

事件: 2024 年 8 月，招商蛇口发布 2024 年半年报，2024 年上半年公司实现营业收入 512.73 亿元，同比下降 0.33%，实现归母净利润 14.17 亿元，同比下降 34.17%，扣非归母净利润 13.99 亿元，同比提升 0.45%，经营性净现金流 314.3 亿元，同比增长 41.75%；基本每股收益 0.11 元/股，同比下降 50.0%；毛利率和净利率分别为 11.98% 和 3.60%，其中开发业务毛利率 12.24%。综合资金成本较 23 年同期下降 22 个 BP 至 3.25%。

营收同比微降，归母净利润受开发业务结转毛利率与转让子公司股权投资收益影响有所下降: 2024 年上半年公司利润总额为 29.59 亿元，同比下降 40.51%。公司利润总额与归母净利润同比出现下降主要由于 1) **开发业务及其毛利率受结转产品类型、结转体量、地区结构等因素影响有所下降**—2024 年上半年公司开发结转面积 398.8 万方，较 2023 年同期的 382.18 万方同比增长 4.34%，开发业务实现营收 39.90 亿元，较 2023 年同期下降 4.15 pct。毛利率为 12.24%，较 2023 年同期下降 5.58 pct，主要由于上半年房公司房地产项目平均结转单价下降，开发业务营业收入同比减少所致。2) **转让子公司股权投资收益有所下降**—2024 年上半年公司投资收益为 11.15 亿元，较 2023 年同期下降 24.02%。

销售权益占比与核心城市贡献占比持续提升，拿地坚持聚焦，三道红线稳居绿档。 根据公司公告，2024 年 1-6 月公司签约销售面积 438.71 万平方米、销售金额 1009.52 亿元，销售权益占比上升 9 个百分点。全口径签约金额行业排名第 5 位，在行业调整中呈现出较强的稳定性。公司销售聚焦高能级城市，“核心 30 城”签约销售占比高达 91%，与 23 年同期持平，“核心 10 城”销售业绩贡献占比达 66%，相较 2023H1 上升 2 个百分点。2024 年上半年公司获取 7 宗地块，总计容建面约 80.13 万方，总地价约 146.14 亿元，其中“核心 10 城”投资金额占比 86%。截至 2024 年 6 月末，公司剔除预收账款的资产负债率为 62.42%，净负债率为 59.17%，现金短债比为 1.63，三道红线指标均处于绿档。

投资建议: 公司作为具有低融资成本优势的央企，持续降低融资成本，核心区域的优质土储和稳步提升的销售规模为公司未来业绩的增长打下坚实基础。我们预测公司 2024-2026 年营业收入达 1916.97 亿元/1925.04 亿元/1947.99 亿元，24-26 年 PB 倍数为 0.7/0.7/0.7。随着融资政策宽松、土储结构优化以及未来销售的企稳回升，我们认为公司在开发能力、土储质量和运营能力方面的优势将凸显，维持“推荐”评级。

风险提示: 市场竞争上升风险；市场需求端变化不及预期风险；资产减值超预期风险；政策变动风险。

推荐
维持评级
当前价格:
9.23 元

分析师 李阳

执业证书: S0100521110008

邮箱: liyang_yj@mszq.com

分析师 徐得尊

执业证书: S0100524070011

邮箱: xudezun@mszq.com

相关研究

- 招商蛇口 (001979.SZ) 2023 年年报点评: 归母净利润同比高增，高额分红彰显诚意-2024/03/21
- 招商蛇口 (001979.SZ) 2023 年三季报点评: 归母净利润同比高增，投资聚焦保障业绩增长-2023/11/01
- 招商蛇口 (001979.SZ) 首次覆盖报告: 融招商血脉，聚蛇口基因，百年沉淀铸就央企龙头-2023/08/10

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	175,008	191,697	192,504	194,799
增长率 (%)	-4.4	9.5	0.4	1.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	6,319	4,324	4,412	7,951
增长率 (%)	48.2	-31.6	2.0	80.2
每股收益 (元)	0.70	0.48	0.49	0.88
PE	13	19	19	11
PB	0.7	0.7	0.7	0.7

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 8 月 30 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	175,008	191,697	192,504	194,799
营业成本	147,204	162,902	166,274	161,837
营业税金及附加	6,155	8,816	7,938	7,948
销售费用	4,328	4,741	4,761	4,818
管理费用	2,374	2,600	2,611	2,643
研发费用	158	173	174	176
EBIT	12,576	12,506	10,827	17,535
财务费用	912	2,286	2,126	1,915
资产减值损失	-2,276	-3,367	-1,663	-782
投资收益	2,481	2,717	2,729	2,761
营业利润	14,182	9,571	9,766	17,599
营业外收支	-194	0	0	0
利润总额	13,989	9,571	9,766	17,599
所得税	4,882	3,340	3,409	6,143
净利润	9,106	6,230	6,358	11,457
归属于母公司净利润	6,319	4,324	4,412	7,951
EBITDA	15,923	15,965	14,535	21,551

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	88,290	101,783	111,397	136,222
应收账款及票据	3,500	3,578	3,631	3,750
预付款项	8,957	11,403	13,302	14,565
存货	416,702	417,464	414,021	390,324
其他流动资产	146,511	161,988	159,864	158,688
流动资产合计	663,960	696,216	702,215	703,549
长期股权投资	80,142	80,142	80,142	80,142
固定资产	11,618	12,276	13,115	14,140
无形资产	1,915	1,915	1,915	1,915
非流动资产合计	244,549	246,682	247,820	249,145
资产合计	908,508	942,899	950,034	952,694
短期借款	1,379	3,379	3,379	3,379
应付账款及票据	60,662	67,876	73,899	74,175
其他流动负债	363,983	377,210	373,948	366,900
流动负债合计	426,024	448,465	451,226	444,454
长期借款	118,771	131,177	131,177	131,177
其他长期负债	67,024	67,628	67,628	67,628
非流动负债合计	185,794	198,805	198,805	198,805
负债合计	611,818	647,270	650,032	643,259
股本	9,061	9,061	9,061	9,061
少数股东权益	176,967	178,874	180,819	184,325
股东权益合计	296,690	295,629	300,003	309,435
负债和股东权益合计	908,508	942,899	950,034	952,694

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-4.37	9.54	0.42	1.19
EBIT 增长率	-22.52	-0.56	-13.43	61.96
净利润增长率	48.20	-31.58	2.04	80.20
盈利能力 (%)				
毛利率	15.89	15.02	13.63	16.92
净利润率	3.61	2.26	2.29	4.08
总资产收益率 ROA	0.70	0.46	0.46	0.83
净资产收益率 ROE	5.28	3.70	3.70	6.35
偿债能力				
流动比率	1.56	1.55	1.56	1.58
速动比率	0.49	0.53	0.54	0.60
现金比率	0.21	0.23	0.25	0.31
资产负债率 (%)	67.34	68.65	68.42	67.52
经营效率				
应收账款周转天数	7.57	6.62	6.74	6.82
存货周转天数	1,012.78	921.72	900.13	894.62
总资产周转率	0.19	0.21	0.20	0.20
每股指标 (元)				
每股收益	0.70	0.48	0.49	0.88
每股净资产	13.21	12.89	13.15	13.81
每股经营现金流	3.47	1.69	2.00	3.73
每股股利	0.32	0.22	0.22	0.40
估值分析				
PE	13	19	19	11
PB	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	13.94	13.90	15.27	10.30
股息收益率 (%)	3.47	2.37	2.42	4.36

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	9,106	6,230	6,358	11,457
折旧和摊销	3,347	3,459	3,709	4,016
营运资金变动	15,196	1,185	4,602	15,898
经营活动现金流	31,431	15,349	18,080	33,795
资本开支	-6,584	-4,041	-4,458	-4,954
投资	-6,916	612	0	0
投资活动现金流	-12,241	-1,394	-1,729	-2,192
股权募资	23,391	0	0	0
债务募资	8,292	11,421	0	0
筹资活动现金流	-17,353	-462	-6,737	-6,778
现金净流量	1,797	13,494	9,614	24,825

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026