

公司研究

商业经营保持稳健，在手现金相对紧张

——新城控股（601155.SH）动态跟踪

要点

事件：公司发布 4 月份经营简报。

1、2025 年 4 月公司租金收入 10.6 亿元，1-4 月累计租金收入 42.8 亿元；截至 2025 年 4 月公司出租物业总数为 174 个，总建筑面积约 1604.4 万平方米。

2、2025 年 4 月公司实现合同销售金额 17.6 亿元（同比下降 52.5%），1-4 月实现合同销售金额 68.6 亿元（同比下降 56.2%）。

点评：商业经营保持稳健，地产销售持续缩量，在手现金相对紧张。

商业经营保持稳健：截至 2024 年末，公司在全国 136 个城市布局 200 座吾悦广场，其中已开业及委托管理在营商业数量为 173 座（其中 2024 年新开业为 15 座），整体出租率约 98%。2024 年吾悦广场客流总量约为 17.7 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%）。2024 年商业运营板块实现营业收入为 120.3 亿元（同比增加 13.2%），毛利率约为 70.2%（同比增加 0.27 个百分点），商业运营板块的毛利占比提升至 47.9%。公司计划 2025 年实现商业运营总收入 140 亿元。

地产销售持续缩量：2024 年，公司实现全口径销售金额 401.7 亿元（同比下降 47.1%），实现全口径销售面积 538.8 万平方米（同比下降 44.4%）；2025 年 1-4 月，公司实现合同销售金额 68.6 亿元（同比下降 56.2%），实现合同销售面积 88.6 万平方米（同比下降 59.0%）；2024 年地产开发板块实现营业收入为 760.4 亿元（同比下降 29.2%），毛利率约为 11.7%（同比下降 2.2 个百分点）。地产开发销售板块的毛利占比下降至 50.6%。

在手现金相对紧张：截至 2024 年期末公司融资总额约为 536.5 亿元（2023 年期末约为 570.8 亿元），其中短债约为 119.9 亿元，在手非受限货币资金约为 65.96 亿元，非受限现金短债比约 0.55 倍；整体平均融资成本 5.92%（2023 年期末约为 6.20%）。2024 年公司新增以吾悦广场为抵押的经营性物业贷及其他融资约 205 亿元，加权本金平均利率为 4.97%，抵押率约 50%。

盈利预测、估值与评级：考虑目前部分城市的购房需求恢复尚需时日，应从财务审慎性角度持续进行减值计提，下调 2025/2026 年归母净利润预测为 8.1/9.7 亿元（原预测为 10.2/17.8 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 14.9 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 分别为 0.36/0.43/0.66 元，当前股价对应 PE 分别为 36、30、20 倍。公司商业运营优势明显，但地产销售下滑明显，在手现金相对紧张，下调评级至“增持”。

风险提示：商业经营不及预期、部分三四线房地产市场下行超预期等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	119,174	88,999	67,139	47,103	38,137
营业收入增长率	3.22%	-25.32%	-24.56%	-29.84%	-19.03%
归母净利润（百万元）	737	752	810	972	1,488
归母净利润增长率	-47.12%	2.07%	7.60%	20.01%	53.20%
EPS（元）	0.33	0.33	0.36	0.43	0.66
ROE（归属母公司）（摊薄）	1.23%	1.24%	1.31%	1.55%	2.32%
P/E	39	39	36	30	20
P/B	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-05-19

增持（下调）

当前价：12.98 元

作者

分析师：何缅甸

执业证书编号：S0930518060006

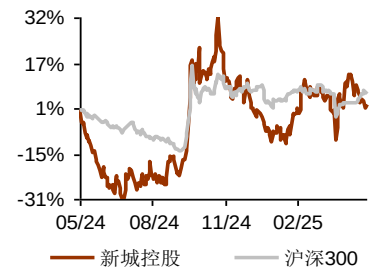
021-52523801

hemianan@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	22.56
总市值(亿元):	292.78
一年最低/最高(元):	8.36/16.70
近 3 月换手率:	44.33%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.22	5.27	3.94
绝对	-3.78	3.67	8.98

资料来源：Wind

相关研报

十月销售表现弱于大市，商业经营目标达成可期——新城控股（601155.SH）动态跟踪（2024-11-12）

商业助力穿越周期，积极保障交付进度——新城控股（601155.SH）动态跟踪（2024-07-16）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	119,174	88,999	67,139	47,103	38,137
营业成本	96,468	71,373	53,828	34,998	26,289
折旧和摊销	373	332	378	399	416
税金及附加	2,710	2,313	2,314	1,244	846
销售费用	5,130	3,965	3,021	2,120	1,716
管理费用	3,393	2,758	2,014	1,413	1,144
资产减值损失	-5,348	-2,018	-1,100	-2,150	-2,150
财务费用	2,966	3,311	2,350	1,649	1,335
投资收益	1,505	320	287	287	287
营业利润	4,474	2,972	2,652	3,369	4,496
利润总额	4,572	2,906	2,652	3,369	4,496
所得税	4,012	2,186	1,862	2,197	2,708
净利润	560	720	790	1,172	1,788
少数股东损益	-177	-32	-20	200	300
归属母公司净利润	737	752	810	972	1,488
EPS(元)	0.33	0.33	0.36	0.43	0.66

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	10,158	1,512	-203	3,212	3,416
净利润	737	752	810	972	1,488
折旧摊销	373	332	378	399	416
净营运资金增加	-3,800	-2,789	-2,333	-5,751	-3,562
其他	12,847	3,217	943	7,592	5,073
投资活动产生现金流	1,167	1,350	-3,781	-3,903	-2,728
净资本支出	-1,611	-1,902	-300	-300	-300
长期投资变化	1,011	3,147	-158	-158	-158
其他资产变化	1,767	106	-3,323	-3,445	-2,270
融资活动现金流	-20,085	-9,088	7,116	-3,316	-2,481
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-14,382	-2,779	10,072	-1,075	-634
无息负债变化	-66,359	-60,406	-37,263	-36,706	-17,086
净现金流	-8,753	-6,226	3,132	-4,007	-1,793

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	19.1%	19.8%	19.8%	25.7%	31.1%
EBITDA 率	14.5%	12.3%	11.3%	21.3%	28.5%
EBIT 率	14.3%	12.0%	10.7%	20.4%	27.4%
税前净利润率	3.8%	3.3%	3.9%	7.2%	11.8%
归母净利润率	0.6%	0.8%	1.2%	2.1%	3.9%
ROA	0.1%	0.2%	0.3%	0.5%	0.8%
ROE (摊薄)	1.2%	1.2%	1.3%	1.6%	2.3%
经营性 ROIC	46.6%	149.7%	144.8%	-151.5%	-114.2%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	77%	73%	70%	65%	62%
流动比率	0.92	0.91	0.85	0.76	0.68
速动比率	0.32	0.33	0.36	0.35	0.35
归母权益/有息债务	1.06	1.13	0.96	0.99	1.03
有形资产/有息债务	6.44	5.54	4.25	3.72	3.48

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	374,109	307,193	280,822	244,193	228,264
货币资金	18,971	10,296	13,428	9,421	7,627
交易性金融资产	16	26	26	26	26
应收账款	666	567	559	482	464
应收票据	53	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	36,713	32,720	27,186	20,073	17,018
存货	142,507	97,008	70,877	43,190	29,448
其他流动资产	15,373	9,267	7,081	5,077	4,181
流动资产合计	217,457	152,678	121,586	80,059	60,267
其他非流动金融资产	50	50	50	50	50
长期股权投资	24,138	20,991	21,049	21,057	21,065
固定资产	2,387	2,222	2,307	2,380	2,440
在建工程	1,350	1,376	1,347	1,320	1,296
无形资产	1,319	1,045	1,072	1,097	1,121
使用权资产	1,299	1,167	1,167	1,166	1,166
投资性房地产	119,516	121,429	125,072	128,824	131,401
非流动资产合计	156,652	154,514	159,236	164,133	167,997
总负债	287,705	224,520	197,329	159,548	141,828
短期借款	1,264	364	12,644	12,657	13,001
应付账款	46,669	45,268	35,217	23,247	17,462
应付票据	1,759	422	318	207	155
预收账款及合同负债	107,084	56,285	44,004	31,956	26,750
其他流动负债	10,004	4,712	4,712	4,712	4,712
流动负债合计	235,249	167,745	142,555	105,705	88,840
长期借款	23,491	31,757	32,757	33,757	34,757
应付债券	12,805	9,904	7,904	6,904	5,904
长期应付款	6,878	6,368	5,731	5,158	4,642
非流动负债合计	52,456	56,775	54,775	53,844	52,988
股东权益	86,403	82,673	83,493	84,644	86,436
股本	2,256	2,256	2,256	2,256	2,256
公积金	2,983	3,022	3,022	3,022	3,022
未分配利润	54,062	54,814	55,624	56,595	58,083
归属母公司权益	60,078	60,869	61,708	62,660	64,152
少数股东权益	26,326	21,804	21,784	21,984	22,284

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	4.30%	4.46%	4.50%	4.50%	4.50%
管理费用率	2.85%	3.10%	3.00%	3.00%	3.00%
财务费用率	2.49%	3.72%	3.50%	3.50%	3.50%
研发费用率	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
所得税率	88%	75%	70%	65%	60%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.20
每股经营现金流	4.50	0.67	-0.09	1.42	1.51
每股净资产	26.63	26.99	27.36	27.78	28.44
每股销售收入	52.83	39.46	29.77	20.88	16.91

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	39	39	36	30	20
PB	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	-0.3	-1.1	-1.8	-1.8	-1.9
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP