

## 新城控股（601155）

# 2024 年报点评：减值下降促利润企稳，商管稳增助穿越周期

买入（维持）

2025 年 04 月 01 日

证券分析师 房诚琦

执业证书：S0600522100002

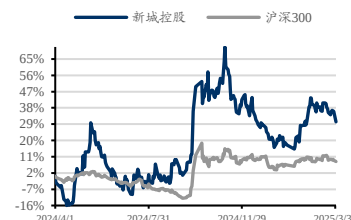
fangcq@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值       | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
|---------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元）    | 119174  | 88999   | 72178   | 65141  | 59734  |
| 同比（%）         | 3.22    | (25.32) | (18.90) | (9.75) | (8.30) |
| 归母净利润（百万元）    | 737.10  | 752.39  | 773.90  | 812.60 | 869.40 |
| 同比（%）         | (47.12) | 2.07    | 2.86    | 5.00   | 6.99   |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 0.33    | 0.33    | 0.34    | 0.36   | 0.39   |
| P/E（现价&最新摊薄）  | 39.97   | 39.15   | 38.06   | 36.25  | 33.88  |

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年年报。2024 年公司实现营收 890.0 亿元，同比下降 25.3%；归母净利润 7.5 亿元，同比增长 2.1%。
- **房地产开发业务结转规模下降拖累营收，物业出租及管理业务稳中有升。**2024 年公司营业收入同比下降 25.3%，其中房地产开发销售/物业出租及管理业务分别实现营收 760.4 亿元/120.3 亿元，同比分别-29.25%/+13.2%。公司营业收入下滑而归母净利润小幅增长的原因为公司资产减值损失同比减少 62.3%至 20.2 亿元。
- **积极促进销售回款，提升货值变现能力。**2024 年公司实现销售面积 538.8 万平方米，同比下降 44.4%；实现销售额 401.7 亿元，同比下降 47.1%，位居克而瑞房企销售榜单 TOP25 梯队；公司积极促进销售回款，2024 年全口径销售回款 411.3 亿元，回款率超 100%。
- **商管业务运营能力持续提升，轻重并举稳中有进。**2024 年公司商业运营总收入 128.1 亿元，同比增长 13.1%；物业出租及管理毛利率 70.2%，同比提升 0.3pct；商业零售额（不含车辆销售）905 亿元，同比增长 19%；公司新开业吾悦广场 15 座，商业新开业数量全国排名第三。截至 2024 年底，吾悦商管在全国 136 个城市已布局 200 座综合体（在营 173 座），已开业吾悦广场面积达 1600 万平方米，位居克而瑞商业地产排行榜 TOP3 梯队；管理输出项目规模超 40 个，管理资产规模超行业平均水平 30%；吾悦商管出租率达 98.0%，展现出公司作为全国性商业地产头部企业穿越周期的能力。
- **经营性现金流持续净流入，融资成本进一步压降。**2024 年公司经营性净现金 15.1 亿元，连续多年实现净流入。2024 年公司新增以吾悦广场为抵押物的经营性物业贷及其他融资约 205 亿元，加权本金平均利率为 4.97%，抵押率约 50%。截至 2024 年底，公司融资总额 536.5 亿元，整体平均融资成本下降 28bp 至 5.92%。
- **盈利预测与投资评级：**公司商业运营能力持续提升，商管业务规模稳步扩张，有望带动公司业绩向好并穿越周期。我们基本维持公司 2025/2026 年归母净利润至 7.7/8.1 亿元，新增 2027 年归母净利润为 8.7 亿元，对应 EPS 为 0.34/0.36/0.39 元，对应 PE 分别为 38.1X/36.3X/33.9X。公司轻重并举，聚焦高能级城市，商业运营稳健，作为优质民企，融资环境有所改善，我们看好公司中长期发展，维持“买入”评级。
- **风险提示：**毛利率修复不及预期；市场景气度恢复不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 收盘价(元)        | 12.50      |
| 一年最低/最高价      | 7.95/16.70 |
| 市净率(倍)        | 0.46       |
| 流通 A 股市值(百万元) | 28,195.29  |
| 总市值(百万元)      | 28,195.29  |

### 基础数据

|             |          |
|-------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 26.99    |
| 资产负债率(%，LF) | 73.09    |
| 总股本(百万股)    | 2,255.62 |
| 流通 A 股(百万股) | 2,255.62 |

### 相关研究

《新城控股(601155)：现金流压力逐步缓解，经营性业务稳健发展》

2024-12-26

《新城控股(601155)：2023 年报点评：商业业绩贡献度持续提升，维持正向经营性现金流》

2024-03-30

新城控股三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)      |                |                |                |                | 利润表 (百万元)       |               |               |               |               |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2024A          | 2025E          | 2026E          | 2027E          |                 | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
| <b>流动资产</b>      | <b>152,678</b> | <b>129,353</b> | <b>115,042</b> | <b>112,449</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>88,999</b> | <b>72,178</b> | <b>65,141</b> | <b>59,734</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 10,322         | 10,714         | 8,832          | 9,101          | 营业成本(含金融类)      | 71,373        | 57,814        | 52,165        | 47,793        |
| 经营性应收款项          | 3,362          | 2,340          | 2,137          | 2,332          | 税金及附加           | 2,313         | 1,877         | 1,694         | 1,511         |
| 存货               | 97,008         | 79,361         | 71,654         | 71,188         | 销售费用            | 3,965         | 3,219         | 2,905         | 2,569         |
| 合同资产             | 0              | 0              | 0              | 0              | 管理费用            | 2,758         | 2,238         | 2,019         | 1,852         |
| 其他流动资产           | 41,987         | 36,937         | 32,418         | 29,828         | 研发费用            | 7             | 14            | 21            | 12            |
| <b>非流动资产</b>     | <b>154,514</b> | <b>154,986</b> | <b>155,382</b> | <b>155,693</b> | 财务费用            | 3,311         | 1,602         | 1,540         | 1,502         |
| 长期股权投资           | 20,991         | 19,991         | 18,991         | 17,991         | 加:其他收益          | 10            | 95            | 85            | 78            |
| 固定资产及使用权资产       | 3,389          | 3,770          | 4,075          | 4,297          | 投资净收益           | 320           | 260           | 235           | 215           |
| 在建工程             | 1,376          | 1,476          | 1,576          | 1,676          | 公允价值变动          | 71            | 0             | 0             | 0             |
| 无形资产             | 1,045          | 1,006          | 967            | 928            | 减值损失            | (2,700)       | (2,406)       | (1,801)       | (1,223)       |
| 商誉               | 0              | 0              | 0              | 0              | 资产处置收益          | (1)           | 87            | 78            | 72            |
| 长期待摊费用           | 110            | 120            | 131            | 141            | <b>营业利润</b>     | <b>2,972</b>  | <b>3,449</b>  | <b>3,394</b>  | <b>3,637</b>  |
| 其他非流动资产          | 127,603        | 128,622        | 129,641        | 130,660        | 营业外净收支          | (65)          | 0             | 0             | 0             |
| <b>资产总计</b>      | <b>307,193</b> | <b>284,340</b> | <b>270,423</b> | <b>268,142</b> | <b>利润总额</b>     | <b>2,906</b>  | <b>3,449</b>  | <b>3,394</b>  | <b>3,637</b>  |
| <b>流动负债</b>      | <b>167,745</b> | <b>143,004</b> | <b>129,600</b> | <b>128,565</b> | 减:所得税           | 2,186         | 2,311         | 2,206         | 2,385         |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 12,443         | 12,643         | 12,843         | 13,043         | <b>净利润</b>      | <b>720</b>    | <b>1,138</b>  | <b>1,188</b>  | <b>1,253</b>  |
| 经营性应付款项          | 46,666         | 27,049         | 25,354         | 31,328         | 减:少数股东损益        | (32)          | 364           | 375           | 383           |
| 合同负债             | 55,309         | 70,734         | 63,838         | 58,539         | <b>归属母公司净利润</b> | <b>752</b>    | <b>774</b>    | <b>813</b>    | <b>869</b>    |
| 其他流动负债           | 53,328         | 32,578         | 27,565         | 25,655         | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 0.33          | 0.34          | 0.36          | 0.39          |
| 非流动负债            | 56,775         | 55,075         | 53,375         | 50,875         | EBIT            | 6,276         | 5,051         | 4,934         | 5,140         |
| 长期借款             | 31,757         | 29,257         | 26,757         | 24,257         | EBITDA          | 6,608         | 5,293         | 5,248         | 5,532         |
| 应付债券             | 9,904          | 10,404         | 10,904         | 10,904         | 毛利率(%)          | 19.80         | 19.90         | 19.92         | 19.99         |
| 租赁负债             | 1,225          | 1,525          | 1,825          | 1,825          | 归母净利率(%)        | 0.85          | 1.07          | 1.25          | 1.46          |
| 其他非流动负债          | 13,888         | 13,888         | 13,888         | 13,888         | 收入增长率(%)        | (25.32)       | (18.90)       | (9.75)        | (8.30)        |
| <b>负债合计</b>      | <b>224,520</b> | <b>198,079</b> | <b>182,975</b> | <b>179,440</b> | 归母净利润增长率(%)     | 2.07          | 2.86          | 5.00          | 6.99          |
| 归属母公司股东权益        | 60,869         | 64,092         | 64,905         | 65,774         |                 |               |               |               |               |
| 少数股东权益           | 21,804         | 22,168         | 22,544         | 22,927         |                 |               |               |               |               |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>82,673</b>  | <b>86,261</b>  | <b>87,449</b>  | <b>88,701</b>  |                 |               |               |               |               |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>307,193</b> | <b>284,340</b> | <b>270,423</b> | <b>268,142</b> |                 |               |               |               |               |

| 现金流量表 (百万元) |         |         |         |         | 重要财务与估值指标       |       |       |       |       |
|-------------|---------|---------|---------|---------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |                 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 经营活动现金流     | 1,512   | 1,618   | 1,768   | 4,663   | 每股净资产(元)        | 26.99 | 28.41 | 28.77 | 29.16 |
| 投资活动现金流     | 1,350   | (367)   | (397)   | (416)   | 最新发行在外股份(百万股)   | 2,256 | 2,256 | 2,256 | 2,256 |
| 筹资活动现金流     | (9,088) | (3,308) | (3,253) | (3,978) | ROIC(%)         | 1.10  | 1.20  | 1.23  | 1.27  |
| 现金净增加额      | (6,226) | (2,057) | (1,882) | 269     | ROE-摊薄(%)       | 1.24  | 1.21  | 1.25  | 1.32  |
| 折旧和摊销       | 332     | 241     | 314     | 392     | 资产负债率(%)        | 73.09 | 69.66 | 67.66 | 66.92 |
| 资本开支        | (1,902) | (597)   | (602)   | (602)   | P/E (现价&最新股本摊薄) | 39.15 | 38.06 | 36.25 | 33.88 |
| 营运资本变动      | (4,999) | (3,630) | (2,976) | 404     | P/B (现价)        | 0.48  | 0.46  | 0.45  | 0.45  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>