

招商蛇口 (001979.SZ) 开发业务毛利率承压，资产运营业务稳健提升

2024年09月02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）

qidong@kysec.cn

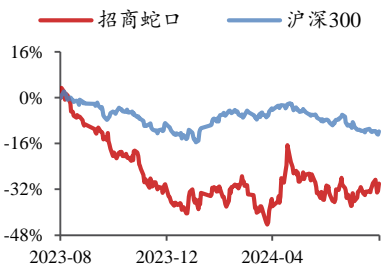
huyaowen@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

证书编号：S0790524070001

日期	2024/8/30
当前股价(元)	9.23
一年最高最低(元)	14.80/7.45
总市值(亿元)	836.32
流通市值(亿元)	768.17
总股本(亿股)	90.61
流通股本(亿股)	83.23
近3个月换手率(%)	46.61

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《销售降幅持续收窄，融资成本保持低位——公司信息更新报告》-2024.8.12
- 《收入规模同比微降，扣非净利润基本持平——公司信息更新报告》-2024.7.29
- 《销售拿地规模下滑，拟发行租赁住房REITs盘活资产——公司信息更新报告》-2024.6.12

● 开发业务毛利率承压，资产运营业务稳健提升，维持“买入”评级

招商蛇口发布2024年中报，受结转毛利率下降影响，公司结转业绩不及预期。公司拿地聚焦核心城市，可售货源较充足，融资渠道畅通，看好低价项目结转结束后业绩持续修复。我们维持盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润为63.9、70.3、74.4亿元，EPS为0.71、0.78、0.82元，当前股价对应PE为13.1、11.9、11.2倍，维持“买入”评级。

● 结转毛利率下降，扣非净利润基本持平

公司2024上半年实现营业总收入512.7亿元，同比-0.3%；实现归母净利润14.2亿元，同比-34.2%；实现扣非净利润14.0亿元，同比+0.45%；实现经营性净现金流12.9亿元，同比-95.1%；毛利率同比下降4.3pct至12.0%，其中开发业务毛利率同比下降5.6pct至12.2%。公司归母净利润下降主要系公司开发业务项目结转毛利率同比下降，以及转让子公司股权投资收益同比减少，投资净收益同比下降3.5亿元。

● 销售权益比提升，上半年拿地强度有所减弱

公司上半年实现销售金额1009.5亿元，销售面积438.7万方，分别同比-39.3%、-35.9%，销售权益比同比+9pct至65%，新推盘项目首开去化率同比+17pct，销售金额排名克而瑞榜单第五。公司上半年获取7宗地块，分别位于上海、广州、成都等一二线城市，计容建面80.1万方，总地价146.1亿元，同比下降64.9%，拿地金额权益比68.4%（2023全年76.5%），拿地强度14.5%（2023全年38.6%），拿地力度有所减弱。公司上半年获取代建项目178万方，轻资产项目16.3万方。

● 资产运营收入同比增长，融资成本持续压降

公司上半年实现资产运营收入36亿元，同比+15%，其中产业园、集中商业、公寓、写字楼、酒店收入分别为5.7、8.4、6.3、6.5、5.0亿元。公司三道红线维持绿档，截至上半年末剔除预负债率62.42%、净负债率59.17%、现金短债比1.63；一年内到期有息债务占比较2023年末下降3.34pct至16.7%。公司上半年新增融资成本3.01%，期末综合资金成本3.25%，较年初降低22个BP。

● 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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	183,003	175,008	190,022	200,235	207,165
YOY(%)	13.9	-4.4	8.6	5.4	3.5
归母净利润(百万元)	4,264	6,319	6,391	7,029	7,438
YOY(%)	-58.9	48.2	1.1	10.0	5.8
毛利率(%)	19.3	15.9	15.4	16.3	17.1
净利率(%)	5.0	5.2	4.7	4.9	5.1
ROE(%)	3.2	3.1	2.9	3.1	3.3
EPS(摊薄/元)	0.47	0.70	0.71	0.78	0.82
P/E(倍)	19.6	13.2	13.1	11.9	11.2
P/B(倍)	1.0	0.8	0.8	0.8	0.7

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)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	655187	663960	713263	666238	698778
现金	86243	88290	106330	110355	107726
应收票据及应收账款	3913	3500	3839	4070	4200
其他应收款	126778	118430	135974	135073	146568
预付账款	3952	8957	9240	9465	8443
存货	411549	416702	429473	378197	402248
其他流动资产	22753	28080	28407	29078	29593
非流动资产	231284	244549	259453	273152	285786
长期投资	74644	80142	87489	95182	103435
固定资产	10820	11618	11503	11523	11358
无形资产	1473	1984	2178	2403	2679
其他非流动资产	144348	150805	158282	164043	168313
资产总计	886471	908508	972716	939390	984563
流动负债	423910	426024	484086	459620	532021
短期借款	1509	1379	1379	1379	21831
应付票据及应付账款	56245	60662	72585	64045	73665
其他流动负债	366156	363983	410122	394196	436525
非流动负债	178121	185794	183063	167633	132323
长期借款	160823	170098	168773	151440	116453
其他非流动负债	17299	15697	14290	16193	15870
负债合计	602031	611818	667148	627253	664344
少数股东权益	182729	176967	179452	182186	185374
股本	7739	9061	9061	9061	9061
资本公积	10214	20448	20448	20448	20448
留存收益	65050	68608	74725	81704	89637
归属母公司股东权益	101712	119723	126115	129950	134846
负债和股东权益	886471	908508	972716	939390	984563

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	22174	31431	32580	32140	26976
净利润	9098	9106	8877	9763	10626
折旧摊销	2521	2959	2559	3008	3535
财务费用	1960	912	796	1437	1529
投资损失	-2017	-2481	-2241	-2075	-2075
营运资金变动	3998	15196	22889	19880	12499
其他经营现金流	6613	5738	-299	127	862
投资活动现金流	-10014	-12241	-14115	-14387	-13843
资本支出	6012	6591	7597	6410	5040
长期投资	-6590	-8556	-7348	-7692	-8254
其他投资现金流	2588	2905	829	-284	-549
筹资活动现金流	-5874	-17353	-425	-13728	-36215
短期借款	-2119	-130	0	0	20452
长期借款	26938	9275	-1325	-17332	-34987
普通股增加	-184	1322	0	0	0
资本公积增加	-3975	10234	0	0	0
其他筹资现金流	-26534	-38054	900	3604	-21680
现金净增加额	6472	1797	18040	4026	-23082

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	183003	175008	190022	200235	207165
营业成本	147775	147204	160773	167591	171698
营业税金及附加	7785	6155	7316	8110	8494
营业费用	4081	4328	4751	5206	5593
管理费用	2313	2374	2470	2631	2711
研发费用	125	158	136	151	158
财务费用	1960	912	796	1437	1529
资产减值损失	-5045	-2276	-2090	-1802	-1864
其他收益	361	206	255	269	273
公允价值变动收益	472	38	169	209	222
投资净收益	2017	2481	2241	2075	2075
资产处置收益	6	-0	2	4	3
营业利润	15360	14182	13597	15263	16819
营业外收入	575	278	301	340	373
营业外支出	118	472	206	228	256
利润总额	15817	13989	13693	15375	16937
所得税	6719	4882	4816	5612	6311
净利润	9098	9106	8877	9763	10626
少数股东损益	4834	2787	2486	2734	3188
归属母公司净利润	4264	6319	6391	7029	7438
EBITDA	26457	25609	21285	22823	24694
EPS(元)	0.47	0.70	0.71	0.78	0.82

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	13.9	-4.4	8.6	5.4	3.5
营业利润(%)	-32.5	-7.7	-4.1	12.3	10.2
归属于母公司净利润(%)	-58.9	48.2	1.1	10.0	5.8
获利能力					
毛利率(%)	19.3	15.9	15.4	16.3	17.1
净利率(%)	5.0	5.2	4.7	4.9	5.1
ROE(%)	3.2	3.1	2.9	3.1	3.3
ROIC(%)	4.4	4.3	3.5	3.7	4.0
偿债能力					
资产负债率(%)	67.9	67.3	68.6	66.8	67.5
净负债比率(%)	44.8	44.6	37.7	32.7	29.0
流动比率	1.5	1.6	1.5	1.4	1.3
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
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	51.1	47.6	52.2	51.0	50.5
应付账款周转率	2.6	2.5	2.4	2.5	2.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.70	0.71	0.78	0.82
每股经营现金流(最新摊薄)	2.45	3.47	3.60	3.55	2.98
每股净资产(最新摊薄)	9.22	10.89	11.59	12.01	12.55
估值比率					
P/E	19.6	13.2	13.1	11.9	11.2
P/B	1.0	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	14.9	15.3	17.8	16.1	14.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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。

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