

新城控股 (601155.SH)

持有型业务托举业绩，债务压力逐步消化

核心观点：

- **商业毛利贡献接近 50%，减值相对充分。**根据公司年报，24 年新城实现营业收入 890 亿元，同比下降 25%，归母净利润 7.5 亿元，同比增长 2%，不分红、不送红股。收入与利润之间同比反向变动主要受商业贡献度提升、资产减值规模下降、所得税减少影响。24 年公司商业毛利占比提升 15pct 至 48%，截至 24 年末公司预收账款 610 亿元，同比下降 48%，预计开发收缩、商业规模上行态势仍旧将持续。24 年公司计提减值 27 亿元，21 年以来累计减值 202 亿元，占期间平均存货比例达 11.6%，在主流房企中居首，减值计提较为充分。
- **销售规模下降均价回升，计划开工继续收缩。**24 年公司销售 402 亿元，同比下降 47%，受销售策略调整折扣收回，24H2 销售均价较 24H1 提升 8%。公司连续三年几乎无新增土储，在手资源快速收缩，25 年计划新开工 170 万方，较 24 年实际完成量下降 39%，预计 25 年销售规模仍将持续下滑。
- **有息负债继续压降，无抵押信用债规模显著收缩。**24 年末公司账面有息负债 536.5 亿元，同比下降 6%，综合融资成本首次降到 6% 以下（5.92%），无抵押公开债务规模收缩，目前控股及发展两个平台合计仅剩 10 亿美元境外债，其中 25 年 7 月、10 月分别到期 3 亿美元，26 年 5 月到期 4 亿美元，偿债压力显著降低。
- **盈利预测与投资建议。**当前公司现金流基本安全，连续三年的暂停拿地使得公司开发业务规模收缩，但商业运营的稳步拓展一定程度上稳定整体盈利表现。预计 25-26 年归母净利润 8.2 亿元/11.1 亿元，同比分别+8%、+36%，给予公司对应 24 年末净资产 0.6x 倍 PB 合理估值，对应 16.19 元/股合理价值，维持“买入”评级。
- **风险提示。**基本面不及预期，包括行业政策面改善力度不及预期等；融资收紧；供给侧改革出清影响情绪，民营房企融资及经营环境恶化。

盈利预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	119174	88999	53207	45431	40741
增长率(%)	3.2%	-25.3%	-40.2%	-14.6%	-10.3%
EBITDA(百万元)	13817	11227	7869	7406	8162
归母净利润(百万元)	737	752	815	1105	1336
增长率(%)	-47%	2%	8.3%	35.6%	20.9%
EPS（元/股）	0.33	0.33	0.36	0.49	0.59
市盈率（P/E）	35.9	35.2	32.5	24.0	19.8
ROE(%)	1.2%	1.2%	1.3%	1.8%	2.1%
EV/EBITDA	4.6	6.3	8.0	7.4	5.6

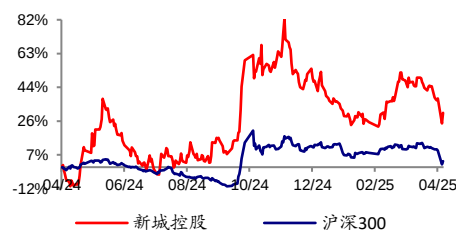
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	11.74 元
合理价值	16.19 元
前次评级	买入
报告日期	2025-04-08

相对市场表现



分析师：

郭镇



SAC 执证号：S0260514080003



SFC CE No. BNN906



021-38003639

分析师：

谢淼



SAC 执证号：S0260522070007



SFC CE No. BVB342



021-38003637

xiemiao@gf.com.cn

相关研究：

目录索引

一、商业毛利贡献接近 50%，减值相对充分	4
二、销售规模下降均价回升，计划开工继续收缩	7
三、有息负债继续压降，无抵押信用债规模显著收缩	8
四、盈利预测和投资建议	10
五、风险提示	11

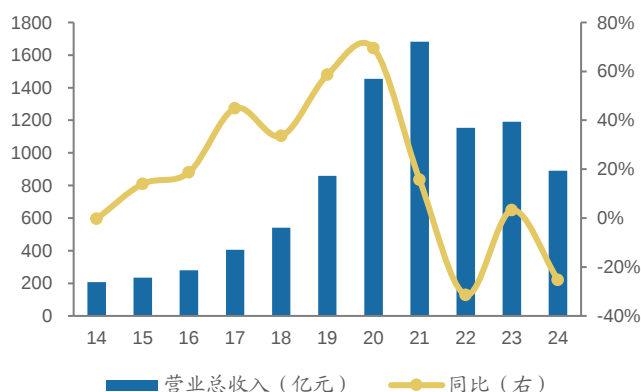
图表索引

图 1: 新城控股营业收入 (亿元) 及增速	4
图 2: 新城控股归母净利润 (亿元) 及增速	4
图 3: 新城控股扣非归母净利润 (亿元) 及增速	4
图 4: 新城控股地产结算金额 (亿元) 及增速	4
图 5: 新城控股已售未结金额 (亿元) 及覆盖倍数	5
图 6: 新城控股全口径竣工面积 (万方) 及增速	5
图 7: 新城控股商业运营收入 (亿元) 及商场开业数	5
图 8: 新城控股已开业商场面积 (万方) 及出租率	5
图 9: 新城控股开发、商业运营毛利占比	5
图 10: 新城控股整体、开发业务、商业运营毛利率	5
图 11: 新城控股销售管理费用率及财务费用率	6
图 12: 新城控股合联营公司投资收益 (亿元)	6
图 13: 新城控股所得税 (亿元) 及占利润总额比例	7
图 14: 新城控股净利率及归母净利率	7
图 15: 新城控股销售金额 (亿元) 及增速	8
图 16: 新城控股分季度销售均价 (元/平)	8
图 17: 新城控股未售面积 (万方) 及去化周期	8
图 18: 新城控股新开工面积 (万方) 及增速	8
图 19: 新城控股有息负债 (亿元) 及增速	8
图 20: 新城控股有息负债结构拆分 (亿元)	8
图 21: 新城控股现金短债比	9
图 22: 新城控股净负债率及扣预资产负债率	9
图 23: 新城控股投资性房地产 (亿元) 及抵押比例	9
 表 1: 主流房企 21 年以来累计减值规模及占存货比例	6
表 2: 新城控股及发展未到期无抵押信用债	9
表 3: 新城控股盈利预测	10
表 4: 可比公司估值表	11

一、商业毛利贡献接近 50%，减值相对充分

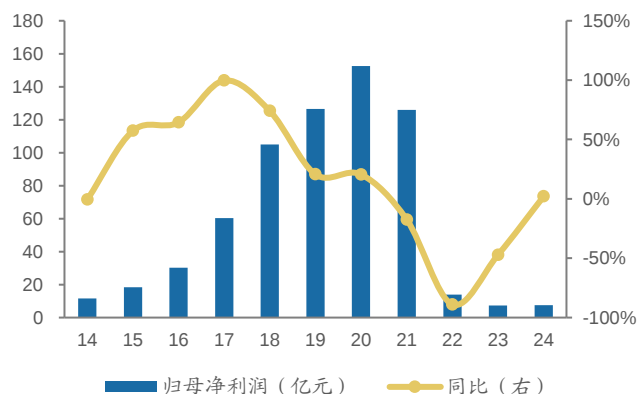
根据公司年报，24年新城控股实现营业收入890.0亿元，同比下降25.3%，营业利润29.7亿元，同比下降33.6%，净利润7.2亿元，同比增长28.7%，归母净利润7.5亿元，同比增长2.1%，扣非归母净利润8.7亿元，同比增长183.1%。由于公司近年现金流压力持续，因此24年依然不分红、不送红股。

图 1：新城控股营业收入（亿元）及增速



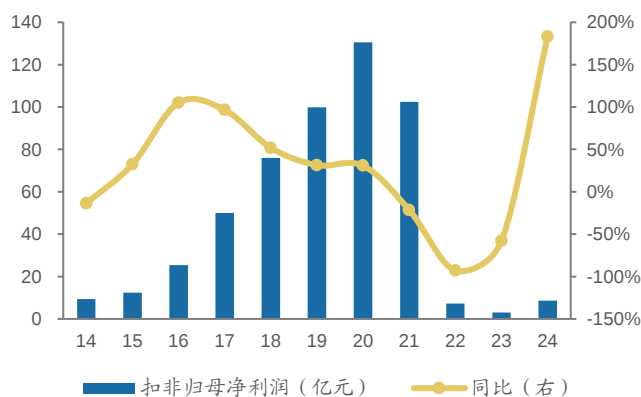
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 2：新城控股归母净利润（亿元）及增速



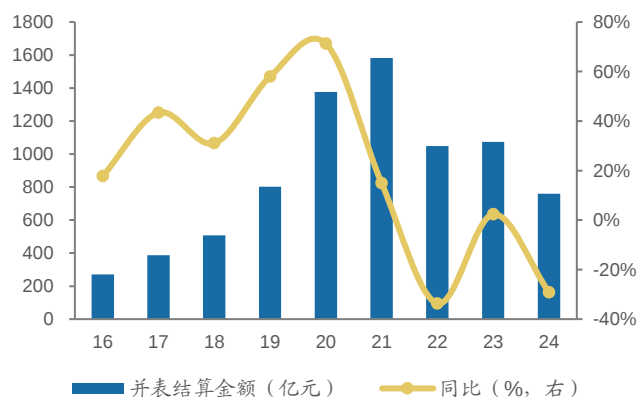
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 3：新城控股扣非归母净利润（亿元）及增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

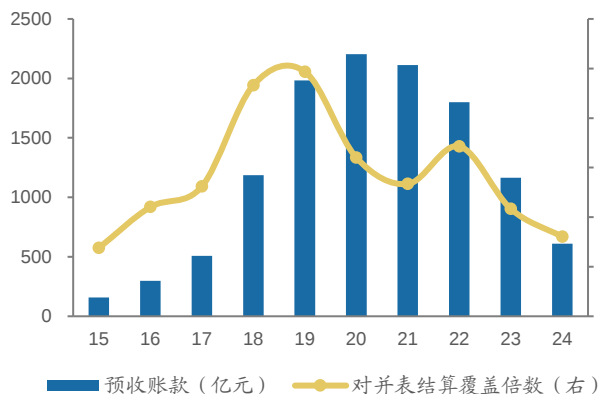
图 4：新城控股地产结算金额（亿元）及增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

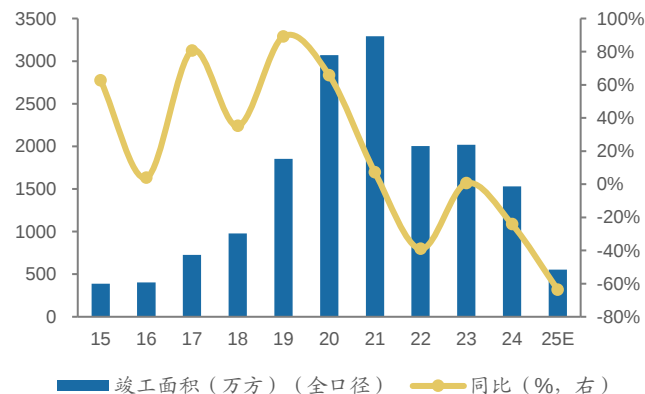
收入与利润之间同比反向变动主要受商业贡献度提升、资产减值规模下降、所得税减少影响。收入方面，24年公司依然处于开发业务规模下降、商业收入规模上升的变化过程中。24年地产结算收入760亿元，同比下降29%，商业运营收入120亿元，同比上升13%，占比提升至14%，较23年上升5pct。从毛利来看，24年公司开发业务毛利89亿元，同比下降40%，商业毛利84亿元，同比上升14%，占比提升15pct至48%。

图 5：新城控股已售未结金额（亿元）及覆盖倍数



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

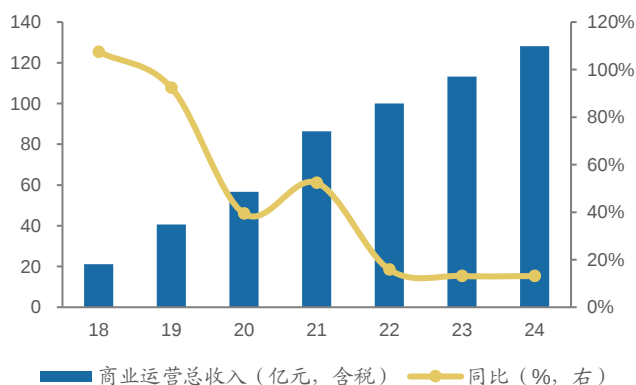
图 6：新城控股全口径竣工面积（万方）及增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

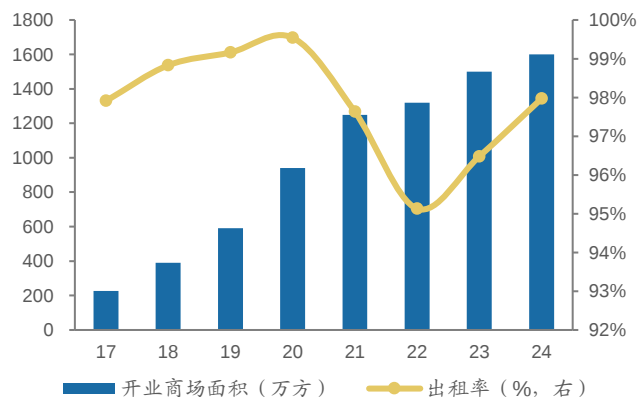
截至24年末公司预收账款610亿元，同比下降48%，较24年结算覆盖倍数降至0.8倍，25年计划竣工555万方，较24年实际完成量1529万方下降64%。考虑到21年以来公司销售拿地情况，预计未来一段时间公司仍将延续开发业务规模收缩、商业运营规模上行的态势，25年商业贡献毛利大概率超过开发业务毛利规模。

图 7：新城控股商业运营收入（亿元）及增速



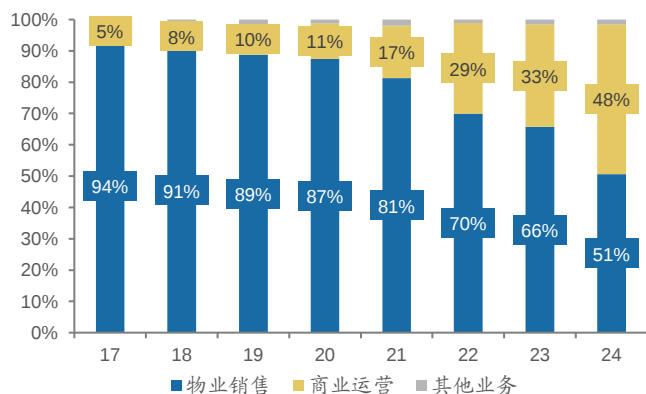
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 8：新城控股已开业商场面积（万方）及出租率



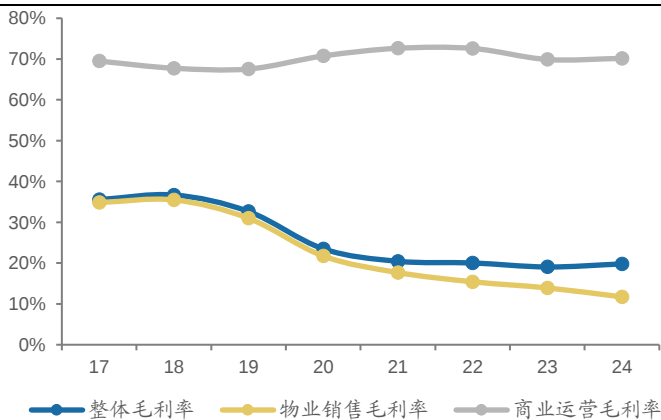
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 9：新城控股开发、商业运营毛利占比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

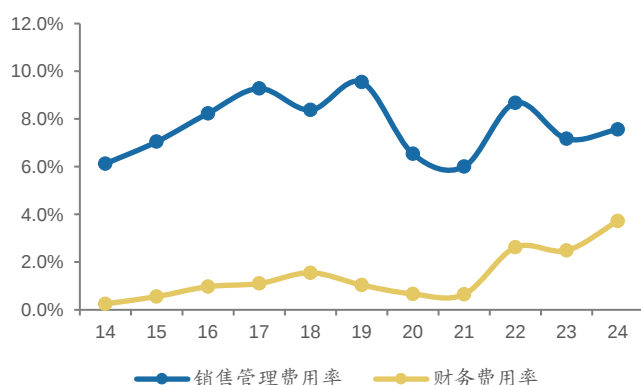
图 10：新城控股整体、开发业务、商业运营毛利率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

利润率方面，24年公司整体毛利率、地产结算毛利率、商业运营毛利率分别为19.8%、11.7%、70.2%，其中地产结算毛利率下降2.2pct，整体毛利率在商业等非住业务毛利率带动下上升0.8pct，商业毛利率上升0.3pct。费用率来看，24年公司营收口径销售费率、财务费率分别为7.6%、3.7%，同比分别上升0.4pct、1.2pct。

图 11: 新城控股销售管理费用率及财务费用率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 12: 新城控股合联营公司投资收益 (亿元)



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表 1: 主流房企21年以来累计减值规模及占存货比例

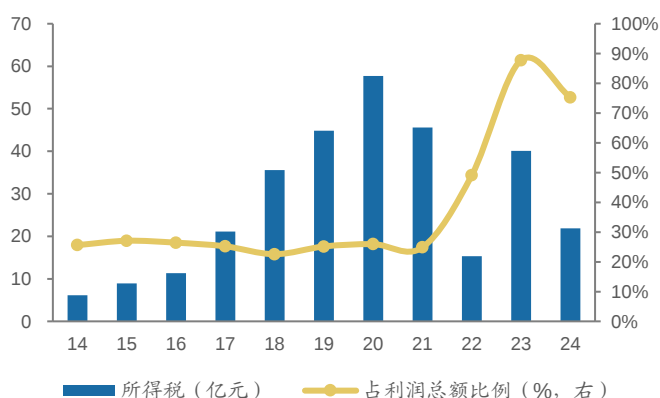
公司简称	资产减值规模 (亿元)				21 至 24 累计减值	期末存货 (亿元)				21 至 24 平均存货	资产减值规模/期末存货				
	21	22	23	24		21	22	23	24		21	22	23	24	21 至 24
新城控股	53.0	61.4	60.7	27.0	202.2	2504	2044	1425	970	1736	2.1%	3.0%	4.3%	2.8%	11.6%
金地集团	14.5	47.3	33.7	62.8	158.2	1888	1510	1329	838	1391	0.8%	3.1%	2.5%	7.5%	11.4%
中国金茂	10.1	59.5	48.6	14.6	132.8	1875	1917	1845	1772	1852	0.5%	3.1%	2.6%	0.8%	7.2%
万科 A	37.9	9.3	38.7	335.7	421.6	10756	9071	7017	5190	8008	0.4%	0.1%	0.6%	6.5%	5.3%
华润置地	39.6	44.2	70.7	75.0	229.5	4030	4960	5247	4412	4662	1.0%	0.9%	1.3%	1.7%	4.9%
招商蛇口	44.5	64.6	24.2	60.3	193.6	4176	4115	4167	3692	4038	1.1%	1.6%	0.6%	1.6%	4.8%
中海宏洋	2.4	26.7	15.7	6.7	51.6	1364	1319	1071	844	1149	0.2%	2.0%	1.5%	0.8%	4.5%
建发国际	12.7	40.6	18.8	38.3	110.4	2312	2585	2709	2470	2519	0.5%	1.6%	0.7%	1.5%	4.4%
越秀地产	16.5	14.2	15.8	39.0	85.6	1855	2184	2477	2328	2211	0.9%	0.7%	0.6%	1.7%	3.9%
绿城中国	4.6	15.7	16.2	50.6	87.1	2851	2847	2865	2520	2771	0.2%	0.6%	0.6%	2.0%	3.1%
华发股份	0.9	8.4	16.4	19.7	45.4	2174	2435	2750	2480	2460	0.0%	0.3%	0.6%	0.8%	1.8%
中海外	0.0	28.5	0.0	16.1	44.6	4506	4888	4876	4543	4703	0.0%	0.6%	0.0%	0.4%	0.9%
保利置业	-4.4	5.2	1.7	7.1	9.6	1209	1319	1344	1255	1282	-0.4%	0.4%	0.1%	0.6%	0.7%
龙湖集团	0.0	0.0	10.1	9.9	20.1	4055	3255	2548	2210	3017	0.0%	0.0%	0.4%	0.4%	0.7%
中国奥园	332.9	12.4	24.1	186.0	555.4	1527	1429	1256	959	1293	21.8%	0.9%	1.9%	19.4%	43.0%
远洋集团	4.0	92.3	135.5	92.6	324.4	1056	948	766	672	860	0.4%	9.7%	17.7%	13.8%	37.7%
佳兆业	92.2	29.3	36.7	115.9	274.2	1015	1087	924	916	985	9.1%	2.7%	4.0%	12.7%	27.8%
时代中国	8.5	83.6	28.1	62.6	182.8	905	796	634	451	696	0.9%	10.5%	4.4%	13.9%	26.2%
雅居乐	18.6	75.8	51.5	58.3	204.2	1250	1069	958	769	1012	1.5%	7.1%	5.4%	7.6%	20.2%

正荣地产	11.7	102.3	58.0	36.9	209.0	1426	1233	942	629	1057	0.8%	8.3%	6.2%	5.9%	19.8%
世茂集团	324.8	13.7	51.3	125.5	515.3	3329	3232	2765	2185	2878	9.8%	0.4%	1.9%	5.7%	17.9%
融创中国	503.5	148.5	264.3	85.0	1001.3	6806	6420	5771	5163	6040	7.4%	2.3%	4.6%	1.6%	16.6%
龙光集团	0.0	92.3	60.3	62.8	215.4	1171	1481	1499	1218	1342	0.0%	6.2%	4.0%	5.2%	16.0%
碧桂园	16.5	53.6	1217	62.7	1349.5	11123	9708	7541	5930	8576	0.1%	0.6%	16.1%	1.1%	15.7%
旭辉控股	0.6	68.4	91.1	18.0	178.1	1883	1842	1183	849	1439	0.0%	3.7%	7.7%	2.1%	12.4%
富力地产	129.9	14.7	45.8	34.5	224.8	2023	1918	1805	1652	1849	6.4%	0.8%	2.5%	2.1%	12.2%
合景泰富	4.1	19.1	25.4	22.9	71.4	762	783	685	621	713	0.5%	2.4%	3.7%	3.7%	10.0%
中梁控股	7.3	17.2	27.8	6.1	58.4	1533	1371	957	589	1113	0.5%	1.3%	2.9%	1.0%	5.3%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

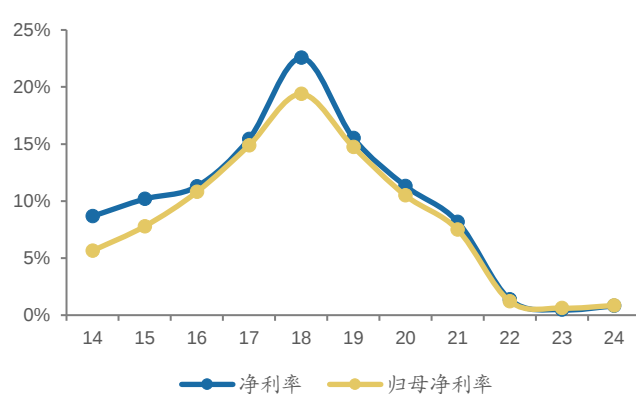
减值方面，24年公司计提资产及信用减值27亿元，较23年少减值34亿元，21年以来累计减值202亿元，占期间平均存货比例达11.6%，在主流房企中居首，减值计提较为充分。此外，公司24年所得税规模较23年下降46%，是利润增速转正的主要原因。

图 13：新城控股所得税（亿元）及占利润总额比例



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 14：新城控股净利率及归母净利率



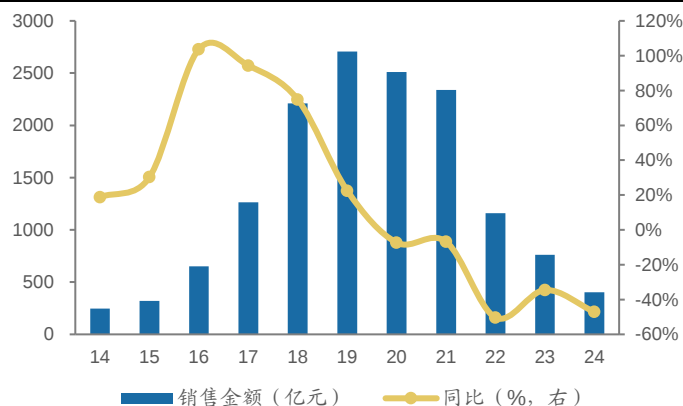
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

二、销售规模下降均价回升，计划开工继续收缩

经营方面，24年公司实现销售规模402亿元，同比下降47%，其中面积下降44%，均价下降5%，24年8月以来公司现金流压力缓解，销售策略调整折扣收回，24H2销售均价较24H1提升8%。

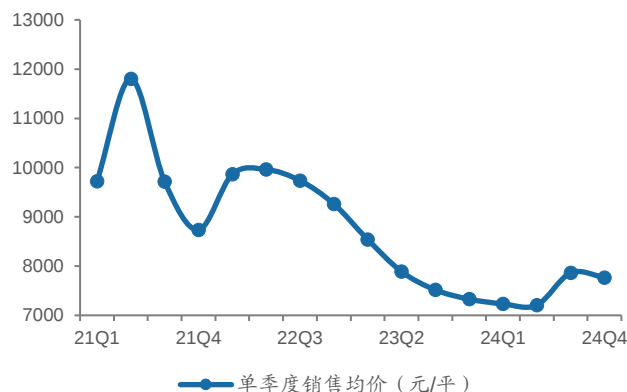
可售资源来看，公司连续三年几乎无新增土储，24年末公司在建土储面积1934万方，同比下降47%，25年计划新开工170万方，较24年实际完成量下降39%，预计25年销售规模仍将持续下滑。

图 15: 新城控股销售金额 (亿元) 及增速



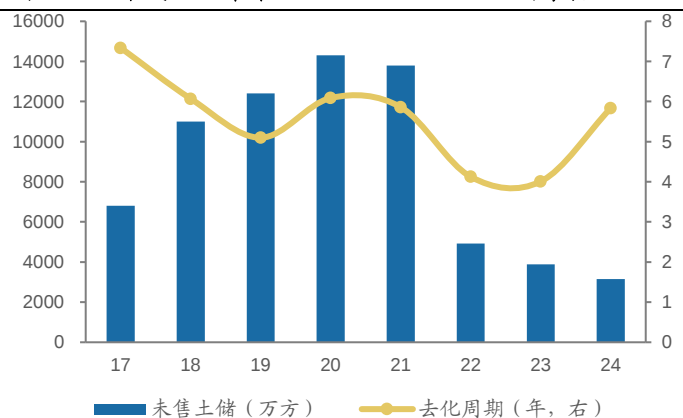
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 16: 新城控股分季度销售均价 (元/平)



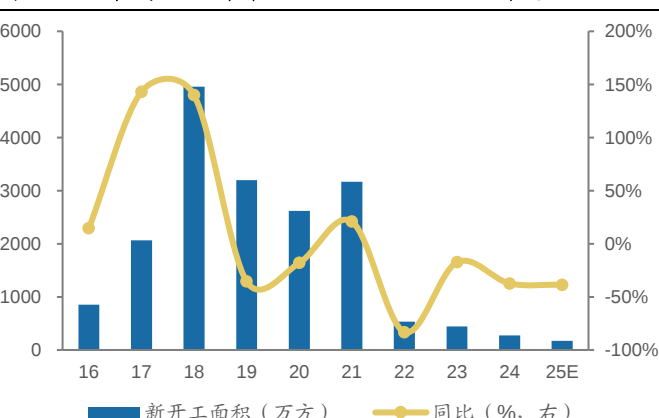
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 17: 新城控股未售面积 (万方) 及去化周期



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 18: 新城控股新开工面积 (万方) 及增速

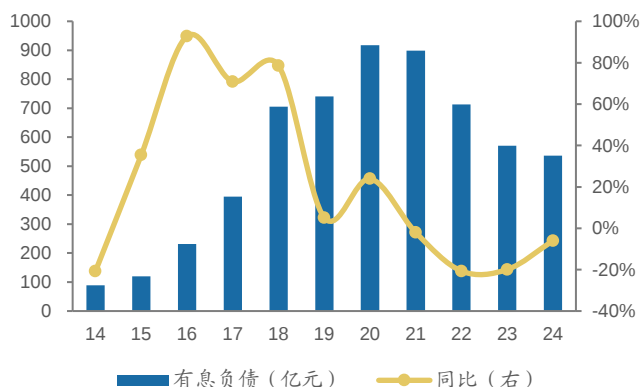


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

三、有息负债继续压降, 无抵押信用债规模显著收缩

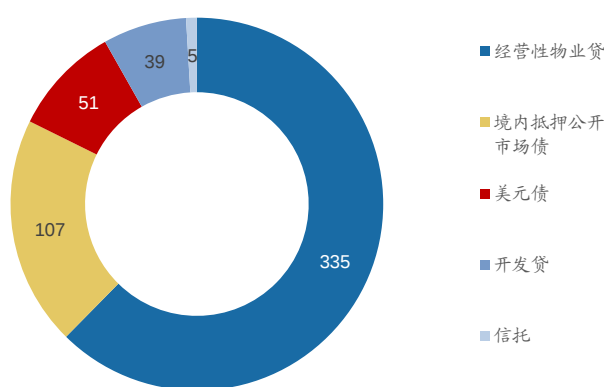
资产负债表及现金流安全方面, 截至24年末公司账面有息负债536.5亿元, 同比下降6%, 综合融资成本首次降到6%以下 (5.92%), 非并表债务70.4亿元, 同比下降23%。

图 19: 新城控股有息负债 (亿元) 及增速



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

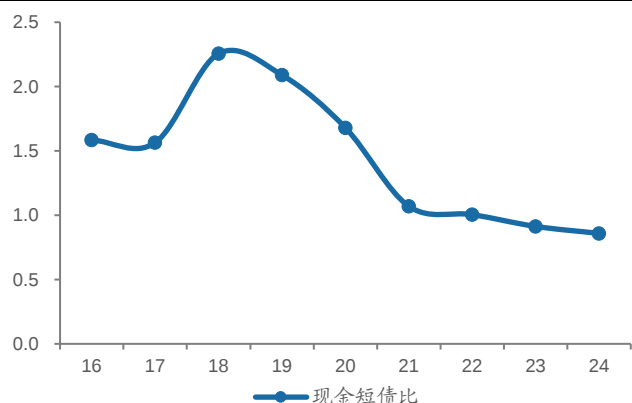
图 20: 新城控股有息负债结构拆分 (亿元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

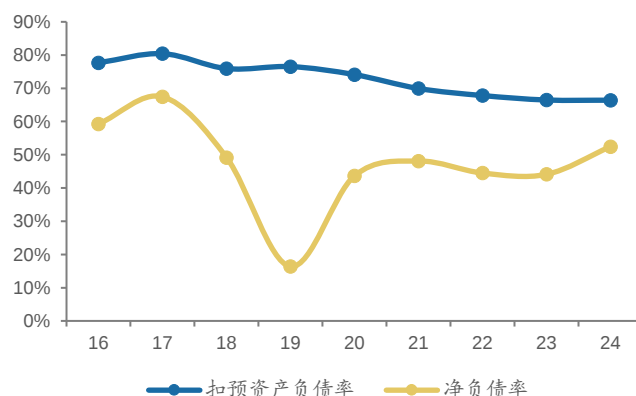
24年末公司现金短债比0.86x，较23年末有小幅下降，但无抵押公开债务规模收缩，目前控股及发展两个平台合计仅剩10亿美元境外债，其中25年7月、10月分别到期3亿美元，26年5月到期4亿美元，偿债压力显著降低。

图 21: 新城控股现金短债比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 22: 新城控股净负债率及扣预资产负债率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

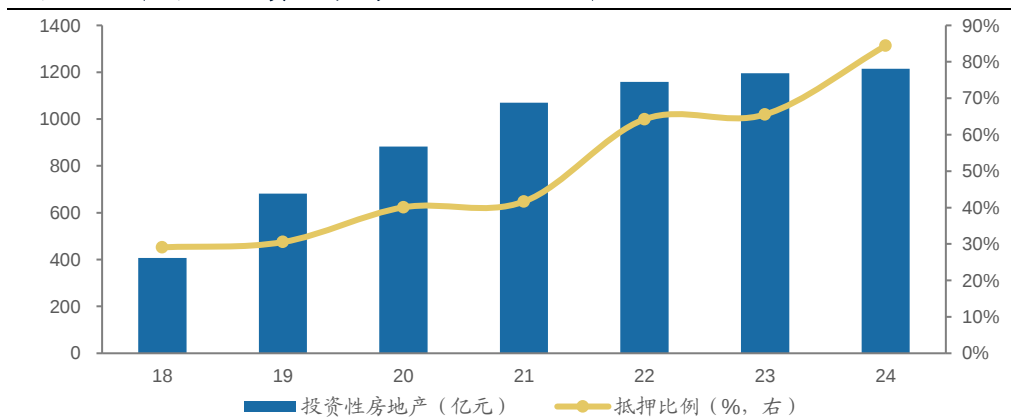
表 2: 新城控股及发展未到期无抵押信用债

发行主体	债券类型	债券代码	规模 (亿美元)	余额 (亿人民币)	票面利率	期限(年)	发行日期	到期日期
新城发展	海外债	ZKYB.SG	3.0	21.60	4.45%	4.5	2021/01	2025/07
新城控股	海外债	WQXB.SG	3.0	21.60	4.63%	4.3	2021/07	2025/10
新城控股	海外债	45QB.SG	4.0	29.09	4.50%	5.2	2021/02	2026/05

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

截至24年末公司投资性房地产（主要为吾悦广场）账面价值1214亿元，按当前经营性物业贷抵押规则最多可贷600亿元左右，高于公司当前规模（335亿元），仍有较大提升空间，通过债务结构调整公司较大概率上实现现金流安全。

图 23: 新城控股投资性房地产（亿元）及抵押比例



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

收入方面，考虑公司近三年几乎无新增土储，在手开发资源持续收缩，我们预计公司未来几年开发业务销售、结算规模仍将持续下降，预计25-27年结算收入分别为396亿元、312亿元、259亿元，同比分别-48%、-21%、-17%。商业方面，公司当前仍有10座左右重资产吾悦广场待开业，未来商业数量、开业面积将持续增长，预计商业运营收入仍将稳定上升，预计25-27年商业收入126亿元、133亿元、139亿元，年同比增速在5%左右，25-27年整体营业收入532亿元、454亿元、407亿元，同比分别-40%、-15%、-10%。

利润率方面，考虑到21年下半年市场景气度持续走低，房价连续下行，预计公司25-26年毛利率仍维持低位，随着24年8月涨价策略后的货值进入结算，开发毛利率预计回升。预计25-27年归母净利润分别为8.2亿元、11.1亿元、13.4亿元，同比+8%、+36%、+21%。

总体来看，新城控股当前现金流基本安全，连续三年的暂停拿地使得公司开发业务规模收缩，但商业运营的稳步拓展一定程度上稳定整体盈利表现、随着公司在手开发资源对整体业绩的拖累逐步减弱，未来利润规模或逐步回升，关注公司困境反转机会。参考可比公司，给予公司对应24年末净资产0.6x倍PB合理估值，对应16.19元/股合理价值，维持“买入”评级。

表 3：新城控股盈利预测

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
拿地金额 (亿元)	607	1255	767	28	0	0	0	0	0
拿地力度 (%)	22%	50%	33%	2%	0%	0%	0%	0%	0%
新增货值 (亿元)	1845	3014	1339	55	0	0	0	0	0
估算储备货值 (亿元)	12204	12836	10251	7791	4592	4190	3834	3527	3263
销售金额 (亿元)	2708	2510	2338	1160	760	402	356	307	265
同比 (%)	22.5%	-7.3%	-6.8%	-50.4%	-34.5%	-47.1%	-11.3%	-13.9%	-13.8%
并表已售未结金额 (亿元)	1982	2203	2111	1799	1164	610	481	398	338
并表结算金额 (亿元)	803	1376	1581	1049	1073	760	396	312	259
同比 (%，右)	58.0%	71.3%	14.9%	-33.7%	2.3%	-29.2%	-47.9%	-21.2%	-17.1%
表内物业出租 (亿元)	40.5	54.4	79.7	92.2	106.3	120.3	126.3	132.6	139.3
同比 (%，右)	83%	34%	47%	16%	15%	13%	5%	5%	5%
营业收入 (亿元)	858.5	1,454.8	1,682.3	1,154.6	1,191.7	890.0	532.1	454.3	407.4
同比 (%，右)	59%	69%	16%	-31%	3%	-25%	-40%	-15%	-10%
净利率 (%)	15.5%	11.3%	8.2%	1.4%	0.5%	0.8%	1.8%	2.9%	3.9%
净利润 (亿元)	133.30	164.66	137.60	15.85	5.60	7.20	9.59	13.00	15.72
同比 (%，右)	9%	24%	-16%	-88%	-65%	29%	33%	36%	21%
少数股东损益占比 (%)	5.1%	7.3%	8.4%	12.1%	-31.7%	-4.5%	15.0%	15.0%	15.0%
归母净利润 (亿元)	126.50	152.60	126.00	13.90	7.40	7.52	8.2	11.1	13.4
同比 (%，右)	20.6%	20.6%	-17.4%	-89.0%	-46.8%	1.7%	8.3%	35.6%	20.9%
EPS	28.03	33.82	5.58	0.62	0.33	0.33	0.36	0.49	0.59

PE (最新市值/当期归母净利)	2.1	1.7	2.1	19.1	35.8	35.2	32.5	24.0	19.8
------------------	-----	-----	-----	------	------	------	------	------	------

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

备注：总市值及估值时间截至 4 月 8 日。

表 4：可比公司估值表

公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			归母净利润增速		PE		PB
		24A	25E	26E	25E	26E	25E	26E	LF 修正
保利发展	1,017	50	124	131	148%	5%	8.2	7.8	0.5
招商蛇口	860	40	44	48	10%	8%	19.4	17.9	0.9
万科 A	811	-495	-83	6	-	-	-	147.1	0.4
金地集团	204	-61	-10	-3	-	-	-	-	0.4
建发股份	299	35	41	47	17%	15%	7.3	6.4	0.6
华侨城 A	184	0	-10	-2	-	-	-	-	0.4
新城控股	265	8	8	11	640%		32.5	-	0.5
滨江集团	302	29	32	38	12%	17%	9.3	8.0	1.1
华发股份	139	10	12	13	24%	12%	11.7	10.5	0.7
首开股份	58	2	4	6	72%	63%	15.6	9.6	0.5
城建发展	91	-1	7	9	-	31%	12.9	9.9	0.5
华润置地	1,590	256	316	337	24%	7%	5.0	4.7	0.8
龙湖集团	593	104	69	72	-34%	5%	8.6	8.2	0.4

数据来源：wind，公司年报，广发证券发展研究中心

备注：（a）总市值及估值时间截至 4 月 8 日；（b）保利发展、招商蛇口、万科 A、新城控股、滨江集团、华发股份、华润置地盈利预测为广发证券发展研究中心房地产小组预测，其余公司为 Wind 一致预期。

五、风险提示

未来基本面表现不及预期，包括行业政策面改善力度不及预期，三四线需求大幅下滑，库存累积快于预期，居民端需求持续性不及预期等；未来融资环境进一步收紧，对于渠道管控更加严格，信贷投放量减少；供给侧改革下行业出清，对于市场情绪产生扰动。

公司销售去化速度放缓，回款情况不及预期；公司债务结构调整进度不及预期。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	217,457	152,678	138,504	127,111	116,912
货币资金	18,971	10,296	9,973	9,202	9,523
应收及预付	40,590	36,082	40,595	45,777	48,722
存货	142,507	97,008	78,670	62,866	49,400
其他流动资产	15,389	9,292	9,267	9,267	9,267
非流动资产	156,652	154,514	154,638	156,088	157,817
长期股权投资	24,138	20,991	20,991	20,991	20,991
固定资产	2,387	2,222	2,666	3,200	3,840
在建工程	1,350	1,376	1,772	2,235	2,779
无形资产	1,399	1,155	1,155	1,155	1,155
其他长期资产	127,378	128,770	128,053	128,507	129,052
资产总计	374,109	307,193	293,142	283,199	274,729
流动负债	235,249	167,745	164,868	156,111	153,517
短期借款	1,264	364	2,460	317	0
应付及预收	206,416	151,013	144,993	142,476	141,231
其他流动负债	27,569	16,369	17,415	13,318	12,286
非流动负债	52,456	56,775	45,419	42,933	35,485
长期借款	23,491	31,757	21,515	18,935	11,361
应付债券	12,805	9,904	9,904	9,904	9,904
其他非流动负债	16,161	15,113	14,000	14,093	14,220
负债合计	287,705	224,520	210,287	199,044	189,002
股本	2,256	2,256	2,256	2,256	2,256
资本公积	1,852	1,892	2,055	2,276	2,544
留存收益	55,192	55,944	56,596	57,480	58,549
归属母公司股东权益	60,078	60,869	60,907	62,012	63,348
少数股东权益	26,326	21,804	21,948	22,143	22,379
负债和股东权益	374,109	307,193	293,142	283,199	274,729

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	119,174	88,999	53,207	45,431	40,741
营业成本	96,468	71,373	40,635	33,644	29,062
营业税金及附加	2,710	2,313	516	487	551
销售费用	5,130	3,965	4,019	3,964	3,546
管理费用	3,393	2,758	2,755	2,608	2,231
研发费用	1,067	666	306	290	248
财务费用	2,966	3,311	1,284	950	658
资产减值损失	-5,348	-2,018	-1,591	-802	-401
公允价值变动收益	32	71	71	71	71
投资净收益	1,505	320	0	0	0
营业利润	4,474	2,972	2,171	2,757	4,115
营业外收支	98	-65	0	0	0
利润总额	4,572	2,906	2,171	2,757	4,115
所得税	4,012	2,186	1,213	1,457	2,544
净利润	560	720	959	1,300	1,572
少数股东损益	-177	-32	144	195	236
归属母公司净利润	737	752	815	1,105	1,336
EBITDA	13,817	11,227	7,869	7,406	8,162
EPS (元)	0.33	0.33	0.36	0.49	0.59

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	10,158	1,512	10,038	11,048	12,080
净利润	560	720	959	1,300	1,572
折旧摊销	2,343	2,637	2,893	2,968	3,058
营运资金变动	530	-5,398	7,805	8,106	9,275
其它	6,725	3,553	-1,619	-1,326	-1,825
投资活动现金流	1,167	1,350	-886	-1,444	-1,722
资本支出	-2,423	-1,903	-1,419	-2,084	-2,490
投资变动	10,292	8,603	533	640	768
其他	-6,702	-5,349	0	0	0
筹资活动现金流	-20,085	-9,088	-9,475	-10,375	-10,037
银行借款	15,429	19,948	4,921	6,343	0
股权融资	80	13	0	0	0
其他	-5,425	-5,538	-1,953	-1,555	-1,114
现金净增加额	-8,753	-6,226	-323	-771	321
期初现金余额	21,575	12,822	6,596	6,273	5,502
期末现金余额	12,822	6,596	6,273	5,502	5,823

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)					
营业收入增长	3.2%	-25.3%	-40.2%	-14.6%	-10.3%
营业利润增长	47.5%	-33.6%	-26.9%	27.0%	49.3%
归母净利润增长	-47.1%	2.1%	8.3%	35.6%	20.9%
获利能力					
毛利率	19.1%	19.8%	23.6%	25.9%	28.7%
净利率	0.5%	0.8%	1.8%	2.9%	3.9%
ROE	1.2%	1.2%	1.3%	1.8%	2.1%
ROIC	1.3%	1.9%	2.1%	2.1%	2.1%
偿债能力(%)					
资产负债率	76.9%	73.1%	71.7%	70.3%	68.8%
净负债比率	43.9%	53.0%	44.2%	33.9%	22.5%
流动比率	0.92	0.91	0.84	0.81	0.76
速动比率	0.31	0.32	0.35	0.39	0.42
营运能力					
总资产周转率	0.29	0.26	0.18	0.16	0.15
应收账款周转率	203.59	144.39	16.86	5.50	3.35
存货周转率	0.56	0.60	0.46	0.48	0.52
每股指标 (元)					
每股收益	0.33	0.33	0.36	0.49	0.59
每股经营现金流	4.50	0.67	4.45	4.90	5.36
每股净资产	26.63	26.99	27.00	27.49	28.08
估值比率					
P/E	35.93	35.20	32.49	23.96	19.82
P/B	0.42	0.42	0.42	0.41	0.40
EV/EBITDA	4.61	6.31	8.02	7.43	5.61

广发房地产行业研究小组

郭 镇：首席分析师，清华大学工学硕士，11 年房地产研究经验，2013 年进入广发证券发展研究中心。

邢 莘：资深分析师，上海财经大学应用统计硕士，6 年房地产研究经验，2018 年进入广发证券发展研究中心。

张 春 娥：资深分析师，厦门大学经济学硕士，7 年房地产研究经验，2021 年进入广发证券发展研究中心。

谢 淼：资深分析师，上海交通大学金融学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

李 怡 慧：高级分析师，伦敦政治经济学院硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

辛 恬：高级分析师，澳大利亚国立大学会计学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

胡 正 维：高级分析师，复旦大学国际商务硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfbzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。