


公司评级 **增持（维持）**

报告日期 2025 年 09 月 07 日

基础数据

09 月 05 日收盘价（元）	14.18
总市值（亿元）	319.85
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

【兴证地产】新城控股：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-2025.05.06

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)

2025 年半年报点评：商业运营成利润引擎，有息负债料持续压降

投资要点：

- **事件：**2025 年上半年，公司实现营收 221.00 亿元，同比-34.82%；实现归母净利润 8.9 亿元，同比-32.11%。实现商业运营收入 69.44 亿元，同比+11.78%。
- **点评：**2025 年 H1 归母净利润下滑，主因销售结转下降和毛利润下滑。2025 年 H1 公司归母净利润下滑的主要原因有：1) 公司结转收入下降影响营收：2025 年上半年公司实现物业销售收入 151.7 亿元，同比减少 44.94%；2) 物业销售毛利润下滑影响归母净利润：2025 年上半年公司物业销售板块实现毛利 12.1 亿元，同比下滑 59.9%，毛利率 7.96%，同比减少 2.97pct。
- **商业运营保持增长和高利润贡献，商业运营业务深挖品牌和客户黏性。**目前已开业吾悦广场 174 座，开业面积 1608.14 万方，在全国 141 个城市布局吾悦广场合计 205 座。截至 2025 年上半年吾悦广场整体出租率达 97.81%。1) 25 年上半年实现商业运营收入 69.44 亿元，同比+11.78%。2025 年商业运营总收入目标为 140 亿元，25 年上半年完成率达 49.6%，考虑到下半年将开业新广场，商业运营收入会进一步提升。2) 高利润贡献：25 年上半年物业出租板块实现毛利 45.7 亿元，毛利贡献占比达到 77.06%；物业出租及管理毛利率为 71.20%。3) 存量运营时代深挖品牌和客户黏性：目前合作品牌超 3 万家，并拥有 4917 万会员。25 年上半年吾悦广场实现总销售额超 515 亿元，同比+16.5%；客流 9.5 亿人次，同比+16.0%。
- **开发业务规模收缩。**25 年上半年公司实现销售额 103.3 亿元，同比-56.16%；销售面积 133.50 万方，同比-59.08%。公司实现结算金额 184.47 亿元，同比-67.2%。25 年上半年公司物业销售毛利率 7.96%，同比减少 2.97pct。2025 年上半年竣工总建面 277.65 万平，竣工面积完成全年计划的 50.0%。
- **公司紧抓回款率，财务状况逐步改善。**公司紧抓回笼率，2025 年 H1 公司实现回款金额 118.84 亿元，回款率 115.05%。财务状况逐步改善：1) 有息负债持续压降：有息负债余额 522.76 亿元，同比-2.56%。2) 融资成本下降：截至 25 年 6 月末公司平均融资成本为 5.55%，较上年末下降 37BP。3) 新增美元债及境内债：25 年 6 月 12 日新城发展发行 3 亿美元债；8 月 1 日发行 10 亿中票。
- **投资建议：**物业出租板块毛利润贡献占比达 77%，商业运营稳健增长为公司提供稳定业绩来源。开发业务规模收缩。有息负债规模进一步下降，财务状况逐步改善。我们维持给予公司 2025-2026 年 EPS 为 0.38 元、0.45 元的预测，以 2025 年 9 月 5 日收盘价计算，对应 PE 为 37.0 倍、31.4 倍，维持“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	1020	1262
同比增长	2.1%	14.9%	17.9%	23.8%
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	42.5	37.0	31.4	25.3

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	119611	114769	109579
货币资金	10296	11356	16507	21951
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	65642	55910
其他	41987	34049	30503	29743
非流动资产	154514	155635	157221	157833
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	131325	134146	135952
资产总计	307193	275247	271989	267413
流动负债	167745	125869	114442	107431
短期借款	364	1471	1406	1081
应付票据及应付账款	45690	30622	26520	24786
其他	121691	93776	86516	81564
非流动负债	56775	65877	73139	74394
长期借款	31757	40024	44043	46098
其他	25018	25853	29096	28296
负债合计	224520	191746	187580	181825
股本	2256	2256	2256	2256
未分配利润	54814	55549	56415	57488
少数股东权益	21804	21767	21656	21573
股东权益合计	82673	83500	84409	85587
负债及权益合计	307193	275247	271989	267413

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	1020	1262
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	-7776	2155	8137
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	12110	7197	930
股权融资	13	0	0	0
融资活动产生现金流量	-9088	9789	4475	-1989
现金净变动	-6226	1060	5151	5443

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	2494	2589
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	-2943	-3532
营业利润	2972	2786	4087	4048
营业外收支	-65	38	24	-1
利润总额	2906	2824	4111	4047
所得税	2186	1997	3202	2868
净利润	720	828	909	1179
少数股东损益	-32	-37	-111	-83
归属母公司净利润	752	864	1020	1262
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%	46.7%	-0.9%
归母净利润增长率	2.1%	14.9%	17.9%	23.8%
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%	69.7%	69.0%	68.0%
流动比率	0.91	0.95	1.00	1.02
速动比率	0.26	0.29	0.33	0.40
营运能力				
资产周转率	0.26	0.24	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	-3.45	0.96	3.61
估值比率 (倍)				
PE	42.5	37.0	31.4	25.3
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、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反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