

公司研究 | 点评报告 | 新城控股 (601155.SH)

自持贡献提升拉高毛利率，公司估值重塑可期 ——新城控股 2025 年三季报点评

报告要点

自持贡献提升拉高毛利率，公司估值重塑可期。行业景气加速下行背景下政策博弈预期逐渐提升，叠加公司偿债高峰期已过且融资能力持续修复，市场风险偏好有望逐渐提升。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，成为公司重要的盈利与融资来源，公司价值有望重估。

分析师及联系人



刘义

SAC: S0490520040001

SFC: BUV416



袁佳楠

SAC: S0490520070001

新城控股 (601155.SH)

2025-11-02

自持贡献提升拉高毛利率，公司估值重塑可期 ——新城控股 2025 年三季报点评

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司 2025Q1-3 实现营收 343.7 亿元 (-33.3%)，归母净利润 9.7 亿元 (-33.0%)，扣非归母净利润 10.1 亿元 (-31.8%)。

事件评论

- 自持业务营收贡献占比提升拉高毛利率，结算缩量压制营收表现。**开发结算规模缩量压制营收表现，2025Q1-3 公司实现竣工面积 350 万平 (-59.8%)，拖累公司整体营收同比-33.3%至 343.7 亿元。结算毛利率预计依旧承压 (2025H1 同比-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 (2025Q1-3 公司商业运营总收入 +10.8%)，2025Q1-3 公司综合毛利率同比+5.4%至 25.6%。周期压力下表外项目出现亏损 (来自合联营企业的投资收益转负)，期间费率与所得税率有所提升，最终 2025Q1-3 公司实现归母净利润 9.7 亿元 (-33.0%)，扣非归母净利润 10.1 亿元 (-31.8%)。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%)，年中总预收较年化结算收入覆盖倍数为 0.8X，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。
- 销售依旧承压，在手土储仍对销售形成一定保障。**供货质与量均有压力，叠加行业景气低迷，公司销售端表现依旧承压，2025Q1-3 实现销售金额 151 亿元 (-52.7%)、面积 196 万平 (-54.6%)、均价 0.77 万元/平 (+4.1%)。受项目审批趋严与拆迁进度等影响中报将开工目标下修，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。考虑年中公司可租售宅地仍有 2909 万平，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。**截至 2025Q3 公司全国已开业及委托管理在营吾悦广场数量达 176 座，自持总可出租面积 970 万平 (+4.6%，含上海新城控股大厦 B 座)，平均出租率 97.7% (+0.1pct)。2025Q1-3 实现商业运营总收入 105.1 亿元 (+10.8%)，完成全年目标的 75.1% (-0.8pct)。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 6 月成功发行 3 亿美元高级无抵押债券，是近三年来首笔民营地产业境外债，9 月公司再次发行 1.6 亿美元高级无抵押债券；境内融资也捷报频传，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%，9 月发行的 9 亿元中债增担保的中期票据票息为 3.29%。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)；经营性物业贷则更是公司融资的重要补充。
- 自持贡献提升拉高毛利率，公司估值重塑可期。**行业景气加速下行背景下政策博弈预期逐渐提升，叠加公司偿债高峰期已过且融资能力持续修复，市场风险偏好有望逐渐提升。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，成为公司重要的盈利与融资来源，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 39.4/28.3/24.4X，周期下行阶段市盈率参考性不强，维持“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、后续减值规模仍存一定不确定性。

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)	14.17
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)	16.80/10.96

注：股价为 2025 年 10 月 30 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《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》2025-09-07
- 《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



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、后续减值规模仍存一定不确定性：行业景气度仍在下行，房价整体承压背景下后续存货减值规模仍存一定不确定性，对公司盈利性形成较大扰动。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	88999	55889	47157	43872	货币资金	10296	11326	12458	13704
营业成本	71373	41875	33240	29479	交易性金融资产	26	76	126	176
毛利	17625	14014	13917	14394	应收账款	567	306	258	240
%营业收入	20%	25%	30%	33%	存货	97008	49332	37794	33920
营业税金及附加	2313	1677	1415	1316	预付账款	2794	1639	1301	1154
%营业收入	3%	3%	3%	3%	其他流动资产	41987	29814	26604	25396
销售费用	3965	2571	2169	2018	流动资产合计	152678	92493	78541	74591
%营业收入	4%	5%	5%	5%	长期股权投资	20991	20991	20991	20991
管理费用	2758	1844	1556	1448	投资性房地产	121429	121829	122229	122629
%营业收入	3%	3%	3%	3%	固定资产合计	2222	2057	1891	1726
研发费用	7	4	4	3	无形资产	1045	1045	1045	1045
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	0	0	0	0
财务费用	3311	2587	2624	2682	递延所得税资产	6124	6124	6124	6124
%营业收入	4%	5%	6%	6%	其他非流动资产	2703	2730	2756	2783
加：资产减值损失	-2018	-2000	-1500	-1500	资产总计	307193	247268	233578	229889
信用减值损失	-682	-600	-600	-600	短期贷款	364	3879	6955	9554
公允价值变动收益	71	400	400	400	应付款项	45268	26559	21082	18697
投资收益	320	201	170	158	预收账款	976	613	517	481
营业利润	2972	3338	4647	5406	应付职工薪酬	531	312	247	219
%营业收入	3%	6%	10%	12%	应交税费	11821	5868	4716	4387
营业外收支	-65	0	0	0	其他流动负债	108784	70763	59634	54786
利润总额	2906	3338	4647	5406	流动负债合计	167745	107994	93152	88124
%营业收入	3%	6%	10%	12%	长期借款	31757	32757	33757	34757
所得税费用	2186	2511	3495	4067	应付债券	9904	7904	6904	5904
净利润	720	827	1151	1339	递延所得税负债	7521	7521	7521	7521
归属于母公司所有者的净利润	752	810	1128	1313	其他非流动负债	7592	7592	7592	7592
少数股东损益	-32	17	23	27	负债合计	224520	163769	148927	143899
EPS (元)	0.33	0.36	0.50	0.58	归属于母公司所有者权益	60869	61679	62807	64120
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	21804	21821	21844	21870
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	82673	83500	84651	85990
经营活动现金流净额	1512	1101	721	1395	负债及股东权益	307193	247268	233578	229889
取得投资收益收回现金	1176	201	170	158	基本指标				
长期股权投资	3147	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	439	224	224	224	每股收益	0.33	0.36	0.50	0.58
其他	-3412	-76	-76	-76	每股经营现金流	0.67	0.49	0.32	0.62
投资活动现金流净额	1350	348	317	305	市盈率	42.48	39.44	28.33	24.35
债券融资	-2900	-2000	-1000	-1000	市净率	0.53	0.52	0.51	0.50
股权融资	13	0	0	0	EV/EBITDA	8.64	9.99	9.23	8.56
银行贷款增加 (减少)	7366	4515	4076	3598	总资产收益率	0.2%	0.3%	0.5%	0.6%
筹资成本	-3384	-2934	-2982	-3053	净资产收益率	1.2%	1.3%	1.8%	2.0%
其他	-10184	0	0	0	净利率	0.8%	1.5%	2.4%	3.0%
筹资活动现金流净额	-9088	-420	95	-454	资产负债率	73.1%	66.2%	63.8%	62.6%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-6226	1030	1133	1246	总资产周转率	0.29	0.23	0.20	0.19

资料来源：公司公告，长江证券研究所

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/或其附属机构（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。