

## 招商蛇口 (001979. SZ)

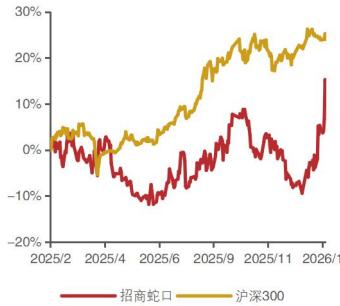
投资评级：买入（首次）

## 证券分析师

邓力  
SAC: S1350525070006  
dengli@jzsec.com  
陈颖  
SAC: S1350525110002  
chenying02@huayuanstock.com

## 联系人

## 市场表现：



## 基本数据 2026年01月30日

收盘价 (元)	10.57
一年内最高 / 最低 (元)	10.98/8.43
总市值 (百万元)	95,299.46
流通市值 (百万元)	88,936.23
总股本 (百万股)	9,016.03
资产负债率 (%)	67.79
每股净资产 (元/股)	10.95

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

- 深耕大湾区的央企综合运营平台。招商蛇口是招商局集团旗下的房地产业务运营平台，公司以开发业务、资产运营、物业服务为三大核心支柱，持续构建“租购并举、轻重结合”的多元业务格局。过去几年，面对行业调整压力，公司主动优化资产结构：一方面，积极化解历史包袱，自2020年以来累计计提资产及信用减值约226亿元，计提规模在央国企房企中处于相对领先的水平；另一方面，公司在投资端持续优化，聚焦核心城市，提升拿地权益比例。展望未来，我们认为，公司将依托招商局集团的产业协同与融资优势，继续深耕大湾区、长三角以及成渝等核心经济圈，夯实央企综合运营平台的长期竞争力。
- 受房地产市场调整，短期盈利承压。2015-2021年，公司营收、归母净利CAGR分别为+21.8%、+13.5%，业绩规模稳步提升；2022-2024年，公司营收、归母净利CAGR分别为-1.1%、-2.7%，受房地产行业调整影响，业绩有所下滑。1月30日，公司发布2025年业绩预告，公司预计2025年归母净利10.1-12.5亿元，同比下降69%-75%；扣非后归母净利1.54-2.31亿元，同比下降91%-94%，归母净利下滑主因：1)部分房地产开发项目存在减值迹象，公司结合市场情况进行相应计提减值；2)结转项目规模减少，导致营收有所下滑；3)联合营公司的投资收益同比下滑。截至2025Q3末，公司合同负债为1496亿元，较2024年末+5%，对2024年营收的覆盖倍数为0.84倍，短期来看结转端收入存在一定压力。
- 销售规模稳居行业前列，拿地聚焦并强度提升。根据克而瑞数据，2015-2024年，公司销售金额CAGR达16%，销售金额排名从全国第14位提升至第5位。2025年，公司实现销售金额1960亿元，同比-10.6%，优于百强房企整体表现（同比-20%），行业排名提升至全国第4。2025H1，核心城市10城销售占比提升至70%（同比+4pct），体现公司在核心城市的深耕与资源集中度持续提升。2025年，公司拿地金额793亿元，同比+63%，拿地/销售金额比40%，同比+18pct，拿地强度显著提升，新增项目主要集中于上海、深圳、长沙、成都等重点城市，延续“以销定投、区域聚焦”策略。截至2025H1末，公司未竣工土储面积2413万平方米，对2024年销售面积的覆盖倍数为2.6倍，土储结构优质且充裕。
- 融资优势显著，重视股东回报。截至2025H1末，公司剔除预收款后资产负债率和净负债率分别为63.1%、66.4%，现金短债比1.3，“三道红线”指标均处于绿档。2025H1，公司加权融资成本为2.84%，较24年末下降0.15pct，融资成本保持行业领先水平。截至2025H1末，银行融资占比达66%，一年内到期有息债务占比21.4%，财务结构保持稳健。此外，公司重视股东回报：1)2025H1，公司偿还永续债62亿元，降低了永续债利息对归母净利润的摊薄影响；2)自2024年11月以来，公司累计回购股份约4480万股，回购金额达4.3亿元；3)公司2022-24年维持40%以上的派息率，体现公司在行业调整期依然坚持“稳经营、重回报”价值取向。
- 盈利预测与评级：我们预计公司2025-27年归母净利润分别为10.73、14.72、16.87亿元，对应1月30日的股价PE为88.8、64.7、56.5倍，2025年PB为0.96倍，我们选取保利发展、中国海外发展及建发国际集团等同为央国企股东背景且重点布局一二线城市的房企作为可比公司。在当前行业调整、分化加剧的背景下，公司有望凭借低融资成本优势与核心城市聚焦战略，在存量竞争中率先受益，实现业绩稳步修复与价值重估，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：行业复苏进度不及预期。资产减值风险二次冲击。战略资源价值释放时滞与不确定性。

## 盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	175,008	178,948	159,571	149,719	144,614
同比增长率 (%)	-4.37%	2.25%	-10.83%	-6.17%	-3.41%
归母净利润 (百万元)	6,319	4,039	1,073	1,472	1,687
同比增长率 (%)	48.20%	-36.09%	-73.42%	37.15%	14.57%
每股收益 (元/股)	0.70	0.45	0.12	0.16	0.19
ROE (%)	5.28%	3.64%	0.96%	1.31%	1.49%
市盈率 (P/E)	15.08	23.60	88.79	64.74	56.51

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表（百万元）**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	100,351	98,276	109,369	116,847
应收票据及账款	3,642	3,284	3,081	2,976
预付账款	4,567	5,228	4,906	4,738
其他应收款	107,874	104,908	98,430	95,074
存货	369,183	375,243	350,370	337,115
其他流动资产	28,548	23,373	21,930	21,183
<b>流动资产总计</b>	<b>614,166</b>	<b>610,312</b>	<b>588,086</b>	<b>577,933</b>
长期股权投资	76,504	77,012	77,488	77,948
固定资产	13,632	13,364	13,391	13,699
在建工程	824	2,168	2,582	2,330
无形资产	1,821	1,769	1,748	1,756
长期待摊费用	1,011	796	568	328
其他非流动资产	152,351	150,127	148,172	146,499
<b>非流动资产合计</b>	<b>246,143</b>	<b>245,235</b>	<b>243,950</b>	<b>242,560</b>
<b>资产总计</b>	<b>860,309</b>	<b>855,548</b>	<b>832,036</b>	<b>820,493</b>
短期借款	2,751	2,601	2,451	2,301
应付票据及账款	53,115	53,275	49,744	47,862
其他流动负债	330,442	324,948	304,028	293,004
<b>流动负债合计</b>	<b>386,308</b>	<b>380,823</b>	<b>356,222</b>	<b>343,167</b>
长期借款	175,068	175,068	175,068	175,068
其他非流动负债	12,187	12,187	12,187	12,187
<b>非流动负债合计</b>	<b>187,256</b>	<b>187,256</b>	<b>187,256</b>	<b>187,256</b>
<b>负债合计</b>	<b>573,564</b>	<b>568,079</b>	<b>543,478</b>	<b>530,422</b>
股本	9,061	9,016	9,016	9,016
资本公积	20,478	20,523	20,523	20,523
留存收益	81,468	82,073	82,902	83,853
归属母公司权益	111,007	111,612	112,441	113,392
少数股东权益	175,738	175,857	176,117	176,679
<b>股东权益合计</b>	<b>286,745</b>	<b>287,469</b>	<b>288,558</b>	<b>290,071</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>860,309</b>	<b>855,548</b>	<b>832,036</b>	<b>820,493</b>

**现金流量表（百万元）**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	4,189	644	1,198	1,727
折旧与摊销	3,649	3,845	3,912	4,000
财务费用	1,943	1,690	1,616	1,470
投资损失	-3,892	-625	-587	-566
营运资金变动	19,682	-3,557	8,868	4,725
其他经营现金流	6,393	957	936	915
<b>经营性现金净流量</b>	<b>31,964</b>	<b>2,954</b>	<b>15,943</b>	<b>12,272</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>3,158</b>	<b>-2,721</b>	<b>-2,441</b>	<b>-2,437</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-23,405</b>	<b>-2,309</b>	<b>-2,409</b>	<b>-2,357</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>11,714</b>	<b>-2,075</b>	<b>11,093</b>	<b>7,478</b>

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

**利润表（百万元）**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>178,948</b>	<b>159,571</b>	<b>149,719</b>	<b>144,614</b>
<b>营业成本</b>	<b>152,812</b>	<b>140,161</b>	<b>130,870</b>	<b>125,919</b>
税金及附加	6,930	6,193	5,811	5,613
销售费用	4,014	3,580	3,359	3,244
管理费用	2,103	1,876	1,760	1,700
研发费用	129	123	115	111
财务费用	1,943	1,690	1,616	1,470
资产减值损失	-4,484	-3,686	-3,159	-2,762
信用减值损失	-1,550	-1,117	-898	-723
其他经营损益	0	0	0	0
<b>投资收益</b>	<b>3,892</b>	<b>625</b>	<b>587</b>	<b>566</b>
公允价值变动损益	-36	-11	0	0
<b>资产处置收益</b>	<b>34</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>13</b>
<b>其他收益</b>	<b>128</b>	<b>232</b>	<b>232</b>	<b>232</b>
<b>营业利润</b>	<b>9,000</b>	<b>2,003</b>	<b>2,962</b>	<b>3,881</b>
营业外收入	247	366	366	366
营业外支出	157	249	249	249
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>9,090</b>	<b>2,121</b>	<b>3,080</b>	<b>3,999</b>
所得税	4,901	928	1,348	1,750
<b>净利润</b>	<b>4,189</b>	<b>1,193</b>	<b>1,732</b>	<b>2,249</b>
少数股东损益	150	119	260	562
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>4,039</b>	<b>1,073</b>	<b>1,472</b>	<b>1,687</b>
EPS(元)	0.45	0.12	0.16	0.19

**主要财务比率**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	2.25%	-10.83%	-6.17%	-3.41%
营业利润增长率	-36.54%	-77.74%	47.87%	31.03%
归母净利润增长率	-36.09%	-73.42%	37.15%	14.57%
经营现金流增长率	1.69%	-90.76%	439.66%	-23.02%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	14.61%	12.16%	12.59%	12.93%
净利率	2.34%	0.75%	1.16%	1.56%
ROE	3.64%	0.96%	1.31%	1.49%
ROA	0.47%	0.13%	0.18%	0.21%
<b>估值倍数</b>				
P/E	23.60	88.79	64.74	56.51
P/S	0.53	0.60	0.64	0.66
P/B	0.96	0.96	0.95	0.94
股息率	1.84%	0.49%	0.67%	0.77%
EV/EBITDA	25	48	41	36

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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门、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。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：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。

**行业的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

**本报告采用的基准指数：**A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。