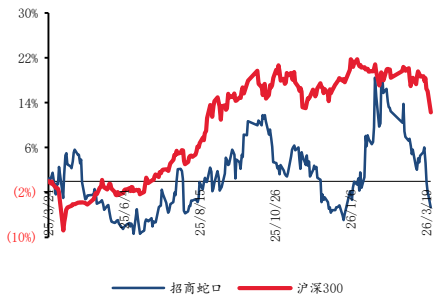


## 招商蛇口 2025 年报点评：拿地聚焦核心，行业排名提升

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	90.16/84.14
总市值/流通(亿元)	789.8/737.03
12个月内最高/最低价(元)	11.1/8.43

### 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 年年度报告，2025 年公司实现营业收入 1547.28 亿元，同比下降 13.53%，归母净利润 10.24 亿元，同比下降 74.65%。

### 要点：

#### 结转规模及毛利率下降叠加投资收益减少，拖累业绩表现

2025 年公司实现营收 1547.28 亿元，同比下降 13.53%，归母净利润 10.24 亿元，同比下滑 74.65%。营收和归母净利润均同比下滑，且归母净利润降幅更高主要原因包括：1) 公司开发业务项目结转规模同比下降；2) 投资净收益同比下降 81.81%至 7.08 亿元。此外，公司销售毛利率较 24 年同期降低 0.85 个百分点至 13.76%。

#### 销售规模行业排名稳中有进

2025 年公司累计实现签约销售面积 716.12 万平方米，同比下降 23.48%，实现签约销售金额 1960.09 亿元，同比下降 10.62%，签约销售均价 27371 元/平方米，同比提升 16.81%。公司在上海、深圳、成都、西安、长沙、南京、郑州、苏州、佛山、南通 10 个城市实现全口径销售金额排名前三，全国重点 30 城中进入当地 TOP5 的城市共计 15 个。据克而瑞数据，权益销售金额 1323.0 亿元，同比下降 12.15%，权益比例为 67.49%，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。

#### 拿地聚焦核心，获取项目优质

拿地方面，公司坚持聚焦核心、以销定投、精挑细选的投资策略，强化投资管控，落实精准投资。25 年公司累计获取 43 宗地块，总计容建面约 440 万平方，总地价约 938 亿元，拿地销售比为 47.85%。公司在核心 10 城的投资占比接近 90%，其中在一线城市的投资占公司全部投资额的 63%，先后获取上海 5 宗，深圳、北京、成都、杭州各 3 宗，西安 2 宗优质土地。

#### 财务指标健康，融资成本持续降低

截至 2025 年年末，公司“三道红线”保持绿档，剔除预收账款的资产负债率 64.17%，净负债率 72.46%，现金短债比为 1.19。融资方面，公司年内完成 120 亿元存量永续债全面清零，落地经营性物业贷款 141 亿元，债务结构优化。此外，公司持续优化融资成本，2025 年新增公开市场融资 179.4 亿元，票面利率均为同期同行业内最低区间。2025 年年末，综合资金成本为 2.74%，较 2025 年初下降 25BP，继续保持行业领先水平。

#### 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，现金流充足，融资渠道畅通且融资成本低，我们预计公司 2026/2027/2028 年归母净利润为 20.72/26.07/27.00 亿元，对应 26/27/28 年 PE 分别为 38.12X/30.29X/29.25X，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

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	154,728	151,789	149,090	145,810
营业收入增长率(%)	-13.53%	-1.90%	-1.78%	-2.20%
归母净利（百万元）	1,024	2,072	2,607	2,700
净利润增长率(%)	-74.65%	102.40%	25.83%	3.55%
摊薄每股收益（元）	0.11	0.23	0.29	0.30
市盈率（PE）	77.15	38.12	30.29	29.25

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)**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	100,351	86,127	93,231	105,273	108,605
应收和预付款项	8,140	11,779	11,255	11,051	10,678
存货	369,183	362,324	353,788	344,037	336,703
其他流动资产	136,491	126,301	125,629	122,590	122,342
流动资产合计	614,166	586,531	583,903	582,952	578,327
长期股权投资	76,504	72,731	72,431	71,363	70,263
投资性房地产	132,870	140,631	146,242	152,249	158,299
固定资产	11,444	10,758	10,675	10,501	10,263
在建工程	824	286	170	103	78
无形资产开发支出	1,863	1,778	1,689	1,599	1,509
长期待摊费用	1,011	1,059	1,082	1,112	1,152
其他非流动资产	635,793	608,168	605,189	603,871	598,870
资产总计	860,309	835,412	837,479	840,798	840,434
短期借款	2,751	2,954	3,354	3,654	4,004
应付和预收款项	53,389	50,559	49,969	49,842	48,368
长期借款	125,777	140,876	144,882	149,940	154,940
其他负债	391,647	369,643	366,102	362,206	355,951
负债合计	573,564	564,032	564,307	565,642	563,263
股本	9,061	9,016	9,016	9,016	9,016
资本公积	20,478	20,312	20,312	20,312	20,312
留存收益	69,035	68,005	69,432	71,126	72,841
归母公司股东权益	111,007	97,652	99,080	100,774	102,488
少数股东权益	175,738	173,727	174,093	174,382	174,682
股东权益合计	286,745	271,379	273,172	275,156	277,171
负债和股东权益	860,309	835,412	837,479	840,798	840,434

**现金流量表 (百万)**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	31,964	9,693	11,982	15,425	10,813
投资性现金流	3,158	-2,287	-6,805	-6,017	-5,964
融资性现金流	-23,405	-21,795	1,939	2,635	-1,518
现金增加额	11,714	-14,402	7,104	12,043	3,331

**利润表 (百万)**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	178,948	154,728	151,789	149,090	145,810
营业成本	152,812	133,441	131,065	128,585	125,710
营业税金及附加	6,930	4,300	4,098	3,981	3,864
销售费用	4,014	4,002	3,643	3,429	3,354
管理费用	2,103	2,037	1,897	1,834	1,793
财务费用	1,943	2,509	2,443	2,451	2,374
资产减值损失	-4,484	-3,517	-3,025	-3,115	-3,085
投资收益	3,892	708	1,063	1,491	1,458
公允价值变动	-36	517	25	20	20
营业利润	9,000	5,261	6,067	6,667	6,586
其他非经营损益	89	-80	27	70	80
利润总额	9,090	5,181	6,094	6,738	6,666
所得税	4,901	4,477	3,657	3,840	3,666
净利润	4,189	704	2,438	2,897	3,000
少数股东损益	150	-320	366	290	300
归母股东净利润	4,039	1,024	2,072	2,607	2,700

**预测指标**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	14.61%	13.76%	13.65%	13.75%	13.79%
销售净利率	2.26%	0.66%	1.37%	1.75%	1.85%
销售收入增长率	2.25%	-13.53%	-1.90%	-1.78%	-2.20%
EBIT 增长率	-36.69%	-15.31%	26.61%	7.62%	-1.61%
净利润增长率	-36.09%	-74.65%	102.40%	25.83%	3.55%
ROE	3.64%	1.05%	2.09%	2.59%	2.63%
ROA	0.47%	0.08%	0.29%	0.35%	0.36%
ROIC	0.71%	0.18%	0.65%	0.74%	0.75%
EPS (X)	0.45	0.11	0.23	0.29	0.30
PE (X)	19.56	77.15	38.12	30.29	29.25
PB (X)	0.71	0.81	0.80	0.78	0.77
PS (X)	0.44	0.51	0.52	0.53	0.54
EV/EBITDA (X)	18.94	21.79	19.97	18.58	18.90

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。