

公司研究 | 点评报告 | 新城控股 (601155.SH)

商业成为盈利核心，公司价值重估可期

——新城控股 2025 年中报点评

报告要点

商业成为盈利核心，公司价值重估可期。公司偿债高峰期已过，资金链安全性持续提升，市场风险偏好有望逐渐修复。较充裕在手土储仍对销售规模形成一定保障；高盈利性自持业务稳健增长，开发下行背景下其盈利贡献度持续提升；此外自持业务也是公司重要的现金流与融资来源，有力保障了公司资金安全性，RWA 更是打开想象空间，优质自持或为公司未来估值修复与突破奠定坚实基础。

分析师及联系人



刘义

SAC: S0490520040001

SFC: BUV416



袁佳楠

SAC: S0490520070001

新城控股 (601155.SH)

商业成为盈利核心，公司价值重估可期

——新城控股 2025 年中报点评

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 上调

事件描述

公司 2025H1 实现营收 221.0 亿元 (-34.8%)，归母净利润 8.9 亿元 (-32.1%)，扣非归母净利润 9.5 亿元 (-28.2%)。

事件评论

- **结算下降拖累营收，高盈利持有型业务贡献占比提升拉高毛利率。** 开发结算端量缩价跌，2025H1 公司竣工面积继续缩量（完成 278 万平，同比-59.8%），表内交付面积 191 万平（-40.2%），表内交付均价 7962 元/平（-7.9%），最终开发结算收入同比-44.9%，拖累公司整体营收同比-34.8%至 221 亿元。结算毛利率下降 3.0pct 至 8.0%，但高盈利性物业出租及管理业务扩张对其形成有效对冲（营收+10.7%，毛利率-1.0pct 至 71.2%），2025H1 公司持有型业务贡献毛利占比达 77.1%（+19.8pct），公司综合毛利率同比+5.2pct 至 26.9%。投资收益下降，期间费率有所上行，最终公司实现归母净利润 8.9 亿元（-32.1%），扣非归母净利润 9.5 亿元（-28.2%）。后续展望方面，中期修正后 2025 年公司竣工目标 547 万平（较 2024 实际-64.2%），2025H1 总预收较年化结算收入覆盖倍数为 0.8X，预计本年度公司收入端仍有较大压力；但考虑高盈利商业运营总收入持续增长（2025 年目标 140 亿元，较 2024 年实际+9.3%），公司持有型业务毛利贡献将继续提升，综合毛利率或延续上行势头；叠加减值压力逐渐下降，公司业绩表现或持续优于营收。
- **销售开工缩量，在手土储仍对销售形成一定保障。** 销售端表现依旧承压，2025H1 公司实现销售金额 103 亿元（-56.1%）、面积 134 万平（-59.1%）、均价 0.77 万元/平（+7.2%）。受项目审批趋严与拆迁进度等影响开工目标有所下修，全年开工目标 76 万平（较 2024 年实际-72.6%），供货规模下降仍对销售有所压制。年中公司可租售宅地仍有 2909 万平，随着融资端优化亦不排除远期恢复拿地可能，公司未来销售仍有望维持一定体量。
- **自持业务稳健增长，融资能力持续修复，RWA 打开想象空间。** 截至 2025H1 公司已经在全国 141 个城市布局 205 座吾悦广场，已开业及委托管理在营数量达 174 座，开业面积 1608 万平（+5.3%），出租率 97.8%（+0.6pct）。2025H1 实现商业运营总收入 69.4 亿元（+11.8%），完成全年目标的 49.6%。2025 年公司商业运营收入目标 140 亿元（较 2024 年实际+9.3%），优质自持业务扩张将对公司毛利率与业绩表现形成有力支撑。融资环境向好，母公司新城发展成功发行 3 亿美元无抵押优先票据，是近三年来首笔民营地产境外债；公司 8 月发行的 10 亿元中债增担保的中期票据票息仅 2.68%。依托优质自持物业，公司积极进行持有型不动产 ABS 申报，并于 8 月获得上交所批准通过（10.64 亿元）；母公司新城发展更是成立数字资产研究院，推进优质 IP 资源与资产收益代币化（RWA），一旦 RWA 有实质性进展，公司批量优质存量资产或将盘活，公司价值有望持续重估。
- **商业成为盈利核心，公司价值重估可期。** 公司偿债高峰期已过，市场风险偏好有望逐渐修复。较充裕在手土储仍对销售形成一定保障，自持业务稳健增长，成为公司盈利与融资重点，RWA 打开想象空间，公司价值有望重估。预计公司 2025-2027 年归母净利润为 8.1/11.3/13.1 亿元，对应 PE 为 38.7/27.8/23.9X，调高至“买入”评级。

风险提示

- 1、自持业务运营情况存一定不确定性；
- 2、后续公司融资情况存一定不确定性。

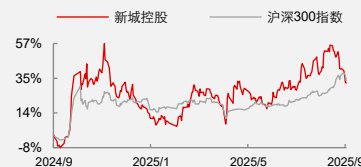
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	13.91
总股本(万股)	225,562
流通A股/B股(万股)	225,562/0
每股净资产(元)	27.40
近12月最高/最低价(元)	16.80/9.45

注：股价为 2025 年 9 月 4 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《高盈利自持驱动业绩回暖，公司估值有望重塑——新城控股 2025 年一季报点评》2025-05-03
- 《高盈利自持毛利贡献近半，公司估值修复可期——新城控股 2024 年报点评》2025-04-01
- 《风险偏好边际修复，优质自持打开估值空间——新城控股 2024 年三季报点评》2024-10-31



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、自持业务运营情况存一定不确定性：公司吾悦广场的运营情况成为区分于其他地产公司的重要胜负手，社零整体承压背景下经营情况仍存一定不确定性。
- 2、后续公司融资情况存一定不确定性：公司后续融资情况对其偿还到期公开债务与保障自身资金安全意义重大，需关注其公开债与经营性物业贷等获取情况。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 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

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%

无投资评级： 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。

相关证券市场代表性指数说明：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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情形范围内，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。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。