

滨江集团 (002244.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩大幅提升，投资进一步聚焦杭州

事件

2025 年 8 月 26 日滨江集团发布 2025 年半年报。1H25 实现营收 454.5 亿元,同比+87.8%;实现归母净利润 18.5 亿元,同比+58.9%。2Q25 实现营收 229.4 亿元,同比+118.5%;实现归母净利润 8.8 亿元,同比+73.2%。

点评

交付量&毛利率提升，营收利润同比大幅上涨：1H25 公司交付体量较上年同期增加带动营收显著上涨。随着 2022-2024 高毛利率项目进入结转，毛利率有望逐步修复，1H25 毛利率 12.24%，同比上涨 2.67pct。此外，归母净利润同比增速小于营收增速主因是 1H25 资产减值损失 6.1 亿元（1H24 年为 0）。

销售位居行业前列，整体水平优于行业平均：1H25 公司全口径销售金额 527.5 亿元，同比-9.4%，而 TOP10 房企同比-14.0%，销售韧性强于同行。公司全口径销售额排名居行业第 10 位，民营房企第 1 位。

投资聚焦杭州深耕，土储优质：1H25 公司新增项目 16 个，其中金华 2 个，杭州 14 个，进一步巩固杭州市场份额；新增总建面 100.7 万方，全口径拿地金额 332.7 亿元。截至 1H25，公司土储总建面 993.6 万方，其中杭州占 73%，浙江省内非杭州占比 17%，浙江省外占比 10%。公司土储布局进一步优化和聚焦，为未来可持续发展提供有力保障。

财务结构安全稳健，有息负债持续下降：1H25 公司三道红线稳居绿档，剔除预收款后的资产负债率 57.8%，净负债率 7.03%，现金短债比 3.14。1H25 有息负债 333.5 亿元，较 2024 年末下降 40.8 亿元；有息负债结构清晰，仅由银行贷款和直接融资构成，其中银行贷款占比 83.9%；综合融资成本 3.1%，较 2024 年末下降 30BP。

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 35.9 亿元/44.8 亿元/50.2 亿元，同比分别+40.9%/+24.9%/+12.1%，公司股票现价对应 2025-2027 年 PE 估值分别为 9.3x/7.4x/6.6x，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

分析师：何裕佳（执业 S1130525070009）

heyujia@gjzq.com.cn

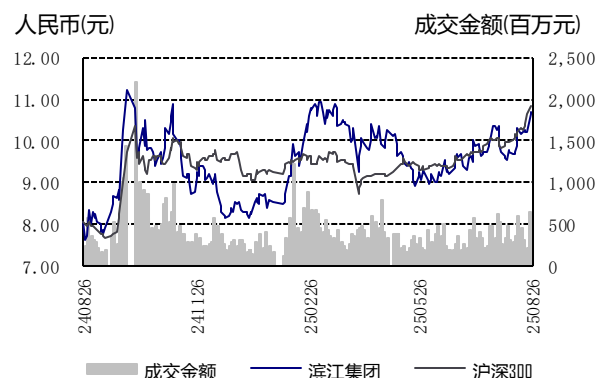
联系人：陈健照

chenjianzhao@gjzq.com.cn

市价（人民币）：10.71 元

相关报告：

- 《滨江集团公司点评：业绩大幅上涨，投资深度聚焦杭州》，2025.4.30
- 《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



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	103,643	101,413	100,086
营业收入增长率	69.73%	-1.83%	49.88%	-2.15%	-1.31%
归母净利润(百万元)	2,529	2,546	3,587	4,480	5,023
归母净利润增长率	-32.39%	0.66%	40.9%	24.9%	12.1%
摊薄每股收益(元)	0.813	0.818	1.153	1.440	1.614
每股经营性现金流净额	10.49	2.46	4.15	3.23	3.30
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.00%	9.25%	11.71%	12.98%	12.94%
P/E	8.94	10.52	9.29	7.44	6.63
P/B	0.89	0.97	1.09	0.97	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	103,643	101,413	100,086
增长率	69.7%	-1.8%	49.9%	-2.2%	-1.3%	
主营业务成本	-34,249	-58,638	-60,481	-90,070	-87,050	-84,896
%销售收入	82.5%	83.2%	87.5%	86.9%	85.8%	84.8%
毛利	7,253	11,805	8,671	13,574	14,362	15,190
%销售收入	17.5%	16.8%	12.5%	13.1%	14.2%	15.2%
营业税金及附加	-844	-1,508	-647	-970	-949	-937
%销售收入	2.0%	2.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-811	-857	-857	-1,275	-1,237	-1,211
%销售收入	2.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
管理费用	-626	-774	-544	-808	-781	-761
%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	10,520	11,395	12,281
%销售收入	12.0%	12.3%	9.6%	10.2%	11.2%	12.3%
财务费用	-1,019	-540	-479	-528	-497	-467
%销售收入	2.5%	0.8%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
资产减值损失	-858	-4,307	-1,131	-2,221	-1,213	-1,031
公允价值变动收益	-6	-3	8	0	0	0
投资收益	2,224	1,231	955	351	311	263
%税前利润	41.9%	24.4%	16.1%	4.3%	3.1%	2.4%
营业利润	5,320	5,055	5,989	8,136	10,009	11,059
营业利润率	12.8%	7.2%	8.7%	7.9%	9.9%	11.0%
营业外收支	-10	-19	-55	-20	-20	-20
税前利润	5,311	5,036	5,934	8,116	9,989	11,039
利润率	12.8%	7.1%	8.6%	7.8%	9.8%	11.0%
所得税	-1,407	-2,184	-2,143	-2,841	-3,496	-3,864
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	5,276	6,493	7,175
少数股东损益	163	323	1,245	1,688	2,013	2,153
归属于母公司的净利润	3,741	2,529	2,546	3,587	4,480	5,023
净利率	9.0%	3.6%	3.7%	3.5%	4.4%	5.0%

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	5,276	6,493	7,175
少数股东损益	163	323	1,245	1,688	2,013	2,153
非现金支出	1,285	4,812	1,766	2,405	1,430	1,280
非经营收益	-1,467	-743	-18	566	575	594
营运资金变动	1,492	25,729	2,128	4,680	1,543	1,217
经营活动现金净流	5,214	32,650	7,668	12,926	10,040	10,265
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	351	311	263
投资活动现金净流	-24,214	-12,314	-1,973	-432	-446	-520
股权募资	17,115	8,616	3,753	0	0	0
债权募资	7,715	-11,619	-4,003	-475	-2,131	-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	-1,740	-3,521	-2,453
现金净流量	3,150	18,369	5,412	10,754	6,073	7,292

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	47,891	53,961	61,252
应收款项	30,803	38,587	28,425	40,889	40,009	39,486
存货	184,409	172,698	148,517	145,839	139,662	135,090
其他流动资产	10,807	14,213	13,113	13,114	13,114	13,114
流动资产	250,347	258,201	227,195	247,733	246,747	248,941
%总资产	90.6%	89.0%	87.7%	88.4%	88.3%	88.2%
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%	11.6%	11.7%	11.8%
资产总计	276,176	290,032	259,083	280,101	279,537	282,148
短期借款	12,879	11,040	6,698	7,239	6,107	6,107
应付款项	25,674	31,436	31,847	48,937	47,060	45,665
其他流动负债	145,168	160,225	141,214	140,812	138,388	136,936
流动负债	183,721	202,701	179,759	196,988	191,556	188,708
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	223,740	217,305	213,456
普通股股东权益	23,535	25,302	27,528	30,648	34,506	38,813
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	24,091	27,949	32,256
少数股东权益	29,182	33,153	24,025	25,713	27,726	29,879
负债股东权益合计	276,176	290,032	259,083	280,101	279,537	282,148

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.202	0.813	0.818	1.153	1.440	1.614
每股净资产	7.564	8.132	8.847	9.850	11.090	12.474
每股经营现金净流	1.676	10.494	2.464	4.154	3.227	3.299
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%	11.71%	12.98%	12.94%
总资产收益率	1.35%	0.87%	0.98%	1.28%	1.60%	1.78%
投入资本收益率	3.49%	5.02%	4.96%	7.62%	7.93%	8.07%
增长率						
主营业务收入增长率	9.28%	69.73%	-1.83%	49.88%	-2.15%	-1.31%
EBIT 增长率	-30.45%	74.28%	-23.58%	58.87%	8.32%	7.77%
净利润增长率	23.58%	-32.39%	0.66%	40.92%	24.88%	12.11%
总资产增长率	30.44%	5.02%	-10.67%	8.11%	-0.20%	0.93%
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	600.0	600.0	600.0
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	3.9	3.9	3.9
偿债能力						
净负债/股东权益	52.00%	10.66%	-6.82%	-26.13%	-36.84%	-45.45%
EBIT 利息保障倍数	4.9	16.0	13.8	19.9	22.9	26.3
资产负债率	80.91%	79.85%	80.10%	79.88%	77.74%	75.65%

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	2	21	41	60	148
增持	0	0	2	5	2
中性	1	1	1	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.67	1.09	1.09	1.13	1.04

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	2023-08-30	买入	11.02	N/A
2	2023-10-27	买入	8.48	N/A
3	2024-04-27	买入	6.42	N/A
4	2024-08-31	买入	8.42	N/A
5	2024-10-31	买入	9.68	N/A
6	2025-04-27	买入	9.99	N/A
7	2025-04-30	买入	10.05	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。

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