

2025年9月4日

Q2 营收环比提升，经营性现金流大幅好转

美凯龙(601828)

评级:	增持	股票代码:	601828
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	4.45/2.02
目标价格:		总市值(亿)	127
最新收盘价:	2.91	自由流通市值(亿)	105
		自由流通股数(亿)	10.38

事件概述

公司发布2025中报：2025H1公司实现营收33.37亿元，同比下滑21.01%；归母净利润-19.00亿元，同比下滑51.63%，扣非后归母净利为-6.02亿元，同比下滑3.05%，剔除公允价值变动的营业利润为1.06亿元，已转正。单季度看，2025Q2公司实现营收17.22亿元，同比-18.53%，环比+6.57%（环比收入有提升），归母净利润-13.87亿元，同比-57.29%，剔除公允价值变动的营业利润为1.52亿元，已转正。现金流方面，公司经营活动产生的现金流量净额为2.02亿元，比去年同期大幅扩张增量超10个亿。

分析判断：

►收入端：商场结构持续调整，Q2收入环比提升

2025H1公司积极调整战略与商场品类布局，以优惠条件吸引设计师、家装公司、新能源汽车等优质品牌入驻，截至2025年6月30日公司经营76家自营商场，平均出租率为84.2%，235家不同管理深度的委管商场，平均出租率为81.3%，通过战略合作经营7家家居商场，此外公司以特许经营方式授权23家特许经营家居建材项目，共包括369家家居建材店/产业街。覆盖全国30个省、直辖市、自治区的189个城市。同时积极响应并深度对接国家“以旧换新”政策，高效推动“政府补贴+企业让利”的双补模式，2025H1公司全国卖场以旧换新订单数74.3万单，销售额73.1亿，中央补贴金额11.7亿，补贴占销售额16%左右，龙头效应显著。2025Q2收入端环比已有所改善。

分业态看，2025H1公司自有及租赁、委托经营、建筑装饰分别实现收入24.51亿元/6.09亿元/1.04亿元，同比分别-15.6%/-26.4%/-51.1%。自营及租赁收入下滑系为支持商户持续经营，稳商留商优惠增加所致；委托经营收入同比下滑系委管商场数量减少所致；建筑收入同比下滑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原因所致。未来公司借助与建发集团的深度合作，通过网络化拓展以建发房产和联发集团为代表的房企楼盘资源，融合M+中心设计服务，对接万盘资源有望带来新的增长点。

►盈利端：降本增效毛利率同比提升，刚性费用支出增加致净利率下滑

盈利能力方面，2025Q2毛利率63.79%，同比+2.96pct，净利率-84.13%，同比-38.22pct。毛利率上升系建筑装饰服务业务成本减少，公司降本增效，人工开支下降所致。净利率下滑较多主要为收入同比下滑费用相对刚性及投资性物业公允价值下降所致。费用方面，2025Q2公司期间费用率为54.12%，同比增加0.45pct，其中销售费用率为11.76%，同比-0.61pct；管理费用率为11.35%，同比-0.21pct；研发费用率0.08%，同比-0.09pct；财务费用率为30.93%，同比+1.36pct。

►布局高端新生态，激活存量市场

高端家电：稳步推进「3+星生态」战略，高端电器已成为公司业务增长最快的板块之一，截至6月底，红星美凯龙电器经营面积占比9.4%，未来三年，红星美凯龙将在全国打造40座高端电器生态标杆“Mega-E智电绿洲”，实现一城一标杆。**高端家装：**公司重磅发布M+家装设计中心2025年战略规划：一Mall一M+，每个红星美凯龙商场都有一个设计枢纽，构建中国最大的家装设计服务网络。截至6月底，红星美凯龙M+设计中心已完成打造达73.1万㎡，引入1000设计工作室，合作近5000设计师，设计生态规模效应凸显。**新业态新能源汽车：**公司成立上海建美智慧汽车服务有限公司，负责新能源汽车的板块的招商和运营，发布汽车业态的“3100规划”，即3年内孵化出汽车业态的新赛道，汽车业态总经营面积突破100万㎡的规划。截至报

告期末，汽车业务已进驻 50 家商场，覆盖 44 个城市，合作超 30 个品牌，经营面积 26.1 万 m^2 ，较 2024 年底面积增长 9.7 万 m^2 。

投资建议

公司目前已形成线上线下全布局，家居、家装、高端电器全覆盖，品牌商、设计师资源全链接的“10+1”立体大家居生态；考虑到当前终端需求仍有较大压力以及与建发业务协作融合仍需一定时间，结合中报情况我们调整盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别为 70.53/80.44/85.84 亿元（前值为 81.95/85.03/87.83 亿元），EPS 分别为 -0.11/0.04/0.10 元（前值为 0.02/0.09/0.16 元）。对应 2025 年 9 月 4 日的收盘价 2.91 元/股，26-27 年 PE 分别为 76/29 倍。公司 25 年亏损收窄，26、27 年有望转正，维持“增持”评级。

风险提示

1) 地产销售不及预期。2) 新业务进展不顺。3) 与新股东合作效果不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,515	7,821	7,053	8,044	8,584
YoY (%)	-18.6%	-32.1%	-9.8%	14.1%	6.7%
归母净利润(百万元)	-2,216	-2,983	-479	167	438
YoY (%)	-496.8%	-34.6%	84.0%	134.8%	162.7%
毛利率 (%)	56.7%	58.3%	57.5%	59.7%	60.8%
每股收益 (元)	-0.51	-0.69	-0.11	0.04	0.10
ROE	-4.5%	-6.4%	-1.0%	0.3%	0.9%
市盈率	-5.71	-4.22	-26.47	75.97	28.92

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话：

分析师：吴菲菲

邮箱：wuff@hx168.com.cn

SAC NO: S1120525090001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,821	7,053	8,044	8,584	净利润	-3,190	-512	178	469
YoY (%)	-32.1%	-9.8%	14.1%	6.7%	折旧和摊销	671	460	479	494
营业成本	3,265	2,995	3,243	3,366	营运资金变动	-1,953	-2,511	25	-280
营业税金及附加	391	247	282	300	经营活动现金流	216	210	3,235	3,121
销售费用	1,028	917	1,030	1,159	资本开支	-367	-540	-456	-358
管理费用	1,026	818	949	1,099	投资	409	787	813	679
财务费用	2,488	870	715	859	投资活动现金流	631	362	317	347
研发费用	13	21	16	17	股权募资	11	0	0	0
资产减值损失	-247	-800	-900	-800	债务募资	-5,603	374	-1,456	-2,589
投资收益	-30	35	40	26	筹资活动现金流	-243	-685	-2,354	-3,692
营业利润	-3,398	-352	232	443	现金净流量	605	-113	1,198	-224
营业外收支	-205	-155	-52	30					
利润总额	-3,603	-507	180	473	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	-413	5	2	5	成长能力				
净利润	-3,190	-512	178	469	营业收入增长率	-32.1%	-9.8%	14.1%	6.7%
归属于母公司净利润	-2,983	-479	167	438	净利润增长率	-34.6%	84.0%	134.8%	162.7%
YoY (%)	-34.6%	84.0%	134.8%	162.7%	盈利能力				
每股收益	-0.69	-0.11	0.04	0.10	毛利率	58.3%	57.5%	59.7%	60.8%
					净利率	-38.1%	-6.8%	2.1%	5.1%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	-2.6%	-0.4%	0.1%	0.4%
货币资金	3,795	3,681	4,879	4,655	净资产收益率 ROE	-6.4%	-1.0%	0.3%	0.9%
预付款项	265	177	190	198	偿债能力				
存货	53	121	128	136	流动比率	0.31	0.29	0.29	0.26
其他流动资产	4,863	3,941	3,440	3,017	速动比率	0.18	0.16	0.17	0.14
流动资产合计	8,976	7,920	8,638	8,006	现金比率	0.13	0.13	0.16	0.15
长期股权投资	3,329	3,107	2,885	2,670	资产负债率	57.4%	56.4%	55.5%	53.8%
固定资产	2,582	2,590	2,583	2,546	经营效率				
无形资产	64	56	49	42	总资产周转率	0.07	0.06	0.07	0.08
非流动资产合计	107,261	106,376	105,626	104,850	每股指标 (元)				
资产合计	116,237	114,296	114,264	112,855	每股收益	-0.69	-0.11	0.04	0.10
短期借款	2,142	3,516	5,061	6,472	每股净资产	10.68	10.75	10.99	11.28
应付账款及票据	1,712	1,011	914	1,073	每股经营现金流	0.05	0.05	0.74	0.72
其他流动负债	25,077	23,175	23,617	23,369	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	28,931	27,702	29,591	30,914	估值分析				
长期借款	17,704	16,704	13,704	9,704	PE	-4.22	-26.47	75.97	28.92
其他长期负债	20,082	20,082	20,082	20,082	PB	0.30	0.28	0.27	0.26
非流动负债合计	37,785	36,785	33,785	29,785					
负债合计	66,716	64,487	63,376	60,699					
股本	4,355	4,355	4,355	4,355					
少数股东权益	3,031	2,998	3,009	3,040					
股东权益合计	49,521	49,809	50,887	52,156					
负债和股东权益合计	116,237	114,296	114,264	112,855					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。