

交付高峰延续，深化杭州布局

华泰研究

2025 年 4 月 29 日 | 中国内地

季报点评

房地产开发

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

12.08

研究员

SAC No. S0570520090003
SFC No. BRC046

林正衡

linzhengheng@htsc.com
+(86) 21 2897 2065

研究员

SAC No. S0570519010002
SFC No. BIO834

陈慎

chenshen@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

公司 4 月 29 日发布年报，25Q1 实现营收 225.1 亿元，同比+64%；归母净利润 9.8 亿元，同比+48%。25Q1 公司继续处于交付高峰，推动业绩同比高速增长，销售和拿地势头与年度目标相符，获取多宗杭州地块。公司在杭州具备显著的深耕优势、有望率先受益于核心城市房地产市场复苏，兼顾拿地力度和财务稳健性，充足的待结转资源提供业绩韧性。维持“买入”评级。

25Q1 交付高峰延续，业绩同比大幅增长

25Q1 公司继续处于交付高峰，推动营收（并表项目）和投资收益（表外项目）同比大幅增长。归母净利润同比增速不及营收，主要因为受结转结构影响，毛利率同比-1.1pct 至 11.0%、实际所得税率同比阶段性提升。截至 25Q1，公司合同负债相对 24 年营收的覆盖度仍然达到 163%，充裕待结转资源支撑下，我们预计 25 年公司营收有望维持较高规模，同时毛利率或小幅好转，推动归母净利润继续实现正增长。

销售和拿地势头与全年目标相符，获取多宗杭州地块

根据克而瑞的数据，25Q1 公司销售金额同比-12%至 231 亿元。同时，根据公司公告，截至 4 月 29 日，公司已获取 15 宗地块，拿地总价 275 亿元，超过去年同期水平（201 亿元），其中 96%位于杭州，继续强化大本营深耕力度。25 年公司维持销售目标（销售金额 1000 亿元、全国市占率 1%以上），上调拿地目标（投资金额占权益销售回款 50%，同比+10pct），截至目前的销售和拿地势头均与全年目标保持一致。

继续压降有息负债，低成本融资渠道畅通

25Q1 公司有息负债较 24 年末-15 亿元至 359 亿元，新发行境内债 17 亿元，利率 3.7%-3.8%，融资成本与历史同品种、同期限产品相比继续处在低位。25 年公司计划继续压降有息负债至 300 亿元以内，降低平均融资成本至 3.2%-3.3%。

盈利预测和估值

我们维持 25-27 年 EPS 为 0.90/0.93/1.02 元的盈利预测。可比公司平均 25PB（Wind 一致预期）为 0.55 倍，考虑到公司土储集中于杭州，资产质量扎实、财务杠杆健康、业绩具备韧性，且有望率先受益于核心城市房地产市场复苏，我们依然认为公司合理 25PB 为 1.25 倍，25E BPS 为 9.66 元，对应目标价 12.08 元。

风险提示：行业政策、区域市场、投资收益和少数股东损益占比波动风险。

经营预测指标与估值

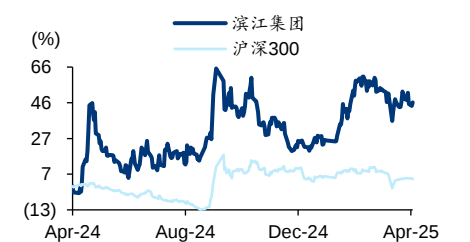
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (人民币百万)	70,443	69,152	68,524	61,840	61,898
+/-%	69.73	(1.83)	(0.91)	(9.75)	0.09
归属母公司净利润 (人民币百万)	2,529	2,546	2,791	2,896	3,164
+/-%	(32.39)	0.66	9.63	3.75	9.28
EPS (人民币，最新摊薄)	0.81	0.82	0.90	0.93	1.02
ROE (%)	4.88	7.35	7.49	7.25	7.37
PE (倍)	12.36	12.28	11.20	10.80	9.88
PB (倍)	1.24	1.14	1.04	0.96	0.88
EV EBITDA (倍)	11.79	7.49	6.52	5.26	4.13

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

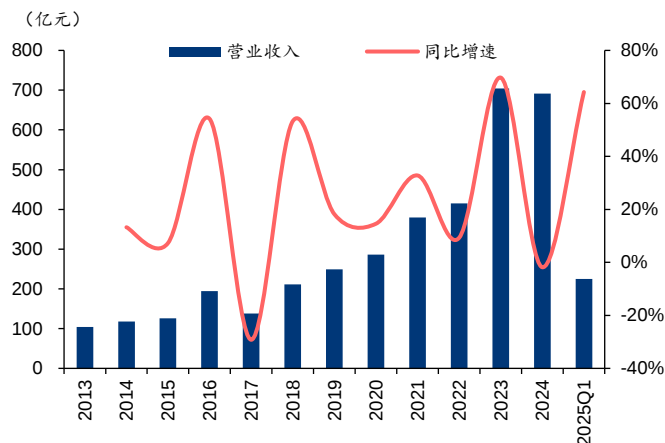
目标价 (人民币)	12.08
收盘价 (人民币 截至 4 月 29 日)	10.05
市值 (人民币百万)	31,270
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	365.26
52 周价格范围 (人民币)	6.68-11.34
BVPS (人民币)	9.15

股价走势图



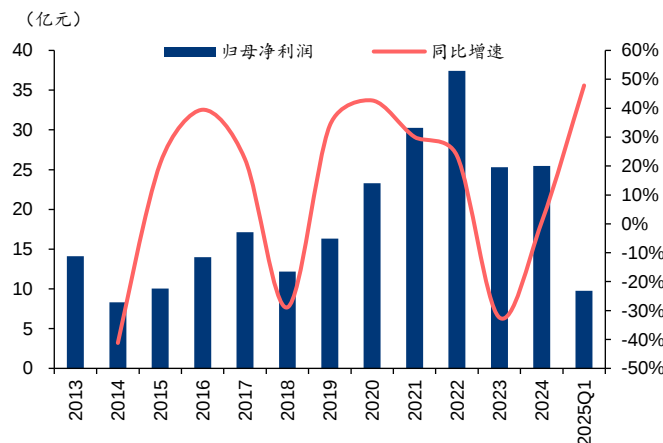
资料来源：Wind

图表1: 公司营收和同比增速



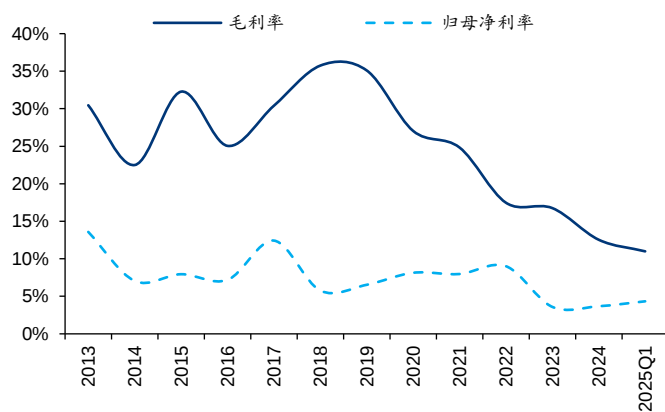
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: 公司归母净利润和同比增速



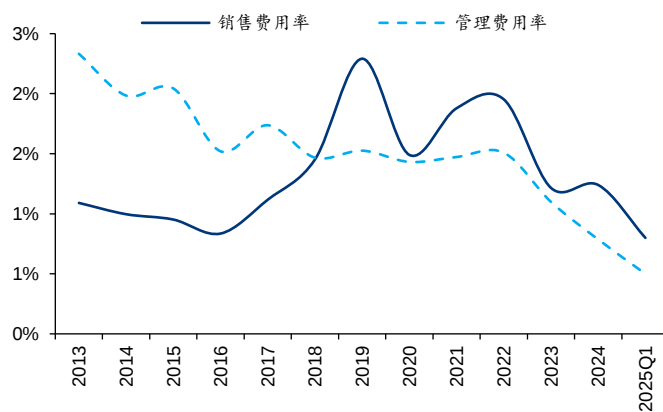
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表3: 公司毛利率和归母净利率



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表4: 公司销售和管理费用率 (不含研发费用)



资料来源: 公司公告, 华泰研究

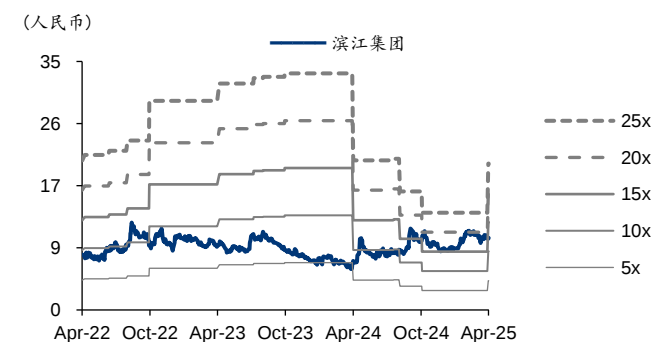
图表5: 可比公司估值水平

彭博代码	股票名称	总市值 (亿元)	收盘价 (当地货币)	BPS (元)				P/B (倍)			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600325 CH	华发股份	140.63	5.11	7.17	7.43	7.71	8.09	0.71	0.69	0.66	0.63
600266 CH	城建发展	98.81	4.76	9.13	10.92	11.27	10.78	0.52	0.44	0.42	0.44
600649 CH	城投控股	111.81	4.42	8.26	8.48	8.75	9.10	0.53	0.52	0.51	0.49
	平均							0.59	0.55	0.53	0.52

注: 盈利预测来自 Wind 一致预期, 统计时间为 2025 年 4 月 29 日

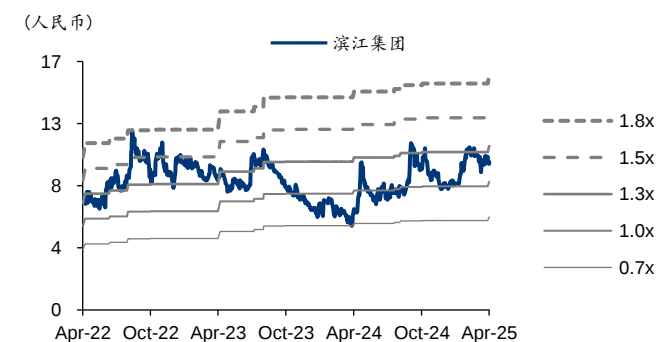
资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰研究

图表6: 滨江集团 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表7: 滨江集团 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究



风险提示

地产政策波动的风险：地产相关的货币和财政政策、因城施策的调控政策存在不确定性，在房地产发展新模式的框架下，住房、土地、金融、财税等房地产相关领域的基础性制度存在调整优化的可能，都可能对房地产行业 and 房企经营造成扰动。

受杭州及长三角区域市场影响较大：公司重点布局杭州及浙江省，若区域市场表现不佳，公司房地产开发业务受影响程度可能较大。

投资收益和少数股东损益可能导致归母净利润波动：公司新增土储、销售权益比例较低，未来投资收益和少数股东损益占净利润的比例具有不确定性，可能导致归母净利润波动。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	258,201	227,195	232,775	242,385	252,806
现金	32,704	37,140	49,732	60,836	68,835
应收账款	473.64	692.69	749.92	705.14	751.29
其他应收账款	38,113	27,732	28,206	28,012	28,259
预付账款	1.69	1.32	1.66	1.03	1.66
存货	172,698	148,517	141,091	141,091	143,207
其他流动资产	14,211	13,112	12,994	11,740	11,751
非流动资产	31,831	31,888	32,739	33,360	34,198
长期投资	17,864	17,875	18,684	19,533	20,425
固定投资	1,171	1,079	1,129	1,070	1,011
无形资产	134.14	129.48	129.62	129.50	129.17
其他非流动资产	12,662	12,805	12,796	12,627	12,633
资产总计	290,032	259,083	265,514	275,745	287,003
流动负债	202,701	179,759	180,734	187,325	195,812
短期借款	0.00	590.90	590.90	590.90	590.90
应付账款	5,558	5,641	5,731	6,167	6,401
其他流动负债	197,143	173,527	174,412	180,567	188,821
非流动负债	28,876	27,771	29,326	28,910	27,224
长期借款	25,824	24,445	25,956	25,867	24,178
其他非流动负债	3,052	3,327	3,370	3,043	3,046
负债合计	231,577	207,530	210,060	216,234	223,036
少数股东权益	33,153	24,025	25,390	26,807	28,355
股本	3,111	3,111	3,111	3,111	3,111
资本公积	2,170	2,090	2,090	2,090	2,090
留存公积	20,238	22,526	26,265	30,145	34,385
归属母公司股东权益	25,302	27,528	30,063	32,704	35,613
负债和股东权益	290,032	259,083	265,514	275,745	287,003

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	32,650	7,668	11,338	10,403	8,410
净利润	2,852	3,791	4,156	4,312	4,712
折旧摊销	505.76	635.34	362.92	474.99	476.01
财务费用	540.24	478.56	188.66	(5.93)	(167.53)
投资损失	(1,231)	(955.35)	(993.35)	(1,033)	(1,075)
营运资金变动	25,649	2,246	7,865	6,718	4,701
其他经营现金	4,334	1,471	(240.44)	(62.85)	(236.58)
投资活动现金	(12,314)	(1,973)	(236.41)	(237.26)	(236.58)
资本支出	(188.82)	(27.79)	(411.76)	(418.48)	(414.97)
长期投资	(3,795)	(677.64)	(809.32)	(849.22)	(891.12)
其他投资现金	(8,330)	(1,268)	984.67	1,030	1,070
筹资活动现金	(11,967)	(1,283)	1,489	937.80	(173.73)
短期借款	0.00	590.90	0.00	0.00	0.00
长期借款	(9,126)	(1,379)	1,511	(88.95)	(1,689)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	70.50	(80.46)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,912)	(413.97)	(21.60)	1,027	1,515
现金净增加额	8,371	4,414	12,592	11,104	7,999

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	70,443	69,152	68,524	61,840	61,898
营业成本	58,638	60,481	59,704	53,542	53,411
营业税金及附加	1,508	647.11	1,028	927.60	928.48
营业费用	856.55	857.41	849.62	766.75	767.47
管理费用	774.39	543.81	538.88	486.31	486.77
财务费用	540.24	478.56	188.66	(5.93)	(167.53)
资产减值损失	(3,780)	(869.29)	(822.29)	(742.08)	(742.78)
公允价值变动收益	(3.03)	7.96	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,231	955.35	993.35	1,033	1,075
营业利润	5,055	5,989	6,140	6,194	6,583
营业外收入	10.94	11.30	10.73	10.99	11.01
营业外支出	29.79	65.81	38.49	44.70	49.67
利润总额	5,036	5,934	6,112	6,160	6,545
所得税	2,184	2,143	1,956	1,848	1,832
净利润	2,852	3,791	4,156	4,312	4,712
少数股东损益	322.59	1,245	1,365	1,417	1,548
归属母公司净利润	2,529	2,546	2,791	2,896	3,164
EBITDA	6,045	7,003	6,618	6,588	6,812
EPS (人民币, 基本)	0.81	0.82	0.90	0.93	1.02

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	69.73	(1.83)	(0.91)	(9.75)	0.09
营业利润	(5.00)	18.49	2.52	0.88	6.29
归属母公司净利润	(32.39)	0.66	9.63	3.75	9.28
获利能力 (%)					
毛利率	16.76	12.54	12.87	13.42	13.71
净利率	4.05	5.48	6.07	6.97	7.61
ROE	4.88	7.35	7.49	7.25	7.37
ROIC	55.05	(140.82)	(35.99)	(21.45)	(17.54)
偿债能力					
资产负债率 (%)	79.85	80.10	79.11	78.42	77.71
净负债比率 (%)	11.89	(5.27)	(24.12)	(39.14)	(49.05)
流动比率	1.27	1.26	1.29	1.29	1.29
速动比率	0.35	0.37	0.44	0.48	0.50
营运能力					
总资产周转率	0.25	0.25	0.26	0.23	0.22
应收账款周转率	154.07	118.58	95.00	85.00	85.00
应付账款周转率	12.67	10.80	10.50	9.00	8.50
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.81	0.82	0.90	0.93	1.02
每股经营现金流(最新摊薄)	10.49	2.46	3.64	3.34	2.70
每股净资产(最新摊薄)	8.13	8.85	9.66	10.51	11.45
估值比率					
PE (倍)	12.36	12.28	11.20	10.80	9.88
PB (倍)	1.24	1.14	1.04	0.96	0.88
EV EBITDA (倍)	11.79	7.49	6.52	5.26	4.13

免责声明

分析师声明

本人，林正衡、陈慎，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者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。

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。华泰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。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 滨江集团（002244 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林正衡、陈慎本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 滨江集团（002244 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司