

2025 年 03 月 02 日

## 滨江集团 (002244)

——乘风杭州科技突破，好房子时代标杆企业

报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据：2025 年 02 月 28 日

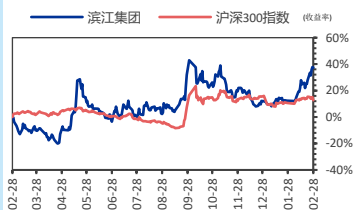
|                |                    |
|----------------|--------------------|
| 收盘价 (元)        | 10.83              |
| 一年内最高/最低 (元)   | 12.44/5.67         |
| 市净率            | 1.3                |
| 股息率 (分红/股价)    | 0.83               |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 29,050             |
| 上证指数/深证成指      | 3,320.90/10,611.24 |

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 09 月 30 日

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 每股净资产 (元)       | 8.53        |
| 资产负债率%          | 78.98       |
| 总股本/流通 A 股 (百万) | 3,111/2,682 |
| 流通 B 股/H 股 (百万) | -/-         |

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

袁豪 A0230520120001  
yuanhao@swsresearch.com  
曹曼 A0230520120003  
caoman@swsresearch.com

联系人

曹曼  
(8621)23297818x  
caoman@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **2M2025 销售 128 亿元、25 年计划销售千亿，销售均价 4.4 万元/平、显著高于同行、好房子重要受益标的。**据克而瑞，2M2025，公司销售额 128 亿元，同比-20.8%，销售下降主要源于推盘节奏；克而瑞排名第 10 名，居民营企业第 1。2M2025 销售面积 29 万平，同比-29.0%；销售均价 4.38 万元/平，同比+11.6%，远高于重点房企均值 2.2 万元/平，体现公司城市能级较高、产品力持续领先，也将是好房子时代重要受益标的。公司计划 2025 年销售目标是 1,000 亿左右、同比-9%；稳名次，继续保持在 15 位以内；稳比例，销售总金额占全国总销售额的 1%以上。此外，公司 2025 年销售表现将受益于以下因素：1) 2023 年 10 月和 2024 年 3 月、5 月杭州连续放松限购，2024 年 10 月土拍全面放开销售限价；2) 春节后杭州二手房销售持续放量；3) 杭州科技突破带来收入提升预期。
- **2M2025 拿地 118 亿元、拿地强度 93%、更加积极，杭州拿地占比 90%、持续聚焦。**据公告，公司 2M2025 拿地金额 118 亿元，同比+54%，其中杭州占比 90%；拿地面积 36 万平，同比+34%；拿地均价 3.3 万元/平，同比+15%。2M2025 拿地/销售金额比 93%，拿地十分积极；拿地/销售面积比 123%，拿地/销售均价比 75%。公司在杭州土地市场份额，从 2023 年的 25%提升至 2024 年的 38%；2025 年公司计划降低在不确定的城市拿土地，公司拿地将进一步聚焦核心城市。
- **拿地积极下有息负债持续下降、融资成本快速下降至 3.4%，滞重库存较少、存货结构优秀、减值计提相对充分。**据公司公告，截至 24Q3 末，公司持续处于三条红线绿档，剔除预负债率 59.1%，净负债率 11.4%，现金短债比 4.6 倍；货币现金 291 亿元，同比-2.7%。融资方面，截止 2024/12/25，公司权益有息负债余额 305 亿元，较年初下降 55 亿元；平均融资成本 3.4%，较 2023 年底的 4.2%下降 0.8pct。25 年计划降低权益有息负债到 300 亿以内、保持稳中有降；继续降低融资成本，确保 3.3%、争取 3.2%以内、保持稳中有降；继续把直接融资比例控制在 20%以内。2023 年，公司存货中开发产品占比仅 7%，远低于重点房企均值 19%，表明公司滞重库存较少、存货结构优秀；存货减值准备占比 2.2%，与重点房企均值 2.3%接近，表明公司减值计提相对充分。
- **投资分析意见：乘风杭州科技突破，好房子时代标杆企业，维持“买入”评级。**滨江集团深耕杭州 30 载，公司自 2015 年开始销售换挡加速，2024 年公司销售排名已提升至行业第 9 名、民营企业第 1 名。近年来公司积极拿地扩张，拿地聚焦于大杭州，并且公司销售均价显著高于同行、体现公司城市能级较高、产品力持续领先，同时公司拿地积极下有息负债持续下降、并融资成本快速下降，滞重库存较少、存货结构优秀、减值计提相对充分，综合将赋予公司后续更强的销售弹性和毛利率弹性。我们维持公司 24-26 年盈利预测分别为 26.6/29.2/32.3 亿元，对应 24/25 年 PE 为 10X/9X，维持“买入”评级。
- **风险提示：地产调控政策超预期收紧，去化率不及预期；杭州房地产市场走弱。**

财务数据及盈利预测

|             | 2023   | 2024Q1-3 | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------------|--------|----------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 70,443 | 40,784   | 73,986 | 70,367 | 59,947 |
| 同比增长率 (%)   | 69.7   | -12.1    | 5.0    | -4.9   | -14.8  |
| 归母净利润 (百万元) | 2,529  | 1,633    | 2,661  | 2,924  | 3,227  |
| 同比增长率 (%)   | -32.4  | -33.9    | 5.2    | 9.9    | 10.4   |
| 每股收益 (元/股)  | 0.81   | 0.52     | 0.86   | 0.94   | 1.04   |
| 毛利率 (%)     | 16.8   | 10.4     | 14.6   | 14.7   | 15.2   |
| ROE (%)     | 10.0   | 6.2      | 9.7    | 9.8    | 9.9    |
| 市盈率         | 13     |          | 13     | 12     | 10     |

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

| 百万元, 百万股               | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入                  | 41,502 | 70,443 | 73,986 | 70,367 | 59,947 |
| 其中: 营业收入               | 41,502 | 70,443 | 73,986 | 70,367 | 59,947 |
| 减: 营业成本                | 34,249 | 58,638 | 63,161 | 60,047 | 50,816 |
| 减: 税金及附加               | 844    | 1,508  | 1,584  | 1,507  | 1,284  |
| 主营业务利润                 | 6,409  | 10,297 | 9,241  | 8,813  | 7,847  |
| 减: 销售费用                | 811    | 857    | 900    | 856    | 729    |
| 减: 管理费用                | 626    | 774    | 813    | 774    | 659    |
| 减: 研发费用                | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 减: 财务费用                | 1,019  | 540    | 1,455  | 1,933  | 1,115  |
| 经营性利润                  | 3,953  | 8,126  | 6,073  | 5,250  | 5,344  |
| 加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列) | -156   | -527   | 0      | 0      | 0      |
| 加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列) | -702   | -3,780 | -1,000 | 0      | 0      |
| 加: 投资收益及其他             | 2,232  | 1,240  | 1,089  | 1,059  | 1,459  |
| 营业利润                   | 5,320  | 5,055  | 6,162  | 6,310  | 6,803  |
| 加: 营业外净收入              | -10    | -19    | 0      | 0      | 0      |
| 利润总额                   | 5,311  | 5,036  | 6,162  | 6,310  | 6,803  |
| 减: 所得税                 | 1,406  | 2,184  | 2,917  | 3,019  | 3,072  |
| 净利润                    | 3,904  | 2,852  | 3,245  | 3,291  | 3,731  |
| 少数股东损益                 | 163    | 323    | 584    | 367    | 503    |
| 归属于母公司所有者的净利润          | 3,742  | 2,529  | 2,661  | 2,924  | 3,227  |

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|        |     |              |                          |
|--------|-----|--------------|--------------------------|
| 华东组    | 茅炯  | 021-33388488 | maojiong@swhyse.com      |
| 银行团队   | 李庆  | 021-33388245 | liqing3@swhyse.com       |
| 华北组    | 肖霞  | 010-66500628 | xiaoxia@swhyse.com       |
| 华南组    | 张晓卓 | 13724383669  | zhangxiaozhuo@swhyse.com |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 021-33388860 | zhuxiaoyi@swhyse.com     |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123  | panyeming@swhyse.com     |

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                           |
|-------------------|---------------------------|
| 买入 (Buy)          | ：相对强于市场表现 20%以上；          |
| 增持 (Outperform)   | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%；       |
| 中性 (Neutral)      | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5%以下。           |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。