

招商蛇口 (001979)

证券研究报告
2024年11月01日

Q3 拿地力度加大，回购注入发展信心——招商蛇口 24 年三季度点评

事件：公司发布 2024 年三季度报，前三季度公司实现营收约 780.09 亿元，同比增加 2.88%；归母净利润约 26.01 亿元，同比减少 31%；基本每股收益 0.22 元，同比减少 43.59%。

业绩较中期保持稳定，毛利率有所下滑。2024 年前三季度，公司实现营收约 780.09 亿元，同比增加 2.88%；归母净利润约 26.01 亿元，同比减少 31%，主要系公司开发业务项目结转毛利率同比下降。第三季度，公司营收为 267.37 亿元，同比增长 9.64%；归母净利润为 11.83 亿元，下降 26.78%，单三季度营收表现良好，维持相对利润水平。2024 年前三季度，公司毛利率 9.95%，较 24H1 下降 2.03pct，较 23 年同期下降 8.3pct；公司销管研费率 4.41%，较 23 年同期下降 0.36pct，财务费率 2.11%，较 23 年同期上升 0.38pct。

销售维持稳健，三季度投资力度增强。销售端，2024 年前三季度，公司累计实现签约销售面积 642.44 万方，累计实现签约销售金额 1451.71 亿元，分别同比-30.0%、-35.9%，排名克而瑞百强房企全口径、权益口径销售金额第五位。拿地端，2024 年前三季度，公司获取 14 宗地块，总计容建筑面积 139.97 万平，总地价 288.84 亿元，公司需支付地价为 208.70 亿元，单三季度支付地价 108.7 亿元已超过上半年，投资力度有所增强，三季度布局上海、广州、杭州、西安、郑州等一二线城市核心城市，优质土储优势延续。

经营性现金流优化，租赁住房 REIT 上市。截至三季度末，公司在手货币资金 858.42 亿元，较 24 年中期增加 30.44 亿元。前三季度，公司经营活动产生的现金流量净额 129.71 亿，同比下降 49.58%。10 月 23 日，招商蛇口租赁住房 REIT 于深圳证券交易所上市，该基金最终募集基金份额 5 亿份，发售单价为 2.727 元/份，基金募集资金净额为 13.635 亿元。公司通过设立基础设施公募 REITs，有效拓宽融资渠道、盘活资产，并增强公司可持续经营能力。

回购注入长期发展信心，A 股首单回购贷款落地。10 月 14 日，招商蛇口等招商局集团旗下 8 家上市公司披露了回购或增持计划公告，招商蛇口回购总金额为 3.51 亿元~7.02 亿元，显示管理层对公司未来发展前景的信心和对公司中长期价值的认可，促进公司持续、稳定、健康发展。10 月 20 日，公司获得 A 股首单回购贷款，由招行深圳分行提供不超过 7.02 亿元贷款额度支持招商蛇口股份回购，贷款期限 12 个月，贷款利率不超过 2.25%且不超过市场利率，我们认为在提振投资者信心的同时，有助于优化公司资本结构、降低财务风险。

投资建议：公司 24 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，我们小幅调整公司 24-26 年归母净利润至 55.90、62.10、78.30 亿元（原值：68.25、76.90、88.18 亿元），维持“买入”评级

风险提示：国内外宏观形势变化、房地产销售不及预期、市场竞争加剧风险

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	11.57 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)	104,833.87
流通 A 股市值(百万元)	96,291.76
每股净资产(元)	10.79
资产负债率(%)	68.63
一年内最高/最低(元)	13.44/7.45

作者

王雯	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120005	wangwena@tfzq.com
鲍荣富	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-半年报点评:业绩波动下滑,强化投资管控——招商蛇口 24 年中报点评》 2024-09-02
- 《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

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	196,637.79	207,452.87
增长率(%)	13.92	(4.37)	5.80	6.20	5.50
EBITDA(百万元)	30,875.23	22,462.93	21,132.38	21,935.25	24,944.86
归属母公司净利润(百万元)	4,264.08	6,319.42	5,589.60	6,209.66	7,829.52
增长率(%)	(58.89)	48.20	(11.55)	11.09	26.09
EPS(元/股)	0.47	0.70	0.62	0.69	0.86
市盈率(P/E)	23.99	16.19	18.30	16.47	13.07
市净率(P/B)	1.01	0.85	0.84	0.82	0.78
市销率(P/S)	0.56	0.58	0.55	0.52	0.49
EV/EBITDA	8.22	10.56	11.57	9.86	8.36

资料来源：wind，天风证券研究所

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	87,132.35	108,368.68	108,158.82
应收票据及应收账款	3,912.60	3,500.22	3,998.68	3,965.15	4,436.69
预付账款	3,951.54	8,957.26	4,876.71	13,694.63	5,667.63
存货	411,549.22	416,702.14	389,599.22	390,397.36	393,774.50
其他	149,530.66	146,510.75	157,198.30	163,559.37	173,751.72
流动资产合计	655,187.14	663,959.88	642,805.27	679,985.19	685,789.35
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
非流动资产合计	231,284.23	244,548.62	259,665.51	274,763.40	289,840.23
资产总计	886,471.38	908,508.50	902,470.78	954,748.59	975,629.59
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	62,036.21	69,820.35	65,715.52
其他	221,234.34	202,450.44	350,076.48	386,274.72	400,996.18
流动负债合计	278,988.09	264,491.22	413,491.64	457,474.03	468,090.65
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
非流动负债合计	178,121.20	185,794.32	188,794.32	191,794.32	194,794.32
负债合计	602,030.90	611,818.22	602,285.97	649,268.35	662,884.98
少数股东权益	182,728.57	176,966.89	178,445.87	180,088.91	182,160.56
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	71,962.19	75,687.99	80,385.70
其他	18,709.53	21,606.18	20,267.97	20,194.56	20,689.57
股东权益合计	284,440.48	296,690.28	300,184.81	305,480.24	312,744.61
负债和股东权益总计	886,471.38	908,508.50	902,470.78	954,748.59	975,629.59

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	9,098.48	9,106.23	5,589.60	6,209.66	7,829.52
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	10,340.71	28,098.78	6,061.62
其它	18,566.02	14,012.49	2,136.12	2,809.48	3,514.98
经营活动现金流	22,173.99	31,430.98	20,223.46	39,700.69	19,957.80
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)
投资活动现金流	(10,014.34)	(12,241.03)	(13,842.98)	(15,021.56)	(14,921.74)
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	(4,560.04)	(3,652.64)	(4,017.90)
其他	(26,479.40)	(37,370.81)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(5,874.45)	(17,352.77)	(7,537.65)	(3,442.79)	(5,245.92)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	6,285.20	1,837.19	(1,157.16)	21,236.33	(209.87)

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
营业收入	183,002.66	175,007.56	185,158.00	196,637.79	207,452.87
营业成本	147,774.51	147,204.43	157,754.61	167,142.12	174,260.41
营业税金及附加	7,784.67	6,155.44	6,665.69	7,078.96	7,468.30
销售费用	4,081.10	4,328.22	4,073.48	4,326.03	4,563.96
管理费用	2,313.01	2,374.07	2,511.76	2,667.49	2,814.21
研发费用	125.04	158.36	129.61	137.65	145.22
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
营业利润	15,360.42	14,182.44	12,533.67	14,489.55	17,618.09
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
利润总额	15,817.10	13,988.63	12,563.67	14,654.55	17,789.07
所得税	6,718.62	4,882.40	4,509.10	5,706.48	6,506.80
净利润	9,098.48	9,106.23	8,054.57	8,948.07	11,282.27
少数股东损益	4,834.40	2,786.81	2,464.97	2,738.41	3,452.75
归属于母公司净利润	4,264.08	6,319.42	5,589.60	6,209.66	7,829.52
每股收益(元)	0.47	0.70	0.62	0.69	0.86

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	13.92%	-4.37%	5.80%	6.20%	5.50%
营业利润	-32.49%	-7.67%	-11.63%	15.60%	21.59%
归属于母公司净利润	-58.89%	48.20%	-11.55%	11.09%	26.09%
获利能力					
毛利率	19.25%	15.89%	14.80%	15.00%	16.00%
净利率	2.33%	3.61%	3.02%	3.16%	3.77%
ROE	4.19%	5.28%	4.59%	4.95%	6.00%
ROIC	4.18%	3.81%	3.44%	3.82%	5.21%
偿债能力					
资产负债率	67.91%	67.34%	66.74%	68.00%	67.94%
净负债率	40.47%	41.27%	40.85%	33.93%	33.47%
流动比率	1.55	1.56	1.55	1.49	1.47
速动比率	0.57	0.58	0.61	0.63	0.62
营运能力					
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	0.46	0.50	0.53
总资产周转率	0.21	0.19	0.20	0.21	0.21
每股指标(元)					
每股收益	0.47	0.70	0.62	0.69	0.86
每股经营现金流	2.45	3.47	2.23	4.38	2.20
每股净资产	11.23	13.21	13.44	13.84	14.41
估值比率					
市盈率	23.99	16.19	18.30	16.47	13.07
市净率	1.01	0.85	0.84	0.82	0.78
EV/EBITDA	8.22	10.56	11.57	9.86	8.36
EV/EBIT	8.88	12.02	13.41	11.40	9.52

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