下载日志已记录，仅供内部参考

广发研究 GF RESEARCH

公司评级

买入

当前价格 12.82 元

合理价值 18.39 元

前次评级 买入

新城控股（601155.SH）

商业毛利贡献占比达八成，公募 REITs 发行获监管批准

营收利润均下降，商业毛利贡献占比达八成。根据公司中报，26H1 公司实现营收 176.4 亿元，同比-20.2%，归母净利润 8.5 亿元，同比-5.1%，开发结算规模收缩使得整体收入下降，毛利率上行带动利润总额重回正增长，商业收入、毛利贡献占比分别提升至 37%、80%，后续开发业务影响将进一步下降。26H1 公司未计提减值并进行了 0.2 亿元的减值冲回，20 年以来累计减值 236 亿元。

开发规模持续收缩，上半年开工超预期。26H1 公司实现销售金额 63.6 亿元，同比下降 38%，全口径开工 26 万方，完成年初目标的 92%，上半年市场景气度较好，开工超预期，开发出清加速。

客流、零售额、租金维持正增长，8 月表现超预期。26H1 公司新开业商场 3 座（1 重 2 轻），期末累计开业商场 181 座，储备 31 座，26H1 公司实现租金收入（含税）71.1 亿元，同比增长 2.4%，完成年初目标的 49%，期间客流同比增长 8.7%，不含车销售额增长 1.0%，在社零承压的背景下运营总体保持平稳。26 年 1-8 月实现商业运营收入（含税）96.44 亿元，同比+3.3%，其中 8 月 12.9 亿元，同比增长 8%，剔除新项目开业一次性贡献，真实同店增长约 3%，回归长期合理中枢，

有息负债规模稳定，公募 REITs 或监管批准。26 年中期公司有息负债 519 亿元，较 25 年末增长 1.9%，其中短债占比 19%，负债结构持续改善。26 年上半年公司完成机构间 REITs 的扩募，公募 REITs 申报也获得上交所和证监会的受理批复，进入募集上市阶段，拟募集金额 15.41 亿元。REITs 渠道的打通是公司资金安全的另一重保障，也为公司投资性房地产价值重估提供依据。

盈利预测与投资建议。预计 26-27 年营收 374/290 亿元，归母净利润 7.1/9.1 亿元，同比分别 +4.5%/+28.0%。在开发去化 25%，商业同店增速 1%、贴现率 7.5%、融资成本 5.0%假设下，公司合理估值 415 亿元，对应合理价值 18.39 元/股，维持“买入”评级。

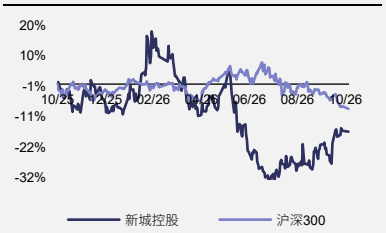
风险提示。基本面不及预期；公司商业运营表现不及预期，销售去化速度放缓，回款情况不及预期；公司债务结构调整进度不及预期等。

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	**37,316**	28,969	25,710
增长率（%）	-25.3%	-40.4%	**-29.6%**	-22.4%	-11.3%
EBITDA	8,925	7,442	**6,819**	7,577	8,211
归母净利润	752	680	**711**	910	1,272
增长率（%）	2.1%	-9.6%	**4.5%**	28.0%	39.8%
EPS（元/股）	**0.33**	**0.30**	**0.32**	**0.40**	**0.56**
市盈率（P/E）	35.9	46.3	**40.8**	31.9	22.8
ROE（%）	1.2%	1.1%	**1.1%**	1.4%	2.0%
EV/EBITDA	6.6	8.5	**8.8**	7.9	7.0

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相对市场表现



郭镇

SAC 执证号：S0260514080003
SFC CE No. BNN906
guoz@gf.com.cn

谢淼

SAC 执证号：S0260522070007
SFC CE No. BVB342
xiemiao@gf.com.cn

相关研究

新城控股（601155.SH）:商业毛利贡献首超开发，未来业绩改善可期	2026-04-22
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

下载日志已记录，仅供内部参考

目录索引

一、营收利润均下降，商业毛利贡献占比达八成 4

二、开发规模持续收缩，商业运营表现稳定，8 月租金增长超预期....6

（一）开发规模持续收缩，上半年开工超预期，未来开发拖累持续下降 6

（二）商业运营稳定，客流、零售额、租金维持正增长，8 月表现超预期....6

三、有息负债规模稳定，公募 REITs 获监管批准，渠道打通保障长远发展 7

四、盈利预测及估值....8

五、风险提示 10

下载日志已记录，仅供内部参考

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：新城控股各业务营业收入规模贡献占比 4
图 4：新城控股商业运营收入（亿元）及增速 4
图 5：新城控股开发结算收入（亿元）及增速 5
图 6：新城控股预收账款规模（亿元）及增速 5
图 7：新城控股整体、开发及商业毛利率 5
图 8：新城控股各业务毛利规模贡献占比 5
图 9：新城控股销管费率及财务费率 5
图 10：新城控股资产及信用减值损失规模 5
图 11：新城控股销售金额（亿元）及增速 6
图 12：新城控股全口径回款率 6
图 13：新城控股新开工面积（万方）及完成率 6
图 14：新城控股土储面积（万方） 6
图 15：新城控股已开业商场数量（座） 7
图 16：新城控股含税商场运营收入（亿元）及增速 7
图 17：新城控股商业出租率 7
图 18：新城控股客流及不含车零售额同比增速 7
图 19：新城控股有息负债规模（亿元）及增速 8
图 20：新城控股短期有息负债占比 8

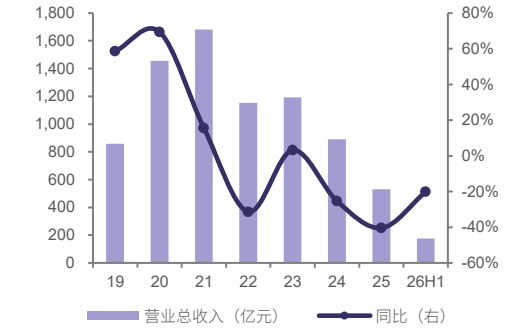
表 1：新城控股盈利预测 9

下载日志已记录，仅供内部参考

一、营收利润均下降，商业毛利贡献占比达八成

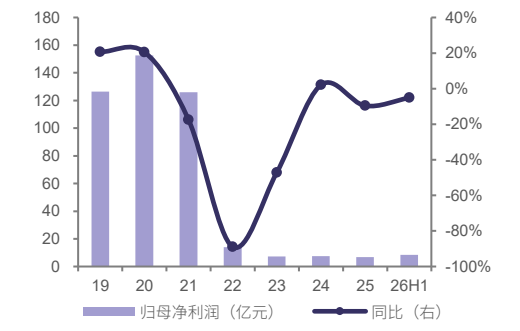
根据公司中报，26 年上半年公司实现营业收入 176.4 亿元，同比下降 20.2%，毛利 58.4 亿元，同比下降 1.6%，利润总额 13.7 亿元，同比增长 4.7%，归母净利润 8.5 亿元，同比下降 5.1%，扣非归母净利润 8.9 亿元，同比下降 6.4%。开发结算规模收缩使得整体收入下降，商业贡献占比提升、毛利率上行带动利润总额重回正增长，但所得税上升一定程度上拖累归母净利表现。

图 1：新城控股营业收入（亿元）及增速



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

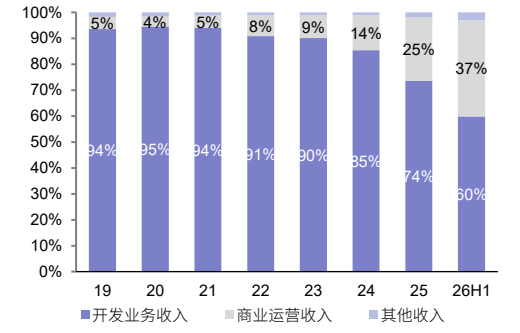
图 2：新城控股归母净利润（亿元）及增速



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

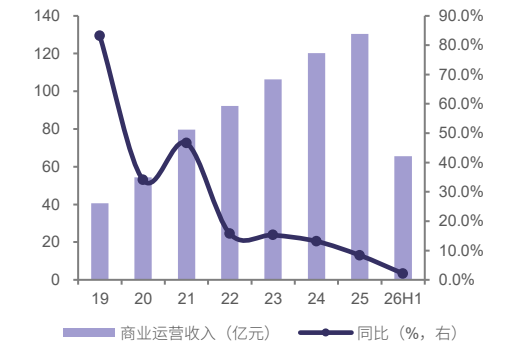
收入方面，26 年上半年公司商业运营收入（不含税）65.6 亿元，同比增长 2.1%，占比从 25 年的 25%提升至 37%；期间开发结算收入 105.6 亿元，同比下降 30.4%，全口径结算面积、竣工面积同比分别下降 11%、58%。截至 26H1 公司账面预收账款 295 亿元，同比下降 45%，后续开发业务对整体收入利润影响将进一步下降，商业贡献持续提升。

图 3：新城控股各业务营业收入规模贡献占比



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

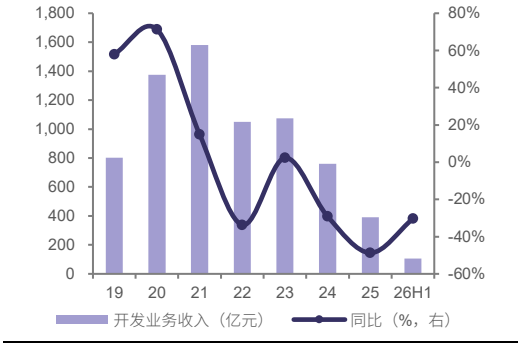
图 4：新城控股商业运营收入（亿元）及增速



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

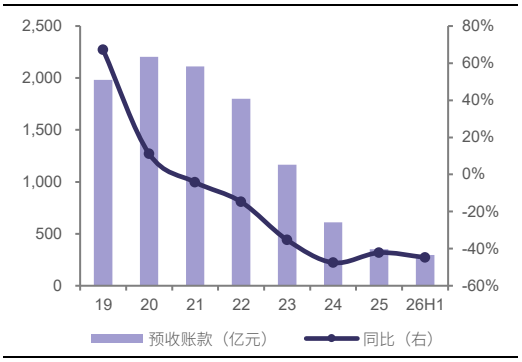
下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：新城控股开发结算收入（亿元）及增速



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

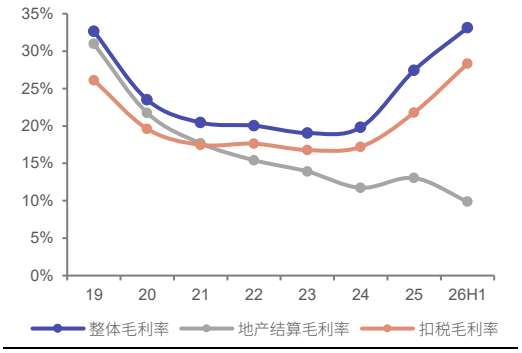
图 6：新城控股预收账款规模（亿元）及增速



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

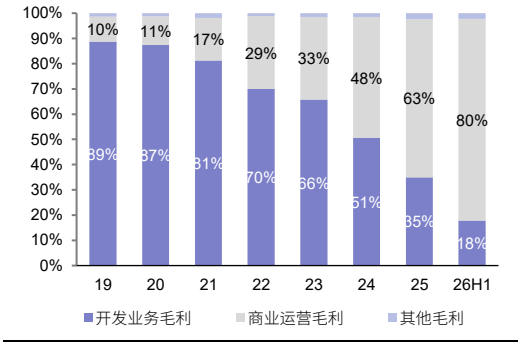
利润率方面，26 年上半年公司毛利率维持回升趋势，整体毛利率 33.1%，同比上升 6.3pct，其中开发结算毛利率 9.9%，同比上升 1.9pct，商业运营毛利率 71.2%，同比基本持平，24Q3 收折扣以后销售货值进入结算周期，开发利润率触底回升，同时商业毛利率保持稳定，整体毛利率上行。绝对规模来看，26 年上半年商业毛利贡献占比由 25 年的 63%提升至 80%，已成为公司最主要的利润来源。

图 7：新城控股整体、开发及商业毛利率



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

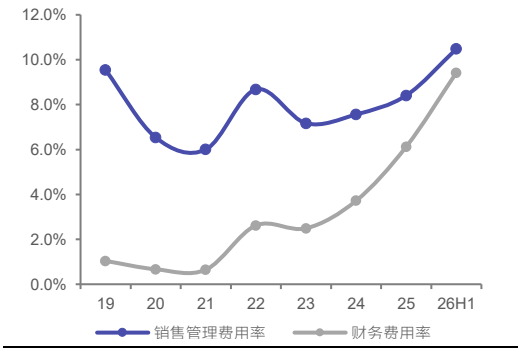
图 8：新城控股各业务毛利规模贡献占比



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

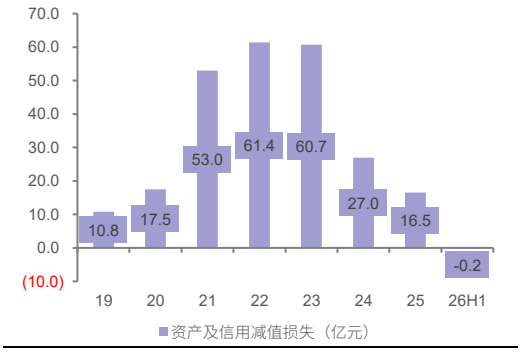
其他影响业绩表现的科目主要是费用率、合联营收益及所得税。25H1 公司销管费率、财务费率分别为 10.5%、9.4%，同比分别上升 0.3pct、2.4pct，合联营亏损 1.0 亿元，25 年同期为盈利 1.1 亿元。此外 26 年上半年所得税 5.4 亿元，同比增长 30%，或因为亏损项目税盾影响减弱，也一定程度上影响归母表现。

图 9：新城控股销管费率及财务费率



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

图 10：新城控股资产及信用减值损失规模



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

减值方面，26 年上半年公司未计提减值并进行了 0.2 亿元的信用减值冲回，20 年以来累计减值规模 236 亿

下载日志已记录，仅供内部参考

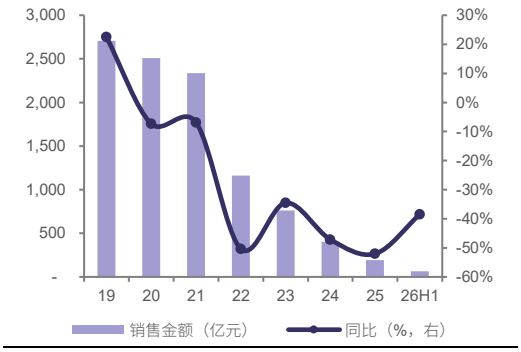
元，占期间平均存货及应收款比例达到 12.1%，前期较大力度的减值使得公司后续减值压力相对较小，但行业景气波动、三四线布局以及未开工土地的处置仍将一定程度上产生影响。

二、开发规模持续收缩，商业运营表现稳定，8 月租金增长超预期

（一）开发规模持续收缩，上半年开工超预期，未来开发拖累持续下降

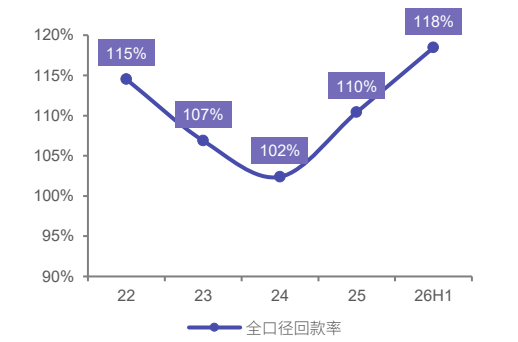
开发表现来看，26 年上半年公司实现销售金额 63.6 亿元，同比下降 38%，全口径资金回笼率 118%，全口径开工 26 万方，完成年初目标的 92%，公司以销定产，开工超预期主要由于上半年市场景气度较好，出清速度加快。公司自 22 年以来暂停拿地，至 26 年中期在手货值中近一半为未开工土地，可售部分预计未来 4-5 年完成消化，对整体利润拖累逐步减小。

图 11：新城控股销售金额（亿元）及增速



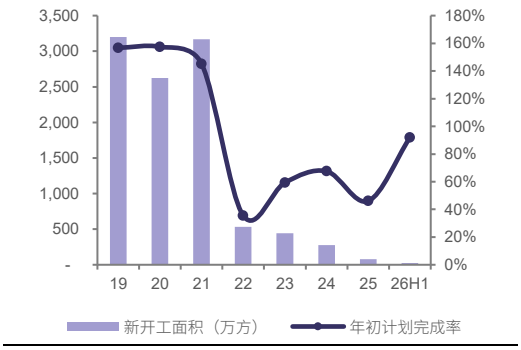
数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

图 12：新城控股全口径回款率



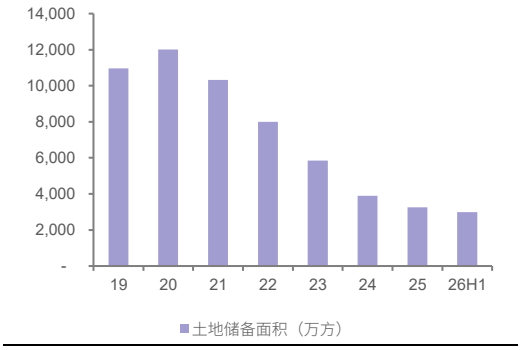
数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

图 13：新城控股新开工面积（万方）及完成率



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

图 14：新城控股土储面积（万方）



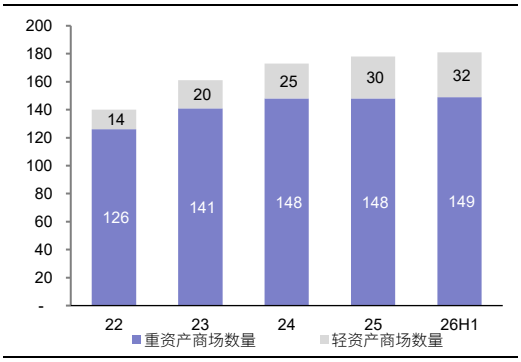
数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

（二）商业运营稳定，客流、零售额、租金维持正增长，8 月表现超预期

商业运营方面，26 年上半年公司新开业商场 3 座（1 座重资产 2 座轻资产），期末累计开业商场 181 座，储备及在建商场 31 座，开业总面积 1675 万方。公司以固租为主，出租率是重要的考量指标，上半年整体出租率 98.35%，较 25 年末提升 0.49pct，全国各省出租率均超过 95%，运营表现持续优化。

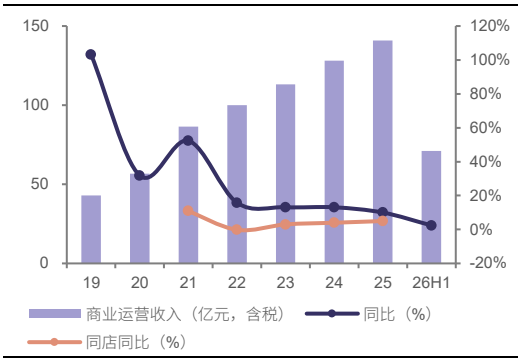
下载日志已记录，仅供内部参考

图 15：新城控股已开业商场数量（座）



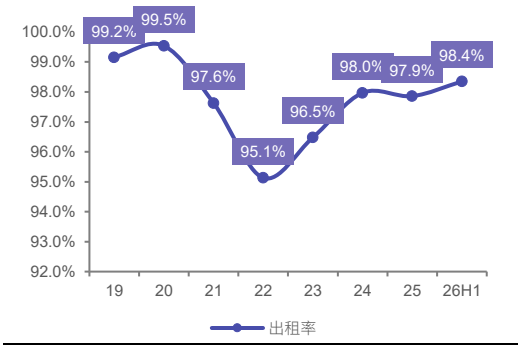
数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

图 16：新城控股含税商场运营收入（亿元）及增速



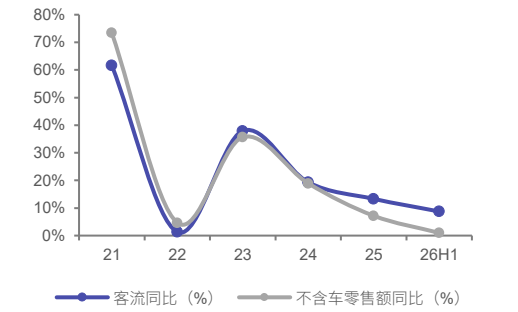
数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

图 17：新城控股商业出租率



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

图 18：新城控股客流及不含车零售额同比增速



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

26 年上半年公司实现租金收入（含税）71.1 亿元，同比增长 2.4%，完成年初目标（145 亿元）的 49%，期间客流同比增长 8.7%，不含车销售额增长 1.0%，在社零承压的背景下公司商业运营总体保持平稳。26 年是公司的调改大年，商业租金及销售增速放缓也受到调改影响，调改结束后租金及销售额或有进一步改善。

26 年 1-8 月新城实现商业运营收入（含税）96.44 亿元，同比+3.3%，其中 8 月 12.9 亿元，同比增长 8%，剔除乌鲁木齐花园城轻资产项目 3000 万一次性收入贡献及上半年新开业项目影响，真实同店增长约 3%，回归长期合理中枢，26 年 Q1、Q2、Q3 估算同店（新开业算 0.5 个）分别为-0.1%、-1.4%、2.2%。

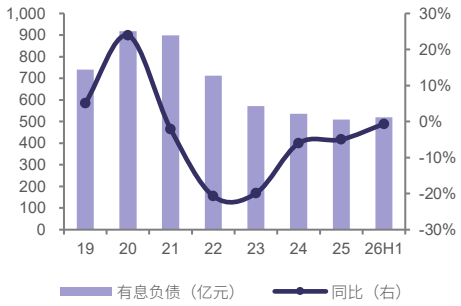
三四线社零不弱，长期中枢相对稳定。8 月全国社零同比+0.4%，1-8 月+1.1%，高能级城市消费承压更大，如北上 8 月分别-2.6%、-0.4%，1-8 月分别-2.1%、-0.6%。公司布局城市消费意愿稳定，客单价下降，比拼的就是人流吸引力。公司卡位及翻新能力较周边竞品如当地老百货等有相对优势，未来租金长期增长中枢向 3%左右修复。

三、有息负债规模稳定，公募 REITs 获监管批准，渠道打通保障长远发展

资产负债表方面，26 年中期公司有息负债 519 亿元，较 25 年末增长 1.9%，主要由于公司机构间 REITs 以负债入账，拉高债务规模，剔除后公司有息负债约 471 亿元，较 25 年同口径基本持平。负债结构来看，截至 26 年中期公司短期有息负债占比 19%，较 25 年末下降近 6pct，负债结构持续改善，偿债压力随着上半年全部美元债借新还旧完成得到完全释放。

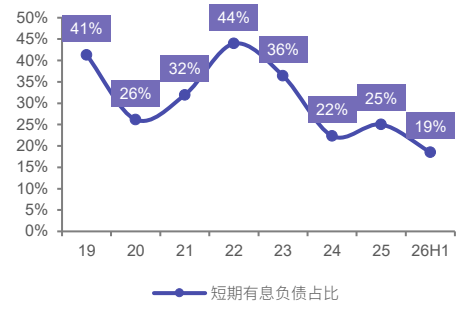
下载日志已记录，仅供内部参考

图 19：新城控股有息负债规模（亿元）及增速



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

图 20：新城控股短期有息负债占比



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

26 年上半年公司完成机构间 REITs 的扩募，底层资产为天津津南吾悦和南通如皋吾悦广场，募集规模 21.5 亿元，扣除经营性物业贷后募集 14.4 亿元，Cap rate 6.3-6.4%。公司下半年还有 2 座商场计划发行机构间 REITs，不考虑经营性物业贷扣除的募集金额也在 20 亿元左右。

今年 3 月公司的公募 REITs 申报也获得上交所和证监会的受理，底层资产是常州天宁和南通启东吾悦广场，计划募集资金 16 亿元，Cap rate 为 6.1-6.4%。9 月 3 日，公司公募商业不动产 REITs 获证监会注册批复，进入募集上市阶段，拟募集金额 15.41 亿元，公司计划通过原始权益人认购约 34%份额。

REITs 渠道的打通使得公司 LTV 得以提升，为公司“建管退”形成通路，是公司资金安全的另一重保障，也为公司投资性房地产价值重估提供依据。

四、盈利预测及估值

总体来看，伴随 26 年 3 月最后一笔美元债借新还旧完成，公司已经完全解除偿债压力，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，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、139 亿元、99 亿元，同比分别-41%、-39%、-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 134 亿元、141 亿元、148 亿元，同比分别+3%、+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 7.1 亿元、9.1 亿元、13.5 亿元，同比增长 4.5%、28.2%、47.8%。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：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	1507	1387	1283	1193
销售金额（亿元）	1160	760	402	193	121	104	90
同比（%）	-50.4%	-34.5%	-47.1%	-52.0%	-37.4%	-13.8%	-13.7%
去化率（%）	29.3%	26.6%	19.1%	11.3%	8.0%	7.5%	7.0%
并表已售未结金额（亿元）	1799	1164	610	353	214	153	121
并表结算金额（亿元）	1049	1073	760	390	229	139	99
同比（%，右）	-33.7%	2.3%	-29.2%	-48.7%	-41.2%	-39.3%	-28.5%
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	134.3	141.0	148.0
同比（%，右）	16%	15%	13%	8%	3%	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**	**373.2**	**289.7**	**257.1**
同比（%，右）	-31%	3%	-25%	-40%	-29.6%	-22.4%	-11.3%
整体毛利率（%）	**20.0%**	**19.1%**	**19.8%**	**27.4%**	**31.8%**	**39.5%**	**44.9%**
地产结算毛利率（%）	15.4%	13.9%	11.7%	13.0%	10.0%	10.0%	10.0%
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**	**118.8**	**114.5**	**115.5**
地产结算毛利	161.7	149.4	89.1	50.8	22.9	13.9	9.9
商业运营毛利	67.0	74.3	84.4	91.0	94.0	98.7	103.6
其他业务毛利	2.6	3.4	2.7	3.5	1.9	1.9	1.9
净利率（%）	1.4%	0.5%	0.8%	0.8%	2.2%	3.7%	5.8%
净利润（亿元）	15.85	5.60	7.20	4.44	8.36	10.72	14.96
同比（%，右）	-88%	-65%	29%	-38%	88%	28%	40%
少数股东损益占比（%）	12.1%	-31.7%	-4.5%	-53.3%	15.0%	15.0%	10.0%
归母净利润（亿元）	13.90	7.40	7.52	6.80	7.10	9.11	13.47
同比（%，右）	-89.0%	-46.8%	1.7%	-9.6%	4%	28%	48%
EPS	**0.62**	**0.33**	**0.33**	**0.30**	**0.31**	**0.40**	**0.60**
PE	**20.9**	**39.2**	**38.6**	**42.7**	**40.9**	**31.9**	**21.6**

数据来源：公司年报、Wind、广发证券发展研究中心

截至 26 年中期，新城控股全口径未售货值在 1000 亿元左右，其中未开土地价值 100 亿元，在 5.0 的货地比假设下，对应未开工货值 500 亿元，现房货值约 309 亿元，已开工未售货值约 191 亿元，在现房货值、已开工未售货值各去化 50%，土地货值不开工去化的假设下，对应开发部分的现金流净流入规模为 84 亿元。

商业资产方面，参考公司公募商业不动产 REITs 折现率情况（天宁项目折现率 6.75%、启东项目折现率 7.25%），假设公司商业资产 NOI 贴现率 7.5%。25 年及以前新城控股商场租金同店增速维持在 5%以上，26 年公司大量项目进入调改周期，同店增速降到 2%左右，考虑到当前社零的下行压力，假设公司未来同店增速为 1.5%。综合以上假设，公司当前已开业商场 NOI 贴现估值 990 亿元。

综合开发资产、商业资产和公司负债、税费等情况，若未来公司维持有息负债不变，按融资成本 5.0%每年偿付利息，则新城控股合理估值 457 亿元，在更保守的假设下，若长期同店增速降至 1%，则公司合理估值为 415 亿元，对应每股合理价值 18.39 元/股。

新城控股当前市值 290 亿元左右，隐含假设为融资成本 5%、贴现率 7.5%的情况下，同店增速在-1%左右，而公司实际增速在 2%以上，未来调改结束还有进一步上升空间，因此当前市值所隐含假设较为悲观，具有较大修复空间。

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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**	**89,293**	**73,195**	**67,188**
货币资金	10,296	6,803	7,667	7,929	9,854
应收及预付	3,362	2,451	1,808	1,385	1,217
存货	97,008	71,050	49,449	35,032	28,713
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**	**241,340**	**223,553**	**215,208**
流动负债总额	**167,745**	**132,321**	**107,785**	**89,545**	**80,278**
短期借款	364	124	99	79	64
应付及预收	101,975	69,357	47,682	33,956	28,503
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**	**162,972**	**144,115**	**134,273**
股本	2,256	2,256	2,256	2,256	2,256
其他	58,613	59,342	60,053	60,963	62,236
归母权益合计	60,869	61,598	62,309	63,219	64,491
少数股东权益	21,804	15,933	16,059	16,219	16,444
负债和股东权益	**307,193**	**265,643**	**241,340**	**223,553**	**215,208**

利润表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**88,999**	**53,012**	**37,316**	**28,969**	**25,710**
营业成本	71,373	38,478	25,431	17,516	14,160
营业税金及附加	2,313	2,989	2,108	1,637	1,453
销售费用	3,965	1,844	1,399	1,086	938
管理费用	2,758	2,613	1,903	1,477	1,247
研发费用	7	0	0	0	0
财务费用	3,311	3,248	1,978	1,901	1,784
资产信用减值损失	-2,700	-1,652	-1,359	-1,225	-905
公允价值变动收益	71	146	23	28	34
投资收益	320	-190	192	115	92
营业利润	**2,972**	**2,161**	**3,367**	**4,281**	**5,358**
营业外收支	-65	-87	-22	2	-12
利润总额	2,906	2,075	3,345	4,283	5,346
所得税费用	2,186	1,631	2,509	3,212	3,849
合并净利润	**720**	**444**	**836**	**1,071**	**1,497**
少数股东损益	-32	-236	125	161	225
归母净利润	**752**	**680**	**711**	**910**	**1,272**
EPS（元/股）	0.33	0.30	0.32	0.40	0.56

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**	**3,212**	**4,090**	**4,439**
合并净利润	720	444	836	1,071	1,497
折旧摊销	332	337	331	313	290
营运资金变动	-4,999	-4,513	-1,354	-555	-202
其他	0	0	-238	-145	-73
投资活动现金流净额	**1,350**	**1,079**	**3,233**	**1,233**	**1,903**
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	143	126
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**	**3,190**	**262**	**1,924**
期初现金余额	**12,822**	**6,596**	**4,478**	**7,667**	**7,929**
期末现金余额	**6,596**	**4,478**	**7,667**	**7,929**	**9,854**

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%	-29.6%	-22.4%	-11.3%
营业利润增长率	-33.6%	-27.3%	55.8%	27.1%	25.2%
归母净利增长率	2.1%	-9.6%	4.5%	28.0%	39.8%
获利能力					
毛利率	19.8%	27.4%	31.8%	39.5%	44.9%
净利率	0.8%	0.8%	2.2%	3.7%	5.8%
ROE	1.2%	1.1%	1.1%	1.4%	2.0%
偿债能力					
资产负债率	73.1%	70.8%	67.5%	64.5%	62.4%
有息负债率	13.7%	14.4%	16.0%	17.3%	18.0%
流动比率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
利息保障倍数	2.8	2.2	3.1	3.5	4.0
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	0.32	0.40	0.56
每股净资产	26.99	27.31	27.62	28.03	28.59
每股经营现金流	0.67	0.63	1.42	1.81	1.97
估值比率					
PE	35.9	46.3	40.8	31.9	22.8
PB	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.6	8.5	8.8	7.9	7.0

下载日志已记录，仅供内部参考

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　苹 ：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。

分析师及联系人



郭镇

SAC 执证号：S0260514080003
SFC CE No. BNN906
guoz@gf.com.cn



谢淼

SAC 执证号：S0260522070007
SFC CE No. BVB342
xiemiao@gf.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

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

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

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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。