仅供内部参考，请勿外传

建筑装饰
行业专题报告

2026 年 10 月 15 日

基本面仍处调整期，AI 浪潮催化洁净室需求释放

——26H1 中报建筑综述

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
郦悦轩
SAC：S1350524080001
liyuexuan@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



投资要点：

- **上半年收入利润继续承压，下半年资金与项目落地有望提速。**2026H1 申万建筑板块实现营业收入同比-9.22%；归母净利润同比-25.43%，利润降幅明显高于收入。毛利率同比+0.25pct 至 10.24%，但净利率同比-0.51pct 至 2.36%，财务费用率抬升及减值损失占收入比重提升，对利润端形成一定影响。资产端看，应收类资产增速仍高于收入增速，总资产及应收周转效率下降；现金流方面，经营活动现金净流出同比少流出 786 亿元，收现比提升至 99.41%，经营现金流较上年同期有所改善。随着财政资金加快落地、重大项目逐步形成实物工作量，建筑行业开工及施工强度有望提升。

- **洁净室、装修装饰及钢结构利润表现较优，钢结构、化学工程及其他专业工程现金流改善更为明显。**2026H1 各建筑子板块收入均同比下降，其中洁净室、其他专业工程及国际工程降幅相对较小，分别同比-1.32%、-3.03%、-3.84%；利润方面，洁净室、装修装饰及钢结构归母净利润分别同比+40.50%、+45.77%、+9.48%，其余板块均有所下降。2026H1 各子板块总资产周转率均同比下降，化学工程、建筑央企降幅相对较大，分别同比-0.05、-0.04 次至 0.23、0.22 次；应收账款及票据周转方面，钢结构和工程咨询有所改善。现金流方面，钢结构、化学工程及其他专业工程经营现金流由负转正，洁净室、国际工程经营现金流净流出占收入比重分别由去年同期的 11.08%、6.45%收窄至 3.09%、1.10%。负债端，建筑央企、基建市政带息债务占比分别为 40.75%、37.61%，长期有息负债占比达 62.06%、67.35%，较高的长期融资占比与其大体量、长周期项目的资金需求相匹配。

- **央企仍是行业基本盘，洁净室、钢结构等方向表现相对突出。**2026H1 九大建筑央企收入、归母净利润分别占申万建筑板块的 83%、87%左右，仍是影响行业整体表现的核心主体。虽然多数央企收入利润同比下滑，但经营现金流普遍改善，海外订单仍具结构性亮点，中国化学、中国建筑、中国电建、中国交建等海外新签保持较快增长。地方建企中，四川路桥 2026H1 收入同比+7.62%、归母净利润同比+11.20%、扣非归母净利润同比+13.35%，在同业中表现相对突出，四川“十五五”期间交通基础设施持续推进有望提供中长期项目支撑。专业工程领域，AI 及半导体资本开支带动洁净室工程景气延续，亚翔集成收入同比+51.36%、归母净利润同比+204.80%；与此同时，鸿路钢构、江河集团收入、利润亦实现较快增长。

- **投资建议：**我们认为在行业总量需求仍处筑底阶段的背景下，后续机会更多来自建造模式变化、区域项目景气及产业资本开支等结构性方向。随着商品住房销售制度逐步由较早预售向封顶预售、现房销售演进，开发商对施工周期、交付效率及资金占用的关注有望提升，装配式 PC、钢结构、模块化建筑及幕墙装饰等高效率建造方式的相对价值有望进一步体现，建议关注**鸿路钢构、江河集团、亚厦股份、金螳螂等**；区域基建方面，在地方财政约束仍存的背景下，财政实力、重大项目储备及项目落地能力将成为地方建企后续业绩表现的重要影响因素，建议关注经营表现较优、区域资源禀赋较强的**四川路桥、安徽建工等**；专业工程方面，AI 算力、半导体及高端制造资本开支延续，有望继续带动高等级洁净室需求，建议关注**亚翔集成、柏诚股份、圣晖集成等**。

- **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。**

仅供内部参考，请勿外传

内容目录

1. 行业概述：行业经营仍处调整期，下半年实物工作量值得关注 5
1.1. 2026 年上半年经营承压，下半年资金与项目落地有望提速 5
1.2. 毛利率改善难抵净利率下行，央企杠杆继续抬升 6
1.3. 财务费用及减值拖累盈利，经营现金流同比改善 8
2. 洁净室及装修装饰利润表现较优，钢结构、化学工程及其他专业工程经营现金流改善 10
2.1. 各子板块收入整体回落，洁净室及装修装饰归母净利润表现亮眼 10
2.2. 毛利率整体保持韧性，净利率改善集中于洁净室等少数板块 10
2.3. 费用与周转效率承压，现金流表现有所改善 11
2.4. 杠杆扩张整体审慎，债务期限结构体现业务周期差异 15
3. 央企稳住行业基本盘，专业工程贡献结构性亮点 18
3.1. 建筑央企业绩承压，经营现金流表现相对较好 18
3.2. AI 半导体需求支撑洁净室景气，钢结构及幕墙相关公司表现较优 19
4. 投资建议 22
5. 风险提示 23



仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图表 1： 2022H1-2026H1 建筑行业整体营收及同比增长率 5
图表 2： 2022H1-2026H1 建筑行业整体归母净利润及同比增长率 5
图表 3： 2022Q1-2026Q2 建筑行业单季度营收同比增速 6
图表 4： 2022Q1-2026Q2 建筑行业单季度归母净利润同比增速 6
图表 5： 2022H1-2026H1 建筑行业毛利率和净利率 6
图表 6： 2022H1-2026H1 建筑行业摊薄 ROE 走势 6
图表 7： 2022H1-2026H1 建筑行业存货、总资产及应收账款及票据周转率 7
图表 8： 2022H1-2026H1 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 9： 2026H1 建筑板块关键财务数据同比增速情况 7
图表 10： 2022H1-2026H1 建筑行业资产负债率 8
图表 11： 2022H1-2026H1 建筑行业中央企板块与其余板块资产负债率 8
图表 12： 2022H1-2026H1 建筑行业费用率变化 9
图表 13： 2022H1-2026H1 建筑行业资产及信用减值损失占收入比重 9
图表 14： 2022H1-2026H1 建筑行业现金流量净额变动趋势 9
图表 15： 2022H1-2026H1 申万建筑行业收现比与付现比 9
图表 16： 2026H1 建筑行业各子板块营收增速 10
图表 17： 2026H1 建筑行业各子板块归母净利增速 10
图表 18： 2025H1、2026H1 建筑行业各子板块毛利率 11
图表 19： 2025H1、2026H1 建筑行业各子板块净利率 11
图表 20： 26H1 相对 25H1 建筑子板块净利率变化量与毛利率变化量的差（PCT） 11
图表 21： 2025H1、2026H1 建筑行业各子板块期间费用率 12
图表 22： 2025H1、2026H1 建筑行业资产及信用减值损失占收入比重 12
图表 23： 2025H1、2026H1 建筑行业各子板块管理费用率（不含研发） 13
图表 24： 2025H1、2026H1 建筑行业各子板块研发费用率 13
图表 25： 2025H1、2026H1 建筑行业各子板块销售费用率 13
图表 26： 2025H1、2026H1 建筑行业各子板块财务费用率 13
图表 27： 2025H1、2026H1 建筑行业各子板块应收账款及应收票据周转率 14
图表 28： 2025H1、2026H1 建筑行业各子板块总资产周转率 14
图表 29： 2025H1、2026H1 建筑行业各子板块资产负债率 15

图表 30： 2025H1、2026H1 建筑行业各子板块流动比率（单位：倍） 15
图表 31： 2025H1、2026H1 建筑行业各子板块经营净现金/营业收入 15
图表 32： 2025H1、2026H1 建筑行业各子板块投资净现金/营业收入 15
图表 33： 2022H1-2026H1 各子板块带息债务占负债总和的比例（1） 16
图表 34： 2022H1-2026H1 各子板块带息债务占负债总和的比例（2） 16
图表 35： 2022H1-2026H1 各子板块长期带息债务占带息债务比例变化（1） 17
图表 36： 2022H1-2026H1 各子板块长期带息债务占带息债务比例变化（2） 17
图表 37： 2022H1-2026H1 剔除建筑央企前后营收增速 18
图表 38： 2022H1-2026H1 剔除建筑央企前后归母净利润增速 18
图表 39： 九大建筑央企 26H1 经营及订单情况 19
图表 40： 建筑国企公司 26H1 经营情况一览 20
图表 41： 国际工程公司 26H1 经营情况一览 20
图表 42： 专业工程公司 26H1 经营数据一览 21

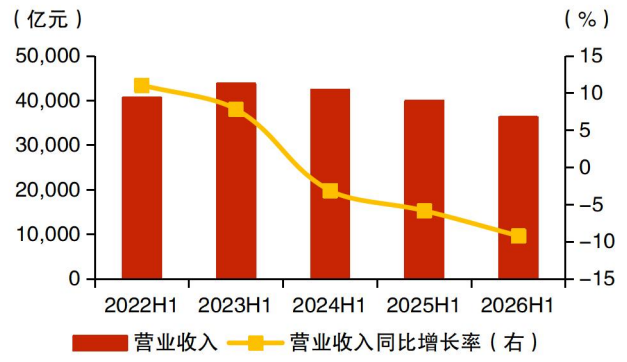
仅供内部参考，请勿外传

1. 行业概述：行业经营仍处调整期，下半年实物工作量值得关注

1.1. 2026 年上半年经营承压，下半年资金与项目落地有望提速

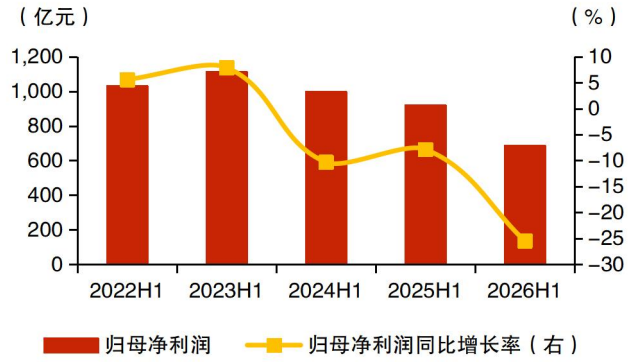
2026 年上半年申万建筑板块经营表现继续承压，下半年资金及项目落地提速有望推动基本面边际改善。2026 年上半年建筑板块实现营业收入 3.63 万亿元，同比-9.22%；实现归母净利润 686 亿元，同比-25.43%。受地方财政约束仍存以及部分项目资金到位和回款节奏偏慢等因素影响，建筑企业收入确认及项目施工转化有所放缓，板块营收与归母净利润降幅较 2025 年上半年分别扩大 3.39pct、17.59pct。与此同时，2026H1 建筑板块归母净利润增速与营收增速差值扩大至-16.21pct，较 2025H1 的-2.01pct 进一步走弱，反映在收入规模收缩背景下，减值计提、费用刚性等因素对利润端形成进一步拖累。2026 年上半年新增专项债发行 2.07 万亿元，占全年 4.4 万亿元新增专项债额度的 47%，整体发行进度仍有提升空间。随着前期项目储备逐步转化、资金到位节奏加快，重大项目开工及施工强度有望在下半年进一步提升，带动基建投资及建筑企业新签订单向收入端的转化效率改善。

图表 1：2022H1-2026H1 建筑行业整体营收及同比增长率



资料来源：iFinD，华源证券研究所

图表 2：2022H1-2026H1 建筑行业整体归母净利润及同比增长率

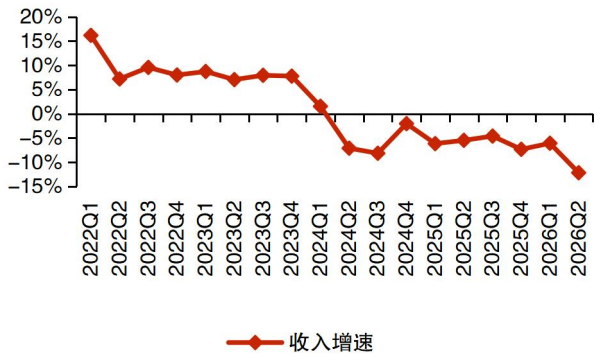


资料来源：iFinD，华源证券研究所

2026Q2 收入增速阶段性承压，盈利质量仍有改善空间。2026Q2 申万建筑板块实现营业收入 1.80 万亿元，同比-12.19%；实现归母净利润 294.97 亿元，同比-35.64%。需求端看，2026 年 1-6 月全国固定资产投资（不含农户）同比-5.7%，基础设施投资同比-2.4%，其中道路运输业、水利管理业、公共设施管理业投资分别同比-7.7%、-9.9%、-6.2%；房地产开发投资同比-18.0%，房地产开发企业房屋施工面积、新开工面积分别同比-12.5%、-23.4%。地产与基建相关投资整体偏弱，项目开工及施工需求仍处调整阶段，对建筑企业收入确认形成一定影响。

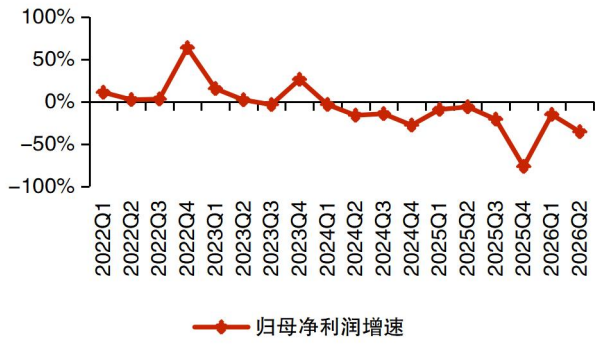
仅供内部参考，请勿外传

图表 3：2022Q1-2026Q2 建筑行业单季度营收同比增速



资料来源：iFinD，华源证券研究所

图表 4：2022Q1-2026Q2 建筑行业单季度归母净利润同比增速

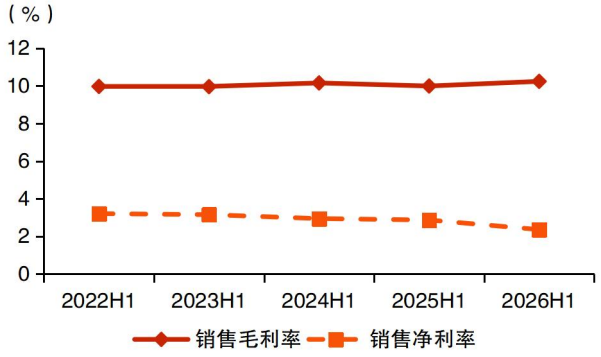


资料来源：iFinD，华源证券研究所

1.2. 毛利率改善难抵净利率下行，央企杠杆继续抬升

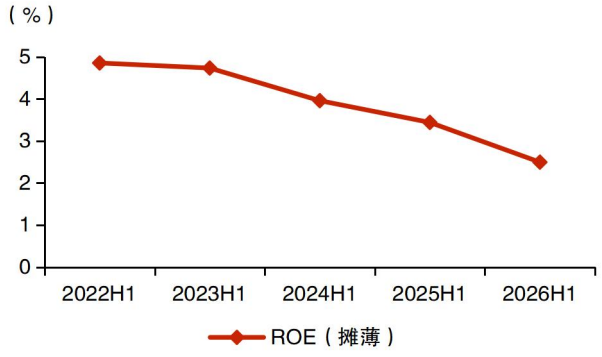
毛利率小幅改善，净利率有所承压。2026H1 申万建筑板块毛利率为 10.24%，同比+0.25pct；净利率为 2.36%，同比-0.51pct。板块毛利率同比小幅改善，或与建筑企业加强项目筛选及成本管控等因素有关。在盈利能力承压背景下，2026H1 建筑板块净资产收益率（摊薄）降至 2.49%，同比-0.94pct，净利率下滑对股东回报能力形成明显拖累。展望后续，随着建筑企业持续优化订单结构、加强项目成本管控并提升经营质量，若低毛利项目占比进一步下降、减值压力逐步缓解，板块盈利能力有望逐步企稳，ROE 亦有望随利润率改善而边际修复。

图表 5：2022H1-2026H1 建筑行业毛利率和净利率



资料来源：iFinD，华源证券研究所

图表 6：2022H1-2026H1 建筑行业摊薄 ROE 走势



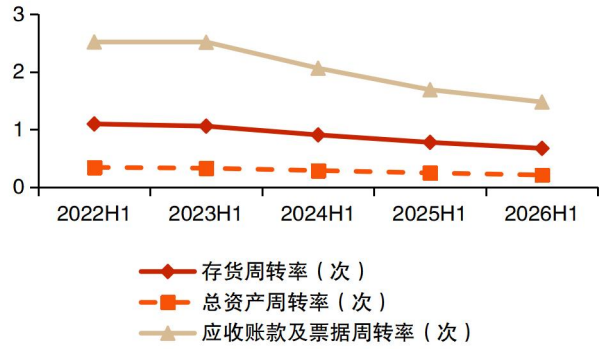
资料来源：iFinD，华源证券研究所

收入增速持续弱于资产扩张，资产周转效率进一步下行。2026H1 申万建筑板块总资产周转率为 0.21 次，同比下降 0.04 次；应收账款及票据周转率为 1.48 次，同比下降 0.21 次；存货周转率为 0.67 次，同比下降 0.10 次，反映在需求偏弱、项目结算及回款节奏放缓背景下，板块整体资产使用效率有所下降。2026H1 板块总资产同比增长 4.66%，而营业收入同比-9.22%，收入增速明显滞后于资产扩张，进一步拖累总资产周转效率。从资产结构看，2026H1

仅供内部参考，请勿外传

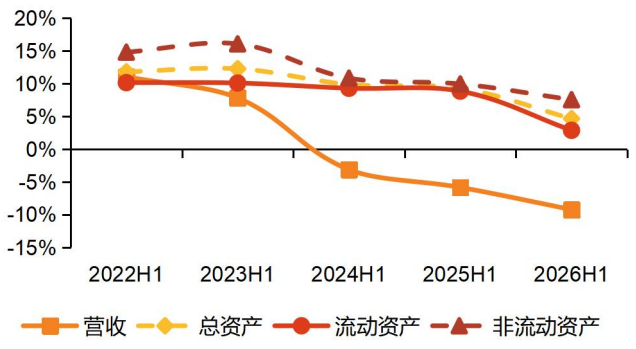
流动资产同比增长 2.87%，非流动资产同比增长 7.54%，尽管二者增速较前几年均有所回落，但非流动资产增速仍明显高于流动资产，资产结构延续偏重特征。我们认为，建筑行业具有项目周期长、资产规模较大的特点，在收入持续承压情况下，存量资产及应收款项消化速度放缓，使资产端调整相对滞后于收入端，资产周转压力仍较为突出。

图表 7：2022H1-2026H1 建筑行业存货、总资产及应收账款及票据周转率



资料来源：iFinD，华源证券研究所
注：存货包含合同资产

图表 8：2022H1-2026H1 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：iFinD，华源证券研究所

收入承压背景下应收类资产仍保持增长，回款及资金占用压力值得关注。2026H1 申万建筑板块应收账款及票据同比增长 3.86%，长期应收款同比增长 7.76%，二者合计同比增长 5.08%，同期板块营业收入同比下降 9.22%，应收类资产增速明显高于收入增速，反映项目结算及回款节奏仍有一定压力。流动资产方面，存货（含合同资产）、其他应收款分别同比增长 2.75%、1.96%，预付款项同比下降 5.22%；非流动资产方面，固定资产、在建工程及长期股权投资分别同比增长 6.48%、4.04%、1.17%。整体看，在收入规模收缩背景下，应收及存货等经营性资产仍保持增长，或对板块资产周转效率及现金回笼形成一定制约。

图表 9：2026H1 建筑板块关键财务数据同比增速情况

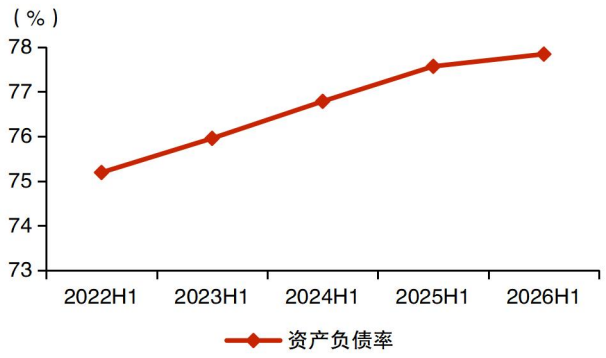
流动资产	非流动资产	资产总计
2.87%	7.54%	4.66%
应收账款及票据	长期应收款	应收账款及票据+长期应收款
3.86%	7.76%	5.08%
其他应收款	固定资产	
1.96%	6.48%	
预付款项	在建工程	
-5.22%	4.04%	
存货（含合同资产）	长期股权投资	
2.75%	1.17%	

资料来源：iFinD，华源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

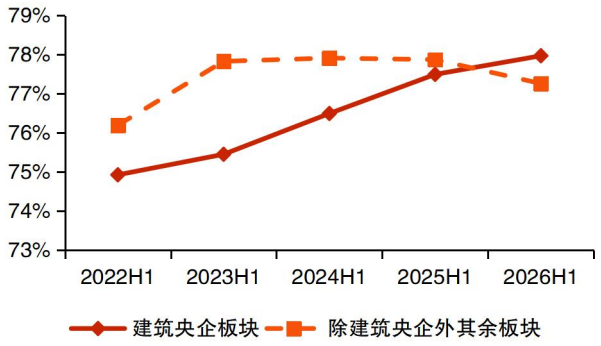
板块资产负债率延续上行，结构上主要由建筑央企扩表驱动。2026H1 申万建筑板块整体资产负债率为 77.84%，同比上升 0.27pct，延续近年来上行趋势。从结构拆分来看，本轮负债率提升主要来自建筑央企。剔除中国建筑、中国铁建、中国中铁、中国电建、中国核建、中国中冶、中国能建、中国化学及中国交建等 9 家建筑央企后，其余板块资产负债率为 77.26%，同比下降 0.61pct；同期建筑央企资产负债率同比提升 0.48pct 至 77.97%。从资产负债扩张节奏看，2026H1 建筑央企总资产、总负债分别同比增长 5.55%、6.20%，负债增速快于资产增速；而剔除建筑央企后，其余板块总资产、总负债分别同比增长 0.86%、0.07%，资产负债表扩张明显趋缓。我们认为，建筑央企仍是行业新增资产和负债扩张的主要来源，或与其承担重大基建项目、资本开支及项目融资需求较多有关；相比之下，非央企资产负债表扩张已明显放缓，杠杆水平呈现回落。

图表 10：2022H1-2026H1 建筑行业资产负债率



资料来源：iFinD，华源证券研究所

图表 11：2022H1-2026H1 建筑行业中央企板块与其余板块资产负债率

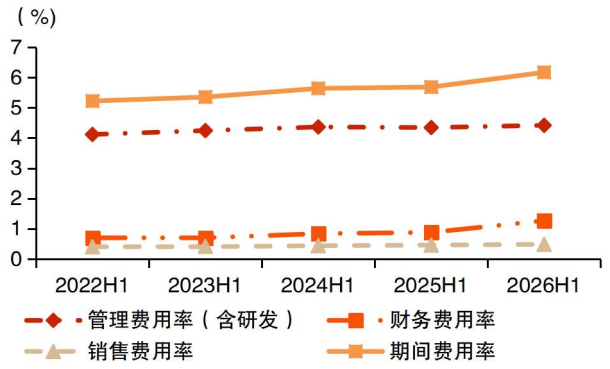


资料来源：IFinD，华源证券研究所

1.3. 财务费用及减值拖累盈利，经营现金流同比改善

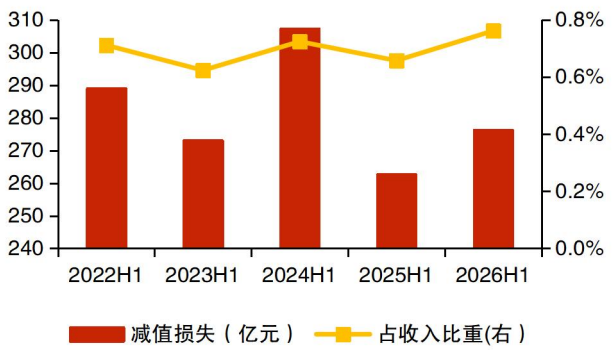
期间费用率有所抬升，财务费用及资产减值对利润端形成较大压力。2026H1 申万建筑板块期间费用率为 6.17%，同比+0.49pct。其中，销售费用率为 0.48%，同比+0.03pct；管理费用率（含研发费用）为 4.42%，同比+0.07pct；财务费用率同比+0.39pct 至 1.27%，为期间费用率上升的主要来源，或与汇兑损益波动等因素有关。减值方面，2026H1 板块资产及信用减值损失合计 276.29 亿元，同比增长 5.17%，占营业收入比重同比+0.10pct 至 0.76%。其中，资产减值损失 101.63 亿元，同比增长 58.13%，占营收比重同比+0.12pct 至 0.28%；信用减值损失 174.66 亿元，同比下降 11.98%，占营收比重同比-0.02pct 至 0.48%。

图表 12：2022H1-2026H1 建筑行业费用率变化



资料来源：IFinD，华源证券研究所

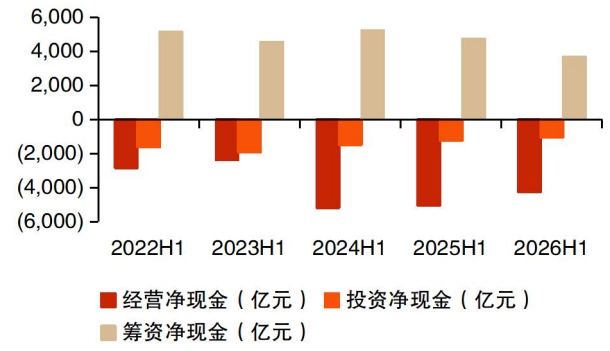
图表 13：2022H1-2026H1 建筑行业资产及信用减值损失占收入比重



资料来源：IFinD，华源证券研究所

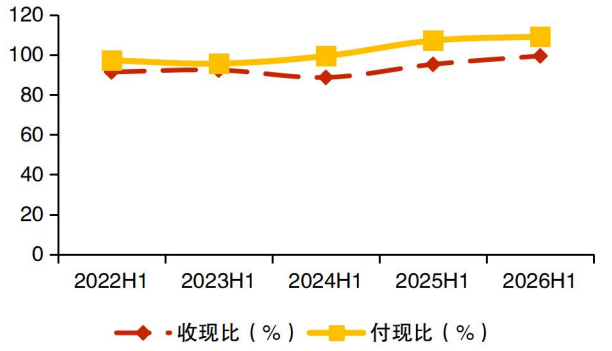
经营现金流同比改善，筹资现金流规模同步收缩。2026H1 申万建筑板块经营活动现金净流出 4245.24 亿元，同比少流出 786.39 亿元，经营现金流较上年同期有所改善，但整体仍维持较大净流出规模。同期，投资活动现金净流出 1048.65 亿元，同比少流出 193.21 亿元，且自 2023H1 以来流出规模持续收窄，反映板块对外投资及资本性支出节奏整体趋于审慎。2026H1 筹资活动现金净流入 3680.25 亿元，同比减少 1053.55 亿元，外部融资对现金流的补充力度有所下降。2026H1 板块收现比、付现比分别为 99.41%、109.10%，同比分别+4.22pct、+2.00pct，其中收现比已接近 100%，显示收入现金回笼情况有所改善；但付现比同步升至 109.10%，经营端现金支出强度仍高于收入现金回笼，导致经营活动现金流虽同比改善但仍保持净流出。

图表 14：2022H1-2026H1 建筑行业现金流量净额变动趋势



资料来源：IFinD，华源证券研究所

图表 15：2022H1-2026H1 申万建筑行业收现比与付现比



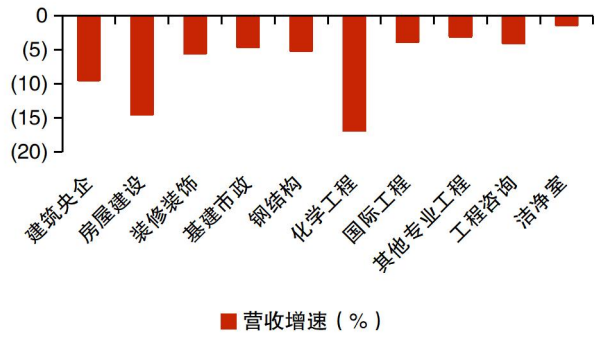
资料来源：IFinD，华源证券研究所

2. 洁净室及装修装饰利润表现较优，钢结构、化学工程及其他专业工程经营现金流改善

2.1. 各子板块收入整体回落，洁净室及装修装饰归母净利润表现亮眼

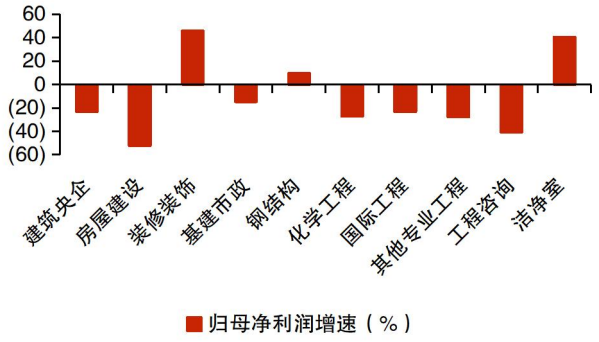
收入端整体承压，洁净室、装修装饰及钢结构业绩实现正增长。2026H1 申万建筑各细分板块营业收入均同比下滑，其中洁净室、其他专业工程、国际工程、工程咨询及基建市政降幅相对较小，分别同比-1.32%、-3.03%、-3.84%、-4.01%、-4.57%；房屋建设、化学工程降幅相对较大，分别同比-14.46%、-16.84%。业绩方面，洁净室、装修装饰及钢结构归母净利润分别同比+40.50%、+45.77%、+9.48%，其中洁净室主要受亚翔集成等企业业绩高增长带动，AI 及半导体产业链资本开支对洁净室工程需求形成较强支撑；装修装饰主要受江河集团海外业务拓展及订单释放带动；钢结构板块则受鸿路钢构盈利改善拉动。其余板块归母净利润均同比下降，其中国际工程、建筑央企、化学工程、其他专业工程、工程咨询分别同比-23.30%、-23.12%、-27.05%、 -27.90%、-40.65%。

图表 16：2026H1 建筑行业各子板块营收增速



资料来源：IFinD，华源证券研究所

图表 17：2026H1 建筑行业各子板块归母净利增速



资料来源：IFinD，华源证券研究所

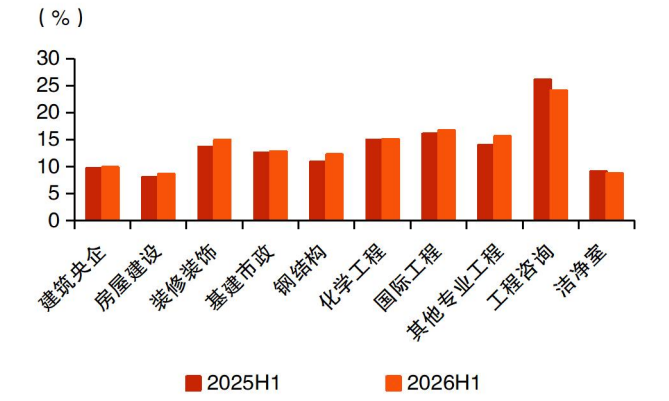
2.2. 毛利率整体保持韧性，净利率改善集中于洁净室等少数板块

多数子行业毛利率有所改善，净利率改善集中于装修装饰、钢结构及洁净室。2026H1 建筑央企、房屋建设、装修装饰、基建市政、钢结构、化学工程、国际工程及其他专业工程毛利率均同比提升，其中其他专业工程、钢结构、装修装饰改善幅度相对较大，分别同比+1.62、+1.35、+1.27pct 至 15.62%、12.26%、14.93%；国际工程、房屋建设毛利率亦分别同比+0.65、+0.58pct。相比之下，工程咨询和洁净室毛利率分别同比-1.97、-0.40pct 至 24.13%、8.71%。净利率方面，仅装修装饰、钢结构及洁净室同比改善，分别+0.96、+0.39、+0.21pct 至 2.51%、3.34%、1.86%；其余子行业均有所下降，其中工程咨询、化学工程、国际工程降幅相对较大，分别同比-2.23、-1.46、-1.22pct。进一步比较净利率与毛利率变化，2026H1 仅洁净室“净

仅供内部参考，请勿外传

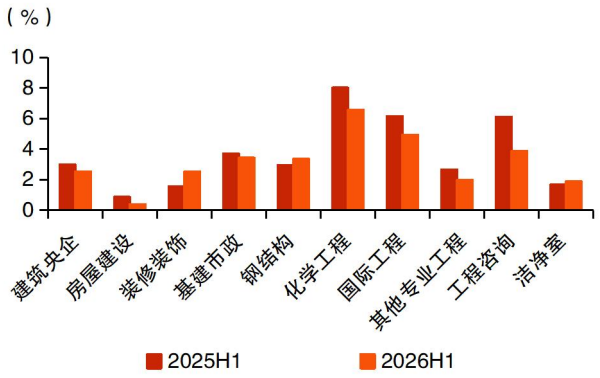
利率变化量-毛利率变化量"为正，其余板块均为负，表明除洁净室外，多数子行业毛利率改善并未同步体现至净利率。

图表 18：2025H1、2026H1 建筑行业各子板块毛利率



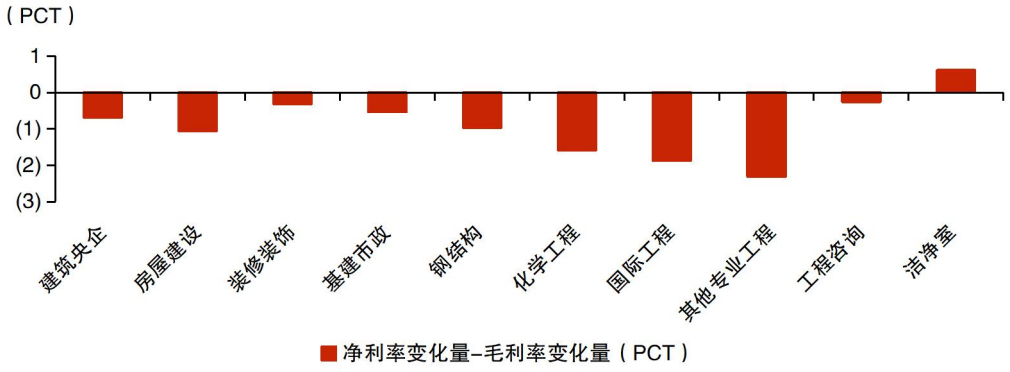
资料来源：IFinD，华源证券研究所

图表 19：2025H1、2026H1 建筑行业各子板块净利率



资料来源：IFinD，华源证券研究所

图表 20：26H1 相对 25H1 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：IFinD，华源证券研究所

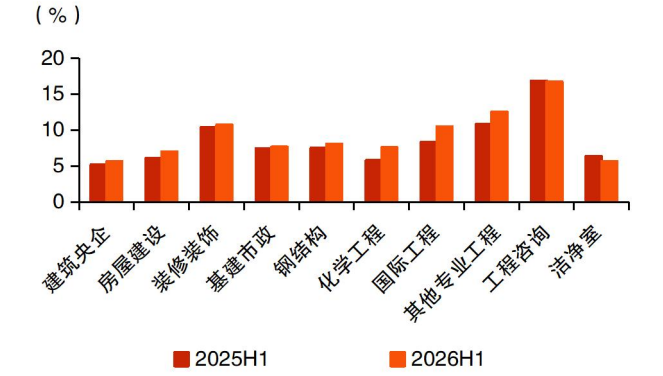
2.3. 费用与周转效率承压，现金流表现有所改善

收入收缩背景下多数子行业期间费用率有所抬升，减值压力则主要集中于建筑央企、工程咨询、房屋建设及基建市政。2026H1 建筑央企、房屋建设、装修装饰、基建市政、钢结构、化学工程、国际工程、其他专业工程、工程咨询及洁净室期间费用率分别为 5.65%、7.00%、10.76%、7.66%、8.09%、7.60%、10.51%、12.54%、16.72%及 5.68%，其中国际工程、化学工程及其他专业工程同比分别+2.16、+1.83、+1.75pct，提升幅度相对较大；工程咨询及洁净室则同比有所下降。减值方面，2026H1 工程咨询资产及信用减值损失合计占收入比重为 3.34%，同比+0.06pct，减值损失占收入比重仍明显高于其他板块；房屋建设、基建市政及建筑央企分别为 0.87%、0.77%、0.73%，同比分别+0.34、+0.29、+0.08pct。其他专业工程减值占比则由去年同期的-0.31%升至 0.16%，同比+0.46pct。相较之下，装修装饰、国际工程减值占比分别同比-0.22、-0.52pct 至 0.70%、0.26%；钢结构、化学工程及洁净室减值占比分别同比-0.16、-0.20、-0.81pct 至-0.08%、-0.37%、-0.47%，其中洁净室改善幅度最为

仅供内部参考，请勿外传

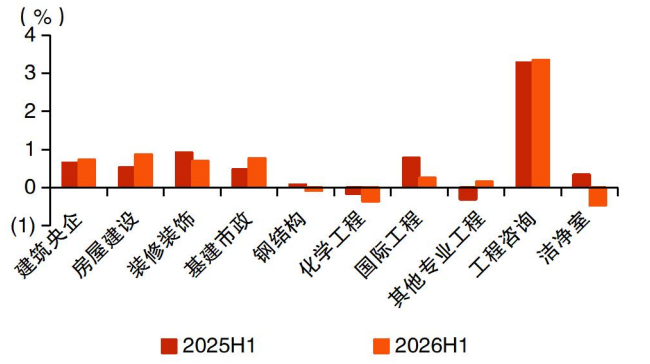
明显。我们认为，部分板块前期已对存量应收、合同资产及项目风险进行较为充分的减值计提，随着相关风险逐步释放，新增减值压力有所减轻；但房屋建设、基建市政及工程咨询等板块仍受项目结算、回款及存量资产影响，减值对利润的影响仍需关注。

图表 21：2025H1、2026H1 建筑行业各子板块期间费用率



资料来源：IFinD，华源证券研究所

图表 22：2025H1、2026H1 建筑行业资产及信用减值损失占收入比重

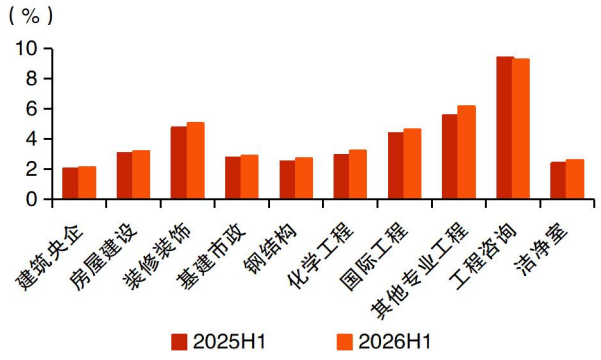


资料来源：IFinD，华源证券研究所

管理费用率普遍抬升，研发投入强度则更多体现不同板块业务转型与技术投入节奏。2026H1 除工程咨询外，其余建筑子行业管理费用率均同比上升，其中其他专业工程、化学工程、装修装饰及国际工程分别同比+0.59pct、+0.28pct、+0.27pct、+0.23pct 至 6.16%、3.21%、5.03%、4.62%，洁净室、钢结构、房屋建设及基建市政亦有不同程度提升。我们认为，管理费用具有较强刚性，在多数子行业收入同比下滑背景下，人员、日常运营及项目管理等费用难以同步收缩，导致费用摊薄能力下降，是管理费用率普遍上行的重要原因；工程咨询管理费用率同比小幅回落 0.15pct 至 9.26%。研发费用率方面，化学工程同比+0.90pct 至 3.36%，提升幅度最为明显，国际工程、其他专业工程、房屋建设及基建市政等亦有所上升，或反映相关企业在工艺技术、数字化及工程技术升级方面持续投入；相较之下，洁净室研发费用率同比-0.82pct 至 1.78%，降幅较为明显，装修装饰、工程咨询及建筑央企亦小幅回落。

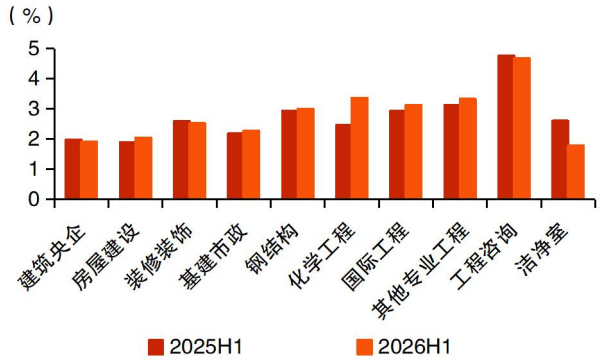
仅供内部参考，请勿外传

图表 23：2025H1、2026H1 建筑行业各子板块管理费用率（不含研发）



资料来源：IFinD，华源证券研究所

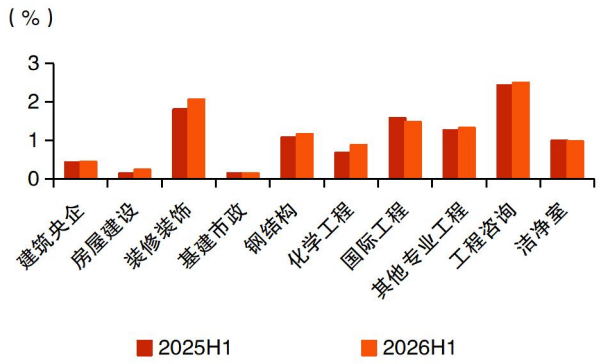
图表 24：2025H1、2026H1 建筑行业各子板块研发费用率



资料来源：IFinD，华源证券研究所

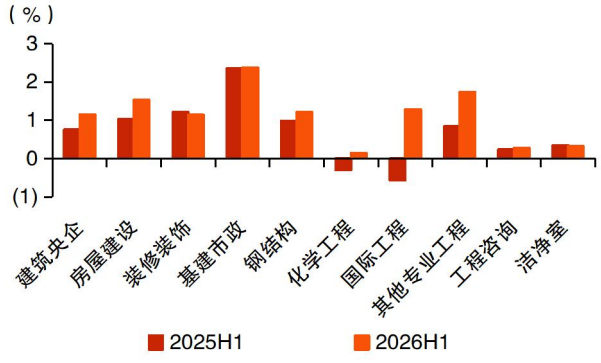
销售费用率整体波动有限，财务费用率抬升成为多数板块费用端更主要的影响因素。2026H1 销售费用率方面，除国际工程、基建市政及洁净室外，其余子行业均同比上升，其中装修装饰、化学工程、房屋建设及钢结构分别同比+0.26、+0.20、+0.10、+0.09pct 至 2.07%、0.88%、0.24%、1.16%，工程咨询、其他专业工程及建筑央企亦小幅提升。财务费用率方面，除装修装饰和洁净室同比小幅下降外，其余板块均有所抬升，其中国际工程由去年同期的-0.57%升至 1.28%，其他专业工程由 0.84%升至 1.74%，分别同比+1.85、+0.90pct；房屋建设、化学工程及建筑央企亦分别同比+0.50、+0.45、+0.39pct。我们认为，财务费用率的普遍上行，一方面与收入收缩背景下利息支出摊薄能力减弱有关，另一方面亦可能受到汇兑损益、融资结构及项目回款节奏变化影响，尤其对海外业务占比较高或项目垫资需求较大的板块影响更为明显。

图表 25：2025H1、2026H1 建筑行业各子板块销售费用率



资料来源：IFinD，华源证券研究所

图表 26：2025H1、2026H1 建筑行业各子板块财务费用率



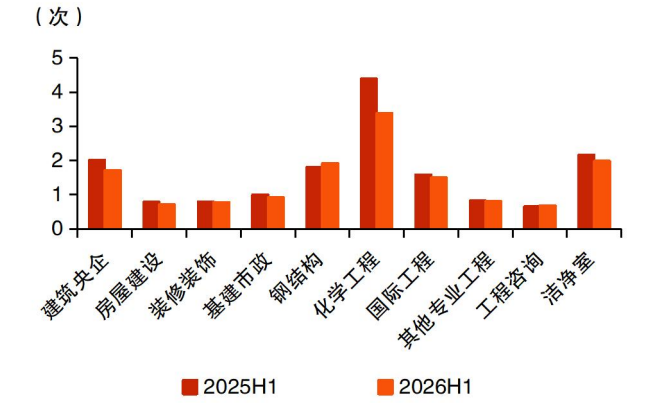
资料来源：IFinD，华源证券研究所

钢结构应收压降较快，总资产周转率普遍回落。2026H1 钢结构应收账款及票据周转率同比提升约 0.10 次至 1.92 次，工程咨询亦有所提升；其余多数板块同比下降，其中化学工程同比下降约 1.01 次至 3.38 次，建筑央企同比下降 0.30 次至 1.72 次，国际工程、基建市

仅供内部参考，请勿外传

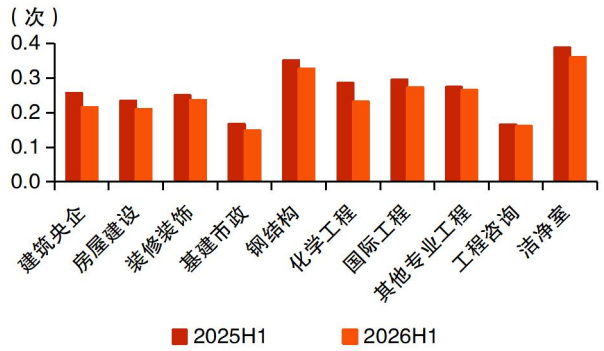
政及房屋建设分别同比下降约 0.09、0.08、0.07 次。钢结构、工程咨询周转率改善，或与相关企业加强回款管理、压降应收规模有关。总资产周转率方面，2026H1 各子板块均同比下降，其中化学工程、建筑央企降幅相对较大，分别同比-0.05、-0.04 次至 0.23、0.22 次；洁净室、房屋建设、钢结构及国际工程分别同比-0.03、-0.03、-0.02、-0.02 次至 0.36、0.21、0.33、0.27 次，基建市政同比-0.02 次至 0.15 次。

图表 27：2025H1、2026H1 建筑行业各子板块应收账款及应收票据周转率



资料来源：IFinD，华源证券研究所

图表 28：2025H1、2026H1 建筑行业各子板块总资产周转率

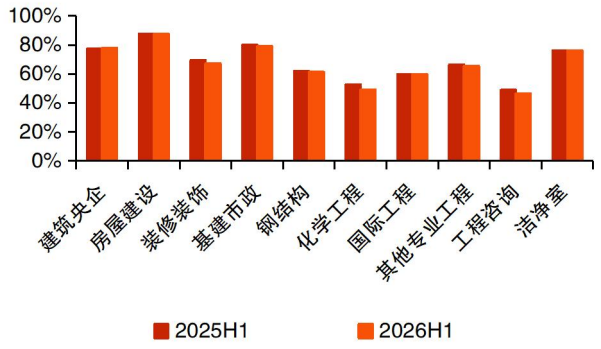


资料来源：IFinD，华源证券研究所

多数子板块资产负债率同比回落，化学工程、工程咨询及装修装饰流动比率同步改善。2026H1 建筑央企、房屋建设、装修装饰、基建市政、钢结构、化学工程、国际工程、其他专业工程、工程咨询及洁净室资产负债率分别为 77.97%、87.42%、67.18%、79.00%、61.30%、49.06%、59.84%、65.39%、46.57%及 76.12%。其中，建筑央企同比+0.48pct，洁净室同比+0.07pct，其余板块均同比下降，化学工程、工程咨询、装修装饰、其他专业工程、基建市政、钢结构及房屋建设分别同比-3.74、-2.34、-2.33、-1.06、-0.94、-0.69、-0.33pct。流动比率方面，化学工程、工程咨询、装修装饰、洁净室及钢结构分别同比+0.10 倍、+0.09 倍、+0.04 倍、+0.02 倍、+0.01 倍至 1.51 倍、1.80 倍、1.29 倍、1.25 倍、1.49 倍；其他专业工程、基建市政、房屋建设及建筑央企分别同比-0.05 倍、-0.02 倍、-0.02 倍、-0.01 倍，国际工程基本持平。除建筑央企及洁净室外，其余子板块杠杆扩张整体趋于审慎，其中化学工程、工程咨询及装修装饰在资产负债率回落的同时流动比率提升，财务结构表现相对更稳健。

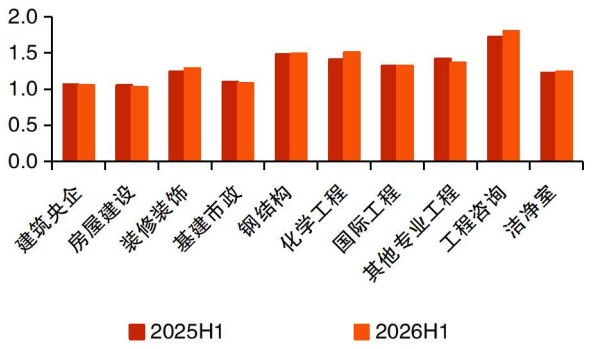
仅供内部参考，请勿外传

图表 29：2025H1、2026H1 建筑行业各子板块资产负债率



资料来源：IFinD，华源证券研究所

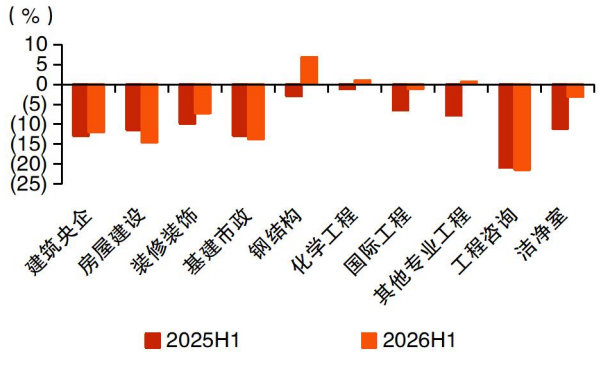
图表 30：2025H1、2026H1 建筑行业各子板块流动比率（单位：倍）



资料来源：IFinD，华源证券研究所

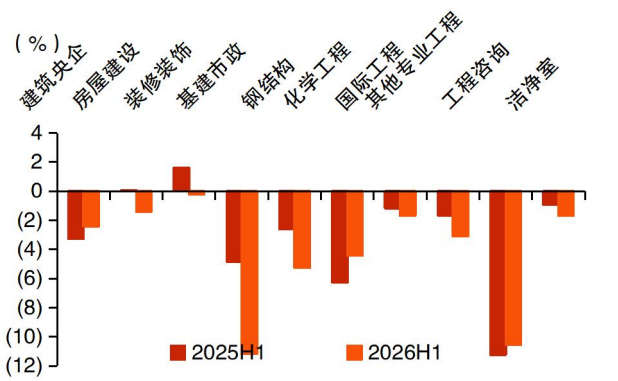
钢结构、化学工程及其他专业工程经营现金流转正，洁净室及国际工程净流出明显收窄。2026H1 钢结构、化学工程及其他专业工程经营活动现金流分别净流入 25.38、0.72、1.54 亿元，占营业收入比重分别为 6.89%、1.07%、0.73%；洁净室、国际工程及建筑央企经营现金流净流出占收入比重则分别由 2025H1 的 11.08%、6.45%、12.88%收窄至 3.09%、1.10%、11.96%。我们认为，钢结构、洁净室及部分专业工程项目标准化程度较高、工程周期相对较短，叠加企业加强结算及回款管理，经营性资金占用有所改善；而房屋建设、基建市政及工程咨询经营现金流净流出占收入比重仍分别为 14.49%、13.73%、21.42%，或与项目周期较长、前期垫资及应收占用相对较高有关。投资活动方面，建筑央企、化学工程及工程咨询净流出占收入比重同比收窄至 2.41%、4.40%、10.55%，而基建市政、钢结构及洁净室分别扩大至 11.16%、5.26%、1.68%。

图表 31：2025H1、2026H1 建筑行业各子板块经营净现金/营业收入



资料来源：IFinD，华源证券研究所
注：负数代表现金流出

图表 32：2025H1、2026H1 建筑行业各子板块投资净现金/营业收入

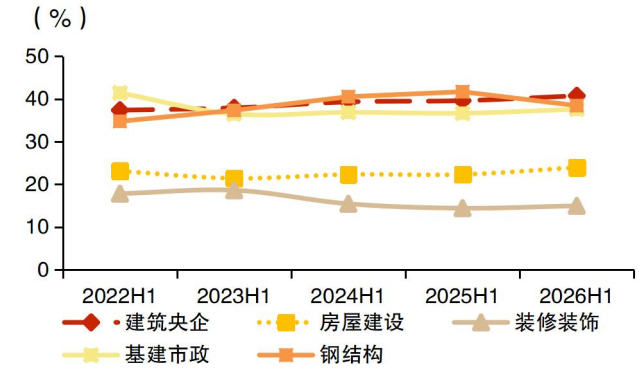


资料来源：IFinD，华源证券研究所
注：负数代表现金流出

2.4. 杠杆扩张整体审慎，债务期限结构体现业务周期差异

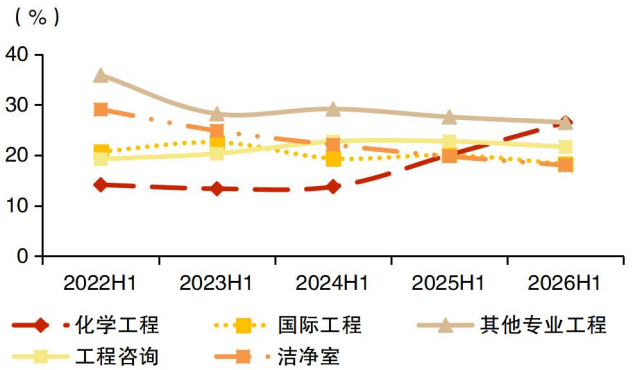
建筑央企、基建市政带息债务占比仍处较高水平，化学工程近两年提升较快。2026H1 建筑央企、房屋建设、装修装饰、基建市政、钢结构、化学工程、国际工程、其他专业工程、工程咨询及洁净室带息债务占总债务比例分别为 40.75%、23.95%、14.97%、37.61%、38.45%、26.48%、18.27%、26.51%、21.66%及 17.99%。其中，建筑央企、房屋建设、装修装饰、基建市政及化学工程分别同比+1.13、+1.62、+0.55、+0.94、+6.41pct，化学工程提升幅度最为明显；钢结构、国际工程、其他专业工程、工程咨询及洁净室分别同比-3.25、-1.74、-1.08、-1.09、-1.78pct。我们认为，不同板块带息债务占比变化更多反映其项目资金需求及融资方式差异，其中建筑央企、基建市政长期承担大体量、长周期项目，带息债务占比整体维持较高水平；而钢结构、洁净室等板块同比回落，则显示有息融资占负债结构中的比重有所下降。

图表 33：2022H1-2026H1 各子板块带息债务占负债总和的比例（1）



资料来源：IFinD，华源证券研究所

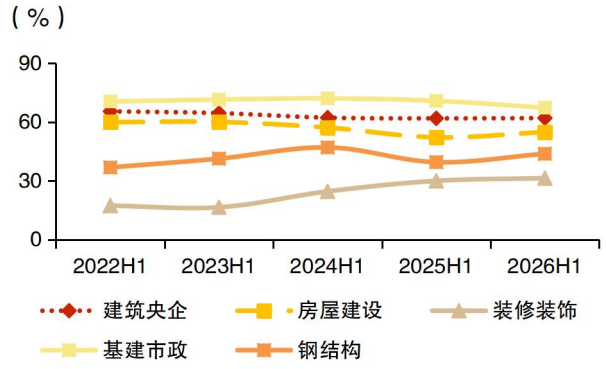
图表 34：2022H1-2026H1 各子板块带息债务占负债总和的比例（2）



资料来源：IFinD，华源证券研究所

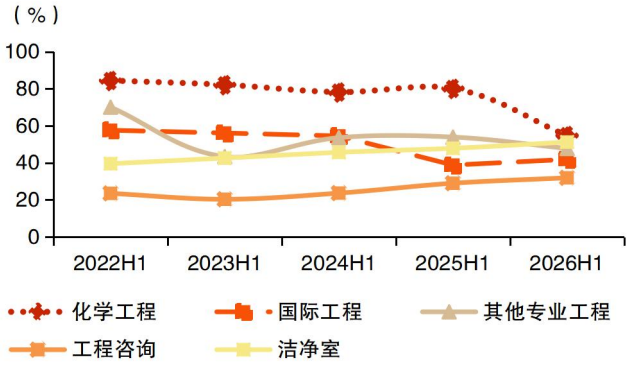
基建市政及建筑央企长期有息负债占比较高，化学工程、其他专业工程同比明显回落。我们以“长期借款+应付债券”之和作为长期有息负债口径观察，2026H1 基建市政、建筑央企、房屋建设、化学工程及洁净室长期有息负债占比分别为 67.35%、62.06%、54.96%、54.74%及 51.25%，其他专业工程、钢结构及国际工程分别为 47.80%、43.85%、41.89%，装修装饰及工程咨询占比相对较低，分别为 31.41%、31.93%。同比来看，钢结构、洁净室、国际工程、工程咨询及房屋建设分别+4.25、+3.36、+3.09、+2.93、+2.71pct，装修装饰同比+1.38pct，建筑央企基本稳定；化学工程、其他专业工程及基建市政则分别同比-25.48、-6.14、-3.51pct。我们认为，基建市政及建筑央企以长周期、大体量工程为主，长期融资与项目建设及回收周期匹配度较高，因此长期有息负债占比长期维持较高水平；化学工程及其他专业工程 2026H1 长期债务占比下降较多，则反映其有息负债期限结构向短期端有所调整。钢结构、洁净室长期债务占比提升，或与产能及长期资产投入增加、融资期限相应拉长有关。

图表 35：2022H1-2026H1 各子板块长期带息债务占带息债务比例变化（1）



资料来源：IFinD，华源证券研究所

图表 36：2022H1-2026H1 各子板块长期带息债务占带息债务比例变化（2）



资料来源：IFinD，华源证券研究所

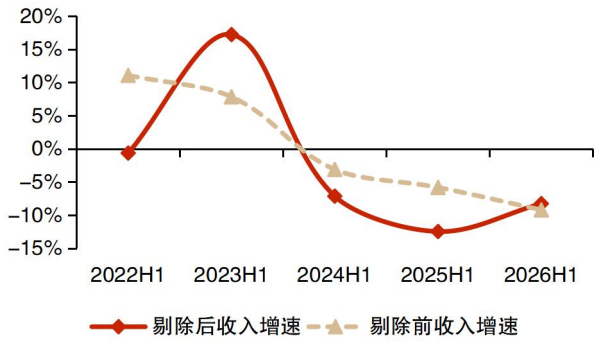
仅供内部参考，请勿外传

3. 央企稳住行业基本盘，专业工程贡献结构性亮点

3.1. 建筑央企业绩承压，经营现金流表现相对较好

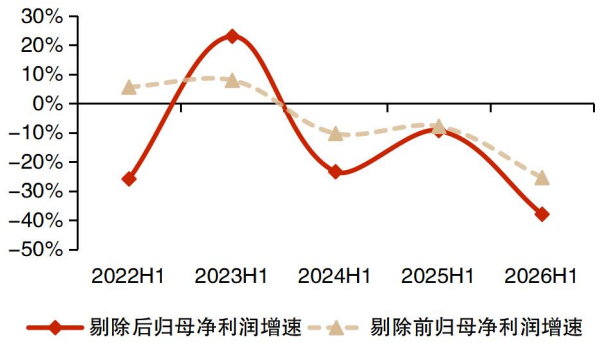
建筑央企仍贡献板块主要收入与利润，利润端支撑作用更为突出。2026H1 九大建筑央企合计实现营业收入约 3.02 万亿元、归母净利润约 598 亿元，分别占申万建筑板块的 83.21%、87.11%，仍是影响行业整体表现的核心主体。剔除建筑央企后，板块营业收入与归母净利润分别同比-8.27%、-38.00%，相比剔除前的-9.22%、-25.43%，收入降幅收窄 0.95pct，而归母净利润降幅扩大 12.56pct。我们认为，非央企建筑企业收入端降幅并未明显弱于行业整体，但利润端下滑更为突出，反映在收入规模收缩背景下，其费用摊薄、减值及项目盈利能力等因素或对利润的影响相对更大；相比之下，建筑央企凭借项目获取、融资及规模优势，利润表现体现出更强韧性。

图表 37：2022H1-2026H1 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 38：2022H1-2026H1 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

2026H1 建筑央企收入利润整体承压，经营现金流同比改善。收入端看，九大建筑央企中仅中国化学实现正增长，同比+1.1%；中国交建、中国电建、中国能建降幅相对较小，分别同比-1.2%、-1.1%、-1.8%，而中国中冶、中国核建、中国铁建及中国建筑分别同比-25.9%、-17.8%、-12.4%、-12.0%。利润端看，仅中国化学归母净利润同比+1.4%，其余央企均有所下滑，其中中国核建、中国电建、中国中铁、中国中冶及中国建筑分别同比-30.2%、-29.6%、-26.8%、-24.9%、-24.3%；从盈利能力看，多数央企毛利率保持稳定或有所改善，但净利率普遍下行。现金流方面，九大央企经营活动现金流同比均有所改善，中国建筑经营现金流净流入 485 亿元，同比多流入 355 亿元，中国能建、中国中冶、中国化学亦实现净流入，显示央企回款及现金流管理成效有所体现。订单端看，2026H1 仅中国化学新签订单实现正增长，同比+1.6%，其余央企均有所下降；海外订单仍是部分企业的重要支撑，中国化学、中国建筑、中国电建、中国交建及中国铁建海外新签订单分别同比+75.8%、+44.2%、+39.3%、+20.6%、+8.2%，其中中国化学海外订单增长最为突出。

图表 39：九大建筑央企 26H1 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）	0.38	0.33	0.30	0.33	0.54	0.93	0.51	0.65	1.42
PB 分位	0.4%	0.5%	0.3%	0.6%	0.4%	32.4%	0.5%	0.4%	23.0%
PE（TTM）	5.74	5.46	5.07	7.77	9.49	20.63	96.18	6.99	29.63
PE 分位	48.4%	27.4%	27.1%	55.6%	49.0%	94.8%	99.9%	0.9%	80.1%
26H1 加权 ROE	4.6%	2.5%	2.7%	2.4%	2.4%	1.9%	1.0%	4.6%	2.1%
同比变动（PCT）	(1.83)	(0.83)	(0.85)	(0.81)	(1.17)	(0.54)	(0.75)	(0.29)	(1.61)
26H1 收入 yoy	-12.0%	-7.7%	-12.4%	-1.2%	-1.1%	-1.8%	-25.9%	1.1%	-17.8%
26H1 归母 yoy	-24.3%	-26.8%	-18.8%	-23.9%	-29.6%	-18.7%	-24.9%	1.4%	-30.2%
26H1 扣非 yoy	-51.5%	-32.2%	-21.2%	-13.1%	-22.7%	-52.7%	-70.0%	-1.4%	-58.0%
26H1 毛利率	10.3%	8.3%	9.3%	9.9%	11.0%	11.3%	9.8%	10.0%	9.7%
同比变动（PCT）	2.45	(0.13)	1.75	(1.70)	0.21	0.09	0.97	0.70	0.80
26H1 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
26H1 CFO 净额（亿元）	485	-2	-163	-57	-19	2	23	14	-44
同比变动（亿元）	355	772	227	432	386	147	280	165	58
26H1 新签订单(亿元)	22,911	10,057	8,782	9,029	6,199	5,132	4,136	2,095	403
同比增速	-1.5%	-9.3%	-16.9%	-8.9%	-9.7%	-33.8%	-24.5%	1.6%	-53.8%
26H1 新签海外订单（亿元）	1,655	706	1,235	2,417	1,973	1,555	363	729	
同比增速	44.2%	-43.5%	8.2%	20.6%	39.3%	-22.0%	-37.0%	75.8%	

资料来源：Wind，各公司公告，华源证券研究所
注：数据截至 2026/9/6；分位值数据从 2010/1/1 算起。

3.2. AI 半导体需求支撑洁净室景气，钢结构及幕墙相关公司表现较优

地方建企整体经营仍承压，四川路桥收入利润逆势增长、盈利能力保持较强韧性。2026H1 多数地方建筑企业营业收入及归母净利润同比下滑，其中上海建工、浙江交科、隧道股份、广东建工、山东路桥及陕建股份收入分别同比-8.57%、-3.04%、-8.36%、-13.24%、-11.26%、-24.29%，利润端降幅整体更为明显。相比之下，四川路桥 2026H1 实现营业收入同比+7.62%、归母净利润同比+11.20%、扣非归母净利润同比+13.35%，毛利率、净利率分别同比+0.17、+0.14pct，在地方建企中表现相对突出。我们认为，一方面公司在四川省内交通基建领域具备较强资源与项目获取优势，另一方面四川“十五五”时期仍将围绕成渝地区双城经济圈、出疆入藏通道及综合立体交通网持续推进重大交通基础设施建设，相关项目储备和建设需求有望对公司中长期订单及施工形成支撑。

仅供内部参考，请勿外传

图表 40：建筑国企公司 26H1 经营情况一览

证券代码	公司名称	营收 yoy	归母净利润 yoy	扣非净利润 yoy	毛利率同比（pct）	净利率同比（pct）	CFO 净额同比（亿元）	加权 ROE 同比（pct）	PE(TTM)	分位	PB（LF）	分位
600170.SH	上海建工	-8.57%	-42.47%	-152.29%	0.86	-0.42	28.91	-0.92	21.66	87%	0.65	13.61%
002061.SZ	浙江交科	-3.04%	-19.00%	-16.05%	0.13	-0.25	3.98	-0.77	10.66	54%	0.58	2.65%
600820.SH	隧道股份	-8.36%	-23.17%	2.66%	-1.58	-0.50	18.14	-0.57	8.38	34%	0.55	2.24%
600853.SH	龙建股份	-3.17%	5.35%	3.65%	1.10	-0.26	3.32	-0.08	8.73	2%	0.93	2.51%
601789.SH	宁波建工	-17.20%	16.98%	-53.52%	-0.59	1.24	-9.69	1.36	18.52	45%	1.05	42.53%
002307.SZ	北新路桥	-9.26%	-219.04%	-215.97%	-0.84	-4.50	-12.39	-1.95	-18.16	0%	1.24	13.90%
002060.SZ	广东建工	-13.24%	-48.26%	-41.05%	0.24	-0.46	39.27	-1.27	12.70	11%	0.85	3.66%
000498.SZ	山东路桥	-11.26%	-28.93%	-34.98%	2.30	-0.11	-12.29	-2.18	4.00	15%	0.42	2.58%
600502.SH	安徽建工	1.67%	2.08%	2.17%	0.06	-0.02	-17.12	-0.79	4.98	2%	0.64	9.98%
600248.SH	陕建股份	-24.29%	-78.55%	-113.60%	0.62	-1.39	-48.51	-3.23	-17.90	0%	0.39	3.77%
600039.SH	四川路桥	7.62%	11.20%	13.35%	0.17	0.14	-5.19	0.07	10.47	39%	1.58	28.77%

资料来源：Wind，华源证券研究所

注：数据截至 2026/9/6；分位值数据从 2010/1/1 算起。

收入端仅中工国际保持增长，北方国际盈利改善较为突出。2026H1 中工国际营业收入同比+5.44%，为国际工程企业中唯一实现正增长；中材国际、中钢国际收入分别同比-1.91%、-1.06%，北方国际同比-19.42%。利润端，北方国际归母净利润、扣非归母净利润分别同比+5.56%、+4.78%，毛利率、净利率分别同比+4.76、+2.28pct，盈利能力改善较为明显；中材国际、中工国际、中钢国际归母净利润分别同比-34.30%、-26.40%、-6.18%。现金流方面，北方国际经营活动现金流净流入 7.65 亿元，同比多流入 6.18 亿元，中钢国际、中材国际经营现金流亦同比改善，而中工国际同比多流出 11.44 亿元。

图表 41：国际工程公司 26H1 经营情况一览

证券代码	公司名称	营收 yoy	归母净利润 yoy	扣非净利润 yoy	毛利率同比（pct）	净利率同比（pct）	CFO 净额同比（亿元）	加权 ROE 同比（pct）	PE(TTM)	分位	PB（LF）	分位
600970.SH	中材国际	-1.91%	-34.30%	-23.48%	0.06	-2.45	4.51	-2.54	8.61	23%	0.91	4.47%
000065.SZ	北方国际	-19.42%	5.56%	4.78%	4.76	2.28	6.18	-0.22	15.36	42%	1.02	29.19%
000928.SZ	中钢国际	-1.06%	-6.18%	-5.44%	-1.72	-0.36	22.26	-0.32	16.97	62%	0.92	10.00%
002051.SZ	中工国际	5.44%	-26.40%	-22.45%	0.99	-1.15	-11.44	-0.41	39.16	91%	0.91	34.80%

资料来源：Wind，华源证券研究所

注：数据截至 2026/9/6；分位值数据从 2010/1/1 算起。

洁净室工程景气度延续，鸿路钢构、江河集团等公司盈利表现同步改善。2026H1 亚翔集成营业收入同比+51.36%，归母净利润、扣非归母净利润分别同比+204.80%、+205.75%，毛利率、净利率分别同比+7.36、+9.57pct，在专业工程企业中表现最为突出；柏诚股份收入亦同比+9.40%；圣晖集成收入同比-16.00%，但归母净利润同比+12.39%，毛利率、净利率分别同比+2.76、+1.42pct，洁净室工程需求仍保持较高景气。钢结构及幕墙方向，鸿路钢构收入同比+10.35%，归母净利润、扣非归母净利润分别同比+52.20%、+69.95%，毛利率、净利率分别同比+1.47、+1.04pct；江河集团收入同比+15.90%，归母净利润同比+34.34%，盈利能力亦有所改善。整体来看，AI 及半导体产业链资本开支延续，洁净室工程仍是专业工程中景气度较高的方向，同时钢结构、幕墙等公司企业通过订单结构优化及成本管控，利润端表现优于收入端。

图表 42：专业工程公司 26H1 经营数据一览

证券代码	公司名称	营收 yoy	归母净利润 yoy	扣非净利润 yoy	毛利率同比（pct）	净利率同比（pct）	CFO 净额同比（亿元）	加权 ROE 同比（pct）	PE(TTM)	分位	PB（LF）	分位
603929.SH	亚翔集成	51.36%	204.80%	205.75%	7.36	9.57	-10.08	12.08	26.24	41%	13.43	95.45%
601133.SH	柏诚股份	9.40%	3.01%	6.16%	0.58	-0.23	0.37	-0.02	58.98	88%	4.01	87.67%
002140.SZ	东华科技	-9.97%	3.17%	7.82%	1.78	0.02	2.18	-0.27	12.04	1%	1.33	33.09%
605598.SH	上海港湾	-9.10%	-145.58%	-147.36%	-7.69	-12.41	0.03	-5.47	-198.72	0%	4.00	93.76%
601886.SH	江河集团	15.90%	34.34%	34.09%	0.68	0.62	3.28	1.55	21.10	48%	2.11	55.80%
605167.SH	利柏特	-34.00%	-22.97%	-26.06%	5.53	1.41	0.58	-1.89	42.93	98%	2.88	93.95%
002541.SZ	鸿路钢构	10.35%	52.20%	69.95%	1.47	1.04	-0.09	1.33	18.62	42%	1.43	29.69%
002469.SZ	三维化学	-17.77%	-70.49%	-71.00%	-4.99	-6.16	-2.07	-3.09	40.35	61%	1.60	26.61%
603163.SH	圣晖集成	-16.00%	12.39%	13.07%	2.76	1.42	2.53	0.35	46.95	83%	6.52	88.28%
301058.SZ	中粮科工	14.68%	3.82%	5.17%	-0.43	-0.96	1.07	-0.11	19.75	7%	2.02	8.29%
300986.SZ	志特新材	20.10%	11.45%	-21.13%	-0.85	-0.84	0.12	-0.76	40.23	56%	3.11	63.84%

资料来源：Wind，华源证券研究所

注：数据截至 2026/9/6；分位值数据从 2010/1/1 算起。

仅供内部参考，请勿外传

4. 投资建议

展望 2026 年下半年，建筑行业仍处于需求筑底与结构升级并行阶段。一方面，房地产投资延续弱势，地方财政及项目回款压力仍对建筑企业收入、周转和盈利形成一定约束；另一方面，作为“十五五”开局之年，重大工程、综合交通、能源水利等领域建设需求仍具支撑，上半年专项债及财政资金投放节奏相对偏慢，下半年资金发行使用及项目施工转化有望加快。结合 2026H1 经营表现，我们认为，建筑行业总量端仍需等待实物工作量进一步形成，但结构性机会已较为明确，建议重点关注重大工程及海外订单支撑较强的建筑央企、区域基建景气具备支撑的地方企业，以及受益 AI 半导体、高端制造和智能化升级的专业工程企业。

投资主线一：现房销售及封顶预售推进，装配式与高效率交付链条价值有望提升。

随着商品住房销售制度逐步由较早预售向封顶预售、现房销售演进，销售回款节点后移，房地产项目对建造周期、资金占用及交付确定性的关注有望进一步提升。在此背景下，装配式 PC、钢结构、模块化建筑以及幕墙装饰等具备标准化生产、施工效率较高和交付确定性较强特征的建造方式，其经济性评价有望由单纯比较单位成本，逐步转向综合考量“建造成本+资金占用成本+交付风险”，推动需求逻辑由政策驱动进一步向效率驱动延伸。建议关注鸿路钢构、江河集团、亚厦股份、金螳螂等。

投资主线二：区域基建需求仍具支撑，关注经营表现领先的地方建筑公司。

2026H1 多数地方建企收入及利润仍有不同程度承压，但四川路桥表现相对突出，实现营业收入同比+7.62%、归母净利润同比+11.20%、扣非归母净利润同比+13.35%，毛利率、净利率分别同比+0.17、+0.14pct，加权 ROE 达到 5.70%，在地方建企中保持较强盈利能力。我们认为，地方建企后续表现或将更加取决于区域财政实力、项目储备及重大工程建设强度。四川“十五五”期间仍将持续推进重大交通基础设施建设，推进高速公路、出疆入藏通道及三州地区交通基础设施建设，区域项目储备及建设需求有望对四川路桥中长期订单获取和施工形成支撑。此外，安徽建工 2026H1 收入利润亦保持正增长，地方国企中具备较强区域资源禀赋、项目获取能力及经营质量的企业仍值得关注。建议重点关注四川路桥、安徽建工等区域建筑企业。

投资主线三：专业工程结构性景气延续，重点关注洁净室。

传统建筑需求偏弱背景下，专业工程仍体现出较为明确的产业景气驱动。洁净室方向受 AI 算力、半导体及高端制造资本开支拉动，2026H1 亚翔集成营业收入同比+51.36%，归母净利润、扣非归母净利润分别同比+204.80%、+205.75%，毛利率、净利率分别同比提升 7.36、9.57pct；柏诚股份收入亦同比+9.40%，洁净室工程仍是建筑专业工程中景气度相对较高的方向。我们认为，AI 半导体资本开支、高端制造厂房建设、钢结构智能制造升级以及海外建筑需求有望持续带来结构性机会，建议关注亚翔集成、柏诚股份、圣晖集成等。

仅供内部参考，请勿外传

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。