

# 江河集团 (601886)

证券研究报告

2025年03月20日

## 高比例现金分红，海外业务订单增长强劲

### 收入实现稳健增长，大额现金分红提升股东回报

公司2024年实现收入224亿元，同比+6.9%，归母、扣非净利润为6.4、4.2亿，同比-5.1%、-39.7%，非经常性损益为2.19亿，同比增加2.4亿；Q4单季实现收入69.8亿，同比+2.1%，归母、扣非净利润为2.0、1.0亿元，同比-25.0%、-68.5%，扣非业绩下滑较多主要系毛利率承压。公司拟分配现金分红4.53亿（含税），加上中期派发的1.7亿（含税），全年共分配现金分红6.2亿（含税），现金分红比例为98%，对应股息率为9.67%。

### 毛利率短暂承压，海外订单增长强劲

分业务来看，建筑装饰、医疗健康业务实现收入212.66、10.95亿，同比+6.87%、+4.05%，毛利率为15.57%、25.99%，同比-0.98pct、-1.81pct。订单情况，2024年公司建筑装饰业务新增订单约270.49亿元，同比+4.68%，其中幕墙及光伏建筑业务新增订单约为172.05亿元，同比+0.17%，室内装饰及设计业务展现出韧性增长活力，新增订单约98.44亿元，同比+13.62%。其中2024年累计承接光伏建筑项目（BIPV）约5.32亿元。海外布局初见成效，2024年公司海外业务（含港澳）新增订单76.3亿元，同比+57%，幕墙订单约37亿元，同比+56%，内装订单38.8亿元，同比+58%，海外业务订单增长强劲。

### 公允价值增厚利润，现金流表现优异

2024年公司综合毛利率为16%，同比-1.13pct，Q4单季毛利率同比-3.52pct。2024年期间费用率为10.19%，同比-0.19pct，销售、管理、研发、财务费用率为1.36%、5.49%、2.87%、0.47%，同比+0.08、+0.05、-0.08、-0.23pct，费用率基本稳定。资产、信用减值损失分别为1.99、2.73亿，同比增加0.58、0.09亿，投资净收益同比减少0.08亿，公允价值变动净收益1亿，同比增加2亿，综合影响下公司净利率为3.44%，同比-0.1pct。2024年公司经营性现金净流入16.26亿，同比多流入7.65亿，收、付现比分别为106%、101%，同比+5.75、+0.63pct，现金流表现优异。

**行业竞争激励持续出清，积极构建第二业务增长曲线，维持“买入”评级**  
公司积极推进幕墙产品及异型光伏组件产品的对外销售业务，推进公司产品化战略，以“设计+产品制造”模式向客户提供定制化服务，构建公司第二业务增长曲线。2025年公司计划建筑装饰板块中标额为280亿元，考虑到建筑装饰行业正经历着前所未有的变革和洗牌，行业竞争激烈，我们预计公司2025-2027年归母净利润为6.5、6.88、7.49亿（前值2025、2026年归母业绩预测8.3、9.5亿），对应PE为9.92、9.37、8.61倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**新业务拓展不及预期；海外经营风险；项目落地不及预期。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,954.28	22,405.69	24,048.23	26,166.89	28,461.95
增长率(%)	16.05	6.93	7.33	8.81	8.77
EBITDA(百万元)	2,468.00	2,572.59	1,986.34	2,052.44	2,195.36
归属母公司净利润(百万元)	671.74	637.70	649.64	688.22	749.00
增长率(%)	37.35	(5.07)	1.87	5.94	8.83
EPS(元/股)	0.59	0.56	0.57	0.61	0.66
市盈率(P/E)	9.60	10.11	9.92	9.37	8.61
市净率(P/B)	0.91	0.88	0.84	0.81	0.77
市销率(P/S)	0.31	0.29	0.27	0.25	0.23
EV/EBITDA	1.52	0.60	0.35	(0.12)	(0.43)

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑装饰/装修装饰 II
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	5.69元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,133.00
流通A股股本(百万股)	1,133.00
A股总市值(百万元)	6,446.78
流通A股市值(百万元)	6,446.78
每股净资产(元)	6.49
资产负债率(%)	70.35
一年内最高/最低(元)	6.57/4.27

### 作者

<b>鲍荣富</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003 baorongfu@tfzq.com	
<b>王涛</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001 wangtao@tfzq.com	
<b>王悦宜</b>	联系人
wangyueyi@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《江河集团-季报点评:受减值拖累利润短暂承压，看好公司海外业务拓展》 2024-10-29
- 《江河集团-半年报点评:收入利润实现稳步增长，看好公司海外业务拓展》 2024-08-30
- 《江河集团-年报点评报告:净利润大幅增长，BIPV业务助推打造第二成长曲线》 2024-03-28

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,691.35	5,351.89	6,561.93	7,577.97	8,381.43
应收票据及应收账款	12,556.99	12,529.52	13,055.12	14,420.11	14,674.33
预付账款	299.85	395.82	351.27	461.80	423.28
存货	1,045.91	831.12	1,184.62	1,009.16	1,378.92
其他	1,182.56	1,224.87	5,471.26	5,185.98	6,284.18
<b>流动资产合计</b>	<b>19,776.67</b>	<b>20,333.23</b>	<b>26,624.20</b>	<b>28,655.03</b>	<b>31,142.12</b>
长期股权投资	98.71	72.75	77.75	82.05	84.05
固定资产	1,342.94	1,889.37	1,596.98	1,504.09	1,524.19
在建工程	322.48	419.03	319.03	269.03	239.03
无形资产	709.50	770.70	746.01	721.33	696.65
其他	2,844.30	2,802.66	2,808.86	2,835.99	2,827.08
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,317.92</b>	<b>5,954.51</b>	<b>5,548.63</b>	<b>5,412.49</b>	<b>5,371.00</b>
<b>资产总计</b>	<b>28,705.97</b>	<b>29,463.11</b>	<b>32,172.83</b>	<b>34,067.52</b>	<b>36,513.12</b>
短期借款	1,491.44	1,282.77	1,282.77	1,282.77	1,282.77
应付票据及应付账款	14,686.86	15,151.61	17,282.15	18,626.87	20,462.44
其他	1,942.27	2,023.63	3,405.17	3,533.75	3,721.30
<b>流动负债合计</b>	<b>18,120.56</b>	<b>18,458.01</b>	<b>21,970.09</b>	<b>23,443.39</b>	<b>25,466.51</b>
长期借款	558.83	618.43	618.43	618.43	618.43
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	502.70	434.06	454.06	489.06	474.38
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,061.52</b>	<b>1,052.49</b>	<b>1,072.49</b>	<b>1,107.49</b>	<b>1,092.82</b>
<b>负债合计</b>	<b>20,369.23</b>	<b>20,725.90</b>	<b>23,042.58</b>	<b>24,550.88</b>	<b>26,559.33</b>
少数股东权益	1,267.37	1,378.71	1,446.93	1,519.20	1,597.86
股本	1,133.00	1,133.00	1,133.00	1,133.00	1,133.00
资本公积	3,696.44	3,696.57	3,696.57	3,696.57	3,696.57
留存收益	2,114.10	2,355.25	2,680.07	3,024.18	3,398.68
其他	125.83	173.68	173.68	143.68	127.68
<b>股东权益合计</b>	<b>8,336.74</b>	<b>8,737.20</b>	<b>9,130.25</b>	<b>9,516.64</b>	<b>9,953.79</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>28,705.97</b>	<b>29,463.11</b>	<b>32,172.83</b>	<b>34,067.52</b>	<b>36,513.12</b>

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	742.84	771.63	649.64	688.22	749.00
折旧摊销	297.75	299.89	317.08	327.58	344.58
财务费用	157.23	123.77	107.65	144.23	168.27
投资损失	(27.29)	(19.01)	(12.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(621.68)	35.11	422.01	427.99	312.45
其它	312.43	414.65	167.45	119.55	147.32
<b>经营活动现金流</b>	<b>861.29</b>	<b>1,626.04</b>	<b>1,651.82</b>	<b>1,697.57</b>	<b>1,711.61</b>
资本支出	449.82	899.25	(120.00)	125.00	324.67
长期投资	(20.05)	(25.96)	5.00	4.30	2.00
其他	(582.21)	(1,100.44)	165.00	(229.30)	(606.67)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(152.45)</b>	<b>(227.15)</b>	<b>50.00</b>	<b>(100.00)</b>	<b>(280.00)</b>
债权融资	(9.81)	(152.36)	(98.74)	(135.14)	(159.00)
股权融资	(171.26)	(121.97)	(393.04)	(446.39)	(469.16)
其他	(53.10)	(677.51)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(234.17)</b>	<b>(951.83)</b>	<b>(491.78)</b>	<b>(581.53)</b>	<b>(628.15)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>474.67</b>	<b>447.07</b>	<b>1,210.04</b>	<b>1,016.04</b>	<b>803.45</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>20,954.28</b>	<b>22,405.69</b>	<b>24,048.23</b>	<b>26,166.89</b>	<b>28,461.95</b>
营业成本	17,355.29	18,810.82	20,200.95	21,985.11	23,932.23
营业税金及附加	65.79	77.65	81.76	94.20	102.46
销售费用	268.77	304.31	326.62	355.40	389.41
管理费用	1,141.55	1,230.90	1,310.63	1,426.10	1,551.18
研发费用	619.38	643.40	685.37	745.76	811.17
财务费用	146.10	104.94	107.65	144.23	168.27
资产/信用减值损失	(405.06)	(472.13)	(441.38)	(409.54)	(395.29)
公允价值变动收益	(100.70)	98.94	31.00	(25.00)	(10.00)
投资净收益	27.29	19.01	12.00	10.00	10.00
其他	930.03	668.32	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>905.86</b>	<b>919.54</b>	<b>936.85</b>	<b>991.55</b>	<b>1,111.95</b>
营业外收入	3.22	3.12	3.12	3.12	3.12
营业外支出	4.66	9.14	9.14	9.14	12.50
<b>利润总额</b>	<b>904.42</b>	<b>913.52</b>	<b>930.83</b>	<b>985.53</b>	<b>1,102.57</b>
所得税	161.58	141.88	144.74	152.76	196.26
<b>净利润</b>	<b>742.84</b>	<b>771.63</b>	<b>786.09</b>	<b>832.78</b>	<b>906.31</b>
少数股东损益	71.10	133.94	136.45	144.55	157.32
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>671.74</b>	<b>637.70</b>	<b>649.64</b>	<b>688.22</b>	<b>749.00</b>
每股收益(元)	0.59	0.56	0.57	0.61	0.66

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入	16.05%	6.93%	7.33%	8.81%	8.77%
营业利润	34.71%	1.51%	1.88%	5.84%	12.14%
归属于母公司净利润	37.35%	-5.07%	1.87%	5.94%	8.83%
<b>获利能力</b>					
毛利率	17.18%	16.04%	16.00%	15.98%	15.92%
净利率	3.21%	2.85%	2.70%	2.63%	2.63%
ROE	9.50%	8.67%	8.46%	8.61%	8.96%
ROIC	27.94%	26.47%	31.78%	49.85%	81.05%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	70.96%	70.35%	71.62%	72.07%	72.74%
净负债率	-27.55%	-34.39%	-46.07%	-54.78%	-60.35%
流动比率	1.21	1.19	1.21	1.22	1.22
速动比率	1.16	1.15	1.16	1.18	1.17
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.74	1.79	1.88	1.90	1.96
存货周转率	20.22	23.87	23.86	23.86	23.84
总资产周转率	0.75	0.77	0.78	0.79	0.81
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.59	0.56	0.57	0.61	0.66
每股经营现金流	0.76	1.44	1.46	1.50	1.51
每股净资产	6.24	6.49	6.78	7.06	7.38
<b>估值比率</b>					
市盈率	9.60	10.11	9.92	9.37	8.61
市净率	0.91	0.88	0.84	0.81	0.77
EV/EBITDA	1.52	0.60	0.35	-0.12	-0.43
EV/EBIT	1.71	0.67	0.41	-0.15	-0.51

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com