

公司研究 | 点评报告 | 大悦城 (000031.SZ)

业绩压力进一步释放，经营改善仍需持续努力 ——大悦城 2024 年报点评

报告要点

业绩压力进一步释放，经营与业绩改善仍需持续努力。公司销售排名逆势提升，适度补货保障后期销售；自持业务贡献稳定现金流，华夏大悦城商业 REIT 上市，轻资产战略加速落地；但在行业销售承压调整的背景下，公司经营与业绩改善仍需进一步努力。

分析师及联系人



刘义

SAC: S0490520040001

SFC: BUV416



薛梦莹

SAC: S0490520120002

大悦城 (000031.SZ)

业绩压力进一步释放，经营改善仍需持续努力——大悦城 2024 年报点评

公司研究 | 点评报告

投资评级 增持 | 维持

事件描述

2024 年公司营收 357.9 亿 (-2.7%)，归母净利-29.8 亿 (去年同期-14.7 亿)，扣非后归母净利-40.5 亿 (去年同期-37.6 亿)，综合毛利率 21.8% (-4.7pct)，2024 年无现金分红。

事件评论

- **收入与盈利能力下滑，投资收益下降、资产减值拖累归母业绩表现。**2024 年公司营收 357.9 亿 (-2.7%)，其中开发业务收入 283.9 亿 (-2.3%)，自持业务收入 52.4 亿 (-2.8%)，酒店收入 8.7 亿 (-10.4%)，收入下滑主因开发业务结算资源减少、自持业务租金下滑。而归母净利润亏损 29.8 亿，主要由于综合毛利率同比下降 4.7pct 至 21.8%，对联合营企业的投资收益为亏损 21.9 亿 (去年同期亏损 10.9 亿)，资产与信用减值 22.8 亿 (去年减值 46.1 亿) 等因素导致，即使期间费用率同比下降 0.2pct 至 14.5%，仍难以弥补业绩亏损的压力。截至 2024 年底公司账上预收款 253.2 亿 (-20.8%)，预收款/2024 开发结算收入=0.89X，预计后期结算收入仍承压。展望未来，开发业务收入承压，毛利率仍在探底阶段，减值压力仍存，自持业务在当前消费景气度下难高增，业绩改善需进一步努力。
- **开发销售排名逆势提升，购物中心稳健发展。**2024 年公司开发业务全口径销售额 369 亿 (-20.0%)，销售量降 (-25.1%) 价升 (+6.9%)，行业排名第 23 位 (较 2023 年逆势提升 6 位)。2024 年公司共获取 5 个项目，主要位于杭州、西安、三亚等地，全口径拿地额 84.3 亿元 (+33.0%)，楼面价 1.5 万元/平 (-60.0%)，楼板价下降主因布局城市能级较去年投资的上海等降低。金额与面积维度的拿地强度分别同比提升 9.1pct、25.9pct 至 22.8%、33.4%，在土储趋薄且适销对路的新货减少下，适度补货是合理决策。截至 2024 年底公司可售货值 1269 亿元 (-16.8%)，土储相对充裕保障后期销售。公司购物中心业务稳健发展，2024 年新开业 3 个大悦城 (厦门、三亚、北京海淀)，截至 2024 年底商业项目全国布局 44 个 (重资产 30+轻资产 14)，在营项目 36 个 (含轻资产和非标准化产品)，总商业面积 375 万方，其中 23 个大悦城购物中心 (含轻资产)，2 个大悦汇。2024 年公司购物中心销售额 401 亿 (+16%)，客流量 3.66 亿人次 (+22%)，平均出租率 95%，以成都大悦城为底层资产，实现华夏大悦城商业 REIT 上市，轻资产战略加速落地。
- **有息负债下降，综合融资成本持续下行。**截至 2024 年底公司有息负债余额 666.1 亿元 (-9.4%)，负债规模下降，其中短债占比 25.6%。综合融资成本同比下降 0.55pct 至 4.06%，融资成本持续下行。三道红线指标来看，测算公司 2024 年净负债率同比提升 5.5pct 至 97.1%，剔除预收的资产负债率同比提升 0.6pct 至 72.9%，现金短债比同比提升 0.12 至 1.51X，短债压力有所缓解，但整体杠杆压力仍存。
- **投资建议：业绩压力进一步释放，经营与业绩改善仍需持续努力。**公司销售排名逆势提升，适度补货保障后期销售；自持业务贡献稳定现金流，华夏大悦城商业 REIT 上市，轻资产战略加速落地；但在行业销售承压调整的背景下，公司经营与业绩改善仍需进一步努力。预测公司 2025-2027 年归母净利 1.3/2.1/2.2 亿，对应 P/E 为 88/56/54X，给予“增持”评级。

风险提示

1、销售延续弱势，公司销售及现金流回款不及预期；2、毛利率下行，存货减值拖累业绩表现。

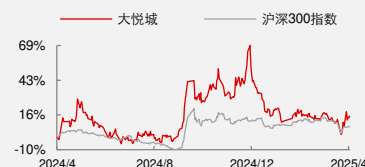
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	2.74
总股本(万股)	428,631
流通A股/B股(万股)	400,289/0
每股净资产(元)	2.47
近12月最高/最低价(元)	4.22/2.21

注：股价为 2025 年 4 月 18 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《收入与盈利能力双降，少数股东损益提升拖累归母业绩——大悦城 2024 年三季报点评》2024-11-04
- 《毛利率下滑拖累业绩，后期经营仍需努力——大悦城 2024 中报点评》2024-09-09
- 《收入与减值拖累业绩，经营改善仍需努力——大悦城 2023A&2024Q1 点评》2024-05-14



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、销售延续弱势，公司销售及现金流回款不及预期：市场需求疲弱，销售延续下降趋势，现金回款承压。
- 2、毛利率下行，存货减值拖累业绩表现：结算毛利率下行是当前大势所趋，毛利率下行拖累业绩表现。存货计提减值对利润表影响较大，若行业销售筑底不及预期，公司存货减值仍存一定压力。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	35791	33118	31313	30273	货币资金	27089	29982	32346	35494
营业成本	28001	25900	24339	23432	交易性金融资产	0	10	20	30
毛利	7789	7218	6974	6840	应收账款	518	544	558	564
%营业收入	21.8%	21.8%	22.3%	22.6%	存货	76785	78056	79351	80248
营业税金及附加	706	653	617	597	预付账款	247	259	268	281
%营业收入	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	其他流动资产	20534	20925	21382	21889
销售费用	1626	1656	1660	1665	流动资产合计	125173	129776	133924	138506
%营业收入	4.5%	5.0%	5.3%	5.5%	长期股权投资	14070	14670	15370	16170
管理费用	1437	1330	1315	1302	投资性房地产	30855	31265	31775	32385
%营业收入	4.0%	4.0%	4.2%	4.3%	固定资产合计	3010	3140	3190	3160
研发费用	8	10	11	11	无形资产	1518	1528	1540	1552
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	229	229	229	229
财务费用	2129	2201	2214	2268	递延所得税资产	1167	1167	1167	1167
%营业收入	5.9%	6.6%	7.1%	7.5%	其他非流动资产	2555	2571	2583	2596
加: 资产减值损失	-1899	-1070	-978	-888	资产总计	178575	184345	189777	195764
信用减值损失	-382	-220	-160	-100	短期贷款	2390	2438	2528	2549
公允价值变动收益	1	36	48	67	应付款项	13169	13695	14003	14766
投资收益	46	1325	1409	1453	预收账款	329	331	376	394
营业利润	-291	1508	1552	1608	应付职工薪酬	471	570	535	492
%营业收入	-1%	5%	5%	5%	应交税费	2301	2649	2818	3027
营业外收支	148	155	185	200	其他流动负债	62747	66359	70067	73926
利润总额	-143	1663	1737	1808	流动负债合计	81406	86043	90328	95153
%营业收入	0%	5%	6%	6%	长期借款	40355	40855	41255	41555
所得税费用	2417	1331	1389	1447	应付债券	9182	9482	9882	10382
净利润	-2559	333	347	362	递延所得税负债	1857	1857	1857	1857
归属于母公司所有者的净利润	-2977	133	208	217	其他非流动负债	4220	4220	4220	4220
少数股东损益	417	200	139	145	负债合计	137020	142457	147542	153168
EPS (元)	-0.69	0.03	0.05	0.05	归属于母公司所有者权益	10596	10729	10937	11154
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	30959	31158	31297	31442
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	41554	41887	42234	42596
经营活动现金流净额	6617	5163	4494	5302	负债及股东权益	178575	184345	189777	195764
取得投资收益收回现金	108	1325	1409	1453	基本指标				
长期股权投资	-1193	-600	-700	-800		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	354	-430	-350	-270	每股收益	-0.69	0.03	0.05	0.05
其他	1222	-820	-769	-734	每股经营现金流	1.54	1.20	1.05	1.24
投资活动现金流净额	491	-525	-410	-351	市盈率	—	88.26	56.35	54.13
债券融资	-1066	300	400	500	市净率	1.23	1.09	1.07	1.05
股权融资	1402	0	0	0	EV/EBITDA	9.69	11.47	11.94	11.97
银行贷款增加 (减少)	1281	548	490	321	总资产收益率	-1.7%	0.1%	0.1%	0.1%
筹资成本	-4392	-2593	-2610	-2624	净资产收益率	-28.1%	1.2%	1.9%	1.9%
其他	-6541	0	0	0	净利率	-8.3%	0.4%	0.7%	0.7%
筹资活动现金流净额	-9314	-1745	-1720	-1803	资产负债率	76.7%	77.3%	77.7%	78.2%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-2206	2893	2364	3148	总资产周转率	0.20	0.18	0.16	0.15

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。