

2026 年 05 月 27 日

投资评级：看好（维持）

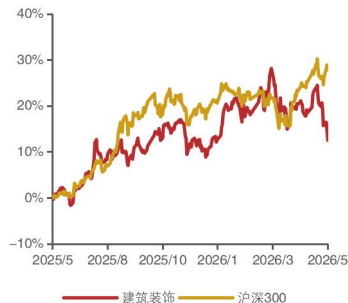
证券分析师

王彬鹏
SAC: S1350524090001
wangbinpeng@huayuanstock.com
戴铭余
SAC: S1350524060003
daimingyu@huayuanstock.com
邴悦轩
SAC: S1350524080001
liyexuan@huayuanstock.com

联系人

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

板块表现：



业绩整体承压，现金流改善明显

——25FY 年报&26Q1 季报建筑综述

投资要点：

- **2025 年板块收入利润继续承压，“十五五”开局下修复动能有望累积。**2025 年申万建筑板块实现营业收入 8.20 万亿元，同比-6.06%；归母净利润 1313 亿元，同比-23.42%，营收与归母净利润降幅较 2024 年分别扩大 2.12pct、9.25pct，利润端压力进一步加大。盈利能力方面，2025 年板块毛利率、净利率分别为 10.81%、2.09%，同比分别-0.09、-0.38pct；ROE（摊薄）为 4.88%，同比-1.73pct。费用及减值压力仍是利润承压的重要因素，2025 年期间费用率同比+0.12pct 至 6.47%，资产及信用减值损失合计 1319.07 亿元，同比+18.34%。现金流方面，板块经营活动现金净流入 1771.29 亿元，同比+59.65%，收现比同比+5.00pct 至 101.22%，回款管理有所改善。展望 2026 年，作为“十五五”开局之年，重大交通、能源水利、地下管网等重点方向有望持续推进，行业基本面或迎来边际修复。
- **细分行业景气差异明显，专业工程与化学工程表现相对占优。**2025 年申万建筑各细分板块营收均有所下滑，其中钢结构、建筑央企降幅相对较小，分别同比-1.68%、-4.60%。利润端看，其他专业工程、园林工程、化学工程归母净利润增速居前，分别同比+92.86%、+19.09%、+15.73%。其中，化学工程受煤化工等重大项目推进支撑，经营表现相对稳健；其他专业工程受益于志特新材盈利能力改善及洁净室工程订单落地。相较之下，钢结构、地方建企、建筑央企归母净利润分别同比-46.46%、-34.97%、-22.38%，利润端仍明显承压。
- **26Q1 收入利润延续承压，专业工程与装修装饰利润表现相对较优。**2026Q1 申万建筑板块营业收入同比-6.08%，归母净利润同比-15.09%，主要受春节错位、节后复工偏慢节奏影响。分板块看，九大建筑子板块营收均同比下滑；利润端，其他专业工程受洁净室工程需求带动，归母净利润同比+85.62%，装修装饰板块前期风险逐步出清，归母净利润同比+17.49%，其余子板块利润端普遍承压。盈利能力方面，26Q1 板块毛利率为 9.06%，同比-0.13pct；净利率为 2.54%，同比-0.28pct、环比+1.77pct，利润率环比有所修复。后续随着重点项目启动与施工节奏恢复，板块收入和业绩有望边际改善。
- **投资建议：**围绕央企出海、专业工程、红利价值与“建筑+”转型四条主线配置。展望 2026 年，建筑板块修复或呈现“总量温和、结构突出”特征。1）央企出海：海外订单延续较高景气，26Q1 中国交建、中国电建、中国化学海外新签订单分别 yoy+25.9%、+70.9%、+130.3%，建议关注**中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国交建、中国电建、中国能建、中国化学**等。2）专业工程：AI 半导体带动洁净室需求改善，化工新材料及钢结构加工亦具结构性机会，建议关注**亚翔集成、圣晖集成、柏诚股份、东华科技、鸿路钢构**等。3）红利价值：低估值叠加分红比例提升，建议关注**中国建筑、四川路桥、安徽建工、江河集团**等。4）“建筑+”转型：关注产品化、专业化、国际化拓展能力较强的公司。
- **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。

目录

1. 行业概述： 2025 年业绩整体承压，“十五五”开局下行业修复可期	5
1.1. 业绩阶段性承压，“十五五”重大工程有望驱动行业修复	5
1.2. 盈利与周转承压，建筑央企加杠杆支撑行业扩张	5
1.3. 费用与减值压力加大，现金流质量边际改善	8
2. 专业工程与化学工程表现亮眼，费用周转与债务压力仍待改善	10
2.1. 专业工程与化学工程表现占优，央国企及钢结构利润承压	10
2.2. 费用与减值压力持续释放，子板块盈利能力进一步分化	10
2.3. 费用减值压力仍存，经营现金流质量边际改善	11
2.4. 有息负债压力有所抬升，基建类板块债务期限更趋长期化	15
3. 26Q1 收入利润延续承压，专业工程与装修装饰表现较为亮眼	17
4. 建筑央企经营韧性仍存，国际工程与专业工程关注结构性机会	20
4.1. 建筑央企主导板块表现，海外订单与经营计划体现韧性	20
4.2. 国际工程短期承压，专业工程结构性机会延续	22
5. 投资建议	24
6. 风险提示	26

图表目录

图表 1: 2021-2025 年建筑行业整体营收及同比增长率	5
图表 2: 2021-2025 年建筑行业整体归母净利润及同比增长率	5
图表 3: 2020-2025 年建筑行业毛利率和净利率	6
图表 4: 2020-2025 年建筑行业摊薄 ROE 走势	6
图表 5: 2021-2025 年建筑行业存货、总资产及应收账款及票据周转率	7
图表 6: 2021-2025 年建筑板块营收、总资产、流动资产及非流动资产同比增速	7
图表 7: 2025 年建筑板块关键财务数据同比增速情况	7
图表 8: 2021-2025 年建筑行业资产负债率	8
图表 9: 2021-2025 年建筑行业中央企板块与其余板块资产负债率	8
图表 10: 2021-2025 年建筑行业费用率变化	9
图表 11: 2021-2025 年建筑行业资产及信用减值损失占收入比重	9
图表 12: 2021-2025 年建筑行业现金流量净额变动趋势	9
图表 13: 2021-2025 年申万建筑行业收现比与付现比	9
图表 14: 25 年建筑行业各子板块营收增速	10
图表 15: 25 年建筑行业各子板块归母净利增速	10
图表 16: 2024、2025 年建筑行业各子板块毛利率	11
图表 17: 2024、2025 年建筑行业各子板块净利率	11
图表 18: 25 年相对 24 年建筑子板块净利率变化量与毛利率变化量的差 (PCT)	11
图表 19: 2024、2025 建筑行业各子板块期间费用率	12
图表 20: 2024、2025 年建筑行业资产及信用减值损失占收入比重	12
图表 21: 2024、2025 建筑行业各子板块管理费用率 (不含研发)	12
图表 22: 2024、2025 年建筑行业各子板块研发费用率	12
图表 23: 2024、2025 年建筑行业各子板块销售费用率	13
图表 24: 2024、2025 年建筑行业各子板块财务费用率	13
图表 25: 2024、2025 建筑行业各子板块应收账款及应收票据周转率	13
图表 26: 2024、2025 年建筑行业各子板块总资产周转率	13
图表 27: 2024、2025 建筑行业各子板块资产负债率	14
图表 28: 2024、2025 年建筑行业各子板块流动比率	14
图表 29: 2024、2025 建筑行业各子板块经营净现金/营业收入	15

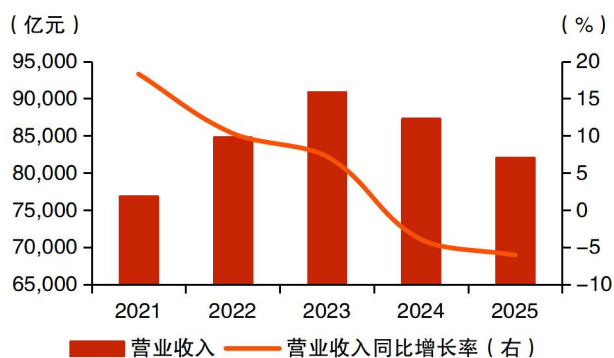
图表 30: 2024、2025 年建筑行业各子板块投资净现金/营业收入	15
图表 31: 2021-2025 年各子板块带息债务占负债总和的比例 (1)	15
图表 32: 2021-2025 年各子板块带息债务占负债总和的比例 (2)	15
图表 33: 2021-2025 年各子板块长期带息债务占带息债务比例变化 (1)	16
图表 34: 2021-2025 年各子板块长期带息债务占带息债务比例变化 (2)	16
图表 35: 2021Q1-2026Q1 建筑单季度营收及同比增速	17
图表 36: 2021Q1-2026Q1 建筑单季度归母净利润及同比增速	17
图表 37: 21Q1-26Q1 建筑子板块单季度营收同比增速 (1)	18
图表 38: 21Q1-26Q1 建筑子板块单季度营收同比增速 (2)	18
图表 39: 21Q1-26Q1 建筑子板块单季度归母净利润同比增速 (1)	18
图表 40: 21Q1-26Q1 建筑子板块单季度归母净利润同比增速 (2)	18
图表 41: 21Q1-26Q1 建筑板块单季度毛利率与净利率	19
图表 42: 21Q1-26Q1 末建筑板块资产负债率	19
图表 43: 2021-2025 年剔除建筑央企前后营收增速	20
图表 44: 2021-2025 年剔除建筑央企前后归母净利润增速	20
图表 45: 九大建筑央企 25FY&26Q1 经营及订单情况	21
图表 46: 国际工程公司 26Q1 经营情况一览	22
图表 47: 专业工程公司 26Q1 经营数据一览	23

1. 行业概述：2025 年业绩整体承压，“十五五”开局下行业修复可期

1.1. 业绩阶段性承压，“十五五”重大工程有望驱动行业修复

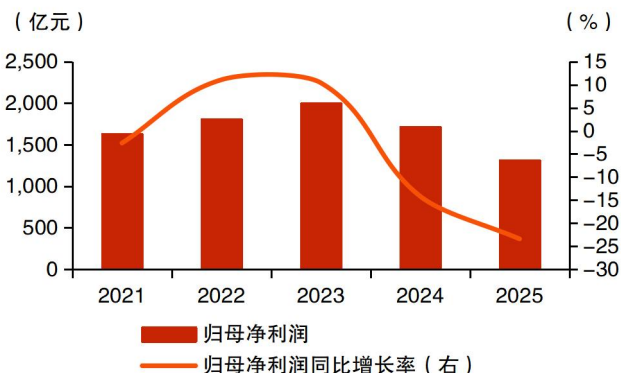
2025 年申万建筑板块整体经营表现承压，盈利能力进一步下探。2025 全年板块实现营业收入 8.20 万亿元，同比下降 6.06%；归母净利润 1313 亿元，同比下降 23.42%。受房地产市场持续低迷、地方财政约束强化及部分项目回款偏慢等因素影响，基建投资推进节奏有所放缓，板块营收与归母净利润降幅较 2024 年分别扩大 2.12pct、9.25pct；与此同时，2025 年板块归母净利润增速与营收增速差值扩大至-17.36pct，较 2024 年的-10.22pct 进一步走弱，反映行业在收入承压背景下，减值计提、费用刚性及低毛利订单占比提升等因素持续侵蚀利润空间。展望 2026 年，作为“十五五”规划开局之年，政策与资金环境有望对建筑行业形成实质性支撑，《十五五规划纲要》明确提出完善国家综合立体交通网主骨架，高质量建设沿海沿江、出疆入藏、西部陆海新通道等战略骨干通道，基本建成“八纵八横”高速铁路主通道和国家高速公路网，推进内河高等级航道提质升级等重大基础设施建设。此外，川藏铁路、新藏铁路、三峡水运新通道、雅鲁藏布江下游水电等重大工程有望持续推进，叠加地方化债推进后财政空间边际改善，预计项目资金到位率与施工转化效率均有望提升。随着资金加快落地与重大项目逐步推进，建筑板块盈利水平有望逐步修复，行业景气度或迎来阶段性改善。

图表 1：2021-2025 年建筑行业整体营收及同比增长率



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 2：2021-2025 年建筑行业整体归母净利润及同比增长率



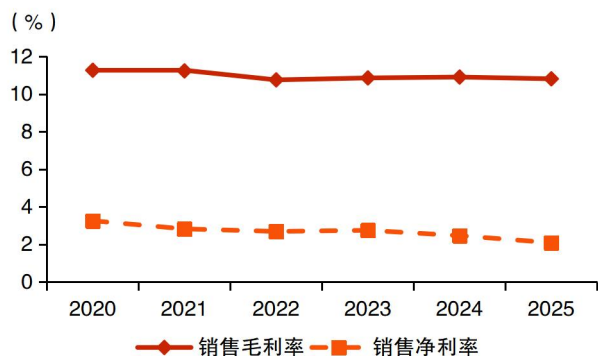
资料来源：Wind，华源证券研究所

1.2. 盈利与周转承压，建筑央企加杠杆支撑行业扩张

盈利能力持续承压，板块景气度边际改善或带动后续修复。2025 年申万建筑板块整体盈利能力继续承压，全年毛利率为 10.81%，同比下降 0.09pct；净利率为 2.09%，同比下降 0.38pct。我们认为，毛利率下滑或主要受行业竞争加剧、基建投资景气度偏弱背景下优质项目供给减少等因素影响；而净利率降幅进一步扩大，则可能与信用减值计提增加、期间费用率上升等因素有关，反映当前行业利润端修复仍面临一定压力。在盈利能力持续下行背景下，

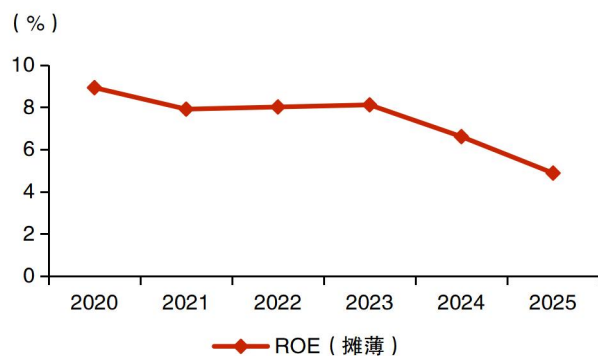
2025 年建筑板块年化加权平均 ROE（摊薄）降至 4.88%，同比下降 1.73pct，净利率下滑对股东回报能力形成明显拖累。展望后续，我们认为房建板块或已处于相对底部区间，随着房地产行业风险逐步出清，经营压力有望边际缓解；同时，2026Q1 基础设施固定资产投资增速保持较高水平，电力、热力、燃气及水生产和供应业等重点领域投资有望继续加码，建筑板块景气度与盈利能力或有望逐步改善。

图表 3：2020-2025 年建筑行业毛利率和净利率



资料来源：Wind，华源证券研究所

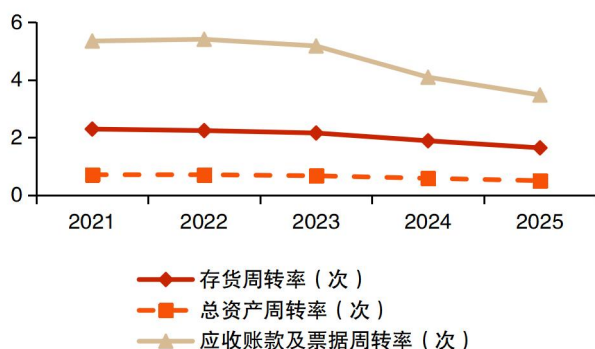
图表 4：2020-2025 年建筑行业摊薄 ROE 走势



资料来源：Wind，华源证券研究所

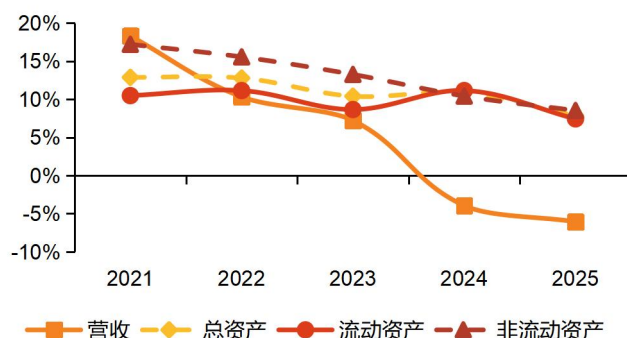
资产周转效率持续下行，收入增长滞后于资产扩张拖累运营质量。2025 年申万建筑板块总资产周转率为 0.50 次，同比下降 0.08 次；应收账款及票据周转率为 3.47 次，同比下降 0.62 次；存货周转率为 1.64 次，同比下降 0.25 次，反映行业整体运营效率仍面临一定压力。2025 年板块总资产同比增长 7.85%，而营业收入同比下降 6.06%，收入增速明显滞后于资产扩张，导致资产周转效率进一步下滑。从资产结构看，2025 年流动资产同比增长 7.43%（2024 年为 11.14%），非流动资产同比增长 8.52%（2024 年为 10.41%），虽增速较上年有所回落，但整体仍处相对高位。我们认为，一方面经营性回款压力仍未明显缓解，应收类资产占比持续增加；另一方面，部分投资类及重大基建项目资本开支仍维持较高水平，共同推动资产端持续扩张。

图表 5：2021-2025 年建筑行业存货、总资产及应收账款及票据周转率



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 6：2021-2025 年建筑板块营收、总资产、流动资产及非流动资产同比增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

应收类资产扩张明显快于收入增长，回款压力持续拖累板块运营效率。2025 年建筑板块资产结构中，应收类资产增速显著高于营收增速，进一步导致周转效率下滑。其中，应收账款及票据同比增长 10.64%，而同期板块营收同比下降 6.06%，成为应收账款周转率下降的主要原因；长期应收款同比增长 14.08%，反映 PPP、BT 等项目回款周期偏长问题仍较突出，后续有赖于地方债务化解机制持续推进以缓解资金回收压力。其他非流动资产方面，在建工程同比下降 0.33%，固定资产与长期股权投资分别同比增长 9.44%、1.54%；流动资产中，预付款项及其他应收款分别同比增长 5.55%、4.00%，反映部分企业仍维持一定投资与项目拓展支出。整体来看，当前板块资产端扩张与收入表现仍存在一定错配，应收类资产占比持续提升叠加回款压力加大，仍是建筑行业运营效率承压的核心因素。

图表 7：2025 年建筑板块关键财务数据同比增速情况

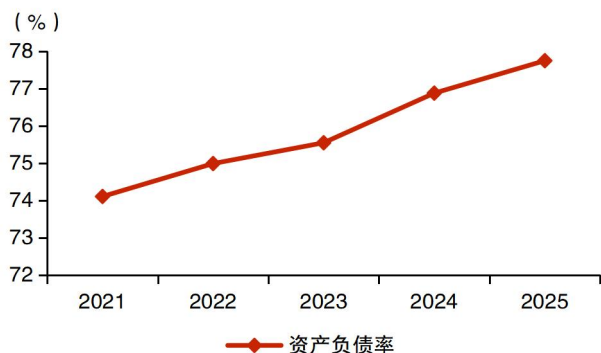
2025 年建筑板块关键财务数据同比增速		
流动资产	非流动资产	资产总计
7.43%	8.52%	7.85%
应收账款及票据	长期应收	应收+长期应收
10.64%	14.08%	11.73%
其他应收	固定资产	
4.00%	9.44%	
预付	在建工程	
5.55%	-0.33%	
存货（含合同资产）	长期股权投资	
7.68%	1.54%	

资料来源：Wind，华源证券研究所

建筑央企加杠杆扩张推动板块负债率上行，行业整体杠杆水平继续抬升。2025 年申万建筑板块整体资产负债率为 77.75%，同比上升 0.87pct，延续自 2020 年以来的上行趋势。从结构拆分来看，本轮负债率提升主要由建筑央企驱动。剔除中国建筑、中国铁建、中国中铁、中国电建、中国核建、中国中冶、中国能建、中国化学及中国交建等 9 家建筑央企后，板块资产负债率为 77.47%，同比下降 0.37pct；而建筑央企板块资产负债率则同比提升 1.17pct

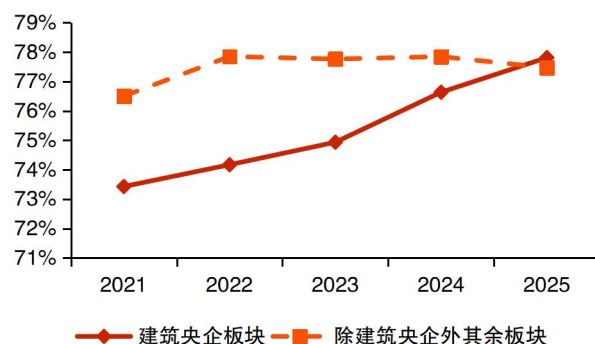
至 77.81%。我们认为，在当前稳增长与重大工程持续推进背景下，建筑央企凭借融资优势，通过适度加杠杆强化资金投放与项目承接，以支撑业务扩张与重大项目建设，从而推动整体行业杠杆水平进一步上行；相比之下，非央企建筑企业资产负债率整体波动相对有限。

图表 8：2021-2025 年建筑行业资产负债率



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 9：2021-2025 年建筑行业央企板块与其余板块资产负债率

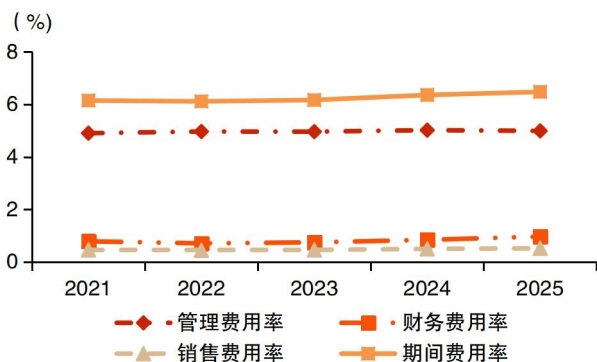


资料来源：Wind，华源证券研究所

1.3. 费用与减值压力加大，现金流质量边际改善

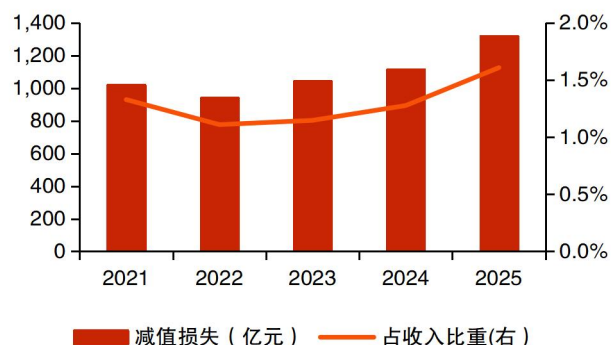
费用率与减值损失同步上行，进一步压缩行业利润空间。2025 年申万建筑板块整体期间费用率为 6.47%，同比小幅上升 0.12pct，费用端对利润的侵蚀有所加剧。其中，销售费用率为 0.52%，同比+0.02pct；财务费用率为 0.97%，同比上升 0.12pct，是期间费用率抬升的主要来源，或主要受行业杠杆水平提升及项目回款周期拉长等因素影响。与此同时，2025 年申万建筑板块资产及信用减值损失进一步扩大，持续加剧利润端压力。全年板块合计减值损失达 1319.07 亿元，同比增长 18.34%，占营业收入比重为 1.61%，同比提升 0.33pct。其中，资产减值损失为 491.21 亿元，同比增长 52.76%，占营收比重提升 0.23pct 至 0.60%；信用减值损失为 827.86 亿元，同比增长 4.38%，占营收比重提升 0.10pct 至 1.01%。整体来看，减值损失扩大叠加期间费用率同步上行，共同压缩了行业整体利润空间，成为 2025 年建筑板块净利率下滑的重要影响因素之一。

图表 10：2021-2025 年建筑行业费用率变化



资料来源：Wind，华源证券研究所

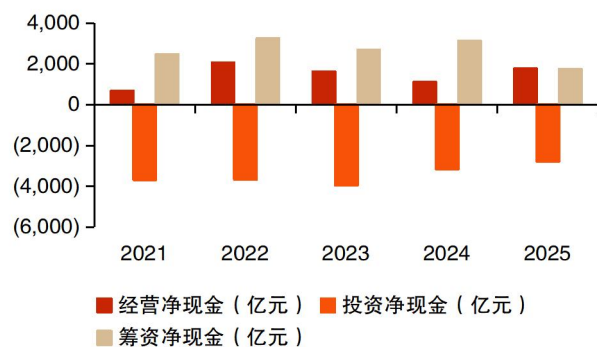
图表 11：2021-2025 年建筑行业资产及信用减值损失占收入比重



资料来源：Wind，华源证券研究所

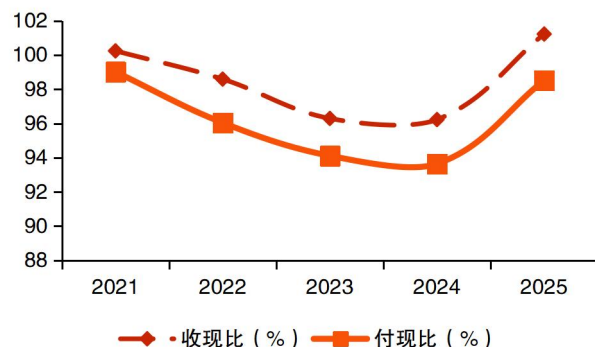
经营性现金流明显改善，行业资金策略趋于稳健谨慎。2025 年申万建筑板块经营活动现金净流入 1771.29 亿元，同比增长 59.65%，显示企业经营性现金回流有所改善，项目回款情况较此前边际修复。同期，投资活动现金净流出 2785.57 亿元，同比减少 374.48 亿元，流出规模有所收窄，反映企业资本开支与投资节奏整体趋于审慎。筹资活动方面，全年现金净流入 1743.81 亿元，同比减少 1383.25 亿元，显示行业融资活跃度有所下降，或与融资环境趋严、企业主动控制杠杆及优化现金流结构有关。整体来看，在行业景气度仍偏弱背景下，建筑企业资金策略整体趋于稳健，更加注重现金流安全与经营质量。2025 年申万建筑板块收现比与付现比分别为 101.22%、98.52%，同比分别提升 5.00pct、4.88pct；其中收现比提升，或反映企业加大项目回款管理力度，经营性现金流质量有所改善。

图表 12：2021-2025 年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

图表 13：2021-2025 年申万建筑行业收现比与付现比



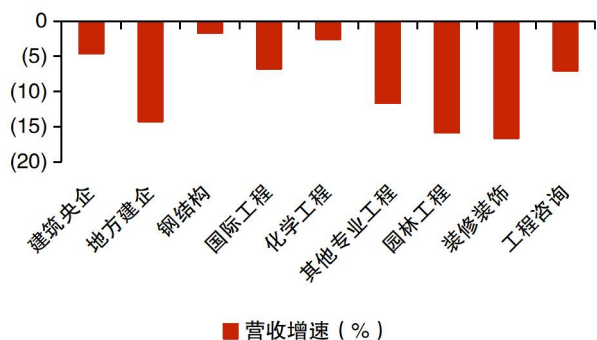
资料来源：Wind，华源证券研究所

2. 专业工程与化学工程表现亮眼，费用周转与债务压力仍待改善

2.1. 专业工程与化学工程表现占优，央国企及钢结构利润承压

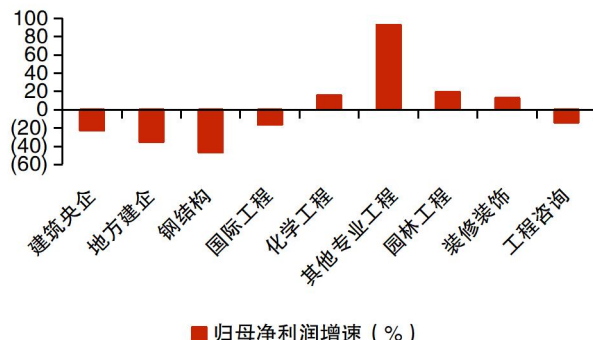
细分板块业绩持续分化，专业工程与化学工程表现相对占优。2025 年申万建筑板块各细分行业营收均出现不同程度下滑，其中钢结构、化学工程、建筑央企等板块营收降幅相对较小，分别同比下降 1.68%、2.53%、4.60%。盈利表现方面，2025 年归母净利润增速居前的细分方向包括其他专业工程（同比+92.86%）、园林工程（同比+19.09%）及化学工程（同比+15.73%）。其中，其他专业工程板块盈利高增主要由模架与洁净室工程两条主线共同驱动：志特新材模架业务盈利能力改善、境外业务快速增长，带动板块利润修复；亚翔集成、圣晖集成等洁净室工程企业则受益于半导体、先进制造等下游资本开支扩张及重点项目持续推进，业绩表现较为亮眼。化学工程板块主要受煤化工等重大项目持续推进带动，整体经营表现相对稳健。相较之下，钢结构（同比-46.46%）、地方建企（同比-34.97%）及建筑央企（同比-22.38%）归母净利润降幅居前。其中，钢结构板块则主要受富煌钢构减值计提增加拖累；地方建企及建筑央企利润承压，或主要受财政资金偏紧、项目投资节奏放缓及化债背景下新增项目收缩等因素影响。

图表 14：25 年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 15：25 年建筑行业各子板块归母净利增速

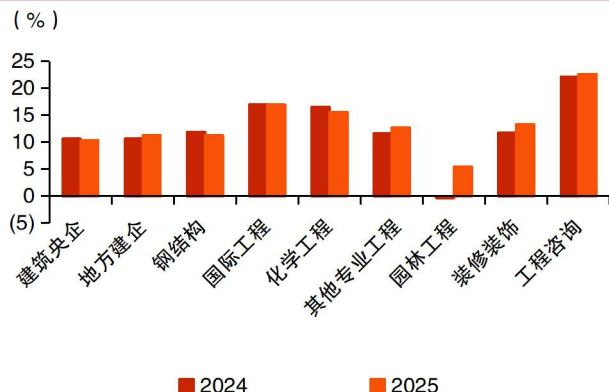


资料来源：Wind，华源证券研究所

2.2. 费用与减值压力持续释放，子板块盈利能力进一步分化

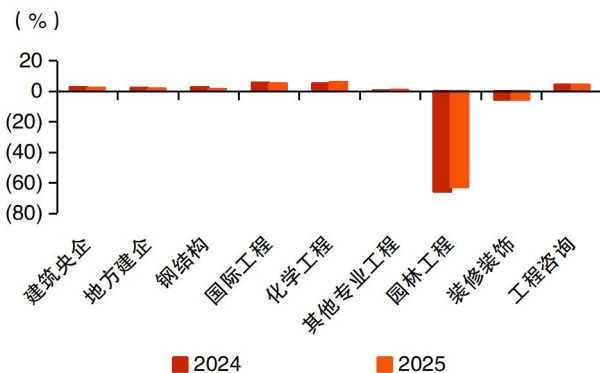
2025 年申万建筑各子板块盈利能力表现分化。从毛利率看，园林工程、装修装饰、其他专业工程、地方建企及工程咨询板块同比略有提升，其中园林工程毛利率同比提升 5.73pct 至 5.43%，提升幅度最为明显，或与部分企业加快业务转型、拓展第二增长曲线有关；其余板块毛利率普遍下滑，其中化学工程降幅最大，同比下降 0.90pct。从净利率看，园林工程、化学工程及其他专业工程分别同比提升 3.27pct、0.99pct、0.39pct，其余子板块净利率均有所下滑，其中钢结构降幅最大，同比下降 1.18pct。进一步比较净利率与毛利率变化幅度，除化学工程外，其余 8 个子板块“净利率变化-毛利率变化”均为负，说明在毛利率变化之外，期间费用率、减值损失等因素进一步侵蚀了利润空间，是多数子板块净利率承压的重要原因。

图表 16：2024、2025 年建筑行业各子板块毛利率



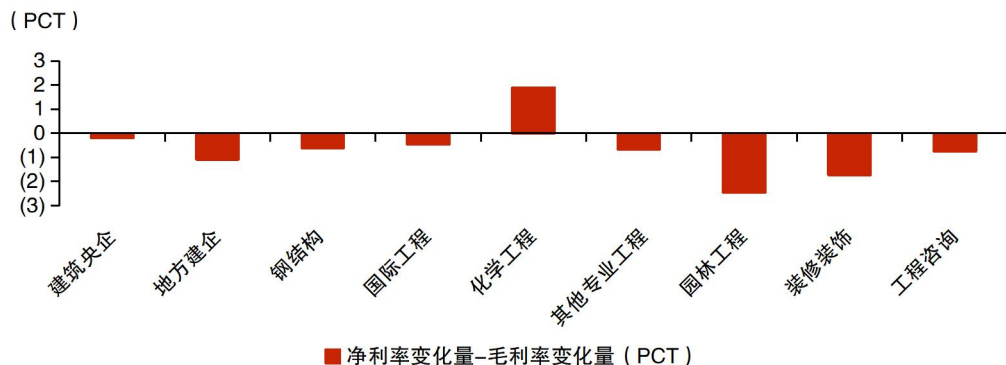
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 17：2024、2025 年建筑行业各子板块净利率



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 18：25 年相对 24 年建筑子板块净利率变化量与毛利率变化量的差 (PCT)

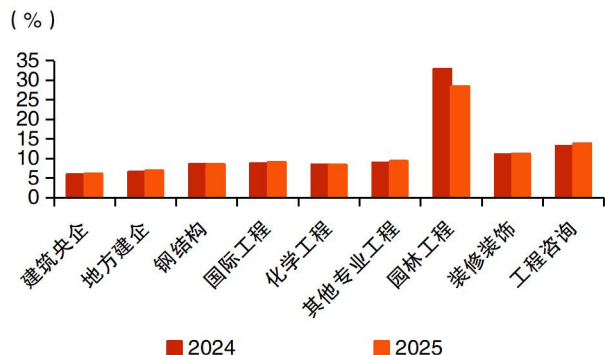


资料来源：Wind，华源证券研究所

2.3. 费用减值压力仍存，经营现金流质量边际改善

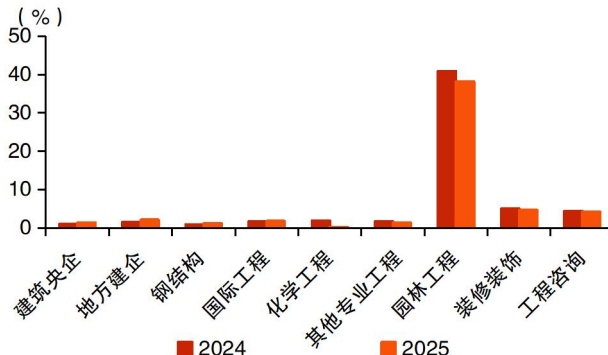
各细分板块费用率与减值压力分化明显，园林与装修装饰板块负担仍处高位。2025 年建筑央企、地方建企、钢结构、国际工程、化学工程、其他专业工程、园林工程、装修装饰及工程咨询板块期间费用率分别为 6.08%、6.93%、8.50%、9.11%、8.34%、9.32%、28.44%、11.23%及 13.86%，同比分别变动+0.11、+0.39、-0.04、+0.34、-0.11、+0.36、-4.37、+0.18 及+0.64pct。其中，园林工程、装修装饰及工程咨询板块费用率水平仍明显高于其他子行业，反映相关板块在收入承压背景下费用摊薄压力依然较大。减值损失方面，2025 年各子板块资产及信用减值损失占收入比重分别为 1.39%、2.10%、1.17%、1.77%、0.07%、1.32%、38.19%、4.61%及 4.18%，同比变动+0.40、+0.52、+0.29、+0.14、-1.82、-0.32、-2.71、-0.36 及-0.23pct。整体来看，地方建企、建筑央企及钢结构板块减值压力仍有所加大，而化学工程、园林工程及其他专业工程板块减值占比则有所改善。

图表 19：2024、2025 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

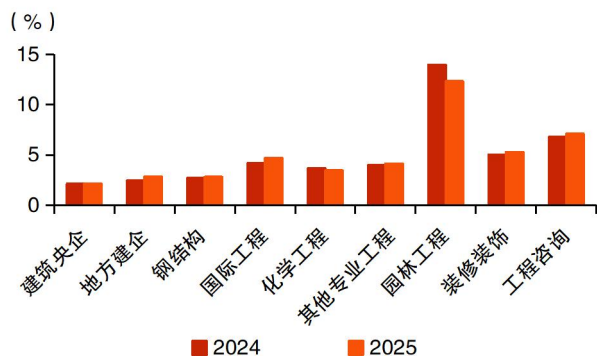
图表 20：2024、2025 年建筑行业资产及信用减值损失占收入比重



资料来源：Wind，华源证券研究所

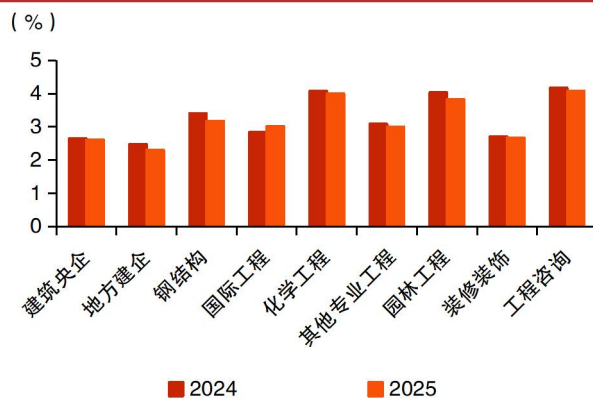
多数子板块管理费用率有所提升，研发投入整体趋于收缩。2025 年，在管理费用率（不含研发）方面，除园林工程、化学工程及建筑央企外，其余细分板块均有所上升，其中国际工程板块提升幅度最大，同比上升 0.49pct，或主要受海外市场拓展、境外项目管理及人员投入增加等因素影响。从研发费用率来看，除国际工程板块同比提升 0.17pct 外，其余子板块研发费用率均有所下降，其中钢结构板块降幅最大，或主要因鸿路钢构智能化、自动化投入逐步进入收尾阶段，相关研发支出有所回落。

图表 21：2024、2025 建筑行业各子板块管理费用率（不含研发）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 22：2024、2025 年建筑行业各子板块研发费用率

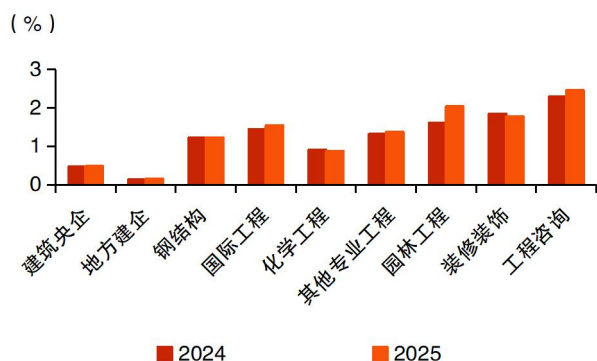


资料来源：Wind，华源证券研究所

销售投入与融资成本表现分化，部分板块费用压力仍在上升。销售费用率方面，2025 年除装修装饰及化学工程板块外，其余细分板块销售费用率均有所提升。其中，园林工程板块提升幅度最大，同比上升 0.43pct 至 2.04%；国际工程、工程咨询及其他专业工程板块也分别同比提升 0.09pct、0.17pct 及 0.05pct，或反映相关企业在市场拓展、项目获取及海外业务布局过程中销售投入有所增加。相较之下，装修装饰与化学工程板块销售费用率分别同比下降 0.07pct、0.03pct。财务费用率方面，2025 年多数子板块融资成本压力仍有所上升，其中建筑央企、地方建企、钢结构、其他专业工程及工程咨询板块财务费用率分别同比提升 0.14pct、

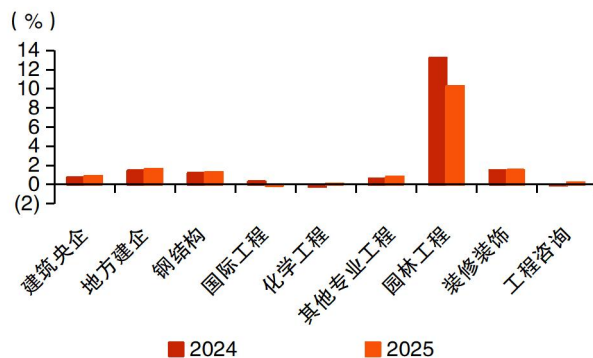
0.18pct、0.07pct、0.21pct 及 0.25pct，反映在行业整体杠杆水平维持高位及回款周期偏长背景下，财务费用对利润端的侵蚀仍在持续。相较之下，国际工程与园林工程板块财务费用率分别同比下降 0.42pct、2.94pct，其中园林工程降幅最为明显；化学工程板块则由 2024 年的 -0.20% 小幅回升至 0.01%，整体仍维持较低水平。

图表 23：2024、2025 年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

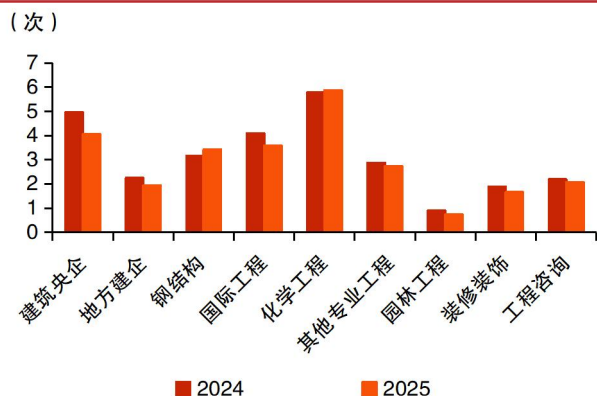
图表 24：2024、2025 年建筑行业各子板块财务费用率



资料来源：Wind，华源证券研究所

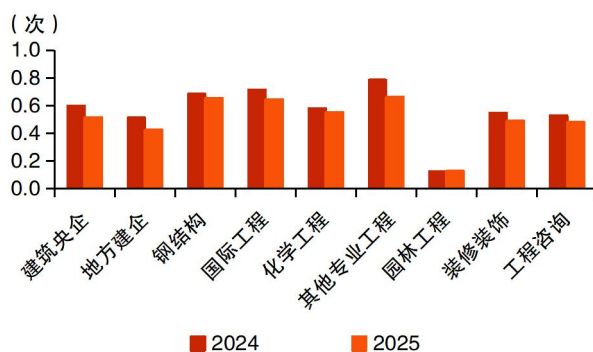
回款与资产周转效率整体承压，部分板块运营质量出现分化。2025 年，应收账款及票据周转率方面，钢结构及化学工程板块分别同比提升 0.26 次、0.09 次至 3.42 次、5.87 次，显示相关板块回款能力有所改善；而建筑央企和地方建企板块则分别同比下降 0.90 次和 0.31 次，或主要受地方财政压力加大、工程款回收节奏放缓等因素影响。总资产周转率方面，除园林工程同比持平外，其余子板块均有所下滑，其中国际工程、其他专业工程、建筑央企及地方建企板块降幅相对明显，分别同比下降 0.07 次、0.12 次、0.09 次及 0.09 次，反映行业整体资产利用效率仍阶段性承压。

图表 25：2024、2025 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

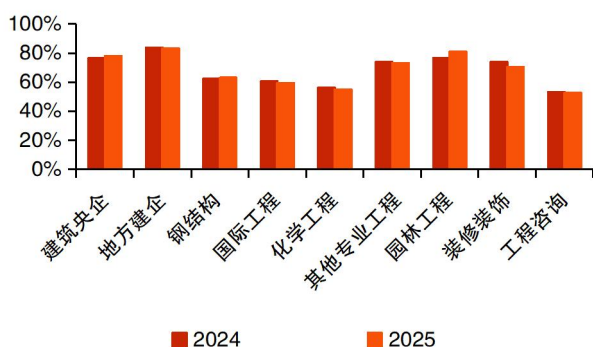
图表 26：2024、2025 年建筑行业各子板块总资产周转率



资料来源：Wind，华源证券研究所

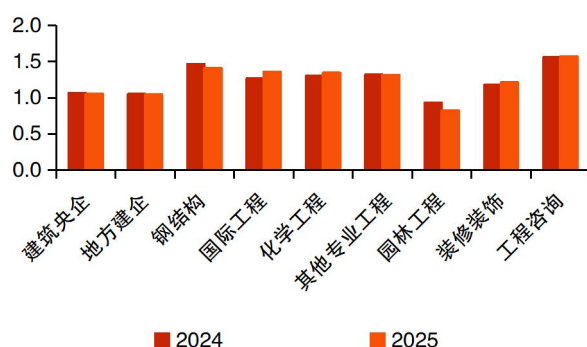
子板块杠杆水平表现分化，园林工程短期偿债压力相对突出。2025 年，园林工程、建筑央企及钢结构板块资产负债率分别同比上升 4.47pct、1.17pct、0.66pct 至 81.0%、77.8%、63.0%，其中建筑央企杠杆提升或与重大项目推进背景下资金投放力度加大有关；相较之下，装修装饰、化学工程、国际工程、其他专业工程、地方建企及工程咨询板块资产负债率分别同比下降 3.53pct、1.20pct、1.18pct、0.71pct、0.53pct、0.37pct，整体杠杆水平有所回落。流动比率方面，国际工程、化学工程、装修装饰及工程咨询板块同比小幅提升至 1.36、1.34、1.21、1.57，短期偿债能力边际改善；其余子板块则出现不同程度回落，其中园林工程流动比率由 0.93 降至 0.82，且资产负债率升至 81.0%，反映其短期偿债压力仍相对突出。

图表 27：2024、2025 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

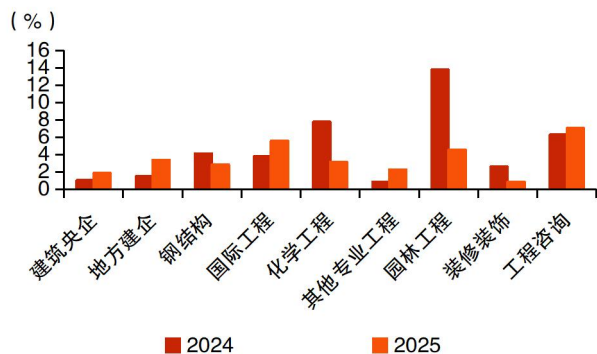
图表 28：2024、2025 年建筑行业各子板块流动比率



资料来源：Wind，华源证券研究所

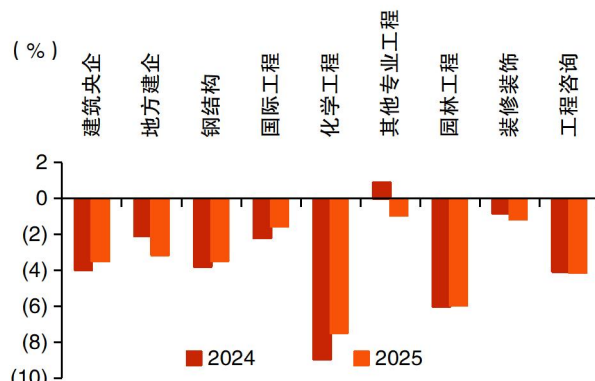
经营性现金流整体改善，投资支出仍以净流出为主。2025 年，九大建筑子板块均实现经营性现金流净流入，整体现金回笼情况较为积极。其中，地方建企、国际工程、其他专业工程、建筑央企及工程咨询板块 CFO 净流入占营业收入比重同比提升，分别达 3.39%、5.57%、2.28%、1.87%及 7.04%，反映在行业景气度承压背景下，企业普遍强化回款管理，经营性现金流质量有所改善；相较之下，园林工程、化学工程、钢结构及装修装饰板块 CFO 净流入占比有所回落，但仍保持正值。投资性现金流方面，子板块均为净流出，其中化学工程、国际工程、建筑央企、钢结构及园林工程板块 CFI 净支出占营业收入比重同比收窄，分别为 -7.48%、-1.56%、-3.49%、-3.48%、-5.95%，显示相关企业资本开支与投资节奏有所收敛；地方建企、装修装饰及工程咨询板块投资净流出占比有所扩大，其他专业工程则由 2024 年的净流入转为 2025 年的净流出。

图表 29：2024、2025 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 30：2024、2025 年建筑行业各子板块投资净现金/营业收入

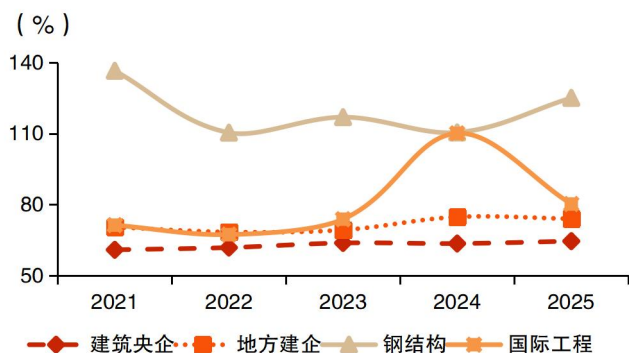


资料来源：Wind，华源证券研究所

2.4. 有息负债压力有所抬升，基建类板块债务期限更趋长期化

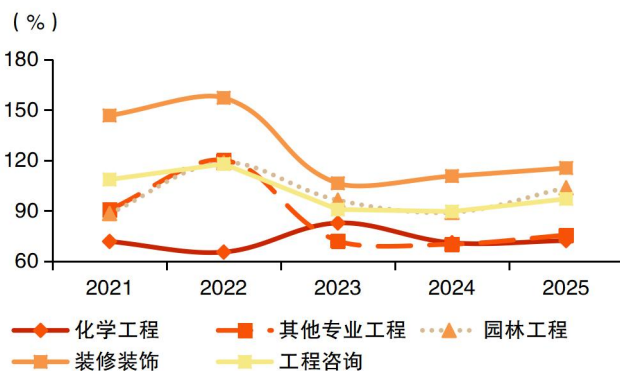
带息债务占比多数上升，钢结构与装修装饰板块有息负债压力相对突出。2025 年，除国际工程和地方建企板块带息债务占总债务比例同比分别下降 29.84pct、0.76pct 外，其余细分板块均有所提升。其中，建筑央企、钢结构、化学工程、其他专业工程、园林工程、装修装饰及工程咨询板块分别同比提升 0.99、14.58、1.29、5.41、14.64、4.82、7.51pct 至 64.57%、125.07%、72.27%、75.54%、103.70%、115.46%、97.07%。从历史对比来看，2021—2025 年期间，钢结构和装修装饰板块带息债务占比长期处于较高水平，2025 年均超过 115%，反映相关板块有息负债压力仍相对突出；相较之下，建筑央企、地方建企和化学工程板块带息债务占比整体维持在相对较低区间，债务结构相对稳健。

图表 31：2021—2025 年各子板块带息债务占负债总和的比例（1）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 32：2021—2025 年各子板块带息债务占负债总和的比例（2）

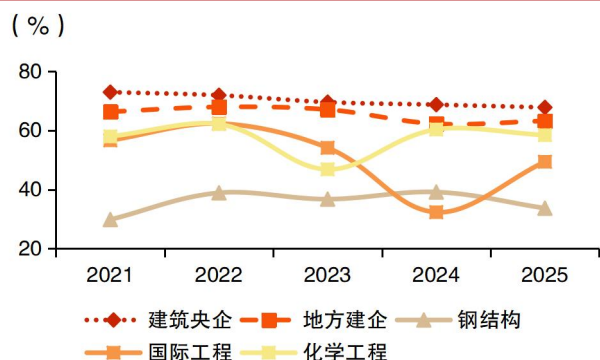


资料来源：Wind，华源证券研究所

长期有息负债占比分化明显，基建类板块债务期限结构相对更长。我们以“长期借款+应付债券”之和作为长期有息负债口径观察，2025 年建筑央企、地方建企长期有息负债占比分别为 67.83%、63.26%，化学工程及其他专业工程分别为 58.42%、56.17%，均接近或超过

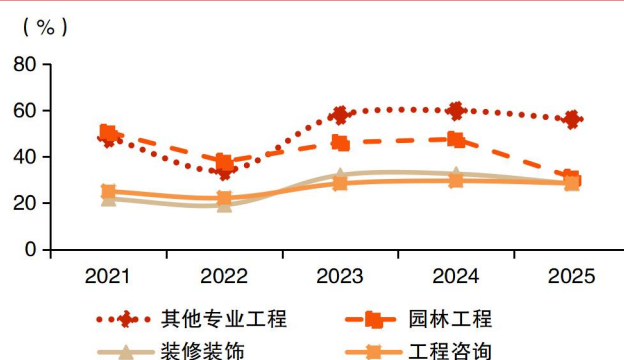
60%；而钢结构、园林工程、装修装饰及工程咨询板块占比分别为 33.65%、31.12%、28.40%、28.56%，整体低于 35%。我们认为，对于钢结构、装修装饰、工程咨询等 PPP 项目占比较低的板块而言，有息负债更多用于短期经营性垫款及日常周转，因此长期有息负债占比相对较低；而对于建筑央企、地方建企等以国内基建业务为主、项目回款周期较长的板块而言，较高比例的长期有息负债有助于匹配项目建设与回款周期，降低短期流动性压力。值得关注的是，2025 年国际工程板块长期有息负债占比同比提升 17.10pct 至 49.39%，或与海外项目周期较长、企业主动优化债务期限结构有关。

图表 33：2021-2025 年各子板块长期带息债务占带息债务比例变化（1）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 34：2021-2025 年各子板块长期带息债务占带息债务比例变化（2）

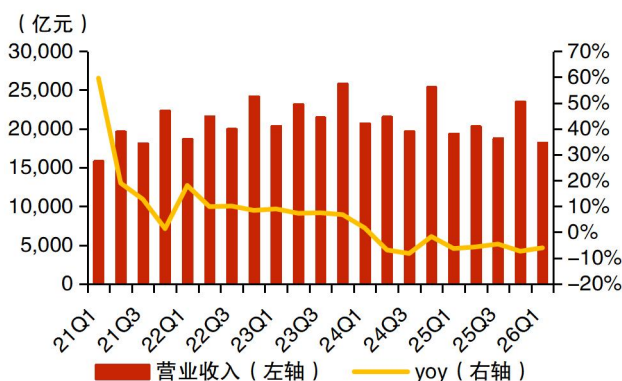


资料来源：Wind，华源证券研究所

3. 26Q1 收入利润延续承压，专业工程与装修装饰表现较为亮眼

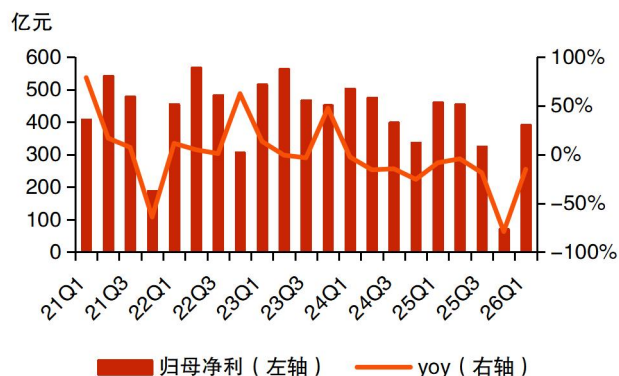
季度收入与利润延续承压，基建投资支撑下后续有望边际改善。从季度表现看，2025 年申万建筑板块收入与利润整体呈现震荡下行态势，四季度收入同比降幅有所扩大，盈利端压力明显加剧。2025Q1-Q4 板块营业收入同比增速分别为-6.35%、-5.72%、-4.62%、-7.39%，归母净利润同比增速分别为-8.42%、-4.39%、-18.68%、-78.94%，其中四季度利润同比降幅显著扩大，或主要受减值计提、费用刚性及低毛利项目确认等因素影响。2026Q1，受春节错位、节后复工节奏偏慢等因素影响，板块营业收入和归母净利润分别同比下降 6.08%、15.09%，短期经营表现仍然承压。需求端看，地产链仍处筑底阶段，2026Q1 房地产新开工、施工及竣工面积分别同比下降 20.3%、11.7%、25.0%；基建投资延续支撑，基础设施投资同比增长 8.9%，其中电力、热力生产和供应业投资同比增长 9.2%。展望后续，随着重点项目陆续启动与施工节奏逐步恢复，二季度起建筑板块开工进度有望逐步提速，收入和业绩表现或迎来边际改善。

图表 35：2021Q1-2026Q1 建筑单季度营收及同比增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

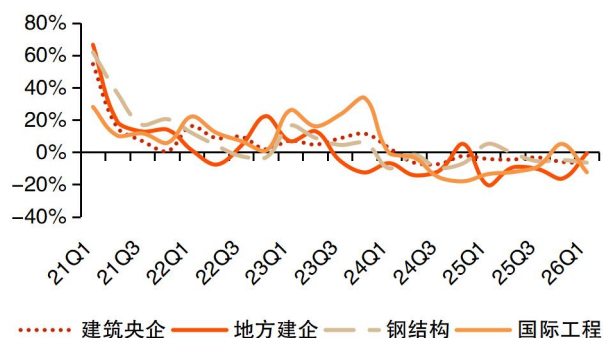
图表 36：2021Q1-2026Q1 建筑单季度归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

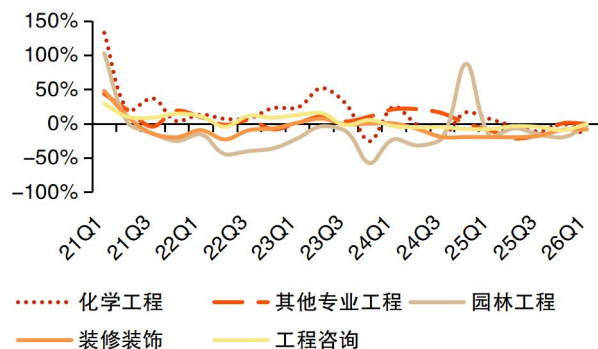
26Q1 各子板块收入普遍承压，专业工程与装修装饰利润表现相对较优。2026Q1，九大建筑子板块营收均出现不同程度下滑，建筑央企、地方建企、钢结构、国际工程、化学工程、其他专业工程、园林工程、装修装饰及工程咨询板块收入分别同比下降 6.8%、0.7%、6.5%、12.4%、18.49%、0.44%、3.18%、8.65%和 0.68%，反映行业仍受节后复工节奏偏慢、资金投放延迟等因素影响，短期收入增长压力仍较明显。盈利端看，细分板块表现有所分化，其中其他专业工程板块受洁净室工程需求回暖带动，归母净利润同比增长 85.62%；装修装饰板块在前期风险逐步出清后，归母净利润同比增长 17.49%。其余子板块利润端普遍承压，建筑央企、地方建企、钢结构、国际工程、化学工程及工程咨询板块归母净利润分别同比下降 14.59%、19.85%、11.54%、29.96%、35.23%和 21.63%。

图表 37: 21Q1-26Q1 建筑子板块单季度营收同比增速 (1)



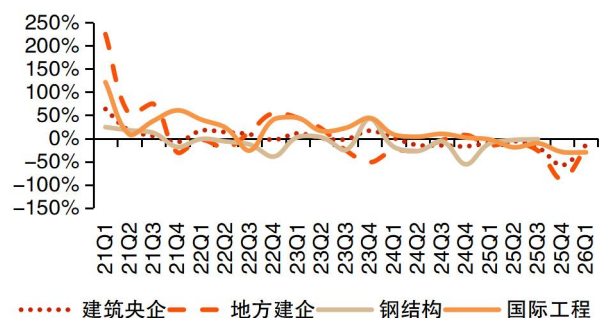
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 38: 21Q1-26Q1 建筑子板块单季度营收同比增速 (2)



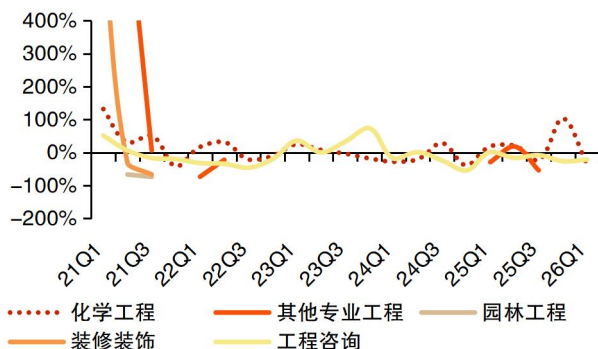
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 39: 21Q1-26Q1 建筑子板块单季度归母净利润同比增速 (1)



资料来源: Wind, 华源证券研究所

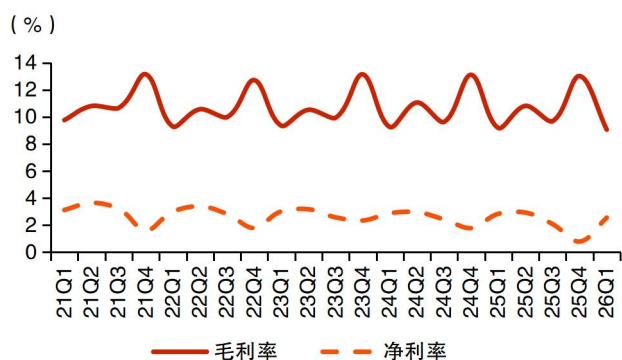
图表 40: 21Q1-26Q1 建筑子板块单季度归母净利润同比增速 (2)



资料来源: Wind, 华源证券研究所

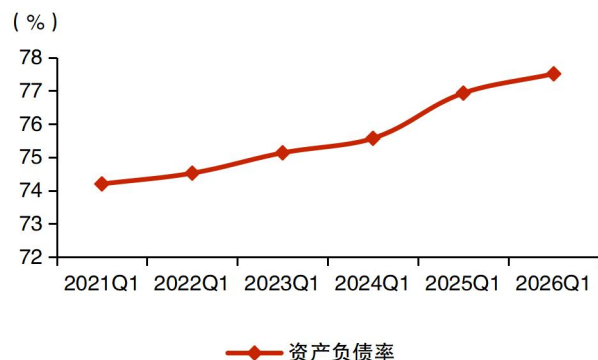
26Q1 板块毛利率同比小幅下行, 净利率环比有所修复。2026 年一季度, 申万建筑板块整体毛利率为 9.06%, 同比下降 0.13pct、环比下降 3.97pct, 或主要受一季度项目开复工节奏偏慢、收入确认结构变化及成本端刚性影响。净利率方面, 26Q1 板块净利率为 2.54%, 同比下降 0.28pct, 但环比提升 1.77pct, 显示在 2025Q4 低基数及减值压力阶段性释放后, 利润率环比有所修复。资产负债率方面, 截至 2026Q1 末, 申万建筑板块资产负债率为 77.51%, 同比上升 0.58pct, 行业整体杠杆水平仍维持高位。

图表 41：21Q1-26Q1 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 42：21Q1-26Q1 末建筑板块资产负债率



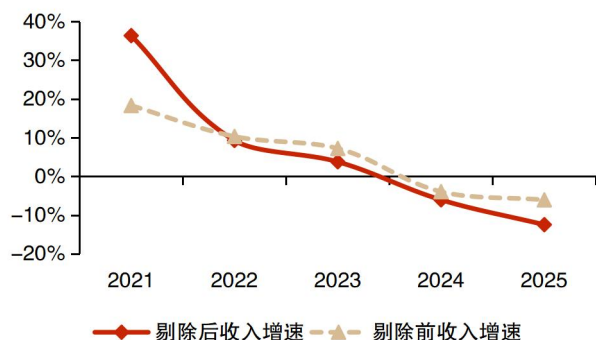
资料来源：Wind，华源证券研究所

4. 建筑央企经营韧性仍存，国际工程与专业工程关注结构性机会

4.1. 建筑央企主导板块表现，海外订单与经营计划体现韧性

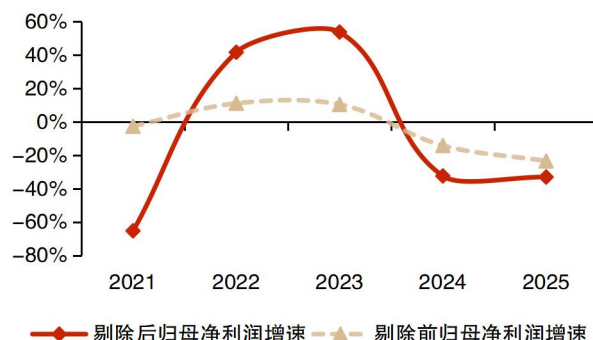
建筑央企继续主导板块表现，中小企业收入与盈利承压更为明显。2025 年，九大建筑央企合计实现营业收入和归母净利润分别占申万建筑板块的 82.65%、91.38%，仍是影响行业整体表现的核心主体。剔除建筑央企后，板块营业收入与归母净利润分别同比下降 12.47%、33.02%，相比剔除前的-6.06%、-23.41%，营收降幅扩大 6.41pct，归母净利润降幅扩大 9.60pct，显示央企凭借规模、资质、融资及项目获取优势，在收入端对板块形成明显支撑，利润下滑幅度也相对小于中小企业。进一步来看，剔除央企后板块收入增速较上年同期回落 6.41pct，业绩增速回落 0.63pct，反映非央企建筑企业在需求偏弱、回款压力及费用刚性背景下，收入端收缩压力更为突出，盈利修复仍面临较大挑战。

图表 43：2021-2025 年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 44：2021-2025 年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

2026Q1 建筑央企经营延续承压，全年经营目标仍体现稳健增长导向。2026 年一季度，九大建筑央企收入与利润整体承压，主要受项目落地节奏偏慢、实物工作量释放不足等因素影响。收入端看，仅中国交建、中国电建、中国能建、中国化学实现正增长，分别 yoy+0.8%、+1.7%、+1.6%、+3.3%，其余央企收入均同比下滑。利润端看，中国化学、中国中冶归母净利润分别 yoy+8.5%、+1.6%，其余央企盈利表现普遍承压，其中中国中铁、中国交建、中国电建、中国核建分别 yoy-27.7%、-25.0%、-25.6%、-26.9%。订单端看，26Q1 仅中国交建、中国电建、中国化学新签订单实现正增长，分别 yoy+0.6%、+6.5%、+1.5%；海外订单则延续较高景气，中国交建、中国电建、中国化学、中国中冶、中国建筑海外新签订单分别 yoy+25.9%、+70.9%、+130.3%、+9.6%、+8.8%，成为央企订单结构中的重要支撑。展望 2026 年，九大建筑央企经营计划整体偏稳健，其中中国建筑、中国交建、中国电建、中国能建、中国化学收入目标分别 yoy+0.9%、+6.8%、+1.0%、+5.2%、+2.9%，中国建筑、中国

交建、中国电建新签订单目标分别 yoy+10.8%、+2.6%、+5.0%。随着重点工程推进、项目资金落地及海外订单持续转化，建筑央企全年经营韧性仍值得关注。

图表 45：九大建筑央企 25FY&26Q1 经营及订单情况

	中国建筑	中国中铁	中国铁建	中国交建	中国电建	中国能建	中国中冶	中国化学	中国核建
PB (LF)	0.41	0.39	0.33	0.39	0.65	0.99	0.59	0.76	1.79
PB 分位数	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.2%	51.9%	1.2%	8.9%	47.6%
PE (TTM)	5.35	5.91	5.21	8.52	10.33	22.03	45.07	8.01	34.35
PE 分位数	43.0%	36.3%	30.1%	63.5%	55.7%	99.5%	99.1%	8.8%	84.1%
25 年平均 ROE (%)	8.2%	6.3%	5.5%	4.7%	6.0%	4.9%	0.9%	9.9%	4.1%
同比变动 (PCT)	(2.19)	(1.81)	(1.47)	(2.88)	(1.36)	(2.47)	(3.66)	0.44	(2.83)
25FY 营业收入 (亿元)	20,821	10,906	10,298	7,311	6,456	4,529	4,554	1,895	1,019
25FY 收入 yoy	-4.8%	-5.8%	-3.5%	-5.3%	1.9%	3.7%	-17.5%	2.0%	-10.2%
25FY 归母净利润 (亿元)	391	229	184	148	100	58	13	64	13
25FY 归母 yoy	-15.4%	-17.9%	-17.3%	-36.9%	-16.7%	-30.4%	-80.4%	13.2%	-36.1%
25FY 扣非归母净利润 (亿元)	319	177	160	112	84	46	5	61	13
25FY 扣非 yoy	-23.2%	-27.4%	-25.0%	-43.5%	-24.1%	-29.1%	-91.2%	10.4%	-30.9%
25FY CFO 净额 (亿元)	205.4	287.7	29.6	153.3	307.0	115.5	153.2	14.4	0.1
同比变动 (亿元)	47.6	7.2	343.8	28.3	61.5	5.2	74.8	-72.8	33.5
25FY 新签订单 (亿元)	41,510	27,509	30,765	18,837	13,333	14,494	11,136	4,037	1,485
同比增速	1.7%	1.3%	1.3%	0.1%	4.9%	2.9%	-10.8%	10.0%	-8.6%
25FY 新签境外订单 (亿元)	2,257	2,574	3,633	3,924	2,863	3,507	949	1,245	
同比增速	7.0%	16.5%	16.5%	9.1%	27.8%	9.1%	1.8%	9.9%	
分红比例 (%)	28.7%	18.1%	22.2%	21.5%	18.2%	22.3%	0.0%	20.0%	13.7%
同比变动 (PCT)	4.46	2.31	3.85	0.50	(0.04)	3.06	(17.20)	0.05	(0.02)
25 年股息率 (%)	5.5%	3.3%	4.4%	2.8%	1.9%	1.1%	0.0%	2.5%	0.4%
26Q1 收入 yoy	-7.8%	-5.4%	-9.8%	0.8%	1.7%	1.6%	-24.6%	3.3%	-22.1%
26Q1 归母 yoy	-7.5%	-27.7%	-14.7%	-25.0%	-25.6%	-9.8%	1.6%	8.5%	-26.9%
26Q1 扣非 yoy	-7.2%	-29.9%	-15.3%	-24.4%	-27.0%	-6.5%	-7.2%	8.8%	-29.2%
26Q1 毛利率	7.9%	7.9%	7.9%	10.2%	10.2%	10.8%	8.6%	9.4%	9.4%
同比变动 (PCT)	0.08	(0.53)	0.35	(1.39)	(0.64)	(0.38)	(0.24)	0.06	0.43
26Q1 净利率	3.2%	2.1%	2.1%	3.4%	1.8%	2.3%	2.1%	3.6%	3.0%
同比变动 (PCT)	(0.04)	(0.55)	(0.26)	(0.93)	(0.63)	(0.34)	0.44	(0.02)	0.46

26Q1 CFO 净额 (亿)	-770	-864	-626	-551	-441	-237	-251	-13	-95
同比变动 (亿)	189	-90	-236	-62	-36	-92	6	138	7
26Q1 新签订单 (亿)	11,957	3,385	3,579	5,562	3,189	2,762	2,061	1,149	192
同比增速	-0.7%	-39.6%	-27.4%	0.6%	6.5%	-29.0%	-10.6%	1.5%	-64.6%
26Q1 新签海外订单 (亿)	678	328	313	1,346	1,099	914	132	414	
同比增速	8.8%	-50.1%	-29.1%	25.9%	70.9%	-9.9%	9.6%	130.3%	
2026 年经营计划									
营业收入 (亿元)	21,000	10,118	10,016	7,808	6,521	4,766	4,000	1,950	989
收入增速	0.9%	-7.2%	-2.7%	6.8%	1.0%	5.2%	-12.2%	2.9%	-3.0%
新签订单 (亿元)	46,000	27,500	30,000	19,326	14,000	14,500	10,000	4,100	1,473
订单增速	10.8%	0.0%	-2.5%	2.6%	5.0%	0.0%	-10.2%	1.6%	-0.8%

资料来源: Wind, 各公司公告, 华源证券研究所

注: 数据截至 2026/4/30; 分位值数据从 2010/1/1 算起。

4.2. 国际工程短期承压，专业工程结构性机会延续

2026Q1 国际工程板块收入与利润整体承压，后续关注订单转化与回款改善。收入端看，仅中工国际实现正增长，营收 yoy+7.08%；中材国际、北方国际、中钢国际收入分别 yoy-6.33%、-35.56%、-18.17%，短期收入确认节奏有所放缓。利润端看，样本企业归母净利润均同比下滑，其中中材国际、北方国际、中钢国际、中工国际分别 yoy-31.43%、-37.54%、-20.30%、-40.45%，盈利端压力较为明显。展望后续，考虑国际工程企业海外项目储备仍具基础，叠加“一带一路”沿线基础设施建设需求持续释放，后续订单转化及回款改善情况值得关注。

图表 46：国际工程公司 26Q1 经营情况一览

		营收 yoy	归母净利润 yoy	扣非净利润 yoy	毛利率变动 (pct)	净利率变动 (pct)	CFO 净额变动 (亿)	加权 ROE 变动 (pct)	PE(TTM)	分位	PB (LF)	分位
600970.SH	中材国际	-6.33%	-31.43%	-27.81%	-0.54	-1.94	6.50	-1.13	9.22	27%	1.05	2.45%
000065.SZ	北方国际	-35.56%	-37.54%	-36.65%	4.15	0.19	-1.17	-0.73	22.61	62%	1.33	27.84%
000928.SZ	中钢国际	-18.17%	-20.30%	-20.63%	1.37	-0.16	13.33	-0.56	20.60	73%	1.08	8.27%
002051.SZ	中工国际	7.08%	-40.45%	-42.02%	0.71	-2.80	-2.24	-0.47	47.95	96%	1.08	34.40%

资料来源: Wind, 华源证券研究所

注: 数据截至 2026/4/30; 分位值数据从 2010/1/1 算起。

2026Q1 专业工程板块表现呈现结构性亮点，洁净室工程及部分细分龙头延续较优表现。收入端看，亚翔集成、志特新材、中粮科工、华铁应急、鸿路钢构、江河集团分别实现营收 yoy+35.38%、+21.77%、+20.46%、+17.88%、+8.87%、+7.75%，其中亚翔集成受洁净室工程需求释放带动，收入增速居前。利润端看，亚翔集成归母净利润 yoy+202.41%，圣晖集成、志特新材、东华科技、鸿路钢构、江河集团分别 yoy+33.66%、+56.44%、+17.96%、+8.07%、+5.75%，显示洁净室、模架、工程技术服务及钢结构加工等细分方向仍具一定景气韧性。盈利能力方面，亚翔集成毛利率、净利率分别同比提升 11.68、11.97pct，圣晖集成

净利率同比提升 1.87pct。整体来看，AI 半导体产业链需求释放带动洁净室工程景气改善，叠加部分细分龙头订单结构优化，专业工程板块仍具结构性机会。

图表 47：专业工程公司 26Q1 经营数据一览

		营收 yoy	归母净利润 yoy	扣非净利润 yoy	毛利率变动 (pct)	净利率变动 (pct)	CFO 净额变动 (亿)	加权 ROE 变动 (pct)	PE(TTM)	分位	PB(LF)	分位
603929.SH	亚翔集成	35.38%	202.41%	202.36%	11.68	11.97	-11.46	5.89	37.97	60%	15.91	97.48%
601133.SH	柏诚股份	-17.10%	-29.68%	-29.55%	1.67	-0.63	-1.22	-0.49	62.63	98%	3.97	97.44%
002140.SZ	东华科技	-6.29%	17.96%	28.15%	2.22	-0.37	3.47	0.23	15.97	5%	1.82	31.68%
605598.SH	上海港湾	-4.49%	-88.82%	-91.13%	-2.19	-8.76	-0.25	-1.73	346.17	100%	6.85	94.54%
603300.SH	华铁应急	17.88%	-42.87%	-38.99%	-10.40	-8.36	0.94	-1.39	29.46	47%	1.97	19.31%
601886.SH	江河集团	7.75%	5.75%	3.03%	0.38	-0.25	4.96	0.14	17.55	39%	1.55	55.27%
605167.SH	利柏特	-28.05%	-6.60%	-9.93%	8.66	1.60	-0.43	-0.30	36.33	86%	3.81	94.20%
002541.SZ	鸿路钢构	8.87%	8.07%	21.65%	0.02	0.00	-7.05	0.06	20.86	53%	1.36	29.26%
002469.SZ	三维化学	-15.34%	-101.87%	-102.29%	-8.90	-10.19	-3.04	-1.91	34.82	50%	1.76	25.09%
300982.SZ	苏文电能	-51.68%	-123.03%	-141.61%	-0.27	-12.93	0.01	-1.51	-62.27	0%	1.68	42.93%
603163.SH	圣晖集成	-5.85%	33.66%	36.12%	2.10	1.87	4.20	0.69	59.65	91%	8.20	92.35%
301058.SZ	中粮科工	20.46%	0.52%	-3.87%	-2.00	-1.16	0.44	-0.11	21.39	5%	2.13	1.87%
300986.SZ	志特新材	21.77%	56.44%	-13.35%	-2.62	0.88	-0.35	0.21	52.92	75%	4.21	61.67%

资料来源：Wind，华源证券研究所

注：数据截至 2026/4/30；分位值数据从 2010/1/1 算起。

5. 投资建议

展望 2026 年，建筑行业仍处于基本面修复与结构转型并行阶段。一方面，地产链需求仍在筑底，地方财政约束和项目回款压力对行业收入和利润释放形成一定制约；另一方面，2026 年作为“十五五”开局之年，重大工程建设、现代化基础设施体系完善、能源及水利等安全型投资方向有望成为稳增长的重要抓手。结合 2025 年年报及 2026Q1 表现，我们认为建筑板块整体修复或呈现“总量温和、结构突出”的特征，建议重点关注具备订单优势、海外拓展能力、细分赛道景气度及分红回报能力的龙头企业。

投资主线一：建筑央企经营韧性突出，海外订单构成重要支撑。

2025 年以来，建筑央企仍为板块核心支撑，九大建筑央企收入和归母净利润占申万建筑板块比重分别达 82.65%、91.38%，在行业需求承压背景下仍体现较强规模优势和订单获取能力。2026Q1，央企收入与利润端短期仍受项目落地节奏偏慢影响，但海外订单保持较高景气，其中中国交建、中国电建、中国化学、中国中冶、中国建筑海外新签订单分别 yoy+25.9%、+70.9%、+130.3%、+9.6%、+8.8%，显示“一带一路”沿线基建需求及国际工程承接能力仍具支撑。展望全年，央企经营计划整体偏稳健，后续随着重大工程推进、项目资金逐步落地及海外订单持续转化，央企业绩有望逐步改善。建议重点关注**中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国交建、中国电建、中国能建、中国化学**等建筑央企龙头。

投资主线二：专业工程延续结构性机会，洁净室、化工工程与钢结构龙头值得关注。

专业工程板块在传统建筑需求承压背景下仍具备较强结构性亮点，核心在于其下游更多对应半导体、高端制造、化工新材料、新能源及智能制造等景气赛道。2026Q1，亚翔集成营收 yoy+35.38%、归母净利润 yoy+202.41%，受洁净室工程需求释放带动表现突出；圣晖集成、东华科技、鸿路钢构归母净利润分别 yoy+33.66%、+17.96%、+8.07%，显示洁净室、工程技术服务及钢结构加工等方向仍具一定景气韧性。我们认为，AI 半导体产业链资本开支、高端制造厂房建设、化工新材料项目推进及钢结构智能制造升级，将继续支撑专业工程龙头订单与盈利表现。建议关注**亚翔集成、圣晖集成、柏诚股份、东华科技、鸿路钢构**等。

投资主线三：红利价值与低估值修复并重，关注现金流稳健及分红提升标的。

当前建筑板块整体估值仍处低位，部分央企及地方国企 PB 分位数处于历史较低区间，具备一定安全边际。在利率中枢偏低、市场重视股东回报的背景下，具备稳定现金流、较高分红比例及经营韧性的建筑龙头有望持续体现配置价值。2025 年，多数建筑央企分红比例有所提升，其中中国建筑、中国铁建、中国能建、中国中铁分红比例分别同比提升 4.46、3.85、3.06、2.31pct，显示央企在业绩承压阶段仍重视股东回报。建议关注高股息属性突出、现金流相对稳健、区域资源优势较强的标的，如**中国建筑、四川路桥、安徽建工、江河集团**等。

投资主线四：“建筑+”转型持续推进，新业务有望打开中长期成长空间。

在传统施工业务盈利承压背景下，建筑企业加快向新能源、智能制造、城市运维、工业厂房、海外工程及专业化服务方向延伸，“建筑+”模式有望成为板块中长期成长的重要来源。部分龙头企业已从单一施工承包逐步向投建营一体化、专业工程服务、产品化出海及数字化

管理转型，有助于提升业务附加值并弱化传统建筑周期波动。建议关注具备产品化、专业化和国际化拓展能力的公司。

6. 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较高、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。