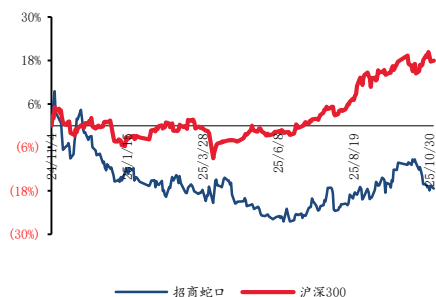


招商蛇口 2025 年三季报点评：毛利率同比提升，业绩平稳增长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 90.61/84.59
 总市值/流通(亿元) 848.09/791.75
 12 个月内最高/最低价 (元) 13/8.43

相关研究报告

证券分析师：徐超

电话：18311057693

E-MAIL: xuchao@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190521050001

证券分析师：戴梓涵

电话：18217681683

E-MAIL: daizh@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524110003

事件：

公司发布 2025 年三季报,2025 年前三季度公司实现营业收入 897.66 亿元,同比增长 15.1%,归母净利润 24.97 亿元,同比下降 4.0%。

要点：

营收实现增长，毛利率同比明显提升

2025 年前三季度公司实现营收 897.66 亿元,同比增长 15.1%,归母净利润 24.97 亿元,同比下滑 4.0%。营收微增但归母净利润下滑主要原因包括：1) 权益法投资收益及股权处置收益同比减少,带来投资收益同比减少 84.5%至 5.7 亿元;2) 少数股东损益为 11 亿元,较去年同期同比增长 34.4%。此外,公司销售毛利率较 24 年同期提高 5 个百分点至 14.98%。

销售规模行业排名位居前四，稳中有进

公司前三季度累计实现签约销售面积 508.67 万平方米,同比下降 20.82%,实现签约销售金额 1407.06 亿元,同比下降 3.04%,签约销售均价 27672 元/平方米,同比提升 22.46%。据克而瑞数据,权益销售金额 944.0 亿元,同比下降 5.74%,权益比例为 67.11%,全口径和权益口径销售金额在行业排名均为第四名,较去年同期提升一名。

投资聚焦核心城市，获取项目优质

拿地方面,公司坚持区域聚焦、城市深耕、以销定投、精挑细选的投资策略,资源投放聚焦核心城市。25 年前三季度累计获取 30 宗地块,总计容建面约 324.74 万平方,总地价约 752 亿元,拿地销售比为 53.5%,权益地价 435 亿元,新增拿地权益比 57.86%。公司在一线城市的投资金额占比 67%。

财务指标健康，融资成本进一步下降

截至 2025 年上半年末,公司“三道红线”保持绿档,剔除预收账款的资产负债率 63.1%,净负债率 66.42%,现金短债比为 1.30。融资方面,积极响应房地产融资新模式,持续提升经营性物业贷款规模,债务结构更加稳固。此外,紧抓利率下行的市场窗口,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。2025 年上半年末,综合资金成本为 2.84%,较 2025 年初同比下降 15BP,保持行业领先水平。

投资建议：

公司作为央企龙头,股东综合实力强,投资聚焦核心区域城市,土地储备充足,销售保持韧性,融资渠道畅通且融资成本低,我们预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润为 41.04/48.34/52.01 亿元,对应 25/26/27

年 PE 分别为 20.67X/17.54X/16.31X，持续给予“买入”评级。

风险提示：房地产行业政策风险；销售改善不及预期；毛利率下行超预期

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	178,948	173,489	169,690	168,510
营业收入增长率(%)	2.25%	-3.05%	-2.19%	-0.70%
归母净利（百万元）	4,039	4,104	4,834	5,201
净利润增长率(%)	-36.09%	1.62%	17.79%	7.59%
摊薄每股收益（元）	0.37	0.45	0.53	0.57
市盈率（PE）	27.68	20.67	17.54	16.31

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	88,290	100,351	135,426	149,105	161,862
应收和预付款项	12,457	8,140	9,305	9,594	8,663
存货	416,702	369,183	349,959	332,846	318,411
其他流动资产	146,511	136,491	143,809	140,820	139,923
流动资产合计	663,960	614,166	638,498	632,365	628,859
长期股权投资	80,142	76,504	75,904	75,604	74,535
投资性房地产	127,028	132,870	139,321	144,932	150,938
固定资产	11,618	11,444	11,398	11,246	11,002
在建工程	973	824	580	384	227
无形资产开发支出	1,984	1,863	1,731	1,594	1,456
长期待摊费用	1,043	1,011	1,348	1,299	1,248
其他非流动资产	685,721	635,793	660,281	653,749	649,830
资产总计	908,508	860,309	890,562	888,808	889,237
短期借款	1,379	2,751	3,251	3,651	4,151
应付和预收款项	60,839	53,389	56,816	55,620	53,850
长期借款	118,771	125,777	128,129	132,136	137,194
其他负债	430,829	391,647	418,325	409,327	401,885
负债合计	611,818	573,564	606,521	600,734	597,080
股本	9,061	9,061	9,061	9,061	9,061
资本公积	20,448	20,478	20,478	20,478	20,478
留存收益	68,608	69,035	71,330	74,069	77,017
归母公司股东权益	119,723	111,007	106,618	109,358	112,305
少数股东权益	176,967	175,738	177,423	178,716	179,852
股东权益合计	296,690	286,745	284,041	288,074	292,157
负债和股东权益	908,508	860,309	890,562	888,808	889,237

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	31,431	31,964	44,737	17,355	14,948
投资性现金流	-12,241	3,158	-5,195	-4,821	-4,214
融资性现金流	-17,353	-23,405	-4,437	1,146	2,023
现金增加额	1,797	11,714	35,074	13,680	12,757

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	175,008	178,948	173,489	169,690	168,510
营业成本	147,204	152,812	149,065	145,885	145,310
营业税金及附加	6,155	6,930	6,734	6,533	6,471
销售费用	4,328	4,014	3,886	3,835	3,791
管理费用	2,374	2,103	2,195	2,148	2,106
财务费用	912	1,943	1,958	1,535	1,445
资产减值损失	-2,276	-4,484	-1,460	-1,225	-855
投资收益	2,481	3,892	2,715	2,917	3,066
公允价值变动	38	-36	36	25	20
营业利润	14,182	9,000	10,177	10,975	11,246
其他非经营损益	-194	89	117	4	70
利润总额	13,989	9,090	10,294	10,979	11,317
所得税	4,882	4,901	4,505	4,852	4,979
净利润	9,106	4,189	5,789	6,127	6,337
少数股东损益	2,787	150	1,685	1,293	1,136
归母股东净利润	6,319	4,039	4,104	4,834	5,201

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	15.89%	14.61%	14.08%	14.03%	13.77%
销售净利率	3.61%	2.26%	2.37%	2.85%	3.09%
销售收入增长率	-4.37%	2.25%	-3.05%	-2.19%	-0.70%
EBIT 增长率	-22.52%	-36.69%	53.88%	2.13%	1.98%
净利润增长率	48.20%	-36.09%	1.62%	17.79%	7.59%
ROE	5.28%	3.64%	3.85%	4.42%	4.63%
ROA	1.01%	0.47%	0.66%	0.69%	0.71%
ROIC	1.60%	0.71%	1.33%	1.32%	1.32%
EPS (X)	0.65	0.37	0.45	0.53	0.57
PE (X)	14.66	27.68	20.67	17.54	16.31
PB (X)	0.72	0.84	0.80	0.78	0.76
PS (X)	0.49	0.52	0.49	0.50	0.50
EV/EBITDA (X)	13.30	18.94	11.63	10.90	10.47

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供面许可任何机构和任何个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。