

招商蛇口 (001979.SZ)

销售规模稳居前列，减值计提拖累业绩

事件：2025 年 3 月 17 日，公司发布 2025 年年度报告。

收入同比微增，利润短期承压。公司 2024 年实现营业收入 1789.5 亿元 (YoY+2.3%)，归母净利润 40.4 亿元 (YoY-36.1%)，扣非归母净利润 24.5 亿元 (YoY-57.3%)，拟每 10 股派现 1.9353 元，合计派发 17.5 亿元，占归母净利润 43.3%，分红比例保持稳定。公司营收微增但利润下降主要由于：(1) 毛利率同比下降 1.3pct 至 14.6%；(2) 资产减值损失和信用减值损失 60.3 亿元，同比增加 149.6%，计提减值准备金额较大的主要为在盐城、徐州、南通、南宁、广州等城市的房地产项目。

销售金额维持行业前五，投资聚焦强心城市。公司 2024 年销售额 2193 亿元 (YoY-25.3%)，销售面积 935.9 万平方米 (YoY-23.5%)，销售额维持行业第五。公司 2024 年在西安、长沙、合肥、南通、徐州等五城销售金额排名位居第一，在南京、上海、深圳、苏州、成都、重庆、佛山、厦门、温州等九城进入当地销售名前五。2024 年公司累计获取 26 宗地块，计容建面 225 万平 (YoY-61.9%)，总地价 486 亿元 (YoY-57.1%)，权益地价 335 亿元 (YoY-61.4%)，拿地权益比同比降低 7.7pct 至 68.8%，拿地金额/销售金额同比减少 16.4pct 至 22.2%。公司投资聚焦“核心 10 城”，投资额占比达 90%，其中在一线城市的投资额占比达到 59%。

资产运营多元业态协同，物业服务非住领域优势持续扩大。2024 年公司主要持有物业全口径收入 74.64 亿元，同比上涨 12%，EBITDA 实现 36.67 亿元，同比上涨 11%，开业三年以上稳定期项目 EBITDA 回报率达 6.42%，同比提升 0.2 个百分点。集中商业、产业园、写字楼、公寓、酒店运营收入分别为 17.7、13.8、13.5、12.3、10.2 亿元，同比分别为+22.2%、+8.4%、+7.1%、+13.4%、-4.1%。物业服务领域，招商积余 2024 年实现营业收入 171.7 亿元，同比增长 9.9%；归母净利润 8.4 亿元，同比增长 14.24%，利润增长超过收入增长。截止 2024 年末，在管项目 2296 个，管理面积达 3.65 亿平方米，全年第三方拓展年度合同额达 36.93 亿元，其中第三方外拓非住业态新签合同额达 34 亿元，占第三方拓展的 92%。

财务稳健，融资成本为同行业较低水平。截止 2024 年末，公司净负债率 55.85%，剔除预收账款的资产负债率 62.37%，现金短债比 1.59 倍，三道红线维持绿档。公司积极响应房地产融资新模式，全年落地经营性物业贷款 92 亿元，债务结构更加稳固。2024 年公司抓住利率下行的市场窗口，发挥公司信用优势进行高息债务置换，资金成本显著降低，全年新增公开市场融资 154.6 亿元，票面利率均为同期同行业最低水平；2024 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。

投资建议：维持“买入”评级。公司作为央企龙头，财务稳健，融资成本有显著优势，能够积极参与土地市场，随着低毛利地块逐渐消化，新拿地利润率修复，我们认为公司将在行业竞争格局改善中受益。根据公司过往拿地和销售情况，我们调整了盈利预测，预测公司 2025/2026/2027 年营收分别为 1734/1676/1601 亿元，归母净利润分别为 45/50/56 亿元，对应摊薄 EPS 为 0.49/0.55/0.62 元/股。当前股价对应 2025 年 PE19.5 倍，维持“买入”评级。

风险提示：政策放松不及预期，毛利率改善不及预期，结算进度不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	175,008	178,948	173,448	167,581	160,085
增长率 yoy (%)	-4.4	2.3	-3.1	-3.4	-4.5
归母净利润 (百万元)	6,319	4,039	4,456	5,010	5,616
增长率 yoy (%)	48.2	-36.1	10.3	12.4	12.1
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.70	0.45	0.49	0.55	0.62
净资产收益率 (%)	3.1	1.5	2.2	2.3	2.3
P/E (倍)	13.7	21.5	19.5	17.3	15.4
P/B (倍)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8

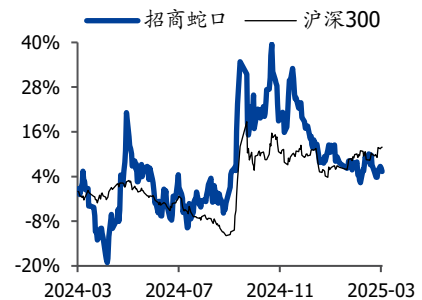
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 03 月 19 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	房地产开发
前次评级	买入
03 月 19 日收盘价 (元)	9.57
总市值 (百万元)	86,712.20
总股本 (百万股)	9,060.84
其中自由流通股 (%)	91.85
30 日日均成交量 (百万股)	69.80

股价走势



作者

分析师 金晶

执业证书编号：S0680522030001

邮箱：jinjing3@gszq.com

分析师 肖依依

执业证书编号：S0680523080005

邮箱：xiaoyiyi3664@gszq.com

相关研究

- 1、《招商蛇口 (001979.SZ)：销售排名维持前五，投资继续聚焦核心城市》 2024-11-03
- 2、《招商蛇口 (001979.SZ)：业绩短期承压，融资成本持续降低》 2024-09-02
- 3、《招商蛇口 (001979.SZ)：归母净利润高增，销售拿地稳健》 2024-03-20

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	663960	614166	670925	649503	731224
现金	88290	100351	105985	132666	162549
应收票据及应收账款	3500	3573	3098	2887	2633
其他应收款	118430	107874	108936	94193	87722
预付账款	8957	4567	9309	7449	7104
存货	416702	369183	414779	383191	441898
其他流动资产	28080	28617	28817	29117	29317
非流动资产	244549	246143	252746	258793	265187
长期投资	80142	76504	78644	80730	82427
固定资产	11618	11444	15477	19196	23736
无形资产	1984	1863	2066	2256	2433
其他非流动资产	150805	156333	156558	156611	156591
资产总计	908508	860309	923671	908296	996411
流动负债	426024	386308	442665	421369	503158
短期借款	1379	2751	3026	3328	3661
应付票据及应付账款	60662	53115	61162	52469	50667
其他流动负债	363983	330442	378478	365572	448830
非流动负债	185794	187256	189649	190843	192157
长期借款	170098	172677	175070	177463	179856
其他非流动负债	15697	14578	14578	13379	12300
负债合计	611818	573564	632314	612212	695315
少数股东权益	176967	175738	177648	179501	180905
股本	9061	9061	9061	9061	9061
资本公积	20448	20478	20478	20478	20478
留存收益	68608	69035	72637	76520	80491
归属母公司股东权益	119723	111007	113709	116584	120191
负债和股东权益	908508	860309	923671	908296	996411

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	31431	31964	27252	27823	30632
净利润	9106	4189	6366	6863	7019
折旧摊销	2959	3291	2058	2835	3733
财务费用	912	1943	2011	1749	1453
投资损失	-2481	-3892	-2707	-2615	-2181
营运资金变动	15196	19682	19597	19022	20642
其他经营现金流	5738	6752	-73	-31	-34
投资活动现金流	-12241	3158	-5880	-6236	-7912
资本支出	6591	5703	4462	3962	4697
长期投资	-8556	-1774	-2141	-2085	-1697
其他投资现金流	-14206	7087	-3559	-4360	-4913
筹资活动现金流	-17353	-23405	-15738	5094	7164
短期借款	-130	1372	275	303	333
长期借款	9275	2580	2393	2393	2393
普通股增加	1322	0	0	0	0
资本公积增加	10234	30	0	0	0
其他筹资现金流	-38054	-27387	-18405	2398	4438
现金净增加额	1797	11714	5634	26681	29883

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	175008	178948	173448	167581	160085
营业成本	147204	152812	148561	142039	134077
营业税金及附加	6155	6930	7285	7038	6724
营业费用	4328	4014	4336	4190	4002
管理费用	2374	2103	2039	1970	1882
研发费用	158	129	136	128	123
财务费用	912	1943	2011	1749	1453
资产减值损失	-2276	-4484	-2081	-1843	-1361
其他收益	206	128	193	173	172
公允价值变动收益	38	-36	73	31	34
投资净收益	2481	3892	2707	2615	2181
资产处置收益	0	34	0	0	0
营业利润	14182	9000	14135	15131	15572
营业外收入	278	247	326	356	302
营业外支出	472	157	315	236	275
利润总额	13989	9090	14146	15251	15599
所得税	4882	4901	7780	8388	8579
净利润	9106	4189	6366	6863	7019
少数股东损益	2787	150	1910	1853	1404
归属母公司净利润	6319	4039	4456	5010	5616
EBITDA	22878	18226	21684	23354	24147
EPS (元)	0.70	0.45	0.49	0.55	0.62

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-4.4	2.3	-3.1	-3.4	-4.5
营业利润(%)	-7.7	-36.5	57.0	7.0	2.9
归属于母公司净利润(%)	48.2	-36.1	10.3	12.4	12.1
获利能力					
毛利率(%)	15.9	14.6	14.3	15.2	16.2
净利率(%)	3.6	2.3	2.6	3.0	3.5
ROE(%)	3.1	1.5	2.2	2.3	2.3
ROIC(%)	3.8	2.0	2.6	2.6	2.5
偿债能力					
资产负债率(%)	67.3	66.7	68.5	67.4	69.8
净负债比率(%)	45.6	47.7	40.9	34.3	27.3
流动比率	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	47.2	50.6	52.0	56.0	58.0
应付账款周转率	2.5	2.7	2.6	2.5	2.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.70	0.45	0.49	0.55	0.62
每股经营现金流(最新摊薄)	3.47	3.53	3.01	3.07	3.38
每股净资产(最新摊薄)	10.89	10.92	11.22	11.54	11.94
估值比率					
P/E	13.7	21.5	19.5	17.3	15.4
P/B	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	17.4	21.9	17.7	15.7	14.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 03 月 19 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com