

2025 年 09 月 01 日

投资评级：买入（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

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

市场表现：



基本数据 2025 年 08 月 29 日

收盘价（元）	5.59
一年内最高/最低（元）	6.79/4.72
总市值（百万元）	230,980.98
流通市值（百万元）	230,980.98
总股本（百万股）	41,320.39
资产负债率（%）	76.27
每股净资产（元/股）	11.47

资料来源：聚源数据

中国建筑 (601668. SH)

——营收阶段承压，基建支撑盈利改善

投资要点：

- **营收承压调整，盈利改善趋势显现。**公司 2025 年上半年实现营业收入 11,083.07 亿元，同比下降 3.17%；归母净利润 304.04 亿元、扣非归母净利润 274.98 亿元，同比分别增长 3.24% 和 2.04%。收入下滑主要受房地产行业深度调整及房建业务结构优化影响。分季度看，Q2 单季实现收入 5,529.65 亿元，同比下降 7.11%；归母净利润 153.91 亿元、扣非归母净利润 126.48 亿元，同比分别增长 5.94% 和 3.58%，盈利改善主要得益于毛利率提升及资产减值损失减少。
- **基建与新兴产业贡献增量，境外业务持续扩张。**2025H1 公司房屋建筑工程、基础设施建设与投资、房地产开发与投资、勘察设计业务分别实现收入 6963.76 亿元、2734.28 亿元、1318.84 亿元和 49.36 亿元，同比分别-7.1%、+1.5%、+13.3%、-9.0%；毛利率分别为 7.3%、10.2%、16.0%、16.2%，同比分别+0.4pct、持平、-3.4pct、-0.8pct。上半年公司战略性新兴产业实现收入 916 亿元，为业务结构优化提供增量动能。分区域看，公司境内实现收入 10,484.92 亿元，同比-3.6%；境外实现收入 598.15 亿元，同比+5.8%，毛利率 5.3%，同比+0.8pct，境外市场延续稳步扩张趋势。
- **基建板块保持增长，房地产业务持续调整。**2025H1 公司新签建筑合同额 23,265 亿元，同比增长 1.7%，其中境内新签合同额 22,117 亿元，同比+2.2%；境外 1,148 亿元，同比-6.7%。分业务看，房建、基建、勘察设计新签合同额分别为 14,964 亿元、8,237 亿元和 64 亿元，同比-2.3%、+10.0%、-11.1%；其中房建业务中工业厂房新签合同额 4,522 亿元，同比+16.2%，合同额占比提升至 30.2%，继续保持细分领域首位。基建业务方面，能源工程、市政工程新签合同额分别为 3,501 亿元、1,580 亿元，同比+34.2%、+43.8%，继续保持基建板块核心增长动力；水利水运新签合同额 365 亿元，同比+31.4%，增速亮眼。房地产开发与销售业务方面，上半年实现合约销售额 1,745 亿元，同比-8.9%；合约销售面积 633 万平方米，同比-3.3%；期末土地储备 7,627 万平方米，上半年新增 520 万平方米，土地资源保持充足。
- **毛利率基本持平，现金流有所改善。**2025 年上半年，公司综合毛利率为 9.43%，同比-0.02pct；Q2 毛利率为 11.01%，同比+0.31pct。期间费用率为 4.26%，同比+0.04pct，其中销售、管理、研发、财务费用率同比分别+0.05、+0.02、+0.04、-0.08pct。销售费用上涨主要系地产业务持续加强营销力度，带动代理费和销售佣金增加；财务费用下滑则主要由于汇兑收益较上年同期增加。资产及信用减值损失为 76.06 亿元，同比减少 14.69 亿元。综合影响下，公司 2025H1 净利率为 3.63%，同比+0.12pct；Q2 单季净利率为 4.04%，同比+0.28pct。现金流方面，25H1 公司经营活动现金净流出 828.31 亿元，同比少流出 259.39 亿元；收现比为 93.65%，同比+6.15pct；付现比为 102.67%，同比+5.42pct。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 475、494、512 亿元，同比增速分别为+2.86%、+3.88%、+3.73%，当前股价对应的 PE 分别为 4.86/4.68/4.51 倍。公司作为行业龙头，在业务规模、盈利能力、资产质量等方面具备显著优势，安全边际较高，具备估值修复空间。结合公司订单结构持续优化、重点细分领域保持高景气，维持“买入”评级。
- **风险提示。**资金落地不及预期；订单收入转化节奏放缓；海外拓展不及预期。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,265,529	2,187,148	2,243,127	2,299,324	2,355,807
同比增长率（%）	10.24%	-3.46%	2.56%	2.51%	2.46%
归母净利润（百万元）	54,264	46,187	47,509	49,354	51,193
同比增长率（%）	6.50%	-14.88%	2.86%	3.88%	3.73%
每股收益（元/股）	1.31	1.12	1.15	1.19	1.24
ROE（%）	12.69%	9.99%	9.51%	9.16%	8.84%
市盈率（P/E）	4.26	5.00	4.86	4.68	4.51

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	424,396	381,332	332,094	273,042
应收票据及账款	768,390	728,861	797,778	875,054
预付账款	24,340	31,362	28,982	29,616
其他应收款	68,241	75,368	75,565	76,693
存货	772,147	809,231	816,121	838,677
其他流动资产	221,386	201,030	210,166	221,638
流动资产总计	2,278,900	2,227,184	2,260,706	2,314,719
长期股权投资	119,074	123,062	126,893	130,717
固定资产	59,474	57,088	53,239	50,461
在建工程	4,307	3,779	4,084	4,556
无形资产	35,249	34,578	34,765	35,780
长期待摊费用	1,511	1,852	1,771	1,267
其他非流动资产	690,747	681,536	680,745	678,985
非流动资产合计	910,362	901,896	901,498	901,766
资产总计	3,189,262	3,129,080	3,162,203	3,216,485
短期借款	115,666	137,977	149,977	157,977
应付票据及账款	844,282	738,070	722,316	708,815
其他流动负债	801,596	802,147	813,841	846,241
流动负债合计	1,761,544	1,678,194	1,686,134	1,713,033
长期借款	626,782	595,303	563,720	532,220
其他非流动负债	29,475	29,475	29,475	29,475
非流动负债合计	656,258	624,779	593,195	561,696
负债合计	2,417,802	2,302,972	2,279,329	2,274,728
股本	41,610	41,320	41,320	41,320
资本公积	10,723	11,013	11,013	11,013
留存收益	409,851	447,474	486,555	527,094
归属母公司权益	462,185	499,807	538,889	579,428
少数股东权益	309,276	326,300	343,985	362,329
股东权益合计	771,460	826,107	882,874	941,757
负债和股东权益合计	3,189,262	3,129,080	3,162,203	3,216,485

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	62,737	60,033	63,425	66,153
折旧与摊销	11,190	15,438	16,395	17,519
财务费用	19,462	21,530	21,598	21,483
投资损失	-1,505	-3,739	-3,093	-2,779
营运资金变动	-64,402	-97,010	-86,818	-94,167
其他经营现金流	-15,541	12,908	2,549	2,389
经营性现金净流量	11,941	9,160	14,055	10,598
投资性现金净流量	-2,511	-11,640	-11,837	-14,013
筹资性现金净流量	15,168	-40,584	-51,455	-55,636
现金流量净额	26,380	-43,064	-49,238	-59,052

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,187,148	2,243,127	2,299,324	2,355,807
营业成本	1,971,581	2,021,797	2,071,836	2,121,794
税金及附加	9,775	12,342	12,484	12,565
销售费用	8,724	8,948	9,172	9,397
管理费用	34,615	35,501	36,390	37,284
研发费用	45,459	46,623	47,791	48,965
财务费用	19,462	21,530	21,598	21,483
资产减值损失	-6,457	-6,406	-6,290	-6,384
信用减值损失	-13,634	-12,974	-12,735	-13,314
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	1,505	3,739	3,093	2,779
公允价值变动损益	94	-10	25	36
资产处置收益	584	426	413	474
其他收益	938	1,137	1,147	1,074
营业利润	80,561	82,299	85,707	88,984
营业外收入	1,215	1,566	1,316	1,366
营业外支出	1,739	1,086	1,376	1,400
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	80,037	82,779	85,647	88,950
所得税	17,300	18,246	18,608	19,412
净利润	62,737	64,533	67,039	69,537
少数股东损益	16,550	17,024	17,685	18,344
归属母公司股东净利润	46,187	47,509	49,354	51,193
EPS(元)	1.12	1.15	1.19	1.24

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-3.46%	2.56%	2.51%	2.46%
营业利润增长率	-13.50%	2.16%	4.14%	3.82%
归母净利润增长率	-14.88%	2.86%	3.88%	3.73%
经营现金流增长率	74.58%	-23.29%	53.44%	-24.60%
盈利能力				
毛利率	9.86%	9.87%	9.89%	9.93%
净利率	2.87%	2.88%	2.92%	2.95%
ROE	9.99%	9.51%	9.16%	8.84%
ROA	1.45%	1.52%	1.56%	1.59%
估值倍数				
P/E	5.00	4.86	4.68	4.51
P/S	0.11	0.10	0.10	0.10
P/B	0.51	0.47	0.44	0.40
股息率	4.86%	4.28%	4.45%	4.61%
EV/EBITDA	11	11	10	10

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

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（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。