

滨江集团 (002244.SZ)

毛利率企稳回升，强化聚焦业绩增长可期

核心观点：

- **Q4 竣工兑现带动收入，毛利率企稳回升。**公司披露 24 年年报，24 年滨江实现营业收入 691.5 亿元，同比-2%，营业利润 59.9 亿元，同比+18%，净利润 37.9 亿元，同比+33%，归母净利润 25.5 亿元，同比+1%。24Q4 竣工兑现，带动单季收入同比+18%，24 年末预收房款 1253 亿元，为 24 年收入 2 倍，可结算资源充足。24Q4 单季还原减值营业利润历史最高，主要为毛利率回升、营业税金减少、费率下降三方面贡献。年内 Q2 开始，毛利率逐季回升，Q2-4 分别为 6.3%、11.7%、15.6%。24 年计提减值 11.3 亿元，较 23 年减少 31.8 亿元，仍主要针对杭州外项目计提，24 年归母净利率 3.7%，较 23 年回升 0.1pct。
- **24 年销售排名升至第九，蝉联杭州第一。**根据克而瑞，24 年滨江销售金额 1116 亿元，同比-27%，排名升至第 9，较 23 年提升 2 位。24 年滨江杭州全口径销售金额市占率 26%，18-19 年以来稳步提升。
- **聚焦杭州，投资更积极。**24 年拿地金额 448 亿元，金额口径拿地力度 40%，回升 3pct。24 年拿地金额中 97% 位于杭州，较 23 年提升 10pct。25 年投资将控制在权益销售回款 50%，较 24 年 40% 以内比例提升。
- **资产负债表改善持续，融资成本持续下行。**24 年滨江货币现金 371 亿元，同比+14%，有息负债 374 亿元，同比-10%，滨江现金增多、有息负债降低趋势延续。24 年融资成本 3.40%，较 23 年继续下降 80bp。
- **盈利预测与投资建议。**杭州拿地-销售的持续高转化保障滨江结算规模，毛利率及减值压力的释放加强滨江业绩弹性，预计 25-26 年滨江归母净利润 29.8 亿元、36.0 亿元，同比+16.9%、+21.1%。合理价值方面，我们根据 24 年财报情况估算 NAV 375 亿元，对应公司合理价值为 12.05 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**基本面表现不及预期；融资环境收紧；供给侧改革影响等。

盈利预测：

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 70443 | 69152 | 70298 | 71943 | 66249 |
| 增长率 (%) | 69.7% | -1.8% | 1.7% | 2.3% | -7.9% |
| EBITDA (百万元) | 9152 | 7254 | 7759 | 8138 | 8254 |
| 归母净利润 (百万元) | 2529 | 2546 | 2976 | 3603 | 3626 |
| 增长率 (%) | -32.4% | 0.7% | 16.9% | 21.1% | 0.6% |
| EPS (元/股) | 0.81 | 0.82 | 0.96 | 1.16 | 1.17 |
| 市盈率 (x) | 12.2 | 12.1 | 10.4 | 8.6 | 8.5 |
| ROE (%) | 10.0% | 9.2% | 9.7% | 10.5% | 9.6% |
| EV/EBITDA (x) | 3.2 | 3.2 | 2.4 | 0.6 | - |

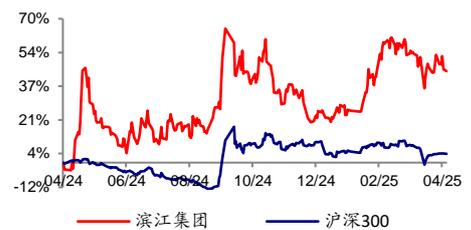
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

| | |
|------|------------|
| 当前价格 | 9.92 元 |
| 合理价值 | 12.05 元 |
| 前次评级 | 买入 |
| 报告日期 | 2025-04-29 |

相对市场表现



分析师：

郭镇



SAC 执证号：S0260514080003

SFC CE No. BNN906



021-38003639



guoz@gf.com.cn

分析师：

李怡慧



SAC 执证号：S0260524040001

SFC CE No. BVI219



021-38003636



liyihui@gf.com.cn

相关研究：

滨江集团 (002244.SZ) :低 2024-09-05

毛利项目结算拉低利润率，

聚焦杭州同时拓展新方向

滨江集团 (002244.SZ) :经 2024-05-05

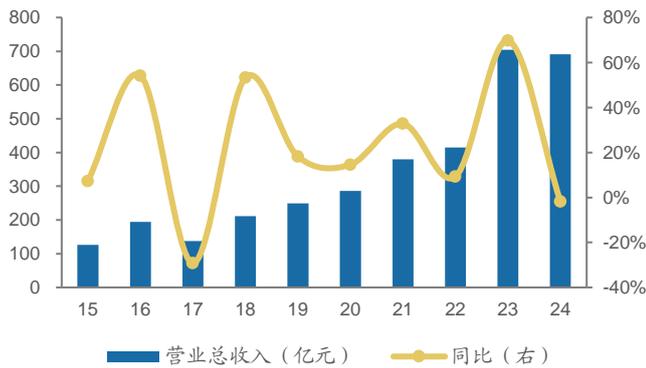
营性利润规模翻倍，减值压

力释放

一、Q4 竣工兑现带动收入增长，毛利率企稳回升

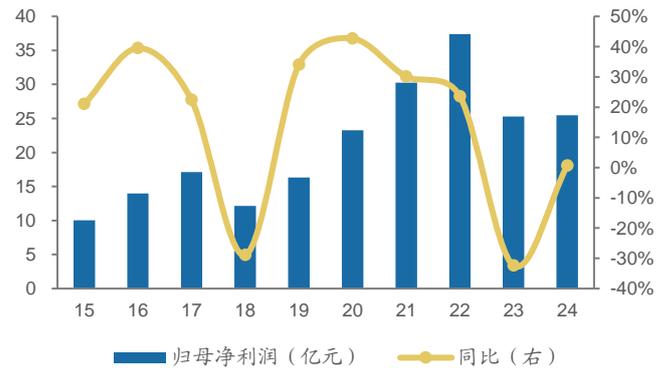
24年滨江实现营业收入691.5亿元，同比-2%，营业利润59.9亿元，同比+18%，净利润37.9亿元，同比+33%，归母净利润25.5亿元，同比+1%，扣非归母净利润24.3亿元，同比+1%。

图1：滨江年度营业收入及同比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图2：滨江年度归母净利润及同比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

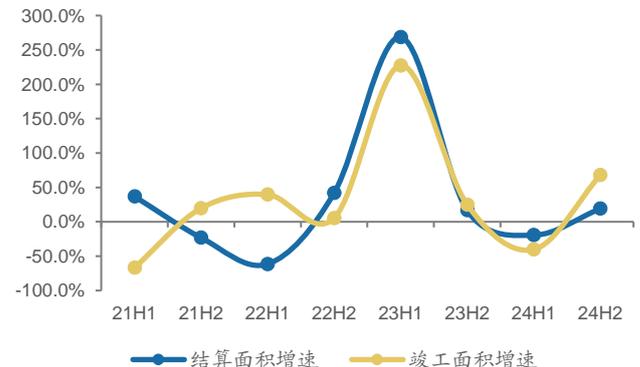
24Q4单季收入283.7亿元，同比+18%，为历史单季最高收入，24Q1-3收入同比-12%，主要为年内竣工集中于年末，24H2竣工面积同比+68%，带动结算收入年末增长。截至24年末，公司预收房款1253亿元，为24年收入2倍，可结算资源充足。

图3：滨江单季营业收入及同比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

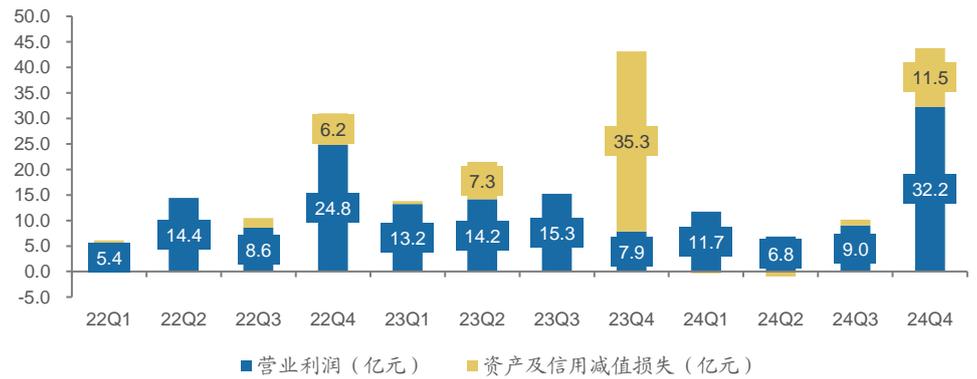
图4：滨江结算面积&竣工面积增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

24Q4单季还原减值营业利润历史最高，主要为毛利率回升、营业税金减少、费率进一步下降三方面改善贡献。

图 5：滨江单季还原减值的营业利润



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

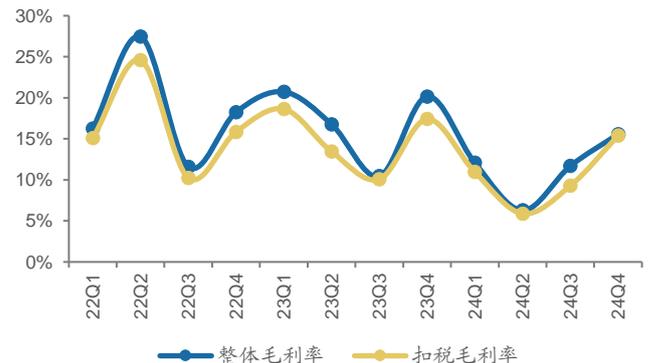
第一，低毛利项目出清，结算毛利率开始低位恢复。24年全年整体毛利率12.5%，较23年下滑4.2pct，主要为20-21年拿地低毛利项目结算影响，年内Q2开始，毛利率逐季度回升，Q2-4整体毛利率分别为6.3%、11.7%、15.6%。

图6：滨江年度整体毛利率&扣税毛利率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图7：滨江单季整体毛利率&扣税毛利率

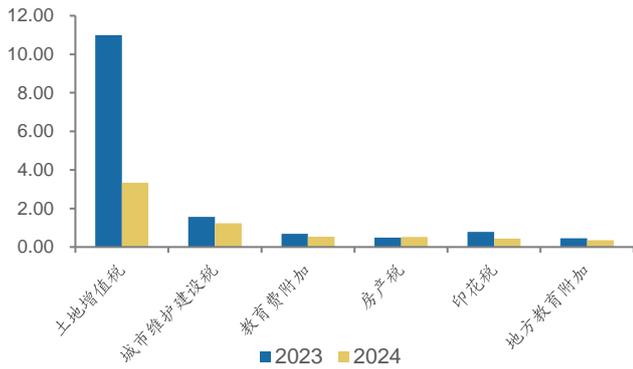


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

第二，受益于土增税减少，营业税金成本明显下行。24年滨江营业税金及附加6.5亿元，较23年减少8.6亿元，其中受益于低毛利项目结算带来的低土增税率，24年土增税较23年减少7.6亿元。

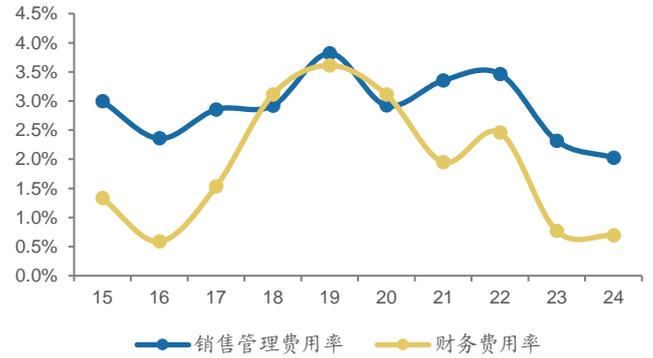
第三，费用管控延续，销管费率历史新低。24年滨江销管费率、财务费率分别为2.0%、0.7%，分别较23年下降0.3pct、0.1pct，其中24Q4销管费率、财务费率达到0.9%、0.5%的低位。

图8: 滨江营业税金及附加主要项目拆分 (亿元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

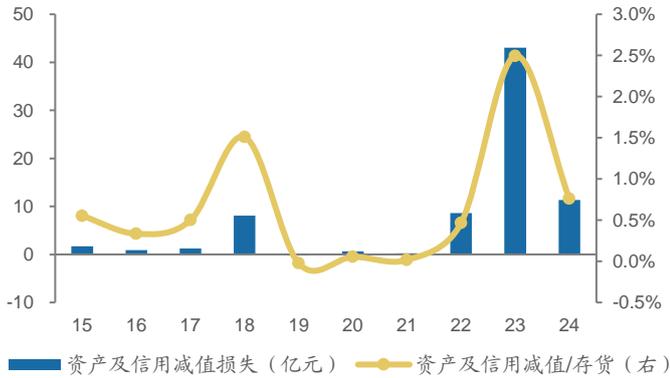
图9: 滨江销管费率&财务费率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

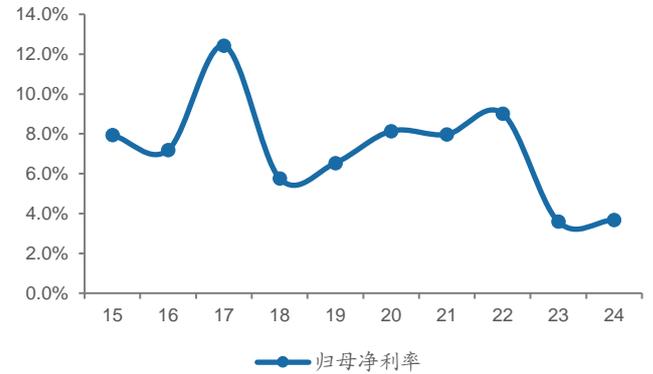
24年减值压力减少, 净利正增长。24年滨江计提减值11.3亿元, 较23年减少31.8亿元, 仍主要针对杭州外项目计提减值, 杭州仅千岛湖项目减值5222万元, 湖州及丽水项目减值较多, 分别计提2.8亿元、1.0亿元。24年滨江净利润同比+33%, 少数股东权益占比提升影响下, 归母净利同比+1%, 归母净利率3.7%, 较23年回升0.1pct。

图10: 滨江减值及占存货比例



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图11: 滨江归母净利率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表1: 滨江23-24年计提存货跌价准备的项目情况

| 项目名称 | 省份 | 城市 | 拿地时间 | 24年计提减值 (亿元) | 23年计提减值 (亿元) |
|-----------|----|----|------|--------------|--------------|
| 湖州鸣翠里项目 | 浙江 | 湖州 | 2021 | 2.8 | 0.2 |
| 丽水观品轩项目 | 浙江 | 丽水 | 2021 | 1.0 | 0.5 |
| 南京兴智翡翠府项目 | 江苏 | 南京 | 2021 | 0.7 | 0 |
| 苏州锦麟壹品项目 | 江苏 | 苏州 | 2020 | 0.6 | 0 |
| 千岛湖城市之星项目 | 浙江 | 杭州 | 2020 | 0.5 | 0.2 |
| 义乌福田里项目 | 浙江 | 金华 | 2021 | 0.4 | 0 |
| 天台江山慈悦项目 | 浙江 | 台州 | 2021 | 0.2 | 0 |
| 杭州天目山小镇项目 | 浙江 | 杭州 | 2016 | 0 | 1.7 |

| | | | | | |
|------------------|----|----|------|---|------|
| 平湖尚品项目 | 浙江 | 嘉兴 | 2021 | 0 | 2.1 |
| 千岛湖湖滨印象项目地块 1 项目 | 浙江 | 杭州 | 2021 | 0 | 2.1 |
| 深圳滨江爱义南方大厦项目 | 广东 | 深圳 | 2017 | 0 | 5.5 |
| 千岛湖湖滨印象项目地块 2 项目 | 浙江 | 杭州 | 2021 | 0 | 0.3 |
| 深圳浪口村城市更新项目 | 广东 | 深圳 | 2017 | 0 | 9.9 |
| 台州锦绣云邸项目 | 浙江 | 台州 | 2021 | 0 | 5.3 |
| 永康众泰小镇项目 | 浙江 | 金华 | 2022 | 0 | 6.6 |
| 桐乡南城明月苑项目 | 浙江 | 嘉兴 | 2021 | 0 | 3.7 |
| 宁波萃语华庭项目 | 浙江 | 宁波 | 2021 | 0 | 0.7 |
| 温州万家花城项目 | 浙江 | 温州 | 2017 | 0 | -1.0 |

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

二、24 年销售排名升至第九，蝉联杭州第一

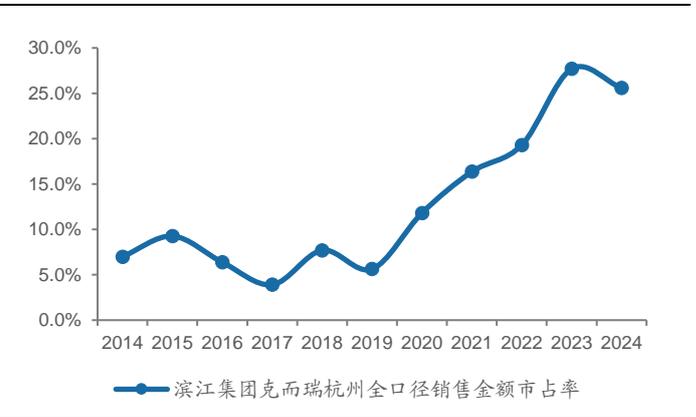
根据克而瑞数据，24年滨江销售金额1116亿元，同比下滑27%，销售排名升至第9，较23年排名提升2位。24年滨江杭州全口径销售金额770亿元，杭州销售市占率26%，与23年相当，18年销售市占约8%，18-19年以来稳步提升，滨江已多年连续杭州第一。

图12：滨江集团销售金额及同比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图13：滨江杭州克而瑞全口径销售金额市占率



数据来源：克而瑞，统计局，广发证券发展研究中心

表2：24年滨江集团销售金额排名升至第9位

| 排名 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 1 | 万科地产 | 中国恒大 | 碧桂园 | 碧桂园 | 碧桂园 | 碧桂园 | 碧桂园 | 碧桂园 | 保利发展 | 保利发展 |
| 2 | 中国恒大 | 万科地产 | 万科地产 | 万科地产 | 万科地产 | 中国恒大 | 万科地产 | 保利发展 | 万科地产 | 中海地产 |
| 3 | 绿地控股 | 碧桂园 | 中国恒大 | 中国恒大 | 中国恒大 | 万科地产 | 融创中国 | 万科地产 | 中海地产 | 华润置地 |
| 4 | 万达集团 | 绿地控股 | 融创中国 | 融创中国 | 融创中国 | 融创中国 | 保利发展 | 华润置地 | 华润置地 | 万科地产 |
| 5 | 中海地产 | 保利发展 | 保利发展 | 保利发展 | 保利发展 | 保利发展 | 中国恒大 | 中海地产 | 招商蛇口 | 招商蛇口 |
| 6 | 保利发展 | 中海地产 | 绿地控股 | 绿地控股 | 绿地控股 | 中海地产 | 中海地产 | 招商蛇口 | 碧桂园 | 绿城中国 |

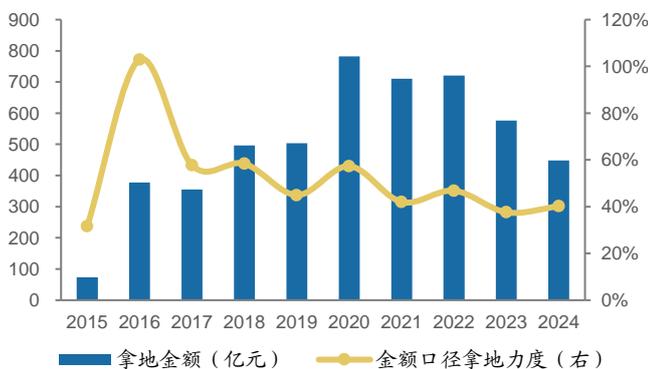
| | | | | | | | | | | |
|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 7 | 碧桂园 | 融创中国 | 中海地产 | 中海地产 | 中海地产 | 绿地控股 | 招商蛇口 | 金地集团 | 绿城中国 | 建发房产 |
| 8 | 华润置地 | 华夏幸福 | 龙湖集团 | 新城控股 | 新城控股 | 世茂集团 | 华润置地 | 绿城中国 | 建发房产 | 越秀地产 |
| 9 | 融创中国 | 绿城中国 | 华夏幸福 | 华润置地 | 世茂集团 | 华润置地 | 绿地控股 | 龙湖集团 | 龙湖集团 | 滨江集团 |
| 10 | 华夏幸福 | 万达集团 | 华润置地 | 龙湖集团 | 华润置地 | 招商蛇口 | 龙湖集团 | 建发房产 | 金地集团 | 华发股份 |
| 11 | | | | | | | | | 滨江集团 | |
| ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | |
| 13 | | | | | | | | 滨江集团 | | |
| 22 | | | | | | | 滨江集团 | | | |
| 27 | | | | | | 滨江集团 | | | | |
| 31 | | | | | 滨江集团 | | | | | |
| 34 | | | 滨江集团 | | | | | | | |
| 37 | | | | 滨江集团 | | | | | | |
| 39 | 滨江集团 | | | | | | | | | |
| 42 | | 滨江集团 | | | | | | | | |

数据来源：克而瑞百强房企销售金额排行榜（全口径），广发证券发展研究中心

三、聚焦杭州，投资更积极

24年滨江拿地金额448亿元，同比-22%，金额口径拿地力度40%，较23年回升3pct。24年杭州城市聚焦进一步提升，拿地金额中97%位于杭州，较23年提升10pct，拿地整体均价2.4万元/平，同比+39%，为杭州土地市场核心地块供应增多推动。25年滨江拿地金额将控制在权益销售回款50%左右，较24年40%以内的比例提升，投资意愿更积极。

图14：滨江拿地金额及金额口径拿地力度



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图15：滨江拿地均价及同比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表3：滨江集团分区域拿地金额（亿元）

| 拿地金额 (亿元) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 合计 | 74 | 360 | 294 | 474 | 504 | 782 | 710 | 721 | 577 | 448 |

| | | | | | | | | | | |
|-----------|----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 一线 | 35 | 127 | 44 | 0 | 0 | 0 | 33 | 0 | 0 | 0 |
| 二线 | 32 | 233 | 250 | 443 | 407 | 745 | 490 | 698 | 532 | 448 |
| 三线 | 7 | 0 | 0 | 31 | 97 | 37 | 187 | 23 | 45 | 0 |
| 杭州 | 32 | 233 | 218 | 304 | 370 | 605 | 415 | 671 | 501 | 435 |
| 浙江省内(除杭州) | 7 | 17 | 93 | 185 | 133 | 108 | 232 | 50 | 62 | 0 |
| 浙江省外 | 35 | 127 | 44 | 7 | 0 | 69 | 64 | 0 | 13 | 14 |

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

四、资产负债表改善持续，融资成本持续下行

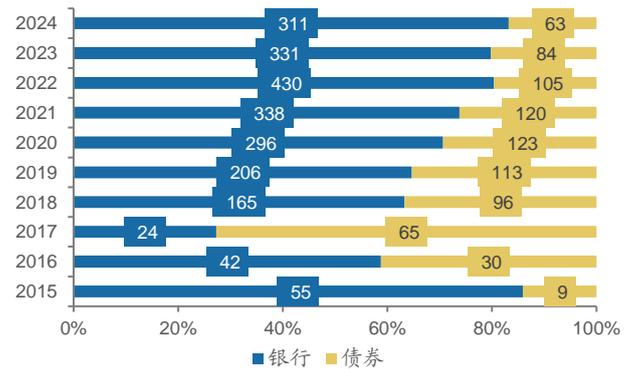
24年滨江货币现金371.4亿元，同比+14%，有息负债374.3亿元，同比-10%，滨江现金增多、有息负债降低趋势延续。滨江直接融资占比收缩，24年有息负债中债券融资63亿元，占比17%，较23年继续下降3pct。

图16：滨江货币现金vs有息负债



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

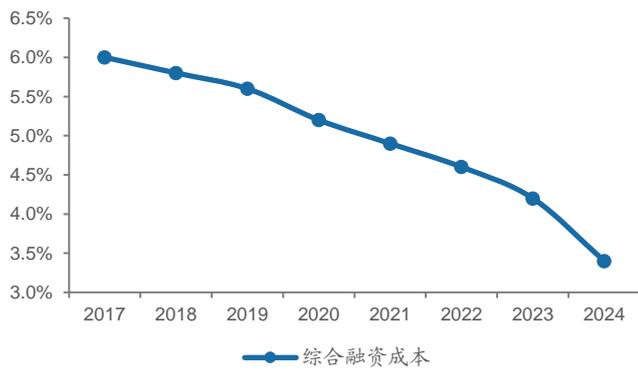
图17：滨江有息负债结构



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

24年滨江融资成本3.40%，较23年下降80bp，扣预资产负债率58%、净负债率1%、现金短债比3.58，保持较高的安全边际。

图18: 滨江综合融资成本



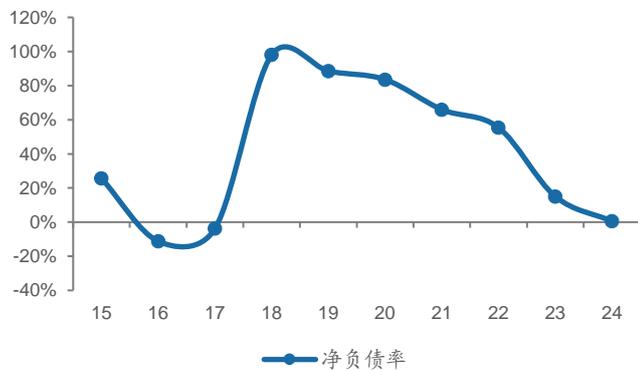
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图19: 滨江扣预资产负债率



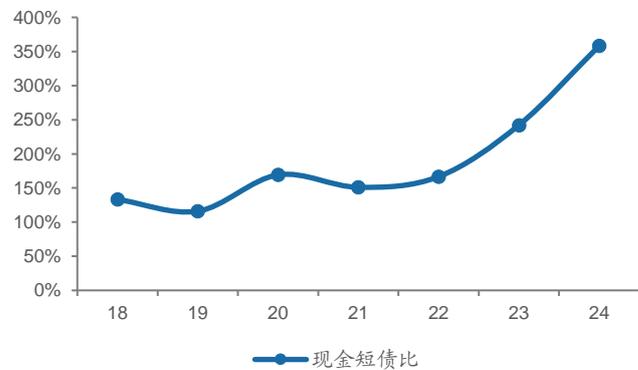
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图20: 滨江净负债率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图21: 滨江现金短债比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

五、盈利预测与投资建议

杭州拿地-销售的持续高转化保障滨江结算规模, 毛利率及减值压力的释放加强滨江业绩弹性, 预计25-26年滨江归母净利润29.8亿元、36.0亿元, 同比+16.9%、+21.1%, 给予买入评级。

合理价值方面, 我们根据2024年财报情况估算NAV, 方法是净资产+预收账款部分兑现利润+存货中未售部分的利润。截至24年年报, 公司预收房款1253亿元, 按照24年还原了减值的归母净利率4.9%计算对应62亿元, 叠加归母净资产275亿元, 合计337亿元 (B+, 考虑预收账款的增厚)。

存货结构中, 我们一分为二, 预收账款部分假设都已形成建安, 未售部分假设都未形成建安, 那么预收房款×24年年报的(1-毛利率)可得1096亿元, 存货扣除这部分剩余389亿元。公司21-24年房价地价比平均为2.8x, 按2.0x的房价地价比计算, 389亿元对应779亿元货值, 按照24年还原减值的归母净利润率计算对应38亿元的净利润, 与B+合计为375亿元的NAV, 对应公司合理价值为12.05元/股, 维持“买

入”评级。

表4：滨江集团NAV测算（2024）

| 科目 | 单位 | 数值 |
|---------|----|-------|
| 归母净资产 B | 亿元 | 275 |
| 预收账款 | 亿元 | 1253 |
| 归母净利润率 | % | 4.9% |
| B+ | 亿元 | 337 |
| 存货 | 亿元 | 1485 |
| 毛利率 | % | 12.5% |
| NAV | 亿元 | 375 |

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

六、风险提示

未来基本面表现不及预期，包括行业政策面改善力度不及预期；未来融资环境收紧，对于渠道管控更加严格，信贷投放量减少；供给侧改革下行业出清，对于市场情绪产生扰动。

| 至 12 月 31 日 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 流动资产 | 258,201 | 227,195 | 258,374 | 284,950 | 321,182 |
| 货币资金 | 32,704 | 37,140 | 45,012 | 49,513 | 58,133 |
| 应收及预付 | 38,588 | 28,405 | 47,519 | 50,081 | 52,824 |
| 存货 | 172,698 | 148,517 | 152,851 | 172,364 | 197,232 |
| 其他流动资产 | 14,211 | 13,133 | 12,993 | 12,993 | 12,993 |
| 非流动资产 | 31,831 | 31,888 | 41,074 | 56,878 | 80,263 |
| 长期股权投资 | 17,864 | 17,875 | 27,327 | 41,960 | 64,007 |
| 固定资产 | 1,171 | 1,079 | 1,295 | 1,554 | 1,864 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 259 | 544 | 862 |
| 无形资产 | 179 | 130 | 130 | 130 | 130 |
| 其他长期资产 | 12,617 | 12,804 | 12,062 | 12,690 | 13,399 |
| 资产总计 | 290,032 | 259,083 | 299,448 | 341,828 | 401,445 |
| 流动负债 | 202,701 | 179,759 | 226,166 | 263,716 | 322,607 |
| 短期借款 | 0 | 591 | 0 | 0 | 0 |
| 应付及预收 | 33,320 | 158,077 | 194,071 | 239,614 | 299,203 |
| 其他流动负债 | 169,381 | 21,091 | 32,095 | 24,101 | 23,404 |
| 非流动负债 | 28,876 | 27,771 | 16,570 | 15,395 | 10,077 |
| 长期借款 | 25,824 | 24,445 | 13,025 | 12,029 | 3,609 |
| 应付债券 | 2,186 | 2,622 | 2,622 | 2,186 | 5,000 |
| 其他非流动负债 | 866 | 705 | 923 | 1,180 | 1,468 |
| 负债合计 | 231,577 | 207,530 | 242,736 | 279,111 | 332,684 |
| 股本 | 3,111 | 3,111 | 3,111 | 3,111 | 3,111 |
| 资本公积 | 2,170 | 2,090 | 2,685 | 3,405 | 4,131 |
| 留存收益 | 20,238 | 22,526 | 24,907 | 27,789 | 30,690 |
| 归属母公司股东权益 | 25,302 | 27,528 | 30,703 | 34,306 | 37,933 |
| 少数股东权益 | 33,153 | 24,025 | 26,009 | 28,411 | 30,829 |
| 负债和股东权益 | 290,032 | 259,083 | 299,448 | 341,828 | 401,445 |

| 至 12 月 31 日 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 70,443 | 69,152 | 70,298 | 71,943 | 66,249 |
| 营业成本 | 58,638 | 60,481 | 61,347 | 62,489 | 56,993 |
| 营业税金及附加 | 1,508 | 647 | 333 | 440 | 584 |
| 销售费用 | 857 | 857 | 859 | 945 | 825 |
| 管理费用 | 774 | 544 | 545 | 599 | 414 |
| 研发费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 540 | 479 | 238 | 144 | 109 |
| 资产减值损失 | 3,780 | 869 | 566 | 50 | 30 |
| 公允价值变动收益 | -3 | 8 | 8 | 9 | 9 |
| 投资净收益 | 1,231 | 955 | 686 | 1,293 | 1,422 |
| 营业利润 | 5,055 | 5,989 | 7,106 | 8,577 | 8,726 |
| 营业外收支 | -19 | -55 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 5,036 | 5,934 | 7,106 | 8,577 | 8,726 |
| 所得税 | 2,184 | 2,143 | 2,146 | 2,572 | 2,682 |
| 净利润 | 2,852 | 3,791 | 4,960 | 6,005 | 6,044 |
| 少数股东损益 | 323 | 1,245 | 1,984 | 2,402 | 2,418 |
| 归属母公司净利润 | 2,529 | 2,546 | 2,976 | 3,603 | 3,626 |
| EBITDA | 9,152 | 7,254 | 7,759 | 8,138 | 8,254 |
| EPS (元) | 0.81 | 0.82 | 0.96 | 1.16 | 1.17 |

| 至 12 月 31 日 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| 经营活动现金流 | 32,650 | 7,668 | 20,005 | 29,453 | 40,786 |
| 净利润 | 2,852 | 3,791 | 4,960 | 6,005 | 6,044 |
| 折旧摊销 | 486 | 632 | 544 | 668 | 820 |
| 营运资金变动 | 10,272 | 159,121 | 12,545 | 23,469 | 31,977 |
| 其它 | 19,041 | -155,876 | 1,956 | -689 | 1,945 |
| 投资活动现金流 | -12,314 | -1,973 | -9,774 | -14,875 | -22,430 |
| 资本支出 | -189 | -28 | -1,096 | -1,523 | -1,822 |
| 投资变动 | 5,945 | 3,634 | -8,679 | -13,353 | -20,607 |
| 其他 | -18,071 | -5,580 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | -11,967 | -1,283 | -2,360 | -10,076 | -9,737 |
| 银行借款 | 31,194 | 23,417 | 5,692 | 8,121 | 0 |
| 股权融资 | 8,616 | 3,753 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -8,964 | -1,033 | -1,353 | -1,086 | -619 |
| 现金净增加额 | 8,371 | 4,414 | 7,871 | 4,501 | 8,620 |
| 期初现金余额 | 24,278 | 32,649 | 37,063 | 44,934 | 49,435 |
| 期末现金余额 | 32,649 | 37,063 | 44,934 | 49,435 | 58,056 |

主要财务比率

| 至 12 月 31 日 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入增长 | 69.7% | -1.8% | 1.7% | 2.3% | -7.9% |
| 营业利润增长 | -5.0% | 18.5% | 18.6% | 20.7% | 1.7% |
| 归母净利润增长 | -32.4% | 0.7% | 16.9% | 21.1% | 0.6% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 16.8% | 12.5% | 12.7% | 13.1% | 14.0% |
| 净利率 | 4.0% | 5.5% | 7.1% | 8.3% | 9.1% |
| ROE | 10.0% | 9.2% | 9.7% | 10.5% | 9.6% |
| ROIC | 10.4% | 13.9% | 29.0% | -106.7% | -14.5% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 79.8% | 80.1% | 81.1% | 81.7% | 82.9% |
| 净负债比率 | 10.9% | -6.5% | -21.6% | -41.7% | -59.8% |
| 流动比率 | 1.27 | 1.26 | 1.14 | 1.08 | 1.00 |
| 速动比率 | 0.42 | 0.44 | 0.40 | 0.37 | 0.33 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.22 | 0.18 |
| 应收账款周转率 | 154.07 | 118.58 | 38.86 | 17.32 | 9.84 |
| 存货周转率 | 0.33 | 0.38 | 0.41 | 0.38 | 0.31 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.81 | 0.82 | 0.96 | 1.16 | 1.17 |
| 每股经营现金流 | 10.49 | 2.46 | 6.43 | 9.47 | 13.11 |
| 每股净资产 | 8.13 | 8.85 | 9.87 | 11.03 | 12.19 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 12.20 | 12.12 | 10.37 | 8.57 | 8.51 |
| P/B | 1.22 | 1.12 | 1.01 | 0.90 | 0.81 |
| EV/EBITDA | 3.17 | 3.23 | 2.40 | 0.58 | - |

广发房地产行业研究小组

- 郭 镇：首席分析师，清华大学工学硕士，11年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 邢 莘：资深分析师，上海财经大学应用统计硕士，6年房地产研究经验，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 张 春 娥：资深分析师，厦门大学经济学硕士，7年房地产研究经验，2021年进入广发证券发展研究中心。
- 谢 淼：资深分析师，上海交通大学金融学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 李 怡 慧：资深分析师，伦敦政治经济学院硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 辛 恬：高级分析师，澳大利亚国立大学会计学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 胡 正 维：高级分析师，复旦大学国际商务硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 | 香港 |
|------|-------------------------------|---------------------------------|-------------------------|----------------------------------|-----------------------|
| 地址 | 广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼 | 深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层 | 北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼 | 香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼 |
| 邮政编码 | 510627 | 518026 | 100045 | 200120 | - |
| 客服邮箱 | gfzqyf@gf.com.cn | | | | |

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。