

中国建筑 (601668.SH)

减值风险加速释放致业绩承压，分红总额延续提升

减值损失增多致业绩承压。2025 公司实现营业总收入 20821 亿元，同降 5%；实现归母净利润 391 亿元，同降 15%，扣非归母净利润 319 亿元，同降 23%，扣非降幅大于归母主要受减值转回与营业外收支影响；Q4 单季营收/业绩分别为 5239/8.9 亿元，同降 7%/86%，符合预期，业绩降幅较大主要受减值计提增多影响。分业务看，房建/基建/地产业务分别实现营收 12342/5432/2844 亿元，同降 7%/1%/7%。**分地区看**，全年境内/境外分别实现营收 19404/1417 亿元，同比-6%/+19%，境外业务增势较好。

Q4 毛利率有所提升，全年经营性现金流持续改善。2025 年公司综合毛利率 9.9%，同比+0.04pct (Q4 单季同比+0.56pct)，其中房建/基建/地产业务毛利率分别同比+1/-0.1/-2.9pct，房建业务盈利能力提升带动整体毛利率小幅改善。期间费用率为 5%，同比+0.07pct (Q4 单季同比+0.2pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.04/+0.04/+0.04/-0.04pct。资产(含信用)减值损失同比多计提约 58 亿元 (Q4 单季同比多计提 65 亿元)，减值风险加速出清。投资收益同比减少 7 亿元 (Q4 单季同比减少 8 亿元)。少数股东损益占比同比+0.7pct。归母净利率为 1.9%，同比下降 0.2pct (Q4 单季同比-1pct)。2025 年经营活动现金净流入 205 亿元，较上年同期多流入 48 亿元；投资性现金流净流出 322 亿元，同比多流出 296 亿元。

工程新签订单规模稳增，结构持续优化。施工方面，公司 2025 年建筑业务新签合同额 41510 亿元，同增 1.7%。房建领域新签 26654 亿元，同增 0.5%，其中工业厂房新签合同额 8885 亿元，同比增长 23.1%，占比提升至 33%，住宅业务签单占比下降至 20%，业务结构进一步优化。基建领域新签合同额 14728 亿元，同比增长 4%，其中能源/水利水运/石油化工等其他工程签单额同增 17%/32%/17%，带动基建整体签单增长，能源工程占比提升至 40%。**地产方面**，公司重点布局核心城市核心区域，强化精准投资，新增土储 928 万平方米，均位于一二线及省会城市；地产合约销售额 3948 亿元，同比下降 6%。2026 年 1-2 月，公司建筑业务新签订单保持平稳，同比增长 2%；地产销售压力仍存，合约销售额同比下降 20%。

分红总额延续增长，分红率大幅提升，股息率具备较强投资吸引力。公司 2025 年现金分红总额为 112.3 亿元 (2024 年为 112.2 亿元)，占归母净利润的比例为 28.75%，分红比例同比提升 4.5pct。公司自上市以来分红规模整体呈持续提升趋势，2025 年分红率大幅提高，充分彰显股东回报意愿。以 2025 年分红率估算，2026 年预期股息率约 5.3%，具备较强吸引力。

投资建议：考虑到公司新签订单平稳，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 379/380/380 亿元，同比-3%/0%/0%，当前股价对应 PE 分别为 5.4/5.4/5.4 倍，PB-LF 仅 0.42 倍，维持“买入”评级。

风险提示：固定资产投资不及预期、应收账款减值、地产存货减值风险等。

| 财务指标 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 (百万元) | 2,187,334 | 2,082,142 | 2,042,679 | 2,026,249 | 2,026,249 |
| 增长率 yoy (%) | -3.5 | -4.8 | -1.9 | -0.8 | 0.0 |
| 归母净利润 (百万元) | 46,194 | 39,069 | 37,935 | 37,983 | 38,044 |
| 增长率 yoy (%) | -14.9 | -15.4 | -2.9 | 0.1 | 0.2 |
| EPS 最新摊薄 (元/股) | 1.12 | 0.95 | 0.92 | 0.92 | 0.92 |
| 净资产收益率 (%) | 10.0 | 7.9 | 7.3 | 6.9 | 6.6 |
| P/E (倍) | 4.4 | 5.2 | 5.4 | 5.4 | 5.4 |
| P/B (倍) | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 17 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

| | |
|------------------|------------|
| 行业 | 房屋建设 II |
| 前次评级 | 买入 |
| 04 月 17 日收盘价 (元) | 4.94 |
| 总市值 (百万元) | 204,122.73 |
| 总股本 (百万股) | 41,320.39 |
| 其中自由流通股 (%) | 100.00 |
| 30 日日均成交量 (百万股) | 239.21 |

股价走势



作者

| | |
|---------|----------------------|
| 分析师 | 何亚轩 |
| 执业证书编号: | S0680518030004 |
| 邮箱: | heyaxuan@gszq.com |
| 分析师 | 程龙戈 |
| 执业证书编号: | S0680518010003 |
| 邮箱: | chenglongge@gszq.com |
| 分析师 | 张天祥 |
| 执业证书编号: | S0680525070001 |
| 邮箱: | zhangtianxi@gszq.com |

相关研究

- 《中国建筑 (601668.SH): Q3 业绩有所承压, 地产销售明显加速》 2025-10-31
- 《中国建筑 (601668.SH): Q2 业绩增长提速, 现金流持续改善》 2025-08-28
- 《中国建筑 (601668.SH): 业绩逆势稳增凸显韧性, 基建订单亮眼房建结构优化》 2025-04-28

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 流动资产 | 2279004 | 2606517 | 2649283 | 2737570 | 2839631 |
| 现金 | 424426 | 411670 | 438807 | 473488 | 511336 |
| 应收票据及应收账款 | 319472 | 419379 | 459123 | 451060 | 464402 |
| 其他应收款 | 68236 | 74786 | 73763 | 78799 | 84427 |
| 预付账款 | 24341 | 35477 | 36833 | | |
| 存货 | 772168 | 815866 | 785935 | | |
| 其他流动资产 | 670362 | 849339 | 854822 | 908688 | 938820 |
| 非流动资产 | 910770 | 954163 | 953575 | 952791 | 951616 |
| 长期投资 | 119074 | 126567 | 128567 | 130567 | 132567 |
| 固定资产 | 53392 | 53511 | 46161 | 38577 | 30712 |
| 无形资产 | 35324 | 42393 | 42359 | 42225 | 41991 |
| 其他非流动资产 | 702981 | 731692 | 736488 | 741422 | 746345 |
| 资产总计 | 3189774 | 3560680 | 3602858 | 3690361 | 3791246 |
| 流动负债 | 1761530 | 2065877 | 2057536 | 2094224 | 2144224 |
| 短期借款 | 115746 | 170246 | 210246 | 250246 | 290246 |
| 应付票据及应付账款 | 844192 | 1009135 | 958684 | 950284 | 950284 |
| 其他流动负债 | 801593 | 886495 | 888606 | 893694 | 903694 |
| 非流动负债 | 656263 | 672295 | 680095 | 687995 | 695895 |
| 长期借款 | 524272 | 526472 | 528472 | 530472 | 532472 |
| 其他非流动负债 | 131991 | 145823 | 151623 | 157523 | 163423 |
| 负债合计 | 2417793 | 2738172 | 2737631 | 2782219 | 2840119 |
| 少数股东权益 | 309483 | 330953 | 344983 | 359032 | 373103 |
| 股本 | 41610 | 41320 | 41320 | 41320 | 41320 |
| 资本公积 | 11036 | 9940 | 9940 | 9940 | 9940 |
| 留存收益 | 402700 | 430391 | 459079 | 487945 | 516859 |
| 归属母公司股东权益 | 462498 | 491556 | 520243 | 549110 | 578024 |
| 负债和股东权益 | 3189774 | 3560680 | 3602858 | 3690361 | 3791246 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流 | 15826 | 20537 | 25667 | 34224 | 38443 |
| 净利润 | 62746 | 53558 | 51966 | 52031 | 52115 |
| 折旧摊销 | 15120 | 14694 | 15368 | 15764 | 16155 |
| 财务费用 | 20416 | 18480 | 23203 | 24239 | 25276 |
| 投资损失 | -1505 | -803 | -817 | -810 | -810 |
| 营运资金变动 | -96828 | -87132 | -86768 | -79417 | -76011 |
| 其他经营现金流 | 15877 | 21740 | 22716 | 22417 | 21717 |
| 投资活动现金流 | -2531 | -32150 | -13881 | -14088 | -14088 |
| 资本支出 | -11409 | -21467 | -4596 | -4597 | -4597 |
| 长期投资 | -3265 | -7285 | -9402 | -9601 | -9601 |
| 其他投资现金流 | 12143 | -3398 | 117 | 110 | 110 |
| 筹资活动现金流 | 15110 | 11579 | 15493 | 14545 | 13493 |
| 短期借款 | -8606 | 54501 | 40000 | 40000 | 40000 |
| 长期借款 | 66159 | 2200 | 2000 | 2000 | 2000 |
| 普通股增加 | -309 | -290 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -1015 | -1096 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -41119 | -43736 | -26507 | -27455 | -28507 |
| 现金净增加额 | 30186 | -176 | 27136 | 34681 | 37848 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 2187334 | 2082142 | 2042679 | 2026249 | 2026249 |
| 营业成本 | 1971708 | 1876059 | 1841656 | 1825519 | 1825519 |
| 营业税金及附加 | 9780 | 8754 | 9192 | 9118 | 9118 |
| 营业费用 | 8744 | 9039 | 8784 | 8713 | 8713 |
| 管理费用 | 34637 | 33874 | 33296 | 33028 | 33028 |
| 研发费用 | 45465 | 44009 | 42896 | 42551 | 42551 |
| 财务费用 | 19465 | 17642 | 18286 | 18951 | 19541 |
| 资产减值损失 | -6457 | -7210 | -7120 | -7120 | -7120 |
| 其他收益 | 938 | 1003 | 817 | 810 | 810 |
| 公允价值变动收益 | 94 | -44 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 1505 | 803 | 817 | 810 | 810 |
| 资产处置收益 | 584 | 287 | 204 | 203 | 203 |
| 营业利润 | 80565 | 68949 | 67488 | 67573 | 67682 |
| 营业外收入 | 1217 | 1769 | 1300 | 1300 | 1300 |
| 营业外支出 | 1736 | 496 | 1300 | 1300 | 1300 |
| 利润总额 | 80046 | 70222 | 67488 | 67573 | 67682 |
| 所得税 | 17300 | 16664 | 15522 | 15542 | 15567 |
| 净利润 | 62746 | 53558 | 51966 | 52031 | 52115 |
| 少数股东损益 | 16553 | 14489 | 14031 | 14048 | 14071 |
| 归属母公司净利润 | 46194 | 39069 | 37935 | 37983 | 38044 |
| EBITDA | 116096 | 102947 | 101142 | 102288 | 103379 |
| EPS (元/股) | 1.12 | 0.95 | 0.92 | 0.92 | 0.92 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | -3.5 | -4.8 | -1.9 | -0.8 | 0.0 |
| 营业利润(%) | -13.5 | -14.4 | -2.1 | 0.1 | 0.2 |
| 归属母公司净利润(%) | -14.9 | -15.4 | -2.9 | 0.1 | 0.2 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 9.9 | 9.9 | 9.8 | 9.9 | 9.9 |
| 净利率(%) | 2.1 | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 1.9 |
| ROE(%) | 10.0 | 7.9 | 7.3 | 6.9 | 6.6 |
| ROIC(%) | 4.8 | 3.8 | 3.6 | 3.4 | 3.3 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 75.8 | 76.9 | 76.0 | 75.4 | 74.9 |
| 净负债比率(%) | 56.9 | 64.3 | 63.5 | 62.0 | 60.2 |
| 流动比率 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| 速动比率 | 0.5 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.5 |
| 应收账款周转率 | 7.6 | 5.7 | 4.7 | 4.5 | 4.5 |
| 应付账款周转率 | 2.6 | 2.1 | 1.9 | 1.9 | 1.9 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.12 | 0.95 | 0.92 | 0.92 | 0.92 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.38 | 0.50 | 0.62 | 0.83 | 0.93 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 11.19 | 11.90 | 12.59 | 13.29 | 13.99 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 4.4 | 5.2 | 5.4 | 5.4 | 5.4 |
| P/B | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| EV/EBITDA | 5.9 | 7.2 | 7.5 | 7.5 | 7.5 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 17 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|----|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com