

安徽建工 (600502.SH)

Q4 业绩高增超预期, “投建运” 一体化优势显著

核心观点:

- **安徽建工发布 2025 年报。**2025 年, 公司实现营业收入 831.98 亿元, 同比-13.8%; 归母净利润 15.26 亿元, 同比+13.5%。其中, Q4 单季度实现营业收入 381.72 亿元, 同比-10.3%; 归母净利润 7.17 亿元, 同比+87.3%, Q4 业绩高增。2026 年, 公司力争实现营业收入 900 亿元, 同比增长 8.18%, 利润总额 33.85 亿元, 同比增长 10.05%。
- **盈利水平提升, 经营性现金流改善, 股息率优异。**盈利能力方面, 2025 年, 公司整体毛利率 14.80%, 同比+2.40pct; 期间费用率 5.58%, 同比+0.75pct。归母净利率 1.83%, 同比+0.44pct; 扣非归母净利润 13.75 亿元, 同比+9.3%。**现金流方面**, 2025 年, 公司经营性现金流净流入 12.88 亿元, 同比+6.0%。其中, 2025Q4 经营性现金流净流入 32.55 亿元, 同比少流入 32.15 亿元。25 年分红率达 30.38%, 对应 4 月 7 日最新收盘价股息率约为 5%, 股息率优异。
- **“投建运” 一体化优势显著, 成立低空科技公司加强低空领域布局。**订单方面, 根据公司经营数据公告, 25 年, 公司新签订单 1665 亿元, 同比+5.9%。截至 25 年末, 在手订单 1076 亿元, 同比-5.4%。分业务看, 基建工程和投资新签订单 1225 亿元, 同比+2.5%; 房建工程新签订单 400.8 亿元, 同比+12.8%。公司受益于区域经济发展和长三角一体化战略, 以及“投建运” 转型带来的高质量增长和新兴产业的增长。此外, 公司于 2025 年 12 月与合肥市属企业合资成立低空科技公司, 围绕低空产业投资、基础设施建设等领域进行前瞻性布局。
- **盈利预测及投资建议。**预计公司 26-28 年归母净利润分别为 16.78/18.38/20.03 亿元, 参考可比公司, 考虑到公司股息率较高且业绩增速较快, 给予公司 26 年 7 倍 PE, 对应合理价值 6.84 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新签订单不及预期; 订单执行不及预期; 新业务不及预期。

盈利预测:

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	96,502	83,198	87,796	92,066	96,491
增长率 (%)	5.8%	-13.8%	5.5%	4.9%	4.8%
EBITDA	7,369	7,649	8,034	8,453	8,808
归母净利润	1,345	1,526	1,678	1,838	2,003
增长率 (%)	-13.4%	13.5%	10.0%	9.6%	9.0%
EPS (元/股)	0.78	0.89	0.98	1.07	1.17
市盈率 (P/E)	6.1	5.3	5.5	5.0	4.6
ROE (%)	8.7%	8.0%	9.4%	9.6%	9.8%
EV/EBITDA	6.8	8.3	7.9	7.4	6.9

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

5.38 元

合理价值

6.84 元

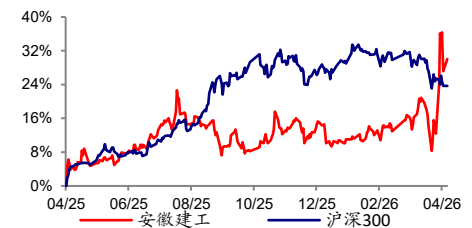
前次评级

买入

报告日期

2026-04-08

相对市场表现


分析师:

耿鹏智



SAC 执证号: S0260524010001



021-38003620



gengpengzhi@gf.com.cn

分析师:

尉凯旋



SAC 执证号: S0260520070006



021-38003576



yukaixuan@gf.com.cn

分析师:

谢璐



SAC 执证号: S0260514080004

SFC CE No. BMB592



021-38003688



xielu@gf.com.cn

请注意, 耿鹏智, 尉凯旋并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

一、盈利预测

基建投资与工程业务为公司核心主营业务。公司作为安徽省基建龙头，深度受益于长三角一体化发展战略落地，以及省内交通市政、水利能源等重点领域基建需求持续释放，依托“投建运”一体化全产业链优势持续巩固核心竞争力。2025年公司基建工程新签合同额和在手合同额分别为1626亿元和1167亿元，我们预计2026-2028年公司新签合同规模将保持稳健增长，在手订单储备维持充裕，订单转化效率持续优化，带动基建投资与工程业务营收稳步增长，预计2026-2028年基建投资与工程业务营业收入分别为725亿元、772亿元、821亿元；同时考虑到公司高毛利投建运项目占比持续提升，业务结构不断优化，预计毛利率稳定在13.5%左右逐渐小幅提升。

其他业务方面，预计2026-2028年公司**房地产开发业务**营收分别为49亿元、44亿元、40亿元，每年同比-10%，毛利率稳定在9.5%；**其他主营业务**营业收入稳定在80亿元，毛利率稳定在8%；**其他业务**营业收入稳定在23亿元，毛利率稳定在90%。

表1: 公司业务拆分预测表

报告期	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	96,502	83,198	87,796	92,066	96,491
增长率	5.76%	-13.79%	5.53%	4.86%	4.81%
平均毛利率	12.40%	14.80%	14.82%	14.86%	14.82%
基建投资与工程业务					
收入	76344	67316	72462	77226	82096
YoY	7%	-12%	8%	7%	6%
毛利	7926	9098	9,782	10,503	11,165
毛利率	10.4%	13.5%	13.5%	13.6%	13.6%
—新签合同情况					
新签合同额	155077	162608	169112	174186	182895
YoY	2.7%	4.9%	4%	3%	5%
实际在手订单	111004	116728	121626	124594	128474
理论在手订单	198872	206296	213378	218585	225393
在手订单调整系数	56%	57%	57%	57%	57%
在手订单转化率	39%	35%	36%	37%	38%
房地产开发					
收入	6519	5488	4939	4445	4001
增长率	-9%	-16%	-10%	-10%	-10%
毛利	482	510	469	422	380
毛利率	7.4%	9.3%	9.5%	9.5%	9.5%
其他主营业务					
收入	10846	8048	8048	8048	8048
增长率	9.9%	-25.8%	0%	0%	0%
毛利	1,245	611	644	644	644

毛利率	11.5%	7.6%	8%	8%	8%
其他业务					
收入	2793	2346	2346	2346	2346
增长率	8.0%	-16.0%	0%	0%	0%
毛利	2,310	2,098	2,112	2,112	2,112
毛利率	82.7%	89.4%	90%	90%	90%

资料来源：公司年报、广发证券发展研究中心

我们结合公司各业务板块订单落地节奏、经营规划与行业发展趋势，预测2026-2028年公司营业收入分别为878亿元、921亿元、965亿元，同比分别增长5.5%、4.9%、4.8%；归母净利润分别为16.78/18.38/20.03亿元，同比分别增长10.0%、9.6%、9.0%。参考同行业可比公司估值水平，国内主流的地方国企施工企业包括四川路桥、山东路桥以及隧道股份，其中四川路桥分红率最高（60%），隧道股份分红率较高，与公司接近，而山东路桥分红率较低且整体增速较慢，对应估值较低。安徽建工与隧道股份分红率及股息率接近，自身业绩增速更快，参考可比公司估值，给予公司2026年7倍PE，对应合理价值6.84元/股，维持“买入”评级。

表2：可比公司估值表(2026.04.07)

股票代码	公司简称	股价(元)	EPS		PE		PE(TTM) (倍)	PB(倍)
			2025E	2026E	2025E	2026E		
600039.SH	四川路桥	9.49	0.93	1.01	10.26	9.37	10.67	1.67
000498.SZ	山东路桥	5.60	1.57	1.61	3.57	3.48	3.82	0.55
600820.SH	隧道股份	6.05	0.91	0.96	6.63	6.30	7.46	0.62

资料来源：公司年报、广发证券发展研究中心

注释：EPS 预测数据均来自于 Wind 一致预期

二、风险提示

1. 受宏观环境影响，新签订单不及预期。
2. 公司目前在手订单充足，但收入出现下滑，未来存在订单执行不及预期可能性。
3. 低空经济等新业务不及预期。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	129,691	135,190	142,873	152,465	160,807
货币资金	18,410	20,547	23,000	27,054	30,078
应收及预付	85,834	91,889	96,239	100,937	105,789
存货	12,444	8,528	8,998	9,431	9,888
其他	13,003	14,227	14,635	15,044	15,052
非流动资产总额	72,288	93,177	93,249	93,368	93,510
长期股权投资	1,311	1,828	1,828	1,828	1,828
固定资产	4,758	6,075	5,958	5,834	5,703
在建工程	994	517	547	617	717
使用权资产	88	83	102	135	168
无形资产	814	9,717	9,857	9,997	10,137
其他	64,322	74,957	74,957	74,957	74,957
资产总额	201,979	228,367	236,122	245,833	254,317
流动负债总额	129,017	137,606	142,910	147,498	153,668
短期借款	16,634	19,340	17,568	17,530	18,822
应付及预收	84,251	88,954	96,030	100,655	105,533
其他	28,132	29,312	29,312	29,312	29,312
非流动负债总额	45,725	59,911	62,923	65,923	65,923
长期借款	41,409	53,508	56,508	59,508	59,508
应付债券	2,400	3,500	3,500	3,500	3,500
其他	1,916	2,904	2,915	2,915	2,915
负债总额	174,742	197,517	205,833	213,421	219,591
股本	1,717	1,717	1,717	1,717	1,717
其他	13,732	17,385	16,060	17,347	18,749
归母权益合计	15,448	19,102	17,777	19,063	20,466
少数股东权益	11,789	11,748	12,512	13,349	14,260
负债和股东权益	201,979	228,367	236,122	245,833	254,317

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	96,502	83,198	87,796	92,066	96,491
营业成本	84,539	70,881	74,789	78,385	82,190
营业税金及附加	303	333	351	369	386
销售费用	273	271	285	299	314
管理费用	2,366	2,548	2,688	2,819	2,955
研发费用	2,145	1,953	2,061	2,161	2,265
财务费用	2,018	1,823	2,018	2,130	2,300
资产信用减值损失	-2,364	-2,423	-2,376	-2,357	-2,207
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	84	22	22	22	22
营业利润	2,622	3,051	3,311	3,629	3,958
营业外收支	30	25	25	25	25
利润总额	2,651	3,076	3,336	3,654	3,983
所得税费用	622	856	894	979	1,067
合并净利润	2,029	2,220	2,442	2,675	2,915
少数股东损益	684	694	764	837	912
归母净利润	1,345	1,526	1,678	1,838	2,003
EPS (元/股)	0.78	0.89	0.98	1.07	1.17

现金流量表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	1,215	1,288	7,756	5,292	5,860
合并净利润	2,029	2,220	2,442	2,675	2,915
折旧摊销	471	400	377	384	391
营运资金变动	-5,504	-5,361	-254	-3,032	-2,640
其他	0	0	-200	-200	0
投资活动现金流净额	-9,918	-13,113	1,747	-693	-493
资本性开支	-9,559	-13,009	-525	-540	-540
投资	-798	-627	0	0	0
其他	439	523	2,272	-153	47
融资活动现金流净额	11,052	13,707	-4,625	-545	-2,343
股本融资	3,448	4,360	0	0	0
债权融资	10,760	15,088	1,241	2,962	1,292
股利分配与偿付利息	-3,100	-3,471	-3,366	-3,507	-3,635
其他	-56	-2,270	-2,500	0	0
现金净增加额	2,349	1,871	4,878	4,054	3,024
期初现金余额	13,902	16,251	18,122	23,000	27,054
期末现金余额	16,251	18,122	23,000	27,054	30,078

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	5.8%	-13.8%	5.5%	4.9%	4.8%
营业利润增长率	0.1%	16.4%	8.5%	9.6%	9.0%
归母净利增长率	-13.4%	13.5%	10.0%	9.6%	9.0%
获利能力					
毛利率	12.4%	14.8%	14.8%	14.9%	14.8%
净利率	2.1%	2.7%	2.8%	2.9%	3.0%
ROE	8.7%	8.0%	9.4%	9.6%	9.8%
偿债能力					
资产负债率	86.5%	86.5%	87.2%	86.8%	86.3%
有息负债率	29.9%	33.4%	32.9%	32.8%	32.2%
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
利息保障倍数	2.9	3.4	2.7	2.7	2.8
营运能力					
应收账款周转率	1.9	1.6	1.6	1.6	1.6
存货周转率	6.8	8.3	8.3	8.3	8.3
应付账款周转率	1.3	1.0	1.0	1.0	1.0
每股指标					
每股收益	0.78	0.89	0.98	1.07	1.17
每股净资产	9.00	11.13	10.36	11.11	11.92
每股经营现金流	0.71	0.75	4.52	3.08	3.41
估值比率					
PE	6.1	5.3	5.5	5.0	4.6
PB	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.8	8.3	7.9	7.4	6.9

广发建筑行业研究小组

耿鹏智：首席分析师，东南大学工学硕士，一级建造师、注册咨询工程师（投资），2024年加入广发证券发展研究中心。

尉凯旋：资深分析师，复旦大学金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

张子峻：高级研究员，香港中文大学（深圳）会计学硕士，北京理工大学会计学学士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。