

结算毛利率筑底回升，杭州土储占比提升

——2025 年中报点评

核心观点

上半年公司实现收入 454.5 亿元，同比增长 87.8%，实现归母净利润 18.5 亿元，同比增长 58.9%，较业绩预告增速中值的 55% 更高；公司毛利率筑底回升，上半年毛利率为 12.2%，较去年同期上升 2.6 个百分点；利润增速较低主因计提减值增加和少数股东收益上升。公司持续深耕优质市场，上半年公司新增项目 16 个，其中 14 个位于杭州，合计新增土储建面 100.7 万平，同比增长 15%。杭州土储占比持续提升，6 月底公司土地储备货值中 73% 位于杭州，较去年底上升 3 个百分点。

事件

公司发布 2025 年半年报，上半年公司实现收入 454.5 亿元，同比增长 87.8%；实现归母净利润 18.5 亿元，同比增长 58.9%。

简评

业绩增速超预告中值，毛利率筑底回升。上半年公司实现收入 454.5 亿元，同比增长 87.8%，实现归母净利润 18.5 亿元，同比增长 58.9%，较业绩预告增速中值的 55% 更高。受益于交付项目结构优化，公司毛利率也筑底回升，上半年公司毛利率为 12.2%，较去年同期上升 2.6 个百分点。而利润增速低于收入增速主要原因在于，1) 计提减值增加，上半年公司计提资产减值损失为 6.1 亿元，去年同期未计提减值；2) 少数股东损益上升较多，公司上半年交付项目权益比例较低，少数股东损益达到 8.4 亿元，占上半年归母净利润 45%，较上年同期增加 7.8 亿元。

杭州土储占比持续提升。上半年完成销售额 527.5 亿元，同比下降 9%，降幅较 Top10 房企低 5 个百分点；新增项目 16 个，其中 14 个位于杭州，合计新增土储建面 100.7 万平，同比增长 15%。公司存量土储结构持续优化，杭州土储占比持续提升，6 月底公司土地储备货值中 73% 位于杭州，较去年底上升 3 个百分点，较上年同期上升 7 个百分点。

融资成本与有息负债持续下降。截至 6 月底，公司权益有息负债规模为 265 亿元，较去年底下降 40 亿元；综合融资成本较去年底下降 30BP 至 3.1%，财务状况与融资成本持续改善。7 月初公司完成 6 亿元短期融资券发行，发行利率仅为 2.5%，融资成本达到多数央国企水平，在民企中优势明显。

维持盈利预测和买入评级不变。我们维持公司盈利预测不变，2025-2027 年 EPS0.91/1.00/1.05 元不变。维持买入评级和目标价 12.74 元不变。

滨江集团 (002244.SZ)

维持

买入

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519120002

SFC 编号:BPU491

发布日期：2025 年 08 月 27 日

当前股价：10.71 元

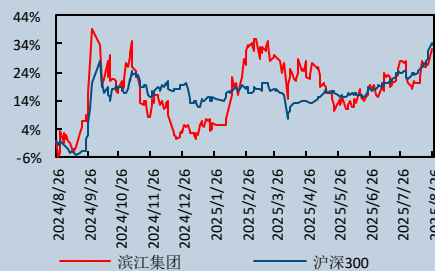
目标价格 6 个月：12.74 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
2.59/-5.06	19.00/3.47	32.88/-2.65
12 月最高/最低价 (元)		11.34/7.69
总股本 (万股)		311,144.39
流通 A 股 (万股)		268,589.94
总市值 (亿元)		333.24
流通市值 (亿元)		287.66
近 3 月日均成交量 (万)		3199.06
主要股东		
杭州滨江投资控股有限公司		45.41%

股价表现



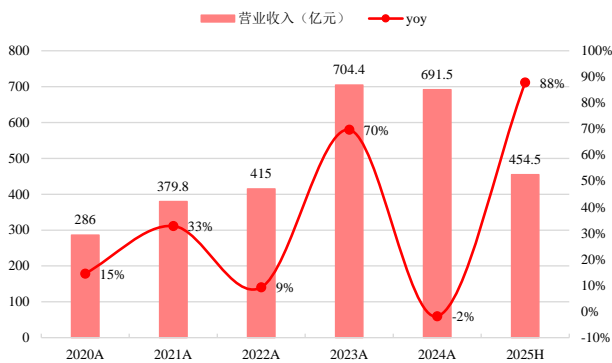
相关研究报告

- 25.07.15 【中信建投房地产】滨江集团(002244): 业绩增长超预期，融资成本持续下降——2025 年上半年业绩预告点评
- 25.04.27 【中信建投房地产】滨江集团(002244): 减值收窄业绩保持稳健，布局聚焦恪守财务安全——2024 年年报点评
- 24.08.31 【中信建投房地产】滨江集团(002244): 结算节奏及质量拖累业绩，财务状况优良——2024 年中报点评

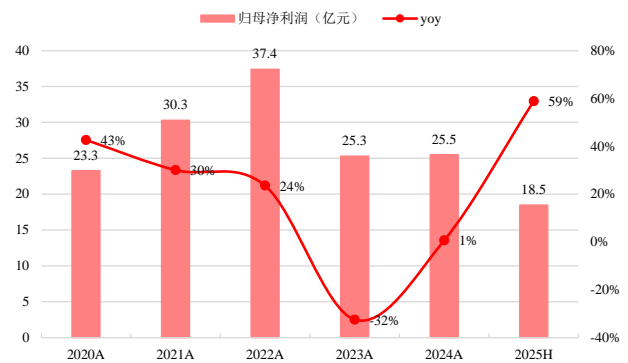
重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	70,443	69,152	72,579	70,457	67,033
YoY(%)	69.73	-1.83	4.96	-2.92	-4.86
归母净利润(百万元)	2,529	2,546	2,825	3,114	3,272
YoY(%)	-32.39	0.66	10.96	10.25	5.07
毛利率(%)	16.76	12.54	12.55	13.04	13.44
净利率(%)	3.59	3.68	3.89	4.42	4.88
ROE(%)	10.00	9.25	9.43	9.54	9.23
EPS(摊薄/元)	0.81	0.82	0.91	1.00	1.05
P/E(倍)	13.18	13.09	11.80	10.70	10.18
P/B(倍)	1.32	1.21	1.11	1.02	0.94

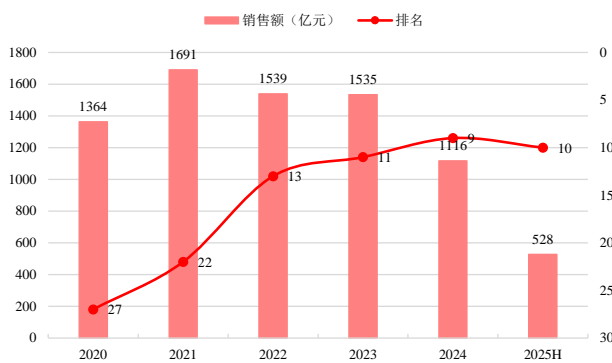
资料来源: iFinD, 中信建投证券

图 1:上半年公司营收同比增长 88%


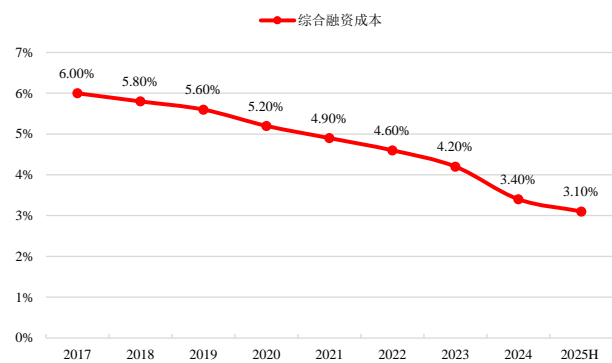
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 2:上半年公司归母净利润同比增长 59%


数据来源: 公司公告, 中信建投证券

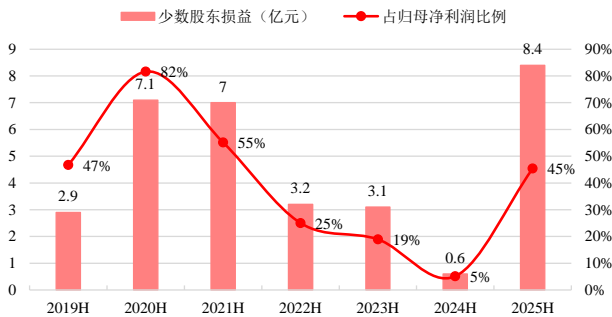
图 3:上半年销售额达 527.5 亿元


数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 4:上半年综合融资成本降至 3.1%


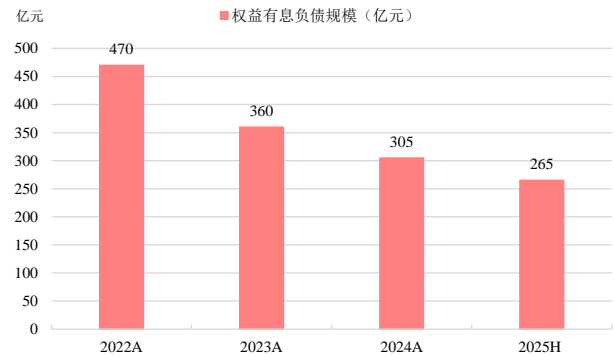
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 5:上半年少数股东损益达 8.4 亿元



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 6:6 月底权益有息负债规模较去年下降 40 亿元



数据来源：公司公告，中信建投证券

风险分析

公司的风险主要体现在结转不及预期、利润率下滑、房地产行业政策放松力度不及预期三个方面。具体而言：

1、结转可能不及预期。公司当前可结转资源充沛，但项目进度不一，最终体现在报表端的收入将最终依赖于报告期内的交付状况，因此存在结转不及预期的风险。

2、利润率可能下滑。随着近年来土地成交价格抬升，但销售价格受市场下行不利影响，行业普遍存在毛利率压缩的问题，公司也受其影响，报表端的利润率可能持续承压。此外核心城市房价承压，减值损失有扩大的可能性。

分析师介绍

竺劲

地产、周期及中小盘研究组组长，房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，13年证券从业经验。

连续三年（2018-2020）荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），获得 2020 年新财富最佳分析师（房地产行业）入围奖，2020 年机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）大陆区入围奖，2020 年卖方分析师水晶球奖（房地产行业）第 5 名。

研究助理

王文涛

wangwentao1@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk