

滨江集团（002244.SZ）

销售拿地持续聚焦杭州，利润正增财务状况良好

优于大市

核心观点

归母净利润同比转正，毛利率持续承压。2024年，公司实现营业收入692亿元，同比-2%；归母净利润25.5亿元，同比+1%；归母净利率3.7%，同比提升0.1个百分点；毛利率12.5%，同比下降4.2个百分点；归母净利润占比67%，同比下降22个百分点；销售管理财务费率合计2.7%，同比下降0.4个百分点；资产和信用减值损失与收入的比值合计1.6%，同比下降4.5个百分点。虽然收入下降、毛利率承压、归母净利润占比下降，但归母净利润保持平稳，主要受益于管理费用率压降和计提减值规模减少。2024年，公司加权ROE为6.9%，同比改善；全年派息率10%，同比基本持平。从季度表现看，2025Q1，公司实现营业收入225亿元，同比+64%；归母净利润9.8亿元，同比+48%；归母净利率4.3%，而毛利率11.0%持续承压，有待限价低毛利项目结转完毕后改善；归母净利润占比83%，受结算结构波动影响较大。

销售排名提升，继续深耕杭州。2024年，公司签约销售金额为1116亿元，同比-27%，行业排名第9，同比提升2个名次，在杭州大本营连续7年销售排名第一。2024年，公司新增土储计容建面187万 m^2 ，同比-44%；总地价449亿元，同比-22%，其中权益占比50%；以拿地金额/销售金额计算的投资强度为40%，同比基本持平。截至2024年末，公司总土储中70%位于杭州市内，同比提升10个百分点；其余20%位于浙江省内（除杭州），10%位于浙江省外。截至2024年末，公司预收账款规模为1254亿元，保持较高水平，为公司未来两三年的收入和利润规模提供保障。

财务状况保持良好，融资成本持续下降。公司经营保持稳健，经营性现金流净额连续四年为正。截至2024年末，公司货币资金为371亿元，同比+14%；三道红线财务指标保持“绿档”，剔除预收账款的资产负债率为58%；净负债率为0.6%，同比下降14.5个百分点；现金短债比为3.6倍，持续改善；平均融资成本为3.4%，同比下降0.8个百分点。

投资建议：公司销售拿地持续聚焦杭州，利润正增财务状况良好。综合考虑公司地产开发业务待结转资源减少和毛利率承压情况，我们略下调收入预期和盈利预测，预计公司2025-2026年收入分别为690/660亿元（原值为770/754亿元），归母净利润分别为26.6/29.7亿元（原值为27.2/32.1亿元），对应每股收益分别为0.85/0.95元，对应当前股价的PE分别为12.1/10.9倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：公司开发物业签约销售规模、结转进度、盈利水平不及预期。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	70,443	69,152	68,997	66,045	63,666
(+/-%)	69.7%	-1.8%	-0.2%	-4.3%	-3.6%
归母净利润(百万元)	2529	2546	2657	2969	3192
(+/-%)	-32.4%	0.7%	4.4%	11.8%	7.5%
每股收益(元)	0.81	0.82	0.85	0.95	1.03
EBIT Margin	12.3%	9.6%	8.5%	9.0%	9.5%
净资产收益率(ROE)	10.0%	9.2%	8.9%	9.1%	9.0%
市盈率(PE)	12.7	12.7	12.1	10.9	10.1
EV/EBITDA	28.8	33.1	40.8	38.7	36.9
市净率(PB)	1.27	1.17	1.08	0.99	0.91

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

房地产·房地产开发

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

证券分析师：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	10.36元
总市值/流通市值	32235/27789百万元
52周最高价/最低价	12.44/6.62元
近3个月日均成交额	410.86百万元

市场走势



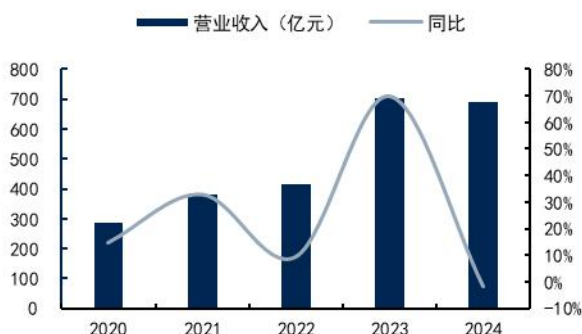
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《滨江集团（002244.SZ）-毛利率承压但财务稳健，销售投资保持合理节奏》——2024-09-03
- 《滨江集团（002244.SZ）-营收增长利润承压，销售拿地节奏平稳》——2024-05-08
- 《滨江集团（002244.SZ）-营收高增，业绩靓丽》——2023-11-01
- 《滨江集团（002244.SZ）-收入业绩高增，财务稳健》——2023-08-30
- 《滨江集团（002244.SZ）-业绩增速靓丽，拿地积极聚焦》——2023-05-02

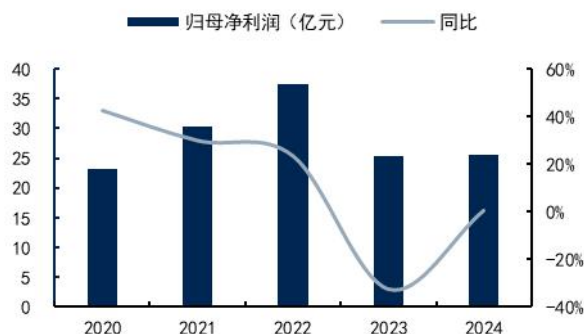
归母净利润同比转正，毛利率持续承压。2024 年，公司实现营业收入 692 亿元，同比-2%；归母净利润 25.5 亿元，同比+1%；归母净利率 3.7%，同比提升 0.1 个百分点；毛利率 12.5%，同比下降 4.2 个百分点；归母净利润占比 67%，同比下降 22 个百分点；销售管理财务费率合计 2.7%，同比下降 0.4 个百分点；资产和信用减值损失与收入的比值合计 1.6%，同比下降 4.5 个百分点。虽然收入下降、毛利率承压、归母净利润占比下降，但归母净利润保持平稳，主要受益于管理费用率压降和计提减值规模减少。2024 年，公司加权 ROE 为 6.9%，同比改善；全年派息率 10%，同比基本持平。从季度表现看，2025Q1，公司实现营业收入 225 亿元，同比+64%；归母净利润 9.8 亿元，同比+48%；归母净利率 4.3%，而毛利率 11.0%持续承压，有待限价低毛利项目结转完毕后改善；归母净利润占比 83%，受结算结构波动影响较大。

图1：公司历年营业收入及同比



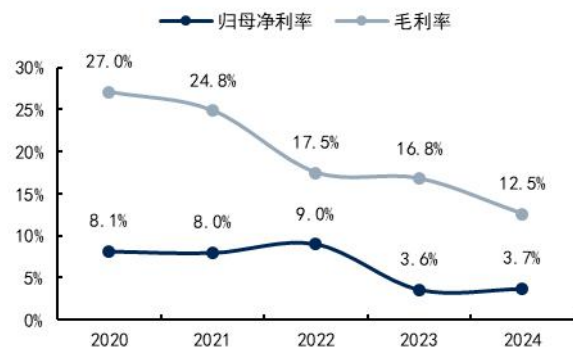
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司历年归母净利润及同比



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司历年归母净利率及毛利率



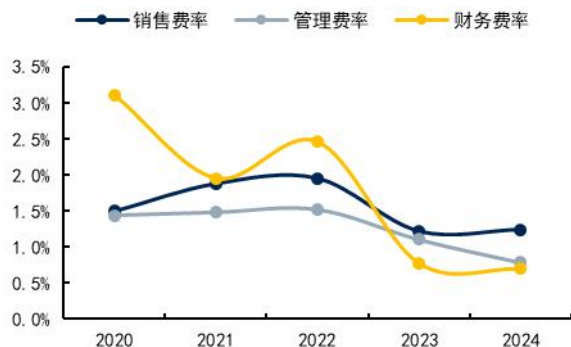
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司历年归母净利润占比



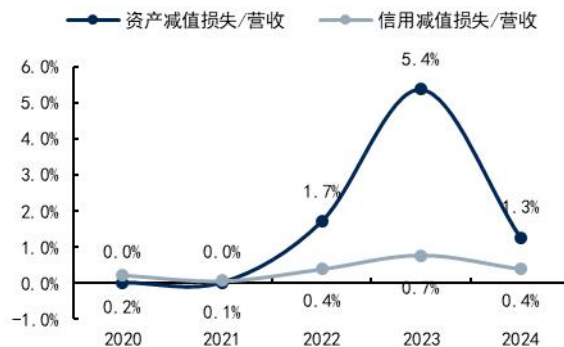
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图5: 公司历年销售/管理/财务费率



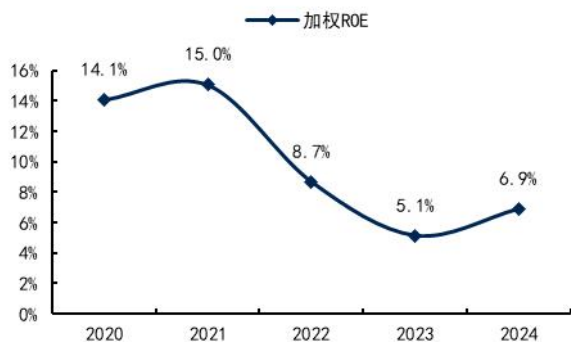
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司历年资产/信用减值损失与收入的比值



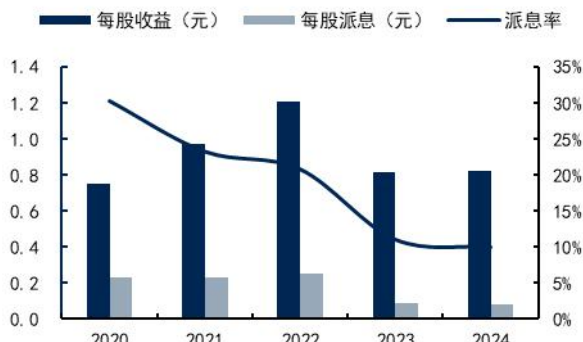
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司历年加权 ROE



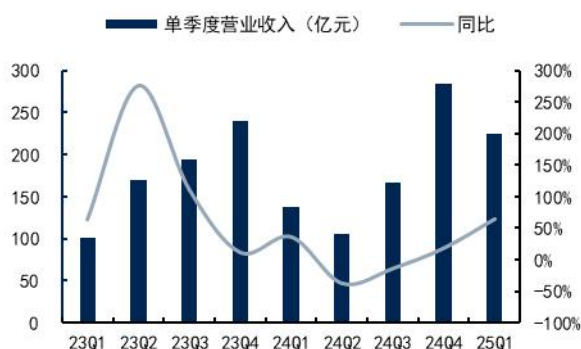
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司历年派息率



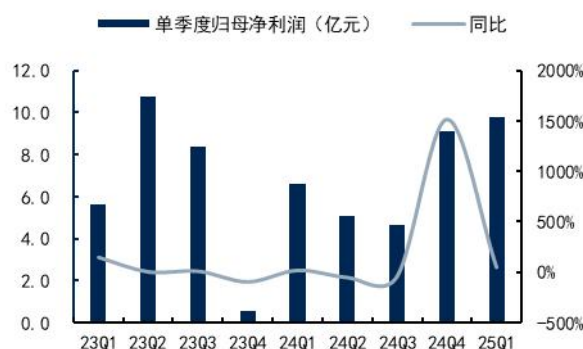
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司单季度营业收入及同比



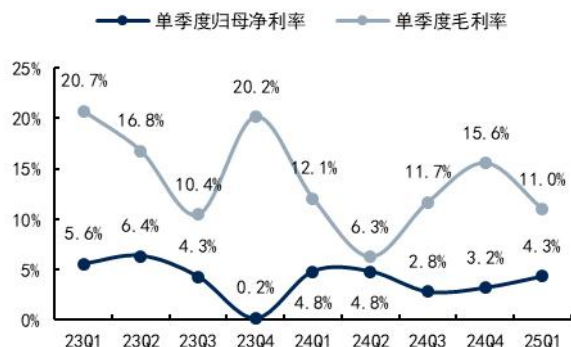
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司单季度归母净利润及同比



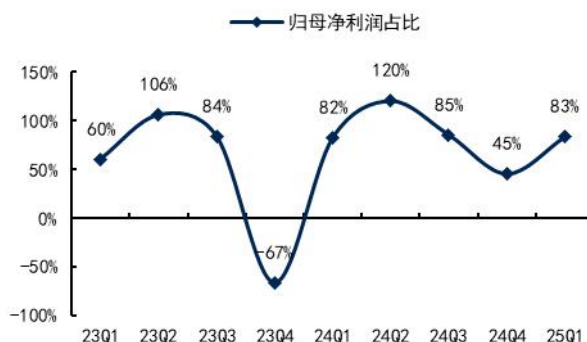
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 公司单季度归母净利率及毛利率



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

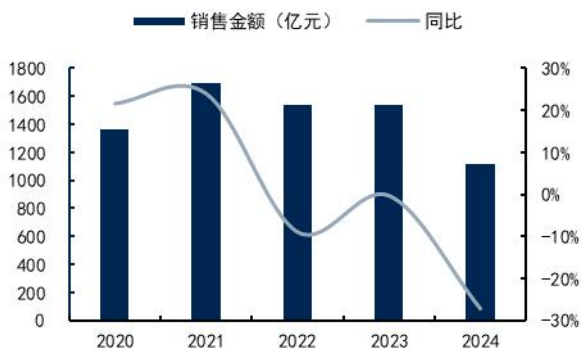
图12: 公司单季度归母净利润占比



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

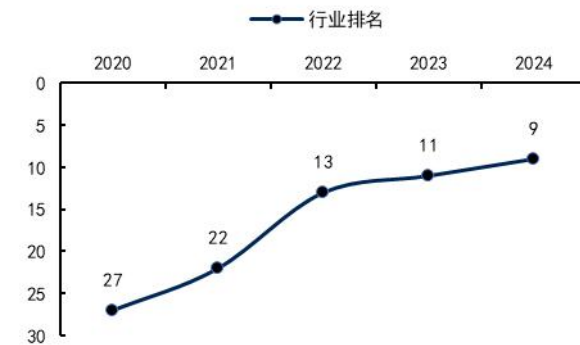
销售排名提升, 持续深耕杭州。2024年, 公司签约销售金额为1116亿元, 同比-27%, 行业排名第9, 同比提升2个名次, 在杭州大本营连续7年销售排名第一。2024年, 公司新增土储计容建面187万 m^2 , 同比-44%; 总地价449亿元, 同比-22%, 其中权益占比50%; 以拿地金额/销售金额计算的投资强度为40%, 同比基本持平。截至2024年末, 公司总土储中70%位于杭州市内, 同比提升10个百分点; 其余20%位于浙江省内(除杭州), 10%位于浙江省外。截至2024年末, 公司预收账款规模为1254亿元, 保持较高水平, 为公司未来两三年的收入和利润规模提供保障。

图13: 公司历年销售金额及同比



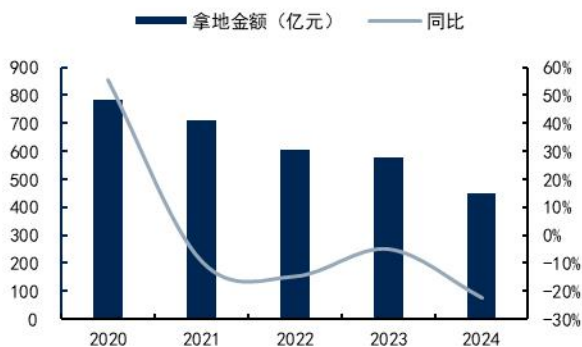
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图14: 公司历年销售额行业排名



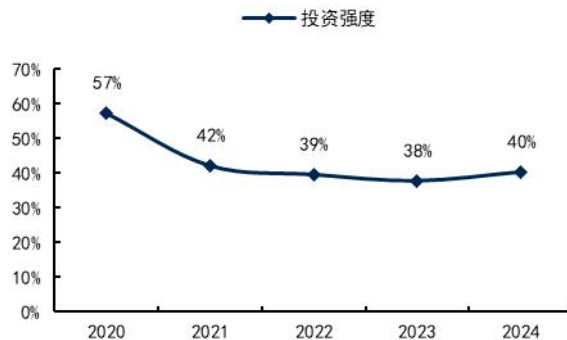
资料来源: 公司公告、克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图15: 公司历年拿地金额及同比



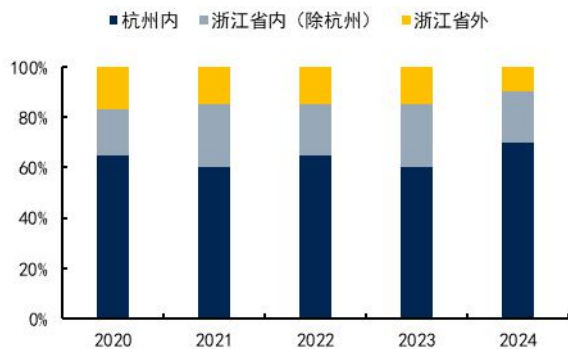
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图16: 公司历年以拿地金额/销售金额计算的投资强度



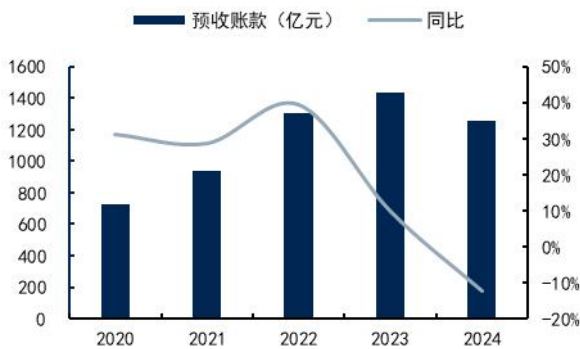
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图17: 公司历年土储结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

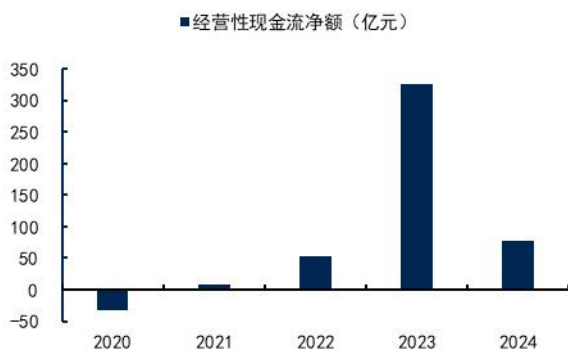
图18: 公司历年预收账款及同比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

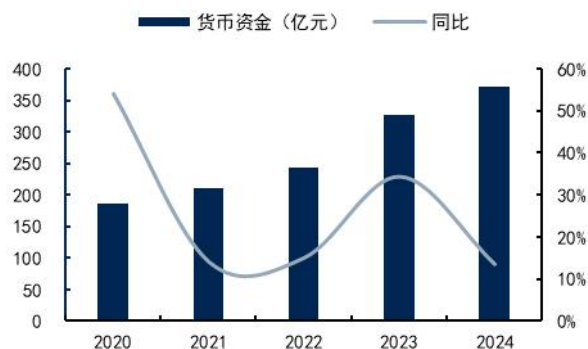
财务状况保持良好，融资成本持续下降。公司经营保持稳健，经营性现金流净额连续四年为正。截至2024年末，公司货币资金为371亿元，同比+14%；三道红线财务指标保持“绿档”，剔除预收账款的资产负债率为58%；净负债率为0.6%，同比下降14.5个百分点；现金短债比为3.6倍，持续改善；平均融资成本为3.4%，同比下降0.8个百分点。

图19: 公司历年经营性现金流净额



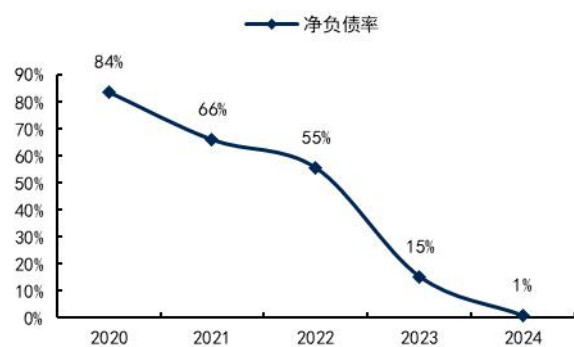
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图20: 公司历年末货币资金及同比



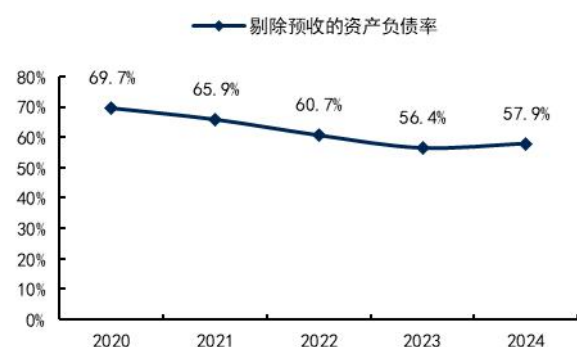
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图21: 公司历年净负债率



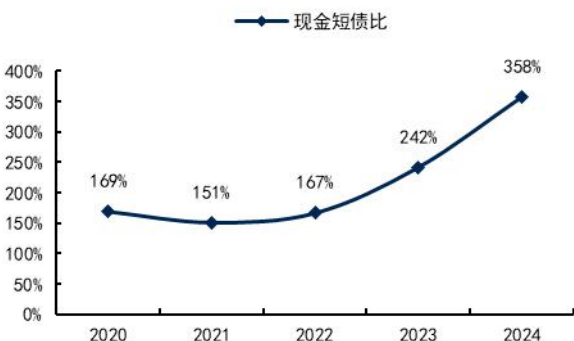
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图22: 公司历年剔除预收的资产负债率



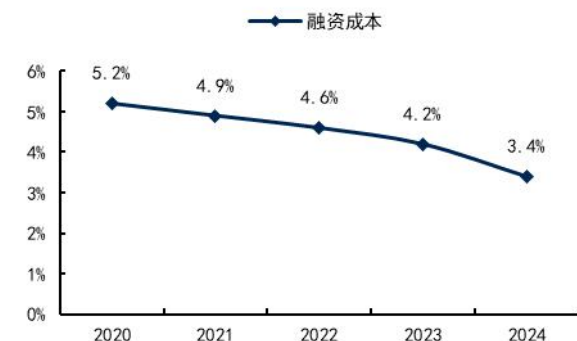
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图23: 公司历年现金短债比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图24: 公司历年融资成本



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议：公司销售拿地持续聚焦杭州，利润正增财务状况良好。综合考虑公司地产开发业务待结转资源减少和毛利率承压情况，我们略下调收入预期和盈利预测，预计公司 2025-2026 年收入分别为 690/660 亿元（原值为 770/754 亿元），归母净利润分别为 26.6/29.7 亿元（原值为 27.2/32.1 亿元），对应每股收益分别为 0.85/0.95 元，对应当前股价的 PE 分别为 12.1/10.9 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：公司开发物业签约销售规模、结转进度、盈利水平不及预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	32704	37140	40799	45066	49601	营业收入	70443	69152	68997	66045	63666
应收款项	38587	28404	28340	27127	26150	营业成本	58638	60481	61062	58119	55708
存货净额	172698	148517	151352	144003	138000	营业税金及附加	1508	647	646	618	596
其他流动资产	14097	12994	12965	12410	11963	销售费用	857	857	855	819	789
流动资产合计	258201	227195	233595	228747	225855	管理费用	774	544	543	520	501
固定资产	1171	1079	1128	1154	1068	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	134	129	124	119	114	财务费用	540	479	172	71	(39)
投资性房地产	12662	12805	12805	12805	12805	投资收益	1231	955	0	0	0
长期股权投资	17864	17875	17875	17875	17875	资产减值及公允价值变动	(3783)	(861)	(800)	(400)	(200)
资产总计	290032	259083	265527	260699	257716	其他收入	(519)	(249)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	11040	6698	6600	6600	6600	营业利润	5055	5989	4919	5497	5911
应付款项	5558	5641	5749	5469	5241	营业外净收支	(19)	(55)	0	0	0
其他流动负债	186103	167420	170535	162276	155533	利润总额	5036	5934	4919	5497	5911
流动负债合计	202701	179759	182884	174346	167374	所得税费用	2184	2143	1230	1374	1478
长期借款及应付债券	28010	27067	27067	27067	27067	少数股东损益	323	1245	1032	1154	1240
其他长期负债	866	705	705	705	705	归属于母公司净利润	2529	2546	2657	2969	3192
长期负债合计	28876	27771	27771	27771	27771	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	231577	207530	210655	202117	195146	净利润	2529	2546	2657	2969	3192
少数股东权益	33153	24025	24954	25992	27108	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	25302	27528	29918	32590	35462	折旧摊销	486	632	56	79	91
负债和股东权益总计	290032	259083	265527	260699	257716	公允价值变动损失	3783	861	800	400	200
						财务费用	540	479	172	71	(39)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	19596	16563	481	578	455
每股收益	0.81	0.82	0.85	0.95	1.03	其它	6256	(12934)	929	1038	1116
每股红利	0.09	0.08	0.09	0.10	0.10	经营活动现金流	32650	7668	4923	5065	5054
每股净资产	8.13	8.85	9.62	10.47	11.40	资本开支	0	0	(900)	(500)	(200)
ROIC	5%	5%	6%	7%	7%	其它投资现金流	(33)	(24)	0	0	0
ROE	10%	9%	9%	9%	9%	投资活动现金流	(12314)	(1973)	(900)	(500)	(200)
毛利率	17%	13%	12%	12%	12%	权益性融资	2	3753	0	0	0
EBIT Margin	12%	10%	9%	9%	10%	负债净变化	(9126)	(1379)	0	0	0
EBITDA Margin	13%	10%	9%	9%	10%	支付股利、利息	(280)	(255)	(266)	(298)	(320)
收入增长	70%	-2%	-0%	-4%	-4%	其它融资现金流	4102	(17734)	(98)	0	0
净利润增长率	-32%	1%	4%	12%	8%	融资活动现金流	(11967)	(1283)	(364)	(298)	(320)
资产负债率	91%	89%	89%	87%	86%	现金净变动	8376	4437	3658	4268	4534
股息率	0.9%	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%	货币资金的期初余额	24328	32704	37140	40799	45066
P/E	12.7	12.7	12.1	10.9	10.1	货币资金的期末余额	32704	37140	40799	45066	49601
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9	企业自由现金流	0	21425	4055	4634	4900
EV/EBITDA	28.8	33.1	40.8	38.7	36.9	权益自由现金流	0	2311	3828	4581	4929

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032