

公司研究

商业运营稳定发展，融资渠道趋向多元

——新城控股（601155.SH）动态跟踪

要点

事件：公司发布 2026 年 3 月份及第一季度经营简报。

1、2026 年 3 月公司商业运营总收入 12.0 亿元（同比增长 3.2%），1-3 月累计商业运营收入 35.5 亿元（同比增长 2.8%）。

2、2026 年 3 月公司实现合同销售金额 10.8 亿元（同比下降 49.3%），1-3 月累计实现合同销售金额 30.2 亿元（同比下降 40.9%）。

点评：商业运营稳定发展，地产销售持续缩量，融资渠道趋向多元。

商业经营稳定发展：截至 2025 年末，公司在全国 141 个城市布局 207 座吾悦广场，已开业在营数量 178 座，开业面积 1649 万平方米，出租率 97.86%，会员人数 5497 万人（同比增长 25.82%）；2025 年吾悦广场客流总量超 20 亿人次（同比增长 13.3%），总销售额 970 亿元（同比增长 7.2%，不含车辆销售），商业运营总收入 140.9 亿元（同比增长 10.0%）；2026 年一季度，公司商业运营收入 35.5 亿元（同比增长 2.8%）。公司积极把握提振消费政策机遇，吾悦广场品牌知名度提升明显，在房地产行业下行期提供了稳定现金流。

地产销售持续缩量：2025 年，公司实现全口径销售金额 192.7 亿元（同比下降 52.0%），实现全口径销售面积 253.6 万平方米（同比下降 52.9%）；2026 年一季度，公司实现合同销售金额 30.2 亿元（同比下降 40.9%），实现合同销售面积 52.7 万平方米（同比下降 20.0%）；2025 年地产开发板块营业收入为 390.0 亿元（同比下降 48.7%），占总营收的比例下降至 73.6%（2024 年为 85.4%）；地产开发板块毛利率约为 13.0%，毛利约为 50.8 亿元，占总毛利的比例下降至 35.0%（2024 年为 50.6%）。

融资渠道趋向多元：公司发挥多渠道融资能力，在 2025 年 6 月/9 月发行了两笔美元债共计 4.6 亿美元；8 月/9 月/12 月发行了三笔中期票据（中债增全额担保）共计 36.5 亿元人民币，票面利率分别为 2.68%/3.29%/4.00%；2025 年 11 月以 6.16 亿元发行了 25 年期的首单机构间 REITs。截至 2025 年末公司总有息负债降至 510 亿元人民币，融资成本逐年下降，2025 年末降至 5.44%（2023/2024 年分别为 6.20%/5.92%）。

盈利预测、估值与评级：考虑当前房地产行业仍处于磨底阶段，城市分化和区域分化持续加深，部分城市项目仍有计提减值的可能性，我们下调 2026/2027 年归母净利润预测为 7.8/8.9 亿元（原预测为 9.7/14.9 亿元），新增 2028 年归母净利润预测为 10.5 亿元，当前股价对应 PE 分别为 40、35、30 倍。公司商业运营稳定发展，融资渠道趋向多元，融资成本持续下降，维持“增持”评级。

风险提示：商业经营不及预期、部分三四线房地产市场下行超预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	88,999	53,012	41,946	36,934	35,063
营业收入增长率	-25.32%	-40.44%	-20.87%	-11.95%	-5.07%
归母净利润（百万元）	752	680	781	887	1,047
归母净利润增长率	2.07%	-9.61%	14.82%	13.60%	18.01%
EPS（元）	0.33	0.30	0.35	0.39	0.46
ROE（归属母公司）（摊薄）	1.24%	1.10%	1.25%	1.40%	1.63%
P/E	42	46	40	35	30
P/B	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-13

增持（维持）

当前价：13.89 元

作者

分析师：何缅甸

执业证书编号：S0930518060006

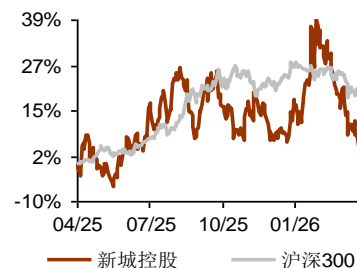
021-52523801

hemianan@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	22.56
总市值(亿元):	313.31
一年最低/最高(元):	12.14/18.35
近 3 月换手率:	47.81%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.72	-2.84	-14.40
绝对	-7.21	-5.25	9.20

资料来源：Wind

相关研报

商业经营保持稳健，在手现金相对紧张——新城控股（601155.SH）动态跟踪（2025-05-20）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	88,999	53,012	41,946	36,934	35,063
营业成本	71,373	38,478	28,517	23,933	22,154
折旧和摊销	333	282	315	335	350
税金及附加	2,313	2,989	2,601	2,512	2,384
销售费用	3,965	1,844	1,678	1,662	1,578
管理费用	2,758	2,613	2,307	2,216	2,104
资产减值损失	-2,018	-1,151	-600	-600	-600
财务费用	3,311	3,248	3,146	3,139	3,015
投资收益	320	-190	-164	-108	-36
营业利润	2,972	2,161	2,648	2,627	2,904
利润总额	2,906	2,075	2,648	2,627	2,904
所得税	2,186	1,631	1,817	1,540	1,557
净利润	720	444	831	1,087	1,347
少数股东损益	-32	-236	50	200	300
归属母公司净利润	752	680	781	887	1,047
EPS(元)	0.33	0.30	0.35	0.39	0.46

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,512	1,425	2,843	6,084	4,967
净利润	752	680	781	887	1,047
折旧摊销	333	282	315	335	350
净营运资金增加	-1,281	-5,942	-352	-2,570	-404
其他	1,707	6,405	2,100	7,431	3,973
投资活动产生现金流	1,350	1,079	-1,293	-1,215	-1,692
净资本支出	-1,902	-288	-80	-80	-80
长期投资变化	3,147	1,245	98	49	20
其他资产变化	106	122	-1,311	-1,184	-1,632
融资活动现金流	-9,088	-4,622	-2,062	-4,032	-2,821
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-2,779	-2,486	703	-1,291	-224
无息负债变化	-60,406	-33,922	-23,993	-10,450	-3,881
净现金流	-6,226	-2,118	-512	836	453

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	19.8%	27.4%	32.0%	35.2%	36.8%
EBITDA 率	12.0%	15.9%	18.5%	20.5%	22.3%
EBIT 率	11.7%	15.6%	17.8%	19.6%	21.3%
税前净利润率	3.3%	3.9%	6.3%	7.1%	8.3%
归母净利润率	0.8%	1.3%	1.9%	2.4%	3.0%
ROA	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%	0.6%
ROE (摊薄)	1.2%	1.1%	1.3%	1.4%	1.6%
经营性 ROIC	-100.2%	-16.2%	-20.5%	-20.8%	-22.8%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	73%	71%	68%	66%	65%
流动比率	0.91	0.85	0.81	0.79	0.78
速动比率	0.33	0.31	0.32	0.35	0.37
归母权益/有息债务	1.13	1.19	1.19	1.24	1.27
有形资产/有息债务	5.54	5.01	4.52	4.44	4.41

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	307,193	265,643	243,185	232,531	229,773
货币资金	10,296	6,803	6,292	7,128	7,582
交易性金融资产	26	31	31	31	31
应收账款	567	504	437	420	433
应收票据	0	6	5	4	4
其他应收款 (合计)	32,720	25,861	21,523	20,086	20,431
存货	97,008	71,050	53,543	42,858	38,344
其他流动资产	9,267	6,076	4,970	4,469	4,281
流动资产合计	152,678	112,273	88,410	76,490	72,622
其他非流动金融资产	50	121	121	121	121
长期股权投资	20,991	19,747	19,648	19,599	19,580
固定资产	2,222	1,893	1,942	1,979	2,004
在建工程	1,376	1,181	1,117	1,059	1,007
无形资产	1,045	893	828	768	710
使用权资产	1,167	2,515	3,199	3,659	3,904
投资性房地产	121,429	121,069	122,280	123,502	124,738
非流动资产合计	154,514	153,370	154,776	156,040	157,151
总负债	224,520	188,112	164,823	153,081	148,976
短期借款	364	124	1,062	0	0
应付账款	45,268	36,107	29,041	26,288	24,333
应付票据	422	703	521	437	405
预收账款及合同负债	56,285	32,547	27,934	25,409	24,507
其他流动负债	4,712	2,710	2,710	2,710	2,710
流动负债合计	167,745	132,321	108,865	97,136	93,213
长期借款	31,757	30,285	30,285	30,285	30,285
应付债券	9,904	7,941	7,441	6,941	6,441
长期应付款	6,368	7,593	7,973	8,371	8,790
非流动负债合计	56,775	55,791	55,958	55,946	55,763
股东权益	82,673	77,531	78,363	79,450	80,796
股本	2,256	2,256	2,256	2,256	2,256
公积金	3,022	3,072	3,072	3,072	3,072
未分配利润	54,814	55,494	56,275	57,162	58,209
归属母公司权益	60,869	61,598	62,379	63,266	64,313
少数股东权益	21,804	15,933	15,983	16,183	16,483

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	4.46%	3.48%	4.00%	4.50%	4.50%
管理费用率	3.10%	4.93%	5.50%	6.00%	6.00%
财务费用率	3.72%	6.13%	7.50%	8.50%	8.60%
研发费用率	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	75%	79%	69%	59%	54%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.67	0.63	1.26	2.70	2.20
每股净资产	26.99	27.31	27.66	28.05	28.51
每股销售收入	39.46	23.50	18.60	16.37	15.54

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	42	46	40	35	30
PB	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	-2.0	-3.8	-4.4	-5.0	-5.1
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼