

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，留存收益不减反增。

【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。

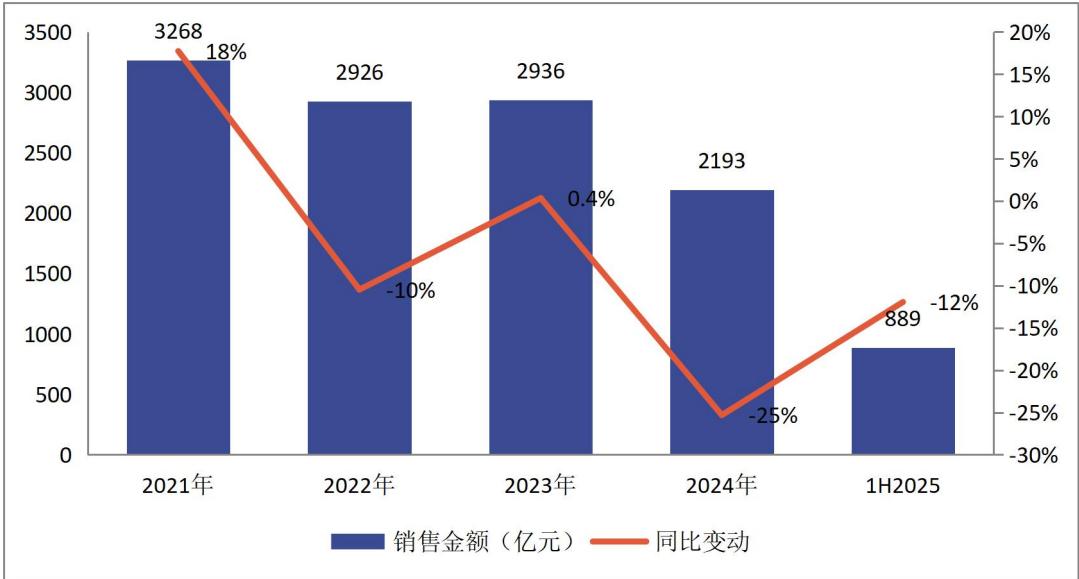
正文:

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

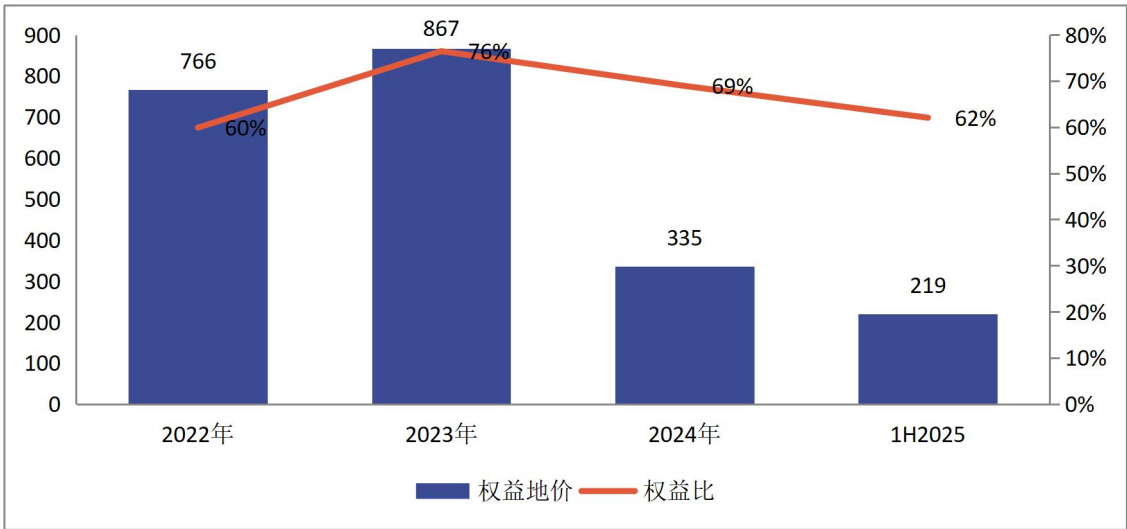


数据来源：企业公告、CRIC

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。

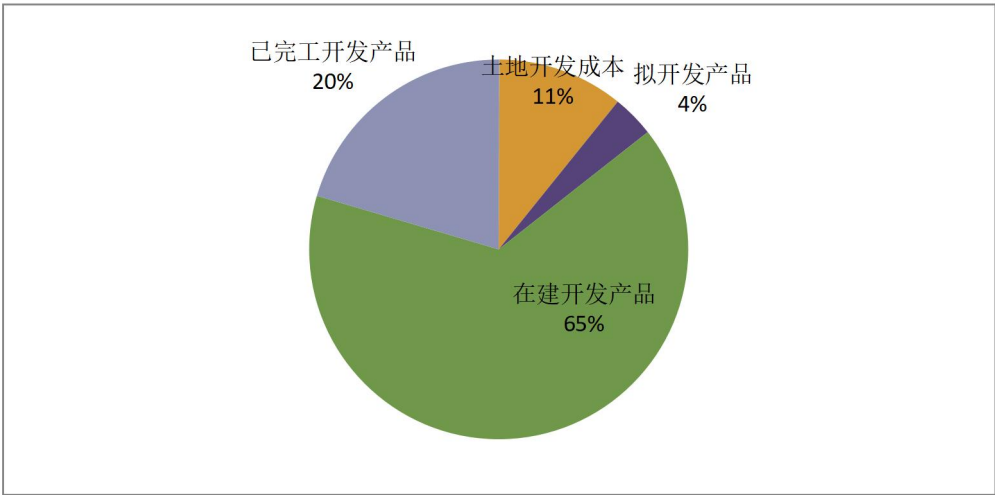
图：历年招商蛇口新增土储权益地价（亿元）



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
盐城雍华府	9.99	21.79	5.11
上海四平路项目	9.34	0.00	5.27
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

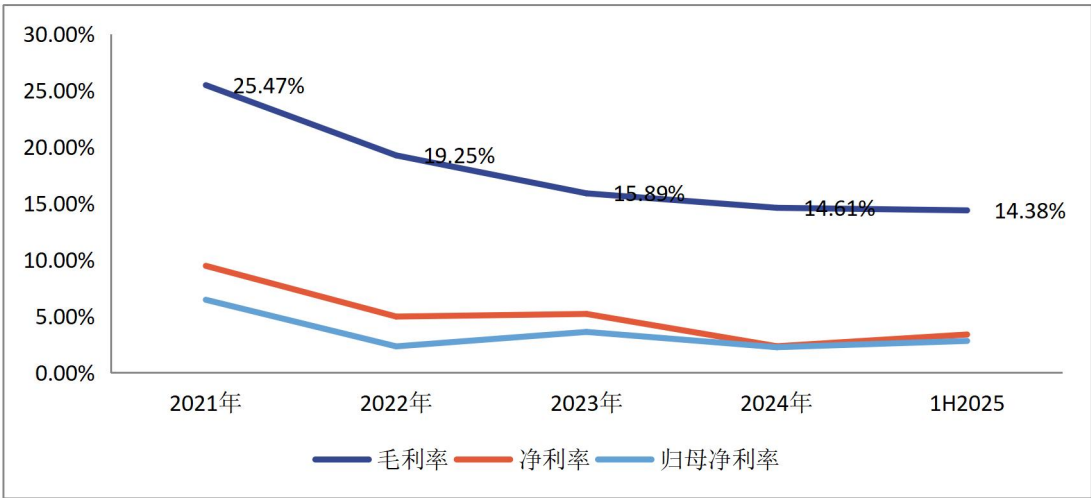
数据来源：企业公告、CRIC

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¹，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



¹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

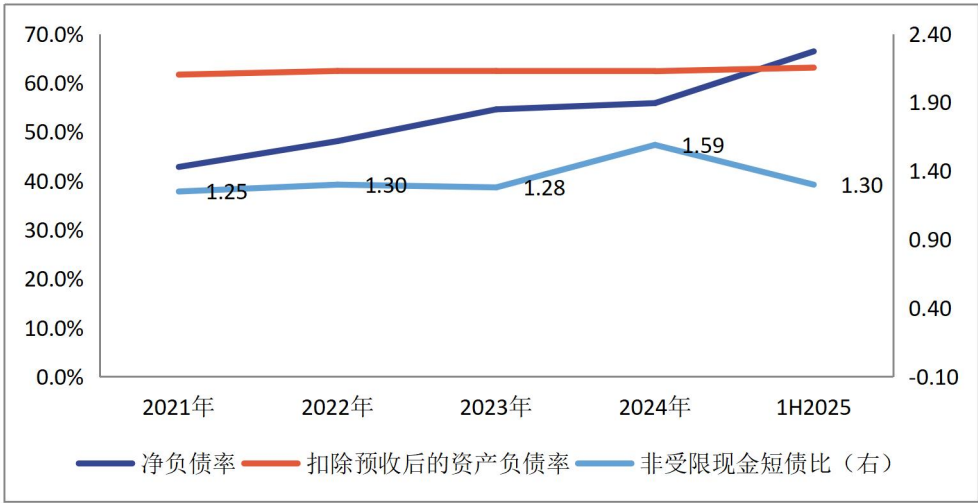
04 负债：三道红线处于绿档，有息负债置换永续债

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)
公寓及住宅	64877	79.42	98.03	84.24	97.98
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
商铺及商业中心	93063	87.34	92.54	91.06	102.59
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
	扣除预收后的资产负债率	60.27%	62.37%	62.42%	63.10%	0.68 pts
资本效率指标	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。