

招商蛇口 (001979.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩小幅上涨，投销优化财务稳健

事件

2025 年 8 月 28 日招商蛇口发布 2025 半年报，1H25 实现营业收入 514.9 亿元，同比+0.4%；实现归母净利润 14.5 亿元，同比+2.2%；2Q25 实现营业收入 310.4 亿元，同比+12.8%；实现归母净利润 10.0 亿元，同比-7.6%。

点评

营收利润小幅上涨，主因毛利率回升：1H25 公司物业管理与服务业务规模扩大，物业服务营业收入同比增长带动整体营收小幅上涨。而归母净利润同比涨幅高于营收，主要由于公司当期结算项目毛利率回升，1H25 结算毛利率 16.27%，同比上涨 3.38pct。

销售结构持续优化，去化速度有所提升：1H25 公司销售金额 888.9 亿元，同比-12% (TOP10 房企平均同比-14%)，销售排名行业第四。1H25 核心 10 城销售占比升至 70%，同比增长 4cpt；在全国 12 个城市进入当地销售榜 TOP5，上海、深圳、西安、南京、长沙、徐州、南通、郑州进入 TOP3，持续巩固市场地位。此外公司去化力度强劲，1H25 公司首开项目货值去化率同比提升 4 个百分点，持销项目货值去化率同比提升 6 个百分点。

坚持区域深耕，以销定投、精挑细选：1H25 公司获取 16 宗地块，总建面 167 万方，总地价 353 亿元，权益地价 219 亿元，权益比 62%。坚持轻重并举，1H25 获取代建项目 41 个，新增管理面积 482 万方；此外公司发挥多元业态协同优势，1H25 新增轻资产管理面积约 18 万平方米。

“三道红线”始终居绿档，债务结构保持稳固：1H25 公司剔除预收账款的资产负债率 63.1%、净负债率 66.42%、现金短债比 1.30。有息负债结构良好，银行融资占比 66%，同比提升 3pct；1H25 落地经营性物业贷款 82 亿元，上半年末平均债务期限 5.3 年。期内平均融资成本 2.84%，较 2025 年初降低 15BP。

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 41.4 亿元/47.4 亿元/53.1 亿元，同比增速分别为 +2.6%/+14.3%/+12.1%。公司股票现价对应 PE 估值分别为 19.8x/17.3x/15.5x，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：何裕佳 (执业 S1130525070009)

heyujia@gjzq.com.cn

分析师：池天惠 (执业 S1130524080002)

chitianhui@gjzq.com.cn

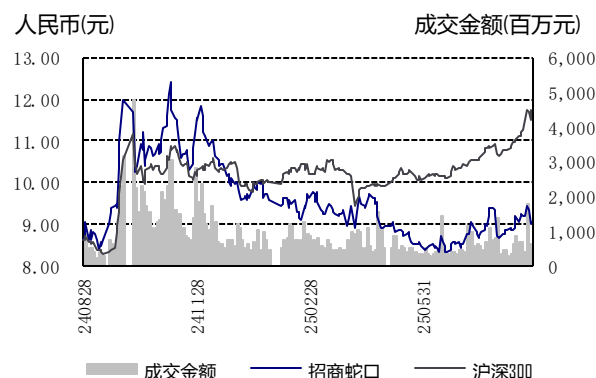
联系人：陈健照

chenjianzhao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：9.06 元

相关报告：

- 《招商蛇口公司点评：结转权益比例提升，回购有望提速》，2025.4.30
- 《招商蛇口公司点评：各方面表现稳健，业绩筑底后有修复》，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



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	183,510	188,081
营业收入增长率	-4.37%	2.25%	0.86%	1.68%	2.49%
归母净利润(百万元)	6,319	4,039	4,144	4,737	5,310
归母净利润增长率	48.20%	-36.09%	2.62%	14.29%	12.11%
摊薄每股收益(元)	0.697	0.446	0.457	0.523	0.586
每股经营性现金流净额	3.47	3.53	0.80	2.90	2.56
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.28%	3.64%	3.38%	3.78%	4.13%
P/E	13.66	22.97	19.81	17.33	15.46
P/B	0.72	0.84	0.67	0.65	0.64

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	183,510	188,081
增长率	-4.4%	2.3%	0.9%	1.7%	2.5%	
主营业务成本	-147,775	-147,204	-152,812	-153,782	-155,925	-159,657
%销售收入	80.7%	84.1%	85.4%	85.2%	85.0%	84.9%
毛利	35,228	27,803	26,136	26,701	27,585	28,424
%销售收入	19.3%	15.9%	14.6%	14.8%	15.0%	15.1%
营业税金及附加	-7,785	-6,155	-6,930	-6,985	-7,102	-7,279
%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	-4,111	-4,213
%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	-2,165	-2,219
%销售收入	1.3%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
研发费用	-125	-158	-129	-123	-121	-120
%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	13,421	14,086	14,592
%销售收入	11.4%	8.4%	7.2%	7.4%	7.7%	7.8%
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	-4,793	-3,461	-2,376
公允价值变动收益	472	38	-36	0	0	0
投资收益	2,017	2,472	3,885	2,331	1,632	979
%税前利润	12.7%	17.7%	42.7%	25.6%	15.9%	8.6%
营业利润	15,360	14,182	9,000	9,028	10,183	11,266
营业利润率	8.4%	8.1%	5.0%	5.0%	5.5%	6.0%
营业外收支	457	-194	89	80	80	80
税前利润	15,817	13,989	9,090	9,108	10,263	11,346
利润率	8.6%	8.0%	5.1%	5.0%	5.6%	6.0%
所得税	-6,719	-4,882	-4,901	-3,188	-3,592	-3,971
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	5,920	6,671	7,375
少数股东损益	4,834	2,787	150	1,776	1,935	2,065
归属于母公司的净利润	4,264	6,319	4,039	4,144	4,737	5,310
净利率	2.3%	3.6%	2.3%	2.3%	2.6%	2.8%

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	5,920	6,671	7,375
少数股东损益	4,834	2,787	150	1,776	1,935	2,065
非现金支出	9,320	5,765	9,683	7,994	6,170	5,178
非经营收益	-243	1,364	-1,590	1,569	2,273	2,931
营运资金变动	3,998	15,196	19,682	-8,262	11,192	7,735
经营活动现金净流	22,174	31,431	31,964	7,221	26,306	23,219
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	2,331	1,632	979
投资活动现金净流	-10,014	-12,241	3,158	-6,415	-7,536	-8,575
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	-5,658	-5,895	-6,124
筹资活动现金净流	-5,874	-17,353	-23,405	11,490	5,316	5,547
现金净流量	6,472	1,797	11,714	12,296	24,086	20,192

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	111,870	135,431	155,268
应收款项	130,691	121,931	111,447	117,235	117,995	119,709
存货	411,549	416,702	369,183	363,864	350,587	343,679
其他流动资产	26,704	37,038	33,184	34,229	34,882	35,600
流动资产	655,187	663,960	614,166	627,197	638,896	654,257
%总资产	73.9%	73.1%	71.4%	71.4%	71.2%	71.2%
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%	28.8%
资产总计	886,471	908,508	860,309	878,930	897,126	919,271
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	160,430	162,674	166,570
其他流动负债	195,776	208,775	183,699	171,418	171,906	173,586
流动负债	423,910	426,024	386,308	383,985	389,324	397,638
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	65,868
负债	602,031	611,818	573,564	578,796	592,215	609,109
普通股股东权益	101,712	119,723	111,007	122,620	125,462	128,648
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	66,761	69,603	72,789
少数股东权益	182,729	176,967	175,738	177,514	179,449	181,514
负债股东权益合计	886,471	908,508	860,309	878,930	897,126	919,271

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.551	0.697	0.446	0.457	0.523	0.586
每股净资产	13.143	13.213	12.251	13.533	13.847	14.198
每股经营现金净流	2.865	3.469	3.528	0.797	2.903	2.563
每股股利	0.540	0.230	0.320	0.183	0.209	0.234
回报率						
净资产收益率	4.19%	5.28%	3.64%	3.38%	3.78%	4.13%
总资产收益率	0.48%	0.70%	0.47%	0.47%	0.53%	0.58%
投入资本收益率	2.46%	1.89%	1.16%	1.63%	1.66%	1.67%
增长率						
主营业务收入增长率	13.92%	-4.37%	2.25%	0.86%	1.68%	2.49%
EBIT 增长率	-16.52%	-29.33%	-12.36%	3.56%	4.96%	3.59%
净利润增长率	-58.89%	48.20%	-36.09%	2.62%	14.29%	12.11%
总资产增长率	3.54%	2.49%	-5.31%	2.16%	2.07%	2.47%
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	14.1	9.8
偿债能力						
净负债/股东权益	40.39%	41.06%	43.50%	40.39%	35.71%	32.47%
EBIT 利息保障倍数	10.7	16.2	6.7	6.4	6.3	7.0
资产负债率	67.91%	67.34%	66.67%	65.85%	66.01%	66.26%

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	5	29	58	81	183
增持	0	0	1	3	3
中性	1	1	1	2	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.07	1.05	1.08	1.05

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	2023-08-29	买入	14.30	N/A
2	2023-10-30	买入	11.23	N/A
3	2024-03-19	买入	9.52	N/A
4	2024-04-30	买入	8.83	N/A
5	2024-09-01	买入	9.23	N/A
6	2024-10-31	买入	10.99	N/A
7	2025-03-18	买入	9.70	N/A
8	2025-04-30	买入	9.10	N/A

来源：国金证券研究所

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


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。

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。

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