

吾悦模式量效齐升, 模式创新推动深度运营

投资要点

- **营收利润稳步攀升, 商管毛利占比提升至 16.8%**。2021H1 公司营收 791 亿元(+110%), 归母净利润 43 亿元(+34%), 扣非归母净利润 38 亿元(+38%)。毛利率为 19.6%(-6.4pp), 净利率为 6.1%(-4.1pp), 利润率有所下降。商管业务营收 36.4 亿元(+67.5%), 毛利率 70.6%(-1.1pp), 毛利占比已提升至 16.8%; 地产开发销售业务营收 742.7 亿元(+116%), 毛利率 17.1%(-6.3pp)。
- **吾悦模式量效齐升, 创新商业模式推动深度运营**。公司商业运营轻重并举, 推动规模提升, 截止 2021H1 期末公司已布局吾悦广场 174 座, 已开业及管理输出 105 座, 已开业面积为 951 万方(+62.1%), 租金收入 36.7 亿元(+72.9%), 新获取 18 座, 新开业 5 座, 其中湖北孝感吾悦广场实现轻资产运营完整闭环。公司由传统租赁模式逐渐转为“自营+联营+租赁”创新商业模式, 推出“星光计划”使商场收益与品牌商家业绩直接挂钩, 进而提升经营质量, 2021H1 公司出租率达 97.1%; 客流量达 4.96 亿人次(+118%); 销售总额达 273 亿元(+134%); 会员数达 1237 万人(较 2020 年末增长 26%), 影响力大幅提升。
- **合同销售稳定增长, 保持合理强度拿地, 土储充沛布局均衡**。2021H1 公司合同销售额 1177 亿元(+20.7%), 完成全年计划的 45%; 销售面积 1087 万方(+23.9%)。报告期拿地金额 626 亿元(+14.5%), 拿地面积 1832 万平方米(-4.0%); 拿地/销售金额比为 53%, 保持合理强度; 新增土地楼面价为 3420 元/平, 有效保障利润空间。公司土储充沛质高均衡, 期末总土储达 1.5 亿平, 其中一二线占比 38%, 长三角三四线占比 29%, 其他地区三四线占比 33%。
- **财务健康融资成本再下降, Reits 有望打造新增长点**。期末公司在手现金 552 亿元, 剔除预负债率 75.5%, 净负债率 60.5%, 不受限现金短债比 1.44 倍。国际有所评级提升, 穆迪提至 Ba1, 惠誉标普提至 BB+; 公司积极融资且成本下降, 整体融资成本为 6.60%(较 20 年 6.72% 下降 0.12pp)。公司拟设立新加坡 Reits, 打造“私募+Reits”模式以推动轻资产化, 有望打造新增长点。
- **盈利预测与投资建议**。预计公司 2021-2023 年归母净利润复合增速为 18.1%, 考虑到商住模式越发受到市场认可, 拿地成本优势显著且运营量质双升, 我们维持“买入”评级, 维持目标价 67.60 元。
- **风险提示**: 商业勾地过度竞争; 公司销售额下行; 低线城市租金水平不稳定。

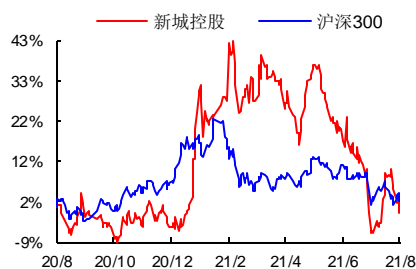
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	145475.23	182315.53	224089.92	268681.67
增长率	69.46%	25.32%	22.91%	19.90%
归属母公司净利润(百万元)	15255.80	19091.16	22430.99	25198.21
增长率	20.56%	25.14%	17.49%	12.34%
每股收益 EPS(元)	6.75	8.45	9.92	11.15
净资产收益率 ROE	20.05%	20.97%	20.79%	19.85%
PE	7	5.4	4.6	4.1
PB	1.25	1.05	0.89	0.75

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛
执业证号: S1250519080004
电话: 021-58351679
邮箱: smg@swsc.com.cn
联系人: 池天惠
电话: 13003109597
邮箱: cth@swsc.com.cn
联系人: 刘洋
电话: 18019200867
邮箱: ly21@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	22.61
流通 A 股(亿股)	22.54
52 周内股价区间(元)	31.58-51.2
总市值(亿元)	756.40
总资产(亿元)	5,714.24
每股净资产(元)	22.43

相关研究

1. 新城控股(601155): 商住稀缺成长龙头, 吾悦享受消费红利 (2021-04-30)
2. 新城控股(601155): 双轮驱动财务健康, 吾悦步入百店时代 (2021-03-28)
3. 新城控股(601155): 10月销售业绩超预期, 推盘显著提速 (2020-11-16)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	145475.23	182315.53	224089.92	268681.67	净利润	16465.73	20437.79	24078.43	27024.41
营业成本	111291.59	140251.72	172489.94	208309.28	折旧与摊销	326.11	305.81	315.07	325.04
营业税金及附加	5669.27	7292.62	8963.60	10747.27	财务费用	969.95	1066.95	1013.60	962.92
销售费用	5490.83	7292.62	8963.60	10747.27	资产减值损失	-1597.02	-1756.72	-1405.38	-1545.92
管理费用	4018.70	6061.72	7030.58	8597.49	经营营运资本变动	-24502.61	-4332.93	24292.35	14907.37
财务费用	969.95	1066.95	1013.60	962.92	其他	8719.72	-3344.38	-3828.19	-3761.25
资产减值损失	-1597.02	-1756.72	-1405.38	-1545.92	经营活动现金流净额	381.87	12376.51	44465.87	37912.57
投资收益	3081.05	2588.08	2613.96	2744.66	资本支出	-236.97	-100.00	-130.00	-130.00
公允价值变动损益	2523.89	2608.39	2586.67	2583.45	其他	-15733.24	-4490.72	-5369.47	-6213.20
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-15970.20	-4590.72	-5499.47	-6343.20
营业利润	22018.46	27303.10	32234.62	36191.48	短期借款	-220.30	150.30	-54.00	22.00
其他非经营损益	218.25	200.63	206.50	204.54	长期借款	19254.48	1000.00	1250.00	1152.00
利润总额	22236.71	27503.73	32441.12	36396.02	股权融资	-345.30	4.86	0.00	0.00
所得税	5770.98	7065.94	8362.69	9371.61	支付股利	-3835.70	-4576.74	-5727.35	-6729.30
净利润	16465.73	20437.79	24078.43	27024.41	其他	-135.28	10826.72	11505.52	11662.53
少数股东损益	1209.93	1346.62	1647.44	1826.21	筹资活动现金流净额	14717.89	7405.14	6974.17	6107.24
归属母公司股东净利润	15255.80	19091.16	22430.99	25198.21	现金流量净额	-1035.90	15190.93	45940.56	37676.61
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	62423.60	77614.53	123555.09	161231.70	成长能力				
应收和预付款项	60345.19	71932.86	88479.78	106255.52	销售收入增长率	69.46%	25.32%	22.91%	19.90%
存货	270579.80	291528.61	316106.40	351125.77	营业利润增长率	24.77%	24.00%	18.06%	12.28%
其他流动资产	24517.43	30703.56	37718.21	45205.94	净利润增长率	23.52%	24.12%	17.81%	12.23%
长期股权投资	22326.19	22326.19	22326.19	22326.19	EBITDA 增长率	23.60%	23.00%	17.04%	11.67%
投资性房地产	88291.50	97120.65	106832.72	117515.99	获利能力				
固定资产和在建工程	2226.12	2131.83	2051.13	1963.31	毛利率	23.50%	23.07%	23.03%	22.47%
无形资产和开发支出	1019.81	913.72	814.78	712.99	三费率	7.20%	7.91%	7.59%	7.56%
其他非流动资产	6023.19	6875.81	7728.42	8581.03	净利率	11.32%	11.21%	10.74%	10.06%
资产总计	537752.83	601147.76	705612.71	814918.44	ROE	20.05%	20.97%	20.79%	19.85%
短期借款	449.70	600.00	546.00	568.00	ROA	3.06%	3.40%	3.41%	3.32%
应付和预收款项	77174.27	110841.97	136013.28	163998.64	ROIC	-296.10%	223.28%	1136.49%	-193.07%
长期借款	43623.25	44623.25	45873.25	47025.25	EBITDA/销售收入	16.03%	15.73%	14.98%	13.95%
其他负债	334367.14	347604.22	407350.79	467202.05	营运能力				
负债合计	455614.37	503669.45	589783.32	678793.94	总资产周转率	0.29	0.32	0.34	0.35
股本	2255.74	2260.60	2260.60	2260.60	固定资产周转率	80.04	114.04	148.28	188.29
资本公积	2334.03	2334.03	2334.03	2334.03	应收账款周转率	356.65	463.62	459.62	454.49
留存收益	45095.96	59610.39	76314.02	94782.93	存货周转率	0.44	0.49	0.56	0.62
归属母公司股东权益	50590.79	64584.01	81287.65	99756.55	销售商品提供劳务收到现金营业收入	104.96%	—	—	—
少数股东权益	31547.68	32894.30	34541.74	36367.95	资本结构				
股东权益合计	82138.47	97478.31	115829.39	136124.50	资产负债率	84.73%	83.78%	83.58%	83.30%
负债和股东权益合计	537752.83	601147.76	705612.71	814918.44	带息债务/总负债	14.97%	15.76%	15.35%	14.99%
					流动比率	1.11	1.14	1.16	1.18
					速动比率	0.39	0.44	0.51	0.55
					股利支付率	25.14%	23.97%	25.53%	26.71%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	23314.52	28675.85	33563.28	37479.43	每股收益	6.75	8.45	9.92	11.15
PE	6.72	5.37	4.57	4.07	每股净资产	36.33	43.12	51.24	60.22
PB	1.25	1.05	0.89	0.75	每股经营现金	0.17	5.47	19.67	16.77
PS	0.71	0.56	0.46	0.38	每股股利	1.70	2.02	2.53	2.98
EV/EBITDA	-6.11	-6.01	-7.02	-7.82					
股息率	3.74%	4.46%	5.58%	6.56%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn