

大悦城 (000031.SZ)

2025 年 03 月 17 日

“开发+经营”双轮驱动，潜心经营铸就品牌生态圈

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

齐东（分析师）

胡耀文（分析师）

杜致远 (联系人)

qidong@kysec.cn

huyaowen@kysec.cn

duzhiyuan@kysec.cn

证书编号: S0790522010002

证书编号: S0790524070001

证书编号: S0790124070064

日期 2025/3/14

当前股价(元) 2.73

一年最高最低(元)	4.22/2.21
-----------	-----------

总市值(亿元)	117.02
---------	--------

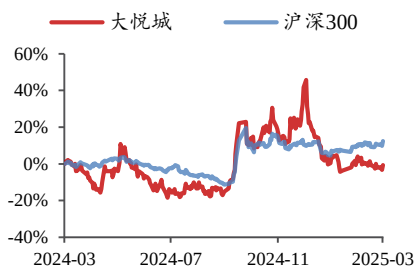
流通市值(亿元)	109.28
----------	--------

总股本(亿股)	42.86
---------	-------

流通股本(亿股)	40.03
----------	-------

近 3 个月换手率(%)	41.71
--------------	-------

股价走势图



数据来源：聚源

● “开发+经营”双轮驱动，潜心经营铸就品牌生态圈，给予“买入”评级

大悦城背靠中粮集团，“开发+经营”双轮驱动，聚焦全国核心城市布局，整体物业开发及物业投资经营情况稳健，伴随投资物业板块业绩占比提升及地产业务板块逐渐企稳，盈利能力回升趋势明显，业绩有望持续释放。我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为-30.35、-8.31、8.72 亿元，EPS 分别为-0.71、-0.19、0.20 元，当前股价对应 2026 年 PE 为 13.4 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 开发业务稳健发展，土地投资优中取优

2023 年，公司实现全口径签约 461 亿元，同比下降 19%，签约面积 223 万平米，同比下降 2%。公司在 2023 年房地产企业销售业绩排行榜位列 29 位，较 2022 年提升 4 位。公司拿地继续坚持谨慎态度，2023 年全年仅获取三宗土地，均为核心城市较核心区域，公司新获取土地建筑面积 16.8 万平方米，同比下降 78.81%；拿地金额 63.34 亿元，同比下降 34.15%。

● 经营能力打通流量脉络，潜心经营铸就品牌生态圈

公司投资物业业务进展强势，营收占比呈现增长趋势。2023 年，公司投资物业营业收入 53.93 亿元，同比增长 24.3%；2024 年上半年，公司投资物业营业收入 26.03 亿元，同比减少 3.6%。截至 2024 年上半年，商业项目全国布局 45 个，公司在营项目 34 个，总商业面积 374 万平方米。公司以潮流及二次元文化主题购物中心举办的活动可带动大量客流量和销售额，并在运营层面善于将顶流 IP 热度迁移，形成联动效应。公司购物广场主动创造空间稀缺性及产品独特性，最大效率激发客流量，随着公司购物广场项目开业进一步，联动效应有望加强。

● 负债结构相对稳定，融资成本持续压降

公司持续优化债务结构，融资成本持续下行。截至 2023 年末，公司有息负债规模 726.48 亿元，资产负债率 76.73%，剔除预收账款资产负债率 60.58%。2024 年上半年公司新增借款平均成本 3.13%，综合融资成本为 4.26%，融资成本持续下行。公司华夏大悦城商业 REIT 于 2024 年下半年顺利上市，募集规模达 33.23 亿元，取得投资收益 21 亿元。

● **风险提示：**第三方项目拓展放缓、关联公司经营不及预期、房地产销售下行。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	39,579	36,783	35,474	36,050	36,114
YOY(%)	-7.1	-7.1	-3.6	1.6	0.2
归母净利润(百万元)	-2,883	-1,465	-3,035	-831	872
YOY(%)	-2781.4	49.2	-107.1	72.6	204.9
毛利率(%)	24.1	26.5	29.5	30.9	32.2
净利率(%)	-5.6	0.3	-9.5	-3.3	4.1
ROE(%)	-4.7	0.3	-7.9	-2.9	3.4
EPS(摊薄/元)	-0.67	-0.34	-0.71	-0.19	0.20
P/E(倍)	-4.1	-8.0	-3.9	-14.1	13.4
P/B(倍)	0.8	0.8	1.1	1.2	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、“开发+经营”双轮驱动，潜心经营铸就品牌生态圈	5
1.1、三十载潜心经营，双轮驱动铸就品牌生态圈	5
1.2、发展战略路径清晰，业务布局广泛	6
2、经营能力打通流量脉络，潜心经营铸就品牌生态圈	9
2.1、投资物业高能级聚焦，布局战略核心带深耕	9
2.2、“二次元”文化聚合联动效应，“谷子经济”触发客户粘性	11
2.3、价值联动保障出租率，管理优秀向外输出	15
2.4、产业园运行稳定，积极探索优势产业	16
3、开发业务稳健发展，土地获取优中取优	18
3.1、开发业务稳健发展，销售排名逆势提升	18
3.2、定位清晰铸就品牌项目，场景深化助力产品力升级	19
3.3、投资聚焦核心区域，土地获取优中取优	22
4、酒店业务经营稳健，经营能力多业态迁移	25
4.1、酒店业务经营稳健，毛利率回升明显	25
4.2、小范围长租公寓展开，多业态物业管理强化	26
5、负债结构相对稳定，融资成本持续压降	28
5.1、负债结构相对稳定，在手货币资金充裕	28
5.2、融资成本持续下行，现金流情况有所保障	28
5.3、资产证券化积极推进，多渠道畅通保障企业稳定性	29
6、盈利预测与投资建议	30
7、风险提示	32
附：财务预测摘要	33

图表目录

图 1：公司于 2019 年初完成重大资产重组，形成“A 控红筹”架构	5
图 2：中粮集团为公司第一大股东（截至 2024Q3）	6
图 3：公司业务布局广泛，遍布全国 38 个城市	7
图 4：公司营收规模整体保持稳定	8
图 5：公司主营业务聚焦地产开发与物业投资业务	8
图 6：公司整体毛利率维持在合理水平	8
图 7：公司核心业务利润空间较为合理	8
图 8：公司营收占比呈现增长趋势	10
图 9：公司投资物业营收占比呈现增长趋势	10
图 10：公司毛利润占比呈现上升趋势	10
图 11：公司毛利率稳定在高位运行	10
图 12：公司销售额复苏情况良好	11
图 13：购物中心客流人数与销售额同向变化	11
图 14：大悦城定位城市级时尚潮流中心	11
图 15：上海静安大悦城利用了中庭引流作用形成二次元主题独特动线	12
图 16：静安大悦城主题快闪活动带来大量客流量	13
图 17：上海静安大悦城多次引入顶流 IP	13
图 18：公司善于将 IP 热度迁移，形成联动效应	13

图 19: 上海静安大悦城多次引入顶流 IP.....	13
图 20: 北京朝阳大悦城 chiikawa 快闪开业客流量爆满.....	14
图 21: 朝阳大悦城快闪活动期间消费粘性显著提升.....	14
图 22: 公司三亚大悦城项目于 2024 年 10 月开业.....	15
图 23: 公司海淀大悦城项目于 2024 年 12 月开业.....	15
图 24: 公司写字楼整体平均出租率持续保持高位.....	15
图 25: 公司中粮广场写字楼出租率 93%.....	16
图 26: 公司写字楼项目管理经验向外输出.....	16
图 27: 公司产业园业务积极探索优势产业, 出租率维持相对高位.....	17
图 28: 公司中粮机器人智造产业园获深圳市小微企业创业创新优秀认定.....	17
图 29: 公司销售金额持续维持较高水平.....	18
图 30: 公司销售面积稳定维持较高水平.....	18
图 31: 公司销售均价整体维持高位.....	18
图 32: 公司销售能力长期维持稳定.....	18
图 33: 壹品系列上海海景一品成为城市标杆项目.....	19
图 34: 悦系(原祥云系列)北京京西祥云融入自然景观.....	19
图 35: 上海前滩海景壹号地理位置优越.....	20
图 36: 前滩海景壹号周边设施配套齐全.....	20
图 37: 前滩海景壹号采用玻璃幕墙与现代石材融合设计.....	20
图 38: 前滩海景壹号用户有超大中央园景.....	20
图 39: 苏州大悦狮山壹号首开即罄.....	21
图 40: 西安悦著·云轩三开三罄.....	21
图 41: 悦著·云轩外立面采用四面铝板搭配大面积玻璃.....	22
图 42: 悦著·云轩小区内部配套设施采用高档石质贴面.....	22
图 43: 公司新获取土地建筑面积有所收缩.....	22
图 44: 公司拿地金额呈现收缩趋势.....	22
图 45: 公司权益拿地金额呈现收缩趋势.....	23
图 46: 公司拿地权益比例维持相对稳定.....	23
图 47: 公司土地储备大多位于核心区域(2024H1).....	24
图 48: 公司酒店业务收入占比保持稳定.....	25
图 49: 酒店业务毛利率有所回升.....	25
图 50: 公司在精选地段开发地标级豪华酒店项目.....	25
图 51: 公司酒店地点核心, 保障客房入住率.....	25
图 52: 公司运营长租公寓项目共 11 个.....	26
图 53: 公司长租公寓有效维护客户粘性.....	26
图 54: 公司物业管理业务合同管理面积呈现增长趋势.....	27
图 55: 公司物业管理业务在管面积呈现增长趋势.....	27
图 56: 公司有息负债规模相对稳定.....	28
图 57: 公司在手货币资金维持充裕.....	28
图 58: 2020-2024H1, 公司融资成本持续压降.....	29
图 59: 公司融资成本具有相对优势.....	29
图 60: 华夏大悦城商业 REIT 上市市场认可度高.....	29

表 1: 公司在主要城市布局已具有规模效应及品牌效应.....	9
表 2: 静安大悦城泛二次元主题品牌仅占据购物中心品牌数量的 9.44%.....	13

表 3： 公司多个购物中心项目待开业	15
表 4： 2024 年上半年，公司写字楼出租情况整体良好.....	16
表 5： 公司产业园业务运行稳定，聚焦优势产业.....	16
表 6： 公司销售情况稳定，销售均价较有竞争力.....	18
表 7： 公司开发业务定位清晰，产品线划分明.....	19
表 8： 上海海景壹号项目整体位置优越，配套设施齐全.....	20
表 9： 公司 2022-2023 年拿地谨慎，拿地聚焦核心区域	23
表 10： 截至 2024 年上半年，公司土地储备充裕.....	24
表 11： 公司出租率维持在相对高位.....	26
表 12： 公司长租公寓出租情况良好，深度参与市场竞争.....	26
表 13： 我们预计公司 2025-2026 年营收保持增长	30
表 14： 预计公司 2026 年归母净利润由负转正.....	31

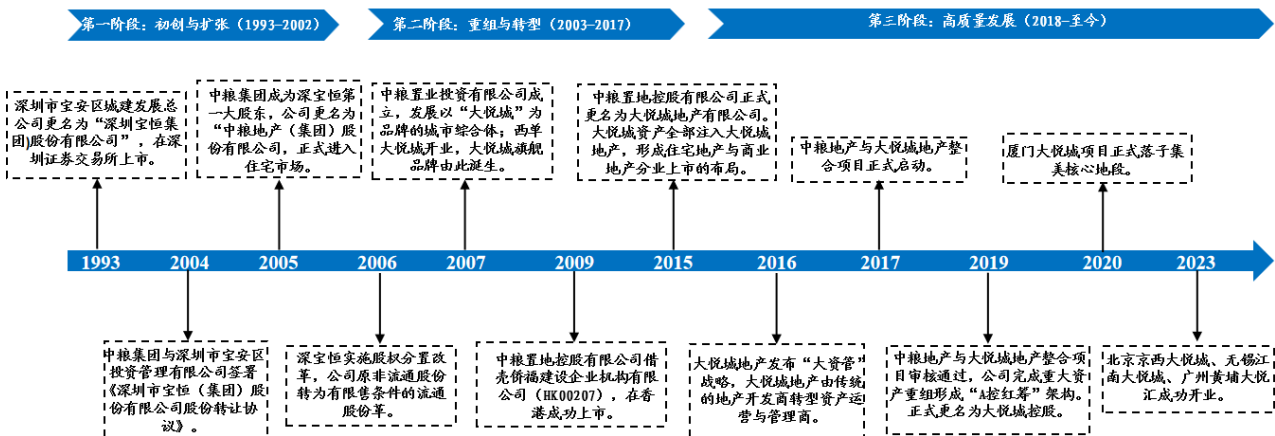
1、“开发+经营”双轮驱动，潜心经营铸就品牌生态圈

1.1、三十载潜心经营，双轮驱动铸就品牌生态圈

大悦城控股（以下简称“大悦城”、“公司”）（股票代码 000031.SZ）是中粮集团旗下的地产投资和管理平台。

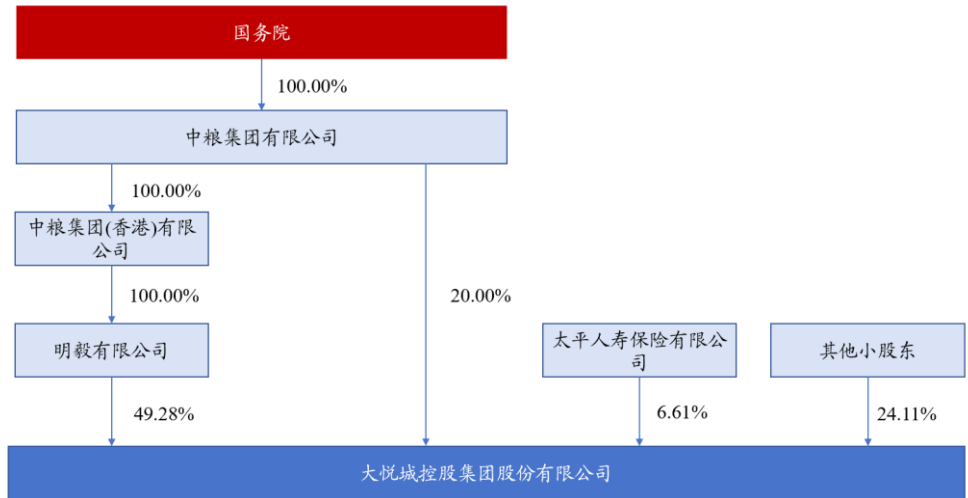
公司于1993年10月8日在深圳证券交易所上市，2019年初完成重大资产重组，形成“A控红筹”架构；旗下拥有在香港联合交易所上市的大悦城地产。大悦城控股定位“城市运营与美好生活服务商”，坚持“双轮双核”的发展模式，以“开发+经营”双轮驱动，稳健发展，目前业务覆盖商业、住宅、产业地产、酒店、写字楼、长租公寓、物业服务等领域，布局一、二线核心城市，构建起了业态类型丰富、城市布局完善、资产结构均衡的品牌生态圈。

图1：公司于2019年初完成重大资产重组，形成“A控红筹”架构



资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司股权结构清晰，国务院国资委为公司的实际控制人。截至2024年三季度末，公司控股股东中中粮集团有限公司直接持有比例为20%，间接通过明毅有限公司持有公司股权比例为49.28%，合计持股比例为69.28%。太平人寿保险有限公司持股6.61%。中粮集团承诺将大悦城控股作为旗下房地产业务板块的唯一专业化平台，并避免与其构成实质性竞争。

图2：中粮集团为公司第一大股东（截至 2024Q3）


资料来源：Wind、开源证券研究所

1.2、发展战略路径清晰，业务布局广泛

公司定位清晰，战略明确。公司定位“城市运营与美好生活服务商”的战略方向，深耕京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝等主要城市群及周边辐射区域，业务布局全国 38 个城市。公司实施“开发+经营”双轮驱动，产品+服务“双核”运行战略。公司为中粮集团唯一的房地产业务平台，从事的主要业务包括：房地产开发、经营、销售、出租及管理住宅、商用物业，经营业态涵盖住宅、商业地产及部分产业地产。

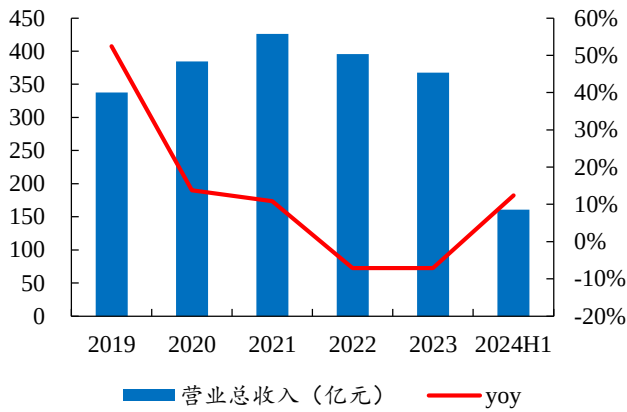
图3：公司业务布局广泛，遍布全国 38 个城市



资料来源：公司年报

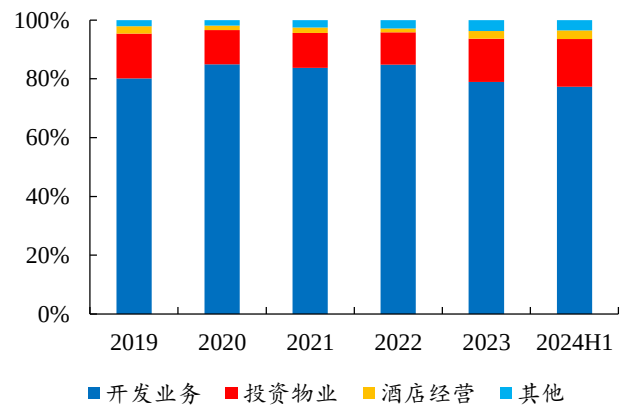
公司主营业务聚焦地产开发与物业投资业务，2023 年公司实现营业收入 367.83 亿元，其中开发业务、投资物业、酒店经营、其他业务营业收入分别为 290.44、53.93、9.70、13.76 亿元，分别占比 79.0%、14.7%、2.6%、3.7%，毛利率分别为 19.6%、61.2%、35.3%、29.7%，同比分别-0.8pct、+8.2pct、+21.1pct、+4.1pct。2024 年上半年，公司实现营业收入 160.82 亿元，同比增长 12.4%，其中开发业务、投资物业、酒店经营、其他业务营业收入分别为 124.40、26.03、4.68、5.71 亿元，分别占比 77.4%、16.2%、2.9%、3.6%。

图4：公司营收规模整体保持稳定



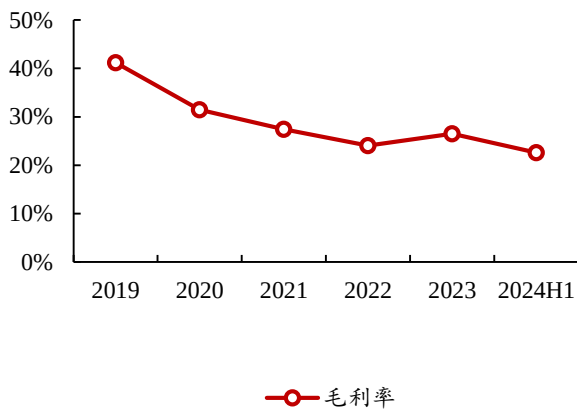
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：公司主营业务聚焦地产开发与物业投资业务



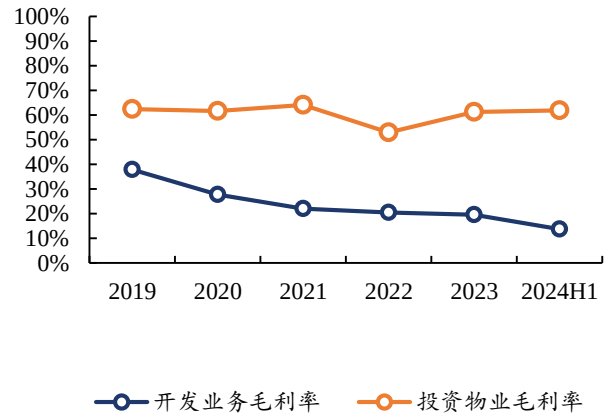
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：公司整体毛利率维持在合理水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：公司核心业务利润空间较为合理



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、经营能力打通流量脉络，潜心经营铸就品牌生态圈

2.1、投资物业高能级聚焦，布局战略核心带深耕

公司商业项目开展程度深，已具有规模效应及品牌效应。截至 2024 年上半年，商业项目全国布局 45 个，公司在营项目 34 个，总商业面积 374 万平方米；其中包括 21 个大悦城购物中心，总商业面积约 302 万平方米，2 个大悦汇，总商业面积约 19.3 万平方米。在建、筹备的项目 11 个，总商业面积约 120 万平方米。

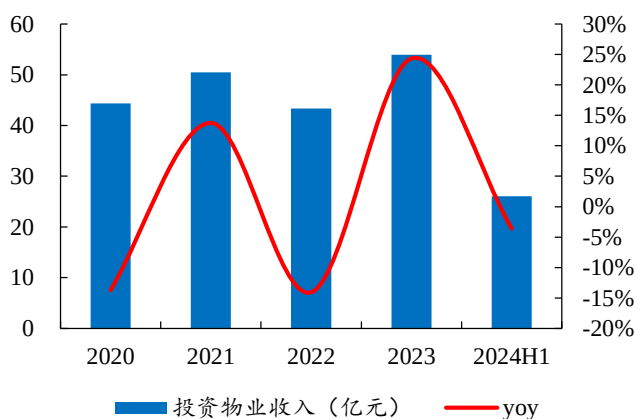
表1：公司在主要城市布局已具有规模效应及品牌效应

物业名称	城市	地址	权益比例	可出租面积 (平方米)	累计已出租面 积(平方米)	平均出租 率
北京西单大悦城	北京	北京市西城区西单北大街 131 号	30.39%	52626	50038	95%
北京朝阳大悦城	北京	北京市朝阳区朝阳北路 101 号	27.35%	117500	111236	95%
北京京西大悦城(一期)	北京	北京市石景山区阜石路 173 号院 1 号楼	11.92%	53210	50017	94%
北京祥云小镇	北京	北京市顺义区安泰大街 9 号	51.00%	76811	72893	95%
北京丰台大悦春风里	北京	北京市槐房西路 9 号院 5 号楼 88 幢	25.00%	27376	23544	86%
北京大兴大悦春风里	北京	北京市大兴区黄村东大街 38 号	29.80%	58515	50323	86%
天津南开大悦城	天津	天津市南开区南门外大街 2 号	30.39%	88404	85353	97%
沈阳大悦城	沈阳	辽宁省沈阳市大东区小东路 6 号	59.59%	133714	128252	96%
上海静安大悦城	上海	上海市静安区西藏北路 166 号	30.39%	66986	64909	97%
上海长风大悦城	上海	上海市普陀区大渡河路 196 号	21.67%	57473	54892	96%
成都大悦城	成都	成都市武侯区大悦路 518 号	59.59%	90022	88018	98%
天府大悦城	成都	夔州大道与兴康三街交叉口东侧	59.59%	73848	72312	98%
重庆大悦城	重庆	重庆市秋成大道 99 号	59.59%	69785	60015	86%
武汉大悦城	武汉	武汉市高新大道 718 号	30.39%	70440	67499	96%
烟台大悦城	烟台	山东省烟台市芝罘区北马路 150 号	30.39%	77395	74555	96%
青岛即墨大悦春风里	即墨	青岛市盟旺路 365 号	59.59%	22309	19186	86%
杭州大悦城	杭州	浙江省杭州市拱墅区隐秀路 1 号	32.77%	76611	74140	97%
苏州大悦城	苏州	御窑路 1999 号	29.85%	91307	87857	96%
西安大悦城	西安	西安市雁塔区慈恩西路 66 号	17.33%	61882	60255	97%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

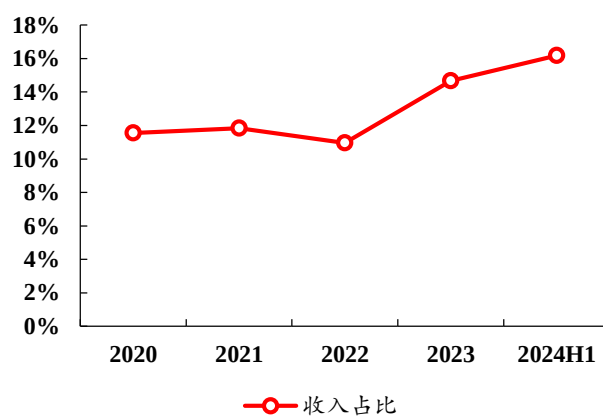
公司投资物业业务进展强势，营收占比呈现增长趋势。2022 年以来，公司投资物业业务复苏顺利，营业收入贡献持续增长。2023 年，公司投资物业营业收入 53.93 亿元，同比增长 24.3%，占总营收额 14.7%；2024 年上半年，公司投资物业营业收入 26.03 亿元，同比减少 3.6%，占总营收额 16.2%。

图8：公司营收占比呈现增长趋势



数据来源：公司公告、开源证券研究所

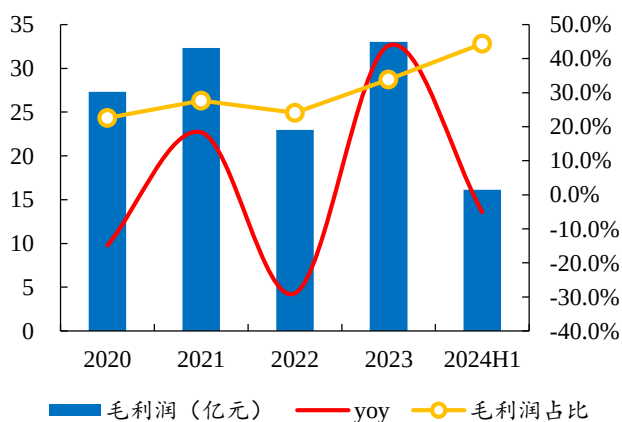
图9：公司投资物业业营收占比呈现增长趋势



数据来源：公司公告、开源证券研究所

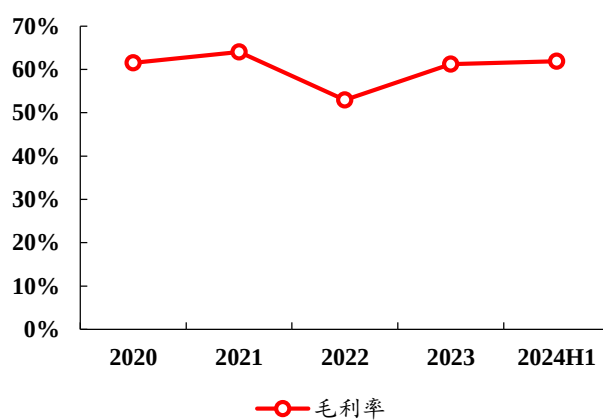
公司投资物业业务利润贡献度呈现增长趋势，毛利率高位运行。2023 年，公司投资物业毛利润 33.04 亿元，同比增长 43.8%，占公司毛利润总额的 33.92%；2024 年上半年，公司投资物业营业毛利润 16.12 亿元，同比减少 5.1%，占公司毛利润总额的 44.37%。2020-2024H1 公司投资物业业务毛利润占比由 22.60%提升至 44.37%，业务利润贡献持续提升。

图10：公司毛利润占比呈现上升趋势



数据来源：公司公告、开源证券研究所

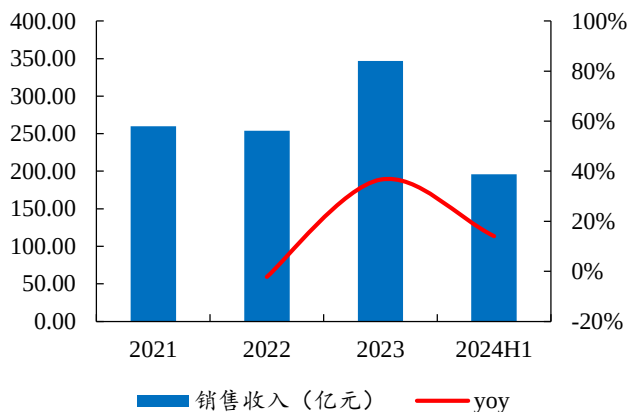
图11：公司毛利率稳定在高位运行



数据来源：公司公告、开源证券研究所

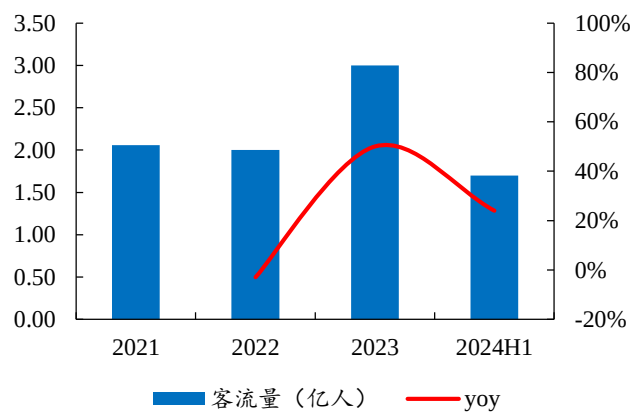
公司商业项目市场认可度高，客流人数及销售额同向增长。2023 年，公司购物中心销售额 347 亿元，同比增长 37%；客流量超 3 亿人次，同比增长 66%；平均出租率 95%。2024 年上半年，公司购物中心销售额 196 亿元，同比增长 14%；客流量 1.7 亿人次，同比增长 24%；平均出租率 94%。

图12：公司销售额复苏情况良好



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图13：购物中心客流量与销售额同向变化



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、“二次元”文化聚合联动效应，“谷子经济”触发客户粘性

公司商业项目经营能力强，定位准确清晰。公司购物中心聚焦 18-35 岁城市新生代及青年客群，以“年轻、时尚、潮流、品位”为品牌内涵，明确定位于城市级时尚潮流中心，以其独特的定位及稀缺性持续吸引商业流量。公司以卓越的运营能力，快速将客流量转化为销售收入。

图14：大悦城定位城市级时尚潮流中心

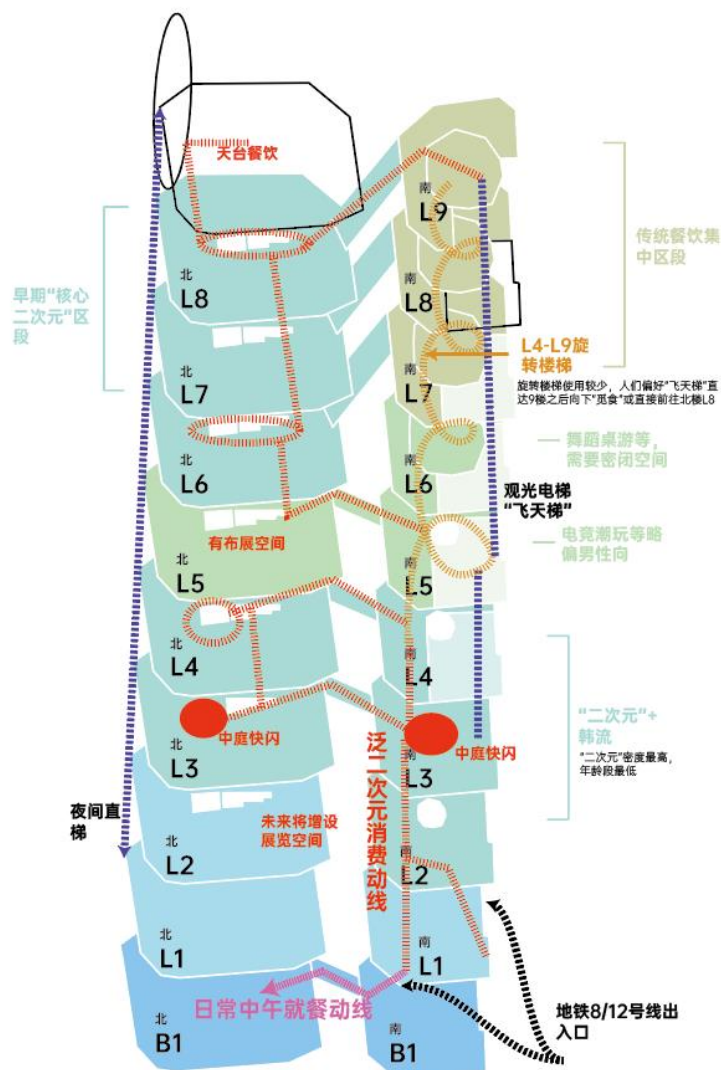


资料来源：公司官网

公司善于将潮流文化热度转化为公司长期基础流量。以上海静安大悦城为例，上海静安大悦城持续以“次元”文化驱动为核心，联动顶流 IP 合作开展各类主题快闪，以引发销售交叉效应。上海静安大悦城分层方式利用了综合体中庭的引流作用，以南北两个 L3 中庭为核心，形成了一个弥散的“二次元”分布模式，创造出与传统

综合体完全不同的动线，在二次元文化主题催化下，带来长期基础消费流量。

图15：上海静安大悦城利用了中庭引流作用形成二次元主题独特动线



资料来源：公司公众号

公司以潮流及二次元文化主题购物中心举办的活动可带动大量客流量和销售额。静安大悦城自开业以来，保持每年 200 场以上的高频率展会和活动，共计已举办了 2300 多场活动，被称为“IP 首展收割机”。其中开展 chiikawa x miniso 主题快闪全国首站，单日客流量不断刷新新高，2024 年清明节 3 日总销售达 4919.8 万元，同比提升 64.9%。

图16：静安大悦城主题快闪活动带来大量客流量



资料来源：公司公众号

图17：上海静安大悦城多次引入顶流 IP



资料来源：公司公众号

公司在运营层面善于将顶流 IP 热度迁移，形成联动效应。名创优品多次与大悦城合作，将多个热度快闪主题联动落地。公司在引发热议的 chiikawa 主题快闪首站落地静安大悦城外后，还陆续在朝阳大悦城、成都大悦城、天津大悦城、沈阳大悦城等多个大悦城旗下购物中心落地快闪活动，将 IP 热度最大化蔓延至全国各地，形成联动效应，将热度流量乘数式展现。

图18：公司善于将 IP 热度迁移，形成联动效应



资料来源：公司公众号

图19：上海静安大悦城多次引入顶流 IP



资料来源：公司公众号

公司购物广场主动创造空间稀缺性及产品独特性，最大效率激发客流量。上海静安大悦城以“快闪店+联名展”增加“二次元”方向内容。联名展可维持1个月左右，快闪店达6个月左右。内容限时性以及限定产品的独特性创造出大量主动性客流。静安大悦城泛二次元主题品牌仅占据购物中心品牌数量的9.44%，却大幅促进整体购物中心的客流量及销售额。

表2：静安大悦城泛二次元主题品牌仅占据购物中心品牌数量的9.44%

品牌类别	数量	占比
餐饮	132	36.67%
零售	197	54.72%

品牌类别	数量	占比
服务	31	8.61%
快闪	11	3.06%
泛二次元	34	9.44%
总量	360	100.00%

资料来源：公司公众号、开源证券研究所

谷子经济所触发的商业流量具有可复制性，并可以提升客户粘性实现超传统的运营效率。除上海大悦城外，全国多地大悦城通过二次元、谷子经济类型运营模式实现超传统运营效率。以北京朝阳大悦城为例，在上海大悦城 chiikawa 首站后，北京大悦城 chiikawa 主题随即开业，客流量爆满。2024 年 12 月 21 日-2025 年 1 月 5 日，朝阳大悦城举办“大悦中国开门红”活动期间，朝阳大悦城推出了 10 余场首展，例如 MINISOxTwinkleFair 联名快闪、POPMART 梦幻冰雪派对全国首展、名侦探柯南 30 周年北京独展，活动期间客流共计达 123 万，单日客流超 10 万。活动期间商场消费粘性显著提升，会员消费占比达 51.4%，元旦当日会员消费占比高达 64%。

图20：北京朝阳大悦城 chiikawa 快闪开业客流量爆满



资料来源：公司公众号

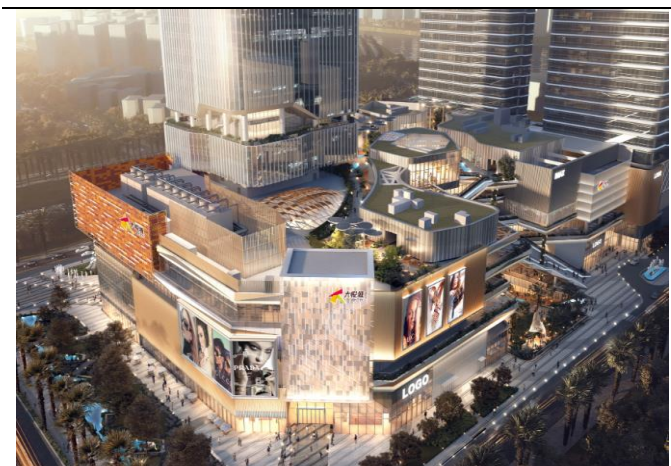
图21：朝阳大悦城快闪活动期间消费粘性显著提升



资料来源：澎湃新闻

公司购物广场项目储备充分，布局商场开业将进一步加强联动效应。公司 2024 年下半年新开业三亚大悦城、北京海淀大悦城、厦门大悦城，大悦城品牌市场热度持续提升。公司在筹备中的深圳宝安大悦城、南昌大悦城等多个购物中心待开业，全国性布局进一步完善将提升公司品牌话题热度，进一步加强各地大悦城购物中心联动效应。

图22：公司三亚大悦城项目于 2024 年 10 月开业



资料来源：公司官网

图23：公司海淀大悦城项目于 2024 年 12 月开业



资料来源：公司官网

表3：公司多个购物中心项目待开业

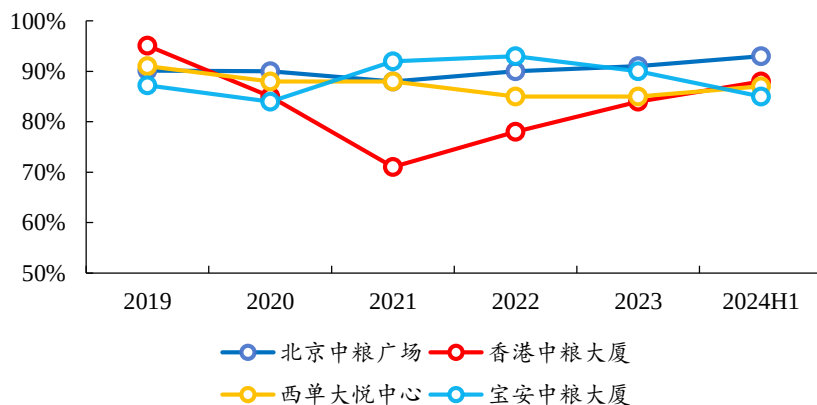
项目名称	地点	类型	建筑面积（万平方米）
济南大悦城	济南历城区	购物中心	16.8
深圳宝安大悦城	深圳宝安区	购物中心	15.6
南昌大悦城	南昌市西湖区	购物中心	12.5
南京大悦城	南京市浦口区	商业综合体	14.6

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.3、价值联动保障出租率，管理优秀向外输出

公司写字楼管理能力出色，管理经验向外输出。2024 年上半年，公司写字楼整体平均出租率 91.7%，高于行业平均水平。除自持写字楼项目之外，公司凭借强大产业资源及成熟管理经验，通过管理输出方式，运营管理北京汇京双子座、北京中糖大厦、北京中邮保险·玖安广场、天津津投广场等项目。

图24：公司写字楼整体平均出租率持续保持高位



资料来源：公司公告、开源证券研究所

表4：2024 年上半年，公司写字楼出租情况整体良好

写字楼名称	城市	权益比例	可出租面积(平方米)	累计已出租面积(平方米)	平均出租率
北京中粮广场	北京	30.39%	101108	94305	93%
香港中粮大厦	香港	59.59%	15738	13825	88%
西单大悦中心	北京	30.39%	13423	11731	87%
宝安中粮大厦	深圳	100.00%	23013	19613	85%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图25：公司中粮广场写字楼出租率 93%



资料来源：公司官网

图26：公司写字楼项目管理经验向外输出



资料来源：公司官网

2.4、产业园运行稳定，积极探索优势产业

公司产业园业务出租率维持稳定，积极探索优势产业。截至 2024 上半年，公司在深圳拥有产业园建筑面积约 95 万平方米，在运营项目 11 个，整体平均出租率 98.2%。公司产业园立足大健康、新能源、信息科技三大优势产业领域，并多次联动地方政府积极探索城市低空经济新实践，中粮创芯研发中心开通美团无人机宝安首条航线，产业地产项目的市场知名度及行业影响力进一步扩大。

表5：公司产业园业务运行稳定，聚焦优势产业

项目名称	项目特点	入驻企业
中粮（福安）机器人智造产业园	机器人研发生产为主，产业聚集度高达 90%，年产值约 20 亿元	新时达众为兴、珞石机器人、硕丞、三铭电气等
中粮商务公园	以新一代通信技术为主的生态智慧园区，已引入 180 余家创新创业企业，2019 年产值约 50 亿元	东芝泰格、英威腾、德仕科技等
中粮创芯研发中心	专注于食品安全和生命健康领域，引进世界 500 强企业	安富利、华润雪花啤酒总部、小米生态圈比科斯电子等
中粮活畜园	供港活畜仓储，未来将进行城市更新，发展为现代化产城融合的产业城	-
中粮仓储园	供港仓储，未来将进行城市更新，发展为现代化产城融合的产业城	-
中粮智造科技园	集产业孵化、企业加速及成长双生态园区，被认定为国家级科技企业孵化器	竹鹤科技、柯乐德、镭沃自动化等
中粮福海科技园	专注于智能制造，形成独具特色的产业集群	信濠光电、冠恒新材料等
中粮创智云谷	以物联网、人工智能、生命健康和信息技术为主导，提供 3C 智慧运营服务体	-

项目名称	项目特点	入驻企业
中粮福安第二工业城	机器人研发生产为主，产业聚集度高达 90%，年产值约 20 亿元	-
中粮福安第一工业城	机器人研发生产为主，产业聚集度高达 90%，年产值约 20 亿元	-
中粮达瑞兴生命健康科技园项目	专注于基因治疗、细胞治疗、疫苗、合成生物学、未来健康、创新医械等生命健康领域，提供研发、中试、生产及办公集成定制的发展空间。	基因启明、剂泰医药、普华赛尔

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图27：公司产业园业务积极探索优势产业，出租率维持相对高位



资料来源：公司官网

图28：公司中粮机器人智造产业园获深圳市小微企业创业创新优秀认定



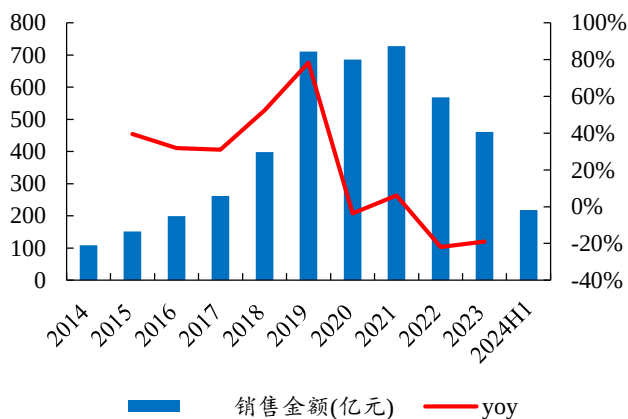
资料来源：公司官网

3、开发业务稳健发展，土地获取优中取优

3.1、开发业务稳健发展，销售排名逆势提升

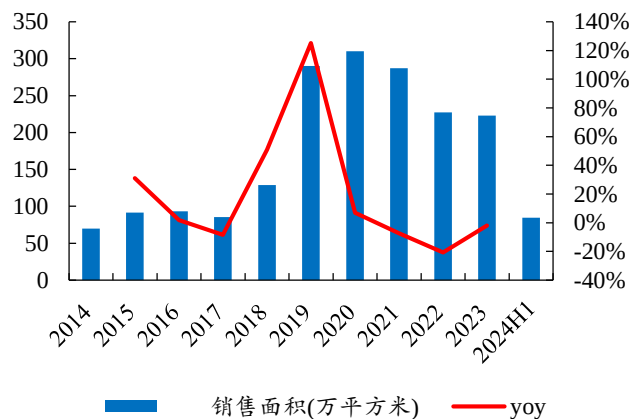
公司开发业务稳健发展，销售排名逆势提升。2023 年，公司实现全口径签约 461 亿元，同比下降 19%，签约面积 223 万平方米，同比下降 2%。公司在 2023 年中指研究院中国房地产企业销售业绩排行榜位列第 29 位，较 2022 年提升 4 位，逆市提升。公司 2023 年全口径结算金额 651.93 亿元，结算面积 287.01 万平方米。

图29：公司销售金额持续维持较高水平



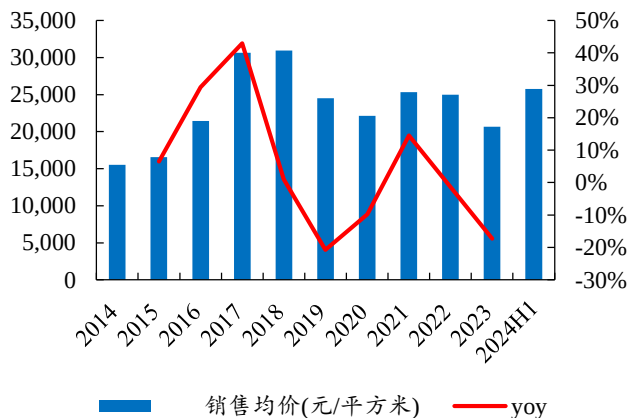
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图30：公司销售面积稳定维持较高水平



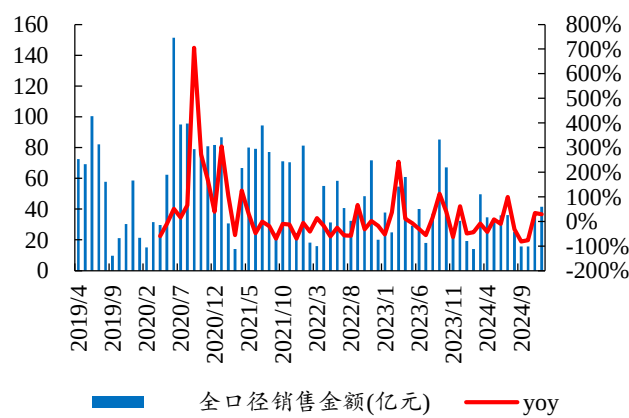
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图31：公司销售均价整体维持高位



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图32：公司销售能力长期维持稳定



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表6：公司销售情况稳定，销售均价较有竞争力

	销售面积 (万平方米)	yoy	销售金额 (亿元)	yoy	销售均价 (元/平方米)	yoy	结算面积 (万平方米)	结算收入 (亿元)	结算均价 (元/平方米)
2015	91.48	31%	151.41	40%	16,551.00	7%	82.25	129.53	15,748
2016	93.16	2%	199.62	32%	21,427.65	29%	98.38	171.77	17,459.85
2017	85.38	-8%	261.59	31%	30,638.32	43%	70.72	130.18	18,407.81

	销售面积 (万平方米)	yoy	销售金额 (亿元)	yoy	销售均价 (元/平方米)	yoy	结算面积 (万平方米)	结算收入 (亿元)	结算均价 (元/平方米)
2018	128.86	51%	398.64	52%	30,935.90	1%	62.6	127.46	20,361.26
2019	290.04	125%	710.82	78%	24,507.67	-21%	96.59	282.78	29,275.24
2020	309.94	7%	685.38	-4%	22,113.23	-10%	228.14	609.11	26,698.89
2021	287.03	-7%	727.12	6%	25,332.51	15%	348.74	816.83	23,422.05
2022	227.37	-21%	567.92	-22%	24,977.21	-1%	331.99	615.14	18,529.01
2023	223.01	-2%	460.55	-19%	20,651.44	-17%	287.01	651.93	22,714.41

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、定位清晰铸就品牌项目，场景深化助力产品力升级

公司开发业务定位清晰，产品线划分明确。公司聚焦新生代居住需求，进行新一轮产品升级，将祥云、锦云等云系产品迭代升级为悦系产品，未来公司将聚焦壹号系和悦系，满足客户多层次的购房需求，并不断打造明星产品，提升品牌影响力。

图33：壹品系列上海海景一品成为城市标杆项目



资料来源：公司官网

图34：悦系（原祥云系列）北京京西祥云融入自然景观



资料来源：公司官网

表7：公司开发业务定位清晰，产品线划分明确

产品系列	定位	特点	案例
壹号系	高端住宅	定位高端住宅产品线，主要位于城市核心区域，如上海北外滩、北京、深圳等高能级城市，以高端住宅为主，包括别墅、豪宅等，提供高端物业服务。	上海：海景壹号、天悦壹号、前滩海景壹号、中粮瑞虹·海景壹号、中粮北外滩壹号；三亚：三亚大悦中心项目
悦系	中高端住宅	由祥云、锦云等云系产品迭代升级为悦系产品注重品质和性价比，适合中高端客户群体，通常位于城市的核心或次核心区域。	张家口祥云国际、杭州鹭悦朗云府、北京中粮京祥云

资料来源：公司年报、开源证券研究所

公司产品整体品质口碑出色，改善型项目设施配套齐全。以公司高端改善型项目上海前滩海景壹号为例，前滩海景壹号立面采用玻璃幕墙与现代石材融合设计；项目室内装修采用中粮智能科技体系，智能化程度高；小区拥有超大中央园景，并私享入户门庭。项目 91-130 m² 三房户型几乎均为南向面宽，多卧朝南，采光条件好；周边设施方面，上海前滩海景壹号位处交通枢纽，周边医疗、教育、购物、娱乐资源丰富齐全。

图35：上海前滩海景壹号地理位置优越



资料来源：公司官网

图36：前滩海景壹号周边设施配套齐全



资料来源：公司官网

图37：前滩海景壹号采用玻璃幕墙与现代石材融合设计



资料来源：公司官网

图38：前滩海景壹号用户有超大中央园景



资料来源：公司官网

表8：上海海景壹号项目整体位置优越，配套设施齐全

设施类别	设施内容
交通轨交	地铁 6 号线、8 号线和 11 号线（东方体育中心站）
幼儿园	惠灵顿双语幼儿园（项目西南方向约 2.4km 处）、小天使幼儿园
中小学	白玉兰小学、凌兆小学、惠灵顿国际学校、杨思高级中学（东南方向约 2.7km 处）
综合商场	乐购、大润发、好又多、华联超市、联华超市
医院	上海长征医院、东方医院、上海市中医医院、曙光医院
银行	上海银行、人民银行、建行、招商银行、中国银行
其他休闲	人民公园、静安雕塑公园、滨江公园、和平公园、济阳公园、东方体育中心

设施类别	设施内容
小区内部配套	会所

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司产品力及品牌力不断提升。2023 年新开盘项目中，苏州大悦狮山壹号首开即罄、西安悦著·云轩三开三罄；此外，西安中粮奥体壹号、厦门云玺壹号、北京宸悦国际成为区域标杆红盘。公司产品力和品牌力提升的影响下，公司优势项目去化效率有所提升，去化周期缩短，带来公司标杆产品更大利润空间。

图39：苏州大悦狮山壹号首开即罄



资料来源：公司官网

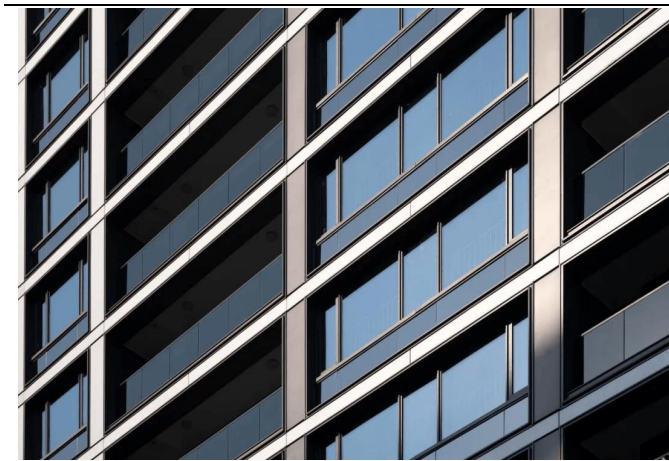
图40：西安悦著·云轩三开三罄



资料来源：公司官网

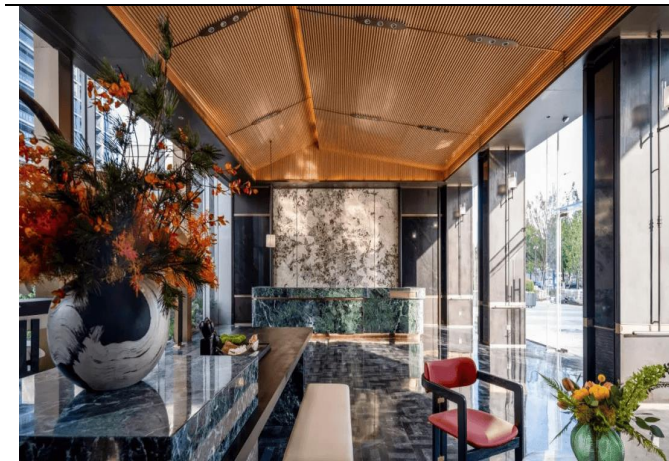
公司持续发力产品创新，持续深化项目新生代场景升级。公司在户型创新、户内精装场景营造中，通过精细化设计逐渐做出企业特色，例如在公司西安悦著·云轩项目中，住宅外立面采用整体四面铝板搭配大面积玻璃，在彰显现代主义的同时，也彰显历久弥新的品质感，小区内部基础设施及配套采取大面积石质贴面，客户认可程度高，彰显住宅品质优势。同时，公司开启新的创新专题研发，将在户外公共区域场景中深化创新，并通过全维全景示范区的前置展示，进一步提升客户对大悦城优质住宅产品的信心。

图41：悦著·云轩外立面采用四面铝板搭配大面积玻璃



资料来源：公司官网

图42：悦著·云轩小区内部配套设施采用高档石质贴面

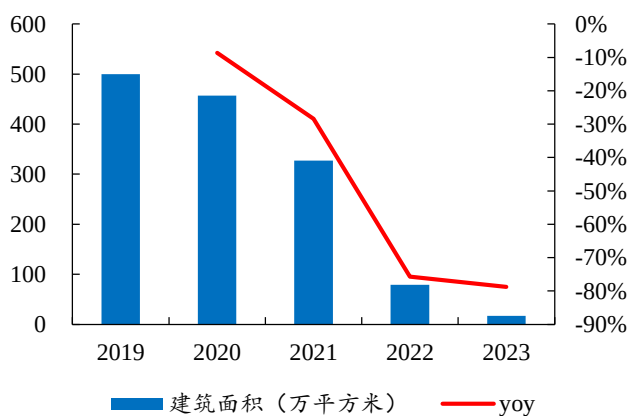


资料来源：公司官网

3.3、投资聚焦核心区域，土地获取优中取优

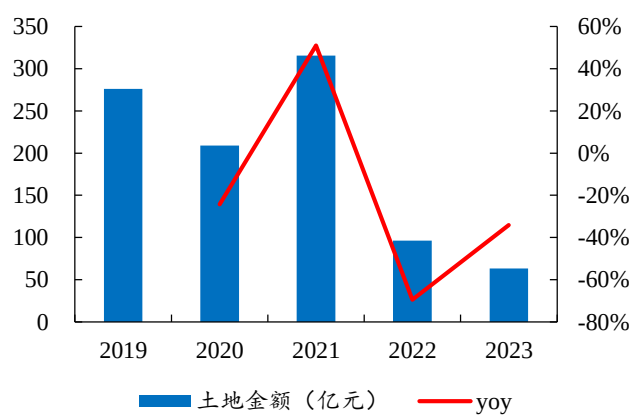
公司土地获取谨慎，地块选择优中选优。2023 年，公司拿地继续坚持谨慎态度，全年仅获取三宗土地，分别位于南京、西安、上海，均为核心城市较核心区域。2023 年，公司新获取土地建筑面积 16.8 万平方米，同比下降 78.81%；拿地金额 63.34 亿元，同比下降 34.15%；权益拿地金额 29.74 亿元，同比下降 41.47%；平均拿地权益比 46.95%。

图43：公司新获取土地建筑面积有所收缩



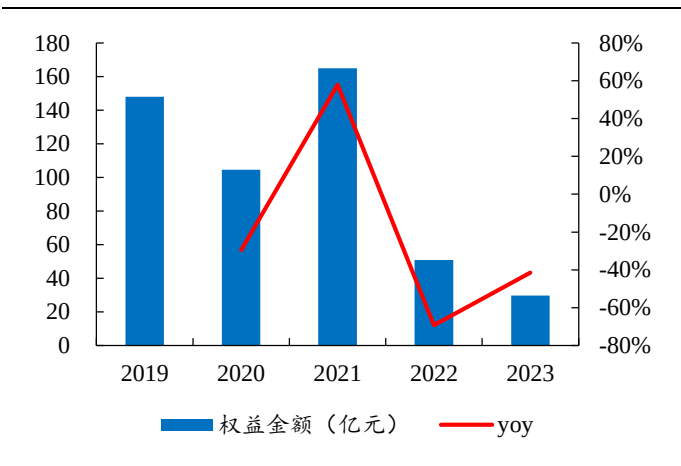
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图44：公司拿地金额呈现收缩趋势



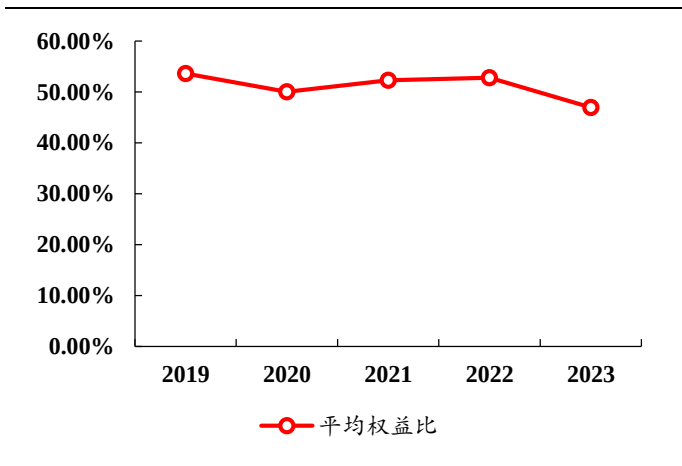
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图45：公司权益拿地金额呈现收缩趋势



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图46：公司拿地权益比例维持相对稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

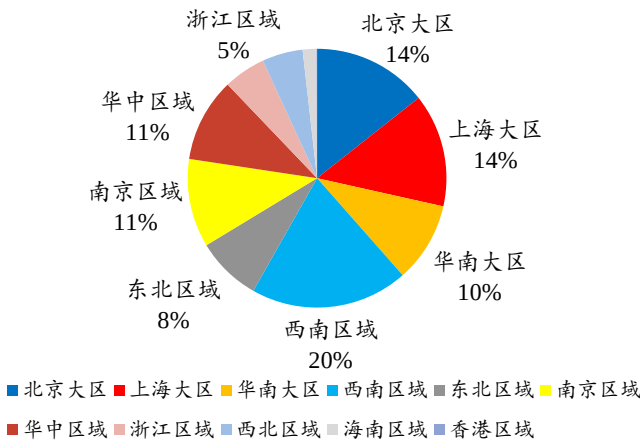
表9：公司 2022-2023 年拿地谨慎，拿地聚焦核心区域

年份	城市	土地规划用途	土地面积(m²)	计容建筑面积	土地取得	权益比例	土地总价款 (万元)	权益土地价 款 (亿元)
2022	重庆	住宅用地	89023.00	128733.00	公开市场	51%	120357.00	61382.00
	成都	住宅用地	4994.00	9987.00	股权收购	50%	14580.00	7290.00
	南京	住宅用地	15247.00	30494.00	公开市场	60%	52000.00	31200.00
	南京	住宅用地	26031.00	52062.00	公开市场	60%	91000.00	54600.00
	杭州	住宅、幼儿园用地	23404.00	53897.00	公开市场	51%	155726.00	79420.00
	苏州	住宅用地	20773.00	37391.00	公开市场	60%	105162.00	63097.00
	北京	教育用地、住宅用地	64821.00	96913.00	公开市场	49%	230000.00	112700.00
2023	西安	住宅、商服用地	109511.00	383288.00	公开市场	51%	192936.00	98397.00
	南京	二类居住用地	25332.55	53198.36	公开市场	100%	139500.00	139500.00
	西安	住宅	27300.72	68253.00	公开市场	70%	54680.00	38276.00
	上海	住宅	23849.20	46505.94	股权收购	100%	439184.00	119600.00

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司土地储备充裕，可售货值充足。截至 2024 年上半年，公司土地储备总计容建筑面积 3300.37 万平方米，剩余待开发面积 976.49 万平方米，土地储备相对充裕。公司土地储备主要分布于京津冀、长三角、长江中游、粤港澳大湾区、成渝等核心都市圈，在北京、上海、华南、浙江、南京区域土地储备占比超 50%，土地储备可售货值约 1332 亿元。

图47：公司土地储备大多位于核心区域（2024H1）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表10：截至 2024 年上半年，公司土地储备充裕

区域名称	总计容建筑面积(万平方米)	剩余可开发计容建筑面积（万平方米）
北京大区	473.82	89.40
上海大区	466.71	69.90
华南大区	329.77	76.17
西南区域	650.34	273.29
东北区域	268.46	26.91
南京区域	364.89	124.66
华中区域	345.84	131.48
浙江区域	173.60	40.21
西北区域	167.88	126.73
海南区域	57.06	17.73
香港区域	2.00	0.00
合计	3300.37	976.49

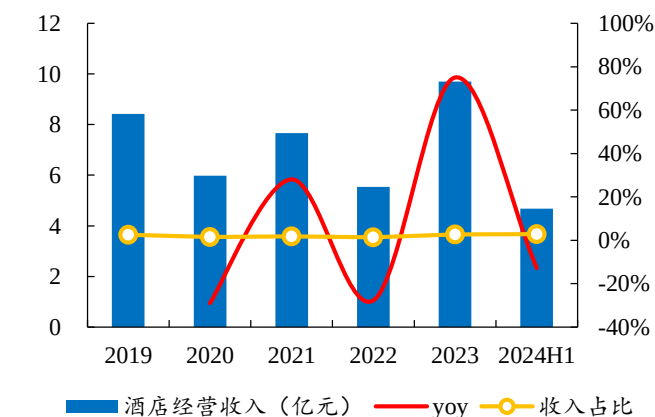
数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、酒店业务经营稳健，经营能力多业态迁移

4.1、酒店业务经营稳健，毛利率回升明显

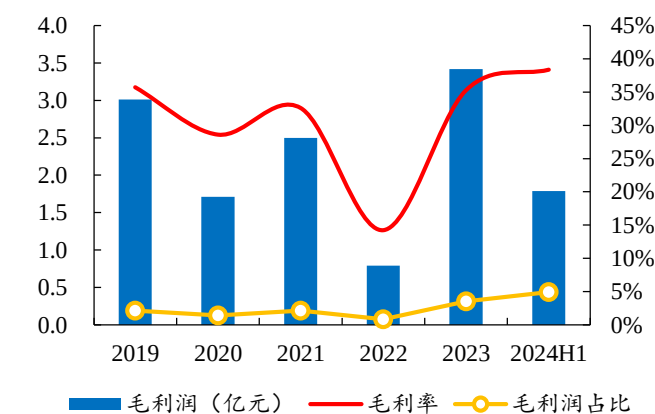
公司酒店业务自 2022 年起复苏明显，利润贡献能力增强。2023 年，公司酒店经营业务营业收入 9.7 亿元，同比增长 75.1%；2024 年上半年，公司酒店经营业务营业收入 4.68 亿元，同比下降 12.83%，收入占比有所提升。利润贡献方面，公司 2023、2024H1 酒店业务毛利润分别贡献 3.42、1.79 亿元，占总毛利润比例分别为 3.51%、4.94%，与 2020 年相比增长均超过 1 倍。公司酒店业务毛利率有所回升，2023、2024H1 毛利率分别为 35.27%、38.36%，分别较 2022 年提升 21.06pct、24.15pct。

图48：公司酒店业务收入占比保持稳定



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

图49：酒店业务毛利率有所回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司酒店地点核心，保障客房入住率。公司与众多国际豪华酒店品牌结成战略联盟，在精选地段开发地标级豪华酒店项目，保障酒店运营客单价及出租率。公司分别在北京、三亚两个旅游热点地区运营 4 家门店，建筑总面积 27 万平方米，拥有房间数量 1588 间，平均客房收入范围为 600-1800 元，出租率维持在 70%-91%。

图50：公司在精选地段开发地标级豪华酒店项目



资料来源：公司官网

图51：公司酒店地点核心，保障客房入住率



资料来源：公司官网

表11：公司出租率维持在相对高位

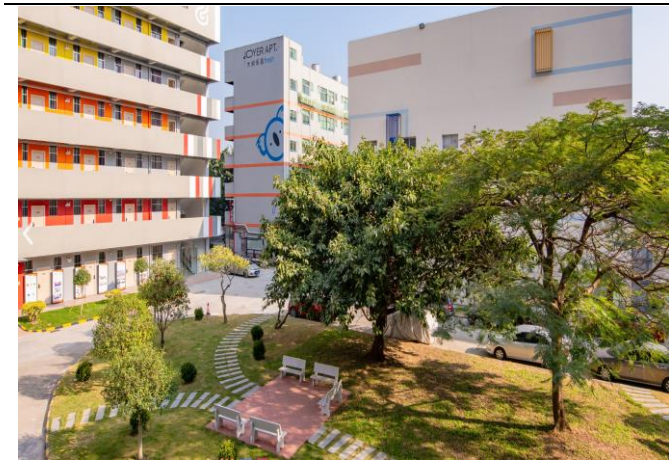
酒店	城市	权益比例	2022 出租率	2023 出租率	2024H1 出租率
北京华尔道夫酒店	北京	59.59%	30%	70%	70%
北京大悦酒店	北京	30.39%	79%	91%	76%
三亚美高梅度假酒店	三亚	59.59%	58%	83%	91%
三亚亚龙湾瑞吉度假酒店	三亚	33.94%	35%	67%	68%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、小范围长租公寓展开，多业态物业管理强化

公司长租公寓小范围开展，深度参与市场竞争。公司在北京、天津、深圳管理 11 个长租公寓项目，建筑面积约 11 万平方米。长租公寓业务坚持稳中有进的工作基调，持续助力区域保障性租赁住房、公租房建设，并深度参与市场竞争。2024 年上半年在运营门店平均出租率 95%，举办超 20 场社群活动，有效维护客户粘性，提升客户居住体验。

图52：公司运营长租公寓项目共 11 个



资料来源：公司官网

图53：公司长租公寓有效维护客户粘性



资料来源：公司官网

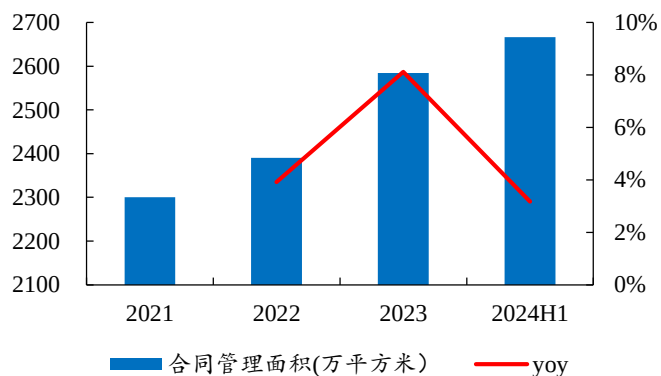
表12：公司长租公寓出租情况良好，深度参与市场竞争

物业名称	城市	权益比例	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
大悦乐邑(商务公园店)	深圳	100%	93%	96%	99%	100%	100%	100%
大悦乐邑(中粮 031 创意园店)	深圳	100%	64%	93%	97%	97%	96%	99%
大悦乐邑 fresh(大洋店)	深圳	100%	/	62%	98%	99%	100%	100%
大悦乐邑 fresh(福安一店)	深圳	57%	/	/	95%	95%	97%	97%
大悦乐邑 fresh(福安二店)	深圳	57%	/	/	74%	91%	95%	97%
大悦乐邑(福安三店)	深圳	57%	/	/	93%	100%	100%	100%
大悦乐邑(中粮健康科技园店)	北京	100%	/	56%	94%	77%	75%	-
大悦乐邑 fresh(大洋二店)	深圳	100%	/	/	/	97%	98%	97%
大悦乐邑 fresh(大洋三店)	深圳	100%	/	/	/	82%	96%	95%
大悦乐邑(洪浪北店)	深圳	100%	/	/	/	99%	100%	100%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

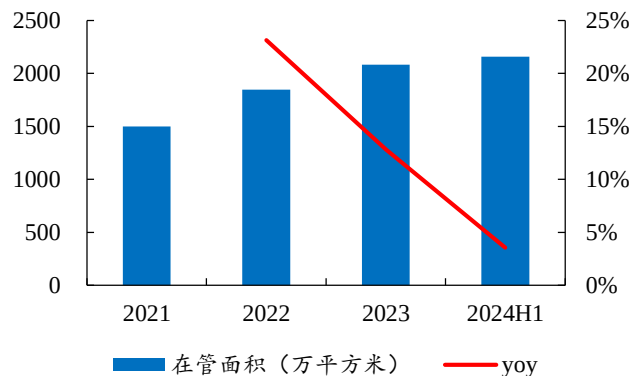
公司物业管理业务强化精细化运营，注重提升服务价值。公司在 2024 年度中国物业服务百强企业排名 29 名，较 2023 年同期提升 3 名，连续四年实现稳步提升。截至 2024H1，物业管理服务已进驻 30 余个城市，在管项目 122 个，涵盖住宅、商业、写字楼、产业园等多个业态；合同管理面积约 2666 万平方米，在管面积近 2158 万平方米，较同期同比增长 13.7%。公司物业还获得了“2024 中国国有物业服务优秀企业”以及“2024 中国特色物业服务领先企业”等行业荣誉。

图54：公司物业管理业务合同管理面积呈现增长趋势



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图55：公司物业管理业务在管面积呈现增长趋势



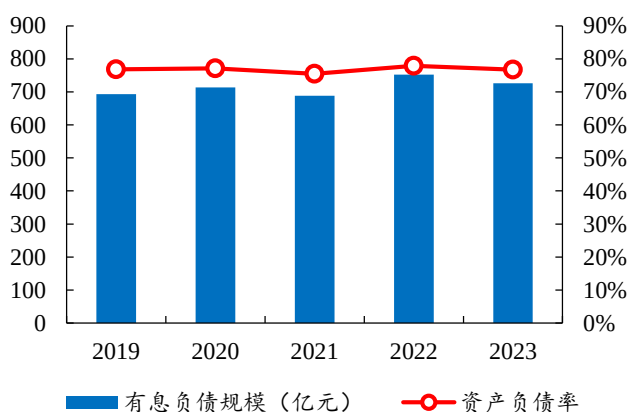
数据来源：公司公告、开源证券研究所

5、负债结构相对稳定，融资成本持续压降

5.1、负债结构相对稳定，在手货币资金充裕

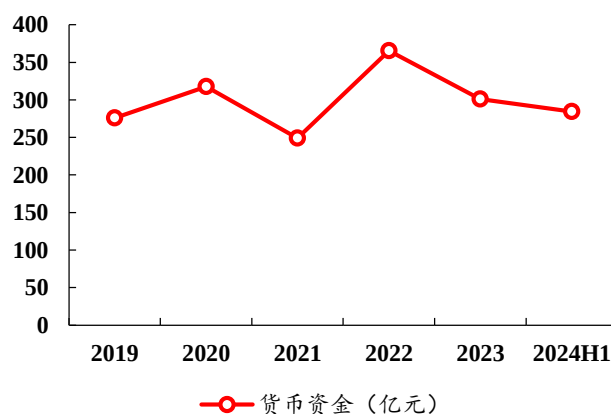
公司负债结构相对稳定，在手货币资金充裕。截至 2023 年末，公司有息负债规模 726.48 亿元，同比下降 3.41%，公司资产负债率 76.73%，同比下降 1.12pct，剔除预收账款资产负债率 60.58%，同比下降 2.89pct，在手货币资金 300.85 亿元，流动比率 1.51，现金到期债务比 49.38%，有息负债率 36.68%。

图56：公司有息负债规模相对稳定



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

图57：公司在手货币资金维持充裕

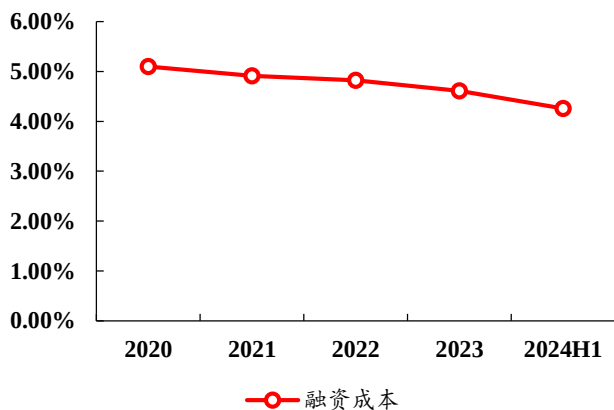


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、融资成本持续下行，现金流情况有所保障

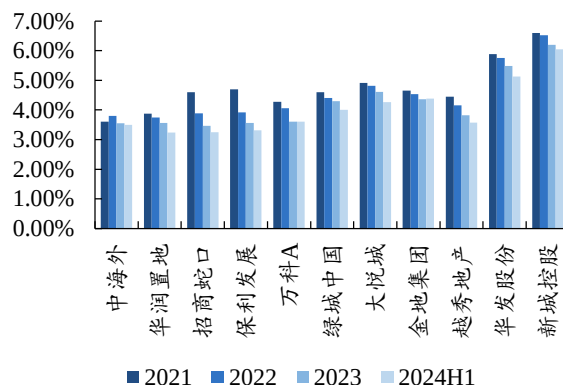
公司持续优化债务结构，融资成本持续下行。2024 年上半年，申报白名单项目 28 个，经营性物业贷款项目 5 个，保障公司现金流安全，实现公司稳健的财务发展。2024 年上半年公司新增借款平均成本 3.13%；上半年综合融资成本为 4.26%，较 2023 年末下降 35 个基点，融资成本持续下行，融资成本具有相对优势。2024 年上半年，公司及控股子公司发行公司债券等共计 42 亿元，合理安排负债期限比例，优化债务结构。

图58：2020-2024H1，公司融资成本持续压降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图59：公司融资成本具有相对优势

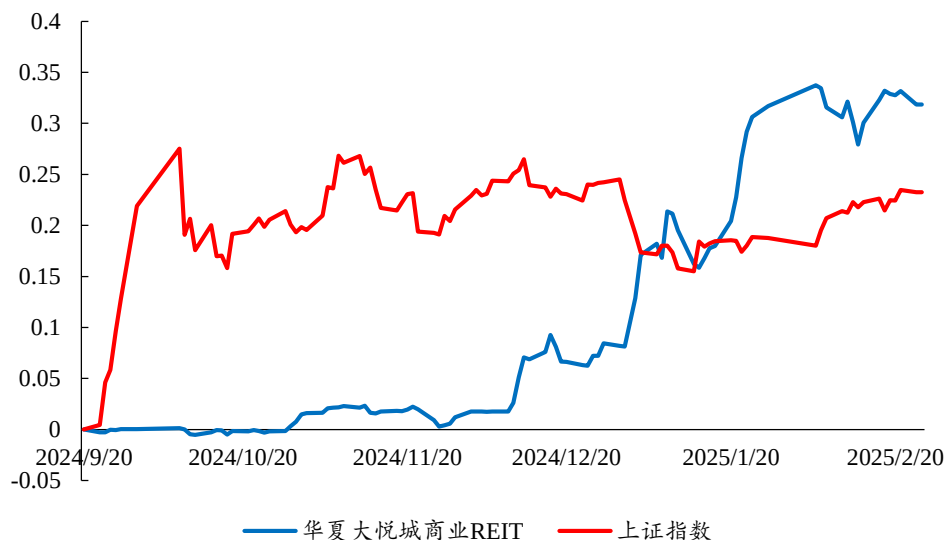


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.3、资产证券化积极推进，多渠道畅通保障企业稳定性

公司积极推动处置公司成熟资产，多渠道畅通保障公司现金流稳定性。2024年5月24日，公司控股子公司卓远地产以成都大悦城购物中心部分资产作为基础设施资产，申报华夏大悦城商业REIT。2024年9月20日，华夏大悦城商业资产封闭式基础设施证券投资基金于深圳证券交易所顺利上市，募集规模达33.23亿元，取得投资收益21亿元。REIT发行使公司成熟投资物业资产的价值得到释放，优化资产结构，增强公司可持续经营能力，进一步巩固公司在商业地产领域的优势。

图60：华夏大悦城商业REIT上市市场认可度高



数据来源：Wind、开源证券研究所

6、盈利预测与投资建议

我们将公司业务拆分成物业开发、物业投资、酒店经营和其他业务进行预测。

物业开发：公司物业开发板块收入源于公司结算收入，受房地产市场震荡影响，我们预计物业开发板块收入 2024-2026 年增速为-5%、-1%、-5%，由于公司新获取土地逐渐逐年减少，公司物业开发收入比例将进一步降低。房地产市场止跌企稳大基调下，项目毛利率有望提升。

物业投资：公司物业投资板块发展稳健，运营能力强，受整体消费恢复不及预期影响，全年营业收入增长速度缓于预期，随着公司商场全国布局开业，消费复苏将进一步促进商场及潮流文化带来的联动效应，我们预计物业投资板块 2024-2026 年增速为+1%、+11%、+18%，疫情后商业运营业务增速较高，伴随出租率企稳，后续收入及利润有望平稳提升。

酒店经营：公司持有酒店经营情况稳健，出租情况好，由于公司酒店地理位置优越，整体具有稀缺性，旅游业进一步复苏后有望提高客单价，致使整体收入平稳上升，我们预计酒店经营板块 2024-2026 年增速分别为-5%、+11%、+9%。

其他业务：公司物业管理等其他业务毛利率较高，但整体规模较小，利润贡献比例有望进一步升高，我们预计其他板块 2024-2026 年增速分别为+10%、+10%、+15%。

综上：我们预计公司 2024-2026 年收入增速为-3.6%、1.6%、0.2%，毛利率分别为 29.5%、30.9%、32.2%。

表13：我们预计公司 2025-2026 年营收保持增长

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	395.79	367.83	354.74	360.50	361.14
yoy	-7.1%	-7.1%	-3.6%	1.6%	0.2%
物业开发	335.02	290.44	275.92	273.16	259.50
yoy	-6.0%	-13.3%	-5.0%	-1.0%	-5.0%
物业投资	43.37	53.93	54.47	60.46	71.34
yoy	-14.1%	24.3%	1.0%	11.0%	18.0%
酒店经营	5.54	9.70	9.22	10.23	11.15
yoy	-27.7%	75.1%	-5.0%	11.0%	9.0%
其他业务	11.05	13.76	15.14	16.65	19.15
yoy	3.0%	24.5%	10.0%	10.0%	15.0%
毛利率	24.1%	26.5%	29.5%	30.9%	32.2%
物业开发	20.4%	19.6%	22.9%	24.1%	24.3%
物业投资	53.0%	61.2%	60.7%	60.3%	60.1%
酒店经营	14.2%	35.3%	37.1%	36.3%	35.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

大悦城背靠中粮集团，“开发+经营”双轮驱动，聚焦全国核心城市布局，整体物业开发及物业投资经营情况稳健。我们选取商业地产公司进行对比，公司 2026 年 PE 低于可比公司平均值，公司目前盈利水平落后行业平均，但伴随资产结构调整及地产业务板块逐渐企稳，盈利能力底部回升趋势明显，未来业绩有望持续释放。我

们新增盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为-30.35、-8.31、8.72 亿元，EPS 分别为-0.71、-0.19、0.20 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表14：预计公司 2026 年归母净利润由负转正

证券代码	证券简称	评级	市值	归母净利润（亿人民币）					PE（倍）		
0101.HK	恒隆地产	未评级	297.2	39.7	21.5	30.2	28.8	7.5	13.8	9.8	10.3
600007.SH	中国国贸	未评级	230.7	12.6	12.9	13.4	13.9	18.3	18.0	17.3	16.6
601155.SH	新城控股	买入	304.5	7.4	11.8	16.7	21.6	41.3	25.8	18.2	14.1
1209.HK	华润万象生活	买入	701.6	29.3	35.0	41.2	47.2	24.0	20.0	17.0	14.9
			平均值					22.8	19.4	15.6	14.0
000031.SZ	大悦城	买入	117.0	-14.7	-30.4	-8.3	8.7	-8.0	-3.9	-14.1	13.4

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、恒隆地产、中国国贸盈利预测与估值来自 Wind 一致预期，新城控股、华润万象生活盈利预测与估值来自开源证券研究所预测；
2、股价数据截至 2025 年 3 月 14 日，汇率 1 港币=0.92 人民币。

7、风险提示

（1）房地产销售不及预期：地产市场热度进一步下行，减值压力下，公司利润进一步压缩。

（2）消费恢复不及预期：销售和拿地进度不及预期，开发节奏放缓，公司来自关联方的项目减少。

（3）政策支持不及预期：长期宽松政策将直接影响公司融资成本及商业资产流动性表现，政策支持不及预期将影响公司现金流情况。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	157707	144976	137132	138914	122353
现金	36530	30085	92528	14635	72510
应收票据及应收账款	317	313	327	358	364
其他应收款	19674	16846	18374	17418	18438
预付账款	363	231	433	217	429
存货	95705	91941	20006	100841	25141
其他流动资产	5118	5560	5464	5445	5470
非流动资产	56725	53085	50273	46466	41415
长期投资	14044	12877	9461	5408	624
固定资产	3520	3301	2734	2466	2103
无形资产	1652	1580	1529	1285	1051
其他非流动资产	37509	35327	36549	37307	37637
资产总计	214432	198061	187405	185380	163768
流动负债	103618	95785	94979	103692	94127
短期借款	3811	960	960	18404	960
应付票据及应付账款	15690	15981	13455	15833	12995
其他流动负债	84116	78844	80565	69455	80172
非流动负债	63310	56181	49703	40153	26627
长期借款	58890	50751	44272	34722	21197
其他非流动负债	4420	5431	5431	5431	5431
负债合计	166928	151966	144682	143844	120754
少数股东权益	32102	32252	31915	31559	32165
股本	4286	4286	4286	4286	4286
资本公积	8640	8640	8640	8640	8640
留存收益	2870	1405	-1968	-3155	-2120
归属母公司股东权益	15402	13843	10808	9977	10848
负债和股东权益	214432	198061	187405	185380	163768

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2710	10642	83998	-79100	91288
净利润	-2223	121	-3372	-1187	1478
折旧摊销	1438	1468	1006	1093	1187
财务费用	1855	2157	-497	-433	-876
投资损失	2156	-4587	7801	10170	7143
营运资金变动	-2714	5925	78222	-88858	82243
其他经营现金流	2198	5557	838	115	114
投资活动现金流	-261	6445	-6052	-7499	-3320
资本支出	1571	1789	1609	1339	920
长期投资	-1151	-394	3416	4053	4784
其他投资现金流	2461	8628	-7859	-10213	-7184
筹资活动现金流	9139	-24329	-15502	-8738	-12649
短期借款	361	-2851	0	17444	-17444
长期借款	8034	-8140	-6478	-9550	-13525
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-90	1	0	0	0
其他筹资现金流	833	-13338	-9024	-16632	18321
现金净增加额	11672	-7240	62443	-95337	75319

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	39579	36783	35474	36050	36114
营业成本	30057	27047	25020	24894	24504
营业税金及附加	1481	1252	1208	1227	1230
营业费用	1555	1576	1242	1226	1228
管理费用	1529	1679	1171	469	542
研发费用	15	5	12	11	10
财务费用	1855	2157	-497	-433	-876
资产减值损失	-1532	-3822	-3370	-180	-181
其他收益	69	56	58	55	60
公允价值变动收益	-10	-27	-26	-20	-20
投资净收益	-2156	4587	-7801	-10170	-7143
资产处置收益	1	22	-32	-23	-21
营业利润	-579	3098	-4633	-1754	2100
营业外收入	211	91	155	143	150
营业外支出	64	88	86	73	78
利润总额	-431	3101	-4563	-1684	2173
所得税	1791	2979	-1191	-497	695
净利润	-2223	121	-3372	-1187	1478
少数股东损益	660	1587	-337	-356	606
归属母公司净利润	-2883	-1465	-3035	-831	872
EBITDA	4028	7074	-3621	-159	3712
EPS(元)	-0.67	-0.34	-0.71	-0.19	0.20

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-7.1	-7.1	-3.6	1.6	0.2
营业利润(%)	-120.3	635.0	-249.5	62.1	219.8
归属于母公司净利润(%)	-2781.4	49.2	-107.1	72.6	204.9
获利能力					
毛利率(%)	24.1	26.5	29.5	30.9	32.2
净利率(%)	-5.6	0.3	-9.5	-3.3	4.1
ROE(%)	-4.7	0.3	-7.9	-2.9	3.4
ROIC(%)	14.3	0.2	-4.8	-1.1	3.5
偿债能力					
资产负债率(%)	77.8	76.7	77.2	77.6	73.7
净负债比率(%)	87.5	100.8	-74.9	130.4	-80.6
流动比率	1.5	1.5	1.4	1.3	1.3
速动比率	0.5	0.5	1.2	0.3	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	127.9	116.6	110.8	105.3	100.0
应付账款周转率	2.0	1.7	1.7	1.7	1.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.67	-0.34	-0.71	-0.19	0.20
每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	2.48	19.60	-18.45	21.30
每股净资产(最新摊薄)	3.59	3.23	2.52	2.33	2.53
估值比率					
P/E	-4.1	-8.0	-3.9	-14.1	13.4
P/B	0.8	0.8	1.1	1.2	1.1
EV/EBITDA	21.2	12.8	-3.2	-613.9	2.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn