

偿债压力渐小，商场经营受益于三四线消费提升与优质运营

核心观点

公司有息债务规模趋于稳定，租金收益可完全覆盖利息支出；剩余的公开市场信用债务，也可通过在手商场抵押融资进行替换，财务安全性较高。三四线消费表现较强，公司旗下的吾悦广场周边竞品较少，出租率与同店增速维持在较优水平；凭借遍布全国的商业版图与丰富的合作品牌矩阵，吾悦广场积极引进首店、经营优势明显。新城建管也依靠较快的轻资产拓展速度，用代建代管为公司打开成长空间。

摘要

偿债压力渐小，手有余粮积极应对。根据公司最新数据，截至2024年上半年末，整体有息债务已降至558亿元；商业地产板块每年的租金收益可完全覆盖整体有息债务的利息支出。公司2025年内到期的公开市场债务剩余66.9亿元，其中美元债剩余21.8亿元；公司在手30个已开业未抵押吾悦广场可提供约120亿元的新增抵押融资，可对信用债予以替换。公司自2024年8月以来主动收回项目销售折扣，也体现出对自身财务安全性的信心。

旗下吾悦广场经营优势明显，所处三四线城市消费表现优于一二线城市。三四线城市社零增速明显高于一二线城市，而三四线城市购物中心的供给量偏少。公司旗下的吾悦广场深耕三四线城市，且已开业商场中周边1公里内无竞品的数量超八成，经营优势明显。吾悦广场的出租率达97.9%，2024年全年商业运营收入128.1亿元，同比增长13.1%。

品牌与运营能力卓著，轻资产输出代建代管打开成长空间。受制于楼市低迷与融资困难，公司利用其品牌及运营能力寻找第二成长曲线，轻资产输出代管代建，旗下的新城建管2024年新拓代建面积713万方，同比增长80.5%；2024年上半年轻资产管理输出的吾悦广场租金收入同比增长超过60%。

重申买入评级，目标价21.82元。同样拥有开发及商业地产业务的可比公司平均PB估值为0.8X，我们给予公司相同的估值，对应目标价21.82元，重申买入评级。

重要财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	115,456.68	119,174.28	91,299.35	78,725.87	69,459.88
YoY(%)	-31.37	3.22	-23.39	-13.77	-11.77
净利润(百万元)	1,393.83	737.10	1,062.15	1,420.15	1,874.30
YoY(%)	-88.94	-47.12	44.10	33.71	31.98
EPS(摊薄/元)	0.62	0.33	0.47	0.63	0.83
P/E(倍)	21.07	39.84	27.65	20.68	15.67
P/B(倍)	0.49	0.49	0.48	0.47	0.46

资料来源：iFinD，中信建投证券

新城控股(601155.SH)

维持

买入

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519120002

SFC 编号:BPU491

发布日期：2025年03月07日

当前股价：13.02元

目标价格6个月：21.82元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1个月	3个月	12个月
15.63/12.82	-3.27/-2.59	28.78/18.83

12月最高/最低价(元) 16.47/8.05

总股本(万股) 225,562.29

流通A股(万股) 225,562.29

总市值(亿元) 293.68

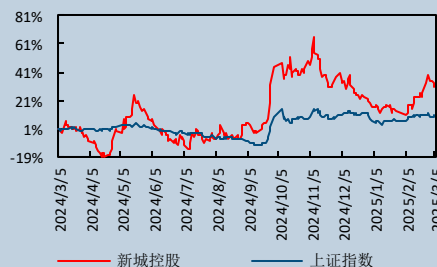
流通市值(亿元) 293.68

近3月日均成交量(万) 1803.00

主要股东

富域发展集团有限公司 61.09%

股价表现



相关研究报告

- 23.04.04 【中信建投房地产】新城控股(601155): 业绩有所下行，商业运营稳健增长——2022年年报点评
- 23.03.14 【中信建投房地产】新城控股(601155): 新定增预案发布，销售投资现明显修复
- 23.01.31 【中信建投房地产】新城控股(601155): 业绩触底，租金增长可期——2022年业绩预告点评
- 22.12.11 【中信建投房地产开发】新城控股(601155): 三个修复和一个创新，推动公司价值重塑

目录

1. 偿债压力渐小，手有余粮积极应对.....	1
2. 三四线消费表现较强，吾悦广场经营优势明显.....	4
2.1 三四线购物中心供需存在一定错配，吾悦广场布局具备优势.....	4
2.2 首店引进的优质载体，吾悦广场经营优势明显.....	8
3. 代建代管打开成长空间.....	11
4. 盈利预测与投资建议.....	12
4.1 盈利预测.....	12
4.2 投资建议：重申买入评级，目标价 21.82 元.....	13
风险分析.....	14
报表预测.....	15

图目录

图 1:2024 年上半年末公司有息债务规模已降至 558 亿元.....	1
图 2:2024 年上半年末公司综合融资成本降至 6.05%.....	1
图 3:2024 年上半年末公司有息债务各类型金额（亿元）.....	1
图 4:2024 年上半年末公司分信用类型有息债务金额（亿元）.....	1
图 5:新城控股未来 3 年的公开市场债务本息偿还节奏.....	2
图 6:2024 年 8 月开始公司对销售项目进行折扣收回.....	3
图 7:公司经营活动现金流量净额持续为正.....	3
图 8:三四线城市居民可支配收入增速高于一二线城市.....	4
图 9:三四线城市居民部门杠杆率低于一二线城市.....	4
图 10:2024 年上半年三四线城市社零增速高于一二线城市.....	4
图 11:2023 年全国各线城市常住人口占比.....	4
图 12:2022 年至 2024 年全国新开购物中心数量.....	5
图 13:2023 年、2024 年新开购物中心数量分线城市占比.....	5
图 14:吾悦广场的城市分布个数及占比.....	5
图 15:已开业吾悦广场距最近竞品不同距离的个数及占比.....	5
图 16:2024 年年末已开业及委托管理吾悦广场 173 个.....	6
图 17:公司商业运营总收入保持稳健增长.....	6
图 18:吾悦广场出租率持续保持高位.....	6
图 19:2024 年上半年公司购物中心同店租金增长在业内领先.....	6
图 20:2024 年上半年物业出租及管理业务收入占比 17.1%.....	7
图 21:2024 年上半年物业出租及管理业务毛利占比 57.2%.....	7
图 22:公司物业出租及管理业务毛利率保持高位.....	7
图 23:吾悦广场布局全国 137 个城市.....	8
图 24:吾悦广场拥有众多合作的多元品牌.....	8
图 25:太原吾悦广场开业前三天多品牌销售表现亮眼.....	9

图 26: 大同云冈吾悦广场在 2024 年下半年持续引进首店.....	9
图 27:吾悦广场客流总量持续增长.....	10
图 28: 吾悦广场会员总数保持快速增长势头.....	10
图 29:2024 年上半年吾悦广场销售额同比增长 23%	10
图 30:新城建管在住宅、商业广场、多元业态的代表项目	11
图 31:2024 年新城建管新签约代建面积同比增长 80.5%.....	11
图 32:新城建管以新签约代建面积计算的市占率达 4.3%	11
图 33:2024H 已开业 165 个吾悦广场中有 21 个为轻资产管理.....	12
图 34: 2024 年上半年轻资产管理吾悦广场租金同比增长 63%	12

表目录

表 1:新城控股公开市场债务到期情况.....	2
表 2:分部收入预测.....	13
表 3: 可比公司估值表（截至 2025/3/5）	13

1. 偿债压力渐小，手有余粮积极应对

有息债务经连续压降后规模趋于稳定，租金收益可覆盖利息支出。新城控股的有息债务规模在 2020-2021 年时保持在 900 亿元左右，2022-2023 年的两年间快速压降，2023 年底已压降至 571 亿元；2024 年以来有息债务规模趋于稳定，2024 年上半年末为 558 亿元。伴随着政策对房企融资的支持、新城自身债务规模的下降，公司的综合融资成本呈现持续下降的态势，从 2020 年年末的 6.72% 逐步下降至 2024 年上半年末的 6.05%。按 2024 年上半年末 558 亿元的有息债务规模、6.05% 的综合融资成本计算，公司每年的利息支出在 34 亿元左右；上半年公司报表端的租金收入 58 亿元，按全年 116 亿元的租金、40% 的净现金利润率计算，全年出租物业的净现金利润在 46 亿元左右，可覆盖每年的有息债务利息支出。

图 1:2024 年上半年末公司有息债务规模已降至 558 亿元

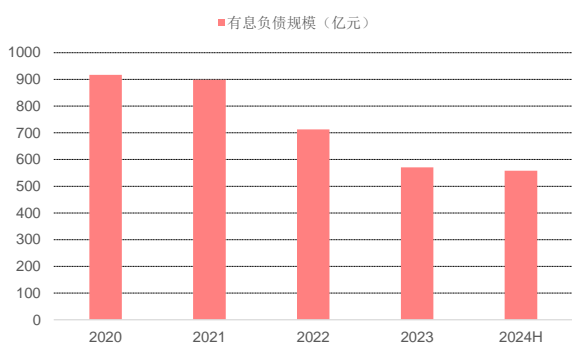
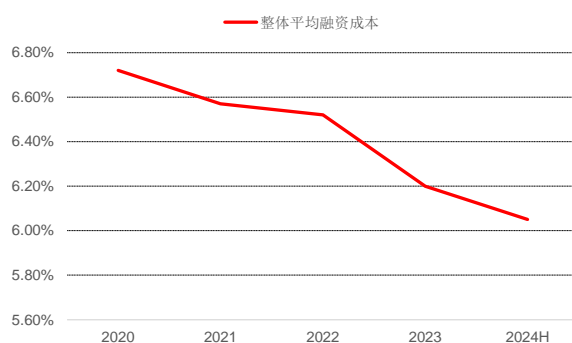


图 2:2024 年上半年末公司综合融资成本降至 6.05%



数据来源：公司公告，中信建投证券

数据来源：公司公告，中信建投证券

有息债务中大部分为抵押类融资，信用类融资占比较小。从公司截至 2024 年 6 月 30 日的有息债务结构来看，558 亿债务中 286 亿元为经营性物业贷，占比为 51%；92 亿元为境内抵押公开市场债，占比为 16%；开发贷与美元债分别为 82 亿元，占比分别为 15%；16 亿元为信托，占比为 3%。从信用类型看，抵押类融资共 473 亿元，占比 85%；信用类融资仅 85 亿元，占比 15%。

图 3:2024 年上半年末公司有息债务各类型金额 (亿元)

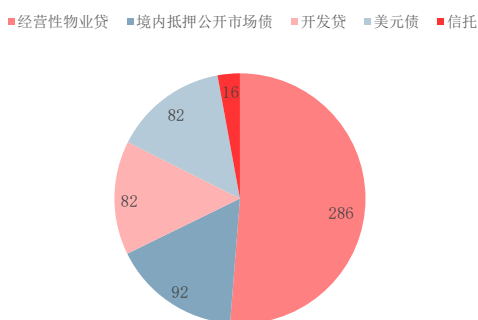
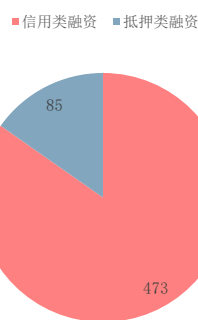


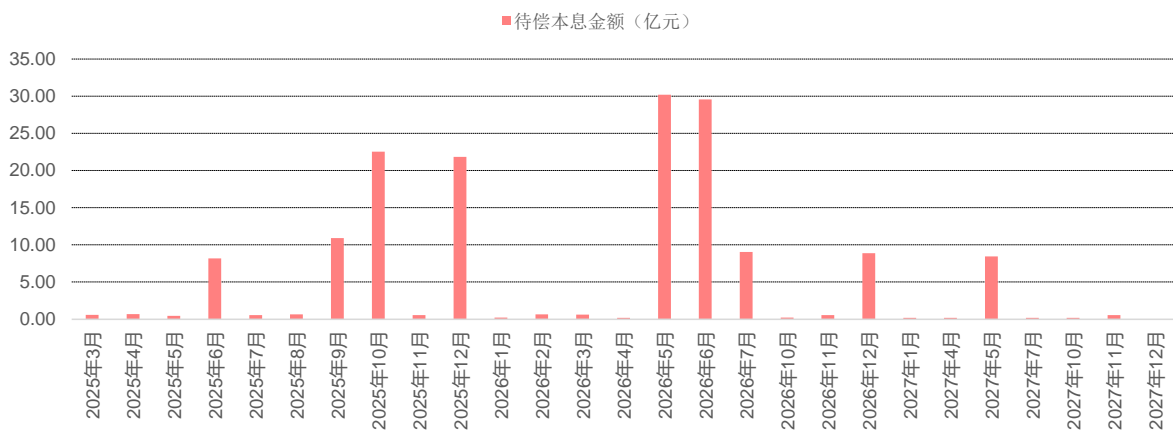
图 4:2024 年上半年末公司分信用类型有息债务金额 (亿元)



数据来源：公司公告，中信建投证券

数据来源：公司公告，中信建投证券

新城控股 2025 年内到期的公开市场债务剩余 66.9 亿元，其中美元债剩余 21.8 亿元，在手未抵押商场可提供抵押融资替换。新城控股 2025、2026、2027 年的公开市场债务本息待偿金额分别为 66.9、80.1、9.8 亿元，公开债务到期集中在 2025、2026 年，包括公司债、中票、资产支持证券、美元债四个种类，其中公司债、中票、资产支持证券均为抵押融资，可以进行到期续作；公司剩余的公开市场信用债仅剩余 2 笔美元债，折合人民币约 51 亿元，包括 2025 年 10 月到期的 3 亿美元债、2026 年 5 月到期的 4 亿美元债。公司董事长兼总裁王晓松在 2024 年三季度业绩说明会上表示，截至 9 月末公司剩余仍有约 30 个已开业吾悦广场处于尚未抵押状态。我们按照 8 亿元/个的估值、50% 的抵押率计算，30 个商场可提供约 120 亿元的新增抵押融资，可以对 51 亿元的信用融资进行替换。

图 5:新城控股未来 3 年的公开市场债务本息偿还节奏


数据来源: Wind, 中信建投证券; 美元债金额按照人民币: 美元=7.2788:1 计算

表 1:新城控股公开市场债务到期情况

到期月份	公开债务名称	分类	信用类型	到期金额 (折合人民币亿元)
2025 年 3 月	PR 优 1A	资产支持证券	抵押类	0.24
2025 年 6 月	PR 优 1A	资产支持证券	抵押类	0.20
2025 年 6 月	23 新城 02	公司债	抵押类	7.00
2025 年 9 月	PR 优 1A	资产支持证券	抵押类	0.22
2025 年 9 月	22 新城控股 MTN002	中期票据	抵押类	10.00
2025 年 10 月	新城控股 4.625% N20251015	美元债	信用类	21.84
2025 年 12 月	PR 优 1A	资产支持证券	抵押类	0.24
2025 年 12 月	22 新城控股 MTN003	中期票据	抵押类	20.00
2026 年 3 月	PR 优 1A	资产支持证券	抵押类	0.28
2026 年 5 月	新城发展 4.5% N20260502 (由新城控股提供担保)	美元债	信用类	29.41
2026 年 6 月	PR 优 1A	资产支持证券	抵押类	25.04
2026 年 6 月	23 新城 01	公司债	抵押类	4.00
2026 年 7 月	23 新城控股 MTN001	中期票据	抵押类	8.50
2026 年 12 月	23 新城控股 MTN002	中期票据	抵押类	8.50

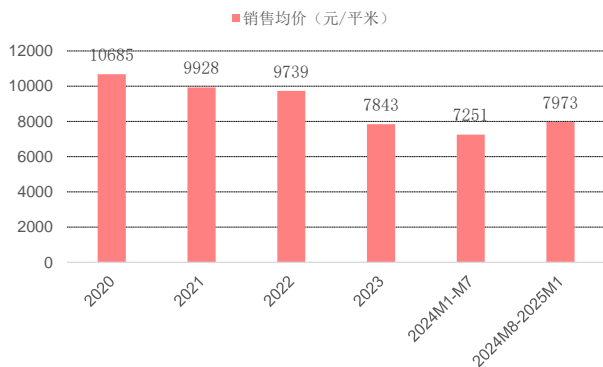
请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

2027年5月	24 新城控股 MTN001A	中期票据	抵押类	8.00
2029年5月	24 新城控股 MTN001B	中期票据	抵押类	5.60
2029年11月	24 新城控股 MTN002	中期票据	抵押类	15.60
2038年6月	吾悦次 1C	资产支持证券	抵押类	1.47
2041年7月	G 新城优	资产支持证券	抵押类	12.41
2041年7月	G 新城次	资产支持证券	抵押类	0.66

资料来源: Wind, 中信建投证券; 美元债金额按照人民币: 美元=7.2788:1 换算

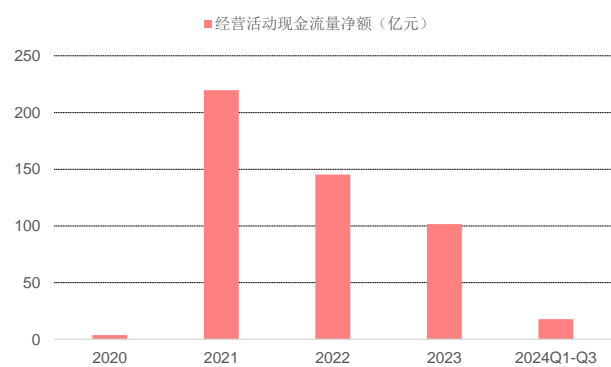
随着偿债压力的减轻, 公司已开始主动收回项目销售的折扣。公司董事长兼总裁王晓松在 2024 年三季度业绩说明会上表示, 2024 年 8 月以来公司调整营销策略, 逐渐进行折扣回收。2024 年前 7 月公司的销售均价为 7251 元/平米, 2024 年 8-2025 年 1 月的销售均价为 7973 元/平米, 主动对折扣进行回收表现出公司相对更看重利润而非流速, 体现了公司对于自身现金状况的信心。公司长期以来保持经营活动的现金净流入, 截至三季度末在手现金为 133 亿元, 在未来债务到期压力较小、商业地产提供持续稳定的现金流入背景下, 我们认为公司财务的安全性较高。

图 6:2024 年 8 月开始公司对销售项目进行折扣收回



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 7: 公司经营活动现金流量净额持续为正



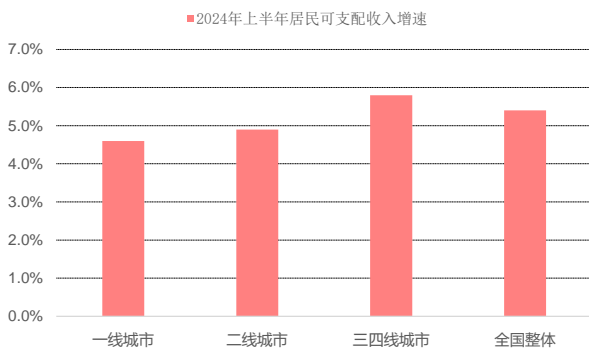
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

2. 三四线消费表现较强，吾悦广场经营优势明显

2.1 三四线购物中心供需存在一定错配，吾悦广场布局具备优势

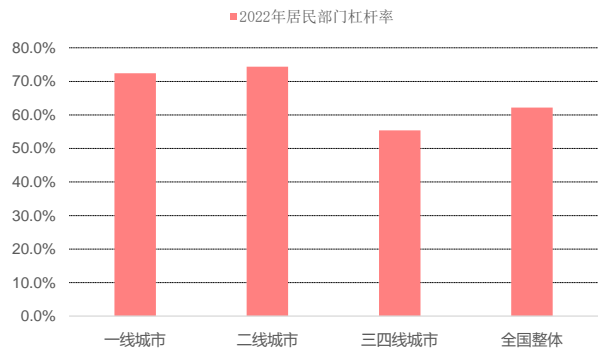
居民收入增长更快、杠杆率更低，三四线城市消费增速优于一二线城市。从收入增速上看，2024年上半年三四线城市居民的可支配收入增速为5.8%，高于一线城市的4.9%和二线城市的4.6%；从居民部门杠杆率来看，三四线城市的55.4%也明显小于一线城市的72.4%和二线城市的74.4%。更高的收入增速和更低的杠杆率，使三四线城市居民拥有更强的消费意愿，2024年上半年三四线城市的社零增速为4.8%，明显高于一线城市的-0.7%和二线城市的3.1%。

图 8:三四线城市居民可支配收入增速高于一二线城市



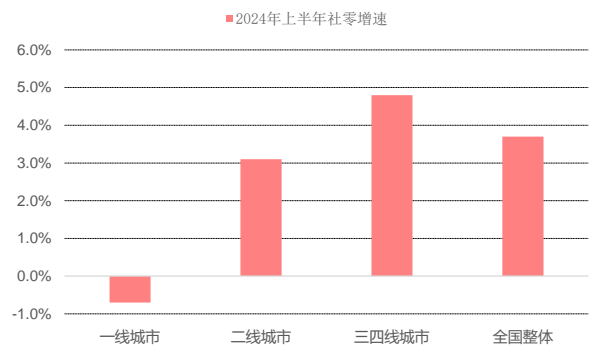
数据来源：北大纵横，中信建投证券

图 9:三四线城市居民部门杠杆率低于一二线城市



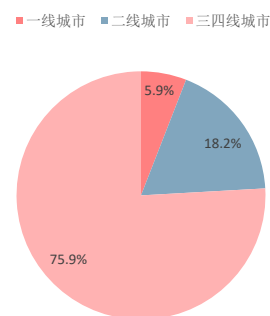
数据来源：北大纵横，中信建投证券

图 10:2024 年上半年三四线城市社零增速高于一二线城市



数据来源：北大纵横，中信建投证券

图 11:2023 年全国各线城市常住人口占比



数据来源：Wind，中信建投证券

三四线城市购物中心供给量偏少。在三四线城市消费增长更快、常住人口占比超过七成的背景下，三四线城市的购物中心供给量偏少。2023 年、2024 年全国新开业购物中心分别有 369、426 个，而其中三四线城市的占比仅有 26.1%、19.3%，三四线城市购物中心的供给与需求间存在一定错配。

图 12:2022 年至 2024 年全国新开购物中心数量

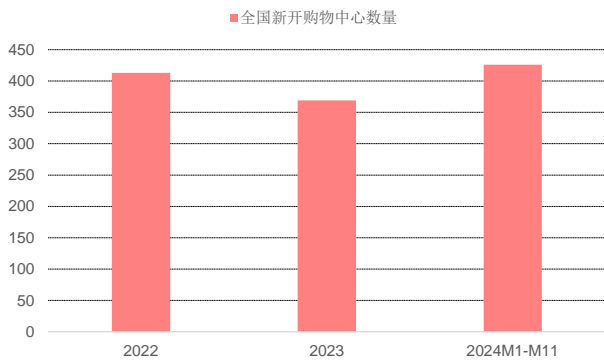
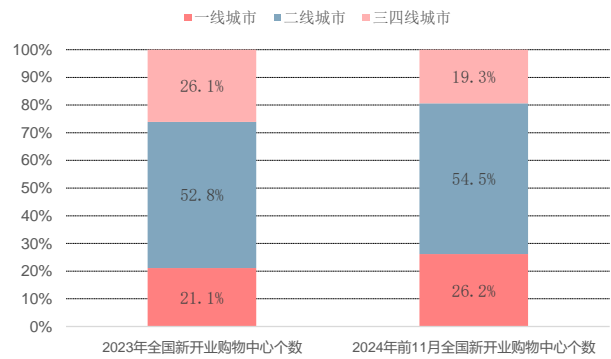


图 13:2023 年、2024 年新开购物中心数量分线城市占比



数据来源：睿和智库，中信建投证券

数据来源：睿和智库，中信建投证券

公司旗下的吾悦广场深耕三四线城市，超过八成的商场周边 1 公里内无竞品。截至 2024 年 6 月底，新城控股旗下已开业的吾悦广场共有 165 个，其中 102 个分布在三四线城市，占比超过六成。据我们统计，165 个吾悦广场中，距离最近的竞品（包含多种业态的购物中心）距离在 0-1 公里的仅有 32 个，1-2 公里（不包括 1 公里）的有 43 个，2-3 公里（不包括 2 公里）的有 52 个，3 公里以上的有 38 个；共 133 个吾悦广场周边 1 公里内无竞品，占比超过八成。

图 14:吾悦广场的城市分布个数及占比

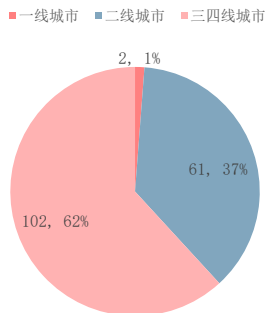
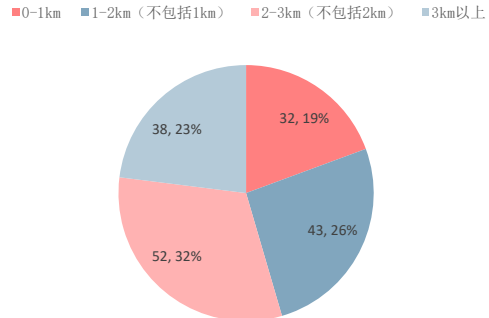


图 15:已开业吾悦广场距最近竞品不同距离的个数及占比

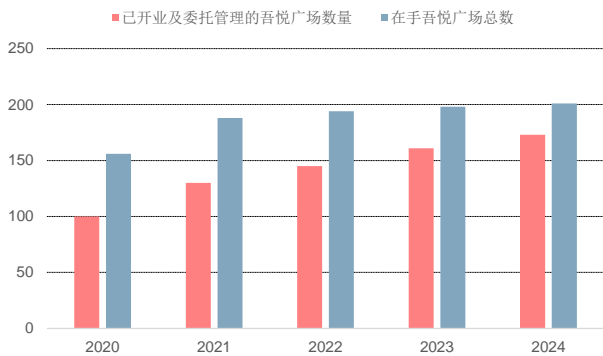


数据来源：公司公告，中信建投证券

数据来源：公司公告，大众点评，中信建投证券；竞品定义为包含多种业态的购物中心

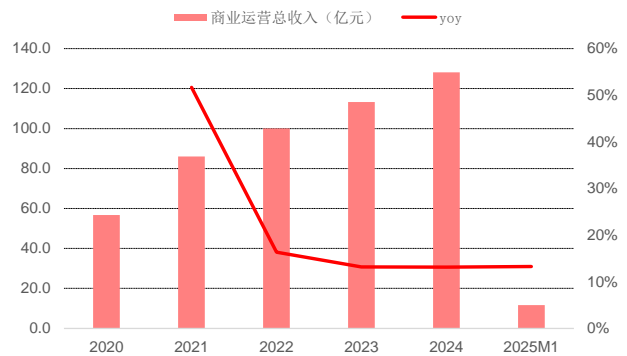
吾悦广场规模稳步扩张，同店增速在业内领先。截至 2024 年年底，公司旗下已开业及委托管理的吾悦广场数量共 173 个；根据最新披露数据，公司在手的吾悦广场（包含已开业和未开业）共有 201 个（截至 2024 年 6 月 30 日），未来公司在手广场中仍有 28 个待开业。吾悦广场的出租率稳中有升，截至 2024 年年底达 97.9% 的高位。从同店增速来看，吾悦广场 2024 年上半年同店租金收入同比增长 11%，表现优于业内的其他购物中心运营商。跟随商场数量与同店收入的同步增长，公司的商业运营总收入也在稳步提升，2024 年全年为 128.1 亿元，同比增长 13.1%；2025 年 1 月为 11.6 亿元，同比增长 13.3%。

图 16:2024 年年末已开业及委托管理吾悦广场 173 个



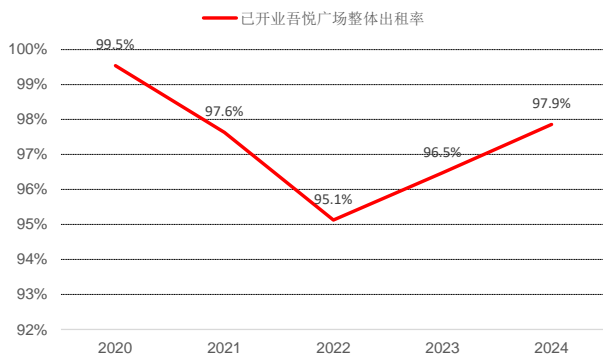
数据来源：公司公告，中信建投证券；注：公司在手的 201 个吾悦广场为截至 2024 年 6 月 30 日的数据

图 17:公司商业运营总收入保持稳健增长



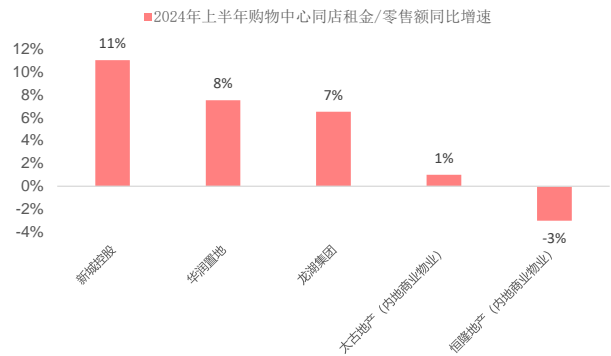
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 18:吾悦广场出租率持续保持高位



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 19:2024 年上半年公司购物中心同店租金增长在业内领先



数据来源：各公司公告，中信建投证券；注：华润置地为零售额同店增速，其他公司为租金同店增速；太古地产与恒隆地产为其内地商场的同店租金增速

商业板块的收入与毛利占比进一步提升。跟随吾悦广场的规模扩张与同店效率提升，2024年上半年公司报表端的物业出租及管理业务收入达 58.0 亿元，占公司总营收比重为 17.1%，较上年同期提高 5.4 个百分点；板块毛利达 41.9 亿元，占公司总毛利比重为 57.2%，较上年同期提高 14.6 个百分点。商业板块毛利率维持高位，2024年上半年为 72.2%，较 2023 年全年提高 2.3 个百分点。

图 20:2024 年上半年物业出租及管理业务收入占比 17.1%

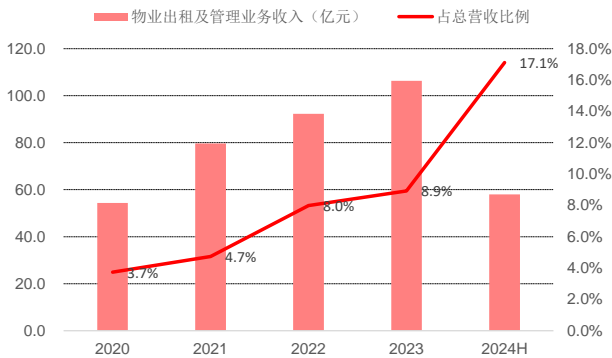
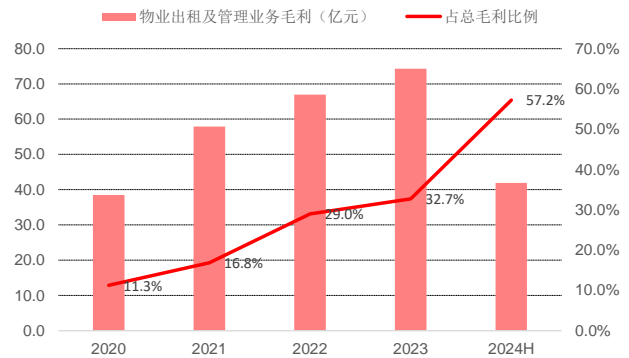


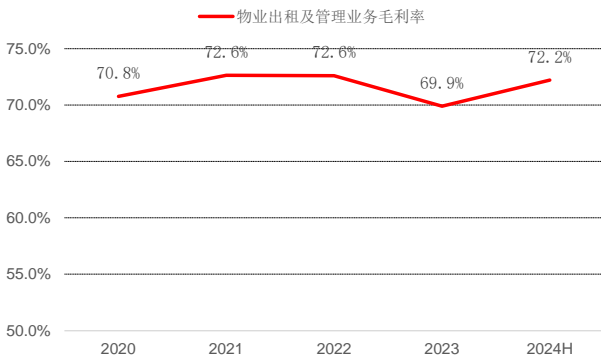
图 21:2024 年上半年物业出租及管理业务毛利占比 57.2%



数据来源：公司公告，中信建投证券

数据来源：公司公告，中信建投证券

图 22:公司物业出租及管理业务毛利率保持高位



数据来源：公司公告，中信建投证券

2.2 首店引进的优质载体，吾悦广场经营优势明显

购物中心是首发经济的优质载体与价值放大器。购物中心作为现代商业空间的高级形态，天然具备承载首发经济的物理场景与流量优势。从功能定位来看，购物中心通过整合多元业态、创新空间设计以及高密度客群资源，为首发经济中的首店、首展、首秀等活动提供“一站式”落地平台。其开放性、交互性的空间特征，能够打破传统零售场景的局限性，为品牌的新品发布、技术展示和体验升级创造沉浸式环境，例如通过可变式公共区域、科技化交互装置等硬件设施，将静态消费转化为动态体验。这种载体功能不仅帮助品牌快速触达目标客群，还能通过话题营销和场景化传播放大“首发性”的稀缺价值，形成从流量吸引到消费转化的闭环效应。首发经济强调“链式发展”，即从产品首发到首店落地、产业链延伸的全过程，而购物中心作为资源整合者，能够为品牌提供从快闪店试水到旗舰店长期运营的梯度合作模式。其运营逻辑与首发经济的动态需求高度契合：一方面通过精准的业态组合与品牌筛选，持续导入新锐品牌与创新业态；另一方面依托数据分析和场景运营，优化消费者的全链路体验，形成“首发—反馈—迭代”的良性循环。这种双向赋能使得购物中心从单纯的交易场所转变为品牌创新试验场与消费趋势策源地。购物中心通过首发活动将在地文化与全球潮流融合，塑造独特的城市消费形象。政策层面的支持进一步强化了这一关系，例如通过奖励机制鼓励首店入驻、优化营商环境加速项目落地等，形成“政府引导—商业体赋能—品牌创新”的良性循环。

首发经济能够推动购物中心进行场景重构与功能进化。从空间维度看，首发经济推动购物中心从“封闭式盒子”转向“无界化场景”，例如通过艺术策展、科技互动、文化 IP 植入等方式，将商业空间延伸为社交、娱乐、文化体验的复合场域。这种重构打破了消费者对购物中心的刻板认知，使其成为城市生活方式更新的风向标。从服务维度看，首发经济加速了购物中心从“空间租赁”到“价值共创”的角色转变。购物中心运营方不再局限于场地提供，而是深度参与品牌首发活动的策划与资源对接，例如通过数据洞察预判消费趋势，匹配目标客群需求；通过跨界资源整合，搭建品牌与艺术家、科技企业的合作桥梁。这种协同创新模式不仅提升了购物中心的运营附加值，还通过持续输出新鲜内容保持消费者黏性，形成差异化竞争力。此外，夜间经济、限时体验等新业态的引入，进一步延长消费时段并拓展消费场景，使购物中心成为“全天候”城市活力中心。

凭借布局全国的商业版图与丰富的品牌合作矩阵，吾悦广场依靠引进首店成为首发经济的先行者。截至 2024 年 6 月底，吾悦广场已布局在全国的 137 个城市，深度合作的品牌数量超过 100 个、明星店铺超过 1100 个、品牌门店超过 3 万个。作为首发经济的重要组成部分，首店具有时尚、品质、新潮等特征，吾悦广场在城市或区域内引进的首店可以为当地居民带来新鲜感、提高消费热情。

图 23:吾悦广场布局全国 137 个城市



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 24: 吾悦广场拥有众多合作的多元品牌



数据来源：公司官网，中信建投证券

首店引进涵盖吾悦广场从开业到持续运营的全生命周期，持续吸引消费者目光。在开业时，吾悦广场可以为所在城市和区域引进数量丰富的首店，比如 2024 年 4 月新开业的太原吾悦广场累计引进了 263 家品牌，其中城市首进品牌 56 家，商场所在的万柏林区首进品牌 90 家；商场开业前三天内有超过 20 个品牌的单日销售额排名全国第一、超过 80 个排名全省第一、超过 130 个排名全城第一。在持续运营时，吾悦广场同样可以依靠调租等手段，不断为城市和区域引进首店，比如 2022 年 9 月开业的大同云冈吾悦广场，在 2024 年下半年引进了包括“李湘兰·花卷砂锅菜”、“朗文斯汀时尚女装”在内的城市首店，以及包括“米村拌饭”、“霸王茶姬”、“K22·酸奶草莓”、“坦博尔”在内的云冈区首店。

图 25:太原吾悦广场开业前三天多品牌销售表现亮眼



数据来源：太原吾悦广场公众号，中信建投证券

图 26:大同云冈吾悦广场在 2024 年下半年持续引进首店

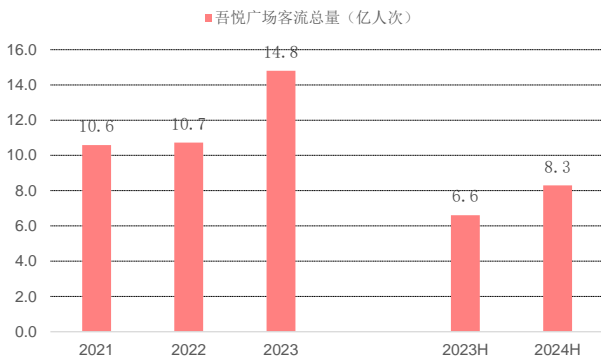


数据来源：中国商报网，中信建投证券

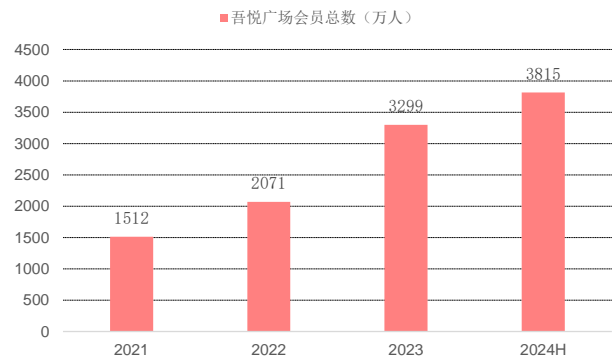
吾悦广场深度洞察客户需求、提升客户黏性。随着新生代消费者的崛起，品质消费、精神文化消费、享受消费等已然成为消费主流趋势，商业运营商通过捕捉潮流趋势，回归到每个与人相关的细节。吾悦广场“千城千面、城城不同”的风格，融入所在地的自然人文、历史传统等特色元素，将当地文化情怀融入购物中心，打造地方特色的景观，使其兼具年轻时尚潮流与当地人文情怀，拉近与消费者的距离。吾悦广场深度洞察和细分核心用户的需求，采取“2+3”的工作模式。“2”即突出两个朋友圈，“邻里圈”聚焦广场周边家庭，“潮派圈”锁定城市年轻新锐，“3”即满足功能需求、社交需求，以及情感需求三个维度，强化与用户之间的深度连接，为城市及区域消费者带来潮流、潮玩、娱乐、社交等多元业态及品牌，丰富其消费选择。公司致力于让吾悦广场变成周边三公里的体验配套，通过体验去创造需求，让用户对吾悦广场更有依赖感。

作为体验式商业的代表，吾悦广场“Mall+X”方式打造新型商业空间。吾悦广场通过一个承载休闲、社交、购物功能的大空间，以及一个主题性的业态和空间创新性复合，以“Mall+X”方式打造新型商业空间，构建新型业态组合，形成独具特色的商业标志，打造商业地产差异化竞争力。根据公司披露，十余年来，公司 85% 的吾悦广场布局于“十四五”19 个国家级城市群，服务所在城市 80% 的主流消费人群，实现对城市人流和消费流的汇聚，形成规模效应。新城商业秉持“让商业空间更有价值”的愿景，从“持有资产运营、轻资产运营、社区商业运营、商业内容孵化与投资”出发，灵活匹配商业模块，沉淀共创工作能力，为打造个性化、有特色、有价值的商业空间，精准引导产品创新方向。通过同行对标，提质增效，价值挖掘，创新突破，做到“相同品质更低成本，相同成本更高品质”。吾悦广场秉持“深度运营”的经营方针，以用户思维为根本，致力于从空间运营到用户运营，从招商思维到经营思维，从客流营造到用户服务的转变，构建以用户为核心，满足业主、商家、用户和商管等多方价值诉求的新型价值关系。

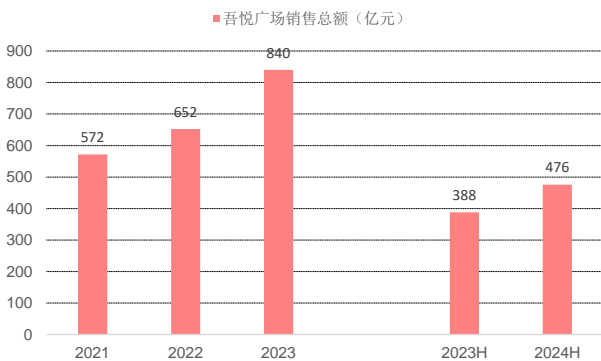
首发经济持续助力，吾悦广场运营数据出彩。2024 年上半年，吾悦广场的客流总量达到 8.3 亿人次，同比增长 26%，同店客流同比增长 11%；销售额达到 476 亿元，同比增长 22%，同店销售额同比增长 10%；会员总数达到 3815 万人，较 2023 年年底增长 16%。

图 27:吾悦广场客流总量持续增长


数据来源：公司公告，中信建投证券

图 28:吾悦广场会员总数保持快速增长势头


数据来源：公司公告，中信建投证券

图 29:2024 年上半年吾悦广场销售额同比增长 23%


数据来源：公司公告，中信建投证券

3. 代建代管打开成长空间

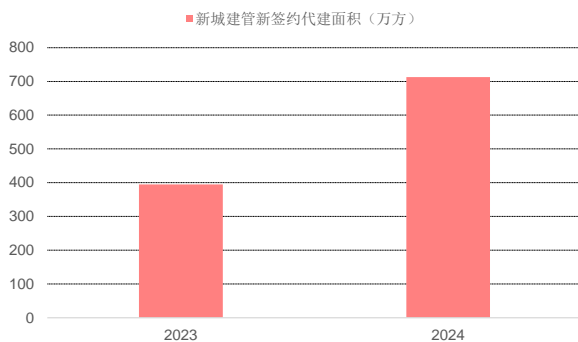
新城建管为轻资产全业态综合服务商，通过代建代管为公司打开成长空间，市占率快速提升。新城建管充分发挥公司“商住协同、多元整合”的核心优势，通过优秀的品牌力持续获取轻资产项目，涵盖住宅、商业、酒店、办公、康养等在内的多种业态。截至 2024 年 6 月底，新城建管累计在管项目超过 90 个、累计在管总建面超 1300 万方，其中商业综合体累计在管项目近 50 个；2024 年新城建管新增代建签约面积达 713 万方，同比增长 80.5%，以新签约面积衡量的市占率达 4.3%，较 2023 年提升 2.0 个百分点。

图 30:新城建管在住宅、商业广场、多元业态的代表项目



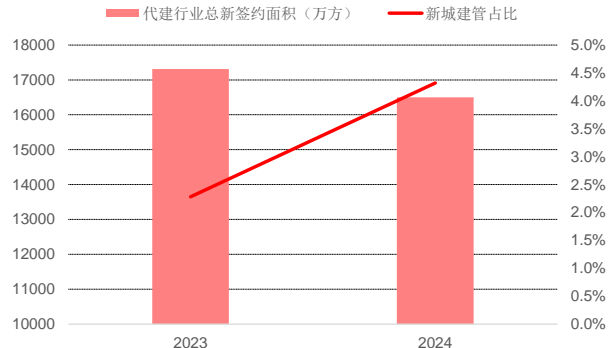
数据来源：公司官网，中信建投证券

图 31:2024 年新城建管新签约代建面积同比增长 80.5%



数据来源：中指研究院，中信建投证券

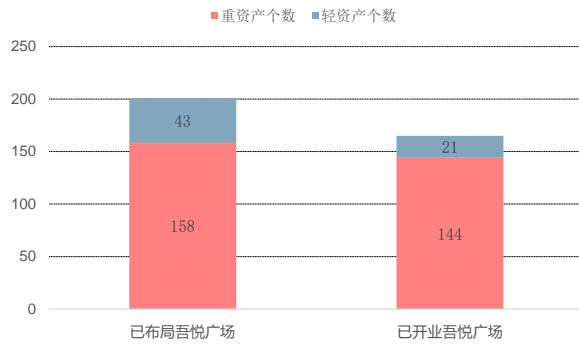
图 32:新城建管以新签约代建面积计算的市占率达 4.3%



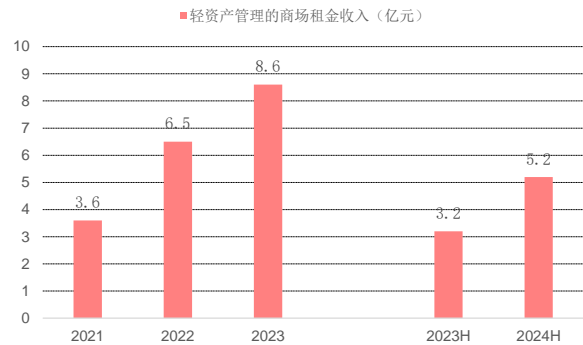
数据来源：中指研究院，中信建投证券；代建业态包括住宅、商业、公建等多类型

轻资产管理输出的吾悦广场表现亮眼。轻资产管理能力输出帮助公司扩大商业版图，2024年上半年公司已开业的165个吾悦广场中，有21个为轻资产管理项目；201个已布局的吾悦广场中，有43个为轻资产项目。2024年上半年轻资产管理的吾悦广场总租金收入达到5.2亿元，同比增长超过60%。

图 33:2024H已开业 165 个吾悦广场中有 21 个为轻资产管理 图 34: 2024 年上半年轻资产管理吾悦广场租金同比增长 63%



数据来源：公司公告，中信建投证券



数据来源：公司公告，中信建投证券

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们预测公司 2024-2026 年收入分别为 913.0/787.3/694.6 亿元，同比增速分别为-23.4%/-13.8%/-11.8%，对应归母净利润分别为 10.6/14.2/18.7 亿元，同比增速分别为+44.1%/+33.7%/+32.0%，对应 EPS 分别为 0.47/0.63/0.83 元。公司收入下降主要由于开发业务销售、结算规模的下降，利润增长则主要由于毛利率较高的商业板块业务占比逐年提升。

我们对公司地产开发销售业务的预测主要假设如下：1) 2024 年销售面积同比下降 44%，2025-2026 年保持平稳；2) 2024 年销售均价较上年小幅下降，2025-2026 年稳中有升；3) 随着开发业务规模缩量、公司维持较高的保交付力度，2024-2026 年结算速度逐年提升；4) 开发业务结算毛利率有一定下降压力，2024-2026 年分别为 10.3%/10.1%/10.0%；5) 资产减值损失逐年减少，2024-2026 年分别为 45.6/43.3/41.7 亿元。

我们对公司物业出租及管理业务的预测主要假设如下：1) 公司在手商场数量维持在 201 个，已开业商场数量逐年增加、至 2026 年在手商场全部开业，2024-2026 年已开业商场分别为 173/190/201 个；2) 单个商场商业面积维持在 9.3 万方；3) 商场出租率稳中有升，2024-2026 年分别为 97.9%/98.2%/98.5%；4) 商场单方年租金稳中有升，2024-2026 年分别为 806/810/820 元/平米/年；5) 板块毛利率稳中有升，2024-2026 年分别为 71.5%/71.6%/71.7%。

表 2:分部收入预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总营收 (百万元)	115457	119174	91299	78726	69460
yoy	-31.4%	3.2%	-23.4%	-13.8%	-11.8%
综合毛利率	20.0%	19.1%	18.5%	20.7%	23.0%
地产开发销售					
收入 (百万元)	104883	107336	78101	64185	53872
yoy	-33.7%	2.3%	-27.2%	-17.8%	-16.1%
毛利率	15.4%	13.9%	10.3%	10.1%	10.0%
物业出租及管理					
收入 (百万元)	9224	10631	11932	13210	14191
yoy	159.6%	15.3%	12.2%	10.7%	7.4%
毛利率	72.6%	69.9%	71.5%	71.6%	71.7%
其他业务					
收入 (百万元)	1350	1207	1267	1330	1397
yoy	-26.3%	-10.6%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	19.3%	28.2%	28.2%	28.2%	28.2%

资料来源: iFind, 中信建投证券

4.2 投资建议：重申买入评级，目标价 21.82 元

重申买入评级，目标价 21.82 元。我们认为公司的价值主要体现在可创造稳定租金收益的购物中心资产，近年来物业出租与管理业务在公司营收、利润中的占比逐步提升。作为参考，主要业务为商业地产的中国国贸的 PB 为 2.5X，而同时拥有开发业务和商业地产业务的浦东金桥、外高桥、龙湖集团的平均 PB 为 0.8X。我们认为公司的估值将跟随商业地产业务的发展而提高，参照可比公司估值，审慎给予公司与三家开发+商业地产业务公司平均水平相同的 0.8X PB 估值，对应目标市值为 492 亿元，折合目标价 21.82 元，重申买入评级。

表 3: 可比公司估值表 (截至 2025/3/5)

公司名称	公司代码	市值 (人民币亿元)	归母净利润 (人民币亿元)				PE				PB
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
商业地产公司											
中国国贸	600007.SH	239	12.6	12.9	13.4	13.9	19.0	18.6	17.9	17.2	2.5
开发+商业地产公司											
浦东金桥	600639.SH	119	18.2	9.9	13.8	15.2	6.6	12.1	8.6	7.9	0.8
龙湖集团	0960.HK	689	128.5	98.2	105.1	131.4	5.4	7.0	6.6	5.2	0.4
外高桥	600648.SH	133	9.3	10.2	9.3	14.3	14.3	13.0	14.3	9.3	1.1
平均值							8.8	10.7	9.8	7.5	0.8
新城控股	601155.SH	294	7.4	10.6	14.2	18.7	39.8	27.6	20.7	15.7	0.5

资料来源: Wind, 中信建投证券; 可比公司的归母净利润为 Wind 一致预期值, 新城控股为我们的预测值; PB 采用各公司最新一期的归母所有者权益为分母计算, 浦东金桥、外高桥、新城控股为截至 2024 年 9 月 30 日的数值, 龙湖集团为截至 2024 年 6 月 30 日的数值

风险分析

1、房地产市场进一步下行风险。若房地产市场整体热度进一步下行，公司的销售节奏将受到较大影响，开发板块的结算收入规模将下行更多。同时，房价若出现超预期下跌，一方面会影响公司开发业务的销售和结算单价，同时也会给公司带来更多的存货减值，进一步影响利润表现。经测算，若公司 2025 年的开发业务毛利率在原假设 10.1% 的基础上分别下跌 1/1.5/2 个百分点，则当年公司的归母净利润增速将从原来的 33.7% 下降至 8.6%/-3.9%/-16.5%。

2、三四线城市消费超预期下降风险。公司持有的商场大部分位于三四线城市，若三四线城市的消费水平出现超预期下跌，则会对公司商场的出租率、租金单价产生负面影响，进而对公司商场整体的租金收入造成负面影响。

3、未能按期偿付债务的风险。公司目前仍有 7 亿美元的公开市场信用债务，若未来未能按期偿还，则会对公司声誉造成负面影响，进而影响公司的房产销售、商场经营与再融资。

4、子公司诉讼事项风险。公司近期公告旗下子公司苏州新城创佳置业涉及一桩诉讼案件，一审判决公司子公司赔偿约 1.3 亿元；目前公司子公司已提起上诉，若最终败诉，则将对公司利润产生一定负面影响。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	303,082.7	217,456.5	198,185.5	174,982.2	161,118.8
现金	31,462.53	18,971.30	13,206.05	18,596.30	26,082.10
应收票据及应收账款	669.61	718.72	446.43	384.95	339.64
其他应收款	42,708.84	36,712.83	30,065.52	25,924.99	22,873.63
预付账款	3,589.67	3,158.09	2,624.63	2,263.18	1,996.80
存货	204,364.6	142,506.5	137,858.5	115,752.1	99,183.76
其他流动资产	20,287.46	15,389.03	13,984.37	12,060.64	10,642.95
非流动资产	154,824.2	156,652.2	140,500.8	123,864.1	107,082.6
长期投资	25,148.68	24,137.88	24,737.88	24,887.88	24,887.88
固定资产	2,715.33	3,686.00	3,298.26	2,875.27	2,417.03
无形资产	1,426.07	1,318.62	1,098.85	879.08	659.31
其他非流动资产	125,534.1	127,509.7	111,365.8	95,221.91	79,118.38
资产总计	457,907.0	374,108.7	338,686.3	298,846.3	268,201.4
流动负债	314,466.7	235,249.2	209,455.3	178,321.1	155,173.6
短期借款	1,665.58	1,264.18	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	50,364.92	48,427.95	37,066.41	31,122.62	26,667.82
其他流动负债	262,436.2	185,557.1	172,388.9	147,198.5	128,505.7
非流动负债	53,979.41	52,456.15	41,647.38	31,363.67	21,783.79
长期借款	40,555.74	37,596.64	26,787.87	16,504.16	6,924.28
其他非流动负债	13,423.67	14,859.51	14,859.51	14,859.51	14,859.51
负债合计	368,446.1	287,705.3	251,102.7	209,684.8	176,957.3
少数股东权益	29,979.62	26,325.52	26,443.54	26,601.33	26,809.59
股本	2,255.62	2,255.62	2,255.62	2,255.62	2,255.62
资本公积	1,905.53	1,852.47	1,852.47	1,852.47	1,852.47
留存收益	55,320.13	55,969.79	57,031.95	58,452.10	60,326.40
归属母公司股东权益	59,481.29	60,077.89	61,140.04	62,560.19	64,434.50
负债和股东权益	457,907.0	374,108.7	338,686.3	298,846.3	268,201.4

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	14,534.77	10,157.79	8,213.42	16,830.70	17,646.53
净利润	1,585.45	559.60	1,180.17	1,577.95	2,082.56
折旧摊销	328.35	373.26	16,751.43	16,786.68	16,781.54
财务费用	3,023.30	2,966.00	1,532.51	994.18	489.95
投资损失	-549.87	-1,504.84	-489.80	-39.80	110.20
营运资金变动	7,330.52	2,854.43	-11,023.9	-2,540.66	-1,798.42
其他经营现金流	2,817.02	4,909.34	263.02	52.37	-19.29
投资活动现金流	-720.66	1,166.80	-373.21	-162.57	-90.91
资本支出	6,026.18	986.88	0.00	0.00	0.00
长期投资	644.44	1,332.36	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-7,391.28	-1,152.44	-373.21	-162.57	-90.91
筹资活动现金流	-38,495.4	-20,084.7	-13,605.4	-11,277.8	-10,069.8
短期借款	1,106.69	-401.41	-1,264.18	0.00	0.00
长期借款	-21,227.9	-2,959.10	-10,808.7	-10,283.7	-9,579.88
其他筹资现金流	-18,374.1	-16,724.2	-1,532.51	-994.18	-489.95
现金净增加额	-24,633.9	-8,752.88	-5,765.25	5,390.25	7,485.80

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	115,456.6	119,174.2	91,299.35	78,725.87	69,459.88
营业成本	92,326.02	96,467.56	74,366.25	62,441.22	53,503.58
营业税金及附加	2,775.51	2,709.70	2,075.90	1,790.02	1,579.33
销售费用	5,503.13	5,130.05	3,930.13	3,388.88	2,990.01
管理费用	4,493.07	3,393.11	2,556.38	2,204.32	1,944.88
研发费用	24.62	20.37	15.60	13.45	11.87
财务费用	3,023.30	2,966.00	1,532.51	994.18	489.95
资产减值损失	-5,957.01	-5,348.19	-4,564.97	-4,329.92	-4,167.59
信用减值损失	-187.91	-723.45	-554.23	-477.90	-421.66
其他收益	226.88	77.92	77.92	77.92	77.92
公允价值变动收益	1,084.74	32.37	50.00	50.00	50.00
投资净收益	549.87	1,504.84	489.80	39.80	-110.20
资产处置收益	5.08	443.32	149.40	80.00	60.00
营业利润	3,032.70	4,474.30	2,470.50	3,333.69	4,428.73
营业外收入	220.19	280.52	253.00	253.00	253.00
营业外支出	137.52	182.81	162.49	162.49	162.49
利润总额	3,115.37	4,572.02	2,561.02	3,424.21	4,519.24
所得税	1,529.92	4,012.41	1,380.85	1,846.26	2,436.68
净利润	1,585.45	559.60	1,180.17	1,577.95	2,082.56
少数股东损益	191.62	-177.50	118.02	157.79	208.26
归属母公司净利润	1,393.83	737.10	1,062.15	1,420.15	1,874.30
EBITDA	6,467.02	7,911.28	20,844.96	21,205.06	21,790.73
EPS (元)	0.62	0.33	0.47	0.63	0.83

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-31.37	3.22	-23.39	-13.77	-11.77
营业利润(%)	-83.36	47.54	-44.78	34.94	32.85
归属于母公司净利润	-88.94	-47.12	44.10	33.71	31.98
获利能力					
毛利率(%)	20.03	19.05	18.55	20.69	22.97
净利率(%)	1.21	0.62	1.16	1.80	2.70
ROE(%)	2.34	1.23	1.74	2.27	2.91
ROIC(%)	2.09	0.76	1.48	1.75	2.34
偿债能力					
资产负债率(%)	80.46	76.90	74.14	70.16	65.98
净负债比率(%)	12.03	23.02	15.51	-2.35	-21.00
流动比率	0.96	0.92	0.95	0.98	1.04
速动比率	0.24	0.24	0.21	0.25	0.32
营运能力					
总资产周转率	0.25	0.32	0.27	0.26	0.26
应收账款周转率	228.56	179.05	237.27	237.27	237.27
应付账款周转率	2.09	2.07	2.20	2.20	2.20
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.33	0.47	0.63	0.83
每股经营现金流(最新)	6.44	4.50	3.64	7.46	7.82
每股净资产(最新摊薄)	26.37	26.63	27.11	27.74	28.57
估值比率					
P/E	21.07	39.84	27.65	20.68	15.67
P/B	0.49	0.49	0.48	0.47	0.46
EV/EBITDA	15.20	10.59	3.76	2.91	2.01

分析师介绍

竺劲

地产、周期及中小盘研究组组长，房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，13年证券从业经验。

连续三年（2018-2020）荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），获得 2020 年新财富最佳分析师（房地产行业）入围奖，2020 年机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）大陆区入围奖，2020 年卖方分析师水晶球奖（房地产行业）第 5 名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk