

行业阶段承压，关注四季度资金与开工节奏

——25年建筑三季报综述

投资要点：

- **营收与盈利阶段承压，四季度有望回暖。**2025Q1-3 申万建筑板块实现营收 5.85 万亿元，同比下降 5.51%；归母净利润 1239 亿元，同比下降 10.06%。25 年前三季度板块整体营收增速较 2024 年同期下滑 0.68pct，而归母净利润增速较上年同期降幅收窄 1.20pct。随着多地重大项目集中开工及专项债、政策性金融工具加快落地（截至 9 月底新增专项债 3.66 万亿元，发改委推动 5000 亿元新工具补充资本金），行业资金环境改善，有望带动四季度板块盈利与景气度回暖。
- **25Q1-3 毛利率短暂承压，现金流边际改善。**2025Q1-3 申万建筑板块毛利率为 9.91%、净利率为 2.61%，同比分别下降 0.09pct 和 0.14pct；摊薄 ROE 为 4.57%，同比下降 0.78pct。25Q1-3 期间费用率升至 5.96%，其中财务费用率同比上升 0.07pct，费用率未有效摊薄叠加净利率下行，对 ROE 表现形成拖累。减值方面，资产及信用减值损失合计 336 亿元，同比下降 6.6%，其中资产减值降幅达 21.8%，阶段性缓解了利润端压力。现金流方面表现改善，经营活动现金净流出 4207 亿元，同比少流出 803 亿元；收现比与付现比分别提升 3.82pct 和 3.30pct。
- **板块分化明显，钢结构逆势增长。**2025Q1-3 申万建筑板块中，除钢结构外其余子板块营收均有下滑，精工钢构凭借海外工业建筑订单增长带动营收同比提升 20.85%。利润端，装修装饰、园林工程与化学工程归母净利润实现正增长，分别同比+51.67%、+46.53% 和 +3.07%，其中园林工程受去年低基数效应影响，化学工程则受新疆煤化工项目拉动。盈利能力方面，除建筑央企外其余子板块毛利率普遍提升；费用端，园林、化学工程与钢结构期间费用控制良好；化学工程信用减值冲回显著，对整体利润形成支撑。
- **央企订单稳健增长，支撑板块基本盘。**2025Q1-3 九大建筑央企营收和归母净利润分别占申万建筑板块的 83.45% 和 83.99%，继续主导行业表现。剔除央企后，板块营收降幅扩大至 -12.37%，但归母净利润降幅收窄至 -5.48%，显示央企对营收形成支撑，但盈利承压更重。25Q1-3 中国化学、电建、能建营收保持增长，能源与化工工程景气延续。订单端表现稳健，央企 2025Q1-3 新签合同总额约 10.5 万亿元，同比增长约 1.31%，铁建、中铁、电建等海外订单增速均超 20%。估值方面，央企整体仍处低位区间，龙头 2025 年 PE 约 5 倍、PB 不足 0.5 倍，具备较高安全边际，盈利修复有望带动估值回升。
- **投资建议：**“十五五”规划纲要发布，自上而下建筑板块围绕重大工程寻找投资机会，自下而上围绕“红利”和“建筑+”布局：1) **红利主线：**在流动性宽松、利率低位背景下，高分红、低估值个股或具备配置价值。公募新规强化“重回报”导向，高股息标的受关注，建议优先选择分红稳定、估值合理的公司，重点推荐江河集团，四川路桥。2) **“建筑+”主线：**政策鼓励并购重组与转型升级，部分企业加速布局新能源、智能制造、数字化建设、运维等新业态。重点关注转型方向清晰、成长性突出的优质标的。
- **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：行业基本面承压，政策与资金共振或支撑四季度回暖	5
1.1. 营收利润阶段承压，四季度有望迎来修复窗口	5
1.2. Q3 毛利率逆势提升，ROE 与净利率仍待修复	6
1.3. 减值损失收窄，现金流表现改善	8
2. 子板块表现分化，园林工程有所修复	11
2.1. 25Q1-3 钢结构逆势增长领跑营收，园林与化学工程利润表现亮眼	11
2.2. 子板块毛利率普遍回升，园林板块修复幅度居前	12
2.3. 园林/化工/钢构/央企费用管控显著，化学工程减值回冲或推动利润提升	13
3. 央企订单延续增长，高分红彰显投资吸引力	17
3.1. 建筑央企利润短期承压，订单优势凸显未来修复潜力	17
3.2. 央企低估值稳健，红利标的凸显股东回报	18
4. 投资建议	19
5. 风险提示	20

图表目录

图表 1: 2021Q1-3-2025Q1-3 建筑行业营收及同比增长率	5
图表 2: 2021Q1-3-2025Q1-3 建筑行业归母净利润及同比增长率	5
图表 3: 2021Q1-2025Q3 建筑行业单季度收入及同比增速	6
图表 4: 2021Q1-2025Q3 建筑行业单季度归母净利润及同比增速	6
图表 5: 2021Q1-3-2025Q1-3 建筑行业毛利率和净利率	7
图表 6: 建筑板块单季度毛利率与净利率	7
图表 7: 2021Q1-3-2025Q1-3 建筑行业摊薄 ROE 走势	7
图表 8: 2021Q1-2025Q3 单季度建筑行业摊薄 ROE 走势	7
图表 9: 2021Q1-3-2025Q1-3 建筑行业三项营运指标	8
图表 10: 2021Q3 末-2025Q3 末建筑板块四项财务数据的同比增速	8
图表 11: 2021Q3 末-2025Q3 末建筑行业资产负债率	8
图表 12: 2021Q1-3-2025Q1-3 建筑行业费用率变化	9
图表 13: 2021Q1-3-2025Q1-3 建筑行业减值损失占收入比重	9
图表 14: 2021Q1-3-2025Q1-3 建筑行业现金流量净额变动趋势	10
图表 15: 2021Q1-3-2025Q1-3 申万建筑行业收现比与付现比	10
图表 16: 25Q1-3 建筑行业各子板块营收增速	11
图表 17: 25Q1-3 建筑行业各子板块归母净利增速	11
图表 18: 21Q1-25Q3 建筑行业各子板块营收增速(1)	12
图表 19: 21Q1-25Q3 建筑行业各子板块营收增速(2)	12
图表 20: 21Q1-25Q3 建筑行业各子板块归母净利增速 (1)	12
图表 21: 21Q1-25Q3 建筑行业各子板块归母净利增速 (2)	12
图表 22: 2024Q1-3、2025Q1-3 建筑行业各子板块毛利率	13
图表 23: 2024Q1-3、2025Q1-3 建筑行业各子板块净利率	13
图表 24: 2024Q1-3、2025Q1-3 建筑行业各子板块期间费用率	13
图表 25: 2024Q1-3、2025Q1-3 建筑行业资产及信用减值损失占收入比重	13
图表 26: 2024Q1-3、2025Q1-3 建筑行业各子板块研发费用率	14
图表 27: 2024Q1-3、2025Q1-3 建筑行业各子板块管理 (不含研发) 费用率	14
图表 28: 2024Q1-3、2025Q1-3 建筑行业各子板块销售费用率	14
图表 29: 2024Q1-3、2025Q1-3 建筑行业各子板块财务费用率	14

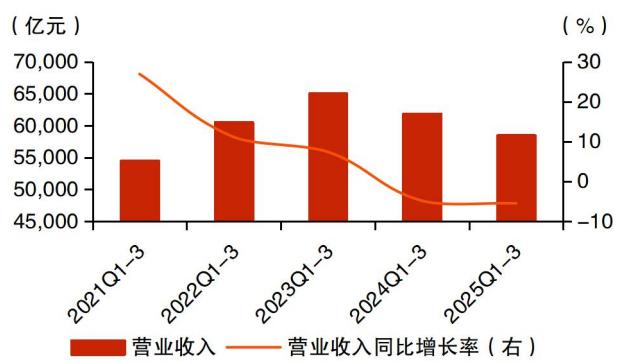
图表 30: 2024Q1-3、2025Q1-3 建筑行业各子板块应收账款及应收票据周转率	15
图表 31: 2024Q1-3、2025Q1-3 建筑行业各子板块总资产周转率	15
图表 32: 2024Q3 末、2025Q3 末建筑行业各子板块资产负债率	16
图表 33: 2024Q3 末、2025Q3 末建筑行业各子板块流动比率	16
图表 34: 2024Q1-3、2025Q1-3 建筑行业各子板块经营净现金/营业收入	16
图表 35: 2024Q1-3、2025Q1-3 建筑行业各子板块投资净现金/营业收入	16
图表 36: 2021Q1-3-2025Q1-3 剔除建筑央企前后营收增速	17
图表 37: 2021Q1-3-2025Q1-3 剔除建筑央企前后归母净利润增速	17
图表 38: 重点建筑公司分红及股息率	18

1. 行业概述：行业基本面承压，政策与资金共振或支撑四季度回暖

1.1. 营收利润阶段承压，四季度有望迎来修复窗口

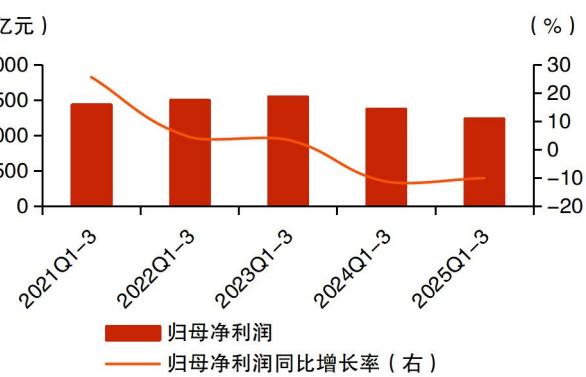
整体盈利有所下滑，四季度有望迎来回暖。2025Q1-3 申万建筑板块实现营业收入 5.85 万亿元，同比下降 5.51%；归母净利润 1239 亿元，同比下降 10.06%。在房地产市场持续低迷与地方债务约束趋紧的背景下，板块整体营收增速较 2024 年同期下滑 0.68pct，而归母净利润增速较上年同期降幅收窄 1.20pct。盈利能力方面，2025 年前三季度归母净利润与营收增速差值为-4.55pct，较 2024 年同期的-6.42pct 显著收窄。进入四季度，全国多地重大项目建设推进节奏明显加快。江苏、广西、安徽、湖北等省份密集召开重大项目开工动员会或建设推进会议，围绕扩大有效投资、加快形成实物工作量、强化来年项目储备等事项进行部署。江苏在 10 月召开全省重大项目建设推进会议，强调“能快则快”推进在建项目施工进度，力争储备项目提前开工；广西于 10 月集中开工 7 个重大交通基础设施项目，总投资规模超过 710 亿元；安徽在 9 月底举行第四批重大项目开工动员会，本批次共启动 587 个项目，总投资规模约 3323.8 亿元；湖北在 10 月召开四季度重大项目建设推进会，提出持续扩大有效投资、提升民间投资活力。资金层面，专项债与政策性金融工具加快落地，截至 9 月 28 日，全国新增专项债发行规模达 3.66 万亿元，国家发改委正推进 5000 亿元新型政策性金融工具补充项目资本金。多地项目加速与资金支持共振，有望带动建筑板块盈利水平与行业景气度在四季度逐步修复。

图表 1：2021Q1-3-2025Q1-3 建筑行业营收及同比增长率



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 2：2021Q1-3-2025Q1-3 建筑行业归母净利润及同比增长率



资料来源：Wind，华源证券研究所

收入 25Q3 下滑环比收窄，利润端 25Q3 延续上半年调整态势。2025Q1 至 Q3 建筑板块单季度收入同比增速分别为-6.35%、-5.71%、-4.61%，降幅持续收窄，显示行业营收边际改善；同期归母净利润同比增速分别为-8.40%、-4.37%、-18.73%，三季度单季下滑幅度扩大，反映在行业整体景气偏弱、资金面趋紧背景下，利润端仍承压。前三季度房地产新开工、施工及竣工面积分别同比下降 18.9%、9.4% 和 15.3%，地产链条持续低迷，行业仍处于

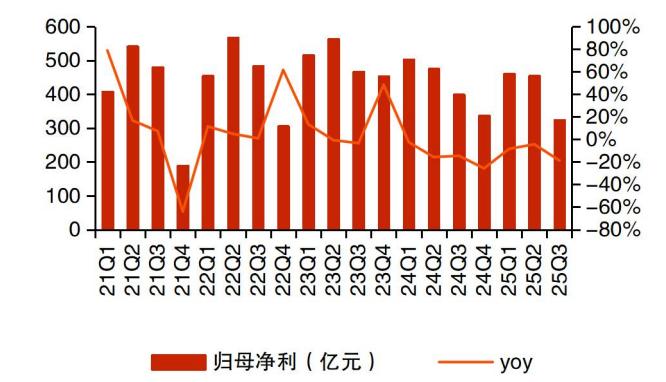
筑底阶段。同期狭义与广义基建投资分别同比增长 1.10% 和 3.34%，其中铁路运输业、水电燃热、水利管理投资分别同比增长 4.20%、15.30%、3.00%，基建领域成为支撑行业的重要力量，水利（如雅鲁藏布江工程）与铁路（如新疆铁路）板块景气度相对较高，或具备结构性机会。

图表 3：2021Q1-2025Q3 建筑行业单季度收入及同比增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 4：2021Q1-2025Q3 建筑行业单季度归母净利润及同比增速

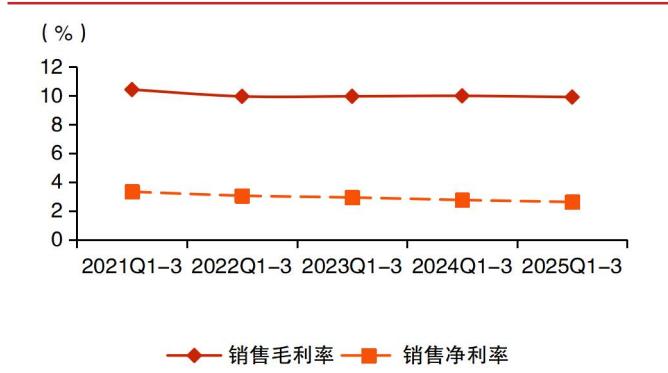


资料来源：Wind，华源证券研究所

1.2. Q3 毛利率逆势提升，ROE 与净利率仍待修复

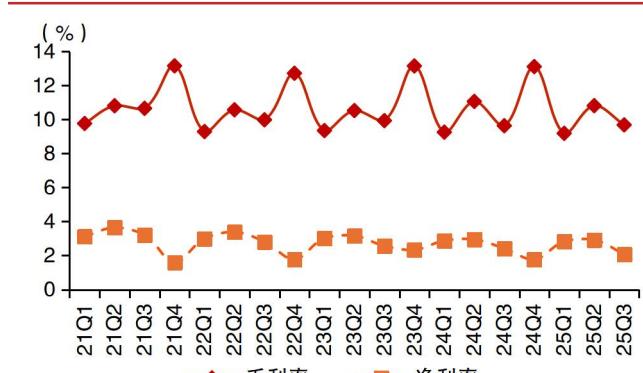
25Q3 毛利率小幅回升，净利率承压拖累 ROE。2025Q1-3 申万建筑板块毛利率为 9.91%，同比微降 0.09pct；净利率为 2.61%，同比下降 0.14pct；摊薄 ROE 为 4.57%，同比下降 0.78pct，净利率下行对股东回报形成拖累。单季度来看，Q3 毛利率为 9.68%，同比小幅上升 0.05pct，但净利率下滑至 2.07%，同比下降 0.35pct；Q3 摊薄 ROE 较上年同期下降 0.35pct 至 1.20%。Q3 毛利率边际改善或反映出企业精细化管理与提质增效成效，但费用率未有效摊薄及减值损失影响使盈利修复受限。展望后续，房建板块或处于底部区间，“好房子”政策有望带动景气回升；水利、铁路等重点方向投资有望持续加码，板块盈利修复空间有望逐步打开。

图表 5: 2021Q1-3-2025Q1-3 建筑行业毛利率和净利率



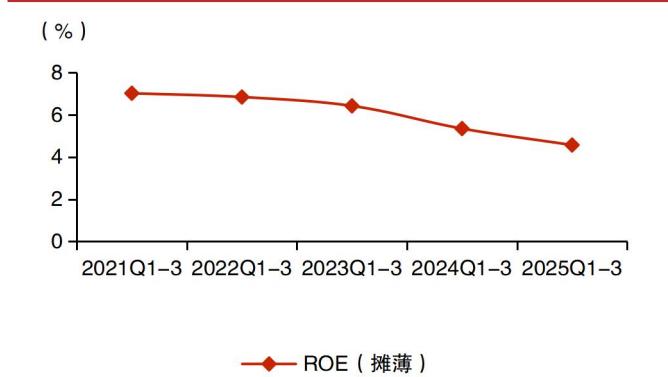
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 6: 建筑板块单季度毛利率与净利率



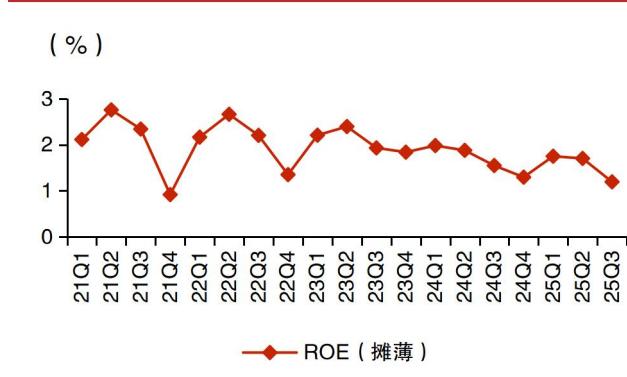
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 7: 2021Q1-3-2025Q1-3 建筑行业摊薄 ROE 走势



资料来源: Wind, 华源证券研究所

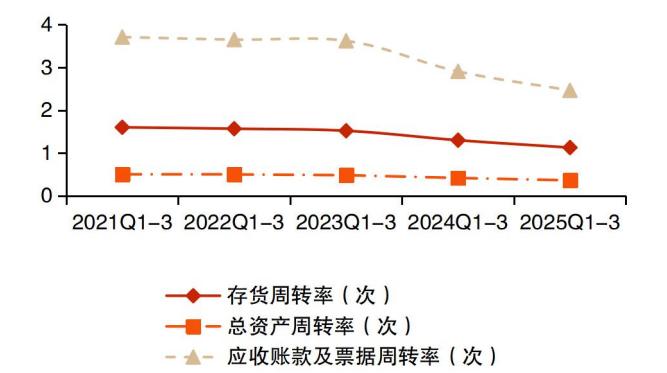
图表 8: 2021Q1-2025Q3 单季度建筑行业摊薄 ROE 走势



资料来源: Wind, 华源证券研究所

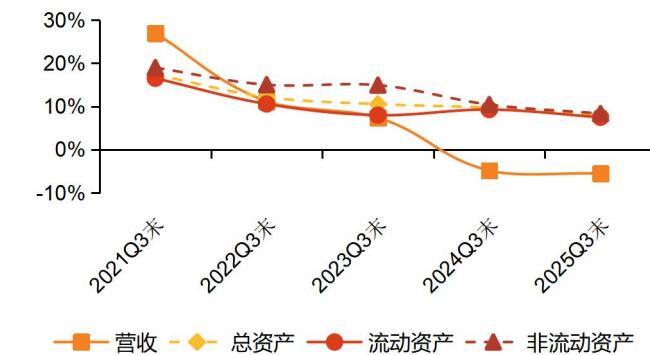
资产扩张快于收入增长，行业周转效率承压。2025Q1-3 建筑板块总资产周转率为 0.36 次，同比下降 0.06 次；应收账款及票据周转率为 2.46 次，同比下降 0.44 次；存货周转率为 1.13 次，同比下降 0.17 次。总资产周转率下滑主要源于收入增速明显滞后于资产扩张——同期板块总资产同比增长 7.82%，而营收同比下降 5.51%。分结构看，25Q3 末流动资产同比增长 7.49%，非流动资产同比增长 8.34%，较 2024Q3 末的 9.28% 和 10.42% 均有所回落。收入下滑叠加应收账款周转放缓，反映经营性回款压力仍存；非流动资产增速虽有放缓，但仍快于流动资产，反映投资类项目支出仍处较高水平。

图表 9：2021Q1-3-2025Q1-3 建筑行业三项营运指标



资料来源：Wind, 华源证券研究所

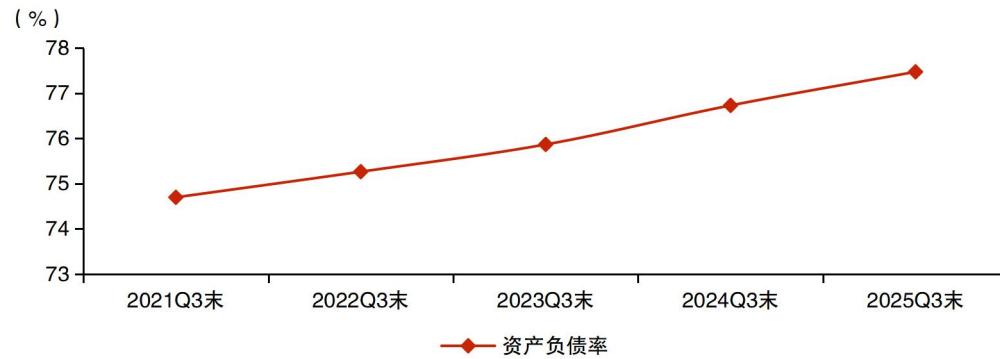
图表 10：2021Q3 末-2025Q3 末建筑板块四项财务数据的同比增速



资料来源：Wind, 华源证券研究所

资产负债率延续上行，行业资金周转压力仍存。2025Q1-3 末申万建筑板块整体资产负债率为 77.47%，同比上升 0.74pct，延续自 2021 年同期以来的上行趋势，显示在营收增长放缓与回款周期延长的背景下，行业总体杠杆水平进一步抬升。资金面趋紧叠加部分企业在建项目支出持续，导致负债端扩张快于资产端。为保障项目施工进度与经营现金流，不少企业加大了短期借款与票据融资力度，推高整体负债率。整体来看，板块仍处高杠杆区间，虽短期有助于维持项目周转与生产稳定，但融资成本上升与资金占用加大，或将对后续盈利修复形成一定约束。

图表 11：2021Q3 末-2025Q3 末建筑行业资产负债率

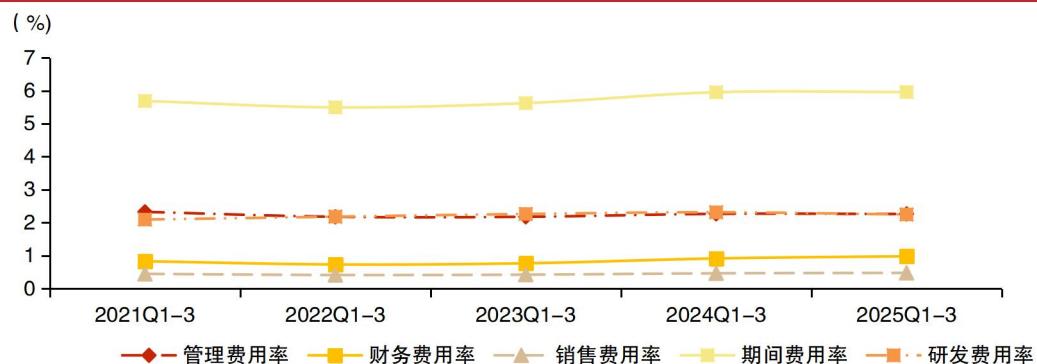


资料来源：Wind, 华源证券研究所

1.3. 减值损失收窄，现金流表现改善

期间费用率小幅上升，财务费用抬升成主要推力。2025Q1-3 申万建筑板块整体期间费用率为 5.96%，同比微增 0.01pct，显示费用端对利润的侵蚀仍在延续。其中，财务费用率为 0.98%，同比上升 0.07pct，是期间费用率抬升的主要来源；销售费用率为 0.47%，同比微增 0.01pct；管理费用率为 2.26%，基本持平；研发费用率为 2.24%，同比下降 0.07pct。

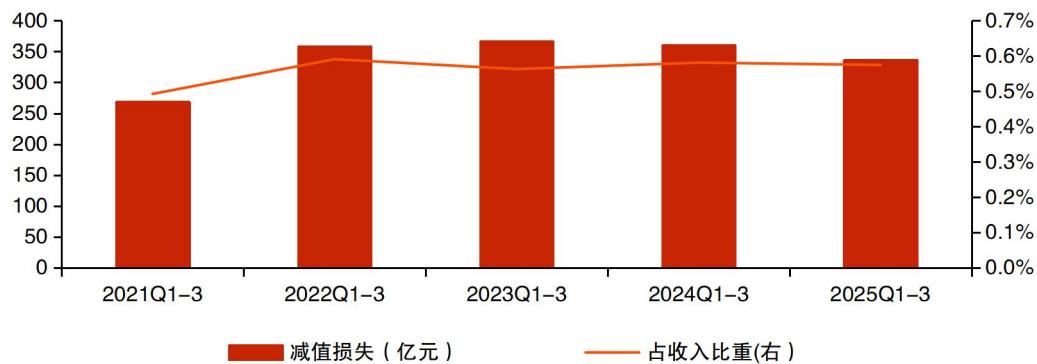
图表 12: 2021Q1-3-2025Q1-3 建筑行业费用率变化



资料来源: Wind, 华源证券研究所

减值损失下降，利润压力有所缓解。2025Q1-3 申万建筑板块资产及信用减值损失合计 336.15 亿元，同比下降 6.58%，占营业收入比重 0.57%，同比减少 0.01pct。分项来看，信用减值损失为 253.26 亿元，同比基本持平 (-0.23%)，占收入比重为 0.43%，较上年同期微增 0.02pct；资产减值损失为 82.89 亿元，同比下降 21.79%，对应收入比重为 0.14%，较上年同期下降 0.03pct。整体来看，资产减值幅度收窄带动减值总额下降，在一定程度上缓解了行业利润端的阶段性压力。

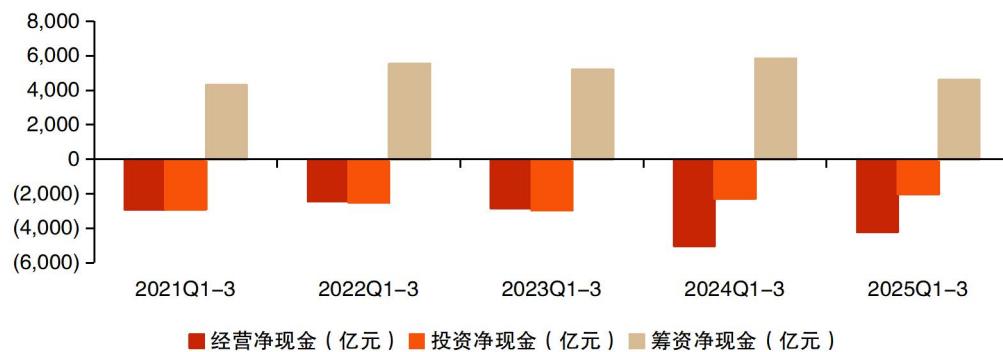
图表 13: 2021Q1-3-2025Q1-3 建筑行业减值损失占收入比重



资料来源: Wind, 华源证券研究所

经营性现金流显著改善，融资活跃度有所下降。2025Q1-3 申万建筑板块经营活动现金净流出 4206.87 亿元，同比少流出 802.85 亿元，较去年同期明显改善。考虑到工程类企业前三季度通常处于资金净支出阶段、四季度则集中回款，预计全年经营性现金流净额有望回正。同期，投资活动现金净流出 2027.98 亿元，同比少流出 254.47 亿元，流出幅度有所收窄。筹资活动方面，净流入 4585.04 亿元，同比减少 1246.86 亿元，显示行业融资活跃度下行，或受融资政策趋紧与经营环境承压影响。

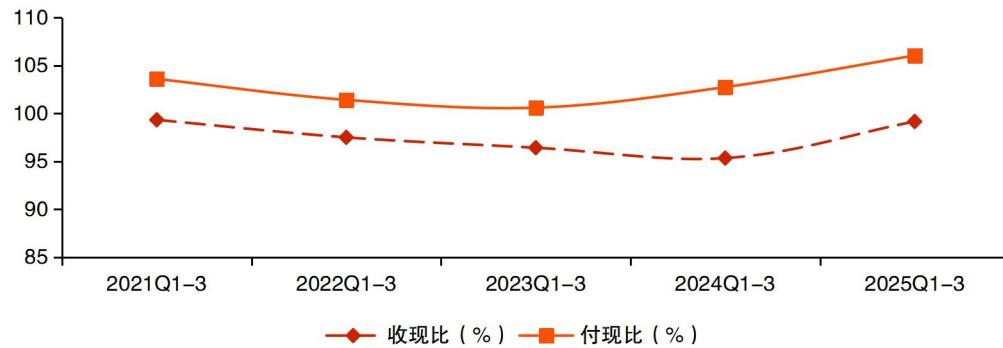
图表 14: 2021Q1-3-2025Q1-3 建筑行业现金流量净额变动趋势



资料来源: Wind, 华源证券研究所

收付现比双升，回款管理强化助力现金流改善。2025Q1-3 申万建筑板块收现比为 99.15%、付现比为 106.04%，同比分别提升 3.82pct 和 3.30pct，整体呈现“双升”态势。收现比上升主要与行业景气偏弱背景下企业强化应收管理与催收力度有关。展望后续，随着地方债务化解持续推进，产业链上下游流动性有望改善，建筑企业收付现效率或将逐步修复，从而缓解资金周转与现金流压力。

图表 15: 2021Q1-3-2025Q1-3 申万建筑行业收现比与付现比



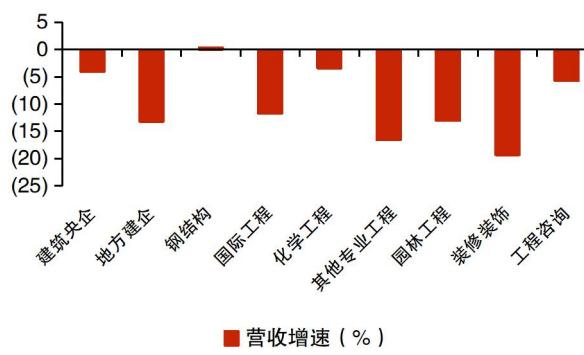
资料来源: Wind, 华源证券研究所

2. 子板块表现分化，园林工程有所修复

2.1. 25Q1-3 钢结构逆势增长领跑营收，园林与化学工程利润表现亮眼

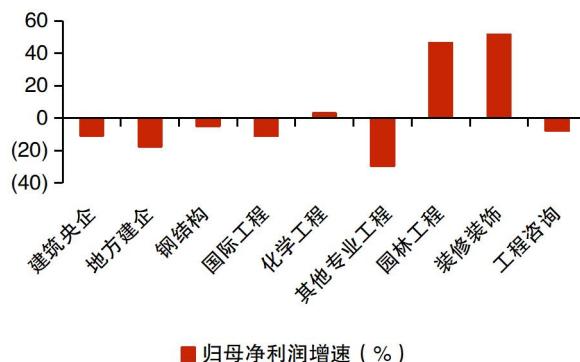
25Q1-3 钢结构营收逆势增长，园林工程及化学工程实现归母净利润正增长。2025Q1-3 申万建筑板块除钢结构外，其余子板块营收均出现下滑。其中，钢结构板块表现亮眼，精工钢构营收同比增长 20.85%，主要得益于公司加快海外工业建筑布局，与多家跨国企业合作承接多个工业基地及厂房建设项目。相比之下，装修装饰（-19.31%）、其他专业工程（-16.56%）及地方建企（-13.18%）收入降幅较大。我们判断，装修装饰板块受房地产市场持续下行拖累，订单与收入同步承压；地方建企则受地方债务化解影响，基建项目开工节奏放缓导致营收下滑。盈利方面，2025Q1-3 仅装修装饰（+51.67%）、园林工程（+46.53%）及化学工程（+3.07%）实现正增长。其中，装修装饰若剔除 ST 公司后归母净利润同比下降 42.43%，实际修复有限；园林工程高增主要受去年低基数效应驱动；化学工程增速则得益于新疆煤化工项目拉动。

图表 16：25Q1-3 建筑行业各子板块营收增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

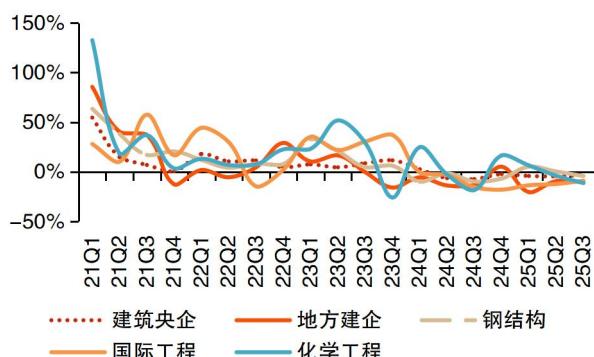
图表 17：25Q1-3 建筑行业各子板块归母净利润增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

Q3 单季各子板块营收增速普遍放缓，建筑央企抗压特征突出。2025Q3 申万建筑板块各细分领域收入整体下滑，行业延续调整态势。其中，建筑央企凭借规模与资金优势抗压能力较强，收入同比下降 3.2%，为九大子板块中降幅最小；钢结构、工程咨询、地方建企、国际工程、化学工程、园林工程、其他专业工程及装修装饰收入分别下降 4.3%、4.53%、10.4%、9.0%、11.4%、14.67%、16.61%、18.08%，反映房地产与地方投资链条相关领域仍承压。

图表 18: 21Q1-25Q3 建筑行业各子板块营收增速(1)



资料来源: Wind, 华源证券研究所

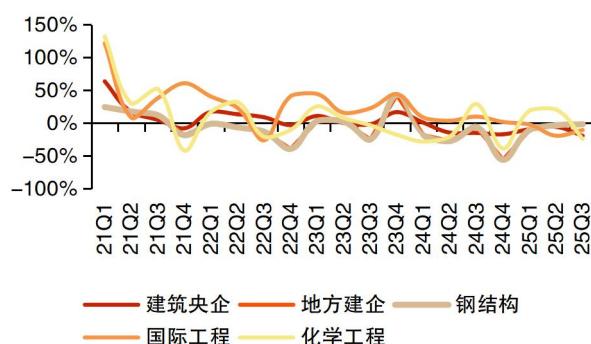
图表 19: 21Q1-25Q3 建筑行业各子板块营收增速(2)



资料来源: Wind, 华源证券研究所

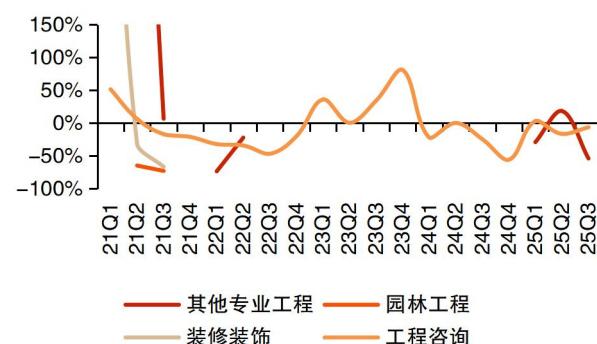
盈利修复节奏不一, Q3 单季钢结构降幅收窄。2025Q3 申万建筑板块内部呈现结构性差异, 其中钢结构板块归母净利润同比下降 1.76%, 降幅较 Q2 的 3.30% 明显收窄, 呈现出一定边际改善; 工程咨询与国际工程板块亦延续修复态势, 单季归母净利润同比降幅分别收窄至 -6.38% 和 -10.55%。相较之下, 建筑央企与地方建企承压加重, 建筑央企 Q3 归母净利润同比下降 19.40%, 地方建企同比下降 27.64%, 较上季度降幅均有所扩大, 显示传统施工板块盈利仍处于低位区间, 整体修复节奏偏慢。

图表 20: 21Q1-25Q3 建筑行业各子板块归母净利增速(1)



资料来源: Wind, 华源证券研究所

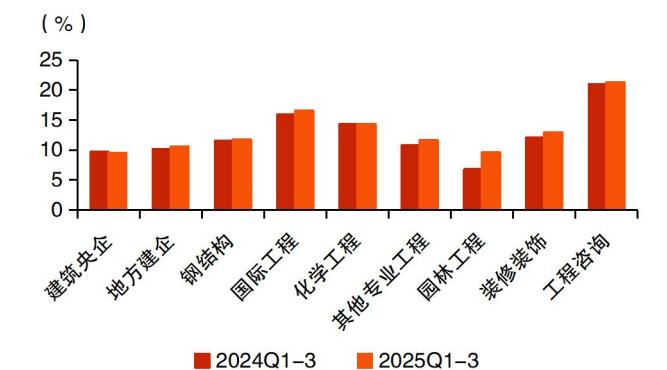
图表 21: 21Q1-25Q3 建筑行业各子板块归母净利增速(2)



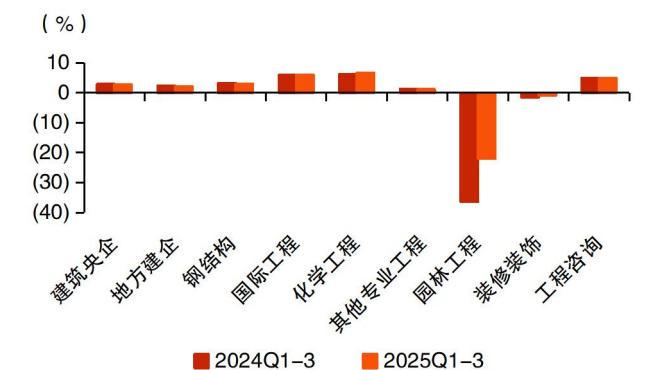
资料来源: Wind, 华源证券研究所

2.2. 子板块毛利率普遍回升, 园林板块修复幅度居前

多数子板块毛利率改善, 园林板块净利率修复最为明显。2025Q1-3 建筑子板块中, 除建筑央企外, 其余板块毛利率同比均有所提升, 其中园林工程、其他专业工程和装修装饰改善最为显著, 分别上升 2.80pct、0.78pct 和 0.78pct 至 9.57%、11.60% 和 12.89%。净利率方面, 建筑央企、地方建企、钢结构、其他专业工程及工程咨询板块同比下滑, 其余子板块则实现提升, 其中园林工程涨幅居前, 同比上升 14.42pct。园林与装修装饰板块毛利率、净利率的同步改善, 一方面或得益于行业出清后竞争格局趋稳, 另一方面或受到去年低基数效应的影响。

图表 22: 2024Q1-3、2025Q1-3 建筑行业各子板块毛利率


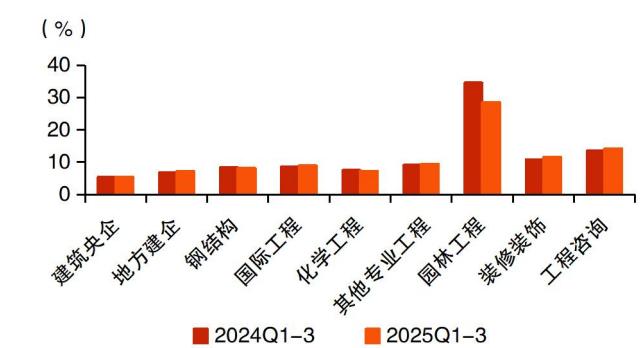
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 23: 2024Q1-3、2025Q1-3 建筑行业各子板块净利润率


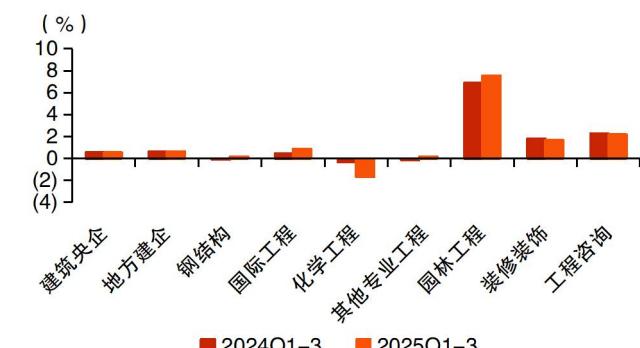
资料来源: Wind, 华源证券研究所

2.3. 园林/化工/钢构/央企费用管控显著，化学工程减值回冲或推动利润提升

费用控制分化，化学工程受信用减值冲回带动利润改善。2025Q1-3 建筑央企、地方建筑、钢结构、国际工程、化学工程、其他专业工程、园林工程、装修装饰及工程咨询的期间费用率分别为 5.45%、7.14%、8.12%、8.91%、7.24%、9.47%、28.55%、11.52% 和 14.17%，同比分别变动 -0.02pct、+0.43pct、-0.23pct、+0.31pct、-0.26pct、+0.37pct、-6.01pct、+0.70pct 和 +0.67pct。园林工程、化学工程、钢结构及建筑央企展现出较强的费用控制能力。减值损失方面，园林工程、国际工程、其他专业工程及钢结构板块减值损失占收入比重同比上升，其余板块则下降或持平，其中化学工程板块减值损失同比大幅下降，主要系信用减值多冲回 1.86 亿元，带动利润端修复。

图表 24: 2024Q1-3、2025Q1-3 建筑行业各子板块期间费用率


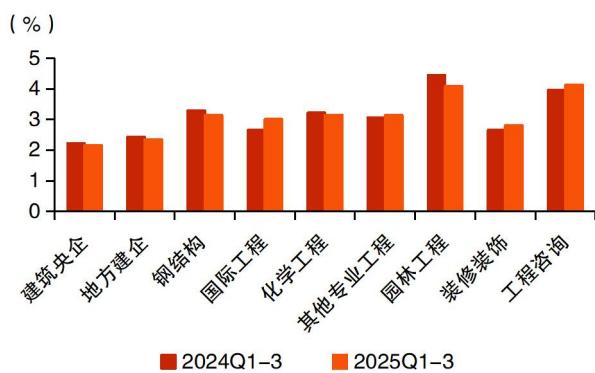
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 25: 2024Q1-3、2025Q1-3 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

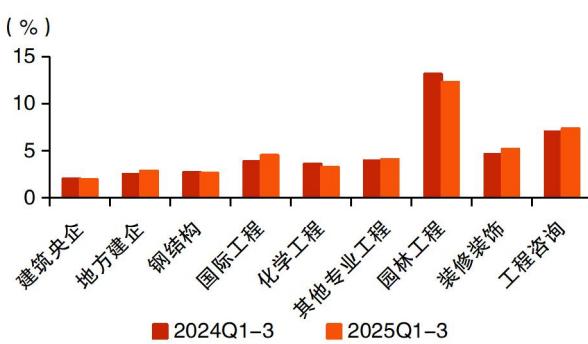
国际工程/工程咨询/装修装饰/其他专业工程研发持续加码创新，园林与化学工程管理较有成效。2025Q1-3 申万建筑板块中，国际工程、工程咨询、装修装饰及其他专业工程研发费用率同比上升，分别增加 0.36pct、0.16pct、0.15pct 和 0.07pct；园林工程和钢结构降幅较大，分别下降 0.37pct 和 0.15pct，其余子板块变动幅度较小。管理费用率（不含研发）方面，国际工程、装修装饰、地方建企、工程咨询及其他专业工程分别同比上升 0.68pct、0.53pct、0.33pct、0.32pct 和 0.14pct；其余板块则下降，其中园林工程与化学工程降幅较大，分别同比下降 0.85pct 和 0.31pct，显示费控有所成效。

图表 26：2024Q1-3、2025Q1-3 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

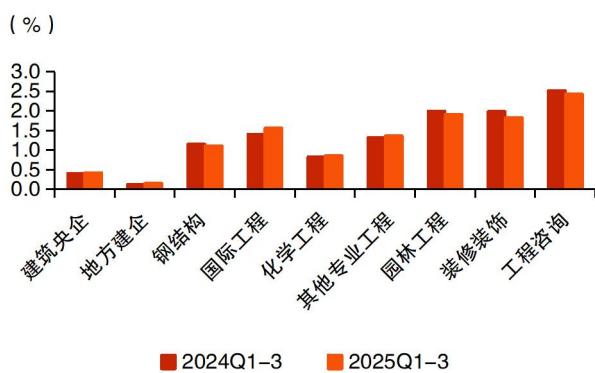
图表 27：2024Q1-3、2025Q1-3 建筑行业各子板块管理（不含研发）费用率



资料来源：Wind，华源证券研究所

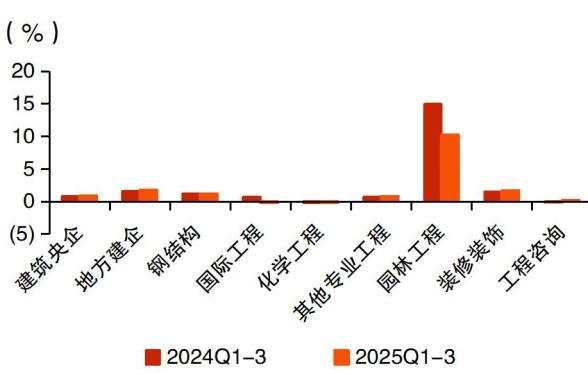
销售费用率整体平稳，园林板块财务费用率显著下降。2025Q1-3 申万建筑板块中，销售费用率方面，装修装饰、园林工程及工程咨询分别同比下降 0.16pct、0.09pct 和 0.08pct，国际工程则上升 0.15pct，其余子板块变动不大。财务费用率大多上升，园林工程同比下降 4.70pct 至 10.24%，或受行业出清后负债规模收缩带动。

图表 28：2024Q1-3、2025Q1-3 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

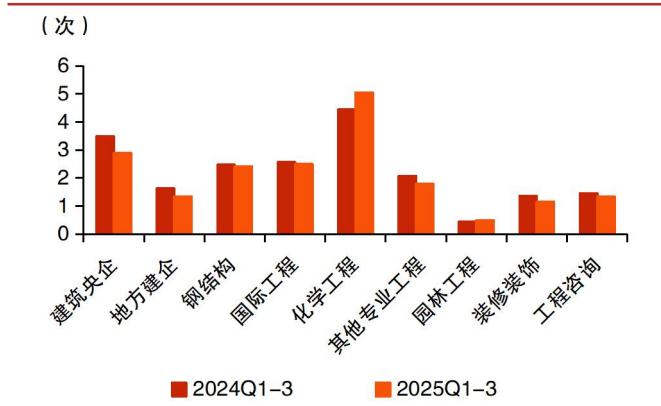
图表 29：2024Q1-3、2025Q1-3 建筑行业各子板块财务费用率



资料来源：Wind，华源证券研究所

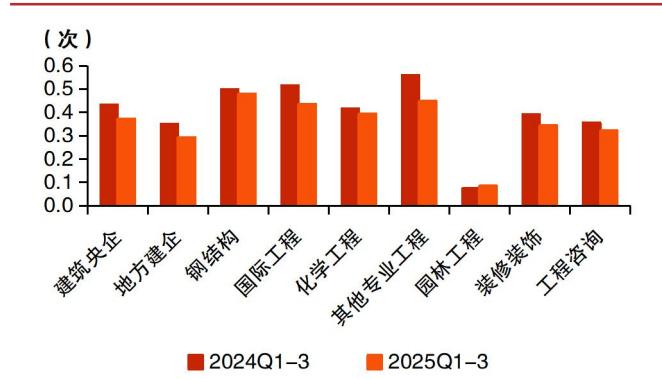
化学与园林板块回款改善，其他专业工程与国际工程资产周转阶段承压。2025Q1-3 申万建筑板块中，应收账款及票据周转率方面，化学工程和园林工程分别同比提升 0.61 次和 0.04 次，回款能力有所改善；建筑央企和地方建企则分别下降 0.60 次和 0.29 次，或受地方债务压力上升、工程款回收放缓影响。总资产周转率方面，仅园林工程小幅提升 (+0.01 次)，其余板块普遍下滑，其中其他专业工程和国际工程降幅较大，分别下降 0.11 次和 0.08 次，反映资产利用效率阶段性承压。

图表 30：2024Q1-3、2025Q1-3 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

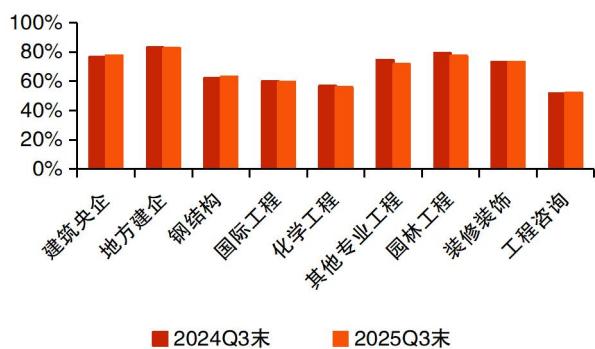
图表 31：2024Q1-3、2025Q1-3 建筑行业各子板块总资产周转率



资料来源：Wind，华源证券研究所

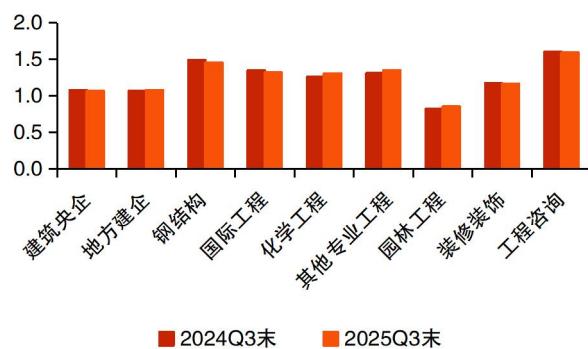
2025Q3 末建筑央企、钢结构和工程咨询板块资产负债率有所上升，流动比率整体保持平稳。相较 2024Q3 末，2025Q3 末建筑子板块中，建筑央企、钢结构及工程咨询资产负债率分别上升 1.04pct、0.82pct 和 0.62pct；其余六个板块普遍下降，其中其他专业工程、园林工程与化学工程降幅较大，分别下降 2.88pct、1.90pct 和 0.77pct，反映部分企业去杠杆趋势逐步显现。流动比率方面，多数板块变动幅度有限，钢结构、国际工程、工程咨询、建筑央企及装修装饰同比小幅回落，短期偿债压力边际上升；其余板块则不同程度提升，行业整体流动性指标呈现温和改善。

图表 32: 2024Q3 末、2025Q3 末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

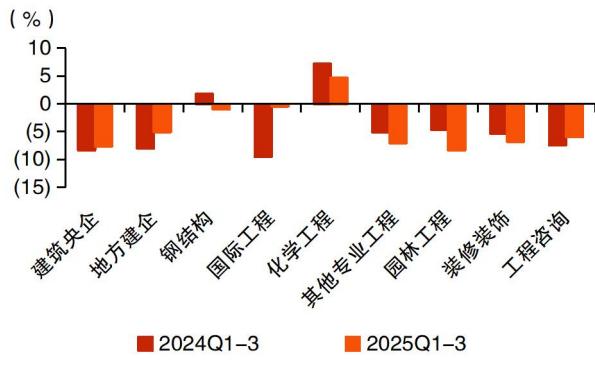
图表 33: 2024Q3 末、2025Q3 末建筑行业各子板块流动比率



资料来源: Wind, 华源证券研究所

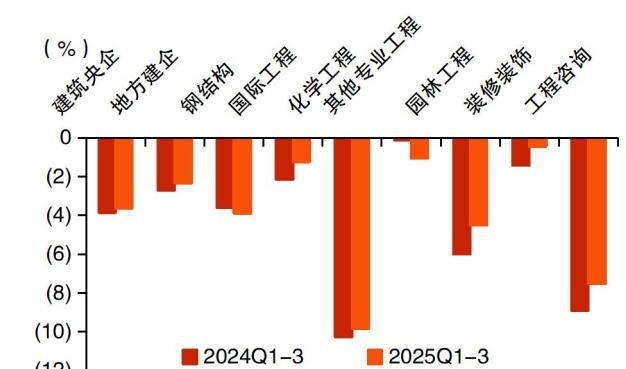
经营性现金流短暂承压，投资性现金流趋于审慎。受行业工程款结算周期影响，建筑企业回款多集中在四季度，2025 年前三季度各子板块普遍呈现经营性现金净流出格局。其中，建筑央企、地方建企、国际工程及工程咨询板块 CFO 净流出占收入比重同比改善，体现这些板块在回款管理与资金调度方面的稳健性；其他板块则同比流出扩大，回款压力仍存。随着四季度回款高峰到来，全年经营性现金流有望修复。投资性现金流 (CFI) 方面，除其他专业工程和钢结构外，多数板块净支出占收入比重同比下降，显示企业投资节奏整体趋于谨慎。

图表 34: 2024Q1-3、2025Q1-3 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 35: 2024Q1-3、2025Q1-3 建筑行业各子板块投资净现金/营业收入



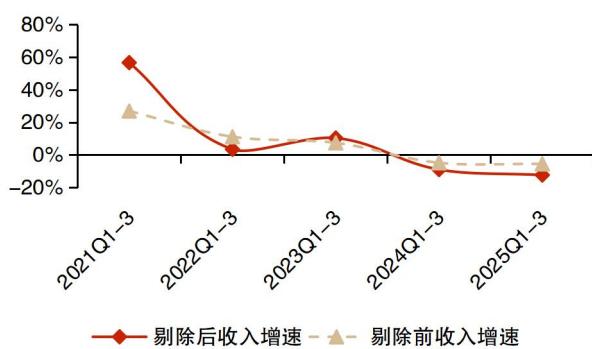
资料来源: Wind, 华源证券研究所

3. 央企订单延续增长，高分红彰显投资吸引力

3.1. 建筑央企利润短期承压，订单优势凸显未来修复潜力

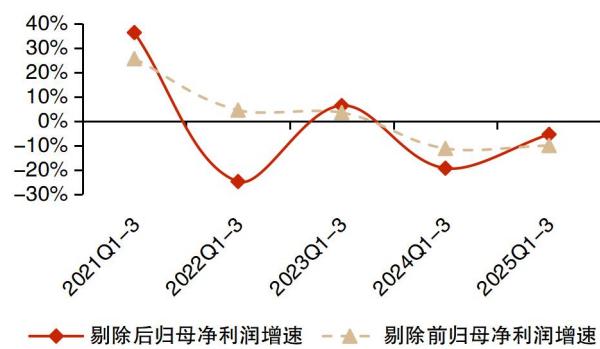
央企支撑板块营收，但利润下滑幅度高于中小企业。2025Q1-3，九大建筑央企合计实现营业收入和归母净利润分别占申万建筑板块的83.45%和83.99%，继续主导行业整体表现。剔除央企后，板块收入与归母净利润同比增速分别为-12.37%和-5.48%，相比剔除前的-5.51%和-10.06%，营收降幅扩大6.86pct，而归母净利润降幅收窄4.58pct。这表明，央企凭借龙头优势在营收端对板块形成显著支撑，但其利润下滑幅度高于中小企业，显示央企盈利承压更为明显。进一步对比2025Q1-3数据，剔除央企后板块收入增速较上年同期下降3.36pct，业绩增速则回升13.89pct（2024Q1-3分别为-9.02%、-19.37%），反映出非央企盈利端边际修复，而板块分化趋势持续加深。

图表36：2021Q1-3-2025Q1-3剔除建筑央企前后营收增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表37：2021Q1-3-2025Q1-3剔除建筑央企前后归母净利润增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

央企营收整体稳健，单三季度业绩有所承压。2025Q1-3九大建筑央企整体运行保持相对稳健，其中中国化学（+1.15%）、中国电建（+2.99%）与中国能建（+9.62%）收入实现正增长，能源与化工工程领域延续较好景气。归母净利润方面，25Q1-3仅中国化学实现增长（+10.28%），其余央企整体有所下滑，其中中国中冶（-41.88%）与中国核建（-23.96%）降幅较大，主要受减值损失及费用端扰动影响。单三季度来看，收入方面，中国化学（+4.32%）、中国电建（+3.84%）及中国能建（+10.48%）继续保持增长，其余央企同比下降，其中中冶（-14.25%）与核建（-15.78%）降幅相对较多。归母净利润仅中国化学（+13.21%）与中国铁建（+8.34%）实现同比增长，而能建（-56.92%）、中冶（-67.52%）、核建（-38.25%）单季波动较大。整体来看，央企凭借规模与订单优势整体营收保持平稳，但利润端分化有所加剧，能源与化工工程类企业表现相对稳健。

新签订单稳中有升，海外业务保持较高景气。2025Q1-3九大建筑央企合计新签订单规模约10.53万亿元，同比小幅增长（+1.31%），显示央企订单获取能力仍具韧性。分企业看，中国建筑（+1.7%）、中国中铁（+3.7%）、中国铁建（+3.1%）及中国交建（+4.6%）保持稳健增长，

体现基建龙头的持续竞争力；中国能建(+0.4%)、中国电建(+5.0%)与中国核建(+5.8%)受益于能源、电力及核能投资回暖；中国化学(+0.2%)基本持平，中冶(-14.7%)略有回落。海外业务方面，央企整体延续增长态势，部分企业表现突出。25Q1-3 中国铁建境外新签订单同比大幅增长 94.52%，中国中铁(+35.20%)、中国电建(+21.45%)、中国能建(+12.67%)和中国中冶(+10.10%)亦保持两位数增幅，主要受“一带一路”沿线重点工程及能源基础设施项目拉动；中国交建(+7.13%)增长平稳。整体来看，央企凭借完善的海外组织体系与工程执行能力，正持续受益于国际市场高景气度，海外业务已成为支撑订单增长与结构优化的重要动力。

3.2. 央企低估值稳健，红利标的凸显股东回报

央企估值低位稳健，高分红凸显现金回报价值。截至 2025 年 11 月 17 日，建筑央企整体维持低估值区间，根据 wind 一致预期，中国建筑、中国中铁、中国铁建等龙头公司 2025 年 PE 普遍仅 5 倍左右，PB 不足 0.5 倍。地方建企中，四川路桥依托区域基建订单保障，2025 年分红比例预计达到 60%，股息率高达 5.8%，在行业内处于领先地位；安徽建工、隧道股份等亦或将维持 30% - 35% 的分红比例，股东回报水平较高。装修装饰板块中，江河集团尤为突出，2025 年分红比例预计 80%，股息率达到 5.8%，显著高于板块均值。

图表 38：重点建筑公司分红及股息率

行业板块	证券代码	公司简称	市值 (亿元) 2025/11/17	归母净利润 (亿元)			PE 2024	PE 2025E	PE 2026E	PB 2024	PB 2025E	PB 2026E	分红比例			股息率 2024	股息率 2025E	股息率 2026E	
				2024	2025E	2026E							2024	2025E	2026E				
建筑央企	601668.SH	中国建筑	2219	462	474	489	5	5	5	0.46	24%	24%	24%	5.1%	5.2%	5.3%			
	601390.SH	中国中铁	1390	279	262	267	5	5	5	0.44	16%	16%	16%	3.2%	3.0%	3.0%			
	601186.SH	中国铁建	1074	222	216	221	5	5	5	0.39	18%	15%	15%	3.8%	3.0%	3.1%			
	601800.SH	中国交建	1421	239	227	235	6	6	6	0.48	21%	10%	-	3.5%	1.6%	-			
	601669.SH	中国电建	975	120	120	127	8	8	8	0.68	18%	30%	30%	2.2%	3.7%	3.9%			
	601868.SH	中国能建	1009	84	90	98	12	11	10	0.92	19%	19%	19%	1.6%	1.7%	1.9%			
	601117.SH	中国化学	481	57	63	69	8	8	7	0.73	20%	20%	20%	2.4%	2.6%	2.8%			
	601618.SH	中国中冶	694	67	60	65	10	12	11	0.66	17%	15%	-	1.7%	1.3%	-			
	601611.SH	中国核建	366	21	21	24	18	17	15	1.68	14%	14%	14%	0.8%	0.8%	0.9%			
地方建企	600170.SH	上海建工	264	22	22	23	12	12	12	0.84	25%	25%	25%	2.0%	2.0%	2.1%			
	002061.SZ	浙江交科	114	13	13	15	9	9	8	0.73	25%	30%	-	2.9%	3.5%	-			
	600039.SH	四川路桥	832	72	80	88	12	10	10	1.68	50%	60%	60%	4.3%	5.8%	6.3%			
	600502.SH	安徽建工	83	13	13	14	6	7	6	0.75	34%	34%	34%	5.6%	5.2%	5.6%			
	600820.SH	隧道股份	207	28	30	31	7	7	7	0.67	35%	35%	35%	4.9%	5.1%	5.4%			
国际工程	000065.SZ	北方国际	124	10	9	11	12	13	11	1.22	15%	30%	30%	1.3%	2.2%	2.7%			
	000928.SZ	中钢国际	92	8	8	9	11	11	10	1.09	51%	40%	-	4.6%	3.5%	-			
	002051.SZ	中工国际	106	4	3	4	29	31	28	0.92	43%	40%	40%	1.5%	1.3%	1.4%			
	600970.SH	中材国际	244	30	31	33	8	8	7	1.10	40%	40%	40%	4.9%	5.1%	5.4%			
钢结构	002541.SZ	鸿路钢构	122	8	8	9	16	16	14	1.28	32%	30%	30%	2.0%	1.8%	2.1%			
	600496.SH	精工钢构	85	5	6	7	17	14	12	0.93	31%	30%	30%	1.9%	2.2%	2.5%			
化学工程	002140.SZ	东华科技	85	4	5	6	21	17	15	1.84	26%	26%	26%	1.2%	1.5%	1.7%			
	002469.SZ	三维化学	59	3	3	4	22	19	14	2.24	99%	30%	30%	4.4%	1.6%	2.1%			
	605167.SH	利柏特	49	2	2	3	20	21	18	2.47	21%	30%	30%	1.0%	1.4%	1.6%			
工程咨询	003013.SZ	地铁设计	65	5	6	6	13	11	11	2.2	40%	30%	30%	3.0%	2.7%	2.8%			
	301058.SZ	中粮科工	59	2	3	3	25	22	18	2.7	33%	33%	33%	1.3%	1.5%	1.8%			
其他专业工程	000032.SZ	深桑达A	224	3	4	6	68	51	39	3.7	41%	30%	-	0.6%	0.6%	-			
	601133.SH	柏诚股份	68	2	2	2	32	31	28	2.3	55%	55%	55%	1.7%	1.7%	1.9%			
	603163.SH	圣晖集成	43	1	1	2	37	30	23	3.8	66%	66%	66%	1.8%	2.2%	2.9%			
	603929.SH	亚翔集成	113	6	7	9	18	17	13	6.0	34%	34%	34%	1.9%	2.0%	2.6%			
	605598.SH	上海港湾	101	1	1	2	109	71	55	5.5	30%	30%	30%	0.3%	0.4%	0.5%			
装修装饰	002081.SZ	金螳螂	92	5	5	6	17	17	16	0.7	49%	49%	49%	2.9%	2.8%	3.0%			
	601886.SH	江河集团	95	6	7	7	15	14	13	1.3	98%	80%	80%	6.6%	5.8%	6.2%			

资料来源：Wind，华源证券研究所

注：

- 1) 时间截至 2025/11/17；
- 2) 2025-2026 年分红比例沿用 2024 年数据或公告发布的股东回报计划；
- 3) 25-26 年归母净利润、PB 取 wind 一致预期。

4. 投资建议

2025年以来，宏观层面延续积极财政与稳健货币的组合政策，特别国债与地方专项债加快发行落地，重大工程加快开工建设，基建投资保持相对韧性。雅江水电站、新藏铁路等标志性工程的启动不仅加快了资金转化为实际建设，也为建筑行业注入了增量需求。

投资主线一：红利价值与股东回报

在利率低位与流动性宽松的背景下，高股息资产的配置价值持续提升。建筑板块整体估值处于低位，央企龙头具备稳健盈利与安全边际，地方建企和部分装饰企业则以稳定分红和现金回报突显优势。随着公募新规强化“重回报”导向，高股息标的有望进一步获得资金青睐。重点推荐具备红利优势和分红稳定性的四川路桥、江河集团。

投资主线二：“建筑+”转型与新业态拓展

政策端持续推动产业升级和结构调整，建筑企业加快向新能源、智能制造、数字化建造及运维等新兴领域延伸，逐步形成“建筑+”模式。该趋势不仅有助于打破行业的传统周期属性，也有望为企业带来成长性与估值提升的双重空间。部分龙头公司已通过业务多元化、管理数字化和投建一体化探索，逐步实现从单一施工向综合服务提供商的转型。展望未来，“建筑+”方向有望成为板块中长期成长的重要来源，为投资者提供防御之外的进攻型配置思路。

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。