2025 年 4 月 6 日

公司研究

品类布局持续优化，期待国补政策提振效果

——美凯龙（601828.SH，1528.HK）2024 年年报点评

A 股：增持（维持）

当前价：3.08 元

H 股：增持（维持）

当前价：1.40 港元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：梁丹辉

执业证书编号：S0930524070007

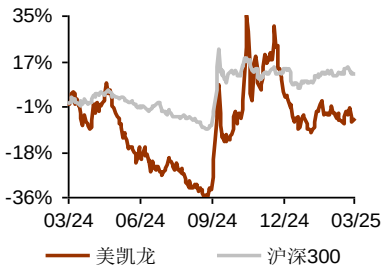
021-52523868

liangdanhui@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	43.55
总市值(亿元):	134.13
一年最低/最高(元):	2.02/4.45
近 3 月换手率:	29.61%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.05	-1.14	-15.00
绝对	0.00	1.32	-5.81

资料来源：Wind

相关研报

发布多个战略计划，利于公司长期发展——美凯龙（601828.SH，1528.HK）2024 年半年报点评（2024-09-02）

要点

公司 2024 年营收同比减少 32.08%，实现归母净利润-29.8 亿元

2025 年 3 月 27 日，公司公布 2024 年年报：2024 年实现营业收入 78.2 亿元，同比减少 32.08%，实现归母净利润-29.8 亿元，环比 2023 年的 22.2 亿元亏损有所扩大，实现扣非归母净利润-16.8 亿元，上年同期为-12.3 亿元。

单季度拆分来看，4Q2024 实现营业收入 17.2 亿元，同比减少 39.57%，实现归母净利润-11.0 亿元（上年同期为-16.7 亿元），实现扣非归母净利润-6.3 亿元。

公司 4Q2024 综合毛利率同比提升 0.6 个百分点，销售费率上升 3.2 个百分点

4Q2024 公司毛利率为 54.1%，同比/环比分别变动+0.6/-2.5 个百分点。4Q2024 公司期间费用率为 70.6%，同比上升 24.9 个百分点，其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为 16.0%/16.1%/38.4%/0.1%，同比分别变化+3.2/+7.3/+14.4/-0.1 个百分点。

多业态布局持续深化，国补提振卖场表现

在家居卖场的基础上，公司在商场内引入高频消费业态，根据商场体量、位置等因素，利用家居品牌联名、连锁餐饮、地域合作等多种形式，满足消费者在场内进行较长时间的家居消费时的餐饮需求，优化消费者的整体消费体验；同时公司将消费者在商场内的家居消费向前延伸至设计环节，通过引入设计工作室，落地 M+高端设计中心，打造优质流量入口，并以全渠道流量资源赋能 M+高端设计中心，全面提升设计师面向市场的获客能力。

另一方面，公司作为线下家居卖场渠道的龙头，受益于家电家具以旧换新补贴政策。截至 2024 年末，公司实现全国 249 家商场覆盖，多地商场跻身政府指定企业名录，北京、上海、黔贵区域率先成为省内国补首批线下试点企业，公司线下超 150 家高端电器馆成为线下家电“以旧换新”政府补贴主渠道之一。

下调盈利预测，维持“增持”评级

考虑到房地产行业整体复苏进程以及家具卖场行业在房地产行业链条相对后置，结合公司 2024 年表现，我们下调对公司 2025/2026 年 EPS 的预测至 0.01/0.06 元（原预测值为 0.06/0.07 元），新增对公司 2027 年 EPS 的预测 0.10 元。公司作为家居连锁卖场龙头企业，有望受益于后续行业转暖，同时国补政策有望推动公司业绩改善，维持公司 A 股和 H 股“增持”评级。

风险提示：卖场拓展及提租幅度不达预期，数字化改造效果不达预期，公允价值变动损益波动大于预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	11,515	7,821	7,957	8,077	8,172
营业收入增长率	-18.55%	-32.08%	1.73%	1.51%	1.18%
归母净利润（百万元）	-2,216	-2,983	57	275	419
归母净利润增长率	NA	NA	NA	383.65%	52.63%
EPS（元）	-0.51	-0.69	0.01	0.06	0.10
ROE（归属母公司）（摊薄）	-4.47%	-6.42%	0.12%	0.59%	0.89%
P/E（A 股）	NA	NA	236	49	32
P/B	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-03，汇率按 1HKD=0.9226CNY 计算

财务报表与盈利预测

利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**11,515**	**7,821**	**7,957**	**8,077**	**8,172**
营业成本	4,982	3,265	3,285	3,265	3,291
折旧和摊销	190	158	92	105	119
税金及附加	418	391	318	323	327
销售费用	1,483	1,028	1,034	1,050	1,038
管理费用	1,302	1,026	1,034	969	923
研发费用	20	13	14	14	14
财务费用	2,561	2,488	2,010	2,024	2,027
投资收益	64	-30	50	50	50
营业利润	**-1,866**	**-3,398**	**96**	**489**	**652**
利润总额	**-2,273**	**-3,603**	**-124**	**339**	**532**
所得税	97	-413	-31	85	133
净利润	**-2,370**	**-3,190**	**-93**	**255**	**399**
少数股东损益	-154	-207	-150	-20	-20
归属母公司净利润	**-2,216**	**-2,983**	**57**	**275**	**419**
EPS(元)	**-0.51**	**-0.69**	**0.01**	**0.06**	**0.10**

现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	**2,364**	**216**	**714**	**2,372**	**2,520**
净利润	-2,216	-2,983	57	275	419
折旧摊销	190	158	92	105	119
净营运资金增加	1,148	-8,314	1,479	62	28
其他	3,242	11,355	-914	1,930	1,954
投资活动产生现金流	**701**	**631**	**-462**	**-462**	**-463**
净资本支出	-195	-367	-400	-400	-400
长期投资变化	3,443	3,329	0	0	0
其他资产变化	-2,546	-2,332	-62	-62	-63
融资活动现金流	**-3,166**	**-243**	**-2,057**	**-1,879**	**-2,034**
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	2,806	-8,884	-114	85	-54
无息负债变化	-5,178	7,362	-130	65	76
净现金流	**-101**	**605**	**-1,805**	**30**	**24**

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	**121,061**	**116,237**	**115,900**	**116,304**	**116,724**
货币资金	2,974	3,795	1,989	2,019	2,043
交易性金融资产	570	145	145	145	145
应收账款	1,203	585	1,933	1,963	1,986
应收票据	6	2	2	2	2
其他应收款（合计）	921	694	620	629	636
存货	160	53	99	98	99
其他流动资产	1,811	1,356	1,356	1,356	1,356
流动资产合计	**10,428**	**8,976**	**8,418**	**8,485**	**8,541**
其他权益工具	1,758	1,231	1,243	1,256	1,268
长期股权投资	3,443	3,329	3,229	3,259	3,329
固定资产	2,744	2,582	2,873	3,154	3,424
在建工程	17	17	34	47	56
无形资产	98	64	108	149	188
商誉	98	98	98	98	98
其他非流动资产	3,146	2,834	2,834	2,834	2,834
非流动资产合计	**110,633**	**107,261**	**107,482**	**107,819**	**108,183**
总负债	**68,239**	**66,716**	**66,473**	**66,622**	**66,643**
短期借款	4,972	2,142	1,928	1,913	1,758
应付账款	2,055	1,403	1,357	1,348	1,359
应付票据	14	309	311	309	312
预收账款	877	731	605	614	621
其他流动负债	259	253	253	253	253
流动负债合计	**28,592**	**28,931**	**28,520**	**28,509**	**28,382**
长期借款	19,248	17,704	17,804	17,904	18,004
应付债券	1,759	0	0	0	0
其他非流动负债	2,075	4,824	4,892	4,952	5,000
非流动负债合计	**39,647**	**37,785**	**37,953**	**38,113**	**38,261**
股东权益	**52,822**	**49,521**	**49,428**	**49,682**	**50,081**
股本	4,355	4,355	4,355	4,355	4,355
公积金	9,549	9,529	9,529	9,529	9,529
未分配利润	35,092	32,249	32,306	32,581	32,999
归属母公司权益	49,615	46,490	46,546	46,821	47,240
少数股东权益	3,206	3,031	2,881	2,861	2,841

主要指标

盈利能力（%）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	56.7%	58.3%	58.7%	59.6%	59.7%
EBITDA 率	41.3%	35.3%	31.1%	31.5%	33.2%
EBIT 率	38.4%	32.0%	29.9%	30.2%	31.7%
税前净利润率	-19.7%	-46.1%	-1.6%	4.2%	6.5%
归母净利润率	-19.2%	-38.1%	0.7%	3.4%	5.1%
ROA	-2.0%	-2.7%	-0.1%	0.2%	0.3%
ROE（摊薄）	-4.5%	-6.4%	0.1%	0.6%	0.9%
经营性 ROIC	-38.3%	-9.3%	-8.8%	-8.8%	-9.1%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	56%	57%	57%	57%	57%
流动比率	0.36	0.31	0.30	0.30	0.30
速动比率	0.36	0.31	0.29	0.29	0.30
归母权益/有息债务	1.41	1.77	1.78	1.79	1.81
有形资产/有息债务	3.34	4.27	4.27	4.27	4.30

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	12.88%	13.15%	13.00%	13.00%	12.70%
管理费用率	11.31%	13.11%	13.00%	12.00%	11.30%
财务费用率	22.24%	31.81%	25.27%	25.06%	24.80%
研发费用率	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%
所得税率	-4%	11%	25%	25%	25%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.54	0.05	0.16	0.54	0.58
每股净资产	11.39	10.68	10.69	10.75	10.85
每股销售收入	2.64	1.80	1.83	1.85	1.88

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE（A 股）	NA	NA	236	49	32
PB	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	11.0	15.2	17.0	16.5	15.4
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海
静安区新闸路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京
西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港
中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国
Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP