

# 滨江集团 (002244.SZ)

## 深耕杭州拿地积极，上半年归母净利润同比+59%

优于大市

### 核心观点

**上半年归母净利润同比+59%，主要受益于交付规模增长。**2025H1，公司实现营业收入454亿元，同比+88%；归母净利润18.5亿元，同比+59%；归母净利率4.1%，同比下降0.7pct；毛利率12.2%，同比提升2.7pct；归母净利润占净利润整体的比重为69%，同比下降26pct；销售管理财务费率合计2.1%，同比降低1.6pct；资产和信用减值损失与收入的比值合计1.3%，同比增加1.9pct。

**上半年拿地积极，持续深耕杭州。**2025H1，公司签约销售金额528亿元，同比-9%，行业排名第10。2025H1，公司新增土储项目16个，其中杭州14个，占比88%，继续巩固杭州市场份额；新增土储计容建面101万m<sup>2</sup>，同比+15%；拿地总价333亿元，同比+49%，其中权益地价占比55%；以拿地金额/销售金额计算的投资强度为63%，同比提升25pct。截至2025H1末，公司总土储中有73%位于杭州市内，同比提升3pct；其余17%位于浙江省内（除杭州），10%位于浙江省外。截至2025H1末，公司预收账款为1015亿元，可结转资源相对充沛，为未来两三年的收入利润规模提供保障。

**财务状况良好，融资成本下降。**截至2025H1末，公司货币资金为295亿元，同比+12%；三道红线财务指标仍保持“绿档”，剔除预收账款的资产负债率为58%；净负债率为7%；现金短债比为3.1倍；平均融资成本为3.1%，同比下降0.6pct。

**投资建议：**综合考虑公司待结转资源和利润率水平，我们略上调盈利预测，预计公司2025-2026年的归母净利润分别为29.0/31.2亿元（原值为26.6/29.7亿元），对应每股收益分别为0.93/1.00元，对应当前股价的PE分别为11.5/10.7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	70,251	65,355	64,406
(+/-%)	69.7%	-1.8%	1.6%	-7.0%	-1.5%
归母净利润(百万元)	2529	2546	2904	3115	3411
(+/-%)	-32.4%	0.7%	14.1%	7.3%	9.5%
每股收益(元)	0.81	0.82	0.93	1.00	1.10
EBIT Margin	12.3%	9.6%	9.0%	9.5%	10.0%
净资产收益率 (ROE)	10.0%	9.2%	9.6%	9.5%	9.5%
市盈率 (PE)	13.2	13.1	11.5	10.7	9.7
EV/EBITDA	28.9	33.2	38.4	36.9	35.0
市净率 (PB)	1.31	1.21	1.10	1.01	0.92

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	10.69元
总市值/流通市值	33261/28712百万元
52周最高价/最低价	12.44/7.78元
近3个月日均成交额	321.47百万元

#### 市场走势



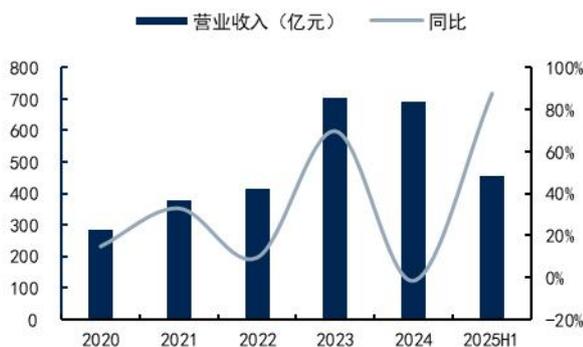
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《滨江集团(002244.SZ)-销售拿地持续聚焦杭州，利润正增财务状况良好》——2025-05-01
- 《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

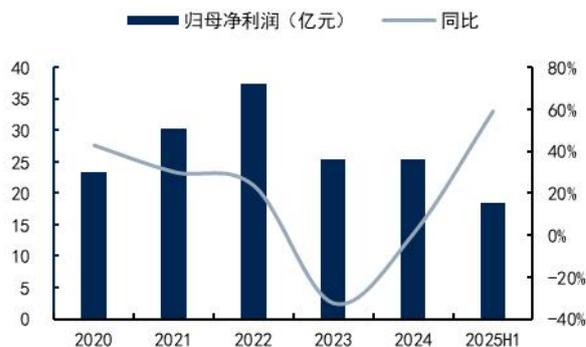
上半年归母净利润同比+59%，主要受益于交付规模增长。2025H1，公司实现营业收入 454 亿元，同比+88%；归母净利润 18.5 亿元，同比+59%；归母净利率 4.1%，同比下降 0.7pct；毛利率 12.2%，同比提升 2.7pct；归母净利润占净利润整体的比重为 69%，同比下降 26pct；销售管理财务费率合计 2.1%，同比降低 1.6pct；资产和信用减值损失与收入的比值合计 1.3%，同比增加 1.9pct。

图1: 公司历年营业收入及同比



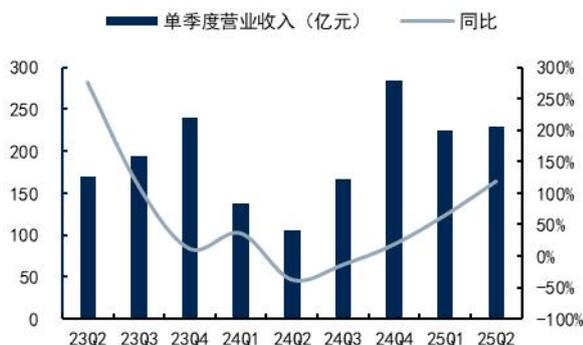
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图2: 公司历年归母净利润及同比



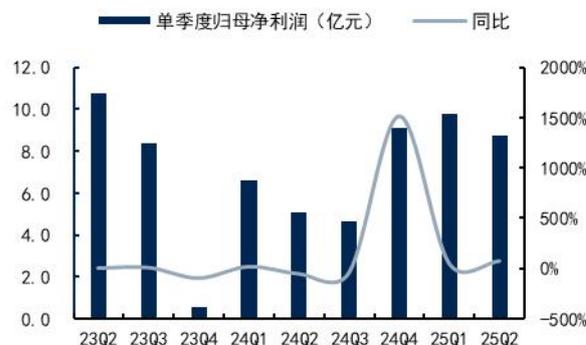
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

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4: 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5: 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6: 公司历年归母净利润占净利润整体的比重



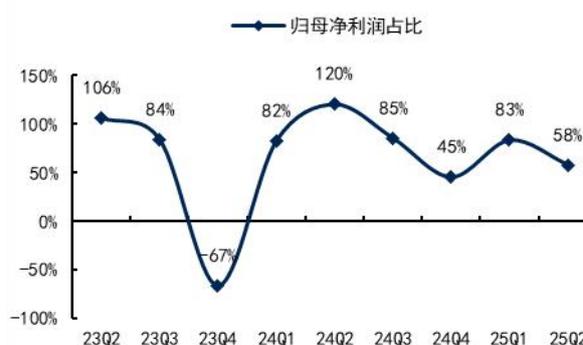
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司单季度归母净利率及毛利率



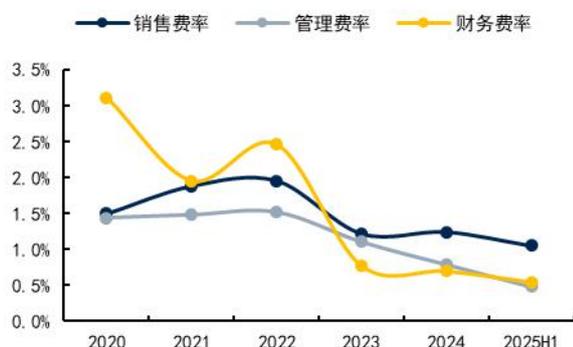
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司单季度归母净利润占净利润整体的比重



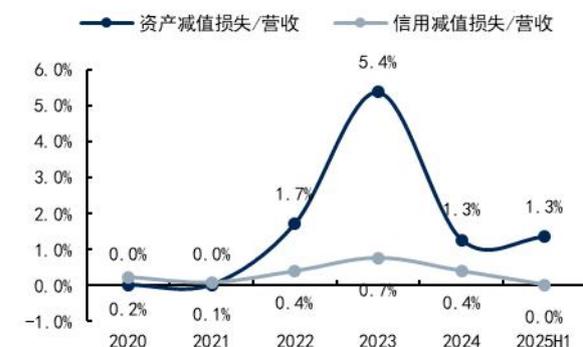
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 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

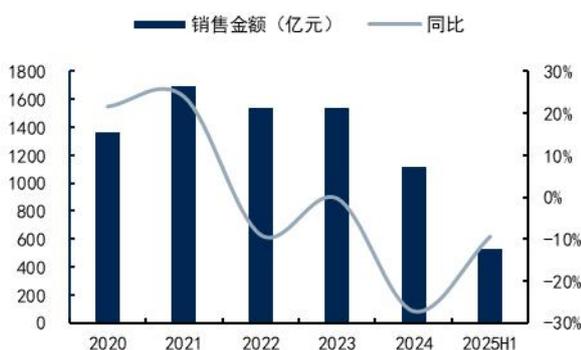
图10: 公司历年资产/信用减值损失与收入的比值



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

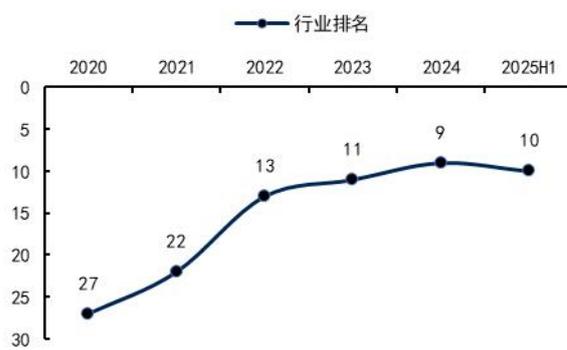
**上半年拿地积极，持续深耕杭州。**2025H1，公司签约销售金额 528 亿元，同比-9%，行业排名第 10。2025H1，公司新增土储项目 16 个，其中杭州 14 个，占比 88%，继续巩固杭州市场份额；新增土储计容建面 101 万 $m^2$ ，同比+15%；拿地总价 333 亿元，同比+49%，其中权益地价占比 55%；以拿地金额/销售金额计算的投资强度为 63%，同比提升 25pct。截至 2025H1 末，公司总土储中有 73%位于杭州市内，同比提升 3pct；其余 17%位于浙江省内（除杭州），10%位于浙江省外。截至 2025H1 末，公司预收账款为 1015 亿元，可结转资源相对充沛，为未来两三年的收入利润规模提供保障。

图11: 公司历年销售金额及同比



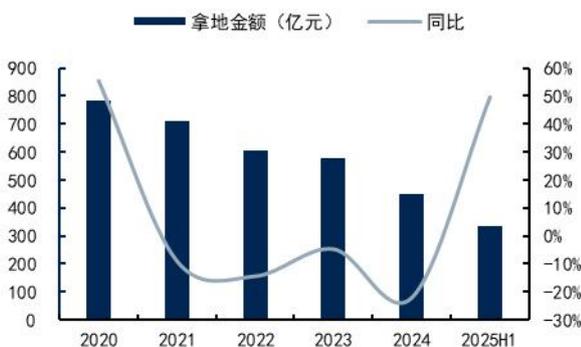
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12: 公司历年销售额行业排名



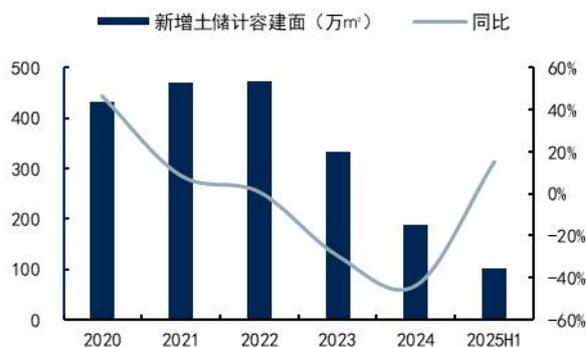
资料来源：公司公告、克而瑞，国信证券经济研究所整理

图13: 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14: 公司历年新增土储计容建面及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图15: 公司历年权益拿地金额占比



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



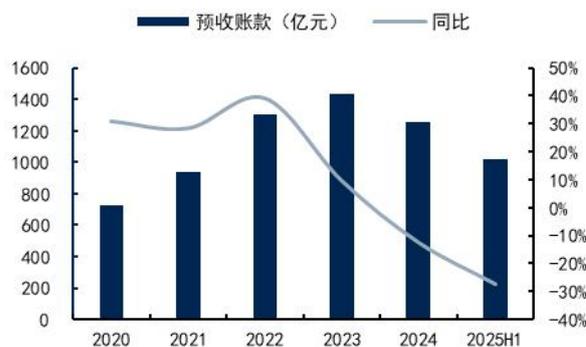
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

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

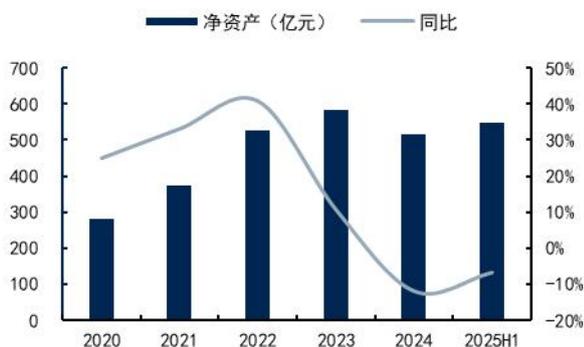
图18: 公司历年预收账款及同比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

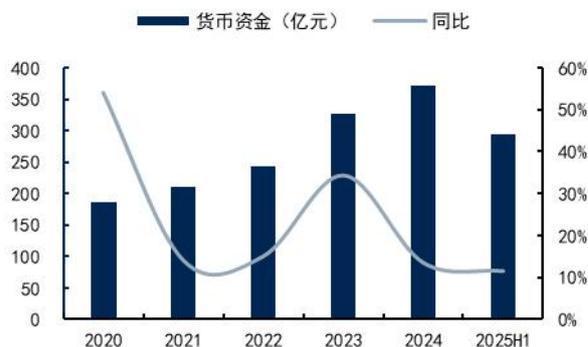
**财务状况良好, 融资成本下降。**截至 2025H1 末, 公司货币资金为 295 亿元, 同比 +12%; 三道红线财务指标仍保持“绿档”, 剔除预收账款的资产负债率为 58%; 净负债率为 7%; 现金短债比为 3.1 倍; 平均融资成本为 3.1%, 同比下降 0.6pct。

图19: 公司历年净资产及同比



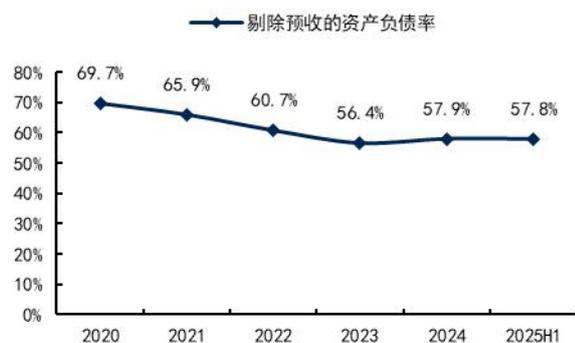
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图20: 公司历年货币资金及同比



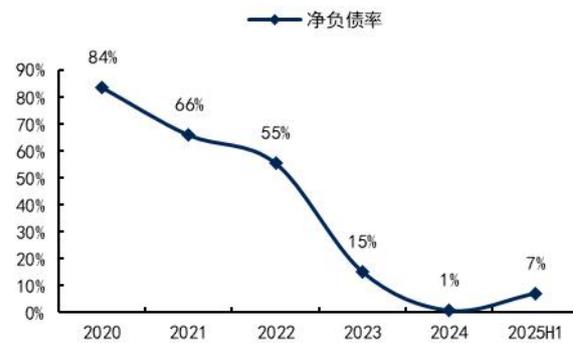
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图21: 公司历年剔除预收的资产负债率



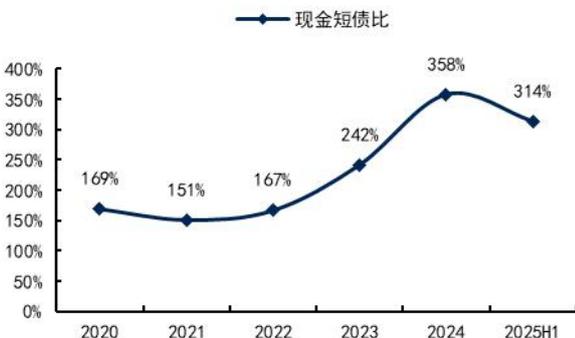
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图22: 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：**综合考虑公司待结转资源和利润率水平，我们略上调盈利预测，预计公司2025-2026年的归母净利润分别为29.0/31.2亿元（原值为26.6/29.7亿元），对应每股收益分别为0.93/1.00元，对应当前股价的PE分别为11.5/10.7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)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	32704	37140	40689	45609	50076	营业收入	70443	69152	70251	65355	64406
应收款项	38587	28404	28855	26844	26454	营业成本	58638	60481	61821	57185	56033
存货净额	172698	148517	153244	141694	138815	营业税金及附加	1508	647	657	612	603
其他流动资产	14097	12994	13201	12280	12102	销售费用	857	857	871	810	799
<b>流动资产合计</b>	<b>258201</b>	<b>227195</b>	<b>236129</b>	<b>226568</b>	<b>227588</b>	管理费用	774	544	553	514	507
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	173	66	(51)
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)
<b>资产总计</b>	<b>290032</b>	<b>259083</b>	<b>268061</b>	<b>258521</b>	<b>259449</b>	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	5376	5767	6316
应付款项	5558	5641	5820	5382	5272	营业外净收支	(19)	(55)	0	0	0
其他流动负债	186103	167420	172689	159695	156471	<b>利润总额</b>	<b>5036</b>	<b>5934</b>	<b>5376</b>	<b>5767</b>	<b>6316</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>202701</b>	<b>179759</b>	<b>185109</b>	<b>171677</b>	<b>168343</b>	所得税费用	2184	2143	1344	1442	1579
长期借款及应付债券	28010	27067	27067	27067	27067	少数股东损益	323	1245	1128	1210	1325
其他长期负债	866	705	705	705	705	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2529</b>	<b>2546</b>	<b>2904</b>	<b>3115</b>	<b>3411</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>28876</b>	<b>27771</b>	<b>27771</b>	<b>27771</b>	<b>27771</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>231577</b>	<b>207530</b>	<b>212880</b>	<b>199448</b>	<b>196115</b>	净利润	2529	2546	2904	3115	3411
少数股东权益	33153	24025	25040	26129	27322	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	25302	27528	30140	32943	36013	折旧摊销	486	632	56	79	91
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>290032</b>	<b>259083</b>	<b>268061</b>	<b>258521</b>	<b>259449</b>	公允价值变动损失	3783	861	800	400	200
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	540	479	173	66	(51)
每股收益	0.81	0.82	0.93	1.00	1.10	营运资本变动	19596	16563	63	1049	114
每股红利	0.09	0.08	0.09	0.10	0.11	其它	6256	(12934)	1015	1089	1193
每股净资产	8.13	8.85	9.69	10.59	11.57	<b>经营活动现金流</b>	<b>32650</b>	<b>7668</b>	<b>4838</b>	<b>5732</b>	<b>5009</b>
ROIC	5%	5%	7%	7%	7%	资本开支	0	0	(900)	(500)	(200)
ROE	10%	9%	10%	9%	9%	其它投资现金流	(33)	(24)	0	0	0
毛利率	17%	13%	12%	13%	13%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(12314)</b>	<b>(1973)</b>	<b>(900)</b>	<b>(500)</b>	<b>(200)</b>
EBIT Margin	12%	10%	9%	10%	10%	权益性融资	2	3753	0	0	0
EBITDA Margin	13%	10%	9%	10%	10%	负债净变化	(9126)	(1379)	0	0	0
收入增长	70%	-2%	2%	-7%	-1%	支付股利、利息	(280)	(255)	(291)	(312)	(342)
净利润增长率	-32%	1%	14%	7%	10%	其它融资现金流	4102	(17734)	(98)	0	0
资产负债率	91%	89%	89%	87%	86%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(11967)</b>	<b>(1283)</b>	<b>(389)</b>	<b>(312)</b>	<b>(342)</b>
股息率	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%	<b>现金净变动</b>	<b>8376</b>	<b>4437</b>	<b>3549</b>	<b>4920</b>	<b>4467</b>
P/E	13.2	13.1	11.5	10.7	9.7	货币资金的期初余额	24328	32704	37140	40689	45609
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9	货币资金的期末余额	32704	37140	40689	45609	50076
EV/EBITDA	28.9	33.2	38.4	36.9	35.0	企业自由现金流	0	21425	3981	5303	4853
						权益自由现金流	0	2311	3753	5254	4892

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 ±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 ±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提及的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