气化装置的需求扩容，重点推荐硫磺回收装置技术实力突出的三维化学、在煤化工工程领域综合优势凸显的东华科技、中国化学，关注粉煤气化炉市占率领先的航天工程。

主线二：重视建筑板块转型及新兴业务方向的景气度提升

算力板块：AI运用带动算力设施需求较快增长，推荐算力租赁转型标的海南华铁，建议关注甘咨询参股10%的丝绸之路信息港股份有限公司布局算力租赁业，宁波建工参股中经云，业务涵盖数据中心、AI计算中心及光磁混合存储架构云存储等多领域。数据中心建设领域，建议关注IDC投资建设及运营商城地香江。

洁净室板块：半导体板块国产替代进程持续推进，东南亚区域有望承接新一轮半导体产业转移，消费电子迭代升级带来新型显示面板产线建设需求增加，推荐柏诚股份、圣晖集成，建议关注亚翔集成。

主线三：关注重大水电工程、深海经济、低空经济等主题性投资机会

重大水电工程：2024年12月25日，新华社发布消息，中国政府核准雅鲁藏布江下游水电工程，与建筑相关的主要涉及设计和施工两个环节，建议关注中国电建、中国能建、中岩大地、五新隧装等。

深海经济：政府工作报告首次提及“深海科技”，深海科技主要是三大核心赛道在支撑：装备制造、资源开发和新基建。在商业化进程方面，目前资源开发与海洋新基建先行。从基建领域来看，推荐中油工程（与能源组联合覆盖）、利柏特。资源开采领域，关注海油工程（能源组覆盖）和中海油服（能源组覆盖），同时建议关注海底数据中心应用。

低空经济：我们认为设计院有望深度参与低空经济基础设施建设产业链。其中，具备资质优势、区位优势、项目经验的大型设计院有望受益。建议重点关注老牌基建设计检测企业，推荐苏交科、华设集团、设计总院，建议关注深城交、中衡设计等。我们预计在补贴加持下，通用机场盈利能力有望随着低空飞行器的增加、航线开辟等而逐步改善，建议关注机场投资建设运营企业中化岩土。

5. 风险提示

基建&地产投资超预期下行：我们预计化债政策以及基建相关利好政策的密集出台推动基建形成实物工作量，有望带动 25 年基建景气度维持高位，若基建投资超预期下行，则宏观经济压力或进一步提升。

央企、国企改革提效进度不及预期：我们认为建筑央企、国企积极进行变革，通过横向拓展业务范围，纵向整合产业链下游，大股东增持改善上市公司经营效率，成本管理等措施，理顺业务发展脉络，改革激发内在增长活力，后续激励、分红政策等有望成为估值提升催化剂，但若央企、国企改革提效进度不及预期，则对公司的利润和分红造成一定影响。

国际宏观环境恶化风险：国际工程海外业务受国际宏观形势影响较大，目前国际政治、经济、安全形势不容乐观，若国际宏观环境进一步恶化，或对国际工程企业海外业务拓展与执行造成较大困难，影响板块企业经营情况。

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 A 栋 23 层 2301 房	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	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com