

新城控股 (601155)

双轮驱动战略笃行，商业竞争力与财务稳健性巩固

买入 (维持)

2026年03月16日

证券分析师 姜好幸

执业证书: S0600525110001

jianghx@dwzq.com.cn

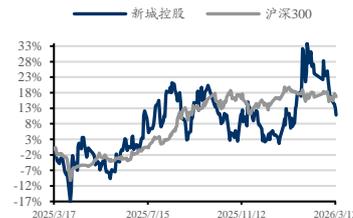
证券分析师 刘汪

执业证书: S0600526030001

liuwang@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 营业总收入 (百万元) | 119,174 | 88,999 | 40,682 | 28,433 | 24,598 |
| 同比 (%) | 3.22 | (25.32) | (54.29) | (30.11) | (13.49) |
| 归母净利润 (百万元) | 737.10 | 752.39 | 884.50 | 1,145.48 | 1,466.56 |
| 同比 (%) | (47.12) | 2.07 | 17.56 | 29.51 | 28.03 |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 0.33 | 0.33 | 0.39 | 0.51 | 0.65 |
| P/E (现价&最新摊薄) | 45.81 | 44.88 | 38.18 | 29.48 | 23.02 |

股价走势



投资要点

- **商业地产贡献核心利润，高毛利支撑盈利韧性。**公司以“商业运营+住宅开发”双轮驱动为核心，商业物业已成为利润主要来源。2025H1 公司商管业务毛利率达 71.20%，贡献毛利的 77.06%，在地产销售承压背景下，商业运营的稳定现金流与高利润率有望支撑盈利稳健增长。
- **全国化商业布局，租金收入稳健增长。**截至 2025H1，公司已开业吾悦广场 174 座，开业面积 1608 万平方米，出租率达 97.8%，租金收入 69 亿元，同比增长 12%。轻重资产并举模式持续推进，2025H1 开业项目中 28 座为轻资产项目，贡献租金收入 7.3 亿元，占比 11%，有效降低资本占用，扩大管理输出规模。公司在长三角、环渤海及中西部核心省份形成区域集群效应，2025H1，消费回暖下，客流量同比+16.0%，销售总额同比+16.5%，运营韧性凸显。
- **住宅开发稳健去化，减值计提相对充分。**公司开发业务以存量去化为主，2025H1 合同销售额 103 亿元，同比-56.4%；合同销售均价 10072 元/平方米，价格逐步企稳回升。存货主要分布在二线及三四线城市，资产减值计提充分，2022-2024 年累计计提资产减值损失 133.2 亿元，以 2024 年末存货计算，存货减值占存货比例为 12.2%，处于行业较高水平。
- **财务结构持续优化，流动性与融资能力充足。**截至 2025H1，公司有息负债 523 亿元，剔除预收款后的资产负债率降至 65.6%，短期债务持续下降。公司融资渠道畅通，同时积极推进商业资产 REITs 上市，通过资产证券化进一步优化资本结构并拓宽融资渠道。融资成本持续下行，2025H1 平均融资成本 5.55%，较 2024 年末下降 0.37pct。轻重资产商业模式与稳健债务结构共同构建财务安全垫，现金流风险可控。
- **盈利预测与投资评级：**随着公司营收和盈利结构逐步由住宅开发转向稳定收入且毛利较高的商业出租及管理业务，公司盈利有望保持稳健增长。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 8.85/11.45/14.67 亿元，同比增速分别为 17.6%/29.5%/28.0%，对应现价 PE 分别为 38.2/29.5/23.0 倍。考虑到公司在商业运营领域的经验积累、持续的业绩增长以及在区域型商业中心的竞争优势，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济不及预期；销售回款不及预期；商业出租率与租金收入不及预期。

市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 14.97 |
| 一年最低/最高价 | 11.21/18.35 |
| 市净率(倍) | 0.55 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 33,766.67 |
| 总市值(百万元) | 33,766.67 |

基础数据

| | |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 27.43 |
| 资产负债率(% ,LF) | 72.00 |
| 总股本(百万股) | 2,255.62 |
| 流通 A 股(百万股) | 2,255.62 |

相关研究

《新城控股(601155): 2024 年报点评: 减值下降促利润企稳, 商管稳增助穿越周期》

2025-04-01

《新城控股(601155): 现金流压力逐步缓解, 经营性业务稳健发展》

2024-12-26

内容目录

| | |
|--|----|
| 1. 双轮驱动战略持续推进，商业竞争力与财务稳健性巩固 | 4 |
| 1.1. 发展历程和主要业务：双轮驱动模式，住宅开发与商业运营协同发展..... | 4 |
| 1.2. 股权结构稳定且治理规范，管理层具备丰富行业经验..... | 4 |
| 1.3. 商业运营成为盈利改善关键，带动整体毛利率回升..... | 6 |
| 2. 商业运营业务：重轻资产协同，盈利核心稳固 | 7 |
| 2.1. 推进全国化布局，规模持续扩大..... | 7 |
| 2.2. 租金收入与出租率稳健，客流量恢复彰显运营韧性..... | 8 |
| 2.3. 采用轻重并举模式，商管业务稳中求进..... | 9 |
| 3. 房地产开发销售业务：去化稳步推进，减值压力持续缓解 | 11 |
| 3.1. 销售规模持续收缩，销售均价保持韧性..... | 11 |
| 3.2. 减值计提相对充分，夯实资产质量..... | 12 |
| 4. 财务分析：债务结构持续优化，优质资产保障现金流安全 | 13 |
| 4.1. 有息负债规模压降，杠杆水平持续下行..... | 13 |
| 4.2. 融资成本持续下行，融资渠道保持畅通..... | 14 |
| 4.3. 收支结构优化，现金流风险可控..... | 15 |
| 5. 盈利预测与投资评级 | 16 |
| 6. 风险提示 | 18 |

图表目录

| | | |
|-------|---------------------------------|----|
| 图 1: | 新城控股发展历程..... | 4 |
| 图 2: | 新城控股股权结构 (截至 2025 年 6 月末) | 5 |
| 图 3: | 新城控股营业收入及同比增长率..... | 6 |
| 图 4: | 新城控股营业收入构成..... | 6 |
| 图 5: | 新城控股毛利润及同比增长率..... | 6 |
| 图 6: | 新城控股毛利润分业务构成..... | 6 |
| 图 7: | 新城控股毛利率..... | 7 |
| 图 8: | 新城控股分业务毛利率..... | 7 |
| 图 9: | 购物中心开业面积 (万平方米) | 7 |
| 图 10: | 购物中心平均出租率对比..... | 7 |
| 图 11: | 公司持有和管理输出的吾悦广场数量..... | 8 |
| 图 12: | 吾悦广场开业面积及同比增长率..... | 8 |
| 图 13: | 吾悦广场全国分布图..... | 8 |
| 图 14: | 吾悦广场出租率..... | 9 |
| 图 15: | 吾悦广场商业运营收入及同比增速..... | 9 |
| 图 16: | 吾悦广场客流总量..... | 9 |
| 图 17: | 吾悦广场销售总额..... | 9 |
| 图 18: | 轻资产吾悦广场数量及占比..... | 10 |
| 图 19: | 轻资产吾悦广场租金收入及占比..... | 10 |
| 图 20: | 新城控股合同销售额..... | 11 |
| 图 21: | 新城控股合同销售面积..... | 11 |
| 图 22: | 新城控股合同销售均价..... | 11 |
| 图 23: | 新城控股存货面积区域分布..... | 12 |
| 图 24: | 新城控股存货分类..... | 12 |
| 图 25: | 新城控股资产&信用减值准备 | 12 |
| 图 26: | 典型房企资产减值占存货比例..... | 12 |
| 图 27: | 新城控股资产总额及资产负债率情况..... | 13 |
| 图 28: | 新城控股有息负债结构..... | 13 |
| 图 29: | 新城控股现金及等价物及现金短债比情况..... | 14 |
| 图 30: | 新城控股经营性现金流对利息支出的覆盖倍数..... | 14 |
| 图 31: | 新城控股融资成本与同业对比..... | 14 |
| 图 32: | 新城控股到期债务情况..... | 14 |
| 表 1: | 主要高管简介 (截至 2025 年 6 月末) | 5 |
| 表 2: | 轻重资产模式对比..... | 10 |
| 表 3: | 新城控股 2025 年新发债券情况..... | 15 |
| 表 4: | 新城控股盈利预测..... | 17 |
| 表 5: | 新城控股 NAV 估值敏感性分析 | 17 |

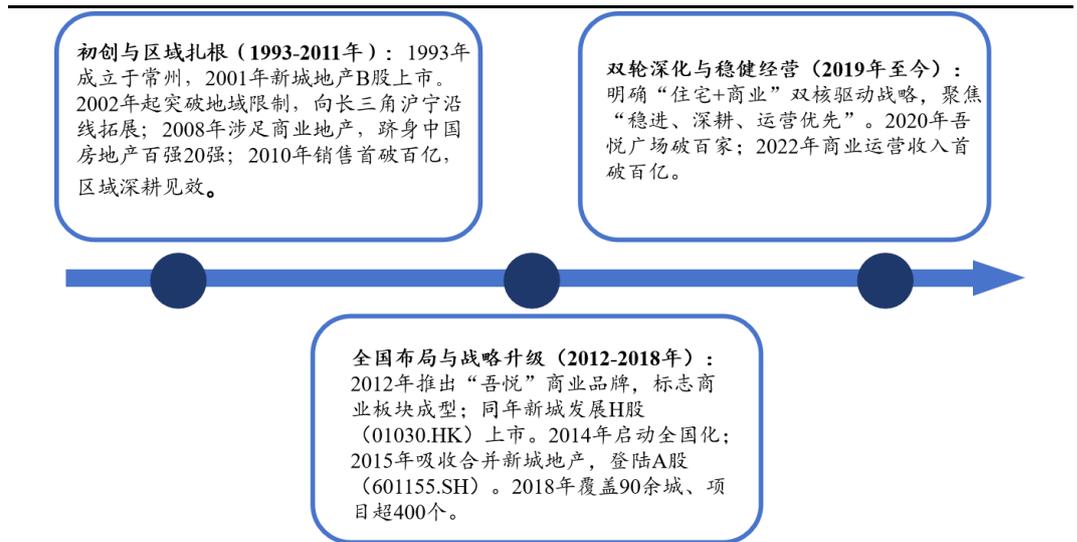
1. 双轮驱动战略持续推进，商业竞争力与财务稳健性巩固

新城控股集团股份有限公司作为国内综合性房地产企业，以“住宅+商业”双轮驱动战略构筑核心竞争力，成为行业调整期内稳健经营的标杆企业。

1.1. 发展历程和主要业务：双轮驱动模式，住宅开发与商业运营协同发展

公司发展历程可划分为三大关键阶段：初创与区域扎根（1993-2011年），全国布局与战略升级（2012-2018年），双轮深化与稳健经营（2019年至今）。

图1：新城控股发展历程



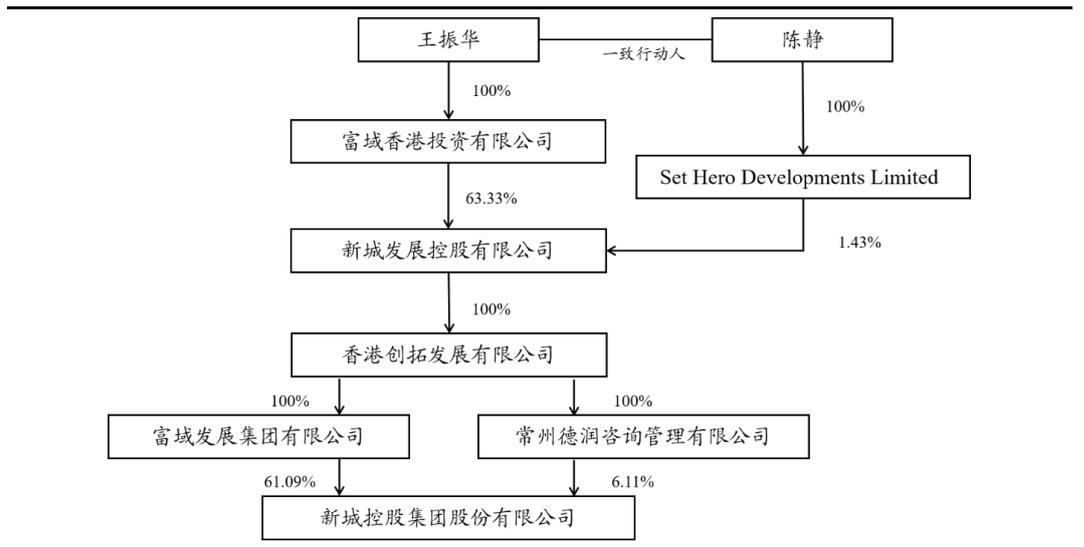
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

业务方面，公司坚持“商业运营+地产开发”双轮驱动战略，主营业务为商业综合体运营管理、房地产开发销售。商业运营业务以“吾悦广场”为核心，具备全链条运营能力，截至2025年上半年，全国开业吾悦广场已达到174座。房地产开发销售业务包括住宅地产开发业务和商业地产开发业务。住宅地产开发产品以“吾心住宅”产品体系为底盘，包括“乐居”“圆梦”“尊享”三大产品线。

1.2. 股权结构稳定且治理规范，管理层具备丰富行业经验

新城控股股权架构呈现高度集中且稳固的特征，实控人控制权清晰。公司实控人为王振华先生，截至2025年6月末，王振华通过富域香港投资有限公司持有新城发展（1030.HK）63.33%的股份，新城发展持有新城控股67.20%的股权，新城发展并表新城控股，主要收入来自新城控股，控制权链条清晰且稳定。截至2025年6月末，公司前十大股东累计持股比例达73.65%。

图2: 新城控股股权结构 (截至 2025 年 6 月末)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司通过治理结构优化与稳定的核心管理团队, 共同构建了穿越周期的稳健基础。公司核心团队平均从业超 10 年, 历经多轮周期考验, 其务实高效的风格为公司市场筑底期实现盈利修复与商业运营提质提供了关键支撑。

表1: 主要高管简介 (截至 2025 年 6 月末)

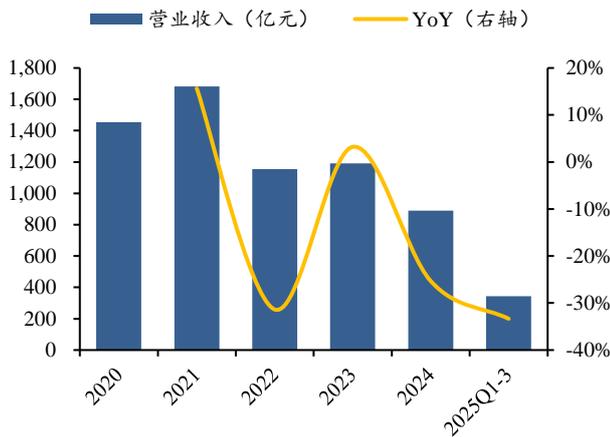
| 姓名 | 职务 | 任职时间 | 年龄 | 个人简介 |
|-----|-----------|------|----|---|
| 王晓松 | 董事长 总裁 | 2019 | 38 | 2009 年毕业于南京大学环境科学专业, 本科学历。曾任江苏新城常州公司工程部土建工程师、上海公司工程部助理经理、项目总经理, 新城控股集团股份有限公司董事、总裁等职务。现任新城控股集团股份有限公司董事长、总裁, 新城发展董事长、非执行董事, 新城悦非执行董事。 |
| 管有冬 | 财务负责人 | 2015 | 43 | 中欧国际工商学院工商管理硕士。曾任普华永道中天会计师事务所有限公司高级审计员, 江苏新城地产股份有限公司财务管理中心会计经理、助理总经理、财务负责人。现任新城控股集团股份有限公司高级副总裁兼财务负责人、董事。 |
| 李峰 | 董事会秘书 | 2024 | 45 | 北京大学经济学硕士学位及哈佛大学工商管理硕士学位 (MBA)。曾任波士顿咨询公司资深顾问, 康宁国际特种材料事业部商务总监, 新城控股集团股份有限公司战略规划中心总经理等职务。现任新城控股集团股份有限公司董事会秘书、董事会办公室主任兼资产管理部总经理。 |

数据来源: iFinD、公司公告, 东吴证券研究所

1.3. 商业运营成为盈利改善关键，带动整体毛利率回升

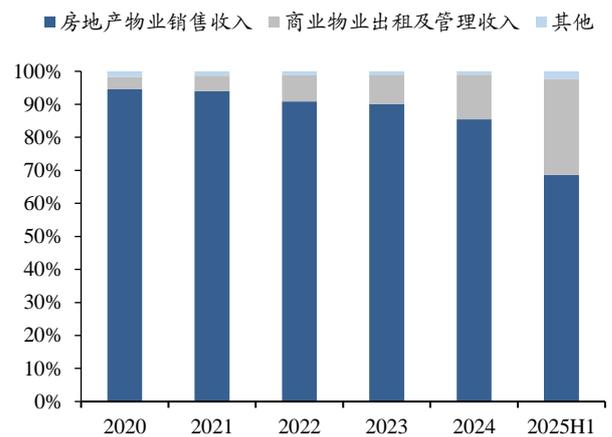
受开发业务影响，公司收入仍然承压。公司 2025 年前三季度营业收入为 343.71 亿元，同比下滑 33.34%。2025 年上半年，公司营业收入为 221.00 亿元，同比下滑 34.82%；其中，房地产开发销售收入 151.68 亿元，同比下滑 44.94%，物业出租及管理收入 64.23 亿元，同比增长 10.66%。

图3：新城控股营业收入及同比增长率



数据来源：iFinD、公司公告，东吴证券研究所

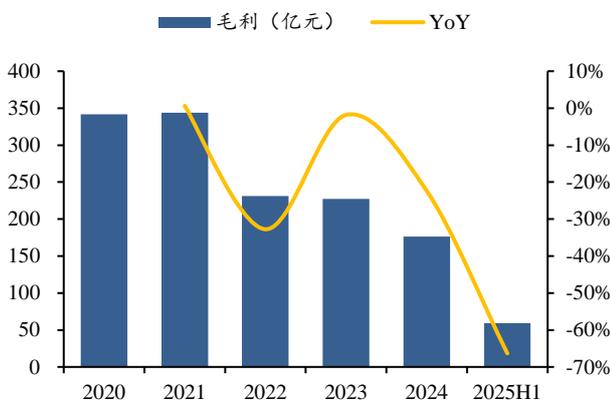
图4：新城控股营业收入构成



数据来源：iFinD、公司公告，东吴证券研究所

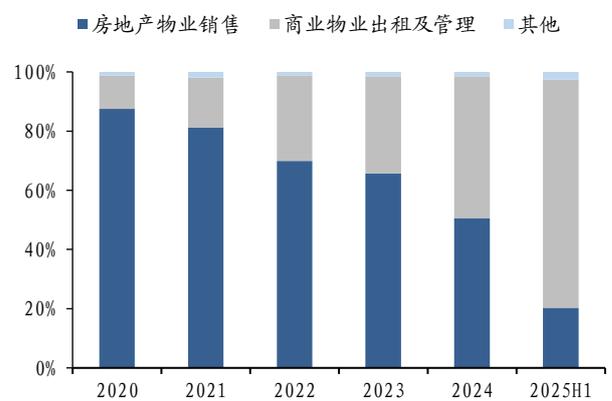
商业运营成为盈利改善关键，带动整体毛利率回升。公司 2025 年上半年毛利润为 59.34 亿元，房地产开发销售业务毛利润为 12.07 亿元，占比 20.34%；商业物业出租及管理业务毛利润为 45.73 亿元，占比 77.06%。毛利率方面，2025 年上半年公司整体毛利率为 26.85%，同比+5.25pct。分业务来看，2025 年上半年房地产开发销售业务毛利率为 7.96%，商业物业出租及管理业务毛利率为 71.20%。商业运营以高毛利率支撑公司盈利能力回升。

图5：新城控股毛利润及同比增长率



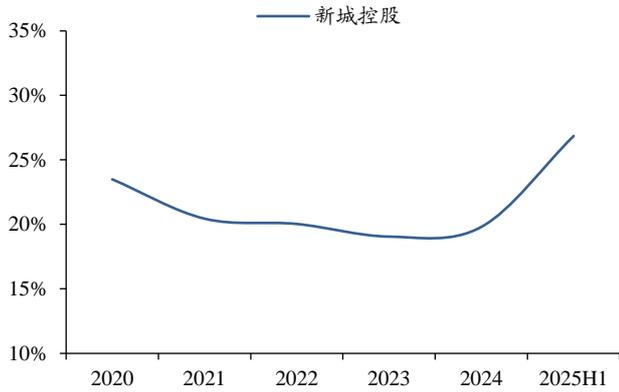
数据来源：iFinD、公司公告，东吴证券研究所

图6：新城控股毛利润分业务构成



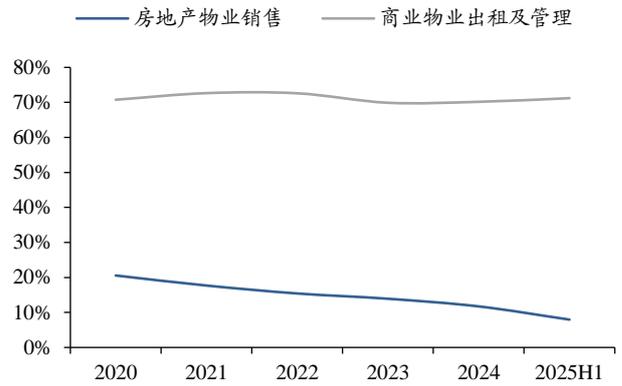
数据来源：iFinD、公司公告，东吴证券研究所

图7: 新城控股毛利率



数据来源: iFinD、公司公告, 东吴证券研究所

图8: 新城控股分业务毛利率



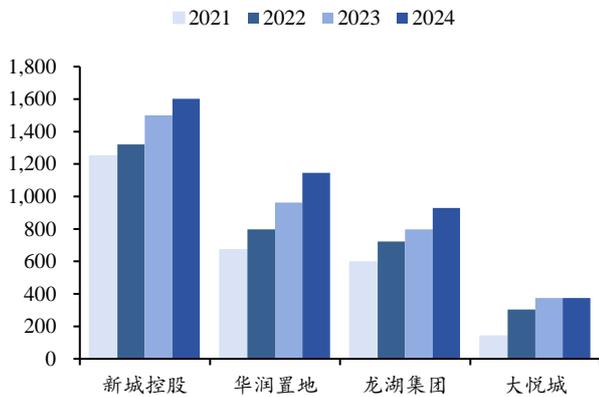
数据来源: iFinD、公司公告, 东吴证券研究所

2. 商业运营业务: 重轻资产协同, 盈利核心稳固

2.1. 推进全国化布局, 规模持续扩大

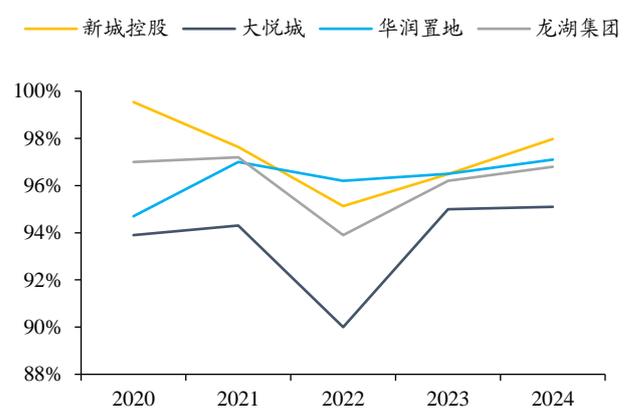
新城控股具有规模扩张与运营提效双重的优势。在开业规模上, 新城控股购物中心开业面积保持行业领先, 2024 年开业面积为 1601.07 万平方米, 持续推进全国化布局, 项目落地效率较高。在运营质量上, 新城控股出租率始终在 95% 以上, 尽管市场环境存在波动, 但其出租率维持在行业较高区间。

图9: 购物中心开业面积 (万平方米)



数据来源: iFinD、公司公告, 东吴证券研究所

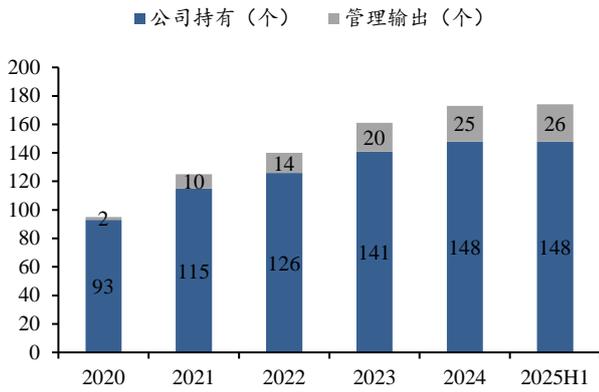
图10: 购物中心平均出租率对比



数据来源: iFinD、公司公告, 东吴证券研究所

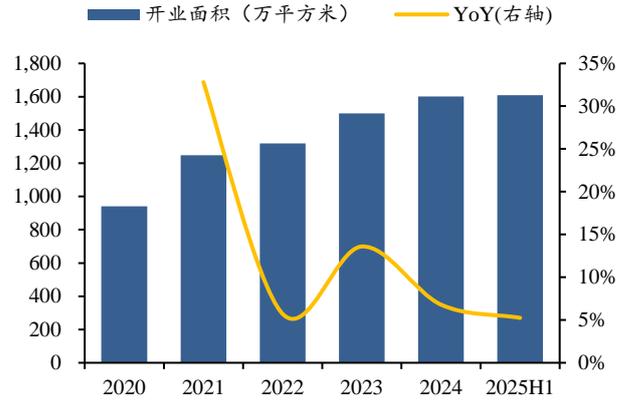
新城控股商业运营板块稳健增长。公司旗下吾悦广场秉持“规模领先、深度运营”的核心战略导向, 通过持续优化商业布局与提升运营效能驱动高质量发展。截至 2025 年上半年, 公司在全国 141 个城市布局 205 座吾悦广场, 已开业及委托管理在营数量达 174 座, 其中重资产 148 座, 轻资产 26 座, 开业面积达 1608 万平方米。

图11: 公司持有和管理输出的吾悦广场数量



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图12: 吾悦广场开业面积及同比增长率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

吾悦广场深耕长三角地区, 实现全国化布局。从布局的区域来看, 吾悦广场分布高度集中于东部沿海及中部核心省份, 截至 2025 年上半年, 公司开业及在建的 205 座商场中, 江苏省以 47 座领先, 其次为山东省 (22 座), 浙江省 (20 座)。吾悦广场商业版图覆盖 29 个省级行政区, 商业规模及影响力持续增大。

图13: 吾悦广场全国分布图

截至2025年6月末吾悦广场商业版图²



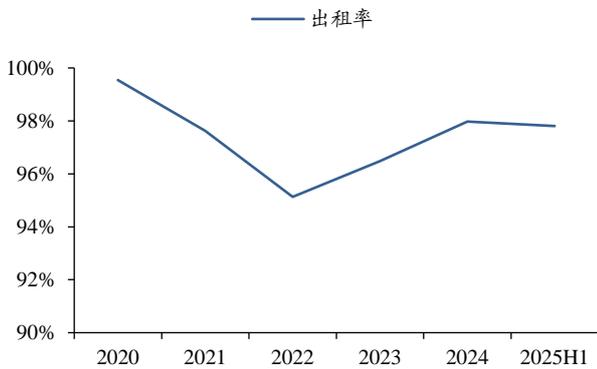
数据来源: 公司业绩展示材料, 东吴证券研究所

2.2. 租金收入与出租率稳健, 客流量恢复彰显运营韧性

新城控股租金收入保持稳定增长, 出租率持续高位运行。2025 年上半年, 吾悦广场实现租金收入 69 亿元, 同比增长 12%, 出租率维持在 97.8% 的高位水平。公司在商业板块具备强大的运营韧性与持续的租金议价能力, 同时在消费市场逐步回暖背景下, 公

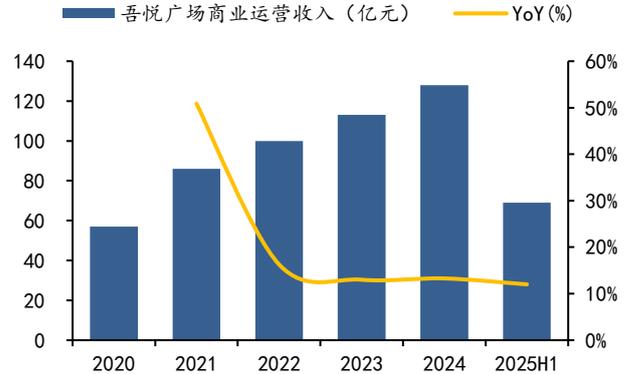
司持有型物业的价值或持续释放。

图14: 吾悦广场出租率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

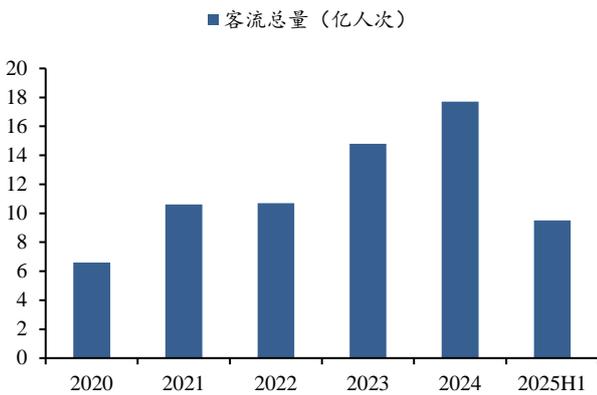
图15: 吾悦广场商业运营收入及同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

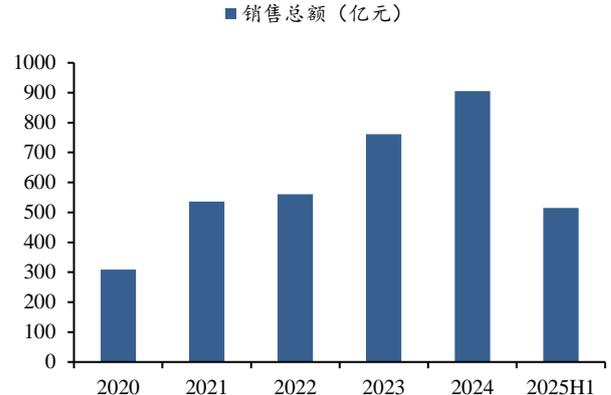
吾悦广场客流量加快增长, 精细化运营驱动客流质量与消费转化双升, 印证商业运营的长期韧性。2025年上半年, 吾悦广场客流总量达9.5亿人次, 同比+16.0%; 销售总额达515亿元, 同比+16.5%, 客流增长有效转化为销售额增长。

图16: 吾悦广场客流总量



数据来源: 公司业绩展示材料, 东吴证券研究所

图17: 吾悦广场销售总额

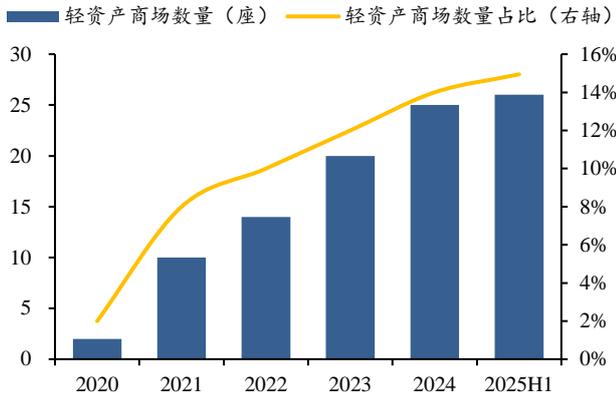


数据来源: 公司业绩展示材料, 东吴证券研究所

2.3. 采用轻重并举模式, 商管业务稳中求进

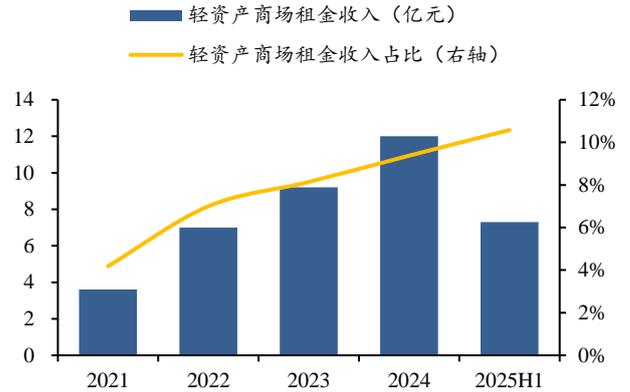
轻资产规模扩大, 租金收入占比上升。截止2025年上半年, 已开业的174座吾悦广场中有26座采用轻资产模式, 数量占比为15%, 占比持续上升。2025年上半年, 轻资产吾悦广场实现租金收入7.3亿元, 占总租金收入的11%, 收入占比稳步提升。轻资产作为公司扩大规模和增加营收的重要方式, 未来占比或将进一步增加。

图18: 轻资产吾悦广场数量及占比



数据来源: 公司公告、公司业绩展示材料, 东吴证券研究所

图19: 轻资产吾悦广场租金收入及占比



数据来源: 公司公告、公司业绩展示材料, 东吴证券研究所

新城控股以轻重并举模式构建差异化壁垒, 为商业运营打开新空间。在行业深度调整背景下, 吾悦广场通过重资产聚焦核心区位打造护城河, 轻资产以管理输出下沉扩张, 形成“以重养轻”的协同闭环。该模式以重资产现金流支持轻资产发展, 轻资产规模提升品牌溢价, 共同降低对债务融资的依赖, 转向运营驱动盈利。在当前信用收缩周期中, 此模式既守住资产安全边际, 又突破地域限制, 推动商业板块持续增长, 显著抬升成长天花板。

表2: 轻重资产模式对比

| | 重资产模式 | 轻资产模式 |
|------|--|---|
| 定位 | 核心资产持有者与价值创造者。聚焦核心城市优质地段, 通过自主开发运营构筑资产护城河, 贡献稳定租金及长期增值收益。 | 规模扩张抓手与品牌价值输出者。依托品牌与管理能力向低能级城市渗透, 以低资本投入快速扩大管理规模, 提升品牌溢价。 |
| 核心优势 | 收益确定性高, 成熟项目贡献稳定租金; 资产增值明确, 核心地段物业具长期保值属性; 全链条可控性强, 规划至运营全程自主主导品质。 | 资本占用极低, 无需承担土地成本; 扩张效率突出, 依托品牌溢价快速下沉市场; 现金流结构优化, 以管理费和分成模式为主。 |
| 潜在挑战 | 资金沉淀压力大, 长周期回报特性易受融资环境波动影响; 高杠杆依赖度在信用收缩期放大偿债压力。 | 品牌维护难度大, 合作方履约能力影响口碑; 收益弹性弱于重资产, 分成比例制约利润空间。 |

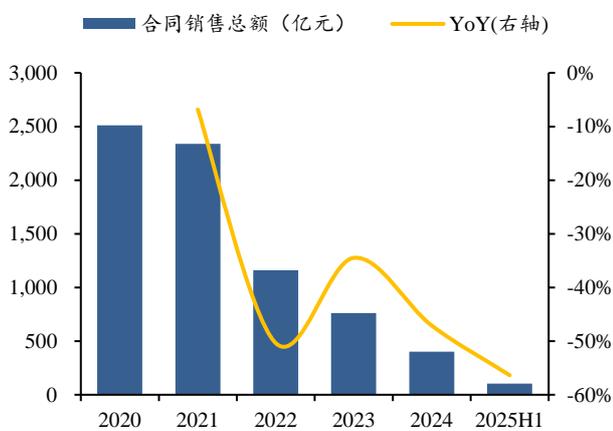
数据来源: 东吴证券研究所整理

3. 房地产开发销售业务：去化稳步推进，减值压力持续缓解

3.1. 销售规模持续收缩，销售均价保持韧性

新城控股合同销售金额规模持续收缩。从总量看，2025年上半年公司合同销售额为103亿元，同比下降56.4%；合同销售面积为134万平方米，同比下降58.90%。分区域看，以二线及三四线城市为主。2025年上半年公司合同销售额中长三角地区占比为33%，其次是中西部地区占比为29%，环渤海地区占比26%，大湾区占比11%；分城市能级看，一线城市占比5%，二线城市占比33%，长三角地区三四线城市占比26%，其他地区三四线城市占比36%。

图20：新城控股合同销售额



数据来源：公司业绩展示材料，东吴证券研究所

图21：新城控股合同销售面积



数据来源：公司业绩展示材料，东吴证券研究所

销售价格企稳回升，由以价换量转向保价保盈利。自2024年以来，公司销售价格止跌回升。面对复杂的市场环境，公司主动调整发展重心，从过去追求流速的“以价换量”模式，转向注重质量与效益的“保价保盈利”模式。2025年上半年，公司合同销售均价为10072元/平方米。

图22：新城控股合同销售均价

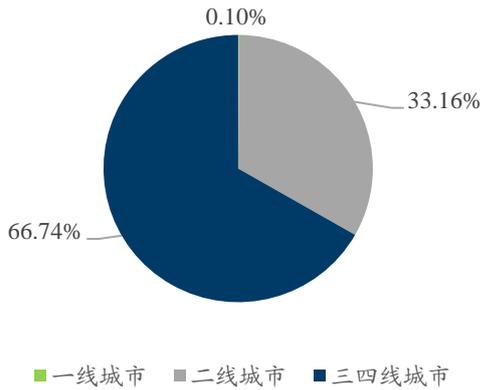


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 减值计提相对充分，夯实资产质量

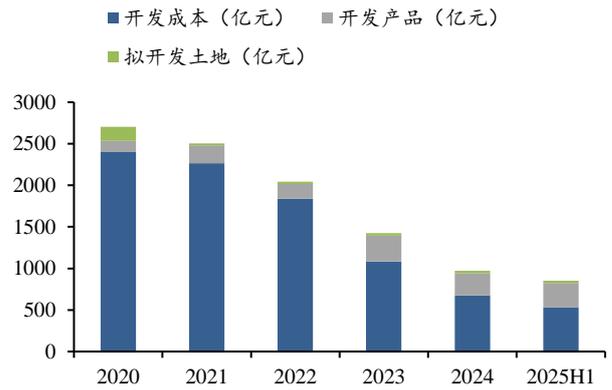
存货分布集中于二线及三四线城市。公司自 2021 年起停止拿地，按项目待售面积计算，截至 2025 年上半年，新城控股 66.74% 的存货在三四线城市，33.16% 在二线城市，0.10% 在一线城市，存货集中在三四线城市。从存货分类上看，截至 2025 年上半年，公司开发成本为 534.09 亿元，开发产品为 290.98 亿元，拟开发土地为 28.23 亿元。

图23: 新城控股存货面积区域分布



数据来源: iFinD、公司公告, 东吴证券研究所
注: 数据截至 2025 年 6 月末

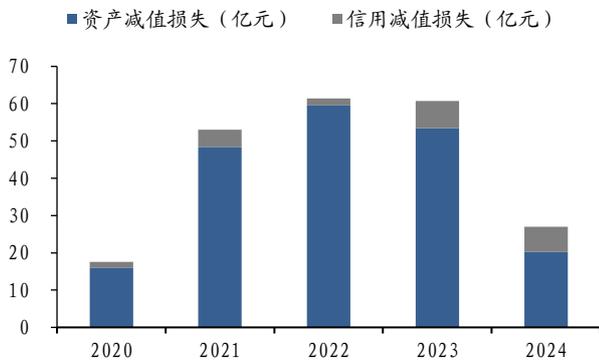
图24: 新城控股存货分类



数据来源: iFinD、公司公告, 东吴证券研究所
注: 数据截至 2025 年 6 月末

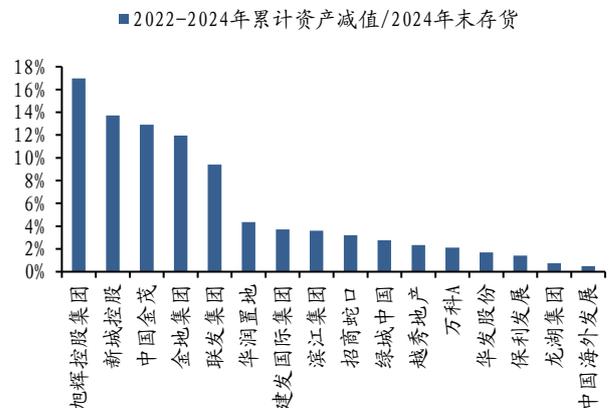
减值计提较为充分，资产质量可靠。2024 年，新城控股计提资产减值准备 20.18 亿元，信用减值损失 6.82 亿元。2022 年至 2024 年，公司累计计提资产减值损失 133.2 亿元，以 2024 年末存货计算，累计资产减值占存货账面价值的 13.7%。对比典型房企的存货减值计提，新城控股减值计提较为充分。

图25: 新城控股资产&信用减值准备



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图26: 典型房企资产减值占存货比例



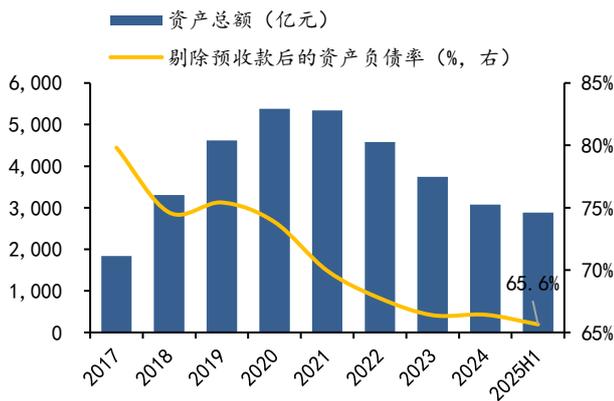
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. 财务分析：债务结构持续优化，优质资产保障现金流安全

4.1. 有息负债规模压降，杠杆水平持续下行

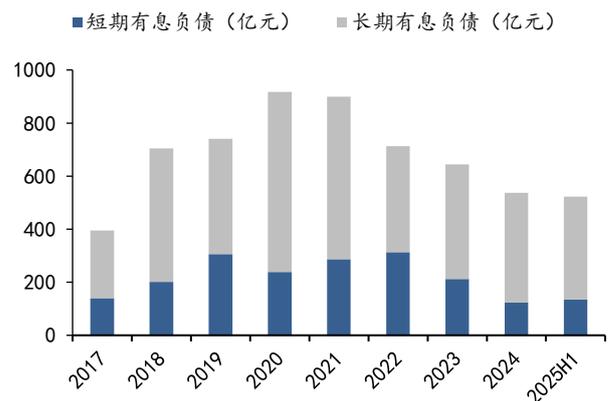
资产规模收缩背景下，杠杆水平持续下行。2017-2020年，公司资产规模快速扩张，资产总额由1835亿元提升至5378亿元，有息负债同步上升至917亿元。自2021年以来，在行业下行及主动收缩策略影响下，公司资产规模持续压降，至2025H1资产总额降至2883亿元，有息负债规模降至523亿元，剔除预收款后的资产负债率降至65.6%。从债务期限结构看，2022年后一年以内有息负债明显下降，由2022年的313亿元降至2024年的124亿元，长期有息负债占比相应抬升，期限结构较前期有所拉长。

图27：新城控股资产总额及资产负债率情况



数据来源：iFinD、公司公告，东吴证券研究所

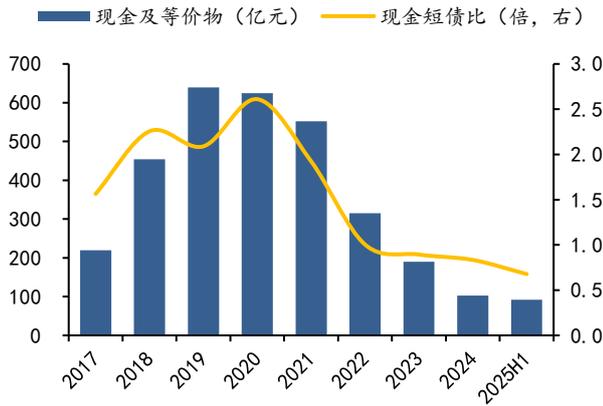
图28：新城控股有息负债结构



数据来源：iFinD、公司公告，东吴证券研究所

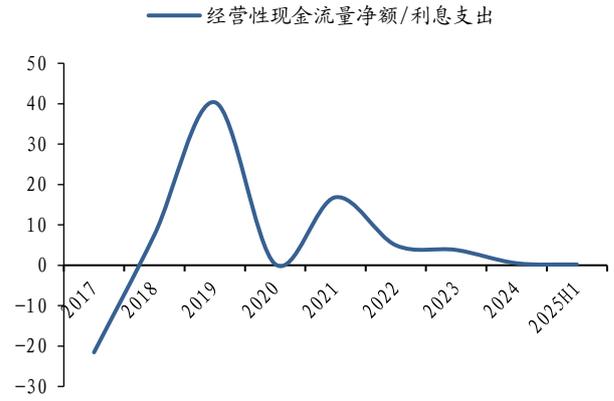
流动性持续走弱，但融资空间充足，现金流安全性可控。现金及等价物规模由2020年的624亿元降至2025H1的92亿元，现金短债比同步由2020年的2.61倍降至2025H1的0.68倍。从动态偿债能力看，经营性现金流对利息支出的覆盖倍数2021年后持续回落，2025H1降至0.19。公司融资空间充足，截至2025年上半年末，公司获银行给予的集团授信总额度为620亿元，已使用授信250亿元；此外，公司有约150亿元的投资性房地产尚未抵押融资，且现存的经营性物业贷抵押率仍有提升空间。

图29: 新城控股现金及等价物及现金短债比情况



数据来源: iFinD、公司公告, 东吴证券研究所

图30: 新城控股经营性现金流对利息支出的覆盖倍数

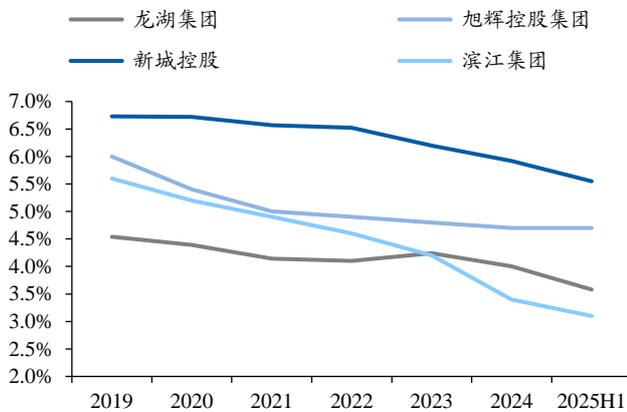


数据来源: iFinD、公司公告, 东吴证券研究所

4.2. 融资成本持续下行, 融资渠道保持畅通

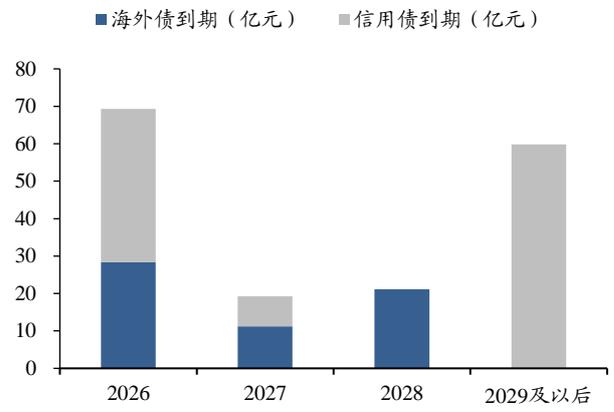
公司融资成本持续改善, 虽然高于同业, 但在房地产民企中仍然能自主融资。从融资成本看, 近年公司综合融资成本呈缓慢下行趋势, 由2019年的6.73%降至2025H1的5.55%, 但仍高于同业民营企业。从公开债到期结构看, 公司2026年公开债到期规模为69.3亿元(海外债28.4亿元, 信用债40.9亿元), 2027年、2028年到期规模较小。

图31: 新城控股融资成本与同业对比



数据来源: iFinD、公司公告, 东吴证券研究所

图32: 新城控股到期债务情况



数据来源: iFinD、公司公告, 东吴证券研究所

新城控股成功发行多项债券及ABS, 融资渠道畅通。2025年, 新城控股成功发行3项中期票据, 发行规模36.5亿元; 成立国金资管-吾悦广场持有型不动产资产支持专项计划, 发行规模6.16亿元。此外, 2025年10月2日, 新城控股境外子公司NEW METRO GLOBAL LIMITED完成在境外发行总额为1.60亿美元的无抵押固定利率债券。2026年3月6日, 公司商业不动产REITs项目(新城吾悦封闭式商业不动产证券投资基金)已获中国证券监督管理委员会、上海证券交易所受理。经中诚信国际信用评级委员会审定, 新城控股的主体信用等级为AAA, 评级展望为稳定, 有助于公司进行债券融资。

表3: 新城控股 2025 年新发债券情况

| 证券代码 | 证券简称 | 证券类别 | 发行日期 | 当前余额(亿元) |
|--------------|---------------------|-----------|------------|----------|
| 102501764.IB | 25 新城控股 MTN003 | 一般中期票据 | 2025-12-09 | 17.5000 |
| 267024.SH | 吾悦广场 | 证监会主管 ABS | 2025-11-27 | 6.1600 |
| MBNB.SG | 新城发展 11.88 20270930 | 海外债 | 2025-09-30 | 1.6000 |
| 102501623.IB | 25 新城控股 MTN002 | 一般中期票据 | 2025-09-25 | 9.0000 |
| 102501504.IB | 25 新城控股 MTN001 | 一般中期票据 | 2025-07-31 | 10.0000 |
| g25062601.SG | 新城发展 11.88 20280626 | 海外债 | 2025-06-26 | 3.0000 |
| 102401074.IB | 24 新城控股 MTN002 | 一般中期票据 | 2024-11-27 | 15.6000 |
| 102481972.IB | 24 新城控股 MTN001B | 一般中期票据 | 2024-05-17 | 5.6000 |
| 102481971.IB | 24 新城控股 MTN001A | 一般中期票据 | 2024-05-17 | 8.0000 |

数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

注: 数据统计截至 2025 年 3 月 14 日

4.3. 收支结构优化, 现金流风险可控

针对公司流动性风险, 我们进行以下测算:

经常性现金流入项:

1) **销售回款:** 截至 2025H1, 公司存货账面价值为 853 亿元, 剔除吾悦广场及未开工土地, 住宅相关存货账面价值约为 706 亿元。从区域分布来看, 二线城市存货占比 33%, 其余主要为三四线城市。以当年住宅销售金额占年初住宅存货的比例来看, 2022-2023 年约为 50%, 2024 年下降至 40%, 2025 年进一步下降至 23.3%。公司自 2021 年后基本无新增拿地, 在存量去化的过程中, 流速逐步下降进入长尾。我们测算, 乐观、中性、悲观情景下, 2026 年公司权益口径销售回款分别为 131 亿元、105 亿元、81 亿元。

2) **商业运营及租金:** 截至 2025 年末公司已开业商场个数为 178 个, 商场运营及租金收入约 141 亿元 (含税)。公司储备吾悦广场项目 29 座, 每年拓展约 10 座轻资产项目。我们测算, 乐观、中性、悲观情景下, 2026 年公司租金收入分别为 156 亿元、153 亿元、145 亿元。

经常性现金流出项目:

1) **建安&费用支出:** 公司自 2021 年后基本无新增拿地, 在建面积逐步下降, 2025H1 在建面积为 1748 万平方米, 建安支出为 107 亿元, 单位在建面积的建设支出约 1150 元/平方米。我们测算, 2026 年公司的建安支出约 164 亿元, 销管费用、薪酬费用等约 100 亿元。

2) **利息支出:** 公司有息负债规模逐步压降, 平均融资成本持续下行, 截至 2025H1, 有息负债共 523 亿元, 平均融资成本 5.55%。我们测算, 2026 年公司的利息支出约 27

亿元。

综上，假设公司债务保持借新还旧，不产生新增有息负债的情况下，我们测算，乐观情景、中性情景下，公司 2026 年的现金流净额分别为 37 亿元、5 亿元，结合公司目前的现金情况，风险可控；悲观情景下 2026 年的现金流净额为-33 亿元，现金压力较大。

经营性物业贷：截至 2025 年上半年末，公司约 20 座吾悦广场未进行经营性物业贷抵押，账面价值约 150 亿元，且现存的经营性物业贷抵押率仍有提升空间。

整体来看，中性估计下，公司在不新增负债的情况下流动性风险基本可控，在悲观估计下，仍可通过经营性物业贷等方式获得资金补充。

5. 盈利预测与投资评级

盈利预测：

1) 商业物业出租及管理：截至 2025 年上半年，公司布局 205 座吾悦广场，已开业数量达 174 座，在营购物中心出租率与销售额持续向好。同时，随着储备项目陆续落地，商管业务营收有望保持稳健增长。我们预计 2025-2027 年公司物业出租及管理收入分别为 132.32/143.57/152.18 亿元，同比增速分别为 10.0%/8.5%/6.0%；毛利率分别为 70.4%/70.6%/70.8%。

2) 房地产物业销售：公司销售规模持续下降，2021 年后未再拿地，开发业务以存量去化为主。考虑到公司存货的分布情况，在当下市场环境中，项目流速与利润率或仍有压力。我们预计 2025-2027 年公司房地产开发销售收入 266.14/133.07/86.50 亿元，同比增速分别为-65.0%/-50.0%/-35.0%；毛利率分别为 8.4%/7.0%/6.0%。

综上，我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 406.82/284.33/245.98 亿元，同比增速分别为-54.3%/-30.1%/-13.5%；毛利率分别为 29.0%/39.7%/46.8%。分业务来看，我们预计公司来自商业物业出租及管理业务的毛利占比持续提升，2025-2027 年毛利占比分别为 78.9%/89.7%/93.6%

表4: 新城控股盈利预测

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|----------|----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (亿元) | 1,154.57 | 1,191.74 | 889.99 | 406.82 | 284.33 | 245.98 |
| yoy | -31.4% | 3.2% | -25.3% | -54.3% | -30.1% | -13.5% |
| 房地产业务销售收入 | 1,048.83 | 1,073.36 | 760.41 | 266.14 | 133.07 | 86.50 |
| yoy | -33.7% | 2.3% | -29.2% | -65.0% | -50.0% | -35.0% |
| 商业物业出租及管理收入 | 92.24 | 106.31 | 120.29 | 132.32 | 143.57 | 152.18 |
| yoy | 15.7% | 15.3% | 13.1% | 10.0% | 8.5% | 6.0% |
| 其他业务 | 13.50 | 12.07 | 9.28 | 8.36 | 7.69 | 7.30 |
| yoy | -37.0% | -10.6% | -23.1% | -10.0% | -8.0% | -5.0% |
| 毛利率 | 20.0% | 19.1% | 19.8% | 29.0% | 39.7% | 46.8% |
| 房地产业务销售收入 | 15.4% | 13.9% | 11.7% | 8.4% | 7.0% | 6.0% |
| 商业物业出租及管理收入 | 72.6% | 69.9% | 70.2% | 70.4% | 70.6% | 70.8% |
| 其他业务 | 19.3% | 28.2% | 29.2% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| 毛利 (亿元) | 231.31 | 227.07 | 176.25 | 118.02 | 112.98 | 115.13 |
| yoy | -32.8% | -1.8% | -22.4% | -33.0% | -4.3% | 1.9% |
| 房地产业务销售收入 | 161.73 | 149.35 | 89.14 | 22.36 | 9.32 | 5.19 |
| yoy | -42.1% | -7.7% | -40.3% | -74.9% | -58.3% | -44.3% |
| 商业物业出租及管理收入 | 66.96 | 74.31 | 84.40 | 93.15 | 101.36 | 107.74 |
| yoy | 15.7% | 11.0% | 13.6% | 10.4% | 8.8% | 6.3% |
| 其他业务 | 2.61 | 3.41 | 2.71 | 2.51 | 2.31 | 2.19 |
| yoy | -59.9% | 30.6% | -20.5% | -7.4% | -8.0% | -5.0% |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

估值与投资建议:

考虑到公司以商业地产持有运营及房地产开发为主, 资产属性较强, 我们采用 NAV 法进行估值。考虑到公司持有商业地产主要在二三线城市, 假设 Cap rate 的范围为 5%-7%, 对应商业地产价值在 1128 至 1579 亿元; 公司开发业务存货主要分布在三四线城市, 我们基于审慎的销售价格假设测算, 开发业务价值在-243 至-107 亿元。以 2025H1 的负债及权益比例计算, 公司的 NAV 价值在 340-810 亿元, 中性情景下为 545 亿元。以 2026 年 3 月 13 日股价计算, 较中性情景 NAV 折价约 38%。

表5: 新城控股 NAV 估值敏感性分析

| 单位: 亿元 | Cap Rate | | | | |
|--------|----------|------|------|-----|------|
| | 5.0% | 5.5% | 6.0% | 7% | 7.0% |
| 0% | 810 | 695 | 599 | 518 | 449 |
| 销售 | | | | | |
| -4% | 783 | 668 | 572 | 491 | 422 |
| -8% | 755 | 640 | 545 | 464 | 394 |
| -12% | 728 | 613 | 517 | 436 | 367 |
| -16% | 701 | 586 | 490 | 409 | 340 |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

随着公司营收和盈利结构逐步由住宅开发转向稳定收入且毛利较高的商业出租及管理业务，公司盈利有望保持稳健增长。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 8.85/11.45/14.67 亿元，同比增速分别为 17.6%/29.5%/28.0%，对应现价 PE 分别为 38.2/29.5/23.0 倍。考虑到公司在商业运营领域的经验积累、持续的业绩增长以及在区域型商业中心的竞争优势，维持“买入”评级。

6. 风险提示

宏观经济不及预期风险。若宏观经济修复节奏放缓，可能对居民收入预期及整体市场需求造成压力，进而影响公司业务的整体增长环境与项目投资回报。

销售回款不及预期风险。公司业务的可持续运营与资金周转高度依赖稳定的销售回款，若回款周期延长或回款比例低于预期，可能对公司现金流及后续项目投入带来不利影响。

商业出租率与租金收入不及预期风险。若商业项目出租率提升缓慢或租金水平承压，将直接影响公司商业板块的收入稳定性与盈利能力，进而影响整体业绩表现。

新城控股三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 流动资产 | 152,678 | 127,086 | 107,936 | 90,303 | 营业总收入 | 88,999 | 40,682 | 28,433 | 24,598 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 10,322 | 13,354 | 13,377 | 13,381 | 营业成本(含金融类) | 71,373 | 28,880 | 17,135 | 13,086 |
| 经营性应收款项 | 3,362 | 3,122 | 2,865 | 2,905 | 税金及附加 | 2,313 | 1,627 | 1,422 | 1,279 |
| 存货 | 97,008 | 70,701 | 54,416 | 40,419 | 销售费用 | 3,965 | 2,034 | 1,791 | 1,525 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 2,758 | 2,360 | 2,132 | 1,869 |
| 其他流动资产 | 41,987 | 39,908 | 37,279 | 33,598 | 研发费用 | 7 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 154,514 | 154,974 | 155,350 | 155,642 | 财务费用 | 3,311 | 2,903 | 2,703 | 2,650 |
| 长期股权投资 | 20,991 | 19,991 | 18,991 | 17,991 | 加:其他收益 | 10 | 20 | 20 | 20 |
| 固定资产及使用权资产 | 3,389 | 3,770 | 4,075 | 4,297 | 投资净收益 | 320 | 300 | 200 | 150 |
| 在建工程 | 1,376 | 1,476 | 1,576 | 1,676 | 公允价值变动 | 71 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 1,045 | 1,006 | 967 | 928 | 减值损失 | (2,700) | (1,800) | (1,350) | (550) |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产处置收益 | (1) | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 110 | 144 | 155 | 165 | 营业利润 | 2,972 | 1,397 | 2,119 | 3,809 |
| 其他非流动资产 | 127,603 | 128,585 | 129,585 | 130,585 | 营业外净收支 | (65) | 50 | 50 | 50 |
| 资产总计 | 307,193 | 282,060 | 263,286 | 245,945 | 利润总额 | 2,906 | 1,447 | 2,169 | 3,859 |
| 流动负债 | 167,745 | 139,536 | 117,899 | 97,344 | 减:所得税 | 2,186 | 536 | 976 | 2,316 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 12,443 | 15,101 | 15,351 | 15,351 | 净利润 | 720 | 912 | 1,193 | 1,544 |
| 经营性应付款项 | 46,666 | 42,169 | 37,322 | 28,363 | 减:少数股东损益 | (32) | 27 | 48 | 77 |
| 合同负债 | 55,309 | 40,682 | 28,433 | 19,679 | 归属母公司净利润 | 752 | 885 | 1,145 | 1,467 |
| 其他流动负债 | 53,328 | 41,584 | 36,794 | 33,951 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.33 | 0.39 | 0.51 | 0.65 |
| 非流动负债 | 56,775 | 56,487 | 58,157 | 59,827 | EBIT | 6,276 | 4,351 | 4,873 | 6,509 |
| 长期借款 | 31,757 | 29,757 | 30,957 | 32,157 | EBITDA | 6,608 | 4,592 | 5,187 | 6,901 |
| 应付债券 | 9,904 | 10,904 | 11,404 | 11,904 | 毛利率(%) | 19.80 | 29.01 | 39.74 | 46.80 |
| 租赁负债 | 1,225 | 1,175 | 1,145 | 1,115 | 归母净利率(%) | 0.85 | 2.17 | 4.03 | 5.96 |
| 其他非流动负债 | 13,888 | 14,651 | 14,651 | 14,651 | 收入增长率(%) | (25.32) | (54.29) | (30.11) | (13.49) |
| 负债合计 | 224,520 | 196,023 | 176,057 | 157,172 | 归母净利润增长率(%) | 2.07 | 17.56 | 29.51 | 28.03 |
| 归属母公司股东权益 | 60,869 | 64,205 | 65,350 | 66,817 | | | | | |
| 少数股东权益 | 21,804 | 21,831 | 21,879 | 21,956 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 82,673 | 86,036 | 87,229 | 88,773 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 307,193 | 282,060 | 263,286 | 245,945 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|---------|---------|---------|---------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 经营活动现金流 | 1,512 | 1,083 | 979 | 1,201 | 每股净资产(元) | 26.99 | 28.46 | 28.97 | 29.62 |
| 投资活动现金流 | 1,350 | (368) | (440) | (484) | 最新发行在外股份(百万股) | 2,256 | 2,256 | 2,256 | 2,256 |
| 筹资活动现金流 | (9,088) | (133) | (516) | (713) | ROIC(%) | 1.10 | 1.95 | 1.85 | 1.76 |
| 现金净增加额 | (6,226) | 583 | 22 | 4 | ROE-摊薄(%) | 1.24 | 1.38 | 1.75 | 2.19 |
| 折旧和摊销 | 332 | 241 | 314 | 392 | 资产负债率(%) | 73.09 | 69.50 | 66.87 | 63.91 |
| 资本开支 | (1,902) | (634) | (630) | (624) | P/E(现价&最新股本摊薄) | 44.88 | 38.18 | 29.48 | 23.02 |
| 营运资本变动 | (4,999) | (4,043) | (4,065) | (3,467) | P/B(现价) | 0.55 | 0.53 | 0.52 | 0.51 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>