

调整步入尾声，盈利能力持续修复

投资要点

- 事件：**公司发布2025年半年度报告。25H1，公司实现营业收入221.0亿元，同比下降34.8%；实现归属于上市公司股东的净利润9.0亿元，同比下降32.1%；扣非归母净利润为9.5亿元，同比下降28.2%。
- 商业运营表现强劲，成为业绩压舱石。**25H1，公司商业运营总收入69.4亿元，同比增长11.8%。物业出租及管理业务毛利率高达71.2%。旗下在营购物中心实现总销售额超515.0亿元，同比增长16.5%；客流总量达9.5亿人次，同比增长16.0%。截至2025/6/30，公司在营吾悦广场达174座，开业面积达1608.1万平方米，出租率达97.8%。公司积极探索付费会员模式，在全国20座吾悦广场试点推出“悦会员”服务，深化高价值用户运营。截至2025/6/30，会员人数4917万人。
- 开发业务战略性收缩，聚焦保交付与现金流。**25H1，房地产开发销售收入151.7亿元，同比下降44.9%；毛利率为8.0%，同比减少3.0pp。公司主动调整经营策略，相比签约规模更看重资产价值守护，25H1实现合同销售金额103.3亿元，同比下降56.2%。公司聚焦“保交付”，上半年在全国实现超1.6万套物业高品质交付。同时，公司有效销售促进资金循环，全口径资金回笼率高达115.1%，经营性现金流连续八年为正，为穿越周期提供保障。
- 盈利结构持续优化，财务状况稳健向好。**25H1，得益于高毛利的商业运营收入占比提升，公司整体盈利结构得到优化。费用管控成效显著，销售费用同比大幅下降39.9%。公司融资渠道保持畅通，于2025年8月成功发行10.0亿元中期票据，利率2.68%创历史新低。截至2025/6/30，公司整体平均融资成本降至5.55%，较2024年末下降0.37pp。公司积极推进公募REITs、持有型不动产ABS等工作，有望进一步盘活存量资产，优化资本结构。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2025-2027年归母净利润CAGR为19.4%。考虑到公司商业板块展现出强大的抗周期韧性与运营效率，为公司提供了坚实的利润和现金流基础；开发业务虽处调整期，但公司聚焦保交付与价值守护，风险逐步出清。鉴于2026年可比公司平均PB为1.0倍，我们给予公司2026年0.65倍PB，对应目标价为17.86元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济及房地产市场波动风险、居民消费意愿减弱风险、商业地产行业竞争加剧风险、公司融资及现金流管理不及预期的风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	88998.58	60525.41	50952.19	45862.27
增长率	-25.32%	-31.99%	-15.82%	-9.99%
归属母公司净利润（百万元）	752.39	851.09	1068.11	1280.50
增长率	2.07%	13.12%	25.50%	19.88%
每股收益EPS（元）	0.33	0.38	0.47	0.57
净资产收益率ROE	0.87%	0.87%	1.15%	1.32%
PE	44	39	31	26
PB	0.54	0.54	0.53	0.52

数据来源：Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师：李垚
执业证号：S1250525060001
电话：15618507501
邮箱：liyao@swsc.com.cn

分析师：李艾蕊
执业证号：S1250525070004
电话：17396222897
邮箱：liac@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

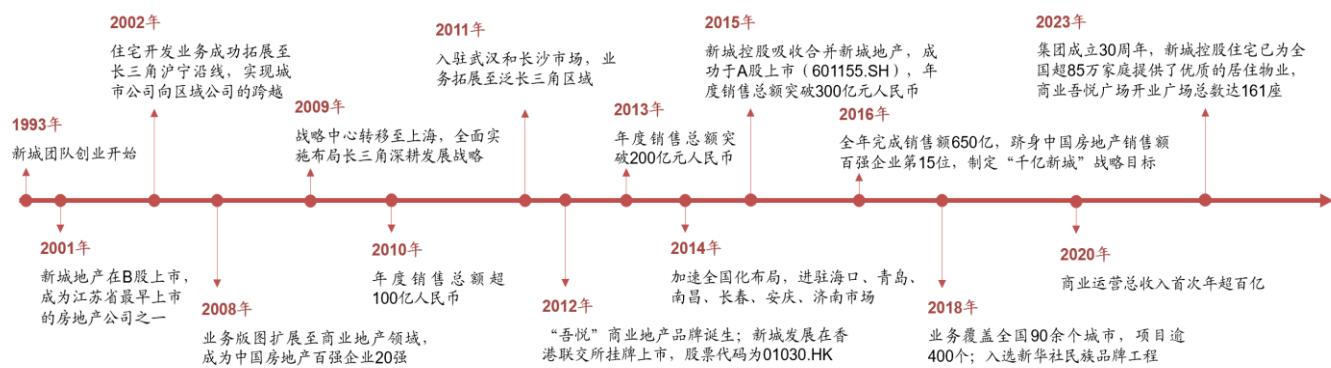
总股本(亿股)	22.56
流通A股(亿股)	22.56
52周内股价区间(元)	9.66-16.47
总市值(亿元)	331.58
总资产(亿元)	2,883.29
每股净资产(元)	27.40

相关研究

1 “地产开发+商业运营”双轮驱动，彰显经营韧性

深耕行业三十余载，业内领先的综合性地产集团。公司于1993年创立于江苏常州，现总部设于上海。2015年，公司在上海证券交易所A股上市，成为国内首家实现B转A的民营房企。经过31年的快速发展，公司已成为跨足住宅地产和商业地产的综合性房地产集团。公司坚持以上海为中枢，长三角为核心，向大湾区、环渤海和中西部扩张的“1+3”战略布局，坚持住宅地产与商业地产双核驱动的战略模式，即以住宅开发为主，同时理智选取优质地块进行商业综合体的开发运营。截至2024年末，公司已进入中国141个大中城市，包括上海、北京、天津、重庆、杭州、南京、苏州、济南、西安、成都、广州、常州等，开发中或已完成项目超700个。2024年，公司在中国房地产业协会及上海易居房地产研究院发布的权威榜单中荣获“商业地产综合实力TOP10”第4位、“商业地产运营TOP10”第2位。

图1：公司历史沿革



数据来源：公司官网，西南证券整理

“地产开发+商业运营”双轮驱动，优势互补、协同共进。目前，公司业务版图涵盖住宅开发、商业开发、商业管理、多元业务、建管业务。面对行业新格局，公司持续践行地产开发与商业运营“双轮驱动”的战略模式。相较于专注商业运营业务的企业，公司在市场化程度较高的地产开发领域实现了快速发展，展现出卓越的项目全周期管控能力和资金高效周转优势，这为企业在重点区域的战略深耕奠定了坚实基础。与纯粹住宅开发企业相比，公司在商业地产领域形成了独特的规模化开发体系和精细化运营模式，这种商业模式能够持续输出稳健现金流，有效增强企业抵御市场波动周期的能力，两大业务板块形成差异化竞争优势与协同共生关系。截至2025H1，公司已在全国范围内布局205座吾悦广场，已开业及管理输出的吾悦广场达174座，开业面积达1608.1万平方米，出租率达97.8%。

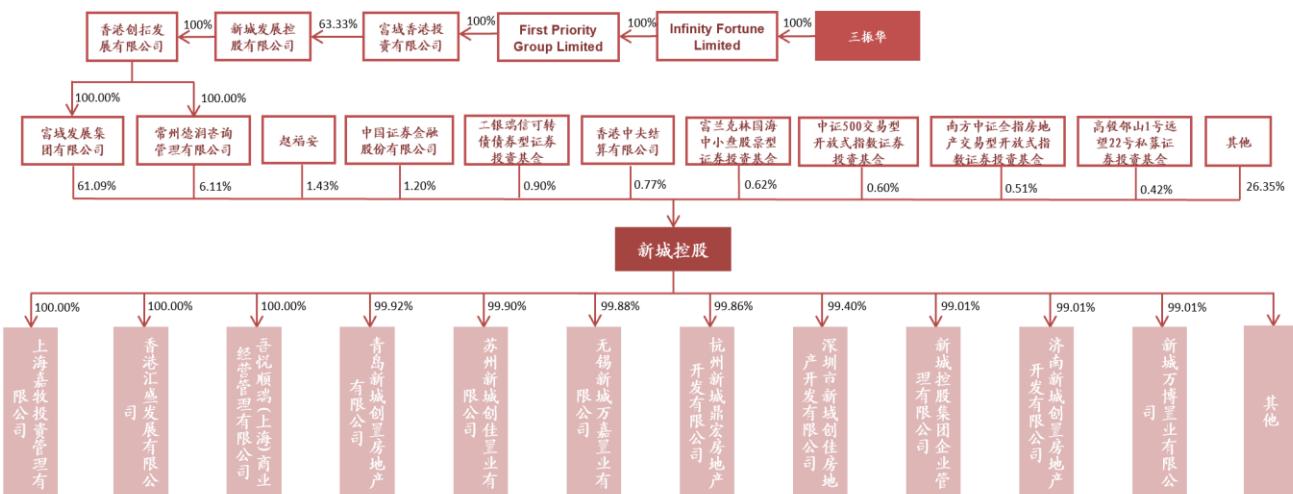
图2：公司业务版图



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司股权结构稳定，王振华先生为实控人。王振华先生为公司实控人，截至 2025 年 8 月，其控股富域香港投资有限公司，富域香港投资有限公司控制新城发展 63.33% 的股份，新城发展通过富裕发展集团有限公司与常州德润咨询管理有限公司持有新城控股 67.20% 股权，王振华先生合计控制公司 42.54% 股份。

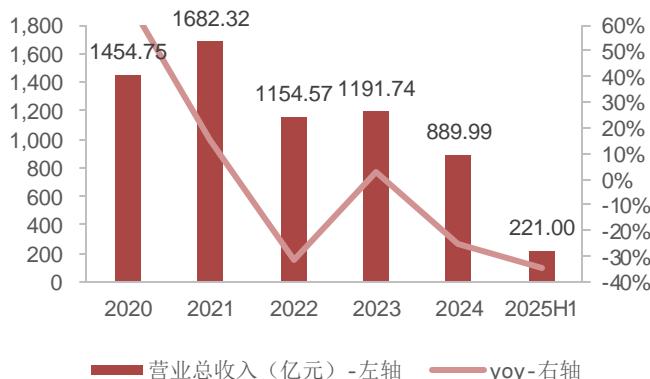
图 3：公司股权结构图（截至 2025 年 7 月）



数据来源：ifind，公司公告，西南证券整理

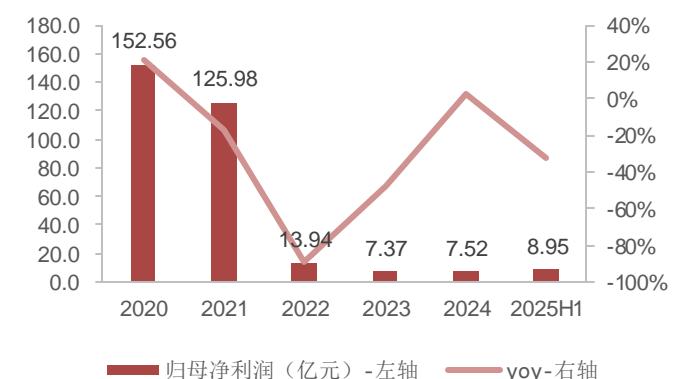
营收稳步增长，利润阶段性承压。1) 营收端，2021 年以来，房企危机频发，规模房企进入缩表出清、优胜劣汰阶段，业务持续缩量。公司坚持“地产开发+商业运营”双轮驱动战略，在行业变化中展现出良好的经营韧性。2024 年，公司实现营收 890.0 亿元，同比下滑 25.3%，其中物业及管理业务同比增长 13.2%。25H1，公司营收 221.0 亿元，同比下滑 34.8%，主要是本期物业交付收入较上年同期减少较多。2) 利润端，2022 年受整体市场环境压力影响，公司归母净利润出现大幅下滑，2023 年后公司压降负债、缩窄减值，净利润跌幅有所收窄。2025H1，公司实现归母净利润 8.9 亿元，同比下滑 32.1%，主要是受开发业务拖累。

图 4：2020-2025H1 公司营业收入情况



数据来源：ifind，西南证券整理

图 5：2020-2025H1 公司归母净利润情况

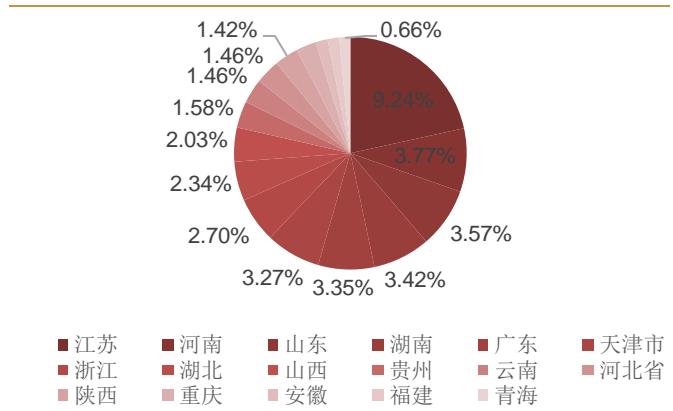


数据来源：ifind，西南证券整理

物业出租及管理业务占比攀升，深耕重点城市群和核心城市。1) 分业务来看，房地产开发销售业务逐步收缩，占营业收入比例从 2021 年的 94.0% 降至 2025H1 的 68.6%；物业出租及管理业务持续扩张，占营业收入比例从 2021 年的 4.7% 提升至 2025H1 的 29.1%。2) 分地区来看，公司坚持地域深耕的总策略，紧抓城市发展机遇，聚焦重点城市群和核心城市，围绕现有布局做大、做强、做深。2024 年，公司在江苏/河南/山东/湖南/广东/天津地区的收入占比分别为 9.2%/3.8%/3.6%/3.4%/3.4%/3.3%。

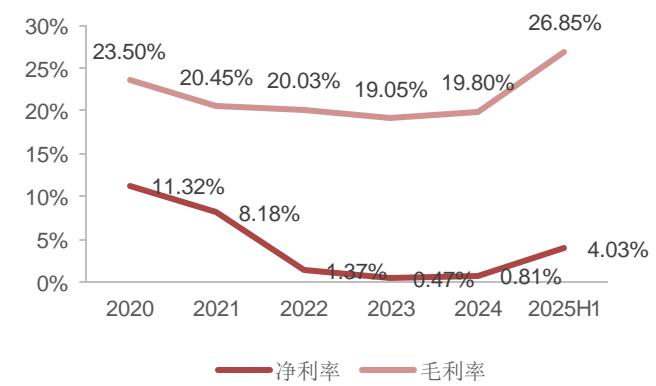
图 6：公司分产品营业收入占比


数据来源：ifind，西南证券整理

图 7：2024 年公司分地区营业收入占比


数据来源：ifind，西南证券整理

盈利能力阶段性承压，伴随营收结构优化改善可期。在行业深度调整、公司开发业务拖累、资产减值大幅增加、营收下滑放大固定成本及非经营性损失加重的共同作用下，公司 2024 年毛利率/净利率/期间费用率分别为 19.8%/0.8%/11.3%。2025H1，受益于高毛利的商业运营板块高增长，开发业务拖累减弱，资产减值压力大幅减轻，公司毛利率/净利率较 24 年分别大幅提升 7.0/3.2pp 至 26.9%/4.0%。未来，伴随着高毛利的物业出租及管理业务占比不断提升，同时减值压力进入尾声阶段，公司盈利能力有望改善。

图 8：2020-2025H1 年公司毛利率及净利率


数据来源：ifind，西南证券整理

图 9：2020-2025H1 公司期间费用率


数据来源：ifind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：随着公司持续优化收入结构，减弱开发业务拖累，预计开发业务规模将持续收缩。我们预计 2025-2027 年，公司房地产开发销售收入变动率约为 -40%/-25%/-20%；毛利率将逐步降低至 10.7%/9.5%/7.0%。

假设 2：公司不断打造升级“吾悦”品牌，商业运营板块保持增长。我们预计 2025-2027 年，公司物业出租及管理收入增速约为 16%/13%/11%；预计毛利率将逐步提升至 70.2%/70.6%/70.8%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
房地产开发销售	收入	76041.0	45624.6	34218.5	27374.8
	增速	-29.2%	-40.0%	-25.0%	-20.0%
	毛利率	11.7%	10.7%	9.5%	7.0%
物业出租及管理	收入	12,029.12	13953.8	15767.8	17502.2
	增速	13.1%	16.0%	13.0%	11.0%
	毛利率	70.2%	70.2%	70.6%	70.8%
其他	收入	928.5	947.0	966.0	985.3
合计	收入	88998.6	60525.4	50952.2	45862.3
	增速	-25.3%	-32.0%	-15.8%	-10.0%
	毛利率	19.8%	24.7%	28.8%	31.8%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取了业务相近的中国国贸、华润置地、龙湖集团作为可比公司。从 PB 的角度看，2025-2027 年三家公司平均 PB 为 1.05/1.00/0.95 倍。预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 605.3/509.5/458.6 亿元，归母净利润分别为 8.5/10.7/12.8 亿元，CAGR 为 19.4%，对应 PB 为 0.54/0.53/0.52 倍，显著低于可比公司。考虑到公司商业板块展现出强大的抗周期韧性与运营效率，为公司提供了坚实的利润和现金流基础；开发业务虽处调整期，但公司聚焦保交付与价值守护，风险逐步出清。鉴于 2026 年可比公司平均 PB 为 1.0 倍，我们给予公司 2026 年 0.65 倍 PB，对应目标价为 17.86 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	每股净资产 (元)				PB (倍)			
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
600007.SH	中国国贸	210.22	20.48	9.58	10.12	10.66	11.22	2.14	2.02	1.92	1.83
1109.HK	华润置地	2,051.89	28.77	53.18	40.39	42.98	45.76	0.54	0.71	0.67	0.63
0960.HK	龙湖集团	689.92	9.87	25.15	23.89	24.91	25.92	0.39	0.41	0.40	0.38
平均值								1.02	1.05	1.00	0.95
601155.SH	新城控股	331.58	14.70	26.99	27.01	27.48	28.04	0.54	0.54	0.53	0.52

数据来源: Wind, 西南证券整理 (*数据截至 2025/9/1)

3 风险提示

宏观经济及房地产市场波动风险、居民消费意愿减弱风险、商业地产行业竞争加剧风险、公司融资及现金流管理不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	88998.58	60525.41	50952.19	45862.27	净利润	720.04	720.61	959.68	1116.36
营业成本	71373.45	45571.49	36287.33	31266.76	折旧与摊销	238.81	191.69	191.69	191.69
营业税金及附加	2312.52	1815.76	1528.57	1375.87	财务费用	3310.62	4228.66	4191.37	4166.42
销售费用	3965.12	2518.48	2159.54	2011.13	资产减值损失	-2018.48	1900.00	1500.00	1000.00
管理费用	2758.13	1825.29	1562.40	1460.25	经营营运资本变动	104.11	-3296.51	-3335.94	-3380.94
财务费用	3310.62	4228.66	4191.37	4166.42	其他	-842.75	-2169.98	-2071.75	-1781.89
资产减值损失	-2018.48	1900.00	1500.00	1000.00	经营活动现金流净额	1512.36	1574.48	1435.04	1311.65
投资收益	319.99	315.00	315.00	315.00	资本支出	136.76	130.00	130.00	130.00
公允价值变动损益	70.72	537.35	351.11	319.03	其他	1213.52	2060.42	-143.54	254.55
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	1350.28	2190.42	-13.54	384.55
营业利润	2971.95	3518.07	4389.09	5215.87	短期借款	-900.14	-14.04	0.00	0.00
其他非经营损益	-65.49	-19.23	-24.64	-29.33	长期借款	8266.53	0.00	0.00	0.00
利润总额	2906.47	3498.85	4364.46	5186.55	股权融资	39.96	0.00	0.00	0.00
所得税	2186.43	2778.23	3404.78	4070.18	支付股利	0.00	-22.85	-10.34	-14.92
净利润	720.04	720.61	959.68	1116.36	其他	-16494.68	-5583.69	-4191.37	-4166.42
少数股东损益	-32.35	-130.47	-108.44	-164.13	筹资活动现金流净额	-9088.32	-5620.58	-4201.71	-4181.34
归属母公司股东净利润	752.39	851.09	1068.11	1280.50	现金流量净额	-6225.53	-1855.68	-2780.20	-2485.15
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	10295.99	8440.31	5660.11	3174.96	成长能力				
应收和预付款项	36081.54	22753.47	21622.83	21721.43	销售收入增长率	-25.32%	-31.99%	-15.82%	-9.99%
存货	97008.49	56701.09	40793.78	32050.55	营业利润增长率	-33.58%	18.38%	24.76%	18.84%
其他流动资产	9292.30	7940.46	6486.26	5696.57	净利润增长率	28.67%	0.08%	33.17%	16.33%
长期股权投资	20991.13	21341.13	21691.13	22041.13	EBITDA 增长率	-15.51%	21.73%	10.50%	9.14%
投资性房地产	121429.00	119874.27	120332.80	120362.66	获利能力				
固定资产和在建工程	3598.43	3315.20	3031.97	2748.74	毛利率	19.80%	24.71%	28.78%	31.82%
无形资产和开发支出	1045.03	1017.55	990.08	962.61	三费率	11.27%	14.16%	15.53%	16.65%
其他非流动资产	7450.87	7439.89	7428.90	7417.92	净利率	0.81%	1.19%	1.88%	2.43%
资产总计	307192.79	248823.37	228037.86	216176.55	ROE	0.87%	0.87%	1.15%	1.32%
短期借款	364.04	350.00	350.00	350.00	ROA	0.23%	0.29%	0.42%	0.52%
应付和预收款项	59018.93	54083.82	43392.60	37737.26	ROIC	-7.76%	-8.69%	-11.33%	-14.48%
长期借款	31757.26	31757.26	31757.26	31757.26	EBITDA/销售收入	7.33%	13.12%	17.22%	20.88%
其他负债	133379.84	80038.32	68994.71	61687.29	营运能力				
负债合计	224520.07	166229.40	144494.56	131531.81	总资产周转率	0.26	0.22	0.21	0.21
股本	2255.62	2255.62	2255.62	2255.62	固定资产周转率	38.62	29.09	28.35	30.29
资本公积	1892.44	1892.44	1892.44	1892.44	应收账款周转率	141.12	129.05	152.68	155.62
留存收益	55944.03	56772.27	57830.04	59095.62	存货周转率	0.54	0.52	0.60	0.65
归属母公司股东权益	60868.61	60920.33	61978.10	63243.68	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	50.23%	—	—	—
少数股东权益	21804.11	21673.64	21565.20	21401.07	资本结构				
股东权益合计	82672.72	82593.97	83543.30	84644.75	资产负债率	73.09%	66.81%	63.36%	60.84%
负债和股东权益合计	307192.79	248823.37	228037.86	216176.55	带息债务/总负债	18.72%	25.27%	29.07%	31.94%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	流动比率	0.91	0.88	0.85	0.84
EBITDA	6521.38	7938.42	8772.15	9573.98	速动比率	0.33	0.36	0.38	0.41
PE	44.07	38.96	31.04	25.89	股利支付率	0.00%	2.68%	0.97%	1.17%
PB	0.54	0.54	0.53	0.52	每股指标				
PS	0.37	0.55	0.65	0.72	每股收益	0.33	0.38	0.47	0.57
EV/EBITDA	-45.19	-36.37	-32.76	-29.76	每股净资产	26.99	27.01	27.48	28.04
股息率	0.00%	0.07%	0.03%	0.05%	每股经营现金	0.67	0.70	0.64	0.58
					每股股利	0.00	0.01	0.00	0.01

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
公司评级	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
行业评级	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券，并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jyj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
北京	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn