

招商蛇口 (001979.SZ)

行业保持领先，减值同比下降

优于大市

核心观点

归母净利润-75%，减值规模同比下降。2025年公司实现营业收入1547亿元，同比下降14%；实现归母净利润10亿元，同比下降75%。公司业绩下滑的主要是开发业务结转规模下降及投资收益减少。公司全年计提资产减值损失44亿元，同比下降26%。公司开发业务结算毛利率为15.33%，同比下降0.25个百分点。

销售保持行业前列，投拓聚焦核心城市。2025年公司累计实现销售金额1960亿元，同比下降11%，行业排名提升一位至第四位；实现签约销售面积716万平方米，同比下降24%。公司在上海、深圳、成都等10个城市实现全口径销售金额排名前三，核心城市市场地位稳固。2025年公司累计获取43宗地块，总计容建面约440万平方米，总地价约938亿元，公司需支付的权益地价约为543亿元。公司在投资策略上坚持聚焦核心，年内“核心10城”的投资占比接近90%，其中一线城市的投资占比达63%。代建业务方面，全年新增代建项目80个，新增签约面积1139万平方米。

融资优势明显，结构改善。截至2025年末，公司剔除预收账款的资产负债率为64.2%、净负债率为72.5%、现金短债比为1.19，“三道红线”持续保持绿档。公司年内完成120亿元存量永续债全面清零，并落地经营性物业贷款141亿元，债务结构实现显著优化。年末综合资金成本为2.74%，较年初下降25BP，融资成本保持行业领先水平。

风险提示：宏观环境大幅恶化；政策宽松低于预期；政策效果低于预期；公司深耕城市房地产市场衰退；公司销售不畅、回款滞后、存货贬值、利润下行、竣工结算不及预期。

投资建议：公司土地质量相对优质，财务保持健康，减值已较为充分，由于房地产行业仍在下行周期，公司仍然受到结转规模下降和投资收益减少的影响，我们下调公司的营业收入和盈利预测，预计26、27年公司营收分别为1451/1389（原值1530/1569）亿元，归母净利润分别为13/15（原值41/42）亿元，对应EPS为0.15/0.16元，对应当前股价的PE为59.5/54.5X，维持“优于大市”评级。具体盈利预测展开见正文。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	178,948	154,728	145,135	138,894	135,977
(+/-%)	2.3%	-13.5%	-6.2%	-4.3%	-2.1%
净利润(百万元)	4039	1024	1326	1449	1447
(+/-%)	-36.1%	-74.6%	29.6%	9.3%	-0.2%
每股收益(元)	0.45	0.11	0.15	0.16	0.16
EBIT Margin	7.2%	7.0%	6.9%	6.9%	6.9%
净资产收益率 (ROE)	3.6%	1.0%	1.4%	1.6%	1.6%
市盈率 (PE)	19.7	77.1	59.5	54.5	54.6
EV/EBITDA	40.7	44.0	54.5	53.9	52.9
市净率 (PB)	0.72	0.81	0.83	0.86	0.89

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

房地产·房地产开发

证券分析师：任鹤
010-88005315
renhe@guosen.com.cn
S0980520040006

证券分析师：王粤雷
0755-81981019
wangyuelei@guosen.com.cn
S0980520030001

证券分析师：王静
021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn
S0980522100002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	8.86元
总市值/流通市值	79882/74544百万元
52周最高价/最低价	11.10/8.43元
近3个月日均成交额	665.38百万元

市场走势



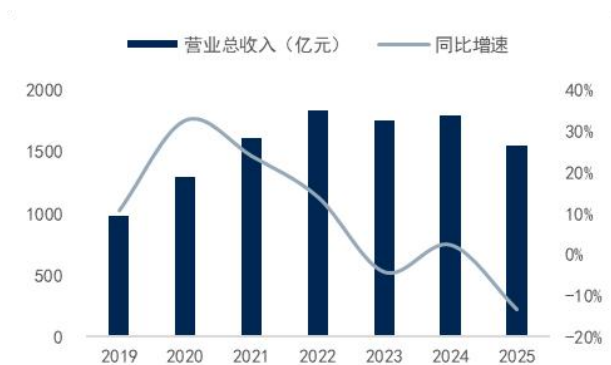
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《招商蛇口(001979.SZ)-业绩增长,投拓积极》——2025-09-03
《招商蛇口(001979.SZ)-业绩短期承压,减值压力释放》——2025-04-17

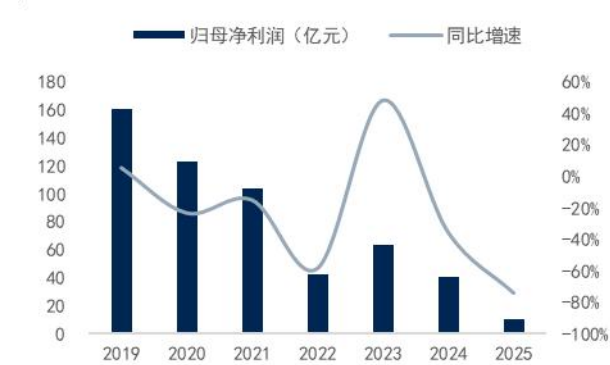
归母净利润-75%，减值规模同比下降。2025 年公司实现营业收入 1547 亿元，同比下降 14%；实现归母净利润 10 亿元，同比下降 75%。公司业绩下滑的主要是开发业务结转规模下降及投资收益减少。公司全年计提资产减值损失 44 亿元，同比下降 26%。公司开发业务结算毛利率为 15.33%，同比下降 0.25 个百分点。

图1：公司营业总收入及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

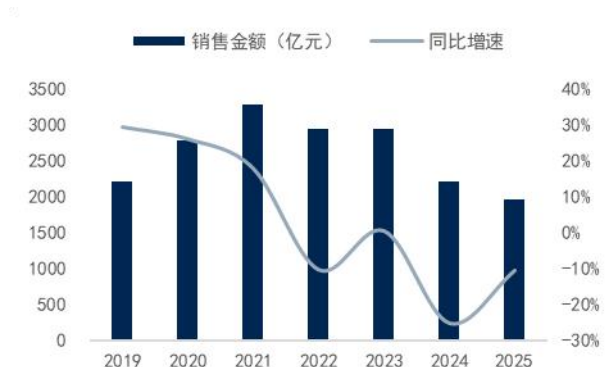
图2：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

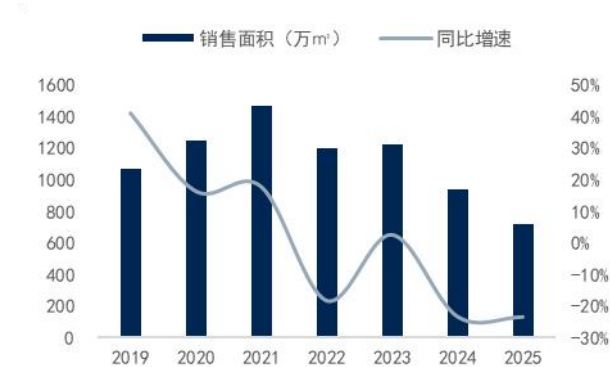
销售保持行业前列，投拓聚焦核心城市。2025 年公司累计实现销售金额 1960 亿元，同比下降 11%，行业排名提升一位至第四位；实现签约销售面积 716 万平方米，同比下降 24%。公司在上海、深圳、成都等 10 个城市实现全口径销售金额排名前三，核心城市市场地位稳固。2025 年公司累计获取 43 宗地块，总计容建面约 440 万平方米，总地价约 938 亿元，公司需支付的权益地价约为 543 亿元。公司在投资策略上坚持聚焦核心，年内“核心 10 城”的投资占比接近 90%，其中一线城市的投资占比达 63%。代建业务方面，全年新增代建项目 80 个，新增签约面积 1139 万平方米。

图3：公司销售金额及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司销售面积及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

融资优势明显，结构改善。截至 2025 年末，公司剔除预收账款的资产负债率为 64.2%、净负债率为 72.5%、现金短债比为 1.19，“三道红线”持续保持绿档。公司年内完成 120 亿元存量永续债全面清零，并落地经营性物业贷款 141 亿元，债务结构实现显著优化。年末综合资金成本为 2.74%，较年初下降 25BP，融资成本保持行业领先水平。

风险提示：宏观环境大幅恶化；政策宽松低于预期；政策效果低于预期；公司深耕城市房地产市场衰退；公司销售不畅、回款滞后、存货贬值、利润下行、竣工结算不及预期。

投资建议：公司土地质量相对优质，财务保持健康，减值已较为充分，由于房地产行业仍在下行周期，公司仍然受到结转规模下降和投资收益减少的影响，我们下调公司的营业收入和盈利预测，预计 26、27 年公司营收分别为 1451/1389（原值 1530/1569）亿元，归母净利润分别为 13/15（原值 41/42）亿元，对应 EPS 为 0.15/0.16 元，对应当前股价的 PE 为 59.5/54.5X，维持“优于大市”评级。

盈利预测：

我们的盈利预测基于以下假设条件：

1、2022 至 2025 年，公司的销售金额分别为 2926/2936/2193/1960 亿元，同比 -10%/+0%/-25%/-11%。在公司未来两年销售保持行业平均水平的情况下，综合考虑公司合同负债余额和结算进度，预计公司 2026、2027 年总营业收入分别为 1451/1389 亿元，同比 -6%/-4%。

2、预计公司未来两年营业成本/营业收入分别为 86%，与 2025 年基本持平，考虑到公司高地价低毛利项目陆续结算完毕，且 2024 和 2025 年减值计提较为充分，同时考虑到公司 2025 年减值计提规模已经减小，预计公司毛利率将保持稳定。

3、预计公司未来两年管理费用/营业收入为 1.3%，与 2025 年基本持平。

4、预计公司未来两年销售费用/营业收入为 2.6%，与 2025 年基本持平。

5、公司 2025 年业绩下滑的主要是开发业务结转规模下降及投资收益减少，同时进行了减值计提，由于投资收益和减值计提与行业基本面相关度较高，无法精确预测，基于保守审慎的原则，我们假设公司未来投资收益和减值计提与 2025 年基本持平。

表1：公司营收假设

	2024	2025	2026E	2027E
营业收入（亿元）	1789	1547	1451	1389
YOY	2.3%	-13.5%	-6.2%	-4.3%
营业成本/营业收入	86.2%	86.2%	86.2%	86.2%
管理费用/营业收入	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
销售费用/营业收入	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

未来 3 年盈利预测及敏感性分析：按上述假设条件，2026、2027 年总营业收入分别为 1451/1389 亿元，归母净利润分别为 13/15 亿元，同比 30%/9%，每股收益分别为 0.15/0.16 元。

表2：未来两年盈利预测表（单位：百万元）

	2024	2025	2026E	2027E
营业收入	178948	154728	145135	138894
营业成本	152812	133441	125106	119727
销售费用	4014	4002	3774	3611
管理费用	2103	2037	2058	1977
营业利润	9000	5261	6472	9000
归母净利润	4039	1024	1326	1449
每股收益	0.45	0.11	0.15	0.16
ROE	4%	1%	1%	2%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

盈利预测的敏感性分析：公司以房地产开发为主业，未来的销售增速、结算节奏、成本费率将决定公司未来净利润的增长速度。我们将盈利预测分为乐观、中性和悲观预测：1) 在乐观情况下，公司营收及毛利率水平均不同程度好于预期，且无减值计提；2) 在悲观情况下，公司营收及毛利率均不同程度不及预期，且有大量减值计提；3) 在中性预测条件下，公司 2026、2027 年 EPS 分别为 0.15/0.16 元。

表3: 盈利预测情景分析（乐观、中性、悲观）

乐观预测	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	178948	154728	158287	166834	171506
(+/-%)	2.3%	-13.5%	2.3%	5.4%	2.8%
净利润(百万元)	4039	1024	1714	2009	2080
(+/-%)	-36.1%	-74.6%	67.4%	17.2%	3.5%
每股收益(元)	0.45	0.11	0.19	0.22	0.23
中性预测	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	178948	154728	145135	138894	135977
(+/-%)	2.3%	-13.5%	-6.2%	-4.3%	-2.1%
净利润(百万元)	4039	1024	1326	1449	1447
(+/-%)	-36.1%	-74.6%	29.6%	9.3%	-0.2%
每股收益(元)	0.45	0.11	0.15	0.16	0.16
悲观预测	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	178948	154728	133066	119759	110179
(+/-%)	2.3%	-13.5%	-14.0%	-10.0%	-8.0%
净利润(百万元)	4039	1024	693	799	764
(+/-%)	-36.1%	-74.6%	-32.3%	15.3%	-4.5%
每股收益(元)	0.45	0.11	0.08	0.09	0.08

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	100351	86127	146707	152528	156256	营业收入	178948	154728	145135	138894	135977
应收款项	111219	102220	97419	93230	91272	营业成本	152812	133441	125106	119727	117212
存货净额	369183	362324	314576	300109	292946	营业税金及附加	6930	4300	4064	3889	3807
其他流动资产	33412	35860	28301	27084	26516	销售费用	4014	4002	3774	3611	3535
流动资产合计	614166	586531	587003	572952	566990	管理费用	2103	2037	2058	1977	1939
固定资产	12268	11044	12334	14398	15768	研发费用	129	114	102	97	95
无形资产及其他	1821	1712	1541	1370	1199	财务费用	1943	2509	2336	1804	1787
投资性房地产	155550	163393	163393	163393	163393	投资收益	3892	708	443	340	262
长期股权投资	76504	72731	69026	65288	61566	资产减值及公允价值变动	(4521)	(2999)	(1666)	(1041)	(947)
资产总计	860309	835412	833299	817401	808916	其他收入	(1517)	(887)	(102)	(97)	(95)
短期借款及交易性金融负债	52406	61885	64360	66934	69612	营业利润	9000	5261	6472	7088	6916
应付款项	53115	50302	45439	43349	42314	营业外净收支	89	(80)	103	96	254
其他流动负债	280787	255688	259814	247899	242012	利润总额	9090	5181	6575	7184	7170
流动负债合计	386308	367875	369613	358183	353939	所得税费用	4901	4477	5654	6178	6167
长期借款及应付债券	172677	184481	184481	184481	184481	少数股东损益	150	(320)	(406)	(444)	(443)
其他长期负债	14578	11676	9666	7210	4977	归属于母公司净利润	4039	1024	1326	1449	1447
长期负债合计	187256	196157	194147	191691	189458	现金流量表 (百万元)					
负债合计	573564	564032	563760	549874	543396	净利润	4039	1024	1326	1449	1447
少数股东权益	175738	173727	174539	175426	176312	资产减值准备	2209	(968)	951	418	469
股东权益	111007	97652	94999	92101	89207	折旧摊销	3074	3773	1763	2076	2385
负债和股东权益总计	860309	835412	833299	817401	808916	公允价值变动损失	4521	2999	1666	1041	947
关键财务与估值指标						财务费用	1943	2509	2336	1804	1787
	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	5182	(26214)	58311	3830	1005
每股收益	0.45	0.11	0.15	0.16	0.16	其它	(2501)	3683	(139)	469	416
每股红利	1.31	1.08	0.44	0.48	0.48	经营活动现金流	16522	(15703)	63879	9284	6669
每股净资产	12.25	10.83	10.54	10.22	9.89	资本开支	(336)	1517	(5500)	(5428)	(5000)
ROIC	1%	0%	0%	0%	0%	其它投资现金流	637	0	0	0	0
ROE	4%	1%	1%	2%	2%	投资活动现金流	3940	5289	(1795)	(1689)	(1278)
毛利率	15%	14%	14%	14%	14%	权益性融资	(2)	6623	0	0	0
EBIT Margin	7%	7%	7%	7%	7%	负债净变化	7007	15098	0	0	0
EBITDA Margin	9%	9%	8%	8%	9%	支付股利、利息	(11902)	(9714)	(3979)	(4348)	(4340)
收入增长	2%	-14%	-6%	-4%	-2%	其它融资现金流	1392	(21202)	2475	2574	2677
净利润增长率	-36%	-75%	30%	9%	-0%	融资活动现金流	(8400)	(3811)	(1504)	(1774)	(1663)
资产负债率	87%	88%	89%	89%	89%	现金净变动	12062	(14224)	60580	5821	3728
息率	15.1%	12.3%	5.0%	5.5%	5.5%	货币资金的期初余额	88290	100351	86127	146707	152528
P/E	19.7	77.1	59.5	54.5	54.6	货币资金的期末余额	100351	86127	146707	152528	156256
P/B	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9	企业自由现金流	13892	(19452)	55979	1821	(296)
EV/EBITDA	40.7	44.0	54.5	53.9	52.9	权益自由现金流	22291	(25557)	58127	4143	2131

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032