LENNAR LEN (A)

最新价格	P/E 倍数	P/FCF* 倍数	股息率 (TTM)	账面价值	年报其语
$74.92	9.4x	685.2x	2.7%	88.91	

现金生成路径 | 业务链

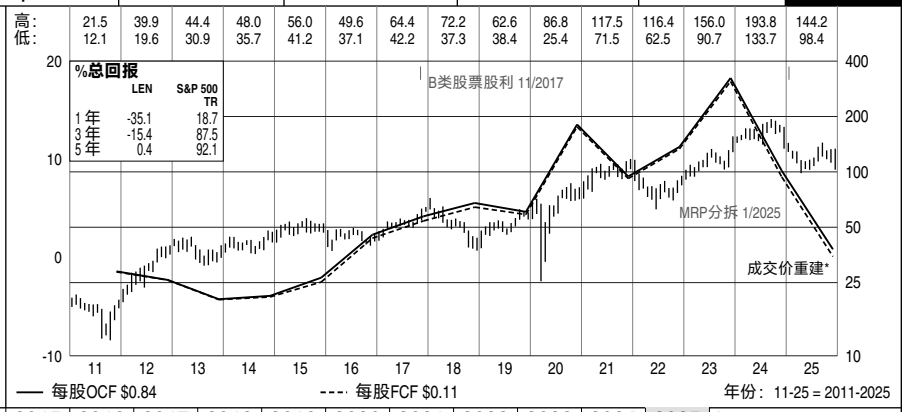
1 通过期权控制未来地块，按需购入。
2 开工匹配销售，以有竞争力的成本建造。
3 以定价和按揭优惠将需求转为成交。
4 交付住宅、收回现金，再循环投入资本。

业务构成 | FY25

营收	$M	占比	同比	3Y CAGR
住宅建造	32267	94.4%	-4.8%	.3%
金融服务	1198.2	3.5%	8.0%	14.0%
多户住宅	680.63	2.0%	65.4%	-7.7%
其他业务	41.43	.1%	191.2%	-2.3%
合计	**34187**	**100.0%**	**-3.5%**	**.5%**

按揭覆盖率：获贷购房者的84%*。
Millrose为独立公司；期权费仍是成本。

FY25披露分部；MRP不纳入合并报表。



价值创造	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	指标	单位
1 买家付得起的住宅 住宅售价和按揭优惠必须适合家庭的支付预算。买家也可以选择租房。	3095.4	4104.7	5935.1	7779.8	9474.0	10950	12646	20572	22260	22489	27131	33671	34233	35441	34187	**营收**	$M
	.7%	32.6%	44.6%	31.1%	21.8%	15.6%	15.5%	62.7%	8.2%	1.0%	20.6%	24.1%	1.7%	3.5%	-3.5%	**营收同比**	%
	19.9%	22.7%	24.9%	25.4%	24.0%	23.0%	22.1%	19.6%	20.6%	22.8%	26.8%	27.5%	23.3%	22.3%	17.7%	**售房毛利率***	%
↓ **2 每套住宅的盈余** 售价必须覆盖土地、建造、销售和融资成本；销售激励会减少剩余的经营盈余。	103.93	322.18	685.84	922.04	1086.0	1262.4	1339.0	1837.3	2461.2	3115.7	5078.4	6721.2	5366.6	4769.8	2667.8	**调整经营盈余***	$M
	3.4%	7.8%	11.6%	11.9%	11.5%	11.5%	10.6%	8.9%	11.1%	13.9%	18.7%	20.0%	15.7%	13.5%	7.8%	**调整经营利润率***	%
	92.20	679.12	479.67	638.92	802.89	911.84	810.48	1695.8	1849.1	2465.0	4430.1	4614.1	3938.5	3932.5	2078.2	**净利润**	$M
	3.0%	16.5%	8.1%	8.2%	8.5%	8.3%	6.4%	8.2%	8.3%	11.0%	16.3%	13.7%	11.5%	11.1%	6.1%	**净利率**	%
	-259.14	-424.65	-807.71	-788.49	-419.65	507.80	996.86	1711.6	1482.3	4190.8	2532.8	3265.7	5179.7	2403.4	216.81	**OCF**	$M
↓ **3 可重复的经营执行**	-8.4%	-10.3%	-13.6%	-10.1%	-4.4%	4.6%	7.9%	8.3%	6.7%	18.6%	9.3%	9.7%	15.1%	6.8%	.6%	**OCF/营收**	%
├ **住宅建造** 开工数量匹配销售需求，以有竞争力的成本加快建造。	-2.8x	-.6x	-1.7x	-1.2x	-.5x	.6x	1.2x	1.0x	.8x	1.7x	.6x	.7x	1.3x	.6x	.1x	**OCF/净利润**	x
	9.94	2.82	8.13	22.60	91.36	76.44	111.77	130.44	86.50	72.75	65.17	57.21	99.80	171.50	188.63	**净PP&E增加***	$M
	--	--	--	--	--	15.1%	11.2%	7.6%	5.8%	1.7%	2.6%	1.8%	1.9%	7.1%	87.0%	**净PP&E / OCF***	%
	-269.07	-427.47	-815.84	-811.09	-511.00	431.37	885.09	1581.2	1395.8	4118.1	2467.6	3208.5	5079.9	2231.9	28.18	**FCF（净PP&E）***	$M
└ **金融服务** 帮助符合条件的买家获得融资并完成交易；销售激励仍需要付出成本。	-8.7%	-10.4%	-13.7%	-10.4%	-5.4%	3.9%	7.0%	7.7%	6.3%	18.3%	9.1%	9.5%	14.8%	6.3%	.1%	**FCF利润率***	%
	--	--	5.62	5.49	--	.73	611.10	1103.3	--	--	--	--	--	--	254.49	**并购净现金***	$M
	--	--	--	--	--	.1%	61.3%	64.5%	--	--	--	--	--	--	117.4%	**并购净额/OCF***	%
↓ **4 减少资本等待** FY25地块中98%为受控地块。按需购入，并将保证金和期权费用计入资本占用。	24.05	31.75	33.69	40.72	43.87	55.52	61.36	72.66	86.94	107.13	135.09	184.09	160.72	176.68	163.49	**股权激励费用**	$M
	--	--	--	--	--	10.9%	6.2%	4.2%	5.9%	2.6%	5.3%	5.6%	3.1%	7.4%	75.4%	**SBC/OCF**	%
	5.72	17.15	12.32	20.42	23.19	19.90	27.05	299.83	523.07	321.52	1430.2	1039.3	1182.7	2256.5	1808.4	**现金回购***	$M
	--	--	--	--	--	3.9%	2.7%	17.5%	35.3%	7.7%	56.5%	31.8%	22.8%	93.9%	834.1%	**回购/OCF***	%
↓ **5 现金落实到每股** 收回现金后，进行有良好回报的再投资或向股东分配，并控制股权稀释。股数减少本身不能证明价值创造。	29.91	30.39	30.91	32.78	33.19	35.32	37.61	49.16	51.45	195.04	309.78	438.04	430.56	548.82	520.96	**现金股息**	$M
	--	--	--	--	--	7.0%	3.8%	2.9%	3.5%	4.7%	12.2%	13.4%	8.3%	22.8%	240.3%	**股息/OCF**	%
	2.2%	4.8%	8.9%	10.3%	10.2%	10.6%	10.2%	11.4%	10.7%	12.8%	21.4%	27.1%	20.5%	17.8%	9.8%	**住宅ROIC估计***	%
	3.5%	22.2%	12.7%	14.2%	15.3%	14.4%	10.9%	15.1%	12.1%	14.5%	22.8%	20.5%	15.5%	14.4%	8.3%	**ROE**	%
	1.3%	6.7%	4.7%	5.2%	6.0%	6.1%	4.5%	7.3%	6.4%	8.3%	14.1%	13.1%	10.3%	9.9%	5.6%	**ROA**	%
	188.40	191.55	204.41	205.04	211.15	234.48	239.96	324.24	315.89	312.70	299.43	289.81	280.95	268.23	246.99	**发行在外股数**	M sh
	16.77	21.99	31.16	38.47	46.17	50.13	53.33	66.80	69.91	72.68	88.49	116.18	120.83	130.29	132.64	**每股营收***	$/sh
	.48	3.11	2.15	2.80	3.46	3.93	3.38	5.44	5.74	7.85	14.27	15.72	13.73	14.31	7.98	**稀释EPS**	$/sh
	-1.40	-2.27	-4.24	-3.90	-2.05	2.32	4.20	5.56	4.66	13.54	8.26	11.27	18.28	8.84	.84	**每股OCF***	$/sh
	.05	.02	.04	.11	.45	.35	.47	.42	.27	.24	.21	.20	.35	.63	.73	**每股净PP&E***	$/sh
	-1.46	-2.29	-4.28	-4.01	-2.49	1.97	3.73	5.13	4.38	13.31	8.05	11.07	17.93	8.20	.11	**每股FCF***	$/sh
	.16	.16	.16	.16	.16	.16	.16	.16	.16	.63	1.00	1.50	1.50	2.00	2.00	**每股宣告股息**	$/sh
	36.5x	9.2x	17.5x	14.3x	14.2x	11.5x	14.9x	10.0x	8.8x	8.2x	6.7x	5.4x	8.0x	11.4x	15.4x	**平均P/E**	x
	-8.1%	-6.1%	-11.5%	-8.6%	-4.9%	4.4%	6.0%	11.7%	7.6%	17.8%	8.0%	12.9%	14.3%	4.8%	.1%	**FCF收益率***	%
	.9%	.4%	.4%	.3%	.3%	.4%	.3%	.4%	.3%	.8%	1.0%	1.7%	1.2%	1.1%	1.5%	**股息率**	%

回报成立条件
盈利销售、较低的每套住宅资本占用与现金收益，须经受住房下行周期的检验。新模式尚未证实。

核心经营指标

指标	2021	2022	2023	2024	2025
住宅交付*	59825	66399	73087	80210	**82583**
净订单*	64543	61105	69111	76951	**83978**
销售激励*	2.1%	3.5%	8.8%	10.3%	**13.8%**
取消率	10.0%	17.0%	16.0%	14.0%	**14.0%**
售房毛利率*	26.8%	27.5%	23.3%	22.3%	**17.7%**
均价 $/home	424000	480000	446000	423000	**391000**

复合年增长率

	1Y	3Y	5Y	10Y	15Y
营收	-3.5%	.5%	8.7%	13.7%	17.4%
调整盈余*	-44.1%	-26.5%	-3.1%	9.4%	22.7%
净利润	-47.2%	-23.3%	-3.4%	10.0%	22.8%
OCF	-91.0%	-59.5%	-44.7%	--	-1.6%
FCF（净额）*	-98.7%	-79.4%	-63.1%	--	-14.0%
稀释EPS	-44.2%	-20.2%	.3%	8.7%	20.1%
每股FCF*	-98.7%	-78.5%	-61.7%	--	-15.9%

复利传导检验 | FY25

盈余：减少补贴，仍能盈利销售。
FY25：激励13.8%；住宅销售毛利率17.7%。
资本：每套住宅占用较少现金。
FY25：保证金+76.1%；单位资本改善未证实。
股东：现金收益须经受下行周期。
新模式：完整周期的证据仍待验证。

现金与资本配置： 估算市值$17.81B（Oct 13收盘价、Aug 31的A+B股数）。FY25回购/分红现金$2329.33M，同期OCF为$216.81M。住宅业务债务增加$1826.40M，现金减少$1221.32M。

股数基础与变化： 期末A+B股数：FY17为239.96M，FY18 经 CalAtlantic 并 购 增 至 324.24M，FY25 降 至 246.99M。FY25 净 减 少 21.24M （7.9%），含 非 现 金 Millrose交换的8.05M。回购总量不等于股数净减少。

买家预算决定售价。月供决定需求能否实际成交；家庭也可租房或延后购买。Lennar以降价及按揭优惠维持销售，交付增加本身不能证明定价权。

生产必须跟随需求。管理层在FY25 Q4披露127天建造周期及2.2x库存周转。开工须匹配销售，加快建造才能释放现金；未售住宅会迫使让价。

土地期权仍有现金成本。自有土地减少，同时FY25保证金/前期成本余额增长76.1%。期权仍需保证金和费用；持地减少不能证明每套住宅的经济资本下降。

现金转换仍待验证。FY25保证金在OCF桥中消耗$1549.66M；扣净PP&E后的FCF为$28.18M。现金转换弱的一年不能代表已证实的长期盈利水平；未来土地控制并非免费。

股东权益变化须有桥接。Millrose交换既减少股数，也转出了资产。股东分配须结合现金生成、债务及留存价值评估；股数净减少本身不能证明价值创造。

竞争检验经营效率。轻土地模式本身不是护城河。采购与执行可能降低成本，但竞争会将节约让给买家。现金收益须经受住房下行周期检验。

*住宅销售毛利率仅住宅销售。调整经营盈余=营收减全部成本费用；非GAAP，并非公司披露的营业利润。
*FCF=OCF-经营性PP&E净增加额，非毛现金资本开支；土地/存货/保证金影响OCF。三项现金10Y CAGR：FY15基期为负。
*流量/股据披露的A+B基本加权平均股数；参与分配奖励可能排除。期末股数另列。-- = 零/缺失/NM。
*并购净现金含Rialto收购，不含贷款/REO组合及非现金对价；FY10/21/22尚未解决。
*普通股回购/分红据CF现金流；回购含员工代扣，非现金交换除外。按揭覆盖率为服务地区获贷买家。
*住宅ROIC估计：核心EBIT加回销售成本利息，扣全部总部费用；仅联邦税率；平均住宅资本扣现金/JV。非合并ROIC。
*标题栏为FY25流量/账面值；股息率为除息日TTM。TR持有LEN+MRP，现金股息除息日再投，税前。图价重建；FY13低价差异待核。

财务实力	--
股价稳定性	--
股价增长持续性	--
现金生成稳定性	--

年报其语：全平台同名
搜索·关注·订阅