下载日志已记录，仅供内部参考

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·A股公司深度　　房地产开发

# 下沉市场商业领头羊，持续向不动产资管平台进化——明星运营商系列报告二

# 新城控股(601155.SH)

**核心观点**

公司已从开发主导双轮驱动格局转向以商业作为盈利压舱石的发展模式，商业板块贡献 80%的毛利。从 2012 年首座吾悦广场开业以来，当前公司已在 147 座城市开业 181 座吾悦广场，67%的项目位于竞争程度更低、消费韧性更强的三四线城市。公司商业运营年租金达 141 亿，毛利率为 70%，整体出租率达到 98.4%，是头部的商业地产公司。公司商业运营从过去的重资产持有转向轻重并举策略，同时确立资管战略，搭建多层次 REITs 体系，当前已形成“Pre-REIT、机构间 REIT、商业不动产 REIT”多层次体系，盘活的资产规模约 80 亿。

## 摘要

**开发主导双轮驱动格局转向以商业作为盈利压舱石的发展模式。**新城控股业务表现为“商业运营+地产开发”双轮驱动，近年来商业盈利贡献持续提升，当前商业板块贡献 37%的收入，80%的毛利。公司商业地产发展历经 4 个阶段，1）2008-2012 年为起步探索期，武进吾悦广场开业标志“吾悦”品牌诞生；2）2013-2016 为模式验证期，住宅+MALL 的开发模式先在长三角复制，而后走出长三角；3）2017-2021 年为快速扩张期，期间吾悦广场开业数量达 120 座，进入百 MALL 时代；4）2022 年以来为调整转型期，开业项目转向轻重并举，夯实商管能力后发展资管业务。

**下沉市场商业领头羊，运营业绩稳步提升。**公司已在全国 147 个城市布局 212 座吾悦广场，已开业 181 座，其中轻资产 32 座，开业数量位列全国第三，在上市房企中位列第一。67%已开业项目位于三四线城市，下沉市场的消费环境呈现竞争程度更低、消费韧性更强的特点。公司商业运营租金达 141 亿，毛利率为 70%，整体出租率达到 98.4%，在上市公司中出租率位列第一，租金收入位列第二。

**商业运营轻重并举，资管业务渐入佳境。**公司商业运营从过去的重资产持有转向轻重并举策略。轻资产端通过商管输出“吾悦”品牌，扩大品牌影响力，2025 年以来开业的 8 个项目中 6 个为轻资产项目；重资产端从增量扩张转向存量提质增效，2025 年公司投入 4 亿元进行 88 个商业项目调改，并将武进项目升级成“金标”吾悦广场；同时确立资管战略，搭建多层次 REITs 体系，盘活存量重资产项目。从 2016 年发行首单类 REITs 以来，公司十年资产证券化矩阵成型，当前形成“Pre-REIT、机构间 REIT、商业不动产 REIT”多层次体系，盘活的资产规模约 80 亿。

**维持盈利预测和买入评级不变。**我们看好公司商业运营基本盘的稳健现金流属性，以及向主动不动产资管平台战略转型的长期成长价值。维持盈利预测不变，预计 2026-2028 年公司 EPS 分别为 0.44/0.53/0.62 元，维持买入评级不变。

**维持**　　**买入**

**竺劲**
zhujinbj@csc.com.cn
SAC 编号:S1440519120002
SFC 编号:BPU491

**王文涛**
wangwentao1@csc.com.cn
SAC 编号:S1440526080002

发布日期：　2026 年 09 月 29 日

当前股价：　12.95 元

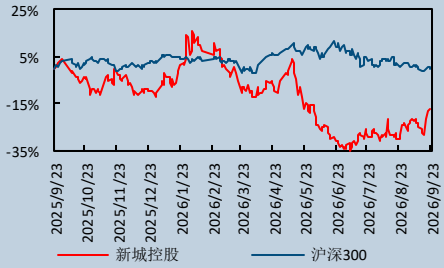
**主要数据**

**股票价格绝对/相对市场表现（%）**

| 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|---|---|---|
| 18.37/17.57 | 18.05/23.49 | -19.91/-22.73 |

| | |
|---|---|
| 12 月最高/最低价（元） | 18.08/10.14 |
| 总股本（万股） | 225,562.29 |
| 流通 A 股（万股） | 225,562.29 |
| 总市值（亿元） | 292.10 |
| 流通市值（亿元） | 292.10 |
| 近 3 月日均成交量（万） | 2222.37 |
| 主要股东 | |
| 富域发展集团有限公司 | 61.09% |

**股价表现**




**相关研究报告**

| | |
|---|---|
| 26.08.28 | 【中信建投房地产】新城控股(601155):商管业务经营稳健，利润率水平持续提升——2026 年中报点评 |
| 26.05.05 | 【中信建投房地产】新城控股(601155):盈利能力改善，商管业务稳健增长 ——2026 年一季报点评 |

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 目录

一、下沉市场商业领头羊，历经十余载打造“吾悦”品牌 ..... 1
1.1 历经十余载，吾悦广场成就“百城百 MALL” ..... 1
1.1.1 起步探索期（2008-2012）：从销售物业到持有运营，“吾悦”品牌诞生 ..... 1
1.1.2 模式验证期（2013-2016）：“住宅+MALL”模式在长三角复制 ..... 2
1.1.3 快速扩张期（2017-2021）：全国化扩张，下沉三四线，进入“百 MALL”时代 ..... 3
1.1.4 调整转型期（2022 至今）：从重资产扩张转向轻重并举，开拓资管业务 ..... 3
1.2 定位下沉市场及体验型购物中心，商业运营稳步向前 ..... 4
1.2.1 吾悦广场：下沉市场的一站式体验型家庭购物中心 ..... 4
1.2.2 下沉市场商业格局：更低的市场竞争、更强的消费韧性 ..... 5
1.2.3 商业版图稳步向前，开业数量位列上市房企第一 ..... 7
二、商业地产轻重并举，资管业务渐入佳境 ..... 11
2.1 从重资产持有，转向商管输出 ..... 11
2.1.1 重资产持有：存量资产提质，搭建多层次 REITs 盘活资产 ..... 11
2.1.2 轻资产输出：吾悦商管持续外拓，品牌影响力逐步扩大 ..... 12
2.2 多层次 REITs 布局体系，十年资产证券化矩阵成型 ..... 13
2.2.1 全国首单消费类持有型不动产 ABS（机构间 REITs）及其扩募 ..... 14
2.2.2 公募 REITs 平台落地——广发新城吾悦商业不动产 REIT ..... 16
2.2.3 国内首单县级市购物中心 Pre-REITs 落地，十年资产证券化矩阵成型 ..... 20
三、盈利预测与投资建议 ..... 23
风险分析 ..... 24

# 图目录

图 1:上半年公司商业运营板块收入占比达到 37% ..... 1
图 2:上半年公司商业运营板块贡献毛利占比达到 80% ..... 1
图 3:探索阶段的三种商业地产模式 ..... 2
图 4:常州武进吾悦广场 ..... 2
图 5:2012-2016 年吾悦广场开业时间线 ..... 2
图 6:2017-2021 年吾悦广场开业处在快速扩张阶段 ..... 3
图 7:2022 年后轻资产开业项目占比提升 ..... 4
图 8:吾悦广场按城市能级分布 ..... 4
图 9:分省份吾悦广场数量布局 ..... 4
图 10:吾悦广场营销推广多样化，满足体验型、情绪型消费需求 ..... 5
图 11:下沉市场的集中式商业面积占比约为 45% ..... 6
图 12:未来新开业集中式商业中，仅 34%位于下沉市场 ..... 6
图 13:乡村社零增速好于城镇 ..... 6
图 14:全国与主要高能级城市社零增速对比 ..... 6
图 15:截至今年 6 月底购物中心开业数量达到 181 个 ..... 7
图 16:截至 6 月底开业面积达 1675 万平 ..... 7

下载日志已记录，仅供内部参考



图 17:吾悦广场出租率 2022 年以来整体上升 ..... 8
图 18:各地区吾悦广场出租率均高于 95% ..... 8
图 19:公司购物中心出租率在上市公司领先 ..... 8
图 20:销售额保持正增长 ..... 9
图 21:租售比保持合理水平 ..... 9
图 22:商业运营租金收入变化 ..... 9
图 23:2026 年以来单月租金增速 ..... 9
图 24:上半年客流量同比增长 8.7% ..... 10
图 25:客单价保持 50 元/人次 ..... 10
图 26:首座金标吾悦广场 ..... 11
图 27:改造后海口吾悦广场 B1 ..... 11
图 28: 新城控股多层次 REITs 平台体系架构 ..... 14
图 29: 广发新城吾悦 REIT 审核进程与关键节点 ..... 16
图 30: 两项目营业收入与净利润 ..... 17
图 31: 两项目 NOI 与 NOI Margin ..... 17
图 32: 两项目销售额与客流量 ..... 18
图 33: 两项目月租金坪效与月销售坪效 ..... 18
图 34: 两项目期末出租率 ..... 18
图 35: 两项目租金收缴率 ..... 18
图 36: 两项目租售比 ..... 19
图 37: 两项目租户经营业态占比 ..... 19

## 表目录

表 1:全国商业地产公司购物中心开业数量前十 ..... 7
表 2:2025 年以来开业 8 个项目中 6 个为轻资产 ..... 12
表 3:商管收费模式 ..... 12
表 4: 吴兴安居织里吾悦广场机构间 REIT 相关要素 ..... 13
表 5: 国金资管-吾悦广场机构间 REITs 产品要素与扩募概况 ..... 15
表 6: 广发新城吾悦 REIT 产品发行概况 ..... 16
表 7: 广发新城吾悦 REIT 底层资产概况 ..... 17
表 8: 广发新城吾悦 REIT 底层资产评估和现金流预测情况 ..... 19
表 9: 广发新城吾悦 REIT 可比消费类不动产基金项目估值结果对比 ..... 20
表 10: 新城控股 Pre-REITs（瑞安吾悦广场）交易概况 ..... 21
表 11: 新城控股资产证券化产品矩阵 ..... 22

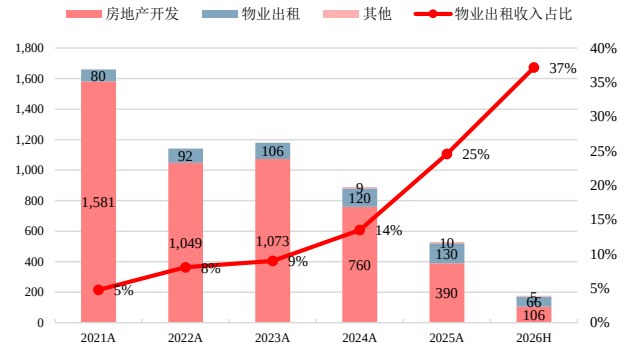
下载日志已记录，仅供内部参考



# 一、下沉市场商业领头羊，历经十余载打造“吾悦”品牌

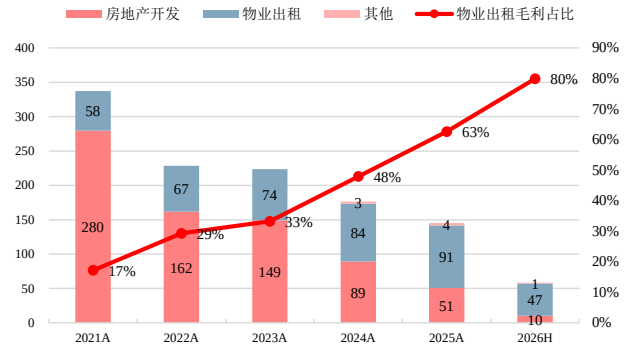
**公司长期以“商业运营+地产开发”双轮驱动，近年来商业业务不断迭代精进并向资管转型。**新城控股的业务体现为“商业运营+地产开发”双轮驱动模式，区域布局上深耕长三角，并布局环渤海、粤港澳及中西部核心城市群，业务覆盖全国 157 个城市。地产开发为公司传统业务底盘，在行业调整阶段，公司的开发端坚持控规模、去库存、保交付，压降有息负债。公司当期业务重心向商业运营倾斜，今年上半年商业板块贡献 37%的收入，80%的毛利。商业板块以吾悦广场为核心 IP，吾悦广场以购物中心及室外街区为主，配套自建商管团队，负责招商与营运管理。近年来，公司商业运营由纯自持重资产，转向轻重并举。近年来公司业务结构持续优化，商业运营盈利贡献稳步提升，开发主导的双轮驱动发展格局逐步转向以商业作为盈利压舱石的发展模式。

**图 1:上半年公司商业运营板块收入占比达到 37%**




*数据来源：公司公告，中信建投证券*

**图 2:上半年公司商业运营板块贡献毛利占比达到 80%**




*数据来源：公司公告，中信建投证券*

## 1.1 历经十余载，吾悦广场成就“百城百 MALL”

### 1.1.1 起步探索期（2008-2012）：从销售物业到持有运营，“吾悦”品牌诞生

2008 年，公司将目光投向商业地产领域，且于 2009 年首次尝试商业产品，彼时公司开发的商业表现为全销售型街区，代表项目为常州新城上街，采用“只售不租、无统一运营”的早期主流模式，主要是作为住宅配套商业的延伸。2011 年，公司开始尝试统一招商运营，提出了 MINI MALL 的概念，并落地了万博百货项目。2012 年，常州武进吾悦广场的开业标志着“吾悦”商业地产品牌正式诞生，公司也确立了“住宅+MALL”的产品组合，采用住宅开发反哺商业持有的方式，完成了从 “销售物业” 到 “持有运营” 的商业模式转变。

下载日志已记录，仅供内部参考



**图 3:探索阶段的三种商业地产模式**

| 时间 | 模式 | 项目 |
| --- | --- | --- |
| 2009 | 只售不租、无统一运营 | 新城上街 |
| 2011 | 百货：自持、统一招商运营 | 万博百货 |
| 2012 | MALL：自持、统一招商运营 | 常州武进吾悦广场 |

*数据来源：新城控股公众号，中信建投证券*

**图 4:常州武进吾悦广场**

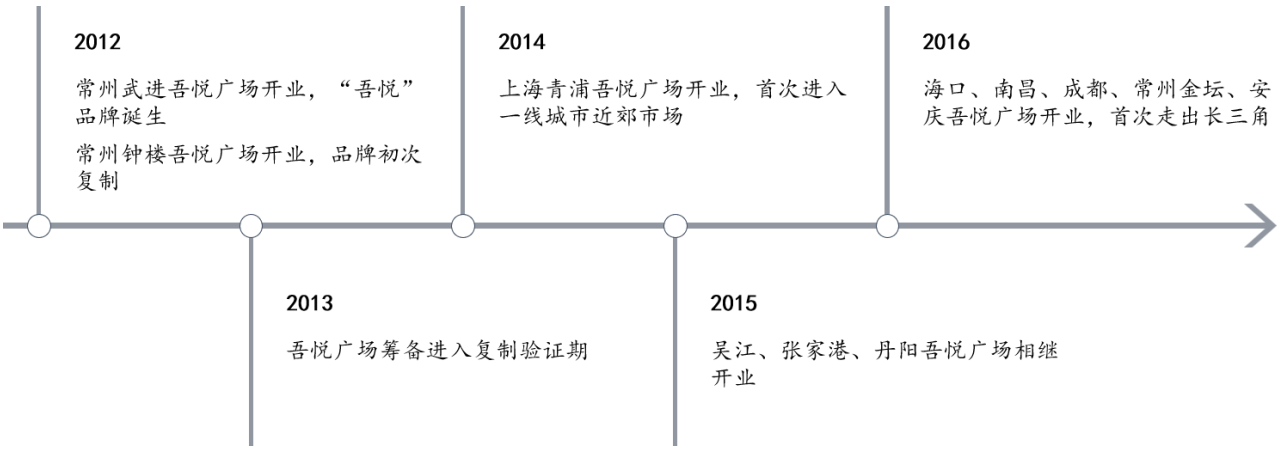



*数据来源：赢商网，中信建投证券*

## 1.1.2 模式验证期（2013-2016）：“住宅+MALL”模式在长三角复制

继武进吾悦广场开业后，2012 年 12 月第二座吾悦广场常州钟楼吾悦广场开业，随后新城控股的商业地产开始进入模式验证与全国化起步阶段，依托住宅销售现金流反哺购物中心开发，以租售平衡模式解决持有型商业资本开支压力。布局上采取深耕长三角、适度向外梯度渗透的策略，优先在长三角落地项目，随后尝试在全国布局。2014 年上海青浦吾悦开业，实现吾悦品牌首次进入一线城市近郊市场，2015 年在位于江苏的吴江、张家港、丹阳吾悦广场相继开业，“住宅+MALL”的商业模型得到市场验证。2016 年随着海口、成都、南昌吾悦广场的开业，标志着公司商业布局走出长三角，进入全国化复制阶段，截至 2016 年底，全国已开业 11 座吾悦广场，为 2017 年后的全国大规模下沉扩张奠定基础。

**图 5:2012-2016 年吾悦广场开业时间线**




*数据来源：新城控股，中信建投证券*

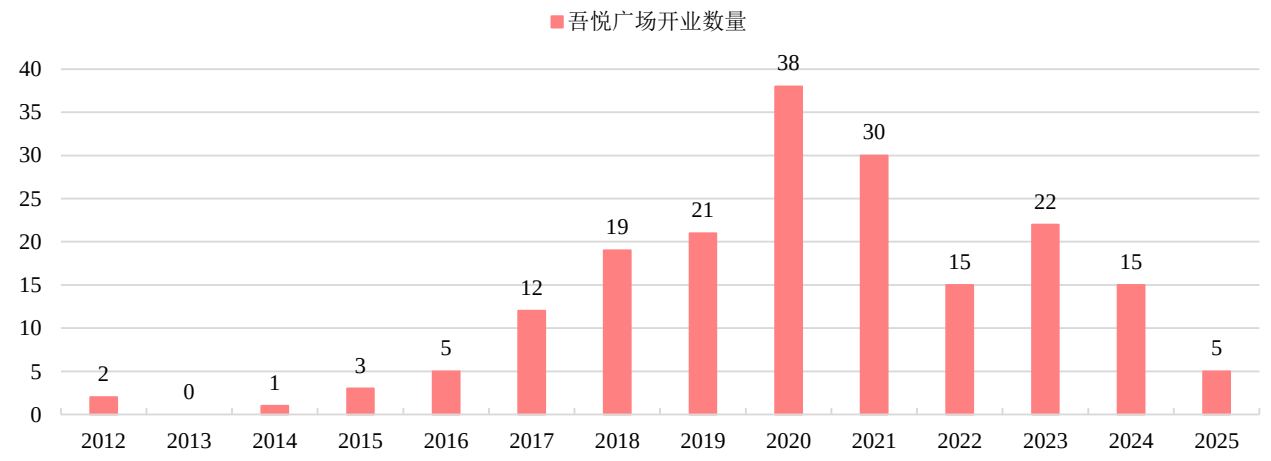
下载日志已记录，仅供内部参考



### 1.1.3 快速扩张期（2017-2021）：全国化扩张，下沉三四线，进入“百 MALL”时代

2017 年起，公司持续深化住宅+商业双轮驱动战略，依托综合体模式下沉全国三四线城市，商业布局开始全国化快速扩张。2017 年，公司新开业吾悦广场达到 12 家，超过此前总和，并且在 2020 年达到高峰，一年开业 38 家吾悦广场，且在 2020 年末开业数量突破 100 家，吾悦广场进入“百 MALL”时代，成为国内开业规模领先的购物中心品牌。在 2016 年下半年首次实现轻资产输出管理后，2017 年后公司的商业模式在重资产持续拓展的基础上尝试商管输出型轻资产项目，依托成熟的招商运营体系输出管理能力，扩大品牌覆盖边界，截至 2021 年底，公司已开业的 130 座吾悦广场中，管理输出的项目有 10 座，为下一阶段“轻重并举”发展策略打下基础。

**图 6:2017-2021 年吾悦广场开业处在快速扩张阶段**




*数据来源：公司公告，中信建投证券*

### 1.1.4 调整转型期（2022 至今）：从重资产扩张转向轻重并举，开拓资管业务

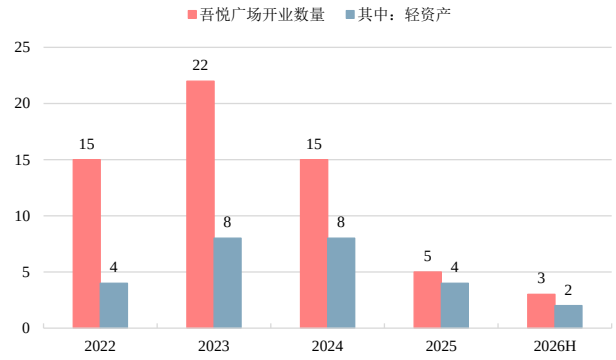
2022 年以来，公司商业板块战略由规模扩张转向轻重并举、存量优先，主动压缩重资产新项目资本开支，新增开业项目中托管轻资产占比持续抬升，依托成熟的吾悦商管体系对外输出招商、运营全链条能力，以更低资本消耗实现品牌规模外延，2022 年至今年 6 月底，公司新开业吾悦广场合计 60 座，其中轻资产项目数量为 27 座；截至今年 6 月底，公司已开业的 181 座吾悦广场中，轻资产数量达到 32 座。除轻重并举外，这一阶段公司同时推进存量吾悦广场调改升级，2025 年公司在全国推进了 61 个吾悦广场改造项目，其中 55 个已完工开业。其中常州武进吾悦广场通过升级品牌矩阵、优化动线、引进首店等，改造成为全国首座金标吾悦广场。

伴随国内 REITs 市场的发展，公司着力搭建多层次 REITs 体系，实现商业不动产“投融管退”闭环，自 2025 年起获得实质性进展。公司以上海青浦吾悦作为底层资产发行机构间 REIT，并完成扩募。同步推进商业不动产 REITs 项目申报，业务定位逐步从综合体开发商向商业资产管理人转型。

下载日志已记录，仅供内部参考



**图 7:2022 年后轻资产开业项目占比提升**




*数据来源：公司公告，中信建投证券*

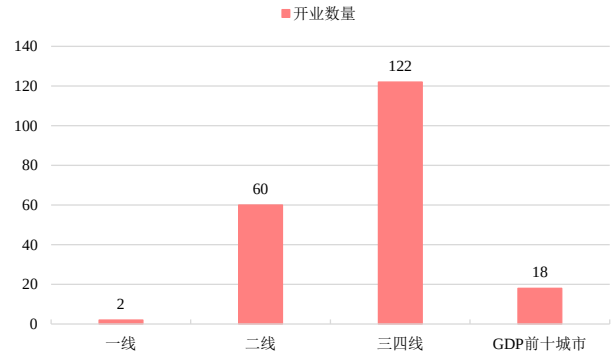
## 1.2 定位下沉市场及体验型购物中心，商业运营稳步向前

### 1.2.1 吾悦广场：下沉市场的一站式体验型家庭购物中心

**吾悦广场定位为三四线及一二线城市近郊区域的一站式体验型家庭购物中心。**

从区域布局上，当前公司商业布局在全国已经形成百城百 MALL 格局，已经进驻 147 个城市，布局 212 个商场（含未开业）。吾悦广场主要布局在三四线城市和一二线城市近郊区域，公司已开业的吾悦广场中（和 6 月底相比增加了 7 月以来新开业项目），2 座位于一线城市，60 座位于二线城市，三四线城市合计 122 座，其中位于 GDP 前十城市的项目合计有 18 座。高能级城市的布局以近郊区域为主，例如上海的青浦和松江吾悦广场，苏州的相城、昆山、张家港、吴江吾悦广场，杭州拱墅吾悦广场。从省份来看，吾悦广场重点布局华东区域，江苏、浙江、山东、安徽四省合计开业 94 座吾悦广场，占比超过一半。

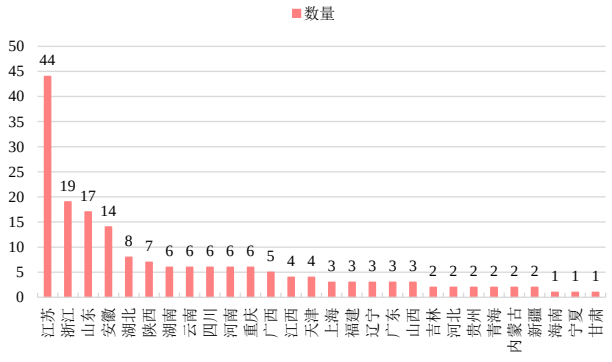
**图 8:吾悦广场按城市能级分布**




*数据来源：吾悦广场小程序，中信建投证券*

*注：二线城市为 GDP 万亿以上以及主要省份省会城市*

**图 9:分省份吾悦广场数量布局**




*数据来源：公司公告，中信建投证券*

*注：数据截至 8 月底*

下载日志已记录，仅供内部参考



从产品定位上，吾悦广场定位于一站式体验型家庭购物中心，融合盒子购物中心、室外主题街区与在地化场景打造，打造区域型城市生活会客厅，填补多数下沉城市现代化大型综合体供给缺口，兼顾本地居民日常消费、家庭休闲与年轻群体社交需求。目标客群以两大核心圈层为主：一是邻里家庭客群，包含周边社区中产家庭、亲子家庭，主打餐饮、超市、亲子游乐、教育培训等刚需体验业态，贡献稳定基础客流与持续性消费；二是潮派年轻客群，覆盖青年白领、高校学生，通过引入区域首店、潮流零售、沉浸式主题空间，满足社交、打卡、娱乐等情绪型消费需求，提升项目话题度与客流吸引力。

**图 10:吾悦广场营销推广多样化，满足体验型、情绪型消费需求**




*数据来源：公司官网，中信建投证券*

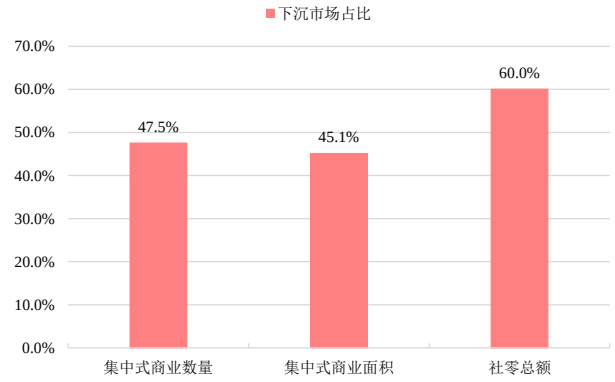
## 1.2.2 下沉市场商业格局：更低的市场竞争、更强的消费韧性

**整个集中式商业的市场，无论从存量还是增量角度看，下沉市场占比显著低。**根据赢商网统计，下沉市场（三线及以下城市以及县域）承载着全国七成以上人口，贡献了约六成的社会消费品零售总额、近八成的快消品市场增量，下沉市场是消费基本盘与增长主要引擎。从当前全国集中式商业分布来看，截至今年 7 月底，全国已开业的存量集中式商业合计 9808 个，总面积达到 6.83 亿平；其中下沉市场的集中式商业项目存量 4655 个，占全国总量 47.5%，存量体量达 3.08 亿平方米，占全国 45.1%。**从存量来看，下沉市场占全国六成的消费，45%的集中式商业面积；从增量来看，未来新开集中式商业中仅 34%位于下沉市场。**从企业格局来看，下沉市场商管企业分布呈典型的“金字塔”结构，企业运营能级整体偏低，大量项目由中小型、低能级地方企业管理，专业化、连锁化运营程度有限，新城控股等头部商管企业在下沉市场的竞争优势更加明显。

下载日志已记录，仅供内部参考

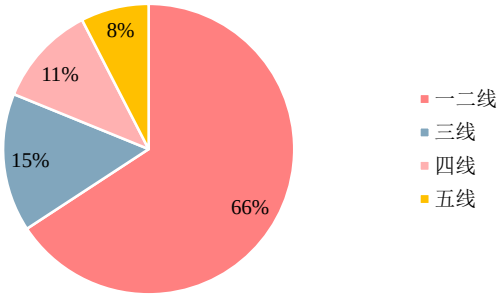


**图 11:下沉市场的集中式商业面积占比约为 45%**




*数据来源：赢商网，中信建投证券*

**图 12:未来新开业集中式商业中，仅 34%位于下沉市场**

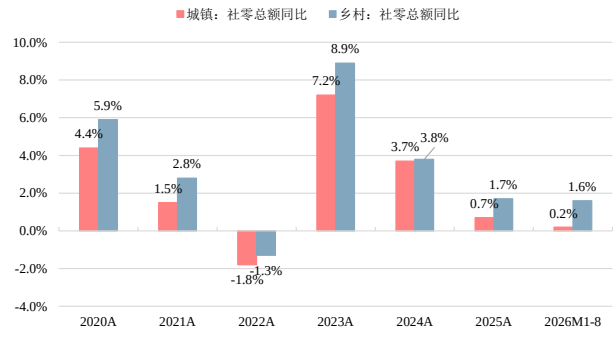



*数据来源：赢商网，中信建投证券*

*注：未来开业时间统计截至 2027 年底*

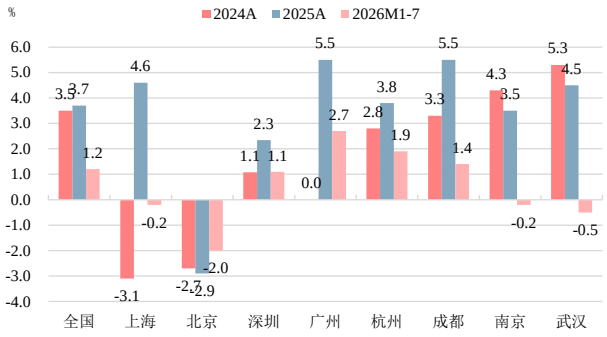
**从客流及消费的增速看，下沉市场高于全国，反映出较强的增长韧性。**据赢商网统计，2026 年上半年，商业三线及以下城市客流增速从上年同期的-1.4%反弹至 4.9%，成为各线级中唯一增速回升的区域，而同期一二线城市客流增速已连续三年下滑。从消费实际情况来看，乡村消费增速好于城镇，今年以来乡村社零同比增长 1.6%，城镇为 0.2%；下沉市场消费表现好于高能级城市，高能级城市消费整体弱于全国，近三年（2026 年以今年 1-7 月增速计算）全国消费累计增长 8.6%，其中北京、上海、广州、深圳累计增速分别为-7.4%、1.2%、8.3%、4.6%，一线城市均弱于全国。

**图 13:乡村社零增速好于城镇**




*数据来源：国家统计局，中信建投证券*

**图 14:全国与主要高能级城市社零增速对比**




*数据来源：wind，中信建投证券*

下载日志已记录，仅供内部参考



### 1.2.3 商业版图稳步向前，开业数量位列上市房企第一

**新城控股（吾悦商管）购物中心开业数量位列全国第三，上市房企第一。**全国商业地产格局呈现明显的头部集中趋势，尤其对于下沉市场。根据中国连锁经营协会统计，截至 2025 年底，全国 Top100 购物中心企业合计开业 3191 个购物中心，其中 Top10 占比达到 48%。新城控股开业购物中心 178 个，已开业的购物中心数量位列全国第三，从开业面积来看位列全国第二，仅次于万达，上市公司第一。

**表 1:全国商业地产公司购物中心开业数量前十**

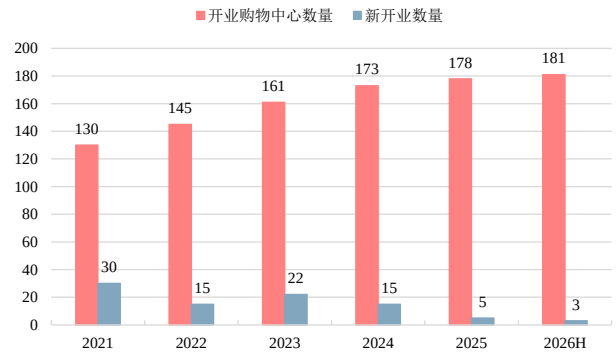
| 序号 | 企业名称 | 项目数 | 总建筑面积（万平） | 平均规模（万平） | 主要产品线 |
|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 万达商管 | 529 | 7315 | 13.8 | 万达广场 |
| 2 | 印力集团 | 228 | 1503 | 6.6 | 印象城 MEGA、印象城、印象汇、万科广场 |
| 3 | 吾悦商管 | 178 | 1649 | 9.3 | 吾悦广场、吾悦生活广场 |
| 4 | 华润万象生活 | 135 | 1489 | 11.0 | 万象城、万象天地、万象汇 |
| 5 | 龙湖集团 | 99 | 1050 | 10.6 | 天街、星悦荟 |
| 6 | 宝龙商管 | 96 | 1110 | 11.6 | 宝龙一城、宝龙城、宝龙广场、宝龙天地 |
| 7 | 苏宁集团 | 73 | 628 | 8.6 | 苏宁广场、苏宁易购广场 |
| 8 | 爱琴海集团 | 66 | 752 | 11.4 | 爱琴海购物中心、晶海广场、爱琴海 城市书香 |
| 9 | 碧桂园文商旅 | 63 | 555 | 8.8 | 碧乐城、碧乐汇、碧乐时光 |
| 10 | 招商商管 | 62 | 463 | 7.5 | 海上世界、招商花园城、招商花园里 |

*资料来源：中国连锁经营协会，中信建投证券*

*注：数据统计截至 2025 年底*

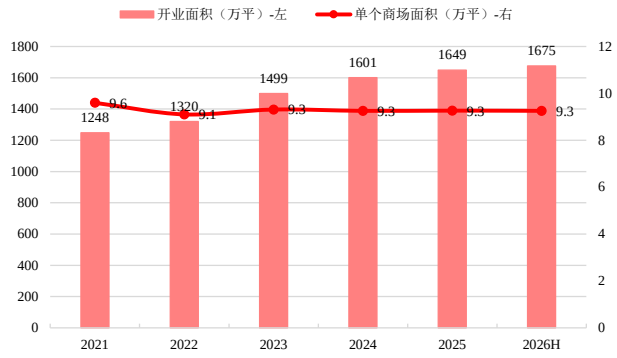
**公司开业节奏放慢，转向存量提质增效。**当前商业地产行业从“规模扩张”全面转向“存量优化+价值深耕”的高质量发展新阶段。今年上半年全国新开业购物中心约 120 座，公司新开业 3 座购物中心，分别为位于泰安、重庆、台州，当前已在全国 147 个城市布局 212 座吾悦广场，已开业吾悦广场数量达 181 座，单个购物中心体量平均为 9.3 万方。

**图 15:截至今年 6 月底购物中心开业数量达到 181 个**




*数据来源：公司公告，中信建投证券*

**图 16:截至 6 月底开业面积达 1675 万平**



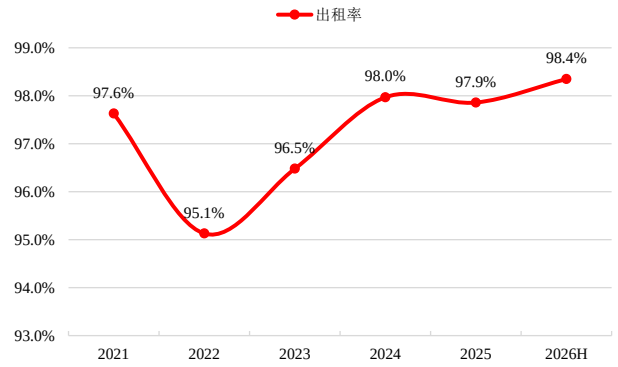

*数据来源：公司公告，中信建投证券*

下载日志已记录，仅供内部参考



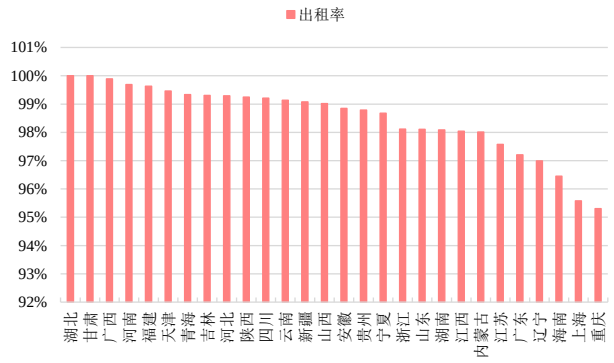
**出租率保持高位。**吾悦广场整体出租率自 2022 年以来保持上涨趋势，截至 6 月底整体出租率达到 98.4%，较上年底提升 0.5 个百分点。从各个地区来看，全国所有地区的吾悦广场出租率都高于 95%，其中湖北、甘肃吾悦广场项目保持满租状态。横向对比来看，根据今年 6 月底的时点数据，新城控股的购物中心出租率领先主要的上市商业地产公司。

**图 17:吾悦广场出租率 2022 年以来整体上升**



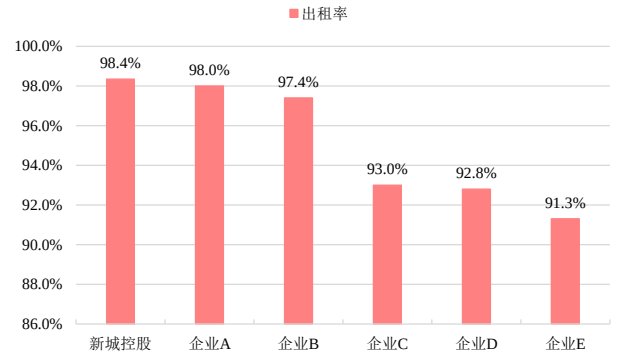

*数据来源：公司公告，中信建投证券*

**图 18:各地区吾悦广场出租率均高于 95%**




*数据来源：公司公告，中信建投证券*

**图 19:公司购物中心出租率在上市公司领先**




*数据来源：公司公告，中信建投证券*

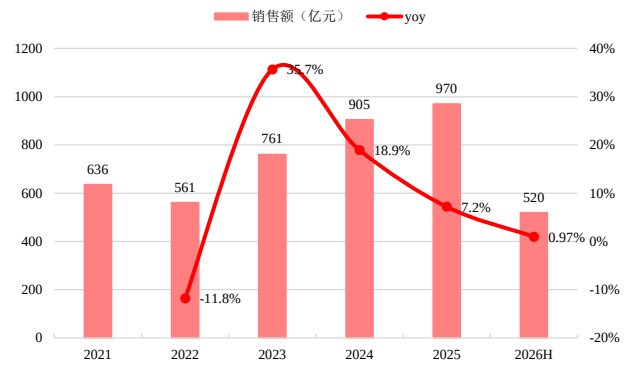
*注：选取对比上市公司均为内地主流商业地产公司，数据截至 2026 年 6 月底*

**购物中心销售额保持正增长。**2025 年公司在管购物中心销售额（不含车）达 970 亿元，同比增长 7.2%，占全国社零总额的 0.26%。今年上半年受消费增速放缓、部分项目改造以及开业数量下降等因素影响，商场销售额增速下降至 0.97%。吾悦广场整体租售比保持在 14%左右，处于合理区间（一般认为购物中心租售比 10%-15%为合理区间）。

下载日志已记录，仅供内部参考

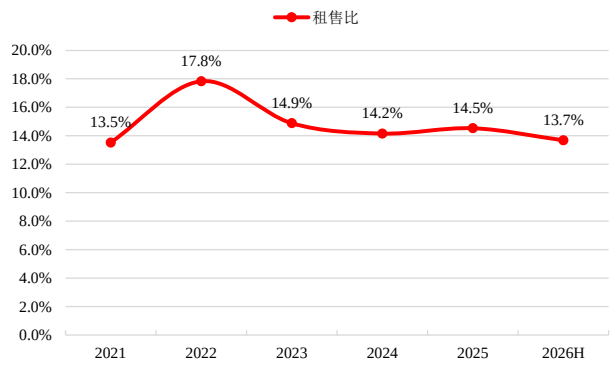


**图 20:销售额保持正增长**




*数据来源：公司公告，中信建投证券*

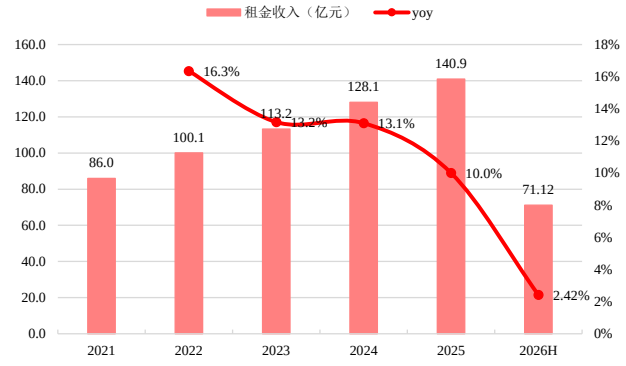
**图 21:租售比保持合理水平**




*数据来源：公司公告，中信建投证券*

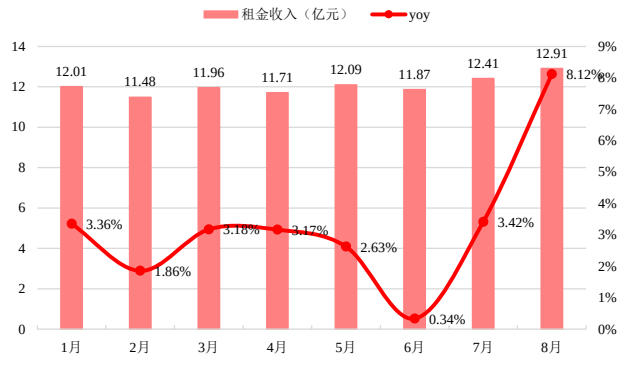
**租金收入稳定增长，下半年增速有所恢复。**公司商业运营板块租金收入规模超过 140 亿，收入规模位列上市房企第二。公司 2025 年商业运营收入达 140.9 亿元，同比增长 10.0%，今年上半年受开业数量下降、调改项目较多以及社零增速下滑影响，上半年租金收入增速降至 2.4%。7 月以来调改项目陆续见效，7 月租金增速上升至 3.4%，8 月增速上升至 8.1%。

**图 22:商业运营租金收入变化**




*数据来源：公司公告，中信建投证券*

**图 23:2026 年以来单月租金增速**



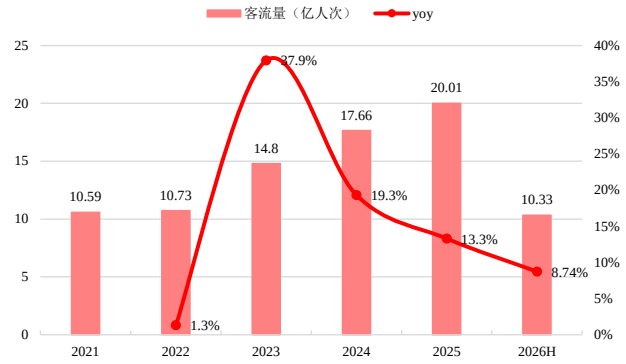

*数据来源：公司公告，中信建投证券*

**客流量增速较高，客单价稳定。**随着吾悦广场开业数量逐渐上升，会员体系日臻完善，购物中心客流量保持稳定增长。2026 年 6 月底，吾悦广场会员达到 6072 万人，较上年底提升 572 万人，较 2023 年底翻倍。2025 年吾悦广场整体客流量达 20.01 亿人次，同比增长 13.3%，今年上半年客流量同比增速达到 8.74%，保持较高增速。由于公司主要布局下沉市场，吾悦广场客单价相对较低，保持在 50 元/人次左右。

下载日志已记录，仅供内部参考

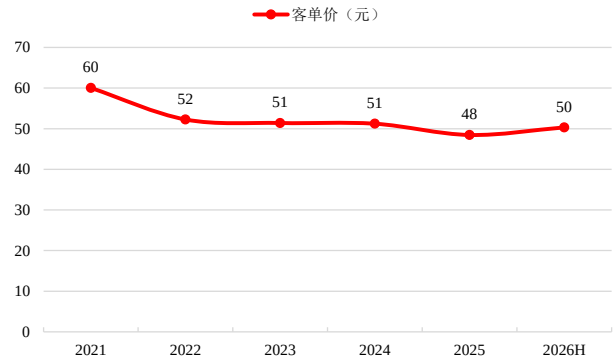


**图 24:上半年客流量同比增长 8.7%**




*数据来源：公司公告，中信建投证券*

**图 25:客单价保持 50 元/人次**




*数据来源：公司公告，中信建投证券*

下载日志已记录，仅供内部参考



# 二、商业地产轻重并举，资管业务渐入佳境

**公司正从地产开发商向资产管理人升级。**公司战略路径清晰迭代，发展重心已完成从传统住宅开发向商业运营管理的切换，并进一步向主动型不动产资管平台升级。在行业高速增长期，公司以住宅开发现金流支撑吾悦广场规模化扩张，同时引入成熟商管体系搭建标准化运营能力，积累了 181 座、超 1600 万平的商业资产池，为转型奠定资产与能力双重底座。当前公司商业板块贡献近八成毛利，实现从重资产持有向专业化商管运营的关键进阶。在此基础上，公司以吾悦商管为双轻资产载体，输出商业运营与代建管理能力赚取稳定管理费收入；同时推进多层次 REITs 体系搭建，打通不动产“投融建管退”全链条，确立资管战略方向下的高质量发展，迈入主动资产管理新阶段。

## 2.1 从重资产持有，转向商管输出

### 2.1.1 重资产持有：存量资产提质，搭建多层次 REITs 盘活资产

**重资产项目从增量扩张转向存量提质增效，打造“金标”吾悦广场。**公司旗下已开业的吾悦广场平均开业年限约 4.48 年，在购物中心整体运营年限较低的基础上，2025 年公司投入 4 亿元进行 88 个商业项目的焕新升级，对核心资产进行长期“养护”，年内焕新升级常州武进吾悦广场和海口吾悦广场 2 个项目。其中常州武进吾悦广场在 2025 年 6 月 27 日焕新开业，是全国首座“金标“吾悦广场，代表了吾悦广场商业综合体在设计装修、空间场景、品牌组合及服务标准上的最高规格。武进吾悦广场升级品牌达 135 家，面积超 2.3 万平，创区域商业升级之最，引入 22 家城市首进品牌、12 家高能级标杆店及 14 家特色形象店。海口吾悦广场则斥资近 3000 万元启动开业以来规模最大的改造工程，改造前的 B1 层业态单一，空间利用率不足，难以满足多元消费需求，改造后在 B1 打造了 6000 平米的第三代臻选精品超市，引入 24 个海口首进品牌。

**图 26:首座金标吾悦广场**



*数据来源：公司官网，中信建投证券*

**图 27:改造后海口吾悦广场 B1**



*数据来源：公司官网，中信建投证券*

**搭建多层次 REITs 体系，盘活存量重资产。**新城控股针对 149 座公允价值超过 1200 亿元的重资产吾悦广场，构建“Pre-REIT 培育+机构间 REIT、商业不动产 REIT 退出”的多层次 REITs 盘活体系，核心逻辑是分离资产所有权，保留运营权，通过证券化变现重资产、回笼资金，同时赚取运营权的资产管理费与持有份额的资产增值，打通不动产“投融建管退”闭环，是公司向资管平台转型的核心抓手，截至目前公司已落地 REITs 体系中的资产规模达 80 亿，占投资性房地产总规模的 6.6%。

下载日志已记录，仅供内部参考



### 2.1.2 轻资产输出：吾悦商管持续外拓，品牌影响力逐步扩大

**从重资产自持到轻重并举，新增项目以轻资产外拓为主。**从 2016 年首座轻资产吾悦广场——诸暨永利吾悦广场开业以来，公司持续发展轻资产外拓项目，当前已开业了 32 座轻资产外拓项目，占总开业项目的 18%。2025 年以来，公司开业节奏放慢，新开业吾悦广场以轻资产为主，2025 年开业 5 座吾悦广场轻资产占 4 座，今年上半年开业的 3 座吾悦广场中，2 座为轻资产项目。在收费模式上，以首座轻资产项目诸暨永利吾悦广场为例，公司收入净物业收入的 30%，对于已经发行 REITs 项目，公司管理费用包括基础管理费及激励管理费，基础管理费为营业收入的 14%加净运营收入的 10%，激励管理费为净运营收益超额部分（超过目标值部分）的 20%。

**表 2:2025 年以来开业 8 个项目中 6 个为轻资产**

| 项目 | 开业时间 | 类型 | 地区 |
|---|---|---|---|
| 淄博鑫马吾悦广场 | 2025/6/20 | 轻资产 | 山东淄博 |
| 商丘睢阳吾悦广场 | 2025/7/18 | 重资产 | 河南商丘 |
| 青岛即墨吾悦广场 | 2025/9/26 | 轻资产 | 山东青岛 |
| 南阳高新吾悦广场 | 2025/11/21 | 轻资产 | 河南南阳 |
| 常州星耀城吾悦广场 | 2025/12/26 | 轻资产 | 江苏常州 |
| 泰安肥城吾悦广场 | 2026/4/30 | 重资产 | 山东泰安 |
| 重庆永川吾悦广场 | 2026/5/1 | 轻资产 | 重庆 |
| 台州湾吾悦广场 | 2026/6/26 | 轻资产 | 浙江台州 |

*资料来源：新城控股，中信建投证券*

**表 3:商管收费模式**

| 项目 | 收费模式 | 备注 |
|---|---|---|
| 诸暨永利吾悦广场 | 净物业收入×30% | 首座轻资产项目 |
| 常州天宁吾悦广场 | 营业收入×14%+净运营收入×10%+超额净运营收入×20% | 重资产项目发行商业不动产后收费模式 |
| 南通启东吾悦广场 | | |

*资料来源：公司公告，商业不动产 REITs 招募说明书，中信建投证券*

**品牌输出赋能国资业主盘活资产，商管能力得到外部验证。**据上交所官网显示，今年 7 月吴兴安居织里吾悦广场持有型不动产资产支持专项计划项目状态为“已受理”，产品计划发行规模 6.08 亿元。本次专项计划原始权益人为湖州安誉创业投资集团有限公司，属于湖州市吴兴区国企。新城控股作为独家运营服务商，输出吾悦品牌授权、招商落位、全周期营运管理、企划推广等标准化商管能力。该项目是公司轻资产商管能力的外部验证，助力地方国资通过证券化盘活存量资产，形成了“国资产权+证券化融资+市场化商管运营”的存量盘活新模式，也为公司后续拓展更多地方国资轻资产合作项目、输出资管服务能力提供了可复制范本。

下载日志已记录，仅供内部参考



**表 4: 吴兴安居织里吾悦广场机构间 REIT 相关要素**

| 项目要素 | 内容 |
| --- | --- |
| 债券名称 | 吴兴安居织里吾悦广场持有型不动产资产支持专项计划 |
| 计划管理人 | 国金证券资产管理有限公司 |
| 原始权益人 | 湖州安誉创业投资集团有限公司<br>（湖州市吴兴区国资 100%持股） |
| 运营方 | 新城控股 |
| 不动产项目业态 | 商业购物中心 |
| 拟发行金额 | 6.08 亿元 |
| 受理时间 | 2026/7/6 |
| 反馈时间 | 2026/7/20 |
| 项目状态 | 已反馈 |
| 商业面积 | 9 万方 |
| 购物中心开业时间 | 2021 年 10 月 |
| 项目照片 |  |

*资料来源：上交所，浙江吾悦广场官网，织里城事，中信建投证券*

## 2.2 多层次 REITs 布局体系，十年资产证券化矩阵成型

**新城控股已搭建分工明确、逐级递进、具备资产流转功能的多层次 REITs 平台体系。**三层产品在投资者范围、资产准入条件、定价机制与退出安排上各具差异，共同覆盖了从资产培育到公开市场退出的完整周期。核心运作逻辑是将尚不成熟的商业资产先行装入 Pre-REITs 结构进行培育，待运营指标与合规条件成熟后，择机转入机构间 REITs 或公募 REITs 平台，实现资产跨层级流转与增值兑现。

**公司为 REITs 业务设定了清晰的阶段性规模目标。**2028 年公募 REITs 底层资产规模突破 200 亿元，2030 年“公募+私募”两大资管平台总规模突破 300 亿元。从资产端看，多层次 REITs 的价值在于提高商业资产的资金回收比例与资本运作弹性、释放增量资金，并降低公司对单一融资渠道的依赖。

下载日志已记录，仅供内部参考



**图 28: 新城控股多层次 REITs 平台体系架构**




*数据来源：公司公告，上交所，证监会，中信建投证券*

### 2.2.1 全国首单消费类持有型不动产 ABS（机构间 REITs）及其扩募

**机构间 REITs 是新城控股多层次体系中最先落地并实现平台化运作的层级。**2025 年 11 月 28 日，“国金资管-吾悦广场持有型不动产资产支持专项计划”在上交所设立，发行规模 6.16 亿元，底层资产为上海青浦吾悦广场，上交所挂牌代码 267024.SH。该产品既是全国首单消费类持有型不动产 ABS，又是首单由 A 股民营房企发行的持有型不动产 ABS。此前，持有型不动产 ABS 的发行主体以央企、国企及外资机构为主，底层资产集中于数据中心、产业园区等业态，新城控股以购物中心资产“破冰”，为民营房企盘活存量商业资产开辟新通道。

**扩募落地进一步验证了机构间 REITs 的平台化运作效率，并创下全市场首单商业类机构间 REITs 扩募纪录。**2026 年 3 月 6 日，公司扩募并新购商业地产项目的申报获上交所受理；6 月 30 日，公司公告完成扩募发行，从受理到完成不足四个月。本次扩募新增天津津南吾悦广场与南通如皋吾悦广场，扩募后专项计划总权益募资 20.55 亿元，底层资产由上海青浦单一项目扩展为上海青浦、天津津南、南通如皋三座吾悦广场构成的资产组合，覆盖一线城市、直辖市环城区与全国百强县三类城市能级，产品存续期延长至 2056 年。

下载日志已记录，仅供内部参考



**表 5: 国金资管-吾悦广场机构间 REITs 产品要素与扩募概况**

| 项目要素 | 首期（2025 年 11 月） | 扩募后（2026 年 6 月） |
|---|---|---|
| 产品名称 | 国金资管-吾悦广场持有型不动产资产支持专项计划 | |
| 计划管理人 | 国金证券资产管理有限公司 | |
| 上交所挂牌代码 | 267024.SH | |
| 发行/扩募规模 | 6.16 亿元 | 总权益募资 20.55 亿元 |
| 底层资产 | 上海青浦吾悦广场 | 上海青浦、天津津南、南通如皋吾悦广场 |
| 产品期限 | 约 25 年 | 约 30 年（存续至 2056 年） |
| 上交所无异议函 | 上证函〔2025〕2616 号 | 上证函〔2026〕1949 号 |
| 扩募完成日 | — | 2026 年 6 月 30 日 |
| 项目图片 | 上海青浦吾悦广场： | 天津津南吾悦广场：<br>南通如皋吾悦广场： |

*资料来源：公司公告，上交所，商业资管 REITs 公众号，中信建投证券*

**机构间 REITs 成为新城控股资产证券化主平台，核心在于“低准入门槛”与“可反复扩募”两项制度特征。**该层级面向合格专业机构投资者发行，资产准入条件低于公募 REITs，使尚处运营爬坡期或城市能级较低、但现金流稳定的购物中心可提前进入证券化通道；扩募机制使同一专项计划持续吸纳新增资产，避免逐单设立新产品的重复成本。2026 年 6 月首次扩募后，资产组合覆盖三类城市能级，验证了平台在资产甄别与组合管理上的可延展性。对新城控股而言，分散布局于不同线级城市的吾悦广场可通过同一平台分批实现权益退出，不必依赖单笔大额发行，与公司“以区域型购物中心为主、广泛布局”的资产结构更为匹配。

下载日志已记录，仅供内部参考



### 2.2.2 公募 REITs 平台落地——广发新城吾悦商业不动产 REIT

**广发新城吾悦 REIT 半年内走完受理至注册全流程，成为首批商业不动产 REITs 试点项目。**该基金于 2026 年 3 月 6 日获证监会及上交所受理，9 月 3 日取得准予注册批复，历时不足半年即完成受理、反馈、无异议函、注册批复各环节。基金为契约型封闭式，合同期限 32 年，募集份额总额 5 亿份，须在批复下发之日起 6 个月内完成募集。

**图 29: 广发新城吾悦 REIT 审核进程与关键节点**




*数据来源：上交所，证监会，中信建投证券*

**公募 REITs 是新城控股多层次 REITs 体系中面向公开市场的最高层级，也是打开千亿商业资产公开定价通道的关键一环。**产品底层资产为商业购物中心，原始权益人吾悦顺瑞由新城控股 100%持股。预计募集规模 15.41 亿元，底层不动产估值 20.29 亿元；基金及专项计划存续期均为 32 年。预计 2026 年 4-12 月及 2027 年度净现金流分派率分别约 5.65%与 5.77%。原始权益人及关联方战配比例达 34%，利益绑定与市场信心较强。该产品标志新城控股“私募+公募”双平台资管架构实质性落地，为存量商业资产持续盘活及资本循环提供标准化路径。

**表 6: 广发新城吾悦 REIT 产品发行概况**

| 项目要素 | 内容 |
|---|---|
| 基金名称 | 广发新城吾悦封闭式商业不动产证券投资基金 |
| 基金管理人 | 广发基金管理有限公司 |
| 原始权益人 | 吾悦顺瑞（上海）商业经营管理有限公司<br>（由新城控股集团股份有限公司 100%持股） |
| 专项计划管理人 | 瑞元资本管理有限公司 |
| 不动产项目业态 | 商业购物中心 |
| 基金存续期限 / 专项计划期限 | 32 年 /32 年 |
| 预计募集规模 | 15.41 亿元 |
| 不动产项目估值 | 20.29 亿元 |
| 预计净现金流分派率 | 2026 年 4-12 月约 5.65%；2027 年度约 5.77% |
| 原始权益人及关联方战配比例 | 34% |

*资料来源：募集说明书，中信建投证券*

下载日志已记录，仅供内部参考



**首发底层资产为常州天宁吾悦广场与南通启东吾悦广场，区位与能级形成互补。**两项目均位于江苏省，属商业购物中心业态。天宁项目位于常州天宁经济开发区核心位置，周边居住氛围成熟、人口密集，写字楼及高端住宅聚集，客群消费能力强。启东项目位于启东城市东南核心发展板块，处于世纪大道与民胜南路等主干道交汇的“三横三纵”交通枢纽带，是衔接老城区成熟消费群与新城区新兴客群的关键节点，既可承接本地高端消费需求，又能吸附长三角都市圈外溢客流，形成“本地核心+区域辐射”的双重消费引力场。

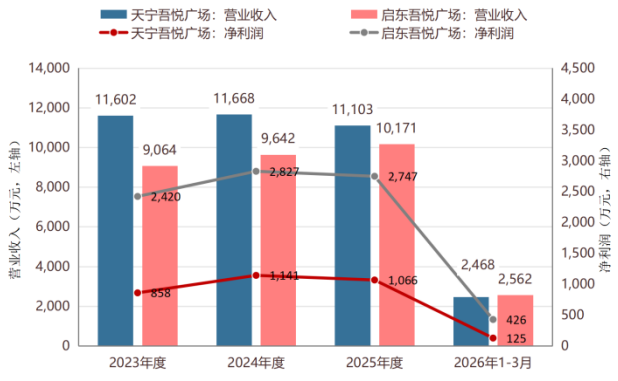
**表 7: 广发新城吾悦 REIT 底层资产概况**

| 项目要素 | 常州天宁吾悦广场 | 南通启东吾悦广场 |
|---|---|---|
| 项目所在地 | 江苏省常州市天宁区 | 江苏省南通市启东市 |
| 建筑面积合计 | 173,774.76 平方米 | 120,270.51 平方米 |
| 其中：商业建筑面积 | 123,394.31 平方米 | 73,003.73 平方米（地上）+7,349.44 平方米（地下） |
| 商业可租赁面积 | 69,572.73 平方米 | 45,181.10 平方米 |
| 投入运营时间 | 2019 年 10 月 | 2018 年 12 月 |
| 土地使用权期限 | 2017.12.6—2057.12.5，共 40 年 | 2017.3.14—2057.3.13，共 40 年 |
| 剩余土地使用年限 | 31.70 年 | 30.97 年 |
| 项目图片 |  |  |

*资料来源：募集说明书，中信建投证券*

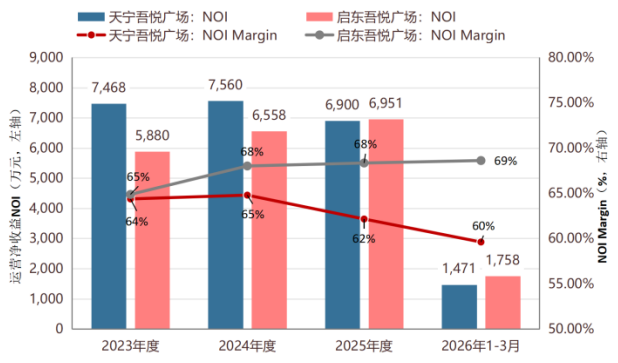
**两项目业绩走势分化，天宁项目近年略有下滑，启东项目稳定增长。**天宁项目营业收入由 2023 年 1.2 亿元降至 2025 年 1.1 亿元，净利润 2024 年见顶后回落至 1066 万元；启东项目营业收入由 0.9 亿元增至 1.0 亿元，净利润由 2420 万元升至 2747 万元。天宁项目 NOI 由 7468 万元降至 6900 万元，NOI Margin 由 64%降至 62%；启东项目 NOI 由 5880 万元升至 6951 万元，NOI Margin 由 65%升至 68%，两者方向相反。

**图 30: 两项目营业收入与净利润**




*数据来源：募集说明书，中信建投证券*

**图 31: 两项目 NOI 与 NOI Margin**



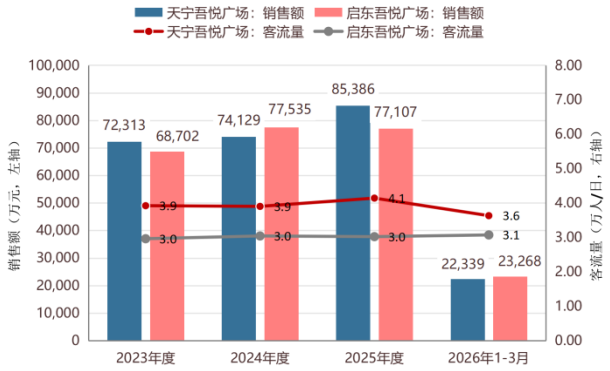

*数据来源：募集说明书，中信建投证券*

下载日志已记录，仅供内部参考



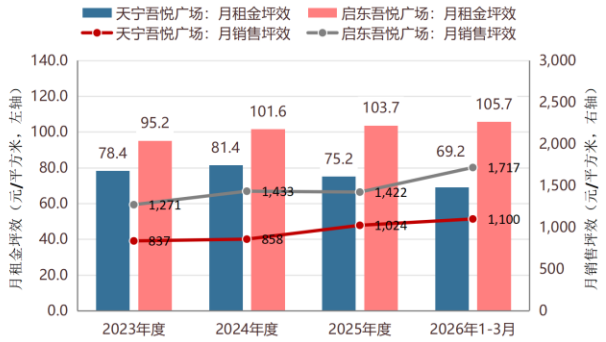
**两项目销售端均保持增长，天宁销售增速与客流提升更为显著。**天宁项目销售额由 7.2 亿元增至 2025 年 8.5 亿元，增幅 18.1%，客流量自 3.9 万人/日升至 4.1 万人/日；启东项目近两年销售额在 7.7 亿元上下波动，客流量稳定于 3.0 万人/日。天宁项目月租金坪效 2024 年见顶（81.4 元）后回落，启东项目持续升至 105.7 元，两项目销售坪效均上行。

**图 32: 两项目销售额与客流量**




*数据来源：募集说明书，中信建投证券*

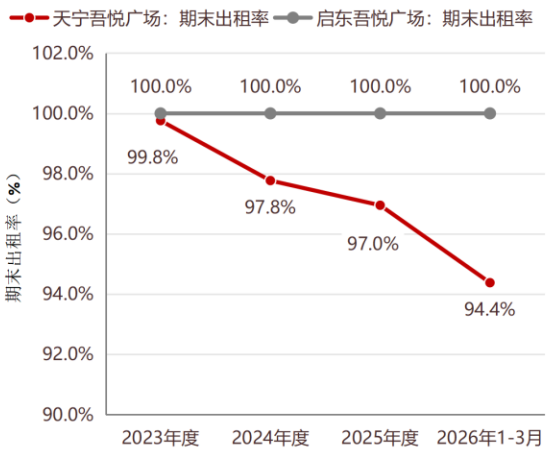
**图 33: 两项目月租金坪效与月销售坪效**




*数据来源：募集说明书，中信建投证券*

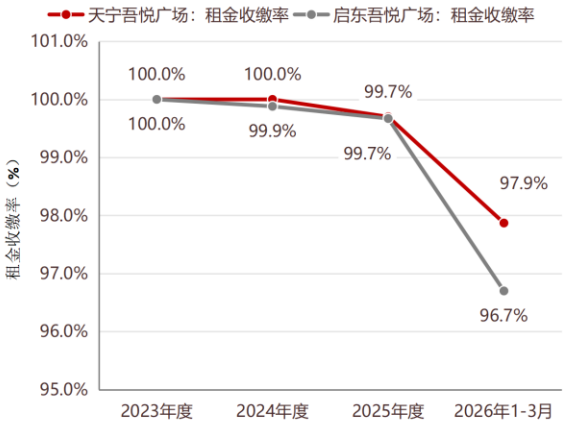
**两项目出租与收缴指标均处高位，走势略有分化。**天宁项目期末出租率由 2023 年 99.8%逐期回落至 2026 年 1-3 月 94.4%，累计下降 5.4 个百分点；启东项目各期间均保持满租。两项目租金收缴率 2023-2024 年基本达 100%，2025 年起同步小幅回落，2026 年 1-3 月天宁项目为 97.9%、启东项目为 96.7%，仍高于 96%，回款风险总体可控。

**图 34: 两项目期末出租率**




*数据来源：募集说明书，中信建投证券*

**图 35: 两项目租金收缴率**



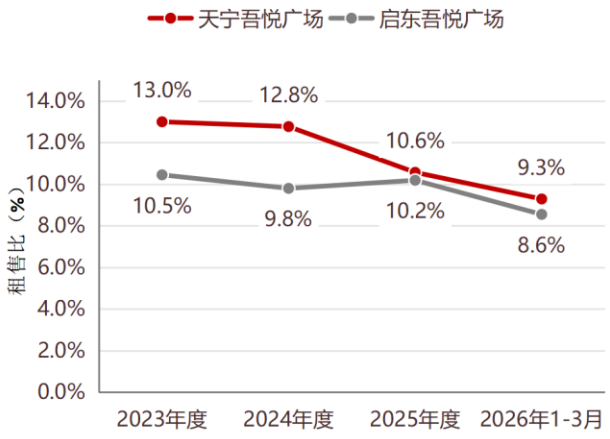

*数据来源：募集说明书，中信建投证券*

下载日志已记录，仅供内部参考



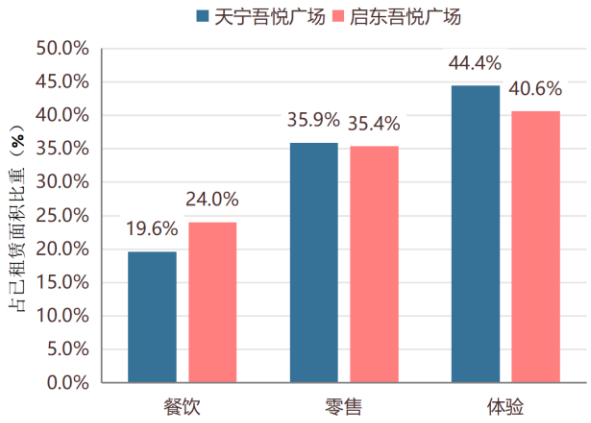
**两项目租售比同步下行，业态结构均以体验为主。**天宁项目租售比由 2023 年 13.0%持续降至 2026 年 1-3 月 9.3%，启东项目由 10.5%降至 8.6%，反映租金增速慢于销售额增长，商户成本压力有所缓解。两项目业态结构趋同，均以体验业态占比最高（天宁 44.4%、启东 40.6%），零售居中（约 35%），餐饮最低（天宁 19.6%、启东 24.0%）。

**图 36: 两项目租售比**




*数据来源：募集说明书，中信建投证券*

**图 37: 两项目租户经营业态占比**




*数据来源：募集说明书，中信建投证券*

**两项目均采用收益法评估，城市与区位差异影响折现率取值。**评估中无风险报酬率参照价值时点十年期国债收益率 1.82%确定，并叠加投资不动产风险补偿、缺乏流动性风险补偿、区位风险补偿等。考虑城市能级及区域竞争格局差异，天宁项目折现率 6.75%，启东项目折现率 7.25%，以反映其相对较高的区位风险。

**表 8: 广发新城吾悦 REIT 底层资产评估和现金流预测情况**

| 项目要素 | 常州天宁吾悦广场 | 南通启东吾悦广场 |
|---|---|---|
| 收益年限（年） | 31.70 | 30.97 |
| 估值规模（亿元） | 10.39 | 9.90 |
| 预测现金流年复合增长率 | 2.39% | 1.76% |
| 折现率 | 6.75% | 7.25% |
| 长期增长率假设 | 2.25% | 2.00% |
| 稳定期出租率假设 | 97% | 98% |
| 首个完整年资本化率（2027 年） | 6.26% | 6.67% |

*资料来源：募集说明书，中信建投证券*

下载日志已记录，仅供内部参考



与已上市可比消费类不动产公募 REITs 对比，本次估值处于合理区间，但资产单价明显低于高能级城市可比项目，反映出城市能级差异带来的估值折价。

**表 9: 广发新城吾悦 REIT 可比消费类不动产基金项目估值结果对比**

| 项目要素 | 天宁项目 | 启东项目 | 凯德雨花项目 | 凯德云尚项目 | 中海环宇城项目 |
|---|---|---|---|---|---|
| 所在区域/能级 | 天宁/地级市 | 启东/县级市 | 长沙/新一线 | 广州/一线 | 佛山/新一线 |
| 土地剩余年限 | 31.70 年 | 30.97 年 | 18.94 年 | 26.01 年 | 23.70 年 |
| 建筑面积单价（元/㎡） | 5,979 | 8,231 | 10,195 | 19,360 | 10,187 |
| 首个完整年资本化率 | 6.26% | 6.67% | 7.18% | 5.28% | 6.77% |
| 估值时点 | 2026.3.31 | 2026.3.31 | 2025.3.31 | 2025.3.31 | 2025.3.31 |

*资料来源：募集说明书，中信建投证券*

### 2.2.3 国内首单县级市购物中心 Pre-REITs 落地，十年资产证券化矩阵成型

**Pre-REITs 是新城控股多层次 REITs 体系中最晚落地、却最具战略价值的一环，其核心功能在于补全资产从“培育”到“证券化”的前端环节。** 2026 年 7 月，新城瑞安吾悦广场项目公司完成股权变更，100%持股股东由新城万博置业有限公司变更为广东保城新屹企业管理有限公司。工商穿透后，信保基金通过中瑞保城壹号（广东）企业管理企业实现对该项目的实际控制，其他出资方还包括广州资产管理有限公司、安徽国元创新投资有限公司等机构。该交易标志着新城控股完成 Pre-REITs 层面首次布局，与此前已落地的机构间 REITs 及申报中的公募 REITs 共同形成“Pre-REITs—机构间 REITs—公募 REITs”三层资产证券化体系。

**瑞安吾悦广场被纳入 Pre-REITs，核心支撑在于其区域标杆地位与稳定运营表现。** 项目位于浙江省瑞安市安阳区核心板块，2018 年开业，体量约 13.5 万平方米，为当地体量最大、品类最全的一站式购物中心。2026 年上半年，该项目在全国 200 余座吾悦广场中租金收入排名第 2，出租率长期保持 100%。瑞安为全国综合竞争力百强县市第 24 位，城镇居民人均收入排名全国县域第 9 位，经济基本面与消费能力对项目形成有效支撑。

下载日志已记录，仅供内部参考



**表 10: 新城控股 Pre-REITs（瑞安吾悦广场）交易概况**

| 项目要素 | 内容 |
| --- | --- |
| 底层资产 | 新城瑞安吾悦广场（浙江省瑞安市） |
| 交易时点 | 2026 年 7 月完成项目公司股权变更 |
| 项目公司原股东 | 新城万博置业有限公司（变更前持股 100%） |
| 受让方 | 广东保城新屹企业管理有限公司 |
| 实际控制方 | 信保基金（通过中瑞保城壹号（广东）企业管理企业） |
| 其他出资方 | 广州资产管理有限公司、安徽国元创新投资有限公司等 |
| 项目图片 |  |

*资料来源：企查查，中信建投证券*

**新城控股的资产证券化实践已走过近十年，形成了覆盖全产品类型的完整矩阵。** 2016 年 6 月，公司发行东证资管-青浦吾悦广场资产支持专项计划，规模 10.5 亿元，创下国内资产证券化市场的“五个第一”：首单民营房企发起的商业物业类 REITs、首单以大型商业综合体为基础资产、首单以纯外部租户为现金流来源、首单以交割股权实现资产出表、首单原始发起人享有回购权利而非义务。2020 年进入 CMBS 发行高峰，平安汇通-新城吾悦商业物业第一期 ABS（21.37 亿元）与华西证券-新城吾悦商业物业第一期 CMBS（29.47 亿元）合计提供近 51 亿元长期资金；2023 年 7 月，公司发行 13.16 亿元绿色（碳中和）CMBS。十年间，新城控股构建了覆盖类 REITs、CMBS、绿色 CMBS、机构间 REITs、公募 REITs 的完整产品矩阵，为多层次 REITs 体系的成型积累了丰富的交易经验与市场信誉。

下载日志已记录，仅供内部参考



**表 11: 新城控股资产证券化产品矩阵**

| 时间 | 产品名称 | 类型 | 规模（亿元） | 底层资产 |
|---|---|---|---|---|
| 2016.06 | 东证资管-青浦吾悦广场 | 类 REITs | 10.50 | 上海青浦吾悦广场 |
| 2020.06 | 平安汇通-新城吾悦商业物业一期 | 商业 ABS | 21.37 | 吾悦商业物业 |
| 2020.06 | 华西证券-新城吾悦商业物业一期 | CMBS | 29.47 | 吾悦商业物业 |
| 2023.07 | 绿色（碳中和）CMBS | 绿色 CMBS | 13.16 | 吾悦商业物业 |
| 2025.11 | 国金资管-吾悦广场持有型不动产 ABS | 机构间 REITs | 6.16 | 上海青浦吾悦广场 |
| 2026.06 | 国金资管-吾悦广场机构间 REITs 扩募 | 机构间 REITs | 20.55（总权益募资） | 上海青浦、天津津南、南通如皋吾悦广场 |
| 2026.07 | 新城瑞安吾悦广场 Pre-REITs | Pre-REITs | 未披露 | 瑞安吾悦广场 |
| 2026.09 | 广发新城吾悦商业不动产 REIT | 公募 REITs | 15.41（拟） | 常州天宁、南通启东吾悦广场 |

*资料来源：*公司官网，公司公告，证监会，上交所，深交所，募集说明书，*中信建投证券*

下载日志已记录，仅供内部参考



# 三、盈利预测与投资建议

**维持盈利预测和买入评级不变。**我们看好公司商业运营基本盘的稳健现金流属性，以及向主动不动产资管平台战略转型的长期成长价值。随着商业不动产 REIT 获批、机构间 REIT 完成扩募，公司千亿存量商业资产盘活路径清晰落地。维持盈利预测不变，预计 2026-2028 年公司 EPS 分别为 0.44/0.53/0.62 元，维持买入评级不变。

**重要财务指标**

| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 88,999 | 53,012 | 40,995 | 31,476 | 27,044 |
| YoY(%) | -25.32 | -40.44 | -22.67 | -23.22 | -14.08 |
| 净利润(百万元) | 752 | 680 | 989 | 1,194 | 1,391 |
| YoY(%) | 2.07 | -9.61 | 45.43 | 20.70 | 16.54 |
| 毛利率(%) | 19.80 | 27.42 | 32.57 | 39.54 | 45.15 |
| 销售净利率(%) | 0.85 | 1.28 | 2.41 | 3.79 | 5.14 |
| ROE(%) | 1.24 | 1.10 | 1.58 | 1.87 | 2.13 |
| EPS(摊薄/元) | 0.33 | 0.30 | 0.44 | 0.53 | 0.62 |
| P/E(倍) | 38.82 | 42.95 | 29.53 | 24.47 | 20.99 |
| P/B(倍) | 0.48 | 0.47 | 0.47 | 0.46 | 0.45 |

*数据来源：iFind，中信建投证券*

下载日志已记录，仅供内部参考



# 风险分析

1、业绩下降风险。若公司开发项目所布局的区域房地产市场整体热度进一步下行，公司的销售节奏将受到较大影响，开发板块的结算收入规模将下行更多。同时，房价若出现超预期下跌，一方面会影响公司开发业务的销售和结算单价，同时也会给公司带来更多的存货减值，进一步影响业绩表现。

2、三四线城市消费超预期下降风险。公司持有的商场大部分位于三四线城市，若三四线城市的消费水平出现超预期下跌，则会对公司商场的出租率、租金单价产生负面影响，进而对公司商场整体的租金收入造成负面影响。

3、未能按期偿付债务以及应付款的风险。公司的公开市场信用债务和工程应付款，若未来未能按期偿还，则会对公司声誉造成负面影响，进而影响公司的房产销售、商场经营与再融资。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 报表预测

资产负债表（百万元）

| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | **152,678.3** | **112,273.0** | **77,059.23** | **58,126.03** | **49,021.18** |
| 现金 | 10,295.99 | 6,803.35 | 6,149.19 | 4,721.39 | 4,056.53 |
| 应收票据及应收账款合 | 567.42 | 509.97 | 300.99 | 231.10 | 198.56 |
| 其他应收款 | 32,719.99 | 25,861.42 | 15,899.76 | 12,207.95 | 10,488.85 |
| 预付账款 | 2,794.14 | 1,941.01 | 1,291.46 | 991.60 | 851.96 |
| 存货 | 97,008.49 | 71,050.39 | 43,148.45 | 29,704.62 | 23,155.90 |
| 其他流动资产 | 9,292.30 | 6,106.88 | 10,269.38 | 10,269.38 | 10,269.38 |
| **非流动资产** | **154,514.4** | **153,370.3** | **154,023.0** | **154,519.2** | **154,962.4** |
| 长期投资 | 20,991.13 | 19,746.53 | 19,897.00 | 20,017.48 | 20,112.96 |
| 固定资产 | 3,389.11 | 4,408.27 | 4,251.13 | 4,081.65 | 3,899.85 |
| 无形资产 | 1,045.03 | 892.62 | 811.40 | 730.17 | 648.95 |
| 其他非流动资产 | 129,089.1 | 128,322.8 | 129,063.5 | 129,689.8 | 130,300.7 |
| **资产总计** | **307,192.7** | **265,643.3** | **231,082.2** | **212,645.2** | **203,983.6** |
| **流动负债** | **167,745.2** | **132,321.2** | **98,354.03** | **80,353.08** | **71,975.49** |
| 短期借款 | 364.04 | 124.16 | 1,770.00 | 3,597.32 | 5,109.15 |
| 应付票据及应付账款合 | 45,690.43 | 36,809.88 | 25,382.03 | 17,473.71 | 13,621.43 |
| 其他流动负债 | 121,690.8 | 95,387.23 | 71,202.00 | 59,282.05 | 53,244.91 |
| **非流动负债** | **56,774.80** | **55,790.90** | **54,435.26** | **53,079.63** | **51,723.99** |
| 长期借款 | 42,886.38 | 40,669.05 | 39,313.42 | 37,957.78 | 36,602.15 |
| 其他非流动负债 | 13,888.43 | 15,121.85 | 15,121.85 | 15,121.85 | 15,121.85 |
| **负债合计** | **224,520.0** | **188,112.1** | **152,789.2** | **133,432.7** | **123,699.4** |
| 少数股东权益 | 21,804.11 | 15,933.33 | 15,706.06 | 15,431.73 | 15,112.03 |
| 股本 | 2,255.62 | 2,255.62 | 2,255.62 | 2,255.62 | 2,255.62 |
| 资本公积 | 1,892.44 | 1,941.69 | 1,941.69 | 1,941.69 | 1,941.69 |
| 留存收益 | 56,720.55 | 57,400.51 | 58,389.61 | 59,583.48 | 60,974.83 |
| 归属母公司股东权益 | 60,868.61 | 61,597.83 | 62,586.92 | 63,780.79 | 65,172.15 |
| **负债和股东权益** | **307,192.7** | **265,643.3** | **231,082.2** | **212,645.2** | **203,983.6** |

现金流量表（百万元）

| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | **1,605.67** | **1,573.21** | **2,717.19** | **1,641.45** | **2,616.30** |
| 净利润 | 720.04 | 443.68 | 761.82 | 919.54 | 1,071.65 |
| 折旧摊销 | 425.42 | 485.30 | 497.73 | 524.32 | 502.19 |
| 财务费用 | 3,310.62 | 3,247.57 | 2,418.00 | 2,415.85 | 2,410.80 |
| 投资损失 | -319.99 | 190.14 | 276.93 | 276.93 | 276.93 |
| 营运资金变动 | -2,065.43 | -4,513.43 | -1,053.45 | -2,322.87 | -1,449.42 |
| 其他经营现金流 | -464.99 | 1,719.96 | -183.85 | -172.32 | -195.86 |
| **投资活动现金流** | **1,350.28** | **1,078.65** | **-1,243.55** | **-1,125.09** | **-1,026.55** |
| 资本支出 | 2,874.36 | -936.82 | 1,000.00 | 900.00 | 850.00 |
| 长期投资 | 1,176.24 | 309.93 | -405.00 | -375.00 | -350.00 |
| 其他投资现金流 | -2,700.32 | 1,705.54 | -1,838.55 | -1,650.09 | -1,526.55 |
| **筹资活动现金流** | **-9,088.32** | **-4,621.61** | **-2,127.80** | **-1,944.16** | **-2,254.61** |
| 短期借款 | -900.14 | -239.88 | 1,645.84 | 1,827.32 | 1,511.83 |
| 长期借款 | 5,289.74 | -2,217.33 | -1,355.64 | -1,355.64 | -1,355.64 |
| 其他筹资现金流 | -13,477.9 | -2,164.40 | -2,418.00 | -2,415.85 | -2,410.80 |
| **现金净增加额** | **-6,132.23** | **-1,970.04** | **-654.16** | **-1,427.80** | **-664.86** |

利润表（百万元）

| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **88,998.58** | **53,011.63** | **40,994.59** | **31,475.93** | **27,043.56** |
| 营业成本 | 71,373.45 | 38,477.82 | 27,641.87 | 19,029.45 | 14,834.19 |
| 营业税金及附加 | 2,312.52 | 2,988.72 | 2,311.21 | 1,774.57 | 1,524.68 |
| 销售费用 | 3,965.12 | 1,844.13 | 1,426.09 | 1,094.96 | 940.77 |
| 管理费用 | 2,758.13 | 2,613.36 | 2,020.94 | 1,551.70 | 1,333.19 |
| 研发费用 | 6.88 | 0.00 | 3.39 | 2.60 | 2.24 |
| 财务费用 | 3,310.62 | 3,247.57 | 2,418.00 | 2,415.85 | 2,410.80 |
| 资产减值损失 | -2,018.48 | -1,151.42 | -869.09 | -601.19 | -432.70 |
| 信用减值损失 | -681.64 | -500.18 | -386.80 | -296.99 | -255.17 |
| 其他收益 | 10.20 | 17.75 | 35.29 | 35.29 | 35.29 |
| 公允价值变动收益 | 70.72 | 145.99 | -94.28 | -148.20 | -38.13 |
| 投资净收益 | 319.99 | -190.14 | -276.93 | -276.93 | -276.93 |
| 资产处置收益 | -0.70 | -0.82 | -0.82 | -0.82 | -0.82 |
| **营业利润** | **2,971.95** | **2,161.22** | **3,580.45** | **4,317.97** | **5,029.24** |
| 营业外收入 | 176.71 | 193.76 | 217.00 | 217.00 | 217.00 |
| 营业外支出 | 242.20 | 280.26 | 235.09 | 235.09 | 235.09 |
| 利润总额 | 2,906.47 | 2,074.71 | 3,562.36 | 4,299.88 | 5,011.15 |
| 所得税 | 2,186.43 | 1,631.03 | 2,800.54 | 3,380.33 | 3,939.50 |
| **净利润** | **720.04** | **443.68** | **761.82** | **919.54** | **1,071.65** |
| 少数股东损益 | -32.35 | -236.42 | -227.27 | -274.32 | -319.70 |
| **归属母公司净利润** | **752.39** | **680.11** | **989.10** | **1,193.87** | **1,391.35** |
| EBITDA | 6,642.50 | 5,807.57 | 6,478.10 | 7,240.05 | 7,924.14 |
| EPS（元） | 0.33 | 0.30 | 0.44 | 0.53 | 0.62 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入(%) | -25.32 | -40.44 | -22.67 | -23.22 | -14.08 |
| 营业利润(%) | -33.58 | -27.28 | 65.67 | 20.60 | 16.47 |
| 归属于母公司净利润 | 2.07 | -9.61 | 45.43 | 20.70 | 16.54 |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率(%) | 19.80 | 27.42 | 32.57 | 39.54 | 45.15 |
| 销售净利率(%) | 0.85 | 1.28 | 2.41 | 3.79 | 5.14 |
| ROE(%) | 1.24 | 1.10 | 1.58 | 1.87 | 2.13 |
| ROIC(%) | 1.34 | 0.89 | 1.18 | 1.34 | 1.36 |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率(%) | 73.09 | 70.81 | 66.12 | 62.75 | 60.64 |
| 净负债比率(%) | 39.86 | 43.84 | 44.62 | 46.50 | 46.90 |
| 流动比率 | 0.91 | 0.85 | 0.78 | 0.72 | 0.68 |
| 速动比率 | 0.26 | 0.25 | 0.23 | 0.21 | 0.21 |
| **营运能力** | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.29 | 0.20 | 0.18 | 0.15 | 0.13 |
| 应收账款周转率 | 156.92 | 105.15 | 139.74 | 139.74 | 139.74 |
| 应付账款周转率 | 1.58 | 1.07 | 1.11 | 1.11 | 1.11 |
| **每股指标（元）** | | | | | |
| 每股收益(摊薄) | 0.33 | 0.30 | 0.44 | 0.53 | 0.62 |
| 每股经营现金流(摊薄) | 0.71 | 0.70 | 1.20 | 0.73 | 1.16 |
| 每股净资产(摊薄) | 26.99 | 27.31 | 27.75 | 28.28 | 28.89 |
| **估值比率** | | | | | |
| P/E | 38.82 | 42.95 | 29.53 | 24.47 | 20.99 |
| P/B | 0.48 | 0.47 | 0.47 | 0.46 | 0.45 |
| EV/EBITDA | 13.84 | 15.16 | 13.25 | 11.88 | 10.84 |

*资料来源：公司公告，iFinD，中信建投证券*

下载日志已记录，仅供内部参考



## 分析师介绍

**竺劲**

地产、周期及中小盘研究组组长，房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，13 年证券从业经验。

连续三年（2018-2020）荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），获得 2020 年新财富最佳分析师（房地产行业）入围奖，2020 年机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）大陆区入围奖，2020 年卖方分析师水晶球奖（房地产行业）第 5 名。

**王文涛**

中信建投证券房地产行业研究员，武汉大学学士，上海财经大学硕士，研究方向为房地产/建筑。

## 研究助理

**叶文慧**

yewenhui@csc.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考



## 评级说明

| 投资评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|---|---|---|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对涨幅 15％以上 |
| | | 增持 | 相对涨幅 5%—15% |
| | | 中性 | 相对涨幅-5%—5%之间 |
| | | 减持 | 相对跌幅 5%—15% |
| | | 卖出 | 相对跌幅 15％以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上 |
| | | 中性 | 相对涨幅-10-10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上 |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投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，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。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。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。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

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。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610） 56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk