

新城控股 (601155)

2025 年年报点评: 减值压力持续缓解, 商管支撑盈利韧性

买入 (维持)

2026 年 03 月 31 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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	88,999	53,012	35,899	29,248	28,690
同比 (%)	(25.32)	(40.44)	(32.28)	(18.53)	(1.91)
归母净利润 (百万元)	752.39	680.11	756.60	926.02	1,073.72
同比 (%)	2.07	(9.61)	11.25	22.39	15.95
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.33	0.30	0.34	0.41	0.48
P/E (现价&最新摊薄)	42.33	46.83	42.10	34.39	29.66

投资要点

- **事件:** 3月27日公司发布2025年年度报告,2025年实现营业收入530.12亿元,同比-40.4%;实现归母净利润6.80亿元,同比-9.6%。
- **收入承压盈利结构改善,利润韧性逐步显现:** 2025年,公司收入端承压,主要受开发业务结转规模下滑影响;但归母净利润降幅相对有限,主要系商业收入占比提升带动综合毛利率升至27.4%,同比+7.6pct,同时信用减值及资产减值损失分别同比减少1.81亿元和8.67亿元,叠加少数股东损益亏损扩大,对归母利润形成一定支撑。
- **销售结转持续调整,毛利修复回款向好:** 2025年公司开发业务实现营业收入390.04亿元,同比-48.7%,毛利率13.0%,同比+1.3pct,结算盈利能力边际修复。销售端仍处调整阶段,2025年全口径销售金额192.70亿元,同比-52.0%,资金回笼保持韧性,全口径资金回笼率为110.4%。截至2025年末,公司存货账面价值710.50亿元,同比-26.8%,存货去化稳步推进。
- **商管规模稳步扩张,经营指标保持稳健:** 2025年公司物业出租及管理收入130.36亿元,同比+8.4%,毛利率69.8%,同比-0.40pct,商业板块保持较强盈利韧性。截至2025年末,公司已布局207座吾悦广场,其中178座开业在营,开业面积1649万平方米,出租率97.86%;全年客流量20亿人次,同比+13.3%,商场销售额(不含车)970亿元,同比+7.2%,核心经营指标保持稳健,商业板块继续发挥公司业绩与现金流“稳定器”作用。
- **杠杆水平延续回落,融资成本持续优化:** 截至2025年末,公司资产负债率为70.8%,同比-2.3pct;有息负债509.74亿元,同比-5.0%;平均融资成本5.44%,同比下降48BP,杠杆与融资成本均延续改善。融资端,截至2025年末银行授信总额629亿元,已使用241亿元,2025年公司及母公司累计发行5.1亿美元债,新增经营性物业贷及其他融资125亿元,融资渠道整体保持畅通,同时推进REITS等多元化融资工具落地。2025年经营活动现金流净额14.25亿元,连续8年为正。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到公司销售端仍在调整,开发业务结转规模下滑压力延续,我们下调盈利预测,预计2026~2027年归母净利润分别为7.57/9.26亿元(原值为11.45/14.67亿元),新增2028年预测值为10.74亿元,对应PE为42.1/34.4/29.7倍。鉴于公司商业运营基本盘稳固,租金收入持续增长,减值压力逐步减小,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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.48
一年最低/最高价	11.21/18.35
市净率(倍)	0.53
流通A股市值(百万元)	32,661.42
总市值(百万元)	32,661.42

基础数据

每股净资产(元,LF)	27.31
资产负债率(%,LF)	70.81
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): 双轮驱动战略笃行,商业竞争力与财务稳健性巩固》
2026-03-16
- 《新城控股(601155): 2024 年报点评: 减值下降促利润企稳,商管稳健助穿越周期》
2025-04-01

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)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	112,273	86,625	66,185	52,174	营业总收入	53,012	35,899	29,248	28,690
货币资金及交易性金融资产	6,834	5,840	5,340	7,013	营业成本(含金融类)	38,478	23,322	17,055	16,097
经营性应收款项	2,451	2,094	1,616	1,658	税金及附加	2,989	2,190	1,930	1,894
存货	71,050	51,676	35,653	22,893	销售费用	1,844	1,328	1,228	1,148
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,613	2,369	2,106	2,037
其他流动资产	31,938	27,015	23,575	20,609	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	153,370	153,090	153,331	153,590	财务费用	3,248	2,907	2,823	2,674
长期股权投资	19,747	18,747	17,747	16,747	加:其他收益	18	20	20	20
固定资产及使用权资产	4,408	4,154	3,920	3,700	投资净收益	(190)	(150)	(75)	(50)
在建工程	1,181	1,231	1,281	1,331	公允价值变动	146	0	0	0
无形资产	893	811	732	655	减值损失	(1,652)	(1,200)	(750)	(550)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(1)	0	0	0
长期待摊费用	110	105	100	95	营业利润	2,161	2,452	3,299	4,261
其他非流动资产	127,032	128,042	129,552	131,062	营业外净收支	(87)	(50)	(50)	(50)
资产总计	265,643	239,715	219,516	205,763	利润总额	2,075	2,402	3,249	4,211
流动负债	132,321	105,798	84,924	71,708	减:所得税	1,631	1,681	2,274	2,947
短期借款及一年内到期的非流动负债	13,392	13,442	13,492	13,542	净利润	444	721	975	1,263
经营性应付款项	38,035	32,714	23,239	20,047	减:少数股东损益	(236)	(36)	49	189
合同负债	31,322	17,950	10,237	4,303	归属母公司净利润	680	757	926	1,074
其他流动负债	49,573	41,693	37,957	33,817	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.30	0.34	0.41	0.48
非流动负债	55,791	55,991	55,691	53,891	EBIT	5,454	5,309	6,073	6,884
长期借款	30,285	31,285	31,285	30,285	EBITDA	5,791	5,680	6,471	7,316
应付债券	7,941	6,941	6,441	5,441	毛利率(%)	27.42	35.03	41.69	43.89
租赁负债	2,443	2,643	2,843	3,043	归母净利率(%)	1.28	2.11	3.17	3.74
其他非流动负债	15,122	15,122	15,122	15,122	收入增长率(%)	(40.44)	(32.28)	(18.53)	(1.91)
负债合计	188,112	161,789	140,615	125,599	归母净利润增长率(%)	(9.61)	11.25	22.39	15.95
归属母公司股东权益	61,598	62,029	62,955	64,028					
少数股东权益	15,933	15,897	15,946	16,136					
所有者权益合计	77,531	77,926	78,901	80,164					
负债和股东权益	265,643	239,715	219,516	205,763					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,425	1,948	2,996	6,540	每股净资产(元)	27.31	27.50	27.91	28.39
投资活动现金流	1,079	(290)	(765)	(790)	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	(4,622)	(2,326)	(2,732)	(4,077)	ROIC(%)	0.87	1.21	1.37	1.56
现金净增加额	(2,118)	(668)	(500)	1,673	ROE-摊薄(%)	1.10	1.22	1.47	1.68
折旧和摊销	337	371	399	431	资产负债率(%)	70.81	67.49	64.06	61.04
资本开支	(288)	(100)	(150)	(200)	P/E(现价&最新股本摊薄)	46.83	42.10	34.39	29.66
营运资本变动	(4,513)	(3,119)	(1,734)	1,869	P/B(现价)	0.52	0.51	0.51	0.50

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>