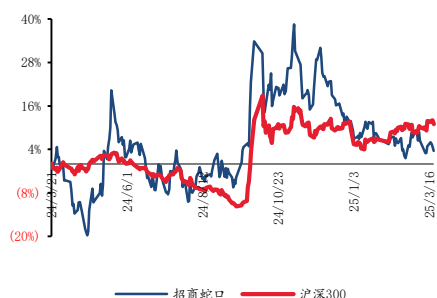


招商蛇口 2024 年报点评：拿地聚焦核心城市，计提减值短期拖累业绩

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	90.61/83.23
总市值/流通(亿元)	858.97/788.98
12个月内最高/最低价(元)	13.44/7.45

相关研究报告

证券分析师：徐超

电话：18311057693

E-MAIL: xuchao@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190521050001

证券分析师：戴梓涵

电话：18217681683

E-MAIL: daizh@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524110003

事件：

公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 1789.48 亿元，同比上升 2.25%，归母净利润 40.39 亿元，同比下降 36.09%，基本每股收益 0.37 元/股，同比下降 43.08%。

要点：

营收实现微增，计提减值短期拖累业绩。

2024 年公司实现营收 1789.48 亿元，同比微增 2.25%，归母净利润 40.39 亿元，同比下滑 36.09%。营收微增但归母净利润下滑主要原因包括：1) 公司开发业务项目结转毛利率为 15.58%，较 23 年同比下降 1.53 个百分点；2) 2024 年计提资产减值损失和信用减值损失总额 60.34 亿元，同比去年多计提 36.17 亿元。

销售规模保持行业前五，多城排名靠前。

2024 年公司累计实现签约销售面积 935.9 万平方米，较 23 年同比下降 23.5%。据克而瑞数据，公司全年实现全口径销售金额 2193.0 亿元，同比下降 25.3%，权益销售金额 1506.0 亿元，同比下降 18.7%，全口径和权益口径销售金额在行业排名均为第五名，较去年保持一致。具体城市来看，公司在西安、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排名前五。

投资聚焦“核心 10 城”，获取优质项目。

拿地方面，公司坚持区域聚焦、城市深耕、以销定投、精挑细选的投资策略。24 年全年累计获取 26 宗地块，总计容建面约 225 万平方，总地价约 486 亿元，权益地价 335 亿元，新增拿地权益比 68.9%。公司在“核心 10 城”投资金额占比达 90%，其中在一线城市的投资金额占比 59%。

财务管理稳健，融资成本进一步下降。

截至 2024 年年末，公司“三道红线”保持绿档，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。融资方面，积极响应房地产融资新模式，落地经营性物业贷款 92 亿元，债务结构更加稳固。此外，紧抓利率下行的市场窗口，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 年年末，综合资金成本为 2.99%，较 2023 年同比下降 0.48 个百分点，保持行业最优水平。

资产运营和物业服务业务快速发展，坚决落实“AI+”战略。

资产运营板块，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%。24 年新入市 23 个重资产项目，新增经营面积 101 万平方米（11 个公寓+6 个集中商业+3 个产业园+3 个酒店）；年内新增签约轻资产管理面积约 91 万平方米，管理输出项目位于上海、南京、无锡、成都、武汉等核心城市。物业服务领域，招商积余实现营收 171.72 亿元，同比增长 9.89%，归母净利润 8.40 亿元，同比增长 14.24%。截至 2024 年末，招商积余在管项目 2,296 个，管理面积达 3.65 亿平方米。此外，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：

公司作为央企龙头，股东综合实力强，投资聚焦核心区域城市，土地储备充足，销售保持韧性，考虑到目前处于房地产行业深度调整期，公司因计提减值短期业绩承压，我们预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润为 45.56/55.63/50.01 亿元，对应 25/26/27 年 PE 分别为 18.85X/15.44X/17.17X，持续给予“买入”评级。

风险提示：房地产行业政策风险；销售改善不及预期；毛利率下行超预期

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	178,948	179,000	181,000	178,000
营业收入增长率(%)	2.25%	0.03%	1.12%	-1.66%
归母净利（百万元）	4,039	4,556	5,563	5,001
净利润增长率(%)	-36.09%	12.81%	22.11%	-10.10%
摊薄每股收益（元）	0.37	0.50	0.61	0.55
市盈率（PE）	27.68	18.85	15.44	17.17

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	88,290	100,351	135,699	140,649	148,339
应收和预付款项	12,457	8,140	9,571	10,216	9,180
存货	416,702	369,183	359,250	353,861	337,722
其他流动资产	146,511	136,491	147,452	148,143	145,973
流动资产合计	663,960	614,166	651,972	652,869	641,214
长期股权投资	80,142	76,504	75,904	75,604	74,847
投资性房地产	127,028	132,870	139,321	144,932	150,938
固定资产	11,618	11,444	11,398	11,246	11,002
在建工程	973	824	580	384	227
无形资产开发支出	1,984	1,863	1,721	1,584	1,446
长期待摊费用	1,043	1,011	1,348	1,299	1,283
其他非流动资产	685,721	635,793	673,113	673,612	661,544
资产总计	908,508	860,309	903,384	908,660	901,288
短期借款	1,379	2,751	3,251	3,651	4,151
应付和预收款项	60,839	53,389	58,317	59,097	57,070
长期借款	118,771	125,777	128,129	129,305	131,061
其他负债	430,829	391,647	422,583	420,863	409,334
负债合计	611,818	573,564	612,280	612,915	601,616
股本	9,061	9,061	9,061	9,061	9,061
资本公积	20,448	20,478	20,478	20,478	20,478
留存收益	68,608	69,035	71,615	74,768	77,602
归母公司股东权益	119,723	111,007	113,496	116,648	119,482
少数股东权益	176,967	175,738	177,609	179,096	180,189
股东权益合计	296,690	286,745	291,104	295,745	299,672
负债和股东权益	908,508	860,309	903,384	908,660	901,288

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	31,431	31,964	42,410	12,996	14,559
投资性现金流	-12,241	3,158	-5,307	-4,626	-4,333
融资性现金流	-17,353	-23,405	-1,754	-3,420	-2,535
现金增加额	1,797	11,714	35,347	4,950	7,690

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	175,008	178,948	179,000	181,000	178,000
营业成本	147,204	152,812	153,000	155,000	154,000
营业税金及附加	6,155	6,930	6,947	6,800	6,830
销售费用	4,328	4,014	4,145	4,243	4,096
管理费用	2,374	2,103	2,265	2,291	2,199
财务费用	912	1,943	1,935	1,450	1,414
资产减值损失	-2,276	-4,484	-1,460	-1,225	-855
投资收益	2,481	3,892	2,801	3,112	3,239
公允价值变动	38	-36	36	25	20
营业利润	14,182	9,000	11,311	12,631	11,492
其他非经营损益	-194	89	117	4	70
利润总额	13,989	9,090	11,428	12,635	11,562
所得税	4,882	4,901	5,002	5,584	5,468
净利润	9,106	4,189	6,427	7,051	6,094
少数股东损益	2,787	150	1,871	1,488	1,093
归母股东净利润	6,319	4,039	4,556	5,563	5,001

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	15.89%	14.61%	14.53%	14.36%	13.48%
销售净利率	3.61%	2.26%	2.55%	3.07%	2.81%
销售收入增长率	-4.37%	2.25%	0.03%	1.12%	-1.66%
EBIT 增长率	-22.52%	-36.69%	67.83%	5.40%	-7.87%
净利润增长率	48.20%	-36.09%	12.81%	22.11%	-10.10%
ROE	5.28%	3.64%	4.01%	4.77%	4.19%
ROA	1.01%	0.47%	0.73%	0.78%	0.67%
ROIC	1.60%	0.71%	1.44%	1.49%	1.28%
EPS (X)	0.65	0.37	0.50	0.61	0.55
PE (X)	14.66	27.68	18.85	15.44	17.17
PB (X)	0.72	0.84	0.76	0.74	0.72
PS (X)	0.49	0.52	0.48	0.47	0.48
EV/EBITDA (X)	13.30	18.94	10.73	10.05	10.51

资料来源: 携宁, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。