长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

联合研究 | 公司点评 | 江河集团（601886.SH）

Q2 扣非业绩大增，期待后续海外订单转化

报告要点

公司 2025 年上半年实现营业收入 93.39 亿元，同比减少 5.86%；归属净利润 3.28 亿元，同比增长 1.69%；扣非后归属净利润 3.34 亿元，同比增长 21.43%。

分析师及联系人

邬博华
SAC：S0490514040001
SFC：BQK482

张弛
SAC：S0490520080022
SFC：BUT917

曹海花
SAC：S0490522030001

张智杰
SAC：S0490522060005

袁志芃
SAC：S0490525070008

| 证券研究报告 |

2025-09-01

联合研究 | 公司点评

投资评级 买入 | 维持

江河集团（601886.SH）

Q2 扣非业绩大增，期待后续海外订单转化

事件描述

公司 2025 年上半年实现营业收入 93.39 亿元，同比减少 5.86%；归属净利润 3.28 亿元，同比增长 1.69%；扣非后归属净利润 3.34 亿元，同比增长 21.43%。

事件评论

- **Q2 部分项目产值转化延后，收入同比下滑，海外订单增速亮眼。**公司 2025 年上半年实现营业收入 93.39 亿元，同比减少 5.86%，实现单二季度营业收入 51.36 亿元，同比减少 11.97%。在上半年订单中，海外订单增长强劲，中标实现约 52 亿元，占总订单达 38%，同比增长 61%；其中幕墙海外订单实现 44 亿元，占幕墙总订单的 49%，同比增长 139%。

- **毛利率同比有所提升，费用率同比提升幅度大于毛利率，减值和所得税同比改善，使得扣非净利润同比高增。**公司 2025 年上半年综合毛利率 15.75%，同比提升 0.20pct，单二季度来看，公司综合毛利率 16.34%，同比提升 0.95pct；毛利率提升主要系公司积极拓展海外高毛利地区业务，带动公司整体盈利水平提升。费用率方面，公司上半年费用率 10.72%，同比提升 0.84pct，单二季度期间费用率 10.09%，同比提升 1.48pct。减值方面，Q2 资产、信用减值分别为 0.05、0.97 亿元，合计 1.03 亿元，同比去年 1.35 亿元收窄 0.32 亿元。所得税方面，Q2 所得税 0.33 亿元，较去年同期 0.49 亿元减少 0.16 亿元。在减值与所得税的共同影响下，Q2 扣非净利润同比高增。**非经方面，**1、Q2 公允价值损益合计 0.35 亿元，同比去年-0.16 亿元大幅改善。2、除持有的资产价值波动外，单项测试的减值冲回也产生较大影响，上半年公司减值冲回 1696 万元，同比去年 5952 万元显著收窄，因此上半年非经规模（-650 万）小于去年同期（4705 万）。**因此导致公司扣非净利润大幅增长，但归属净利润增长幅度较小。**综合来看，公司上半年归属净利率 3.51%，同比提升 0.26pct，扣非后归属净利率 3.58%，同比提升 0.80pct；单二季度归属净利率 3.57%，同比提升 1.16pct，扣非后归属净利率 3.02%，同比提升 1.33pct。

- **Q2 现金流流入同比收窄，上半年整体流出 10.3 亿元，同比转弱主要系，1、去年回款高基数，2、今年加大对供应商的付款。**公司上半年经营活动现金流净流出 10.28 亿元，同比多流出 5.76 亿元，收现比 103.45%，同比下降 1.18pct；单二季度来看，经营活动现金流净流入 0.56 亿元，同比少流入 4.60 亿元，收现比 89.64%，同比提升 4.13pct；同时，公司资产负债率同比提升 0.33pct 至 70.36%，应收账款周转天数同比增加 14.36 至 240.35 天。

- **2025 年拟进行中期分红，结合此前分红规划出台，公司高股息特征明显，同时期待未来海外订单充分转化后收入业绩再上台阶。**1）2025 年中期，拟向公司全体股东每 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，占比上半年归属净利润 52%。根据此前分红规划，按未来 3 年业绩 6.8、7.3、8.0 亿估算，80%分红率则对应股息率达到 6.1%、6.6%、7.2%。同时公司约定每股保底分红 0.45 元，对应当前市值股息率 5.7%。2）公司海外订单持续高增，产品战略出海不断落地，在海外高毛利率的背景下，随着后续订单逐步转化，有望带动公司盈利提升，业绩体量进一步增长。

风险提示

1、海外业务不及预期；2、原材料价格波动。

公司基础数据

当前股价(元)	7.85
总股本(万股)	113,300
流通A股/B股(万股)	113,300/0
每股净资产(元)	6.38
近12月最高/最低价(元)	8.44/4.37

注：股价为 2025 年 8 月 28 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)

资料来源：Wind

相关研究

- 《股东回报规划落地，大江大河海阔天空》2025-07-29
- 《沙特王国塔订单落地，海外影响力持续深化》2025-06-26
- 《收入与扣非利润小幅增长，费用率同比改善》2025-05-06

更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

1、海外业务不及预期：公司制定重返海外战略，已在多国落地幕墙订单，但海外项目未来持续性、订单转化情况以及地缘风险等仍需持续跟踪。

2、原材料价格波动：若未来光伏组件、铝材等原材料价格波动，公司成本随之提高，同时无法将成本波动的影响转移给下游企业，将造成公司盈利情况不及预期。

财务报表及预测指标

利润表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**22406**	**23693**	**24872**	**26109**
营业成本	18811	19967	20938	21955
毛利	**3595**	**3726**	**3935**	**4154**
%营业收入	16%	16%	16%	16%
营业税金及附加	78	72	80	84
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	304	309	325	343
%营业收入	1%	1%	1%	1%
管理费用	1231	1301	1364	1428
%营业收入	5%	5%	5%	5%
研发费用	643	687	721	757
%营业收入	3%	3%	3%	3%
财务费用	105	115	125	135
%营业收入	0%	0%	1%	1%
加：资产减值损失	-199	-160	-167	-168
信用减值损失	-273	-200	-200	-200
公允价值变动收益	99	0	0	0
投资收益	19	31	32	34
营业利润	**920**	**951**	**1025**	**1118**
%营业收入	4%	4%	4%	4%
营业外收支	-6	0	0	0
利润总额	**914**	**951**	**1025**	**1118**
%营业收入	4%	4%	4%	4%
所得税费用	142	160	170	184
净利润	772	791	856	934
归属于母公司所有者的净利润	**638**	**683**	**734**	**798**
少数股东损益	134	108	121	136
EPS（元）	**0.56**	**0.60**	**0.65**	**0.70**

现金流量表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	**1626**	**576**	**596**	**703**
取得投资收益收回现金	20	31	32	34
长期股权投资	26	17	21	20
资本性支出	-323	-580	-644	-658
其他	50	-156	-172	-164
投资活动现金流净额	**-227**	**-689**	**-763**	**-768**
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	3	0	0
银行贷款增加（减少）	-149	-59	-70	-90
筹资成本	-528	-170	0	0
其他	-275	-209	0	0
筹资活动现金流净额	**-952**	**-436**	**-70**	**-90**
现金净流量（不含汇率变动影响）	**447**	**-549**	**-236**	**-154**

资产负债表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5352	4820	4583	4429
交易性金融资产	428	428	428	428
应收账款	12287	13621	14800	16081
存货	831	969	879	819
预付账款	396	385	409	432
其他流动资产	4215	5000	5068	5262
流动资产合计	**23509**	**25222**	**26166**	**27451**
长期股权投资	73	56	35	15
投资性房地产	503	618	736	843
固定资产合计	1889	2159	2465	2766
无形资产	771	805	845	887
商誉	274	254	234	214
递延所得税资产	760	776	776	776
其他非流动资产	1685	1776	1867	1960
资产总计	**29463**	**31666**	**33124**	**34912**
短期贷款	1283	1223	1153	1064
应付款项	9165	10328	10682	11168
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	485	530	549	576
应交税费	170	211	218	225
其他流动负债	8570	8960	9254	9676
流动负债合计	**19673**	**21252**	**21855**	**22709**
长期借款	618	618	618	618
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	16	13	13	13
其他非流动负债	418	415	415	415
负债合计	**20726**	**22299**	**22902**	**23756**
归属于母公司所有者权益	7358	7880	8614	9412
少数股东权益	1379	1487	1608	1744
股东权益	**8737**	**9367**	**10222**	**11156**
负债及股东权益	**29463**	**31666**	**33124**	**34912**

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.56	0.60	0.65	0.70
每股经营现金流	1.44	0.51	0.53	0.62
市盈率	9.64	13.02	12.11	11.15
市净率	0.83	1.13	1.03	0.94
EV/EBITDA	2.53	5.20	4.90	4.54
总资产收益率	2.2%	2.2%	2.2%	2.3%
净资产收益率	8.7%	8.7%	8.5%	8.5%
净利率	2.8%	2.9%	3.0%	3.1%
资产负债率	70.3%	70.4%	69.1%	68.0%
总资产周转率	0.77	0.78	0.77	0.77

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中　　性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	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。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C /（100020）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。