

美凯龙 (601828)

证券研究报告
2025年04月10日

国补有望推动业绩修复

公司发布 2024 年年度报告

24Q4 收入 17.16 亿, 同比-39.6%, 归母净利润-10.97 亿, 同比+34.3%, 扣非归母净利润-6.28 亿, 同比+30.7%;

24 年收入 78.21 亿, 同比-32.1%, 归母净利润-29.83 亿, 同比-34.6%, 扣非归母净利润-16.80 亿, 同比-36.8%。

24 年公司毛利率 58.26%, 同增 1.52pct; 归母净利率-38.15%, 同减 18.90pct。

2024 年受国内经济形势和地产家居后周期消费的震荡调整, 行业加速出清, 商场出租率同比阶段性下降; 同时, 公司作为家居零售领域的领军企业, 对部分商户减免了部分租金及管理费; 此外, 公司积极调整战略与商场品类布局, 引入家装、新能源汽车等品类, 使得短期内公司的相关收入呈暂时的下降态势。

随着国家多部委出台的一揽子刺激政策扎实落地, 如下调房贷利率等税费、进一步加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策等, 公司所处行业的高质量发展获得持续支撑, 相关消费需求迎来筑底反弹, 公司将把握行业发展机遇, 致力提升运营效率, 改善经营业绩。

以旧换新成效显著, 行业龙头实力彰显

24 年公司自营及租赁收入 53.60 亿元, 同减 21.0%, 毛利率 65.7%, 同比-5.1pct, 主要系受总体经济环境波动影响, 商场出租率阶段性下滑, 公司为了支持商户持续经营, 稳商留商优惠增加所致; 委托经营管理收入 14.60 亿元, 同减 28.1%, 毛利率 38.4%, 同比-5.4pct, 主要系委管商场数量减少以及委管项目的进度放缓所致; 建筑装饰服务收入 3.32 亿元, 同减 77.5%, 毛利率 14.8%, 同比+16.1pct, 主要系受到相关行业收缩情况的影响, 公司项目数量减少、存续项目工程进度放缓等原因所致。

截至 2024 年末, 公司经营 77 家自营商场, 平均出租率为 83.0%, 257 家不同管理深度的委管商场, 平均出租率为 82.5%, 战略合作经营 7 家家居商场, 以特许经营方式授权 33 家特许经营家居建材项目, 共包括 405 家家居建材店/产业街, 覆盖全国 30 个省、直辖市、自治区的 202 个城市, 总经营面积 2032.6 万平方米。

2024 年国家及各地“以旧换新”政策密集出台, 公司充分利用龙头线下渠道红利, 展现卓越的组织行动执行力, 积极对接政府、行业协会, 组织帮助商户完成资质申请, 政策、流程宣讲等工作, 同时及时向政府反馈政策推进中遇到的问题和改进建议, 有效推动地方补贴政策的细化和顺利执行。24Q4 公司全国卖场以旧换新订单数 72.4 万单, 销售额 66.9 亿, 中央补贴金额 11.5 亿, 补贴占销售额 17%左右, 龙头聚集效应显著, 切实拉动消费, 充实商户营收。

线上线下营销升级助力战略转型, 数智化赋能降本提效

公司积极拓展线上流量运营矩阵, 赋能商场经营, 推动商场构建抖音运营矩阵, 通过抖音本地生活业务引导消费者线上领券线下到店核销; 同时充分利用小红书社交电商平台的优势和资源, 更有效地触达目标用户群体, 提升品牌知名度和美誉度, 进而促进销售业绩的增长。

此外, 公司聚焦于“战略业务支撑”与“系统整合”两大领域进行数智化升级, 商户端推出“招商扣点合同”、“商户通”及“M+臻选设计师”三大产品, 消费者端推出了“红星美凯龙小程序”、“SCRM 系统”, 并为“全国以旧换新业务”提供系统支持。

调整盈利预测, 维持“持有”评级

投资评级

行业	商贸零售/一般零售
6 个月评级	持有 (维持评级)
当前价格	2.86 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,613.45
流通 A 股股本(百万股)	3,613.45
A 股总市值(百万元)	10,334.46
流通 A 股市值(百万元)	10,334.46
每股净资产(元)	10.68
资产负债率(%)	57.40
一年内最高/最低(元)	4.45/2.02

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
张彤	联系人
zhangtong@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《美凯龙-季报点评:推行家居消费新零售模式》2024-11-06
- 《美凯龙-年报点评报告:23 年业绩承压, 期待建发协同效应显现》2024-04-07
- 《美凯龙-年报点评报告:全力打造全渠道泛家居业务平台服务商》2023-04-02

25 年公司将继续稳步推进主营及扩展性业务。为顺应一站式消费需求趋势，公司将继续深化“3+星生态”的践行，打破家电、家居、家装边界，在强化家居主赛道护城河的同时，强势拓展新品类、新业态，打造“家消费生态聚合场”，从而夯实行业龙头地位。考虑 25 年地产家居经营环境仍较为疲软，我们预计国补及促消费政策效果逐步显现，后续伴随地产周期触底，公司经营成效有望改善，我们调整盈利预测，预计 25-27 年归母净利润分别为-2.6 亿/2.4 亿/5.5 亿(25-26 年前值为-1.9 亿/1.9 亿)，对应 26-27 年 PE 分别为 53X/23X。

风险提示：宏观经济和行业波动的风险，拓展性业务开拓的风险，线下客流量恢复不及预期风险等

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,514.98	7,821.27	8,101.27	8,558.18	9,120.45
增长率(%)	(18.55)	(32.08)	3.58	5.64	6.57
EBITDA(百万元)	3,733.99	457.45	2,720.42	3,243.03	3,537.15
归属母公司净利润(百万元)	(2,216.36)	(2,983.50)	(255.32)	235.87	546.78
增长率(%)	(496.78)	34.61	91.44	192.38	131.81
EPS(元/股)	(0.51)	(0.69)	(0.06)	0.05	0.13
市盈率(P/E)	-	-	-	52.80	22.78
市净率(P/B)	0.25	0.27	0.27	0.00	0.26
市销率(P/S)	1.08	1.59	1.54	1.46	1.37
EV/EBITDA	(14.38)	(137.59)	(17.86)	(14.73)	(13.18)

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,974.05	3,794.66	3,930.50	4,152.19	4,424.98
应收票据及应收账款	1,209.50	587.57	1,302.73	836.81	1,443.30
预付账款	291.33	265.41	186.31	274.44	224.98
存货	159.51	53.07	398.66	62.09	437.33
其他	4,406.76	3,266.42	4,911.53	4,572.51	4,851.73
流动资产合计	9,041.15	7,967.12	10,729.73	9,898.05	11,382.32
长期股权投资	3,442.50	3,329.21	2,983.21	2,605.21	2,215.21
固定资产	2,743.97	2,581.68	2,464.67	2,347.65	2,230.64
在建工程	16.89	17.42	17.42	17.42	17.42
无形资产	97.83	64.17	34.37	4.56	0.00
其他	104,331.56	101,268.99	100,552.75	99,967.96	99,503.62
非流动资产合计	110,632.75	107,261.47	106,052.41	104,942.80	103,966.89
资产总计	121,060.64	116,237.22	116,782.14	114,840.85	115,349.21
短期借款	4,971.83	2,142.39	13,500.00	15,801.59	18,726.50
应付票据及应付账款	2,068.48	1,712.15	1,182.71	1,514.55	1,221.59
其他	20,413.38	24,327.31	16,613.10	15,685.68	16,525.30
流动负债合计	27,453.69	28,181.84	31,295.81	33,001.82	36,473.39
长期借款	19,247.66	17,703.68	20,282.58	17,712.52	15,674.30
应付债券	1,758.51	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	18,641.26	20,081.61	15,647.00	14,437.00	12,958.00
非流动负债合计	39,647.43	37,785.30	35,929.58	32,149.52	28,632.30
负债合计	68,238.97	66,716.43	67,225.39	65,151.34	65,105.69
少数股东权益	3,206.37	3,031.10	3,017.66	3,030.07	3,061.85
股本	4,354.73	4,354.73	4,354.73	4,354.73	4,354.73
资本公积	7,255.30	7,235.57	7,235.57	7,235.57	7,235.57
留存收益	37,385.99	34,542.97	34,287.65	34,523.52	35,070.30
其他	619.27	356.43	661.14	545.61	521.06
股东权益合计	52,821.67	49,520.80	49,556.75	49,689.51	50,243.52
负债和股东权益总计	121,060.64	116,237.22	116,782.14	114,840.85	115,349.21

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	(2,370.44)	(3,190.13)	(255.32)	235.87	546.78
折旧摊销	329.07	255.69	146.82	146.82	121.57
财务费用	2,419.35	2,370.65	2,398.69	2,402.17	2,405.64
投资损失	(63.92)	29.58	(17.17)	6.20	(5.48)
营运资金变动	(2,166.50)	1,082.20	(15,006.40)	(124.53)	(952.75)
其它	4,216.07	(331.61)	(158.44)	(112.59)	(66.22)
经营活动现金流	2,363.64	216.37	(12,891.82)	2,553.95	2,049.53
资本支出	2,920.80	(1,590.75)	4,434.61	1,210.00	1,479.00
长期投资	(314.56)	(113.29)	(346.00)	(378.00)	(390.00)
其他	(1,904.88)	2,335.20	(3,955.43)	(594.20)	(827.52)
投资活动现金流	701.36	631.16	133.18	237.80	261.48
债权融资	245.47	(11,371.94)	12,589.77	(2,454.54)	(2,013.66)
股权融资	(215.02)	(282.58)	304.71	(115.53)	(24.55)
其他	(3,196.41)	11,411.89	0.00	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	(3,165.96)	(242.64)	12,894.49	(2,570.06)	(2,038.22)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(100.95)	604.90	135.85	221.68	272.80

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,514.98	7,821.27	8,101.27	8,558.18	9,120.45
营业成本	4,981.65	3,264.97	3,256.71	3,132.29	3,283.36
营业税金及附加	417.86	391.41	283.54	282.42	291.85
销售费用	1,483.14	1,028.35	991.60	999.60	1,048.85
管理费用	1,301.88	1,025.71	954.33	979.91	1,030.61
研发费用	19.63	13.37	12.15	12.84	13.68
财务费用	2,560.96	2,487.79	2,398.69	2,402.17	2,405.64
资产/信用减值损失	(1,876.66)	(1,176.71)	(332.50)	(281.30)	(254.00)
公允价值变动收益	(886.63)	(2,028.66)	(145.00)	(125.00)	(98.00)
投资净收益	63.92	(29.58)	17.17	(6.20)	5.48
其他	5,315.06	6,242.48	0.00	0.00	0.00
营业利润	(1,865.83)	(3,397.84)	(256.08)	336.45	699.94
营业外收入	34.52	76.30	87.40	64.10	55.80
营业外支出	441.66	281.09	135.00	120.00	102.00
利润总额	(2,272.96)	(3,602.64)	(303.68)	280.55	653.74
所得税	97.48	(412.51)	(34.92)	32.26	75.18
净利润	(2,370.44)	(3,190.13)	(268.76)	248.29	578.56
少数股东损益	(154.08)	(206.63)	(13.44)	12.41	31.78
归属于母公司净利润	(2,216.36)	(2,983.50)	(255.32)	235.87	546.78
每股收益(元)	(0.51)	(0.69)	(0.06)	0.05	0.13

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-18.55%	-32.08%	3.58%	5.64%	6.57%
营业利润	-230.92%	82.11%	-92.46%	-231.38%	108.04%
归属于母公司净利润	-496.78%	34.61%	91.44%	192.38%	131.81%
获利能力					
毛利率	56.74%	58.26%	59.80%	63.40%	64.00%
净利率	-19.25%	-38.15%	-3.15%	2.76%	6.00%
ROE	-4.47%	-6.42%	-0.55%	0.51%	1.16%
ROIC	-2.98%	3.85%	-6.23%	-16.70%	-20.25%
偿债能力					
资产负债率	56.37%	57.40%	57.56%	56.73%	56.44%
净负债率	60.85%	45.30%	75.24%	74.49%	73.91%
流动比率	0.36	0.31	0.34	0.30	0.31
速动比率	0.36	0.31	0.33	0.30	0.30
营运能力					
应收账款周转率	7.22	8.70	8.57	8.00	8.00
存货周转率	49.81	73.58	35.87	37.15	36.52
总资产周转率	0.09	0.07	0.07	0.07	0.08
每股指标(元)					
每股收益	-0.51	-0.69	-0.06	0.05	0.13
每股经营现金流	0.54	0.05	-2.96	0.59	0.47
每股净资产	11.39	10.68	10.69	10.71	10.83
估值比率					
市盈率	-	-	-	52.80	22.78
市净率	0.25	0.27	0.27	0.00	0.26
EV/EBITDA	-14.38	-137.59	-17.86	-14.73	-13.18
EV/EBIT	-15.16	-210.41	-18.88	-15.43	-13.65

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com