

**评级：买入（维持）**

市场价格：13.37 元

分析师：由于沛

执业证书编号：S0740523020005

Email: youzp@zts.com.cn

分析师：陈立

执业证书编号：S0740520080008

Email: chenli02@zts.com.cn

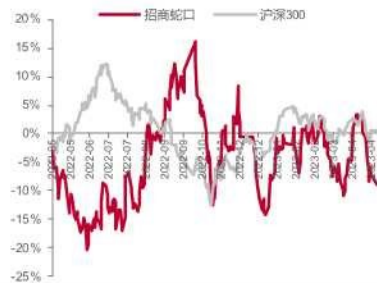
分析师：李焱

执业证书编号：S0740520110003

Email: liyao01@zts.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	7,739
流通股本(百万股)	7,738
市价(元)	13.37
市值(百万元)	103,472
流通市值(百万元)	103,457

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

《20230321 销售拿地显韧性，减值拖累短期业绩——招商蛇口 2022 年年报点评》

《20221031 销售持续复苏，拿地强度保持较高水平——招商蛇口 2022 年三季报点评》

《20220830 融资成本下降，深耕优势加强——招商蛇口 2022 年中报点评》

《20220718 业绩同比下滑，积极补充土储——中期业绩预告点评》

《20220607 行业龙头央企，开发经营齐驱——公司首次覆盖报告》

**公司盈利预测及估值**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	160,643	183,003	196,041	206,483	213,797
增长率 yoy%	24%	14%	7%	5%	4%
净利润(百万元)	10,372	4,264	8,174	10,121	12,898
增长率 yoy%	-15%	-59%	92%	24%	27%
每股收益(元)	1.34	0.55	1.06	1.31	1.67
净资产收益率	10%	4%	8%	9%	10%
P/E	10.0	24.3	12.7	10.2	8.0
P/B	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8

备注：股价采用 2023 年 5 月 4 日收盘价

**投资要点**
**■ 交付节奏靠后叠加利润率下行拖累业绩**

2023 年一季度，招商蛇口实现收入 150.1 亿 (YoY-20.2%)，净利润 4.2 亿 (YoY-61.1%)，归属母公司净利润 2.7 亿 (YoY-38.7%)，实现 eps0.004 (YoY-71.43%)。

受房地产业务结算规模下降影响，收入规模有所下降；同时，按照两年左右的销售到结算周期预计，当前项目主要结算 2021 年初销售的低毛利项目，盈利能力下滑进一步拖累收入及利润释放。

**■ 低利润项目结算拖累盈利，毛利率触底**

盈利能力上，一季度招商蛇口加权平均净资产收益率 0.03% (YoY-0.09pct)，毛利率 12.7% (YoY-9.3pct)，净利润率 2.8% (YoY-2.9pct)，归属母公司口径下净利润率 1.8% (YoY-0.5pct)。

受前期低毛利项目集中交付结算影响，公司结算毛利率及净利率进一步触底，拖累利润规模下行。2021 年后，公司拿地聚焦核心城市，同时土地市场竞争格局改善，历史低利润率项目交付完毕后，结算层面盈利能力有望企稳回升。

**■ 积极拿地推动供给，销售增长领跑行业**

经营层面，一季度招商蛇口实现商品房销售金额 722.7 亿 (YoY+52.6%)，销售面积 305.3 万 m<sup>2</sup> (YoY+51.2%)，新增土地储备建筑面积 74.4 万 m<sup>2</sup> (YoY-4.9%)，以面积口径计算下的拿地强度为 24.4% (YoY-14.4pct)。

在当前销售复苏的环境下，核心城市尤其是华东区域持续拿地带来的供应弹性明显，公司由推盘驱动的销售规模增长显著优于行业平均水平。2023 年一季度，公司保持拿地策略，新增土储进一步聚焦于华南、华东等一二线核心城市，如深圳、南京、苏州、杭州等。

**■ 负债率维持平稳，资产负债表温和扩张**

截至 2023 年一季度末，Wind 口径下，公司剔除预收账款的资产负债率 61.8% (YoY+1.0pct)，净负债率 40.8% (YoY+3.2pct)，现金短债比为 2.2 (YoY+0.1)，财务结构稳健，在公司销售规模快速增长的同时，负债率稳定，资产负债表稳健扩张。

得益于稳健的经营风格及良好的土地储备，在当前融资政策宽松的环境下，2023 年 1-4 月合计发行 48.9 亿超短融，发行票面利率介于 2.16%-2.29% 之间，多元化融资渠道进一步降低公司综合融资成本。

**■ 投资建议：凭借良好的土地储备及市场需求复苏的影响，招商蛇口销售规模复苏显著领跑行业。受短期竣工交付节奏影响，一季度虽收入业绩有所下滑，但 2023 年全年计划竣工 1600 万 m<sup>2</sup>，交付时间主要集中在下半年，进一步带动业绩企稳回升。**

我们预计公司 2023 至 2025 年，实现收入 1960.4 亿、2064.8 亿及 2138.0 亿，同比增长 7.1%、5.3%及 3.5%；实现归母净利润 81.7 亿、101.2 亿及 129.0 亿，同比增长 91.7%、23.8%及 27.4%。公司当前股价对应 2023 年业绩 PE 为 12.7 倍。鉴于行业出清后，公司在拿地投资端聚焦策略下体现出良好的抗风险及成长能力，维持“买入”评级。

**■ 风险提示：新房价格超预期下行、房地产调控政策收紧超预期、融资环境恶化超预期、引用数据滞后或不及时。**





**图表 1: 公司盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	86,243	153,562	162,707	193,009	营业收入	183,003	196,041	206,483	213,797
应收票据	28	24	25	26	营业成本	147,775	161,442	168,954	168,134
应收账款	3,885	3,926	4,248	4,348	税金及附加	7,785	11,282	11,036	10,942
预付账款	3,952	12,915	13,516	13,451	销售费用	4,081	4,555	4,811	4,906
存货	411,549	451,994	472,925	470,751	管理费用	2,313	2,696	2,736	2,825
合同资产	0	0	0	0	研发费用	125	138	145	149
其他流动资产	149,531	161,948	170,930	176,596	财务费用	1,960	-875	-2,215	-1,302
流动资产合计	655,187	784,368	824,352	858,181	信用减值损失	-1,414	0	0	0
其他长期投资	119,911	98,947	101,798	103,280	资产减值损失	-5,045	-3,500	-1,000	0
长期股权投资	74,644	42,759	48,148	50,823	公允价值变动收益	2,072	212	280	321
固定资产	10,820	8,832	7,344	6,246	投资收益	4,417	3,951	3,232	3,066
在建工程	810	910	910	810	其他收益	361	307	307	325
无形资产	1,389	1,558	1,817	1,902	营业利润	15,360	17,779	23,841	31,863
其他非流动资产	23,711	21,288	21,714	21,837	营业外收入	575	309	363	415
非流动资产合计	231,284	174,295	181,731	184,897	营业外支出	118	117	117	117
<b>资产合计</b>	<b>886,471</b>	<b>958,663</b>	<b>1,006,083</b>	<b>1,043,078</b>	<b>利润总额</b>	<b>15,817</b>	<b>17,971</b>	<b>24,087</b>	<b>32,161</b>
短期借款	1,509	7,618	4,252	4,459	所得税	6,719	5,392	7,226	9,648
应付票据	127	114	133	132	<b>净利润</b>	<b>9,098</b>	<b>12,579</b>	<b>16,861</b>	<b>22,513</b>
应付账款	56,118	73,506	74,224	71,422	少数股东损益	4,834	4,405	6,740	9,615
预收款项	165	817	404	501	<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,264</b>	<b>8,174</b>	<b>10,121</b>	<b>12,898</b>
合同负债	144,922	177,621	180,581	183,332	NOPLAT	10,226	11,967	15,310	21,601
其他应付款	130,540	113,859	122,111	122,170	EPS (按最新股本摊薄)	0.55	1.06	1.31	1.67
一年内到期的非流动负债	39,034	36,798	36,467	37,433					
其他流动负债	51,496	70,574	70,581	66,771	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	423,910	480,908	488,753	486,220	<b>会计年度</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
长期借款	121,074	138,486	158,744	175,732	<b>成长能力</b>				
应付债券	39,749	29,498	31,784	33,677	营业收入增长率	13.9%	7.1%	5.3%	3.5%
其他非流动负债	17,299	14,814	16,533	16,215	EBIT增长率	-28.5%	-3.8%	27.9%	41.1%
非流动负债合计	178,121	182,798	207,060	225,624	归母公司净利润增长率	-58.9%	91.7%	23.8%	27.4%
<b>负债合计</b>	<b>602,031</b>	<b>663,706</b>	<b>695,814</b>	<b>711,844</b>	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	101,712	107,822	116,395	127,745	毛利率	19.3%	17.6%	18.2%	21.4%
少数股东权益	182,729	187,134	193,874	203,489	净利率	5.0%	6.4%	8.2%	10.5%
<b>所有者权益合计</b>	<b>284,440</b>	<b>294,956</b>	<b>310,269</b>	<b>331,234</b>	ROE	4.2%	7.6%	8.7%	10.1%
<b>负债和股东权益</b>	<b>886,471</b>	<b>958,663</b>	<b>1,006,083</b>	<b>1,043,078</b>	ROIC	6.0%	4.7%	5.6%	7.2%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	67.9%	69.2%	69.2%	68.2%
					债务权益比	76.9%	77.0%	79.9%	80.8%
					流动比率	1.5	1.6	1.7	1.8
					速动比率	0.6	0.7	0.7	0.8
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
					应收账款周转天数	7	7	7	7
					应付账款周转天数	139	145	157	156
					存货周转天数	1,010	963	985	1,010
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.55	1.06	1.31	1.67
					每股经营现金流	2.87	0.21	-0.82	1.66
					每股净资产	13.14	13.93	15.04	16.51
					<b>估值比率</b>				
					P/E	24	13	10	8
					P/B	1	1	1	1
					EV/EBITDA	17	18	14	11

来源: Wind、中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。  
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。