



公司评级 买入（维持）

报告日期 2025年09月08日

基础数据

09月05日收盘价(元)	9.09
总市值(亿元)	823.63
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年年报点评: 减值充分计提, 聚焦强心城市、升级产品体系-2025.03.19

【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

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)

2025年半年报点评: 收入利润稳健, 拿地力度提升

投资要点:

- **业绩稳健主因毛利率增加。**2025年上半年业绩稳中有增, 主因毛利率增加。2025年上半年, 公司实现营收 514.85 亿元, 同比+0.41%; 实现归母净利润 14.5 亿元, 同比+2.18%。公司上半年税前综合毛利率 14.38%, 同比上升 2.39 个百分点。2025年上半年公司业绩同比增加主要由于公司综合毛利率提升至 14.38%, 同比增加 2.39 个百分点。
- **销售规模优于行业百强水平, 排名第四。**2025年 1-7 月, 公司实现销售额 1045 亿元, 同比下降 10.5% (百强房企平均下降 13.2%), 位列克而瑞排行榜第 4 位。2025年上半年, 公司核心 10 城销售业绩贡献占比 70%, 同比提升 4 个百分点。公司在全国 12 个城市流量销售金额 TOP5, 公司上半年公司首开去化率同比提升 4 个百分点, 续销去化率同比提升 6 个百分点。
- **拿地积极, 拿地力度提升, 多元化拿地和优质土地资源推动公司可持续发展。**2025年上半年, 公司增加 16 宗土地, 计容建面 167 万方, 同比+108.4%; 拿地金额 353 亿元, 同比+141.5%; 拿地力度 40%, 权益比例为 62.0%。公司已形成招拍挂、收并购、旧改、轻资产等多元化的资源获取方式, 推动公司可持续发展。公司通过产城联动在粤港澳大湾区、漳州开发区、海南自贸区(港)等区域获取了特有的战略资源。尤其在蛇口、太子湾、前海等区域, 公司拥有大量待开发的优质资源。
- **构建“好房子”体系和企业标准, 积极响应政策要求。**自 2025 年起, 积极响应建设好房子的政策要求, 推出“招商蛇口好房子”技术体系及企业品质标准。
助力塑造“高品质代建”标签。2025年上半年, 公司新增 41 个代建项目, 新增代建管理面积 482 万平方米。代建业务新进驻北京、上海、徐州、佛山等城市。
- **“三道红线”保持绿档。**截至 25 年上半年货币资金总额 877.64 亿元, “三道红线”处于绿档: 剔除预收账款的资产负债率 63.10%、净负债率 66.42%、现金短债比为 1.30。
提升经营性物业贷规模, 紧抓利率下行市场窗口降成本。截至 25 年上半年, 公司银行融资占比 66%, 同比提升 3 个百分点, 落地经营性物业贷款 82 亿元, 平均债务期限 5.3 年, 债务结构更加稳固。公司紧抓市场利率下行通道, 资金成本显著降低。25 年上半年新增公开市场融资 31 亿元, 票面利率均为同期同行业最低水平; 综合资金成本 2.84%, 较年初降低 15BP, 保持行业领先水平。
- **资产运营和物业服务快速发展, 数智化赋能落地。**1) 资产运营: 25 年 H1 公司全口径资产运营收入 36.6 亿元, 同比上涨 4.1%, EBITDA 实现 19.0 亿元, 同比上涨 0.4%。2) 物业服务: 25 年 H1 招商积余实现营收 91.07 亿元, 同比+16.2%, 归母净利润 4.74 亿元, 同比+8.9%。目前招商积余在管项目 2370 个, 管理面积 3.68 亿平米。3) 数智化: 围绕公司战略稳步推进多项重点数智化赋能举措落地。
- **投资建议:**招商蛇口 2025 年 H1 销售优于行业平均, 排名第四; 拿地力度大幅增加; 债务结构稳固, 融资成本进一步降低。我们维持公司 2025-2026 年 EPS 为 0.47 元、0.53 元的预测, 以 2025 年 9 月 5 日收盘价计算, 对应 PE 为 19.3 倍、17.3 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	4771	5401
同比增长	-36.1%	5.7%	11.8%	13.2%
毛利率	14.6%	14.5%	15.1%	15.0%
ROE	3.6%	3.9%	4.3%	4.7%
每股收益 (元)	0.45	0.47	0.53	0.60
市盈率	20.4	19.3	17.3	15.3

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

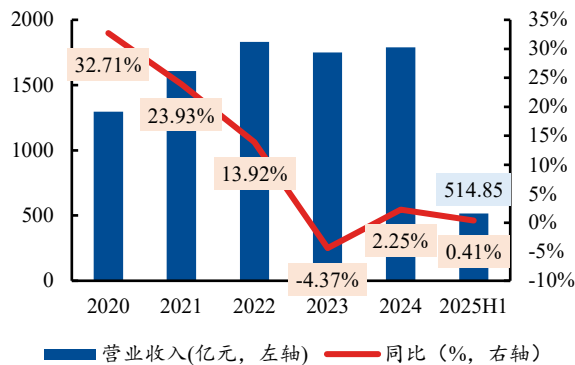
8月28日，招商蛇口发布2025年半年报，2025年上半年，公司实现营收514.85亿元，同比+0.41%；实现归母净利润14.5亿元，同比+2.18%。公司上半年税前综合毛利率14.38%，同比上升2.39个百分点。加权平均净资产收益率1.26%，同比上升0.27pct。

点评

1. 业绩稳健，主因毛利率增加

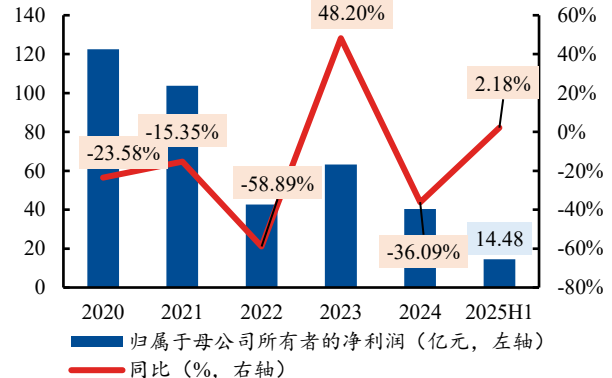
25年上半年业绩稳中有增，主因毛利率增加。2025年上半年，公司实现营收514.85亿元，同比+0.41%；实现归母净利润14.5亿元，同比+2.18%。公司上半年税前综合毛利率14.38%，同比上升2.39个百分点。2025年上半年公司业绩同比增加主要由于公司综合毛利率提升至14.38%，同比增加2.39个百分点。

图1、2025年H1营业收入同比+0.41%



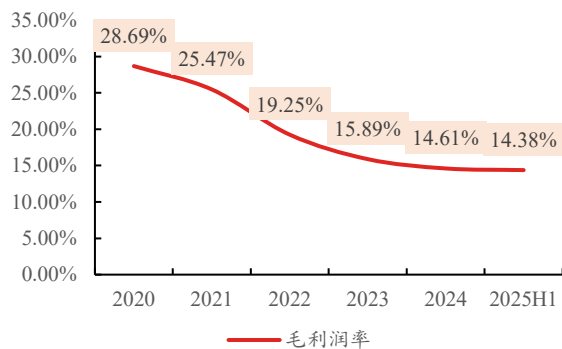
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、2025年H1归母净利润同比+2.18%



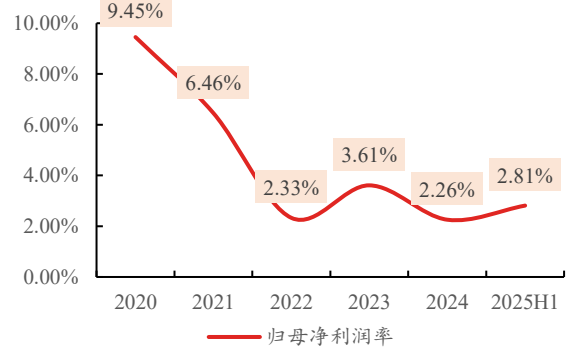
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、2025年H1综合毛利率为14.38%



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、2025年H1归母净利润率为2.81%

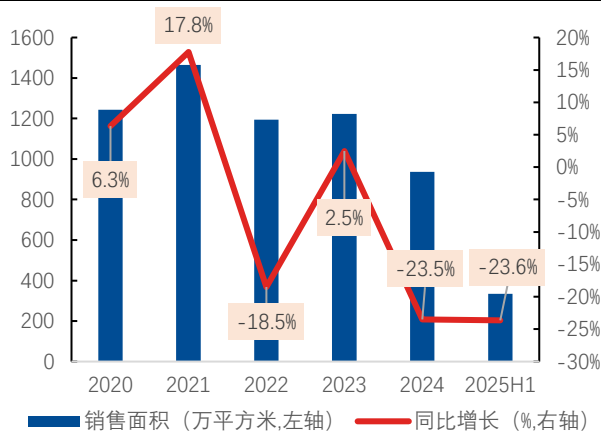


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2. 销售排名第四，拿地积极，构建“好房子”体系和企业标准

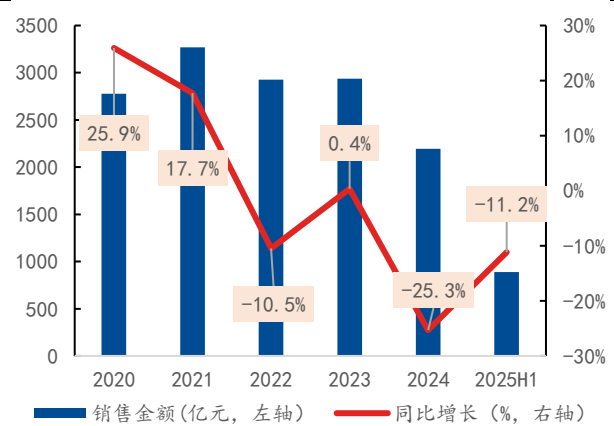
销售规模优于行业百强水平，排名第四。2025年1-7月，公司实现销售额1045亿元，同比下降10.5%（百强房企平均下降13.2%），位列克而瑞排行榜第4位。2025年上半年，公司核心10城销售业绩贡献占比70%，同比提升4个百分点。公司在全国12个城市流量销售金额TOP5，公司上半年公司首开去化率同比提升4个百分点，续销去化率同比提升6个百分点。

图5、25年H1销售面积335万方，同比-23.6%



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

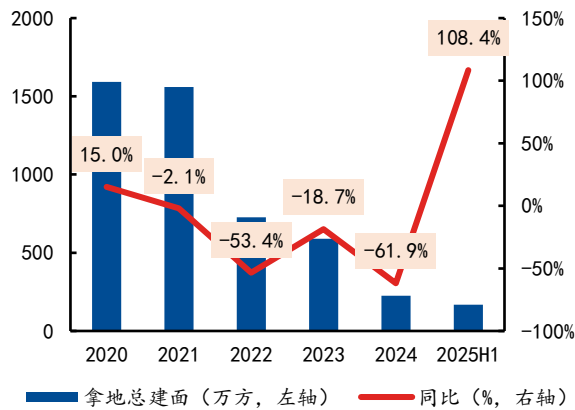
图6、25年H1销售金额889亿元，同比-11.2%



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

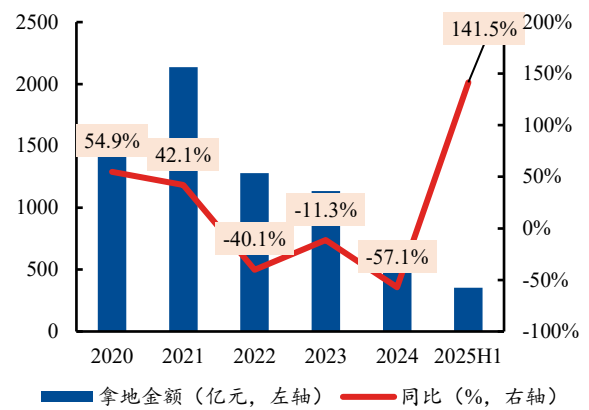
拿地积极，拿地力度提升，多元化拿地和优质土地资源推动公司可持续发展。2025年上半年，公司增加16宗土地，计容建面167万方，同比+108.4%；拿地金额353亿元，同比+141.5%；拿地力度40%，权益比例为62.0%。公司已形成招拍挂、收并购、旧改、轻资产等多元化的资源获取方式，推动公司可持续发展。公司积极响应国家重大战略与重要倡议号召，通过产城联动在粤港澳大湾区、漳州开发区、海南自贸区（港）等区域获取了特有的战略资源。尤其在粤港澳大湾区核心城市深圳的核心位置——蛇口、太子湾、前海等区域，公司拥有大量待开发的优质资源，随着湾区经济的不断发展，上述资源的价值也日益凸显。

图7、2025年H1公司拿地建面同比+108.4%



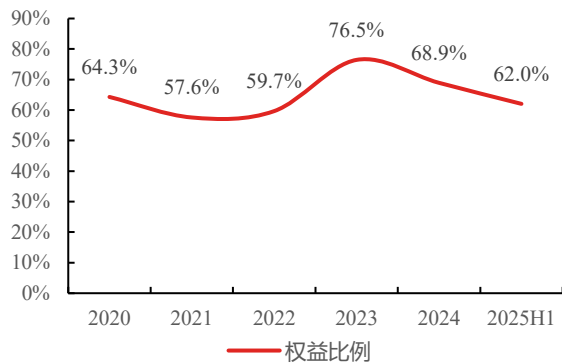
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、2025年H1公司拿地金额同比+141.5%



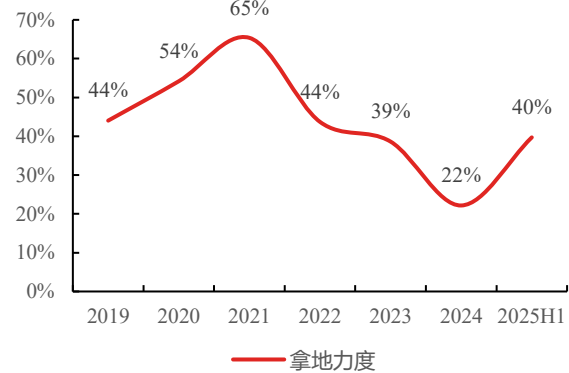
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、2025年H1公司拿地权益比例62.0%



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、2025年H1公司拿地力度40%



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

构建“好房子”体系和企业标准，积极响应政策要求。公司秉承“美好生活承载者”的品牌主张，自2025年起，积极响应建设好房子的政策要求，推出“安居无忧、舒适健康、绿色低碳、智能便捷、精工匠心、美学焕新、贴心服务”7大维度，28个场景模块，485项技术的“招商蛇口好房子”技术体系及企业品质标准，构建“智慧安全的品质之家、自然和谐的美学之家、友邻相伴的长情之家”三大价值主张，持续为客户建设“新时代、高品质”的好房子。

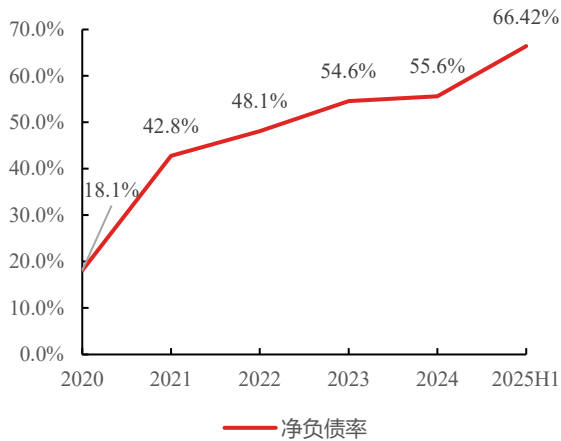
助力塑造“高品质代建”标签。2025年上半年，公司新增41个代建项目，新增代建管理面积482万平方米。代建业务新进驻北京、上海、徐州、佛山等城市。公司在合肥、沈阳、武汉多个代建项目入市，成为当地现象级红盘，助力塑造招商建管“高品质代建”标签。

3. “三道红线”保持绿档，融资成本进一步降低

“三道红线”保持绿档。截至 25 年上半年货币资金总额 877.64 亿元，在手资金保持合理充裕水平，公司坚持严控债务杠杆，“三道红线”始终处于绿档。公司剔除预收账款的资产负债率 63.10%、净负债率 66.42%、现金短债比为 1.30。

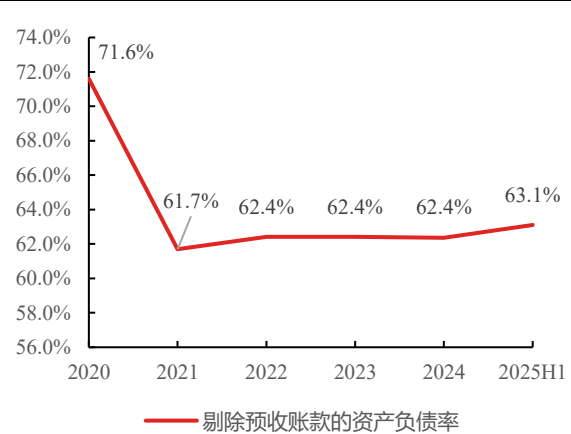
提升经营性物业贷规模，紧抓利率下行市场窗口降成本。公司顺应房地产融资新模式，持续提升经营性物业贷款规模，拉长债务久期。截至 25 年上半年，公司银行融资占比 66%，同比提升 3 个百分点，落地经营性物业贷款 82 亿元，平均债务期限 5.3 年，债务结构更加稳固。公司紧抓市场利率下行通道，深入推进融资降本，加快高息债务置换，资金成本显著降低。25 年上半年新增公开市场融资 31 亿元，票面利率均为同期同行业最低水平，综合资金成本 2.84%，较年初降低 15BP，保持行业领先水平。

图11、2025 年 H1 公司净负债率 66.4%



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、25 年 H1 剔除预收账款资产负债率 63.1%



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持续增长，数智化赋能落地

1) **资产运营**：25 年 H1 公司全口径资产运营收入 36.6 亿元，同比上涨 4.1%，EBITDA 实现 19.0 亿元，同比上涨 0.4%。上半年新入市 13 个项目，新增经营面积约 72 万平方米，含 7 个公寓、3 个集中商业、1 个产业园和 1 个酒店。公司发挥多元业态协同优势，上半年新增轻资产管理面积约 18 万平方米，管理输出项目位于上海、杭州、无锡。

具体来看，25 年 H1 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 9.4/6.0/6.4/6.5/5.1 亿元，同比分别+12.2%/-7.7%/+11.9%/3.3%/2.8%。

2) **物业服务**：25 年 H1 招商积余实现营收 91.07 亿元，同比+16.2%，归母净利润 4.74 亿元，同比+8.9%。目前招商积余在管项目 2370 个，管理面积 3.68 亿平米。

3) **数智化**: 围绕公司战略稳步推进多项重点数智化赋能举措落地。开发业务方面, 推广新成本管理系统; 完善数字化营销体系。资产运营方面, 持续推进能耗能效管理, 实现集中商业同比节电率 4.89%; 打造“ONE 蛇口”客户生态圈。物业服务方面, 构建 AI 智能管家, 提升服务品质与效率; 推动 AI 视频巡检。

投资建议: 招商蛇口 2025 年 H1 销售优于行业平均, 排名第四; 拿地力度大幅增加; 债务结构稳固, 融资成本进一步降低。我们维持公司 2025-2026 年 EPS 为 0.47 元、0.53 元的预测, 以 2025 年 9 月 5 日收盘价计算, 对应 PE 为 19.3 倍、17.3 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	607699	595553	575742
货币资金	100351	120679	150069	171061
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	294403	256878
其他	136491	139590	139707	137826
非流动资产	246143	259633	268727	276338
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	162044	168874	175346
资产总计	860309	867332	864279	852079
流动负债	386308	393387	384723	363642
短期借款	2751	2458	2775	3240
应付票据及应付账款	53115	54038	52821	49455
其他	330442	336890	329127	310947
非流动负债	187256	189283	190407	194676
长期借款	125777	131777	135344	140869
其他	61478	57507	55062	53807
负债合计	573564	582670	575130	558317
股本	9061	9061	9061	9061
未分配利润	64274	67193	70116	73208
少数股东权益	175738	176561	177410	178121
股东权益合计	286745	284662	289150	293762
负债及权益合计	860309	867332	864279	852079

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	4771	5401
折旧和摊销	3649	3345	3694	3768
营运资金的变动	19682	34091	31715	18200
经营活动产生现金流量	31964	47216	46405	33151
资本支出	-5698	-1219	-1249	-933
长期投资	-1015	-15212	-11576	-10079
投资活动产生现金流量	3158	-13991	-10445	-8490
债券融资	7492	626	1440	4734
股权融资	1643	0	0	0
融资活动产生现金流量	-23405	-12869	-6570	-3669
现金净变动	11714	20327	29390	20992

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	2322	1561
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	-1121	-998
营业利润	9000	8928	10054	11018
营业外收支	89	127	17	78
利润总额	9090	9055	10070	11096
所得税	4901	3963	4451	4985
净利润	4189	5092	5620	6111
少数股东损益	150	823	849	710
归属母公司净利润	4039	4268	4771	5401
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%	12.6%	9.6%
归母净利润增长率	-36.1%	5.7%	11.8%	13.2%
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%	3.9%	4.3%	4.7%
偿债能力				
资产负债率	66.7%	67.2%	66.5%	65.5%
流动比率	1.59	1.54	1.55	1.58
速动比率	0.55	0.59	0.67	0.75
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	5.21	5.12	3.66
估值比率 (倍)				
PE	20.4	19.3	17.3	15.3
PB	0.7	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