

2025 年 05 月 14 日

投资评级：看好（维持）

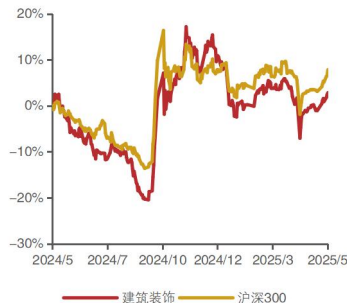
证券分析师

王彬鹏
SAC: S1350524090001
wangbinpeng@huayuanstock.com
戴铭余
SAC: S1350524060003
daimingyu@huayuanstock.com
郇悦轩
SAC: S1350524080001
liyexuan@huayuanstock.com

联系人

唐志伟
tangzhiwei@huayuanstock.com
林高凡
lingaofan@huayuanstock.com

板块表现：



建筑盈利阶段承压，政策托底支撑温和复苏预期

——24FY 年报&25Q1 季报建筑综述

投资要点：

- 营收与盈利阶段承压，政策托底下修复动能累积中。**2024 年，申万建筑板块实现营收 8.73 万亿元，同比-3.95%；归母净利润 1715 亿元，同比-14.22%。尽管整体盈利水平承压，但行业毛利率小幅回升至 10.90%，显示成本控制与项目优化有所见效。展望 2025 年，地方专项债额度增至 4.4 万亿元，同比增加 5,000 亿元，叠加稳投资政策支持，建筑板块盈利修复动力逐步增强。
- 成本端压力有所上行，现金回流节奏趋缓。**2024 年建筑板块期间费用率为 6.36%，同比上升 0.19pct，财务费用率与管理费用率（含研发）分别抬升 0.10 和 0.06pct，显示融资与管理支出小幅增加。全年信用与资产减值损失合计达 1,114.79 亿元，占收入比重同比提升 0.13pct，反映行业在应收及资产端的风险计提有所加强。现金流方面，经营性现金净流入为 1,109.51 亿元，同比下降 31.51%；收现比为 96.22%，较上年回落 0.06pct，在应收账款同比增长 21.50% 的背景下，回款节奏放缓。资产负债率为 76.87%，同比提升 1.33pct。
- 子行业走势分化加剧，专业与化工板块相对稳健。**2024 年，建筑板块内部结构分化明显。营收方面，其他专业工程与化学工程分别同比增长 12.66% 和 2.04%，表现相对突出；国际工程、园林工程和装修装饰则分别下降 10.34%、7.48% 和 12.86%。利润端，仅其他专业工程和国际工程实现归母净利润正增长，分别同比+170.31% 和 +5.51%。其中，其他专业工程的显著增长主要来自中铝国际归母净利润由 2023 年的亏损 26.58 亿元转为 2024 年的盈利 2.2 亿元，以及洁净室工程业务受大订单集中推动的显著回暖。相比之下，装修装饰板块若剥离所有 ST 公司后，归母净利润同比降幅实际达到-103%，主要因 2024 年较 2023 年多计提了约 10 亿元减值。净利率方面，园林与装修板块降幅居前。资产周转效率方面，国际工程与钢结构板块下滑明显，而其他专业工程与园林板块小幅改善。
- 一季度受季节因素扰动，全年节奏有望逐步回稳。**2025 年一季度，受春节错位与重点项目开工延后影响，建筑板块整体营收 19,385 亿元，同比下降 6.35%；归母净利润 460.39 亿元，同比下降 8.40%。从板块结构看，仅化学工程与钢结构实现营收同比正增长，分别为+6.37% 和 +5.20%；在归母净利润方面，仅装修装饰、设计咨询和化学工程板块实现了同比上升。随着特别国债、专项债项目加快落地，各地交通投资计划稳步推进，行业工作量有望逐季改善。
- 投资建议：**国内基建在“一带一路”倡议深化与海外订单快速增长的推动下，央企在国际市场拓展优势明显，重点推荐**中国建筑、中国中铁**，建议关注**中国铁建、中国电建、中国中冶、中国化学、中国能建和中国交建**；专项债支持与区域投资提速进一步带动地方基建龙头发展，重点推荐**四川路桥、地铁设计、隧道股份**，建议关注**山东路桥和浙江交科**；同时，技术壁垒较高的专业工程和细分赛道需求持续增长，建议关注**圣晖集成（洁净室）、亚翔集成（洁净室）、柏诚股份（洁净室）、东华科技（化工工程）、三维化学（化工工程）、鸿路钢构（钢结构）、精工钢构（钢结构）**。
- 风险提示：**基建资金投放节奏不及预期；海外业务执行与地缘政治风险；资金回款与信用风险加剧。

内容目录

1. 行业概述：基本面承压、央企抗压与出海成支撑核心	5
1.1. 24FY 营收&业绩有所承压，建筑央企订单领先	5
1.2. 毛利率小幅改善，ROE 与净利率仍待修复	8
1.3. 费用率小幅上行，经营性现金流仍待改善	10
2. 子板块表现持续分化，专业工程展现较强韧性	13
2.1. 细分行业冷热不均，专业工程领跑	13
2.2. 盈利能力分化加剧，费用上行拉大利率“剪刀差”	13
2.3. 其他专业工程成本管控显著，园林与装饰板块减值压力突出	14
2.4. 钢结构、园林与央企杠杆水平偏高，化学工程长期融资占比提升明显	17
3. 25Q1 营收增速阶段放缓，归母净利润承压下行	20
3.1. 2025 年一季度建筑板块承压调整，结构性亮点初现	20
3.2. 央企出海订单延续较高增长，央地龙头与专业赛道企业表现出色	22
4. 投资建议	26
5. 风险提示	28

图表目录

图表 1: 2019–2024 年建筑行业整体营收及同比增长率	5
图表 2: 2019–2024 年建筑行业整体归母净利润及同比增长率	5
图表 3: 2019–2024 年建筑扣除中建、中铁、铁建及中交后的收入、业绩同比增速	6
图表 4: 八大建筑央企 24 年经营数据以及 25 年经营计划一览	6
图表 5: 九大建筑央企营收、利润及建筑业总产值增速	7
图表 6: 九大建筑央企营收占行业总产值及新签订单市场份额变化	7
图表 7: 2019Q1–2025Q1 建筑行业单季度收入同比增速	8
图表 8: 2019Q1–2025Q1 建筑行业单季度业绩同比增速	8
图表 9: 2019–2024 年建筑行业毛利率和净利率	8
图表 10: 2019–2024 年建筑行业摊薄 ROE 走势	8
图表 11: 2019–2024 年建筑行业存货、总资产及应收账款及票据周转率	9
图表 12: 2019–2024 年建筑板块营收、总资产、流动资产及非流动资产同比增速	9
图表 13: 2024 年建筑板块关键财务数据同比增速情况	9
图表 14: 2019–2024 年建筑行业资产负债率	10
图表 15: 2020–2024 年建筑央企板块与其余板块资产负债率	10
图表 16: 2019–2024 年建筑行业费用率变化	11
图表 17: 2019–2024 年建筑行业资产及信用减值损失占收入比重	11
图表 18: 2019–2024 年建筑行业现金流量净额变动趋势	12
图表 19: 2019–2024 年申万建筑行业收现比与付现比	12
图表 20: 24 年建筑行业各子板块营收增速	13
图表 21: 24 年建筑行业各子板块归母净利增速	13
图表 22: 2023、2024 年建筑行业各子板块毛利率	14
图表 23: 2023、2024 年建筑行业各子板块净利率	14
图表 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
图表 25: 2023、2024 建筑行业各子板块期间费用率	15
图表 26: 2023、2024 年建筑行业资产及信用减值损失占收入比重	15
图表 27: 2023、2024 建筑行业各子板块研发费用率	15
图表 28: 2023、2024 年建筑行业各子板块管理（不含研发）费用率	15
图表 29: 2023、2024 建筑行业各子板块销售费用率	16

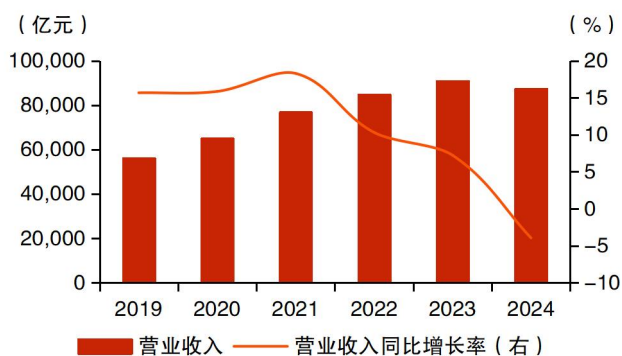
图表 30: 2023、2024 年建筑行业各子板块财务费用率	16
图表 31: 2023、2024 建筑行业各子板块应收账款及应收票据周转率	16
图表 32: 2023、2024 年建筑行业各子板块总资产周转率	16
图表 33: 2023、2024 建筑行业各子板块资产负债率	17
图表 34: 2023、2024 年建筑行业各子板块流动比率	17
图表 35: 2023、2024 建筑行业各子板块经营净现金/营业收入	17
图表 36: 2023、2024 年建筑行业各子板块投资净现金/营业收入	17
图表 37: 2019-2024 年各子板块带息债务占负债总和的比例	18
图表 38: 2019-2024 年各子板块长期带息债务占带息债务比例变化	19
图表 39: 2020Q1-2025Q1 建筑单季度营收及同比增速	20
图表 40: 20Q1-25Q1 建筑子板块单季度营收同比增速 (1)	21
图表 41: 20Q1-25Q1 建筑子板块单季度营收同比增速 (2)	21
图表 42: 20Q1-25Q1 建筑单季度归母净利润及同比增速	21
图表 43: 20Q1-25Q1 建筑板块不同情形下归母净利润同比增速	21
图表 44: 25Q1 单季度建筑子板块归母净利润同比增速	22
图表 45: 建筑板块单季度毛利率与净利率	22
图表 46: 历年 Q1 末建筑板块资产负债率	22
图表 47: 八大建筑央企 25Q1 经营及订单情况	23
图表 48: 地方国企 25Q1 经营质量一览	23
图表 49: 国际工程公司 25Q1 经营情况一览	24
图表 50: 专业工程公司 25Q1 经营数据一览	24

1. 行业概述：基本面承压、央企抗压与出海成支撑核心

1.1. 24FY 营收&业绩有所承压，建筑央企订单领先

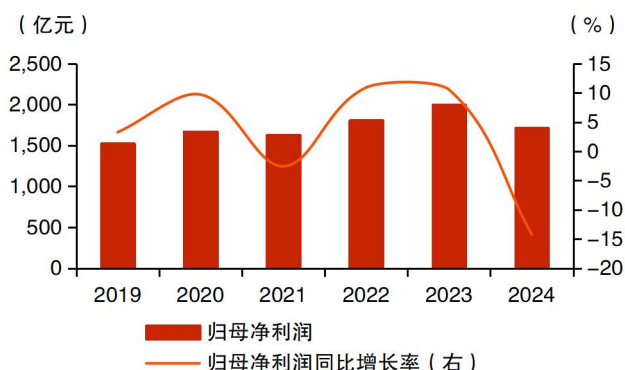
板块增速放缓，利润阶段承压。2024 年，申万建筑板块整体经营表现面临一定压力。全年实现营业收入 87,316 亿元，同比下降 3.95%；归母净利润 1,715 亿元，同比下降 14.22%。受房地产市场持续低迷、地方债务约束强化等因素影响，基建投资推进节奏趋缓，板块整体营收与归母净利润增速较 2023 年分别回落 11.18pct 和 24.77pct。从盈利能力来看，2024 年板块归母净利润增速与营收增速的差值为-10.27pct，相比 2023 年的+3.33pct 显著下滑，显示出行业利润端承压明显加剧。同时，2024 年少数股东损益为 439.14 亿元，同比下降 12.05%，亦反映出部分子公司或联合项目盈利能力同步趋弱。展望 2025 年，政策与资金环境有望对行业形成实质性支撑。2025 年地方政府专项债额度提高至 4.4 万亿元，较上年增加 5,000 亿元，叠加稳投资政策持续加力，基建资金保障能力显著增强。随着资金加快落地与重大项目逐步推进，建筑板块盈利水平有望逐步修复，行业景气度或将迎来阶段性改善。

图表 1：2019-2024 年建筑行业整体营收及同比增长率



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 2：2019-2024 年建筑行业整体归母净利润及同比增长率

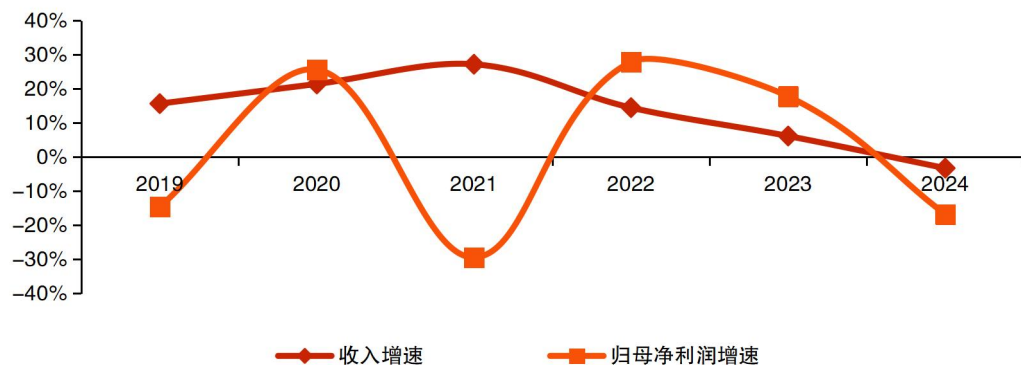


资料来源：Wind，华源证券研究所

剔除四大央企后利润增速下滑，板块中腰部企业承压加剧。从企业结构来看，建筑板块呈现出显著的集中趋势。2024 年，板块中收入规模最大的四家中央建筑企业（中国建筑、中国铁建、中国中铁、中国交建）单家公司平均收入超过 12,959 亿元，合计实现收入与归母净利润分别占整个申万建筑板块的 59.37%和 69.78%，对整体板块形成显著支撑。若剔除上述四大央企，2024 年板块剩余企业的营业收入与归母净利润同比增速分别为-3.27%和-16.78%，相较于未剔除前的-3.95%和-14.22%，营收降幅有所收窄（+0.68pct），但利润端反而下滑更深（-2.56pct）。进一步对比可见，2023 年剔除四大央企后，板块剩余部分的营收与归母净利润增速尚为+6.16%和+17.78%，而 2024 年分别大幅回落至-3.27%和-16.78%，降幅达 9.43pct 和 34.56pct，反映出中小建筑企业普遍可能面临订单不足、项目延后及盈利能力削弱等多重压力，经营弹性明显下滑。2024 年中国建筑、中国铁建、中国中铁、中国交建分别实

现营收同比增速为-3.46%、-6.22%、-8.20%、+1.75%；归母净利润同比增速分别为-14.88%、-14.87%、-16.71%、-1.80%。其中，中国建筑利润下滑主要受房地产行业深度调整及房地产业务结构调整影响；中国中铁则因毛利率下降及资产减值损失同比增加 10.29 亿元而承压。

图表 3：2019-2024 年建筑扣除中建、中铁、铁建及中交后的收入、业绩同比增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 4：八大建筑央企 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%
24 年平均 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%
24FY 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	12,487	12,707	14,089	27,152	30,370	18,812	3,669
24FY 新签同比增速	4.1%	-12.4%	11.2%	9.8%	-12.4%	-7.8%	7.3%	12.3%
分红比例 (%)	24.3%	17.2%	20.0%	20.0%	15.8%	20.6%	21.0%	20.0%
同比变动 (PCT)	3.47	-0.01	1.90	6.43	0.27	2.39	1.00	-0.06
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%	8.2%	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%	-7.9%	10.0%	6.5%	3.1%	0.8%	13.5%	0.8%

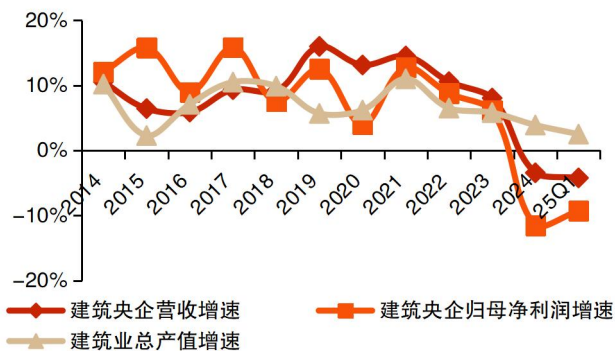
资料来源：Wind，各公司公告，华源证券研究所

注：数据截至 2025/4/30；分位值数据从 2010/1/1 算起。

短期业绩承压，央企订单领先优势持续巩固。2024 年，建筑央企（含中国核建）整体业绩出现下滑，全年营业收入同比下降 3.44%，归母净利润同比下降 11.56%，双双低于全国建筑业总产值增速（同比+3.90%），为近三年来首次落后于行业整体增速。同期，其收入在行业产值占比由 2023 年的 23.31%回落至 21.78%。然而，在项目获取方面，建筑央企继续展

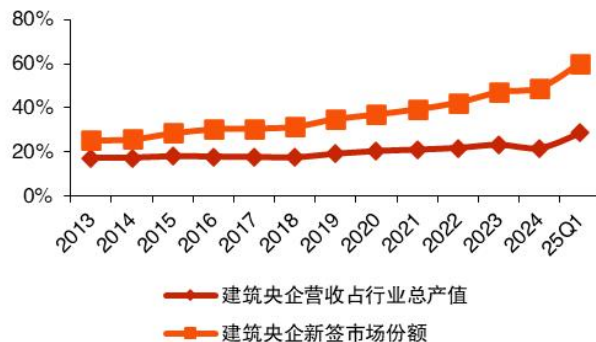
现出显著优势，2024 年新签订单市场份额进一步提升至 49.17%，较上年增加近 2pct，持续保持上行趋势。建筑行业具有“订单领先收入”的周期特征，央企新签订单的大幅增长不仅为未来收入和利润修复奠定基础，也验证了其在融资、资源整合和管理效率方面的综合实力。随着央企聚焦于提质增效与科技创新，在数字化转型、绿色建造等领域的领先投入也有望持续增强其行业主导力。整体来看，尽管短期面临一定压力，但央企在订单层面的强劲表现预示着后续市占率与盈利水平有望稳步回升。

图表 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，华源证券研究所

图表 6：九大建筑央企营收占行业总产值及新签订单市场份额变化

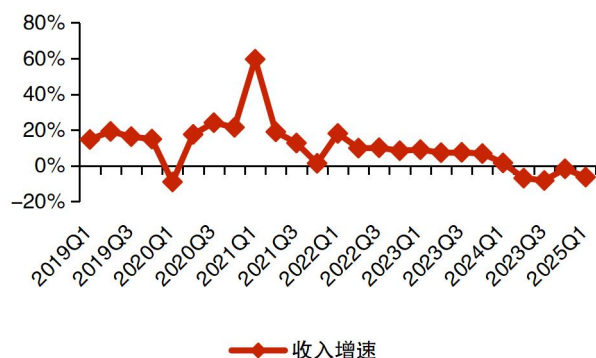


资料来源：Wind，华源证券研究所

注：此处用央企营收占比行业产值仅作粗略估算

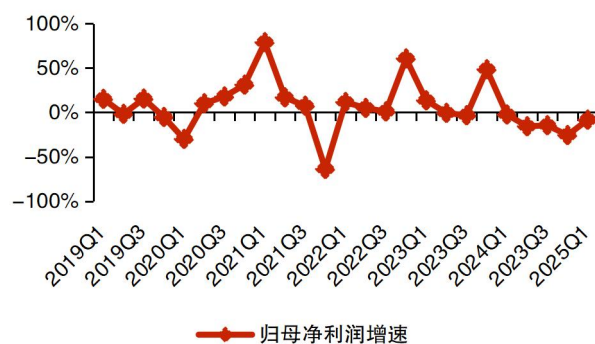
单季度波动加剧，建筑板块下行中孕育修复契机。从季度表现来看，2024 年建筑板块收入与利润整体呈现震荡下行态势，四季度收入降幅有所收窄，但盈利端压力持续加大。2024 年 Q1 至 Q4 板块营业收入同比增速分别为+1.58%、-6.94%、-8.26%、-1.73%，归母净利润同比增速则分别为-2.53%、-15.74%、-14.56%、-25.67%。2025 年一季度，受春节错位及复工延迟等因素影响，板块营收和利润同比下降 6.35%和 8.40%。同期房地产新开工、施工及竣工面积分别同比下降 24.4%、9.5%和 14.3%，地产仍处筑底阶段；但基建端延续支撑，狭义与广义基建投资分别同比增长 5.8%和 11.5%，其中水利、市政等方向表现亮眼。随着资金投放加快与重点项目陆续启动，预计自二季度起板块开工进度将逐步提速，收入和业绩有望迎来边际改善。

图表 7：2019Q1-2025Q1 建筑行业单季度收入同比增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 8：2019Q1-2025Q1 建筑行业单季度业绩同比增速

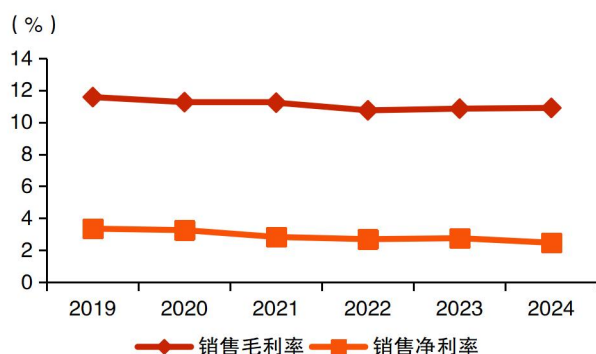


资料来源：Wind，华源证券研究所

1.2. 毛利率小幅改善，ROE 与净利率仍待修复

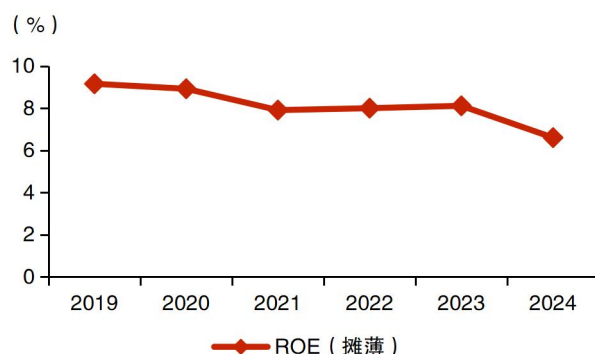
毛利率有所回升，ROE 有望修复。2024 年，申万建筑板块整体毛利率为 10.90%，同比小幅提升 0.05pct，净利率为 2.47%，同比下降 0.28pct，呈现“毛升净降”特征。一方面，毛利率回升反映出行业在提质增效、项目管理优化等方面已取得一定成效；另一方面，净利率下滑则可能受信用减值计提增加及期间费用率上升等因素影响，整体利润改善仍面临压力。全年建筑板块年化加权平均 ROE（摊薄）为 6.60%，同比下降 1.51pct，显示净利率下行对股东回报能力产生拖累。展望后续，我们认为房建板块或已处于相对底部，叠加近期部分大中城市优化限购政策，有望带动房建景气度逐步修复；基建方面，在特别国债加速落地背景下，水利、市政等重点领域投资有望继续加码。同时，随着国企改革将 ROE 作为重要考核指标，建筑行业盈利能力及资本回报水平有望逐步改善，ROE 修复进程或加快兑现。

图表 9：2019-2024 年建筑行业毛利率和净利率



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 10：2019-2024 年建筑行业摊薄 ROE 走势

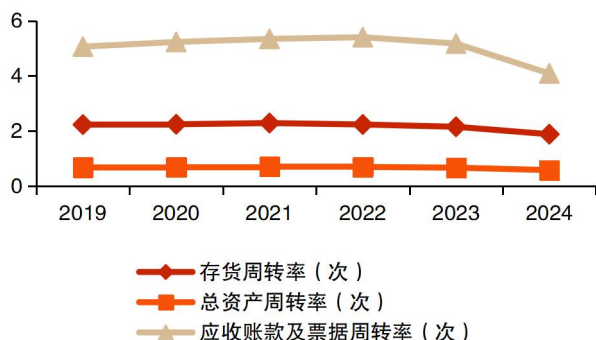


资料来源：Wind，华源证券研究所

建筑板块整体营运能力保持稳定，周转效率有所放缓。2024 年总资产周转率为 0.58 次，同比下降 0.09 次；应收账款及票据周转率为 4.09 次，下降 1.08 次；存货周转率为 1.89 次，下降 0.27 次。其中，总资产增长 10.86%，而收入同比下降 3.95%，收入增速明显滞后于资产扩张，导致周转效率下降。从结构来看，流动资产同比增长 11.14%，高于去年的 8.64%，

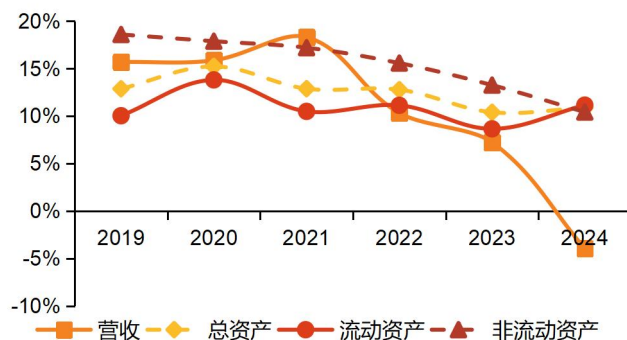
非流动资产增速则回落至 10.41%，仍处相对高位，说明一方面经营性回款尚显承压，另一方面投资类项目支出仍维持较高水平，拉动资产端扩张。

图表 11：2019-2024 年建筑行业存货、总资产及应收账款及票据周转率



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 12：2019-2024 年建筑板块营收、总资产、流动资产及非流动资产同比增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

应收增速远超营收，资产错配加剧周转压力。2024 年建筑板块资产结构中，应收类资产增长明显快于营收，导致周转效率进一步下滑。其中，应收账款及票据同比增长 21.50%，远高于营收下降的-3.95%，成为应收周转率下降的主要因素。同时，长期应收同比增长 21.75%，反映出 PPP、BT 等项目回款周期偏长问题依然突出，后续有赖于地方债务化解机制的持续推进以缓解回款压力。其他非流动资产如在建工程同比增长 7.52%，固定资产与长期股权投资分别增长 4.33%和 4.48%，保持平稳扩张。流动资产中，预付款项和其他应收款则分别下降 10.20%和 13.80%，表明企业在垫资控制上趋于谨慎。整体来看，资产端扩张与营收表现错配，加之应收回款压力上升，是当前板块运营效率承压的核心因素，后续需关注收入恢复与资产结构调整的协调进展。

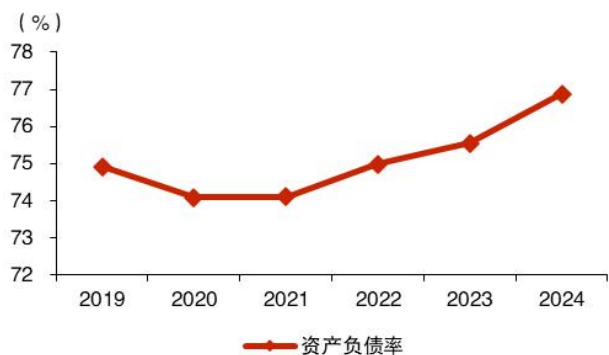
图表 13：2024 年建筑板块关键财务数据同比增速情况

资产总计	
10.86%	
流动资产	非流动资产
11.14%	10.41%
应收账款及票据	长期股权
21.50%	4.48%
预付	固定资产
-10.20%	4.33%
其他应收	在建工程
-13.80%	7.52%
存货（含合同资产）	长期应收
8.55%	21.75%
应收+长期应收	
21.58%	

资料来源：Wind，华源证券研究所

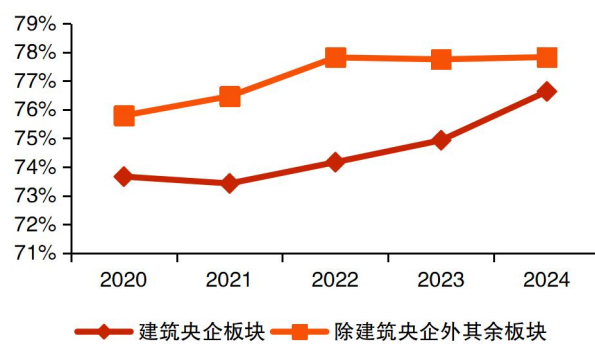
央企加杠杆拉动板块负债率，非央企资产结构相对稳健。2024 年，申万建筑板块整体资产负债率为 76.87%，同比上升 1.33pct，延续自 2020 年以来的上行趋势。结构拆分显示，本轮负债率上行主要由建筑央企主导。剔除中建、铁建、中铁、电建、核建、中冶、能建、化学、交建等 9 家建筑央企后，板块资产负债率为 77.83%，同比仅小幅上升 0.08pct，基本持平；而建筑央企板块资产负债率则同比上升 1.70pct 至 76.63%。这表明，在当前政策支持下，建筑央企通过加杠杆强化资金投放以支撑业务扩张，推动整体杠杆水平上行，而非央企资产结构相对稳健，整体负债水平波动较小。

图表 14：2019–2024 年建筑行业资产负债率



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 15：2020–2024 年建筑央企板块与其余板块资产负债率

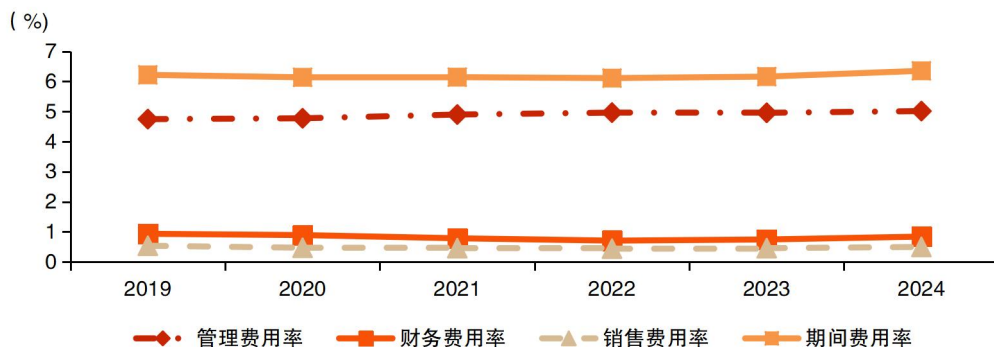


资料来源：Wind，华源证券研究所

1.3. 费用率小幅上行，经营性现金流仍待改善

费用率小幅抬升，财务与管理成本成主要推力。24 年申万建筑板块整体期间费用率为 6.36%，同比小幅上升 0.19pct，反映出费用端对企业利润的侵蚀略有加剧。其中，销售费用率为 0.50%，同比+0.04pct；而期间费用率的抬升主要来自财务费用与管理费用（含研发）的增长。具体来看，财务费用率为 0.84%，同比上升 0.10pct；管理费用率（含研发）为 5.02%，同比上升 0.06pct。

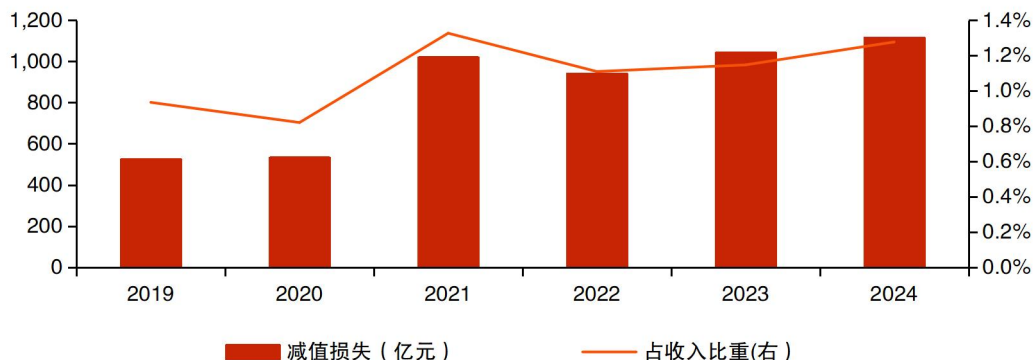
图表 16：2019-2024 年建筑行业费用率变化



资料来源：Wind，华源证券研究所

减值损失扩大叠加费用上行，利润空间持续受压。2024 年，申万建筑板块资产及信用减值损失有所上升，进一步加剧了利润端压力。全年板块合计减值损失为 1,114.79 亿元，同比增长 6.92%，占营业收入的比重为 1.28%，同比提升 0.13pct。其中，信用减值损失为 793.17 亿元，同比增长 5.01%，占收入比重 0.91%，提升 0.08pct；资产减值损失为 321.62 亿元，同比增长 11.95%，占比 0.37%，提升 0.05pct。减值损失的扩大叠加期间费用率的同步上行，共同压缩了行业整体利润空间，成为 2024 年板块净利率下行的重要影响因素之一。

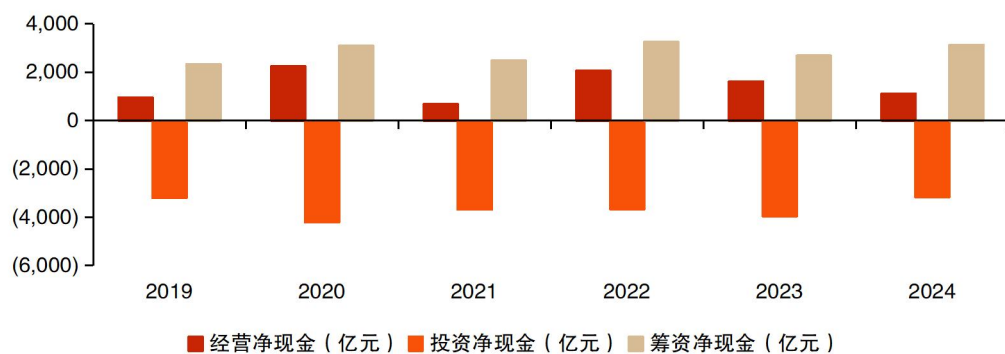
图表 17：2019-2024 年建筑行业资产及信用减值损失占收入比重



资料来源：Wind，华源证券研究所

经营现金流承压，融资活跃度上升缓解流动性压力。2024 年申万建筑板块现金流结构出现分化，经营性现金流趋紧，而融资端流入有所增加。全年板块经营活动现金净流入 1,109.51 亿元，同比下降 31.51%，显示回款压力加大。主要原因在于房建业务受房价下行影响回笼资金放缓，以及地方政府债务约束下基建类项目回款节奏延后。同期，投资活动现金净流出 3160.04 亿元，同比减少 799.33 亿元，流出幅度有所收窄。筹资活动方面，净流入 3,127.06 亿元，同比增加 442.17 亿元，显示行业融资活跃度提升，可能与政策环境收紧背景下企业加快通过定增、优先股、可转债等方式进行资金补充有关。整体来看，行业经营回款仍面临一定挑战，但资金获取能力维持稳定，为未来项目推进提供一定支撑。

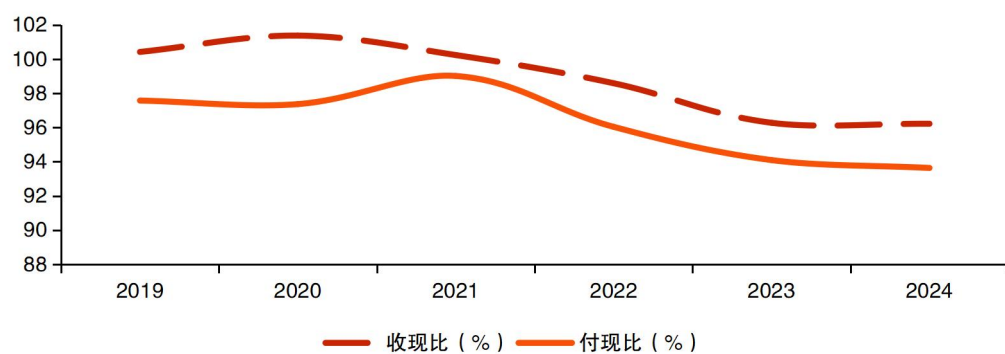
图表 18：2019-2024 年建筑行业现金流量净额变动趋势



资料来源：Wind，华源证券研究所

收付现比双降，资金链压力下企业回款管理趋严。2024 年，申万建筑板块收、付现比分别为 96.22% 和 93.64%，同比分别下降 0.06 和 0.46pct，收现比和付现比均有所下滑。收现比小幅回落，可能反映出上下游资金紧张带来的回款压力，但整体仍维持在较高水平，或得益于企业普遍加强应收管理和催收力度。随着地方债务化解持续推进，产业链上下游流动性有望逐步改善，进而带动收付现效率修复，缓解建筑企业现金流压力。

图表 19：2019-2024 年申万建筑行业收现比与付现比



资料来源：Wind，华源证券研究所

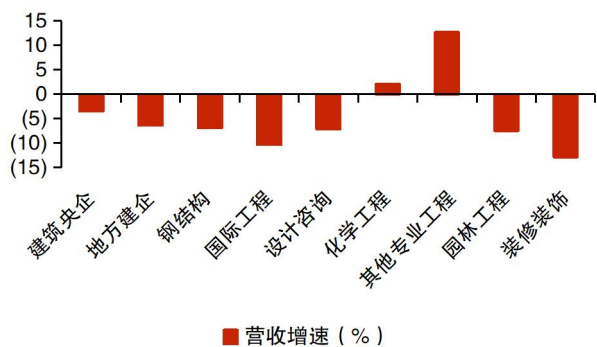
2. 子板块表现持续分化，专业工程展现较强韧性

2.1. 细分行业冷热不均，专业工程领跑

行业分化加剧，专业工程逆势增长。2024 年，申万建筑板块各细分行业营收与盈利表现明显分化。其中，营收增速居前的为其他专业工程和化学工程，分别同比增长 12.66%和 2.04%。在其他专业工程板块中，亚翔集成（同比+68.09%）与柏诚股份（同比+31.78%）增长亮眼，主要得益于半导体业务扩张及京东方等大订单的集中中标；化学工程板块中，东华科技与利柏特则受益于石化、新材料领域重点项目带动，实现稳健增长。相较之下，装修装饰（-12.86%）、国际工程（-10.34%）与园林工程（-7.48%）营收承压，其中装修装饰板块受房地产市场持续下行影响最为明显，作为与地产高度相关的业务，其订单与收入同步下滑。

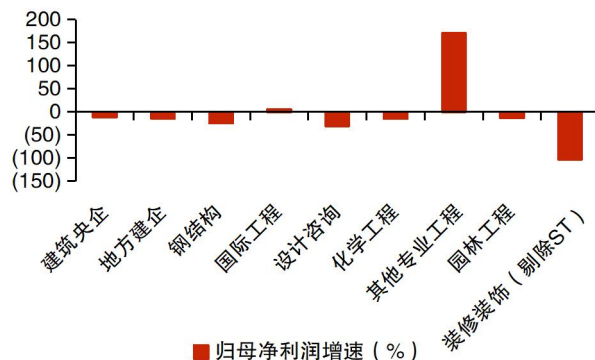
盈利方面，24 年归母净利润实现正增长的仅为其他专业工程（+170.31%）与国际工程（+5.51%），其他专业工程的显著增长主要来自中铝国际归母净利润由 2023 年的亏损 26.58 亿元转为 2024 年的盈利 2.2 亿元，以及洁净室工程业务受大订单集中推动的显著回暖；归母净利润降幅较大的包括装修装饰（-680.59%）、设计咨询（-30.60%）与钢结构（-24.35%），其中装修装饰若剥离所有 ST 公司后，同比降幅实际达到-102.73%，主要由于 2024 年较 2023 年多计提了约 8.79 亿元减值。园林工程在经历 PPP 模式风险与疫情冲击后的资金链修复仍未完成，整体经营质量回归常态尚需时间。

图表 20：24 年建筑行业各子板块营收增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 21：24 年建筑行业各子板块归母净利增速



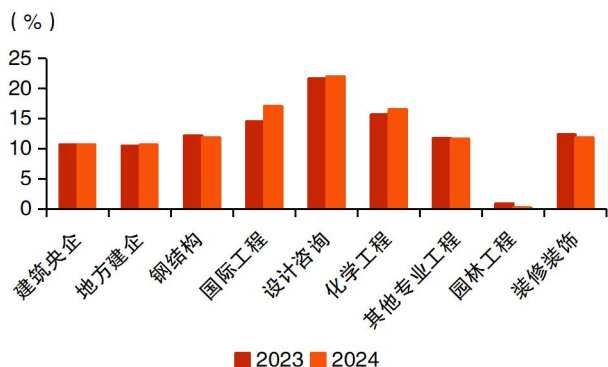
资料来源：Wind，华源证券研究所

2.2. 盈利能力分化加剧，费用上行拉大利率“剪刀差”

2024 年建筑行业各子板块毛利率与净利率走势分化。毛利率方面，国际工程、化学工程、设计咨询及地方建企板块同比略有提升，其中国际工程板块毛利率提升最为显著，同比上升 2.51pct 至 17.04%；其余板块毛利率普遍下降，园林板块降幅最大，为 0.81pct。净利率方面，仅其他专业工程与国际工程实现同比提升，分别增长 1.90 和 0.78pct；其余子板块净利率均有所下滑，其中园林工程与装修装饰降幅居前，分别下滑 11.60 和 6.11pct，设计咨询、化学工程、钢结构、建筑央企及地方建企的净利率降幅则在 0.19 至 1.54pct 之间。从毛利率与净

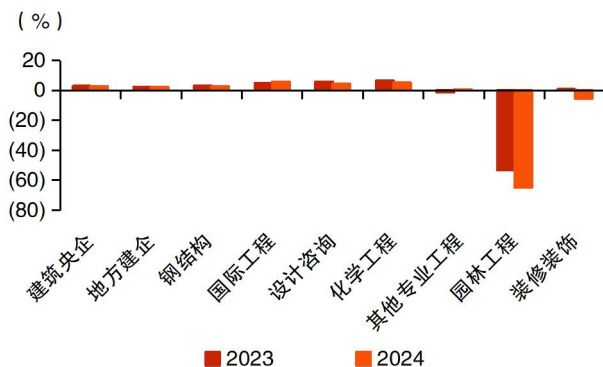
利率变化的“剪刀差”来看，费用率（含减值损失）普遍上升是压缩利润空间的主要原因。除其他专业工程外，其余 8 个子板块费用端负担均有所加重，成为净利率下行的重要因素。

图表 22：2023、2024 年建筑行业各子板块毛利率



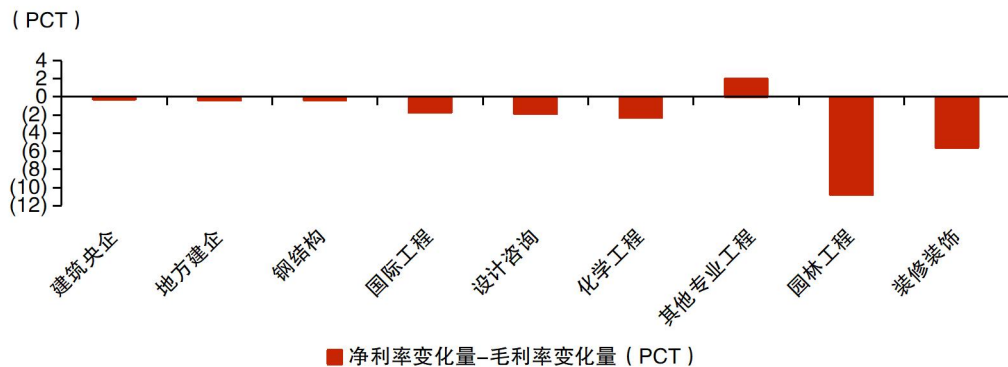
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 23：2023、2024 年建筑行业各子板块净利率



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 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）

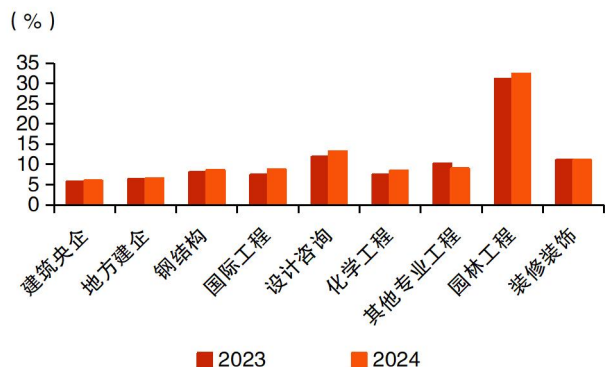


资料来源：Wind，华源证券研究所

2.3. 其他专业工程成本管控显著，园林与装饰板块减值压力突出

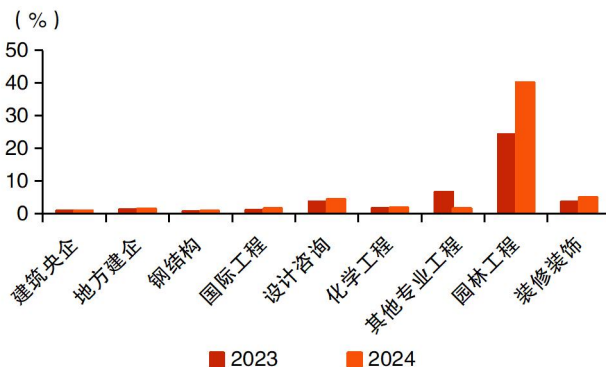
2024 年建筑板块各子行业期间费用率普遍上升，反映出行业整体费用端压力加大。建筑央企、地方建企、钢结构、国际工程、设计咨询、化学工程、园林工程及装修装饰的期间费用率分别为 5.97%、6.53%、8.54%、8.78%、13.18%、8.45%、32.41%和 11.04%，同比分别上升 0.18、0.23、0.52、1.38、1.36、0.98、1.32 个百分点和持平，唯有其他专业工程板块同比下降 1.24pct，显示出较强的费用控制能力。同时，除其他专业工程外，其余板块资产及信用减值损失占收入比重亦同步上升，其中园林工程板块升幅较为显著；而其他专业工程板块减值占比则同比下降 5.02pct，进一步巩固了其盈利弹性与经营韧性。

图表 25：2023、2024 建筑行业各子板块期间费用率



资料来源：Wind，华源证券研究所

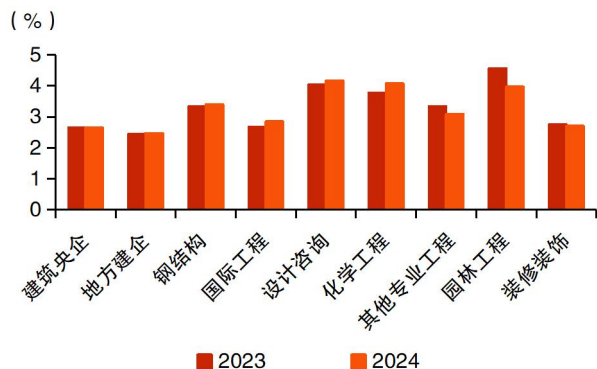
图表 26：2023、2024 年建筑行业资产及信用减值损失占收入比重



资料来源：Wind，华源证券研究所

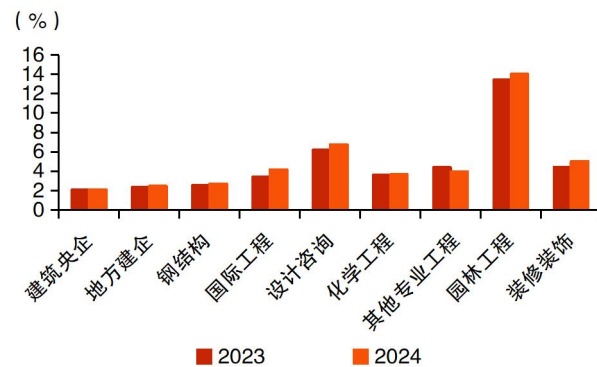
研发投入冷热不均，国际工程、化学工程与设计咨询持续加码创新。2024 年，从研发费用率来看，建筑板块内部分化明显。化学工程、国际工程和设计咨询板块研发费用率提升较为显著，费用率分别同比上升 0.30、0.17 和 0.11pct；而园林工程和其他专业工程则呈下降趋势，分别下降 0.60 和 0.26pct，其他子板块变动幅度相对有限。在管理费用率（不含研发）方面，国际工程板块上升幅度最大，同比提升 0.78pct，装修装饰和设计咨询板块也分别上升 0.57 和 0.56pct，仅其他专业工程实现下降，同比减少 0.43pct。

图表 27：2023、2024 建筑行业各子板块研发费用率



资料来源：Wind，华源证券研究所

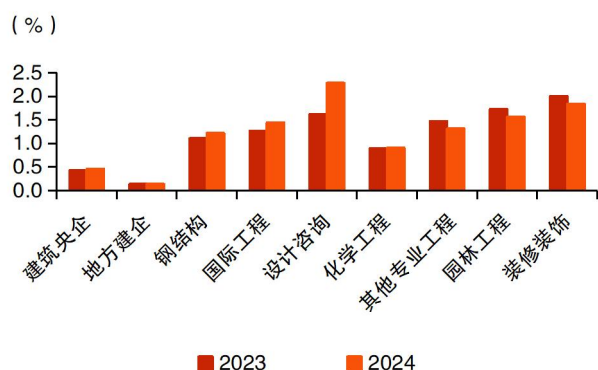
图表 28：2023、2024 年建筑行业各子板块管理（不含研发）费用率



资料来源：Wind，华源证券研究所

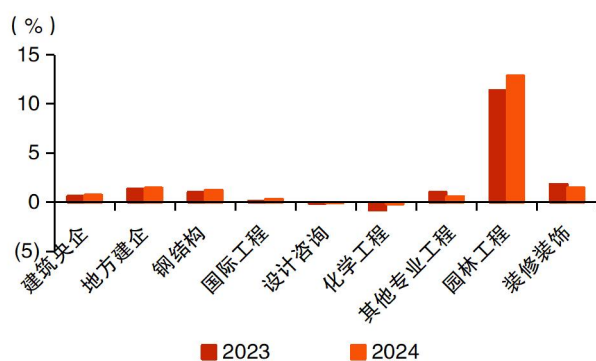
销售与财务费用走势分化，园林工程融资压力尤为突出。2024 年，各子板块销售与财务费用率走势分化。销售费用率方面，设计咨询、国际工程、钢结构板块同比上升 0.66、0.18 和 0.11pct；园林工程、其他专业工程与装修装饰板块则均同比下降 0.16pct，其余子板块变动幅度较小。财务费用率方面，园林工程板块上升幅度较大，同比提升 1.48pct 至 12.86%，不仅涨幅居前，绝对水平亦处于高位，反映出其融资成本压力依然突出。

图表 29：2023、2024 建筑行业各子板块销售费用率



资料来源：Wind，华源证券研究所

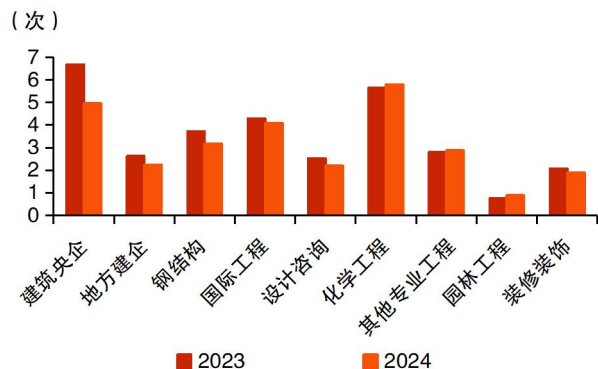
图表 30：2023、2024 年建筑行业各子板块财务费用率



资料来源：Wind，华源证券研究所

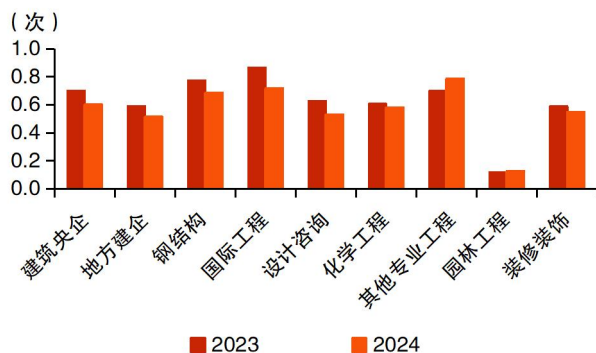
化学与园林板块回款改善，央企与设计咨询资产周转承压加剧。2024 年，应收账款及票据周转率方面，化学工程、园林工程和其他专业工程板块分别同比提升 0.14 次、0.13 次和 0.08 次，显示出回款能力有所改善；而建筑央企和钢结构板块周转率则分别下降 1.73 次和 0.56 次，可能与地方债务压力加大导致央国企工程款回收节奏放缓有关。总资产周转率方面，除其他专业工程（+0.09 次）与园林工程（+0.01 次）小幅提升外，其余板块普遍下滑，其中国际工程、建筑央企与设计咨询板块降幅居前，分别为-0.149、-0.098 和-0.095 次，反映出资产利用效率阶段性承压。

图表 31：2023、2024 建筑行业各子板块应收账款及应收票据周转率



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 32：2023、2024 年建筑行业各子板块总资产周转率

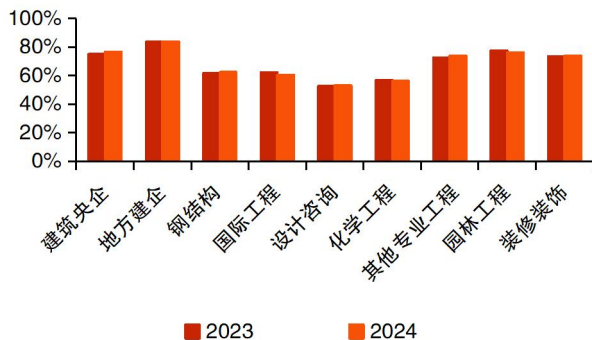


资料来源：Wind，华源证券研究所

2024 年除国际工程、园林工程和化学工程外，其余建筑子板块资产负债率普遍上升，流动比率则整体保持平稳，但多数板块略有下滑。相较 2023 年，国际工程、园林工程和化学工程的资产负债率分别下降 1.69、1.35 和 0.55pct，而建筑央企、其他专业工程和地方建企则分别上升 1.70、1.26 和 0.07pct，全年资产负债率分别为 76.6%、73.8%和 83.6%。资产负债率的上行在一定程度上反映出企业杠杆水平提升。流动比率方面，多数板块变化幅度不

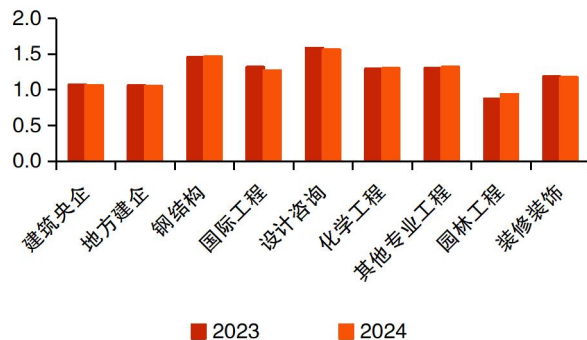
大，仅园林工程、其他专业工程、钢结构与化学工程板块同比小幅上升，增幅在 0.01 至 0.06 倍之间，其余子板块则出现不同程度回落，显示部分企业短期偿债能力仍承压。

图表 33：2023、2024 建筑行业各子板块资产负债率



资料来源：Wind，华源证券研究所

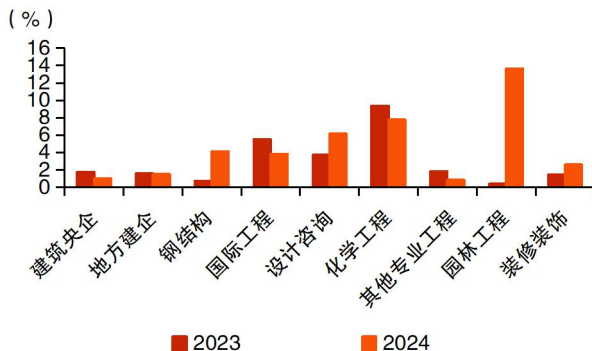
图表 34：2023、2024 年建筑行业各子板块流动比率



资料来源：Wind，华源证券研究所

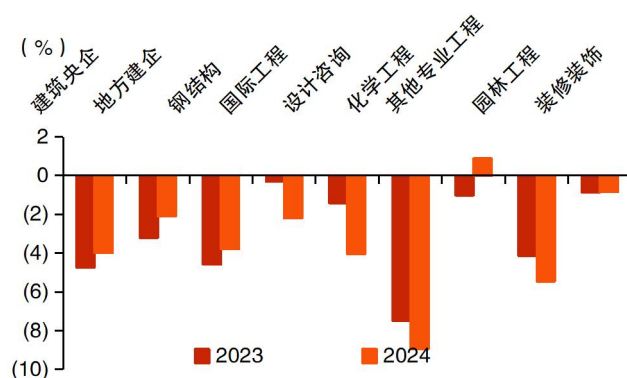
经营现金流普遍回正，园林板块回款改善最为明显。2024 年，在现金流管理方面，九大建筑子板块均实现经营性现金流（CFO）净流入，整体现金回笼情况较为积极。其中，园林工程、钢结构、设计咨询和装修装饰板块的 CFO 净流入占营业收入的比重同比上升，反映出企业普遍强化了回款管理，尤其是园林板块，实现 CFO 净流入占比同比增加 13.24pct。在投资性现金流（CFI）方面，除其他专业工程外，其余建筑子板块均维持净流出状态，其中地方建企、钢结构、建筑央企的 CFI 净支出占收入比重同比下降，显示出企业在投资节奏上趋于谨慎。

图表 35：2023、2024 建筑行业各子板块经营净现金/营业收入



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 36：2023、2024 年建筑行业各子板块投资净现金/营业收入

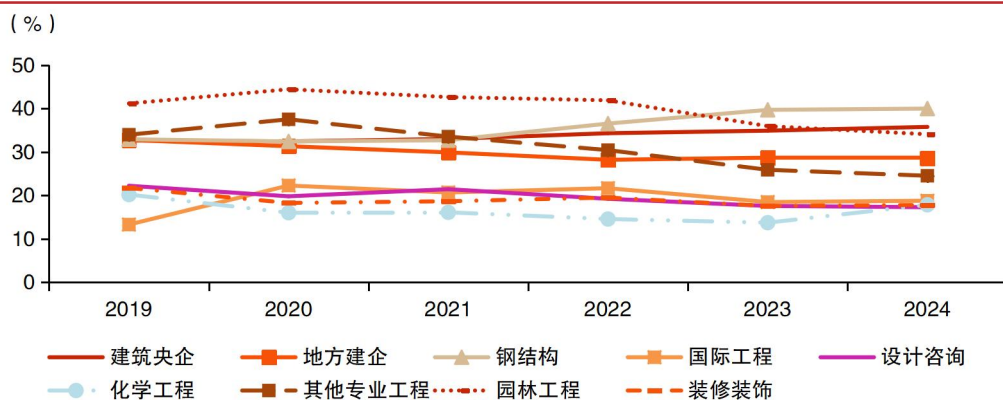


资料来源：Wind，华源证券研究所

2.4. 钢结构、园林与央企杠杆水平偏高，化学工程长期融资占比提升明显

带息债务占比变化不一，钢结构与园林等板块杠杆水平依然偏高。2024 年建筑各子板块带息债务占总负债的比重呈现分化趋势。其中，园林工程、其他专业工程、设计咨询和地方建企板块该指标同比下降，而化学工程、建筑央企、国际工程、钢结构和装修装饰板块则有所上升，分别提升 4.11、0.87、0.31、0.29 和 0.23pct。从带息债务结构的历史对比来看，2019—2024 年期间，各子板块该项指标排名整体相对稳定，其中钢结构、园林工程和建筑央企长期处于较高水平，2024 年带息债务占总负债比重均在 34%以上；而设计咨询、装修装饰和化学工程板块则保持在较低区间。

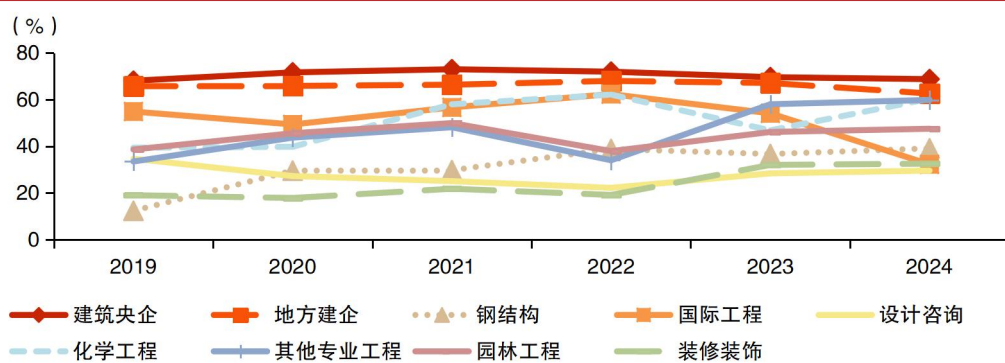
图表 37：2019-2024 年各子板块带息债务占负债总和的比例



资料来源：Wind，华源证券研究所

融资结构差异显现，基建类板块长期负债占比普遍较高。我们以“长期借款+应付债券”之和作为长期有息负债口径进行观察，可以看到，2024 年地方建企、化学工程、建筑央企及其他专业工程的长期有息负债占比均接近或超过 60%，其余子板块则普遍低于 50%。这表明行业内企业在融资结构上的差异较为明显。对于如钢结构、装修装饰、设计咨询等 PPP 项目占比较低的板块，其有息负债多用于短期经营性垫款，因而长期有息负债占比相对较低。而对以国内基建业务为主、项目回款周期较长的板块而言，如建筑央企与地方建企，保持较高比例的长期有息负债有助于降低流动性压力，避免频繁面对短期偿付风险。值得关注的是，2024 年化学工程板块的长期有息负债占比同比大幅上升 13.53pct，至 60.36%，或系部分企业加大对大型工业装置、新材料基地等资本开支项目的投入，融资结构由短期向长期倾斜，以匹配项目周期和资金安排。

图表 38：2019-2024 年各子板块长期带息债务占带息债务比例变化



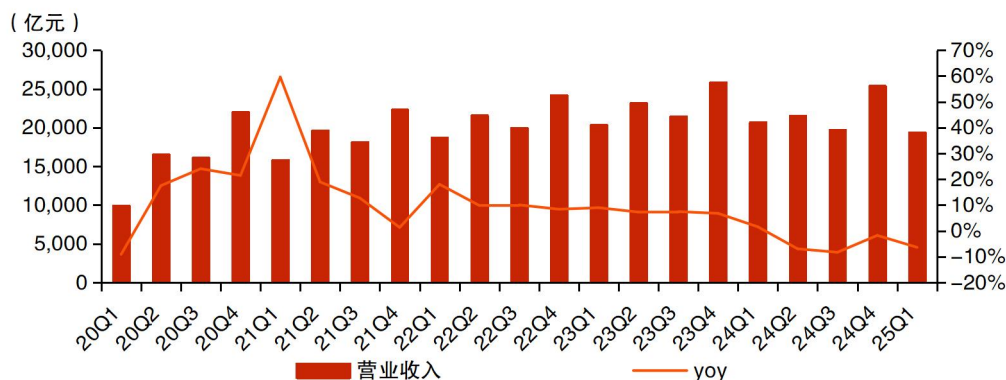
资料来源：Wind，华源证券研究所

3. 25Q1 营收增速阶段放缓，归母净利润承压下行

3.1. 2025 年一季度建筑板块承压调整，结构性亮点初现

一季度收入短暂承压，全年营收有望随项目推进回升。2025 年一季度，建筑板块收入增速出现阶段性放缓。25Q1 板块实现营业收入 19,385 亿元，同比下降 6.35%。当前收入下滑主要受春节错位以及一季度项目开工节奏偏慢影响，部分重点工程落地进度有所延后。展望 2025 年二季度及下半年，随着增发国债所支持的项目有望加快推进，财政资金投放节奏有望边际改善，叠加专项债及传统基建投资提速，预计建筑企业项目履约进度将显著提速，收入端有望迎来修复，全年营收增速存在回升空间。

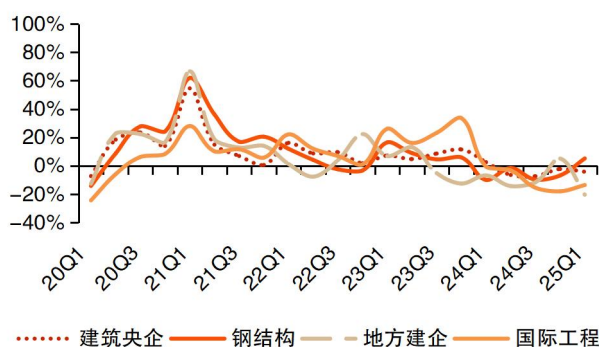
图表 39：2020Q1-2025Q1 建筑单季度营收及同比增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

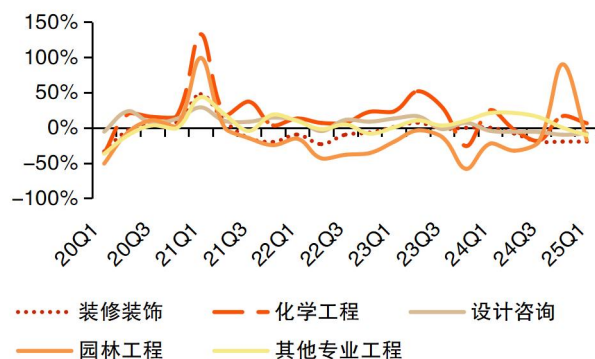
仅化学与钢结构板块逆势增长，多数行业仍受复工与资金节奏制约。25Q1 仅化学工程和钢结构营收实现正增长，分别同比增长 6.37%和 5.2%；其余板块营收普遍承压，建筑央企、地方建企、国际工程、装修装饰、设计咨询、园林工程及其他专业工程分别同比下降 4.2%、20.5%、13.6%、19.7%、7.88%、17.52%和 10.23%。整体来看，除部分具备产业支撑优势的板块外，大多数行业仍受节后复工节奏偏慢及资金投放延迟等因素影响，短期收入增长承压明显。

图表 40：20Q1-25Q1 建筑子板块单季度营收同比增速（1）



资料来源：Wind，华源证券研究所

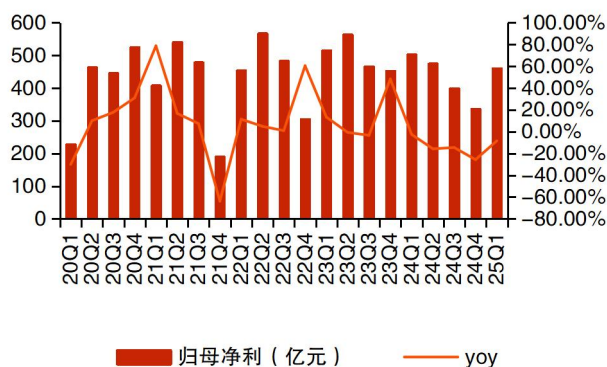
图表 41：20Q1-25Q1 建筑子板块单季度营收同比增速（2）



资料来源：Wind，华源证券研究所

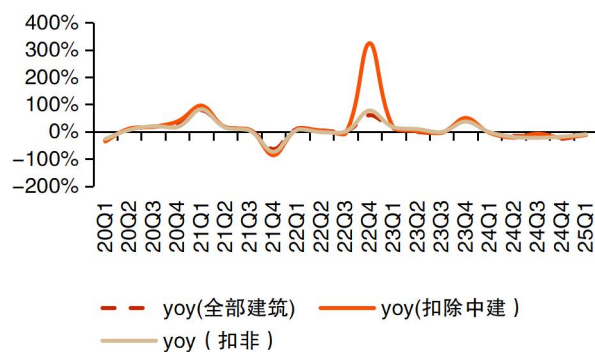
盈利延续下行态势，剔除权重后业绩压力更趋明显。25Q1 建筑行业业绩端延续承压态势。板块整体实现归母净利润 460.39 亿元，同比下降 8.40%，主要受项目落地节奏放缓与行业景气度偏弱等因素影响。剔除权重股中国建筑后，申万建筑板块归母净利润同比下降 12.21%，扣非归母净利润下降 9.51%，进一步反映出多数企业在一季度盈利表现仍面临一定压力。

图表 42：20Q1-25Q1 建筑单季度归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

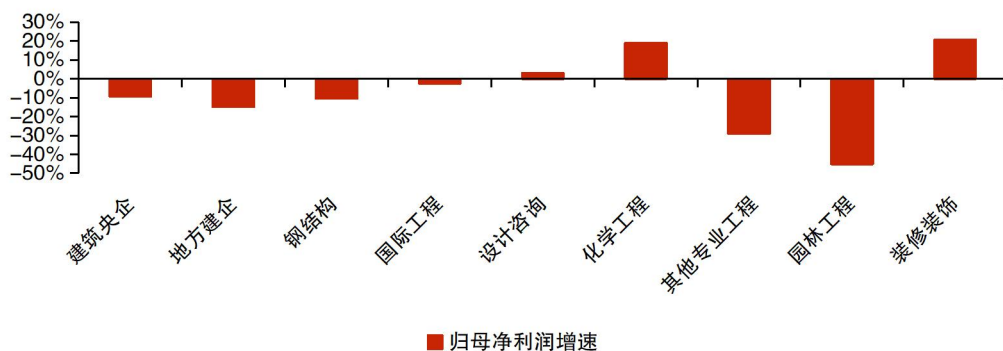
图表 43：20Q1-25Q1 建筑板块不同情形下归母净利润同比增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

多数板块利润表现逊于收入，化学与装饰板块成为少数亮点。总体来看，2025 年一季度申万建筑板块盈利表现弱于收入端。从细分行业来看，化学工程板块受西部石化工业项目带动，营收增长下归母净利润实现同比提升 18.81%。装饰装修板块受 24Q1 低基数影响，归母净利润同比增长 20.63%；设计咨询板块则表现相对稳健，同比增长 2.99%。其余板块利润端普遍承压，钢结构板块虽实现营收正增长，但归母净利润同比下降 10.45%；建筑央企、地方建企、国际工程、其他专业工程、园林工程归母净利润分别同比下降 9.28%、14.80%、2.38%、29.00%和 45.10%。

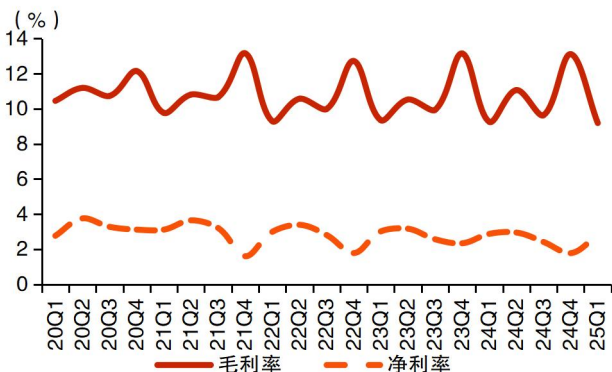
图表 44：25Q1 单季度建筑子板块归母净利润同比增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

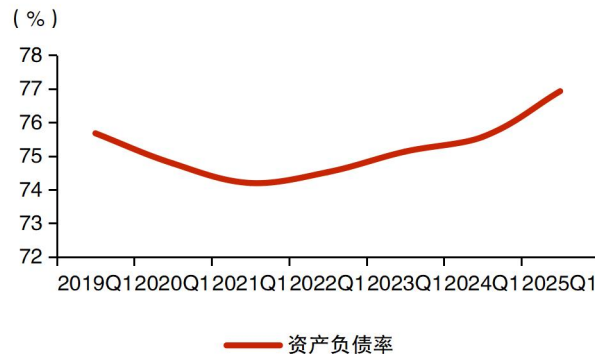
盈利能力阶段承压，净利率环比有所回升。2025 年一季度，建筑板块盈利能力阶段性承压。整体毛利率为 9.19%，同比下降 0.07pct，环比下降 3.93pct；净利率为 2.83%，同比微降 0.05pct，但环比回升 1.06pct。摊薄 ROE 为 1.75%，较 2024 年同期下降 0.23pct，主要受净利率下滑及资产负债率上升共同影响。

图表 45：建筑板块单季度毛利率与净利率



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 46：历年 Q1 末建筑板块资产负债率



资料来源：Wind，华源证券研究所

3.2. 央企出海订单延续较高增长，央地龙头与专业赛道企业表现出色

25Q1 央企收入有所承压，海外订单提速增长。2025 年一季度，八大建筑央企受项目落地节奏偏慢影响，整体收入增速有所放缓，仅中国建筑（+1.10%）、中国电建（+1.61%）和中国能建（+3.05%）实现正增长，其余央企收入同比下滑，反映出一季度实物工作量释放仍偏弱。毛利率同比改善的企业包括中国化学、中国能建和中冶，分别提升 1.29、0.47 和 0.65pct；净利率改善则主要集中于中国交建、中国化学和中国能建，分别提升 0.09、0.58 和 0.19pct。现金流仍未出现实质性改善，交建、中铁、化学及电建经营性现金流净额同比流出扩大，主要受支出上升及回款节奏缓慢所致。ROE 方面，中国化学和中国能建加权 ROE 同比小幅提升 0.20 和 0.06pct。新签订单方面，中国交建、中国能建和中国建筑同比增长 9.02%、

5.75%和 6.90%；海外订单增速表现亮眼，中国建筑、中铁、铁建、电建、交建和能建海外新签合同同比增速分别达 179%、33.4%、30%、21%、17%和 10%，显示出央企“出海”步伐持续加快。

图表 47：八大建筑央企 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%
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)	5,530	1,132	3,889	4,928	12,702	2,993	5,601	2,307
新签同比增速	9.02%	-11.50%	5.75%	-10.50%	6.90%	-9.60%	-9.90%	-27.20%
其中：基建订单(亿)	4,935		3,641	3,710	4,206	750	4,214	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%
24 年累计分红比例	21.00%	19.98%	19.22%	18.34%	24.29%	18.20%	15.79%	17.20%
同比变动	1.00%	-0.06%	5.64%	0.13%	3.47%	0.10%	0.27%	-0.01%
股息率	3.93%	2.46%	2.02%	4.10%	4.93%	2.69%	3.48%	2.09%

资料来源：Wind，各公司公告，华源证券研究所

注：数据截至 2025/4/30；分位值数据从 2010/1/1 算起。

2025Q1 部分区域龙头地方国企在基建投资支撑下继续展现出稳健的增长态势，结构性亮点愈发凸显。其中，浙江交科实现营业收入和归母净利润分别同比增长 5.74%和 18.82%，业绩表现亮眼；山东路桥亦延续良好发展势头，营收与扣非归母净利润同比实现双增长；四川路桥则表现稳健，一季度营收同比增长 3.98%，利润保持正向增长，显示出较强的经营韧性与业绩稳定性。在政策层面，基建投资持续加力。2025 年，四川省计划完成交通投资 2600 亿元，力争实现 2800 亿元目标，其中高速公路新开工里程超过 1000 公里，建成通车 900 公里；浙江省全年交通固定资产投资预计达 3550 亿元，继续位居全国首位。此外，湖北、河北、江苏、四川、浙江等传统基建强省 2025 年交通投资计划值分别同比增长 14.75%、5.45%、4.55%、3.85%和 1.43%，整体呈现稳中有升态势。区域基建景气度持续抬升，建议重点关注受益于区域政策加码、订单充裕、经营稳健的地方建筑龙头企业，如四川路桥、浙江交科、山东路桥等。

图表 48：地方国企 25Q1 经营质量一览

营收 yoy	归母净利润	扣非归母净	毛利率	净利率	CFO 净	加权	PE(TTM)	分位	PB (LF)	分位
--------	-------	-------	-----	-----	-------	----	---------	----	---------	----

		yoy	利润 yoy	变动 (pct)	变动 (pct)	额变动 (亿)	ROE 变 动 (pct)					
600284.SH	浦东建设	-41.33%	-18.48%	-17.95%	0.30	0.95	-3.37	-0.74	10.88	11%	0.78	5.27%
600170.SH	上海建工	-46.06%	-161.79%	-196.04%	1.37	-0.88	20.35	-1.57	12.61	53%	0.69	3.47%
002061.SZ	浙江交科	5.74%	18.82%	17.20%	0.13	0.30	1.55	0.15	7.64	20%	0.66	0.86%
600820.SH	隧道股份	-25.33%	-25.38%	-33.74%	2.41	-0.22	-9.75	-0.52	6.86	11%	0.61	0.38%
600853.SH	龙建股份	-5.06%	25.71%	3.06%	0.22	0.07	-15.23	-0.02	9.42	3%	1.22	3.44%
601789.SH	宁波建工	-10.78%	-10.50%	-3.39%	0.66	0.01	2.86	-0.20	19.60	53%	1.29	27.41%
002307.SZ	北新路桥	3.47%	-1254.75%	-3503.29%	-2.01	-3.81	4.94	-2.46	-10.05	0%	1.69	14.68%
002060.SZ	广东建工	6.25%	-14.92%	-29.62%	-0.76	-0.21	-13.10	-0.25	11.37	6%	0.93	0.32%
000498.SZ	山东路桥	1.95%	1.89%	2.09%	-0.63	-0.02	22.36	-0.06	3.75	6%	0.58	0.61%
600502.SH	安徽建工	7.42%	0.31%	-4.86%	-0.55	-0.12	5.61	-0.46	5.87	9%	0.71	1.42%
600248.SH	陕建股份	-16.30%	-24.50%	-23.64%	1.72	-0.52	21.23	-0.80	5.22	22%	0.59	0.62%
600039.SH	四川路桥	3.98%	0.99%	2.05%	-1.29	-0.18	-0.75	-0.17	10.47	39%	1.52	45.38%
600939.SH	重庆建工	-6.27%	-196.27%	-330.39%	-1.69	-1.22	-1.89	-1.18	-10.78	0%	0.73	12.36%

资料来源：Wind，华源证券研究所

注：数据截至 2025/4/30；分位值数据从 2010/1/1 算起。

25Q1 国际工程板块营收整体承压，但中工国际与中钢国际业绩表现亮眼。中工国际营收同比下降 7.61%，归母净利润增长 12.17%；中钢国际营收下滑 28.21%，但归母净利润同比增长 7.78%，盈利能力稳中有升；中材国际营收微降 1.37%，归母净利润增长 4.19%。在海外订单持续释放的背景下，建议重点关注具备出海能力与盈利韧性的企业，如中材国际、中钢国际、中工国际。

图表 49：国际工程公司 25Q1 经营情况一览

		营收 yoy	归母净利润 yoy	扣非归母净利润 yoy	毛利率变动 (pct)	净利率变动 (pct)	CFO 净额变动 (亿)	加权 ROE 变动 (pct)	PE(TTM)	分位	PB (LF)	分位
600970.SH	中材国际	-1.37%	4.19%	-8.38%	-2.51	0.40	-6.85	-0.19	8.04	13%	1.11	4.89%
000065.SZ	北方国际	-27.22%	-32.97%	-32.45%	3.41	-0.63	-0.05	-1.35	11.41	25%	1.11	10.28%
000928.SZ	中钢国际	-28.21%	7.78%	9.25%	3.15	2.25	11.57	0.05	10.86	9%	1.08	7.77%
002051.SZ	中工国际	-7.61%	12.17%	-2.97%	-0.56	1.12	6.59	0.11	26.13	59%	0.85	11.56%

资料来源：Wind，华源证券研究所

注：数据截至 2025/4/30；分位值数据从 2010/1/1 算起。

2025Q1 其他专业工程板块业绩表现分化，细分赛道成长性持续显现。上海港湾营收同比增长 29.25%，归母净利润增长 18.59%，受益于东南亚与中东地区项目加快落地；东华科技在化工行业回暖带动下，营收增长 13.50%，扣非归母净利润增长 27.13%；华铁应急营收与归母净利润分别增长 16.58%和 21.72%，延续稳健增长趋势。鸿路钢构则在制造业景气改善下表现突出，营收增长 8.78%，扣非归母净利润同比大幅增长 31.27%，盈利弹性显著。建议重点关注具备项目资源与细分领域优势的企业，如鸿路钢构、东华科技、上海港湾等。

图表 50：专业工程公司 25Q1 经营数据一览

		营收 yoy	归母净利润 yoy	扣非归母净利润 yoy	毛利率变动 (pct)	净利率变动 (pct)	CFO 净额变动 (亿)	加权 ROE 变动 (pct)	PE(TTM)	分位	PB (LF)	分位
--	--	--------	-----------	-------------	------------------	------------------	-------------------	----------------------	---------	----	-----------	----

603929.SH	亚翔集成	-23.83%	-29.82%	-29.95%	0.82	-0.69	2.44	-3.49	10.12	1%	3.17	51.06%
601133.SH	柏诚股份	-9.41%	-20.61%	-21.18%	0.65	-0.61	-1.41	-0.47	27.94	49%	1.92	10.64%
002140.SZ	东华科技	13.50%	-0.87%	27.13%	-0.45	-0.71	-4.87	-0.26	16.70	7%	1.53	9.49%
605598.SH	上海港湾	29.25%	18.59%	34.24%	-11.45	-0.90	0.47	0.26	50.02	90%	2.69	44.04%
603300.SH	华铁应急	16.58%	21.72%	7.07%	-0.27	0.82	1.13	0.25	35.05	55%	3.48	73.83%
601886.SH	江河集团	2.87%	-20.53%	1.46%	-0.81	-0.90	-1.16	-0.60	10.04	15%	0.85	5.76%
605167.SH	利柏特	1.45%	-8.07%	5.71%	-0.70	-0.56	1.05	-0.45	16.69	8%	2.11	6.15%
002541.SZ	鸿路钢构	8.78%	-32.78%	31.27%	-0.76	-1.76	-2.79	-0.78	18.32	41%	1.37	28.29%
002469.SZ	三维化学	5.54%	-10.50%	-8.33%	0.78	-1.12	0.59	-0.23	22.25	28%	2.21	45.37%
300982.SZ	苏文电能	-15.56%	-28.52%	-24.86%	-1.37	-1.57	0.92	-0.44	87.05	88%	1.09	4.94%
603163.SH	圣晖集成	62.74%	62.59%	61.23%	-2.02	0.33	-0.34	0.94	21.97	41%	2.43	21.68%
301058.SZ	中粮科工	32.21%	7.60%	9.15%	-6.86	-1.34	-1.44	-0.01	22.76	11%	2.47	8.88%

资料来源：Wind，华源证券研究所

注：数据截至 2025/4/30；分位值数据从 2010/1/1 算起。

4. 投资建议

2025 年国内基建受特别国债发行、地方专项债加速落地以及重点项目推进带动，有望迎来稳健发展。发改委明确要求，2025 年要推动特别国债项目尽早形成实物工作量，同时加强重大工程的项目储备。国际市场方面，“一带一路”倡议持续深化，多个亚非国家的基础设施建设需求旺盛，进一步推动中国建筑企业海外订单快速增长。

投资主线一：央企海外扩张与订单增长

2025 年，央企在海外市场表现亮眼，持续受益于“一带一路”倡议和区域基础设施互联互通战略。根据 2025Q1 数据，中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国电建、中国交建和中国能建的海外新签合同同比增速分别达到 179%、33.4%、30%、21%、17%和 10%，显示出“出海”战略已进入提速期。随着全球基建需求回暖以及国际产能合作深化，预计未来五年中国建筑企业在南亚、中东、非洲等新兴市场将持续受益。重点推荐**中国建筑、中国中铁**，建议关注**中国铁建、中国电建、中国中冶、中国化学、中国能建和中国交建**。

投资主线二：传统地方基建投资机遇

随着地方政府专项债和特别国债的逐步落地，传统地方基建项目有望迎来新一轮实物量释放。预计 2025 年下半年，轨道交通、城市更新、水利设施建设将进一步加速，特别是在东北、长江经济带及大湾区等区域。这些区域不仅受益于政策支持，同时具备较强的产业基础和资金实力，形成了较为明显的区域竞争优势。重点推荐**四川路桥、地铁设计、隧道股份**，建议关注**山东路桥和浙江交科**。

投资主线三：专业工程高景气与细分赛道成长

专业工程板块作为高技术壁垒和差异化竞争的代表，在 2025 年展现出较强的成长潜力，主要集中在以下几个细分赛道：

1) 洁净室工程：受益于半导体、新能源和高端制造业扩产需求，洁净室工程市场快速增长，技术壁垒较高，行业集中度有望提升。建议关注**圣晖集成、亚翔集成、柏诚股份**等在洁净室领域具备技术和客户优势的公司。

2) 化工工程：在“双碳”目标和能源结构转型背景下，化工行业进入新一轮资本开支周期，特别是在高端精细化工、新材料和绿色能源领域。建议关注**东华科技、三维化学**等具备技术优势和项目执行能力的企业。

3) 钢结构与智能制造：随着制造业升级和工业智能化推进，钢结构行业的盈利弹性逐步显现。建议关注**鸿路钢构、精工钢构**等具备智能制造和数字化管理能力的企业。

综合来看，2025 年基建行业将围绕央企海外扩张、地方基建回暖以及专业工程细分赛道高景气三大主线展开。重点推荐的标的包括在海外市场具备深厚积累的**中国建筑、中国中铁**，区域基建领域优势显著的**四川路桥、地铁设计、隧道股份**；建议关注在“一带一路”项目中积极拓展的**中国铁建、中国电建、中国中冶、中国化学、中国能建和中国交建**，具备区域竞

争力的山东路桥、浙江交科，以及专业工程细分市场具备成长潜力的**圣晖集成**、**亚翔集成**、**柏诚股份**、**东华科技**、**三维化学**、**鸿路钢构**、**精工钢构**等。

5. 风险提示

基建资金投放节奏不及预期：尽管当前财政政策持续发力，特别国债与专项债支持项目稳步推进，但仍存在地方政府财政压力较大、资金拨付节奏慢于预期等问题，可能导致部分基建项目推进延后，进而影响相关企业订单落地与收入确认节奏，尤其对央企与地方建企形成阶段性压制。

海外业务执行与地缘政治风险：国际工程板块尽管订单增速亮眼，但项目集中在东南亚、中东、非洲等地区，存在一定的汇率波动、当地营商环境变化及地缘冲突风险。一旦海外政治局势或政策环境发生突变，可能影响项目执行进度与收益实现。

资金回款与信用风险加剧：建筑行业普遍存在应收账款占比较高、回款周期较长的问题，尤其是在 PPP、BT 等模式较多的板块中更为突出。若地方债务化解进度放缓，或宏观经济信用环境收紧，企业将面临回款压力上升、信用减值损失扩大的风险，进而侵蚀净利润并影响现金流稳定性。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。