

# 中国房地产 中报点评



招商蛇口：

净利率 3.38%，留存收益不增反减

文/研究员 房玲、易天宇

导读：期内新增权益地价 219 亿，净利率 3.38%，受永续债影响，留存收益不增反减。

**【合约销售下降 12%至 889 亿，经营性现金流净流出 20 亿】**2025 年上半年，招商蛇口签约销售金额 888.94 亿元，同比下降 12%，行业规模维持第五；销售权益比为 65%。期内，招商蛇口销售商品、提供劳务收到的现金同比略降 2%至 648 亿，但购买商品、接受劳务支付的现金增长了 11%，经营活动产生的现金流量净额为净流出 20 亿元。

**【新增土储权益地价 219 亿，期内加大开发与存量去化】**2025 年上半年，招商蛇口累计获取 16 宗地块，权益地价约 219 亿，占 2024 全年权益地价的 65%；同时也加大了项目的合作力度，新增土储总价的权益比为 62%。期末，招商蛇口的存货中，在建开发产品的账面价值为 2495 亿元，较期初上升了 10%；同时加大存量项目去化，已完工开发产品的账面价值为 783 亿元，同比下降了 9%。

**【净利率下降至 3.38%，永续债影响留存收益】**2025 年上半年，招商蛇口的营业收入 515 亿元，与去年同期大致持平。毛利率 14.4%，开发业务毛利率为 16.27%；净利率为 3.38%。投资收益同比下降了 48%至 5.8 亿，主要是期内权益法核算确认的投资收益大幅下降，从同期的 10.9 亿下降至 0.7 亿。值得注意的是，招商蛇口的永续债利息支出影响企业留存收益。期间，招商蛇口的净利润为盈利 17.4 亿，其中归属于母公司股东净利润 14.5 亿，但对股东分红高达 17.5 亿。

**【三道红线处于绿档，有息负债置换永续债】**期末，招商蛇口持有货币资金总额 877.64 亿元，总有息负债为 2332 亿元。剔除预收账款的资产负债率 63.10%、净负债率 66.42%、非受限现金短债比为 1.30。上半年末综合资金成本 2.84%，保持行业领先水平。招商蛇口的有息负债规模不减反增，上半年较年初增长了 5%。与此同时，永续债规模连年下降，期末较期初 120 亿下降至 58 亿。

**【资产运营收入达 36.6 亿，部分物业短期经营承压】**上半年，招商蛇口管理范围内全口径资产运营收入 36.6 亿元，同比上涨 4.1%，EBITDA 实现 19.0 亿元，同比上涨 0.4%；但部分出租物业经营压力变大，体现在平均出租率的下降以及平均单价的下降。

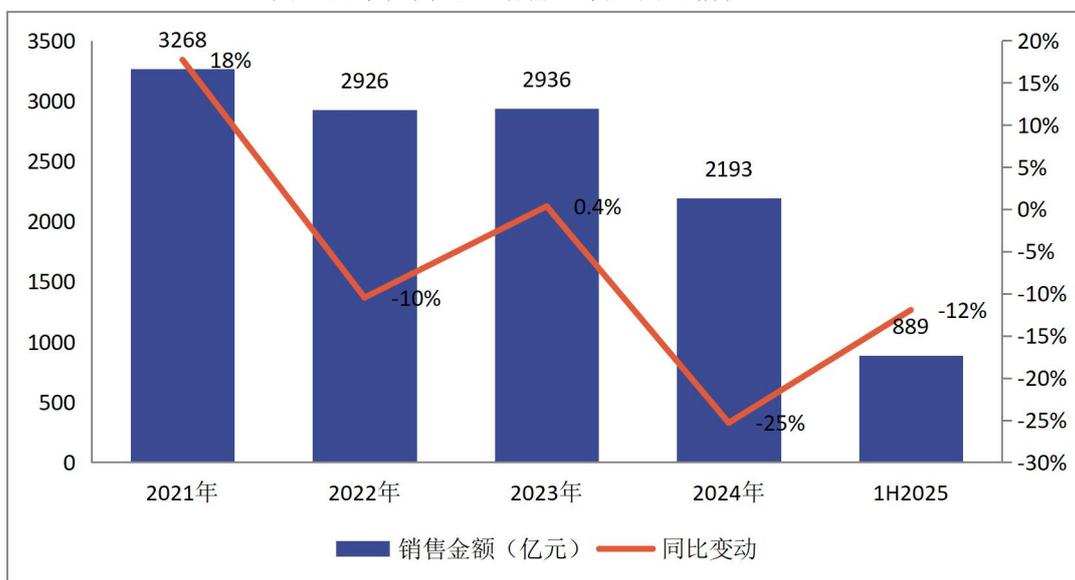
正文:

**01 销售：合约销售下降 12%至 889 亿，经营性现金流净流出 20 亿**

2025 年上半年，招商蛇口累计实现签约销售面积 335 万平方米，同比下降 24%；**签约销售金额 888.94 亿元，同比下降 12%，行业规模维持第五**。上半年销售权益比为 65%，同比提升 9 个百分点。强心 30 城销售业绩贡献占比 91%；核心 10 城销售业绩贡献占比 66%，同比去年提升 2 个百分点。其中，招商蛇口在深圳、西安、长沙、合肥、南通五城销售金额排名位居第一；南京、佛山进入 TOP3；上海、成都、重庆、苏州、徐州进入前五。

期内，招商蛇口销售商品、提供劳务收到的现金同比略降 2%至 648 亿，但购买商品、接受劳务支付的现金增长了 11%，经营活动产生的现金流量净额为净流出 20 亿元。

图：历年招商蛇口销售金额及同比情况

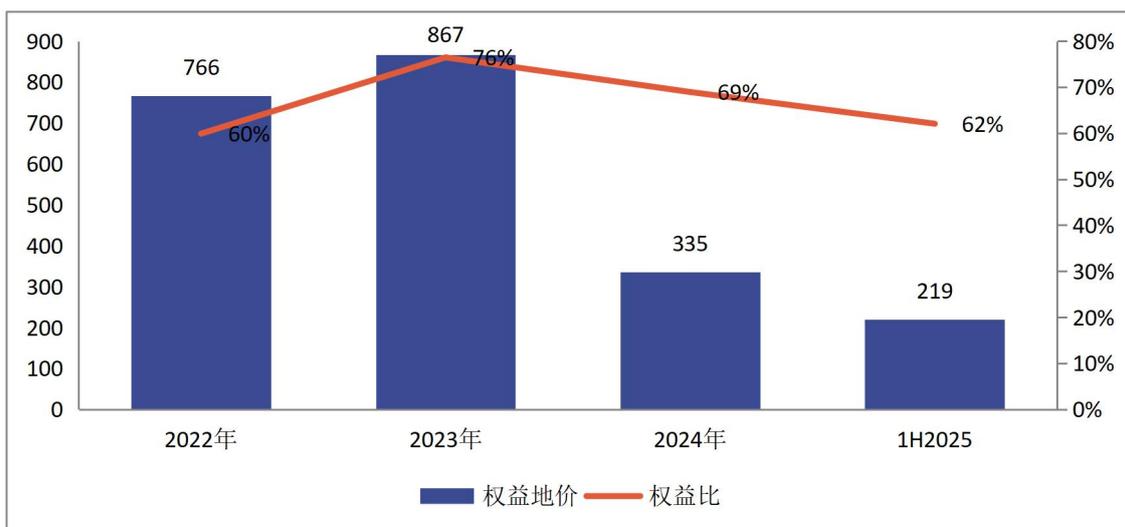


数据来源：企业公告、CRIC

**02 投资：新增土储权益地价 219 亿，期内加大开发与存量去化**

2025 年上半年，招商蛇口累计获取 16 宗地块，总计容建面约 167 万平方米，总地价约 353 亿元，**权益地价约为 219 亿，占 2024 全年权益地价的 65%**，上半年拿地相对积极；上半年**新增土储总价的权益比为 62%**，较 2024 年的 69%有所下降，加大了项目的合作力度，招商蛇口项目合作方多为央国企，如华润、中铁、中海等等。

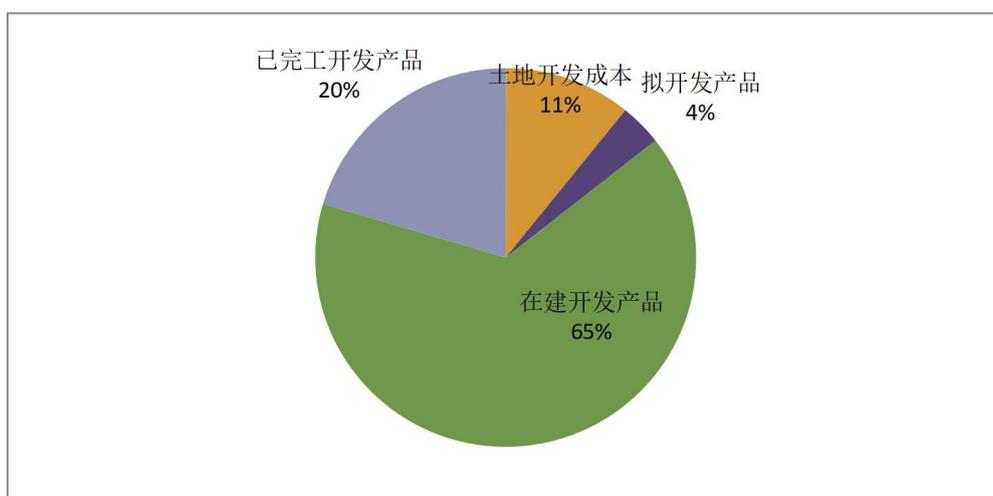
图：历年招商蛇口新增土储权益地价（亿元）



数据来源：企业公告、CRIC

期末，招商蛇口的存货账面余额为 3891 亿元，较期初上升 3%；对应存货跌价准备 62 亿元（期内未新计提存货跌价准备），账面价值 3829 亿元。招商蛇口推动了在建项目开发建设，在建开发产品的账面价值为 2495 亿元，较期初上升了 10%；同时加大存量项目去化，已完工开发产品的账面价值为 783 亿元，同比下降了 9%。

图：2025 年上半年招商蛇口存货分类情况（按账面价值）



数据来源：企业公告、CRIC

具体来看，招商蛇口部分项目已计提了存货跌价准备，如盐城雍华府及上海四平路项目存货跌价准备均超 5 亿；但还有部分项目如宁波奉化凤麓和鸣府、赣州招商局中心均是 2023 年竣工项目，期末余额超 10 亿，目前未有计提减值；而深圳国际会展中心商业配套项目体量较大，此类项目的未来去化以及进一步减值压力有待关注。

表：招商蛇口主要项目期末余额及存货跌价准备情况（亿元）

项目	已完工开发产品	在建开发产品	存货跌价准备
南京招商局中心臻境城	42.42	9.78	0.13
天津江山玺项目	13.92	10.36	0.59
郑州雍景城	11.11	1.05	3.06
昆明巫家坝项目	10.54	0.00	1.56
<b>盐城雍华府</b>	<b>9.99</b>	<b>21.79</b>	<b>5.11</b>
<b>上海四平路项目</b>	<b>9.34</b>	<b>0.00</b>	<b>5.27</b>
南通滨江大二期	8.37	14.36	3.23
西安招商雍澜湾项目	8.05	0.18	0.57
厦门臻园	7.60	0.00	3.73

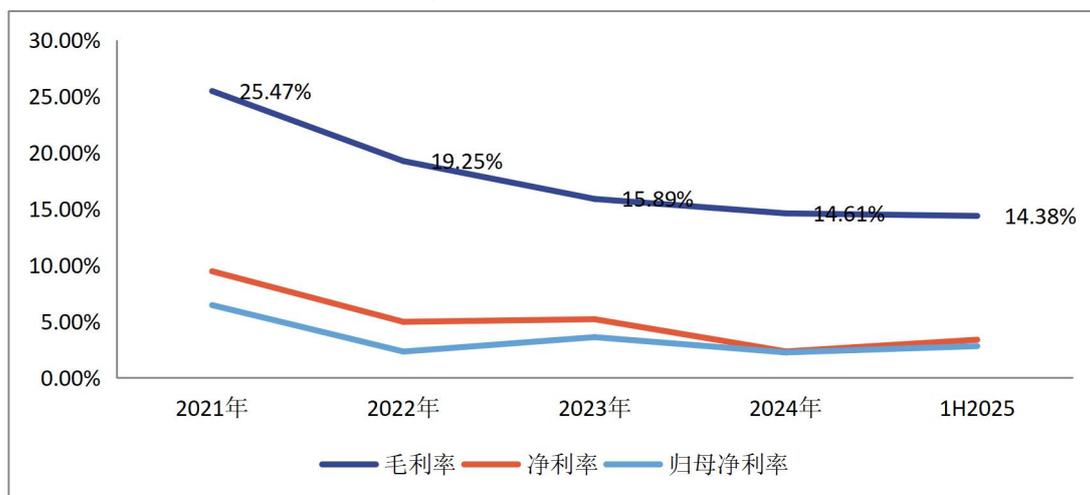
数据来源：企业公告、CRIC

### 03 盈利：净利率下降至 3.38%，永续债影响留存收益

上半年招商蛇口营业收入 515 亿元，与去年同期大致持平。毛利润为 74 亿元，同比上升 20%。毛利率 14.4%，同比上升 2.4 个百分点，较 2024 年全年略有下降；其中，开发业务毛利率为 16.27%，同比增加 3.38 个百分点。期内，三费费用率为 6.13%（除以营收规模），同比降低 0.13 个百分点。投资收益同比下降 48% 至 5.8 亿，主要是期内权益法核算确认的投资收益大幅下降，从同期 10.9 亿下降至 0.7 亿。净利润 17.4 亿，同比下降 6%；净利率为 3.38%，同比下降 0.2 个百分点。

值得注意的是，虽然招商蛇口的永续债被归类为权益工具<sup>1</sup>，但永续债的利息支出依然会影响企业的留存收益。期间，招商蛇口的净利润为盈利 17.4 亿，其中归属于母公司股东净利润 14.5 亿，但对股东分红高达 17.5 亿。虽然上半年招商蛇口是盈利状态，但期末的未分配利润仍较期初减少约 5 亿至 638 亿。

图：历年招商蛇口的盈利指标



<sup>1</sup>主要是根据该金融工具不包括交付现金或其他金融资产给其他方，或在潜在不利条件下与其他方交换金融资产或金融负债的合同义务；在此归类下，该永续债的利息支出或股利分配作为本集团的利润分配。

数据来源：企业公告、CRIC

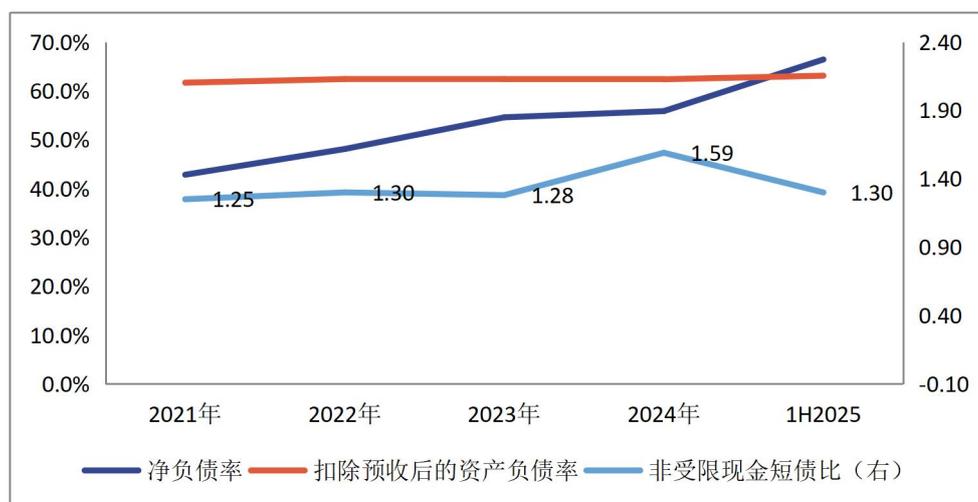
#### 04 负债：三道红线处于绿档，有息负债置换永续债

期末，招商蛇口持有货币资金总额 877.64 亿元，较期初下降 13%。同时，总有息负债为 2332 亿元，较期初增长了 5%，其中 499 亿为一年内到期。期末，有息负债中银行融资占比 66%，同比提升 3 个百分点。上半年招商蛇口落地经营性物业贷款 82 亿元，上半年末平均债务期限 5.3 年。

多年来，招商蛇口的财务指标“三道红线”始终处于绿档。期末，**剔除预收账款的资产负债率 63.10%、净负债率 66.42%、非受限现金短债比为 1.30**。上半年末综合资金成本 2.84%，较年初降低 15BP，保持行业领先水平。

值得注意的是，在当前行业深度调整的背景下，大多数房企选择压降有息负债，但招商蛇口的有息负债规模不减反增，上半年较年初增长了 5%。与此同时，招商蛇口的永续债规模连年下降，期末较期初 120 亿下降至 58 亿。随着低息债置换高息的永续债，一定程度上或能为企业释放更多收益。

图：历年招商蛇口的三条红线指标



数据来源：企业公告、CRIC

#### 05 战略：资产运营收入达 36.6 亿，部分物业短期经营承压

相比开发业务，招商蛇口资产运营与城市服务业务相对稳定，业绩增长的第二曲线初具雏形。

上半年，招商蛇口管理范围内全口径资产运营收入 36.6 亿元，同比上涨 4.1%，EBITDA 实现 19.0 亿元，同比上涨 0.4%。期内新入市 13 个项目，新增经营面积约 72 万平方米，含 7 个公寓、3 个集中商业、1 个产业园和 1 个酒店。公司发挥多元业态协同优势，上半年新增轻资产管理面积约 18 万平方米，管理输出项目位于上海、杭州、无锡。

其中，集中商业作为规模最大板块。期末，招商蛇口管理范围内的集中商业在营项目 50 个，总经营建筑面积约 309 万平方米，在建及筹开项目总经营建筑面积约 206 万平方米。报告期内，公司集中商业运营收入为 9.4 亿元，开业三年以上项目出租率 91%。

此外，城市服务端来看，招商蛇口旗下物业管理和轻资产运营服务平台——招商积余，期内实现营业收入 91.07 亿元，归母净利润 4.74 亿元，分别同比增长 16.17%和 8.90%。期末，在管项目 2370 个，管理面积达 3.68 亿平方米。

值得注意的是，招商蛇口部分出租物业经营压力变大，体现在**平均出租率的下降以及平均单价的下降**，如商铺及商业中心的平均出租率从 91%下降至 87%，平均单价也下降至 92.54 元/平方米/月。虽然招商蛇口投资性物业采用成本计量模式，不涉及短期的公允价值波动，但依然会影响未来投资回报。

招商蛇口在年报中也有提及，“空置率提升及租金下行态势短期难以扭转。其中办公市场方面，存量需求占据主导，租赁活动多数来自企业续租及搬迁，行业进入“内卷式竞争”，整体延续“以价换量”策略。零售市场方面，在消费品“以旧换新”政策提振带动下，核心商圈商铺跌幅收窄，但零售及餐饮品牌受成本压力影响，整体租赁需求仍然偏弱。”

表：2025 年上半年招商蛇口主要项目出租情况

出租性物业类别	2025 年上半年			2024 年	
	出租收入 (万元)	平均出租率 (%)	平均单价 (元/平方米/月)	平均出租率 (%)	平均单价 (元/平方米/月)
<b>公寓及住宅</b>	<b>64877</b>	<b>79.42</b>	<b>98.03</b>	<b>84.24</b>	<b>97.98</b>
写字楼	39510	70.47	78.10	67.76	88.91
厂房/产业园	42030	84.28	46.50	86.49	46.50
<b>商铺及商业中心</b>	<b>93063</b>	<b>87.34</b>	<b>92.54</b>	<b>91.06</b>	<b>102.59</b>
其他	13548	91.21	65.17	91.58	62.35
出租性物业合计	253027	82.07	77.02	84.03	80.81

数据来源：企业公告、CRIC

附表：2023-2025 年中期企业财务指标

	财务指标	2023	2024	1H2024	1H2025	同比/百分点变动
规模	营业收入（亿元）	1750.08	1789.48	512.73	514.85	0.4%
	物业销售营业收入（亿元）	1539.57	1563.61	403.31	399.21	-1%
	归母净利润（亿元）	63.19	40.39	14.17	14.48	2%
	核心归母净利润（亿元）	57.33	24.49	13.99	9.62	-31%
	总资产（亿元）	9085.08	8603.09	9126.93	8680.40	-5%
	净资产（亿元）	2966.90	2867.45	2906.27	2789.45	-4%
盈利及运营	毛利率	15.89%	14.61%	11.98%	14.38%	2.39 pts
	净利率	5.20%	2.34%	3.60%	3.38%	-0.22 pts
	归母净利率	3.61%	2.26%	2.76%	2.81%	0.05 pts
	核心归母净利率	3.28%	1.37%	2.73%	1.87%	-0.86 pts
	每股基本收益（元/股）	0.65	0.37	0.11	0.14	27%
	营销及管理费用率	2.28%	2.79%	2.12%	2.17%	0.05 pts
现金及偿债能力指标	现金（亿元）	882.90	1003.51	827.98	877.64	6%
	短期负债（亿元）	427.00	512.00	387.24	499.00	29%
	非受限现金短债比	1.28	1.59	1.63	1.30	-20%
	长短期债务比	3.97	3.35	4.63	3.67	-21%
	净负债率	54.58%	55.85%	59.17%	66.42%	7.25 pts
	平均融资成本	3.47%	2.99%	3.25%	2.84%	-0.41 pts
资本效率指标	扣除预收后的资产负债率	60.27%	62.37%	62.42%	63.10%	0.68 pts
	股东权益回报率	5.71%	3.50%	1.22%	1.35%	0.13 pts
	净资产收益率（ROE）	3.13%	1.44%	0.63%	0.62%	-0.01 pts
	资产收益率（ROA）	1.01%	0.47%	0.20%	0.20%	0 pts
	资产杠杆率	306.21%	300.03%	314.04%	311.19%	-2.86 pts

注：核心归母净利润做更新，表内统一按照年报披露的“归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润”取值，同样核心归母净利率做更新

销管费用率=（销售费用+管理费用）/报告期内操盘销售金额

现金短债比=现金/短期有息负债；

净负债率=（总有息负债-现金）/净资产；

扣除预收账款后的资产负债率=（总负债-预收账款-合同负债）/（资产-预收账款-合同负债）

股东权益回报率=归母净利润/平均归属于母公司股东权益×100%；

净资产收益率（ROE）采用年报企业披露值；

资产收益率（ROA）=净利润/平均资产总额×100%；

资产杠杆率=总资产/所有者权益合计

数据来源：企业公告、CRIC 研究中心整理

### 免责声明

数据、观点等引用请注明“由克而瑞研究中心提供”。由于统计时间和口径的差异，可能出现与相关政府部门最终公布数据不一致的情形，则最终以政府部门权威数据为准。文章内容仅供参考，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。