

建筑装饰

2025年09月12日

建发合诚 (603909)

——建发系协同发展迎新，存量蓝海市场打造机遇

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

投资要点：

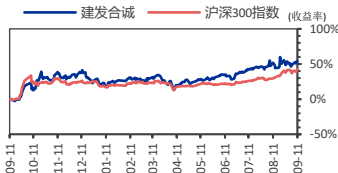
- **国资股东建发系入主，公司发展迎新。**公司 1995 年成立，是一家专业从事工程监理、设计咨询、项目管理等其他技术服务的综合型工程管理咨询公司，2016 年在上海证券交易所上市，证券简称“合诚股份”。2021 年建发集团旗下子公司厦门益悦收购建发合诚 29.01% 股权，更名“建发合诚”，公司实控人转为厦门国资委。建发股份由厦门建发集团有限公司独家发起设立，2024 年末公司总资产规模达 7,679 亿元，2024 年营收 7,013 亿元，归母净利润 29 亿元，资产规模大，综合实力强，地产行业下行背景下仍维持较高拿地强度，2024/2025H1 拿地/销售金额比分别为 44%/77%，建发系入主为建发合诚提供更好发展平台和机遇。
- **身处建发平台，强化施工业务布局。**建发合诚强化与大股东业务协同合作，2023-2025 年度关联交易额度分别为 131 亿/125 亿/131 亿，2023/2024/2025H1 实际发生金额分别为 120 亿/49 亿/47 亿，根据测算 2023/2024/2025H1 建发合诚施工新签订单占集团发包订单比重分别为 18%/12%/14%。我们认为地产行业下行背景下建发集团仍维持较高拿地强度，随着地产政策推动房地产行业止跌回稳，集团拿地金额有望进一步增长，同时建发合诚施工订单占集团比重仍有向上提升空间，未来发展更值得期待。
- **存量建筑时代，公司主动寻求城市更新和业务延伸转型机遇。**当前我国房地产和建筑行业已经度过此前高速增长阶段，逐步迈入存量时代，25 年 7 月中央城市工作会议召开，强调以推进城市更新为重要抓手，城市更新有望成为新的增长引擎。建发合诚自 2009 年起便着手布局维修加固和建筑修缮业务，公司以“工程医院”理念为指引，“1+X”的增值模式，打造品牌效应，协同增值。同时，公司围绕工程产业链延伸与新兴技术布局，明晰“以工程主业为基础，向新材料、新工艺、新制造领域拓展”的并购方向，积极寻找高协同性/高延展性的投资标的，培育新的业务增长点，2025 年上半年收购具备建筑幕墙工程专业承包一级资质企业 1 家。我们认为建发合诚背靠建发集团，技术、资金、人员实力雄厚，存量时代下，城市更新、产业延伸转型等方向均值得市场期待。
- **投资分析意见：首次覆盖，给予“买入”评级。**预计公司 25-27 年归母净利润分别为 1.22 亿/1.40 亿/1.60 亿，同比增长 27.4%/14.7%/14.3%，对应 PE 分别为 23X/20X/18X。公司当前处于发展起步阶段，当前收入、利润体量不能充分展现公司价值，选择 2027 年利润作为估值假设依据，采用 PE 估值法，选择深圳瑞捷、华阳国际、上海建科作为可比公司，可比公司 27 年平均 PE 为 25.0X，远高于建发合诚。我们认为建发合诚在建发系入主后施工业务得到快速发展，2025 年上半年行业承压背景下依然实现较快利润增长，充分彰显韧性，保守假设建发合诚按照 27 年 25.0 倍 PE 计算，对应市值约 40.0 亿，折现 25 年期末市值约 37.9 亿，当前市值 28.3 亿，上涨空间 34%，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：经济恢复不及预期；新签订单不及预期；与建发系协同合作进程不及预期。**

市场数据： 2025年09月11日
收盘价(元) 10.86
一年内最高/最低(元) 11.35/6.70
市净率 2.6
股息率(分红/股价) 1.10
流通 A 股市值(百万元) 2,831
上证指数/深证成指 3,875.31/12,979.89

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025年06月30日
每股净资产(元) 4.19
资产负债率% 76.18
总股本/流通 A 股(百万) 261/261
流通 B 股/H 股(百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

袁豪 A0230520120001
yuanhao@swsresearch.com
唐猛 A0230523080003
tangmeng@swsresearch.com

研究支持

唐猛 A0230523080003
tangmeng@swsresearch.com

联系人

唐猛
(8621)23297818x
tangmeng@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	6,609	3,393	9,371	10,769	12,194
同比增长率(%)	67.5	7.7	41.8	14.9	13.2
归母净利润(百万元)	96	45	122	140	160
同比增长率(%)	45.0	32.3	27.4	14.7	14.3
每股收益(元/股)	0.37	0.17	0.47	0.54	0.61
毛利率(%)	5.9	5.0	5.1	5.0	4.9
ROE(%)	8.9	4.1	10.5	11.1	11.7
市盈率	30		23	20	18

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给予“买入”评级。预计公司 25-27 年归母净利润分别为 1.22 亿/1.40 亿/1.60 亿，同比增长 27.4%/14.7%/14.3%，对应 PE 分别为 23X/20X/18X。公司当前处于发展起步阶段，当前收入、利润体量不能充分展现公司价值，选择 2027 年利润作为估值假设依据，采用 PE 估值法，选择深圳瑞捷、华阳国际、上海建科作为可比公司，可比公司 27 年平均 PE 为 25.0X，远高于建发合诚。我们认为建发合诚在建发系入主后施工业务得到快速发展，2025 年上半年行业承压背景下依然实现较快利润增长，充分彰显韧性，保守假设建发合诚按照 27 年 25.0 倍 PE 计算，对应市值约 40.0 亿，折现 25 年期末市值约 37.9 亿，当前市值 28.3 亿，上涨空间 34%，首次覆盖，给予“**买入**”评级。

关键假设点

公司建筑施工业务来源于建发集团，2022-2024 年实际发生关联交易金额分别为 20 亿/120 亿/49 亿，2025 年预计关联交易额度 131 亿，基于 25 年关联交易额度预案和建发集团对建发合诚战略定位，我们假设 2025-2027 年公司建筑施工业务订单分别为 130 亿/140 亿/150 亿，公司订单结转 3 年，结转比重分别为 20%/40%/40%，订单调整系数 0.95/1.00 /0.80。

有别于大众的认识

- 1) **市场对房地产行业后续发展存在担心**，我们认为房地产作为我国国民支柱产业定位短期不会发生变化，全国房地产政策持续优化出台，推动止跌回稳，同时行业下行阶段建发股份仍保持较高拿地强度，发展更具韧性。
- 2) **市场对建发合诚承接地产项目施工能力存在担心**，我们认为建发合诚前身合诚股份 1995 年成立，专业从事工程监理、设计咨询、项目管理等其他技术服务，管理团队经验丰富，2022 年至今已有 3 年项目施工承接和管理经验，能力持续深化。

股价表现的催化剂

房地产市场恢复超预期；建发股份市场竞争优势进一步提升；公司新签订单超预期。

核心假设风险

经济恢复不及预期；新签订单不及预期；与建发系协同合作进程不及预期。

目录

1. 公司概况：国资股东入主，公司发展迎新	6
1.1 公司简介：实际控制人为厦门国资委	6
1.2 业务介绍：拓展建筑施工业务，近几年规模快速提升	7
1.3 激励体系：激励深度绑定，充分激发人员积极性	8
2. 背靠建发股份，大力拓展施工工程业务	9
2.1 厦门优质国企，双主业经营，持续高增彰显价值底蕴	9
2.2 建发合诚施工业务乘建发系东风快速发展	11
3. 存量蓝海市场，伴随城市更新机遇	13
3.1 城市更新培育新增长引擎，助力城镇高质量转型	13
3.2 公司综合服务能力强，打造“工程医院”品牌	15
4. 盈利预测及估值	17
4.1 营收预测：25-27 年三年 CAGR 为 22.6%	17
4.2 估值：合理市值约 40.0 亿	18
5. 风险提示	19

图表目录

图 1: 建发合诚股权结构图 (2025H1)	6
图 2: 建发合诚营业收入与增速	7
图 3: 建发合诚归母净利润与增速	7
图 4: 建发合诚毛利率与净利率情况	8
图 5: 建发合诚 2022 年开始新增建筑施工业务	8
图 6: 公司建筑施工业务与其他业务毛利率比较	8
图 7: 建发股份营业总收入及同比增速	10
图 8: 建发股份归母净利润及同比增速	10
图 9: 建发股份销售金额及同比	10
图 10: 建发股份销售面积及同比	10
图 11: 建发股份权益拿地金额及拿地力度	11
图 12: 建发集团直接控制天成华瑞 (2025H1)	11
图 13: 建发集团直接控制里隽设计院 (2025H1)	11
图 14: 房屋养老金制度框架	14
图 15: 房屋检修范围	16
图 16: 房屋维修改造方式	16
图 17: 建发合诚“工程医院”框架	16
图 18: 公司综合管养业务营收情况	17
图 19: 公司试验检测业务营收情况	17
表 1: 建发合诚发展历程	6
表 2: 建发合诚股权激励计划激励对象 (2017)	9
表 3: 建发合诚十大股东明细 (2025H1)	9
表 4: 天成华瑞, 里隽设计院建筑资质一览	12
表 5: 公司与集团关联交易额度维持较高体量 (单位: 亿元)	12
表 6: 建发合诚施工订单占集团发包订单比重不足 20%, 仍处于较低水平 (单位: 亿元)	13
表 7: 房屋养老金政策汇总	14
表: 预计公司 - 年三年营业收入 CAGR 为 .%	

表 9：可比公司估值比较表（单位：亿元） 19

1. 公司概况：国资股东入主，公司发展迎新

1.1 公司简介：实际控制人为厦门国资委

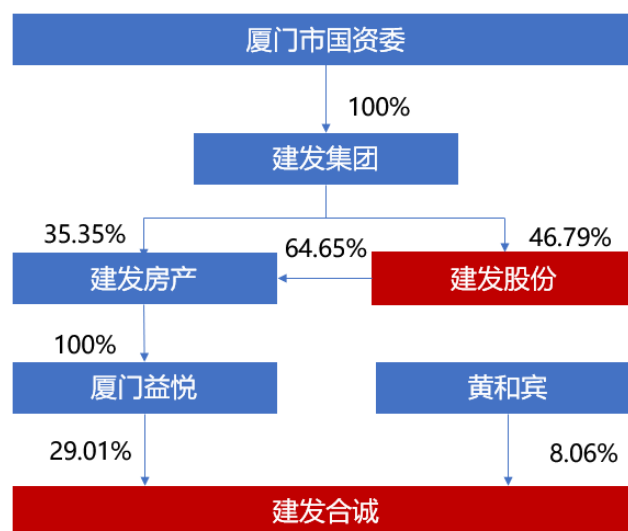
国资入股，助力企业开拓房建业务。建发合诚 1995 年成立，是一家专业从事工程监理、设计咨询、项目管理等其他技术服务的综合型工程管理咨询公司，并于 2016 年在上海证券交易所上市，证券简称“合诚股份”。2021 年国资入主，建发集团旗下子公司厦门益悦收购建发合诚 29.01% 股权，更名“建发合诚”，公司实控人由自然人黄和宾转为厦门国资委。

表 1：建发合诚发展历程

年份	重要事件	目的
1995	隶属于厦门路桥集团	
2003	转型成为综合性工程咨询企业、民营企业，更名为“厦门市路桥咨询监理有限公司”	所有权改制
2012	更名为“合诚工程咨询集团股份有限公司”	股份制改革
2016	“合诚股份”（公司股票简称，股票代码：“603909”）在上海证券交易所主板隆重挂牌上市	主板上市
2017	收购福建科胜	延展工程新材料业务
2018	收购大连市市政设计院，福建怡鹭	补强勘察设计与综合管养业务
2021	收购天成华瑞	补足建筑施工业务
2021	完成控制权转让，成为建发房产控股企业，更名为“建发合诚”	国资入股
2022	收购里隽设计院	补强建筑设计业务

资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

图 1：建发合诚股权结构图（2025H1）

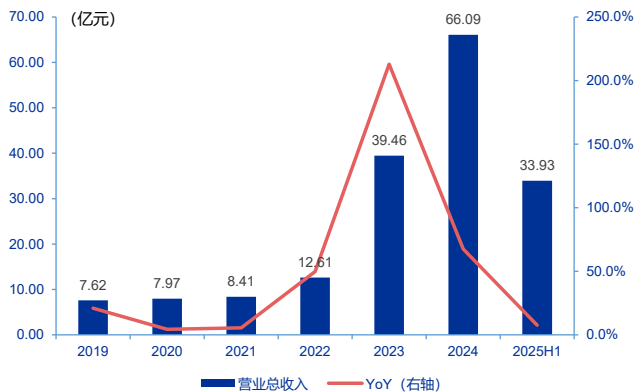


资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

1.2 业务介绍：拓展建筑施工业务，近几年规模快速提升

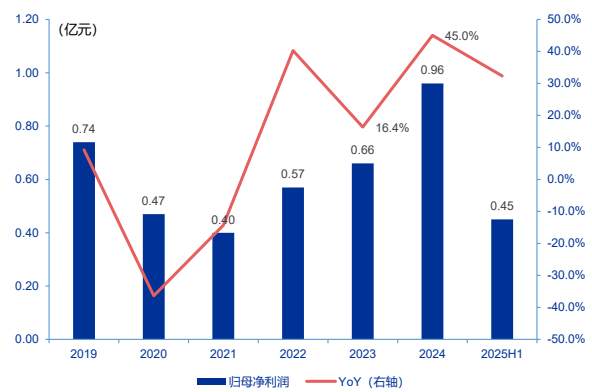
公司近几年受益业务协同，收入、利润快速增长。2024 年，公司营业总收入 66.09 亿元，同比+67.5%，归母净利润 0.96 亿，同比+45.0%，2025H1 营业收入 33.93 亿，同比+7.7%，归母净利润 0.45 亿，同比+32.3%。公司近两年收入、利润快速增长，主要受益于与母公司业务协同加深，建筑工程板块业务得以快速发展。2025 年上半年行业整体投资承压背景下，公司依然实现较快利润增长，彰显发展潜力与韧性。

图 2：建发合诚营业收入与增速



资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

图 3：建发合诚归母净利润与增速

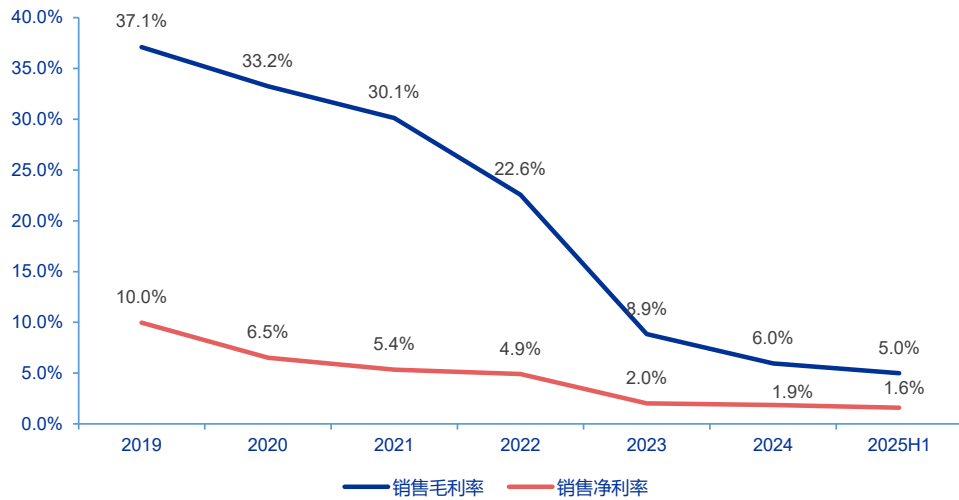


资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

毛利率与净利率有所下滑，业务架构调整是主因，原有业务依旧保持较好盈利能力。

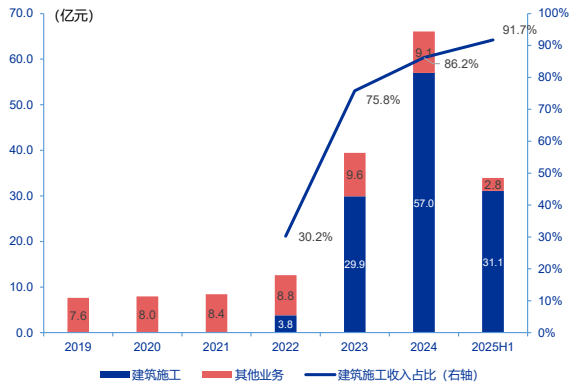
根据 Wind，2024 年公司毛利率 6.0%，较 23 年同期-2.9pct，净利率 1.9%，较 23 年同期-0.2pct。公司近几年整体盈利水平下降，主要系加大建筑施工业务的拓展，2024 年公司建筑施工业务实现营业收入 57.0 亿元，占总收入比重 86.2%，22 年建筑施工业务收入仅 3.8 亿元，占总收入比重 30.2%，建筑施工业务 2022、2023、2024、2025H1 毛利率分别为 4.2%/2.5%/2.2%/2.5%，其他业务毛利率分别为 30.6%/28.8%/29.1%/32.1%。我们认为，公司近几年毛利率、净利率大幅下滑，业务架构调整是主因，公司原有业务仍保持较好盈利水平。

图 4：建发合诚毛利率与净利率情况



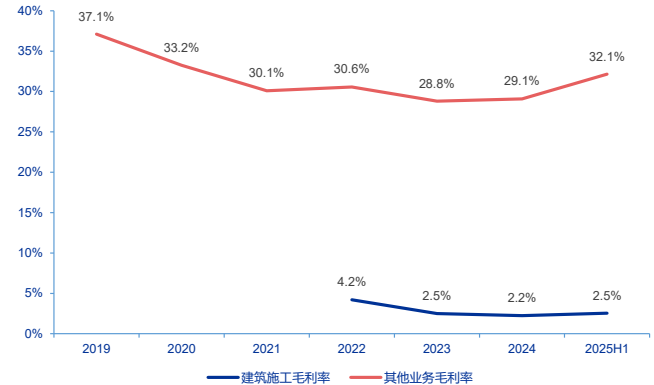
资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

图 5：建发合诚 2022 年开始新增建筑施工业务



资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

图 6：公司建筑施工业务与其他业务毛利率比较



资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

1.3 激励体系：激励深度绑定，充分激发人员积极性

公司当前激励体系完备，为适应进一步提速的发展要求，逐年提高经营管理目标，绩效管理理念和目标结果导向已融入公司经营管理的各个环节。从激励发布后结果看，公司经营取得靓丽表现。

建发合诚从 2017 年首次推进股权激励计划，股权激励计划占比达 2.82%，2020 年全资子公司大连市政院实行员工持股计划，员工持股比例 13.6%，激励力度可观。

1) 2017 年 12 月，首次推进股权激励，激发员工活力：2017 年 12 月 4 日，公司向 64 名董事、高管、中层等核心员工实施限制性股权激励计划，共授予 282 万股，占授予前总股本 2.82%，授予价格为 16.2 元/股。

2) 2020 年 11 月，全资子公司大连市政设计院实行员工持股计划，激励机制更加可观：年月日，建发合诚董事会审议通过《关于全资子公司实施员工股权激励

方案暨关联交易的议案》，同意授予 61 名激励对象 13.6% 的股权，通过员工持股平台上海展煦企业管理咨询合伙企业及大连市政管理合伙企业间接持股。

股权激励后，公司业绩与激励深度绑定，将市场化激励机制与国资入股有机结合，激励制度不断完善，有效调动员工积极性，促进人效。

表 2：建发合诚股权激励计划激励对象（2017）

姓名	职务	获授限制性股票数（万股）	占本激励计划授出比例	占授予前总股本比例
康明旭	副总经理	20	7.09%	0.20%
	中层管理人员、核心技术（业务）人员 (63 人)	262	92.91%	2.62%
	合计	282	100.00%	2.82%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 3：建发合诚十大股东明细（2025H1）

序号	股东名称	持股数量(万股)	占总股本比例(%)	最新参考市值(亿元)
1	厦门益悦置业有限公司	7563	29.01	8.21
2	黄和宾	2102	8.06	2.28
3	刘德全	1491	5.72	1.62
4	何大喜	1300	4.99	1.41
5	黄爱平	602	2.31	0.65
6	高玮琳	575	2.21	0.62
7	中国石油天然气集团公司企业年金计划	529	2.03	0.57
8	陈天培	488	1.87	0.53
9	陈晓红	460	1.76	0.50
10	陈俊平	443	1.70	0.48
	合计	15554	59.66	16.60

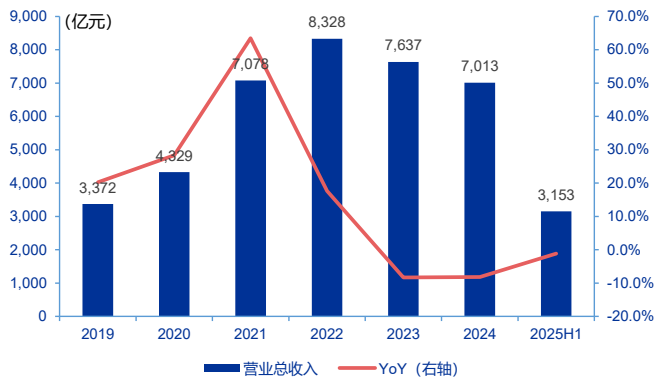
资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：市值参考日期为 2025/9/10

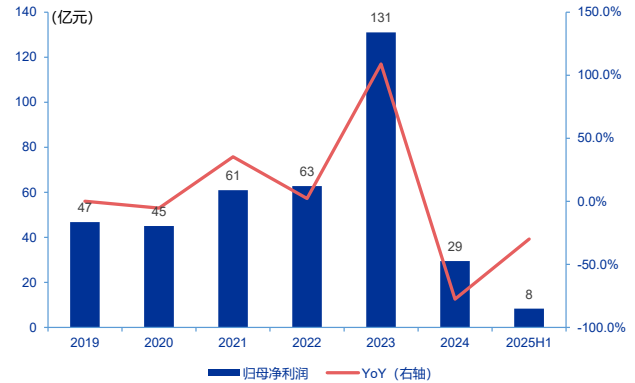
2. 背靠建发股份，大力拓展施工工程业务

2.1 厦门优质国企，双主业经营，持续高增彰显价值底蕴

建发股份由厦门建发集团有限公司独家发起设立，实控人为厦门国资委。1998 年建发股份在上海证券交易所上市，公司坚持供应链运营及房地产双主业运营。公司规模持续快速增长，2024 年末公司总资产规模达 7,679 亿元，2024 年营收 7,013 亿元，归母净利润 29 亿元，资产规模大，综合实力强。

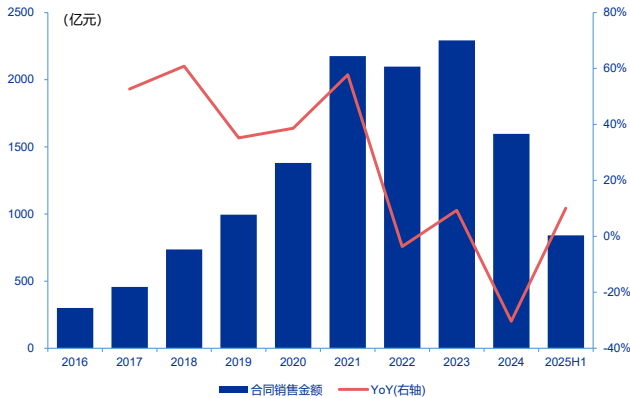
图 7：建发股份营业总收入及同比增速


资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

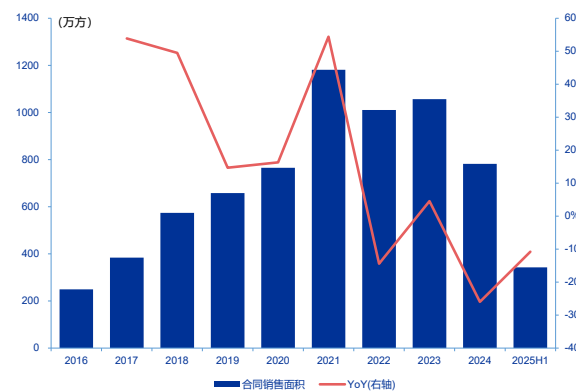
图 8：建发股份归母净利润及同比增速


资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

建发股份拿地积极，合同销售金额持续增长，彰显高成长典范。建发股份致力于成为“中国优秀的房地产运营商”，旗下拥有建发房产、联发集团两大开发品牌。2024 年公司累计合约销售金额 1,597 亿元，同比-30.3%；合约销售面积 782 万方，同比-26.0%，主要受行业下行影响。从两大开发品牌规模看，当前建发品牌规模更大，2024 年全年，建发、联发两大品牌销售金额分别为 1,335 和 262 亿元，占比分别为 84%、16%。

图 9：建发股份销售金额及同比


资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

图 10：建发股份销售面积及同比


资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

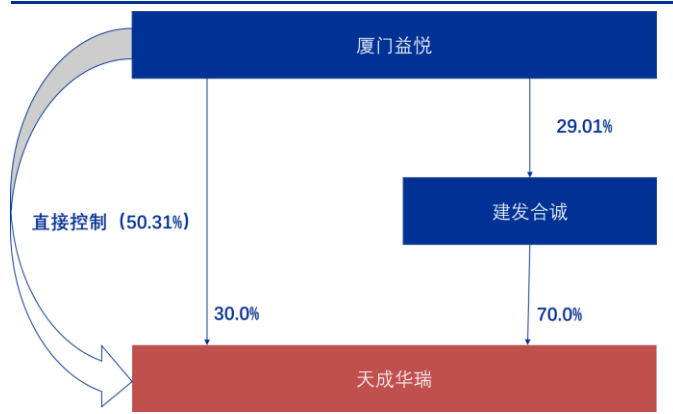
地产行业下行背景下仍维持较高拿地强度，彰显投资韧性。建发股份持续保持投资端高增长以匹配库存需求，近两年地产行业下行背景下公司拿地强度不减，2024/2025H1 建发股份权益拿地金额合计 519 亿/481 亿，权益拿地面积 221 万方/187 万方，拿地/销售金额比分别为 44%/77%，地产行业下行背景下仍维持较高拿地强度，彰显投资韧性。

图 11：建发股份权益拿地金额及拿地力度


资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

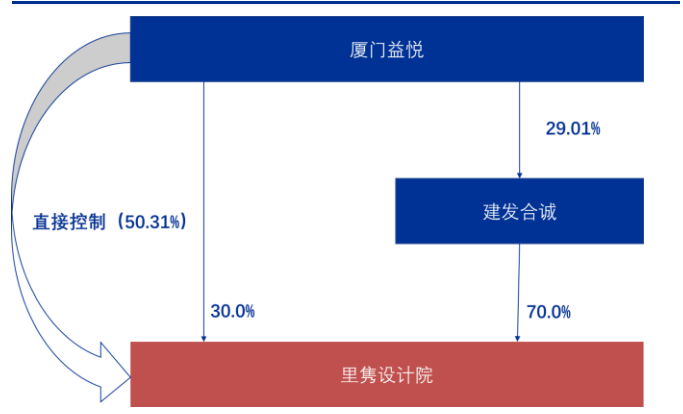
2.2 建发合诚施工业务乘建发系东风快速发展

建发合诚收购子公司完善施工和设计资质，助力公司打造全产业链链条。2022 年 4 月建发合诚向股东厦门益悦出让天成华瑞 30%股权，至此，厦门益悦直接及间接持有天成华瑞 50.3%股权，构成直接控制天成华瑞关系。2022 年 7 月，公司与控股股东厦门益悦共同收购里隽建筑设计有限公司 100%的股权以补全公司建筑施工业务板块，分别持有 70%及 30%股权，厦门益悦直接及间接持有里隽设计院 50.3%股权，构成直接控制里隽设计院关系。我们认为受地方政策便利，建发集团可直接向天成华瑞、里隽设计院委托设计、施工项目，加速项目开发效率，拓展新的业务和增长来源。

图 12：建发集团直接控制天成华瑞 (2025H1)


资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

注：24 年 3 月天成华瑞更名为合诚建设

图 13：建发集团直接控制里隽设计院 (2025H1)


资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

表 4：天成华瑞，里隽设计院建筑资质一览

收购企业	资质类别	资质名称
天成华瑞	建筑业企业资质	建筑工程施工总承包一级
		建筑机电安装工程专业承包一级
		地基基础工程专业承包一级
		消防设施工程专业承包一级
		防水防腐保温工程专业承包一级
		建筑装修装饰工程专业承包一级
里隽设计院	设计资质	工程设计建筑行业（建筑工程）甲级

资料来源：公司公告，申万宏源研究

关联交易额度保持较高体量，保障公司持续发展。建发系入主后建发合诚强化与大股东业务协同合作，2023-2025 年度关联交易额度分别为 131 亿/125 亿/131 亿，其中 2024 年受整体宏观经济下行压力，大股东主动调整土地储备策略，拿地节奏较往年更为审慎，公司可承接的业务量同步缩减，当年实际发生关联交易金额仅 49 亿。2025 年初至今，随着房地产市场不断推动止跌回稳，全年交易额度再次提升至 131 亿。我们认为，建发合诚与建发集团等关联方关联交易额度保持较高体量，一方面体现建发合诚施工能力的逐步增强，另外同步彰显大股东扶持力度，为公司持续发展提供较强保障。

表 5：公司与集团关联交易额度维持较高体量（单位：亿元）

年份	全年关联交易预计金额（亿元）	全年关联交易实际发生金额（亿元）	当年营业收入	说明
2025	131	-		25 年 3 月预计全年关联交易金额 91 亿元，8 月调增至 131 亿元
2024	125	49	66	整体宏观经济下行承压，股东主动调整土地储备策略，拿地节奏较往年更为审慎，公司可承接的业务量同步缩减
2023	131	120	39	23 年 3 月预计全年关联交易金额 66 亿元，5 月调增至 131 亿元
2022	25	20	13	-

资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

建发集团地产业务稳步增长，后续协同业务增长仍值期待。根据建发集团公司公告，2023/2024/2025H1 集团权益拿地金额 955 亿/519 亿/481 亿，假设土地出让金与建安成本各占营业成本的 60%/40%，以此估算 2023/2024/2025H1 集团新增拿地带动建安合同金额约 637 亿/346 亿/321 亿，建发合诚施工订单占集团发包订单比重分别为 18%/12%/14%。我们认为地产行业下行背景下建发集团仍维持较高拿地强度，随着地产

政策推动房地产行业止跌回稳，集团拿地金额有望进一步增长，同时建发合诚施工订单占集团比重仍有向上提升空间，未来发展更值得期待。

表 6：建发合诚施工订单占集团发包订单比重不足 20%，仍处于较低水平（单位：亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
集团权益拿地金额	325	486	821	1084	658	955	519	481
集团拿地强度	64%	68%	82%	66%	45%	61%	44%	77%
土地出让金成本占比	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
集团新增拿地带动建安合同金额	217	324	547	723	439	637	346	321
建发合诚施工板块新签订单	-	-	-	-	19.0	113.1	42.6	44.3
建发合诚施工订单占集团发包订单比重	-	-	-	-	4%	18%	12%	14%
建发合诚施工板块收入	-	-	-	-	3.8	29.9	57.0	31.1

资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

积极寻求业务延伸，推进产业并购。2024 年 9 月证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，支持上市公司向新质生产力方向转型升级、鼓励上市公司加强产业整合，为企业业务拓展提供政策依据。公司围绕工程产业链延伸与新兴技术布局，明晰“以工程主业为基础，向新材料、新工艺、新制造领域拓展”的并购方向，积极寻找高协同性/高延展性的投资标的，培育新的业务增长点，2025 年上半年收购具备建筑幕墙工程专业承包一级资质企业 1 家。我们认为建发合诚背靠建发集团，技术、资金、人员实力雄厚，后续产业并购值得市场期待。

3. 存量蓝海市场，伴随城市更新机遇

3.1 城市更新培育新增长引擎，助力城镇高质量转型

我国建筑市场逐步迈入存量时代，城市更新有望成为下一个增长引擎。2024 年 8 月，国务院新闻办公室举行“推动高质量发展”系列主题新闻发布会，住建部提出研究建立房屋体检、房屋养老金、房屋保险制度，构建全生命周期房屋安全管理长效机制。2025 年 7 月中央城市工作会议召开，强调以推进城市更新为重要抓手，推动城市高质量发展。我们认为当前我国房地产和建筑行业已经度过此前高速增长阶段，逐步迈入存量时代，投资方向亦将逐步从增量项目转为存量建筑，城市更新将成为新的增长引擎。

图 14：房屋养老金制度框架


资料来源：住建部，上海房地产科学研究院，申万宏源研究

表 7：房屋养老金政策汇总

时间	部门/文件/会议	主要内容
2024.8.23	住建部副部长董建国	研究建立房屋体检、房屋养老金、房屋保险制度，构建全生命周期房屋安全管理长效机制。目前，上海等 22 个城市正在试点。其中，房屋养老金个人账户已经通过缴纳住宅专项维修资金建立起来了，试点的重点将是政府把公共账户建立起来。
2024.8.21	上海市委副书记、市长龚正	8月21日，在上海市第十六届人大常委会第十五次会议上，上海市市长龚正提到，截至去年底，上海的城镇既有住房建筑面积已经超过 7.6 亿平方米，很多房屋已进入“中老年”阶段。上海市将探索实施房屋定期体检、房屋安全保险和房屋养老金三项制度。一是房屋定期体检制度，主要是定期对房屋进行全面检查，及时发现房屋存在的问题，对症下药消除安全隐患。二是房屋安全保险制度，在房屋面临较大风险、需要动用较大资金时，发挥保险托底作用。三是房屋养老金制度，主要服务于房屋体检、房屋保险以及房屋“小修小补”的支付。计划分两步推进，24 年先行在浦东等区开展试点，25 年在试点基础上全市推开。
2024.8.2	国务院政策例行吹风会	国务院新闻办公室 8 月 2 日下午举行国务院政策例行吹风会，住建部表示，要加快推进房屋三项制度建设，建立房屋定期体检制度，按照房屋建造的年代、功能类型确定体检频次，及时查找和发现问题，有针对性地消除发现的安全隐患。还要建立房屋保险制度，通过市场化手段推动完善工程质量和房屋安全监管机制。另外，建立房屋养老金制度，为房屋体检、房屋维修、房屋保险提供资金保障，我们将加快推进这三项制度的建设。

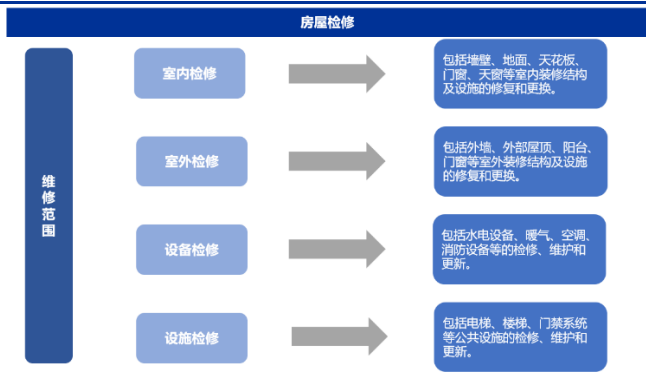
2024.2.14	城镇房屋安全管理三项制度试点工作研讨会	住建部工程质量安全监管司会同房地产市场监管司等召开城镇房屋安全管理三项制度试点工作研讨会，会议指出，建立三项制度是有效解决我国城镇房屋安全突出问题、补齐既有房屋安全治理体系短板的基础性制度安排，对于统筹住房城乡建设事业高质量发展和高水平安全具有重要意义。此前，住房城乡建设部部长倪虹指出，要努力提升品质、建设好房子。提高住房建设标准，打造“好房子”样板，为老房子“治病”，研究建立房屋体检、养老金、保险三项制度，为房屋提供全生命周期安全保障。
2023.6.26	住建部党组书记、部长倪虹	2023年6月27日，住房和城乡建设部部长指出，要鼓励引导金融机构参与城市建设和更新，推动打造宜居、智慧、韧性城市。要为人民群众建造好房子，提高住房品质，探索建立房屋养老金制度，为房屋提供全生命周期安全保障。
2023.5.12	住建部	2023年5月12日，住房和城乡建设部房地产市场监管司在南京开展房屋养老金制度试点相关工作并召开座谈会。加强房屋安全管理必须建立房屋全生命周期安全管理长效机制，江苏要积极探索建立房屋定期体检、房屋养老金和房屋质量保险制度，为房屋安全提供全生命周期安全保障。
2022.5.24	国务院办公厅《关于全国自建房安全专项整治工作方案的通知》	国务院办公厅印发《全国自建房安全专项整治工作方案》，要求建立长效机制，完善房屋质量安全强制性标准，研究建立房屋定期体检、房屋养老金和房屋质量保险等制度。
2022.5.1	住建部	5月1日下午，住房和城乡建设部在湖南长沙设主会场召开视频会议，部署全国自建房安全专项整治，切实防范和遏制安全生产重特大事故发生。要加快研究完善房屋建筑安全管理各项制度，研究建立房屋体检制度，强化房屋全生命周期的安全保障。要研究建立房屋“养老金”制度，更好解决既有房屋维修资金来源问题。

资料来源：政府官网，申万宏源研究

3.2 公司综合服务能力强，打造“工程医院”品牌

房屋检修及修缮涉及领域多，流程繁琐，服务企业需具备较强综合服务能力。不同于新建建筑，存量建筑房屋检修及修缮实操层面具备较强的不确定性，检修及修缮作业环境复杂，同时牵扯领域较多，因此对检修企业资质要求较高。同时，根据检修结果出具的修缮方案，需有不同维度的维修、改善、改建，对企业施工能力亦提出一定要求。

图 15: 房屋检修范围



资料来源: 住建部, 申万宏源研究

图 16: 房屋维修改造方式



资料来源: 住建部, 申万宏源研究

以“工程医院”理念为指引，“1+X”的增值模式，打造品牌效应，协同增值。建发合诚业务聚焦于勘察设计、工程管理、试验检测、建筑施工、综合管养、工程新材料六大业务，凭借自身全产业链业务支撑，公司逐步构建“工程医院”框架，积极开展工程基础设施的健康检测、病害诊断、修复加固、应急抢险业务，依托系统化协同增值“1+X”模式，为客户提供综合性、跨阶段、一体化的工程技术服务，打造国内领先的工程全生命周期服务品牌。

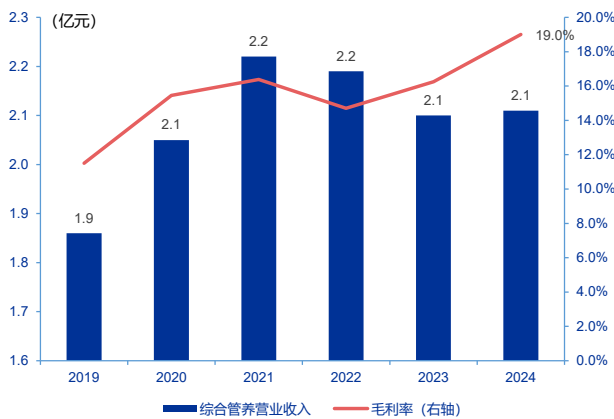
公司建筑修缮经验丰富，布局领先。根据公司公告，自 2009 年起，建发合诚着手布局维修加固和建筑修缮业务，致力于提升建筑的耐久性和安全性。2015 年，公司进一步扩展服务范围，涉足房屋检测与鉴定、专业评估等业务，现已为多个工程项目提供了包括安全性检测鉴定、抗震鉴定和加固修缮在内的专业服务。2023 年，公司组建一体化专项业务小组 3 个，成功落地单同超 300 万的检测设计维养一体化服务项目 2 个。同时，以厦门 BRT 维养项目典型实践为蓝本，推出独具特色的“城市桥隧检测设计维养一体化服务”技术产品，一站式为客户提供专业服务。

图 17: 建发合诚“工程医院”框架

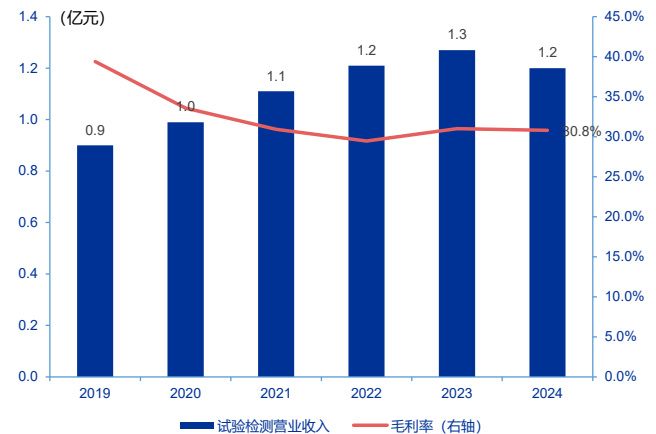


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

公司综合管养和试验检测板块有望率先受益城市更新。建发合诚综合管养业务是指提供工程全生命周期的管理和维修养护服务，主要经营方向包含桥梁、隧道、公路路基、港口码头、房建工程等领域的维修加固，同时可提供建筑结构的病害处理、顶升、平移等服务；试验检测业务涵盖房建等工程领域。2024 年公司综合管养业务实现营收 2.11 亿，同比+0.5%，毛利率 19.0%，试验检测实现营收 1.20 亿，同比-5.4%，毛利率 30.8%。我们认为，随着房屋体检养老保险制度的改革不断深化，市场对于房屋综合管养以及试验检测需求有望提升，公司两项业务预计率先受益政策红利。

图 18：公司综合管养业务营收情况


资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

图 19：公司试验检测业务营收情况


资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

4. 盈利预测及估值

4.1 营收预测：25-27 年三年 CAGR 为 22.6%

预计 25-27 年三年公司营业收入 CAGR 为 22.6%。根据新签订单情况和历史财务数据进行预测，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 93.7 亿/107.7 亿/121.9 亿，对应增速 42%/15%/13%。

核心假设：

建筑施工业务：公司建筑施工业务来源于建发集团，2022-2024 年实际发生关联交易金额分别为 20 亿/120 亿/49 亿，2025 年预计关联交易额度 131 亿，基于 25 年关联交易额度预案和建发集团对建发合诚战略定位，我们假设 2025-2027 年公司建筑施工业务订单分别为 130 亿/140 亿/150 亿，公司订单结转 3 年，结转比重分别为 20%/40%/40%。

表 8: 预计公司 2025-2027 年三年营业收入 CAGR 为 22.6%

单位: 百万元	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	797	841	1261	3946	6609	9371	10769	12194
建筑施工	-	-	381	2991	5698	8387	9704	11040
设计咨询	272	295	332	412	402	442	486	535
综合管养	205	222	219	210	211	232	255	281
监理业务	151	162	166	166	158	158	158	158
检测业务	99	111	121	127	120	132	145	160
工程新材料	66	48	37	35	17	17	17	17
其他	4	4	4	4	3	3	3	3
营业收入增速	5%	6%	50%	213%	67%	42%	15%	13%
建筑施工	-	-	-	685%	91%	47%	16%	14%
设计咨询	-2%	8%	13%	24%	-2%	10%	10%	10%
综合管养	10%	8%	-1%	-4%	0%	10%	10%	10%
监理业务	-10%	7%	2%	0%	-5%	0%	0%	0%
检测业务	9%	12%	9%	5%	-5%	10%	10%	10%
工程新材料	76%	-27%	-23%	-5%	-52%	0%	0%	0%
其他	15%	-10%	12%	12%	-32%	0%	0%	0%
毛利率 (%)	33%	30%	23%	9%	6%	5%	5%	5%
建筑施工	0%	0%	4%	3%	2%	2%	2%	2%
设计咨询	50%	41%	39%	34%	35%	35%	35%	35%
综合管养	15%	16%	15%	16%	19%	19%	19%	19%
监理业务	35%	34%	37%	31%	28%	28%	28%	28%
检测业务	34%	31%	29%	31%	31%	31%	31%	31%
工程新材料	17%	13%	21%	13%	18%	18%	18%	18%
其他	16%	8%	37%	46%	67%	67%	67%	67%

资料来源: Wind, 公司公告, 申万宏源研究

4.2 估值: 合理市值约 40.0 亿

首次覆盖, 给予“买入”评级: 预计公司 25-27 年归母净利润分别为 1.22 亿/1.40 亿/1.60 亿, 同比增长 27.4%/14.7%/14.3%, 对应 PE 分别为 23X/20X/18X。

公司随着建发集团入主, 业务协同效果加深, 叠加建发股份自身房地产业务发展, 近两年地产行业下行背景下建发股份拿地强度不减, 2024/2025H1 拿地/销售金额比分别为 44%/77%, 同时根据地产组《好房子的另类破局之道, 引领核心城市五重共振-好房子专题报告系列之三》(2025 年 9 月 10 日外发), 当前我国广义住房需求已经见底, 通过打造好房子新产品、开辟好房子新市场, 并引领核心城市形成五重利好共振、推动核心城市率先筑底改善, 逐步实现由结构带动全局的复苏路径, 在此过程中建发系深度受益, 综合看建发合诚未来几年订单、收入均有较大保障。

公司当前处于发展起步阶段，在手订单多，成长确定性强，同时积极探索业务延伸并购，当前收入、利润体量不能充分展现公司价值，选择 2027 年利润作为估值假设依据，采用 PE 估值法，选择受益推动地产止跌回稳且存在业务延伸布局的深圳瑞捷、华阳国际、上海建科作为可比公司，可比公司 27 年平均 PE 为 25.0X，高于建发合诚。我们认为建发合诚在建发系入主后施工业务得到快速发展，2025 年上半年行业承压背景下依然实现较快利润增长，25H1 收入同比+7.67%，归母净利润同比+32.33%，充分彰显韧性，整体表现好于行业平均，保守假设建发合诚按照 27 年 25.0 倍 PE 计算，对应市值约 40.0 亿，按红利 100 此前两年的年化收益率 2.65%折算，公司 25 年期末市值约 37.9 亿，截至 2025 年 9 月 10 日公司市值 28.3 亿，上涨空间 34%，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值比较表（单位：亿元）

证券简称	证券代码	收盘价 (元/股)	市值	归母净利润				PE			
		2025-9-10	2025-9-10	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
深圳瑞捷	300977.SZ	19.41	30	-0.26	0.45	0.62	0.80	-	66.3	47.8	36.8
华阳国际	002949.SZ	14.24	28	1.25	1.29	1.39	1.44	22.3	21.7	20.1	19.4
上海建科	603153.SH	18.38	75	3.43	3.58	3.77	4.00	22.0	21.0	20.0	18.8
平均								22.1	36.3	29.3	25.0
建发合诚	603909.SH	10.85	28	0.96	1.22	1.40	1.60	29.6	23.2	20.2	20.2

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：可比公司相关财务预测均来自 Wind 一致预测

5. 风险提示

经济恢复不及预期：逆周期调节背景下，经济有望企稳回升，但仍存在不确定性，需持续关注；

新签订单不及预期：公司订单主要来源于建发集团，外部订单不足，需警惕新签订单不及预期风险。

合并利润表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,946	6,609	9,371	10,769	12,194
营业收入	3,946	6,609	9,371	10,769	12,194
营业总成本	3,794	6,423	9,144	10,508	11,900
营业成本	3,596	6,216	8,891	10,231	11,592
税金及附加	15	16	22	25	29
销售费用	25	23	37	43	49
管理费用	122	130	150	162	177
研发费用	36	41	47	54	61
财务费用	0	-2	-4	-6	-7
其他收益	4	5	5	5	5
投资收益	2	6	6	6	6
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	-48	-36	-41	-45	-45
资产减值损失	-10	-3	0	0	0
资产处置收益	-2	1	0	0	0
营业利润	99	158	197	226	259
营业外收支	-2	-3	0	0	0
利润总额	97	154	197	226	259
所得税	17	32	41	47	54
净利润	80	123	157	180	205
少数股东损益	14	27	35	40	46
归母净利润	66	96	122	140	160

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	80	123	157	180	205
加：折旧摊销减值	82	64	50	54	54
财务费用	2	1	-4	-6	-7
非经营损失	-12	-13	-6	-6	-6
营运资本变动	281	284	934	109	318
其它	59	48	-20	-10	-20
经营活动现金流	445	471	1,110	321	544
资本开支	17	14	0	0	0
其它投资现金流	1	6	6	6	6
投资活动现金流	-16	-7	6	6	6
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	-83	0	1	2	0
支付股利、利息	13	21	31	40	46
其它融资现金流	-7	-21	-6	6	7
融资活动现金流	-103	-42	-37	-32	-39
净现金流	326	421	1,079	295	511

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,573	4,207	5,546	6,244	7,164
现金及等价物	651	1,084	2,163	2,458	2,970
应收款项	867	989	1,080	1,142	1,204
存货净额	25	177	198	227	258
合同资产	1,006	1,934	2,082	2,393	2,710
其他流动资产	23	23	23	23	23
长期投资	6	6	6	6	6
固定资产	98	92	83	73	64
无形资产及其他资产	322	312	312	312	312
资产总计	2,998	4,617	5,946	6,635	7,546
流动负债	1,855	3,390	4,604	5,153	5,905
短期借款	9	7	8	10	10
应付款项	1,593	3,046	4,260	4,806	5,558
其它流动负债	254	336	336	336	336
非流动负债	22	12	12	12	12
负债合计	1,878	3,402	4,616	5,165	5,917
股本	261	261	261	261	261
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	121	126	126	126	126
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	30	32	35	38	42
未分配利润	572	645	732	829	940
少数股东权益	127	140	175	215	260
股东权益	1,121	1,215	1,330	1,469	1,629
负债和股东权益合计	2,998	4,617	5,946	6,635	7,546

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swyhsc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swyhsc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。