

融招商血脉，聚蛇口基因，百年沉淀铸就央企龙头

2023 年 08 月 10 日

➤ **深耕大湾区四十年，重组上市开创发展新阶段。**公司背靠招商局集团，2015 年重组上市后实现快速增长，连续多年稳居头部央企开发商行列。公司股权结构较为稳定，大股东招商局集团自上市以来保持绝对控股地位，业绩快速增长，截至 2021 年末销售额突破 3000 亿元。

➤ **销售降幅显著低于同行，销售额排名实现新突破。**公司 2016-2020 年销售额同比增速均超 20%，位于头部房企前列。2022 年，受市场整体下行影响，公司销售金额为 2926 亿元，销售面积为 1257 万平；从整体来看，销售表现显著优于行业平均。公司总销售面积和金额在 2023 年上半年提升至第 5 位。

➤ **强势定增给足底气，房地产行业“第三支箭”首发在即。**2023 年 6 月 16 日，公司定增方案获批，成为房企股权融资的“第三支箭”首单。公司发行股份募集配套资金 85 亿元，资金实力进一步增强，国资入股强化股权结构，收购南油集团与招商前海实业股份将扩大公司前海区域优质资源控制权，盘活存量资产，利于公司主导前海妈湾片区的开发与建设。

➤ **土地储备丰富，质量不断修复。**在发行股份购买资产交易完成后，公司在前海妈湾土储将增加 80.62 万平，在前海、蛇口等土地资源稀缺的核心地段总土储将会大幅增加。在深圳市大力推行商改居的政策推动下，公司土地结构将继续优化，质量不断提升，为后期公司在蛇口、前海等片区发展提供强劲动力。

➤ **发力战略转型，培育第二成长曲线。**公司继续坚持区域聚焦、城市深耕、综合发展三大策略，2019 年，将旗下物业公司招商积余分拆上市，截至 22 年末，招商积余管理面积达 3.11 亿平方米，同比增长 10.7%，物业营收实现 125 亿元，同比增长 26.2%。

➤ **财务指标：营收稳定增长，利润短期承压，融资成本优化，现金流充沛。**公司近年来营业收入快速提升，15-22 年营收和归母净利润年复合增速分别为 21%和-2%。18-22 年，受低毛利项目结转规模增加、政府限价与行业政策调整等因素影响，公司毛利率从 22.7%降至 19.25%，归母净利率从 17.3%降至 2.3%，随着 2020-2022 年获取的优质项目入市，公司利润率有望出现回升。

➤ **投资建议：**公司作为具有低融资成本优势的央企，20-22 年紧抓窗口期，积极拓展核心城市土储优势，计提减值轻装再出发，定增落地增长动能充足。我们预测公司 2023-2025 年营业收入达 2243.8 亿元/2321.1 亿元/2448.6 亿元，23-25 年 PB 倍数为 1.0/1.0/0.9。随着融资政策宽松、土储结构优化，我们认为公司在开发能力和运营能力方面的优势将凸显。首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**市场竞争上升风险；前海片区土地结构变化不及预期风险；资产减值超预期风险；政策变动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	183,003	224,378	232,114	244,858
增长率 (%)	13.9	22.6	3.4	5.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	4,264	6,824	6,937	7,273
增长率 (%)	-58.9	60.0	1.7	4.9
每股收益 (元)	0.51	0.82	0.83	0.87
PE	27	17	16	16
PB	1.1	1.0	1.0	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 08 月 10 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

13.62 元



分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

电话：15270997227

邮箱：liyang_yj@mszq.com

研究助理 徐得尊

执业证书：S0100122080038

电话：13818319641

邮箱：xudezun@mszq.com

免责声明：

1. 本内容非原报告内容；
2. 报告来源互联网公开数据；如侵权请联系客服微信，第一时间清理；
3. 报告仅限社群个人学习，如需它用请联系版权方；
4. 如有其他疑问请联系微信



行业报告资源群

1. 进群福利：进群即领万份行业研究、管理方案及其他学习资源，直接打包下载
2. 每日分享：6份行研精选报告、3个行业主题
3. 报告查找：群里直接咨询，免费协助查找
4. 严禁广告：仅限行业报告交流，禁止一切无关信息



微信扫码，长期有效

知识星球 行业与管理资源

专业知识社群：每月分享8000+份行业研究报告、商业计划、市场研究、企业运营及咨询管理方案等，涵盖科技、金融、教育、互联网、房地产、生物制药、医疗健康等；已成为投资、产业研究、企业运营、价值传播等工作助手。



微信扫码，行研无忧

目录

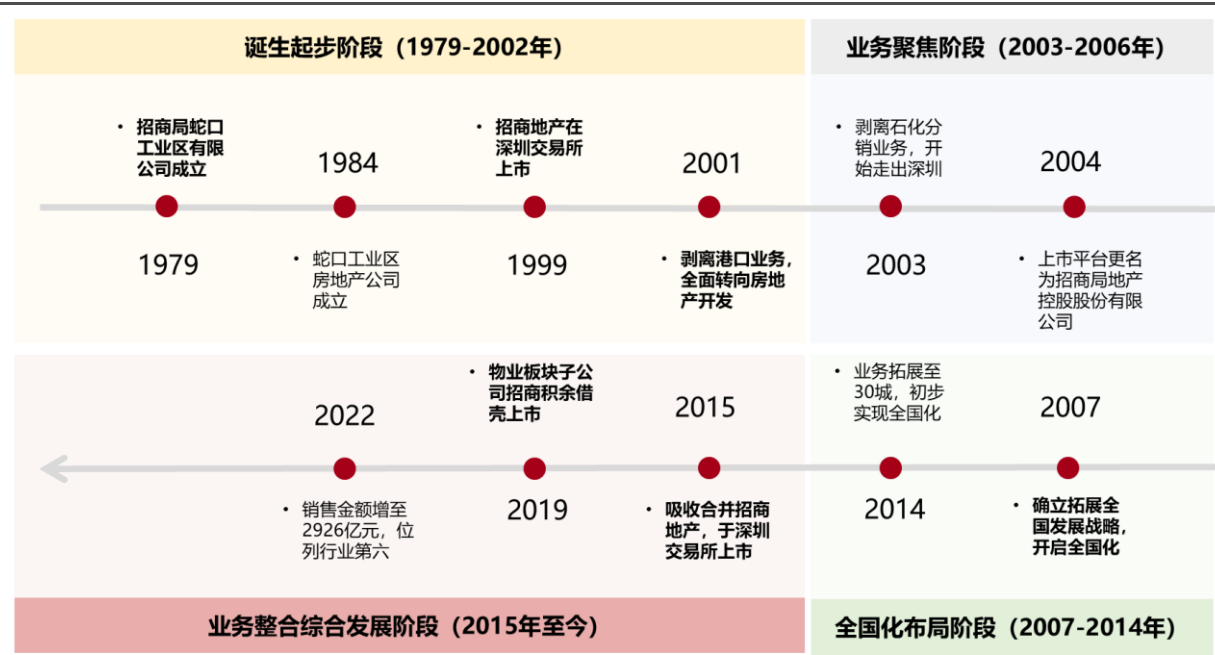
1 深耕大湾区四十年，重组上市开创发展新阶段	3
1.1 “前港—中区—后城”三位一体，深耕大湾区四十年	3
1.2 股权架构清晰稳定，招商局集团绝对控股	5
1.3 强势定增给足底气，房地产行业“第三支箭”首发在即	6
1.4 公司已形成多维激励体系，跟投机制与持股计划充分激发员工潜能	7
2 销售降幅显著低于同行，销售额排名实现新突破	10
3 聚焦投资，稳定开发业务基本盘	12
3.1 坚持城市深耕，积极布局核心城市	12
3.2 土地储备丰富，质量不断修复	14
3.3 开工与竣工节奏支撑结转规模平稳增长	17
4 发力战略转型，培育第二成长曲线	19
4.1 资产运营成果显著，双 REITs 平台完善可持续发展模式	19
4.2 物业板块：招商积余收并购再创佳绩，服务提质增速	19
5 财务指标：营收稳定增长，利润短期承压，融资成本优化，现金流充沛	22
5.1 重组上市以来营收持续增长，市场变化与低毛利项目结转压低净利润增速	22
5.2 盈利短期承压，减值计提缓解利润压力	24
5.3 有息负债规模控制得当，负债结构健康，融资成本较低	26
5.4 经营性现金流改善，加强现金流管理效果显著	29
6 盈利预测与投资建议	31
6.1 盈利预测假设与业务拆分	31
6.2 估值分析	33
6.3 投资建议	34
7 风险提示	35
插图目录	37
表格目录	38

1 深耕大湾区四十年，重组上市开创发展新阶段

1.1 “前港—中区—后城”三位一体，深耕大湾区四十年

招商局蛇口工业区控股股份有限公司（简称“招商蛇口”）是招商局集团旗下城市综合开发运营板块的旗舰企业，也是集团内唯一的地产资产整合平台，与集团内其他公司与业务保持较强协同。公司前身招商局蛇口工业区有限公司于 1979 年在深圳成立，2015 年，公司吸收合并招商地产在深交所主板重组上市。过去四十余年，公司发展共经历了四大阶段：1) 诞生起步阶段；2) 业务聚焦阶段；3) 全国化布局阶段；4) 业务整合综合发展阶段。从公司的发展过程，我们可以看到公司的三大核心优势：1) 招商局集团内部协同优势；2) 公司独有的“前港—中区—后城”的片区综合发展模式；3) 在深圳核心区域的优质广阔土储。

图1：招商蛇口发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

1.1.1 诞生起步阶段 (1979-2002 年)：剥离港口业务，地产业务注入，立足蛇口，深耕湾区

蛇口基因孕育地产业务，专注蛇口片区开发，1999 年地产业务上市。1981 年，为配合改革开放后深圳蛇口片区的开发，招商局成立蛇口工业区建设部房地产科，成为公司前身。1984 年独立为公司，更名为蛇口工业区房地产公司。1999 年，招商地产注入招商港务，在深圳交易所上市，此后成为招商局集团旗下唯一的地产上市平台。公司于 2001 年剥离港口业务，更加重视地产开发业务的发展。这一阶段公司的地产业务主要在蛇口工业区开展，2000 年，公司走出蛇口片区，将业务拓展至深圳市其他区域。

1.1.2 业务聚焦阶段 (2003-2006 年): 剥离石化业务, 聚焦地产开发, 走出深圳

剥离石化分销业务并转让给集团内其他公司, 上市平台业务重心全面转向地产开发, 三大城市圈积极布局。2003 年, 公司将增加优质土储, 做强做大以房地产开发为核心的主营业务作为发展战略, 将旗下招商石化 10% 的股权以 6156.9 万元的价格转让给蛇口工业区, 65% 的股权以 4.0 亿元转让给招商物流, 完成了对石化分销业务的剥离, 以集中更多资源发展房地产业务。至此, 公司全面转向地产业务, 并于 2004 年更名为招商地产。2006 年, 公司以 1.69 亿元的总对价收购招商局物业, 布局物业管理行业, 成为日后公司物业上市平台招商积余的前身。此外, 公司在深耕蛇口片区的同时, 积极走出深圳, 先后进入上海、北京、南京等全国核心城市与湾区内其他城市, 截至 2006 年年底, 公司已布局深圳、广州、上海、南京、苏州、北京、天津、重庆等 8 个全国核心城市与区域潜力城市, 在珠三角、长三角和环渤海区域积极拓展业务范围。

1.1.3 全国化布局阶段 (2007-2014 年): 全国化发展, 实现 30 年进驻 30 城的战略布局, 销售额快速提升

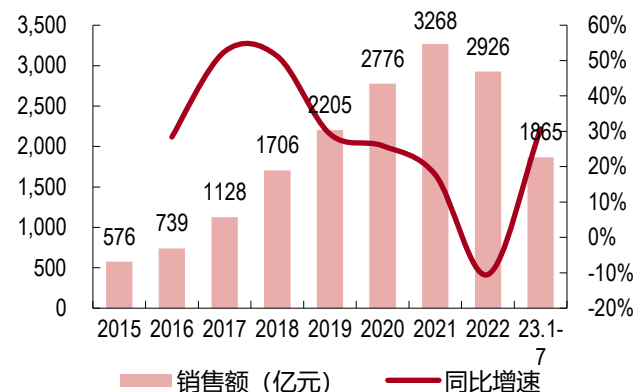
全国化布局显成效, 布局策略根据城市能级灵活调整。2007 年, 公司确立了“加强全国化品牌建设, 确立拓展全国发展战略”的战略目标, 房地产销售额开始快速增长, 在进入城市方面, 公司秉承稳守一线城市、积极拓展二线城市, 择机进入三线城市的策略, 2007 年布局城市已增至 12 个, 并保持高速扩张的态势, 在 2014 年实现了 30 年进驻 30 城的目标, 初步完成了全国化布局。

1.1.4 业务整合综合发展阶段 (2015 年至今): 地产业务合并上市, “前港-中区-后城” 综合发展模式助力销售高增长

2015 年, 招商蛇口以发行 A 股股份换股的形式吸收合并招商地产, 同时以锁定价格发行股份的方式向 8 个特定对象筹集资金 118 亿元, 在深交所挂牌上市。吸收合并重组后的招商蛇口拥有房地产一级开发、二级开发销售、物业、运营、中介等全周期业务线, 打通了产业链上下游。业务整合完成后, 公司借助 2016 年的新一轮地产周期扩张拿地, 规模迅速扩大, 2017 年, 公司销售额首破千亿, 达 1127.8 亿元, 同比增长 53%, 仅在两年后的 2019 年, 公司销售额突破两千亿, 达 2204.7 亿元, 再创新高, 截至 2022 年底, 公司销售额达 2926 亿元, 2023 年上半年公司销售额达 1662 亿元。公司销售额的快速增加, 一方面是由于集团的大力支持, 另一方面是由于公司独有的“前港—中区—后城”综合发展模式, 能够最大程度地发挥公司在深圳蛇口 40 余年的城市片区和产业园开发优势。随着业务规模的扩大, 公司布局的城市数量快速增加, 2019 年, 项目进入城市数量已达 69 个, 四年内累计增长超 100%。

图2：2009-2019 年公司布局城市数量

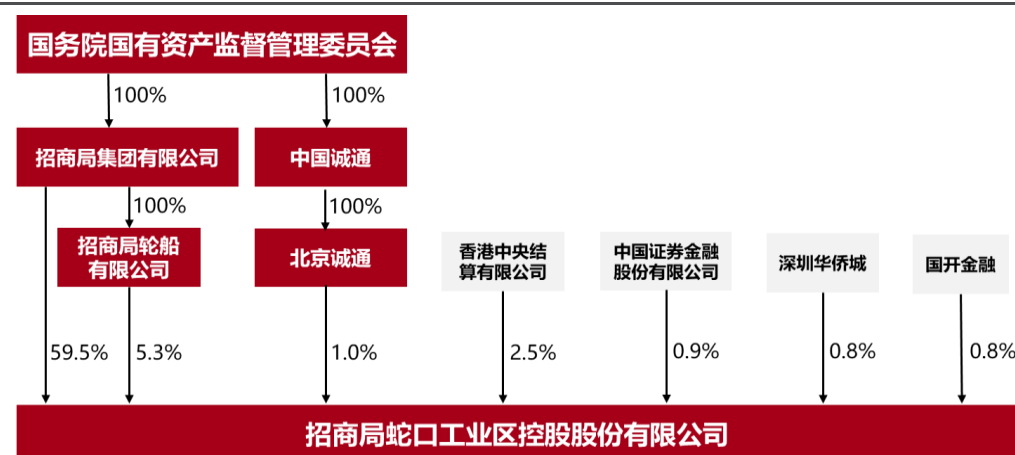

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图3：公司销售额及同比增速


资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 股权架构清晰稳定，招商局集团绝对控股

公司股权结构较为稳定，招商局集团自上市以来保持绝对控股地位。截至 2023 年 Q1，公司第一大股东为招商局集团有限公司，直接持有公司 46.1 亿股、占比 59.53%，并通过全资子公司招商局轮船间接持有公司 4.1 亿股、占比 5.3%，招商局集团合计持有公司 50.15 亿股、占总股份比重达 64.83%，处于绝对控股地位。公司第二大股东香港中央结算有限公司和第四大股东北京诚通分别持有公司 1.91、0.8 亿股，分别占比 2.5%、1.04%，其中，北京诚通为中国诚通旗下全资子公司。第三大股东全国社保基金——二组合持有公司 0.87 亿股，占比 1%。

图4：截至 2023Q1 公司股权结构图


资料来源：公司 2023 年一季度公告，民生证券研究院

公司核心管理团队履历丰富，均出自招商局集团，行业资历深、专业能力强，长期的磨合让高管团队合作经验丰富，带领公司获得更好的业绩。2019 年 8 月，董事长孙承铭辞任，许永军接棒董事长，许永军历任招商局物流集团总经理、党委副书记与招商地产总经理，长期担任管理职务，战略决策与统筹规划管理经验十分丰富。另外还有蒋铁峰、张军立、刘昌松、朱文凯、罗立为公司董事会非独立董事，其中蒋铁峰毕业于清华大学，2018 年前在招商局置地有限公司担任项目经理，

2018 年 8 月加入公司，现任公司董事兼总经理。

表1：公司董事会成员

姓名	职务	任职日期	简介
许永军	董事长	2019/8	毕业于西北轻工业学院(现为陕西科技大学)应用化学专业,获硕士学位.现任本公司董事长,党委书记.历任招商局物流集团有限公司市场总监,副总经理,常务副总经理,总经理,党委副书记;招商地产总经理;本公司总经理。
张军立	董事	2022/12	经济师。毕业于中国政法大学研究生院政治学专业，获法学硕士学位。现任本公司董事，招商局集团有限公司董事会秘书、总经理助理、办公室主任。
蒋铁峰	董事 总经理	2019/11 2019/10	高级工程师.毕业于华中理工大学土木工程系建筑工程专业,获学士学位,后就读于清华大学,获工学硕士学位.现任本公司董事,总经理,党委副书记。
刘昌松	董事	2022/12	毕业于英国克兰菲尔德大学(Cranfield University)，获工商管理专业硕士学位。现任本公司董事，招商局集团产业发展部/业务协同部部长。
朱文凯	董事	2019/11	高级经济师.毕业于武汉理工大学交通运输管理工程专业,获硕士学位.现任本公司董事,招商局海南开发投资有限公司总经理。
罗立	董事	2022/12	美国注册管理会计师，香港证券及投资学会高级从业资格。毕业于中央财经大学经济学院，获经济学硕士学位。现任本公司董事，招商局集团有限公司财务部（产权部）副部长，中国外运股份有限公司董事。
屈文洲	独立董事	2018/9	注册会计师,美国特许金融分析师,教授.毕业于厦门大学金融系,获博士学位.现任本公司独立董事,厦门大学金圆研究院院长,管理学院 MBA 教育中心主任,中国资本市场研究中心主任。
蔡元庆	独立董事	2018/9	教授.毕业于日本广岛大学,获博士学位.现任本公司独立董事,深圳大学法学院教授,公司法研究中心主任,中国商法学研究会理事,广东省民商法研究会常务理事,深圳市仲裁委员会仲裁员,珠海市国际仲裁院仲裁员。
孔英	独立董事	2020/3	教授.毕业于加拿大卡尔顿大学,获博士学位.现任本公司独立董事,清华大学教授,博士生导师,加拿大约克大学经济系终身教授,深圳市领军人才,深圳市海外高层次人才,深圳市人大常委会立法委员会专家。

资料来源：公司公告，民生证券研究院；

1.3 强势定增给足底气，房地产行业“第三支箭”首发在即

2023 年 6 月 17 日，中国证监会批复同意公司发行股份购买资产并募集配套资金的方案，宣告公司自 2022 年 12 月筹划的定增方案开花结果。至此，招商蛇口成为 A 股地产企业中首家试水“第三支箭”成功的公司。方案包括两大部分：

1) 公司分别购买深圳市投资控股有限公司（深投控）旗下的深圳市南油（集团）有限公司 24%股权与招商局投资发展有限公司（招商局投资发展）旗下的深圳市招商前海实业发展有限公司 2.89%股权；2) 向包括招商局投资发展有限公司在内的不超过 35 名符合条件的特定对象发行股份募集配套资金。

增持南油集团与招商前海实业，扩大前海区域土储实力。根据方案，公司拟通过发行股份购买深投控持有的南油集团 24%股权、招商局投资发展持有的招商前海实业 2.89%股权。本次交易完成后，招商蛇口将直接及间接持有南油集团 100%股权，招商蛇口对于招商前海实业的直接及间接持股比例将由 83.10%增至 85.99%。公司对于招商前海实业的权益比例提升约 13.65%。南油集团主要持有的资产为其通过招商前海实业间接持有的前海自贸股权，前海自贸拥有前海妈湾约 80.62 万平方米的土地使用权，将统筹主导未来前海妈湾片区的开发与建设。通过增持，公司能有效提高其在前海片区享有的资源价值，进一步扩大在前海区域的土储优势。6 月 28 日，相关标的资产已完成过户。

公司融资能力强大,定向增发显示大股东对公司未来发展的信心。2015年12月招商蛇口采用锁定价格发行方式,以每股23.60元的价格向共8名特定对象非公开发行A股股票募集配套资金,共发行股份50229.5万股,募集资金总金额118.54亿元,均用于募投项目,该笔募集资金截至2020年年末全部使用完毕。2023年4月,公司向包括深投控、招商局投资发展在内的不超过35名符合条件的特定对象,以发行股份的方式募集配套资金,募集资金金额不超过85亿元,拟用于存量涉房项目、补充流动资金、偿还债务,不用于拿地拍地、开发新楼盘。本次交易完成后深投控将持有上市公司5.47%股份,超过上市公司总股份的5%,招商局投资发展将持有上市公司1.75%股份。这些举措有助于提升公司的资产质量和盈利能力,减轻公司的财务负担,增强公司的资金实力和市场竞争力。

表2: 公司2023年定向增发投资项目

项目名称	拟使用募集资金金额(亿元)	使用金额占全部募集配套资金金额的比例
长春公园1872项目	9.0	10.59%
沈阳招商公园1872项目	8.4	9.88%
重庆招商渝天府项目	7.5	8.82%
上海虹桥公馆三期项目	5.5	6.47%
重庆招商1872项目	4.2	4.94%
合肥臻和园项目	2.0	2.35%
徐州山水间花园二期项目	2.0	2.35%
合肥滨奥花园项目	2.0	2.35%
郑州招商时代锦宸苑项目	1.4	1.65%
南京百家臻园项目	1.0	1.18%
补充流动资金及偿还债务	42.0	49.41%
合计	85.0	100%

资料来源:公司公告,民生证券研究院

1.4 公司已形成多维激励体系,跟投机制与持股计划充分激发员工潜能

2015年重组上市之后,公司逐渐形成了一套涵盖员工持股计划、股权激励方案、项目跟投机制等多维度、广覆盖的激励体系,充分调动员工热情,激发员工潜能。

1) 员工持股计划:2015年招商蛇口吸收合并招商地产重组上市时即推出了员工持股计划。员工持股计划以参与公司非公开发行的方式取得并持有公司股票,参加的对象为公司的部分董事、部分监事、高级管理人员与业务核心骨干共计1403人,员工持股计划持有公司股份的数量为2833.68万股,占公司总股本的0.36%,认购公司非公开发行股票的价格为23.6元/股。持股计划存续期为2016年1月13日至2020年1月12日,其中2016年1月至2019年1月之间为锁定期,此后为解锁期。公司先后于2019年1月、2020年1月、2020年2月和2020年12月先后完成了四次员工持股计划股份过户,此后计划终止。

表3：公司员工持股计划

过户次数	登记完成日期	过户人数 (人)	过户股份数量 (万股)	占总计划比重
第一次	2019.01	1183	1105.35	39.01%
第二次	2020.01	1181	1101.67	38.88%
第三次	2020.02	101	277.28	9.79%
第四次	2020.12	104	248.98	8.79%

资料来源：公司公告，民生证券研究院；

2) 股权激励计划：公司于 2016 年 12 月推出股权激励计划。激励对象为公司核心高管 30 人、核心管理人员 206 人与核心技术人员 16 人，总人数合计 252 人，授予股票期权数量为 4407.6 万份，占总股本比重为 0.55%，行权价格为 19.51 元/股，并分三年设置了三个行权期，有效期为 5 年，授予的股票期权从授权日开始，经过两年的行权限制期后，在满足行权条件后即可解锁期权并行权。可解锁股份比例均为 33.33%。行权条件可解读为

a) 2017-2019 年公司 ROE 分别不低于 13%、14%和 15%，且不低于对标企业同期 75 分位值；

b) 每个行权期的扣非净利润较前三个会计年度的扣非净利润年复合增长率不低于 13%；

c) 达成集团下达的 EVA 考核目标，2017-2019 年分别为 35.39 亿元、57.30 亿元和 63.09 亿元；

d) 自授权日至每一批期权行权期结束日，在满足上述业绩条件的基础上，须有至少十个交易日的交易价格达到公司上市发行价（除权后）23.34 元或以上，激励对象方可行权。

公司 2017-2019 年实际 ROE 分别为 19.01%、20.23%和 16.46%，对标企业同期 75 分位值分别为 13.73%、16.50%和 19.09%。每个行权期的扣非净利润较前三个会计年度的扣非净利润年复合增长率分别为 33.23%、32.27%和 11.73%，公司 EVA 的实际完成值分别为 76.31 亿元、91.65 亿元和 77.62 亿元，EVA 考核目标和交易价格均已达标，第三个行权期的扣非净利润增速未达标（第三期末行权），于 2020 年 12 月 30 日注销未行权股票期权。

表4：公司股权激励计划

授予对象		第一个行权期 2018.12.19-2019.12.18	第二个行权期 2019.12.19-2020.12.19	第三个行权期 2020.12.19-2021.12.18	原计划整体激励情况	
姓名	职务	行权数量 (万股)	行权数量 (万股)	行权数量 (万股)	行权数量 (万股)	占股权激励计 划总量比重
许永军	董事长	23.5	18.22	18.2	70.4	1.46%
褚宗生	董事	11.3	18.22	18.2	34	0.70%
蒋铁峰	董事、总经理		8.90	8.9	26.7	0.55%

罗慧来	副总经理	9.3	9.33	9.3	28	0.58%
刘伟	董事、常务副总经理	22.3	22.30	22.3	66.9	1.39%
朱文凯	常务副总经理	15.4	15.40	15.4	46.2	0.96%
聂黎明	董事		8.90	8.9	26.7	0.55%
黄均隆	财务总监	12.4	12.40	12.4	37.2	0.77%
刘宁	副总经理、董事会秘书	12.4	12.40	12.4	37.2	0.77%
张林	副总经理	12.4	12.40	12.4	37.2	0.77%
刘晔	总法律顾问		8.90	8.9	26.7	0.55%
龚镭	副总经理	12.4			37.2	0.77%
公司其他核心高管 15 人		145.3	104.00	104.0	436	9.03%
核心管理人员 190 人		950.3	893.33	893.3	2851	59.02%
核心技术人员 14 人		71.7	65.00	65.0	215	4.45%
首批授予合计 228 人		1298.8	1208.06	1208.1	3896.3	80.67%
行权价格		18.39 元/股	17.62 元/股	未达标, 不予行权		

资料来源：公司公告，民生证券研究院；

注：两次行权期时高管人员发生变化，其中，蒋铁峰先生、聂黎明先生和刘晔先生均未出现在第一次行权期公告中，龚镭先生未出现在第二次行权期公告中，其余如公司核心高管（11 人）、核心管理人员（178 人）、核心技术人员（13 人）与授予合计人数（213 人）均出现相应变化，因此合计值与原激励计划数据略有不同。

3) 项目跟投机制：2017 年 6 月，招商蛇口率先在公司内推出项目跟投管理制度，为首个施行跟投制度的央企。跟投项目范围为城市公司操盘开发的、通过市场化方式获取土地的销售型项目；从跟投人员方面，对项目负有主要责任的核心管理人员必须跟投，区域总部、城市公司和项目部的其他一线员工可选择性自愿跟投。出于企业性质与组织架构改革的阶段性考量，公司跟投的总金额上限不超过项目资金峰值的 5%，为首个执行跟投制度的央企。截至 2022 年末，累计 331 个项目实施实际跟投，跟投总金额达 25.59 亿元，占跟投项目资金峰值的 0.37%，其中 2022 年新增跟投项目 33 个，新增跟投本金 9.44 亿元。在激励机制探索方面，招商蛇口为央企排头兵。搭建起了员工持股计划、股权激励计划与跟投机制三大模块为主的多层次体系化激励机制，企业与员工利益高度统一，形成强大的员工合力，有利于充分调动员工生产积极性和工作热情。

表5：公司项目跟投

企业名称	跟投机制推出时间	跟投比例上限
招商蛇口	2017.06	5%
保利发展	2017.12	10%
万科	2014.03	10%
金地集团	2015.02	10%
新城控股	2014.07	5%
阳光城	2017.05	15%

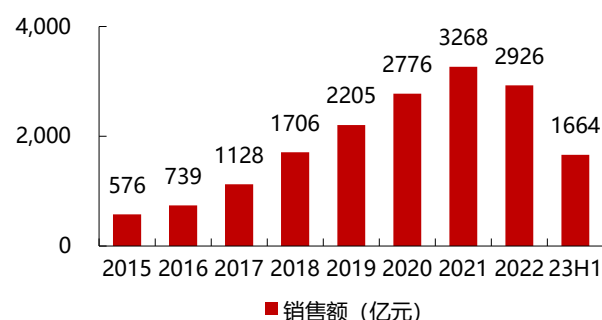
资料来源：公司公告，民生证券研究院；

2 销售降幅显著低于同行，销售额排名实现新突破

公司自 2015 年完成吸收合并上市以来销售再次进入高速增长阶段，2016-2020 年销售额同比增速均超 20%，2021 年达 18%，位于头部房企前列。2015 年公司完成吸收合并重组后，集团通过推动前海项目、构筑激励机制等多项举措大力支持公司的地产业务发展，在多层次激励体系与集团的倾力支持之下，公司销售规模快速增长，重回快车道，2013-2015 年，公司销售额同比增速均低于 20%，2016 年起，公司销售规模持续高速增长，当年实现销售金额 739.3 亿元，同比增长 28%，2017 年销售一举突破千亿大关，同比增长 53%。2021 年全年，公司销售额已达 3268.3 亿元，重组上市以来年复合增速高达 33.6%。销售面积方面，公司从 2015 年的 347.45 万平方米增至 2021 年的 1464.47 万平方米，持续保持高速增长，年复合增速高达 33.6%。

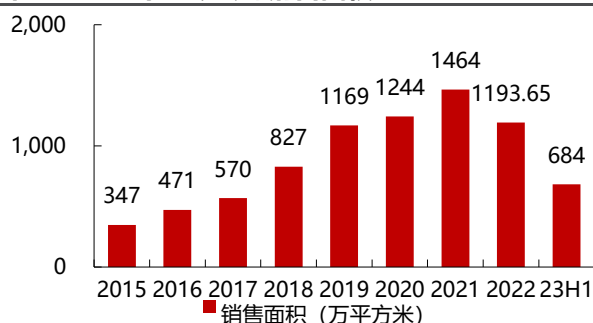
2022 年，受市场整体下行影响，行业增速放缓，公司实现销售金额 2926.02 亿元，同比降低 10.5%；销售面积 1193.7 万平方米，同比降低 18.5%；尽管公司 2022 年未能达成 3300 亿元的业绩预期，目标完成率为 88.7%。但从整体来看，全国房地产销售面积同比增速为 -24.3%，增速较前值下降 26.2%，而销售额同比增速为 -26.7%，增速较前值下降 31.5%。由此可见，公司 2022 年的销售表现显著优于全国水平，根据克而瑞全口径销售额排名，公司年末全口径和权益口径的销售金额排名均提升至行业第 6 位，公司 2023 年上半年公式实现销售额 1664 亿元，销售面积 684 万平米，全口径和权益口径的销售金额排名均提升至行业第 5 位。

图5：2015 年至今公司销售金额



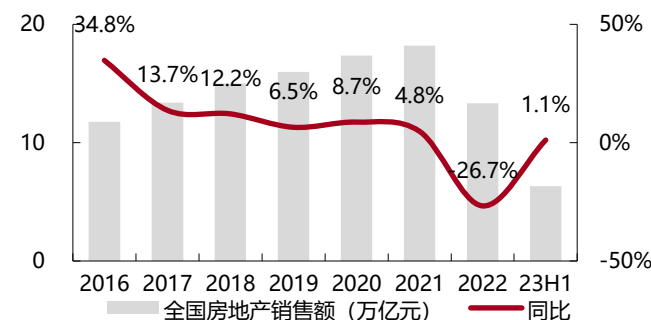
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图7：2015 年至今公司销售面积



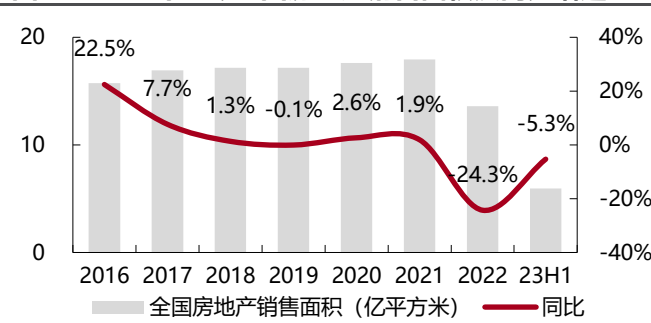
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图6：2016 年至今全国房地产销售额及同比增速



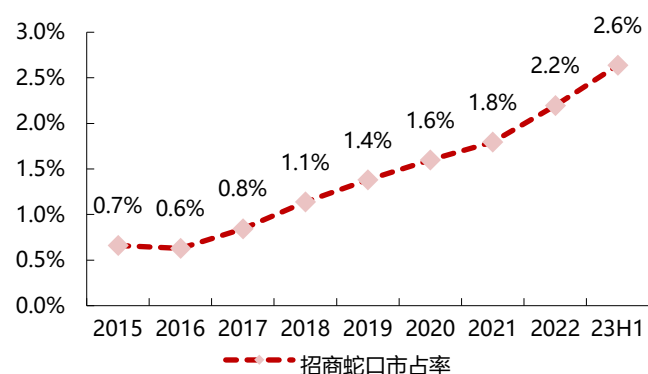
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图8：2016 年至今全国房地产销售面积及同比增速



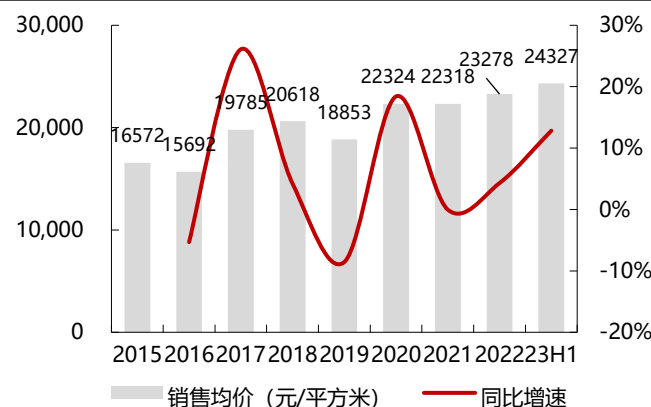
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

业务的扩张与高能级城市保障销售高速增长，公司市占率持续提升。由于公司长期深耕核心都市圈的一二线城市，市场需求旺盛，随着业务的不断扩张，公司市占率快速提升（我们采用公司销售额与统计局公布的全国房地产销售额之比作为市占率指标），从合并重组初期的 0.7% 提升至 2022 年的 2.2%，2023 年上半年公司市占率提升至 2.6%，始终保持高速增长态势。从销售结构来看，2022 年公司在上海、合肥、苏州、南通、徐州的市占率均超 10%，上海单城销售金额突破 740 亿元。且在全国 12 个城市进入当地销售金额前五位，其中在上海、苏州、合肥、南通排名第一；深圳、南京、徐州进入前三；同时，由于公司聚焦一二线精品楼盘的开发销售，2022 年销售均价为 24506 元/平方米，同比上升 10%。2023 年，招商蛇口的销售目标仍为 3300 亿元，全年计划可售货值约 6000 亿元、货值目标去化率为 55%。

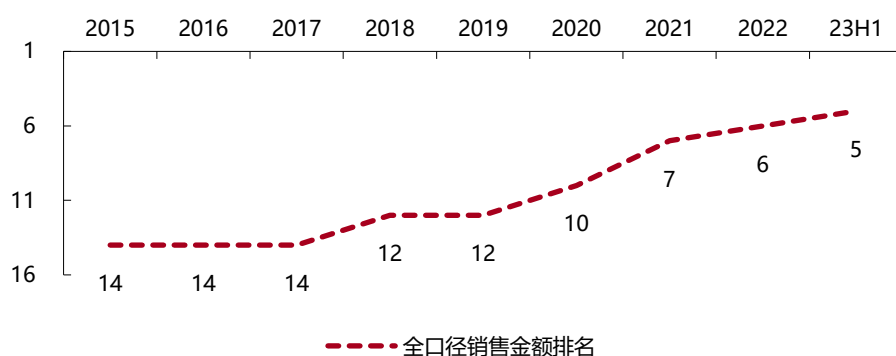
图9：公司市占率


资料来源：公司公告，国家统计局，民生证券研究院

市占率=公司销售额/全国房地产销售额

图10：2015年至今公司销售均价及同比增速


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图11：公司销售金额排名（名次）


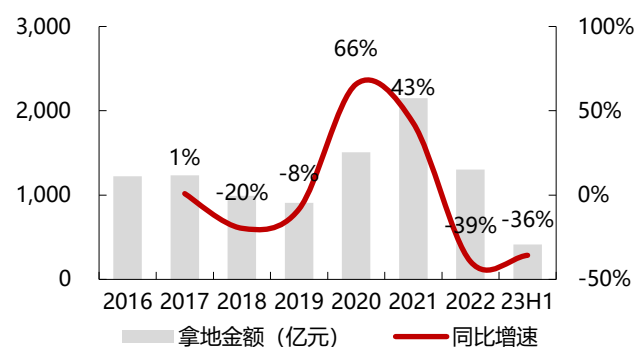
资料来源：CRIC，民生证券研究院

3 聚焦投资，稳定开发业务基本盘

3.1 坚持城市深耕，积极布局核心城市

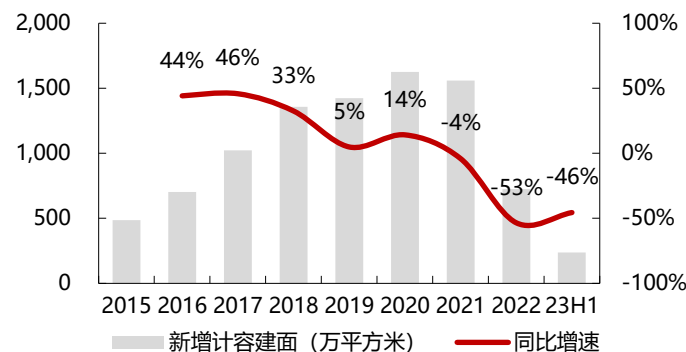
公司拿地策略灵活调整，因时而变。公司在合并重组上市后，拿地面积稳步提升，拿地金额则在 2018-2019 年小幅下降后，2020 年再次步入上升通道。公司在吸收招商地产重组上市后，在集团的大力支持下，进行了一轮快速补库存，同时适时改变策略，适度增加了对三四线城市的布局。2017-2020 年，公司在三四线城市的拿地金额与新增土储不断增加，低能级城市相对较低的拿地均价使得公司在新增建面增长的同时，拿地总金额有所下降。2021 年，公司将拿地重心转回一二线核心城市，2021 年公司拿地金额增至 2150 亿元，同比增长 43%。

图12：公司拿地金额及同比增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

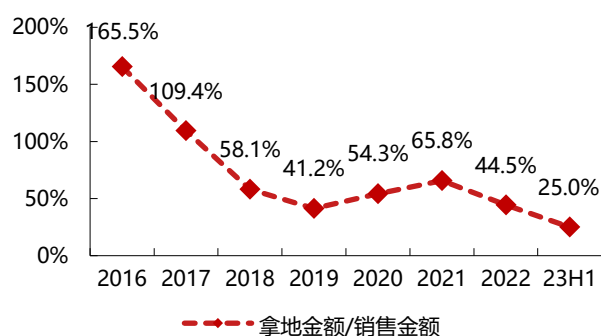
图13：公司新增计容建面及同比增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

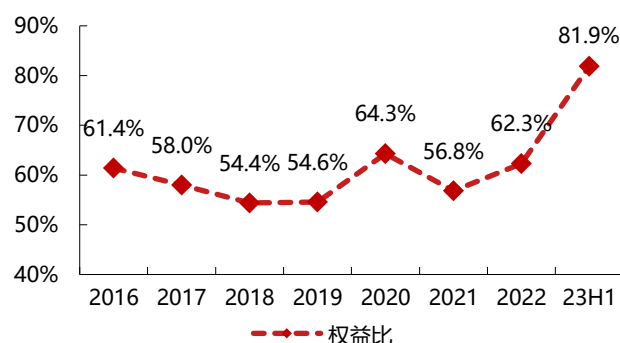
公司拿地强度与拿地权益比均呈先降后升趋势。拿地强度从 2016 年的高点 165.5% 降至 2019 年的 41.2%，主要由于三四线城市布局的增加，此后随着公司重新聚焦一二线城市地块，拿地强度再次提升，2021 年达 65.8%。拿地权益比先降至 2018 年的 54.4%，再随着公司战略布局重回一二线，提升为 2020 年的 64.3%，2021 年，受集中土拍影响，公司合作拿地数量较多，拿地权益降至 56.8%，2022 年拿地权益比再次提升至 62.3%，2023 年上半年拿地权益比再次提升至 81.9%。

图14：公司拿地强度



资料来源：公司公告，民生证券研究院

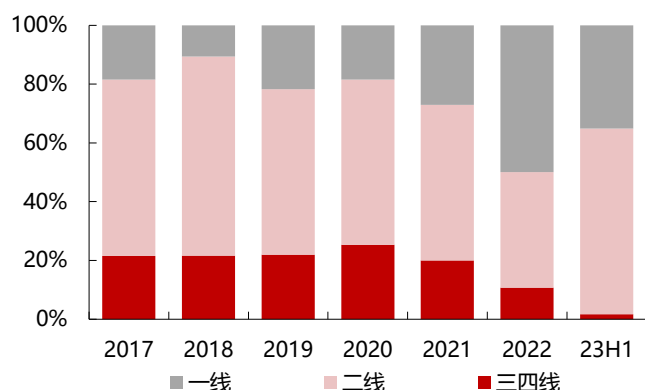
图15：公司拿地权益比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

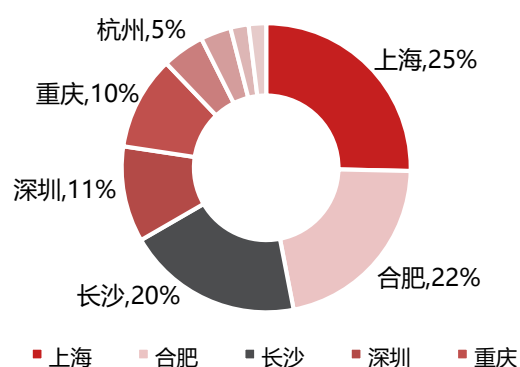
2022 年在疫情和行业调整的影响下，公司充分发挥央企龙头优势，遵循“重点投资 30 城、深耕强心 6+10 城”的投资战略，坚定城市与地段聚焦。2022 年全年，公司总计获取土地 56 宗，新增计容建面 726 万平方米，总地价约 1279 亿元，权益拿地金额 525 亿元，排 top10 房企第 5 名。年内，招商蛇口在“强心 30 城”和“深耕 6+10 城”的投资金额占比分别达 94%和 90%，公司一线城市拿地占比约 50%，同比提高 23%；一、二线拿地合计占比 89.3%，项目储备向高能级城市有序换仓，重点布局上海、深圳、合肥、长沙、苏州、杭州等核心城市。

图16：公司拿地金额占比



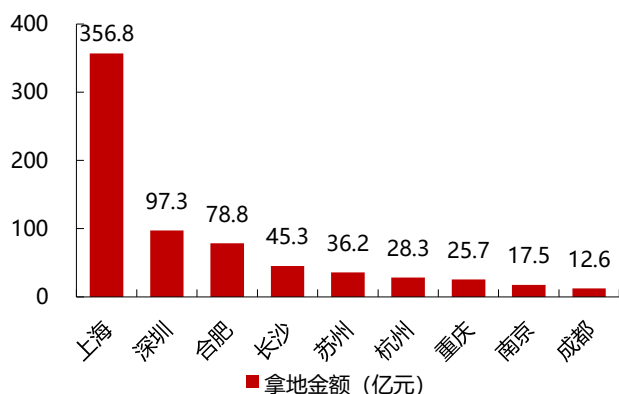
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图17：公司 2022 年拿地建面占比



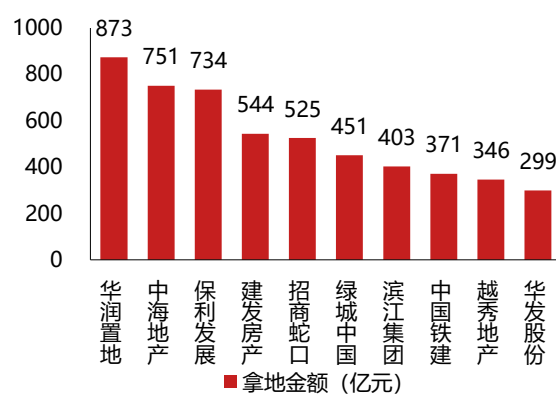
资料来源：中指研究院，民生证券研究院

图18：公司 2022 年集中供地拿地金额



资料来源：中指研究院，民生证券研究院

图19：2022 年中国房企权益拿地金额 top10

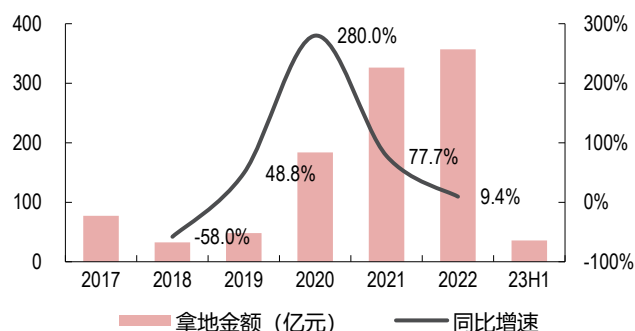


资料来源：中指研究院，民生证券研究院

公司在上海拿地金额近几年来连年上升，显示出深耕一线城市的决心和信心。

2020 年，公司开始狠抓“一城一模板”，坚定执行城市深耕策略，持续加大投资力度，实现上海拿地金额破百亿，达到 183 亿元，同比增长 280%；2021 年势头不减，实现 326 亿元的拿地金额，同比增长 77.7%；2022 年突破 356 亿元，同比增长 9.4%。

图20： 公司上海拿地金额及同比增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：根据公司月度经营数据整理得出

图21：招商蛇口上海及环沪项目



资料来源：招商蛇口公众号，民生证券研究院

2023 年以来，公司拿地坚守一二线城市，包括北京、深圳、上海、杭州、合肥、苏州和南京，投资区域持续聚焦。公司 1-6 月共获取 25 宗地块，总规划建面 237.05 万平，对应拿地金额 415.84 亿元，总权益规划建面 194.54 万平，对应拿地金额为 345.2 亿元。

表6：公司 2023 年拿地情况

月份	拿地宗数 (宗)	总权益拿地 金额(亿)	总权益规划 建面(万平)	总拿地金额 (亿元)	总规划建面 (万平)	拿地楼面均价 (元/平)
1月	2	11.24	13.96	11.83	14.84	7972
2月	1	9.19	4.6	9.19	4.6	19978
3月	3	64.69	52.44	69.76	54.96	12692
4月	6	61.19	32.28	86.67	45.07	19229
5月	7	129.88	59.91	137.06	73.84	18562
6月	6	69.01	31.35	101.33	43.74	23167
合计	25	345.2	194.54	415.84	237.05	17542

资料来源：公司经营月报，民生证券研究院

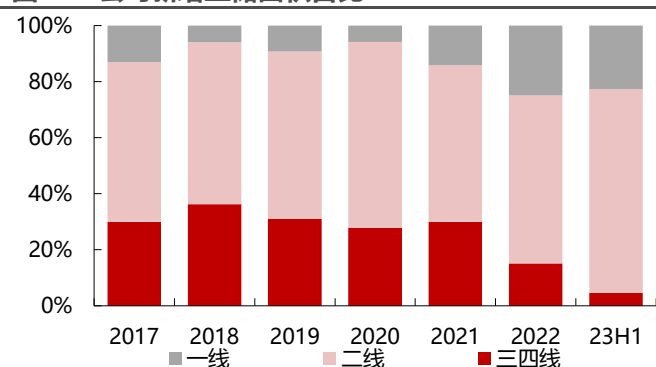
3.2 土地储备丰富，质量不断修复

公司土地储备丰厚、土储质量高，坚持聚焦一二线城市，理性下沉三四线，2020 年以来新增土储的城市能级结构占比持续优化。2015 年重组上市后，公司战略性下沉三四线城市，充分享受了低能级城市的房地产市场红利，公司在 2017-2019 年进一步完成了在三四线城市的快速布局，之后，公司果断调整城市布局战略，将拿地重心重新转移至核心一二线城市，新增土储面积与拿地金额的城市能级结构再次向一线倾斜，三四线城市拿地金额与新增土储面积占比持续下降，一二线城市占比回升。2022 年，公司在一线城市的新增土储面积占比出现显著提升，增至 24.9%，2023 年上半年，公司在二线城市新增土储面积占比提升至 63.2%。

2022 年，按区域划分，华东区域、华南区域、华中区域土储占比较高，均超过 15%，土储结构较优质。公司土储分布以沿海核心一二线城市及中西北省会城市为主，能够充分把握核心城市人口、产业外溢带来的住房需求。近年来，公司立足粤港澳大湾区，聚焦深圳、广州、佛山、东莞，拥有大量待开发的优质资源，未

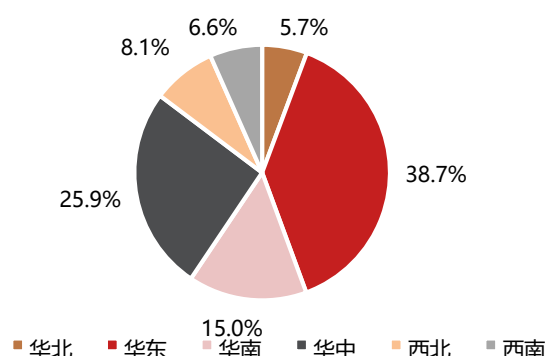
来土储去化安全垫较高。

图22：公司新增土储面积占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

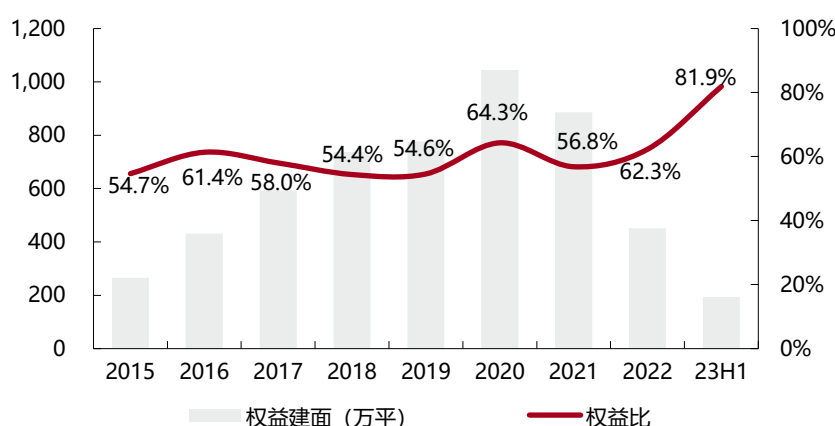
图23：公司 2022 年土地储备按区域分布



资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：根据公司月度经营数据整理得出

图24：公司新增土储权益建面及权益比



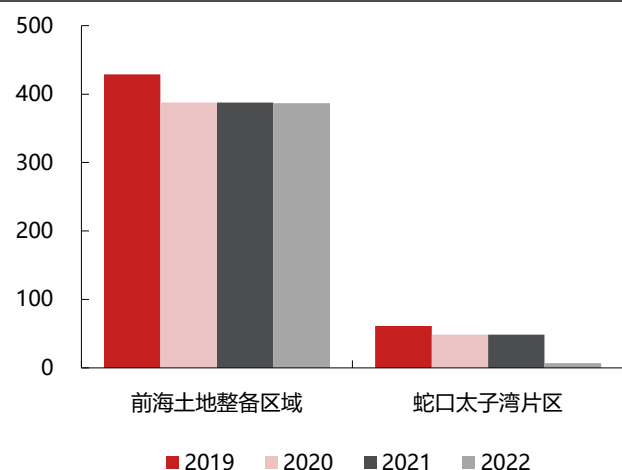
资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司在前海、蛇口等土地资源稀缺的核心地段拥有丰富的土储，未来业绩高增潜力巨大。根据 2018 年年报，公司在前海蛇口自贸区的土地主要分为 3 大片区——蛇口片区、太子湾片区和前海片区，其中蛇口片区土地使用权面积为 219.77 万平，于 2003 年获得；太子湾片区土地使用权面积为 53.28 万平，于 2011 年获得；前海片区土地使用权面积为 237.68 万平，于 2004 年获得。

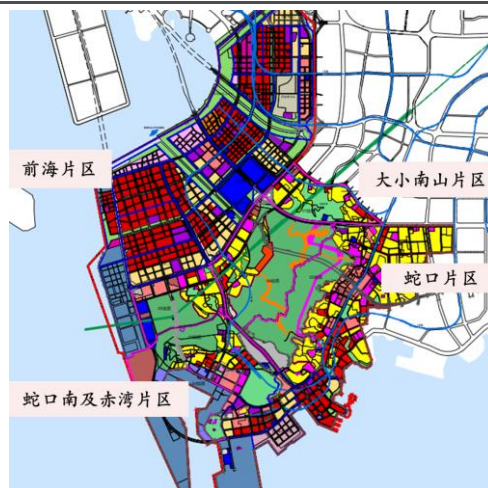
2016 年 7 月，招商蛇口控股子公司与前海管理局下属前海开发投资控股有限公司（“前海开发”）合资成立深圳市前海蛇口自贸投资发展有限公司，持股 50%，以加速前海土地的整备工作，2018 年 12 月 24 日，深圳市土地和自然资源局、前海管理局、招商蛇口与其他 20 家单位签署了《关于签署前海土地整备协议的公告》（以下简称“《整备协议》”），至此，公司前海蛇口自贸区的 3 片区土地使用权问题得到解决，土储集中在前海土地整备区域和蛇口太子湾片区。2018 年 11 月，深圳市人民政府正式批复《中国（广东）自由贸易试验区深圳前海蛇口片区及大小南山周边地区综合规划》（以下简称《综合规划》），明确指出要将前海蛇口自贸片区建设成为“依托港澳、服务内地、面向世界的“一带一路”战略支点、粤港澳深

度合作示范区和城市新中心”，规划用地面积总数为 3790 万平方米，公司持有的项目储备占比达 13.48%。此后，公司在前海与太子湾区域的项目储备开发持续取得进展。

截至 2022 年年末，公司在前海土地整备范围内项目储备计容建面合计 455.84 万平方米，目前已开发 69 万平方米；蛇口太子湾片区项目储备计容建面为 170 万平方米，其中 163 万平方米已开工，7 万平方米未开工。

图25：公司未开发项目储备计容建面（万平方米）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图26：前海蛇口各地块规划


资料来源：《中国（广东）自由贸易试验区深圳前海蛇口片区及大小南山周边地区综合规划》，民生证券研究院

表7：《综合规划》详细内容

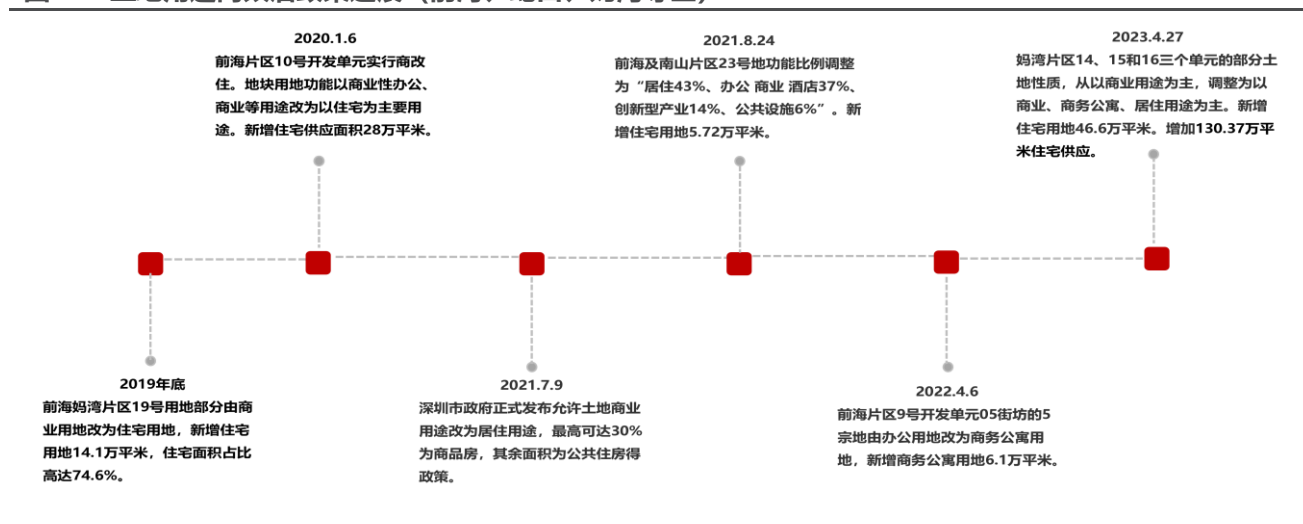
地名称	用地面积（公顷）	比例
其他城市开发用地	1233.4	32.5%
公共设施用地	83.1	2.2%
公共管理与服务设施用地	155.3	4.1%
物流仓储用地	17.1	0.5%
交通设施用地	1212.1	32.0%
绿地与广场用地	441.5	11.6%
其他用地	647.5	17.1%
——水域	87.9	
——农林和其他用地	552.7	
——发展备用地	6.9	
总计	3790	100.0%

资料来源：《中国（广东）自由贸易试验区深圳前海蛇口片区及大小南山周边地区综合规划》，民生证券研究院；

2021 年 7 月 9 日，深圳市政府正式发布允许进行土地结构调整，将商业用途改为居住用途。2021 年 8 月 24 日，深圳前海及南山片区 23 号土地做出土地功能调整，居住用地比例调整为 43%，调整后新增住宅用地 5.72 万平米；2022 年 4 月 6 日，前海片区 9 号开发单元 5 宗地改为商务公寓建设用，新增公寓用地 6.1 万平米；2023 年 4 月 27 日，妈湾片区 14、15、16 三个开发单元同时做出调整，将土地商业用途转为居住、公寓为主，新增住在用地 46 万平米，增加 130.37

万平住宅供应。从结构调整来看，蛇口等地区正在弱化商业写字楼等建设，逐步去化现有商业库存，并转向增加住宅建设。这必将会为招商蛇口等深耕此片区的房企带来新的增长动机，引致新一轮的住房结构优化。

图27：土地用途商改居政策进展（前海、蛇口、妈湾等区）



资料来源：公司公告，深圳市规划和自然资源局，民生证券研究院

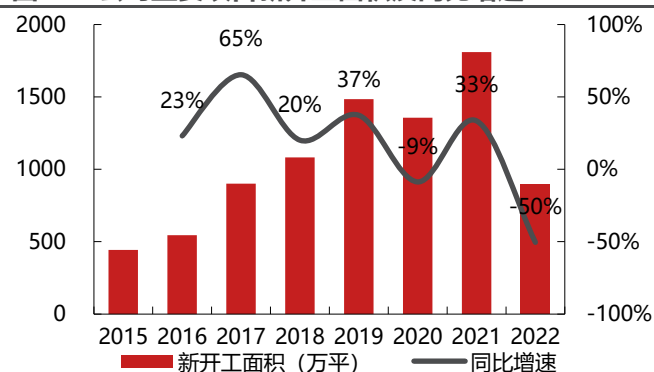
3.3 开工与竣工节奏支撑结转规模平稳增长

公司通过对开工竣工节奏的合理规划，实现结转规模稳步提升。公司每年均明确设定次年的开工与竣工目标，定调节奏，稳步推进。自上市后，计划开工面积持续攀升，根据 2-3 年的开发周期推算，公司的开工与竣工计划有效保障了结转收入的持续稳增长态势。

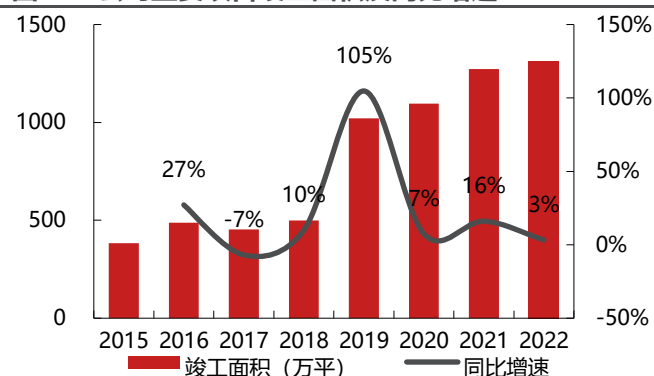
开工方面，公司的新开工面积在 2016-2019 年经历了一次小高峰，从 544.7 万平增至 1485.7 万平，年复合增速为 39.7%，2020-2021 年经历了第二个小高峰，2021 年公司新开工面积达 1810.1 万平，同比增长 33%。2022 年，受疫情和行业调整的影响，新开工面积减至 897.7 万平，同比下降 50%。

竣工方面，公司的竣工面积从 2016 年的 487.5 万平方米增至 2022 年的 1314.1 万平方米，年复合增速为 18%。2023 年，公司计划新开工计容面积约 1,000 万平方米，计划竣工计容面积约 1,600 万平方米。

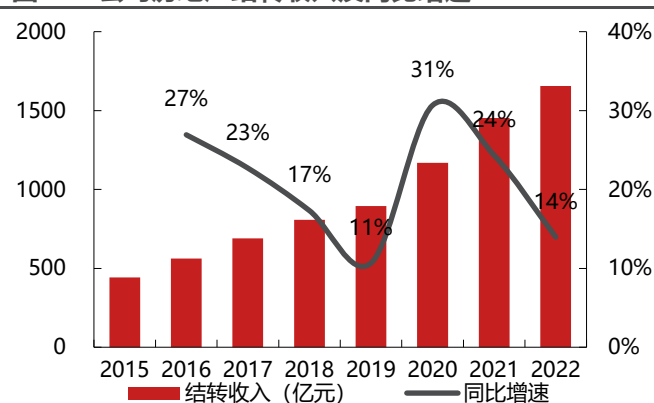
稳定且持续增长的竣工节奏保障了公司结转规模的稳步增加。2015 年，公司结转收入仅为 442.3 亿元，至 2022 年，已增至 1655.6 亿元，年复合增速为 21%；结转面积也相应地从 307.6 万平增至 864.2 万平，年复合增速为 16%。预计未来公司的开工与竣工增长将持续带动结转收入不断提升。

图28：公司主要项目新开工面积及同比增速


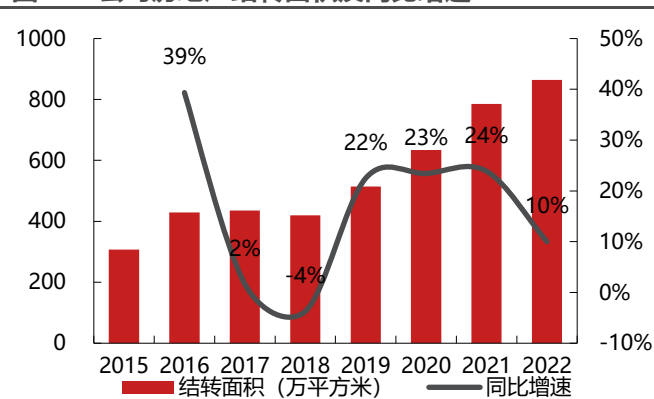
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图29：公司主要项目竣工面积及同比增速


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图30：公司房地产结转收入及同比增速


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图31：公司房地产结转面积及同比增速


资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 发力战略转型，培育第二成长曲线

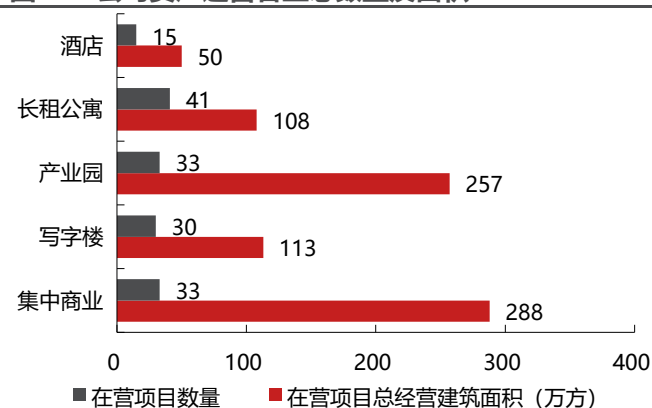
2022 年，为匹配战略目标和转型方向，公司将原来的三大主业调整为三类业务，即开发业务、资产运营、城市服务，着力构建租购并举、轻重结合的业务结构，聚焦培育公司的第二成长曲线。稳步推进“三个转变”，即从开发为主向开发与经营并重转变，从重资产为主向轻重结合转变，从同质化竞争向差异化发展转变。

4.1 资产运营成果显著，双 REITs 平台完善可持续发展模式

在 2022 年，公司在未扣除租金减免后的全口径资产运营收入为 57.1 亿元，同比增长 6.2%，EBITDA 达到 30.4 亿元，同比增长 6.9%。具体分析，集中商业、产业园区、写字楼、公寓和酒店的运营收入（未扣除租金减免金额）分别为 12.9 亿元、12.1 亿元、11.6 亿元、10.3 亿元和 5.4 亿元。在 EBITDA 方面，集中商业、产业园区、写字楼和公寓分别为 4.7 亿元、8.2 亿元、8.3 亿元和 6.8 亿元。

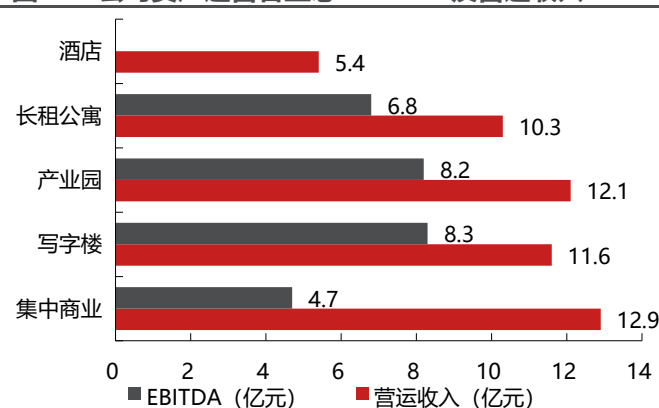
另外，公司已建立蛇口产业园 REIT 和招商局商业房地产投资信托基金双重 REITs 平台，覆盖产业园、商业办公多业态，完善了持有业务全生命周期发展模式，为产业园区、商务办公等资产提供退出途径。目前，公司正积极开展蛇口产业园 REIT 扩募活动，计划将深圳光明科技园加速器二期项目注入，以进一步打造园区可持续循环发展模式。随着不同类型 REITs 平台的建立，未来将进一步盘活存量资产，助力公司资产运营业务的发展。

图32：公司资产运营各业态数量及面积



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图33：公司资产运营各业态 EBITDA 及营运收入



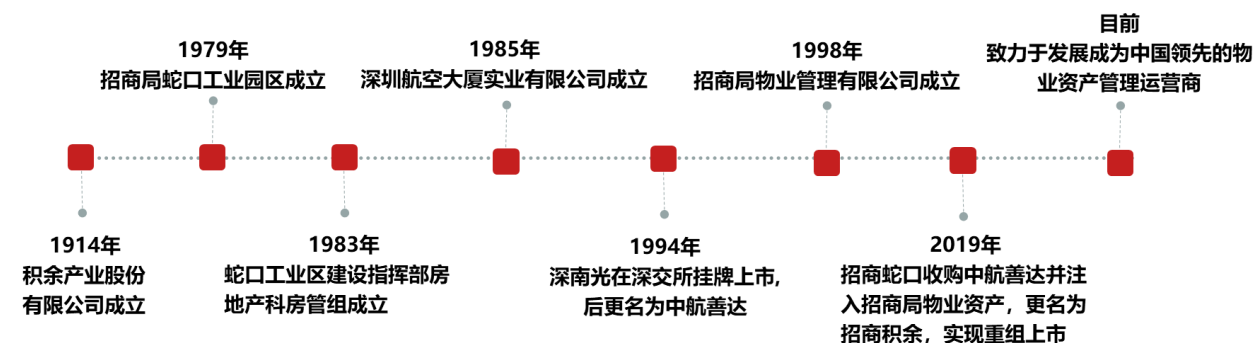
资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.2 物业板块：招商积余收并购再创佳绩，服务提质增速

招商积余：四十年栉风沐雨，铸就头部央企物管平台。招商局积余产业运营服务股份有限公司（简称“招商积余”），是招商局集团旗下从事物业资产管理与服务的主平台企业，前身为蛇口工业区建设指挥部房地产科房管组，与招商蛇口一道成长，1998 年正式独立为招商局物业管理有限公司，并于 2019 年收购 A 股上市公

司中航善达，通过资产注入的方式重组上市，目前公司主要业务为物业管理业务和资产管理业务，公司以建设成为“中国领先物业资产管理运营商”为目标，以“12347”战略作为指导，通过打造“沃土云林”商业模式，服务覆盖全场景、全业态和价值链的各环节。2022年，公司物业管理业务涵盖住宅、办公、商业、园区、政府、学校、医院、场馆、交通、城市空间等细分业态，进驻全国超100个城市。

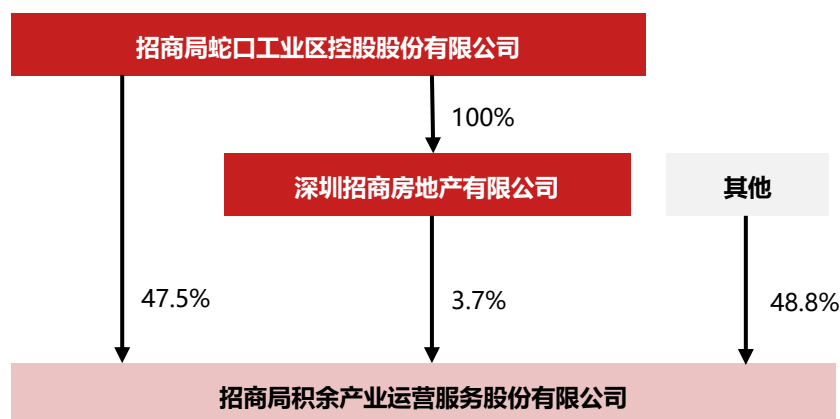
图34：招商积余发展历程



资料来源：招商积余官网，民生证券研究院

招商蛇口持有招商积余51%股权，实现控股，股权结构长期稳定。招商积余1983年为招商蛇口前身下设的房管组，2018年以来股权结构较为稳定。截至2022年年末，招商蛇口直接持有公司47.5%股份，同时通过全资控股子公司深圳招商房地产有限公司间接持有的股份比例为3.7%，持股比例合计51.16%，2018年后从未进行过减持。

图35：招商积余股权结构



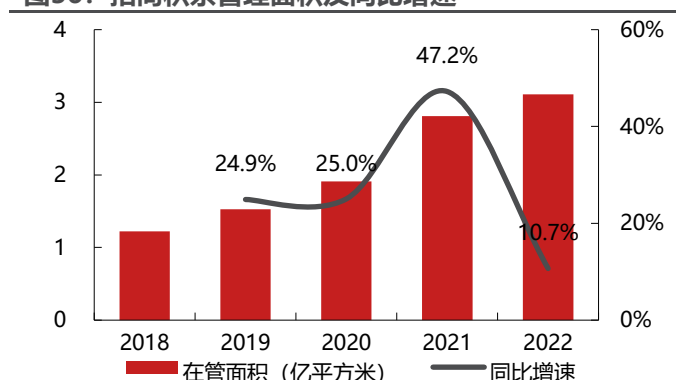
资料来源：招商积余2023年一季度公告，民生证券研究院

2019年以来，招商积余制定并明确了“12347”的发展战略。即1个目标—中国领先的物业资产管理运营商，2项核心业务—物业管理及资产管理；战略协同3大平台—致力于成为招商局集团资产保值增值平台，成为招商蛇口持有资产运营的承载平台，成为招商蛇口产业数字化的标兵；4化发展原则—专业化、集约化、生态化、市场化，7大战略—通过七大战略举措，推动战略实施落地。公司致力于提供优质的保安、保洁、绿化保养、维修保养以及综合保障服务等基础物业服务，通

过标准化建设、平台化运营提升服务品质。

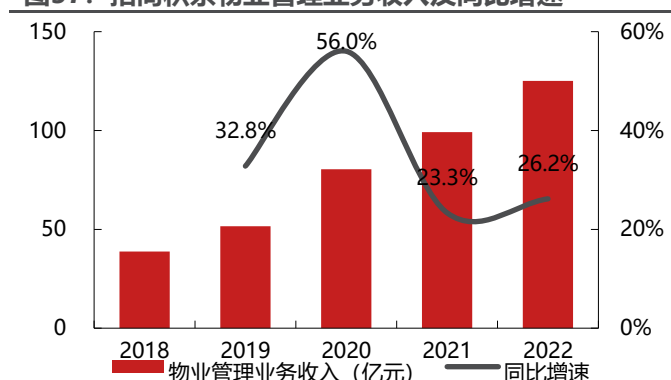
在大资管背景和公司“12347”战略引领下，招商积余管理规模和品牌品质不断提升。截至 2022 年年末，公司在管项目 1884 个，管理面积达 3.11 亿平方米，同比增长 10.7%。2022 年公司物业管理业务实现营收 125 亿元，同比增长 26.2%，2018 年至 2022 年，年复合增速为 24.8%；招商积余自上市以来，物管业务毛利率稳步提升，2021 年增至 11.4%，2022 年略微下滑至 10.6%。

图36：招商积余管理面积及同比增速



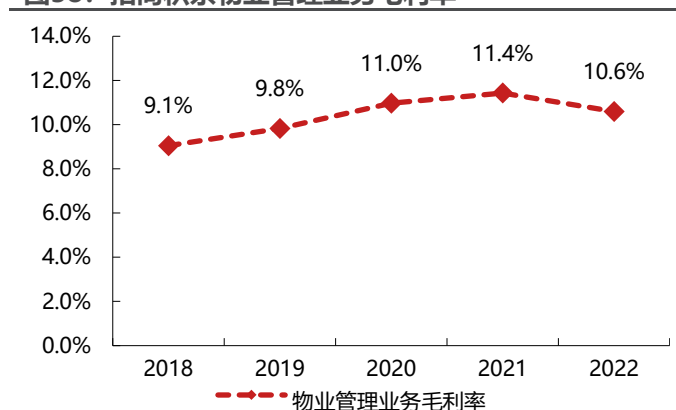
资料来源：招商积余公告，民生证券研究院

图37：招商积余物业管理业务收入及同比增速



资料来源：招商积余公告，民生证券研究院

图38：招商积余物业管理业务毛利率



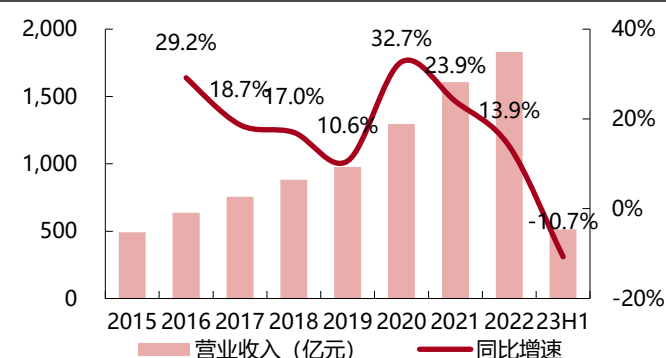
资料来源：招商积余公告，民生证券研究院

5 财务指标：营收稳定增长，利润短期承压，融资成本优化，现金流充沛

5.1 重组上市以来营收持续增长，市场变化与低毛利项目结转压低净利润增速

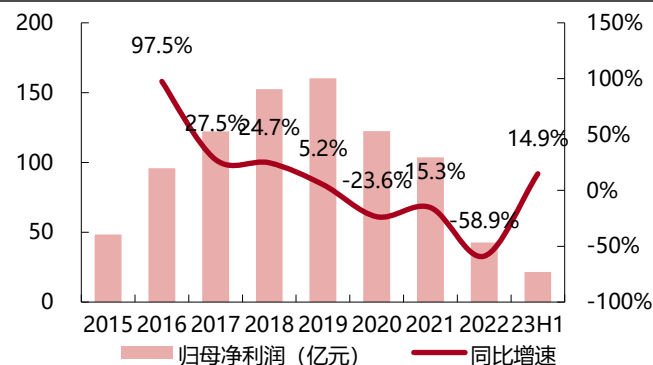
公司重组后营业收入持续快速提升，2015 年公司重组上市后积极扩张房地产业务，整体营收业绩随之不断提升，营业收入从 2015 年的 492.2 亿元跃升至 2018 年的 882.8 亿元，年复合增速为 21.5%，归母净利润由 48.5 亿元增至 152.4 亿元，年复合增速达 46.5%。2019 年，公司转变城市布局策略，重新聚焦一二线核心城市，营收增速略有放缓，此后，随着公司战略的稳定与销售额规模的扩大，前期项目竣工交付与结算的规模持续增长，推动营业收入不断提升，再次进入快车道，2022 年，公司实现营业收入 1830 亿元，同比增长 13.9%。**归母净利润方面**，2020 年至 2022 年，公司出现连续三年 15% 以上的同比下降，2022 年，归母净利润仅 42.64 亿元，同比下降达 58.9%，但 2023 年上半年归母净利润为 21.53 亿元，实现同比增加 14.9%。主要由于：1) 行业利润率的整体下降、公司房地产业务结转毛利率同比下降，结转毛利同比减少。2) 落实国家房租减免政策要求，公司进行了相应的租金减免。3) 受行业信用风险增加影响，公司结合市场价格计提了更多减值准备。4) 投资收益出现较大幅度的下降。

图39：公司营业收入及同比增速



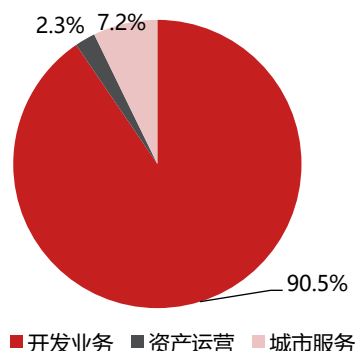
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图40：公司归母净利润及同比增速



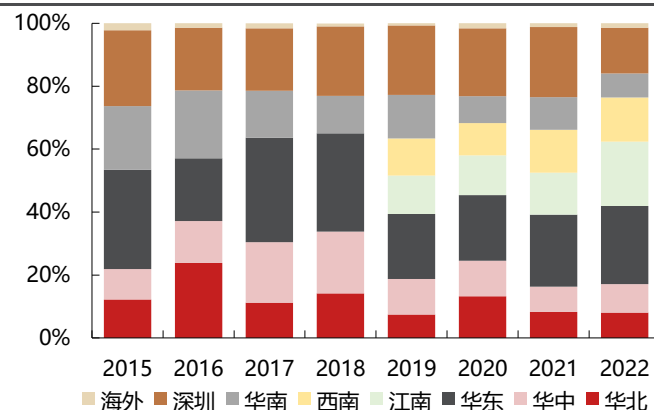
资料来源：公司公告，民生证券研究院

房地产开发营收占比超 90%；从地区分布来看，长三角与粤港澳城市圈为主要收入来源。2022 年，为匹配战略目标和转型方向，公司将原来的三大主业调整为三类业务，即开发业务、资产运营、城市服务。根据业务类型划分，房地产开发业务一直是公司营收的主要来源，2022 年，公司开发业务占比达到 90.5%，而资产运营和城市服务收入占比分别仅占 2.3%和 7.2%。根据地区划分，公司在 2019 年重新对全国各区域进行划分后，各地区营业收入占比较为稳定，2022 年，公司继续聚焦于长三角与粤港澳城市圈，区域收入占比达 67%，相对地，华北与华中地区的收入占比相较于 2020 年均出现略微下降。

图41：2022 年公司三类业务收入结构占比


■ 开发业务 ■ 资产运营 ■ 城市服务

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图42：公司各地区营业收入占比


资料来源：公司公告，民生证券研究院

华北区域：北京、大连、哈尔滨、沈阳、天津、长春、雄安

华南区域：佛山、赣州、广州、柳州、南昌、南宁、湛江、长沙、肇庆、中山、珠海

华东区域：福州、杭州、嘉兴、金华、南通、宁波、厦门、上海、绍兴、台州、温岭、太仓、桐乡、温州、漳州

深圳区域：东莞、惠州、汕头、深圳

华中区域：济南、青岛、太原、武汉、襄阳、烟台、宜昌、郑州

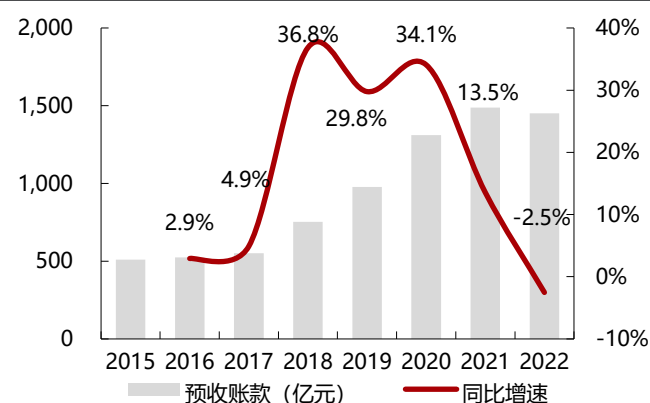
江南区域：常熟、常州、合肥、句容、苏州、南京、无锡、徐州、扬州、张家港、镇江、盐城、芜湖、宿迁

西南区域：成都、毕节、昆明、西安、重庆

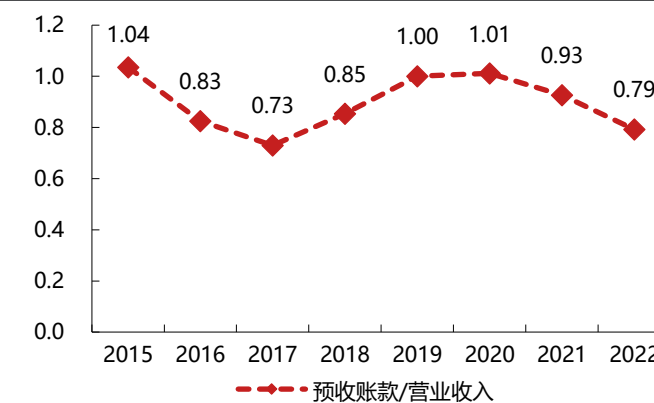
海南区域：海口、三亚、琼海

海外区域：白俄罗斯明斯克、香港、新西兰（奥克兰及其他城市）

公司预收账款规模企稳，未来业绩保障程度维持高位。2015-2021 年公司预收账款（预收账款+合同负债）从 509.9 亿元增至 1488.4 亿元，年复合增速为 19.55%。从业绩保障倍数来看，2017 年后公司业绩保障程度显著提升，从 0.73 快速上升至 2020 年的 1.01。公司前期预收账款的快速增长主要受益于前期销售规模的增加，2022 年，公司销售额增速同比下降，预收账款也有所降低，为 1449.2 亿元，同比下降 2.5%。整体而言，尽管 2022 年公司业绩保障倍数有所下降，但依然维持在 0.79 的高位，未来业绩保障性较强。

图43：公司预收账款及同比增速


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图44：公司业绩保障倍数


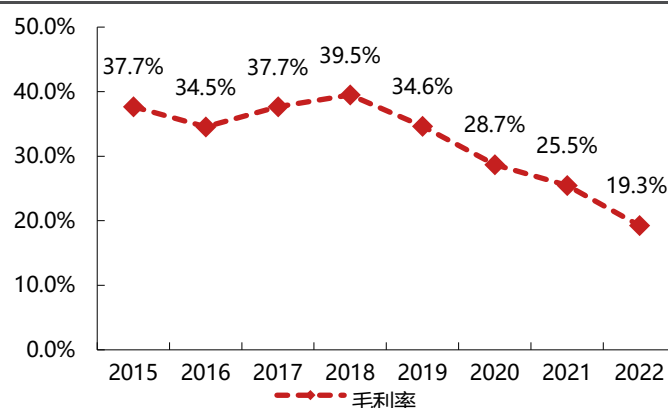
资料来源：公司公告，民生证券研究院

5.2 盈利短期承压，减值计提缓解利润压力

公司毛利率与当年结转项目的毛利率相关性较强，2018 年之前持续改善，之后由于行业整体利润率下降、低毛利项目结转占比增加等因素，毛利率出现下滑。

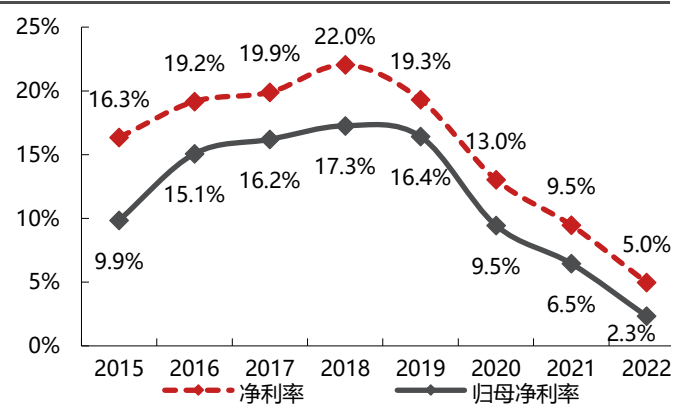
2015 年公司重组上市后，加速规模扩张，另一方面通过构建多维度激励制度提升了员工积极性，公司规模快速上升，2016-2018 年，受益于高毛利项目的结转，公司毛利率出现跳增，从 34.5% 增至 39.5%，增加 5 个百分点。此后，公司社区开发业务受各区域限价和低毛利率项目结转占比增加的影响，毛利率出现下降，同时，2016-2018 年下沉三四线城市获取的低毛利率项目陆续进入结转期，也给公司的毛利率带来压力，2019-2022 年，公司毛利率依次降至 34.6%、28.7%、25.5% 和 19.3%。毛利率的下降直接导致净利率与归母净利率的下降，此外，之前增长较快的投资收益在 2019-2022 年出现大幅下降，同样拉低了公司的净利率水平，叠加公司计提减值准备规模在 2020 年（31.01 亿元）、2021 年（43.72 亿元）和 2022 年（65 亿元）的快速增长，以及 2022 年资产运营业务租金减免，归母净利率与净利率降幅明显，净利率从 2018 年高点的 22% 降至 2022 年的 5%，归母净利率则从 17.3% 降至 2.3%。未来随着公司在一二线城市优质项目的结转完成以及行业政策催化带来的利润率提升，预期未来公司毛利率会逐步回升。

图45：公司毛利率



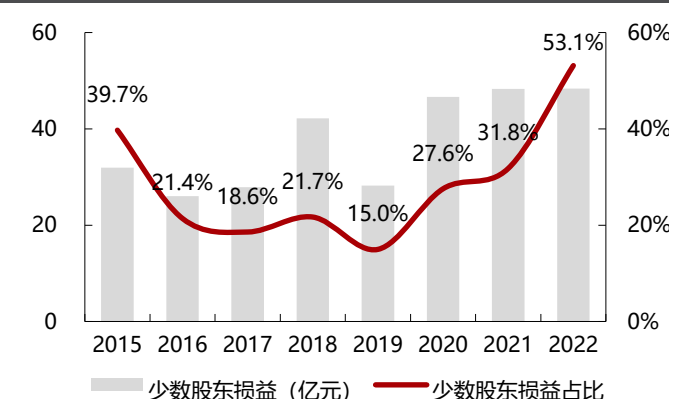
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图46：公司净利率与归母净利率



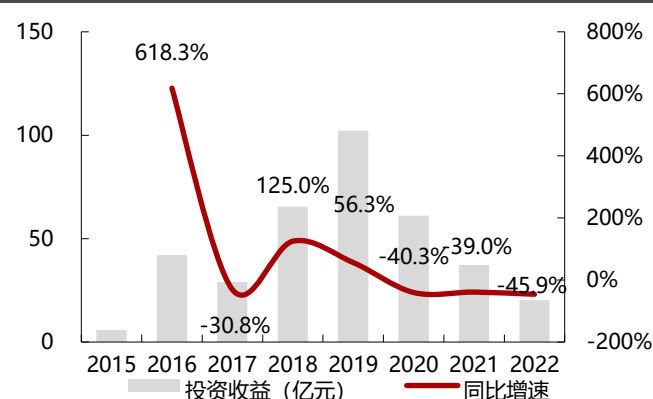
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图47：公司少数股东损益及占比



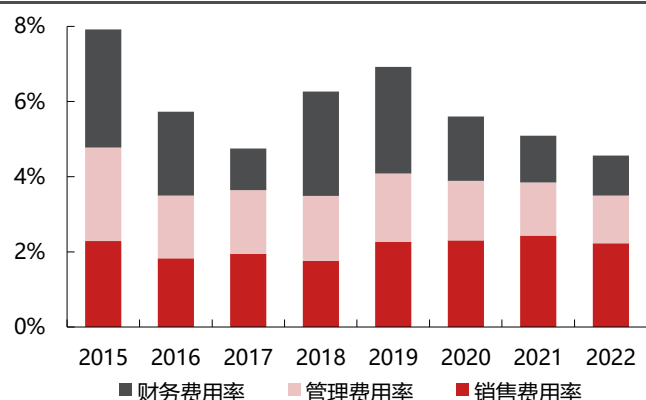
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图48：公司投资收益

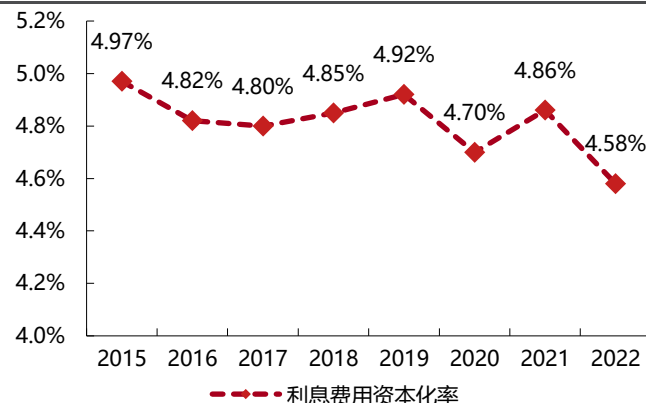


资料来源：公司公告，民生证券研究院

销售费用率保持稳定，财务费用率逐年降低，管理费用率波动下降。公司自重组上市以来，加强了对成本的管控能力，三费费用率不断降低。其中，曾经占比最高的财务费用率从 2015 年的 3.1% 降至 2020 年的 1.7%，2022 年进一步降至 1.1%，管理费用率从 2015 年的 2.5% 降至 2022 年的 1.3%，相比之下，销售费用率较为稳定，主要包括广告费、佣金代理费等，与销售规模高度相关，长期维持在 1.8-2.4% 的区间内。公司在 2018-2019 年间费用率出现较快增长，主要是由于汇兑损益和融资规模扩大带来的财务费用增加，2019 年后，由于利息支出资本化等因素的影响，公司财务费用率再次降低。从总费用率来看，公司近年来的三费率降幅显著，2022 年公司三费率为 4.6%，同比下降了 0.5 个百分点，较 2015 年降低 3.3 个百分点，2022 年利息费用资本化率降低至 4.58% 的水平，较 2021 年减少了 0.28 个百分点，公司持续推进提质增效，严格控制费用开支，整体费用增速低于营业收入增速。

图49：公司三费率


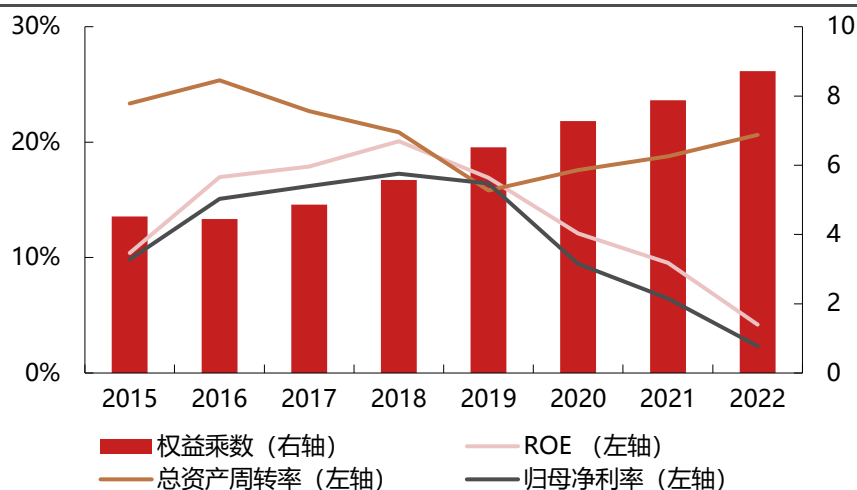
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图50：公司利息费用资本化率


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2015-2018 年公司 ROE 稳步提升，2019 年至今进入下行期，主要是由于利润率的下滑。公司在重组上市之后，ROE 快速提升，从 2015 年的 10.4% 增至 2018 年的高点 20.1%，此后，公司 ROE 再次下降，截至 2021 年，公司 ROE 降至 9.5%。从 ROE 的拆分来看，**1) 2019 年后，利润率下降是公司 ROE 变化的最重要原因**，归母净利润率在 2015 年后出现明显上升，从 9.9% 逐年增长至 2018 年的 17.3%，累计增加 7.4 个百分点，2019-2021 年归母净利润率快速下降，这也直接导致 ROE 的同步下滑，2022 年，公司归母净利润率降至 2.3%，较 2018 年减少 15 个百分点，ROE 同期下降 15.9 个百分点。**2) 资产周转率：**2015-2016 年，公司正处于重组上市后的整合期，总资产增长相对缓慢，2017-2019 年公司资产周转率快速下降，从 0.25 降至 0.16，主要是由于总资产同比增长较快，从 3326 亿元增至 6177 亿元，年复合增速达 36.3%，成为 2019 年 ROE 下降的主要原因。2019 年后，随着公司总资产增速的放缓，资产周转率在 0.2 附近小幅波动。**3) 权益乘数：**公司权益乘数从 2015 年的 4.5 波动上升至 2022 年的 8.7，主要由于公司积极拓展房地产开发业务，拿地态度积极使得杠杆水平有所提升，同时销售快速增长大幅提升了预收账款所致。

图51：公司 ROE 拆解

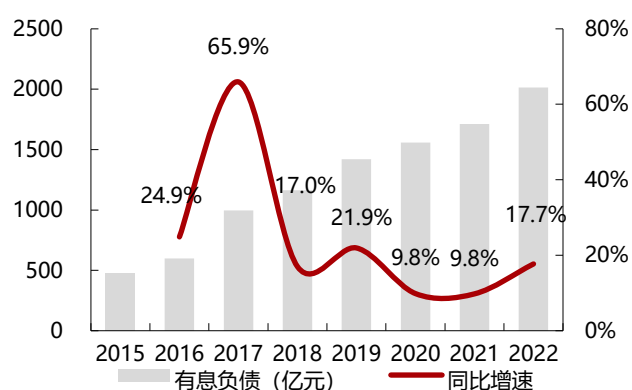


资料来源：公司公告，民生证券研究院

5.3 有息负债规模控制得当，负债结构健康，融资成本较低

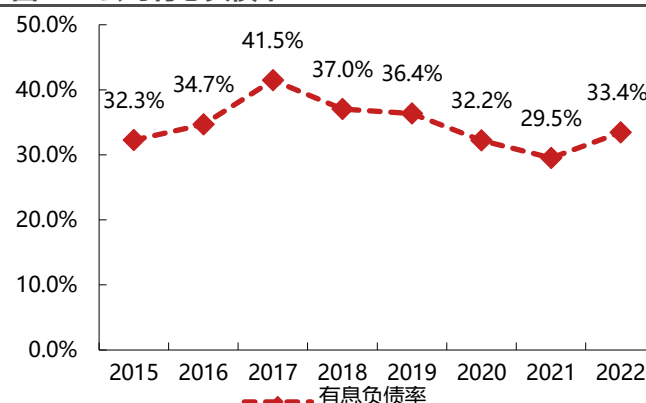
公司财务杠杆较为稳健，有息负债率持续降低，融资渠道通畅。总量方面，自2015年公司重组上市之后，有息负债规模即呈现出高速增长态势，尤其是在2016年公司完成内部整合之后，拿地积极性快速提升，使得公司有息负债快速增长，2016-2018年分别增至599.5、994.8和1163.8亿元，同比增速分别为24.9%、65.9%和17.0%。2019年后，公司战略布局转型，重新聚焦一二线核心城市，有息负债增速放缓，2021年，公司有息负债率一路降至29.5%，2022年反弹上升至33.4%，主要因为公司扩张拿地资金需求。公司剔除预收账款后的资产负债率始终保持在52%-65%之间，2022年年末为58.5%，较2021年年末下降了1.1个百分点，处于低位；受前海土地整备完成影响，公司净资产大幅增加，净负债率与剔除预收账款后的资产负债率均出现明显下降，截至2021年末公司净负债率仅为33.1%，为行业内较低水平，2022年净负债率上升至40.5%，主要由于有息负债规模同比上升；现金短债比处于相对安全的边界，截至2022年年末为2.13X，较2019年年末大幅增加0.76X，近四年来持续改善。

图52：公司有息负债及增速

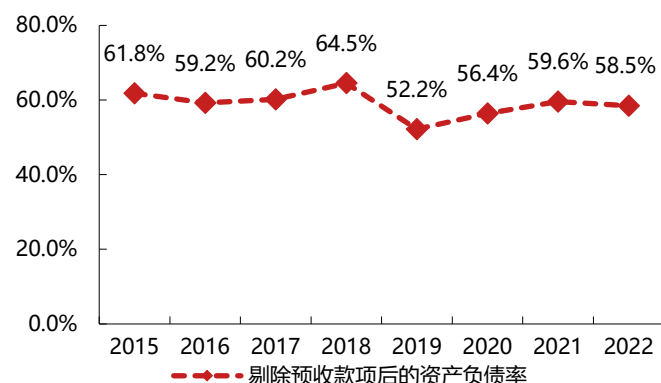


资料来源：公司公告，民生证券研究院

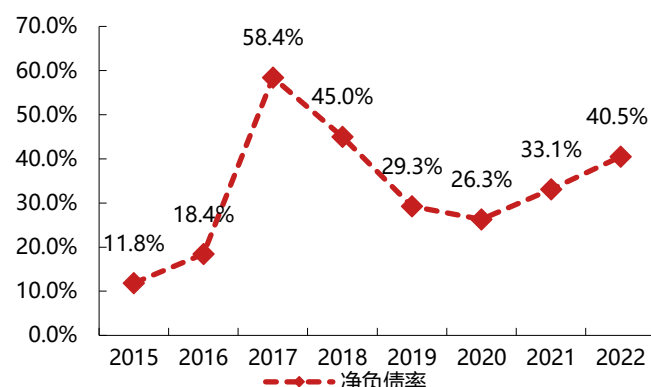
图53：公司有息负债率



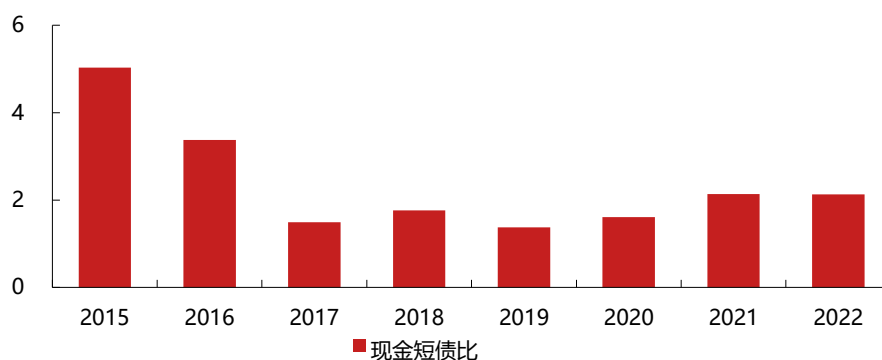
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图54：公司剔除预收款项后的资产负债率


资料来源：公司公告，民生证券研究院

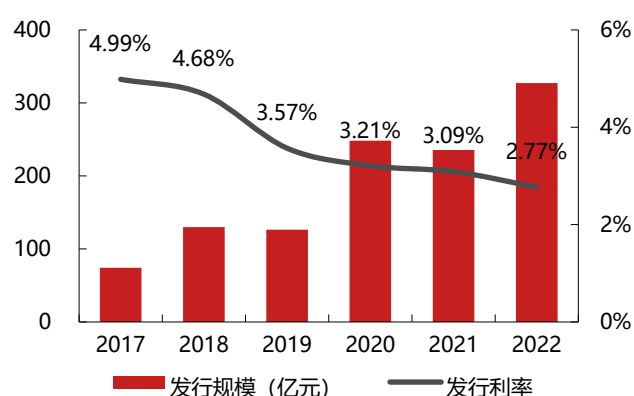
图55：公司净负债率


资料来源：公司公告，民生证券研究院

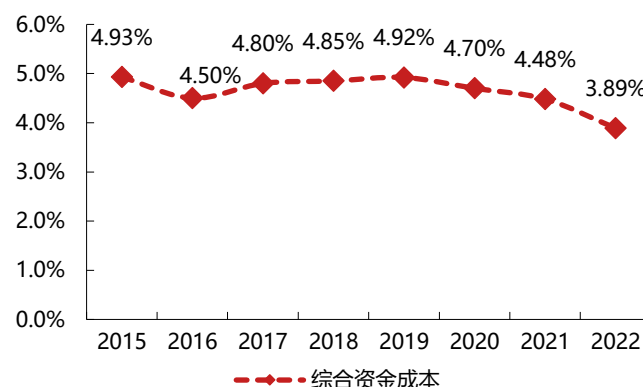
图56：公司现金短债比


资料来源：公司公告，民生证券研究院

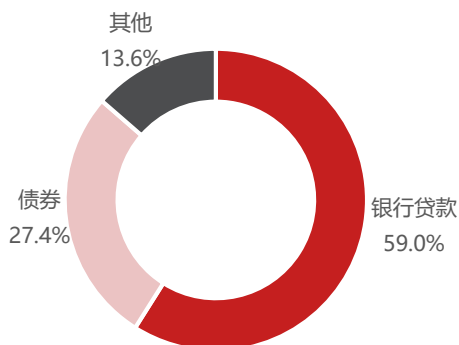
融资渠道方面，公司高度依赖银行贷款，辅以低息债券和其他融资工具。截至2022年年末，公司有息负债2013.6亿元，其中银行借款占比为59%，债券占比为27.4%，其他融资占比13.6%。公司与银行等金融机构均建立了良好的长期合作关系，债务融资能力强，授信额度较为充裕。从期限结构来看，公司长期有息负债占比长期高于60%，2022年长期有息负债占比为79.9%，较2019年提升18.5个百分点，短期有息负债占比为21.1%。

图57：公司发行债券规模及发行利率


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图58：公司综合资金成本


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图59：2022 年公司有息负债占比


资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司具备多元化、低成本的融资渠道优势。凭借雄厚的经营实力和良好的信用水平，公司与各主要银行均建立了长期、稳固的战略合作关系，在银行贷款规模和利率方面均具有突出优势。同时，公司积极开拓中期票据、公司债、资产证券化（证监会主管 ABS 和交易商协会 ABN 等）、超短期融资券等多元化的融资渠道，不断优化公司整体债务结构，使公司继续保持了融资成本优势。在融资额度受限、房企信用利差扩大的背景下，招商蛇口抢抓低成本资源，2019 年开始发行债券的平均发行利率明显下降，根据 wind 数据，2021 年和 2022 年分别发行债券 235.4 和 327 亿元，平均发行利率分别为 3.09%和 2.77%。截至 2022 年年末，公司综合资金成本为 3.89%，较 2021 年年末下降 0.59 个百分点。截至 2023 年 6 月末，公司存量债券余额 446.28 亿元，平均票面利率仅为 3.18%。

表8：截至 2023 年 6 月末，公司存量债券情况

证券名称	发行日期	到期日期	剩余期限（年）	当前余额（亿）	票面利率（当期）%	证券类别	发行规模（亿）
20 招商蛇口 MTN002A	2020-08-18	2023-08-20	0.0	20	3.53	中期票据	20
18 招商蛇口 MTN001B	2018-10-18	2023-10-22	0.2	7	5.27	中期票据	7
20 招商蛇口 MTN003	2020-12-16	2023-12-18	0.4	16	3.76	中期票据	16
21 蛇口 02	2021-04-12	2024-04-14	0.7	7	3.56	一般公司债	7
21 蛇口 04	2021-06-03	2024-06-07	0.8	11.6	3.37	一般公司债	11.6
19 蛇口 01	2019-06-21	2024-06-25	0.9	23	4.21	一般公司债	23
19 蛇口 03	2019-07-10	2024-07-12	0.9	15	4.13	一般公司债	15
21 招商蛇口 MTN001A	2021-11-16	2024-11-18	1.3	15	3.23	中期票据	15
22 招商蛇口 MTN001A(并购)	2022-01-24	2025-01-26	1.5	6.45	2.89	中期票据	6.45
22 招商蛇口 MTN002A	2022-03-03	2025-03-07	1.6	10	3.2	中期票据	10
20 招商蛇口 MTN001B	2020-03-05	2025-03-09	1.6	7	3.3	中期票据	7
22 蛇口 03	2022-06-20	2025-06-22	1.9	8	2.9	一般公司债	8
20 招商蛇口 MTN002B	2020-08-18	2025-08-20	2.0	10	3.89	中期票据	10
22 招商蛇口 MTN003A	2022-09-27	2025-09-29	2.1	20	2.75	中期票据	20
22 蛇口 05	2022-10-26	2025-10-28	2.2	40	2.6	一般公司债	40
22 蛇口 07	2022-11-14	2025-11-16	2.3	13.6	2.75	一般公司债	13.6
20 蛇口 01	2020-11-13	2025-11-17	2.3	10.4	4.15	一般公司债	10.4
22 蛇口 09	2022-12-12	2025-12-14	2.4	26.4	2.4	一般公司债	26.4
21 蛇口 01	2021-04-12	2026-04-14	2.7	3	3.8	一般公司债	3
21 蛇口 03	2021-06-03	2026-06-07	2.8	10	3.66	一般公司债	10
21 招商蛇口 MTN001B	2021-11-16	2026-11-18	3.3	15	3.55	中期票据	15

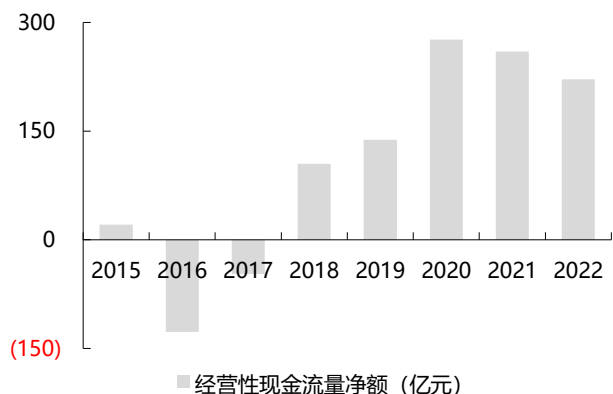
22 招商蛇口 MTN001B(并购)	2022-01-24	2027-01-26	3.5	6.45	3.3	中期票据	6.45
22 招商蛇口 MTN002B	2022-03-03	2027-03-07	3.6	7.1	3.55	中期票据	7.1
22 蛇口 02	2022-06-02	2027-06-07	3.8	40	3.5	一般公司债	40
22 蛇口 04	2022-06-20	2027-06-22	3.9	10	3.4	一般公司债	10
22 招商蛇口 MTN003B	2022-09-27	2027-09-29	4.1	10	3.15	中期票据	10
22 蛇口 06	2022-10-26	2027-10-28	4.2	10	3.12	一般公司债	10
22 蛇口 10	2022-12-12	2027-12-14	4.4	10	2.8	一般公司债	10
22 招商蛇口 GN004	2022-12-27	2027-12-29	4.4	5.5	2.75	中期票据	5.5
22 招商蛇口 ABN001 优先	2022-03-09	2037-03-11	1.5902+12	31.98	3.5	资产支持票据 (ABN)	32
22 招商蛇口 ABN001 次	2022-03-09	2037-03-11	13.6	0.01	0	资产支持票据 (ABN)	0.01
蛇口 RE01	2021-06-08	2062-09-29	39.1	20.79	0	企业资产支持证券	20.79

资料来源: wind, 民生证券研究院;

5.4 经营性现金流改善, 加强现金流管理效果显著

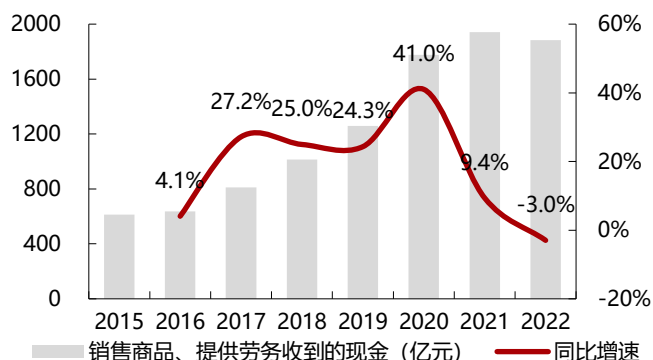
拿地扩张导致经营性现金流支出较多, 2018 年开始紧抓销售回款, 经营性现金流净额回正。公司 2015 年重组上市后积极拿地扩张, 经营性现金流量净额在 2016 年转负, 2018 年回正至 104.8 亿元, 主要得益于公司高度重视现金流管理, 强调销售及时回款, 销售商品、提供劳务收到的现金高达 1013 亿元, 同比增长 25%; 2020、2021 年在销售回款规模保持高位的情况下, 经营性现金流净额仍保持在 276.2、259.8 亿元的高位。2022 年销售商品、提供劳务收到的现金为 1884.3 亿元, 在高基数的基础上同比下降 3%, 经营性现金流量净额为 221.7 亿元, 同比减少 38 亿元, 主要原因是房地产项目购地、基建支出及税费支出增加。截至 2022 年年末, 公司在手的货币资金为 862.4 亿元, 同比增长 8.4%, 其中预售监管资金 307.9 亿元, 占货币资金比例增至 35.7%, 剔除受限资金后对一年内到期的有息负债的覆盖倍数仍有 1.37 倍。

图60: 公司经营性现金流量净额

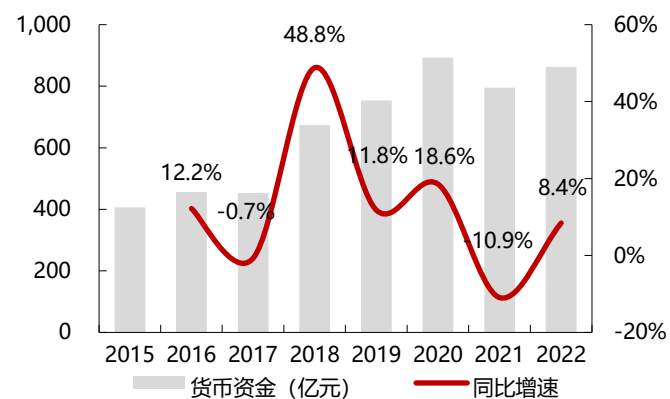


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

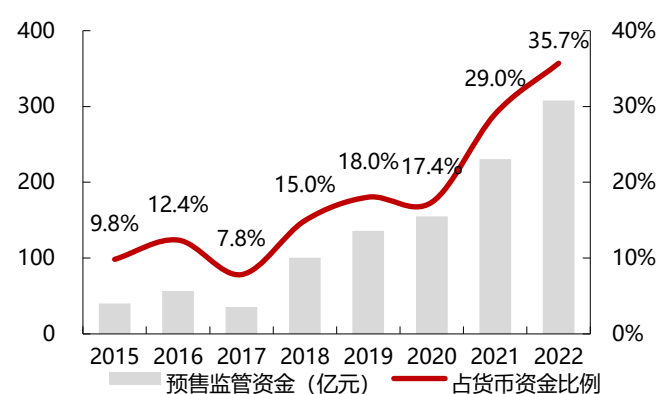
图61: 公司销售商品、提供劳务收到的现金及同比增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图62：公司货币资金及增速


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图63：公司预售监管资金及占货币资金比例


资料来源：公司公告，民生证券研究院

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测假设与业务拆分

我们对公司经营的主要指标做出以下假设，并给予盈利预测：

公司营业收入：

1) 房地产业务营收（单位结算均价*房地产结算面积）

单位结算均价：2023 年结算 2021-2023 年获取的项目，结算面积比例分别为 0.2、0.7、0.1，2021-2022 年公司的签约价格分别是 22318 元/㎡和 23278 元/㎡，由于 23 年公司在核心城市开发的项目逐渐开始入市，因此谨慎设置 2023 年结算均价为 20116 元/㎡，2024 年-2025 年结算的项目中，由于能级较高的区域货值下降，结算价格将略有降低，因此假设 2024-2025 年单位结算均价为 19915 元/㎡和 19517 元/㎡；

房地产结算面积：2022 年由于疫情及市场疲软影响，公司加快了结算进度使得营收有所增加，2022 年公司结算面积为 864.2 万方，预测公司 2023 年结算面积或将保持 12% 的增长，2024-2025 年有所回落，分别为 967.9 万方/999.1 万方/1069.3 万方；

综上，我们假设公司 2023-2025 年房地产业务营收分别为 1947.03 亿元/1989.75 亿元/2086.98 亿元。

2) 资产运营业务收入

资产运营业务内容包括商业办公、公寓酒店、产业园区等持有物业运营与资产管理等，其中持有物业运营部分可划分为集中商业业态、写字楼业态、产业园区业态、酒店业态和长租公寓业态 5 大类。2023 年-2025 年受疫情政策放开、旅游与出差需求快增、新开业物业运营迈入正轨等因素影响，同时由于没有了 22 年的租金减免，营收分别实现 82.2%、4.9%、8.0% 的同比增速。

综上，我们假设公司 2023-2025 年资产运营业务营收分别为 76.90 亿元/80.70 亿元/87.19 亿元。

3) 城市服务业务收入

公司的城市服务业务主要涵盖了物业管理、邮轮、会展、康养等城市运营服务业务，其中物业管理收入占比较大，2022 年物业板块的招商积余实现收入 130.24 亿元，占城市服务收入的 98.5%，从历史数据亦可明显发现公司的城市服务业务营收和毛利率与招商积余营收和毛利率变化高度一致。假设 2023-2025 年招商积余营收增速为 19.8%、15.0%、10.0%，且收入占城市服务收入比重维持稳定的 98.5%。

综上，我们假设公司 2023-2025 年城市服务业务营收分别为 158.34 亿元

/182.09 亿元/200.30 亿元。

公司毛利率预测：

公司 2023 年将结算 2021 年-2022 年的大部分项目，因公司在 2021-2022 年在一线和二线核心城市获取不少优质土储，总成本相对更高，因此预测 2023 年结算毛利率将回归至 2020 年前后水平，为 22.81%；同时，由于公司落实聚焦核心城市的拿地策略，在核心区域获得了较多土储，入市后将带来结算价格的提升，2024-2025 年随着高能级区域的项目可售货值减少，毛利率水平或将有所下降，因此预测结算毛利率水平分别为 20.69%和 20.60%。

资产运营业务方面，随着疫情政策的放松与新项目的开业，预计将迎来酒店业态和集中商业业态、长租公寓业态收入的突破性增长。对于持有型物业的运营管理方面，成本不易大幅波动，随着持有时间增加小幅提升，同时 2022 年租金减免的取消将带来毛利率水平的回归。2023-2025 年预测毛利率水平分别为 16.66%、17.16%、17.66%。

城市服务业务方面，由于毛利率与招商积余毛利率变化高度一致，考虑到各类业态项目外拓竞争激烈化影响，2023-2025 年预测毛利率水平分别为 5.46%、4.96%、4.46%。

总体而言，公司在 2023-2025 年的预测毛利率水平分别为 24.26%、22.28%和 21.26%。

表9：公司营业收入拆分及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总营业收入 (亿元)	1606.43	1830.03	2243.78	2321.14	2448.58
YOY (%)	23.93	13.92	22.61	3.45	5.49
毛利率 (%)	25.47	19.25	24.26	22.28	21.26
房地产业收入 (亿元)	1279.11	1655.64	1947.03	1989.75	2086.98
YOY (%)	26.32	29.44	17.60	2.19	4.89
房地产结算面积 (万㎡)	785.63	864.19	967.89	999.12	1069.33
YOY (%)	23.87	10.00	12.00	3.23	7.03
单位结算价格 (元/㎡)	18493	19158	20116	19915	19517
YOY (%)	0.36	3.60	5.00	-1.00	-2.00
毛利率 (%)	17.09	21.06	22.81	20.69	20.60
资产运营收入 (亿元)	46.20	42.20	76.90	80.70	87.19
YOY (%)		6.20	82.23	4.95	8.04
毛利率 (%)	16.66	-11.74	16.66	17.16	17.66
城市服务收入 (亿元)	107.41	132.19	158.34	182.09	200.30
YOY (%)		23.08	19.78	15.00	10.00
毛利率 (%)	8.56	6.46	5.46	4.96	4.46

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

公司费用预测:

- 1) 2020-2022 年销售费用与营收比例逐年降低, 考虑到行业销售持续面临压力, 假设 2023-2025 年销售费用占营收比例分别为 2.3%、2.3%、2.3%;
- 2) 2020-2022 年管理费用与营收比例逐年降低, 假设 2023-2025 年管理费用占营收比例分别为 1.38%、1.32%、1.32%;
- 3) 2020-2022 年财务费用逐年下降, 带动财务费用/营业收入比例逐年减少, 截至 2022 年年末, 公司综合融资成本为 3.89%, 假设 2024 年公司财务费用小幅提升, 2023-2025 年财务费用占营业收入比重分别为 1.99%、1.79%和 1.58%;

表10: 公司费用及预测

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用 (百万元)	39.14	40.81	51.61	53.39	56.32
销售费用/营业收入	2.44%	2.23%	2.30%	2.30%	2.30%
管理费用 (百万元)	21.45	23.13	30.86	30.75	32.35
管理费用/营业收入	1.34%	1.26%	1.38%	1.32%	1.32%
财务费用 (亿元)	20.06	19.60	44.64	41.46	38.77
财务费用/营业收入	1.25%	1.07%	1.99%	1.79%	1.58%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测;

6.2 估值分析

我们选择全国性央企保利发展和华润置地进行估值比较, 这两家公司与招商蛇口相同, 均为国资控股, 无论从土地拓展模式还是从布局城市能级影响力来看, 都具有可比性。招商蛇口对应 2023 年盈利预测的 PB 估值为 1.0 倍, 较可比公司均值水平略高, 主要由于招商蛇口在拿地时更加聚焦, 对扩张和下沉较为谨慎, 同时在核心城市与核心区域拥有更为优质的土储与资产, 账面价值未能充分反映其公允价值。

表11: 可比公司 PB 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价	BPS (元)			PB (倍)		
		(元)	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
600048.SH	保利发展	14.13	16.40	17.69	19.04	0.9	0.8	0.7
1109.HK	华润置地	34.00	33.19	39.14	42.69	1.0	0.9	0.8
平均值						0.9	0.9	0.8
001979.SZ	招商蛇口	13.62	12.19	13.78	14.27	1.1	1.0	1.0

资料来源: wind, 民生证券研究院预测;

注: 可比公司数据采用 Wind 一致预期, 股价时间为 2023 年 8 月 10 日

6.3 投资建议

公司作为具有低融资成本优势的央企，20-22 年紧抓窗口期，积极拓展核心城市土储优势，计提减值轻装再出发，定增落地增长动能充足。我们预测公司 2023-2025 年营业收入达 2243.8 亿元/2321.1 亿元/2448.6 亿元，23-25 年 PB 倍数为 1.0/1.0/0.9。随着融资政策宽松、土储结构优化，我们认为公司在开发能力和运营能力方面的优势将凸显。首次覆盖，给予“推荐”评级。

7 风险提示

- 1) **市场竞争上升风险**: 公司重点布局的一线城市土地拍卖竞争较为激烈, 未来可能存在获取新增存货不达预期的情况;
- 2) **前海片区土地结构变化不及预期风险**: 前海片区作为公司的主要粮仓, 土地结构变化对公司货值影响较大, 或存在土储结构变化后资产价值大幅波动的情况;
- 3) **资产减值超预期风险**: 公司近年来减值计提较多, 未来或因市场变化导致减值超预期;
- 4) **政策变动风险**: 近年来地产相关政策变动较大, 或将对公司聚焦核心城市的战略产生不良影响;

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	183,003	224,378	232,114	244,858
营业成本	147,775	169,941	180,402	192,810
营业税金及附加	7,785	12,913	12,406	12,532
销售费用	4,081	5,161	5,339	5,632
管理费用	2,313	3,086	3,075	3,235
研发费用	125	224	232	245
EBIT	16,230	32,027	29,852	29,821
财务费用	1,960	4,464	4,146	3,877
资产减值损失	-5,045	-4,722	-2,532	-1,661
投资收益	2,017	2,472	2,558	2,698
营业利润	15,360	25,314	25,732	26,980
营业外收支	457	0	0	0
利润总额	15,817	25,314	25,732	26,980
所得税	6,719	10,752	10,930	11,460
净利润	9,098	14,561	14,802	15,520
归属于母公司净利润	4,264	6,824	6,937	7,273
EBITDA	19,091	35,138	33,377	33,759

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	86,243	124,359	146,448	167,941
应收账款及票据	3,913	3,443	3,816	4,293
预付款项	3,952	10,694	7,745	4,421
存货	411,549	438,773	443,492	448,561
其他流动资产	149,531	193,530	192,929	195,357
流动资产合计	655,187	770,799	794,429	820,574
长期股权投资	74,644	75,920	77,492	79,360
固定资产	10,820	13,980	16,079	18,196
无形资产	1,389	1,928	2,449	2,928
非流动资产合计	231,284	238,048	243,535	249,211
资产合计	886,471	1,008,847	1,037,964	1,069,784
短期借款	1,509	1,509	1,509	1,509
应付账款及票据	56,245	64,536	68,509	73,221
其他流动负债	366,156	453,115	466,383	480,953
流动负债合计	423,910	519,159	536,400	555,682
长期借款	121,074	127,643	127,643	127,643
其他长期负债	57,048	56,643	56,567	56,481
非流动负债合计	178,121	184,286	184,209	184,123
负债合计	602,031	703,445	720,609	739,805
股本	7,739	8,341	8,341	8,341
少数股东权益	182,729	190,466	198,330	206,576
股东权益合计	284,440	305,402	317,355	329,979
负债和股东权益合计	886,471	1,008,847	1,037,964	1,069,784

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	13.92	22.61	3.45	5.49
EBIT 增长率	-27.99	97.33	-6.79	-0.11
净利润增长率	-58.89	60.04	1.65	4.85
盈利能力 (%)				
毛利率	19.25	24.26	22.28	21.26
净利率	2.33	3.04	2.99	2.97
总资产收益率 ROA	0.48	0.68	0.67	0.68
净资产收益率 ROE	4.19	5.94	5.83	5.89
偿债能力				
流动比率	1.55	1.48	1.48	1.48
速动比率	0.51	0.57	0.59	0.61
现金比率	0.20	0.24	0.27	0.30
资产负债率 (%)	67.91	69.73	69.43	69.15
经营效率				
应收账款周转天数	7.75	8.00	8.00	8.00
存货周转天数	1,016.52	950.00	900.00	850.00
总资产周转率	0.21	0.24	0.23	0.23
每股指标 (元)				
每股收益	0.51	0.82	0.83	0.87
每股净资产	12.19	13.78	14.27	14.79
每股经营现金流	2.66	4.28	4.59	4.58
每股股利	0.23	0.34	0.35	0.36
估值分析				
PE	27	17	16	16
PB	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	11.99	6.51	6.86	6.78
股息收益率 (%)	1.69	2.51	2.55	2.67

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	9,098	14,561	14,802	15,520
折旧和摊销	2,861	3,111	3,526	3,938
营运资金变动	3,998	9,110	13,094	13,108
经营活动现金流	22,174	35,704	38,305	38,237
资本开支	-5,784	-4,889	-4,019	-4,257
投资	-7,607	-4,001	-4,000	-4,000
投资活动现金流	-10,014	-7,950	-7,261	-7,659
股权募资	14,503	8,928	0	0
债务募资	23,347	10,721	0	0
筹资活动现金流	-5,874	10,362	-8,955	-9,085
现金净流量	6,472	38,116	22,089	21,493

插图目录

图 1:	招商蛇口发展历程	3
图 2:	2009-2019 年公司布局城市数量	5
图 3:	公司销售额及同比增速	5
图 4:	截至 2023Q1 公司股权结构图	5
图 5:	2015 年至今公司销售金额	10
图 6:	2016 年至今全国房地产销售额及同比增速	10
图 7:	2015 年至今公司销售面积	10
图 8:	2016 年至今全国房地产销售面积及同比增速	10
图 9:	公司市占率	11
图 10:	2015 年至今公司销售均价及同比增速	11
图 11:	公司销售金额排名 (名次)	11
图 12:	公司拿地金额及同比增速	12
图 13:	公司新增计容建面及同比增速	12
图 14:	公司拿地强度	12
图 15:	公司拿地权益比	12
图 16:	公司拿地金额占比	13
图 17:	公司 2022 年拿地建面占比	13
图 18:	公司 2022 年集中供地拿地金额	13
图 19:	2022 年中国房企权益拿地金额 top10	13
图 20:	公司上海拿地金额及同比增速	14
图 21:	招商蛇口上海及环沪项目	14
图 22:	公司新增土储面积占比	15
图 23:	公司 2022 年土地储备按区域分布	15
图 24:	公司新增土储权益建面及权益比	15
图 25:	公司未开发项目储备计容建面 (万平方米)	16
图 26:	前海蛇口各地块规划	16
图 27:	土地用途商改居政策进展 (前海、蛇口、妈湾等区)	17
图 28:	公司主要项目新开工面积及同比增速	18
图 29:	公司主要项目竣工面积及同比增速	18
图 30:	公司房地产结转收入及同比增速	18
图 31:	公司房地产结转面积及同比增速	18
图 32:	公司资产运营各业态数量及面积	19
图 33:	公司资产运营各业态 EBITDA 及营运收入	19
图 34:	招商积余发展历程	20
图 35:	招商积余股权结构	20
图 36:	招商积余管理面积及同比增速	21
图 37:	招商积余物业管理业务收入及同比增速	21
图 38:	招商积余物业管理业务毛利率	21
图 39:	公司营业收入及同比增速	22
图 40:	公司归母净利润及同比增速	22
图 41:	2022 年公司三类业务收入结构占比	23
图 42:	公司各地区营业收入占比	23
图 43:	公司预收账款及同比增速	23
图 44:	公司业绩保障倍数	23
图 45:	公司毛利率	24
图 46:	公司净利率与归母净利率	24
图 47:	公司少数股东损益及占比	24
图 48:	公司投资收益	24
图 49:	公司三费率	25
图 50:	公司利息费用资本化率	25
图 51:	公司 ROE 拆解	26
图 52:	公司有息负债及增速	26
图 53:	公司有息负债率	26
图 54:	公司剔除预收款项后的资产负债率	27

图 55: 公司净负债率	27
图 56: 公司现金短债比	27
图 57: 公司发行债券规模及发行利率	27
图 58: 公司综合资金成本	27
图 59: 2022 年公司有息负债占比	28
图 60: 公司经营性现金流量净额	29
图 61: 公司销售商品、提供劳务收到的现金及同比增速	29
图 62: 公司货币资金及增速	30
图 63: 公司预售监管资金及占货币资金比例	30

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司董事会成员	6
表 2: 公司 2023 年定向增发投资项目	7
表 3: 公司员工持股计划	8
表 4: 公司股权激励计划	8
表 5: 公司项目跟投	9
表 6: 公司 2023 年拿地情况	14
表 7: 《综合规划》详细内容	16
表 8: 截至 2023 年 6 月末, 公司存量债券情况	28
表 9: 公司营业收入拆分及预测	32
表 10: 公司费用及预测	33
表 11: 可比公司 PB 数据对比	33
公司财务报表数据预测汇总	36

免责声明：

1. 本内容非原报告内容；
2. 报告来源互联网公开数据；如侵权请联系客服微信，第一时间清理；
3. 报告仅限社群个人学习，如需它用请联系版权方；
4. 如有其他疑问请联系微信



行业报告资源群

1. 进群福利：进群即领万份行业研究、管理方案及其他学习资源，直接打包下载
2. 每日分享：6份行研精选报告、3个行业主题
3. 报告查找：群里直接咨询，免费协助查找
4. 严禁广告：仅限行业报告交流，禁止一切无关信息



微信扫码，长期有效

知识星球 行业与管理资源

专业知识社群：每月分享8000+份行业研究报告、商业计划、市场研究、企业运营及咨询管理方案等，涵盖科技、金融、教育、互联网、房地产、生物制药、医疗健康等；已成为投资、产业研究、企业运营、价值传播等工作助手。



微信扫码，行研无忧

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026