

2025 年 10 月 31 日

投资评级： 买入（维持）

证券分析师

王彬鹏
SAC: S1350524090001
wangbinpeng@huayuanstock.com
戴铭余
SAC: S1350524060003
daimingyu@huayuanstock.com
邴悦轩
SAC: S1350524080001
liyexuan@huayuanstock.com

联系人

唐志玮
tangzhiwei@huayuanstock.com
林高凡
lingaofan@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据	2025 年 10 月 30 日
收盘价（元）	7.71
一年内最高 / 最低（元）	8.44 / 4.93
总市值（百万元）	8,735.45
流通市值（百万元）	8,735.45
总股本（百万股）	1,133.00
资产负债率（%）	71.09
每股净资产（元/股）	6.35

资料来源：聚源数据

江河集团 (601886. SH)

——业绩稳中向好，海外项目兑现有望带动结构优化

投资要点：

- **盈利能力边际改善，高比例分红彰显股东回报决心。**2025 年前三季度公司实现营收 145.54 亿，同比-5.63%，归母、扣非归母净利润为 4.58、3.83 亿，同比+5.67%、+19.11%。Q3 单季实现营收 52.15 亿，同比-5.22%，归母、扣非归母净利润为 1.30、0.49 亿，同比+17.28%、+5.26%，Q3 利润显著增加主要系毛利率增加及期间费用率下滑。公司发布《未来三年（2025-2027 年度）股东 回报规划》，在符合相关法律、法规、规范性文件 及《公司章程》的情况下，公司在 2025-2027 年度，每一年度以现金方式分配的利润不低于当年度归属于上市公司股东净利润的 80%或以总股本 1,133,002,060 为基数按每股分红 0.45 元（含税）计算的分配金额的二者孰高值，高比例现金分红提升投资吸引力。
- **订单保持增长，海外项目有望带动产值释放。**2025 年前三季度公司建筑装饰板块累计中标金额约 222.13 亿元，同比增长 6.13%。其中，幕墙与光伏建筑业务中标额实现约 142.39 亿元，同比增长 7.04%；室内装饰与设计业务中标额实现约 79.74 亿元，同比增长 4.54%。Q3 单季度装饰板块中标金额约 85.19 亿元，同比+5.88%；其中幕墙系统、内装系统中标额分别约 51.66、33.53 亿，同比+2.46%、+11.62%。从订单转化节奏来看，公司在中东及泛东南亚地区承接的部分大型幕墙项目，以及承达集团 24 年中标的澳门重点项目，预计将于四季度至 2026 年初进入集中施工阶段，产值有望快速释放。随着海外项目逐步兑现，公司海外营业规模预计显著提升。鉴于海外订单普遍具备较高毛利率，海外业务占比提升将有效拉动公司整体盈利能力，推动利润水平持续改善。
- **毛利率稳步提升，费用率有待摊薄。**2025Q1-3 公司毛利率为 15.70%，同比+0.45pct，Q3 单季度毛利率为 15.62%，同比+1.04pct。2025 年前三季度公司期间费用率为 10.32%，同比+0.45pct，销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.45%、5.19%、2.82%、0.86%，分别同比+0.11pct、+0.12pct、+0.07pct、+0.16pct，期间费用率提升或因收入规模下行致刚性成本占比有所提升。25Q1-3 资产及信用减值损失为 2.48 亿元，同比多损失 0.45 亿，公允价值变动净收益同比增加 0.49 亿至 0.70 亿。综合影响下公司 2025 年前三季度净利率为 3.51%，同比+0.07pct，Q3 单季净利率为 2.59%，同比+0.03pct。2025Q1-3 公司 CFO 净额为-6.62 亿，同比多流出 4.76 亿，主要系公司本期收到工程回款同比减少及增加供应商付款所致；收现比、付现比同比分别-0.92pct、+2.39pct 至 105.97%、111.40%。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.83/7.37/7.98 亿元，同比增速分别为 +7.06%/+7.97%/+8.25%，当前股价对应的 PE 分别为 12.80/11.85/10.95 倍。考虑到公司海外业务拓展提速，同时维持高分红水平，我们认为公司经营韧性与估值优势兼备，维持“买入”评级。
- **风险提示：基建投资增速不及预期，分红不及预期，数字化业务不及预期。**

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	20,954	22,406	23,793	25,496	27,322
同比增长率（%）	16.05%	6.93%	6.19%	7.15%	7.16%
归母净利润（百万元）	672	638	683	737	798
同比增长率（%）	37.35%	-5.07%	7.06%	7.97%	8.25%
每股收益（元/股）	0.59	0.56	0.60	0.65	0.70
ROE（%）	9.50%	8.67%	9.11%	9.65%	10.23%
市盈率（P/E）	13.00	13.70	12.80	11.85	10.95

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,352	7,138	7,649	8,196
应收票据及账款	15,728	17,680	18,838	19,899
预付账款	396	372	398	427
其他应收款	159	347	372	398
存货	831	1,144	1,223	1,309
其他流动资产	1,043	1,167	1,220	1,277
流动资产总计	23,509	27,848	29,701	31,506
长期股权投资	73	78	83	88
固定资产	2,309	2,321	2,441	2,642
在建工程	419	513	523	367
无形资产	771	740	710	680
长期待摊费用	118	107	90	67
其他非流动资产	2,265	2,249	2,234	2,218
非流动资产合计	5,955	6,009	6,080	6,061
资产总计	29,463	33,857	35,781	37,568
短期借款	1,283	3,146	3,559	3,708
应付票据及账款	15,152	17,169	18,354	19,642
其他流动负债	3,239	3,708	3,971	4,257
流动负债合计	19,673	24,023	25,885	27,607
长期借款	1,005	814	624	416
其他非流动负债	48	48	48	48
非流动负债合计	1,052	862	672	464
负债合计	20,726	24,885	26,557	28,070
股本	1,133	1,133	1,133	1,133
资本公积	3,697	3,697	3,697	3,697
留存收益	2,529	2,665	2,813	2,972
归属母公司权益	7,358	7,495	7,642	7,802
少数股东权益	1,379	1,476	1,581	1,695
股东权益合计	8,737	8,971	9,224	9,497
负债和股东权益合计	29,463	33,857	35,781	37,568

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	772	732	794	863
折旧与摊销	300	326	358	399
财务费用	105	119	155	156
投资损失	-19	-24	-24	-24
营运资金变动	130	-67	106	316
其他经营现金流	339	54	54	54
经营性现金净流量	1,626	1,139	1,443	1,764
投资性现金净流量	-227	-362	-412	-362
筹资性现金净流量	-952	1,009	-521	-854
现金流量净额	487	1,786	511	548

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	22,406	23,793	25,496	27,322
营业成本	18,811	19,878	21,250	22,741
税金及附加	78	82	88	95
销售费用	304	345	382	423
管理费用	1,231	1,332	1,479	1,639
研发费用	643	683	732	785
财务费用	105	119	155	156
资产减值损失	-199	-213	-184	-184
信用减值损失	-273	-255	-264	-254
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	19	24	24	24
公允价值变动损益	99	0	0	0
资产处置收益	15	5	5	5
其他收益	25	32	32	32
营业利润	920	947	1,022	1,106
营业外收入	3	4	4	4
营业外支出	9	6	6	6
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	914	945	1,020	1,104
所得税	142	164	178	192
净利润	772	780	842	912
少数股东损益	134	97	105	114
归属母公司股东净利润	638	683	737	798
EPS(元)	0.56	0.60	0.65	0.70

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	6.93%	6.19%	7.15%	7.16%
营业利润增长率	1.51%	2.96%	7.95%	8.23%
归母净利润增长率	-5.07%	7.06%	7.97%	8.25%
经营现金流增长率	88.79%	-29.95%	26.72%	22.17%
盈利能力				
毛利率	16.04%	16.45%	16.65%	16.77%
净利率	3.44%	3.28%	3.30%	3.34%
ROE	8.67%	9.11%	9.65%	10.23%
ROA	2.16%	2.02%	2.06%	2.12%
估值倍数				
P/E	13.70	12.80	11.85	10.95
P/S	0.39	0.37	0.34	0.32
P/B	1.19	1.17	1.14	1.12
股息率	7.13%	6.25%	6.75%	7.31%
EV/EBITDA	7	9	9	8

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

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。

本报告是机密文件，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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。