

2025 年 08 月 30 日

新城控股 (601155)

——商场租金快增，偿债压力减轻

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

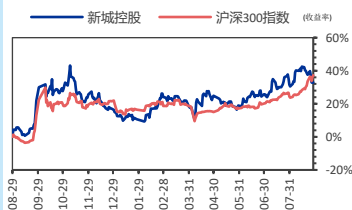
市场数据：2025 年 08 月 29 日

收盘价 (元) 14.83
一年内最高/最低 (元) 16.80/9.45
市净率 0.5
股息率 (分红/股价) -
流通 A 股市值 (百万元) 33,451
上证指数/深证成指 3,857.93/12,696.15
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 06 月 30 日

每股净资产 (元) 27.40
资产负债率% 72.01
总股本/流通 A 股 (百万) 2,256/2,256
流通 B 股/H 股 (百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

袁豪 A0230520120001
yuanhao@swsresearch.com
曹曼 A0230520120003
caoman@swsresearch.com

联系人

曹曼
(8621)23297818x
caoman@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **25H1 归母净利润同比-32%、符合市场预期，扣非归母净利润同比-28%。**2025H1，公司营业收入 221 亿元，同比-34.8%；归母净利润 8.9 亿元，同比-32.1%；扣非后归母净利润 9.5 亿元，同比-28.2%；基本每股收益 0.40 元，同比-31.0%。毛利率、归母净利润率分别为 26.9%、4.0%，同比分别+5.2pct、+0.2pct；地产结算毛利率 8.0%，同比-3.0pct；三费费率 17.3%，同比+3.4pct，其中销售、管理和财务费率分别-0.4pct、+1.9pct 和 +1.8pct；未计提资产和信用减值损失 (24H1 计提 1.4 亿元)。25H1 末公司预收款及合同负债为 492 亿元，同比-48%，覆盖 24 年地产营收的 0.4 倍。
- **25H1 商场租管费 65 亿元、同比+12%，零售额同比+17%。**截至 2025H1 末，公司在手 205 个商场；累计开业商场 174 个、布局 141 城；开业 GRA1,611 万平，同比+5.2%；出租率 97.8%，同比+0.4pct、环比+0.6pct。2025 年计划含税租管费 140 亿元，同比+9.3%。2025H1 税后租管费 64.8 亿元；其中 25Q2 税后租管费 32.6 亿元，同比+10.2%、环比+1.5%。分区域来看，江苏、浙江和安徽分别贡献 2025Q1 租管费收入的 27%、12% 和 7%，构成 GLA 的 25%、10%和 8%。2025H1，公司商场客流总量 9.5 亿人次，同比+16.0%；零售额 (不含车) 超 515 亿元，同比+16.5%。此外，公司商场收入和毛利占比持续提升，2025H1 商场营收占比 29%、毛利占比 77%、毛利率 71.2%，较 2024 年营收占比 14%、毛利占比 48%、毛利率 70.2%均进一步提升，经常性收入占比持续提升将助力公司稳健经营。
- **有息负债持续下降、偿债压力逐步减轻，2025-26 年信用债敞口仅剩美元债 46 亿元。**至 25H1 末，公司处于三条红线黄档，我们计算剔除预负债率、净负债率和现金短债比分别为 66.3%/54.2%/0.65 倍；有息负债 529 亿元，同比-6.2%。25H1 末公司融资成本 5.55%，较 24 年末-37Bps。25H1 公司新增经营性物业贷融资 45 亿元。公司境内公开债均带抵押；信用债敞口仅美元债，其中 2025 年到期 2.5 亿美元、2026 年到期 4.04 亿美元，25-26 年合计到期美元债 46 亿元 (按照汇率 7.1 折算)；25 年 6 月发行 3 亿美元信用债/3 年/11.88%，是民营房企 2022 年 3 月以来首次境外信用债融资破冰，体现公司的信用修复和持续融资能力。
- **25H1 销售额 103 亿元、同比-56%，24H2 销售均价回升或代表公司保价值的开始。**2025H1 销售金额 103 亿元，同比-56%；销售面积 134 万平，同比-59%；销售均价 7,738 元/平，同比+7.2%，2024H1、2024H2、2025H1 销售均价分别为 7,221、7,815、7,738 元/平，2025 年 8 月开始销售均价同比回升或代表公司保价值的开始。公司一季度内无新增拿地。2025H1，公司竣工面积 278 万平，同比-60%；2025 年计划开工面积 170 万平，同比-39%；计划竣工面积 555 万平，同比-64%。
- **投资分析意见：商场租金快增，偿债压力减轻，维持“买入”评级。**新城控股秉承“住宅+商业”双轮驱动战略，先发布局商业地产，打造优质成长标杆，乘风广阔消费市场。近几年中公司商场收入和毛利占比持续提升，经常性收入占比持续提升将助力公司稳健经营。此外，未来 2 年公司偿债压力也将逐步减轻。考虑到公司将凭借优秀管理能力和优质的资产组合在新行业格局下实现更长期、并更有质量的增长，我们上调公司 25-27 年归母净利润预测分别为 9.5/11.1/17.1 亿元 (原 8.5/10.0/15.1 亿元)，对应 25 年 PE 为 35X，考虑到公司偿债压力逐步减轻、商场贡献毛利占比逐步提升，维持“买入”评级。
- **风险提示：调控超预期收紧，去化率不及预期，消费下滑影响商场运营。**

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	88,999	22,100	59,785	47,421	44,086
同比增长率 (%)	-25.3	-34.8	-32.8	-20.7	-7.0
归母净利润 (百万元)	752	895	945	1,113	1,707
同比增长率 (%)	2.1	-32.1	25.6	17.8	53.4
每股收益 (元/股)	0.33	0.40	0.42	0.49	0.76
毛利率 (%)	19.8	26.9	24.9	30.0	34.7
ROE (%)	1.2	1.4	1.5	1.6	2.4
市盈率	44		35	30	20

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	119,174	88,999	59,785	47,421	44,086
其中：营业收入	119,174	88,999	59,785	47,421	44,086
减：营业成本	96,468	71,373	44,882	33,193	28,780
减：税金及附加	2,710	2,313	1,553	1,232	1,146
主营业务利润	19,996	15,313	13,350	12,996	14,160
减：销售费用	5,130	3,965	2,664	2,113	1,964
减：管理费用	3,393	2,758	1,853	1,470	1,366
减：研发费用	20	7	5	4	3
减：财务费用	2,966	3,311	2,823	2,952	3,307
经营性利润	8,487	5,272	6,005	6,457	7,520
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-723	-682	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-5,348	-2,018	-2,000	-900	0
加：投资收益及其他	1,583	330	380	280	630
营业利润	4,474	2,972	4,386	5,837	8,149
加：营业外净收入	98	-65	0	0	0
利润总额	4,572	2,906	4,386	5,837	8,149
减：所得税	4,012	2,186	3,205	4,446	6,015
净利润	560	720	1,181	1,391	2,134
少数股东损益	-177	-32	236	278	427
归属于母公司所有者的净利润	737	752	945	1,113	1,707

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。