

招商蛇口 (001979)

销售持续领跑，静待弹性释放

事件：公司发布 2023 年第一季度报告，公司实现营业收入 150.09 亿元，同比-20.17%；归母净利润 2.72 亿元，同比-38.72%；每股收益 0.004 元/股，同比-71.43%。

业绩受竣工节奏影响，未来有望实现反弹。2023 年一季度，公司实现营业收入 150.09 亿元，同比-20.17%；实现归母净利润 2.72 亿元，同比-38.72%，归母净利润下滑主要受宏观经济下行、交付减少等因素影响，项目竣工面积及结转收入减少。截止一季度末，公司合同负债余额 1736.9 亿元，较 22 年末增加 19.85%，同时，23 年公司计划竣工计容建面约 1600 万方，竣工交付主要集中在下半年，待结转收入充足，未来业绩增长弹性良好。

销售量价齐升，维持龙头地位。2023 年一季度，公司实现销售金额 722.66 亿元，同比增加 52.65%，实现高速增长，权益比例 93.77%。公司销售表现显著优于克而瑞 Top100 房企 3.1% 的平均增幅，一季度全口径销售金额排名百强第 6，与 2022 年末排名持平。销售面积 305.27 万方，同比增加 51.24%，销售均价 23672.81 元/平米，同比增加 0.93%，销售端实现量价齐升。

拿地积极进阶，土储优质量足。2023 年一季度，公司新增土地 6 宗，新增计容建面 74.4 万方，权益建面 70.99 万方，拿地强度 12.56%。一季度公司补货集中于长三角区域，分城市看，杭州、南京拿地金额较多，分别为 24、18 亿元。从土储结构看，公司投资聚焦强心 30 城，深圳、杭州、合肥等地具备较强深耕优势，资源储备优质量足。一季度新获土地总地价 85.12 亿元，对应楼面价为 11440.52 元/平米，较 2022 年同期上升 7.1%。

毛利率小幅下滑，经营能力稳步提升。2023 年一季度，公司毛利率较 22 年同期下降 9.33pct 至 12.62%；公司净利率 2.83%，受毛利率下行影响较 22 年同期下降 2.91pct，盈利能力短期受结转收入减少、利润下滑影响有所承压，但伴随销售回暖未来有望实现触底反弹。期内，公司精益管理、提升经营能力：1) 加速回款，公司经营活动产生的现金流量净额同比大幅上升 349.20% 至 82.73 亿元；2) 公司投资收益同比上升 282.38% 至 2.66 亿元，主要因权益法投资收益同比增加；3) 费率管控再度优化，公司销售、财务费率分别下降 0.65、0.21pct 至 2.83%、2.86%，管理费率小幅上升 0.35pct 至 2.83%。

紧抓机遇股权融资，现金充裕偿债无忧。三道红线方面，截至一季度末，公司剔除合同负债后资产负债率 61.82%，净负债率为 36.76%，现金短债比 2.20，分别较 2022 年末-0.6pct、-11.33pct、+0.9pct，维持“绿档”要求。融资端，公司把握股权融资机遇，拟以发行股份方式购买深圳南油集团 24% 股权、深圳招商前海 2.89% 股权，募集配套资金，同时于 Q1 发行 4 笔共 48.9 亿元超短融债券，利率均在 2.2% 左右。债务端，公司一年内到期的非流动负债 426.6 亿元，短期借款 16.2 亿元；在手现金 973.08 亿元，较 22 年同期同比增加 24.8%，流动性充裕，偿债压力较小。

投资建议：公司 2023 年一季度业绩受地产项目交付影响虽有承压，但公司销售亮眼、拿地积极，结合公司制定的 23 年 3300 亿销售目标，我们看好公司未来实现业绩触底回升。我们维持预测公司 23-25 年归母净利润分别为 62.85 亿元、100.59 亿元、121.92 亿元，对应 EPS 分别为 0.81 元/股、1.30 元/股、1.58 元/股，对应 PE 分别为 17.24X、10.77X、8.89X，维持“买入”评级。

风险提示：行业政策变动不及预期、房屋销售不及预期、宏观经济不及预期

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	160,643.41	183,002.66	201,851.93	218,403.79	235,876.09
增长率(%)	23.93	13.92	10.30	8.20	8.00
EBITDA(百万元)	34,188.52	30,875.23	27,421.87	32,996.96	37,156.72
归属母公司净利润(百万元)	10,372.25	4,264.08	6,285.10	10,059.43	12,191.70
增长率(%)	(15.35)	(58.89)	47.40	60.05	21.20
EPS(元/股)	1.34	0.55	0.81	1.30	1.58
市盈率(P/E)	10.45	25.41	17.24	10.77	8.89
市净率(P/B)	1.00	1.07	1.02	0.95	0.89
市销率(P/S)	0.67	0.59	0.54	0.50	0.46
EV/EBITDA	6.88	8.22	9.33	7.62	6.60

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	14 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	7,739.10
流通 A 股股本(百万股)	7,737.96
A 股总市值(百万元)	108,347.37
流通 A 股市值(百万元)	108,331.48
每股净资产(元)	10.79
资产负债率(%)	69.09
一年内最高/最低(元)	17.43/11.49

作者

刘青海	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010003	
liuqinghai@tfzq.com	

股价走势

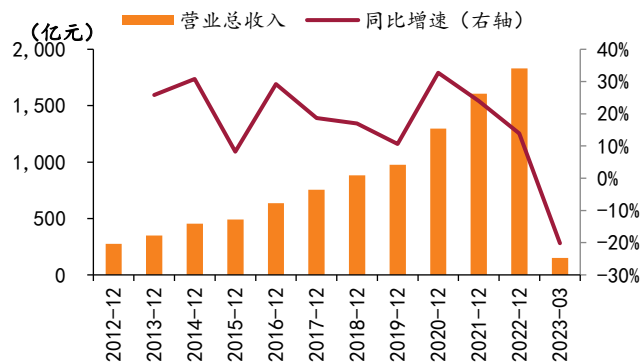


资料来源：聚源数据

相关报告

- 《招商蛇口-年报点评报告:蓄势蝶变,弹性可期》2023-03-23
- 《招商蛇口-季报点评:Q3 销售改善显著,拿地积极融资通畅——2022 年第三季度点评》2022-11-06
- 《招商蛇口-半年报点评:营收稳增盈利承压,逆势扩张韧性彰显》2022-08-31

图 1：公司营业总收入和同比增速



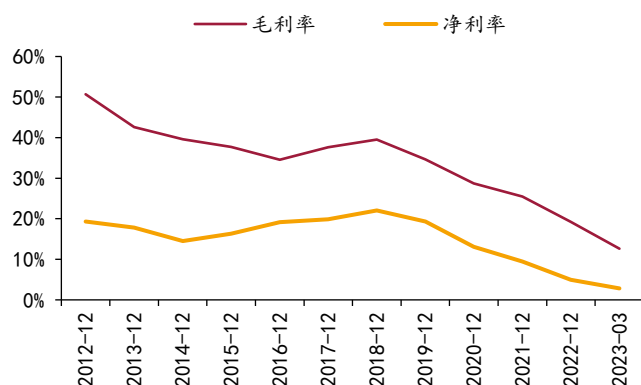
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：公司归母净利润和同比增速



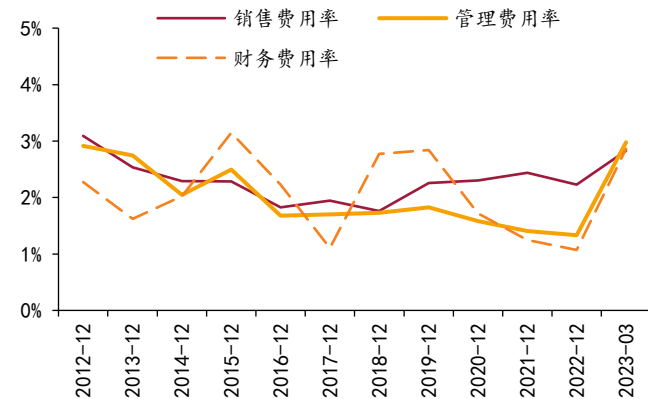
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：公司毛利率、净利率



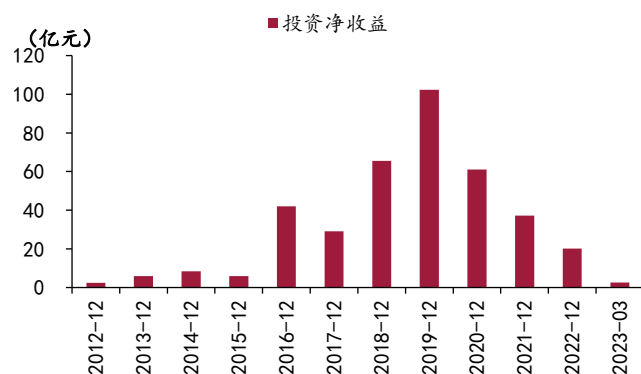
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：销售、管理、财务费用率



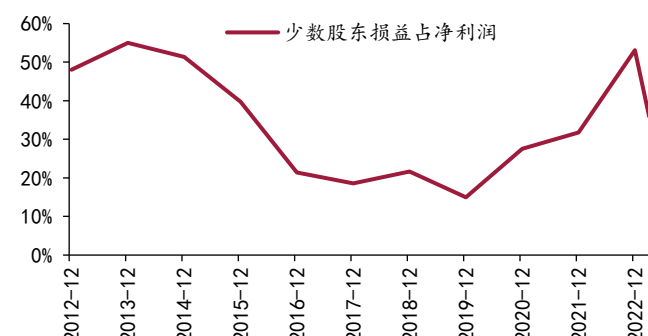
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：公司投资净收益



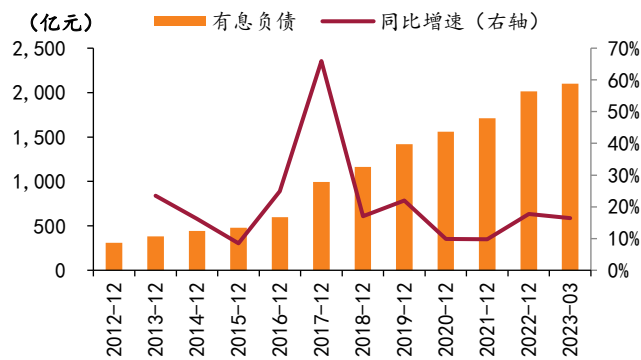
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：公司少数股东损益占净利润比重



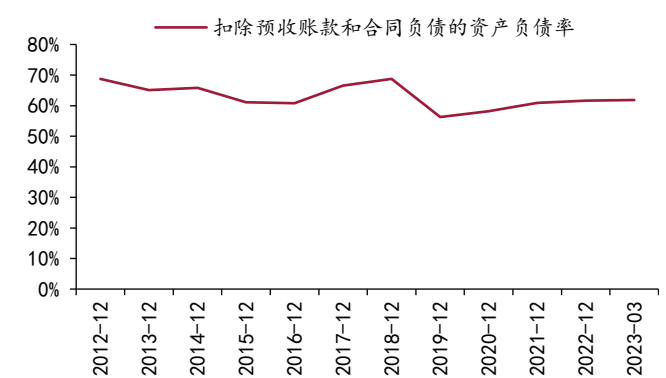
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：公司有息负债规模和同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：公司扣除预收账款的资产负债率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：公司净负债率



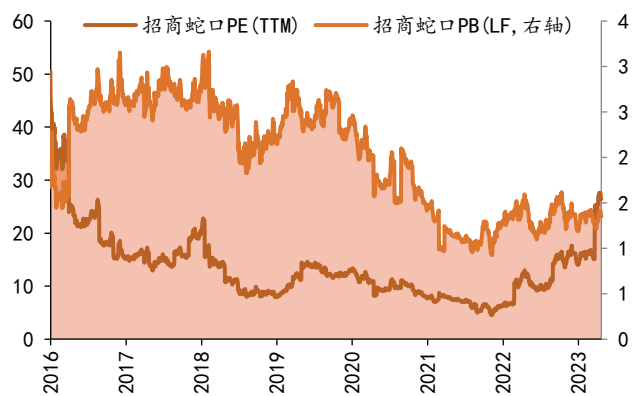
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：公司现金短债比



资料来源：Wind，天风证券研究所

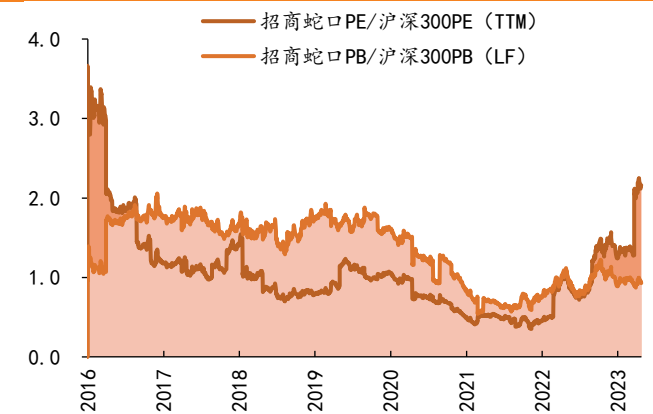
图 11：公司估值走势-PE(TTM)、PB(LF)



注：数据截至 2023 年 4 月 24 日

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：公司估值与沪深 300 指数之比



注：数据截至 2023 年 4 月 24 日

资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	79,533.03	86,243.12	98,881.71	103,717.43	112,335.78
应收票据及应收账款	3,298.74	3,912.60	4,262.41	4,582.95	4,970.03
预付账款	11,866.77	3,951.54	13,312.41	5,712.99	14,519.94
存货	417,636.48	411,549.22	421,729.20	453,439.06	467,159.13
其他	140,723.07	149,530.66	166,013.63	173,534.99	191,353.01
流动资产合计	653,058.08	655,187.14	704,199.36	740,987.42	790,337.90
长期股权投资	61,560.62	74,643.70	87,643.70	100,643.70	113,643.70
固定资产	9,233.58	10,820.18	11,561.24	12,129.19	12,525.20
在建工程	465.19	810.07	729.07	656.16	590.54
无形资产	1,430.29	1,472.66	1,452.87	1,478.08	1,545.79
其他	130,455.59	143,537.63	141,309.29	139,080.96	136,852.62
非流动资产合计	203,145.27	231,284.23	242,696.17	253,988.09	265,157.86
资产总计	856,203.35	886,471.38	946,895.53	994,975.50	1,055,495.75
短期借款	3,628.06	1,508.69	2,508.69	3,508.69	4,508.69
应付票据及应付账款	57,909.20	56,245.06	69,194.71	68,739.42	77,949.30
其他	217,830.99	221,234.34	390,199.54	417,695.19	446,487.95
流动负债合计	279,368.25	278,988.09	461,902.94	489,943.30	528,945.95
长期借款	107,779.68	121,073.55	131,073.55	136,073.55	141,073.55
应付债券	26,104.50	39,749.00	40,749.00	41,749.00	42,749.00
其他	17,485.48	17,298.66	19,298.66	21,298.66	23,298.66
非流动负债合计	151,369.66	178,121.20	191,121.20	199,121.20	207,121.20
负债合计	579,448.16	602,030.90	653,024.14	689,064.51	736,067.15
少数股东权益	168,083.93	182,728.57	187,716.58	192,150.59	197,524.45
股本	7,923.24	7,739.10	7,739.10	7,739.10	7,739.10
资本公积	14,188.50	10,213.67	10,213.67	10,213.67	10,213.67
留存收益	66,071.31	65,049.61	69,449.18	76,490.78	85,024.97
其他	20,488.20	18,709.53	18,752.86	19,316.86	18,926.42
股东权益合计	276,755.19	284,440.48	293,871.39	305,911.00	319,428.61
负债和股东权益总计	856,203.35	886,471.38	946,895.53	994,975.50	1,055,495.75

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	15,201.74	9,098.48	6,285.10	10,059.43	12,191.70
折旧摊销	1,918.85	2,521.14	2,637.13	2,807.14	2,979.29
财务费用	2,871.95	2,942.80	2,002.00	2,030.00	2,060.00
投资损失	(3,727.88)	(2,016.51)	(1,695.23)	(2,479.87)	(2,063.87)
营运资金变动	19,497.31	(8,937.94)	3,986.33	(3,320.60)	(2,455.98)
其它	(9,784.96)	18,566.02	7,028.85	6,366.34	7,687.87
经营活动现金流	25,977.01	22,173.99	20,244.19	15,462.45	20,399.02
资本支出	20,531.88	19,191.34	1,277.40	1,327.40	1,377.40
长期投资	21,436.17	13,083.08	13,000.00	13,000.00	13,000.00
其他	(66,244.57)	(42,288.76)	(25,665.81)	(25,239.03)	(25,712.76)
投资活动现金流	(24,276.52)	(10,014.34)	(11,388.42)	(10,911.63)	(11,335.37)
债权融资	13,212.54	28,322.59	7,762.74	4,639.02	5,905.74
股权融资	(631.47)	(5,937.65)	(3,979.92)	(4,354.11)	(6,351.04)
其他	(23,742.47)	(28,259.39)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(11,161.39)	(5,874.45)	3,782.82	284.91	(445.30)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(9,460.90)	6,285.20	12,638.59	4,835.72	8,618.35

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	160,643.41	183,002.66	201,851.93	218,403.79	235,876.09
营业成本	119,723.49	147,774.51	161,279.69	171,228.57	182,096.35
营业税金及附加	9,680.55	7,784.67	12,212.04	13,213.43	14,270.50
销售费用	3,914.24	4,081.10	4,501.45	4,870.57	5,260.21
管理费用	2,144.93	2,313.01	2,551.24	2,760.45	2,981.28
研发费用	115.80	125.04	121.11	152.88	165.11
财务费用	2,006.02	1,959.87	2,002.00	2,030.00	2,060.00
资产/信用减值损失	(4,449.04)	(6,459.42)	(2,800.00)	(2,000.00)	(1,200.00)
公允价值变动收益	157.14	471.74	(96.88)	32.06	10.92
投资净收益	3,727.88	2,016.51	1,695.23	2,479.87	2,063.87
其他	869.21	7,575.23	0.00	0.00	0.00
营业利润	22,753.18	15,360.42	17,982.74	24,659.82	29,917.43
营业外收入	204.35	574.54	250.00	280.00	368.18
营业外支出	114.94	117.86	110.00	110.00	112.62
利润总额	22,842.60	15,817.10	18,122.74	24,829.82	30,172.99
所得税	7,640.86	6,718.62	4,711.91	8,436.10	10,304.34
净利润	15,201.74	9,098.48	13,410.83	16,393.72	19,868.65
少数股东损益	4,829.48	4,834.40	7,125.73	6,334.29	7,676.95
归属于母公司净利润	10,372.25	4,264.08	6,285.10	10,059.43	12,191.70
每股收益 (元)	1.34	0.55	0.81	1.30	1.58

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	23.93%	13.92%	10.30%	8.20%	8.00%
营业利润	-5.51%	-32.49%	17.07%	37.13%	21.32%
归属于母公司净利润	-15.35%	-58.89%	47.40%	60.05%	21.20%
获利能力					
毛利率	25.47%	19.25%	20.10%	21.60%	22.80%
净利率	6.46%	2.33%	3.11%	4.61%	5.17%
ROE	9.54%	4.19%	5.92%	8.84%	10.00%
ROIC	8.05%	4.18%	5.74%	6.95%	8.20%
偿债能力					
资产负债率	67.68%	67.91%	68.96%	69.25%	69.74%
净负债率	33.08%	40.47%	38.20%	37.29%	35.51%
流动比率	1.53	1.55	1.52	1.51	1.49
速动比率	0.55	0.57	0.61	0.59	0.61
营运能力					
应收账款周转率	52.77	50.75	49.38	49.38	49.38
存货周转率	0.41	0.44	0.48	0.50	0.51
总资产周转率	0.20	0.21	0.22	0.22	0.23
每股指标 (元)					
每股收益	1.34	0.55	0.81	1.30	1.58
每股经营现金流	3.36	2.87	2.62	2.00	2.64
每股净资产	14.04	13.14	13.72	14.70	15.75
估值比率					
市盈率	10.45	25.41	17.24	10.77	8.89
市净率	1.00	1.07	1.02	0.95	0.89
EV/EBITDA	6.88	8.22	9.33	7.62	6.60
EV/EBIT	7.24	8.88	10.33	8.33	7.18

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com