

中国房地产 年报点评



大悦城控股：
投资力度回升，归母净利连续 3 年亏损

文/研究员 沈晓玲、陈家凤

导读： 2024 年归母净利润连续三年亏损；非受限现金短债比 0.98，需关注流动性风险。

【杭州、西安销售额贡献超 4 成，京沪降幅靠前】2024 年大悦城控股实现销售额 369 亿，同比下滑 20%；销售权益比例 44.5%，较去年同期减少 5.5pct，需警惕合作方风险。据年报披露的销售明细显示，全年 86%销售额由一二线贡献，杭州、西安销售额贡献超 4 成，北京、上海和天津等地合计销售贡献约 14 亿元，单城销售降幅均超 70%，表现相对疲软。

【投资力度回升，拿地销售比升至 0.23】2024 年大悦城控股投资力度回升，新增 5 宗地块，拿地建面 56 万平，基于 2023 年低基数的影响，同比大幅增加 232%，土地总价款 84 亿，同比增幅约 33%，按金额计拿地销售比从去年的 0.14 回升至 0.23。年内投资的杭州萧山区世纪城钱塘湾总部住宅地块，全年单盘贡献约 91 亿，成为大悦城全国销冠，然而该项目楼面价占到售价的 65%，盈利空间被压缩。未来需做好地块流量和盈利之间的平衡，才能修复长期盈利水平。2024 年末大悦城剩余可开发计容建面¹822 万方，较年初下滑 16%，足够支撑未来 3-4 年左右的开发需求。

【合同负债/开发结转收入不足 1，归母净利连续 3 年亏损】2024 年大悦城控股物业开发结转收入 283.9 亿，同比微降 2.3%，降幅较 2023 年（-13.3%）收窄，可能缘于年内并表比例有所上升。2024 年开发项目全口径结算金额 393 亿元，对应并表比例约 72%（去年：44.5%）。合同负债较年初下滑 21%至 250 亿，对物业开发结转收入的覆盖倍数 0.88（去年：1.09），结转资源有所不足。毛利同比减少 20%至 77.9 亿，受合联营投资亏损扩大至 21.9 亿的影响，净利亏损 25.6 亿元，归母净利亏损扩大至 29.8 亿。

【资金成本持续优化至 4.06%，非受限现金短债比降至 0.98】2024 年大悦城控股成功获批 12 个“白名单”项目，经营性物业贷款项目 7 个，发行 71 亿中票、永续中票、公司债，新增借款平均成本 3%，全年平均融资成本从去年的 4.61%持续优化至 4.06%。若扣除披露的受限制现金余额后，可动用现金 171 亿，非受限现金短债比从年初的 1.07 下滑至 0.98 倍，需留意其流动性风险。

【3 家购物中心开业，华夏大悦城购物中心 REIT 成功上市】2024 年大悦城控股实现投资物业及相关服务营业收入 52.43 亿，同比微降 2.78%；购物中心业务销售额 401 亿，同比增长 16%；平均出租率 95.1%。年内实现 3 个购物中心的新开业，年末已布局 44 个商业项目（重资产 30 个+轻资产 14 个），华夏大悦城购物中心封闭式基础设施证券投资基金（180603.SZ）以成都大悦城为底层资产，年内成功上市。由于企业在手商业项目充足，可适当通过管理输出、基金运营和 REITs 等方式来缓解重资产自持的资金压力。

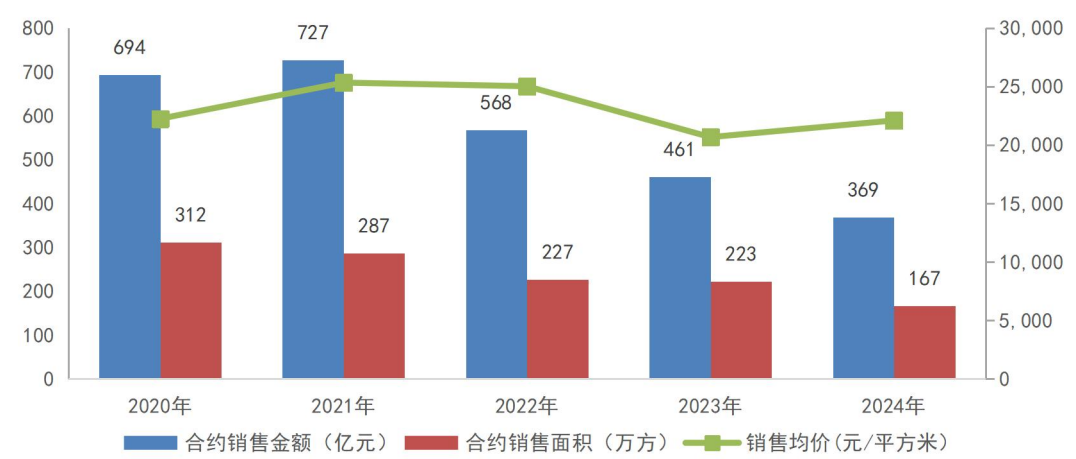
¹ 剩余可开发计容建面=总计容建面-累计已竣工面积；

正文:

01 销售：杭州、西安销售额贡献超 4 成，京沪降幅靠前

2024 年大悦城控股实现销售额 369 亿，同比下滑 20%，销售面积同比减少 25%至 167 万平，销售均价 22,096 万元/平，较去年同期增长 6.9%。此外，全年大悦城权益销售额 164 亿，权益比例 44.5%，较去年同期减少 5.5pct，需警惕合作方风险。

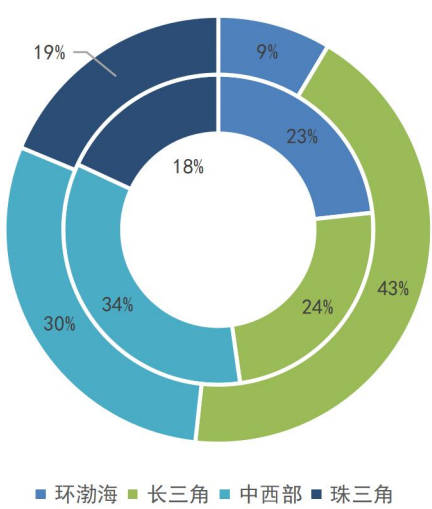
图：2020 年-2024 年大悦城控股全口径销售情况



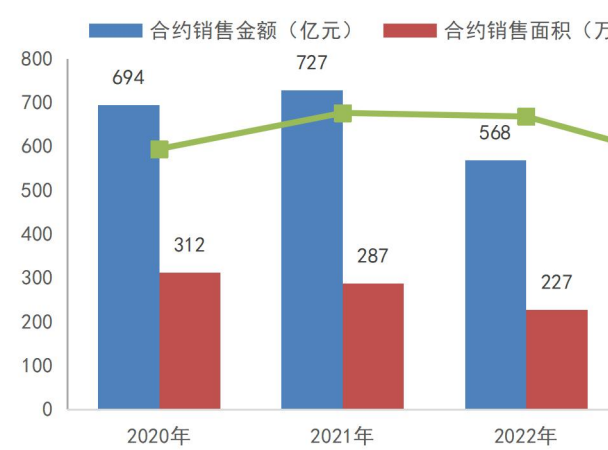
数据来源：企业公告，CRIC 中国房地产决策系统

长三角销售贡献回升至 43%，成为第一大区域。区域销售表现看，全年长三角再次成为大悦城控股第一大贡献区域，销售额占比较去年提升 18.6pct 至 43%，销售集中于杭州、南京和苏州等；中西部销售额占比回落至 30%，缘于成都、重庆等地年内销售额减少所致；珠三角占比维持 19%，而环渤海占比跌至 9%，缘于北京、天津等地表现疲软。

图：2023-2024 年大悦城控股销售金额分布情况



删除[研究小 Q]: 图：2020 年-2024 年大悦城控股全口径销售情况



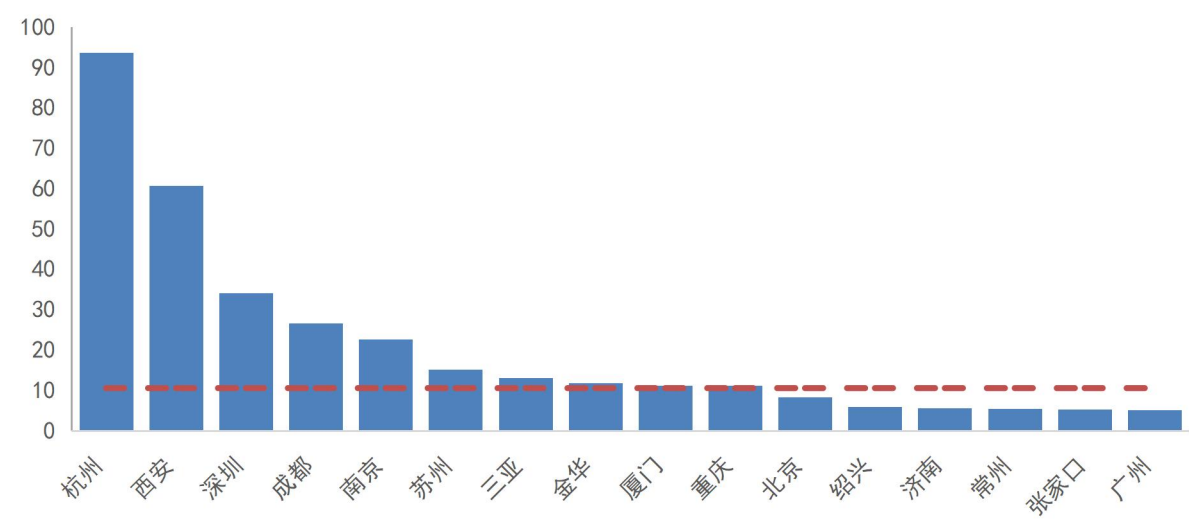
数据来源：企业公告，CRIC 中国房地产决策系统

备注：内环为 2023 年，外环为 2024 年；

数据来源：企业公告，CRIC 中国房地产决策系统

86%销售额由一二线贡献，杭州、西安销售额贡献超 4 成。据 2024 年报披露的销售明细显示，一线、二线和三四线销售额占比分别 13%、73%和 14%；有 35 个城市为大悦城控股贡献销售，单城平均产能 10.54 亿，超过单城平均产能的城市分别是杭州、西安、深圳、成都、南京、苏州、三亚、金华、厦门和重庆等 10 城。其中杭州和西安销售额分别突破 90 亿和 60 亿，两城销售贡献近 42%，主要由杭州鹭悦朗云府单盘实现销售约 91 亿，西安悦著央璟和悦著云廷合计销售贡献约 35 亿。此外，北京、上海和天津等地合计销售贡献约 14 亿元，单城销售降幅均超 70%，表现相对疲软。

图：2024 年大悦城控股销售金额城市分布情况（单位：亿元）



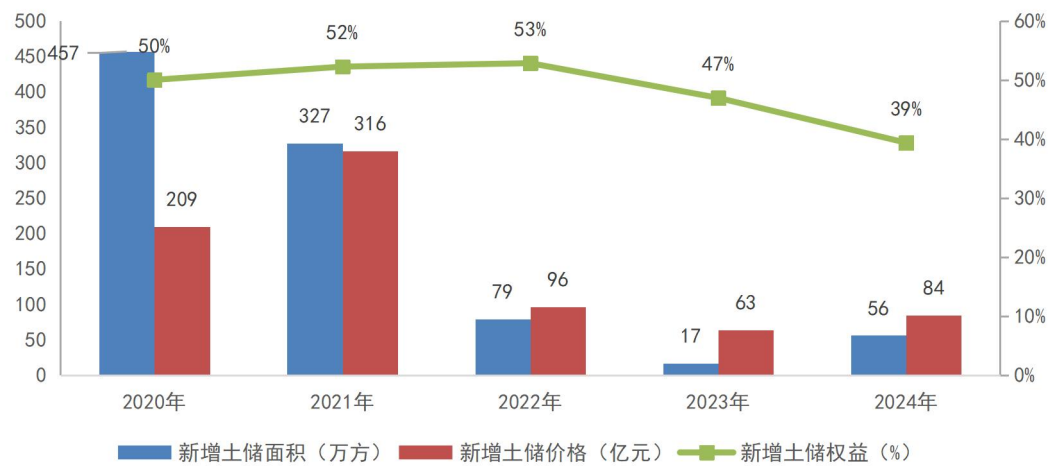
备注：红线为企业平均单城产能，图中仅包含期内期间累计销售金额超 5 亿元城市；

数据来源：企业公告，CRIC 中国房地产决策系统

02 投资：投资力度回升，拿地销售比升至 0.23

2024 年大悦城控股投资力度回升，新增 5 宗地块，拿地建面 56 万平，基于 2023 年低基数的影响，同比大幅增加 232%，土地总价款 84 亿，同比增幅约 33%，按金额计拿地销售比从去年的 0.14 回升至 0.23，投资力度有所回升，且高于行业均值（百强房企拿地销售比约 0.17）。

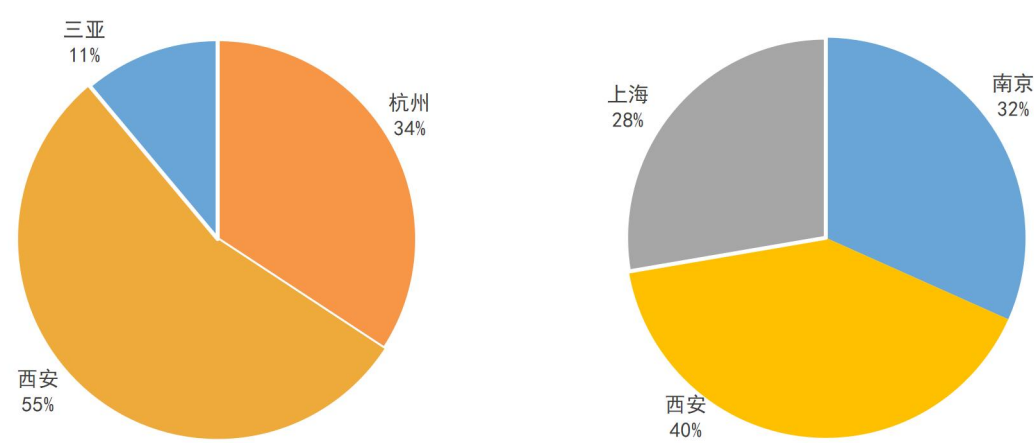
图：2020 年-2024 年大悦城控股新增土储情况



数据来源：企业公告，CRIC 中国房地产决策系统

2024 年投资的 5 宗地块集中在西安、杭州和三亚等地，土地属性均为住宅用地。值得注意的是，5 宗地块中 4 宗为公开市场拿地，剩余 1 宗即杭州萧山区世纪城钱塘湾总部住宅地块（备案名：杭州鹭悦朗云府）通过并购方式购地，年内单盘贡献约 91 亿元销售额，成为大悦城全国销冠项目。然而该项目预计总投资约 81.8 亿，其中楼面价 32250 元/平，受政府限价影响，年内销售均价约 49250 元/平，楼面价占到售价的 65%，盈利空间有所压缩，大悦城通过聚焦高能级城市较优地段来保障其现金流水平的同时，也需加强投资的成本管控，才能修复其长期的盈利空间。

图：2023 年、2024 年大悦城控股新增土储建面分布情况



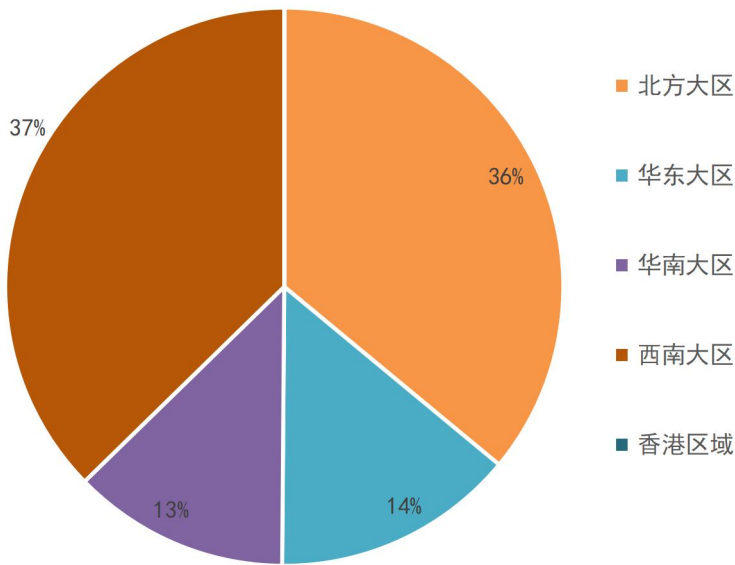
备注：左侧为 2024 年，右侧为 2023 年；

数据来源：企业公告，CRIC 中国房地产决策系统

03 土储：剩余可开发约 822 万平，较年初下滑 16%

截止 2024 年末，大悦城控股剩余可开发计容建筑面积²821.6 万方，较年初下滑 15.9%。从剩余可开发建面分布来看，西南占比最高达 37%、北方其次占比 36%，剩余华东和华南占比约 13-14%左右。

图：2024 年末大悦城控股剩余可开发土储面积分布



数据来源：企业年报、CRIC 中国房地产决策系统

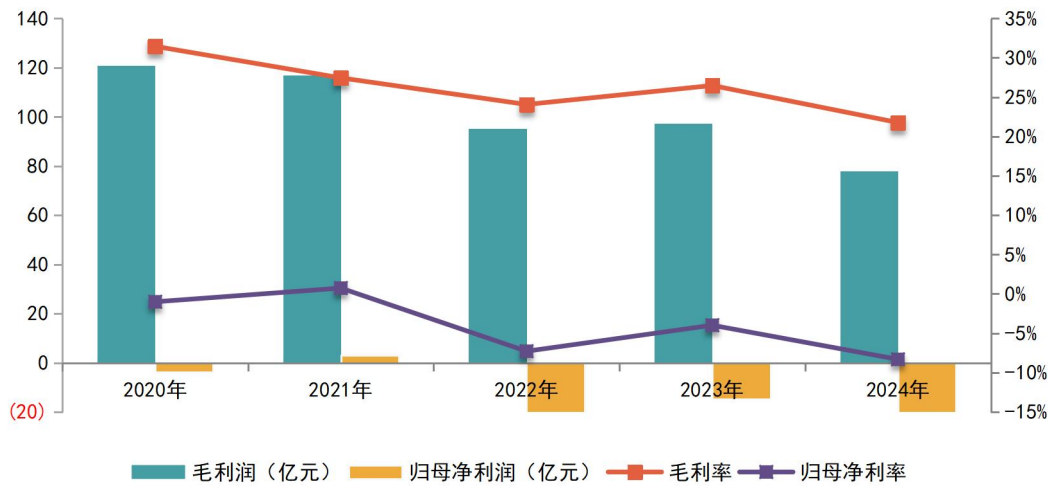
² 剩余可开发计容建面=总计容建面-累计已竣工面积；

04 盈利：合同负债/开发结转收入不足 1，归母净利连续 3 年亏损

2024 年大悦城控股实现营业总收入 357.9 亿，同比略下滑 2.7%，**物业开发结转收入 283.9 亿，同比微降 2.3%，降幅较 2023 年（-13.3%）收窄**，可能缘于年内大悦城并表比例有所上升。据其年报披露的 2024 年开发项目全口径结算金额 393 亿元，对应并表比例约 72%（去年：44.5%）。合同负债较年初下滑 21%至 250 亿，对物业开发结转收入的覆盖倍数 0.88（去年：1.09），结转资源有所不足。

盈利能力方面，大悦城控股实现毛利同比减少 20%至 77.9 亿，综合毛利率同比下降 4.7pct 至 21.8%；受合联营投资亏损扩大至 21.9 亿的影响，**净利亏损 25.6 亿，归母净利亏损扩大至 29.8 亿。**

图：2020–2024 年大悦城控股盈利情况



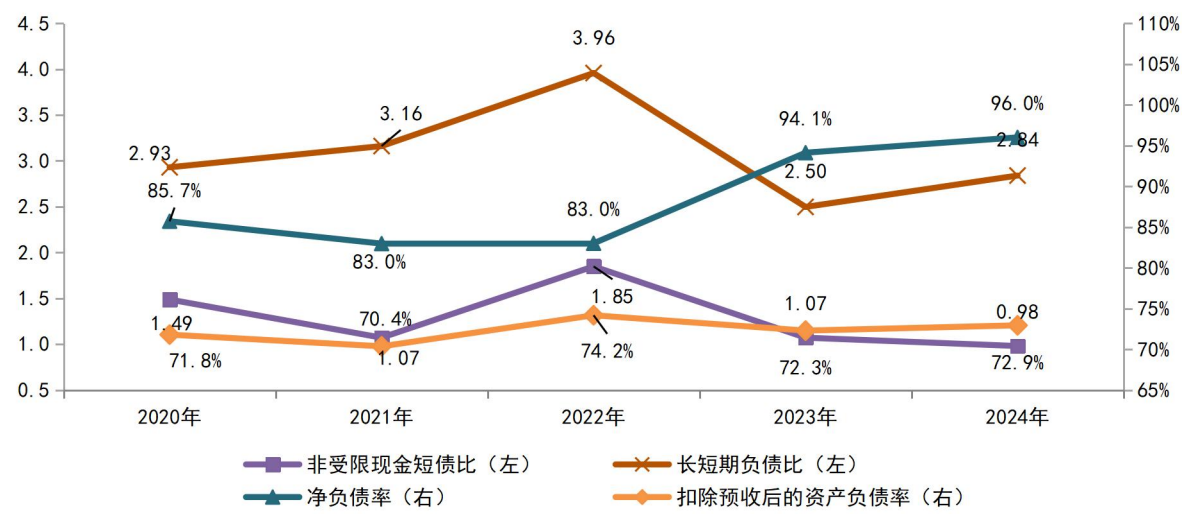
数据来源：企业公告，CRIC 中国房地产决策系统

05 偿债：资金成本持续优化至 4.06%，非受限现金短债比降至 0.98

依托股东优势，2024 年大悦城控股境内评级保持稳定，成功获批 12 个“白名单”项目，经营性物业贷款项目 7 个，发行 71 亿中票、永续中票、公司债，新增借款平均成本 3%，**全年平均融资成本从去年的 4.61%持续优化至 4.06%。**

大悦城控股融资渠道相对畅通叠加期内偿债压力尚可，全年筹资性现金流净流出收窄至 93.14 亿（去年同期：243.29 亿），在经营性、投资性现金流净流入规模同比下滑的情况下，**在手现金较年初减少 10%至 271 亿。**若扣除披露的受限制现金余额后，可动用现金 171 亿，**非受限现金短债比从年初的 1.07 下滑至 0.98 倍**，需留意其流动性风险。此外，企业扣预资产负债率 72.9%，净负债率 96%。

图：2020-2024 年大悦城控股杠杆水平和偿债能力



数据来源：企业公告，CRIC 中国房地产决策系统

06 战略：3 家购物中心开业，华夏大悦城购物中心 REIT 成功上市

大悦城控股坚持轻重并举的核心战略模式，随着国内消费市场及商业地产客流逐步恢复回稳，2024 年实现投资物业及相关服务营业收入 52.43 亿，同比微降 2.78%；毛利率 59.53%，同比减少 1.71 pct。全年大悦城旗下购物中心业务实现销售额 401 亿，同比增长 16%；客流量 3.66 亿人次，同比增长 22%；平均出租率 95.1%，基本与去年同期持平。

新拓的商业项目看，2024 年大悦城控股共有 3 家购物中心成功开业，出租率均达 98%以上，开业率均在 97%以上；截至年末，大悦城控股已布局 44 个商业项目（重资产 30 个+轻资产 14 个），其中 36 个在营（商业面积 375 万平），8 个处于在建、储备阶段（商业面积 83 万平）。年内华夏大悦城购物中心封闭式基础设施证券投资基金（180603.SZ）以成都大悦城为底层资产成功上市，成为西南地区首单消费 REIT。由于企业在手商业项目充足，可适当通过管理输出、基金运营和 REITs 等方式来缓解重资产自持的资金压力。

表：2024 年末披露的部分购物中心出租情况（单位：万平方米）

序号	城市	出租项目名称	权益比例	可出租面积 (万方)	已出租面积 (万方)	出租率
1	北京	北京西单大悦城	30%	5.22	4.96	95%
2	北京	北京朝阳大悦城	27%	11.45	10.57	92%
3	北京	北京京西大悦城（一期）	12%	5.29	4.73	89%
4	北京	北京祥云小镇	51%	7.64	7.45	98%
5	北京	北京丰台大悦春风里	25%	2.77	2.35	85%
6	北京	北京大兴大悦春风里	30%	5.76	5.07	88%

7	天津	天津南开大悦城	30%	9.02	8.87	98%
8	沈阳	沈阳大悦城	60%	13.43	12.99	97%
9	上海	上海静安大悦城	30%	6.63	6.36	96%
10	上海	上海长风大悦城	22%	5.78	5.22	90%
11	成都	成都大悦城	24%	8.67	8.58	99%
12	成都	天府大悦城	60%	7.30	7.17	98%
13	重庆	重庆大悦城	60%	6.92	6.01	87%
14	武汉	武汉大悦城	30%	7.04	6.73	96%
15	烟台	烟台大悦城	30%	7.75	7.18	93%
16	即墨	青岛即墨大悦春风里	60%	2.25	1.75	78%
17	杭州	杭州大悦城	33%	8.57	8.02	94%
18	苏州	苏州大悦城	30%	9.13	8.72	96%
19	西安	西安大悦城	17%	6.20	6.04	97%
20	厦门	厦门大悦城	30%	5.08	4.93	97%
21	三亚	三亚大悦城	47%	5.27	5.27	100%
22	北京	北京海淀大悦城	20%	6.84	6.65	97%

数据来源：企业公告，CRIC 中国房地产决策系统

附表：2021–2024 年企业财务指标（亿元、万平方米）

	财务指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	同比/百分点变动
规模	营业收入（亿元）	426.1	395.8	367.8	357.9	-2.7%
	物业销售营业收入（亿元）	356.3	335.0	290.4	283.9	-2.3%
	归母净利润（亿元）	3.1	-28.8	-14.7	-29.8	103.1%
	总资产（亿元）	2127.3	2144.3	1980.6	1785.7	-9.8%
	净资产（亿元）	520.9	475.0	461.0	415.5	-9.9%
盈利及运营	毛利率	27.4%	24.1%	26.5%	21.8%	-4.7pct
	净利率	1.8%	-5.6%	0.3%	-7.2%	-7.5pct
	归母净利率	0.7%	-7.3%	-4.0%	-8.3%	-4.3pct
	每股基本收益（元/股）	0.03	-0.67	-0.34	-0.69	102.9%
	营销及管理费用率	5.2%	6.8%	10.1%	14.1%	3.9pct
现金及偿债能力	现金（亿元）	248.9	365.3	300.8	270.9	-10.0%
	短期负债（亿元）	172.5	153.2	210.1	174.5	-17.0%
	现金短债比	1.44	2.38	1.43	1.55	8.4%
	非受限现金短债比	1.07	1.85	1.07	0.98	-8.5%
	长短期债务比	2.95	3.84	2.42	2.84	17.5%
	净负债率	90.0%	83.0%	94.1%	96.0%	1.9pct
	净负债率（永续债作为负债）	90.0%	83.0%	94.1%	96.0%	1.9pct
	平均融资成本	4.9%	4.8%	4.6%	4.1%	-0.6pct
资本效率	扣除预收后的资产负债率	70.4%	74.2%	72.3%	72.9%	0.6pct
	股东权益回报率	1.69%	-16.84%	-10.02%	-24.36%	-14.3pct

净资产收益率（ROE）	1.57%	-4.46%	0.26%	-5.84%	-6.1pct
资产收益率（ROA）	0.37%	-1.04%	0.06%	-1.36%	-1.4pct
资产杠杆率	4.08	4.51	4.30	4.30	0.1pct

注：销管费用率=销售及管理费用/报告期内操盘销售金额；
股东权益回报率=归母净利润/按报告期平均的归属于母公司股东权益；
资产杠杆率=总资产/所有者权益合计；
短期有息债=流动负债中的短期借款+一年内到期的长期借款+一年内到期的应付债券；
长期有息债=非流动负债的长期借款+应付债券；
扣除预收后的资产负债率=（总负债-合同负债）/（总资产-合同负债），
净负债率=（短期有息债+长期有息债-现金）/净资产，上文三条红线口径都按此计算

数据来源：企业公告、CRIC 研究中心整理

免责声明

数据、观点等引用请注明“由克而瑞研究中心提供”。由于统计时间和口径的差异，可能出现与相关政府部门最终公布数据不一致的情形，则最终以政府部门权威数据为准。文章内容仅供参考，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。