

招商蛇口 (001979.SZ) 期内结算毛利承压，成本管控有明显成效

2023年04月22日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

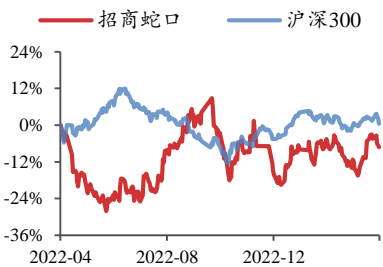
齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

日期	2023/4/21
当前股价(元)	14.56
一年最高最低(元)	17.43/11.49
总市值(亿元)	1,126.81
流通市值(亿元)	1,126.65
总股本(亿股)	77.39
流通股本(亿股)	77.38
近3个月换手率(%)	27.62

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《开发业务坚持深耕，资产运营收入稳步增长——公司信息更新报告》
-2023.3.21

《单月销售同比高增，定增申请获股东大会通过——公司信息更新报告》
-2023.3.10

《销售金额同比回正，拿地坚守一二线城市——公司信息更新报告》
-2023.2.13

● 期内结算毛利承压，成本管控有明显成效，维持“买入”评级

招商蛇口发布2023年一季报，受行业整体下行影响，结算业绩不及预期。公司投资聚焦核心城市，可售货源较充足，看好未来市占率持续提升，我们维持盈利预测，预计公司2023-2025年归母净利润为86.3、115.8和134.8亿元，EPS为1.11、1.50、1.74元，当前股价对应PE为13.1、9.7、8.4倍，维持“买入”评级。

● 结算毛利率承压，叠加公允价值变动损益影响业绩表现

2023年1-3月公司实现营收150.09亿元，同比下降20.17%；实现归母净利润2.72亿元，同比下降38.72%。结算业绩低于预期，主要原因：（1）本期公司表内结算项目较少，拖累收入表现，结算收入同比下降20.17%；（2）从结算项目毛利率看，由于2021年高地价项目陆续进入结算，公司毛利率承压，特别是海口招商雍江湾、成都简阳招商瀚江樾拖累结算毛利率。2023Q1公司结算毛利率12.6%，同比下降9.3pct，较2022全年水平下降6.6pct；（3）持有的卓朗科技股票本季度下跌较多，导致2023Q1公允价值变动损益为-0.73亿元。

● 销售金额大幅增长，拿地金额同比微增

2023年1-3月，公司累计实现签约销售面积305.27万平方米，同比增加51.24%；累计实现签约销售金额722.66亿元，同比增加52.65%。2023年1-3月，公司累计拿地金额90.8亿元，同比增长8.6%；累计投资强度12.6%，同比下降5.1pct。2023年以来，公司拿地全部集中于一二线城市，包括深圳、郑州、合肥、苏州、杭州、南京。

● 提质增效，成本管控有明显成效

2023Q1，公司销售、管理、财务费用均有大幅压降：（1）销售费用4.24亿元，占同期销售金额比例0.6%，同比下降0.8pct；（2）管理费用4.24亿元，同比下降8.9%；（3）财务费用4.30亿元，同比下降25.6%。截止2023Q1，公司在手现金973.08亿元，较2022年末增加110.65亿元，公司维持绿档，资金状况良好，充裕的在手现金将给公司未来进一步拓展打下坚实基础。

● **风险提示：**市场恢复不及预期、房价调控超预期、多元化业务运营不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	160,643	183,003	203,566	222,780	241,903
YOY(%)	23.9	13.9	11.2	9.4	8.6
归母净利润(百万元)	10,372	4,264	8,627	11,578	13,483
YOY(%)	-15.3	-58.9	102.3	34.2	16.5
毛利率(%)	25.5	19.3	20.0	21.1	22.7
净利率(%)	6.5	2.3	4.2	5.2	5.6
ROE(%)	5.5	3.2	4.0	5.2	5.8
EPS(摊薄/元)	1.34	0.55	1.11	1.50	1.74
P/E(倍)	10.9	26.4	13.1	9.7	8.4
P/B(倍)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	653058	655187	695227	629250	668733
现金	79533	86243	-29547	-165533	-184931
应收票据及应收账款	3299	3913	3336	4914	4142
其他应收款	119567	126778	136230	147480	161442
预付账款	11867	3952	9256	11364	12212
存货	417636	411549	552061	605940	649529
其他流动资产	21156	22753	23891	25085	26339
非流动资产	203145	231284	258661	284639	311179
长期投资	61561	74644	93488	110200	127978
固定资产	9234	10820	10767	10755	10658
无形资产	1430	1473	1607	1757	1929
其他非流动资产	130921	144348	152800	161927	170615
资产总计	856203	886471	953888	913889	979911
流动负债	428079	423910	499857	467259	548100
短期借款	3628	1509	1660	1826	2008
应付票据及应付账款	57909	56245	77218	62535	88467
其他流动负债	366541	366156	420980	402899	457625
非流动负债	151370	178121	159553	140625	111148
长期借款	133884	160823	141390	121554	91124
其他非流动负债	17485	17299	18163	19071	20024
负债合计	579448	602031	659410	607884	659249
少数股东权益	168084	182729	185919	190202	195188
股本	7923	7739	7739	7739	7739
资本公积	14189	10214	10214	10214	10214
留存收益	66071	65050	71934	81174	91934
归属母公司股东权益	108671	101712	108559	115803	125474
负债和股东权益	856203	886471	953888	913889	979911

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	25977	22174	-63978	-89218	40927
净利润	15202	9098	11818	15860	18470
折旧摊销	240	2521	2257	2634	3060
财务费用	2006	1960	3781	4115	4799
投资损失	-3728	-2017	-4613	-4252	-3972
营运资金变动	7305	3998	-76338	-106640	19590
其他经营现金流	4952	6613	-882	-935	-1020
投资活动现金流	-24277	-10014	-24011	-23291	-24467
资本支出	10007	6012	1311	1766	894
长期投资	-10223	-6590	-18844	-17245	-17778
其他投资现金流	-24492	-10592	-41544	-38769	-41351
筹资活动现金流	-11161	-5874	-27801	-23477	-35858
短期借款	-14089	-2119	151	166	183
长期借款	33528	26938	-19433	-19836	-30430
普通股增加	0	-184	0	0	0
资本公积增加	120	-3975	0	0	0
其他筹资现金流	-30721	-26534	-8519	-3807	-5610
现金净增加额	-9612	6472	-115790	-135986	-19398

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	160643	183003	203566	222780	241903
营业成本	119723	147775	162858	175723	187064
营业税金及附加	9681	7785	10463	10464	11898
营业费用	3914	4081	4750	5083	5582
管理费用	2145	2313	2645	2855	3122
研发费用	116	125	143	154	169
财务费用	2006	1960	3781	4115	4799
资产减值损失	-3391	5045	4071	2228	2419
其他收益	252	361	380	398	417
公允价值变动收益	157	472	188	206	256
投资净收益	3728	2017	4613	4252	3972
资产处置收益	7	6	6	6	6
营业利润	22753	15360	20042	27019	31501
营业外收入	204	575	632	695	765
营业外支出	115	118	130	143	157
利润总额	22843	15817	20544	27572	32109
所得税	7641	6719	8727	11712	13639
净利润	15202	9098	11818	15860	18470
少数股东损益	4829	4834	3191	4282	4987
归属母公司净利润	10372	4264	8627	11578	13483
EBITDA	27282	23487	25564	35680	42029
EPS(元)	1.34	0.55	1.11	1.50	1.74

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	23.9	13.9	11.2	9.4	8.6
营业利润(%)	-5.5	-32.5	30.5	34.8	16.6
归属于母公司净利润(%)	-15.3	-58.9	102.3	34.2	16.5
获利能力					
毛利率(%)	25.5	19.3	20.0	21.1	22.7
净利率(%)	6.5	2.3	4.2	5.2	5.6
ROE(%)	5.5	3.2	4.0	5.2	5.8
ROIC(%)	6.1	3.8	4.4	6.5	8.1
偿债能力					
资产负债率(%)	67.7	67.9	69.1	66.5	67.3
净负债比率(%)	38.8	45.6	75.8	112.5	104.9
流动比率	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2
速动比率	0.5	0.5	0.2	-0.0	-0.0
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
应收账款周转率	52.8	50.8	56.2	54.0	53.4
应付账款周转率	2.3	2.6	2.4	2.5	2.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.34	0.55	1.11	1.50	1.74
每股经营现金流(最新摊薄)	3.36	2.87	-8.27	-11.53	5.29
每股净资产(最新摊薄)	10.93	10.79	11.68	12.61	13.86
估值比率					
P/E	10.9	26.4	13.1	9.7	8.4
P/B	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	14.2	18.1	20.4	18.1	15.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn