



新城控股（601155.SH）：债务风险可控，优质商业助力公司困境反转

2025年4月17日

强烈推荐/首次

新城控股

公司报告

公司深耕于“住宅+商业”地产的经营模式。相比于聚焦商业运营的公司，公司的开发业务具有较高的项目操盘与资金回笼能力，是公司区域深耕的压舱石；而相比于纯住宅开发的公司，公司在商业地产的规模化开发与运营方面具有一定优势，能够持续创造稳定的现金流助力于公司穿越周期。

公司商业地产坚持“规模领先，深度运营”的核心理念，开业规模行业领先，租金收入持续增长，运营能力较强。截至2024年末，公司购物中心（吾悦广场）开业面积达1601万平，显著高于华润和龙湖；平均出租率为97.7%，在同行中亦处于较高水平。2024年全年商业运营总收入128.08亿元，同比增长13.10%。2024年吾悦广场客流总量达17.66亿人次，同比增长19%；总销售额905亿元（不含车辆销售），同比增长19%。

开发销售业务规模将进一步收缩，存货减值计提相对充分，后续对公司的业绩拖累有望持续降低。公司2022年开始停止拿地，结合近年来销售规模的持续下行，预计未来一段时间公司开发销售业务规模将进一步收缩，商业部分对利润的贡献将继续提升。2024年末，公司计提存货减值准备115.6亿元，占存货账面余额的比例为10.6%，减值计提较为充分。

公司持续降低负债成本，优化债务结构，现金流风险可控。2024年公司平均融资成本5.92%，较2023年降低28bp。2024年末，短期有息负债约124亿元，短期有息负债占比自2022年以来持续降低。从偿债能力来说，经营性物业贷尚能获得约95亿元的资金增量，对年内62.4亿元的应付债券和应付利息有一定的覆盖能力。依托商业板块创造现金流的能力以及持续下降的债务成本，债务压力有望逐步降低，现金流风险可控。

盈利预测及投资评级：随着公司住宅开发业务对整体业绩拖累的持续降低，商业租金毛利占比将进一步提升，未来盈利能力有望逐步回升，建议关注公司困境反转带来的估值提升机会。预计2025-2027年公司归母净利润分别为899/1245/1419亿元，EPS分别为0.39/0.55/0.62元。结合绝对估值与相对估值，我们认为公司2025合理股价区间为14.83~17.55元，对应0.55~0.65倍PB，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：销售回款情况不及预期，存货进一步减值；商业出租率与租金收入不及预期；融资环境改善不及预期，公司债务调整进度不及预期

财务指标预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	119,174.3	88,998.6	55,494.2	37,575.5	33,080.6
增长率(YoY)	3.22%	-25.32%	-37.65%	-32.29%	-11.96%
归母净利润(百万元)	737.1	752.4	899.4	1,245.2	1,419.0
增长率(YoY)	-47.12%	2.07%	19.54%	38.44%	13.96%
每股收益(元)	0.33	0.33	0.39	0.55	0.62
PE	39.3	39.3	32.9	23.8	20.9
PB	0.48	0.49	0.48	0.47	0.46

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

交易数据

52周股价区间(元)	16.47-8.08
总市值(亿元)	283.31
流通市值(亿元)	283.31
总股本/流通A股(万股)	225,562/225,562
流通B股/H股(万股)	-/-
52周日均换手率	3.31

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：陈刚

021-25102897

chen_gang@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080001

目 录

1. 公司概况：“住宅+商业”双轮驱动，商业毛利占比接近 50%	4
2. 商业运营：坚持“规模领先，深度运营”，重点布局二线以下城市	7
3. 开发销售：业务规模将进一步收缩，存货减值计提相对充分	9
4. 财务概况：持续降低负债成本，优化债务结构，现金流风险可控	11
5. 盈利预测及投资建议	13
6. 风险提示	15
相关报告汇总	错误!未定义书签。

插图目录

图 1：新城控股股权结构（2024 年报）	4
图 2：新城控股与新城发展的营收关系（2024 年报，百万元）	4
图 3：“住宅+商业”双轮驱动的运作模式	5
图 4：公司 2024 年营业收入为 890 亿元，同比下滑 25.3%(单位：百万元)	5
图 5：公司 2024 年房地产开发销售收入占比 85.4%，物业出租及管理收入占比 13.1%	5
图 6：公司 2024 年房地产开发销售收入 760 亿元，同比下滑 29.2%(单位：百万元)	6
图 7：公司 2024 年物业出租及管理收入 120 亿元，同比增长 13.1%(单位：百万元)	6
图 8：公司 2024 年主营业务毛利润为 176 亿元，同比下滑 22.4%(单位：百万元)	6
图 9：公司 2024 年房地产开发销售毛利占比 50.6%，物业出租及管理毛利占比 47.9%	6
图 10：公司 2024 年毛利率为 19.8%，2022 年为 19.1%	6
图 11：公司 2024 年房地产开发销售业务毛利率为 11.7%，物业出租及管理业务毛利率为 70.2%	6
图 12：截至 2024 年末，公司持有的已开业吾悦广场为 148 座，管理输出的已开业吾悦广场为 25 座	7
图 13：截至 2024 年末，公司吾悦广场开业面积达 1601 万平，同比增长 6.8%	7
图 14：2024 年，公司吾悦广场平均出租率为 97.7%，较 2023 年的 96.48%进一步提升	7
图 15：2024 年，公司商业运营总收入 128.08 亿元，同比增长 13.10%	7
图 16：截至 2024 年末，公司已开业的 173 座吾悦广场中，长三角密度最高，占比 45%	8
图 17：截至 2024 年 9 月，公司布局的吾悦广场中，一线及新一线城市占比 17.8%，二线城市占比 20.5%，三线城市占比 32.4%	8
图 18：截至 2024 年末，公司购物中心(吾悦广场)开业面积达 1601 万平，显著高于华润和龙湖	8
图 19：截至 2024 年末，公司吾悦广场平均出租率为 97.7%，高于华润和龙湖	8
图 20：由于布局城市能级较低，吾悦广场租金坪效较低，但相比同行更为稳健	9
图 21：考察租金收入/物业账面价值，吾悦广场的租金收益水平高于龙湖，略低于华润	9
图 22：公司销售规模自 2021 年开始持续下行，2024 年销售金额 402 亿元，同比下滑 47.1%	9
图 23：公司销售均价自 2021 年开始持续下行，2024 年销售均价 7455 元/平，同比下滑 4.9%	9
图 24：公司结算金额自 2021 年开始持续下行，2024 年结算金额 1337 亿元，同比下滑 14.2%	9
图 25：公司结算均价有所回升，2024 年结算均价 9624 元/平，同比增长 5.7%	9
图 26：公司销售以长三角为核心，重点布局中西部和环渤海地区，2024 年，长三角销售金额占比 39.8%	10
图 27：截至 2024 期末，公司土储合计 4336 万平，长三角区域面积占比 22.8%，中西部占比 49.3%，环渤海占比 21.8%	10

按城市能级看, 一线及新一线城市占比 26.7%, 二线城市占比 23.4%, 三线及以下城市占比 50%	10
图 28: 公司开发业务待结算规模持续降低, 预收款较当年地产收入的覆盖倍数降低至 74%(单位: 亿元)	11
图 29: 存货减值准备计提相对充分, 在同业中处于较高水平	11
图 30: 公司负债情况	12
图 31: 2024 年末, 公司有息负债 541 亿元中, 一年内到期的 58.8 亿应付债券和 3.6 亿应付利息, 基本为年内需要偿还的部分; 抵押及质押借款和信用借款, 到期后都可能进行续期或续贷	12
图 32: 公司现金流估算	13
图 33: 公司盈利预测	14
图 34: 公司盈利预测	14
图 35: 可比公司估值	15

表格目录

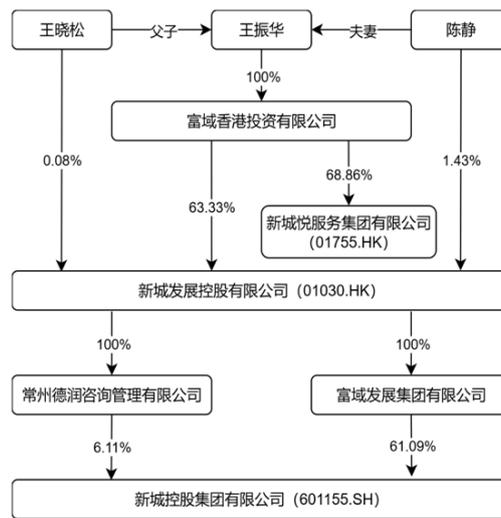
附表: 公司盈利预测表	16
-------------------	----

1. 公司概况：“住宅+商业”双轮驱动，商业毛利占比接近 50%

新城控股集团 1993 年创立于江苏常州，2008 年开始涉足商业地产，现总部设于上海。2015 年，新城控股集团在上海证券交易所 A 股上市，成为国内首家实现 B 转 A 的民营房企，股票代码 601155.SH。经过 30 多年的快速发展，成为跨足住宅地产和商业地产的综合性房地产集团。

新城控股实控人为王振华，主要收入来自于房地产开发销售业务，2024 年占总收入 85%。王振华通过新城发展持有新城控股 67.2% 的股权，新城发展并表新城控股，主要收入来自新城控股。

图1：新城控股股权结构（2024 年报）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图2：新城控股与新城发展的营收关系（2024 年报，百万元）

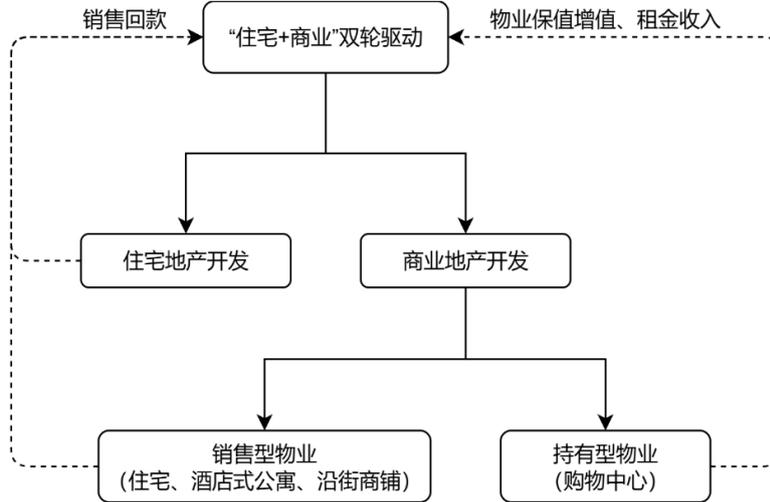
新城控股			新城发展		
业务分类	营业收入	占比	业务分类	营业收入	占比
房地产开发销售	76,041	85.4%	物业销售	76,041	85.2%
物业出租及管理	12,029	13.5%	商业物业管理服务	5,477	6.1%
其他	928	1.0%	租金	6,557	7.3%
合计	88,999	100%	其他	1,153	1.3%
			合计	89,227	100%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司主营业务为房地产开发与销售，业务包括住宅地产开发业务和商业地产开发业务。住宅地产开发业务的主要产品为各类商品住宅，包括中高层住宅、低密度的多层住宅与别墅等。商业地产开发业务主要为商业综合体的开发及购物中心的运营管理，以“吾悦”作为公司旗下的商业综合体项目品牌，产品以出售为主，辅以自持运营及对外租赁。销售型物业对外出售，主要包括住宅、酒店式公寓及沿街商铺等；持有型物业自持运营或对外租赁，主要为购物中心。

公司深耕于“住宅+商业”地产的经营模式。相比于聚焦商业运营的公司，公司的开发业务在充分竞争市场中不断成长，具有较高的项目操盘与资金回笼能力，是公司区域深耕的压舱石；而相比于纯住宅开发的公司，公司在商业地产的规模化开发与运营方面具有一定优势，能够持续创造稳定的现金流助力于公司穿越周期。

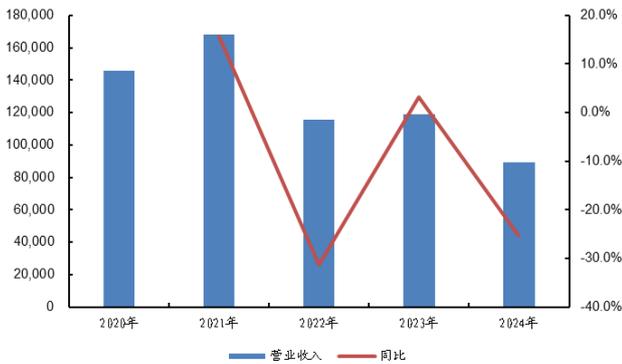
图3：“住宅+商业”双轮驱动的运作模式



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

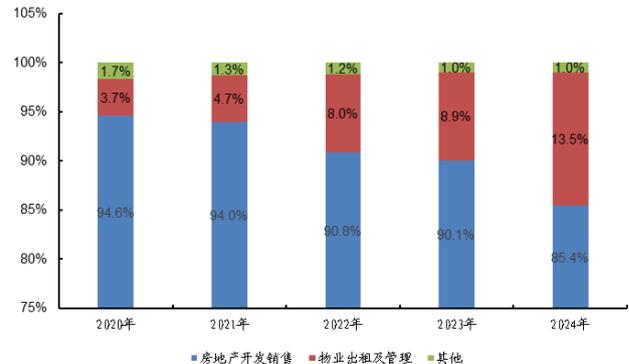
房地产销售下行，导致公司收入承压。公司秉持“住宅+商业”双轮驱动的运作模式，2024 年房地产开发销售收入占比 85.4%，物业出租及管理收入占比 13.1%。公司 2024 年营业收入为 890 亿元，同比下滑 25.3%；其中，房地产开发销售收入 760 亿元，同比下滑 29.2%，物业出租及管理收入 120 亿元，同比增长 13.1%。

图4：公司 2024 年营业收入为 890 亿元，同比下滑 25.3%(单位：百万元)



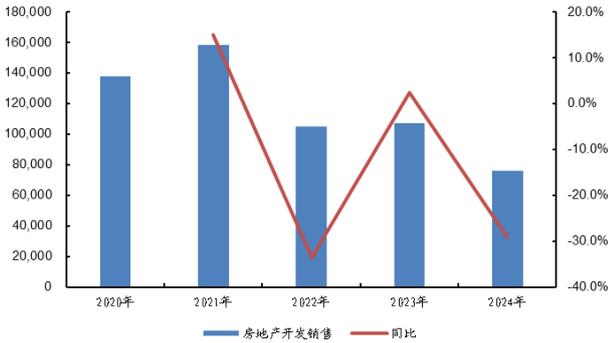
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图5：公司 2024 年房地产开发销售收入占比 85.4%，物业出租及管理收入占比 13.1%



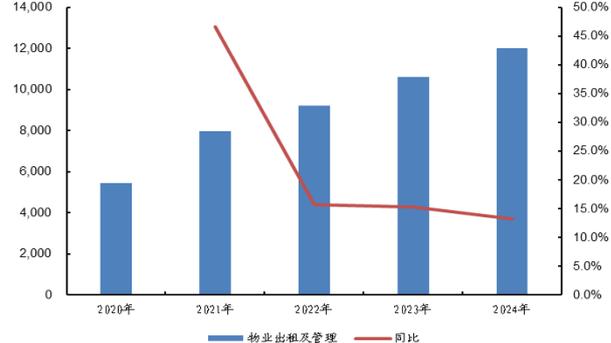
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图6: 公司 2024 年房地产开发销售收入 760 亿元, 同比下滑 29.2%(单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

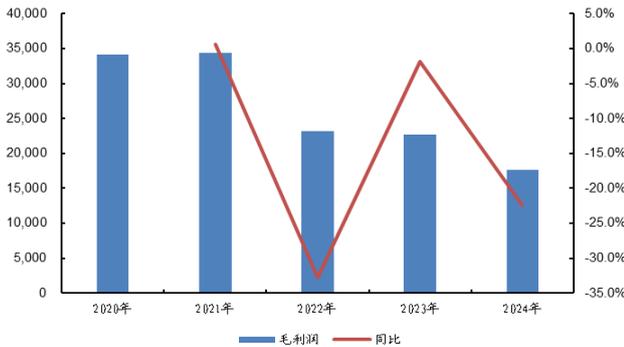
图7: 公司 2024 年物业出租及管理收入 120 亿元, 同比增长 13.1%(单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

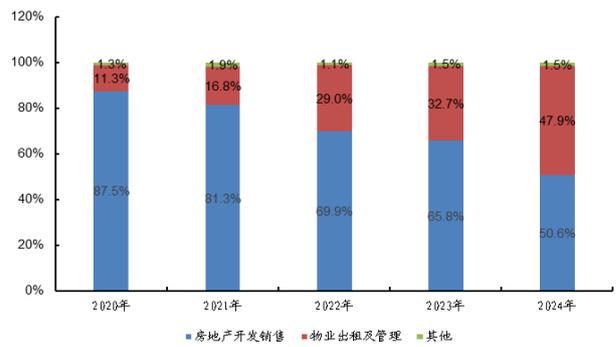
房地产开发销售业务盈利能力下滑, 商业部分毛利贡献接近 50%。公司 2024 年主营业务毛利润为 176 亿元, 同比下滑 22.4%; 其中, 房地产开发销售毛利占比 50.6%, 物业出租及管理毛利占比 47.9%。公司 2024 年毛利率为 19.8%, 2023 年为 19.1%。其中, 房地产开发销售业务 2024 年毛利率为 11.7%, 2023 年为 13.9%; 物业出租及管理业务 2024 年毛利率为 70.2%, 2023 年为 69.9%。

图8: 公司 2024 年主营业务毛利润为 176 亿元, 同比下滑 22.4%(单位: 百万元)



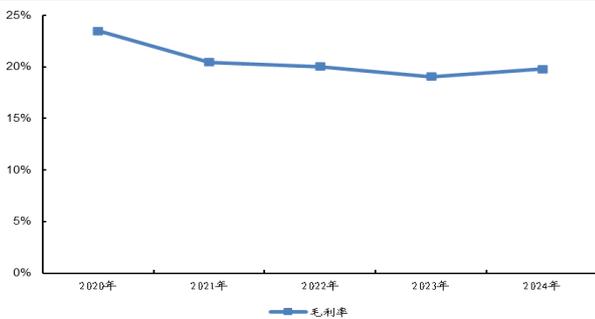
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图9: 公司 2024 年房地产开发销售毛利占比 50.6%, 物业出租及管理毛利占比 47.9%



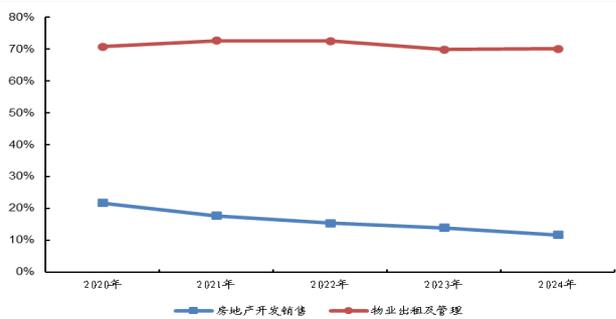
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图10: 公司 2024 年毛利率为 19.8%, 2022 年为 19.1%



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图11: 公司 2024 年房地产开发销售业务毛利率为 11.7%, 物业出租及管理业务毛利率为 70.2%

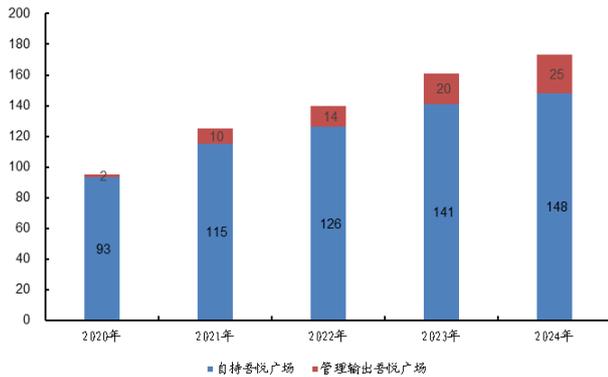


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2. 商业运营: 坚持“规模领先, 深度运营”, 重点布局二线以下城市

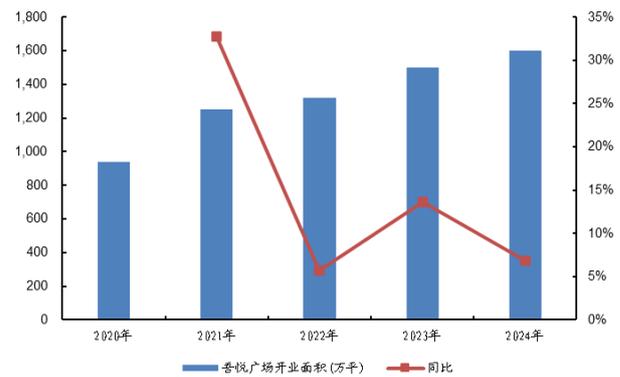
新城商业表现出良好的发展势头, 开业规模与租金收入持续增长, 同时出租率维持较高水平。公司的吾悦广场坚持“规模领先, 深度运营”的核心理念, 持续提升商业布局规模与提升运营能效。截至 2024 年末, 公司在全国 136 个城市布局 200 座吾悦广场, 已开业及委托管理在营数量达 173 座, 开业面积达 1,601.07 万平方米, 单个购物中心的面积约 9-10 万平方米, 平均出租率达 97.7%, 全年商业运营总收入 128.08 亿元, 同比增长 13.10%。2024 年吾悦广场客流总量达 17.66 亿人次, 同比增长 19%; 总销售额 905 亿元 (不含车辆销售), 同比增长 19%。

图12: 截至 2024 年末, 公司持有的已开业吾悦广场为 148 座, 管理输出的已开业吾悦广场为 25 座



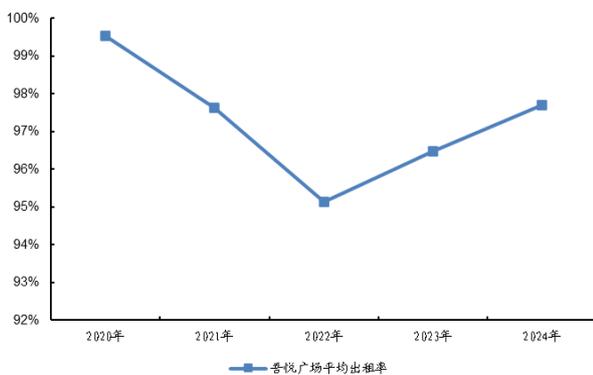
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图13: 截至 2024 年末, 公司吾悦广场开业面积达 1601 万平, 同比增长 6.8%



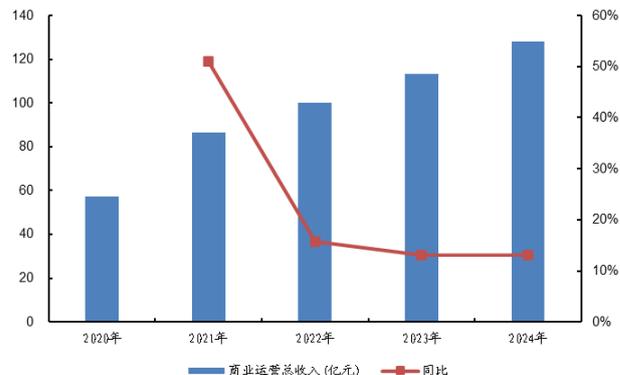
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图14: 2024 年, 公司吾悦广场平均出租率为 97.7%, 较 2023 年的 96.48% 进一步提升



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图15: 2024 年, 公司商业运营总收入 128.08 亿元, 同比增长 13.10%



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

吾悦广场以长三角区域为核心进行深耕并走全国, 二线以下城市占比较高。截至 2024 年末, 公司已开业的 173 座吾悦广场中, 长三角密度最高, 占比 45%。截至 2024 年 9 月, 公司布局的吾悦广场中, 一线及新一线城市占比 17.8%, 二线城市占比 20.5%, 三线城市占比 32.4%。

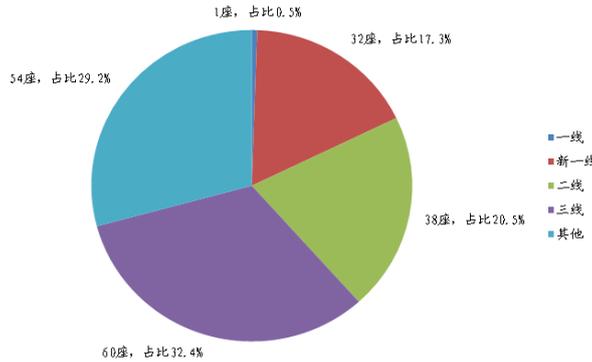
图16: 截至 2024 年末, 公司已开业的 173 座吾悦广场中, 长三角密度最高, 占比 45%



长三角地区 (78座, 占比45%)							
江苏	43	浙江	18	安徽	14	上海	3
西部地区 (39座, 占比22%)							
陕西	7	广西	5	云南	6	四川	6
贵州	2	青海	2	内蒙古	2	宁夏	1
重庆	5	甘肃	1	新疆	2		
环渤海 (23座, 占比13%)							
山东	14	天津	4	河北	2	辽宁	3
中部地区 (25座, 占比14%)							
湖北	8	湖南	6	江西	4	河南	4
山西	3						
其他地区 (9座, 占比5%)							
广东	3	福建	3	海南	1	吉林	2

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图17: 截至 2024 年 9 月, 公司布局的吾悦广场中, 一线及新一线城市占比 17.8%, 二线城市占比 20.5%, 三线城市占比 32.4%



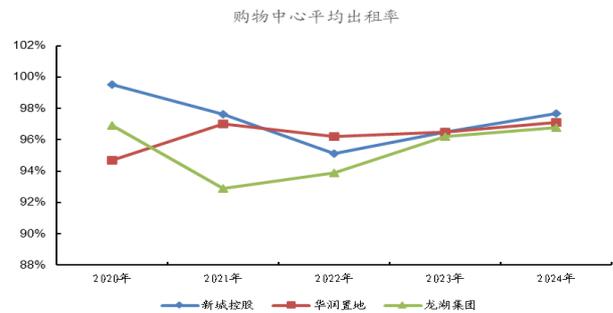
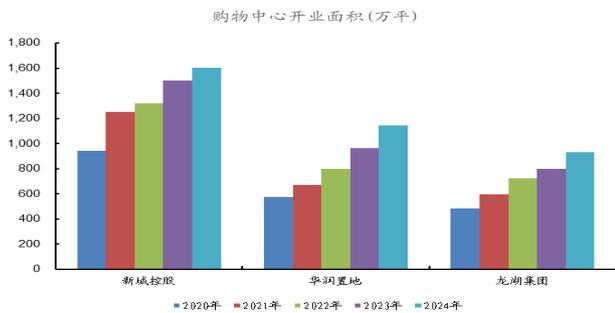
注: 高能级城市分类, 一线城市为北京、上海、广州、深圳; 新一线城市为天津、重庆、南京、苏州、杭州、宁波、合肥、青岛、郑州、武汉、长沙、东莞、成都、昆明、西安; 二线城市为石家庄、保定、太原、沈阳、大连、长春、哈尔滨、徐州、南通、常州、无锡、嘉兴、绍兴、金华、台州、温州、厦门、福州、泉州、南昌、济南、潍坊、烟台、临沂、惠州、珠海、中山、佛山、南宁、贵阳

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

吾悦广场虽然布局较为下沉, 但具有极高的出租率与持续增长的坪效水平, 运营能力较强。截至 2024 年末, 公司购物中心(吾悦广场)开业面积达 1601 万平, 显著高于华润和龙湖; 平均出租率为 97.7%, 在同行中亦处于较高水平。由于布局城市能级较低, 吾悦广场租金坪效较低, 但相比同行更为稳健。

图18: 截至 2024 年末, 公司购物中心(吾悦广场)开业面积达 1601 万平, 显著高于华润和龙湖

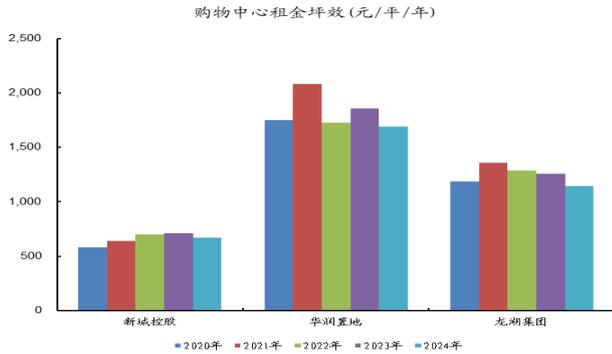
图19: 截至 2024 年末, 公司吾悦广场平均出租率为 97.7%, 高于华润和龙湖



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

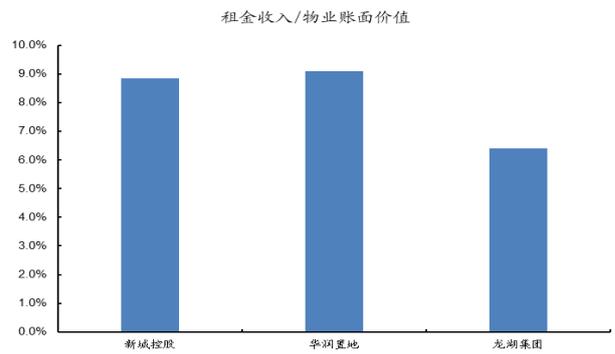
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图20: 由于布局城市能级较低, 吾悦广场租金坪效较低, 但相比同行更为稳健



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图21: 考察租金收入/物业账面价值, 吾悦广场的租金收益水平高于龙湖, 略低于华润

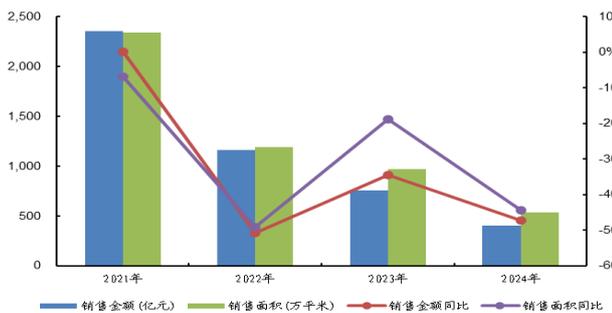


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3. 开发销售: 业务规模将进一步收缩, 存货减值计提相对充分

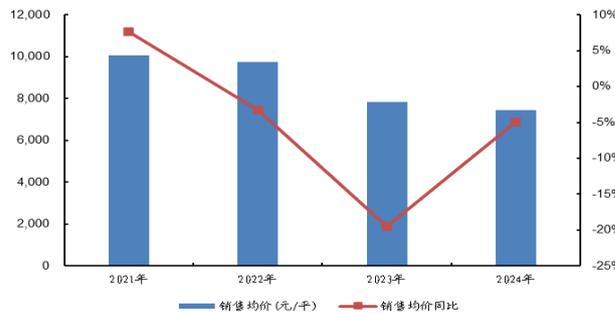
公司开发销售业务规模自 2021 年以来持续承压。2024 年销售金额 402 亿元, 同比下滑 47.1%; 销售均价 7455 元/平, 同比下滑 4.9%。2024 年结算金额 1337 亿元, 同比下滑 14.2%; 结算均价 9624 元/平, 同比增长 5.7%。

图22: 公司销售规模自 2021 年开始持续下行, 2024 年销售金额 402 亿元, 同比下滑 47.1%



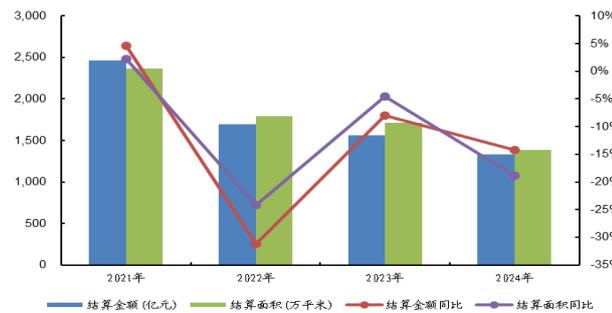
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图23: 公司销售均价自 2021 年开始持续下行, 2024 年销售均价 7455 元/平, 同比下滑 4.9%



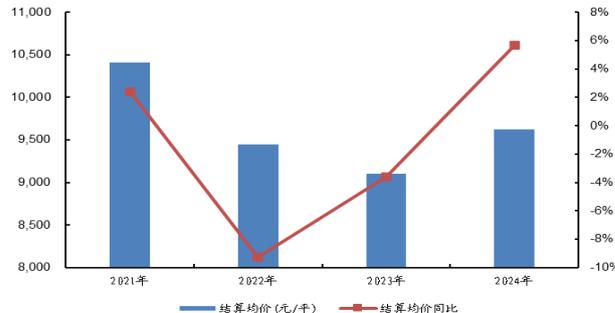
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图24: 公司结算金额自 2021 年开始持续下行, 2024 年结算金额 1337 亿元, 同比下滑 14.2%



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图25: 公司结算均价有所回升, 2024 年结算均价 9624 元/平, 同比增长 5.7%



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司开发销售业务以长三角为核心, 重点布局中西部和环渤海地区, 整体以二线以下城市为主。从销售金额来看, 公司销售以长三角为核心, 重点布局中西部和环渤海地区, 2024 年, 长三角销售金额占比 39.8%。从土储面积来看, 截至 2024 期末, 公司土储合计 4336 万平, 长三角区域面积占比 22.8%, 中西部占比 49.3%, 环渤海占比 21.8%。按城市能级看, 一线及新一线城市占比 26.7%, 二线城市占比 23.4%, 三线及以下城市占比 50%。

图26: 公司销售以长三角为核心, 重点布局中西部和环渤海地区, 2024 年, 长三角销售金额占比 39.8%



长三角地区(占比39.8%)							
江苏	32.68%	浙江	5.35%	安徽	1.20%	上海	0.60%
西部地区(占比15.5%)							
陕西	0.94%	广西	0.54%	云南	1.42%	四川	2.17%
贵州	1.69%	青海	0.67%	内蒙古	0.02%	宁夏	0.00%
重庆	2.09%	甘肃	0.41%	新疆	5.54%		
环渤海(占比22.9%)							
山东	7.49%	天津	9.77%	河北	1.78%	辽宁	0.03%
北京	3.88%						
中部地区(占比13.2%)							
湖北	5.10%	湖南	1.86%	江西	1.37%	河南	2.92%
山西	1.91%						
其他地区(占比8.6%)							
广东	5.83%	福建	2.74%				

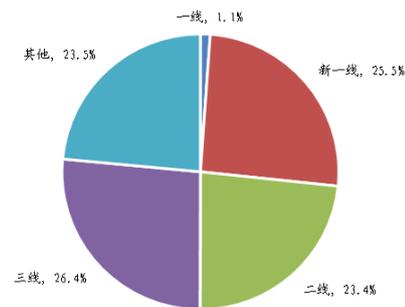
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图27: 截至 2024 期末, 公司土储合计 4336 万平, 长三角区域面积占比 22.8%, 中西部占比 49.3%, 环渤海占比 21.8%。按城市能级看, 一线及新一线城市占比 26.7%, 二线城市占比 23.4%, 三线及以下城市占比 50%

长三角地区(占比22.8%)							
江苏	690.72	浙江	147.29	安徽	130.42	上海	18.07
西部地区(占比27.3%)							
陕西	81.36	广西	44.72	云南	320.08	四川	78.73
贵州	263.88	青海	21.49	内蒙古	41.84	宁夏	16.37
重庆	186.63	甘肃	20.18	新疆	109.86		
环渤海(占比21.8%)							
山东	652.76	天津	150.45	河北	100.95	辽宁	26.77
北京	15.97						
中部地区(占比22.0%)							
湖北	295.15	湖南	289.21	江西	88.95	河南	177.23
山西	101.77						
其他地区(占比6.1%)							
广东	193.85	福建	71.19				

注: 土储面积=可租售面积-累计签约面积, 城市分类同上

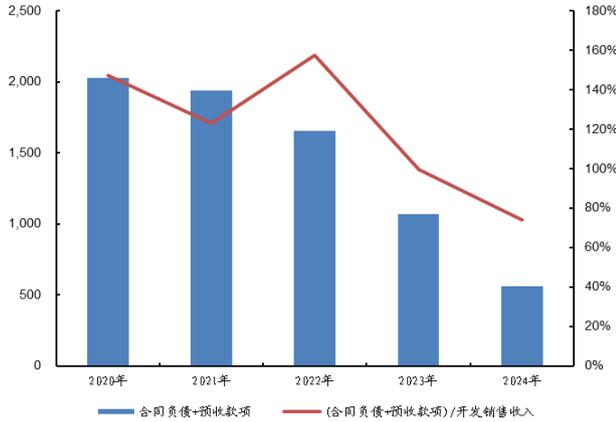
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所



销售承压之下, 待结算规模持续降低, 预计公司开发销售业务规模将进一步收缩。截至 24 年末公司预收款 (合同负债+预收款项) 563 亿元, 较 24 年地产收入覆盖倍数降至 74%。考虑到公司 2022 年开始停止拿地, 结合近年来销售规模的持续下行, 预计未来一段时间公司开发销售业务规模将进一步收缩, 商业部分对营收与利润的贡献将继续提升。

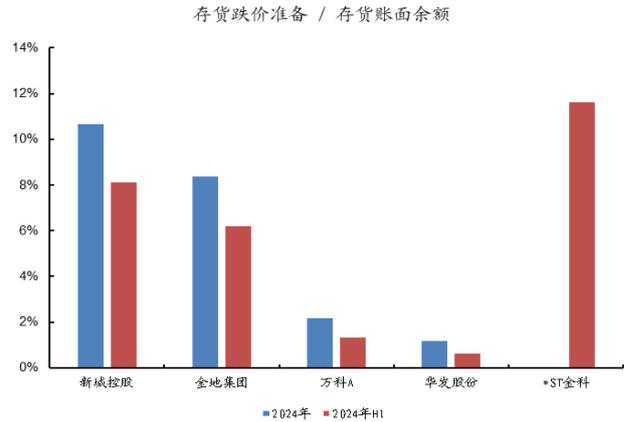
存货减值准备计提相对充分, 在同业中处于较高水平, 后续存货减值对公司的业绩拖累有望降低。2024 年末, 公司计提存货减值准备 115.6 亿元, 占存货账面余额的比例为 10.6%, 减值计提较为充分。

图28: 公司开发业务待结算规模持续降低, 预收款较当年地产收入的覆盖倍数降低至 74%(单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图29: 存货减值准备计提相对充分, 在同业中处于较高水平



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

4. 财务概况: 持续降低负债成本, 优化债务结构, 现金流风险可控

公司持续压降有息负债规模, 降低负债成本, 优化债务结构。2024 年末, 公司有息负债 541 亿元, 较 2023 年末降低 4.9%, 连续 3 年实现有息负债规模下降; 2024 年公司平均融资成本 5.92%, 较 2023 年降低 28bp。三条红线表现上, 2024 年末, 剔除预收款后的资产负债率 67.1%、净负债率 53.0%、扣除受限资金的现金短债比 0.53, 现金短债比小于 1, 存在一定的短期偿债压力。

公司持续优化债务结构, 短债占比持续降低。2024 年末, 公司有息负债 541 亿元中, 短期有息负债约 124 亿元, 占比 23.0%, 短期有息负债占比自 2022 年以来持续降低。短期有息负债中, 有 3.6 亿为短期借款, 其中抵押和质押借款 3.3 亿, 保证借款 0.3 亿; 121 亿为一年内到期的非流动负债, 其中应付债券 58.8 亿, 应付利息 3.6 亿, 抵押借款 23.7 亿, 质押借款 8.6 亿, 抵押和质押借款 17 亿, 保证借款 7.7 亿, 信用借款 0.4 亿。一年内到期的 58.8 亿应付债券和 3.6 亿应付利息, 基本为年内需要偿还的部分; 抵押及质押借款和信用借款, 到期后都可能进行续期或续贷。

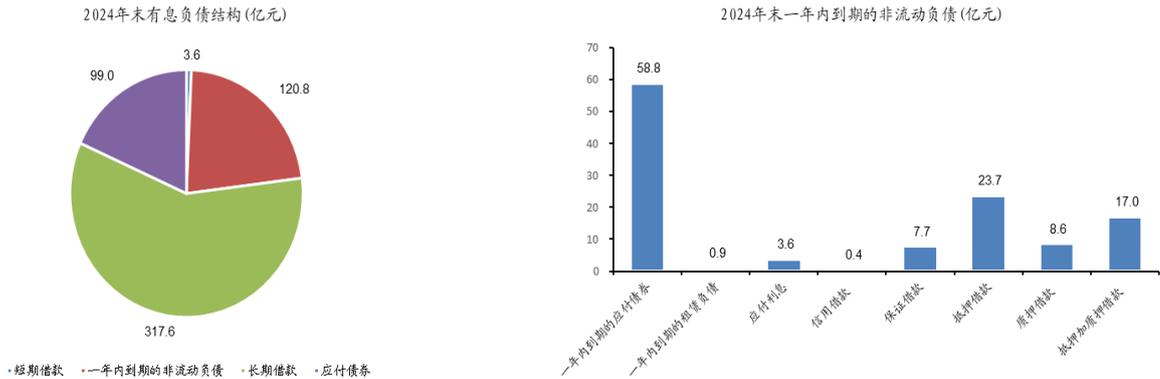
从偿债能力来说, 吾悦广场经营性物业贷尚能获取可观的资金增量, 可覆盖一年内到期的应付债券和应付利息。2024 年末, 公司投资性房地产公允价值为 1214.3 亿元, 其中受限规模为 1024.9 亿元, 非受限规模为 189.4 亿元。非受限部分按照 50%抵押率估算, 可获得约 95 亿元的资金增量, 对年内 62.4 亿元的应付债券和应付利息有一定的覆盖能力。考虑到早期经营性物业贷款抵押率较低, 实际可抵押融资额度还有额外的提升空间。

图30: 公司负债情况

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
短期有息负债(亿元)	207.3	299.1	313.1	205.9	124.4
YoY		44.2%	4.7%	-34.2%	-39.6%
长期有息负债(亿元)	677.6	611.6	399.6	363.0	416.6
YoY		-9.7%	-34.7%	-9.2%	14.8%
有息负债	884.95	910.68	712.65	568.83	541.04
YoY		2.9%	-21.7%	-20.2%	-4.9%
短期有息负债占比	23.4%	32.8%	43.9%	36.2%	23.0%
平均融资成本	6.72%	6.57%	6.52%	6.20%	5.92%
剔除预收款后的资产负债率	75.5%	71.4%	69.4%	67.6%	67.1%
净负债率	31.7%	36.9%	44.5%	43.9%	53.0%
现金短债比	2.80	1.85	0.69	0.92	0.53

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图31: 2024年末, 公司有息负债541亿元中, 一年内到期的58.8亿应付债券和3.6亿应付利息, 基本为年内需要偿还的部分; 抵押及质押借款和信用借款, 到期后都可能进行续期或续贷



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

从现金流角度出发, 我们预计2025年月均合同销售额达到20亿左右, 到期借款实现50%的滚动续期, 公司经营现金流入就有望覆盖刚性的经营性支出和有息债务偿付, 实现现金流为正。

- 经营性现金流入:** 预计2025-2027年全口径销售金额为241/253/266亿元, 物业出租及管理收入为126/133/139亿元, 合计带来现金流入342/361/381亿元。
- 经营性现金支出:** 假设2025-2027年不拿地, 建安支出分别为188/134/121亿元, 税费支出分别为31/33/35亿元, 职工支出分别为34/32/30亿元。
- 债务发行偿还:** 2024年末公司短期有息负债中, 一年内到期的应付债券为59亿元, 我们假定每年到期的应付债券为刚性偿还部分。短期借款及一年内到期的长期借款合计61亿元, 借款多为抵押和质押借款, 假定2025-2027到期的借款有分别有50%/20%/20%可以滚动续期。
- 利息支出:** 假定平均融资成本延续2024年的下降趋势, 预计2025-2027年的利息支出分别为27/20/16亿元。

图32: 公司现金流估算

单位: 亿元	2024A	2025E	2026E	2027E
销售商品、提供劳务收到的现金	447.0	341.7	361.2	381.3
其中: 销售业务回款		151.8	162.0	172.7
其中: 持有业务回款		189.8	199.2	208.6
购买商品、接受劳务支付的现金	296.0	188.0	134.5	121.1
其中: 建安支出		188.0	134.5	121.1
其中: 土地投资支出		0.0	0.0	0.0
支付给职工以及为职工支付的现金	48.6	34.2	32.5	30.5
支付的各项税费	42.6	31.1	32.9	34.7
新增债务收到的现金	228.7	30.5	19.3	12.5
取得借款收到的现金		30.5	19.3	12.5
发行债券收到的现金		0.0	0.0	0.0
偿还债务支付的现金	264.3	89.4	130.4	61.5
其中: 债券偿还		58.8	53.2	11.7
其中: 借款偿还		30.5	77.2	49.8
借款偿还比例		50%	80%	80%
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	33.8	26.9	19.6	16.1
其他现金变动	-52.6	0.0	0.0	0.0
现金及现金等价物净增加额	-62.3	2.6	30.6	129.9

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 549/372/327 亿元, 同比增速分别为 -37.6%/-32.3%/-12.0%; 毛利率分别为 24.6%/32.8%/36.7%。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 899/1245/1419 亿元, 同比增速分别为 19.5%/38.4%/14.0%。

1) 截至 2024 年末, 公司布局 200 座吾悦广场, 在营数量达 173 座, 在营购物中心出租率与销售额持续向好。我们假定未来三年公司稳步实现 200 座在营购物中心, 同时项目体量与收入水平保持稳定。预计 2025-2027 年公司物业出租及管理收入分别为 126/133/139 亿元, 同比增速分别为 5.2%/4.9%/4.7%; 毛利率分别为 70.2%/70.2%/70.2%。

2) 公司销售规模持续下降并持续未有拿地动作, 开发业务缩表仍未筑底, 市场下行之中库存项目去化和盈利能力都偏弱。我们假定 2025-2027 年公司合同销售金额分别为 241/253/266 亿元, 同比增速分别为 -40%/5%/5%。预计 2025-2027 年公司房地产开发销售收入 423/239/188 亿元, 同比增速分别为 -44%/-43%/-21%; 毛利率分别为 11%/12%/12%。

3) 公司 2024 年资产减值损失已经大幅降低, 考虑到公司销售均价降幅显著收窄, 预计后续资产减值规模将会进一步下降。预计 2025-2027 年公司资产减值损失分别为 1544/1281/1049 亿元。

图33: 公司盈利预测

单位: 百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	117,968	88,070	54,915	37,184	32,735
YoY	3.4%	-25.3%	-37.6%	-32.3%	-12.0%
毛利率	23.6%	19.7%	24.6%	32.8%	36.7%
物业出租及管理收入	10,631	12,029	12,655	13,281	13,906
YoY	15.3%	13.1%	5.2%	4.9%	4.7%
毛利率	69.9%	70.2%	70.2%	70.2%	70.2%
商场开业数量	162	173	182	191	200
单项目年收入	65.6	69.5	69.5	69.5	69.5
房地产开发销售收入	107,336	76,041	42,260	23,903	18,829
YOY	2.3%	-29.2%	-44.4%	-43.4%	-21.2%
毛利率	19.1%	11.7%	11.0%	12.0%	12.0%
销售金额	75,983	40,171	24,103	25,308	26,573
YoY	-34.5%	-47.1%	-40.0%	5.0%	5.0%
销售并表比例	60.3%	61.4%	63.0%	64.0%	65.0%
结算金额	155,828	133,666	69,692	38,564	29,646
YoY	-8.0%	-14.2%	-47.9%	-44.7%	-23.1%
结算并表比例	68.9%	56.9%	60.6%	62.0%	63.5%
资产减值损失	5,348	2,018	1,544	1,281	1,049
归母净利润	737	752	899	1,245	1,419
YoY	-47.1%	2.1%	19.5%	38.4%	14.0%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

根据重估净资产法, 预计公司 2024 年期末对应 RNAV 约为 396~621 亿元, 对应每股 RNAV 约为 17.56~27.52 元/股, 当前股价 12.56 元/股, 较每股 RNAV 折价 28.4%-54.4%。

图34: 公司盈利预测

	谨慎	较为谨慎	中性	较为乐观	乐观
未售未结算面积 (万平方米)	4,783	4,783	4,783	4,783	4,783
股权资本成本 (Ke)	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
最新财报销售均价 (万元/平)	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
销售均价年涨幅 (g)	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
尾盘面积占比	34.3%	34.3%	34.3%	34.3%	34.3%
尾盘销售均价 (万元/平)	0.38	0.41	0.45	0.48	0.51
销售型物业重估增值 (亿元)	-164.5	-140.3	-116.1	-91.8	-67.6
持有型物业重估增值 (亿元)	-48.2	-18.8	12.3	45.0	79.6
账面净资产 (亿元)	608.7	608.7	608.7	608.7	608.7
重估净资产价值 (亿元)	395.9	449.6	504.9	561.9	620.7
股本 (百万股)	2,255.6	2,255.6	2,255.6	2,255.6	2,255.6
每股RNAV (元/股)	17.55	19.93	22.38	24.91	27.52
最新股价	12.56	12.56	12.56	12.56	12.56
股价相较每股NAV的溢价 (折价)	-28.4%	-37.0%	-43.9%	-49.6%	-54.4%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所, 注: 测算基于 2024 年报数据及公司 4 月 16 日收盘价

根据可比公司法, 当前市场机构对可比房企 2025 年的中位数估值预期为 **0.61x PB**, 考虑到公司作为民营房企, 信用水平弱于央企, 且短期存在一定的流动性压力, 我们给与公司 10% 的估值折价即 **0.55x PB**, 对应股价 **14.83 元/股**。

图35: 可比公司估值

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	股价 (元 / 股)	2025E			2026E			2027E		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
大悦城	000031.SZ	117	2.72	2.5	2.3	2.5	1.08	1.17	1.08			
龙湖集团	0960.HK	661	9.47	24.1	24.9	25.9	0.39	0.38	0.37			
华润置地	1109.HK	1,777	24.92	41.0	44.0	47.5	0.61	0.57	0.52			
新城控股	601155.SH	283	12.56	27.1	27.6	28.3	0.46	0.45	0.44			
平均值							0.69	0.70	0.66			
中位数							0.61	0.57	0.52			

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所, 注: 可比公司预测每股净资产为 iFinD 机构一致性预测, 数据截至 4 月 16 日, 货币单位为 CNY

综上所述, 公司作为全国头部商业地产开发企业, 商业物业具有较高的出租率与持续增长的坪效水平, 运营能力较强。开发销售业务虽然暂时承压, 但依托商业板块创造现金流的能力以及持续下降的债务成本, 债务压力有望逐步降低, 现金流风险可控。随着公司住宅开发业务对整体业绩拖累的持续降低, 商业租金毛利占比将进一步提升, 未来盈利能力有望逐步回升, 建议关注公司困境反转带来的估值提升机会。我们预计 2025-2027 年公司 EPS 分别为 0.39/0.55/0.62 元, 每股净资产分别为 27.1/27.6/28.3 元。结合绝对估值与相对估值, 我们认为公司 2025 合理股价区间为 14.83~17.55 元, 对应 0.55~0.65 倍 PB, 首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。

6. 风险提示

- 1) 三四线市场进一步下行, 公司销售去化速度放缓, 回款情况不及预期, 存货进一步减值
- 2) 居民消费减弱, 公司商业出租率与租金收入不及预期
- 3) 未来融资环境改善不及预期, 公司债务调整进度不及预期

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元				利润表	单位: 百万元			
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	152,678	121,699	112,909	113,422	营业收入	119,174	88,999	55,494	37,576
货币资金	10,296	13,350	16,407	29,392	营业成本	96,468	71,373	41,823	25,260
应收票据及应收账款	567	354	240	211	税金及附加	2,710	2,313	1,442	939
预付款项	2,794	1,589	935	754	销售费用	5,130	3,965	2,386	1,578
存货	97,008	74,246	66,514	62,431	管理费用	3,393	2,758	1,665	1,090
其他流动资产	42,012	32,160	28,814	20,634	研发费用	20	7	4	3
非流动资产合计	154,514	154,811	154,948	155,072	财务费用	2,966	3,311	3,030	3,341
长期股权投资	20,991	21,301	21,615	21,934	资产减值损失	5,348	2,018	1,544	1,281
投资性房地产	121,429	121,984	122,360	122,691	信用减值损失	723	682	487	406
固定资产	2,222	2,113	2,010	1,911	公允价值变动收益	32	71	73	73
使用权资产	1,167	1,083	1,005	933	投资收益	1,505	320	274	278
无形资产	1,045	996	950	905	资产处置收益	443	-1	-	-
长期待摊费用	110	84	59	48	其他收益	78	10	-	-
其他非流动资产	7,550	7,250	6,950	6,650	营业外收入	281	177	-	-
资产总计	307,193	276,510	267,857	268,494	营业外支出	183	242	-	-
流动负债合计	167,745	139,648	131,172	130,191	利润总额	4,572	2,906	3,459	4,030
短期有息负债	12,443	24,175	34,421	40,571	所得税费用	4,012	2,186	2,594	2,821
应付票据及应付账款	45,690	37,123	33,257	30,342	净利润	560	720	865	1,209
预收款项及合同负债	56,285	29,209	21,503	19,947	归属母公司净利润	737	752	899	1,245
其他流动负债	53,328	49,141	41,991	39,332	少数股东损益	-177	-32	-35	-36
非流动负债合计	56,775	53,326	51,944	52,173	主要财务比率				
长期借款及应付债	41,662	44,715	46,644	47,890		2024A	2025E	2026E	2027E
租赁负债	1,225	1,083	1,005	933	成长能力				
其他非流动负债	13,888	7,528	4,294	3,350	营业收入增长率	-25.3%	-37.6%	-32.3%	-12.0%
负债合计	224,520	192,974	183,115	182,364	EBIT 增长率	-25.1%	-4.8%	6.5%	4.1%
少数股东权益	21,804	21,770	21,733	21,705	归母净利润增长率	2.1%	19.5%	38.4%	14.0%
归属母公司所有者	60,869	61,766	63,009	64,424	获利能力				
负债和所有者权益	307,193	276,510	267,857	268,494	毛利率	19.8%	24.6%	32.8%	36.7%
现金流量表					EBIT Margin	9.6%	14.7%	23.2%	27.4%
			单位: 百万元		归母净利率	0.8%	1.6%	3.3%	4.3%
	2024A	2025E	2026E	2027E	ROE	1.2%	1.5%	2.0%	2.2%
经营活动现金流	1,512	-5,954	-3,634	10,776	偿债能力				
净利润	720	865	1,209	1,391	资产负债率	73.1%	69.8%	68.4%	67.9%
折旧摊销	332	323	290	259	流动比率	91.0%	87.1%	86.1%	87.1%
财务费用	3,311	3,030	3,341	3,464	速动比率	31.5%	32.8%	34.7%	38.6%
营运流动资金	-2,538	-5,797	-6,875	5,342	营运能力				
其他	-313	-4,375	-1,599	319	总资产周转率	0.3	0.2	0.1	0.1
投资活动现金流	1,350	-2,605	-2,063	-1,646	应收款项周转率	138.4	120.5	126.7	146.9
长期股权投资	3,503	-	-	-	应付款项周转率	1.5	1.0	0.7	0.7
投资性房地产	-1,913	-555	-376	-331	每股指标				
固定资产	48	-	-	-	每股收益(元/股)	0.33	0.39	0.55	0.62
使用权资产	38	-	-	-	每股净资产(元/股)	26.7	27.1	27.6	28.3
其他	-326	-2,050	-1,687	-1,315	估值比率				
筹资活动现金流	-9,088	8,817	8,754	3,856	P/E	39.3	32.9	23.8	20.9
短期有息负债	-8,853	8,937	13,042	6,151	P/B	0.49	0.48	0.47	0.46
长期借款及应付债	5,366	3,053	1,929	1,246					
其他	-5,601	-3,173	-6,217	-3,540					
现金净增加额	-6,226	258	3,057	12,986					

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

陈刚

清华大学金融硕士, 同济大学土木工程本科, 2019 年加入东兴证券研究所, 从事房地产行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (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):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (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):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526