

招商蛇口 (001979.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

各方面表现稳健,业绩筑底后有望修复

事件

2025年3月17日,公司发布2024年年报:实现营收1789.48亿元,同比+2.25%;归母净利润40.39亿元,同比-36.09%。

点评

营收略增,归母净利下降,主因结转毛利率下滑及计提减值增加。

2024年公司开发业务的结转毛利率为15.58%,同比下降1.53pct。2024年公司共计提资产减值准备59.44亿元(其中存货跌价准备35.75亿元),减少归母净利润43.44亿元。

销售规模稳居行业第五。24年公司销售金额2193亿元,同比-25.3%(同期TOP10房企同比-24.4%),继续稳居克而瑞百强房企全口径销售额的第5名(与23年全年排名一致)。

投资聚焦核心一二线。24年公司累计获取26宗地块,总地价486亿元,拿地强度22.2%;权益地价335亿元,权益比例68.9%。公司在“核心10城”的投资金额占比达90%,其中在一线城市的投资占公司全部投资额的59%。

现金充裕,资产负债扎实。截至24年末,公司剔除预资产负债率62.37%(23年末62.41%)、净负债率55.85%(23年末54.58%)、现金短债比1.59(23年末1.28)，“三道红线”始终处于绿档。期末货币现金1003.51亿元,同比+13.66%,能以更安全的资产负债结构穿越行业周期。

信用强,融资畅通,现金流量健康。24年公司经营活动现金流量净额319.64亿元,同比+1.69%。公司全年新增公开市场融资154.60亿元,票面利率均为同期同行业最低水平。24年末,公司综合资金成本2.99%,较年初降低48BP,保持行业最优水平。

通过回购+分红,持续强化股东回报。24年公司修订了《未来三年(2023-2025年)股东回报规划》,明确2023-2025年现金分红占当年归母净利润的比例不少于40%。24年公司通过现金分红17.5亿元及回购0.67亿元,合计18.17亿元(占24年归母净利润45%),稳定投资预期,提高股东回报。

投资建议

计提资产减值后,公司轻装上阵,且25年前海高利润项目逐渐进入结转,业绩有望触底回升。我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为68.1亿元/75.8亿元/83.9亿元,同比增速分别为+68.6%/+11.4%/+10.6%。公司股票现价对应PE估值分别为12.9x/11.6x/10.5x,维持“买入”评级。

风险提示

政策落地不及预期;房地产市场销售持续低迷;竣工不及预期。

房地产组

分析师:池天惠(执业S1130524080002)

chitianhui@gjzq.com.cn

联系人:何裕佳

heyujia@gjzq.com.cn

市价(人民币):9.70元

相关报告:

- 《招商蛇口公司点评:保租房REITs上市,回购彰显信心》,2024.10.31
- 《招商蛇口公司点评:当期营收利润下滑,投销稳健财务安全》,2024.9.1
- 《招商蛇口公司点评:业绩双位数增长,投资持续聚焦》,2024.4.30



公司基本情况(人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	175,008	178,948	183,137	186,521	189,556
营业收入增长率	-4.37%	2.25%	2.34%	1.85%	1.63%
归母净利润(百万元)	6,319	4,039	6,809	7,583	8,390
归母净利润增长率	48.20%	-36.09%	68.59%	11.37%	10.64%
摊薄每股收益(元)	0.697	0.446	0.751	0.837	0.926
每股经营性现金流净额	3.47	3.53	1.48	3.01	2.90
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.28%	3.64%	5.48%	5.89%	6.27%
P/E	13.66	22.97	12.91	11.59	10.48
P/B	0.72	0.84	0.71	0.68	0.66

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	183,003	175,008	178,948	183,137	186,521	189,556
增长率		-4.4%	2.3%	2.3%	1.8%	1.6%
主营业务成本	-147,775	-147,204	-152,812	-152,540	-155,343	-157,804
%销售收入	80.7%	84.1%	85.4%	83.3%	83.3%	83.2%
毛利	35,228	27,803	26,136	30,597	31,178	31,751
%销售收入	19.3%	15.9%	14.6%	16.7%	16.7%	16.8%
营业税金及附加	-7,785	-6,155	-6,930	-6,776	-6,901	-7,014
%销售收入	4.3%	3.5%	3.9%	3.7%	3.7%	3.7%
销售费用	-4,081	-4,328	-4,014	-3,937	-3,917	-3,886
%销售收入	2.2%	2.5%	2.2%	2.2%	2.1%	2.1%
管理费用	-2,313	-2,374	-2,103	-2,106	-2,145	-2,180
%销售收入	1.3%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
研发费用	-125	-158	-129	-125	-123	-121
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	20,924	14,787	12,959	17,653	18,092	18,551
%销售收入	11.4%	8.4%	7.2%	9.6%	9.7%	9.8%
财务费用	-1,960	-912	-1,943	-1,992	-2,130	-2,089
%销售收入	1.1%	0.5%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
资产减值损失	-6,459	-2,417	-6,034	-4,754	-3,469	-2,283
公允价值变动收益	472	38	-36	0	0	0
投资收益	2,017	2,472	3,885	3,808	3,693	3,509
%税前利润	12.7%	17.7%	42.7%	25.4%	22.5%	19.6%
营业利润	15,360	14,182	9,000	14,884	16,351	17,847
营业利润率	8.4%	8.1%	5.0%	8.1%	8.8%	9.4%
营业外收支	457	-194	89	80	80	80
税前利润	15,817	13,989	9,090	14,964	16,431	17,927
利润率	8.6%	8.0%	5.1%	8.2%	8.8%	9.5%
所得税	-6,719	-4,882	-4,901	-5,237	-5,751	-6,275
所得税率	42.5%	34.9%	53.9%	35.0%	35.0%	35.0%
净利润	9,098	9,106	4,189	9,727	10,680	11,653
少数股东损益	4,834	2,787	150	2,918	3,097	3,263
归属于母公司的净利润	4,264	6,319	4,039	6,809	7,583	8,390
净利率	2.3%	3.6%	2.3%	3.7%	4.1%	4.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	9,098	9,106	4,189	9,727	10,680	11,653
少数股东损益	4,834	2,787	150	2,918	3,097	3,263
非现金支出	9,320	5,765	9,683	7,955	6,178	5,086
非经营收益	-243	1,364	-1,590	92	212	401
营运资金变动	3,998	15,196	19,682	-4,354	10,225	9,151
经营活动现金净流	22,174	31,431	31,964	13,420	27,295	26,291
资本开支	-5,784	-6,584	-5,698	-518	-575	-580
投资	-7,607	-6,916	-1,015	-8,229	-8,593	-8,974
其他	3,377	1,259	9,871	3,808	3,693	3,509
投资活动现金净流	-10,014	-12,241	3,158	-4,939	-5,474	-6,045
股权募资	14,503	23,391	1,643	9,126	0	0
债权募资	23,347	8,292	7,492	8,021	11,210	11,671
其他	-43,724	-49,037	-32,541	-6,723	-7,033	-7,356
筹资活动现金净流	-5,874	-17,353	-23,405	10,424	4,177	4,315
现金净流量	6,472	1,797	11,714	18,905	25,998	24,561

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	86,243	88,290	100,351	118,479	143,952	168,159
应收款项	130,691	121,931	111,447	118,959	119,931	120,648
存货	411,549	416,702	369,183	360,925	349,279	339,690
其他流动资产	26,704	37,038	33,184	34,188	34,864	35,539
流动资产	655,187	663,960	614,166	632,552	648,025	664,036
%总资产	73.9%	73.1%	71.4%	71.5%	71.5%	71.5%
长期投资	195,941	208,662	210,853	219,027	227,563	236,479
固定资产	11,630	12,592	12,268	9,895	8,006	6,017
%总资产	1.3%	1.4%	1.4%	1.1%	0.9%	0.6%
无形资产	4,596	5,040	4,728	4,627	4,580	4,535
非流动资产	231,284	244,549	246,143	251,733	258,230	265,014
%总资产	26.1%	26.9%	28.6%	28.5%	28.5%	28.5%
资产总计	886,471	908,508	860,309	884,285	906,255	929,050
短期借款	40,542	40,644	52,406	52,138	54,745	57,482
应付款项	187,591	176,605	150,203	159,077	161,936	164,439
其他流动负债	195,776	208,775	183,699	175,383	176,161	176,839
流动负债	423,910	426,024	386,308	386,598	392,842	398,759
长期贷款	121,074	118,771	125,777	132,066	138,670	145,603
其他长期负债	57,048	67,024	61,478	62,746	64,222	65,869
负债	602,031	611,818	573,564	581,410	595,734	610,231
普通股股东权益	101,712	119,723	111,007	124,219	128,768	133,802
其中：股本	7,739	9,061	9,061	9,061	9,061	9,061
未分配利润	60,857	64,139	64,274	68,359	72,909	77,943
少数股东权益	182,729	176,967	175,738	178,656	181,753	185,016
负债股东权益合计	886,471	908,508	860,309	884,285	906,255	929,050

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.551	0.697	0.446	0.751	0.837	0.926
每股净资产	13.143	13.213	12.251	13.709	14.212	14.767
每股经营现金净流	2.865	3.469	3.528	1.481	3.012	2.902
每股股利	0.540	0.230	0.320	0.301	0.335	0.370
回报率						
净资产收益率	4.19%	5.28%	3.64%	5.48%	5.89%	6.27%
总资产收益率	0.48%	0.70%	0.47%	0.77%	0.84%	0.90%
投入资本收益率	2.46%	1.89%	1.16%	2.13%	2.11%	2.09%
增长率						
主营业务收入增长率	13.92%	-4.37%	2.25%	2.34%	1.85%	1.63%
EBIT增长率	-16.52%	-29.33%	-12.36%	36.22%	2.49%	2.54%
净利润增长率	-58.89%	48.20%	-36.09%	68.59%	11.37%	10.64%
总资产增长率	3.54%	2.49%	-5.31%	2.79%	2.48%	2.52%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.1	7.7	7.1	7.0	6.9	6.8
存货周转天数	1,024.0	1,026.8	938.6	875.0	840.0	810.0
应付账款周转天数	140.7	144.8	135.9	130.0	130.0	130.0
固定资产周转天数	21.6	24.2	23.3	18.0	13.9	9.7
偿债能力						
净负债/股东权益	40.39%	41.06%	43.50%	37.85%	32.32%	27.55%
EBIT利息保障倍数	10.7	16.2	6.7	8.9	8.5	8.9
资产负债率	67.91%	67.34%	66.67%	65.75%	65.74%	65.68%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	6	24	44	69	192
增持	0	1	1	3	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.04	1.02	1.04	1.02

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-06-18	买入	13.44	N/A
2	2023-07-13	买入	11.95	N/A
3	2023-08-29	买入	14.30	N/A
4	2023-10-30	买入	11.23	N/A
5	2024-03-19	买入	9.52	N/A
6	2024-04-30	买入	8.83	N/A
7	2024-09-01	买入	9.23	N/A
8	2024-10-31	买入	10.99	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806