

建发股份(600153)

报告日期: 2025 年 11 月 03 日

涅槃在即

——建发股份深度报告

投资要点

□ 一句话逻辑: 三大业务均处于经营拐点, 展望三年深蹲起跳

□ 超预期逻辑

市场认为: 市场对美凯龙公允价值波动和地产业务中联发集团亏损持谨慎态度, 对建发股份的未来归母净利润增速预期较低。

我们认为: 建发股份供应链和建发房产持续维持稳定经营的基本盘, 而对归母净利润产生较大负面影响的美凯龙和联发集团经营层面已经发生积极变化。本篇文章我们深入分析美凯龙和地产业务的减值和亏损情况, 勾勒出未来业绩修复路径。具体来看, 我们认为建发股份主营业务超预期体现在以下三方面:

- 1) **美凯龙经营触底信号已现:** 红星美凯龙是家居卖场龙头之一。2025 年 9 月建发系领导全面亮相并提出新五年规划, 目标出租率三年提升至 90+%。新领导层+新五年规划, 我们认为美凯龙经营拐点已现。美凯龙的商业模式简单来说就是收租模式, 其中自持物业运营有着“重资产、高毛利、高现金流”的特点。在经济上行周期, 租金上涨会给公允价值带来增值, 增厚归母净利润。如果经济下行, 公允价值减少则会加剧归母净利润压力。美凯龙投资性房地产主要有两部分组成 1) 房屋和建筑物: 产生租金的资产价值, 2) 在建工程: 未完工项目价值。房屋和建筑物价值主要受自营卖场租金影响。结合美凯龙 2025H1 出租率和单位租金稳定的情况和五年规划目标, 我们保守估算 2025-2027 年美凯龙公允价值亏损压力会逐步减轻, 乐观情况下有可能会在 2026 或 2027 开始增厚利润。
- 2) **地产业务 Alpha 突出, 联发经营拐点显著:** 建发股份的房地产业务由建发房产与联发集团两大平台构成。建发房产定位新中式改善型住宅, 土地储备集中在一二线城市, 销售与盈利保持稳健; 联发集团过往受三四线项目拖累, 但 2025 年迎来管理层全面换帅并推出聚焦“新青年”的“新澍”产品线, 同时进行组织架构优化与土储向一二线核心城市聚焦。新管理层+新战略+新土储, 我们认为联发集团的经营改善拐点已现, 建发股份房地产业务整体进入提质增效新阶段。2021-24 年地产业务累计计提存货减值约 150 亿元, 其中联发集团减值充分, 大量风险已在前置释放。我们对减值项目所在城市房价趋势的分析显示, 由于充分的计提减值, 2024-25 年公司可能会有利润承压并预计成为本轮周期的低点, 但未来跌价压力将逐步收敛。
- 3) **供应链经营稳健, 奠定稳定现金流, 分红表现持续优异:** 中国大宗供应链行业呈现“大市场、低集中”特征, 但头部企业份额正稳步提升。建发股份在行业调整期实现了经营货量的逆势增长, 年化增速约 15%。其多元化的货种结构有效平滑了单一品类周期波动, 使得 ROE 下行幅度显著小于同业, 展现出优异的经营韧性。公司上市以来累计分红 190 亿元, 位居同业首位, 分红总额占当前市值比重达 63%。明确的 2024-2025 年每股分红不低于 0.7 元的承诺, 为投资者提供了确定性的回报预期。稳健的经营现金流为分红政策提供了坚实保障, 历史平均股息率维持在 4.3% 的吸引力水平。

□ 检验与催化

对于建发股份超预期逻辑的检验和催化, 我们可以关注以下几点:

投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨凡

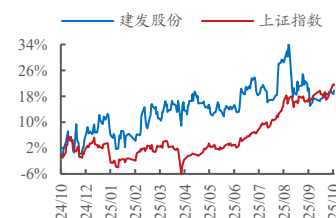
执业证书号: S1230521120001

yangfan02@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 10.46
总市值(百万元)	30,329.17
总股本(百万股)	2,899.54

股票走势图



相关报告

- 1 《现金流稳健提供安全垫, 地产改善蓄力弹性》 2025.09.01
- 2 《反内卷+降息为盾, 产业链为矛》 2025.08.13
- 3 《重整旗鼓, 继续向前》 2025.01.21

检验因素：

- 1) 美凯龙出租率与单位租金：我们认为这是判断其经营是否触底回升的核心指标。后续需持续跟踪其自营商场的平均出租率是否能从 2025H1 的 84.2% 稳步向 90% 以上迈进，以及单位租金是否止跌企稳。
- 2) 联发集团销售与拿地质量：我们认为检验其经营拐点的关键需观察其权益销售金额能否保持高增长，以及新增土地储备中一二线城市的货值占比能否维持在 80% 左右的高位。
- 3) 供应链货量与分红兑现：检验其基本盘稳定性的指标我们认为需关注其大宗商品经营货量能否维持稳增长，以及公司的分红规划。

催化因素：

- 1) 美凯龙战略成效显著：其新五年规划中的电器馆、设计中心等新业态若在财报中体现出对收入和出租率的显著拉动，可能会改善市场对美凯龙的悲观预期。
- 2) 房地产销售/政策利好：公司地产销售数据（特别是联发集团）持续超预期，或行业层面出现更大力度的政策宽松，我们认为可能会催化地产板块估值修复。
- 3) 大宗商品价格反弹或反内卷政策见效：如后续中国 PPI 同比转正或持续回升，我们认为可能会提振供应链业务的盈利预期；与此同时，若“反内卷”政策有效改善行业竞争格局，我们认为将推动公司市场份额和利润率双升。

□ 研究价值

与众不同的认识：市场对建发股份的联发集团和家居业务预期偏悲观。我们此次的深度研究揭示了其被忽视的经营变化和核心价值：

➤ **对美凯龙：**市场视其为“不良资产”，我们视其为“被低估的修复资产”。

市场普遍认为美凯龙是纯粹的业绩拖累，其亏损局面尚未扭转。但我们看到，在建发系国资入主后，其核心矛盾已从“债务危机”转变为“经营改善”。公司提出的新五年战略（提升家电、引入设计、打造生态）精准针对了流量痛点，其“重资产、高现金流”的收租模式本质，意味着一旦出租率稳住，其业绩和资产价值将具备极大的向上弹性。市场只看到了当下的亏损，我们看到了未来减值减少乃至利润转正的清晰路径。

➤ **对供应链：**市场关注其“周期性”，我们更看重其“永续现金流与分红价值”。

市场通常将大宗贸易视为强周期业务，估值受限。但我们深入分析后发现，建发供应链业务已转型为以服务费为主，盈利韧性强。更重要的是，其 AAA 评级带来的极低融资成本和全球化网络，构成了难以复制的护城河，使其成为一台持续产生稳定现金流的机器。这块业务的价值不仅在于自身增长，更在于它为整个公司提供了穿越地产周期的底气和高额分红的保障，这部分“确定性价值”我们认为被当前市场低估。

➤ **对地产：**市场看到“地产行业 β 下行”，我们挖掘出“联发集团的个体 α ”。

市场将建发地产视为一个整体，并因行业低迷而给予低估值。此次报告，我们清晰分析了建发股份地产板块内部的边际改善：建发房产是“稳定器”，而联发集团是“潜在期权”。我们认为当前市场忽视了联发集团在新管理层、新产品线、新土储结构三重变革下正在发生的经营质变。我们认为这部分改善的 Alpha 未被定价。

□ 盈利预测预估值

我们预测，建发股份的房地产业务利润将于 2025 年触底。其中，建发房产利润保持稳定增长，联发集团的利润因当期较大规模的存货减值计提而显著承压。随

着联发集团减值压力在未来显著缓解，其业绩有望自 2026 年起进入修复通道，从而为建发股份带来利润贡献。我们继续看好建发股份的短期高分红属性和长期业绩修复的弹性，2025、2026、2027 年归母净利润分别为 23、31、46 亿元，2025-2027 年 CAGR40+%。我们认为建发股份未来三年业绩有可能出现“深蹲起跳”，按照 2026 年 12 倍 PE 估值对应目标价 12.7 元每股。维持“买入”评级。

□ 风险提示

1) 行业与宏观环境风险：行业基本面修复不及预期；大宗商品价格修复力度弱于预期；降息节奏及幅度不及预期。2) 具体业务板块的业绩实现风险；减值计提的波动风险；多元化经营的复杂性。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	701,296	652,563	672,826	697,093
(+/-) (%)	-8.17%	-6.95%	3.11%	3.61%
归母净利润	2,946	2,286	3,076	4,560
(+/-) (%)	-77.52%	-22.39%	34.55%	48.26%
每股收益(元)	1.02	0.79	1.06	1.57
P/E	10.03	12.92	9.61	6.48

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 建发股份主业结构和人事变动	9
1.1 建发股份主营业务和股权结构	9
1.2 股东建发集团 2025 年发生人事变动	9
2 供应链业务分析：龙头贸易商，稳健前行	10
2.1 供应链贸易商的商业模式特点	10
2.1.1 供应链贸易商是做什么的？	10
2.1.2 供应链贸易商的赚钱模式是什么？	10
2.1.3 供应链贸易商商业模式和银行类似	12
2.2 国内供应链市场竞争格局——集中度提升	12
2.2.1 国内贸易商情况概览	12
2.2.2 贸易商经营面、估值均在底部，反内卷政策有望推动长期基本面改善	15
2.3 建发股份供应链：境内外规模化发展，行稳致远	18
2.3.1 建发股份供应链业务概览	18
2.3.2 海外布局 170+ 国家，是中资企业出海的保护伞	20
2.3.3 供应链业务经营概况	22
3 建发股份地产业务：联发日新月异，建发稳健前行	24
3.1 联发集团：管理层换帅，销售和土储大变化	24
3.1.1 新任董事长挂帅	24
3.1.2 组织架构重大调整，产品力重新定位	25
3.1.3 土地储备一二线货值比重显著提升	27
3.2 建发房产：好产品+好地段，稳步前行	29
3.3 房地产行业周期底部要等到何时？	31
3.4 存货减值分析	33
3.4.1 房地产的存货减值会计处理	33
3.4.2 建发股份的房地产业务减值分析	33
4 家居业务卖场：美凯龙——而今迈步从头越	37
4.1 建发集团接手美凯龙	37
4.1.1 建发股份收购美凯龙回顾	37
4.1.2 AH 美凯龙之间的关联	38
4.2 美凯龙的经营模式分析	38
4.2.1 红星美凯龙的发展历程回顾	39
4.2.2 美凯龙当前经营模式情况和资产布局	39
4.2.3 美凯龙收入端拆解	40
4.2.4 美凯龙利润波动分析	41
4.3 家居卖场竞争格局和经营逻辑	44
4.3.1 家居卖场的竞争格局和商业模式	44
4.3.2 头部家居卖场的挑战和转变方向	46
4.4 美凯龙新起点再出发	47
4.5 美凯龙对建发股份盈利影响分析	49
5 分红能力	51
6 盈利预测	52
6.1 美凯龙盈利预测	52
6.2 联发集团和建发房产盈利预测	55

6.2.1 联发集团盈利预测	55
6.2.2 建发集团盈利预测	56
6.2.3 建发股份房地产平台利润预测	56
6.3 总结：为何我们看好建发股份	57
6.3.1 建发股份整体盈利预测	58
7 投资建议	60
7.1 如何分析建发股份的估值？	60
7.2 投资建议	61
8 风险提示	62

图表目录

图 1: 建发股份主营业务和股权结构	9
图 2: 贸易商商业模式	11
图 3: 中国大宗供应链市场规模	13
图 4: 中国大宗供应链行业集中度(按货量)	13
图 5: 2024 年【厦门象屿】大宗贸易业务毛利结构	14
图 6: 2024 年【厦门国贸】大宗贸易业务毛利结构	14
图 7: 2024 年【浙商中拓】大宗贸易业务毛利结构	14
图 8: 2024 年【建发股份】大宗贸易业务毛利结构	14
图 9: 建发股份和国内纯贸易商 ROE 对比	15
图 10: 国内贸易商 2005-2025 年 P/B 估值对比	17
图 11: 中国:PMI(中国制造业采购经理人指数)	17
图 12: 中国:PPI(工业品出厂价格指数)	17
图 13: 大宗商品价格指数	Error! Bookmark not defined.
图 14: 中国工业企业产成品存货累计值环比变动	18
图 15: 建发股份 LIFT 模式——浆纸案例	19
图 16: 建发股份主要贸易品类合作方 1	20
图 17: 建发股份主要贸易品类合作方 2	20
图 18: 建发股份供应链海外布局概况	21
图 19: 公司海外业务规模(亿美元)	22
图 20: 公司消费品集团营业额增速	22
图 21: 公司供应链运营业务收入(亿元)	22
图 22: 公司供应链运营业务归母净利润(亿元)	22
图 23: 南京联发·雨花新澍	26
图 24: 联发集团合同销售金额表现(亿元)	27
图 25: 联发集团权益销售比	27
图 26: 土地储备货值分线城市占比(截至 2025 年 6 月末)	27
图 27: 土地储备货值分年限占比(截至 2025 年 6 月末)	27
图 28: 新增土地货值克而瑞排行变化	28
图 29: 2025H1 联发集团新增货值城市分布(亿元)	28
图 30: 建发房产权益销售金额及权益比	29
图 31: 2025 上半年建发房产销售区域分布	29
图 32: 土地储备货值分线城市占比(截至 2025 年 6 月末)	30
图 33: 土地储备货值分年限占比(截至 2025 年 6 月末)	30
图 34: 新增土地货值克而瑞排行变化	30
图 35: 2025 年上半年建发房产拿地货值分布(亿元)	30
图 36: 近 10 年中国香港家庭月收入中位数(港元/月)	32
图 37: 港岛 A 到 E 类住宅租金回报率和房贷利率对比(%)	32
图 38: 全国租金和租售比走势	32
图 39: 建发房产存货跌价准备(亿元)	33
图 40: 联发集团存货跌价准备(亿元)	33
图 41: 建发股份存货跌价准备构成(截至 2025 年 6 月末)	34
图 42: 建发股份存货期末账面价值构成(截至 2025 年 6 月末)	34

图 43: 存货跌价准备分线城市金额占比 (%)	35
图 44: 期末跌价准备城市分布	35
图 45: 建发房产存货减值项目布局的 31 个城市二手房价数据年度同比增速 (%) (2020 年 5 月-2025 年 9 月)	36
图 46: 截止 2025 年美凯龙股权结构	37
图 47: 截至美凯龙 2024 年年报商场地理分布	39
图 48: 美凯龙 2018-2024 年家居卖场数量变化	40
图 49: 美凯龙 2018-2025H1 自营商场出租率 (%)	40
图 50: 红星美凯龙 2018-2025H1 营业收入 (亿元)	42
图 51: 美凯龙 2018-2025H1 销售、管理、财务费用 (亿元)	42
图 52: 美凯龙 2018-2024 年毛利率与净利率 (%)	42
图 53: 红星美凯龙 2018-2025H1 归母净利润 (亿元)	42
图 54: 泛家居全渠道销售额稳步增长	44
图 55: 2023 年全国万平以上建材家居卖场行业集中度	44
图 56: 家居产业链示意图	45
图 57: 建发股份 2005-2024 年利润 VS 分红	51
图 58: 建发股份 2005-2024 年经营现金和现金净增加	51
图 59: 预计建发股份分项净利润贡献 (亿元)	59
表 1: 大宗供应链企业盈利结构	11
表 3: 国内主要大宗商品贸易商业业务结构占比 (根据 2024 年报数据)	13
表 4: 行业预计年均增速	16
表 5: “内卷式”竞争模式的表现形式	16
表 6: 公司各大大专业集团规模优势与核心品种	19
表 7: 建发股份供应链业务 2020-2025 年 ROE 情况	23
表 8: 联发集团核心管理层介绍	24
表 9: 联发集团存货减值	28
表 10: 房贷利率降低的幅度与各线城市房价自然触底需要月份测算	32
表 11: 建发股份房地产业务减值情况概览 (减值金额 or 减值项目个数 Top20 城市)	35
表 12: 美凯龙 AH 差异	38
表 13: 中国企业会计准则和《香港财务报告准则》下的财务差异	38
表 14: 美凯龙主要经营模式解析	39
表 15: 美凯龙收入和毛利拆分	41
表 16: 美凯龙自营卖场的租金、出租率拆分	41
表 17: 美凯龙自营卖场的租金、出租率拆分	43
表 18: 居然之家、美凯龙、富森美的战略对比	46
表 19: 红星美凯龙核心经营团队	47
表 20: 美凯龙并表建发股份后占比较高的科目	49
表 21: 国内六家贸易商分红情况分析 (截至 2025.10 月)	51
表 22: 美凯龙自营和委托商场预测	52
表 23: 美凯龙投资性房产减值影响测算	53
表 24: 美凯龙利润预测	54
表 25: 联发集团盈利预测	55
表 26: 建发房产盈利预测	56
表 27: 建发股份房地产平台利润预测 (亿元)	57
表 28: 盈利预测情况	58

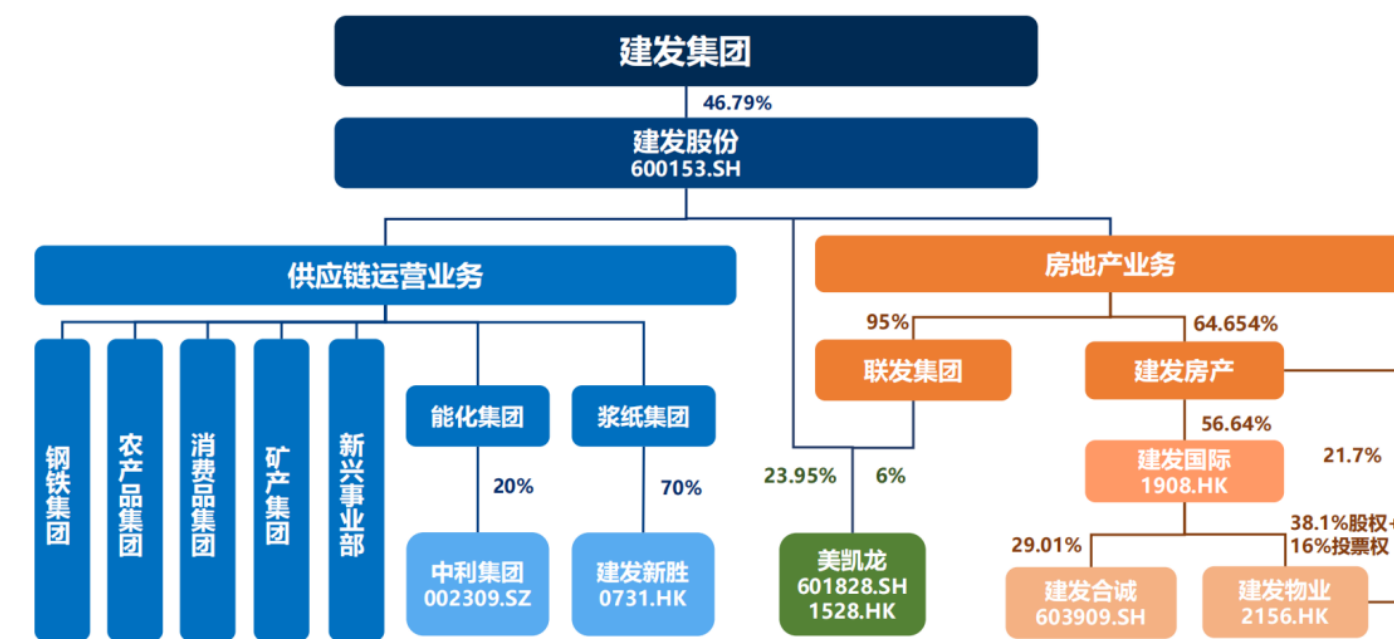
表 29: 建发股份利润表中重要科目预测	59
表 30: 供应链贸易商可比公司估值	60
表 31: 房地产可比公司估值	61
表 32: 家居卖场可比公司估值	61
表附录: 三大报表预测值.....	63

1 建发股份主业结构和人事变动

1.1 建发股份主营业务和股权结构

建发集团是中国领先的大型综合性企业。建发股份主营业务按照业务性质可以分为供应链、房地产和家居卖场业务。如图 1 所示，建发股份的三项业务由不同子公司分别承接，其中供应链业务是建发股份 100% 股权持有。房地产板块主要为两大平台——建发房产和联发集团。其中，建发股份持有建发房产 64.654% 的股权，而建发房产持有建发国际 56.64% 的股权；建发股份持有联发集团 95% 的股权。家居卖场业务主要指的是子公司美凯龙，建发股份 2024 年通过股权收购直接和间接持有美凯龙 29.95% 的股权。

图1：建发股份主营业务和股权结构（截至 2025 年 8 月）



资料来源：根据公司官网和年报梳理，浙商证券研究所

1.2 股东建发集团 2025 年发生人事变动

新任董事长上任后积极带队谋划新五年规划。建发股份的实控人建发集团于 2025 年 5 月完成了董事长的更替，许晓曦接替到龄退休的黄文洲，出任集团党委书记、董事长。许晓曦拥有丰富的国企管理经验和深厚的经济学学术背景。许总早年从厦门国贸集团的基层业务员做起，逐步晋升至部门经理、总裁助理、副总裁、常务副总裁，最终担任总裁。许总在 2025 年 5 月担任建发集团董事长后，已积极带队与多地政府（如海南儋州洋浦、吉林长春等）和金融机构洽谈合作，在建发集团新一轮五年战略规划的关键时期探索合作方向，为集团打开新的增长空间。

与此同时，2025 年建发股份多个业务线条出现了管理层变动，例如联发集团和美凯龙，我们会在第 3-4 章节详细分析。

2 供应链业务分析：龙头贸易商，稳健前行

由于供应链涉及产品比较复杂，而商业模式推动了国内外产业集中度提升的特点。所以我们本章节自上而下，从国外到国内展开来分析。我们先将供应链贸易商业模式如何研究搭建个框架，其次海内外的供应链贸易市场竞争格局有何特点，最后再分析建发股份的供应链业务的特点和我们对其盈利的中长期判断。

2.1 供应链贸易商业模式特点

2.1.1 供应链贸易商是做什么的？

供应链贸易业务的产生源于大宗商品生产的地点和时点与终端生产需求产生错配，而这种错配如果由终端生产企业来做，会产生较多问题：1) 单独企业购买可能量少，零售价偏贵，2) 运费昂贵且风险较大。贸易商的产生是帮助终端生产企业采购、储存和运输原材料。在海/陆/空运有固定运输成本的情形下，贸易商单趟运输的货量越多，平均每单位重量的货物成本也就低，运输成本可以得到很好的控制。贸易商集中采购的成本也会比零售购买要更便宜。

大宗商品供应链贸易商的核心工作是作为商品生产者和消费者之间的桥梁，通过解决两者在时间与空间上的错配来创造价值。您可以将他们理解为大宗商品领域的“超市”，其业务模式可以概括为“批发价采购、零售价销售”。

2.1.2 供应链贸易商的赚钱模式是什么？

综合来看，大宗商品贸易商的业务流程涵盖了整合需求、集中采购、降低成本、零售分销四个部分。其盈利模式主要有以下几种：

1) **赚取规模经济带来的“批零差价”**：单个钢厂一次采购铁矿石的量可能不足以装满一整艘货船，如果采购量过大又会占用过多资金和仓储。贸易商汇集多个钢厂的订单，形成一个巨大的采购量，统一向矿山进行批发价采购。通过大批量采购，贸易商不仅可以获得更优惠的价格，还能大幅摊薄海运、港口仓储等物流成本。最后，贸易商再将这些铁矿石以“零售价”销售给各个钢厂，赚取中间的差价。

2) **管理库存敞口赚取“库存收益”（或亏损）**：贸易商在采购和销售之间可能持有大量库存。为了规避价格下跌的风险，贸易商通常会在期货市场进行套期保值，锁定了大部分货物的成本和利润，赚取稳定的差价。实际操作中，套保比例一般在 90%~95%。同时，贸易商会保留一部分库存作为“多头敞口”。如果铁矿石价格上涨，这部分敞口就能带来额外的库存收益；反之，如果价格下跌，则会造成库存损失。

3) **提供金融服务赚取“赊账利息”（或计提坏账）**：贸易商允许下游客户赊账采购，约定一个账期后再付款。作为提供资金便利的回报，贸易商会赚取现金付款与应收账款之间的折扣或利息。这种模式下，贸易商需要承担信用风险。如果客户经营不善、最终破产倒闭无法还款，贸易商就必须将这笔应收账款计提为坏账损失，即“信用减值”。

贸易商的盈利模式从差价向服务商转型。大宗商品贸易商赚取差价模式因受到大宗商品价格周期影响，波动较大，且此类业务竞争壁垒较低、行业同质化竞争激烈，利润容易被挤压。在信息交流日益发达的趋势下，通过信息不对称赚取行情差价的传统贸易模式难以为继，因此大宗商品贸易企业逐渐转型为供应链综合服务商，通过延伸服务链条、统一

物流、信息流和资金运作，实现开源节流和降本增效。我们认为从“赚差价”向“综合服务商”的转变，不仅可以降低贸易商对大宗商品价格波动的依赖性，还可以建立更加及时高效的风险管控体系。

表1：大宗供应链企业盈利结构

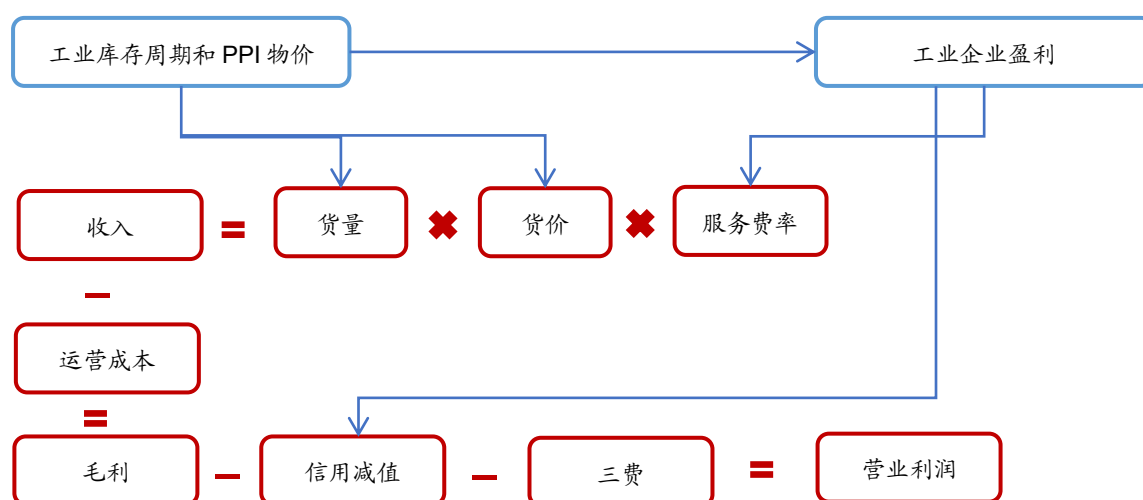
盈利点	释义	和大宗商品价格的关系	占比
服务收益	依托平台化优势，规模化运作，为客户提供代理采销、加工、物流配送、供应链金融、信息咨询等全产业链综合服务，赚取服务费（含金融服务收益）。其中，公司通过“屿链通”数字供应链服务平台，升维供应链金融服务模式，在不承担担保责任的前提下，向客户收取稳定的服务费。	关联度弱	> 70%
交易收益	规模集拼收益 依托庞大的业务体量，通过集中采购及专业化运营获得成本优势，降低各环节运营成本，贡献交易收益。随着规模优势和专业化优势的进一步提升，交易收益对大宗商品价格波动的敏感度也在降低。 价差收益 依托专业的分析判断，通过研究商品价格变动趋势（时间维度）和区域价格差异（空间维度）进行交易从而获取收益。	关联度弱 关联度强	< 30%

资料来源：厦门象屿公告，浙商证券研究所

综上所述，贸易商的盈利模式主要受以下几个变量影响，这几个变量和中国工业品景气度高度相关：

- 1) **大宗商品价格**：通常和 PPI 同步，和工业品库存周期相关
- 2) **商品周转量**：需求强则周转次数多
- 3) **毛利率**：先前提到的差价、库存收益、利息这些收益取决于下游客户的盈利情况
- 4) **信用减值**：由下游客户盈利和资产负债表决定

图2：贸易商的商业模式



资料来源：浙商证券研究所

2.1.3 供应链贸易商商业模式和银行类似

由于商品同质化、价格透明化和周转货量大，贸易商的商业模式具有低利润、高杠杆、高周转的特点。贸易商这个中介商业模式的特点，本质和银行是资金的中介有相似之处。贸易商负债端包括银行借款、少数股东股权、永续债，资产端因金融和差价收益模式有应收账款和存货作为生息资产。以建发股份为例，2024 年供应链毛利率 2.21%、供应链业务资产周转次数 2，融资成本约为 2-3%（供应链融资成本应该在 2% 左右），那么供应链业务所赚取的“净息差”约为 $2.21\% \times 2 - 2.5\% = 1.9\%$ 。

从上述因素拆解我们可以看到贸易商的主要盈利（贸易商之间的竞争差异）来自于能够用更低的融资成本撬动更多的货量周转。货量的周转主要看工业周期 Beta，同时也看公司在竞争中市场份额的提升。更低的融资成本一方面来自于股东的信用背书，另一方面来自于良好的风险控制。股东背书意味着稳定和较低的信贷资金，良好的风控意味着稳定的盈利和资本金积累。低融资成本和良好风控有助于公司增加货量，而货量提升形成更强的规模效应，进而实现更低的采购和物流成本。

表2：头部贸易商融资成本与信用评级

贸易商	股东背景	超短融到期收益率	信用评级
浙商中拓	浙江国资	2.38%	AA+
厦门象屿	厦门国资	2.34%	AAA
厦门国贸	厦门国资	2.20%	AAA
建发股份	厦门国资	1.99%	AAA
物产中大	浙江国资	1.96%	AAA

资料来源：Wind，浙商证券研究所

我们认为，头部贸易商的行业地位、股东背书、低融资成本影响了头部贸易商盈利的稳定性，稳定的现金流影响了贸易商的分红能力。这也支撑了国内头部贸易商在 2024-2025 年工业景气度处于底部时依然能够稳定分红（分红部分我们在第 5 章节详细分析）。

2.2 国内供应链市场竞争格局——集中度提升

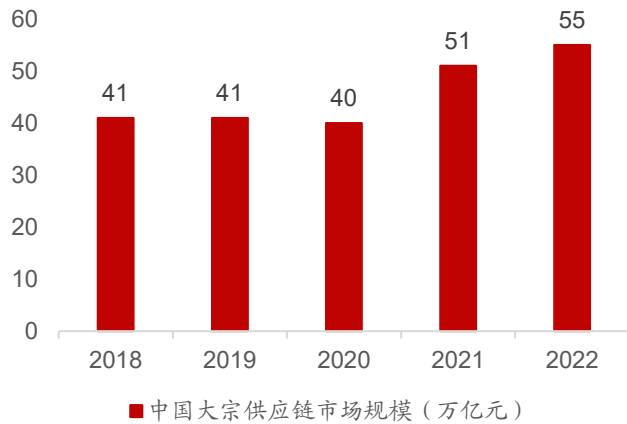
2.2.1 国内贸易商情况概览

行业集中度稳步提升，头部企业整合空间广阔。 中国大宗供应链行业呈现“大市场、低集中、稳提升”的显著特征。虽然国内大宗供应链市场集中度远低于国外行业集中度，例如四大国际粮商已经占全球 80% 的粮食贸易，但是近几年中国大宗供应链 CR5（厦门象屿、厦门国贸、浙商中拓、建发股份、物产中大）在稳定提升。2018 年到 2022 年，中国大宗供应链市场规模稳定在 40-55 万亿元左右，且稳定提升。从货量维度观察，2021-2024 年间大宗供应链 CR5 经营货量由 7.61 亿吨增至 8.75 亿吨，市占率从 4.81% 提升至 5.26%，基数虽小但呈现出明显的头部效应，行业集中度提升趋势明确。

头部贸易商分化加剧，建发股份交易货量持续提升。 2024 年建发股份大宗商品经营货量超 2.2 亿吨，2021-2024 年建发股份经营货量稳定增长，年化 CAGR 约为 15%。尽管我们看到 2024 年中国大宗供应链贸易商 CR5 集中度提升略有下降，但是建发股份 2021-2024 年经营货量稳增长的表现说明其大宗商品业务逆势扩张，我们认为这说明头部经营货

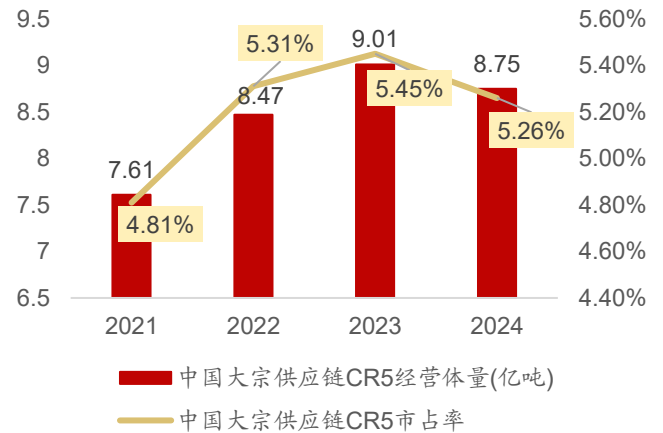
量表现有分化，而建发股份是头部企业中表现优异者。长期来看，我们认为头部贸易商依托其资源、服务和风控等优势还会进一步提升市场份额。

图3：中国大宗供应链市场规模



资料来源：厦门象屿年报，浙商证券研究所

图4：中国大宗供应链行业集中度（按销量）



资料来源：厦门象屿年报，浙商证券研究所

国内大宗商品供应链市场竞争格局清晰，其核心参与者主要为六家公司，依据其资产构成与收入来源，可将其划分为专业化贸易商与多元化综合企业两大类。

专业化供应链贸易业务聚焦，盈利来源集中。此类公司以大宗商品供应链业务为核心，资产结构相对纯粹。以厦门象屿、厦门国贸和浙商中拓为代表，其企业营收与利润主要来源于大宗商品的采购、分销、物流及增值服务，战略定位清晰，业务模式专注于供应链。此类企业的大宗贸易营收占比普遍超过 96%，毛利占比在 78%以上，部分企业如浙商中拓甚至高达 97%。

多元化综合企业资产构成多元。以建发股份、物产中大与苏美达为代表的企业在大宗贸易之外，深度涉足其他业务板块，形成多元化的经营格局。尽管大宗贸易在企业营收中仍占较高比重，但毛利贡献显著较低，普遍不足 55%，部分企业如建发股份仅约 27%。这类企业的大宗贸易业务虽可与体内产业板块（如房地产、电缆、造船等）形成协同，但其财务表现和风险敞口也因多行业周期交织而更为复杂。

表3：国内主要大宗商品贸易业务结构占比（根据 2024 年报数据）

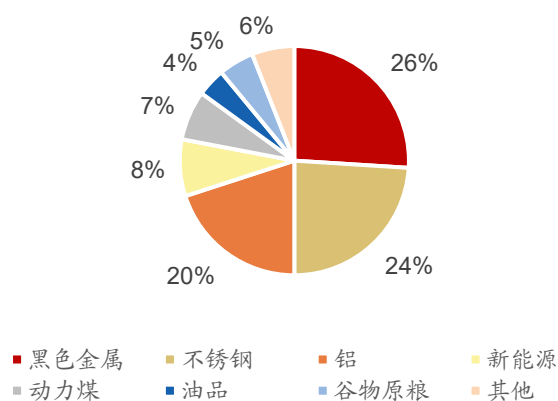
	毛利占比 (%)		营收占比 (%)	
	大宗贸易	其他	大宗贸易	其他
厦门象屿	78.40%	21.60% (生产制造及其他)	96.92%	3.08% (生产制造及其他)
厦门国贸	90.73%	9.27% (健康科技及其他)	99.66%	0.34% (健康科技及其他)
浙商中拓	97.09%	2.91% (其他行业)	99.35%	0.65% (其他行业)
建发股份	27.26%	72.74% (房地产及其他)	72.57%	27.43% (房地产及其他)
物产中大	54.33%	45.67% (电缆及其他)	92.37%	7.63% (电缆及其他)
苏美达	19.76%	80.24% (电缆及其他)	71.27%	28.73% (造船及其他)

资料来源：各公司年报，浙商证券研究所

货种结构集中于金属与能化品类。国内大宗商品供应链企业货种结构高度相似，金属类商品（包括黑色金属、有色金属及金属矿产）占比普遍较高，能源化工、煤炭及农产品次之。从同业比较来看，厦门象屿、厦门国贸及浙商中拓的毛利结构均显著集中于金属与能源化工两大强周期品类，其中金属类业务毛利占比预估超过 50%，导致其整体风险敞口高度关联于金属和能源的价格波动、信用风险与资金压力。

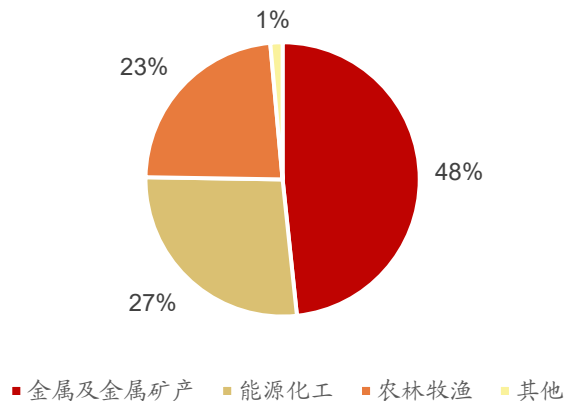
货种结构相对多元，盈利韧性优于同业。相比之下，建发股份的货种分布展现出更优的均衡性。金属类产品占比约为 37%，农产品、浆纸、能源化工及消费品等品类分布相对均匀。其分散的货种结构有效规避对单一强周期品类的过度依赖，在面临特定行业下行周期时，公司整体经营所受冲击相对更小，在复杂宏观环境中表现出更强的盈利韧性与风险抵御能力，整体经营稳健性优于同业。

图5：2024 年【厦门象屿】大宗贸易业务毛利结构



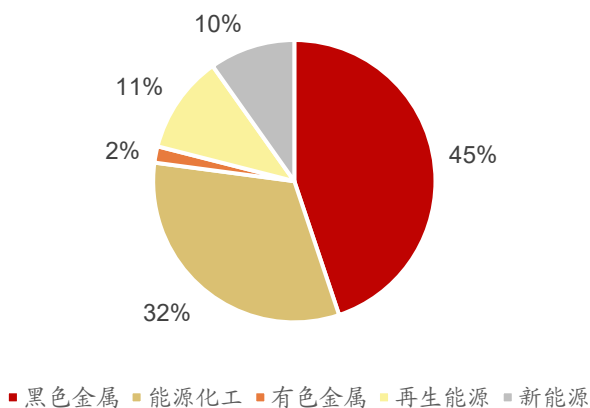
资料来源：厦门象屿年报，浙商证券研究所

图6：2024 年【厦门国贸】大宗贸易业务毛利结构



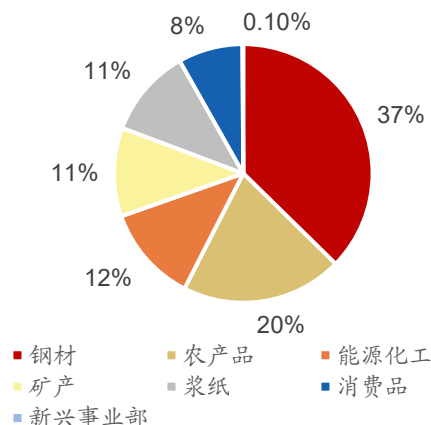
资料来源：厦门国贸年报，浙商证券研究所

图7：2024 年【浙商中拓】大宗贸易业务毛利结构



资料来源：浙商中拓年报，浙商证券研究所

图8：2024 年【建发股份】大宗贸易业务毛利结构

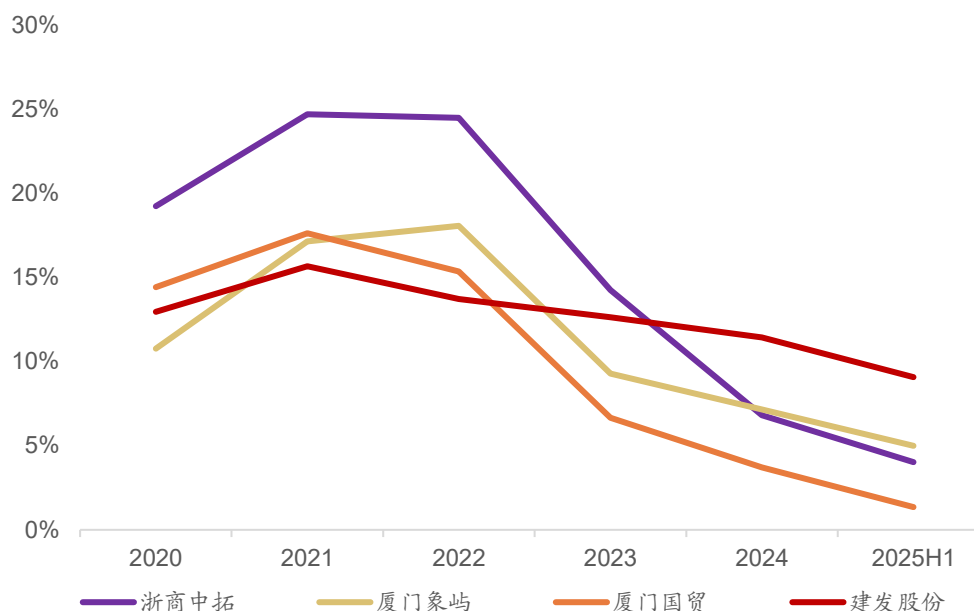


资料来源：建发股份年报，浙商证券研究所

ROE 中枢有所回落，建发股份盈利韧性相对突出。2020 至 2022 年间，头部贸易商加权净资产收益率（ROE）普遍高于 10%，其中浙商中拓超过 20%。2023 年起受大宗商品周期下行影响，头部企业盈利水平回调，至 2025 年上半年，浙商中拓、厦门象屿、厦门国贸加权 ROE 已降至 5% 左右。横向对比来看，建发股份的盈利韧性尤为突出，其

ROE 从 2020 年的 12.95% 平滑过渡至 2025 年上半年的 9.07%，下行幅度显著低于同业。
我们认为，建发股份相对多元均衡的货种结构有效对冲了单一品类周期波动，使建发股份公司在行业调整期展现出更强的盈利稳定性和风险抵御能力。

图9：建发股份和国内纯贸易商 ROE 对比



资料来源：各公司年报，浙商证券研究所；2025H1 是年化 ROE 数据

2.2.2 贸易商经营面、估值均在底部，反内卷政策有望推动长期基本面改善

经济中长期稳中向好，政策连续性强。根据人民日报钟才文在 2025 年 9 月 30 日起连续发布多篇文章，深入分析我国政策重心已从“稳增长”逐步转向“提升发展质量与增强内生动力”，在保持合理增速的同时实现质的有效提升。文章明确提及“着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性”……“我国宏观政策的确定性，确保了中国经济有条件平稳运行。”长期来看，中国在产业转型升级、科技创新和人才红利、消费扩容升级、传统和新型基础设施建设、新型城镇化和城市更新、保障和改善民生蕴含重大机遇。

2025 年反内卷提上议程。2025 年 3 月两会《政府工作报告》将“综合整治内卷式竞争”列为年度任务。2025 年 6 月人大常委会通过新修订的《反不正当竞争法》首次在法律中直接针对“内卷式”竞争制定条款，并于 2025 年 10 月 15 日施行。紧接着 7 月求是网杂志发文《深刻认识和综合整治“内卷式”竞争》，认为“内卷式”竞争表现不同、特征各异，主要涉及企业和地方政府两类行为主体。（总结如表 5）整治“内卷式”竞争是一项复杂的系统性工程：需要 1）供需两侧协同发力，促进总供给和总需求动态平衡；2）规范政府行为，促进有效市场和有为政府更好结合；3）强化行业自律，提高行业和企业反“内卷”的自觉性。

表4： 行业预计年均增速

行业	2025-2026 年主要目标
有色金属	行业增加值年均增长 5%左右，十种有色金属产量年均增长 1.5%左右
建材	行业恢复向好，盈利水平有效提升，产业科技创新能力不断增强
机械	营业收入年均增速达到 3.5%左右，营业收入突破 10 万亿元
石化化工	行业增加值年均增长 5%以上，经济效益企稳回升
钢铁	行业增加值年均增长 4%左右，有效供给能力不断增强
轻工业	新增推广 300 项升级和创新产品，接续培育 10 个规模 1000 亿元以上特色产业产区
汽车	汽车制造业增加值同比增长 6%左右，全年汽车销量同比增长约 3%
电力装备	国家先进制造业集群年均营收增速 7%左右，龙头企业年均营收增速 10%左右
电子信息制造	增加值平均增速在 7%左右，年均营收增速达到 5%以上

资料来源： 中华人民共和国工业和信息化部，浙商证券研究所

表5： “内卷式”竞争模式的表现形式

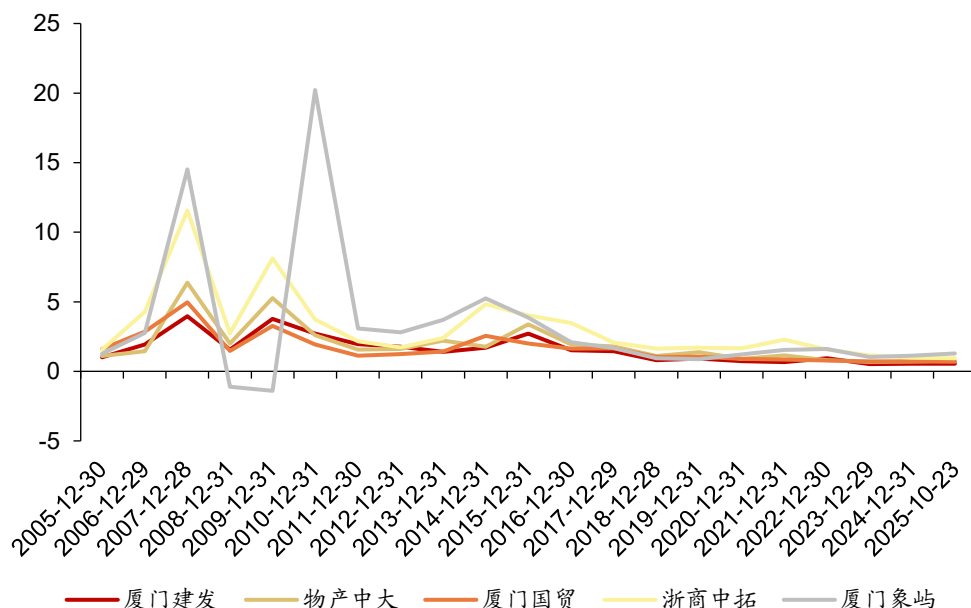
行为主体	表现类型	具体表现
企业	低价竞争	部分行业的企业产品性能、品质、售后服务等方面高度雷同，企业主要依赖价格战获取市场份额，以超低价甚至低于成本价销售
	同质化竞争	忽视对产业规律和自身实力的考量，盲目追逐所谓的热点跟风扩产，导致行业内重复建设严重，缺乏差异化竞争优势
	宣传营销“逐底竞争”	在广告、渠道推广等方面投入大量资源，而产品质量和服务却未相应提升，市场竞争陷入只重宣传、不重品质的不良循环
地方政府	人为制造政策洼地	为招引企业、培育产业从而违规实施税费、补贴、用地等不公平非普惠的优惠政策，导致无序竞争
	盲目布局新兴产业	不顾地方产业基础和资源禀赋情况，盲目上马新兴产业、重点产业，造成行业内大量重复建设和生产过剩
	设置市场壁垒	保护本地市场、扶持本地企业，设置或明或暗的市场壁垒，区别对待各类企业，破坏公平竞争秩序。

资料来源： 求是网，浙商证券研究所

根据第一财经报道，新一轮十大行业稳增长工作方案已经全部落地，工业和信息化部陆续发布了钢铁、有色、石化、化工、建材、机械、汽车、电力装备、轻工业、电子信息制造业十大行业的新一轮稳增长工作方案。这十大行业合计占规模以上工业的七成左右。部分行业明确未来年均增速（如表 4）。

贸易商经营面与估值均处历史底部。 在经历 2021 年需求高峰后，2022-2024 年中国工业品已连续三年处于去库周期，工业品库存增速处于 1996 年以来的 14%分位数，以资产周转率为生命线的贸易商 ROE 持续承压。需求回落叠加各行业高额资本开支，推动 PPI 同步回落至历史低位。当前贸易商 PB 估值处于 2012 年以来 1.9%分位数，绝对 PB 平均值为 0.76 倍。制造业 PMI 自 2023 年 4 月以来持续在荣枯线下方震荡，2025 年三季度末为 49.8，虽显示需求复苏仍显乏力，但较 2022 年末低点已呈现企稳态势。企业采购及生产活动趋于谨慎，贸易商业务量价空间收窄。经过三年下行周期，行业货量与货价均已回落至历史低位，估值触底待反弹。

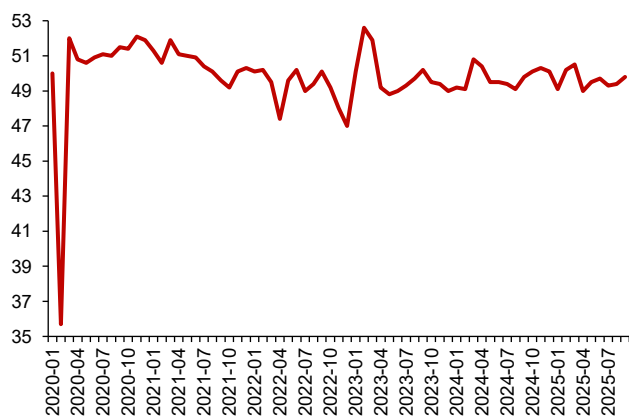
图10: 国内贸易商 2005-2025 年 P/B 估值对比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

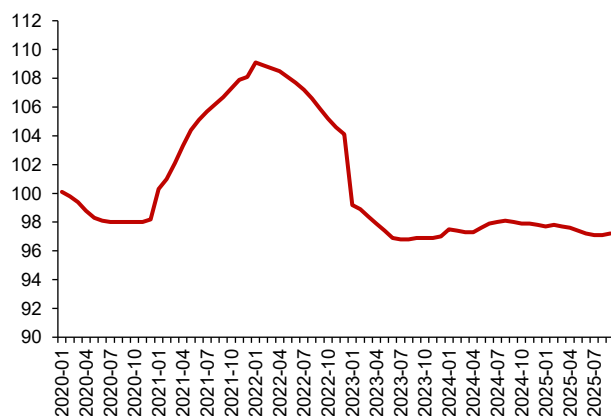
交易货量+价格企稳，推动贸易商盈利修复。综上所述，中国长期向好的经济基础仍然存在，随着 2025 年开启的反内卷等政策的施行，我们认为中国商品价格有望出现企稳回升，大宗商品市场有望迎来复苏。结合第二章节我们对贸易商经营模式的分析，我们认为长期来看贸易商的交易货量（周转次数）、价格的企稳修复，有助于贸易商的收入和利润扩张。

图11: 中国:PMI（中国制造业采购经理人指数）



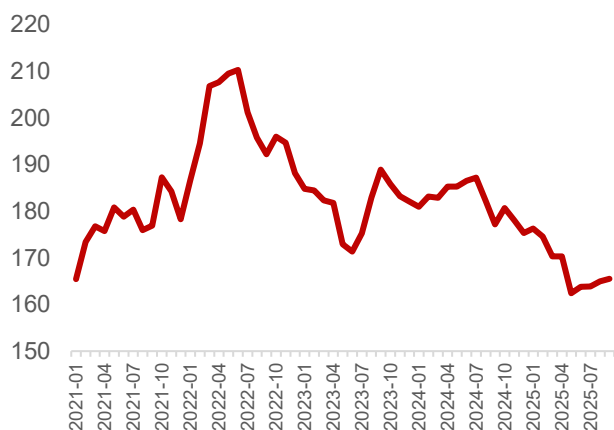
资料来源: Wind, 浙商证券研究所;

图12: 中国:PPI（工业品出厂价格指数）



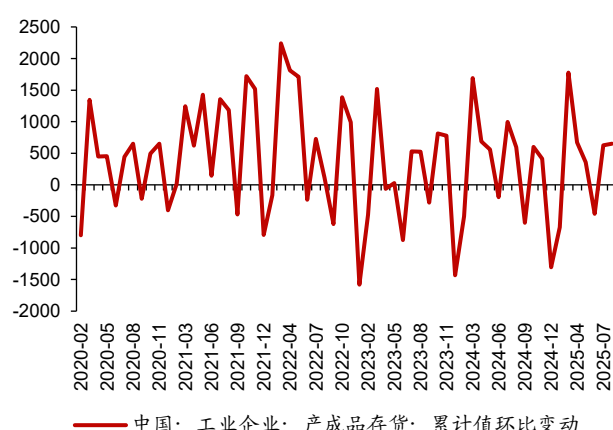
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图13: 中国大宗商品价格指数(C CPI)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图14: 中国工业企业产成品存货累计值环比变动



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.3 建发股份供应链: 境内外规模化发展, 行稳致远

2.3.1 建发股份供应链业务概览

建发股份的供应链业务积极响应国家“双循环”战略, 持续深化“专业化”和“走出去”发展战略, 在钢铁、浆纸、农产品、消费品、矿产、能化、新兴行业等业务领域形成优势。

业务模式——LIFT 提供综合服务平台。作为供应链运营商, 建发股份为客户提供以“物流 Logistics”、“信息 Information”、“金融 Finance”、“商务 Trading”四类要素为基础的 LIFT 供应链服务, 为客户整合运营过程中所需的资源, 规划供应链运营解决方案, 并提供专业化、一站式运营服务。通过深入产业链上下游, 挖掘专业化供应链服务价值。

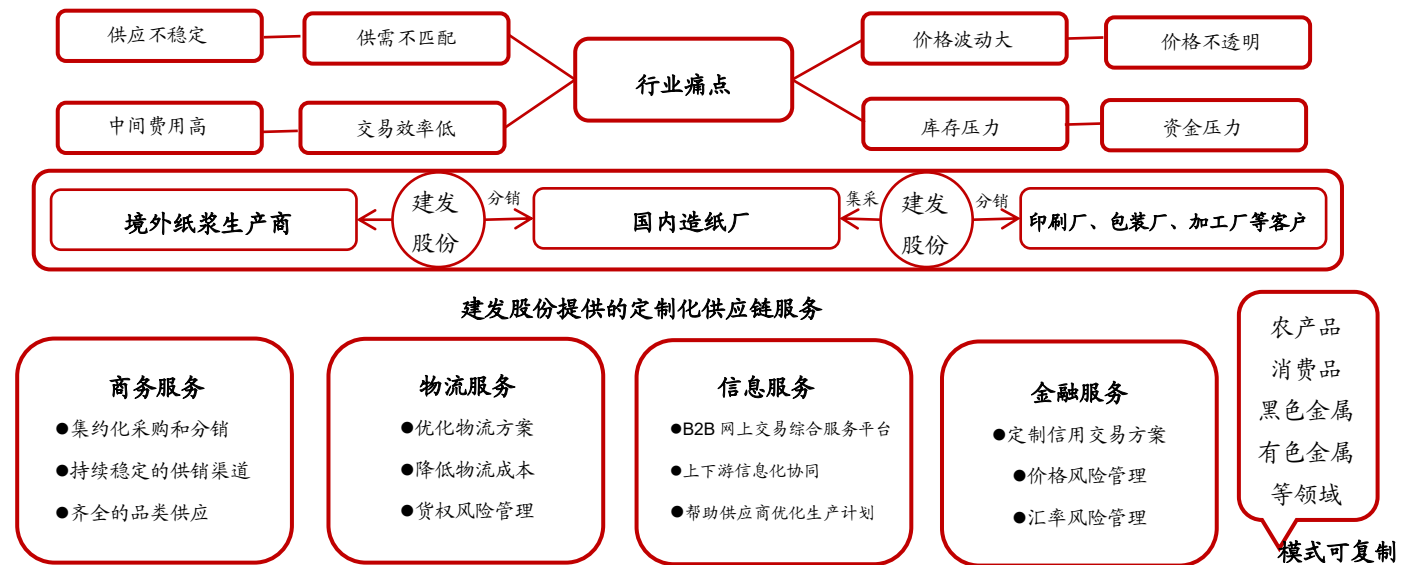
以金光纸业为例:

金光纸业 (APP 集团) 是全球浆纸业的头部企业, 在中国浆纸业竞争激烈, 强强融合的市场格局下, 希望通过渠道下沉精耕市场。纸业市场渠道层级多, 客户结构复杂, 在销售战略转型的过程中, 金光纸业对渠道精细化管理水平提出了更高要求。

基于多年的深度合作经验, 建发纸业深刻洞察金光纸业的需求, 对服务模式进行了全方位升级。以二十多年来积累的行业运营数据为基础, 从运营能力、履约能力、市场竞争力等多维度进行分析, 为金光纸业构建“五级客户管理模型”, 将资源向信用良好、发展稳健、成长潜力更大的下游客户倾斜, 通过定制化的服务为金光纸业实现价值最大化; 采用分层级管控模式, 根据下游客户情况相应调整交易模式, 帮助金光纸业有效降低赊销风险和逾期比率。在全国十多个区域自管仓的基础上, 建发纸业从 30 多个城市和地区甄选出一批仓储、分切和物流配送服务能力优秀的合作伙伴, 发挥网络化优势, 提供优质的物流服务, 提升订单响应速度, 缩短交货周期, 增加下游客户粘性;

建发的服务, 帮助金光纸业挖掘了供应链运营环节巨大的增值潜力: 依托丰富的供应链大数据, 不断健全客户细分机制, 解决了下游众多小散客户信用评估的难题, 进一步提升了风控水平; 渠道精细化管理服务, 降低了部分地区的销售费用; 高效便捷的物流服务, 更是大大提高了下游客户的满意度, 促进金光纸业产品市场占有率的不断攀升。

图15：建发股份 LIFT 模式——浆纸案例



资料来源：建发股份官网，浙商证券研究所

专业集团组织结构，持续聚焦核心、高潜品类。建发股份供应链运营业务板块下设钢铁、农产品、能化、矿产、浆纸、消费品六个深耕不同领域的专业集团和一个新兴事业部，各个专业集团在细分领域有充足的行业积累与业内资源，拥有庞大市场份额。其中钢铁、农产品板块处于行业领先地位，占据运营业务收入 50% 以上。专业集团组织结构在保持行业集中优势同时，布局覆盖上游原料到下游消费的多条业务线，既获得规模效应、强化成本与议价优势，又通过多元化降低单一品类周期性的冲击，形成独特竞争壁垒。

表6：公司各大大专业集团规模优势与核心品种

集团名称	规模优势	核心品种
钢铁集团	年度钢材销售业绩行业第一	钢材
农产品集团	玉米、高粱、大麦、葵花籽粕等多个产品进口量连续多年稳居前三	大豆、玉米
能化集团	光伏产业链全覆盖，锂电原材料年经营量近 100 万吨	光伏、锂电、油品
矿产集团	各类矿产品及金属制品年经营总量近 2000 万吨	铝材、铜矿、电解铜
浆纸集团	纸张销量、纸浆进口量和销量全国第一	纸浆、纸张
消费品集团	鞋服出口全国占全国前列，咖啡豆进口量占全国 1/3	鞋/服、棉花、乳制品、咖啡豆
新兴事业部	AAA 级政府性融资担保机构	融资租赁、融资担保、船舶

资料来源：建发股份年报和中报，浙商证券研究所；注：数据截至 2025 年 9 月初。

如图 16 和 17，从建发股份供应链主要合作方来看，我们认为建发股份的主要下游客户不少是其所在行业的龙头企业。龙头企业通常受益于资源优势具有较强的抗周期能力和较强的支付能力，因此我们认为建发股份供应链业务的收入和利润稳定性相对较强。

图16: 建发股份主要贸易品类合作方 1



资料来源：建发股份官网，浙商证券研究所

图17: 建发股份主要贸易品类合作方2



资料来源：建发股份官网，浙商证券研究所

2.3.2 海外布局 170+国家，是中资企业出海的保护伞

积极出海，170+国家建立业务往来。建发股份持续开拓国内国际市场，构建全球化供应链服务体系，助力我国高效畅通的国际化流通体系建设。积极融入全国统一大市场，持续深耕华东华南区域市场，积极拓展中西部地区，在全国 29 个省、自治区、直辖市设立境内平台公司或业务运营机构；同时紧抓“一带一路”发展机遇，现已在“一带一路”沿线国家、金砖国家、RCEP 成员国等国家和地区设立了超 50 个海外公司和办事处，与 170 多个国家和地区建立业务往来，2024 年海外业务规模超 100 亿美元。2025 年上半年，公司

需求在外的海外业务规模超 57 亿美元，同比提升超 10%。公司全球供应链布局纵深发展，海外运营网络不断完善，正在提供更多元、稳定的增长动能。

建发股份庞大的海外网络布局，为中资企业出海搭建了必不可少的供应链基础。2025 年 6 月 19 日至 20 日建发股份以协办单位的身份亮相第二届出海全球峰会。峰会上，建发股份风控中心期货管理部总经理李智发表了题为《企业主动风险管理破局供应链“黑天鹅”》的主题演讲。他深入剖析了当前中国企业出海面临的核心痛点与挑战，结合丰富的历史经验与创新实践，系统阐述了期货工具在稳定全球供应链中的关键作用。建发股份通过构建“风控”“业务”“研究”三大模块，实现了对期货工具的有效运用，帮助产业客户构筑起坚固的价格风险管理屏障，助力中国企业在全球市场中稳健发展。

2025 年 9 月建发股份主办全球供应链 CEO 圆桌战略对话。活动汇聚了海尔集团董事局副主席、总裁梁海山先生，格林美集团董事长许开华等多名业内专家莅临现场；以及来自正和岛、远东控股、江淮汽车、安踏集团、中信保、中远散运、罗兰贝格、紫金矿业等企业高管分享全球化经验。此次圆桌对话围绕了全球供应链协同创新、中国企业出海与本土化生态建设等一系列话题展开讨论，在理论模型与实战经验的碰撞中，为到场企业家提供更为立体的出海供应链解法。

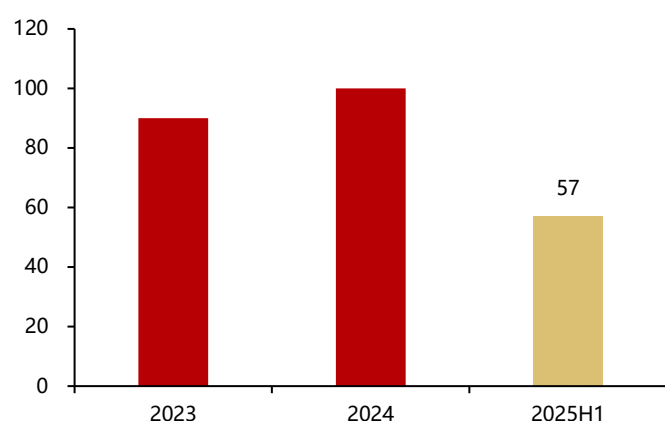
图18：建发股份供应链海外布局概况



资料来源：知乎 运联智库（ID: tucmedia），浙商证券研究所

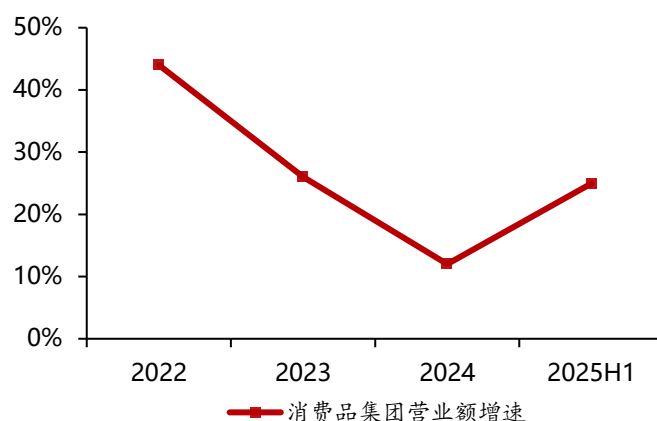
消费品业务成为新增长点。2025 年上半年，公司消费品业务的营业收入超 240 亿元，同比增速超 21%；其中出口规模超 8 亿美元，同比增长超 7%。泛食品板块表现亮眼，重点聚焦咖啡豆与乳制品等核心品类，营收规模稳步扩张，2025 年上半年实现营收近 40 亿元，同比增长近 25%，其中咖啡豆业务占据行业领先优势，聚焦下游核心连锁客户，2025 年上半年进口量占中国咖啡豆进口量约 20%，实现销售额 7.3 亿元，同比增长超 120%，乳品业务上半年销量近 15 万吨，同比增长 20%。消费品板块增长亮眼、逐步成为公司供应链运营业务重要驱动力。

图19: 公司海外业务规模 (亿美元)



资料来源: 建发股份年报, 浙商证券研究所

图20: 公司消费品集团营业额增速

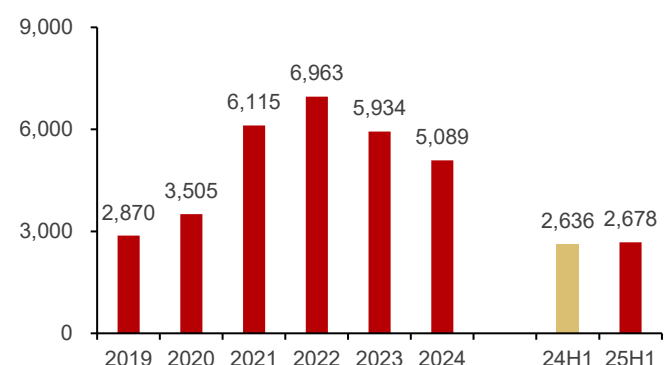


资料来源: 建发股份年报, 浙商证券研究所

2.3.3 供应链业务经营概况

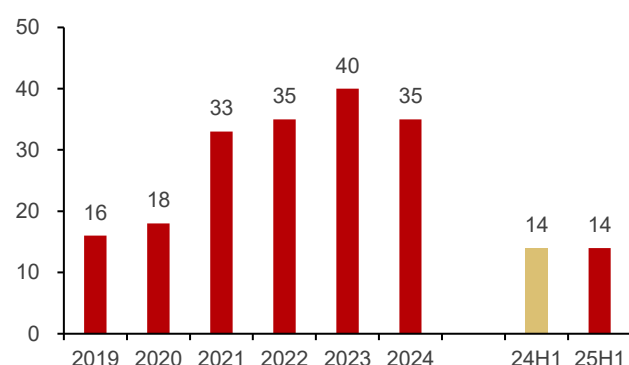
供应链业务稳健经营, 盈利安全垫不断增厚。2019–2024 年, 公司供应链运营业务收入从 2,870 亿元增长至 5,089 亿元, 业务规模稳步扩张。2025 年上半年, 公司供应链运营业务实现收入 2,678 亿元, 同比小幅增长 1.6%, 整体规模保持稳定。尽管近年来收入随大宗商品价格波动有所回落, 但业务盈利能力稳步提升。2019–2024 年, 公司供应链业务归母净利润由 16 亿元增长至 35 亿元, 2023 年达到高点 40 亿元。尽管短期利润受到外部周期与汇率波动的影响, 2025 年上半年净利润仍保持在 14 亿元水平, 与去年同期持平, 抗压能力较强。建发股份供应链业务通过强化风控体系、优化客户结构及稳定资金链, 实现了“稳增长、提质量”的经营目标。未来盈利安全垫有望进一步增厚, 为整体业绩提供坚实支撑。

图21: 公司供应链运营业务收入 (亿元)



资料来源: 建发股份年报, 浙商证券研究所

图22: 公司供应链运营业务归母净利润 (亿元)



资料来源: 建发股份年报, 浙商证券研究所

供应链业务 ROE 短期承压但核心盈利能力不变，触底反弹有潜力。结合前面我们对供应链贸易商业模式和国内贸易商的经营环境分析，建发股份和其他贸易商面临相同的 ROE 承压问题，而建发股份的 ROE 相对韧性较强。进一步拆分 ROE 来看， $ROE = \text{净利润率} \times \text{总资产周转率（供应链业务部分）} \times \text{杠杆}$ ，我们可以从下表中看到建发股份的 ROE 下行主要由于资产周转次数的减少和杠杆的减少。我们认为，资产周转次数的减少和宏观经济、中国 PMI 指数处于周期低点相关，随着后续宏观经济的逐渐转好和反内卷政策的推动，我们认为资产周转有望回暖（同时净利润率也有望增厚）。与此同时公司杠杆降低，我们认为短期增强了公司的经营稳定性，长期来看杠杆回升的空间也对应了 ROE 有进一步提升的潜力。总之我们认为建发股份的 ROE 回落未伤及根本，盈利能力保持稳定，而周转次数和杠杆有望在宏观经济复苏、大宗商品交易复苏过程中呈现再次增加的可能，进而带动 ROE 修复。

表7：建发股份供应链业务 2020-2025 年 ROE 情况

	2020	2021	2022	2023	2024	2024H1	2025H1
净资产收益率（ROE）	23.90%	24.87%	24.85%	26.12%	22.58%	9.16%	8.99%
剔除永续债 ROE	13.80%	18.64%	17.86%	20.16%	18.73%	15.84%	14.94%
净利润率	0.50%	0.55%	0.61%	0.66%	0.69%	0.54%	0.51%
总资产周转	6.3	6.5	5.9	4.7	4.1	2.1	2.6
杠杆	7.5	7.0	6.9	8.4	8.0	8.0	6.9

资料来源：建发股份年报和中报，浙商证券研究所；注：半年度 ROE 为年化后数据。

3 建发股份地产业务：联发日新月异，建发稳健前行

3.1 联发集团：管理层换帅，销售和土储大变化

3.1.1 新任董事长挂帅

新任董事长走马上任，具有创投背景和企业治理经验。2025 年 2 月 17 日，联发集团发布公告，宣布王文怀先生出任公司董事长，原董事长赵胜华调任总经理，庄学谦升任副董事长。

王文怀创投出身，自 1998 年起在建发集团任职，历任投资部副经理、投资二部总经理、投资总监等核心岗位，2015 年起担任建发集团副总经理，并兼任厦门建发新兴产业股权投资有限公司董事长、君龙人寿保险有限公司董事长等职务。公司的其余高管多数长期服务于建发或联发体系，平均从业经验超过 15 年，具备丰富的行业实操与管理经验。

表8：联发集团核心管理层介绍

姓名	性别	年龄	现任职务	个人履历
王文怀	男	52	董事长	1998 年加入建发集团；历任投资部副经理、投资二部总经理、投资总监；2015 年起任建发集团副总经理，并兼任厦门建发新兴产业股权投资有限公司董事长、君龙人寿保险有限公司董事长；2025 年 2 月起出任联发集团董事长。
庄学谦	男	54	副董事长	1990 年代进入联发体系；曾任南宁联发置业有限公司总经理；2010 年代起任联发集团总经理；2025 年 2 月升任副董事长。
赵胜华	男	55	董事、总经理	历任联发集团财务部总经理、总经理助理、副总经理；2015 年起任联发集团总经理；2020 年起任董事长；2025 年 2 月调任总经理。
许晓曦	男	56	董事	历任厦门国贸集团股份有限公司业务员至总裁；2011 年起任厦门金圆投资集团有限公司党委书记、董事长；2017 年起任厦门国贸控股集团党委书记、董事长，并兼任厦门国贸集团股份有限公司党委书记、董事长；2025 年 5 月起担任厦门建发集团有限公司党委书记、董事长
叶衍榴	女	53	董事	历任厦门建发集团有限公司法律事务部副经理至监事会主席等职；2019 年起任厦门建发股份有限公司董事；2021 年 9 月起任厦门建发集团有限公司副总经理；2025 年 7 月起任红星美凯龙家居集团股份有限公司非执行董事；现任厦门建发股份有限公司董事、厦门建发集团有限公司副总经理、建发国际投资集团有限公司及红星美凯龙家居集团股份有限公司非执行董事。

资料来源：联发集团公告、年报、债券公告，百度百科，浙商证券研究所

3.1.2 组织架构重大调整，产品力重新定位

总部职能整合与区域架构优化，有望提升运营效率。公司在 2025 年初推进组织架构改革，对总部多个部门进行整合与调整：产品设计部与研发部合并为产品设计研发管理部；投资发展部并入财务管理部；营销管理部更名为营销策划管理部；成本管理部扩展为成本与供应链管理部；信息部更名为数字智能化管理部，以强化数智化建设与供应链管控。

在区域层面，公司撤销原有 13 家城市公司，重组为 10 个区域事业部，包括大湾区、福州、沪杭、南京、重庆、广西、武汉、江西、天津和西安事业部。各事业部负责人由原城市公司总经理或集团副总经理担任，既保持了管理层的延续性，又强化了区域深耕能力。

此次组织调整不仅是新任董事长上任后的配套举措，更反映出公司在行业压力环境下主动提升管理效率和市场响应速度的战略意图。我们认为，通过总部职能收缩与区域扁平化，公司有望形成更高效的决策链条和更灵活的市场反应能力，为后续战略聚焦和经营修复提供坚实的组织保障。

新澍品牌，差异化竞争。2025 年 9 月 17 日联发集团在南京举办新澍产品品牌发布会，差异化聚焦“**优总价、高品质、强运营、智慧化**”的**新青年产品**。联发集团的新澍产品是基于公司客户调研，发现市场供应缺口而相应设计的。

优总价，即在一二线核心城市产业集群的片区，创新推出 60-80 m²主力户型，并结合强功能的产品设计、公共空间设计，给房子更大的空间韧性、更久的居住生命力。**高品质**，通过集约化的收纳空间、家电，更透明的品质鉴证，实现“质而美”的回归。**强运营**，以长效的社区运营激发公共空间活力、以社群运营服务逐渐营造业主自治的氛围，凝聚社区的烟火气。**智慧化**，秉持实用、好用、常用的原则，让科技融入日常。

2025 年，联发发起六万多组客户调研，以及覆盖 288 城 2500+份精准调研，并结合小红书 2 万+笔记、抖音 2.2 万+视频的大数据交叉验证，精准勾勒出新青年画像：他们是中国第一代主动定义生活、社交与成长方式的“生活领袖”，他们渴望扎根城市，更追求“轻而有质、享而不赘”，拒绝被“冗余空间、无效社交、复杂科技、紧绷环境”绑架。基于此，联发首度提出“轻享主义”生活哲学。

联发已在厦门、上海、南京、深圳四城推进 6 个新青年好房子样板项目，例如厦门联发·环岛新澍，南京联发·雨花新澍等。

案例：南京联发·雨花新澍

总价门槛拉低至 200 万级，四代宅、华为全屋智控、4500 m²会所三大硬核配

户型方面，南京联发雨花新澍起步户型压到建面 69 m²，69 m²两房做到 4.8 米横厅+全赠送露台，实际使用面积相当于传统 90 m²户型；79 m²增设弹性 X 空间，可改书房或亲子区；89 m²全系边户，主卧 270°采光。

雨花新澍直面软件谷青年痛点。1 公里半径内聚集华为、中兴、VIVO 等 4500 家企业，约 36 万从业人员中超 70%为本科以上学历。2024 年板块新房去化率高达 98%，当前仅保利荷雨瑶悦在售，户型 99 m²起。调研显示，该区域 30 岁以下购房者中 83%因总价过高延迟置业。项目将主力月供控制在 8000 元内，比同地段 90 m²户型低 35%，匹配软件谷应届生 1.2 万/月平均起薪。

社区配套碾压同级产品。约 4500 m²会所及架空层打造 14 个功能空间：四点半学堂解决双职工家庭孩子托管问题，共享办公区配备高速网络，电竞房搭载专业设备，宠物乐园设清洗池和障碍设施。小区内部还挖出 2614 m²集中绿地+1738 m²健身区，儿童游乐场配置 AR 互动装置。会所空间采用分时租赁制，电竞房每小时 15 元，共享会议室按需收费，收益反哺物业。四点半学堂邀请退休教师值班，家长通过 APP 实时查看孩子动态。

图23： 南京联发·雨花新湖

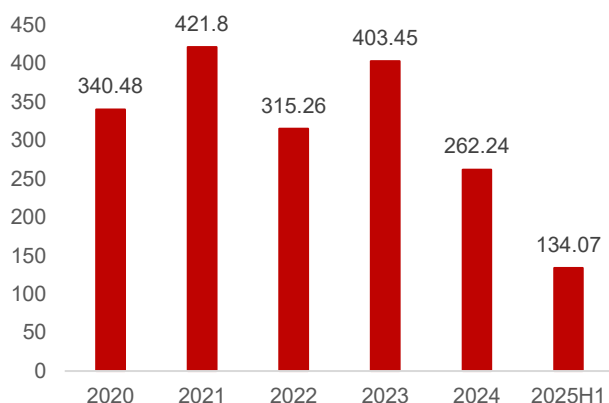


资料来源：安居客，浙商证券研究所

3.1.3 土地储备一二线货值比重显著提升

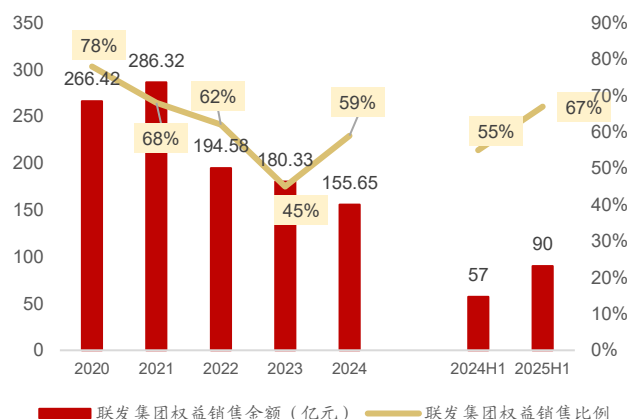
2025 年销售额改观显著。2025 年上半年联发集团实现全口径合同销售金额 134 亿元，同比增长 29%，权益销售金额 90 亿元，同比增长 56%，权益比例提升 12 个百分点至 67%。分区域来看，2025 年上半年联发集团在一、二线城市的全口径销售金额占比超 80%，其中福建省、上海销售金额占比分别为 36%、16%。

图24：联发集团合同销售金额表现（亿元）



资料来源：建发股份年报，浙商证券研究所

图25：联发集团权益销售比

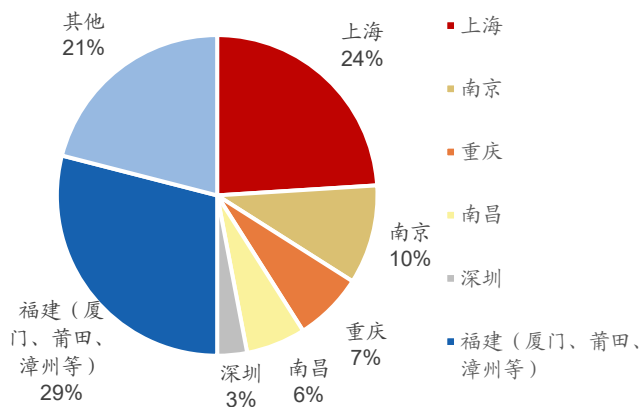


资料来源：建发股份年报，浙商证券研究所

土地储备货值转向一二线，历史包袱不重。2025 年上半年联发集团全口径拿地金额达 97.88 亿元，权益比例接近 100%。根据克尔瑞拿地货值排行榜，联发集团 1-8 月累计新增货值 221.4 亿元，位居排行榜 13，较 2024 年底上升 13 位。根据建发股份中报和联发集团中报，公司 2025 年新增拿地聚焦核心城市，主要在厦门、南京、上海、深圳补充了土地储备。

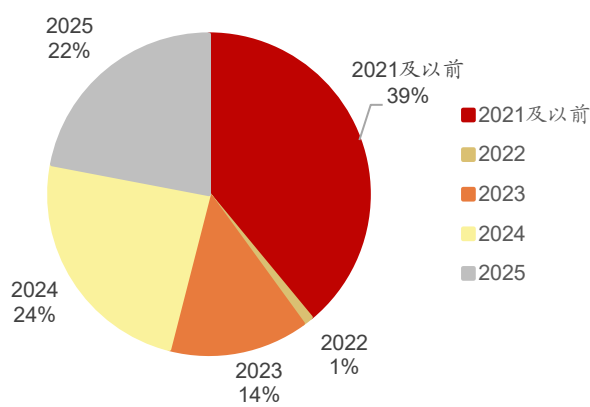
联发集团 2024H2 以来陆续获取核心城市优质地块，土储结构不断优化。截至 2025 年 6 月末，联发集团在一、二线城市的货值占比接近 80%，同比提升超 10 个百分点。分拿地年限来看，截至 2025 年 6 月末，联发集团 2022 年及以后货值占比超 60%。

图26：土地储备货值分线城市占比（截至 2025 年 6 月末）



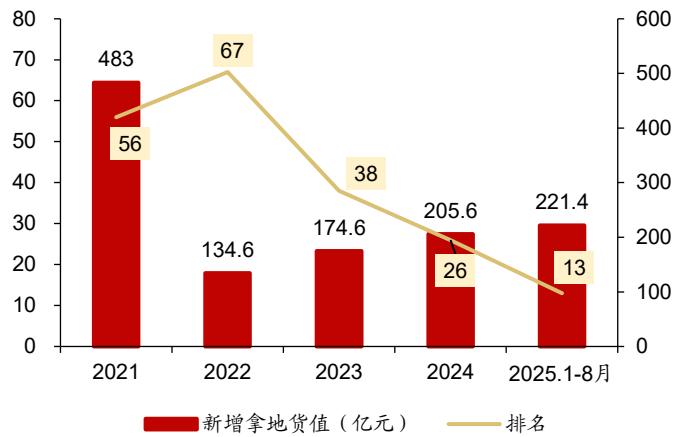
资料来源：建发股份年报，浙商证券研究所

图27：土地储备货值分年限占比（截至 2025 年 6 月末）



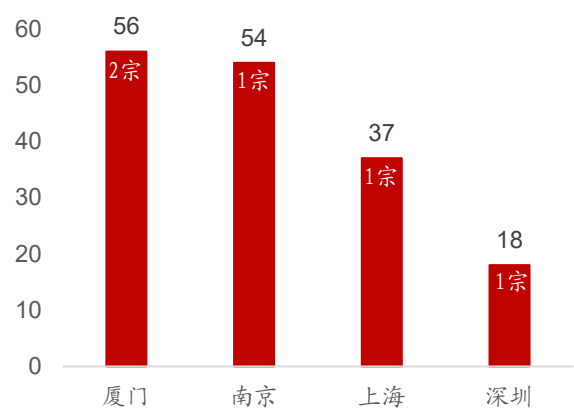
资料来源：建发股份年报，浙商证券研究所

图28: 新增土地货值克而瑞排行变化



资料来源: 克而瑞, 浙商证券研究所

图29: 2025H1 联发集团新增货值城市分布 (亿元)



资料来源: 建发股份年报, 浙商证券研究所

存货减值充分, 未来减值边际改善。2019-2024 年, 联发集团累计计提开发成本及开发产品减值规模达 64.86 亿元, 2024 年单年计提高达 20.92 亿元, 2024 年末公司存货账面价值为 482.46 亿元, 对应减值比例约 13%。大额减值计提在一定程度上反映了公司对存量项目的风险已进行了较为充分的释放。2025 年 H1 的计提存货跌价准备为 2.32 亿元, 随着公司土储结构持续优化、销售聚焦核心城市, 减值压力显著缓解, 联发集团存货减值的边际压力有望逐步减轻, 业绩拖累效应也将趋缓 (后续解读详见第 3.4 章节)。

表9: 联发集团存货减值

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
联发集团开发成本&开发产品减值规模（亿元）	4.95	6.74	7.37	10.09	14.80	20.92
	2019-2024 年合计					
	64.86					
2024 年联发房地产存货账面价值（亿元）	482.46					
2019-2024 减值比例	13%					

资料来源: 联发集团年报, 浙商证券研究所; 注: 数据截至 2025 年 9 月初。

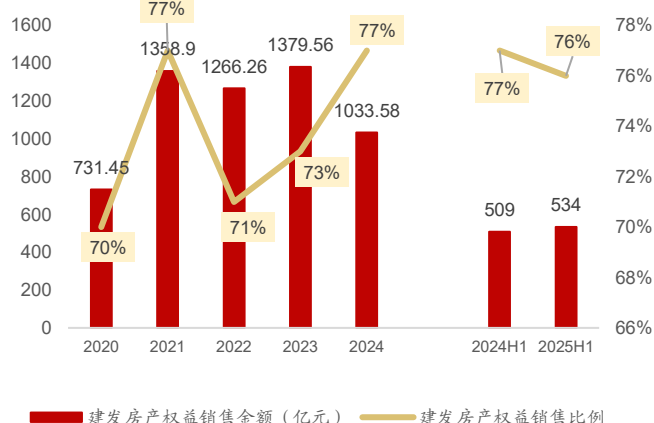
3.2 建发房产：好产品+好地段，稳步前行

建发房产持有建发国际（1908.HK）56.64%的股权，建发房产和建发国际的项目差异不大。建发房产 100%并表建发国际。

作为建发股份旗下核心开发平台，建发房产秉持“守正创新”，在产品研发中不断融合传统中式美学与现代生活需求，逐步确立“新中式生活匠造者”的定位。公司已形成“锦、绣、华、章”四大产品系列，以差异化满足改善型居住需求。在经营层面，建发房产聚焦一二线核心城市，保持审慎稳健的土储策略和持续优化的运营能力。在“好房子”政策导向下，其产品力与品牌影响力有望进一步凸显，成为行业筑底回升过程中的优质代表。

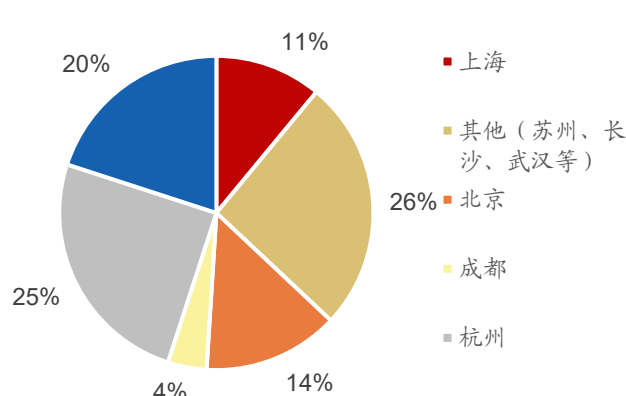
2025 年销售稳步增长。2025 年上半年，建发房产实现全口径合同销售金额 707 亿元，同比增长 7%，在克而瑞全口径销售榜单中排名第 6 位，较 2024 年提升 1 名，展现出稳健增长势头。从权益口径来看，上半年销售金额 534 亿元，权益比例保持在 76% 的高位。分区域来看，公司持续深耕一二线核心城市，上半年在 28 个城市进入当地销售 TOP5，其中杭州、厦门、南昌等城市销售规模位列前三。

图30：建发房产权益销售金额及权益比



资料来源：建发股份年报，浙商证券研究所

图31：2025 上半年建发房产销售区域分布

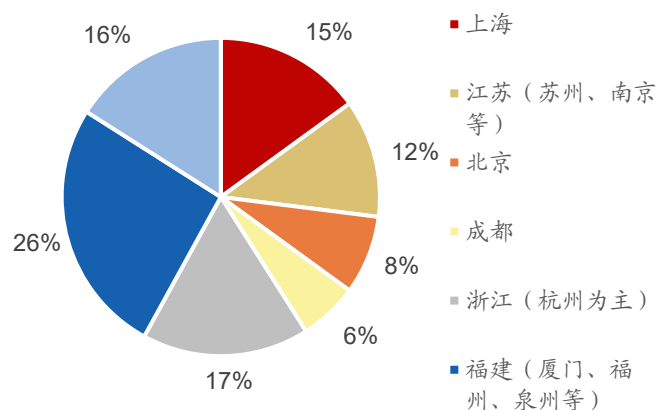


资料来源：建发股份年报，浙商证券研究所

土地储备结构优质，持续聚焦核心城市。2025 年上半年，建发房产新增拿地全口径货值 987 亿元（26 宗地），另有 7 宗地块货值 232 亿元待完成股转手续。公司延续“流动性优先、兼顾利润率”的拿地策略，重点布局北京、上海等一线城市，以及杭州、成都等强二线城市，并在福建区域发挥品牌优势。同时，公司在上海等地探索多元化投资项目，进一步增强土储结构的均衡性和流动性。根据克尔瑞拿地货值排行榜，联发集团 1-8 月累计新增货值 714.6 亿元，位居排行榜第七，持续稳定在较高位置。

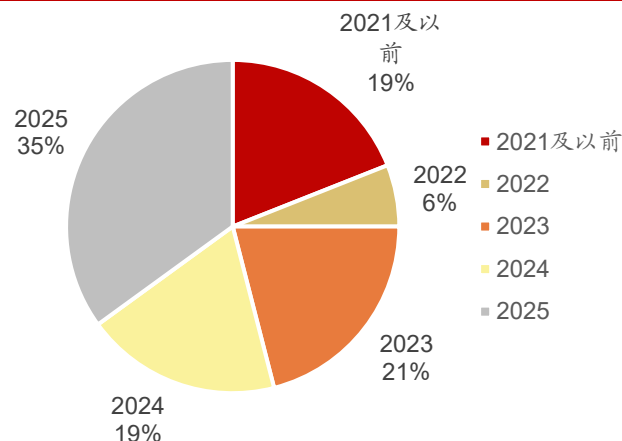
截至 2025 年 6 月末，建发房产土储总可售货值约 2496 亿元（不含尚未完成股转的 7 宗地块），其中 2022 年及以后获取的“新土储”占比达 81%，历史包袱较轻。分城市来看，厦门、杭州、上海、北京、成都五大核心城市土储货值合计 1354 亿元，占比 54%。

图32: 土地储备货值分线城市占比(截至2025年6月末)



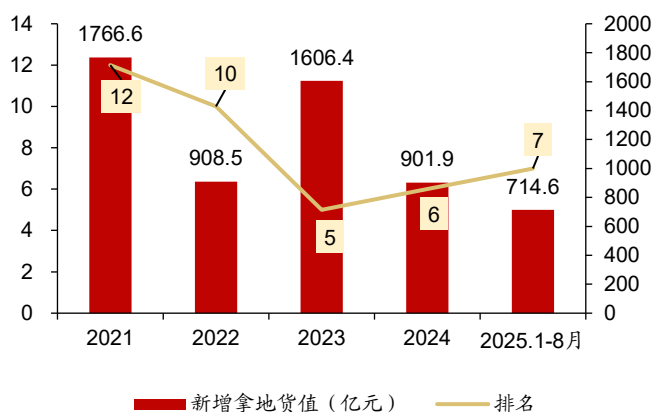
资料来源: 建发股份年报, 浙商证券研究所

图33: 土地储备货值分年限占比(截至2025年6月末)



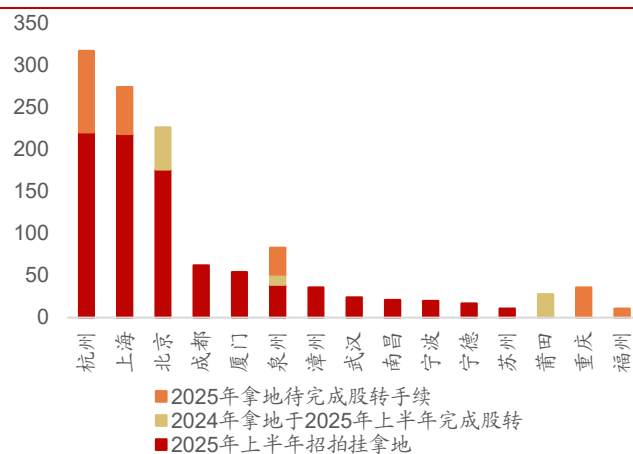
资料来源: 建发股份年报, 浙商证券研究所

图34: 新增土地货值克而瑞排行变化



资料来源: 克而瑞, 浙商证券研究所

图35: 2025年上半年建发房产拿地货值分布(亿元)



资料来源: 建发股份年报, 浙商证券研究所

3.3 房地产行业周期底部要等到何时？

房地产属于大类资产中的其中一类，其他还包括股票、债券、货币类资产、大宗商品、黄金和另类资产（私募股权、对冲基金、数字资产等）。房地产在 2021 年以前经历了长达 20 年的上行周期，2021-2025 年房价下行导致持有房地产的收益并不理想。尽管如此，住房需求依然存在，行业总量下行但结构性交易机会仍在，例如“好房子”政策引导下开发商建造的改善型产品销售表现好于市场平均水平。

房地产行业下行已四年，何时触底？需求何时触底修复？回顾 2024 年 7 月深度报告《从三国个税收入看房价支撑》中分析的购房需求，短期房地产需求侧购房人是否要买房取决于“买房是否划算”。常见的问题包括是否有资格买？利率是否够低？房价是否在相对低点能够抄底？租房划算还是买房划算？如果租房不买，那么不买的机会成本就是由于房价波动所带来的潜在资本利得与租金收益比。房价上升、租金波动不大，带动租金收益比下降，当租金收益比小于房贷利率的时候，租房可能更划算。所以房价上涨到高位的时候会积累观望需求。观望需求在房价开始下跌的时候也会持续积累，直到房价下跌，推升租金收益比，使得租金收益比大于房贷利率的时候，买房性价比逐渐凸显，进而推动需求从观望逐步转变为实际购房需求。

$$\text{租金收益比} = \frac{\text{租金}}{\text{房价} \times \text{面积}} > ? < \text{房贷利率} = \frac{\text{利息}}{\text{房贷}}$$

在此基础之上，我们认为成本端如果只考虑购房的名义房贷利率可能还不够，例如日本持续降低名义利率，仍然无法提振房地产市场。购房人的实际购房成本可以参考真实利率的计算方法，真实购房利率等于名义房贷利率减去“通胀”。如果名义房贷利率下降的同时，收入“通胀”不变，真实购房利率下降。如果工资“通胀”同时也下降，则真实购房利率未必下降。对于购房人来说，购房的真实收益等于买房后房价的变化带来的资本利得，加上租金的变化带来的永续现金收入（如果是自住则免去租金成本），减去真实购房成本。

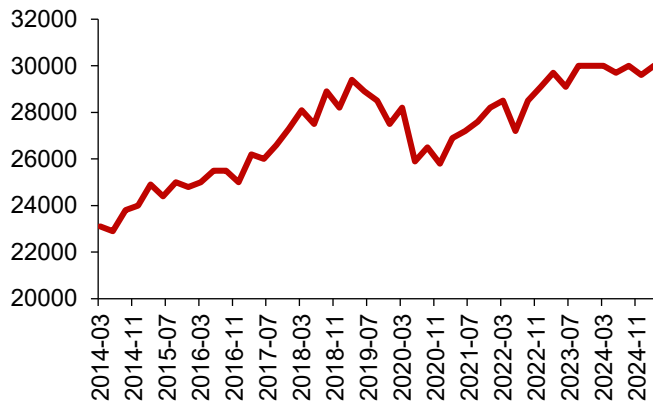
购房需求：真实购房收益率 = （预期）房价利得 - （名义房贷利率 - 收入通胀率）

我们以中国香港为例，我们在 2025 年 7 月《东方之珠，否极泰来》这篇研报分析了中国香港楼市复苏基本面的特征。中国香港楼市的复苏符合以上需求修复的两个要求：

- 1) 优才、高才等高收入人群推升家庭平均收入
- 2) 租售比和房贷利率相比有利差

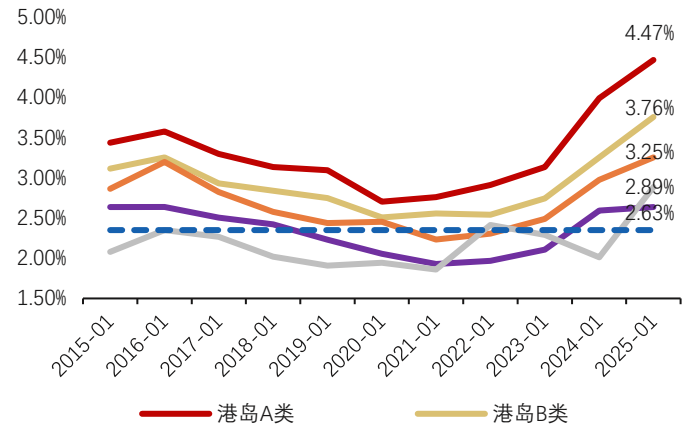
国内收入方面涉及到的宏观因素较多，是长期慢变量，决定了长期房地产需求趋势。短期房地产何时止跌，我们认为和短期买房的性价比相关度更高，建议关注租售比和房贷利率的差异。根据冰山指数，截至 2025 年 8 月全国租售比升至 2.5%。全国重点 50 城主要是一线、新一线和二线城市，租售比在 1.8-2.3% 左右。截止 2025 年 8 月首套商业房贷利率约为 3%，公积金贷款利率约为 2.5-2.6%（五年以上）。我们做个敏感性测试，当房贷利率下降到 2.3-2.5%，新一线和二线城市自然触底大概在 9-18 个月，也就是未来一年到一年半的时间。一线城市因配置价值，可能随着新一线和二线城市的自然触底，房价也会随之修复。也就是说，我们认为一二线房地产自然触底的时间保守来看大约在一年到一年半左右，也就是 2026 年底至 2027 年中左右。

图36: 近 10 年中国香港家庭月收入中位数 (港元/月)



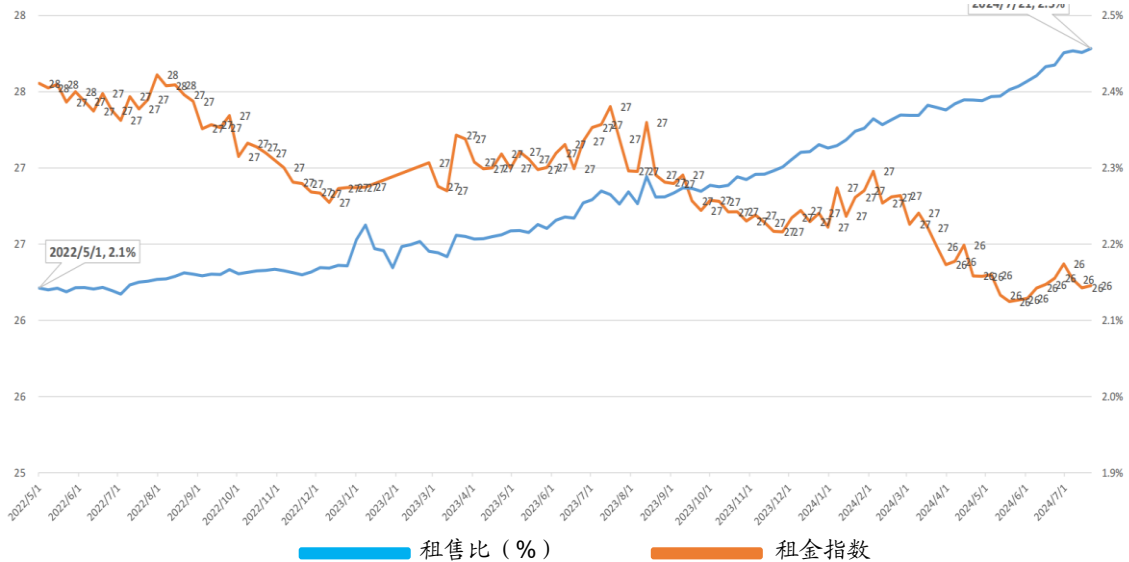
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图37: 港岛 A 到 E 类住宅租金回报率和房贷利率对比 (%)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图38: 全国租金和租售比走势



资料来源: 冰山指数, 浙商证券研究所

表10: 房贷利率降低的幅度与各线城市房价自然触底需要月份测算

		房贷利率 (%)			
		2.00%	2.30%	2.50%	2.80%
租金收益比		房地产价格自然触底还需要的月份			
二线	2.30%	-	-	8	18
新一线	2.10%	-	9	16	25
一线	1.80%	10	22	28	36

资料来源: 冰山指数, 浙商证券研究所

3.4 存货减值分析

3.4.1 房地产的存货减值会计处理

房地产企业的存货减值处理是观测其财务稳健性与管理层判断力的关键窗口。依据会计准则，年末需按“成本与可变现净值孰低”原则计量存货。当项目预计售价跌破成本时，需计提跌价准备并一次性确认资产减值损失，影响当期利润。

可变现价值的确定针对已完工项目和未完工项目的计算如下：

- 已完工开发产品：可变现净值 = 估计售价 - 估计销售费用 - 相关税费
- 未完工项目（在建开发产品、拟开发产品）：可变现净值 = 估计售价 - 至完工时预计发生的成本 - 销售费用 - 相关税费

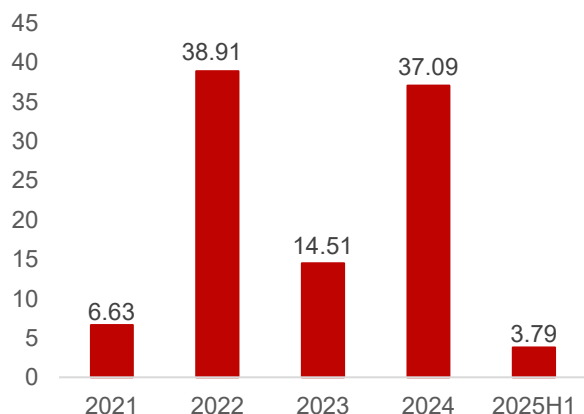
公式中关于估计售价的处理方式也有不同：1）已预售项目按照实际签约金额确认，如果项目所在区位房价仍然承压，导致降价去化，那么房价下跌会减少项目利润或加剧亏损，增加计提减值的金额；2）未售的项目则参考近期销售均价、周边可比项目价格、项目定位及销售计划综合确定。对于未售部分的减值，主要体现了项目自身产品竞争力，以及管理层对未来的审慎判断。

充分的减值计提，虽然可能对当期利润形成压力，但是减少了后续利润低于预期的风险。

3.4.2 建发股份的房地产业务减值分析

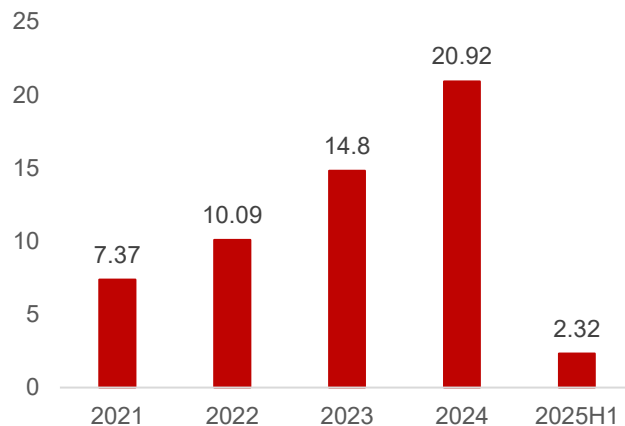
建发股份的房地产业务——建发房产和联发集团，从房地产行业 2021 年下行以来，以审慎的原则进行了计提减值。如下表，我们看到公司房地产业务 2021-2024 年累计计提 150.32 亿元，占 2024 年存货比重 5.13%。其中联发集团，由于先前布局三四线城市的项目受到房价下行的影响较大，联发集团每年计提减值较多，2021-2025H1 累计减值和货值占比达到了 11%，在未出险的房企中减值是相对较充分的。建发房产（建发国际）由于较强的产品力和较轻的历史包袱，去化压力和房价下降压力相对较轻，减值压力相对联发集团较少，但也依然计提了不少减值。

图39：建发房产存货跌价准备（亿元）



资料来源：建发股份年报，浙商证券研究所

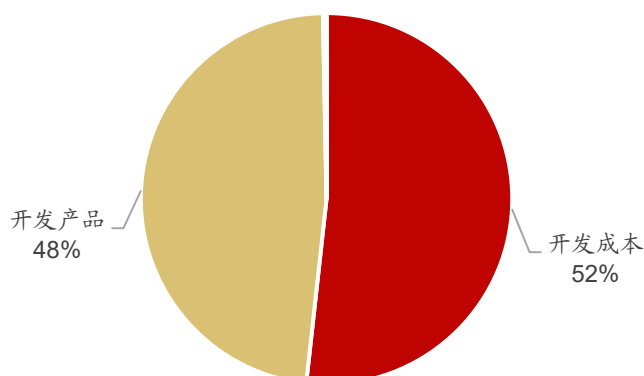
图40：联发集团存货跌价准备（亿元）



资料来源：建发股份年报，浙商证券研究所

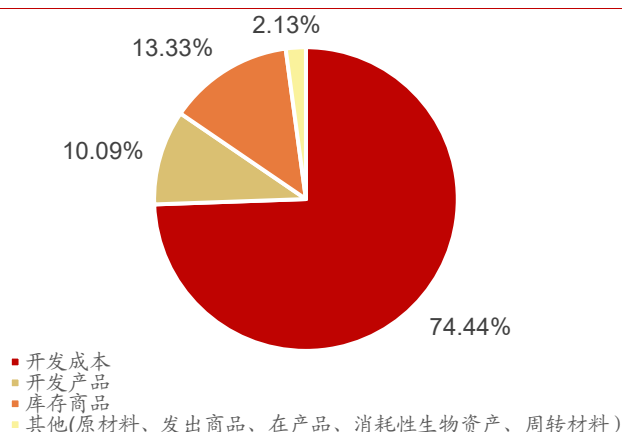
关于未来房地产业务还有多少计提减值的空间，我们可以根据公司 2025 年中报信息拆分存货减值情况来分析。截止 2025 年中报，公司的存货价值 3690 亿元，其中开发成本（在建房地产项目）2773 亿元，开发产品（竣工项目）339 亿元，总计占到存货的 84%。截止 2025 年中报，建发股份存货累计减值 96 亿元，其中地产项目累计减值 89 亿元，占比 92%。进一步来看，开发成本存货跌价减值累计 46 亿元，占开发成本比 2%。开发产品累计减值 43 亿元，占开发产品 11%。开发产品货值占到了存货总价值的 12%，但是开发产品累计货值减值占总累计减值的 48%。这也就是说，建发股份的房地产业务的跌价减值的问题主要存在于已经竣工项目，已经竣工项目已经审慎计提了减值。

图41：建发股份存货跌价准备构成（截至 2025 年中报）



资料来源：建发股份年报，浙商证券研究所

图42：建发股份存货期末账面价值构成（截至 2025 年中报）



资料来源：建发股份年报，浙商证券研究所

我们将存货中开发产品，也就是竣工项目所在的城市进行了梳理。2025H1 建发股份房地产业务存货中开发产品累计跌价准备金额 43 亿元，一共有 39 个项目进行了减值。其中 20 个城市累计跌价准备占比达到了 90%。按照跌价准备项目数量排序，厦门、重庆、漳州、南京、杭州、武汉、南宁是减值项目略多的城市，其他城市减值项目最多不超过 3 个。从跌价准备金额来看，南京、厦门、重庆、杭州、宿迁排名前五。如果按照跌价准备占期末货值比例来看，建发股份房产的竣工项目中 41 个项目里面有 25 个项目跌价准备占期末货值比超过 10%，徐州、江门、佛山、宜兴、宿迁这些三线城市（主要是联发项目所在位置）跌价准备在 20%以上。

建发股份的房地产业务未来还有多少减值空间？根据会计准则对存货减值的释义来看，存货减值是存货跌价准备的边际变化，而存货跌价准备是跟着未来房价走势和管理层销售策略来确定的。也就是说，未来存货减值是看未来项目继续降价空间有多少，如果项目所在城市房价下跌趋于平缓，则未来存货减值边际变化也会减少，对利润影响相应减少。

我们将已经有存货跌价准备的房地产项目所在城市梳理出来，找到该城市 2020-2025 年 9 月二手房价走势表现，39 个城市中 8 个城市数据缺失，剩下 31 个城市中 2025 年以来房价跌幅收敛的城市有 18 个。（见下图）这些城市 2020-2025 年 9 月累计二手房价跌幅约为 20%，个别城市房价超跌约为 30+ %。房价跌幅较大的城市对应了建发在该城市房价计提减值较多的情况。

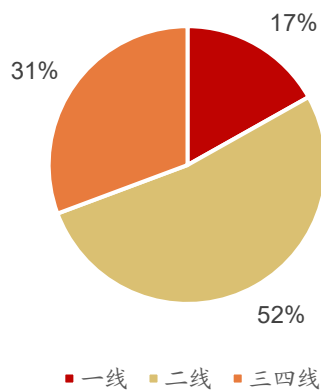
结合建发股份房地产项目跌价存货准备较为充分、竣工项目布局城市房价跌幅开始收敛的现象来看，我们认为尽管未来建发股份房地产业务还会有计提减值，但是计提减值减轻是大概率事件。

表11：建发股份房地产业务减值情况概览（减值金额 or 减值项目个数 Top20 城市）

按项目数量排序			按期末跌价准备排序		
城市	期末跌价准备（亿元）	项目数量（个）	城市	期末跌价准备（亿元）	跌价项目数量(个)
厦门	3.6	9	南京	3.8	5
重庆	3.2	6	厦门	3.6	9
漳州	2.2	6	重庆	3.2	6
南京	3.8	5	杭州	3.2	5
杭州	3.2	5	宿迁	2.7	2
武汉	2.4	5	广州	2.6	2
南宁	1.2	5	江阴	2.5	2
龙岩	0.4	3	武汉	2.4	5
莆田	0.4	3	漳州	2.2	6
南昌	0.3	3	上海	1.3	2
宿迁	2.7	2	宜兴	1.3	1
广州	2.6	2	淮安	1.3	1
江阴	2.5	2	南宁	1.2	5
上海	1.3	2	连江	1.0	1
佛山	0.9	2	佛山	0.9	2
南通	0.5	2	合肥	0.7	1
江门	0.5	2	福州	0.6	1
济南	0.4	2	南通	0.5	2
徐州	0.3	2	江门	0.5	2

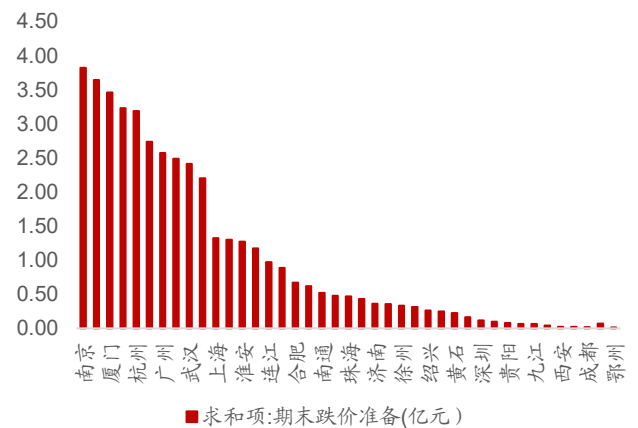
资料来源：建发股份年报，浙商证券研究所；注：数据截至 2025 年 9 月初。

图43：存货跌价准备分线城市金额占比（%）（截至 2025 年中报）



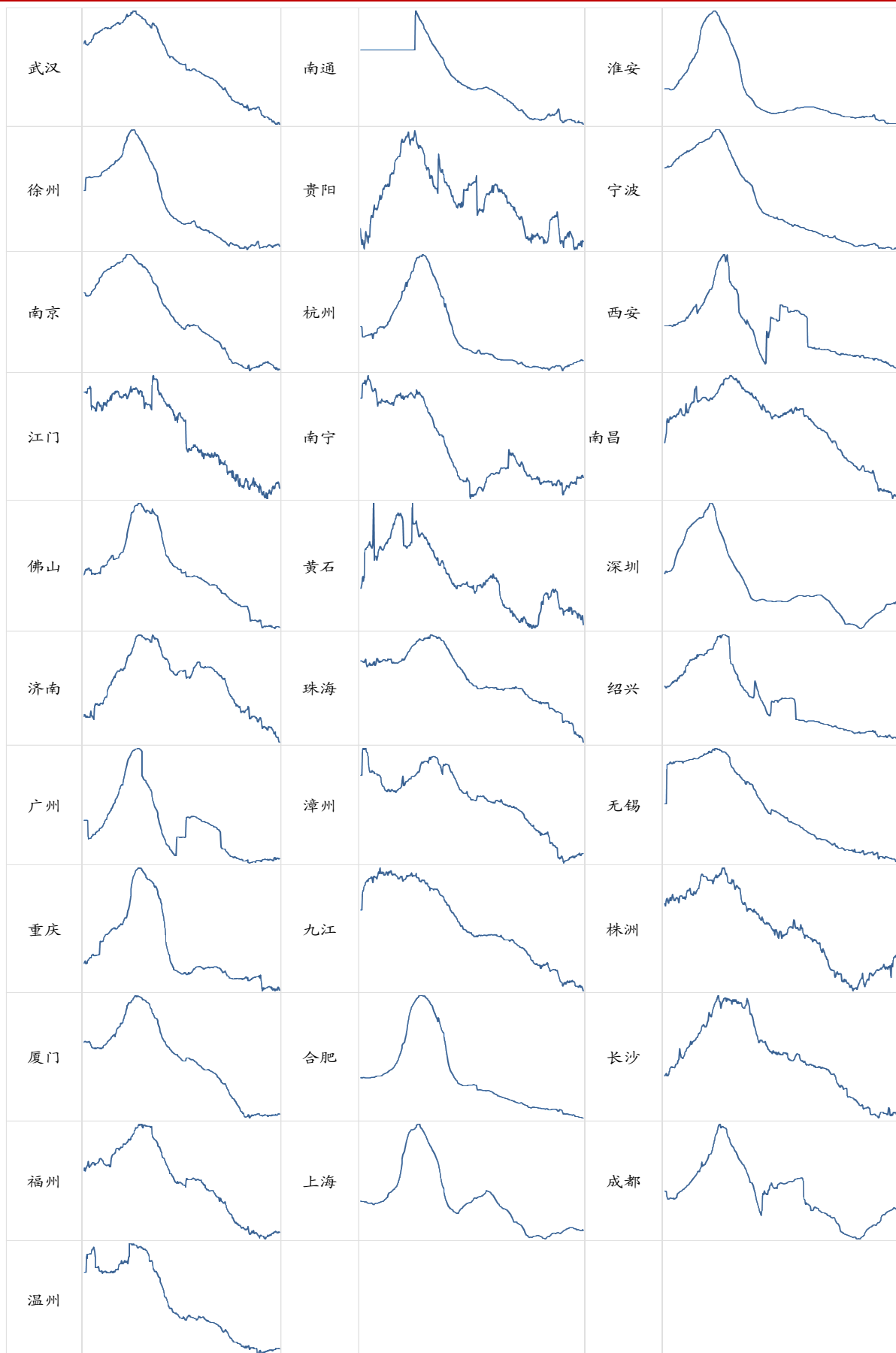
资料来源：建发股份年报，浙商证券研究所

图44：期末跌价准备城市分布（截至 2025 年中报）



资料来源：建发股份年报，浙商证券研究所

图45: 建发房产存货减值项目布局的 31 个城市二手房价数据年度同比增速 (%) (2020 年 5 月-2025 年 9 月)



资料来源: 冰山指数, 浙商证券研究所

4.1.2 AH 美凯龙之间的关联

红星美凯龙最早在 2015 年 6 月 26 日于港股上市，股票代码：1528.HK。完成 H 股上市后，公司迅速启动“A+H”双平台战略，2018 年 1 月 17 日回 A 股补充资本，股票代码：601828.SH。两地股票代表同一公司（红星美凯龙家居集团股份有限公司）的股权，财务数据与经营基本面一致。A 股发行后总股本中内资股（A 股）与外资股（H 股）并存，但同属普通股，权利义务相同。

表12：美凯龙 AH 差异

维度	A 股（601828.SH）	H 股（1528.HK）
计价货币	人民币（CNY）	港币（HKD）
投资者结构	境内个人/机构为主	国际资本主导（QFII、外资投行等）
流动性特征	日均成交额较高（主因散户参与度高）	成交活跃度较低，流动性折价显著
估值水平	长期溢价（2025 年溢价率超 100%）	深度折价（较 A 股便宜 50%以上）
监管环境	中国证监会、上交所规则	中国香港证监会、联交所上市条例
普通股股：约 26 亿股	约 24.96 亿股	约 1.03 亿股

资料来源：wind，公司公告，浙商证券研究所

美凯龙在 AH 两地上市分别受中国企业会计准则和《香港财务报告准则》（HKFRS）约束，不同会计准则下归母净利润和权益净资产略有差别，但整体差异不大。我们以 2025 年中报关于此处解释为例。中国企业会计准则下，使用权资产涉及转租，在租赁开始日后采用成本模式进行后续计量，因此会有折旧摊销。在国际财务报告准则下，美凯龙资产符合投资性房地产的定义，采用公允价值模式进行后续计量，不计提折旧或摊销。因此在归母净利润和权益净资产的计算上，A 股美凯龙的净利润和净资产需要加回折旧。

4.2 美凯龙的经营模式分析

表13：中国企业会计准则和《香港财务报告准则》下的财务差异

	归属于上市公司股东的净利润（亿元）归属于上市公司股东的净资产（亿元）			
	本期数	上期数	期末数	期初数
按中国会计准则	-19.0	-12.5	444.0	464.9
按国际会计准则调整的项目及金额：				
冲回中国准则下投资性房地产所计提折旧	1.6	2.3	-15.0	-16.8
投资性房地产公允价值变动	-2.3	-3.4	38.0	40.6
递延所得税	0.2	0.3	-5.7	-5.9
资产处置损益	-0.1	-0.2	-	-
少数股东损益	0.1	0.1	-0.7	-0.8
按国际会计准则	-19.5	-13.4	460.6	482.0

资料来源：美凯龙 2025 年中报，浙商证券研究所

4.2.1 红星美凯龙的发展历程回顾

红星美凯龙的发展始于 1986 年的家具制造业务，其后顺应中国房地产市场的快速发展与 2004 年土地招拍挂制度的全面推行，逐步转型为家居零售巨头。2007 年美凯龙先后成立了作为控股平台的红星控股以及运营主体上海红星美凯龙家居饰品有限公司。在此期间，公司确立了“自营+委管”混合扩张模式：**通过自营商场打造品牌影响力，利用委管商场实现快速扩张。**

美凯龙于 2015 年在中国香港联交所上市，在 2018 年登陆 A 股市场，成为中国家居零售行业首家“A+H”股上市公司。2016 年，美凯龙规模超过万达，拥有 200+家家居 mall，成为全球拥有大型商业 Mall 数量最多的运营商。截至 2025 年上半年，红星美凯龙经营总计 369 家家居建材店和产业街，总经营面积约为 1936 万平方米。

美凯龙在 2009 年开始涉足房地产领域。2018 年提出千亿销售目标并加大在三四线城市的土地储备，激进的扩张策略为其在 2020 年特殊事件影响和行业下行周期中的流动性问题埋下隐患。尽管 2021 年家居市场因需求滞后释放出现短暂复苏，但公司仍未能化解累积的财务压力，至 2021 年末，红星控股总负债已超过 381 亿元。

自 2022 年起美凯龙实施了一系列资产出售以缓解资金压力，包括地产业务、物流资产及物业管理平台的多数股权。2023 年 1 月，厦门建发集团通过收购公司 29.95% 股权成为新任控股股东。至 2025 年 9 月，公司管理层完成重组，新团队以国企建发系领导，红星美凯龙结束家族化管理，开始国有资本主导的新发展阶段。

4.2.2 美凯龙当前经营模式情况和资产布局

过去相当长的时间里美凯龙以“自营与委管双轮驱动”的混合模式扩张。自营模式收取租金，委管和特许经营主要收取咨询费。如图 47，美凯龙家居卖场分布在全国各地。其中：自营商场多位于一二线城市核心地段，公司通过自持或长期租赁物业并进行统一招商和管理，以此获得稳定的租金和管理费收入，并树立高端品牌形象。委管商场则主要布局三四线城市，公司输出品牌、管理经验和供应链资源。这种轻重结合的模式有利于帮助公司在稳固一二线市场的同时，以较低成本快速渗透下沉市场。

截至 2025 年中报，美凯龙经营了 76 家自营商场，平均出租率为 84.2%、235 家委管商场，平均出租率为 81.3%，7 家战略合作商场，23 个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，商场总经营面积约为 1936 万平方米。

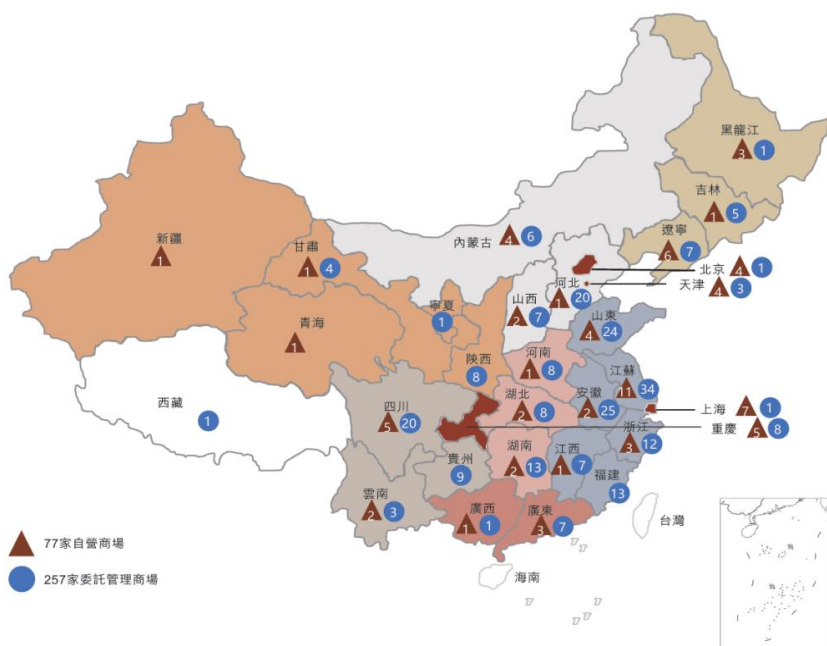
表14：美凯龙主要经营模式解析

模式类型	主要内容
自营模式	公司在一线和二线城市通过 自建、购买或者租赁 的方式获取经营性物业后，统一对外招商，为入驻商场的商户提供综合服务，包括设计商场内展位、场地租赁、员工培训、销售及市场营销、物业及售后等在内的日常经营及管理以及客户服务，以收取固定并且有 稳定增长预期的租金 及相关收入。
委管模式	公司为合作方提供全面的 咨询和委管服务 ，包括商场选址咨询、施工咨询、商场设计装修咨询、招商开业以及以“红星美凯龙”品牌名称日常经营及管理合作方的家居装饰及家具商场；相应地，公司根据与合作方签署不同管理深度的委管协议在不同参与阶段收取项目前期 品牌咨询费、工程项目商业管理咨询费、招商佣金、项目年度品牌咨询费 等不同费用。
特许经营模式	公司根据合作方要求 提供咨询及招商服务 ，授权合作方以公司同意的方式使用公司旗下品牌“星艺佳”，并部分参与项目开业后的日常经营管理，以向合作方收取 商业咨询费 。

资料来源：美凯龙 2025 中报；浙商证券研究所

图47：截至美凯龙 2024 年年报商场地理分布

下圖載列了我們截至報告期末的商場地理分佈：



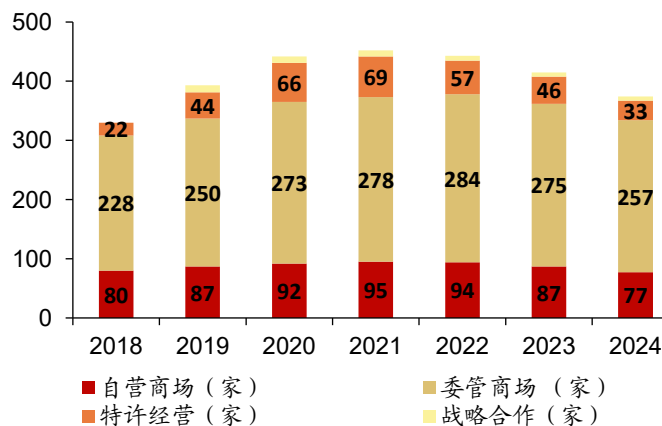
註：地區分佈為東北地區包括黑龍江省、吉林省、遼寧省；華北地區（不含北京、天津）包括山西省、河北省、內蒙古自治區；華東地區包括（不含上海）包括山東省、江蘇省、浙江省、安徽省、江西省、福建省；華中地區包括湖南省、湖北省、河南省；華南地區包括海南省、廣東省、廣西壯族自治區；西部地區（不含重慶）包括陝西省、甘肅省、青海省、寧夏回族自治區、新疆維吾爾自治區、雲南省、四川省、貴州省、西藏自治區

资料来源：红星美凯龙 2024 年报，浙商证券研究所

4.2.3 美凯龙收入端拆解

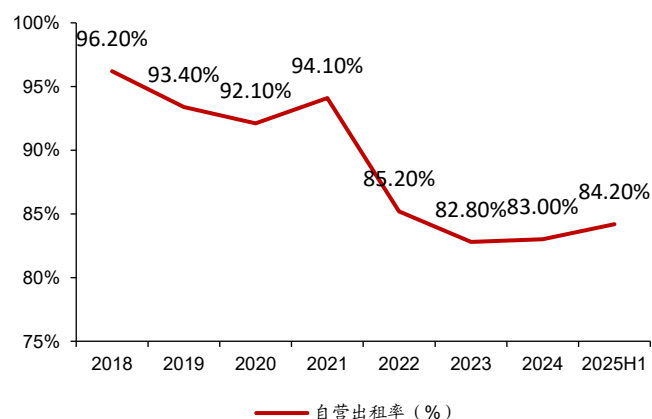
美凯龙家居卖场数量在 2021 年达到高峰，自营 + 委托管理共计 485 个家居卖场，其中自营数量达到 95 个。2021 年以后受房地产行业周期性调整影响以及美凯龙自身经营问题，美凯龙家居卖场数量在 2021-2024 年期间持续减少。与此同时，美凯龙的卖场商家以家居家具品牌商为主，受地产景气度影响显著，在 2021-2024 年经营困难，导致美凯龙出租率在 2021-2024 年期间持续下探，但是出租率于 2025 年中报已经基本稳定。

图48：美凯龙 2018-2024 年家居卖场数量变化



资料来源：美凯龙历年年报，浙商证券研究所

图49：美凯龙 2018-2025H1 自营商场出租率 (%)



资料来源：美凯龙历年年报，浙商证券研究所

自营卖场是美凯龙的主要收入和利润贡献。根据公司历年年报披露数据计算，美凯龙自营商场 2024 年平均经营面积约为 8 万方，年收入 7000 万元，而委托商场平均经营面积

5万方，年收不到600万元。自营商场平均年收入2024年对比2021年下降约18%，委托商场平均年收入下降约51%。由于商场运营主要成本为人工和能耗，2021-2024年美凯龙收入端受单位租金和出租率双重影响下滑，而同期人工成本短期是刚性的，因此对于收入下滑较多的委托商场，美凯龙选择关停我们认为必然结果。2021-2024年美凯龙陆续关掉了盈利不佳的自营和委托项目，其中2024年较2021年自营项目减少19个，委托项目减少43个，其他不同形式的轻资产项目减少54个。从收入贡献上来看，2024年-2025H1美凯龙自营项目的收入占比显著提升，约为70%。与此同时，自营商场的毛利贡献从2021年59%提升到了2024年的70%，2025H1进一步提升到83%。

表15：美凯龙收入和毛利拆分

	2018	2021	2024	2025H1
总收入（亿元）	142	155	78	33
其中自营	72	81	54	25
委托	42	33	15	6
自营收入占比（%）	50%	52%	69%	73%
毛利率（%）	66%	62%	58%	62%
自营毛利率（%）	71%	70%	60%	69%
自营毛利贡献（%）	54%	59%	70%	83%

资料来源：美凯龙历年年报，浙商证券研究所

美凯龙自营卖场的收入主要是固定租金收入， $\text{固定租金} = \text{管理面积} \times \text{单平米租金} \times \text{出租率}$ 。尽管自营卖场管理面积只占到整体管理面积的三成，但是2025H1收入和毛利贡献达到七成以上。由此来看，美凯龙收入何时止跌的问题是可以拆成几个小问题：

- 1) 自营卖场的单平米租金何时止跌；
- 2) 自营卖场的出租率何时企稳；
- 3) 除了自营以外，委托管理关店何时结束（2025H1委托收入占比还有18%）

在回答上述三个问题之前，我们需要结合下章家居卖场的竞争格局和经营逻辑来综合分析2024-2025H1美凯龙经营层面的变化未来会对盈利产生何种影响。

表16：美凯龙自营卖场的租金、出租率拆分

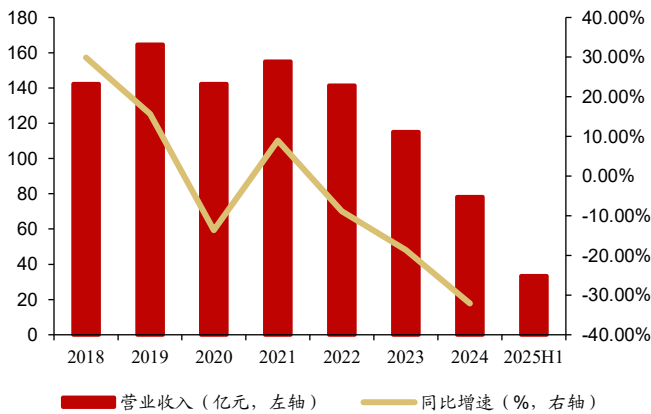
	2018	2021	2024	2025H1
管理面积(万方)	1894	2230	2033	1936
其中自营商场(万方)	692	846	645	645
平均自营商场面积（万方）	9	9	8	8
平均每个自营商场收入（亿元）	0.90	0.85	0.70	0.32
平均自营商场租金（元/平/月）-剔除出租率影响	90	85	83	75
自营面积占比（%）	37%	38%	32%	33%
自营商场出租率（%）	96.20%	94.10%	83.00%	84.20%

资料来源：美凯龙历年年报，浙商证券研究所

4.2.4 美凯龙利润波动分析

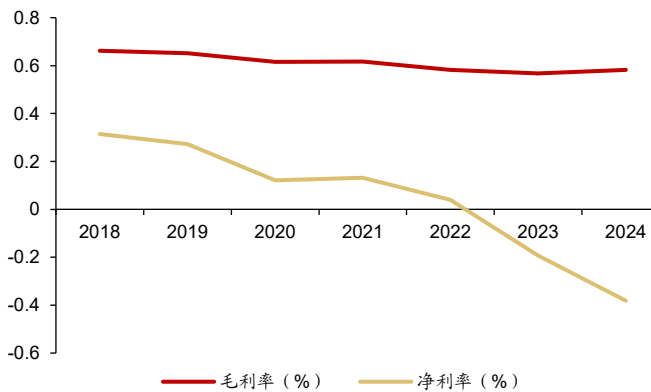
拆分完收入端，我们继续分析美凯龙的利润情况——美凯龙的商业模式简单来说就是收租模式，如果是自持物业运营，则有着“重资产、高毛利、高现金流”的特点。在经济上行周期，租金上涨还会给公允价值带来增值，增厚归母净利润。如果经济下行，公允价值减少则会加剧归母净利润压力。美凯龙 2021-2024 年因收入下滑和公允价值波动，归母净利润波动明显。尽管公司同步压缩了管理、财务和销售三项费用，但是这些费用的缩减有一定刚性约束，尤其是财务费用。2023-2025H1，对公司归母净利润影响较大的主要是公允价值变动净收益。

图50：红星美凯龙 2018-2025H1 营业收入（亿元）



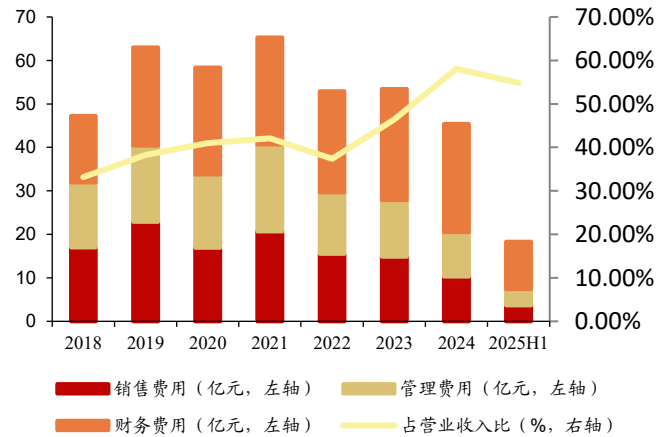
资料来源：美凯龙年报，浙商证券研究所

图52：美凯龙 2018-2024 年毛利率与净利率（%）



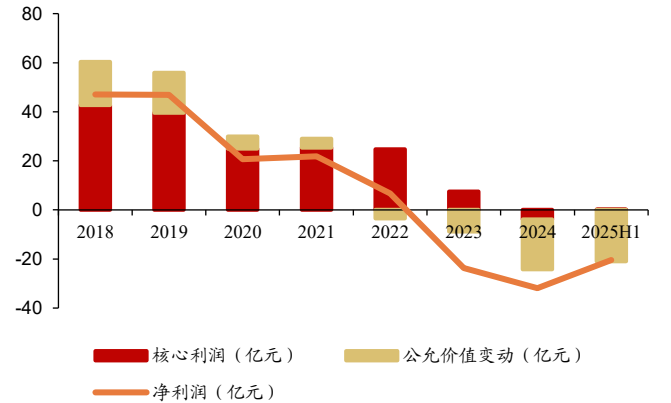
资料来源：美凯龙年报，wind，浙商证券研究所

图51：美凯龙 2018-2025H1 销售、管理、财务费用（亿元）



资料来源：美凯龙年报，浙商证券研究所

图53：红星美凯龙 2018-2025H1 归母净利润（亿元）



资料来源：美凯龙年报，wind，浙商证券研究所

拆分美凯龙 2023-2025H1 财报中投资性房地产公允价值变动，我们可以发现美凯龙投资性房地产主要受两部分因素影响 1) 自持卖场：2024-2025H1 减值 15-19 亿元，2) 未开发项目减值 1-3 亿元。截至 2025 年 6 月末，公司经营 76 家自营商场，其中自有商场 65 家，除北四环商场及杭州古墩商场之外的相关物业资产计入投资性房地产，并采用公允价值模式进行后续计量。此外根据美凯龙半年度经营公告，公司有 16 家筹备中的自营商场（其中自有 13 家、租赁 3 家），计划建筑面积约 263 万平方米待开业项目。已经营业的卖场 2024-2025H1 公允价值变动占总公允价值变动的 80-90%。

根据美凯龙年报中对于投资性物业公允价值的解释（下述引号内容），我们认为美凯龙的公允价值影响因素主要受自持商场的租金影响，尽管未来家居卖场行业可能压力仍在，但公司可以通过积极经营实现租金收入的稳定，进而减少公允价值波动的影响。我们认为，美凯龙租金收入稳定，即意味着公允价值减值压力减少，归母净利润可边际改善。

“确定投资性房地产的公允价值时，参照活跃市场上同类或类似房地产的现行市场价格；无法取得同类或类似房地产的现行市场价格的，参照活跃市场上同类或类似房地产的最近交易价格，并考虑交易情况、交易日期、所在区域等因素，从而对投资性房地产的公允价值作出合理的估计；或基于预计未来获得的租金收益和有关现金流量的现值确定其公允价值。”——投资性房地产的计量模式（2025 年美凯龙中报）

表17： 美凯龙自营卖场的租金、出租率拆分

	2023	2024	2025H1
投资性房地产（亿元）			
期初余额	932.34	924.63	910.42
当期变动	-7.71	-14.21	7.70
期末余额	924.63	910.42	918.12
对利润影响	-8.42	-19.32	-20.42
1) 房屋、建筑物			
期初余额	843.06	833.60	827.43
加购	0.47	4.18	0.75
在建工程转入	0.00	5.54	3.74
企业合并增加	0.00	0.00	23.78
处置	0.44	0.00	0.16
其他转出	2.99	0.00	0.00
公允价值变动	-6.50	-15.89	-19.46
期末余额	833.60	827.43	836.08
2) 在建工程			
期初余额	89.28	91.03	82.99
外购	3.67	0.34	-0.95
在建工程转入	0.00	-4.95	0.01
公允价值变动	-1.92	-3.43	-0.96
期末余额	91.03	82.99	82.04

资料来源：美凯龙历年年报，浙商证券研究所

4.3 家居卖场竞争格局和经营逻辑

4.3.1 家居卖场的竞争格局和商业模式

房地产行业下行，泛家居市场仍有空间。

家居卖场 2022-2025 年受特殊事件和房地产下行影响明显，家装需求下行给家居卖场和家居家装经销商带来较大的压力，导致近年家居卖场中美凯龙、居然之家、富森美、集美等卖场营收和利润下行。然而，根据居然之家和艾瑞咨询联合发布的《2024 年中国家居市场消费洞察》报告，2021-2023 年泛家居全渠道销售额 2023 预计年达 4.6 万亿元，稳步增长。

艾瑞咨询分析实现泛家居全渠道销售稳步增长的原因在于

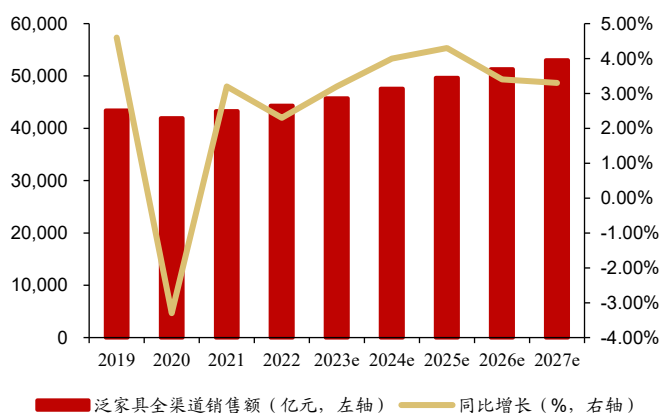
- 1) 政策端：地产激励与促家居消费政策并举，合力推动家居产业良性发展；
- 2) 产业端：存量市场下增长的改善性需求为市场提供新动能；
- 3) 需求端：经济发展水平较低地区城镇化率增长态势良好，部分增量住房需求还未释放。二手房与旧房改造需求增长推动家装家居市场逐渐步入存量时代。

“消费者越来越愿意为高品质居住环境投入成本。当用户趋于年轻化，使得渠道也向着多元化发展。此外，一站式服务成为家装家居主流消费者的选择，整装模式大有可为，家居消费市场的增长潜力被进一步激发。”——《2024 年中国家居市场消费洞察》

家居卖场“两超多强”，需要流量聚合促进销售。

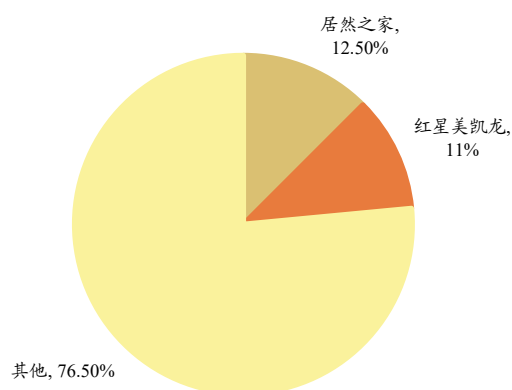
根据全联家具装饰业商会及艾瑞咨询在 2024 年发布的报告，在全国经营面积超过一万平方米的建材家居卖场中，两大巨头——居然智家和红星美凯龙的市场份额合计达到了 23.5%，剩余高达 76.5% 的市场份额由众多区域性、地方性的家居卖场以及其他各类渠道所瓜分。受特殊事件和房地产下行影响，家居卖场行业整体面临压力，但定位中高端、与一线品牌有深度合作的头部卖场（如美凯龙、居然之家）会有更强的抗风险能力。

图54：泛家居全渠道销售额稳步增长



资料来源：《2024 年中国家居市场消费洞察》，浙商证券研究所

图55：2023 年全国万平以上建材家居卖场行业集中度



资料来源：《2024 年中国家居市场消费洞察》，浙商证券研究所

家居建材商场经销商众多，建材厂竞争分散，在行业下行周期中，小品牌和小厂抗风险能力较弱，品牌经销商依靠口碑和服务，经营相对小厂稳定。大品牌顺应消费降级的趋势来提供新的定价策略和产品组合，不断调整经营姿态，强化抗风险能力。在家居卖场的商户稳定性上具体体现为大品牌稳定性高，小品牌多的家居卖场商户波动大、卖场租金下滑更明显。家居建材的厂家和经销商的洗牌，导致大品牌合作较多的美凯龙和居然之家，在核心城市表现相对好于中低端定位的家居卖场和远郊区的家居卖场。家居卖场的行业格局和房地产类似，也在经历从郊区/三四线城市回归核心城市的过程。

与此同时，家居产业链从厂家到终端消费者，参与主体多，交易链条复杂且不透明，渠道商容易占据核心话语权。传统家居卖场的商业模式本质上是一种“商业地产”或“二房东”模式。其中，自营模式，即卖场自行持有或租赁物业，再将其分割出租给各大家居品牌商户，并提供统一的管理、营销服务，是其最核心的收入和利润来源。这种模式的优势在于能够通过规模效应和品牌效应，汇集大量品牌，为消费者提供一站式购物的便利，从而吸引客流。但尽管如此，家居流量碎片化显著，需要高度人力达成产品销售。

图56：家居产业链示意图



资料来源：《2024 年中国家居市场消费洞察》，浙商证券研究所

家居卖场和购物中心逻辑不同。购物中心客流量高但客单价低，家居卖场客流量低但客单价高。根据我们的行业经验，家居卖场的客单价 9000-10000 元是正常的。购物中心为了提升复购率，会有多重吃喝玩乐的消费场景。购物中心以体验为主，消费者每周可以去好几次。家居卖场对消费者的吸引力以性价比、效率和审美匹配度为主。家装一次使用周期 5-10 年，所以对比购物中心，家居卖场提升客单价的逻辑不在于逛商场的舒适度，而在于如何让客户在装修过程中将十几种建材家居的购买在一个卖场完成。

4.3.2 头部家居卖场的挑战和转变方向

家居卖场的竞争对手是谁？和同品类比较，家居卖场的主要竞争存在于居然之家、美凯龙、富森美等家居卖场。但是伴随互联网平台的快速发展，以及消费者年龄的变迁和消费习惯的改变，家居垂类电商、直播带货等新形式的兴起，极大地分流了传统卖场的客流。消费者获取信息、进行比价和完成购买的路径变得多元化，卖场不再是唯一的选择。**如果家居卖场持续将竞争目标锁定在同类卖场，有可能出现服务同质化严重，竞争手段仍停留在价格战和营销活动上，不能与消费者建立更深层次的情感连接和价值认同，也就无法有效获客（可能会出现营销支出和获客效果不成比例）。**

从泛家居终端消费结果来看，我们认为家居卖场的竞争对手已经不再是相似的传统卖场，家居卖场只是品牌商的渠道之一、消费者的选择之一。**长期来看，家居卖场的竞争对手还包括了能够给消费者提供一站式服务的整装类公司，以及从线上延展到线下的互联网平台（例如京东 Mall）。**

头部家居卖场竞争模式的已经发生变革。根据 2025 年中报，居然之家和美凯龙等连锁家居卖场积极拓展业务边界，尝试变更传统卖场模式。其中居然之家的战略变化相对激进，不仅布局线上线下流量全渠道运营，还延伸到了整装以及家居家具供应链。富森美采用稳固地方优势的策略，以成都为大本营辐射西南，规模虽然不大但“麻雀虽小五脏俱全”，同步试验了线上和线下渠道整合、通过焦糖盒子品牌试水自营品牌和家居家具供应链。居然之家和富森美的战略转型，我们认为参考了整装公司和电商的竞争模式，迭代升级了自身传统单一卖场的单调模式。

表18：居然之家、美凯龙、富森美的战略对比

	居然之家 (000785.SZ)	美凯龙 (601828.SH)	富森美 (002818.SZ)
战略特点	“大家居”与“大消费”融合，线上线下全域流量运营。	轻资产、重运营、降杠杆	深耕成都区域，做强自营基本盘，积极探索新业态
主要战略布局	数字化转型与线上引流： 全力推动线上线下融合。通过“洞窝”APP 等数字化平台，整合线上线下流量，为商户提供营销工具和数据服务，提升卖场运营效率，抵御线上冲击。	轻资产战略深化： 减少资本开支巨大的自建自营商场数量，更多地发展委托管理和特许经营模式，输出品牌和管理，以更轻的方式快速扩张并收取稳定的管理费收入，同时优化资产负债表。	区域性深度运营： 公司业务高度集中于成都市，优势在于对本地市场的深度理解和精耕细作。通过密集的卖场布局和品牌聚合，形成了强大的区域壁垒和品牌效应。
	“大家居”与“大消费”生态融合： 不仅仅卖家居，还引入家电、家纺、家政、餐饮、儿童娱乐、体育健身等多种业态，将卖场打造成为家庭消费的体验中心和社交中心，增加客户停留时间和消费频次。	高端化与主题馆打造： 坚持中高端市场定位，推动卖场业态升级。重点打造智能电器、进口国际、设计客厅、系统门窗等主题馆，通过品类深化和专业场景化体验，形成差异化竞争优势，提升单位面积产值。	稳健的自营模式： 以自营卖场租金收入为主要利润来源，现金流非常稳定。战略上不追求全国性的激进扩张，而是持续优化现有物业的业态组合和品牌结构，提升出租率和坪效。
	线性服务链延伸： 大力发展智能家居、装修设计、物流配送、到家服务等业务，从单纯的“场地出租方”向“家居产业服务平台”转型，打通从设计到送货安装的全链路服务。	降负债与稳健经营： 当前的核心任务之一是处理债务问题，降低财务杠杆，保障公司现金流安全。在厦门建发入主后，这一进程预计会加速，经营风格将更趋稳健。	供应链与新业务拓展： • 发力供应链：投资成立“焦糖盒子”等新品牌，尝试切入家居产品的分销和供应链领域，寻找新的增长点。 • 试水新零售：开设“富森美天猫旗舰店”，探索线上零售；打造“富森美创意中心”，吸引设计师群体。
	渠道下沉： 在巩固一二线城市的同时，通过加盟连锁等方式加快向三四线城市的渗透，获取增量市场。	全域流量精准运营： 与居然之家类似，也致力于通过线上平台（如天猫同城站）赋能线下商户，实现精准引流和数字化营销。	巩固基本盘，小步快跑试新： 整体战略相对保守和稳健，在保证核心租金业务健康的前提下，用较小成本探索家居行业的新方向和新模式。

资料来源：《2024 年中国家居市场消费洞察》、公司年报和半年报、浙商证券研究所整理

4.4 美凯龙新起点再出发

2025 年 9 月管理层焕然一新。2025 年 9 月 9 日，红星美凯龙于上海举办“启新·99 共潮生”战略合作伙伴大会上向公众展现了新的核心经营团队。新核心经营团队成员中董事长、总经理、CFO 均为建发系领导，两位执行总裁为美凯龙系领导。

表19：红星美凯龙核心经营团队

姓名	职位	主要背景	关联方
李玉鹏	党委书记、董事长	代表国资股东建发集团，负责公司整体战略规划与董事会运作。在车建兴被留置后，曾代行总经理职责。	建发系
施姚峰	党委副书记、总经理	拥有丰富的纸业和供应链管理经历，曾任建发浆纸集团和建发新胜（HK00731）高管，2023 年 8 月加入美凯龙，从副总经理升任总经理。	建发系
朱家桂	执行总裁	负责集团大营运。此前在苏宁电器有 12 年工作经验，2012 年加入美凯龙，主导了高端智能电器馆的开拓和“展店联盟”商业模式的创新。	美凯龙系
杨映武	执行总裁、财务负责人	2008-2023 年任职于建发股份，历任财务部副总经理、建发物产财务总监、建发浆纸集团财务总监，2023 年加入美凯龙。	建发系
陈东辉	执行总裁	曾任红星家具集团副总经理，2007 年加入美凯龙，长期负责在线业务和互联网事业部。	美凯龙系
赵磊	总经理助理、北京市营发中心总经理	兼任上海红星美凯龙全球家居有限公司总经理，负责北京区域业务及“拓品类、重运营”战略在区域的落地。	美凯龙系

资料来源：百度百科，浙商证券研究所

新五年业务发展战略。2025 年 9 月 9 日美凯龙同步发布了新五年战略规划——拟通过与建发集团的深度协同，将生态边界从家居拓展至更广阔的生活服务领域。这一战略的核心，不再仅仅是吸引客流然后分发给了商户，而是通过深度介入经营、重塑消费场景、赋能合作伙伴，共同把市场蛋糕做大，最终实现“让消费者更满意，让商户活得更好”的终极目标。战略落地长期体现在经营数据上，是出租率的提升、租金的稳步增长、坪效的增加、毛利率的修复和公允价值亏损减少。

短期具体可跟踪的战略落地我们认为可以关注以下 3 点：电器品类的战略升维、设计师生态的流量破局、以及车居一体的场景革命。

1) 电器品类的战略升维：大家电、高端智能电器具有客单价高、消费决策链短、与装修强关联的特点。它不仅是提升商场整体销售额和坪效的“利器”，更是天然的、高质量的流量入口。我们认为，家电占地面积比例的提升一方面顺应了越来越多家电零嵌设计，改变了装修该买习惯，从后买家电变成了先买家电再买定制柜，因此提升家电在商场中的比例可以更好的带来客流量；另一方面，家电在十多种家居建材中周转速度较快，是复购率较高的品类，家电的迭代升级所产生的消费需求可抵消部分地产周期下行

带来负面的需求影响。除此以外，根据我们对行业的分析理解，家电商铺和传统商铺收租模式不同，传统商铺是固定租金，家电商铺可以是“租金+抽成”模式。在国补家电消费的背景下，家电商家可依托家居卖场面积大、品类全的特点增强销售，家居卖场则可以
通过引入家电商家提升租金收入弹性。

2) 打造“M+设计师”生态，抢占质价比消费入口：与整装公司走同质化和性价比的路线不同，装修个性化特点显著。在中国消费趋势性价比和质价比两种特色共存的时代，追求性价比的消费者可能考虑整装公司，而追求个性化质价比的消费者仍然会选择半包模式。美凯龙深耕高端品牌多年，“M+”高端家装设计中心是美凯龙与顶级设计师群体合作，意在构建一个比整装公司更灵活、更个性化，同时又比散买散搭更省心、更专业的全新业态。以这个业态为切入口，美凯龙可以通过设计师引导，将客户装修过程中定制柜、卫浴、灯饰、实木家具等十几种品类在家居卖场一站买齐，带动卖场坪效。

3) 探索“车居一体”，重构卖场空间与客流：新能源汽车代表的同样是一种高端、智能、设计驱动的生活方式，其目标客群与美凯龙的高端家居客户高度重合。新能源汽车消费和关注度持续走强，引入新能源车可有助于美凯龙改善部分卖场的客流量。

传统平台模式下，卖场与商户的关系本质是“租金博弈”。市场好时一起赚钱，市场遇冷时，商户因客流少而亏损，卖场则面临退租、降租的压力，关系紧张。新兴生态模式下，美凯龙的角色转变为“经营赋能者”和“增长合伙人”。它不再只是收租，而是主动投入资源：通过做强电器，为所有商户带来更优质、更精准的客流；通过赋能设计师，为高端品牌商对接了最重要的客户渠道；通过引入车业，打破了流量天花板，为场内所有商户创造了额外的曝光和交易机会。

我们认为，美凯龙新五年计划不仅是帮助商户更好地活下来而是要活得更好。当商户的销售额因卖场的生态赋能而增长时，卖场的租金收入、佣金收入增长便是水到渠成之事。同时，丰富的业态和深度体验的场景，会让消费者一站式解决了“家”的需求，提升满意度和长期客户粘性。我们认为，美凯龙战略的本质是将其从“平台运营”转向“生态运营”。

从长期来看，美凯龙和建发集团的房地产业务和供应链均有协同的可能。

1) 和建发房地产业务协同：建发地产在其楼盘的销售中心、交付环节、物业服务中，可以无缝嵌入美凯龙的家装设计服务、产品优惠套餐、商场会员权益等。例如，购买建发房产的业主，可直接获得美凯龙的设计咨询服务和专属消费券，实现“买房即获装修解决方案”。

2) 和建发供应链业务协同：建发股份是全球知名的供应链服务商，在大宗商品采购、物流、进出口方面拥有巨大优势。双方可以探索联合采购模式，为美凯龙的入驻品牌商提供更具性价比的原材料、进口商品采购服务及物流解决方案，从而降低品牌商的成本，最终增强美凯龙平台的吸引力。美凯龙的优势在于下游零售和品牌资源，建发的优势在于上游供应链，两者结合可以打造一个更高效、更具竞争力的家居产业供应链平台。

4.5 美凯龙对建发股份盈利影响分析

由于美凯龙是 100%并表计入建发股份财报的，我们将美凯龙三张报表的财务科目和建发股份相关财务科目作对比。资产负债表和利润表美凯龙财务科目占建发股份相同财务科目比重 50%以上的较多，这些科目我们单列出来（表 20）。从表 20 中我们可以看到，美凯龙对建发股份更多是财务上的影响，尤其是投资性房地产及其变动对资产负债表和利润表影响较大。其次对利润影响较大的是财务费用，这和美凯龙负债情况相关。

美凯龙的现金流量表财务科目与建发股份现金流量表科目相比，基本在 20%以下，影响不大。美凯龙现金流量表中，经营活动需要支付的费用（变化不大）2022-23 年约 90 亿元，2024 年缩减到不到 80 亿元，经营性现金净流入 22-23 年约为 20-40 亿元，2024 年约为 2 亿元。也就是说美凯龙维持经营性现金净流入需要维持经营现金流入约为 80 亿元。筹资性净现金流和投资性净现金流 22-24 年均均为负，处于开支少且净偿还债务的状态。从公司销售商品、提供劳务收到的现金占收入比重情况来看，美凯龙应收风险小，基本每年可以收齐租金。

表20： 美凯龙并表建发股份后占比较高的科目

	财务科目释义	2024	2025H1	2024 占比建发股份同科目	2025H1 占比建发股份同科目
利润表					
财务费用	2025H1 有息负债	24.88	10.89	57%	60%
其中：利息费用	325 亿元	25.31	10.95	40%	38%
公允价值变动净收益	自持物业价值波动	-20.29	-20.96	69%	87%
信用减值损失	主要是客户欠款	-9.3	-0.62	68%	10%
资产处置收益	固定资产处置	1.66	0.14	90%	37%
资产负债表					
合同资产	施工和设计服务、品牌资讯委托费	10.09	8.77	71%	66%
投资性房地产	自持物业价值	910.42	918.12	81%	81%
使用权资产	租赁土地的权利	15.79	14.06	64%	64%
其他非流动资产	预付工程款和土地整理相关权益	28.34	28.41	58%	60%
预收款项	如提前支付的租金	7.31	5.54	92%	91%
租赁负债	未来需要支付的租金	16.24	14.93	72%	71%
递延所得税负债	未来需要补缴的所得税金额	131.6	129.01	81%	80%
现金流量表					
		2022	2023	2024	2025H1
经营活动现金流入小计	-	136.73	118.37	82.08	37.31
经营活动现金流出小计	-	97.94	94.73	79.92	35.3
经营活动产生的现金流量净额	-	38.79	23.64	2.16	2.02
投资活动产生的现金流量净额	-	6.88	7.01	6.31	-9.46
筹资活动产生的现金流量净额	-	-80.59	-31.66	-2.43	8.15
现金及现金等价物净增加额	-	-34.9	-1.01	6.05	0.7
销售商品、提供劳务收到的现金和收入占比	-	91%	94%	100%	108%

综上所述，美凯龙归母净利润何时由负转正，主要影响因素有两个 1) 投资性房地产公允价值减值，而投资性房地产减值中自持物业占比较高，进而问题转变成租金何时企稳以使得投资性房产价值稳定；2) 从毛利率视角来看，由于商场运营的费用是比较刚性的（例如人力成本、能耗等），因此提升毛利率主要还是从提升租金入手。所以，美凯龙利润问题实际上是出租率和单位租金影响整体租金收入的问题，而出租率和单位租金的提升需要公司根据市场趋势和消费者习惯变化调整营销、招商等经营动作。

结合第四章的分析，我们看到 2025 年 9 月美凯龙新任领导层到位，宣布的未来五年计划意味着公司计划从“卖场”向“平台”转变、“卖货”向“服务”转变。我们认为家居卖场在面临电商冲击、整装公司一站式服务竞争时，美凯龙的战略方向是正确的。

具体战略实施方面，美凯龙提出 2024-2034 年，美凯龙家居卖场将形成建材家具占比经营面积 60%，电器占比 15%，家装占比 15%，新业态 10% 的业态新格局。家电面积占比从 2021 年 4%，到 2025H1 的 9.4%。M+ 高端设计中心，全国有 15 个已经成型的设计中心，另外 20 个城市也在同步的优化打造设计当中，面积规划还有 5-10 个点提升空间。家电和设计中心预计可以给美凯龙带来 5-10 个点的出租率提升空间，预计美凯龙的出租率在 2025-2027 年后重新回到 95% 以上。

结合我们先前分析的家居卖场业态更迭的逻辑——房地产下行周期，更新周期长的家居家具业态应该减少，更新周期短的家具家居业态应该提升，通过提升复购率高的品类在商铺中的占地面积来带动商场销售额。此外流量入口的对接（家装设计的引入、新能源汽车等新业态引入、线上线下结合营销）提升消费者在商场内消费的概率。商场零售额的提升有助于商户和客流量的良性循环，为租金稳定增长打下基础。

根据美凯龙的五年战略，我们认为美凯龙 2025-2026 年的单位租金、出租率、毛利率具有改善潜力，对应的公允价值计提减值压力也有望减轻。

5 分红能力

建发股份上市以来累计分红在同业中表现显著。根据下表所示的国内六家贸易商分红情况，建发股份（600153.SH）的上市以来累计分红高达 190.39 亿元，在同行中位列第一，显著高于排名第二的物产中大（108.2 亿元），体现出其在分红总额上的绝对优势。从相对估值角度看，建发股份的累计分红与总市值之比达到 63%，同样位居行业榜首，优于厦门国贸的 60%和浙商中拓的 38%，我们认为，这反映了公司以较高比例将盈利回馈给股东，分红回报率突出。尽管建发股份曾进行 60.35 亿元的股权再融资，但其净分红（累计分红减去股权再融资）与市值之比仍达 43%，在六家公司中最高，凸显了其稳健的现金流管理和强烈的股东回报意愿。综合来看，建发股份在累计分红方面不仅总量领先，且相对市值的分红效率也优于竞争对手，彰显了其在行业中的财务健康度和投资价值。

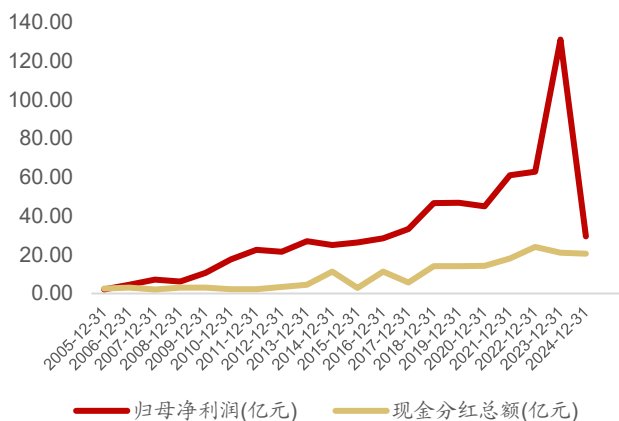
表21：国内六家贸易商分红情况分析（截至 2025.10 月）

		股权再融资	累计分红	总市值	累计分红/市值	净分红/市值
		亿元	亿元	亿元		
600153.SH	建发股份	60.35	190.39	300	63%	43%
600755.SH	厦门国贸	68.05	81.05	135	60%	10%
000906.SZ	浙商中拓	9.96	16.51	44	38%	15%
600704.SH	物产中大	201.47	108.2	310	35%	-30%
600057.SH	厦门象屿	100.14	61.16	214	29%	-18%
600710.SH	苏美达	52.53	24.74	132	19%	-21%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

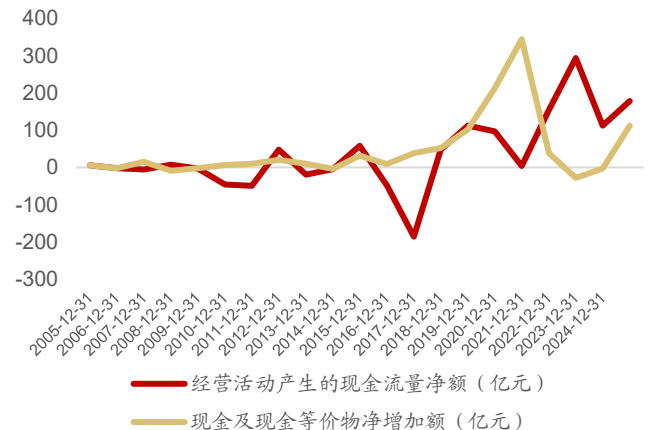
稳健现金流和分红承诺穿越周期的强劲分红能力。纵观 2005-2024 年，公司归母净利润与现金分红总额整体呈现协同增长态势，可以看出公司的盈利与股东回报紧密联动。尽管 2023-2024 年建发股份因收购美凯龙导致净利润出现短期波动，但公司经营性现金流量净额在此期间持续为正，构筑了分红政策的坚实保障。基于此，公司做出了 2024-2025 年每股分红不低于 0.7 元的明确承诺，凸显了管理层回报股东的决心与财务实力。从长期维度看，公司平均股利支付率达 38%，股息率维持在 4.3%的吸引力水平，这两项指标共同印证了其持续、稳定且具竞争力的分红实力。

图57：建发股份 2005-2024 年利润 VS 分红



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图58：建发股份 2005-2024 年经营现金和现金净增加



资料来源：Wind，浙商证券研究所

6 盈利预测

6.1 美凯龙盈利预测

根据第四章的 4.5 部分中我们对家居卖场行业竞争格局和主要竞争对手的战略分析，我们认为美凯龙提出的五年战略规划可以通过“卖场”走向“生态”的经营模式，实现比先前更好的经营结果——即提升出租率和稳定单位租金。我们对美凯龙未来三年的盈利假设围绕公司计划未来三年出租率提升到 94% 展开。首先，公司自营卖场的收入稳定性和盈利能力较委托商场较好，我们认为实现自营卖场的出租率和租金稳定是最重要的。委托卖场可能随着整体行业 Beta 和自身盈利情况，相应减少和退出。我们假设自营商场在 25-27 年稳定在 75 个，平均自营商场面积 8 万方计算出租面积。单位租金前期因引入新业态和 M+ 设计工作室，在 2025 年承压，但随着出租率的提升和商场的经营的稳定，单位租金小幅回暖。我们预计自营卖场租金收入 25 年触底、26 年修复。自营卖场毛利率的企稳回升一方面需要租金总收入增加，一方面成本节流。我们参考 2024 和 2025H1 自营卖场运营成本，假设维持不变或小幅提升的情形下，自营卖场租金提升带来毛利率的修复。与此同时，我们预计委托商场数量持续减少，这会导致自营卖场的收入和毛利贡献不断提升到接近八成的贡献。

表22：美凯龙自营和委托商场预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
自营商场（家）	77	76	76	75	75
委管商场（家）	257	235	230	210	200
其中自营商场（万方）	645	645	637	628	628
平均自营商场面积（万方）	8	8	8	8	8
平均自营商场每个收入（亿元）	0.70	0.64（年化）	0.67	0.72	0.79
平均自营商场租金（元/平/月）	83	75	77	79	83
自营面积占比	32%	33%	34%	36%	37%
委托管理面积	1,388	1,291	1242	1134	1080
平均自营商场面积（万方）	5	5	5	5	5
平均自营商场每个收入（亿元）	0.06	0.06（年化）	0.05	0.06	0.06
毛利率（%）	58%	62%	62%	62%	63%
自营毛利率（%）	60%	69%	69%	70%	71%
自营毛利贡献（%）	70%	83%	84%	89%	94%
总收入（亿元）	78	33	68	69	71
同比（%）	-	-	-14%	2%	3%
其中:自营	54	25	51	54	59
委托	15	6	12	12	12
其他收入	10	3	5	3	0
自营收入占比（%）	69%	73%	75%	78%	83%

资料来源：美凯龙历年年报，浙商证券研究所

由于美凯龙自持物业以投资性房地产的方式计量，根据美凯龙年报的释义，我们认为公司投资性房地产价值波动主要受租金收入波动的影响。美凯龙投资性房地产主要有两部分组成 1) 房屋和建筑物：产生租金的资产价值，2) 在建工程：未完工项目价值。在建工程只有 80 多亿的价值，如果开业延期或地块长期未开发完成，会持续减值，但金额影响不大。主要公允价值波动影响来自房屋和建筑物。

根据我们的行业经验，房屋和建筑物的估值逻辑在于：站在资产评估时点上展望资产未来租金收入、近期临近的相同资产的成交时的租金收益率。通常房屋和建筑物的估值方式有 DCF 绝对估值法和 Cap rate 相对估值法两种估值作为参考。在评估商场价值时，相对估值法 Cap rate 需要考虑的因素会比较多。乐观情形下 Cap rate 维持不变或者减少，代表评估师认为资产质量在向好。如果判断谨慎，例如保守考虑到未来家居卖场的流动性可能比普通商场要更弱并因此增加一些风险溢价的话，Cap rate 可能会提升。

以 Cap rate 方式来推算，我们发现美凯龙 2021 年-2024 年期间 Cap rate 从 10% 下降到 6.5%。2025 年上半年，美凯龙关掉位于重庆和广州 2 家自营商场。2025H1 年化租金约不到 50 亿元，对应 Cap rate 5.9%。自营商场数量减少和 Cap rate 提升，验证了公司逐步退出经营不善的自营卖场，自营卖场的质量提升带来 Cap rate 上升的现象。2025 年 Cap rate 我们保守预估和 2024 年相同，2026-2027 年 Cap rate 分乐观情形维持 6.5% 不变，和谨慎情形小幅上升两种情景来看。测算结果显示 Cap rate 维持 6.5% 的话美凯龙投资性房产价值有回升的空间，谨慎情形下可减亏。两种情形都体现出 2025 年公允价值亏损是集中释放的年份，2026-2027 年会有所好转。

投资性房地产公允价值计价是双刃剑，租金下滑加剧利润亏损，租金企稳修复则可能增厚利润。

表23：美凯龙投资性房产减值影响测算

	2024	2025E	2026E	2027E
假设：				
1) 在建工程每年减值 2 亿元	-3	-2	-2	-2
2) 房屋、建筑物				
乐观情形：Cap rate=2024 年 6.5%				
期末余额	827	790	841	922
Cap rate	6.5%	6.4%	6.4%	6.4%
公允价值变动	-16	-37	50	153
谨慎情形：Cap rate 逐年提升				
期末余额	827	781	769	766
Cap rate	6.5%	6.5%	7.0%	7.7%
公允价值变动	-16	-47	-22	-2
投资性房地产公允价值对利润影响				
乐观情形	-19	-39	48	151
谨慎情形	-19	-49	-24	-4

资料来源：美凯龙历年年报，浙商证券研究所

综合分析，美凯龙属于房地产链中家具家居销售中的家居卖场赛道，虽然泛家居全渠道销售额稳定，但是家居卖场收入下滑明显。其中，美凯龙在战略上和居然之家、富森美相比属于后起之秀。建发系领导上任后，我们预计伴随公司领导层的稳定，五年战略规划推动会更加顺畅。美凯龙五年战略规划，我们的理解是通过家电、设计导流和新业态，先提升出租率，再提升租金，实现租金收入的企稳回升。尽管家居卖场行业 Beta 承受压力，但是美凯龙公司经营层面已经发生重大变化。

我们预测美凯龙的营业收入、利润率、公允价值变动（使用谨慎情形）、归母净利润的情况如表 24，美凯龙利润压力释放在 2025 年，随后逐年改善。考虑建发股份持有美凯龙 29.95% 的股权，建发股份获美凯龙归母净利润影响 2025-2027 年预计分别为 -13.7、-9、-3 亿元。我们预计建发股份供应链、地产和家居卖场中，家居卖场的业绩拖累未来三年减轻的概率较高，拖累减轻意味着释放建发股份的利润增长。如美凯龙租金稳定情形较好，公允价值减值也有可能转变为增值，加大 2026-2027 年利润弹性。

表24：美凯龙利润预测

	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	7,821	6,758	6,880	7,100
增长率（%）	-32.1%	-13.6%	1.8%	3.2%
毛利润（百万元）	4,556	4,156	4,266	4,473
毛利率（%）	58.3%	61.5%	62.0%	63.0%
主要减值影响：				
- 公允价值变动收益（百万元）	-2,029	-3,913	-2,370	-433
- 信用减值损失（百万元）	-930	-900	-900	-900
- 资产减值损失（百万元）	-247	-200	-200	-200
合并报表的净利润（百万元）	-3,190	-4,892	-3,202	-1,108
归属于母公司股东的净利润（百万元）	-2,983	-4,574	-2,994	-1,036
建发股份 29.95% 股权（百万元）	-894	-1,370	-897	-310

资料来源：公司历年年报，浙商证券研究所

我们维持 2025 年 8 月 13 日外发的建发股份报告《反内卷+降息为盾，地产链为矛》的观点，建发股份房地产链业务包括地产和家居卖场，家居卖场经历管理层变化和新五年计划的推出，我们认为美凯龙有望未来三年稳定租金收入和利润——美凯龙只需超越自己，即可带来盈利上的边际改善，减少对建发股份业绩的拖累。美凯龙的利润影响主要为公允价值波动，对建发股份的经营性现金流不构成重大影响（美凯龙现金流量表财务科目占建发股份比重都不大），因此我们认为美凯龙对建发股份的分红能力影响微弱。

6.2 联发集团和建发房产盈利预测

6.2.1 联发集团盈利预测

联发集团的项目结算周期整体约为 2-3 年，因此我们认为对于公司的当年营业收入主要反映两至三年前的开发与销售成果。

在毛利率方面，2024 年公司整体毛利率为约 9%，2025 年中报显示毛利率为 5.9%。这一显著下滑与当期结算项目的结构密切相关，由于 2025 年结算的主体仍为 2021-2022 年以二线城市为主的项目，其盈利能力相对有限。基于此，我们预估公司 2025 年全年毛利率约为 6.5%。随着后续结算逐步过渡至 2024-2026 年启动的新项目，产品力与区位条件改善，毛利率水平有望逐年回升，至 2028 年预计恢复至约 9%。

我们对于三项费用率预测采取保守口径，预计销售费用率从 9% 逐步下降至 6-7%，管理费用率维持在 0.40%-0.45% 区间，研发费用率则保持稳定在 0.09%。受结算周期滞后和费用当期确认的影响，公司呈现销售先行、利润滞后的特征。推动 2025 年以后销售增速相对较高的原因主要来自于公司重要管理层和新产品推出的变化（详见第 3.1 章节）。第三方机构克而瑞的监测数据显示，公司在新增的可售货值出现了显著增长。结合积极的拿地策略以及一二线城市占比的提升，联发集团的可售资源无论在数量还是在结构上均有所改善。由此我们预测联发集团在销售表现有望逐渐向好。

在利润端，公司预计将呈现出逐步修复，亏损减少的态势。2024 年公司因计提规模较大的存货减值而显著拖累利润（详见第 3.4 章节）。2025 年虽减值压力边际缓解，但公司仍需结算此前盈利能力相对偏弱的项目，叠加当期费用的确认，使得当年成为盈利压力的集中释放期。我们预计 2025 年归母净亏损约 30 亿元，为本轮周期低点。自 2026 年起，随着减值计提显著下降、结算项目利润率改善，以及销售恢复带来收入支撑，公司经营性亏损将逐步收窄，亏损程度逐年下降，盈利质量的拐点有望在后续逐步显现。

表25： 联发集团盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E	2028E
全口径销售金额（亿元）	262.24	134.07	340.91	410	450	473
权益销售金额（亿元）	155.85	89	202	243	267	280
营业总收入（亿元）	361.34	102.01	377	345	341	308
同比增速	-	-	4%	-9%	-1%	-9%
毛利率	9%	5.9%	7%	7%	8%	9%
销售费用（亿元）	14.57	4.99	17.2	17	16	15.4
占比销售额	9%	6%	9%	7%	6%	6%
管理费用（亿元）	0.96	0.36	0.91	0.97	1.07	1.12
占比销售额	0.62%	0.36%	0.45%	0.40%	0.40%	0.40%
研发费用（亿元）	0.23	0.09	0.34	0.31	0.31	0.28
占比营业收入	0.06%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%
资产减值损失（亿元）	-20.9	-2.32	-15	-10	-5	0
归母净利润（亿元）	-20.1	-6.54	-30	-23	-10	-4

资料来源：联发集团年报，浙商证券研究所；注：数据截至 2025 年 9 月初。

6.2.2 建发集团盈利预测

建发房产同样遵循约 2-3 年的项目结算周期，因此当期营业收入亦主要反映前期的开发与销售成果。

不同于联发集团，建发房产旗下项目多集中于建发国际，定位于新中式改善型住宅，产品具有较强的竞争力。第三方机构克而瑞的监测数据显示，公司近几年在新增的可售货值稳定在中国房地产企业前十名。结合公司稳定优质的土地储备结构，一二线城市拿地货值占比较高（详见第 3.2 章节），建发房产的整体去化速度将相对较快，单盘盈利能力较强。在毛利率方面，我们预测公司维持在约 15% 的区间，波动较小。在期间费用方面，公司整体保持稳健格局，费用率水平预计将延续历史区间。我们预测公司未来销售节奏平稳，将延续稳中有升的趋势。

建发房产的利润走势预计呈现稳定且幅度可观的增长。2024 年建发房产受一次性较大规模的存货减值影响，净利润处于低位（详见第 3.4 章节）；自 2025 年起，我们预计减值计提明显收缩，结合销售延续稳步增长与约 15% 的毛利率平台，且期间费用率保持平稳低位，净利润将稳定抬升：我们预计由 2024 年约 42 亿元跃升至 2025 年约 46 亿元，并在 2026-2027 年继续走高，于 2028 年达到约 58 亿元并维持高位，同比增速在 8% 左右。

表26：建发房产盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E	2028E
全口径销售金额（亿元）	1334.73	708.3	1468	1542	1619	1700
权益销售金额（亿元）	1033.58	534.57	1137	1194	1253	1316
营业总收入（亿元）	1495.79	348.74	1500	1505	1509	1514
同比增速	-	-	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%
毛利率	15%	15%	15%	15%	15%	15%
销售费用（亿元）	41.09	16.12	47	48	49	50
占比销售额	4%	3%	4%	4%	4%	4%
管理费用（亿元）	11.58	3.26	23	24	25	26
占比销售额	1%	1%	2%	2%	2%	2%
研发费用（亿元）	1.49	0.69	4	4	4	3
占比营业收入	0.10%	0.20%	0.25%	0.25%	0.25%	0.20%
资产减值损失（亿元）	-37.12	-3.79	-28	-24	-11	-6
归母净利润（亿元）	41.81	9.69	46	50	54	58

资料来源：建发房地产年报，浙商证券研究所；注：数据截至 2025 年 9 月初。

6.2.3 建发股份房地产平台利润预测

我们将联发集团与建发房产的盈利表现结合建发股份实际持有股权进行合并得到建发股份房地产平台的利润走势如表 27。2024 年板块利润为 3.43 亿元，主要受联发集团大额存货减值与之前项目结构偏弱的拖累。展望未来，建发房产凭借新中式产品定位和优质土储结构，利润表现维持稳定增长，联发集团在经过 2025 年的减值压力并伴随新项目逐步结转和销售改善，亏损幅度逐年收窄，我们预测建发股份的房地产平台整体利润有望持续改善，由 2025 年的约 0.6 亿元逐年提升，至 2027 年达到约 25 亿元，形成明显的上升趋势。

总体而言，建发股份房地产平台的利润走势呈现“先低后高”的特征。2025 年是盈利压力的集中释放期，但这一低点已基本反映前期风险，具有“最差即底”的特征。自 2026 年起，平台利润将逐步回升，至 2027 年显著改善，地产板块对公司整体盈利的贡献度有望稳步提升。

表27：建发股份房地产平台利润预测（亿元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
联发集团	1.92	-18.58	-17.72	-28.9	-21	-10
建发房产	20.75	20.5	20.21	29.5	32	35
房地产平台	22.66	1.91	3.43	0.6	11	25

资料来源：各公司年报，浙商证券研究所；注：数据截至 2025 年 9 月初。

6.3 总结：为何我们看好建发股份

我们认为，2025 是建发股份业绩出现拐点的年份。

首先，我们认为建发股份经营基本面已显著改善，经营基本面改善带动后续业绩改善。先前两篇建发股份的深度报告我们分别深入分析建发股份的家居业务和地产业务。结合这两篇深度来看，原先对建发股份形成较大业绩拖累的美凯龙和联发集团，管理层和经营基本面都发生了重大变化，并且新管理层对子公司未来发展有清晰规划：

- 美凯龙：在 2025 年 9 月的发布会上，美凯龙新管理层提出了新五年业务发展战略。核心是从传统的“平台运营”（收租模式）转向“生态运营”，通过深度赋能商户和重构消费场景来做大市场。
- 联发集团：新任推动了组织架构的重大调整和产品力的重新定位，聚焦更贴合市场需求的低总价好房子。此外，联发集团 2025 年上半年权益销售金额同比增长 56%，土地储备货值中一二线城市占比接近 80%。

其次，经营较为稳健的建发房产和供应链业务持续为公司奠定稳定的经营基本盘。

- 建发房产：建发房产聚焦“新中式改善型住宅”，产品力在业内突出，契合“好房子”政策导向。这使其在低迷的市场中依然保持强劲的销售韧性。
- 供应链：公司 2024 年经营货量超 2.2 亿吨，与 170 多个国家有业务往来，建立了全球化的供应链服务体系。这种规模优势带来了强大的议价能力，能有效摊薄采购和物流成本，形成竞争壁垒。尽管外部环境波动，2025 年上半年净利润仍保持在 14 亿元水平，与去年同期持平，展现出强大的抗压能力。从长期视角来看，我们认为反内卷政策的推进有助于重塑大宗商品市场秩序，推动大宗商品贸易商盈利修复。我们认为建发股份供应链业务有望长期受益于大宗商品价格企稳和交易货量回升，逐步实现收入和利润率修复。

最后，稳定分红，安全垫厚。尽管美凯龙对建发股份的利润影响较大，但是不影响建发股份的现金流，建发股份稳健的现金流和分红承诺（2024-2025 年每股分红不低于 0.7 元）为投资提供了安全边际。我们认为，建发股份稳健的供应链业务为现金流奠定基本盘，边

际向好的地产和家居业务有望维持或加持供公司现金流表现。回顾公司长期分红表现，我们认为公司长期具有较好的投资安全边际。

综上，建发股份在供应链、地产和家居卖场三大业务板块均呈现改善弹性，2025 年有望成为业绩底部反转的起点，未来盈利修复路径清晰。

6.3.1 建发股份整体盈利预测

结合 6.1 和 6.2 章节中我们分别做了美凯龙和建发房产&联发集团的盈利预测，我们将供应链、地产、家居三块业务综合起来看建发股份的整体盈利情况（具体如表 28）。

表28：盈利预测情况

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	763,678	701,296	652,563	672,826	697,093
同比（%）	-8.30%	-8.17%	-6.95%	3.11%	3.61%
1) 供应链（百万元）	593,366	508,936	458,042	480,944	504,992
同比（%）	-14.79%	-14.23%	-10.00%	5.00%	5.00%
占比（%）	77.70%	72.57%	70.19%	71.48%	72.44%
2) 房地产（百万元）	166,450	184,584	187,763	185,002	185,001
同比（%）	21.95%	10.89%	1.72%	-1.47%	0.00%
占比（%）	22%	26%	29%	27%	27%
3) 家居（百万元）	3,861	7,776	6,758	6,880	7,100
同比（%）	/	101.37%	-13.09%	1.81%	3.20%
占比（%）	0.51%	1.11%	1.04%	1.02%	1.02%
毛利（百万元）	33,270	41,197	35,705	35,946	36,207
1) 供应链（百万元）	12,075	11,230	10,306	11,062	12,120
占比（%）	36.29%	27.26%	28.86%	30.77%	33.47%
2) 房地产（百万元）	19,160	25,494	21,412	20,756	19,756
占比（%）	57.59%	61.88%	59.97%	57.74%	54.56%
3) 家居（百万元）	2,035	4,474	3,987	4,128	4,331
占比（%）	6.12%	10.86%	11.17%	11.48%	11.96%
毛利率（%）	4.36%	5.87%	5.47%	5.34%	5.19%
1) 开发业务（%）	2.04%	2.21%	2.25%	2.30%	2.40%
2) 房地产（%）	11.51%	13.81%	11.40%	11.22%	10.68%
3) 家居（%）	52.70%	57.53%	59.00%	60.00%	61.00%

资料来源：建发股份年报，浙商证券研究所

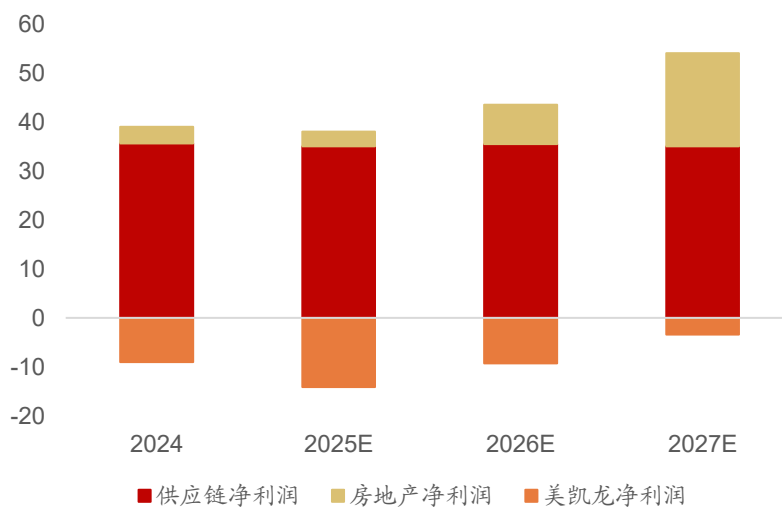
对建发股份净利润的影响较大的财务科目主要是公允价值变动（美凯龙影响较大）和资产减值损益（地产业务影响较大）。总结 6.1 和 6.2 章节的深度分析，我们认为美凯龙和地产的减值压力在 2025 年大概率释放会比较充分，2026 年以后伴随经营基本面改善减值会逐渐收敛，对建发股份净利润的压制也会减少。

表29: 建发股份利润表中重要科目预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
公允价值变动(百万元)	-8.4	-29.2	-39.1	-23.7	-4.3
资产减值损益(百万元)	-39.0	-62.9	-51.9	-42.1	-13.6

资料来源: 建发股份年报, 浙商证券研究所

图59: 预计建发股份分项净利润贡献(亿元)



资料来源: 建发股份年报, 浙商证券研究所

7 投资建议

7.1 如何分析建发股份的估值？

由于建发股份三块业务盈利模式差异较大，因此我们认为估值最好使用分部估值法。下面我们就公司供应链、地产、家居卖场三块业务分别分析其价值。

1) 供应链估值

根据我们前面章节的分析，我们认为供应链贸易商的盈利模式类似银行，头部贸易商的盈利稳定性和分红能力导致其估值可使用 PE 和股息率来衡量。对比纯供应链贸易商 PE 估值，建发股份的 PE 估值接近（包括三项业务），从股息率来看建发更显著低估。

建发股份 2023 和 2024 年供应链净利润分别为 39.5 亿元和 35.6 亿元，我们预计建发股份 2025-2027 年供应链净利润约为 30 亿元，按照可比公司估值 10 倍 PE 来算，建发股份供应链价值为 300 亿元。

表30：供应链贸易商可比公司估值（收盘日 11 月 3 日）

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (人民币元)			PE (倍)			股息率 (%)
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
600153.SH	建发股份	302	0.79	1.06	1.57	12.92	9.61	6.48	6.83%
600057.SH	厦门象屿	213	0.67	0.79	0.89	11.24	9.53	8.38	3.24%
600755.SH	厦门国贸	136	0.57	0.70	0.82	11.10	9.05	7.80	5.26%
000906.SZ	浙商中拓	44	0.75	1.24	1.54	8.35	5.04	4.05	3.20%
平均值						10.23	7.87	6.74	3.90%

资料来源：Wind，浙商证券研究所；建发股份 EPS 是浙商证券盈利预测，其他标的是 Wind 一致预期

2) 地产板块估值

截止 2025H1，建发房产（包括建发国际）和联发集团净资产价值分别为 387.6 亿元和 85.6 亿元。房地产企业价值可以用 RNAV 绝对估值法和 PE 或 PB 相对估值法来计算。我们采用 PB 相对估值法（原因在于房地产行业周期下行，房企估值底层逻辑在于资产质量）。

先前我们在建发股份地产业务章节中分析了截止 2025H1 建发房产和联发集团货值按年的分布情况，两者 2021 年及以前的货值占比均较低。结合我们 2026 年度策略，我们认为在房地产销售总量下行且开发产品代际差异拉大销售均价的情况下，历史库存越多的房企未来盈利越艰难。建发股份的两个地产平台历史包袱较轻，且计提减值较为充分，这意味着盈利抗逆性较强，并且未来有可能率先出现盈利拐点。

对于建发房产，我们参考建发国际集团和滨江集团的 PB 估值，保守给予 1 倍 PB 估值。对于联发集团，我们参考招商蛇口的 PB 估值。联发集团规模偏小，我们认为这是把双刃剑，小规模意味着货值容易发生重大改变，但同时规模偏小意味着异地竞争力可能受限，因此综合考虑给予联发集团 0.7 倍 PB 估值。对应建发房产和联发集团的价值分别为 388 和 60 亿元。

考虑建发股份分别持有建发房产和联发集团 64.5 和 95% 股权，对应建发股份的地产业务价值我们认为大约为 300 亿元。

表31： 房地产可比公司估值（收盘日 11 月 3 日）

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (人民币 元)			PE (倍)			股息率 (%)
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025
1908.HK	建发国际集团	381	2.10	2.29	2.51	8.10	7.45	6.79	1.31
002244.SZ	滨江集团	349	0.93	1.02	1.12	12.01	10.95	10.03	1.19
001979.SZ	招商蛇口	861	0.47	0.53	0.60	20.14	17.99	15.96	0.88
平均值						16.08	14.47	12.99	1.03

资料来源：Wind，浙商证券研究所；EPS 为 Wind 一致预期

3）家居板块估值

美凯龙虽然管理层有较大改变且经营商有潜力向好，但是未来不确定性较大，对此如果参考美凯龙 0.28 倍 PB 估值，美凯龙价值约为 100 亿元。建发股份持有 29.95% 股权对应 30 亿元价值。

表32： 家居卖场可比公司估值（收盘日 11 月 3 日）

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (人民币 元)			PE (倍)			PB (倍)
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025
601828.SH	美凯龙	110	-0.15	0.05	0.10	-19.08	58.79	29.55	0.28
000785.SZ	居然之家	179	0.10	0.11	0.13	29.83	26.04	22.67	0.87
002818.SZ	富森美	89	0.91	0.97	1.04	13.04	12.33	11.47	1.59
平均值						21.44	19.19	17.07	1.23

资料来源：Wind，浙商证券研究所；EPS 为 Wind 一致预期

7.2 投资建议

综上所述，我们认为建发股份三项业务（考虑持股比例）价值 630 亿元，而 2025 年公司平均市值在 300 亿元左右。我们认为建发股份的深度折价，体现了市场对其供应链龙头地位和稳定经营的认可，同时对其周期性业务（地产和家居）大幅打折甚至是基本没有给予估值。

结合我们对建发股份三个主营业务的深入分析，我们认为建发股份一方面有供应链奠定稳定经营基本盘，给股东予以较好的分红回报，另一方面周期性业务会陆续在 2025 年和 2026 年业绩触底反弹带来利润修复。周期性业务的业绩修复，尤其是美凯龙，对建发股份净利润更多是财务科目变化带来的利润增厚，先前压力大，未来弹性也大。我们预测建发股份 2025、2026、2027 年归母净利润分别为 23、31、46 亿元，2025-2027 年 CAGR40+%。我们认为建发股份未来三年业绩有可能出现“深蹲起跳”，按照 2026 年 12 倍 PE 估值对应目标价 12.7 元每股。维持“买入”评级。

8 风险提示

一、行业与宏观环境风险

- 行业基本面修复不及预期：房地产行业的需求端复苏节奏存在不确定性。若购房需求恢复缓慢，将直接影响建发股份旗下建发房产和联发集团的销售规模和项目去化速度。
- 大宗商品价格修复力度弱于预期：公司的供应链运营业务盈利与大宗商品价格（PPI）高度相关。若反内卷政策对商品价格的提振效果不佳，或全球宏观经济需求疲软，将影响供应链业务的收入和利润率修复。
- 降息节奏及幅度不及预期：公司的地产业务和供应链业务均属于高杠杆运营，对利率较为敏感。若降息进程缓慢或幅度有限，其财务成本下降带来的利润改善弹性将受到制约。

二、公司经营与财务风险

- 具体业务板块的业绩实现风险：
 - 1) 联发集团：其销售改善与土储结构优化带来的利润释放节奏可能低于预测。若其新获取的一二线项目去化放缓或销售价格下降超预期，亏损收窄的幅度可能不及预期。
 - 2) 美凯龙：其新五年战略的执行效果存在不确定性。出租率的提升和单位租金的稳定可能以牺牲短期利润为代价，且长期商业模式仍需应对电商冲击。投资性房地产的公允价值波动幅度可能大于预测，继续对利润造成拖累。
- 减值计提的波动风险：房地产业务的存货减值（联发集团、建发房产）和美凯龙的投资性房地产减值，其计提规模高度依赖于未来市场价格及资产去化情况。若市场环境恶化，减值规模可能大于测算，对利润造成额外压力。
- 多元化经营的复杂性：公司横跨供应链、地产、家居卖场等多个行业，各板块周期不同，其财务表现和风险敞口因多行业周期交织而更为复杂，增加了整体经营管理的难度。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	577,515	549,815	564,528	567,320
现金	95,867	98,547	99,057	99,256
交易性金融资产	1,234	1,236	1,436	1,636
应收账款	19,302	14,748	18,423	14,906
其它应收款	79,820	65,194	84,323	70,587
预付账款	23,797	40,096	41,397	42,941
存货	327,632	301,168	291,027	309,078
其他	29,862	28,824	28,865	28,915
非流动资产	190,352	197,016	205,112	212,330
金融资产类	2,495	2,495	2,495	2,495
长期投资	37,056	44,543	51,232	56,477
固定资产	9,787	11,568	13,679	15,114
无形资产	2,805	3,451	4,254	5,092
在建工程	612	594	576	559
其他	137,597	134,366	132,876	132,594
资产总计	767,867	746,830	769,640	779,649
流动负债	396,977	370,465	385,983	385,791
短期借款	10,566	11,566	16,566	17,066
应付款项	91,115	76,807	85,951	82,877
预收账款	794	783	785	825
其他	294,501	281,309	282,681	285,023
非流动负债	142,733	145,733	148,733	151,733
长期借款	68,866	71,866	74,866	77,866
其他	73,867	73,867	73,867	73,867
负债合计	539,709	516,198	534,716	537,523
少数股东权益	156,172	158,368	161,324	165,705
归属母公司股东权	71,986	72,265	73,601	76,421
负债和股东权益	767,867	746,830	769,640	779,649

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	11,213	15,494	8,885	10,005
净利润	5,820	4,483	6,031	8,942
折旧摊销	1,831	1,009	1,213	1,218
财务费用	4,853	5,068	4,624	4,429
投资损失	(2,190)	(1,697)	(1,749)	(1,812)
营运资金变动	(10,744)	(3,621)	(8,597)	(4,949)
其它	11,644	10,253	7,364	2,178
投资活动现金流	5,676	(9,738)	(10,012)	(7,137)
资本支出	(1,825)	(3,946)	(4,872)	(3,504)
长期投资	(1,559)	(3,576)	(4,520)	(5,012)
其他	9,060	(2,216)	(620)	1,380
筹资活动现金流	(17,390)	(3,076)	1,637	(2,669)
短期借款	953	1,000	5,000	500
长期借款	5,634	3,000	3,000	3,000
其他	(23,977)	(7,076)	(6,363)	(6,169)
现金净增加额	(305)	2,680	510	199

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	701,296	652,563	672,826	697,093
营业成本	660,099	616,858	636,881	660,633
营业税金及附加	3,408	3,198	3,095	3,067
营业费用	11,696	10,767	11,034	11,363
管理费用	2,758	2,610	2,691	2,788
研发费用	285	261	269	279
财务费用	4,400	2,672	2,653	2,448
资产减值损失	(6,291)	(5,192)	(4,111)	(1,364)
公允价值变动损益	(2,924)	(3,913)	(2,370)	(433)
投资净收益	1,841	1,697	1,749	1,812
其他经营收益	1,025	979	1,009	1,046
营业利润	11,108	8,570	11,548	17,145
营业外收支	131	50	50	50
利润总额	11,239	8,620	11,598	17,195
所得税	5,419	4,138	5,567	8,254
净利润	5,820	4,483	6,031	8,942
少数股东损益	2,874	2,196	2,955	4,381
归属母公司净利润	2,946	2,286	3,076	4,560
EBITDA	18,414	22,156	22,078	21,726
EPS（最新摊薄）	1.02	0.79	1.06	1.57

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-8.17%	-6.95%	3.11%	3.61%
营业利润	2.01%	-22.85%	34.75%	48.47%
归属母公司净利润	-77.52%	-22.39%	34.55%	48.26%
获利能力				
毛利率	5.87%	5.47%	5.34%	5.23%
净利率	0.42%	0.35%	0.46%	0.65%
ROE	4.09%	3.16%	4.18%	5.97%
ROIC	2.29%	2.89%	2.76%	2.64%
偿债能力				
资产负债率	70.29%	69.12%	69.48%	68.94%
净负债比率	22.02%	22.35%	25.13%	25.75%
流动比率	1.45	1.48	1.46	1.47
速动比率	0.50	0.49	0.53	0.48
营运能力				
总资产周转率	0.88	0.86	0.89	0.90
应收账款周转率	35.04	39.38	42.94	44.37
应付账款周转率	11.21	12.00	13.33	13.33
每股指标(元)				
每股收益	1.02	0.79	1.06	1.57
每股经营现金	3.87	5.34	3.06	3.45
每股净资产	24.83	24.92	25.38	26.36
估值比率				
P/E	10.03	12.92	9.61	6.48
P/B	0.41	0.41	0.40	0.39
EV/EBITDA	4.41	3.66	4.01	4.23

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>