

## 公司研究 | 点评报告 | 招商蛇口 (001979.SZ)

# 业绩实现稳健增长，拿地表现明显改善

### 报告要点

业绩方面，公司 2025Q1 营收下降但归母净利润实现稳健增长，主要由于结转项目权益比例同比提升，全年营收面临下行压力，但业绩展望仍稳健。经营方面，公司销售规模维持行业第五，拿地表现明显改善，财务安全边际维持较高水平，信用优势持续巩固，持有业务稳健发展，新发展模式探索保持领先，综合竞争力维持前列。当前估值并未反映中长期价值且隐含空间较大，维持“买入”评级。

### 分析师及联系人



刘义

SAC: S0490520040001

SFC: BUV416



宋子逸

SAC: S0490522080002

招商蛇口 (001979.SZ)

2025-05-08

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

## 业绩实现稳健增长，拿地表现明显改善

### 事件描述

公司发布 2025 年一季度报告，报告期内公司实现营业收入 204 亿元 (-13.9%)，归母净利润 4.5 亿元 (+34.0%)，扣非归母净利润 3.9 亿元 (+32.4%)。

### 事件评论

- 营收下降但业绩实现稳健增长。**公司 2025Q1 营业收入同比下降 13.9%，综合毛利率同比下降 2.7pct 至 11.8%，期间费用率（不含研发费用）提升 1.2pct 至 7.1%，但归母净利润同比增长 34.0%，主要由于结转项目权益比例同比提升。截至 2024 年末，公司（合同负债+预收账款）/年化营业收入=0.86X，预计后续公司收入端仍面临一定压力，但毛利率已处于底部区间，资产减值计提有望逐步减少，综合来看 2025 年业绩端展望仍相对稳健。
- 销售降幅有所收窄，拿地表现明显改善。**公司 2025Q1 实现销售额 351 亿元 (-12.8%)，排名维持行业第五，销售降幅较去年全年明显收窄，较 2024Q4 表现边际趋弱；公司 2025 年可售货值约 3250 亿元，预计全年销售仍有一定下行压力。此前我们强调公司 2025 年在土地市场上有望掌握更多主动性，Q1 拿地表现符合积极预期，全口径拿地金额 200 亿元 (+102.0%)，拿地强度（全口径拿地金额/销售金额）提升至 57%（去年全年为 22%），核心一二线城市拿地金额占比为 93%，其中北京、上海占比达 76%，公司坚持聚焦核心城市、坚持精准投资，且拿地强度较去年有明显改善，为后续销售表现提供坚实保障。
- 财务安全边际较高，运营效率下行斜率放缓。**2025Q1 末公司剔除预收账款的资产负债率为 60.5%，净负债率为 51.1%、现金短债比为 1.1，短债占比为 24.7%，杠杆水平维持相对低位，财务指标安全边际维持较高水平；2024 年末平均融资成本为 2.99%，保持行业最低水平，信用优势持续巩固。受周期快速下行影响，近年来公司运营效率持续下降，2025Q1 并表回款/有息负债继续降至 0.73，但下行斜率明显放缓，可能已接近底部区间。
- 持有业务稳健发展，新模式探索保持领先。**资产运营业务方面，2024 年公司主要持有物业全口径收入 74.6 亿元 (+12%)，开业三年以上稳定期项目 EBITDA 回报率达 6.42% (+0.2pct)；城市服务业务方面，2025Q1 招商积余实现营收 44.6 亿元 (+19.9%)，归母净利润 2.2 亿元 (+15.1%)，综合质效实现稳步提升；此外，2024 年公司将代建业务调整至开发业务分部，年内新增代建管理面积约 898 万平，业务实现爆发式增长。截至目前，公司拥有三个境内外上市 REITs 平台，在商业、写字楼、产业园、公寓等主要持有运营业态均建立退出通道，丰富存量资产价值将逐步盘活，新模式探索保持行业领先水平。
- 业绩实现稳健增长，拿地表现明显改善。**业绩方面，公司 2025Q1 营收下降但归母净利润实现稳健增长，主要由于结转项目权益比例同比提升，全年营收面临下行压力，但业绩展望仍稳健。经营方面，公司销售规模维持行业第五，拿地表现明显改善，财务安全边际维持较高水平，信用优势持续巩固，持有业务稳健发展，新发展模式探索保持领先，综合竞争力维持前列。预计 2025-2027 年归母净利润分别为 42/45/49 亿元，对应市盈率分别为 19.9X/18.6X/16.9X，尽管表现 PE 偏高，但实际 PB 相对偏低（尤其是剔除前海长期资产隐含市值之后），当前估值并未反映中长期价值且隐含空间较大，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 1、结转毛利率修复进度存在不确定性；
- 2、核心资源开发进度存在不确定性。

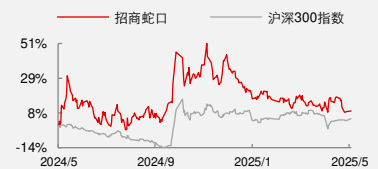
请阅读最后评级说明和重要声明

### 公司基础数据

当前股价(元)	9.16
总股本(万股)	906,084
流通A股/B股(万股)	845,782/0
每股净资产(元)	10.97
近12月最高/最低价(元)	13.44/8.11

注：股价为 2025 年 5 月 6 日收盘价

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

### 相关研究

- 《减值拖累业绩表现，信用优势持续巩固》2025-03-20
- 《经营边际有所改善，存量资产价值稳步释放》2024-11-02
- 《扣非业绩保持平稳，持有业务稳健发展》2024-09-03



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 风险提示

- 1、结转毛利率修复进度存在不确定性：近年结转毛利率持续下行成为压制房地产上市公司业绩的重要因素，考虑公司近年拿地质量有所改善，但受结算节奏与结构，以及房价下行影响，毛利率修复进度仍存在不确定性。
- 2、核心资源开发进度存在不确定性：公司在深圳前海妈湾片区拥有丰富的土地储备，在新的时代背景和战略定位下，公司在前海的核⻝资源价值有望进一步提升，但开发进度存在不确定性。

**财务报表及预测指标**

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>178948</b>	<b>165719</b>	<b>146741</b>	<b>130971</b>	货币资金	100351	113899	123580	126670
营业成本	152812	142570	126021	112197	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>26136</b>	<b>23149</b>	<b>20720</b>	<b>18775</b>	应收账款	3510	3269	2895	2584
%营业收入	15%	14%	14%	14%	存货	369183	332012	310736	292020
营业税金及附加	6930	5966	4842	3929	预付账款	4567	4277	3781	3366
%营业收入	4%	4%	3%	3%	其他流动资产	136554	130478	112994	106349
销售费用	4014	3646	3228	2619	<b>流动资产合计</b>	<b>614166</b>	<b>583936</b>	<b>553986</b>	<b>530988</b>
%营业收入	2%	2%	2%	2%	长期股权投资	76504	73504	70504	67504
管理费用	2103	1989	1761	1572	投资性房地产	132870	137870	142870	147870
%营业收入	1%	1%	1%	1%	固定资产合计	11444	11757	12070	12384
研发费用	129	166	147	131	无形资产	1821	1755	1675	1602
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	1854	1854	1854	1854
财务费用	1943	1721	1560	1492	递延所得税资产	15153	15153	15153	15153
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他非流动资产	6498	6511	6505	6508
加：资产减值损失	-4484	-2000	-1000	0	<b>资产总计</b>	<b>860309</b>	<b>832340</b>	<b>804616</b>	<b>783862</b>
信用减值损失	-1550	0	0	0	短期贷款	2751	2706	2533	2675
公允价值变动收益	-36	0	0	0	应付款项	53115	48825	43158	38424
投资收益	3892	1989	1761	1572	预收账款	274	249	220	196
<b>营业利润</b>	<b>9000</b>	<b>9769</b>	<b>10047</b>	<b>10697</b>	应付职工薪酬	3049	2851	2520	2244
%营业收入	5%	6%	7%	8%	应交税费	5079	4972	4402	3929
营业外收支	89	95	150	100	其他流动负债	322040	292200	264376	241641
<b>利润总额</b>	<b>9090</b>	<b>9864</b>	<b>10197</b>	<b>10797</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>386308</b>	<b>351803</b>	<b>317210</b>	<b>289109</b>
%营业收入	5%	6%	7%	8%	长期借款	125777	127777	129777	131777
所得税费用	4901	3452	3314	3239	应付债券	46900	46900	46900	46900
净利润	4189	6412	6883	7558	递延所得税负债	2583	2583	2583	2583
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>4039</b>	<b>4168</b>	<b>4474</b>	<b>4913</b>	其他非流动负债	11995	11995	11995	11995
少数股东损益	150	2244	2409	2645	<b>负债合计</b>	<b>573564</b>	<b>541059</b>	<b>508466</b>	<b>482364</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.45</b>	<b>0.46</b>	<b>0.49</b>	<b>0.54</b>	归属于母公司所有者权益	111007	113299	115760	118462
					少数股东权益	175738	177982	180391	183036
					<b>股东权益</b>	<b>286745</b>	<b>291281</b>	<b>296151</b>	<b>301498</b>
					<b>负债及股东权益</b>	<b>860309</b>	<b>832340</b>	<b>804616</b>	<b>783862</b>
<b>现金流量表 (百万元)</b>									
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>31964</b>	<b>24601</b>	<b>19537</b>	<b>12116</b>	<b>基本指标</b>				
取得投资收益收回现金	691	1989	1761	1572	每股收益	0.45	0.46	0.49	0.54
长期股权投资	3638	3000	3000	3000	每股经营现金流	3.53	2.72	2.16	1.34
资本性支出	269	-1008	-1008	-1008	市盈率	22.97	19.92	18.55	16.89
其他	-1440	-6918	-6843	-6903	市净率	0.84	0.73	0.72	0.70
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>3158</b>	<b>-2937</b>	<b>-3090</b>	<b>-3339</b>	EV/EBITDA	13.24	13.71	13.54	13.55
债券融资	-4427	0	0	0	总资产收益率	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%
股权融资	1643	0	0	0	净资产收益率	3.6%	3.7%	3.9%	4.1%
银行贷款增加 (减少)	8378	1955	1827	2142	净利率	2.3%	2.5%	3.0%	3.8%
筹资成本	-11902	-5417	-5592	-5829	资产负债率	66.7%	65.0%	63.2%	61.5%
其他	-17098	-4655	-3000	-2000	总资产周转率	0.21	0.20	0.18	0.17
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-23405</b>	<b>-8117</b>	<b>-6765</b>	<b>-5688</b>					
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>11716</b>	<b>13547</b>	<b>9681</b>	<b>3090</b>					

资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 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

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%

无投资评级： 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。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层  
P.C / (100032)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。