

新城控股 (601155.SH)

商业毛利贡献首超开发，未来业绩改善可期

核心观点：

- **商业毛利贡献首超开发，开发结算毛利率回升。**根据企业年报，25年新城控股实现营业收入530亿元，同比下降40%，归母净利润6.8亿元，同比下降9.6%，商业贡献占比提升收窄毛利降幅，但费用上升、减值计提及合联营亏损使得利润端维持与收入端接近的降幅。25年商业毛利规模91亿元，首次超过开发，毛利率70%，较24年持平。而开发业务毛利收缩至51亿元，同比下降43%，开发毛利率13.0%，较24年上升1.3pct，表内开发业务利润率已触底，对报表拖累持续收窄。
- **开发业务持续收缩，商业稳健发展。**根据企业年报，25年销售金额193亿元，同比下降52%，22年以来暂停拿地，开发业务持续收缩，26年计划开工面积同比继续下降64%，对整体经营及利润拖累下降。商业方面，截至25年末累计运营商场178座，总建面1649万方，出租率维持98%左右，运营稳定高效。25年实现含税租金收入140.9亿元，同比增长10%，同店增长5%，26年计划实现租金收入145亿，同比25年完成额增长2.9%，目标相对保守，主要由于轻资产开业进度受甲方影响较大，若25年开业进度超预期，则租金收入有望实现更快增长。
- **美元债借新还旧完成，公募REITs等渠道拓宽。**截至25年末公司账面有息负债510亿元，同比继续下降5%，综合融资成本5.44%，同比下降48bp。26年初公司完成全部美元债置换，偿债压力得到有效缓解。26年3月公司发布商业不动产REITs招募说明书，有效融资渠道进一步拓宽，或为公司在手商业资产带来价值重估空间。
- **盈利预测与投资建议。**预计26-27年营收374/305亿元，归母净利润9.5/18.8亿元，同比分别+39%/+99%。维持公司18.89元/股合理价值，维持“买入”评级。
- **风险提示。**基本面不及预期；公司商业运营表现不及预期，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等。

盈利预测：

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	88,999	53,012	37,381	30,457	26,791
增长率 (%)	-25.3%	-40.4%	-29.5%	-18.5%	-12.0%
EBITDA	8,925	7,442	7,914	8,483	8,982
归母净利润	752	680	948	1,884	2,408
增长率 (%)	2.1%	-9.6%	39.4%	98.7%	27.8%
EPS (元/股)	0.33	0.30	0.42	0.84	1.07
市盈率 (P/E)	35.9	46.3	34.6	17.4	13.6
ROE (%)	1.2%	1.1%	1.5%	2.9%	3.6%
EV/EBITDA	6.6	8.5	7.9	7.3	6.5

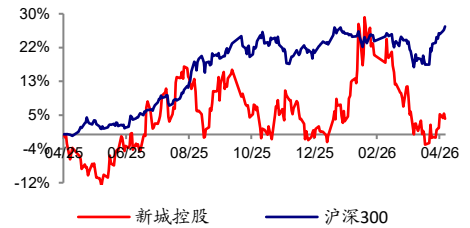
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	14.55元
合理价值	18.89元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-22

相对市场表现



分析师：

郭镇



SAC 执证号: S0260514080003

SFC CE No. BNN906



021-38003639



guoz@gf.com.cn

分析师：

谢淼



SAC 执证号: S0260522070007

SFC CE No. BVB342



021-38003637



xiemiao@gf.com.cn

相关研究：

新城控股 (601155.SH) : 公 募 REITs 招募美元债借新, 渠道拓展利好价值重估	2026-03-10
新城控股 (601155.SH) : 商 业承托利润, 减值充分, 偿 债压力下降	2025-11-07
新城控股 (601155.SH) : 盈 利主动轮切换, 调整完毕重 新启航	2025-09-10

目录索引

一、商业毛利贡献首超开发，开发结算毛利率回升.....	4
二、开发业务持续收缩，商业稳健发展.....	6
三、美元债借新还旧完成，公募 REITS 等渠道拓宽.....	8
四、盈利预测及投资建议.....	9
五、风险提示.....	11

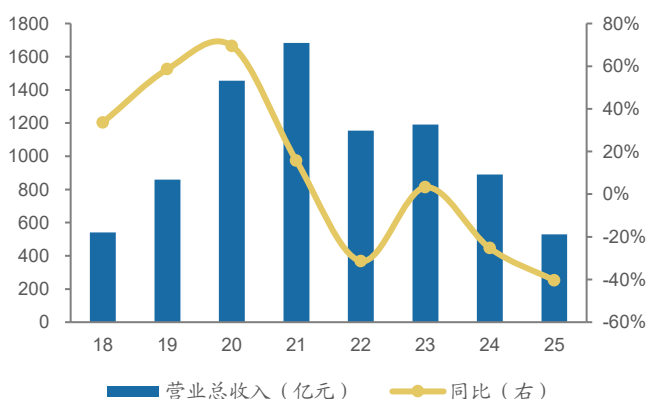
图表索引

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: 新城控股并表结算收入 (亿元) 及增速	4
图 4: 新城控股结算面积及竣工面积同比	4
图 5: 新城控股预收账款 (亿元) 及增速	5
图 6: 新城控股商业运营收入 (亿元) 及增速	5
图 7: 新城控股各业务毛利规模 (亿元)	5
图 8: 新城控股开发及商业毛利率	5
图 9: 新城控股销售管理费用率及财务费用率	6
图 10: 新城控股利息支出 (亿元) 及利息资本化率	6
图 11: 新城控股投资净收益 (亿元)	6
图 12: 新城控股资产及信用减值损失 (亿元) 及占比	6
图 13: 新城控股销售金额 (亿元) 及增速	7
图 14: 新城控股销售面积及销售均价同比	7
图 15: 新城控股拿地金额 (亿元) 及拿地力度	7
图 16: 新城控股新开工面积 (万方) 及增速	7
图 17: 新城控股商业运营收入 (亿元) 及增速	7
图 18: 新城控股开业商场面积 (万方) 及出租率	7
图 19: 新城控股零售额 (亿元) 及增速	8
图 20: 新城控股客流量 (亿人次) 及增速	8
图 21: 新城控股有息负债 (亿元) 及增速	8
图 22: 新城控股综合融资成本 (%)	8
表 1: 新城控股公开债情况汇总	9
表 2: 新城控股盈利预测	10

一、商业毛利贡献首超开发，开发结算毛利率回升

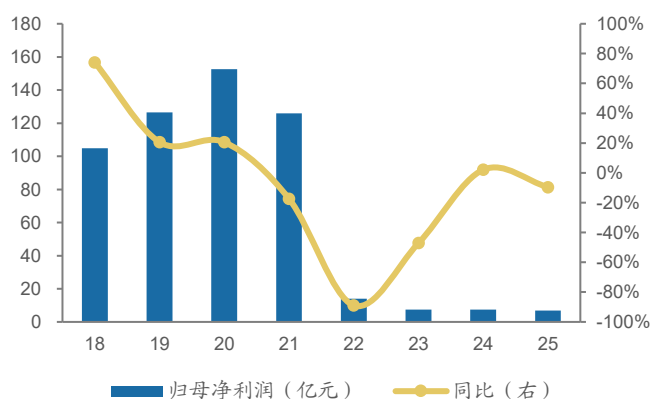
根据公司年报，2025年新城控股实现营业收入530.1亿元，同比下降40%，毛利21.9亿元，同比下降14.9%，净利润4.4亿元，同比下降38.4%，归母净利润6.8亿元，同比下降9.6%，扣非归母净利润6.1亿元，同比下降29.3%，商业贡献占比提升收窄毛利降幅，但费用上升、减值计提及联合营亏损使得利润端维持与收入端接近的降幅。公司25年依然不分红。

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

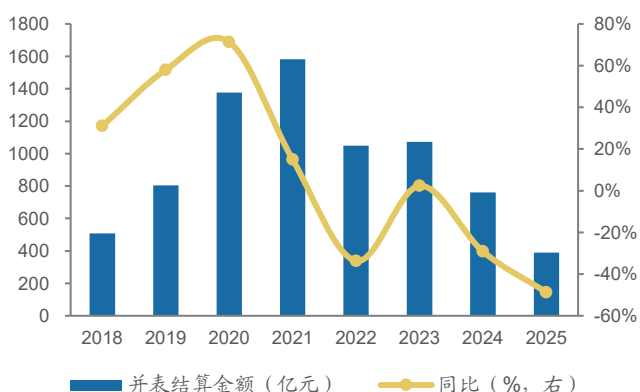
图 2：新城控股归母净利润（亿元）及增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

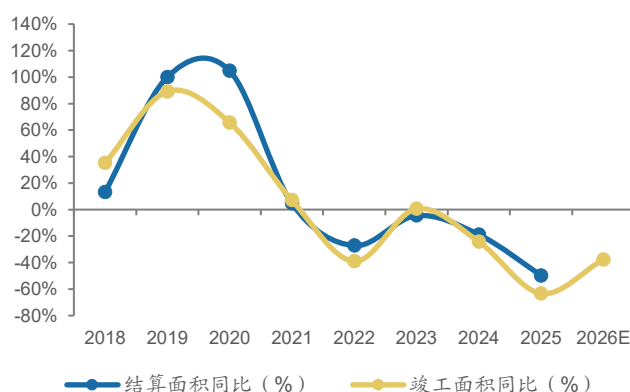
收入方面，25年公司实现地产结算收入390亿元，同比下降49%，全口径结算面积、竣工面积分别下降50%、63%。截至25年末账面预收账款353亿元，同比下降42%，26年计划竣工面积较25年进一步收缩38%，后续开发业务对整体收入贡献将持续下降。

图 3：新城控股并表结算收入（亿元）及增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

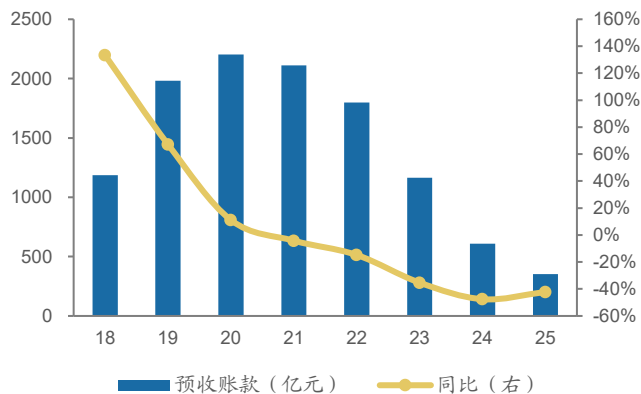
图 4：新城控股结算面积及竣工面积同比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

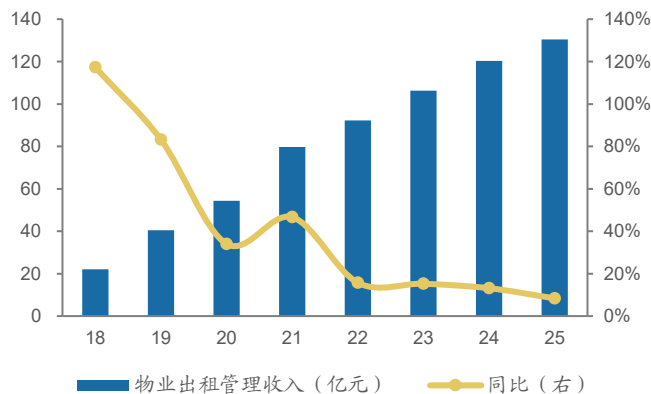
另一方面，商业贡献占比持续提升，25年商业运营收入130亿元，同比增长8%，占整体收入比例由24年的14%上升至25%。

图 5: 新城控股预收账款 (亿元) 及增速



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 6: 新城控股商业运营收入 (亿元) 及增速

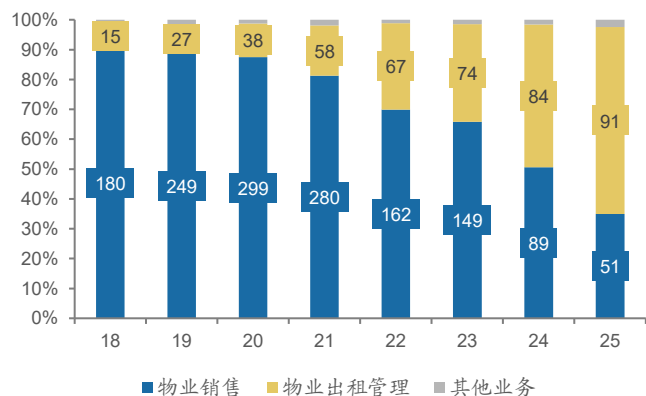


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

利润率方面, 25年公司商业实现毛利规模91亿元, 首次超过开发, 占比达到63%, 毛利率70%, 较24年基本持平。而开发业务毛利收缩至51亿元, 同比下降43%。

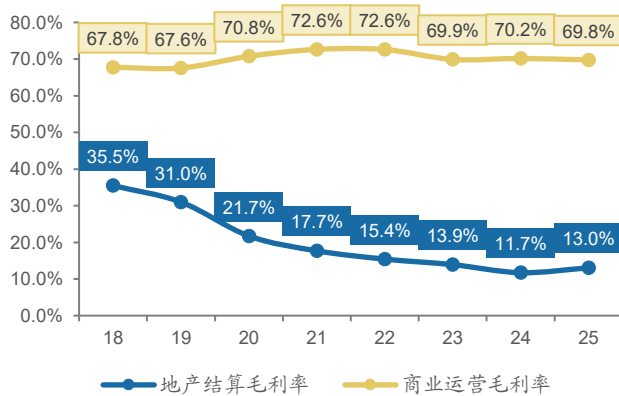
但值得注意的是, 25年公司开发业务毛利率13.0%, 较24年上升1.3pct, 公司整体毛利率27.4%, 同比上升7.6pct, 表内开发业务利润率已触底, 未来对整体报表拖累将持续收窄。

图 7: 新城控股各业务毛利规模 (亿元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 8: 新城控股开发及商业毛利率



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

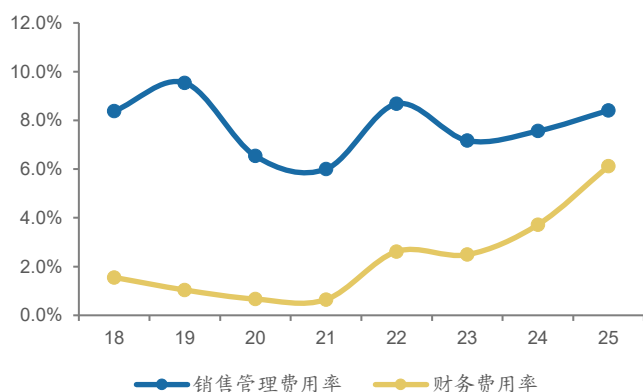
其他影响业绩表现的科目主要是费用、表外项目和减值。

费用方面, 25年公司销管费率、财务费率分别为8.4%、6.1%, 同比分别上升0.8pct、2.4pct, 融资结构改变带来的利息资本化率下降使得财务费用上行, 25年公司资本化率下降12pct至11%, 实际利息支出36亿元, 较24年继续下行。

表外方面, 25年公司合联营亏损4.4亿元, 24年为盈利6.8亿元。

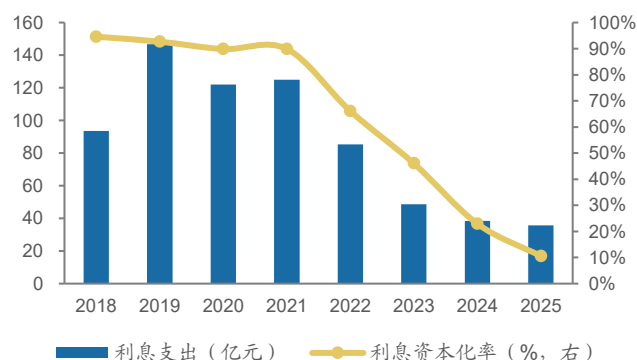
减值方面, 25年公司继续计提16.5亿信用及资产减值, 20年以来累计减值规模达到236亿元, 占期间平均存货及长股投比例为12%, 在主流房企中减值力度居前, 后续减值压力较小。

图 9：新城控股销售管理费用率及财务费用率



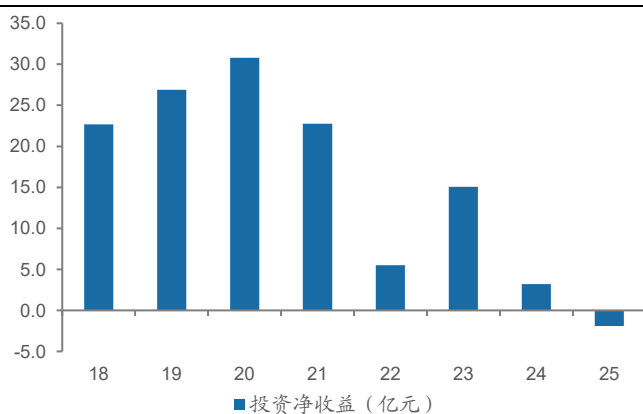
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 10：新城控股利息支出（亿元）及利息资本化率



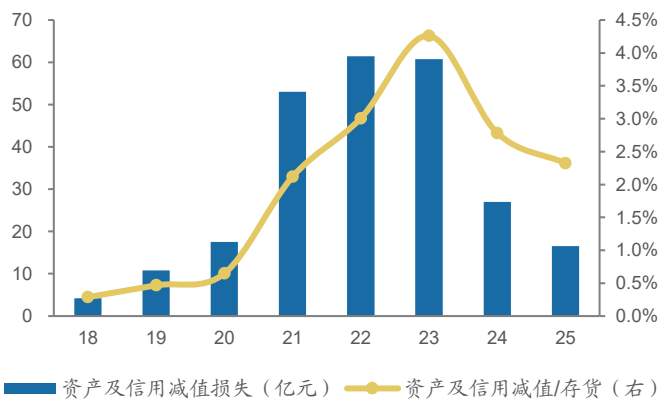
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 11：新城控股投资净收益（亿元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 12：新城控股资产及信用减值损失（亿元）及占比



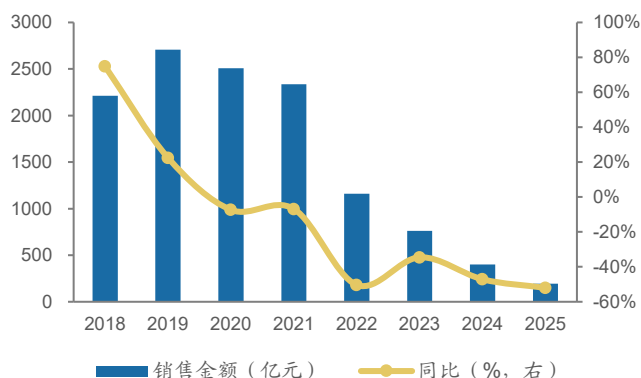
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

二、开发业务持续收缩，商业稳健发展

开发表现来看，22年起公司暂停拿地，着力降低开发对公司整体经营影响。25年实现销售金额193亿元，同比下降52%，对应面积下降53%，均价则小幅增长2%，24Q3现金流压力减小后调整的“收折扣、保利润”策略使得均价上行，助推开发利润率改善，但也一定程度上影响去化速度。

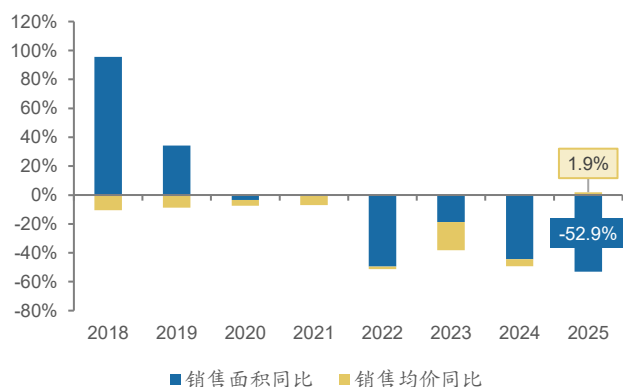
从未来可售来看，25年公司新开工面积78万方，同比下降72%，仅完成全年目标的46%，26年计划新开工面积28万方，较25年实际完成规模继续下降64%。开工规模快速收缩，未来开发销售仍将持续下行，对整体收入造成一定影响，但也标志着开发业务对整体利润的拖累进入尾声。

图 13: 新城控股销售金额 (亿元) 及增速



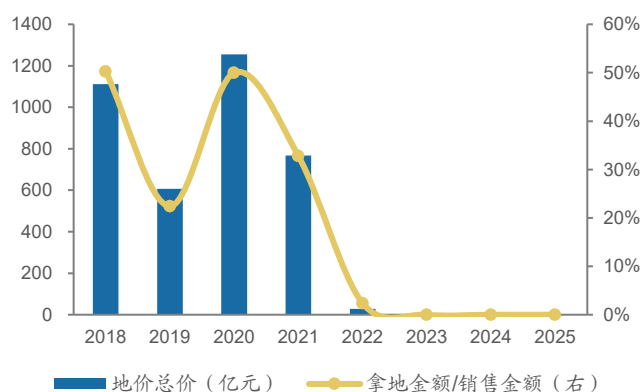
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 14: 新城控股销售面积及销售均价同比



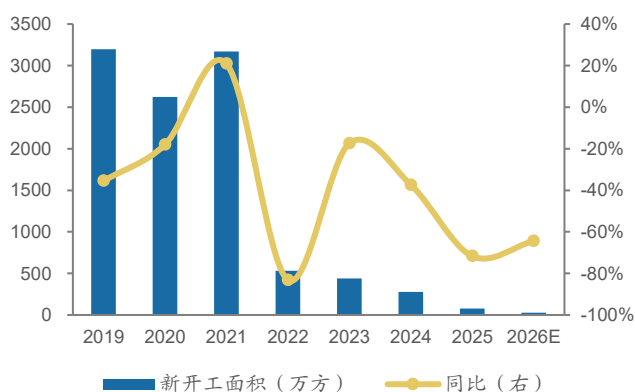
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 15: 新城控股拿地金额 (亿元) 及拿地力度



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

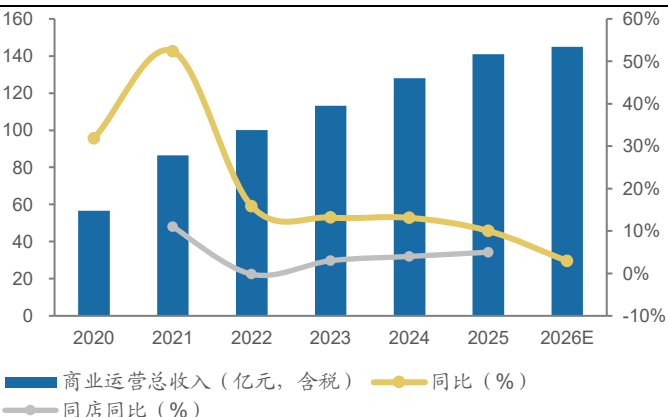
图 16: 新城控股新开工面积 (万方) 及增速



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

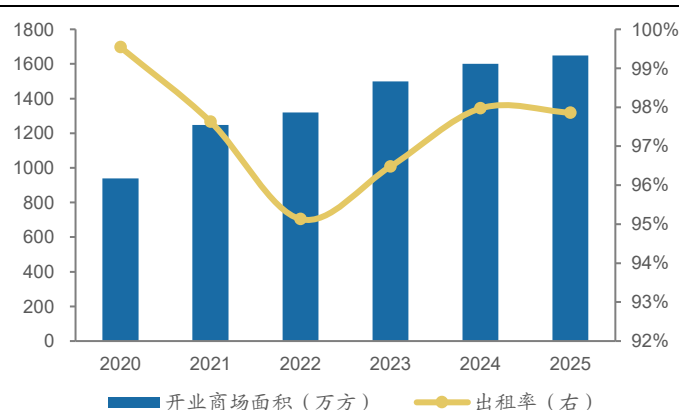
商业运营方面, 25年公司新开商场5座, 截至25年末累计运营商场178座, 总建面1649万方, 出租率维持98%左右, 运营稳定高效。25年公司实现租金收入(含税)140.9亿元, 同比增长10%, 同店增长5%, 完成年初140亿元的目标, 期间不含车零售额970亿元, 同比增长7%, 客流20.0亿人次, 同比增长13%。

图 17: 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

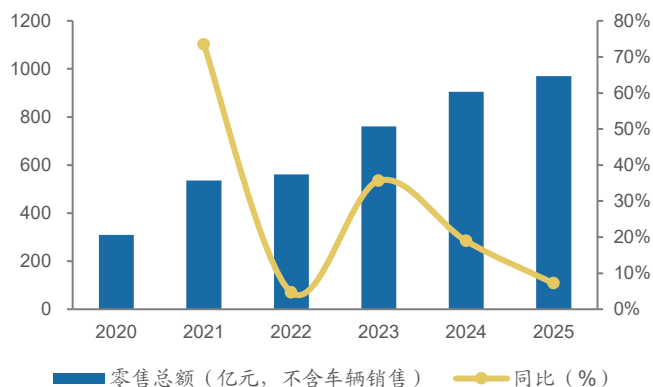
图 18: 新城控股开业商场面积 (万方) 及出租率



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

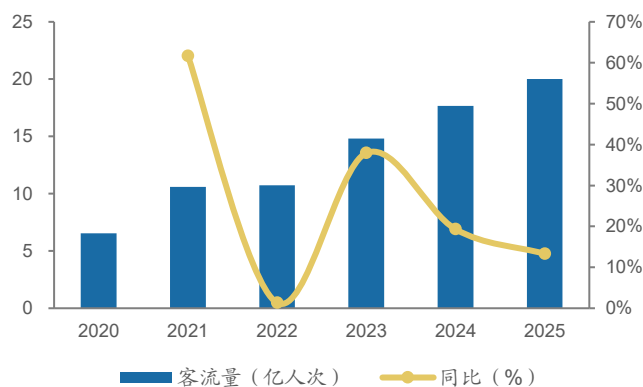
根据公司年报,26年公司计划实现租金收入145亿元,同比25年完成额增长2.9%,目标相对保守,主要由于轻资产开业进度受甲方影响较大,若25年开业进度超预期,则租金收入有望实现更快增长。

图 19: 新城控股零售额 (亿元) 及增速



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 20: 新城控股客流量 (亿人次) 及增速

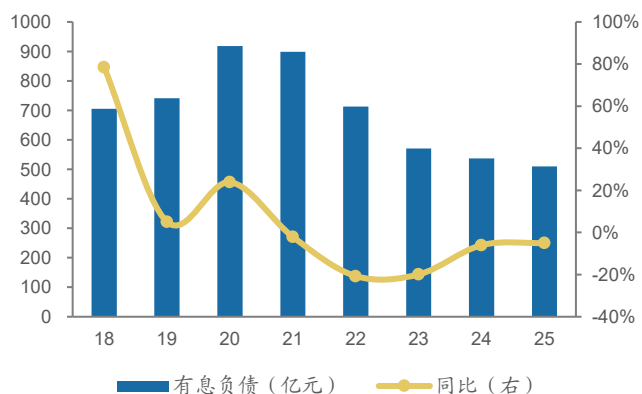


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

三、美元债借新还旧完成, 公募 REITs 等渠道拓宽

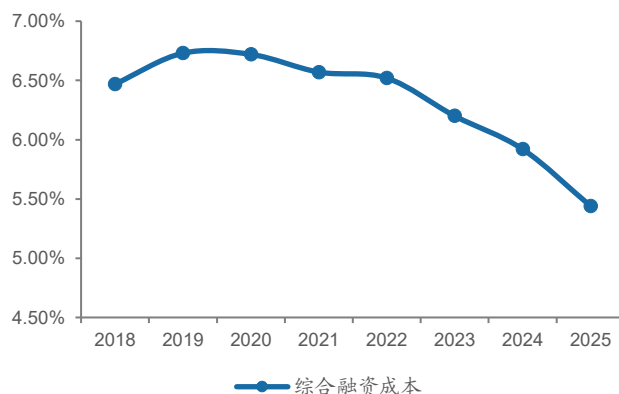
资产负债及现金流安全方面,截至25年末公司账面有息负债510亿元,同比继续下降5%,综合融资成本5.44%,同比下降48bp。公司有息负债继续压降,综合融资成本伴随融资渠道拓展也继续下行。

图 21: 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 22: 新城控股综合融资成本 (%)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

25年内及26年初,公司完成三笔境外美元债发行置换,总规模8.15亿美元,平均成本11.85%,成为近几年唯一完成境外信用债发行的民企,虽然融资成本偏高,但对公司整体融资成本影响有限,也完全解除了公司偿债压力。

表 1: 新城控股公开债情况汇总

证券简称	类别	币种	发行日期	到期日期	发行规模 (亿)		期限 年	发行利 率	当前余额 亿人民币	抵 押
					原币种	人民币				
25 新城控股 MTN003	中票	CNY	2025-12-09	2030-12-10	17.5	17.5	5.0	4.00%	17.5	是
25 新城控股 MTN002	中票	CNY	2025-09-25	2030-09-26	9.0	9.0	5.0	3.29%	9.0	是
25 新城控股 MTN001	中票	CNY	2025-07-31	2030-08-04	10.0	10.0	5.0	2.68%	10.0	是
24 新城控股 MTN002	中票	CNY	2024-11-27	2029-11-28	15.6	15.6	5.0	3.50%	15.6	是
24 新城控股 MTN001B	中票	CNY	2024-05-17	2029-05-20	5.6	5.6	5.0	3.40%	5.6	是
24 新城控股 MTN001A	中票	CNY	2024-05-17	2027-05-20	8.0	8.0	3.0	3.20%	8.0	是
23 新城控股 MTN002	中票	CNY	2023-12-12	2026-12-14	8.5	8.5	3.0	4.48%	8.5	是
G 新城次	ABS	CNY	2023-07-24	2041-07-24	0.7	0.7	18.0	0.00%	0.7	是
G 新城优	ABS	CNY	2023-07-24	2041-07-24	12.5	12.5	18.0	6.50%	12.3	是
23 新城控股 MTN001	中票	CNY	2023-07-24	2026-07-25	8.5	8.5	3.0	4.00%	8.5	是
23 新城 01	公司债	CNY	2023-06-14	2026-06-16	4.0	4.0	3.0	4.50%	4.0	是
吾悦次 1C	ABS	CNY	2020-06-09	2038-06-09	1.5	1.5	18.0	0.00%	1.5	是
PR 优 1A	ABS	CNY	2020-06-09	2038-06-09	28.0	28.0	18.0	4.80%	7.6	是
新城发展 11.88 20270930	海外债	USD	2025-09-30	2027-09-30	1.6	11.1	2.0	11.88%	6.5	否
新城发展 11.88 20280626	海外债	USD	2025-06-26	2028-06-26	3.0	20.7	3.0	11.88%	20.7	否
新城发展 4.5 20260502 (待置换)	海外债	USD	2021-02-02	2026-05-02	4.0	27.9	5.2	4.50%	16.3	否
3 月 10 日新发美元债	海外债	USD	2026-03-10	2029-03-10	3.6	24.5	3.0	11.80%	24.5	否
总计 (置换前)						189.1		5.47%	152.3	
总计 (置换后)						185.7		6.46%	160.5	
有抵押债务						129.3		4.11%		
无抵押债务 (置换前)						59.7		8.43%		
无抵押债务 (置换后)						56.3		11.85%		

资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

此外, 26年3月公司以常州天宁、南通启东吾悦为底层资产发布商业不动产 REITs 招募说明书, 有效融资渠道进一步拓宽, 公募 REITs 的成功申报或为公司在手商业资产带来价值重估空间。

四、盈利预测及投资建议

美元债借新成功标志着新城偿债压力得到有效缓解, 而公募 REITs 的成功上报使得公司有效融资渠道进一步拓宽。总体来看, 公司未来将延续开发收缩、商业上行的态势, 商业贡献占比提升, 盈利主动轮切换, 叠加融资渠道拓宽带来的财务成本下降, 公司利润水平改善可期, 价值重估空间持续增大。

收入方面, 截至25年末公司并表已售未结资源353亿元, 考虑26年至28年维持稳定结算比例, 预计开发业务结算金额分别为229亿元、153亿元、109亿元, 同比分别-41%、-33%、-29%, 后续将更多进入现房销售阶段, 开发类工程量下降。

商业运营业务部分,26年起公司商场开业放缓,前期开业商场逐渐进入稳定期,新开店及同店增长贡献放缓,预计26年至28年商业运营租金(不含税)分别为135亿元、142亿元、149亿元,同比分别+4%、+5%、+5%。

利润方面,新城控股前期减值较为充分,开发业务毛利率基本见底,后续或缓慢回升,但后续仍将受到行业大势影响,同时在手货值中存在部分未开工土地难以评估价值,仍存在拖累报表的可能。商业部分,20年以来公司商业部分毛利率始终维持在70%左右水平,但随着早期开业商场逐渐进入调改阶段,后续费用或有上行。

综合开发及商业表现,预计公司27年至28年利润率提升,归母净利润9.5亿元、18.8亿元、24.1亿元,同比增长39.4%、98.7%、27.8%。维持公司18.89元/股合理价值,维持“买入”评级。

表 2: 新城控股盈利预测

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
拿地金额(亿元)	28	0	0	0	0	0	0
拿地力度(%)	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
地货比(%)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
新增货值(亿元)	55	0	0	0	0	0	0
估算储备货值(亿元)	2862	2102	1700	1497	1347	1233	1134
销售金额(亿元)	1160	760	402	193	150	115	99
同比(%)	-50.4%	-34.5%	-47.1%	-52.0%	-22.3%	-23.5%	-13.9%
去化率(%)	29.3%	26.6%	19.1%	11.3%	10.0%	8.5%	8.0%
并表已售未结金额(亿元)	1799	1164	610	353	236	168	133
并表结算金额(亿元)	1049	1073	760	390	229	153	109
同比(%,右)	-33.7%	2.3%	-29.2%	-48.7%	-41.2%	-33.2%	-28.6%
结算比例(%)	49.7%	59.7%	65.3%	63.9%	65.0%	65.0%	65.0%
表内物业出租(亿元)	92.2	106.3	120.3	130.4	134.9	141.7	148.8
同比(%,右)	16%	15%	13%	8%	4%	5%	5%
表内其他收入(亿元)	13.5	12.1	9.3	9.7	9.7	9.7	9.7
同比(%,右)	-37%	-11%	-23%	5%	0%	0%	0%
营业收入(亿元)	1,154.6	1,191.7	890.0	530.1	373.8	304.6	267.9
同比(%,右)	-31%	3%	-25%	-40%	-29.5%	-18.5%	-12%
整体毛利率(%)	20.0%	19.1%	19.8%	27.4%	33.9%	40.0%	45.3%
地产结算毛利率(%)	15.4%	13.9%	11.7%	13.0%	13.2%	13.5%	14.0%
商业运营毛利率(%)	72.6%	69.9%	70.2%	69.8%	70.0%	70.0%	70.0%
其他业务毛利率(%)	19.3%	28.2%	29.2%	36.5%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利(亿元)	231.3	227.1	176.3	145.3	126.6	121.8	121.4
地产结算毛利	161.7	149.4	89.1	50.8	30.3	20.7	15.3
商业运营毛利	67.0	74.3	84.4	91.0	94.4	99.2	104.1
其他业务毛利	2.6	3.4	2.7	3.5	1.9	1.9	1.9
营业成本(亿元)	923.3	964.7	713.7	384.8	247.2	182.8	146.5

净利率 (%)	1.4%	0.5%	0.8%	0.8%	3.4%	7.7%	11.2%
净利润 (亿元)	15.85	5.60	7.20	4.44	12.64	23.55	30.10
同比 (%，右)	-88%	-65%	29%	-38%	185%	86%	28%
少数股东损益占比 (%)	12.1%	-31.7%	-4.5%	-53.3%	25.0%	20.0%	20.0%
归母净利润 (亿元)	13.90	7.40	7.52	6.80	9.48	18.84	24.08
同比 (%，右)	-89.0%	-46.8%	1.7%	-9.6%	39.4%	98.7%	27.8%

资料来源: wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

表 3: 可比公司估值表

公司名称	总市值	归母净利润 (亿元)			归母净利润增速		PE		PB
	亿元	24A	25E	26E	25E	26E	25E	26E	
滨江集团	317	25	30	35	17%	17%	10.6	9.1	1.1
招商蛇口	775	40	10	30	-75%	194%	75.7	25.8	0.8
华润置地	1,994	256	254	242	-1%	-5%	7.8	8.2	0.7
绿城中国	211	16	1	9	-96%	1110%	297.7	24.6	0.6
新城控股	332	8	7	9	-10%	39%	48.9	35.0	0.5
华发股份	99	10	-80	12	-	-	-	8.2	0.5
华侨城 A	177	-87	-145	-32	-	-	-	-	0.5
城建发展	103	-10	-4	13	-	-	-24.8	7.8	0.5
万科 A	438	-495	-886	6	-	-	-	72.2	0.4
保利发展	715	50	10	33	-79%	223%	69.1	21.4	0.4
建发股份	255	29	-76	42	-	-	-	6.1	0.4
龙湖集团	515	104	10	15	-90%	50%	50.4	33.7	0.3
中国海外发展	1,215	156	127	170	-19%	34%	9.6	7.1	0.3
中国海外宏洋集团	90	10	3	8	-68%	169%	29.6	11.0	0.3
金地集团	125	-61	-133	-25	-	-	-	-	0.3
越秀地产	134	10	1	14	-95%	2495%	242.7	9.4	0.2

资料来源: 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 21 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、中国海外发展、华润置地、越秀地产、中国海外宏洋集团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。

公司商业运营表现不及预期, 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:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	152,678	112,273	88,953	76,490	71,491
货币资金	10,296	6,803	8,754	9,637	13,114
应收及预付	3,362	2,451	1,770	1,448	1,261
存货	97,008	71,050	48,061	36,556	29,711
其他	42,012	31,968	30,368	28,849	27,405
非流动资产总额	154,514	153,370	152,047	150,358	148,020
长期股权投资	20,991	19,747	17,772	15,995	13,595
固定资产	2,222	1,893	2,179	2,465	2,781
在建工程	1,376	1,181	1,279	1,378	1,378
使用权资产	1,167	2,515	2,314	2,129	1,959
无形资产	1,045	893	815	743	679
其他	127,713	127,142	127,689	127,647	127,628
资产总额	307,193	265,643	241,000	226,847	219,511
流动负债总额	167,745	132,321	107,018	91,127	81,355
短期借款	364	124	99	79	64
应付及预收	101,975	69,357	46,914	35,538	29,581
其他	65,406	62,840	60,004	55,510	51,711
非流动负债总额	56,775	55,791	55,187	54,569	53,995
长期借款	31,757	30,285	30,376	30,407	30,437
应付债券	9,904	7,941	8,020	8,101	8,182
其他	15,113	17,564	16,790	16,062	15,377
负债总额	224,520	188,112	162,204	145,696	135,351
股本	2,256	2,256	2,256	2,256	2,256
其他	58,613	59,342	60,290	62,175	64,583
归母权益合计	60,869	61,598	62,546	64,430	66,838
少数股东权益	21,804	15,933	16,249	16,720	17,322
负债和股东权益	307,193	265,643	241,000	226,847	219,511

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	88,999	53,012	37,381	30,457	26,791
营业成本	71,373	38,478	24,717	18,278	14,652
营业税金及附加	2,313	2,989	2,105	1,675	1,474
销售费用	3,965	1,844	1,234	975	804
管理费用	2,758	2,613	1,757	1,371	1,179
研发费用	7	0	0	0	0
财务费用	3,311	3,248	1,967	1,873	1,734
资产信用减值损失	-2,700	-1,652	-755	-519	-395
公允价值变动收益	71	146	23	219	328
投资收益	320	-190	192	154	123
营业利润	2,972	2,161	5,077	6,151	7,014
营业外收支	-65	-87	-22	54	107
利润总额	2,906	2,075	5,055	6,205	7,121
所得税费用	2,186	1,631	3,791	3,850	4,111
合并净利润	720	444	1,264	2,355	3,010
少数股东损益	-32	-236	316	471	602
归母净利润	752	680	948	1,884	2,408
EPS (元/股)	0.33	0.30	0.42	0.84	1.07

现金流量表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	1,512	1,425	4,299	4,482	5,666
合并净利润	720	444	1,264	2,355	3,010
折旧摊销	332	337	331	313	290
营运资金变动	-2,065	-4,513	-91	-513	347
其他	0	0	-238	-145	-73
投资活动现金流净额	1,350	1,079	3,233	1,462	2,229
资本性开支	-1,902	-288	-438	-446	-380
投资	1,424	485	1,009	1,536	2,157
其他	1,829	881	2,662	373	451
融资活动现金流净额	-9,088	-4,622	-3,256	-5,061	-4,418
股本融资	13	0	0	0	0
债权融资	-6,483	-7,621	-1,142	-3,011	-2,462
股利分配与偿付利息	-3,384	-3,050	-2,114	-2,051	-1,956
其他	765	6,049	0	0	0
现金净增加额	-6,226	-2,118	4,276	883	3,477
期初现金余额	12,822	6,596	4,478	8,754	9,637
期末现金余额	6,596	4,478	8,754	9,637	13,114

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	-25.3%	-40.4%	-29.5%	-18.5%	-12.0%
营业利润增长率	-33.6%	-27.3%	134.9%	21.1%	14.0%
归母净利润增长率	2.1%	-9.6%	39.4%	98.7%	27.8%
获利能力					
毛利率	19.8%	27.4%	33.9%	40.0%	45.3%
净利率	0.8%	0.8%	3.4%	7.7%	11.2%
ROE	1.2%	1.1%	1.5%	2.9%	3.6%
偿债能力					
资产负债率	73.1%	70.8%	67.3%	64.2%	61.7%
有息负债率	13.7%	14.4%	16.0%	17.0%	17.6%
流动比率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9
利息保障倍数	2.8	2.2	3.6	4.0	4.4
营运能力					
应收账款周转率	144.4	99.0	94.7	90.0	90.0
存货周转率	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
应付账款周转率	1.6	1.1	0.9	0.9	0.9
每股指标					
每股收益	0.33	0.30	0.42	0.84	1.07
每股净资产	26.99	27.31	27.73	28.56	29.63
每股经营现金流	0.67	0.63	1.91	1.99	2.51
估值比率					
PE	35.9	46.3	34.6	17.4	13.6
PB	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.6	8.5	7.9	7.3	6.5

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。

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：资深分析师，伦敦政治经济学院硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

胡 正 维：资深分析师，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	gfzqyf@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。