

# 招商蛇口 (001979)

证券研究报告

2024年09月02日

## 业绩波动下滑，强化投资管控——招商蛇口24年中报点评

**事件：**公司24H1实现营业收入512.73亿元，同比-0.33%；归母净利润14.17亿元，同比-34.17%；基本每股收益0.11元/股，同比-50.00%。

**收入平稳，结转利润率下滑影响利润。**收入端，公司24H1实现营收512.73亿元，同比-0.33%，开发业务收入399.03亿元，同比-4.15%，占比营收77.82%；**利润端**，归母净利润14.17亿元，同比-34.17%，主要系公司开发业务项目结转毛利率同比下降，以及转让子公司股权投资收益同比减少。公司24H1毛利率11.98%，较23年同期下降4.28pct。其中，开发业务毛利率12.24%，较23年同期下降5.58pct，受项目平均结转单价下降及结转产品类型、体量等因素影响。

**销售聚焦核心城市，投资端加强管控。**销售端，公司24H1签约销售面积438.71万平，同比-35.86%，签约销售金额1009.52亿元，同比-39.34%；权益比例65%，较23年同期+9pct。公司高能级核心城市市场地位巩固，强心30城销售贡献占比91%；核心10城销售贡献占比66%，较23年同期+2pct。24H1公司新推盘项目首开去化率同比提升17pct。**拿地端**，公司强化投资管控，坚持以销定投、聚焦核心、轻重并举的投资策略，24H1获取7宗地块，总计容建筑面积80.13万平，总地价146.14亿元，全口径投资强度14.48%。公司需支付地价为99.97亿元，“核心10城”投资金额占比达86%。此外，公司获取代建项目26个，新增管理面积178万平；其中4个轻资产管理输出项目，涉及产业、公寓、办公等业态，新增管理面积16.3万平。

**短债占比降低，融资成本压降。**债务端，截至24H1末，公司剔除预收账款的资产负债率62.42%、净负债率59.17%、现金短债比1.63，在满足“三道红线”的同时，公司采取稳杠杆和优结构的融资策略，银行融资占比达64.6%，一年内到期有息债务占比仅16.7%，较23年末降低3.34pct。**融资端**，公司充分发挥信用优势进行高息债务置换，资金成本显著降低，24H1新增融资成本3.01%，截至24H1末综合资金成本3.25%，较24年初降低22个BP。

**资产运营稳健，商业及公寓业务增势良好。**公司24H1全口径资产运营收入36亿元，同比+15%，EBITDA实现18.95亿元，同比+14%。1) 集中商业：24H1实现收入8.38亿元，同比+25.26%，截至24H1末，在营项目38个，经营建面215万平，在建及筹开建面296万平；2) 写字楼：实现收入6.50亿元，同比+10.36%；3) 产业园：实现收入5.72亿元，同比+12.82%，在营项目34个，经营建面252万平，在建及筹开建面66万平；4) 长租公寓：实现收入6.29亿元，同比+24.06%，房源总数3.24万间，经营建面133万平，在建建面83万平，24H1在深圳、上海、杭州、合肥等城市新开业7个项目，新增房2898间；5) 酒店：实现收入4.96亿元，同比+23.38%。

**投资建议：**公司24上半年利润受结转毛利率影响，但销售相对稳健、布局核心城市、融资优势明显，我们看好公司未来逐步实现业绩触底回升。考虑公司毛利率受行业影响回落，我们调整公司24-26年归母净利润至68.25、76.90、88.18亿元（原值：74.01亿元、82.33、91.51亿元），维持“买入”评级。

**风险提示：**房屋销售不及预期、房屋价格下跌、宏观经济不及预期

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	183,002.66	175,007.56	185,158.00	200,340.95	211,359.70
增长率(%)	13.92	(4.37)	5.80	8.20	5.50
EBITDA(百万元)	30,875.23	22,462.93	23,909.75	25,428.57	27,189.86
归属母公司净利润(百万元)	4,264.08	6,319.42	6,825.26	7,689.91	8,817.61
增长率(%)	(58.89)	48.20	8.00	12.67	14.66
EPS(元/股)	0.47	0.70	0.75	0.85	0.97
市盈率(P/E)	18.76	12.66	11.72	10.40	9.07
市净率(P/B)	0.79	0.67	0.65	0.63	0.60
市销率(P/S)	0.44	0.46	0.43	0.40	0.38
EV/EBITDA	8.22	10.56	8.91	7.85	6.60

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	房地产/房地产开发
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.83元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	9,060.84
流通A股股本(百万股)	8,322.54
A股总市值(百万元)	80,007.18
流通A股市值(百万元)	73,488.01
每股净资产(元)	10.68
资产负债率(%)	68.16
一年内最高/最低(元)	14.54/7.45

### 作者

<b>王雯</b>	分析师
SAC 执业证书编号：	S1110521120005
wangwena@tfzq.com	
<b>鲍荣富</b>	分析师
SAC 执业证书编号：	S1110520120003
baorongfu@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《招商蛇口-年报点评报告:业绩亮眼，领航前行——招商蛇口2023年报点评》 2024-03-20
- 《招商蛇口-季报点评:销售持续领跑，静待弹性释放》 2023-04-25
- 《招商蛇口-年报点评报告:蓄势蝶变，弹性可期》 2023-03-23

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	86,243.12	88,289.51	96,622.06	103,444.26	116,053.11
应收票据及应收账款	3,912.60	3,500.22	3,998.68	4,115.12	4,444.94
预付账款	3,951.54	8,957.26	4,633.16	13,931.77	5,583.78
存货	411,549.22	416,702.14	375,403.77	404,323.21	386,056.40
其他	149,530.66	146,510.75	157,198.30	168,496.92	174,023.28
<b>流动资产合计</b>	<b>655,187.14</b>	<b>663,959.88</b>	<b>637,855.98</b>	<b>694,311.28</b>	<b>686,161.51</b>
长期股权投资	74,643.70	80,141.65	86,141.65	92,141.65	98,141.65
固定资产	10,820.18	11,618.29	10,115.50	8,538.97	6,890.12
在建工程	810.07	973.46	876.12	788.51	709.66
无形资产	1,472.66	1,983.70	1,929.49	1,920.28	1,953.57
其他	143,537.63	149,831.52	160,602.76	171,374.00	182,145.24
<b>非流动资产合计</b>	<b>231,284.23</b>	<b>244,548.62</b>	<b>259,665.51</b>	<b>274,763.40</b>	<b>289,840.23</b>
<b>资产总计</b>	<b>886,471.38</b>	<b>908,508.50</b>	<b>897,521.49</b>	<b>969,074.69</b>	<b>976,001.74</b>
短期借款	1,508.69	1,378.96	1,378.96	1,378.96	1,378.96
应付票据及应付账款	56,245.06	60,661.82	59,876.03	71,934.96	64,673.87
其他	221,234.34	202,450.44	346,219.02	396,138.05	399,207.53
<b>流动负债合计</b>	<b>278,988.09</b>	<b>264,491.22</b>	<b>407,474.01</b>	<b>469,451.97</b>	<b>465,260.35</b>
长期借款	121,073.55	118,770.67	118,770.67	118,770.67	118,770.67
应付债券	39,749.00	51,327.00	52,327.00	53,327.00	54,327.00
其他	17,298.66	15,696.65	17,696.65	19,696.65	21,696.65
<b>非流动负债合计</b>	<b>178,121.20</b>	<b>185,794.32</b>	<b>188,794.32</b>	<b>191,794.32</b>	<b>194,794.32</b>
<b>负债合计</b>	<b>602,030.90</b>	<b>611,818.22</b>	<b>596,268.33</b>	<b>661,246.29</b>	<b>660,054.67</b>
少数股东权益	182,728.57	176,966.89	178,772.82	180,807.53	183,140.62
股本	7,739.10	9,060.84	9,060.84	9,060.84	9,060.84
资本公积	10,213.67	20,447.94	20,447.94	20,447.94	20,447.94
留存收益	65,049.61	68,608.43	72,703.59	77,317.53	82,608.10
其他	18,709.53	21,606.18	20,267.97	20,194.56	20,689.57
<b>股东权益合计</b>	<b>284,440.48</b>	<b>296,690.28</b>	<b>301,253.15</b>	<b>307,828.40</b>	<b>315,947.07</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>886,471.38</b>	<b>908,508.50</b>	<b>897,521.49</b>	<b>969,074.69</b>	<b>976,001.74</b>

  

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	9,098.48	9,106.23	6,825.26	7,689.91	8,817.61
折旧摊销	2,521.14	2,959.02	2,896.71	2,965.70	3,036.76
财务费用	2,942.80	1,968.26	2,002.00	2,030.00	2,060.00
投资损失	(2,016.51)	(2,480.64)	(2,741.68)	(2,412.94)	(2,545.09)
营运资金变动	(8,937.94)	5,865.63	18,762.08	12,404.84	18,026.03
其它	18,566.02	14,012.49	2,681.03	3,462.25	3,950.73
<b>经营活动现金流</b>	<b>22,173.99</b>	<b>31,430.98</b>	<b>30,425.40</b>	<b>26,139.76</b>	<b>33,346.04</b>
资本支出	19,191.34	11,295.42	5,242.36	5,292.36	5,342.36
长期投资	13,083.08	5,497.95	6,000.00	6,000.00	6,000.00
其他	(42,288.76)	(29,034.40)	(25,085.34)	(26,313.92)	(26,264.10)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(10,014.34)</b>	<b>(12,241.03)</b>	<b>(13,842.98)</b>	<b>(15,021.56)</b>	<b>(14,921.74)</b>
债权融资	28,322.59	8,464.85	(2,977.61)	209.85	(1,228.03)
股权融资	(7,717.65)	11,553.19	(5,272.27)	(4,505.85)	(4,587.43)
其他	(26,479.40)	(37,370.81)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(5,874.45)</b>	<b>(17,352.77)</b>	<b>(8,249.88)</b>	<b>(4,296.00)</b>	<b>(5,815.46)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>6,285.20</b>	<b>1,837.19</b>	<b>8,332.55</b>	<b>6,822.20</b>	<b>12,608.85</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>183,002.66</b>	<b>175,007.56</b>	<b>185,158.00</b>	<b>200,340.95</b>	<b>211,359.70</b>
营业成本	147,774.51	147,204.43	154,977.24	167,084.35	175,639.91
营业税金及附加	7,784.67	6,155.44	6,665.69	7,212.27	7,608.95
销售费用	4,081.10	4,328.22	4,073.48	4,407.50	4,649.91
管理费用	2,313.01	2,374.07	2,511.76	2,717.73	2,867.20
研发费用	125.04	158.36	129.61	140.24	147.95
财务费用	1,959.87	912.22	2,002.00	2,030.00	2,060.00
资产/信用减值损失	(6,459.42)	(2,417.22)	(1,900.00)	(1,250.00)	(1,130.00)
公允价值变动收益	471.74	38.28	(328.85)	71.07	62.24
投资净收益	2,016.51	2,480.64	2,741.68	2,412.94	2,545.09
其他	7,575.23	(409.33)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>15,360.42</b>	<b>14,182.44</b>	<b>15,311.04</b>	<b>17,982.87</b>	<b>19,863.09</b>
营业外收入	574.54	277.93	280.00	285.00	280.98
营业外支出	117.86	471.74	250.00	120.00	110.00
<b>利润总额</b>	<b>15,817.10</b>	<b>13,988.63</b>	<b>15,341.04</b>	<b>18,147.87</b>	<b>20,034.07</b>
所得税	6,718.62	4,882.40	5,505.90	7,066.78	7,327.97
<b>净利润</b>	<b>9,098.48</b>	<b>9,106.23</b>	<b>9,835.14</b>	<b>11,081.09</b>	<b>12,706.10</b>
少数股东损益	4,834.40	2,786.81	3,009.88	3,391.18	3,888.49
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4,264.08</b>	<b>6,319.42</b>	<b>6,825.26</b>	<b>7,689.91</b>	<b>8,817.61</b>
每股收益(元)	0.47	0.70	0.75	0.85	0.97

  

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	13.92%	-4.37%	5.80%	8.20%	5.50%
营业利润	-32.49%	-7.67%	7.96%	17.45%	10.46%
归属于母公司净利润	-58.89%	48.20%	8.00%	12.67%	14.66%
<b>获利能力</b>					
毛利率	19.25%	15.89%	16.30%	16.60%	16.90%
净利率	2.33%	3.61%	3.69%	3.84%	4.17%
ROE	4.19%	5.28%	5.57%	6.05%	6.64%
ROIC	4.18%	3.81%	4.10%	4.78%	5.64%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	67.91%	67.34%	66.43%	68.23%	67.63%
净负债率	40.47%	41.27%	37.56%	35.27%	30.63%
流动比率	1.55	1.56	1.57	1.48	1.47
速动比率	0.57	0.58	0.64	0.62	0.65
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	50.75	47.22	49.38	49.38	49.38
存货周转率	0.44	0.42	0.47	0.51	0.53
总资产周转率	0.21	0.19	0.21	0.21	0.22
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.47	0.70	0.75	0.85	0.97
每股经营现金流	2.45	3.47	3.36	2.88	3.68
每股净资产	11.23	13.21	13.52	14.02	14.66
<b>估值比率</b>					
市盈率	18.76	12.66	11.72	10.40	9.07
市净率	0.79	0.67	0.65	0.63	0.60
EV/EBITDA	8.22	10.56	8.91	7.85	6.60
EV/EBIT	8.88	12.02	10.14	8.89	7.43

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com