

招商蛇口 (001979.SZ) 毛利率水平明显提升, 拿地积极聚焦一线城市

2025 年 10 月 31 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

齐东（分析师）

胡耀文 (分析师)

杜致远 (联系人)

qidong@kysec.cn

huyaowen@kysec.cn

duzhiyuan@kysec.cn

证书编号: S0790522010002

证书编号: S0790524070001

证书编号: S0790124070064

日期 2025/10/30

当前股价(元) 9.30

一年最高最低(元)	13.00/8.43
-----------	------------

总市值(亿元)	842.66
---------	--------

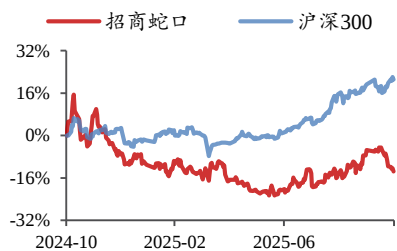
流通市值(亿元)	786.63
----------	--------

总股本(亿股)	90.61
---------	-------

流通股本(亿股)	84.58
----------	-------

近3个月换手率(%)	47.8
------------	------

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《收入利润稳中有增，拿地强度同比提升—公司信息更新报告》-2025.8.29

《销售均价显著提升，拿地强度较高
—公司信息更新报告》-2025.7.14

《销售仍降，拿地积极，回购股份进程加快—公司信息更新报告》
-2025.4.10

● 归母扣非净利润保持增长，拿地强度同比提升，维持“买入”评级

招商蛇口发布 2025 年三季报，公司行业排名稳定，拿地聚焦核心城市，公开市场融资畅通。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 42.8、49.6、55.4 亿元，EPS 为 0.47、0.55、0.61 元，当前股价对应 PE 为 19.7、17.0、15.2 倍。公司投资聚焦核心城市，可售货源较充足，维持“买入”评级。

● 毛利率水平明显提升，合联营企业投资收益大幅下降

2025 年前三季度，公司实现营业收入 897.66 亿元，同比+15.1%；实现归母净利润 24.97 亿元，同比-4.0%；实现归母扣非净利润 19.68 亿元，同比+17.1%；公司实现毛利率、净利率分别为 14.98%、4.01%，同比分别+5.03pct、-0.37pct，实现经营活动现金净流量 31.4 亿元，同比-75.8%；对合联营企业的投资收益 0.6 亿元，同比-96%。公司 2025 年第三季度收入和归母净利润分别同比+43.2%、-11.4%。

● 销售排名行业前四，拿地强度超 50%

2025 年 1-9 月，公司实现签约销售面积 508.7 万方，同比-20.8%；实现签约销售金额 1407.1 亿元，同比-3.1%，销售排名位列行业第四；实现签约销售均价 27660 元/平，同比+22.4%。2025 年 1-9 月，公司获取 30 宗土地，拿地总建面 324.7 万方，同比增长 132%；对应土地总价 752.1 亿元，同比增长 160%；拿地均价 23162 元/平，同比增长 12%；拿地金额权益比达 57.9%，同比有所下降；拿地强度 53.5%（2024 年同期 19.9%），其中一线城市拿地占比 66.9%。

● 融资成本优势明显，增发优先股规模调整

公司融资畅通，截至 2025 年 10 月末，公开市场债券融资 121 亿元，包括 2 笔公司债和 5 笔中期票据，票面利率均不超 2.05%，融资成本优势明显。公司 10 月调整公告拟向特定对象发行优先股 78.4 亿元，募集资金用于 11 个房地产项目建设。截至 2025 年 9 月末，公司累计回购股份数量 4480 万股，占公司总股本的比例为 0.494%，支付资金总额 4.3 亿元（含交易费用）。

● **风险提示：**市场恢复不及预期、房价调控超预期、多元化业务运营不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	175,008	178,948	189,510	194,439	201,229
YOY(%)	-4.4	2.3	5.9	2.6	3.5
归母净利润(百万元)	6,319	4,039	4,280	4,964	5,538
YOY(%)	48.2	-36.1	6.0	16.0	11.6
毛利率(%)	15.9	14.6	16.0	15.4	16.2
净利率(%)	5.2	2.3	3.3	3.5	3.9
ROE(%)	3.1	1.5	2.1	2.3	2.6
EPS(摊薄/元)	0.70	0.45	0.47	0.55	0.61
P/E(倍)	13.3	20.9	19.7	17.0	15.2
P/B(倍)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	663960	614166	652406	607372	633960
现金	88290	100351	107582	110013	104639
应收票据及应收账款	3500	3573	3954	3861	4269
其他应收款	118430	107874	144907	114603	153398
预付账款	8957	4567	12054	3576	12321
存货	416702	369183	354467	345388	328793
其他流动资产	28080	28617	29441	29931	30540
非流动资产	244549	246143	250221	252522	252560
长期投资	80142	76504	73763	70370	66436
固定资产	11618	11444	11117	10899	10770
无形资产	1984	1863	2019	2212	2293
其他非流动资产	150805	156333	163322	169041	173062
资产总计	908508	860309	902627	859893	886519
流动负债	426024	386308	430312	401040	458996
短期借款	1379	2751	2751	2751	5251
应付票据及应付账款	60662	53115	73269	54421	76602
其他流动负债	363983	330442	354293	343868	377143
非流动负债	185794	187256	181078	163631	126801
长期借款	170098	172677	166846	148180	111812
其他非流动负债	15697	14578	14231	15451	14989
负债合计	611818	573564	611390	564671	585798
少数股东权益	176967	175738	177708	179639	182012
股本	9061	9061	9061	9061	9061
资本公积	20448	20478	20478	20478	20478
留存收益	68608	69035	72591	76482	80911
归属母公司股东权益	119723	111007	113529	115584	118710
负债和股东权益	908508	860309	902627	859893	886519

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	31431	31964	28514	21061	31029
净利润	9106	4189	6250	6895	7912
折旧摊销	2959	3291	2521	2919	3404
财务费用	912	1943	2227	1849	1826
投资损失	-2481	-3892	-3021	-2945	-3037
营运资金变动	15196	19682	19930	11688	19952
其他经营现金流	5738	6752	606	654	971
投资活动现金流	-12241	3158	-3343	-1994	-645
资本支出	6591	5703	6577	5581	4879
长期投资	-8556	-1774	2741	3393	3934
其他投资现金流	2905	10634	493	194	300
筹资活动现金流	-17353	-23405	-17940	-16636	-38259
短期借款	-130	1372	0	0	2500
长期借款	9275	2580	-5831	-18667	-36368
普通股增加	1322	0	0	0	0
资本公积增加	10234	30	0	0	0
其他筹资现金流	-38054	-27387	-12109	2031	-4391
现金净增加额	1797	11714	7231	2431	-7874

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	175008	178948	189510	194439	201229
营业成本	147204	152812	159203	164466	168545
营业税金及附加	6155	6930	7296	7875	8250
营业费用	4328	4014	4738	5055	5433
管理费用	2374	2103	2464	2477	2569
研发费用	158	129	144	149	158
财务费用	912	1943	2227	1849	1826
资产减值损失	-2276	-4484	-5022	-3327	-3014
其他收益	206	128	237	233	201
公允价值变动收益	38	-36	158	158	79
投资净收益	2481	3892	3021	2945	3037
资产处置收益	-0	34	12	13	15
营业利润	14182	9000	10517	12006	13919
营业外收入	278	247	326	356	302
营业外支出	472	157	215	241	271
利润总额	13989	9090	10628	12121	13950
所得税	4882	4901	4377	5227	6038
净利润	9106	4189	6250	6895	7912
少数股东损益	2787	150	1970	1930	2374
归属母公司净利润	6319	4039	4280	4964	5538
EBITDA	25609	20933	17840	19223	20790
EPS(元)	0.70	0.45	0.47	0.55	0.61

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-4.4	2.3	5.9	2.6	3.5
营业利润(%)	-7.7	-36.5	16.9	14.2	15.9
归属于母公司净利润(%)	48.2	-36.1	6.0	16.0	11.6
获利能力					
毛利率(%)	15.9	14.6	16.0	15.4	16.2
净利率(%)	5.2	2.3	3.3	3.5	3.9
ROE(%)	3.1	1.5	2.1	2.3	2.6
ROIC(%)	4.3	2.4	2.7	2.9	3.3
偿债能力					
资产负债率(%)	67.3	66.7	67.7	65.7	66.1
净负债比率(%)	44.6	46.8	38.8	33.4	24.1
流动比率	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4
速动比率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	47.6	51.2	50.8	50.2	49.9
应付账款周转率	2.5	2.7	2.5	2.6	2.6
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.70	0.45	0.47	0.55	0.61
每股经营现金流(最新摊薄)	3.47	3.53	3.15	2.32	3.42
每股净资产(最新摊薄)	10.89	10.92	11.20	11.43	11.77
估值比率					
P/E	13.3	20.9	19.7	17.0	15.2
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	15.3	18.8	21.0	18.9	16.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn