

(报告出品方/分析师：开源证券 齐东)

1、中国领先的城市和园区综合开发运营服务商

1.1、招商局旗下，独特模式助力扩张发展

招商局于1979年1月31日经国务院批准在深圳成立，打响改革开放第一炮。

1990年9月，招商局蛇口工业区有限公司在原蛇口招商港务有限公司基础上设立了中外合资股份有限公司，即为招商地产前身。1993年招商港务（招商地产前身）A股、B股在深圳证券交易所上市交易，2004年公司更名为招商地产（证券代码为000024.SZ）。

图1：招商蛇口历经几十年发展出“前港-中区-后城”的蛇口模式



资料来源：公司推介报告

头条@远瞻智库

1.2、资源整合，重归地产龙头行列

作为改革开放起源地深圳蛇口片区的开发建设者，公司经过 42 年的不断发展与变革，积累了丰富的城市开发与运营经验，并成为中国领先的城市和园区综合开发运营服务商。

回顾发展历程，招商蛇口的形成历经三个阶段：

(1) 公司房地产业务前身为

1981年在蛇口工业区建设指挥部成立的房地产科，1984年在其基础上蛇口工业区房地产公司成立，当时主要服务于蛇口工业区开发建设。1997年蛇口房地产公司正式更名为深圳招商地产，并于1999年和招商供电、招商水务同时注入集团旗下上市公司招商港务，至此公司地产业务发展正式拉开序幕。

(2) 2000

年公司取得深圳市高新技术园区两块土地，标志公司正式走出蛇口。2001年公司陆续剥离港口和石化分销业务，集中资源拓展房地产，在2004年完成北京、上海、广州一线城市布局，并逐步向珠三角、长三角、环渤海区域和具有发展前景的次级经济区域的主要城市拓展，进行全国化布局。2014年，公司初步完成全国化布局，克尔瑞销售规模排名位列14名。

(3) 为更大力度支持公司地产业务发展，2015年集团将其蛇口优质资源注入公司，全面推进快周转策略，拿地、销售规模快速扩张，2017年整体销售规模突破千亿，2021年销售额突破3000亿，克尔瑞销售规模排名位列7名，业务覆盖全球111个城市和地区，开发精品项目超620个，服务客户超千万。

图3: 截至2022H1招商蛇口实际控制人招商局集团直接持有公司59.53%的股份



资料来源: Wind、开源证券研究所

头条@远瞻智库

1.4、社区、园区、邮轮业务协同发展，打造片区综合生态圈

招商蛇口明确将主营业务划分为社区开发与运营，园区开发与运营及邮轮产业三大业务板块。其中社区业务聚焦纯住宅业态，园区业务覆盖住宅销售、购物中心、写字楼、酒店、产业园、长租公寓、健康养老和物业管理等业务，邮轮包括邮轮母港

、空港产业园等港口、空港、高铁的配套产业服务。

图4: 招商蛇口通过三大业务板块打造综合生态圈



资料来源: 公司公告, 开源证券研究所

图5: 社区业务是公司收入的主要来源



数据来源: Wind, 开源证券研究所

头条@远瞻智库

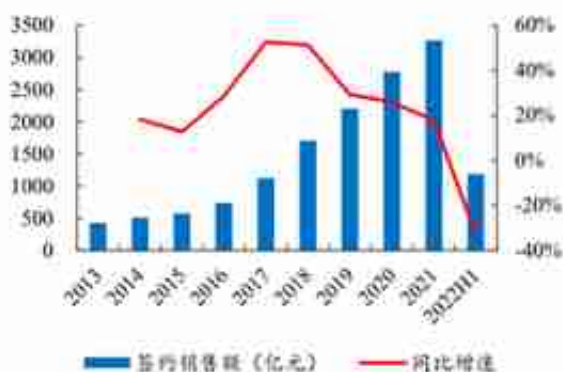
2、销售增长迅速，土储优质丰厚

2.1、销售累计高增，市场份额有望加速提升

销售规模增长迅速，市场份额加速提升。2013 年至 2021 年，公司销售规模快速增长。

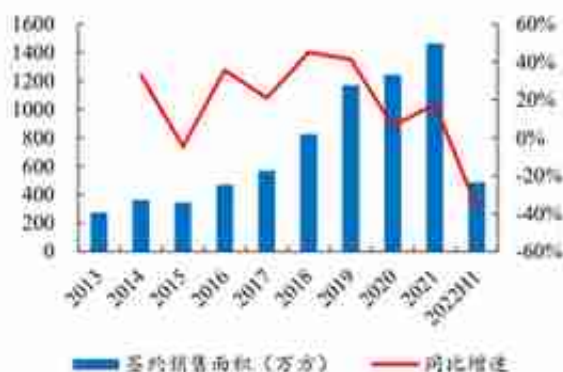
销售金额由 432 亿增长至 3268 亿，销售面积由 274 万方增长至 1464 万方，克而瑞全口径销售金额排名从 15 名提升至第 7 名，市占率（签约销售额占全国商品房销售额比重）从 2013 年的 0.5% 逐年提升至 2021 年的 1.8%，随着行业集中度提升，公司市占率有望进一步增长。

图6: 招商蛇口 2022H1 签约销售额同比下滑 33%



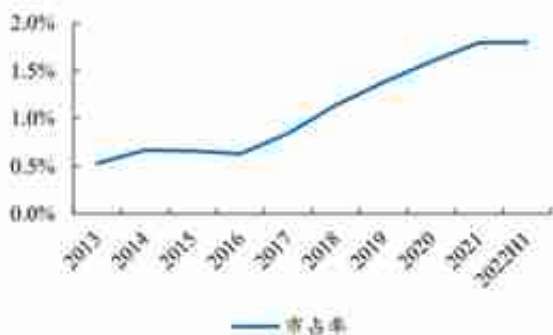
数据来源: 公司公告, 开源证券研究所

图7: 招商蛇口 2022H1 签约销售面积同比下滑 37%



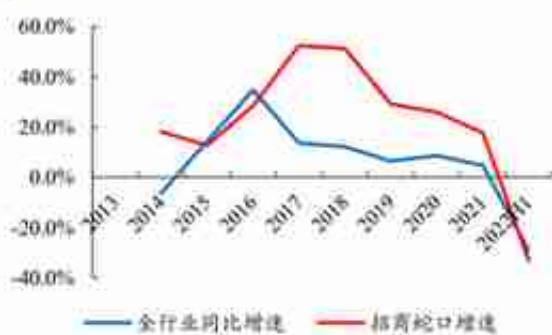
数据来源: 公司公告, 开源证券研究所

图8: 招商蛇口 2022H1 销售额市占率保持稳定



数据来源: 公司公告, Wind, 开源证券研究所

图9: 招商蛇口 2017-2021 年销售同比增长高于行业平均水平



数据来源: 公司公告, Wind, 开源证券研究所

我们认为, 公司近十年保持高速增长的主要源于其一城一模的投资方式及对重点城市的持续深耕战略, 实现了规模效应, 提升了品牌影响力, 节省了销售成本。

2021 年, 公司聚焦开发业务操盘能力提升, 发力品质与服务, 促进运营提质、经营提效, 实现开发业务板块主要业绩指标实现有质量的增长。

同时公司继续执行区域聚焦、城市深耕, 优先布局高能级核心城市的战略, 2022H1 公司在上海、合肥、苏州、西安等 14 个城市销售规模居当地前十, 城市深耕取得阶段性成效。

2.2、拿地扩张迅猛, 一二线投资额提升

拿地扩张积极, 新增土地利润有所改善。在投资拿地层面, 公司围绕区域及城市深耕, 优先布局能级高的核心城市。

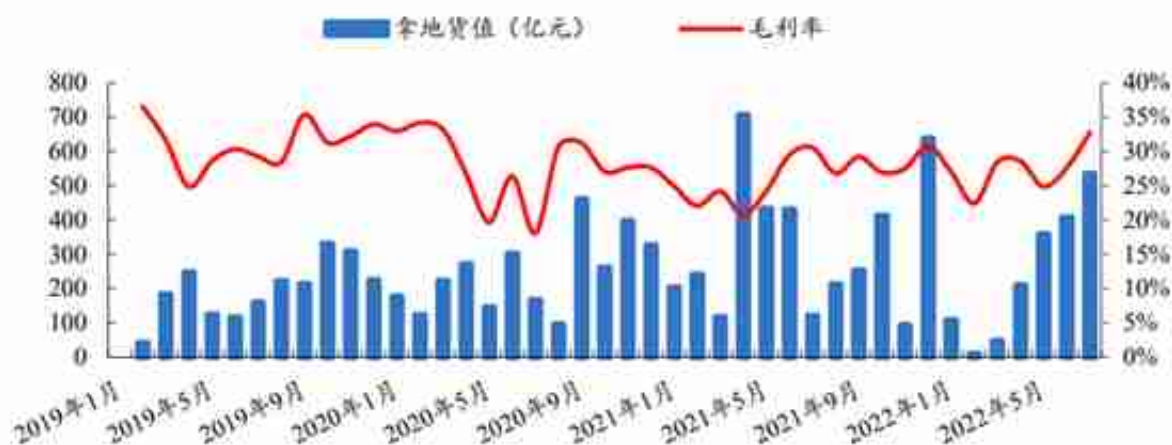
2021 年公司累计获取土地 113 宗，较 2020 年增加 15 宗，拿地金额 2135 亿元；2022H1 公司拿地 26 宗，拿地金额 646 亿元，拿地金额保持行业前列。

从拿地权益比来看，2021 年由于合作拿地较多土地权益比未及 60%；2022H1 公司调整策略将拿地权益比提升至 60%以上。

从拿地金额/销售金额占比来看，公司 2021 年和 2022H1 投销比分别为 65.3%和 54.4%，稳定在 50%以上，拿地扩张有条不紊。

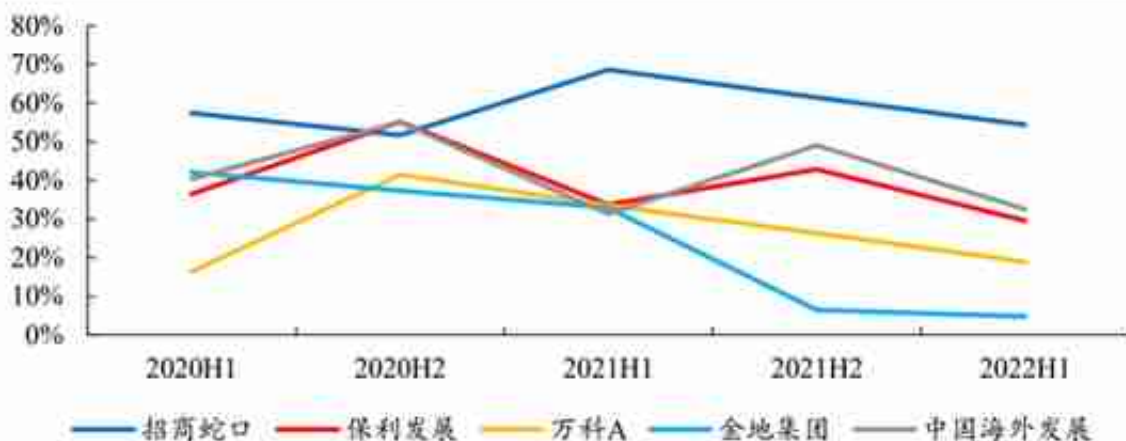
从我们预估的拿地货值和毛利率来看，公司自 2022 年以来月度拿地货值不断走高，且自 2022 年下半年以来新增土地测算毛利率改善较明显。

图14：招商蛇口自 2022 年下半年以来新增地块毛利率有回升态势



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图15：招商蛇口在头部房企中保持较高投资强度（拿地金额/销售金额）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

头条@远瞻智库

从拿地布局来看，公司围绕区域聚焦、城市深耕，优先布局高能级核心城市。

2021 年，公司在划定的“强心 30 城”中权益地价投入占总投资额的比重达 90%，前 10 城投资占比达到 62%，单城资源投放近 30 亿元，重点布局上海、南京、广州、杭州、武汉、重庆等核心城市，位于国家重点城市群长三角和粤港澳的投资比重超 70%。

2021 年，公司在一线城市拿下 20 宗地块，拿地金额 660.6 亿元；2022 年 1-9 月，公司在一线城市拿地金额 559.2 亿元，占比 54.6%，在上海前三批次供地拿下

10 宗地块，显示出公司深耕一线城市的决心和信心。

图18: 招商蛇口多元化拿地能力突出



资料来源：公司公告、证券市场红周刊、开源证券研究所

头条 @远瞻智库

2.3、近年来积极扩储，核心区域土储丰厚

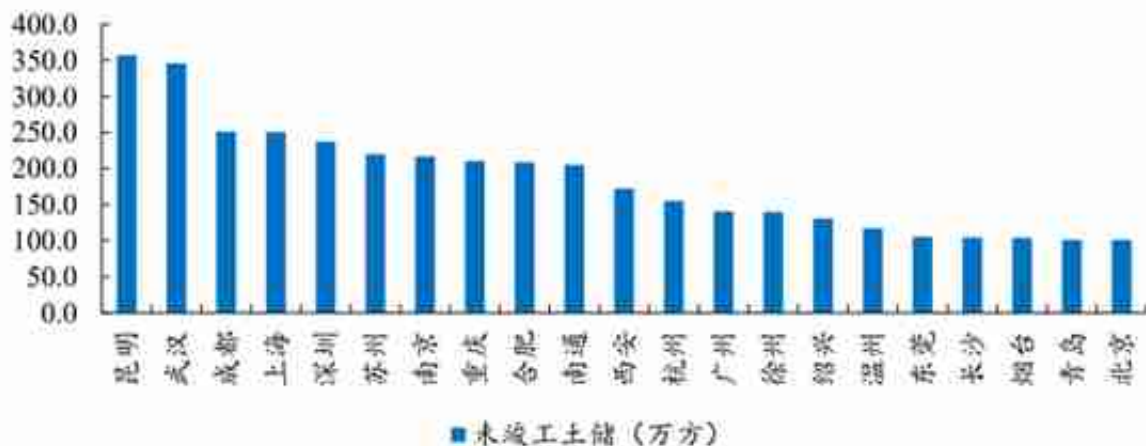
土地储备充足，核心区域占比较高。

截至 2022H1 公司未竣工口径的土储面积 5482 万方，按 2022H1 公司销售均价 2.44 万/平米估算，对应未结转货值 13376 亿元，可覆盖 2021 年全年销售 3268 亿元约 4 倍，公司充裕土储奠定未来销售持续增长基础。

按区域划分，华东区域、江南区域、西南区域和华中区域土储占比较高，均超过 15%，深圳区域占比 7%，土储结构较优质。

从城市能级来看，公司在一二线城市土储面积达到了 80%，未来土储去化安全垫较高。

图21: 招商蛇口截至 2022H1 土储分布以核心一二线城市为主



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

头条 @远瞻智库

我们认为，未来两年内公司社区业务将持续保持高速增长。

区域选择层面，公司一直深耕重点区域，布局华东华南区域一二线城市及中西部核心省会城市，2021 年及 2022H1 新增土储中一二线城市占比均超过 80%，对这些区域的投资不仅力度较大，而且有很长的持续性，借助核心城市的发展红利和人口红利，未来销售去化有很大保障。

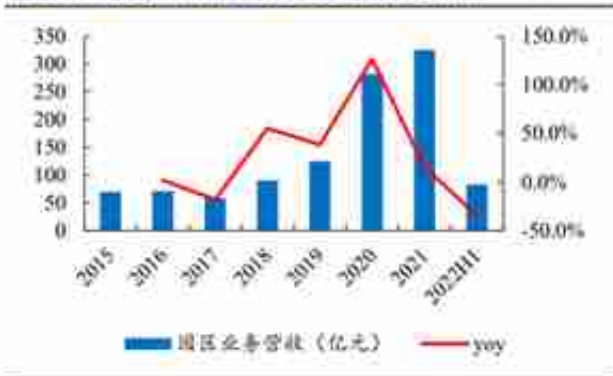
具体战略层面，公司针对国家的“一城一策”提出了“一城一模板”，从发展、设计、成本、工程、营销和财务等六个维度入手，按照当地城市的政府政策、市场状况建立差距清单，进行对标管理、实施运用，全面提升了操盘能力，并通过规模效应提升了品牌影响力，节省了各项成本管控费用。

土地储备层面，公司目前土地储备充足，可满足未来约四年的开发需求，核心区域的优质资产也保证了项目的高去化速度及利润回报，同时从公司 2020 年以来投销比维持在 50%以上，投资力度较强，依托母公司的资金实力及低融资成本，我们预计公司销售额将稳步增长，市占率进一步提升。

3、产业园区、持有业务、物业管理、邮轮业务共发展

招商蛇口作为招商局集团旗下城市综合开发运营板块的旗舰企业，以“成为中国领先的城市和园区综合开发运营服务商”为目标，通过独特的“前港—中区—后城”综合发展模式，全面参与中国以及“一带一路”重要节点的城市化建设。

图22: 招商蛇口 2022H1 园区业务营收下降



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图23: 招商蛇口 2022H1 园区业务毛利率下降



数据来源: 公司公告、开源证券研究所 头条@远瞻智库

3.1、 园区业务：营收逐年提升，毛利率水平稳定

公司园区业务目前已经布局国内长三角、粤港澳大湾区、长江经济带及一带一路沿线国家，主要从创新孵化空间、特色产业园区和产业新城三个维度进行布局。

公司目前共有 8 个重点布局的产业新城，分布在广东、福建、江苏、武汉、北京五个区域；产业园区布局 15 个城市，主要以沿海城市群为主。

截至 2021 年底，招商蛇口产业新城项目总合作面积约 468 平方公里，运营管理的产业园区项目（网谷/意库/智慧城）规划建面约 475 万平方米。园区内还具备创新孵化基地——招商创库，布局 9 个城市，目前运营期项目 7 个，建筑面积 4.7 万平方米。

2021 年，公司以“找差距、定目标、抓落实、重牵引、再提升”为总体思路，推行“一园一策”专项工作，做精存量每个园区，提升园区经营水平。

在园区发展方面，公司持续完善产业组织构建，储备产业资源及生态合作伙伴，发挥产业基金联动作用，吸引优质企业落地。公司立足于服务国家战略，为新格局增添新动力，有序推进中白工业园、吉布提项目，漳州开发区、海南自贸港、前海蛇口自贸区以及雄安新区等重点区域重点项目的开发建设。

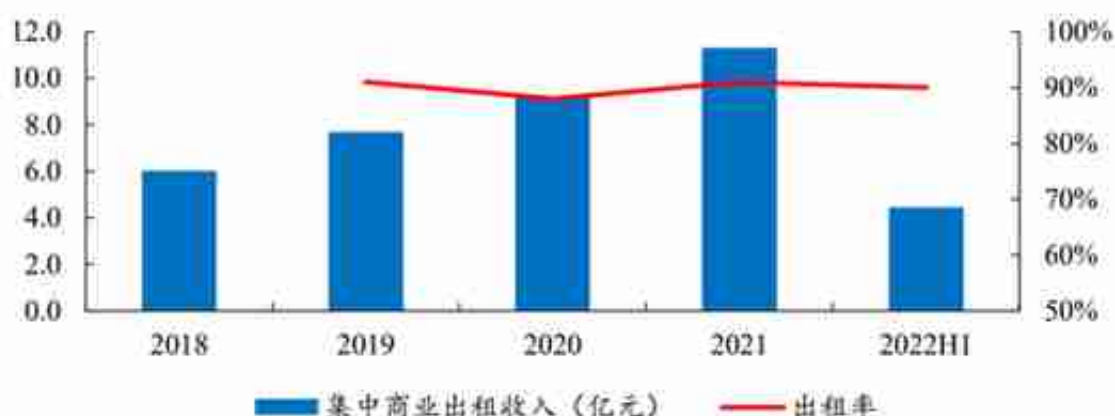
2021 年公司原持有的万融、万海大厦为基础资产的博时招商蛇口产业园封闭式基础设施证券投资基金（基金简称“蛇口产业园”，基金代码“SZ.180101”）在深圳证券交易所上市，成为国内首批 9 单基础设施 REITs 之一，开辟了产业园区“投、融、建、管、退”全生命周期发展模式与投融资机制，为新兴、创新产业的发展提供有力支撑。

3.2、 持有业务：提升商业、写字楼、公寓、酒店四大业态的操盘能力

面对行业寒冬，公司秉持持有业务“双百”战略，梳理城市商业潜在价值机会，明确以“一二线核心商业为主、二三线区域绝对核心为辅”的商业拓展思路，以“一业态一模板”为抓手提升集中商业、公寓、写字楼、酒店四大业态的操盘能力，逐步补齐持有业态经营短板。

截至 2022H1，公司实现出租收入 15.93 亿元，同比减少 4.61%，总体出租率 80%。

图27: 招商蛇口 2019 年-2022H1 集中商业出租率保持相对稳定



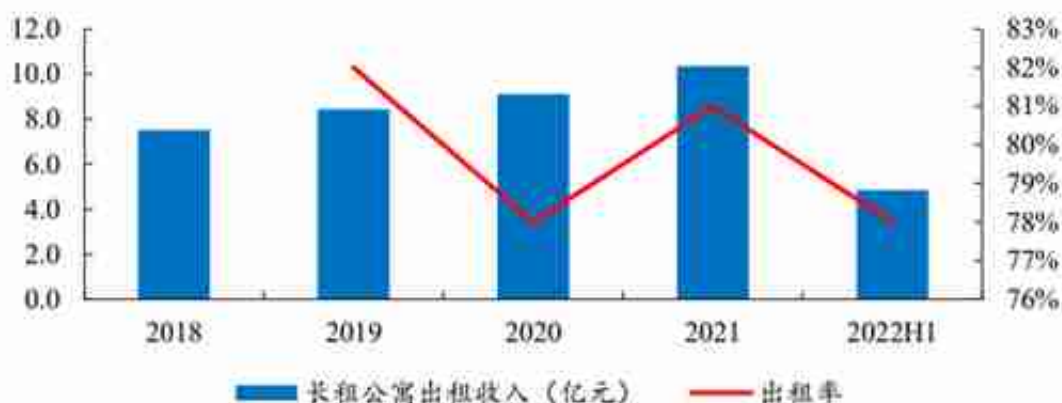
数据来源：公司公告、开源证券研究所

头条 @远瞻智库

写字楼：公司基于写字楼发展趋势研判以及对不同行业客户偏好的理解，深度挖掘写字楼建设运营各业务模块的提升机会，目前运营管理的写字楼项目主要布局在北京、深圳、上海、武汉等城市。

招商局商业房托（1503.HK）收购由公司持有的北京招商局航华科贸中心项目，首次布局大湾区外的核心写字楼资产。2022H1 公司写字楼出租收入 2.7 亿元，平均出租率 65%，受疫情影响有所下降。

图29: 招商蛇口 2022H1 长租公寓出租率有所下降



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

头条 @远瞻智库

酒店：2021年，酒店业务不断提升业务全周期操盘管理能力，迭代升级酒店投研体系和完善运营管理标准，同时积极打造自有酒店品牌。

公司目前拥有“伊敦”和“伊敦睿选”两个自有品牌，2022H1公司首家海外自主品牌酒店——吉布提伊敦睿选国际酒店已举行揭牌仪式，预计年内正式对外营业。

截至2022H1公司运营管理酒店共14家，包括国内12家，国外2家，计容建面约47.12万方，受酒店转让及疫情反复影响，累计收入下滑至1.8亿元。

图31: 招商积余 2019 年来来物管业务营收及占比稳步提升



数据来源: 招商积余公司公告、开源证券研究所

头条 @远瞻智库

2021 年 12 月，招商积余以合计受让价格 2.84 亿元收购上航物业 100%股权（在管面积 222 万平方米）及南航物业 95%股权（在管面积 60 万平方米），为公司后续切入更多国资后勤服务打通样板，持续提升区域密度和行业影响力。

2022 年 1 月 26 日晚招商积余发布公告，拟转让旗下包括深圳市中航城投资、昆山市中航地产、赣州中航九方商业在内的 3 家子公司 100%股权予控股股东招商蛇口，合计转让价格约 7.78 亿元。

我们认为，本次拟转让是招商蛇口重资产剥离计划迈出的重要一步，招商积余作为招商蛇口持有资产运营的承载平台，主要以物业管理及资产管理为核心业务，重资产出售也对公司聚焦主业、优化资产结构、提升运营效率和盈利能力有明显帮助。

3.4、邮轮业务：疫情影响遭遇寒冬，未来市场空间大

公司的邮轮业务主要包括邮轮母港及配套建设与经营、蛇口码头客运服务以及港口出租服务等，是重组后发展的全新业务。

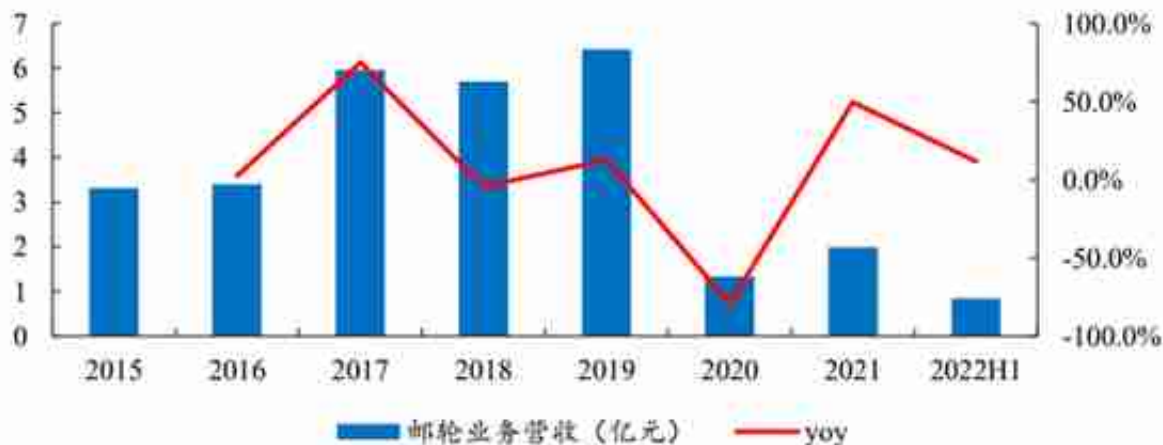
公司通过“前港-中区-后城”的独特模式，“船、港、城、游、购、娱”全方位打造集邮轮旅游、海洋文化、高端航运、金融、商业免税、供应链服务为一体的国际一流绿色、智慧、创新型邮轮母港。

公司于 2011 年正式启动第一个邮轮项目蛇口邮轮母港项目的建设，主营业务分为传统高速客船业务与新兴邮轮业务，设计通关能力 650 万人次/年。

2016 年 11 月 12 日，蛇口邮轮母港盛大开港。之后公司以太子湾邮轮母港为样板，开始在全国邮轮港口进行异地复制和网络化布局。

目前招商系公司已在深圳、上海、天津、厦门、湛江、大连、南通等沿海和沿江城市以全资、控股、参股以及联合开发的方式布局邮轮港口，已成为中国最大的邮轮港口运营商。

图33: 招商蛇口 2020 年以来邮轮业务收入大幅下滑



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

头条@远瞻智库

4、管理工具提升运营效率，数字化建设覆盖全周期

在房地产行业下行期，开发销售规模见顶，毛利率下滑，企业须提升综合运营和管理能力才能应对内外部大环境的改变。

招商蛇口在整体业务端的管理框架包括“三个一”工程、两率系统和数字化建设工具，不同业务板块先通过“三个一”工程对标同行，然后提出管理举措和投资运营要求，达到市场领先水准，而运营的整个过程都是通过数字化建设工具实现的。

图35: 招商蛇口“三个一”工程要求提升操盘水平和经营能力



资料来源: 公司业绩展示报告

头条@远瞻智库

4.2、两率系统动态监控，促进后期精准拿地

在行业下行和竞争加剧的背景下，房企利润进入下行期，精细化管理诉求越来越迫切。公司上线两率系统，从投前测算到项目最终交付的全周期对成本利润率和内部收益率进行数字化动态监控，同时对区域公司动态评价，项目获取就更为谨慎、更为精准，确保最终利润兑现。

两率系统主要拥有四个方面功能：

动态监控：

项目获取后，两率系统根据项目编号，跟踪项目月度数据，包括成本变更、设计变更、售价变化和货值变化等，紧盯每个节点，对项目各个阶段的运营水平和动态利润进行监控。

归因分析：

两率系统可以针对项目运营过程中的偏差进行分析，寻找两率动态变化的原因，包括项目进度、设计变更、成本投入、定价去化等多重矩阵分析，便于公司对项目后续开发运营进行总结复盘。

业务监督：

通过两率系统锁定变动，监督业务动作。例如成本管理层面，在考核项目的成本变更率这件事情上，没有系统监控的情况下总部很难掌握各项目的成本变更率，数字化系统使得成本变更率的考核更加精准。

精准拿地：

通过两率系统的监控可以实现区域考核排名，把后续资源投向更有效率的区域。

公司推行区域聚焦、城市深耕策略，内部有个“五好”投资原则，即“城市好、市场好、团队好、项目好、存销比低”，其中“团队好”的关键就是两率兑现要好。

4.3、数字化运营覆盖全周期，大数据驱动经营决策

在现代化企业综合运营管理过程中，数字化科技构建成为一个无形而又具有长期凝聚力的关键指标。

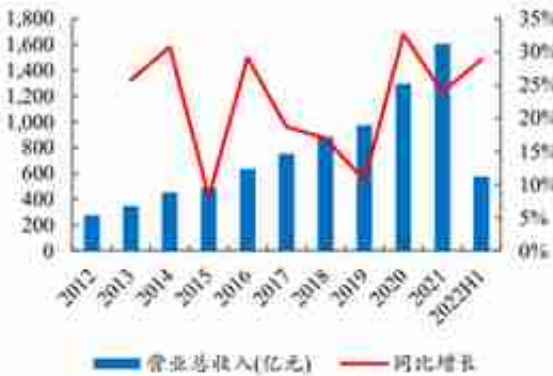
公司经过 40 多年的综合开发与运营，打造的“美好生活圈”渐已成型，在旗下多元化业务蓬勃发展，公司积极拥抱“互联网+”，推动业务数字化智能化转型，用科技驱动品质服务，打造“智慧社区”全场景升级改造，以加强经营管理效率和提升客户体验为出发点，结合业务需求与管理痛点，围绕公司投资管理、运营管理和

营销管理全面数据化开展工作。

开发业务：在投资端，公司深化投资辅地图应用，推进投资管理提效；在运营端，通过两率系统等实现全周期运营管理及监控分析线上化，以科技创新提升操盘能力；在营销端，优化线上营销平台“招商好房”，通过数字化营销手段，赋能营销管理、提升客户体验感。

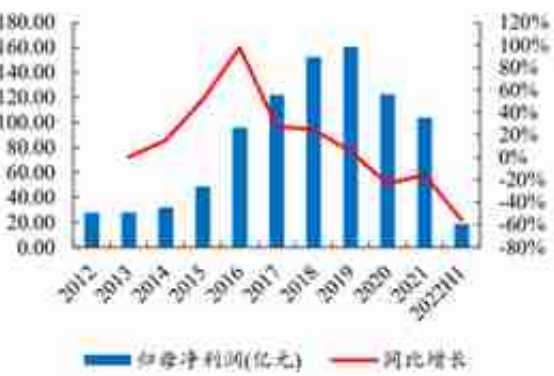
持有业务：通过搭建数字化持有物业的经营分析体系，实现经营数据可视化，实时掌握经营现状和洞察经营发力点；通过旗下轻资产运营服务平台招商积余，大力推动大物业+大资管生态圈建设、积极打造“沃土云林”综合性云科技平台型商业模式；通过园区一体化数智平台InPark，整合园区资源，让园区客户体验更为便捷和智能的线上生活服务；通过招商荟平台打通各业态全渠道数据信息，智慧空间联动稳步推进，实现一体化服务和客户一致性体验。

图37: 招商蛇口营业收入持续增长



数据来源：公司公告，开源证券研究所

图38: 招商蛇口 2019 年后归母净利润逐步下滑



数据来源：公司公告，开源证券研究所 头条@远瞻智库

5.2、利润承压同比下滑，盈利能力行业领先

盈利近两年同比下降，未来将恢复至合理水平。

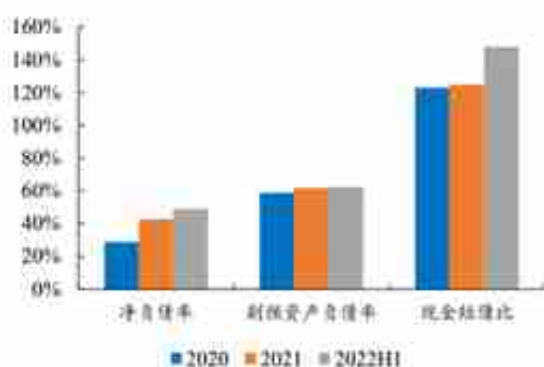
公司 2012 年至 2019 年，依托规模的扩张及一二线城市房价的快速上涨，公司的盈利水平处于稳中有升的发展趋势。

2022H1，公司毛利率和净利率分别降至 18.59%和 6.96%，盈利水平明显下降，主要系结转毛利率下降、投资收益减少以及计提资产减值影响。

2016-2018 年公司高价拿地后，政府出台限价政策，利润空间大幅压缩，这一批高价地陆续入市的时间恰逢行业转入寒冬期，去化放缓、溢价难度增加压缩了企业的利润空间。但与此同时，公司成本管控水平逐渐提升，随着规模不断扩张，三费占比不增反降，自 2016 年以来均不超过 7%，2021 年降至 5.1%，2022H1 由于财务成本提升导致三费率提升，但仍在可控范围内，成本压缩也将为利润释放提供保障。

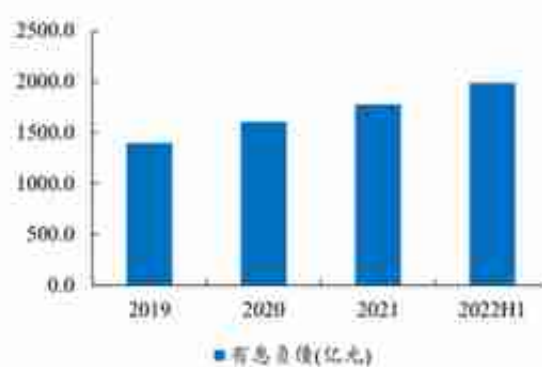
我们认为，（1）2017 和 2018 年的高价地低利润项目逐步去化完毕；（2）市场降温后土地市场价格预期趋稳，房地差空间扩大；（3）国企低融资成本和一二线优质土储的陆续开发，公司未来两年盈利水平在触底之后或将略有回升。

图41：招商蛇口 2022H1 三道红线维持绿档



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图42：招商蛇口 2019 年末有息负债规模处于行业低位



数据来源：公司公告、开源证券研究所 贝壳@远瞻智库

融资成本行业低位，多元化融资渠道丰富。

公司作为具有央企背景的开发商，在资金来源以及融资成本上都具有天然优势。2022 年 1-9 月公司共发行债券（中票、公司债、ABS、超短期融资券）规模 213.3 亿元，融资成本始终处于行业低位。2022H1 公司综合融资成本 4.10%，较 2021 年末下降 0.38 个百分点。截至 2022H1 公司银行贷款占比 64%，债券占比 23%，融资结构健康。

表2: 招商蛇口 2022-2024 年业绩预计保持稳健增长

单位: 亿元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总收入	1296.2	1606.4	1895.0	2179.1	2438.2
YOY	32.71%	23.93%	17.96%	14.99%	11.89%
毛利率	28.69%	25.47%	21.63%	24.45%	25.62%
房地产业务	1012.6	1279.1	1534.9	1765.2	1941.7
YOY	19.75%	26.32%	20.00%	15.00%	10.00%
园区业务	282.3	325.3	357.9	411.5	493.8
YOY	126.28%	15.24%	10.00%	15.00%	20.00%
邮轮业务	1.3	2.0	2.2	2.4	2.7
YOY	-79.23%	49.59%	10.00%	10.00%	10.00%

数据来源: Wind、开源证券研究所

头条 @远瞻智库

我们选择同样为房地产行业头部上市房企万科 A、保利发展和住宅开发及园区运营并重的陆家嘴、浦东金桥进行估值比较。相较于可比公司，招商蛇口拿地能力较强，多元业务扩张稳健，未来业绩有更大增长空间。公司 2022 年业绩对应 PE 估值 11.3 倍，高于可比公司平均水平。

代码	公司	归母净利润 (亿元)				PE			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600639.SH	浦东金桥	16.2	19.7	24.3	28.6	6.6	5.5	4.4	3.8
600663.SH	陆家嘴	43.1	40.4	43.3	65.0	8.0	8.5	7.9	5.3
	均值					7.9	7.7	6.9	5.7
001079.SH	招商蛇口	103.7	104.7	158.1	182.1	11.0	10.9	7.2	6.2

数据来源: Wind、开源证券研究所 (备注: 本评级公司预测使用 Wind 一致预期, 日期截至 2022 年 10 月 24 日) 头条 @远瞻智库

在“房住不炒”、行业降杠杆的政策主基调下，资金实力雄厚的央企在融资和监管层面更加具有优势，我们认为公司有动力和机会实现销售额增长加速，整体盈利水平得到修复。

(1) 公司拥有强大的资金实力、稳健的负债结构和较低的融资成本，能够稳定进行投资，盈利容错空间大；

(2) 央企背景和资源整合优势，可通过政企合作低价拿地；

(3) 公司总土储可满足约四年的开发周期，在一二线城市土储占比超过八成，在市场下行背景下销售去化有一定保障；

(4) 公司在深耕区域的操盘优势大，结合高效的三费控制手段，成本释放一定利润空间；

(5) 园区业务的稳步扩张，资产价值和毛利率高，可带来稳定持续的利润；

(6) 未来加大持有业务的投资，相较于社区业务，收益更稳定，利润更高。

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 104.7、158.1 和 182.1 亿元，对应 2022-2024 年 EPS 为 1.35、2.04、2.35 元，当前股价对应 PE 为 10.9、7.2、6.2 倍。

公司已售未结资源充足，土地储备充裕，资金优势明显，预计未来业绩将持续释放。

7、风险提示

市场恢复不及预期、核心城市房价调控超预期、多元化业务运营情况不及预期。

报告属于原作者，我们不做任何投资建议！如有侵权，请私信删除，谢谢！

精选报告来自【远瞻智库】