



公司评级 买入（维持）

报告日期 2025年03月19日

基础数据

03月18日收盘价（元）	9.65
总市值（亿元）	874.37
总股本（亿股）	90.61

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证地产】招商蛇口2024年三季度报点评：业绩有所承压，销售排名稳定，回购增强信心-2024.11.01

【兴证地产】招商蛇口2024年半年报点评：扣非业绩稳定，销售、拿地聚焦核心城市-2024.09.02

【兴证地产】招商蛇口2023年年报点评：业绩同比高增，高分红积极回报股东-2024.03.19

分析师：靳璐瑜

S0190520080003
jinluyu@xyzq.com.cn

分析师：宋词

S0190523120004
songci@xyzq.com.cn

招商蛇口(001979.SZ)

2024 年年报点评：减值充分计提，聚焦强心城市、升级产品体系

投资要点：

- **业绩受到减值和利润率影响，分红比例保持高位。**2024 年公司实现营收 1789.48 亿元，同比增加 2.25%，实现归母净利润 40.39 亿元，同比下降 36.09%；综合毛利率 14.61%，同比下降 1.28pct。公司业绩同比下滑主要由于：1）开发业务项目结转毛利率同比下降，24 年开发业务毛利率 15.58%，同比减少 1.50pct；2）计提减值增加，24 年计提减值损失合计 60.34 亿元（23 年同期为 24.17 亿元），其中，资产减值损失 44.84 亿元，信用减值损失 15.50 亿元。

- **销售规模优于行业百强水平，排名稳定前五。**24 年公司累计实现销售金额 2193 亿元，累计同比-25.3%；累计销售面积 936 万平方米，累计同比-23.5%。公司销售规模虽然有所下滑，但是依然优于 2024 年百强房企销售平均下滑水平-30.3%，同时公司销售排名稳定在行业前五。

拿地权益比例高于前 5 年均值，投资聚焦核心“10 城”，多元化拿地和优质土地资源助力公司可持续发展。24 年公司累计获取 26 宗地块，拿地金额约 486 亿元，拿地力度 22.2%，新增拿地权益比例 68.9%，高于过去 5 年平均 62.3%水平。24 年公司在“核心 10 城”的投资金额占比分别为 90%，其中北上广深投资占比为 59%。而进入 2025 年，公司在土地市场积极拿地，25 年 1-2 月累计拿地金额达到 139 亿元，拿地力度达到 71%。公司已形成招拍挂、收并购、旧改、轻资产等多元化资源获取方式，以较低成本获取优质资源。通过产城联动获取了独特的战略资源，在深圳的蛇口、太子湾、前海等区域，拥有大量待开发的优质资源。

- **三道红线绿档保安全，进一步降低融资成本。**“三道红线”保持绿档，公司剔除预收账款的资产负债率 62.37%、净负债率 55.85%、现金短债比为 1.59。公司全年经营活动现金流量净额 319.64 亿元，期末货币资金余额达 1003.51 亿元。**紧抓利率下行市场窗口降成本。**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；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。

- **资产运营和物业服务快速发展，积极探索“AI+”战略落地。**1) **资产运营：**24 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%。**REITs 平台逐步完善布局，2024 年落子租赁住房 REIT，**目前已在产业园区、租赁住房、集中商业等业态搭建多个 REITs 平台。2024 年末，公司 REITs 平台管理资产约 59 万平米，管理口径收入达 8.13 亿。2) **物业服务：**24 年招商积余利润增长超过收入增长，实现营收 171.7 亿元，同比+9.89%，归母净利润 8.4 亿元，同比+14.2%。目前招商积余在管项目 2296 个，管理面积 3.65 亿平米。3) **“AI+”战略：**公司坚决落实“AI+”战略，探索多智能体交互、多模态交互等前沿技术，依托 DeepSeek 等先进大模型的技术赋能，实现 AI 应用在智慧服务、智慧空间、智慧运营等更多细分场景的落地。

- **投资建议：**招商蛇口 2024 年销售优于行业平均，排名稳定前 5；2025 年以来拿地力度大幅增加；在手现金超千亿，融资成本进一步降低。我们调整公司 2025-2026 年 EPS 为 0.47 元、0.53 元的预测，以 2025 年 3 月 18 日收盘价计算，对应 PE 为 20.5 倍、18.4 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**核心城市资源获取不及预期，基本面表现和政策不及预期。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	178948	155655	150015	149428
同比增长	2.3%	-13.0%	-3.6%	-0.4%
归母净利润（百万元）	4039	4268	4760	5408
同比增长	-36.1%	5.7%	11.5%	13.6%
毛利率	14.6%	14.5%	15.1%	15.0%
ROE	3.6%	3.7%	4.0%	4.4%
每股收益（元）	0.45	0.47	0.53	0.60
市盈率	21.7	20.5	18.4	16.2

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

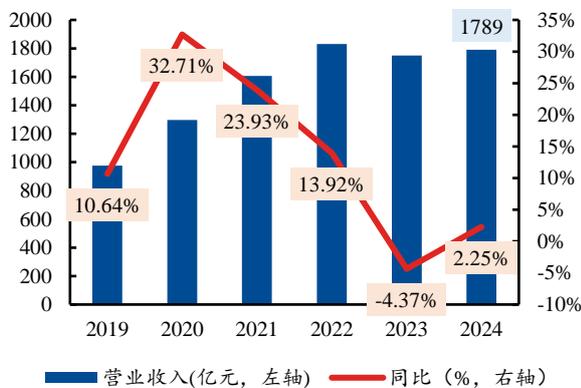
3月17日，招商蛇口发布2024年年报，2024年公司实现营收1789.48亿元，同比增加2.25%，实现归母净利润40.39亿元，同比下降36.09%；综合毛利率14.61%，同比下降1.28pct；加权平均净资产收益率3.36%，同比下降2.68pct。

点评

1. 业绩受到减值和毛利率下滑影响，分红比例保持高位

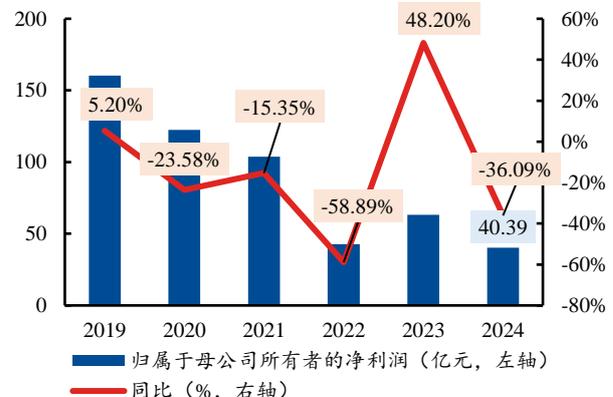
24年业绩同比下滑，主因毛利率下降和计提减值增加。24年公司实现营收1789.48亿元，同比增加2.25%，实现归母净利润40.39亿元，同比下降36.09%；综合毛利率14.61%，同比下降1.28pct。24年公司业绩同比下滑主要由于：1) 开发业务项目结转毛利率同比下降，根据年报2024年公司开发业务毛利率15.58%，较去年同期减少1.50pct；2) 计提房地产项目减值准备同比增加，2024年计提减值损失合计60.34亿元，23年同期为24.17亿元；其中，2024年计提减值损失中，资产减值损失44.84亿元，信用减值损失15.50亿元。

图1、2024年营业收入同比增加2.25%



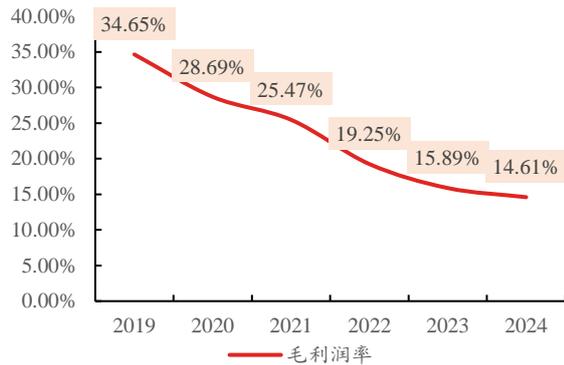
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、2024年归母净利润同比下降36.09%



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、2024 年综合毛利率为 14.61%



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、2024 年归母净利润为 2.26%



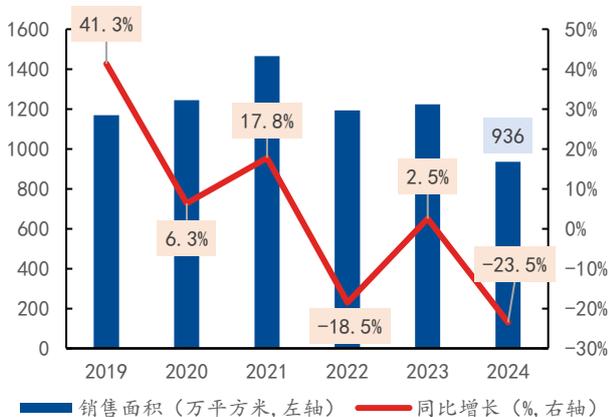
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

分红比例保持高位，积极回报股东。2024 年度公司拟每 10 股派发现金红利 1.94 元（含税），对应 24 年分红率 45.00%（2015-2023 年年均分红率 41.35%），按照 3 月 17 日收盘价计算，股息率为 2.00%。根据此前公司发布的未来三年股东回报规划，2023-2025 年现金分红率不低于 40%，当发展阶段属于成熟期且无重大资金支出安排的，分红率将提高到 80%，未来分红率仍有提升空间。

2. 销售规模优于行业，拿地聚焦核心城市，高产品力引领高去化率

销售规模优于行业百强水平，排名稳定前五。24 年公司累计实现销售金额 2193 亿元，累计同比-25.3%；累计销售面积 936 万平方米，累计同比-23.5%。公司销售规模虽然有所下滑，但是依然优于 2024 年百强房企销售平均下滑水平-30.3%，同时公司销售排名稳定在行业前五。

图5、24 年实现销售面积 936 万方，同比-23.5%



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、24 年实现销售金额 2193 亿元，同比-25.3%

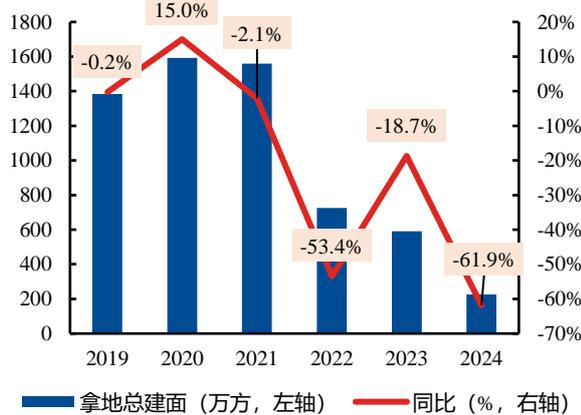


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

拿地权益比例高于前 5 年均值，投资聚焦核心“10 城”。24 年公司累计获取 26 宗地块，拿地金额约 486 亿元，拿地力度 22.2%，新增拿地权益比例 68.9%，高于过去 5 年平均 62.3%水平。公司拿地质量及流速有一定保障，24 年公司在“核心 10 城”的投资金额占比分别为 90%，其中北上广深投资占比为 59%。而进入 2025 年，公司在土地市场积极拿地，25 年 1-2 月累计拿地金额达到 139 亿元，拿地力度达到 71%。

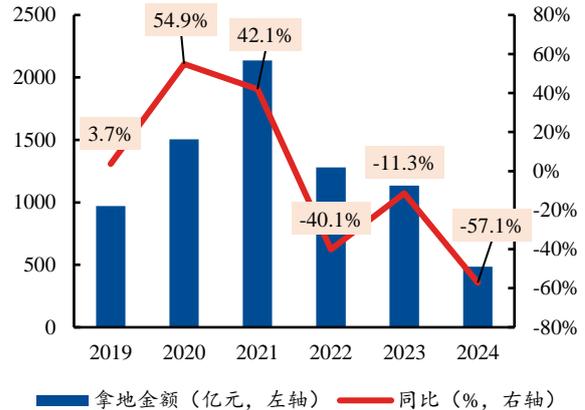
多元化拿地和优质土地资源助力公司可持续发展。经过多年发展，公司已形成招拍挂、收并购、旧改、轻资产等多元化资源获取方式，以较低成本获取优质资源，推动公司可持续发展。同时，公司积极响应国家战略，围绕“国家所需、招商所能”参与粤港澳大湾区、漳州开发区、海南自贸区（港）等区域的建设，通过产城联动获取了独特的战略资源。尤其在粤港澳大湾区核心城市深圳的蛇口、太子湾、前海等区域，公司拥有大量待开发的优质资源。随着湾区经济的蓬勃发展，这些资源的战略价值日益凸显，为公司未来发展提供了强劲动力。

图7、2024 年公司拿地建面同比-61.9%



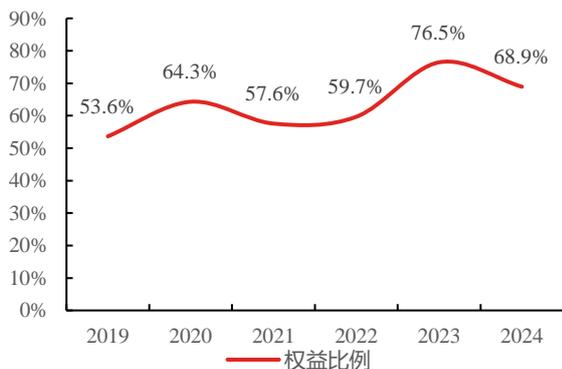
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、2024 年公司拿地金额同比-57.1%



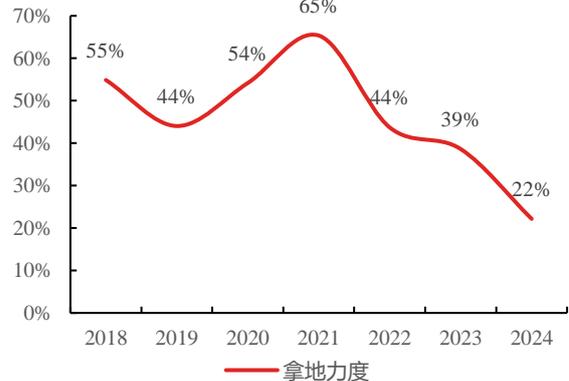
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、2024 年公司拿地权益比例 68.9%



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、2024 年公司拿地力度 22%



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

高产品力引领高去化率。公司标杆项目亮点纷呈，**20**余个全国新作首开去化率领先竞品**25%**，其中北京招商玺、合肥招商玺、武汉武昌序、成都翎云阁、西安揽阅、上海揽阅等共**10**个项目入选**2024**年全国十大高端/轻奢/品质作品榜单。**24**年公司系统性升级的产品管理体系实现住宅产品力跨越式突破，形成“**3+1**”全新产品系：包含“玺”系+“天青”“启序”“揽阅”三系。同时为优化产品价值呈现，创新构建“十二维生活场景全生命周期体验系统”，通过沉浸式场景营造实现“所见即所得”的品质交付，**2024**年完美交付比例稳步提升。

代建业务再启航。公司自**2010**年起开展代建业务，已累计承接代建项目超**540**个，布局城市超**27**个，累计管理面积超**2,000**万平方米。**2024**年**3**月正式设立专业公司招商建管，当年新增**77**个代建项目，新增代建管理面积约**898**万平方米，业务聚焦实现爆发式增长。**2024**年代建新签约规模、代建综合能力、代建产品力均跻身行业**TOP10**。

3. 三道红线绿档保安全，融资成本进一步降低

“三道红线”保持绿档。公司坚持以销定投、以销定产，保持现金流稳定，增加在手现金储备。公司全年经营活动现金流量净额**319.64**亿元，期末货币资金余额达**1003.51**亿元。公司剔除预收账款的资产负债率**62.37%**、净负债率**55.85%**、现金短债比为**1.59**，“三道红线”始终处于绿档。

紧抓利率下行市场窗口降成本。发挥公司信用优势进行债务置换，资金成本进一步降低。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；**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。公司积极响应房地产融资新模式，推动融资模式回归项目逻辑，利用经营性物业贷款新政，建立平台融资向项目融资转换的有效通道，全年落地经营性物业贷款**92**亿元，债务结构更加稳固。

图11、2024 年公司净负债率 55.6%



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、2024 年剔除预收账款资产负债率 62.4%



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

4. 资产运营和物业服务快速发展，积极探索“AI+”战略落地

1) **资产运营**：24 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%。报告期内，公司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。

具体来看，24 年公司集中商业/写字楼/产业园/长租公寓/酒店运营收入分别为 17.7/13.5/13.8/12.3/10.2 亿元，同比分别 22.2%/7.1%/8.4%/13.4%/-4.1%。

REITs 平台逐步完善布局，24 年落子租赁住房 REIT。24 年，公司以位于深圳的壹栈太子湾项目和壹栈林下项目为底层资产，搭建蛇口租赁住房 REIT 平台，于 10 月 23 日完成上市发行，发售价格为 2.727 元/份，溢价率 9.2%，募集资金 13.64 亿元。目前已在产业园区、租赁住房、集中商业等业态搭建多个 REITs 平台。公司成功构建了持有物业“开发-运营-资本化-再投资”的良性循环体系，确立了“投、融、建、管、退”的全生命周期发展模式。这一模式实践了以存量带增量、以产融促周转的轻重结合发展战略，构建了房地产发展的新模式。2024 年末，公司通过公募 REITs 平台管理资产约 59 万平方米，2024 年管理口径收入达 8.13 亿。

2) **物业服务**：24 年招商积余利润增长超过收入增长，实现营收 171.7 亿元，同比+9.89%，归母净利润 8.4 亿元，同比+14.2%。目前招商积余在管项目 2296 个，管理面积 3.65 亿平米。

3) **“AI+”战略**：公司坚决落实“AI+”战略，探索多智能体交互、多模态交互等前沿技术，依托 DeepSeek 等先进大模型的技术赋能，实现 AI 应用在智慧服务、智慧空间、智慧运营等更多细分场景的落地。

投资建议：招商蛇口 2024 年销售优于行业平均，排名稳定前 5；2025 年以来拿地力度大幅增加；在手现金超千亿，融资成本进一步降低。我们调整公司 2025-2026 年 EPS 为 0.47 元、0.53 元的预测，以 2025 年 3 月 18 日收盘价计算，对应 PE 为 20.5 倍、18.4 倍，维持“买入”评级。

风险提示：需求端政策力度、销售改善不及预期，公司业绩不确定性。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	614166	616514	604360	584554
货币资金	100351	129491	159160	180415
交易性金融资产	0	252	554	527
应收票据及应收账款	3573	3218	3066	3032
预付款项	4567	8099	7752	6417
存货	369183	335861	294117	256334
其他	136491	139593	139710	137829
非流动资产	246143	259120	268214	275825
长期股权投资	76504	81485	83765	84973
固定资产	11444	11584	11627	11573
在建工程	824	780	735	735
无形资产	1821	1726	1632	1538
商誉	1854	2013	2093	2173
其他	153697	161531	168361	174833
资产总计	860309	875634	872573	860379
流动负债	386308	394848	386184	365103
短期借款	2751	2458	2775	3240
应付票据及应付账款	53115	54038	52821	49455
其他	330442	338352	330588	312408
非流动负债	187256	189839	190962	195231
长期借款	125777	131777	135344	140869
其他	61478	58062	55618	54362
负债合计	573564	584687	577146	560334
股本	9061	9061	9061	9061
未分配利润	64274	67220	70139	73234
少数股东权益	175738	176561	177409	178120
股东权益合计	286745	290947	295427	300045
负债及权益合计	860309	875634	872573	860379

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	4039	4268	4760	5408
折旧和摊销	3649	3345	3694	3768
营运资金的变动	19682	34088	31715	18200
经营活动产生现金流量	31964	47961	46679	33417
资本支出	-5698	-1214	-1249	-933
长期投资	-1015	-15212	-11576	-10079
投资活动产生现金流量	3158	-14195	-10445	-8490
债券融资	7492	2291	1440	4734
股权融资	1643	0	0	0
融资活动产生现金流量	-23405	-4625	-6565	-3672
现金净变动	11714	29140	29669	21255

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	178948	155655	150015	149428
营业成本	152812	133104	127404	127007
税金及附加	6930	5475	5276	5433
销售费用	4014	3675	3607	3491
管理费用	2103	2044	1994	1902
研发费用	129	122	123	116
财务费用	1943	1848	2058	1288
投资收益	3892	2436	2579	2719
公允价值变动收益	-36	24	24	24
信用减值损失	-1550	-1169	-935	-842
资产减值损失	-4484	-1998	-1407	-1256
营业利润	9000	8928	10032	11034
营业外收支	89	127	17	78
利润总额	9090	9055	10049	11111
所得税	4901	3963	4441	4992
净利润	4189	5092	5608	6119
少数股东损益	150	823	847	711
归属母公司净利润	4039	4268	4760	5408
EPS (元)	0.45	0.47	0.53	0.60

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	2.3%	-13.0%	-3.6%	-0.4%
营业利润增长率	-36.5%	-0.8%	12.4%	10.0%
归母净利润增长率	-36.1%	5.7%	11.5%	13.6%
盈利能力				
毛利率	14.6%	14.5%	15.1%	15.0%
归母净利润	2.3%	2.7%	3.2%	3.6%
ROE	3.6%	3.7%	4.0%	3.6%
偿债能力				
资产负债率	66.7%	66.8%	66.1%	65.1%
流动比率	1.59	1.56	1.56	1.60
速动比率	0.55	0.61	0.69	0.77
营运能力				
资产周转率	0.20	0.18	0.17	0.17
每股资料 (元)				
每股收益	0.45	0.47	0.53	0.60
每股经营现金	3.53	5.29	5.15	3.69
估值比率 (倍)				
PE	21.7	20.5	18.4	16.2
PB	0.8	0.8	0.7	0.7

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn