

# 江河集团 (601886.SH)

## Q2 业绩显著提速，海外业务蓄势待发

**Q2 业绩快速增长符合预期，海外业务蓄势待发。**公司 25H1 实现营收 93.4 亿元，YoY+5.9%；扣非后归母净利润 3.3 亿元，YoY+21%；归母净利润 3.3 亿元，YoY+1.7%。25H1 营收业绩增长符合我们预期。分季度看，Q1/Q2 分别实现营收 42.0/51.4 亿元，YoY+2.9%/+12.0%；分别实现扣非后归母净利润 1.79/1.55 亿元，YoY+1.5%/+57%，Q2 显著提速，主因 1) 毛利率提升；2) 上年同期计提较多房产减值准备，本期明显减少。Q1/Q2 分别实现归母净利润 1.44/1.84 亿元，YoY-21%/+30%，Q2 归母净利润增速低于扣非后归母净利润，主因上年同期有较多应收款项减值准备转回，而本期明显减少。分业务看，公司 25H1 建筑装饰/医疗健康分别实现营收 87.6/5.8 亿元，YoY-6.5%/+5.5%。公司 25H1 中标订单 137 亿元，同增 6.3%；其中海外订单 52 亿元（海外幕墙 44 亿元），占比 38%，同比大幅增长 61%（海外幕墙订单同增 139%），后续随着公司高毛利海外订单向收入转化，公司盈利能力有望稳步提升。25H1 公司新增订单蝉联装饰上市公司榜首，截至 25H1 末，公司在手订单 357 亿元，是去年营收的 1.6 倍，优质订单充裕保障后续业绩持续稳健。此外，公司拟实施中期现金分红，拟每 10 股派发现金红利 1.5 元（含税），共计派发现金红利 1.7 亿元（含税）。

**毛利率提升，减值明显减少，Q2 现金流已转为净流入。**公司 25H1 毛利率 15.8%，YoY+0.1pct，降本增效措施效果稳步显现，其中 Q1/Q2 毛利率分别为 15.0%/16.3%，毛利率呈提升趋势。公司 25H1 期间费用率 10.7%，YoY+0.8pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别 YoY+0.1/+0.2/+0.1/+0.3pct，各项费用率均有所上升主因公司收入下降，但费用相对刚性，其中财务费用率上升还因汇兑损失有所增多。公司 25H1 资产（含信用）减值约 0.08 亿元，YoY-0.23 亿元，其中 Q2 单季减值 1.03 亿元，YoY-0.32 亿元。公司 25H1 归母净利率 3.51%，YoY+0.26pct。公司 25H1 年经营性现金流净流出 10.3 亿元，流出幅度同比扩大 5.8 亿元，主因支付供应商货款增多，其中 Q1/Q2 分别为净流出 10.8 亿元/净流出 0.6 亿元，Q1 现金流季节性净流出，Q2 已转为净流入状态。当前公司狠抓现金流，强化清欠结算，预计后续季度现金流将稳步好转。

**打造以“设计+产品供应”为核心的产品平台化新模式，构建第二增长曲线。**当前公司针对幕墙产品、异型光伏组件产品，面向美洲、欧洲、澳洲等发达国家，以及中亚等未开展过业务的国家，积极打造以“设计+产品制造”为核心的定制化服务，将以前的同行竞争关系转变为相互赋能的合作伙伴关系，构建公司第二业务增长曲线。去年公司在澳洲签约了 6500 万幕墙产品供货订单，并向韩国、新西兰进行少量 BIPV 产品供货。截至 25H1 末，公司幕墙产品销售订单规模已超去年全年水平，并在原有澳洲成熟市场的基础上，进一步拓展至乌兹别克斯坦、泰国、以色列、蒙古等国家，全球市场版图快速扩大；BIPV 异形组件于 5 月份取得国际认证后转向全球销售，借助幕墙渠道拓展至新加坡、中东等地区，Q2 组件产线满负荷运转，订单快速签署中。

**投资建议：**预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.9/7.4/8.0 亿元，同比增长 7.6%/7.8%/7.5%，当前股价对应 PE 分别为 13.9/12.9/12.0 倍。按公司规划的 2025-2027 年最低分红率 80%，假设公司股息率切换为 5%，则对应 2025-2027 年公司市值目标分别为 110/118/127 亿元，市值空间 15%/24%/33%，维持“买入”评级。

**风险提示：**分红不及预期风险，行业需求下滑风险，减值风险，海外经营风险，假设和测算结果误差风险等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	20,954	22,406	22,993	24,438	26,123
增长率 yoy (%)	16.0	6.9	2.6	6.3	6.9
归母净利润（百万元）	672	638	686	739	795
增长率 yoy (%)	36.9	-5.1	7.6	7.8	7.5
EPS 最新摊薄（元/股）	0.59	0.56	0.61	0.65	0.70
净资产收益率 (%)	9.5	8.7	8.7	8.7	8.7
P/E (倍)	14.2	15.0	13.9	12.9	12.0
P/B (倍)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 08 月 26 日收盘价

买入（维持）

### 股票信息

行业	装修装饰 II
前次评级	买入
08 月 26 日收盘价（元）	8.43
总市值（百万元）	9,551.21
总股本（百万股）	1,133.00
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	12.10

### 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	廖文强
执业证书编号:	S0680519070003
邮箱:	liaowenqiang@gszq.com

### 相关研究

- 《江河集团 (601886.SH): 发布未来三年大比例分红规划，高股息特征显著强化》 2025-07-28
- 《江河集团 (601886.SH): 幕墙龙头稳步扩张，出海+产品化打造成长新动能》 2025-04-21

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	23388	23509	24824	27075	29552
现金	4691	5352	6480	7926	9434
应收票据及应收账款	12557	12530	12658	13228	13912
其他应收款	190	159	163	173	185
预付账款	300	396	406	431	461
存货	1046	831	792	786	788
其他流动资产	4604	4241	4325	4531	4772
<b>非流动资产</b>	5318	5955	5875	5773	5656
长期投资	99	73	73	73	73
固定资产	1343	1889	1845	1785	1709
无形资产	709	771	791	809	824
其他非流动资产	3167	3222	3166	3107	3050
<b>资产总计</b>	28706	29463	30698	32848	35209
<b>流动负债</b>	19308	19673	20202	21595	23146
短期借款	1491	1283	1333	1383	1433
应付票据及应付账款	14687	15152	15774	16989	18341
其他流动负债	3129	3239	3095	3223	3373
<b>非流动负债</b>	1062	1052	1097	1147	1197
长期借款	559	618	668	718	768
其他非流动负债	503	434	428	428	428
<b>负债合计</b>	20369	20726	21298	22741	24343
少数股东权益	1267	1379	1500	1630	1771
股本	1133	1133	1133	1133	1133
资本公积	3696	3697	3697	3697	3697
留存收益	2114	2355	2908	3484	4102
归属母公司股东权益	7069	7358	7900	8477	9095
<b>负债和股东权益</b>	28706	29463	30698	32848	35209

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	861	1626	1740	1894	1975
净利润	743	772	807	870	936
折旧摊销	298	300	285	301	317
财务费用	157	124	110	115	120
投资损失	-27	-19	-11	-10	-10
营运资金变动	-803	130	226	240	215
其他经营现金流	494	320	322	378	398
<b>投资活动现金流</b>	-152	-227	-238	-250	-250
资本支出	-546	-323	-180	-180	-180
长期投资	259	20	-50	-50	-50
其他投资现金流	135	76	-8	-20	-20
<b>筹资活动现金流</b>	-234	-952	-389	-198	-217
短期借款	175	-209	50	50	50
长期借款	247	60	50	50	50
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-656	-803	-489	-298	-317
<b>现金净增加额</b>	515	487	1128	1446	1508

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	20954	22406	22993	24438	26123
营业成本	17367	18811	19289	20496	21907
营业税金及附加	66	78	80	86	91
营业费用	257	304	313	332	355
管理费用	1142	1231	1327	1378	1486
研发费用	619	643	655	696	745
财务费用	146	105	68	63	56
资产减值损失	-141	-199	-140	-140	-140
其他收益	28	25	23	12	13
公允价值变动收益	-101	99	0	0	0
投资净收益	27	19	11	10	10
资产处置收益	-1	15	0	0	0
<b>营业利润</b>	906	920	956	1030	1108
营业外收入	3	3	5	5	5
营业外支出	5	9	5	5	5
<b>利润总额</b>	904	914	956	1030	1108
所得税	162	142	148	160	172
<b>净利润</b>	743	772	807	870	936
少数股东损益	71	134	121	130	140
<b>归属母公司净利润</b>	672	638	686	739	795
EBITDA	1548	1384	1309	1395	1481
EPS (元/股)	0.59	0.56	0.61	0.65	0.70

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	16.0	6.9	2.6	6.3	6.9
营业利润(%)	34.7	1.5	3.9	7.8	7.5
归属母公司净利润(%)	36.9	-5.1	7.6	7.8	7.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	17.1	16.0	16.1	16.1	16.1
净利率(%)	3.2	2.8	3.0	3.0	3.0
ROE(%)	9.5	8.7	8.7	8.7	8.7
ROIC(%)	9.2	8.0	7.2	7.2	7.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	71.0	70.3	69.4	69.2	69.1
净负债比率(%)	-22.8	-30.0	-40.9	-51.3	-60.7
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9
应付账款周转率	1.9	2.0	2.1	2.1	2.1
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.56	0.61	0.65	0.70
每股经营现金流(最新摊薄)	0.76	1.44	1.54	1.67	1.74
每股净资产(最新摊薄)	6.24	6.49	6.97	7.48	8.03
<b>估值比率</b>					
P/E	14.2	15.0	13.9	12.9	12.0
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	3.6	2.5	4.4	3.1	2.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月26日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（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“国盛证券有限责任公司”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
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		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 7 号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

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