

招商蛇口 (001979.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

结转权益比例提升，回购有望提速

事件

2025 年 4 月 29 日, 公司发布 2025 一季报: 实现营收 204.48 亿元, 同比-13.90%; 归母净利润 4.45 亿元, 同比+34.02%。

点评

营收同比下降, 归母净利润同比提升, 主要系期内结转项目的权益比例提升。

一季度销售规模下降。25 年一季度公司销售金额 350.70 亿元, 同比-12.8%; 销售面积 145.82 万方, 同比-12.5%。

一季度公司获取 7 宗地块均位于一二线。25 年一季度公司合计拿地 7 宗 (北京 2 宗+佛山 2 宗+上海 1 宗+成都 1 宗+长沙 1 宗), 总权益拿地金额 115.4 亿元, 综合权益比例 57.6%, 计容建筑面积 72.42 万方。

博时蛇口产业园 REIT 申请第二次扩募。4 月 17 日公司公告: 筹划博时蛇口产业园 REIT 第二次新购入基础设施项目 (23 年 6 月 16 日完成第一次扩募)。购入标的: ①招商局光明科技园 B 地块 B1B2 栋、B5 栋、B6 栋、B7 栋、B8 栋。②南山区妈湾大道前海易港中心及南山区南山街道前海妈湾片区十八开发单元前海易保园区的 W6 仓库、W7 仓库及辅助楼。本次扩募有助于促进公司打通持有物业“投、融、建、管、退”的循环, 践行轻重结合发展战略。

回购有望提速。截至 3 月 31 日, 公司累计回购 2668.2 万股, 占公司总股本的 0.294%; 支付的资金总额为 2.65 亿元, 占拟回购金额上限的 37.75%。4 月 8 日公司公告将加快回购公司股份, 以维护投资者利益, 增强市场信心。

投资建议

随着 25 年前海高利润项目逐渐进入结转、结转权益比例提升, 公司业绩有望触底回升。我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 49.6 亿元/56.5 亿元/63.9 亿元, 同比增速分别为 +22.9%/+13.9%/+13.0%。公司股票现价对应 PE 估值分别为 16.6x/14.6x/12.9x, 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

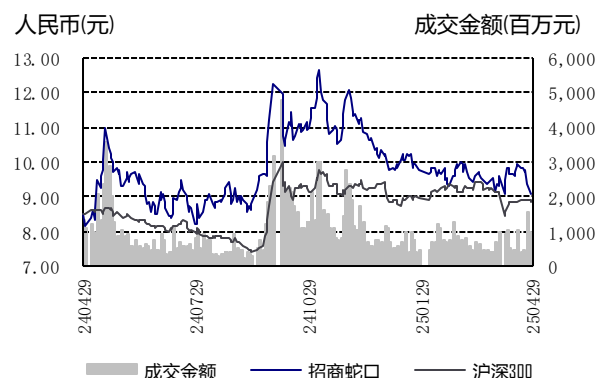
联系人: 何裕佳

heyujia@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 9.10 元

相关报告:

- 《招商蛇口公司点评: 各方面表现稳健, 业绩筑底后有望修复》, 2025.3.18
- 《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



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	180,483	181,947	183,359
营业收入增长率	-4.37%	2.25%	0.86%	0.81%	0.78%
归母净利润(百万元)	6,319	4,039	4,963	5,652	6,389
归母净利润增长率	48.20%	-36.09%	22.89%	13.90%	13.04%
摊薄每股收益(元)	0.697	0.446	0.548	0.624	0.705
每股经营性现金流净额	3.47	3.53	0.88	2.94	2.77
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.28%	3.64%	4.03%	4.47%	4.90%
P/E	13.66	22.97	16.61	14.59	12.91
P/B	0.72	0.84	0.67	0.65	0.63

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	180,483	181,947	183,359
增长率	-4.4%	2.3%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
主营业务成本	-147,775	-147,204	-152,812	-153,470	-154,613	-155,700
%销售收入	80.7%	84.1%	85.4%	85.0%	85.0%	84.9%
毛利	35,228	27,803	26,136	27,013	27,334	27,659
%销售收入	19.3%	15.9%	14.6%	15.0%	15.0%	15.1%
营业税金及附加	-7,785	-6,155	-6,930	-6,985	-7,041	-7,096
%销售收入	4.3%	3.5%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
销售费用	-4,081	-4,328	-4,014	-4,043	-4,076	-4,107
%销售收入	2.2%	2.5%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
管理费用	-2,313	-2,374	-2,103	-2,130	-2,147	-2,164
%销售收入	1.3%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
研发费用	-125	-158	-129	-123	-120	-117
%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	13,733	13,950	14,174
%销售收入	11.4%	8.4%	7.2%	7.6%	7.7%	7.7%
财务费用	-1,960	-912	-1,943	-2,101	-2,239	-2,089
%销售收入	1.1%	0.5%	1.1%	1.2%	1.2%	1.1%
资产减值损失	-6,459	-2,417	-6,034	-4,783	-3,401	-2,182
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%	34.9%	30.2%	25.7%
营业利润	15,360	14,182	9,000	10,827	12,168	13,572
营业利润率	8.4%	8.1%	5.0%	6.0%	6.7%	7.4%
营业外收支	457	-194	89	80	80	80
税前利润	15,817	13,989	9,090	10,907	12,248	13,652
利润率	8.6%	8.0%	5.1%	6.0%	6.7%	7.4%
所得税	-6,719	-4,882	-4,901	-3,818	-4,287	-4,778
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	7,090	7,961	8,874
少数股东损益	4,834	2,787	150	2,127	2,309	2,485
归属于母公司的净利润	4,264	6,319	4,039	4,963	5,652	6,389
净利率	2.3%	3.6%	2.3%	2.7%	3.1%	3.5%

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	7,090	7,961	8,874
少数股东损益	4,834	2,787	150	2,127	2,309	2,485
非现金支出	9,320	5,765	9,683	7,984	6,110	4,984
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	-7,202	12,397	10,813
经营活动现金净流	22,174	31,431	31,964	7,964	26,680	25,073
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	-5,985	-6,261	-6,556
筹资活动现金净流	-5,874	-17,353	-23,405	11,162	4,949	5,115
现金净流量	6,472	1,797	11,714	14,188	26,156	24,143

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	113,761	139,392	163,181
应收款项	130,691	121,931	111,447	117,235	116,990	116,703
存货	411,549	416,702	369,183	363,124	347,638	335,161
其他流动资产	26,704	37,038	33,184	34,218	34,839	35,469
流动资产	655,187	663,960	614,166	628,339	638,858	650,514
%总资产	73.9%	73.1%	71.4%	71.4%	71.2%	71.1%
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%	0.7%
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%	28.6%	28.8%	28.9%
资产总计	886,471	908,508	860,309	880,072	897,088	915,528
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	160,105	161,298	162,433
其他流动负债	195,776	208,775	183,699	172,042	171,479	171,148
流动负债	423,910	426,024	386,308	384,285	387,522	391,064
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	62,745	64,221	65,867
负债	602,031	611,818	573,564	579,096	590,412	602,534
普通股股东权益	101,712	119,723	111,007	123,111	126,502	130,336
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	67,252	70,643	74,477
少数股东权益	182,729	176,967	175,738	177,865	180,174	182,658
负债股东权益合计	886,471	908,508	860,309	880,072	897,088	915,528

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.551	0.697	0.446	0.548	0.624	0.705
每股净资产	13.143	13.213	12.251	13.587	13.961	14.385
每股经营现金净流	2.865	3.469	3.528	0.879	2.945	2.767
每股股利	0.540	0.230	0.320	0.219	0.250	0.282
回报率						
净资产收益率	4.19%	5.28%	3.64%	4.03%	4.47%	4.90%
总资产收益率	0.48%	0.70%	0.47%	0.56%	0.63%	0.70%
投入资本收益率	2.46%	1.89%	1.16%	1.66%	1.64%	1.61%
增长率						
主营业务收入增长率	13.92%	-4.37%	2.25%	0.86%	0.81%	0.78%
EBIT 增长率	-16.52%	-29.33%	-12.36%	5.98%	1.57%	1.61%
净利润增长率	-58.89%	48.20%	-36.09%	22.89%	13.90%	13.04%
总资产增长率	3.54%	2.49%	-5.31%	2.30%	1.93%	2.06%
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	18.2	14.2	10.0
偿债能力						
净负债/股东权益	40.39%	41.06%	43.50%	39.65%	34.21%	29.65%
EBIT 利息保障倍数	10.7	16.2	6.7	6.5	6.2	6.8
资产负债率	67.91%	67.34%	66.67%	65.80%	65.81%	65.81%

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	7	30	66	88	198
增持	0	1	4	5	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.03	1.06	1.05	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	2023-07-13	买入	11.95	N/A
2	2023-08-29	买入	14.30	N/A
3	2023-10-30	买入	11.23	N/A
4	2024-03-19	买入	9.52	N/A
5	2024-04-30	买入	8.83	N/A
6	2024-09-01	买入	9.23	N/A
7	2024-10-31	买入	10.99	N/A
8	2025-03-18	买入	9.70	N/A

来源：国金证券研究所

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。

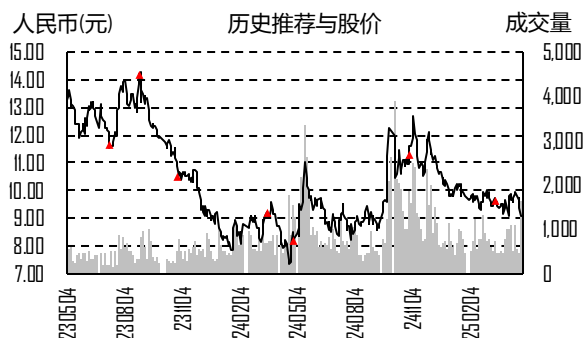
市场中相关报告评级比率分析说明：

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



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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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：北京市东城区建国内大街 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