


公司评级 **增持（首次）**

报告日期 2025 年 05 月 06 日

基础数据

04 月 30 日收盘价（元）	13.54
总市值（亿元）	305.41
总股本（亿股）	22.56

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究
分析师：靳璐瑜

 S0190520080003
jinluyu@xyzq.com.cn

分析师：宋词

 S0190523120004
songci@xyzq.com.cn

新城控股(601155.SH)

2024 年年报及 2025 年一季报点评：商业运营支撑业绩，有息负债进一步压降

投资要点：

- **事件：**2024 年公司实现营业收入 889.99 亿元，同比减少 25.32%；实现归母净利润 7.52 亿元，同比增长 2.07%。2025 年一季度，公司实现营业收入 97.38 亿元，同比减少 32.17%，实现归母净利润 3.04 亿元，同比增加 34.0%。

- **点评：**2024 年归母净利润微增，主因计提减值下降和商业运营收入增加。2024 年公司归母净利润较 23 年微增的主要原因有：1）计提减值金额同比下降，对净利润影响减少。2024 年公司资产减值损失 20.2 亿元，23 年同期为 53.5 亿元；2）商业运营收入稳步提升，且利润率保持高位。2024 年物业出租及管理部分收入达到 120 亿元，同比增加 13.15%，毛利率 70.2%，同比增加 0.27 个百分点。

2025 年一季度收入同比下滑，利润同比增长。一季度营业收入 97.38 亿元，同比减少 32.17%，主要因结算面积减少；一季度归母净利润 3.04 亿元，同比增加 34.0%，主要因物业出租及管理毛利增加及 2024 年同期对无形资产计提了减值准备。

- **“双轮驱动”成效明显，商业运营业务为公司提供稳定业绩支撑。**2024 年商业运营总收入实现 128.08 亿元，同比增长 13.1%，出租率 97.97%，保持高位。2025 年第一季度，商业实现收入 34.48 亿元，同比+13.5%。2025 年公司商业运营总收入目标为 140 亿元，较 2024 年同比+9.3%。2024 年全年开业 15 座吾悦广场（其中重资产 7 座、管理输出 8 座），截至 2024 年末公司已在全国范围内布局 200 座吾悦广场，已开业及管理输出的吾悦广场达 173 座，其中重资产 148 座，开业面积达 1601.07 万平方米。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%，含车辆总销售额为 966 亿元。
- **开发业务规模收缩。**2024 年签约销售面积 538.8 万平，同比-44.4%，销售金额 401.7 亿元，同比-47.1%。2024 年开发业务结算收入 760.4 亿元，同比-29.16%；毛利率 11.72%，同比下降 2.19 个百分点。2025 年公司计划新开工 16 个子项目，新开工建面 169.55 万平，较去年计划同比-58.5%；计划竣工 104 个子项目，预计竣工总建面 555.05 万平，较去年计划同比-59.2%。从开工和竣工计划来看，开发业务规模收缩。
- **公司紧抓回款率，进一步通过吾悦广场抵押融资。**2024 年实现销售回款金额 411.29 亿元，回款率达 102.38%。2024 年新增吾悦广场为抵押的融资约 205 亿元，加权平均利率为 4.97%，抵押率约 50%。此外，2024 年公司发行 2 笔共计 29.2 亿元中债增信的中期票据，发行利率平均为 3.40%，较 23 年发行债券利率下降 232BP。截至 2024 年末，公司平均融资成本 5.92%，较 23 年相比下降 28BP，有息负债 545 亿元，同比下降 7%。截至 5 月 4 日，公开市场债券有 180.2 亿元，25 年剩余 80.56 亿元待偿还。（美元：人民币汇率按 7.26：1 计算）
- **投资建议：**开发业务规模收缩，但商业运营总收入稳步增长，为公司提供稳定业绩来源。有息负债规模进一步下降，公开债压力逐步减轻。我们给予公司 2025-2026 年 EPS 为 0.38 元、0.45 元的预测，以 2025 年 4 月 30 日收盘价计算，对应 PE 为 35.3 倍、30.1 倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**商业租金收入增速不及预期，基本面表现和政策不及预期，民营房企融资环境不及预期

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	88999	71105	62200	58083
同比增长	-25.3%	-20.1%	-12.5%	-6.6%
归母净利润（百万元）	752	864	1015	1258
同比增长	2.1%	14.9%	17.4%	24.0%
毛利率	19.8%	21.3%	24.3%	26.9%
ROE	1.2%	1.4%	1.6%	2.0%
每股收益（元）	0.33	0.38	0.45	0.56
市盈率	40.6	35.3	30.1	24.3

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	152678	116932	112086	106893
货币资金	10296	8677	13788	19185
交易性金融资产	26	26	26	26
应收票据及应收账款	567	432	383	360
预付款项	2794	2065	1708	1590
存货	97008	71684	65678	55990
其他	41987	34049	30503	29743
非流动资产	154514	155604	157189	157802
长期股权投资	20991	20077	19232	18414
固定资产	2222	1858	1516	1195
在建工程	1376	1384	1392	1392
无形资产	1045	990	935	880
商誉	0	0	0	0
其他	128880	131294	134114	135921
资产总计	307193	272536	269275	264695
流动负债	167745	123704	112276	105266
短期借款	364	1471	1406	1081
应付票据及应付账款	45690	30622	26520	24786
其他	121691	91611	84351	79399
非流动负债	56775	65332	72593	73849
长期借款	31757	40024	44043	46098
其他	25018	25308	28550	27750
负债合计	224520	189036	184870	179114
股本	2256	2256	2256	2256
未分配利润	54814	55549	56412	57481
少数股东权益	21804	21767	21657	21574
股东权益合计	82673	83500	84405	85581
负债及权益合计	307193	272536	269275	264695

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	752	864	1015	1258
折旧和摊销	332	436	477	487
营运资金的变动	-4999	-14198	-4311	415
经营活动产生现金流量	1512	-7462	2115	8091
资本支出	-1902	102	18	112
长期投资	1424	-1484	-1906	-1095
投资活动产生现金流量	1350	-953	-1479	-705
债券融资	-3563	9117	7197	930
股权融资	13	0	0	0
融资活动产生现金流量	-9088	6796	4475	-1989
现金净变动	-6226	-1619	5111	5397

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	88999	71105	62200	58083
营业成本	71373	55929	47085	42468
税金及附加	2313	1725	1513	1444
销售费用	3965	3206	2751	2592
管理费用	2758	2332	1913	1830
研发费用	7	11	8	7
财务费用	3311	2115	2548	2643
投资收益	320	497	481	355
公允价值变动收益	71	0	0	0
信用减值损失	-682	0	0	0
资产减值损失	-2018	-3633	-2907	-3488
营业利润	2972	2786	4070	4038
营业外收支	-65	38	24	-1
利润总额	2906	2824	4093	4036
所得税	2186	1997	3189	2861
净利润	720	828	905	1176
少数股东损益	-32	-37	-110	-83
归属母公司净利润	752	864	1015	1258
EPS (元)	0.33	0.38	0.45	0.56

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	-25.3%	-20.1%	-12.5%	-6.6%
营业利润增长率	-33.6%	-6.3%	46.1%	-0.8%
归母净利润增长率	2.1%	14.9%	17.4%	24.0%
盈利能力				
毛利率	19.8%	21.3%	24.3%	26.9%
归母净利率	0.8%	1.2%	1.6%	2.2%
ROE	1.2%	1.4%	1.6%	2.0%
偿债能力				
资产负债率	73.1%	69.4%	68.7%	67.7%
流动比率	0.91	0.95	1.00	1.02
速动比率	0.26	0.27	0.32	0.38
营运能力				
资产周转率	0.26	0.25	0.23	0.22
每股资料 (元)				
每股收益	0.33	0.38	0.45	0.56
每股经营现金	0.67	-3.31	0.94	3.59
估值比率 (倍)				
PE	40.6	35.3	30.1	24.3
PB	0.5	0.5	0.5	0.5

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn