

滨江集团 (002244.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩大幅上涨，投资深度聚焦杭州

事件

2025 年 4 月 29 日，公司发布 2025 年一季报。公司 2025 年 1-3 月实现营收 225.1 亿元，同比+64.27%；实现归母净利润 9.8 亿元，同比+47.88%。

点评

营收及归母净利大幅上涨，主因是结转规模大幅增加。公司营收显著提升，主因是本期交付面积较上期增多；归母净利增幅小于营收增幅，主因是交付项目本身毛利下降，25 年 1-3 月公司毛利率为 11.0%，较去年同期下降 1.1 个百分点。考虑到结转规模在未来仍有提升空间，且毛利率高的项目逐步结转，预计后续业绩有望持续上涨。

经营性现金净流出同比扩大，筹资性现金实现净流入。25 年 1-3 月公司经营性现金流净额为-61.2 亿元，而去年同期为净流出 23.8 亿元，主因是公司本期支付土地款增加；公司筹资性现金流净额为-61.2 亿元，而去年同期为净流出 23.8 亿元，主因是公司本期收到的拆借款增加。

销售位居行业前列，销售当期有所下滑。根据克而瑞，25 年 1-3 月公司全口径销售金额 231 亿元，同比-12%，位居行业第 10 位，较 2024 全年下滑 1 位。

投资持续深度聚焦杭州。根据中指院，25 年 1-3 月公司累计拿地 6 宗，总拿地金额 184 亿元，权益拿地金额 184 亿元，权益比例 100%，权益拿地金额位列全行业第 5 名。公司深耕杭州，拿地聚焦，6 宗地块均位于杭州。

投资建议

杭州市场热度高、韧性强，公司销售及投资聚焦杭州，率先受益。24 年公司业绩已率先企稳，随着 2022 年以后优质项目进入结转通道，后续毛利率有望持续修复。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 30.5 亿元/35.6 亿元/40.4 亿元，同比分别+19.8%/+16.6%/+13.5%，公司股票现价对应 2025-2027 年 PE 估值分别为 10.3x/8.8x/7.7x，维持“买入”评级。

风险提示

宽松政策落地不及预期；土地市场竞争加剧；杭州市场大幅下行。

房地产组

分析师：池天惠 (执业 S1130524080002)

chitianhui@gjzq.com.cn

联系人：何裕佳

heyujia@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：10.05 元

相关报告：

- 《滨江集团公司点评：销售挺进行业前十，盈利逆势提升》，2025.4.27
- 《滨江集团公司点评：持续深耕杭州，销售排名上升》，2024.10.31
- 《滨江集团公司点评：当期营收利润下滑，投销聚焦深耕杭州》，2024.8.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	70,443	69,152	68,518	68,050	67,204
营业收入增长率	69.73%	-1.83%	-0.92%	-0.68%	-1.24%
归母净利润(百万元)	2,529	2,546	3,050	3,558	4,037
归母净利润增长率	-32.39%	0.66%	19.8%	16.6%	13.5%
摊薄每股收益(元)	0.813	0.818	0.980	1.143	1.298
每股经营性现金流净额	10.49	2.46	2.29	2.16	2.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.00%	9.25%	10.13%	10.77%	11.10%
P/E	8.94	10.52	10.25	8.79	7.74
P/B	0.89	0.97	1.04	0.95	0.86

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	41,502	70,443	69,152	68,518	68,050	67,204
增长率	69.7%	-1.8%	-0.9%	-0.7%	-1.2%	
主营业务成本	-34,249	-58,638	-60,481	-59,511	-58,525	-57,276
%销售收入	82.5%	83.2%	87.5%	86.9%	86.0%	85.2%
毛利	7,253	11,805	8,671	9,007	9,525	9,928
%销售收入	17.5%	16.8%	12.5%	13.1%	14.0%	14.8%
营业税金及附加	-844	-1,508	-647	-641	-637	-629
%销售收入	2.0%	2.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-811	-857	-857	-843	-830	-813
%销售收入	2.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
管理费用	-626	-774	-544	-534	-524	-511
%销售收入	1.5%	1.1%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	4,972	8,665	6,622	6,989	7,534	7,976
%销售收入	12.0%	12.3%	9.6%	10.2%	11.1%	11.9%
财务费用	-1,019	-540	-479	-528	-497	-467
%销售收入	2.5%	0.8%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%
资产减值损失	-858	-4,307	-1,131	-587	-423	-261
公允价值变动收益	-6	-3	8	0	0	0
投资收益	2,224	1,231	955	836	790	723
%税前利润	41.9%	24.4%	16.1%	12.5%	10.7%	9.1%
营业利润	5,320	5,055	5,989	6,723	7,417	7,983
营业利润率	12.8%	7.2%	8.7%	9.8%	10.9%	11.9%
营业外收支	-10	-19	-55	-20	-20	-20
税前利润	5,311	5,036	5,934	6,703	7,397	7,963
利润率	12.8%	7.1%	8.6%	9.8%	10.9%	11.8%
所得税	-1,407	-2,184	-2,143	-2,346	-2,589	-2,787
所得税率	26.5%	43.4%	36.1%	35.0%	35.0%	35.0%
净利润	3,904	2,852	3,791	4,357	4,808	5,176
少数股东损益	163	323	1,245	1,307	1,250	1,139
归属于母公司的净利润	3,741	2,529	2,546	3,050	3,558	4,037
净利率	9.0%	3.6%	3.7%	4.5%	5.2%	6.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3,904	2,852	3,791	4,357	4,808	5,176
少数股东损益	163	323	1,245	1,307	1,250	1,139
非现金支出	1,285	4,812	1,766	771	640	509
非经营收益	-1,467	-743	-18	81	96	134
营运资金变动	1,492	25,729	2,128	1,910	1,171	1,135
经营活动现金净流	5,214	32,650	7,668	7,119	6,715	6,954
资本开支	-136	-188	165	-299	-249	-249
投资	-4,592	-4,109	-678	-484	-508	-534
其他	-19,487	-8,017	-1,461	836	790	723
投资活动现金净流	-24,214	-12,314	-1,973	52	33	-60
股权募资	17,115	8,616	3,753	0	0	0
债权募资	7,715	-11,619	-4,003	-1,607	-1,000	-1,000
其他	-2,680	-8,964	-1,033	-1,264	-1,390	-1,453
筹资活动现金净流	22,150	-11,967	-1,283	-2,871	-2,390	-2,453
现金净流量	3,150	18,369	5,412	4,300	4,358	4,441

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	24,328	32,704	37,140	41,437	45,792	50,231
应收款项	30,803	38,587	28,425	27,032	26,847	26,513
存货	184,409	172,698	148,517	146,153	143,298	139,956
其他流动资产	10,807	14,213	13,113	13,114	13,113	13,113
流动资产	250,347	258,201	227,195	227,735	229,050	229,814
%总资产	90.6%	89.0%	87.7%	87.6%	87.5%	87.4%
长期投资	23,145	28,211	28,815	29,299	29,808	30,341
固定资产	582	1,171	1,079	1,102	1,095	1,058
%总资产	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
无形资产	189	179	130	205	228	249
非流动资产	25,829	31,831	31,888	32,368	32,790	33,206
%总资产	9.4%	11.0%	12.3%	12.4%	12.5%	12.6%
资产总计	276,176	290,032	259,083	260,104	261,840	263,020
短期借款	12,879	11,040	6,698	6,107	6,107	6,107
应付款项	25,674	31,436	31,847	32,334	31,638	30,805
其他流动负债	145,168	160,225	141,214	139,467	138,717	137,271
流动负债	183,721	202,701	179,759	177,909	176,463	174,183
长期贷款	34,950	25,824	24,445	23,445	22,445	21,445
其他长期负债	4,788	3,052	3,327	3,307	3,304	3,303
负债	223,459	231,577	207,530	204,660	202,212	198,930
普通股股东权益	23,535	25,302	27,528	30,111	33,046	36,368
其中：股本	3,111	3,111	3,111	3,111	3,111	3,111
未分配利润	17,026	18,682	20,970	23,554	26,489	29,811
少数股东权益	29,182	33,153	24,025	25,332	26,582	27,721
负债股东权益合计	276,176	290,032	259,083	260,104	261,840	263,020

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.202	0.813	0.818	0.980	1.143	1.298
每股净资产	7.564	8.132	8.847	9.678	10.621	11.689
每股经营现金净流	1.676	10.494	2.464	2.288	2.158	2.235
每股股利	0.132	0.226	0.090	0.150	0.200	0.230
回报率						
净资产收益率	15.90%	10.00%	9.25%	10.13%	10.77%	11.10%
总资产收益率	1.35%	0.87%	0.98%	1.17%	1.36%	1.54%
投入资本收益率	3.49%	5.02%	4.96%	5.18%	5.39%	5.50%
增长率						
主营业务收入增长率	9.28%	69.73%	-1.83%	-0.92%	-0.68%	-1.24%
EBIT 增长率	-30.45%	74.28%	-23.58%	5.54%	7.80%	5.86%
净利润增长率	23.58%	-32.39%	0.66%	19.81%	16.65%	13.48%
总资产增长率	30.44%	5.02%	-10.67%	0.39%	0.67%	0.45%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.1	2.4	3.1	4.0	4.0	4.0
存货周转天数	1,741.4	1,111.4	969.3	900.0	900.0	900.0
应付账款周转天数	37.9	28.8	33.8	34.0	33.0	32.0
固定资产周转天数	5.1	6.1	5.7	5.9	5.9	5.7
偿债能力						
净负债/股东权益	52.00%	10.66%	-6.82%	-16.96%	-24.75%	-31.51%
EBIT 利息保障倍数	4.9	16.0	13.8	13.2	15.1	17.1
资产负债率	80.91%	79.85%	80.10%	78.68%	77.23%	75.63%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	13	25	45	64	163
增持	2	3	5	6	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.13	1.11	1.10	1.09	1.02

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-04-30	买入	9.22	N/A
2	2023-08-30	买入	11.02	N/A
3	2023-10-27	买入	8.48	N/A
4	2024-04-27	买入	6.42	N/A
5	2024-08-31	买入	8.42	N/A
6	2024-10-31	买入	9.68	N/A
7	2025-04-27	买入	9.99	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806