

公司研究 | 点评报告 | 大悦城 (000031.SZ)

业绩减亏，商业稳健运营

——大悦城 2025A&2026Q1 点评

报告要点

业绩减亏，商业稳健运营。公司在手土储相对充裕，若需求复苏，充足土储有望保障后期销售；自持业务具备经营韧性，租金贡献稳定现金流，华夏大悦城商业 REIT 上市打通商业资产“投融资管退”循环，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)

2026-05-09

业绩减亏，商业稳健运营

——大悦城 2025A&2026Q1 点评

公司研究 | 点评报告

投资评级 增持 | 维持

事件描述

2025 年营收 308.9 亿(-13.7%)，归母净利润亏损 23.5 亿（去年同期亏损 29.8 亿），综合毛利率 31.8%(+ 10.0pct)，本年度不现金分红。2026Q1 归母业绩亏损 2.2 亿(去年同期亏损 2.6 亿)。

事件评论

- 开发结算收入下降，投资净收益转负及减值扩大拖累业绩表现。** 2025 年公司营收 308.9 亿 (-13.7%)，主要由于开发业务结算收入同比下滑 18.0%至 232.7 亿，占比 75.3%，投资物业收入 53.4 亿 (+1.8%)，占比 17.3%。归母业绩亏损 23.5 亿，主因：1) 投资净收益转亏 9.9 亿（去年同期盈利 0.5 亿）；2) 计提资产与信用减值 28.8 亿（去年同期计提减值 22.8 亿）；3) 期间费用率同比增长 1.6pct 至 16.1%。即使毛利率同比增长 10.0pct 至 31.8%，仍难抵投资净收益亏损、大幅计提减值对业绩的拖累。截至 2025 年底公司账上预收款 142.5 亿 (-43.7%)，预收款/2025 年结算收入=0.61X，预计后续开发业务结算收入仍将下行，毛利率与存货减值压力仍在，业绩表现预计仍将承压。
- 开发销售额顺势下降，市场寻底阶段审慎投资。** 2025 年公司全口径销售额约 172 亿（数据源自克而瑞，同比-53.3%）。拿地方面，2025 年公司在三亚、成都、青岛共获取 4 个项目，全口径拿地额 38.5 亿，金额维度的拿地强度为 22.3%，在销售大幅下滑叠加资金趋紧背景下，公司审慎拿地、聚焦存量去化是理性选择。截至 2025 年底，公司土储可售货值约 969 亿元（不含一级开发旧改等），主要集中在京津冀、长三角、大湾区、成渝、长江中游等核心都市圈，土储相对充裕保障后期销售规模。
- 购物中心业务稳健发展。** 2025 年消费市场整体平稳复苏，公司购物中心销售额 463.7 亿元 (+15.5%)，客流 4.49 亿人次 (+22.7%)，年末平均出租率 94%，经营韧性持续彰显。截至 2025 年底，公司全国布局 44 个商业项目（含轻资产和非标准化产品），商业建筑面积约 470 万方；累计开业在营项目 37 个，商业建面约 388 万方，包含 24 个大悦城购物中心（含轻资产）、2 个大悦汇（轻资产）。在建及筹备的项目 7 个，建面 82 万方。公司发行的华夏大悦城商业 REIT（底层资产为成都大悦城）全年年化分派率 5.48%，上市至今累计分红 5 次，“投融建管退”商业资产闭环持续深化，轻资产战略加速落地。
- 投资建议：** 业绩减亏，商业稳健运营。公司在手土储相对充裕，若需求复苏，充足土储有望保障后期销售；自持业务具备经营韧性，租金贡献稳定现金流，华夏大悦城商业 REIT 上市打通商业资产“投融建管退”循环，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 2026-2028 年归母净利润 2.2/3.0/5.5 亿，给予“增持”评级。

风险提示

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

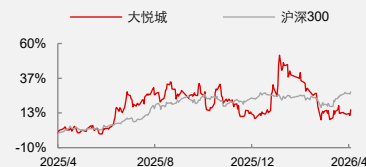
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	2.97
总股本(万股)	428,631
流通A股/B股(万股)	428,630/0
每股净资产(元)	2.39
近12月最高/最低价(元)	4.10/2.50

注：股价为 2026 年 4 月 29 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《业绩亏损，后期经营仍需努力——大悦城 2025 年三季报点评》2025-11-07
- 《收入下降，毛利率提升助推业绩扭亏——大悦城 2025 中报点评》2025-09-05
- 《商业平稳运营，开发业绩承压——大悦城 2025Q1 点评》2025-05-08


 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。

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 /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

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情形范围内，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。