

# 江河集团（601886）

 证券研究报告  
2024年03月28日

## 净利润大幅增长，BIPV 业务助推打造第二成长曲线

### 营收稳步提升，净利润实现较快增长

公司 23 年实现营收 209.5 亿元，同比+16.05%，归母净利润为 6.7 亿元，同比+36.9%，扣非净利润为 6.9 亿，同比+142.1%，扣非净利润增速快于归母净利润增速主要系非经常性损益较去年同期减少 2.3 亿，为-0.2 亿元，其中非流动资产处置收益较去年同期减少 2.9 亿。Q4 单季实现营收 68.4 亿元，同比+18.8%，归母净利润为 2.7 亿，同比+567.4%。

### BIPV 订单高增长，看好公司国际化业务拓展

分业务来看，23 年建筑装饰业务实现收入 199 亿元，同比+16.5%，医疗健康业务收入 10.5 亿，同比+9.5%，建筑装业务实现较快增长。从新签订单来看，建筑装饰业务新签订单 258.4 亿元，同比+9.7%，幕墙系统中标额约 171.8 亿元，同比+21%，室内装饰及设计业务新签订单 86.6 亿元，同比-7.43%，幕墙订单高增长凸显龙头效应，截至 23 年末公司在手订单 334 亿元，为当期收入的 1.6 倍。同时公司 23 年累计承接 BIPV 订单约 13.7 亿元，同比+60.4%，实现收入 7.04 亿，同比+309%。湖北浠水 BIPV 光伏定制化组件柔性生产基地于 23 年 6 月份投产，随着 BIPV 渗透率提升有望助推第二增长曲线。从区域分布来看，公司境内、港澳台及海外分别实现营收 158.7、50.9 亿，同比+12.3%、+30.0%，其中海外市场营收同比+115.1%，公司成立海外事业部，持续拓展东南亚市场，为澳洲、美洲、中东等地提供幕墙、异型组件的设计及产品出口业务，国际化业务迎来新发展。

### 盈利能力改善明显，现金流大幅好转

从毛利率情况来看，建筑装饰、医疗健康业务毛利率分别为 16.6%、27.9%，分别同比+0.47pct、+2.11pct，公司综合毛利率为 17.2%，同比+0.49pct。费用率同比下滑 1.29pct 至 10.38%，销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.28%、5.45%、2.96%、0.7%，分别同比变动-0.01pct、-1.07pct、+0.05pct、-0.26pct，成本管控及费用摊薄效果显著。资产及信用减值为 4.1 亿元，同比减少 0.61 亿元，综合来看净利率为 3.55%，同比提升 0.5pct，盈利能力明显改善。现金流来看，公司 23 年 CFO 净额为 8.61 亿元，同比多流入 10.14 亿元，经营现金流净额大幅好转，收付现比分别为 100.27%、100.07%，分别同比-2.65pct、-7.63pct，总资产周转率为 0.75，同比提升 0.1 次。

### 看好公司 BIPV 第二成长曲线，维持“买入”评级

2023 年公司现金分红金额占归母净利润的 33.73%，对应股息率为 3.3%。我们看好公司异型组件的放量以及幕墙出口业务的稳步增长，预计公司 24-26 年归母净利润为 8.1、9.7、11.7 亿元，考虑到可比公司 24 年平均 PE 为 13 倍，我们认可给予公司 24 年 12 倍 PE，对应目标价 8.56 元，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，地产下行压力较大。**

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,056.40	20,954.28	24,252.19	27,809.57	31,466.39
增长率(%)	(13.15)	16.05	15.74	14.67	13.15
EBITDA(百万元)	2,207.16	2,468.00	2,096.76	2,278.23	2,568.86
归属母公司净利润(百万元)	489.07	671.74	809.06	972.33	1,168.06
增长率(%)	(148.56)	37.35	20.44	20.18	20.13
EPS(元/股)	0.43	0.59	0.71	0.86	1.03
市盈率(P/E)	14.13	10.29	8.54	7.11	5.92
市净率(P/B)	1.09	0.98	0.88	0.78	0.69
市销率(P/S)	0.38	0.33	0.28	0.25	0.22
EV/EBITDA	2.50	1.52	1.03	0.51	0.10

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	6.1 元
目标价格	8.56 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)	6,911.31
流通 A 股市值(百万元)	6,911.31
每股净资产(元)	6.24
资产负债率(%)	70.96
一年内最高/最低(元)	9.98/4.84

### 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>王雯</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120005	
wangwena@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《江河集团-半年报点评:Q2 收入加快增长，现金流大幅改善，关注 BIPV 转型成效》 2023-08-30
- 《江河集团-季报点评:收入重回增长，bipv 项目落地节奏加快》 2023-04-29
- 《江河集团-年报点评报告:Q4 毛利率达历史较好水平，重视 BIPV 成长新机遇》 2023-03-29

图 1：可比公司估值表

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元/股)				P/E			
				22A	23A/E	24E	25E	22A	23A/E	24E	25E
002081.SZ	金螳螂	87.6	3.30	0.48	0.42	0.48	0.56	6.9	7.9	6.9	5.9
603098.SH	森特股份	50.5	9.35	0.10	0.29	0.47	0.62	93.5	32.7	19.9	15.1
600477.SH	杭萧钢构	64.7	2.73	0.12	0.13	0.15	0.19	22.0	21.2	17.7	14.5
600496.SH	精工钢构	55.4	2.75	0.35	0.34	0.40	0.47	7.9	8.2	6.9	5.9
	<b>平均值</b>							<b>32.6</b>	<b>17.5</b>	<b>12.8</b>	<b>10.3</b>
	<b>中位数</b>							<b>14.9</b>	<b>14.7</b>	<b>12.3</b>	<b>10.2</b>
<b>601886.SH</b>	<b>江河集团</b>	<b>69.1</b>	<b>6.10</b>	<b>0.43</b>	<b>0.59</b>	<b>0.71</b>	<b>0.86</b>	<b>14.1</b>	<b>10.3</b>	<b>8.5</b>	<b>7.1</b>

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：截止于 2024/3/27，除江河集团外其余均为 Wind 一致预期。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,160.78	4,691.35	5,693.49	6,786.55	7,844.25	营业收入	18,056.40	20,954.28	24,252.19	27,809.57	31,466.39
应收票据及应收账款	11,569.36	12,556.99	15,366.51	16,498.39	19,294.37	营业成本	15,043.31	17,355.29	20,193.05	23,193.79	26,233.58
预付账款	269.19	299.85	362.23	398.24	461.90	营业税金及附加	29.80	65.79	76.15	87.32	98.80
存货	1,027.05	1,045.91	1,366.00	1,404.33	1,729.08	销售费用	232.73	268.77	311.07	356.69	406.74
其他	1,613.80	1,182.56	6,297.77	6,228.80	7,740.65	管理费用	1,176.43	1,141.55	1,321.21	1,453.83	1,659.16
<b>流动资产合计</b>	<b>18,640.19</b>	<b>19,776.67</b>	<b>29,086.00</b>	<b>31,316.31</b>	<b>37,070.25</b>	研发费用	525.10	619.38	716.86	813.67	920.67
长期股权投资	118.76	98.71	103.71	108.01	110.01	财务费用	173.56	146.10	257.29	295.66	283.72
固定资产	1,136.04	1,342.94	1,072.19	1,000.93	1,042.68	资产/信用减值损失	(466.07)	(405.06)	(336.82)	(286.22)	(288.86)
在建工程	237.14	322.48	222.48	172.48	142.48	公允价值变动收益	(104.69)	(100.70)	31.00	(25.00)	(10.00)
无形资产	690.10	709.50	681.24	652.98	624.71	投资净收益	324.35	27.29	20.00	10.00	15.00
其他	2,611.07	2,844.30	2,854.96	2,886.36	2,882.06	其他	449.42	930.03	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,793.11</b>	<b>5,317.92</b>	<b>4,934.57</b>	<b>4,820.75</b>	<b>4,801.94</b>	<b>营业利润</b>	<b>672.45</b>	<b>905.86</b>	<b>1,090.75</b>	<b>1,307.38</b>	<b>1,579.86</b>
<b>资产总计</b>	<b>26,931.90</b>	<b>28,705.97</b>	<b>34,020.56</b>	<b>36,137.06</b>	<b>41,872.19</b>	营业外收入	6.26	3.22	3.22	3.22	3.22
短期借款	1,316.88	1,491.44	1,491.44	1,491.44	1,491.44	营业外支出	5.14	4.66	4.66	4.66	4.66
应付票据及应付账款	14,132.43	14,686.86	18,844.67	19,669.73	23,892.39	<b>利润总额</b>	<b>673.58</b>	<b>904.42</b>	<b>1,089.31</b>	<b>1,305.95</b>	<b>1,578.43</b>
其他	2,142.74	1,942.27	3,371.50	3,582.70	3,836.20	所得税	126.79	161.58	194.61	230.71	286.73
<b>流动负债合计</b>	<b>17,592.05</b>	<b>18,120.56</b>	<b>23,707.60</b>	<b>24,743.86</b>	<b>29,220.03</b>	<b>净利润</b>	<b>546.79</b>	<b>742.84</b>	<b>894.70</b>	<b>1,075.24</b>	<b>1,291.69</b>
长期借款	311.86	558.83	558.83	558.83	558.83	少数股东损益	57.72	71.10	85.63	102.91	123.63
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>489.07</b>	<b>671.74</b>	<b>809.06</b>	<b>972.33</b>	<b>1,168.06</b>
其他	433.68	502.70	522.70	557.70	540.97	每股收益(元)	0.43	0.59	0.71	0.86	1.03
<b>非流动负债合计</b>	<b>745.54</b>	<b>1,061.52</b>	<b>1,081.52</b>	<b>1,116.52</b>	<b>1,099.79</b>						
<b>负债合计</b>	<b>19,324.08</b>	<b>20,369.23</b>	<b>24,789.13</b>	<b>25,860.39</b>	<b>30,319.82</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	1,257.61	1,267.37	1,353.00	1,455.92	1,579.55	<b>成长能力</b>					
股本	1,133.00	1,133.00	1,133.00	1,133.00	1,133.00	营业收入	-13.15%	16.05%	15.74%	14.67%	13.15%
资本公积	3,696.56	3,696.44	3,696.44	3,696.44	3,696.44	营业利润	-167.16%	34.71%	20.41%	19.86%	20.84%
留存收益	1,450.28	2,114.10	2,923.16	3,895.49	5,063.55	归属于母公司净利润	-148.56%	37.35%	20.44%	20.18%	20.13%
其他	70.37	125.83	125.83	95.83	79.83	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>7,607.81</b>	<b>8,336.74</b>	<b>9,231.43</b>	<b>10,276.68</b>	<b>11,552.37</b>	毛利率	16.69%	17.18%	16.74%	16.60%	16.63%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>26,931.90</b>	<b>28,705.97</b>	<b>34,020.56</b>	<b>36,137.06</b>	<b>41,872.19</b>	净利率	2.71%	3.21%	3.34%	3.50%	3.71%
						ROE	7.70%	9.50%	10.27%	11.02%	11.71%
						ROIC	50.71%	27.94%	33.87%	42.28%	49.67%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资产负债率	71.75%	70.96%	72.87%	71.56%	72.41%
净利润	546.79	742.84	809.06	972.33	1,168.06	净负债率	-25.01%	-27.55%	-35.67%	-42.61%	-46.99%
折旧摊销	172.19	297.75	299.02	309.52	326.52	流动比率	1.19	1.21	1.23	1.27	1.27
财务费用	214.53	157.23	257.29	295.66	283.72	速动比率	1.14	1.16	1.17	1.21	1.21
投资损失	(324.35)	(27.29)	(20.00)	(10.00)	(15.00)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(854.98)	(621.68)	(267.46)	(133.71)	(251.67)	应收账款周转率	1.58	1.74	1.74	1.75	1.76
其它	93.18	312.43	116.63	77.91	113.63	存货周转率	16.44	20.22	20.11	20.08	20.08
<b>经营活动现金流</b>	<b>(152.65)</b>	<b>861.29</b>	<b>1,194.54</b>	<b>1,511.70</b>	<b>1,625.26</b>	总资产周转率	0.66	0.75	0.77	0.79	0.81
资本支出	35.84	449.82	(120.00)	125.00	326.73	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	15.70	(20.05)	5.00	4.30	2.00	每股收益	0.43	0.59	0.71	0.86	1.03
其他	150.06	(582.21)	173.00	(229.30)	(603.73)	每股经营现金流	-0.13	0.76	1.05	1.33	1.43
<b>投资活动现金流</b>	<b>201.61</b>	<b>(152.45)</b>	<b>58.00</b>	<b>(100.00)</b>	<b>(275.00)</b>	每股净资产	5.60	6.24	6.95	7.79	8.80
债权融资	(179.23)	(9.81)	(250.41)	(288.64)	(276.56)	<b>估值比率</b>					
股权融资	673.77	55.34	(0.00)	(30.00)	(16.00)	市盈率	14.13	10.29	8.54	7.11	5.92
其他	(1,172.05)	(279.70)	0.00	0.00	0.00	市净率	1.09	0.98	0.88	0.78	0.69
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(677.51)</b>	<b>(234.17)</b>	<b>(250.41)</b>	<b>(318.64)</b>	<b>(292.56)</b>	EV/EBITDA	2.50	1.52	1.03	0.51	0.10
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	2.67	1.71	1.20	0.59	0.11
<b>现金净增加额</b>	<b>(628.55)</b>	<b>474.67</b>	<b>1,002.13</b>	<b>1,093.06</b>	<b>1,057.70</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com