

2026年5月7日

Q1 业绩转正，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: | 3.21/2.3 |
| 目标价格: | | 总市值(亿) | 114.07 |
| 最新收盘价: | 2.62 | 自由流通市值(亿) | 114.07 |
| | | 自由流通股数(亿) | 4,353.69 |

事件概述

公司发布 2026 一季报：2026 一季度公司实现营收 15.48 亿元，同比下滑 4.1%；归母净利润 0.48 亿元，同比增长 109.29%（归母净利润显著改善系单体商场的盈利能力显著改善，投资性房地产公允价值变动损失大幅缩窄以及公司持续降本增效、降低融资成本，期间费用大幅降低所致），扣非后归母净利为 0.01 亿元，同比增长 100.45%。2026Q1 末公司经营活动现金流净额 4.13 亿元，跟去年同期相比大幅好转。

分析判断：

►收入端：商场结构持续调整，自有商场营收同比正增长

公司积极调整战略与商场品类布局，2026Q1 公司自营商场关闭 1 家，委管商场关闭 4 家，战略合作商场关闭 1 家，特许经营商场关闭 2 家。截至 2026 年 3 月 31 日，公司经营 73 家自营商场，214 家不同管理深度的委管商场，通过战略合作经营 6 家家居商场，此外公司以特许经营方式授权 17 家特许经营家居建材项目，共包括 336 家家居建材店/产业街。

分业态看，2026Q1 自有商场实现营收 11.12 亿元，同比+0.7%，毛利率 75.6%，同比+1.0pct；租赁商场实现营收 0.78 亿元，同比-26.7%，毛利率 28.9%，同比+13.5pct；合营联营商场 0.30 亿元，同比-19.3%，毛利率 81.2%，同比+20.4pct。

此外公司有储备待开业项目，截至 2026 年 3 月 31 日 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（最终以政府许可文件批准的建筑面积为准）；筹备的委管商场中，有 237 个委管签约项目已取得土地使用证/已获得地块。

►盈利端：降本增效毛利率同比提升，多因素综合作用拉动净利率明显提升

盈利能力方面，2026Q1 毛利率 66.31%，同比+7.25pct（毛利率提升我们判断主要系家居运营板块降本增效，人工成本减少所致），费用方面，2026Q1 公司期间费用率为 50.75%，同比-5.05pct，其中销售费用率为 7.80%，同比-2.34pct（销售费率下降我们判断系企划费用下降导致）；管理费用率为 10.39%，同比-0.74pct；研发费用率 0.03%，同比-0.08pct；财务费用率为 32.53%，同比-1.89pct（财务费率下降系本期利息支出下降所致）。净利率 3.54%，同比+40.44pct。净利率上升明显我们判断主要由①公司单体商场盈利能力显著改善，②投资性房地产公允价值损失大幅缩窄（损失 5064 万），以及③公司持续降本增效/降低融资成本/期间费用大幅降低所致。

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，结合公司最新财报，我们调整 26-27 并引入 28 年盈利预测，预计 2026-2028 年营收分别为 65.8/70.14/75.53 亿元（26-27 前值为 80.44/85.84 亿元），EPS 分别为-0.01/0.02/0.04 元（26-27 前值为 0.04/0.10 元）。对应 2026 年 5 月 7 日的收盘价 2.62 元/股，26-28 年 PE 分别为-175/145/71 倍。公司业绩 27、28 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 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 7,821 | 6,582 | 6,580 | 7,014 | 7,553 |
| YoY (%) | -32.1% | -15.8% | 0.0% | 6.6% | 7.7% |
| 归母净利润(百万元) | -2,983 | -23,722 | -65 | 78 | 160 |
| YoY (%) | -34.6% | -695.1% | 99.7% | 220.3% | 104.1% |
| 毛利率 (%) | 58.3% | 59.8% | 60.0% | 62.0% | 62.0% |
| 每股收益 (元) | -0.69 | -5.45 | -0.01 | 0.02 | 0.04 |
| ROE | -6.4% | -105.3% | -0.3% | 0.3% | 0.7% |
| 市盈率 | -3.80 | -0.48 | -175.02 | 145.43 | 71.27 |

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) | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 营业总收入 | 6,582 | 6,580 | 7,014 | 7,553 | 净利润 | -25,466 | -70 | 84 | 171 |
| YoY (%) | -15.8% | 0.0% | 6.6% | 7.7% | 折旧和摊销 | 475 | 416 | 432 | 460 |
| 营业成本 | 2,646 | 2,632 | 2,665 | 2,870 | 营运资金变动 | -1,054 | -4,967 | -479 | -6,490 |
| 营业税金及附加 | 492 | 461 | 456 | 604 | 经营活动现金流 | 816 | -2,362 | 2,556 | -3,582 |
| 销售费用 | 837 | 823 | 842 | 1,057 | 资本开支 | -253 | -116 | -390 | -393 |
| 管理费用 | 777 | 757 | 631 | 906 | 投资 | -710 | 813 | 679 | 692 |
| 财务费用 | 2,157 | 707 | 1,000 | 2,004 | 投资活动现金流 | -617 | 652 | 311 | 321 |
| 研发费用 | 5 | 7 | 7 | 8 | 股权募资 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -2,995 | -900 | -800 | 0 | 债务募资 | 2,324 | 2,255 | 1,411 | 1,449 |
| 投资收益 | -216 | 33 | 21 | 23 | 筹资活动现金流 | -523 | 1,429 | 264 | -858 |
| 营业利润 | -27,826 | -366 | 93 | 190 | 现金净流量 | -323 | -281 | 3,130 | -4,119 |
| 营业外收支 | -173 | 289 | 0 | 0 | | | | | |
| 利润总额 | -27,999 | -77 | 93 | 190 | 主要财务指标 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 所得税 | -2,533 | -8 | 9 | 19 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | -25,466 | -70 | 84 | 171 | 营业收入增长率 | -15.8% | 0.0% | 6.6% | 7.7% |
| 归属于母公司净利润 | -23,722 | -65 | 78 | 160 | 净利润增长率 | -695.1% | 99.7% | 220.3% | 104.1% |
| YoY (%) | -695.1% | 99.7% | 220.3% | 104.1% | 盈利能力 | | | | |
| 每股收益 | -5.45 | -0.01 | 0.02 | 0.04 | 毛利率 | 59.8% | 60.0% | 62.0% | 62.0% |
| | | | | | 净利率 | -360.4% | -1.0% | 1.1% | 2.1% |
| | | | | | 总资产收益率 ROA | -27.2% | -0.1% | 0.1% | 0.2% |
| | | | | | 净资产收益率 ROE | -105.3% | -0.3% | 0.3% | 0.7% |
| 资产负债表 (百万元) | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 偿债能力 | | | | |
| 货币资金 | 3,221 | 2,940 | 6,071 | 1,951 | 流动比率 | 0.22 | 0.20 | 0.29 | 0.18 |
| 预付款项 | 110 | 111 | 115 | 123 | 速动比率 | 0.14 | 0.12 | 0.20 | 0.07 |
| 存货 | 26 | 37 | 37 | 40 | 现金比率 | 0.11 | 0.11 | 0.22 | 0.08 |
| 其他流动资产 | 3,080 | 2,331 | 1,822 | 1,939 | 资产负债率 | 72.6% | 71.2% | 70.8% | 68.9% |
| 流动资产合计 | 6,437 | 5,418 | 8,044 | 4,053 | 经营效率 | | | | |
| 长期股权投资 | 2,366 | 2,144 | 1,929 | 1,710 | 总资产周转率 | 0.06 | 0.08 | 0.08 | 0.09 |
| 固定资产 | 1,921 | 1,977 | 2,002 | 2,007 | 每股指标 (元) | | | | |
| 无形资产 | 43 | 36 | 29 | 22 | 每股收益 | -5.45 | -0.01 | 0.02 | 0.04 |
| 非流动资产合计 | 80,919 | 80,236 | 79,521 | 78,771 | 每股净资产 | 5.17 | 5.36 | 5.56 | 5.59 |
| 资产合计 | 87,356 | 85,654 | 87,566 | 82,824 | 每股经营现金流 | 0.19 | -0.54 | 0.59 | -0.82 |
| 短期借款 | 2,037 | 3,582 | 4,993 | 6,442 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款及票据 | 962 | 741 | 850 | 889 | 估值分析 | | | | |
| 其他流动负债 | 26,498 | 22,522 | 22,030 | 15,629 | PE | -0.48 | -175.02 | 145.43 | 71.27 |
| 流动负债合计 | 29,498 | 26,845 | 27,872 | 22,959 | PB | 0.52 | 0.49 | 0.47 | 0.47 |
| 长期借款 | 17,658 | 17,658 | 17,658 | 17,658 | | | | | |
| 其他长期负债 | 16,283 | 16,445 | 16,445 | 16,445 | | | | | |
| 非流动负债合计 | 33,941 | 34,103 | 34,103 | 34,103 | | | | | |
| 负债合计 | 63,439 | 60,948 | 61,975 | 57,062 | | | | | |
| 股本 | 4,355 | 4,355 | 4,355 | 4,355 | | | | | |
| 少数股东权益 | 1,391 | 1,387 | 1,392 | 1,403 | | | | | |
| 股东权益合计 | 23,917 | 24,706 | 25,590 | 25,761 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 87,356 | 85,654 | 87,566 | 82,824 | | | | | |

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。