

轻装上阵，资产重估

核心观点

美凯龙的核心逻辑不再是地产扩张周期下的卖场规模扩张，而是存量装修需求托底、行业供给出清后的资产效率修复。公司短期受投资性房地产重估和传统家居需求偏弱影响；但核心卖场租金现金流仍具韧性，出租率企稳；电器、汽车、餐饮、设计中心等新业态导入有助于提升客流和坪效，稳定核心物业租金现金流。后续出租率、租金现金流和债务压力继续改善，其估值修复逻辑将从资产折价转向经营现金流兑现。

摘要

行业需求从新房转向存量房，家居建材消费常态化。

新房销售、开工、竣工下行削弱了传统卖场客流，但二手房装修、老房翻新、局改换新和适老化改造正在成为新的需求来源，规上市场稳定在 1.5 万亿元。我们认为存量房装修需求已显著高于新房装修需求，家居行业从“新房集中交付驱动”转向“存量房周期性更新驱动”。

供给出清带来龙头修复机会。

建材家居卖场行业已从过去的面积扩张进入供给出清阶段，低效卖场退出、行业面积收缩，推动单位面积销售额和经营效率修复。规上卖场平均销售额逐年提升，平均经营面积近五年基本稳定，证明优质卖场受益于行业集中度提升，其出租率、坪效和商户经营质量逐步修复，美凯龙也通过一系列瘦身减债紧跟行业趋势。

美凯龙经营逐步稳定好转，一次性计提轻装上阵

公司投资性房地产公允价值大额调整不影响现金流，有息负债也在稳步消化。公司仍保有全国化卖场网络，2025 年拥有 345 家家居建材店/产业街，覆盖 181 个城市，核心自营商场仍维持较高毛利率，出租率亦开始回升至 85% 以上，现金流逐步好转。

新业态导入改善卖场客流和出租率。

公司通过电器、新能源汽车、餐饮、设计中心等业态补充传统家居商户结构，本质不是偏离主业，而是围绕存量装修和家居消费重构客流入口。以旧换新、设计中心和数字化会员体系也说明公司仍具备终端消费承接能力，后续经营修复具备现实基础。

美凯龙 (601828.SH)

首次覆盖

增持

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

发布日期：2026 年 05 月 17 日

当前股价：2.66 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
12.50/7.75	4.65/2.30	-8.47/-32.27

12 月最高/最低价 (元) 3.13/2.31

总股本 (万股) 435,368.79

流通 A 股 (万股) 361,240.22

总市值 (亿元) 106.41

流通市值 (亿元) 97.53

近 3 月日均成交量 (万) 2665.69

主要股东

厦门建发股份有限公司 23.95%

股价表现



投资建议:我们预计公司 2026-2028 年收入分别为 63.34 亿元/63.67 亿元/64.22 亿元,对应归母净利润分别为 0.71 亿元/2.81 亿元/5.22 亿元,对应 PE 分别为 163X/41X/22X。考虑公司当前仍处于利润修复初期,更适用于资产价值重估方法,我们认为公司已进入重资产修复和价值重估阶段,首次覆盖,予以“增持”评级。

风险提示:

1.存量房装修需求释放不及预期。若二手房交易、老房翻新、局改换新等存量需求修复弱于预期,或居民装修消费意愿持续偏弱,公司卖场客流、商户销售和招商恢复可能低于预期。

2.出租率和租金水平修复不及预期。公司平均租金自 2018 年以来整体下行,合计平均租金由约 3.05 元/平方米/天下降至 2025 年的约 1.85 元/平方米/天,若后续商户经营压力仍大,公司可能继续通过降租、免租期等方式维持出租率,影响租金现金流修复。

3.新业态导入效果不及预期。公司通过电器、汽车、餐饮、设计中心等业态提升客流和出租率,但若新业态招商、经营坪效或消费者转化不及预期,可能难以充分弥补传统家居建材品类下行压力。

4.投资性房地产公允价值继续下行风险。公司估值高度依赖投资性房地产价值和长期租金现金流,若长期租金增长率、出租率或折现率假设恶化,投资性房地产仍可能产生进一步减值压力,对利润表和净资产形成扰动。

若长期增长假设下修,减值压力将明显放大。在 g1 维持 0.75% 的情况下,若 g2 由 2.0% 降至 1.8%/1.6%/1.4%/1.2%/1.0%,对应潜在减值约 31/60/85/109/130 亿元。

重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	7,821.27	6,581.94	6,334.44	6,366.78	6,422.48
YoY (%)	-32.08	-15.85	-3.76	0.51	0.87
净利润(百万元)	-2,983.50	-23,722.26	71.20	280.50	522.14
YoY (%)	-34.61	-695.12	100.30	293.97	86.14
毛利率 (%)	58.26	59.80	63.43	64.31	64.93
销售净利率 (%)	-38.15	-360.41	1.12	4.41	8.13
ROE (%)	-6.42	-105.31	0.32	1.23	2.23
EPS (摊薄/元)	-0.69	-5.45	0.02	0.06	0.12
P/E (倍)	-3.88	-0.49	162.65	41.29	22.18
P/B (倍)	0.25	0.51	0.51	0.51	0.49

资料来源: iFinD, 中信建投证券

目录

投资要件.....	1
关键假设.....	1
我们为什么与市场普遍观点不同.....	1
估值和目标价格.....	1
股价上涨的催化因素.....	1
一、行业：供给出清，需求由新房驱动转向存量房驱动.....	3
（一）供给端：行业进入存量出清阶段，低效供给退出推动坪效修复.....	3
1.1 BHI：景气度修复趋弱，行业进入低波动存量周期.....	3
1.2 规模以上建材家居卖场：万亿级规模仍在，但高速增长阶段结束.....	4
1.3 市场面积：2021 年见顶后持续下降，供给端进入实质性出清.....	5
1.4 亿元以上商品交易市场：数量收缩、单体做大，交易向头部集中.....	6
1.5 五金、建筑装潢材料、家具摊位效率：品类分化明显.....	7
（二）需求端：新房退潮，存量房成为家居消费主入口.....	9
2.1 新房端：销售、开工、竣工全链条收缩，首次装修需求进入下行周期.....	9
2.2 核心城市：二手房成交强于新房，交易触发型再装修成为重要增量.....	10
2.3 存量端：房龄老化与局部翻新提供长期需求底盘.....	12
2.4 规模端：家装家居仍是万亿级市场，需求从增量房转向存量房.....	13
二、美凯龙：资产重估压力集中释放，底层经营现金流仍具韧性.....	15
（一）资产端：投资性房地产仍是核心资产，重估风险集中释放.....	15
（二）经营端稳健：自营商场出租率与现金流保持稳定.....	16
2.1 门店端：主动收缩低效门店，经营网络仍保持全国化规模.....	16
2.2 租金端：单位租金处下行通道，但出租率企稳与结构调改支撑现金流稳定.....	16
2.3 经营面积与出租率：委管持续瘦身，自营出租率企稳回升.....	17
2.4 经营收入与毛利率：自营收入承压，但毛利率仍处高位.....	18
（三）现金流量端：经营性现金流回弹，公司“造血”能力恢复.....	19
（四）业态创新：家电、汽车、餐饮及设计中心提升出租率及客流稳定性.....	20
估值测算.....	21
（一）投资性房地产重估.....	21
（二）自由现金流倍数法.....	23
投资评价和建议.....	24
风险分析.....	25

投资要件

关键假设

1.我们认为建材家居需求由新房装修转向存量房翻新、二手房装修和局改换新。随着存量房房龄提升、二手房交易占比上升，家居消费将从过去的集中式新房需求，转向更长期、更常规化的存量更新需求。

2.我们认为建材家居卖场行业已经进入供给出清阶段，低效卖场持续退出，有助于改善头部卖场的招商环境、出租率和坪效水平。美凯龙作为全国性家居卖场龙头，在品牌、物业位置、商户资源和运营能力上具备相对优势，有望在行业修复中持续受益。

3.我们预计家电、汽车、餐饮、设计中心等新业态持续导入，公司核心卖场的出租率和租金水平有望企稳，投资性房地产减值计提较为充分，资产价值有望逐步修复。

我们为什么与市场普遍观点不同

1.市场认为家居卖场随新房周期下行而长期失去增长，但我们认为需求只是切换了入口。家居建材需求总量并未伴随新房销售同步下行，而是从“新房集中装修”转向“存量房持续更新”，行业周期属性明显下降。

2.市场对行业供给出清的速度和资本开支周期无法准确判断，我们认为行业已在底部区间。过去五年规上卖场数量减少，店销持续提升。美凯龙作为行业头部企业，其出租率回升是第一步信号，从商户角度供需已经趋于均衡，公司目前深度破净，一旦单位租金水平提升，资产重估空间充足。

估值和目标价格

考虑到公司 2025 年亏损主要受投资性房地产公允价值下修影响，2026 年仍处于利润修复初期，短期 PE 估值难以充分反映公司核心卖场的真实资产价值和现金流修复能力。我们更应关注公司出租率企稳、经营现金流改善、投资性房地产账面价值安全边际以及自由现金流恢复情况。

结合相对估值、自由现金流估值及投资性房地产敏感性测算，我们认为公司合理市值约 150 亿元，对应目标价约 3.45 元。公司当前处于重资产低估值修复阶段，随着存量房装修需求释放、低效供给出清和租金现金流改善，估值具备修复空间，首次覆盖，予以“增持”评级。

股价上涨的催化因素

- 1.公司出租率企稳回升，单位租金开始回升，核心自营商场经营数据持续验证。
- 2.投资性房地产公允价值下修进入尾声，资产负债表和市场预期迎来修复。
- 3.存量房装修、二手房翻新和以旧换新需求持续释放，带动家居卖场客流和商户销售修复

1. 存量装修需求释放不及预期。若二手房交易、老房翻新、局改换新需求恢复较弱，或居民装修消费意愿持续低迷，公司客流、商户销售和招商恢复可能低于预期。
2. 出租率和租金修复不及预期。公司经营修复依赖核心卖场出租率企稳和租金现金流改善，若商户经营压力仍大，公司可能继续通过降租、免租等方式维持出租率，影响盈利修复节奏。
3. 新业态导入效果不及预期。家电、汽车、餐饮、设计中心等新业态有助于补充客流和出租率，但若招商、坪效或消费转化不及预期，可能难以完全弥补传统家居品类下行压力。
4. 投资性房地产继续下修风险。公司账面资产价值对长期租金增长和折现率假设较敏感，若长期租金增长率低于预期，投资性房地产仍可能产生进一步公允价值下修，对利润和净资产形成扰动。

一、行业：供给出清，需求由新房驱动转向存量房驱动

（一）供给端：行业进入存量出清阶段，低效供给退出推动坪效修复

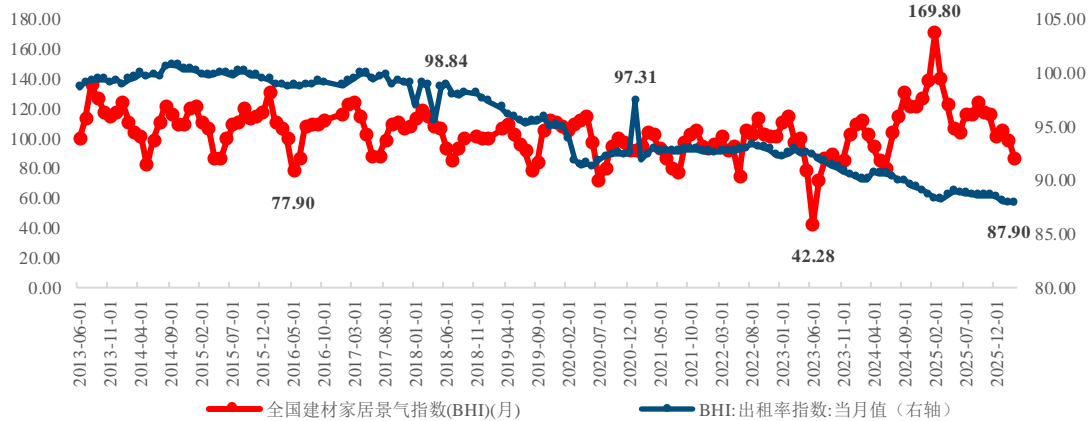
从供给端看，建材家居卖场行业已由过去的“面积扩张”转向“供给出清+效率修复”。中国建筑材料流通协会 BHI、BHEI 数据以及国家统计局亿元以上商品交易市场数据均显示：行业仍具备万亿级交易规模，但景气中枢已明显回落，市场面积自 2021 年见顶后持续收缩，传统商品交易市场也呈现“市场数量下降、单体规模提升、交易向头部集中”的特征。行业竞争逻辑已从“扩张面积”转向“提升出租率、坪效和商户经营质量”。

1.1 BHI：景气度修复趋弱，行业进入低波动存量周期

从全国建材家居景气指数 BHI 来看，2011 年以来行业景气整体呈现较强的周期性和季节性波动，但中枢并没有持续上移。疫情前，BHI 多数时间围绕 100 上下波动，反映建材家居卖场具有典型的地产后周期属性：旺季修复、淡季回落，行业景气随交房、装修、节假日促销等因素变化。2020 年受疫情冲击，BHI 一度降至 42.28 的低点；随后在低基数、积压装修需求释放和地产竣工修复带动下，2021 年 BHI 一度冲高至 169.80，形成阶段性高点。但这一轮高景气并不具备持续性，2022 年后指数再次回落，2022 年低点约 87.90，2024 年阶段低点约 101.51，2026 年初约 118.01。行业已经从疫情后的“补偿性反弹”进入常态化弱修复，景气中枢仍在 100 附近震荡，并未重新回到快速扩张周期。

相比 BHI 的周期性波动，出租率指数的趋势反映供给端压力。2013-2017 年，出租率指数基本维持在较高水平；2018 年后开始持续下行，2020 年以来中枢进一步下移，2025-2026 年已降至 90 以下。出租率指数持续走弱，说明卖场招商和商户留存压力加大，行业供给端已经从过去的扩面积阶段转入存量调整阶段。

图表1：全国建材家居景气指数(BHI)(月)

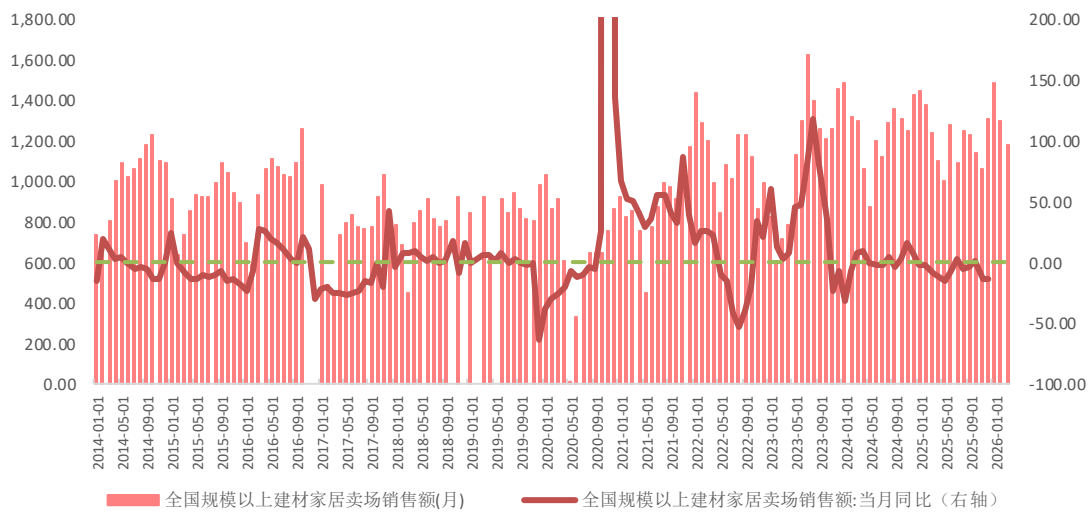


资料来源：中国建筑材料流通协会，中信建投

1.2 规模以上建材家居卖场：万亿级规模仍在，但高增长阶段结束

从全国规模以上建材家居卖场销售额看，行业仍然具备较大的终端规模。2014 年以来，规模以上建材家居卖场月度销售额多数时间保持在数百亿至千亿元以上区间，年度销售额长期维持在万亿元级别。2023 年全国规模以上建材家居卖场销售额达到 15505.39 亿元，为近年高点。月度数据可以看出：2014-2019 年行业销售额整体保持相对平稳，2020 年受疫情影响波动显著，2021 年在低基数下出现异常高同比，2022 年再次承压，2023 年低基数修复后出现较高增速，但 2024-2025 年同比基本回落到零附近，部分月份甚至转负。行业销售额不是断崖式消失，而是从过去的增量扩张转入低增长、弱波动、存量竞争阶段。

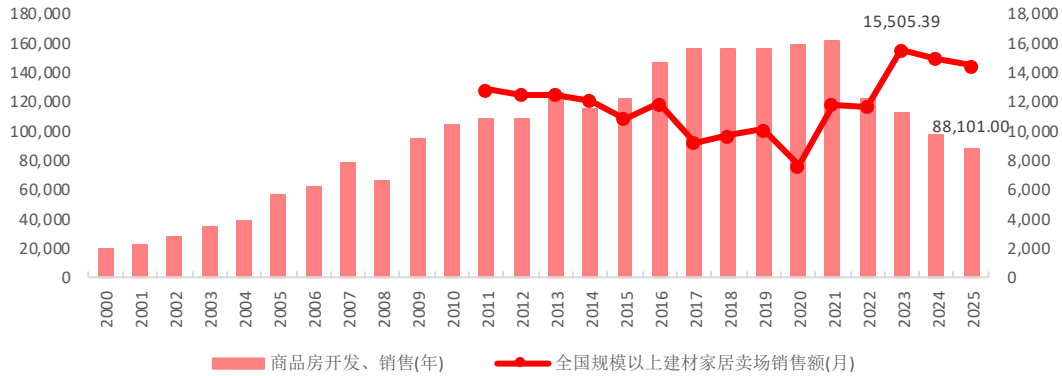
图表2： 全国规模以上建材家居卖场销售额/亿元



资料来源：中国建筑材料流通协会，中信建投

结合商品房开发销售数据来看，建材家居卖场与房地产销售面积高度相关性逐渐脱钩。房地产开发销售在 2021 年前后见顶后明显回落，传统新房装修链条对家居建材卖场的增量拉动减弱；但建材家居卖场销售额没有同等幅度下滑，说明存量房翻新、二手房装修、旧改局改和改善型消费逐渐接替新房销售。行业需求并没有消失，但需求来源正在从“新房集中装修”转向“存量房分散装修”。因此，销售额侧可以看出：**建材家居卖场仍是万亿级终端市场，但已经从新房红利驱动的高增长市场，转变为存量装修托底的弱周期市场。**

图表3： 全国规模以上建材家居卖场销售额/亿元



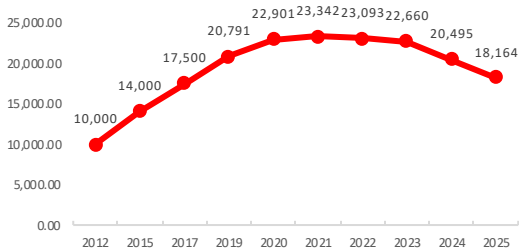
资料来源：中国建筑材料流通协会，中信建投

1.3 市场面积：2021 年见顶后持续下降，供给端进入实质性出清

根据中国建筑材料流通协会口径，全国规模以上建材家居市场面积从 2012 年的约 10,000 万平方米，提升至 2015 年的 14,000 万平方米、2017 年的 17,500 万平方米、2019 年的 20,791 万平方米，并在 2021 年达到 23,342 万平方米的高点。这个过程对应的是房地产上行期家居卖场的扩张：开发商交房增加、装修需求释放、地方建材城和大型家居卖场同步扩容。2021 年后，行业面积连续收缩，2025 年进一步降至 18,164 万平方米，较 2021 年高点下降约 22%，行业已进入实质性“去商能”阶段。低效、同质化、招商能力较弱的地方卖场正在通过关停、缩减面积、业态调整等方式退出市场。

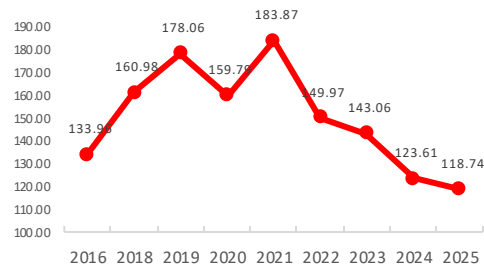
BHEI 饱和度预警指数进一步验证了这一点。2016 年 BHEI 为 133.96，2018 年升至 160.98，2019 年 178.06，2021 年进一步达到 183.87，说明当时行业处于明显的高饱和状态，卖场供给相对需求已经偏多。2022 年以后，BHEI 回落至 149.97，2023 年 143.06，2024 年 123.61，2025 年 118.74，显示供给过剩压力有所缓解。但是 BHEI 虽然下降，但仍处于 100 以上，说明行业并未完全走出饱和，更多是从“严重过剩”转向“过剩缓和”。因此，供给面积可以反映出：**行业已经开始去商能，但仍未完成出清**。低效卖场退出有助于改善行业供需关系，但由于整体 BHEI 仍高于 100，建材家居卖场仍处于供给偏饱和状态，行业恢复不会依靠重新大规模开店，而要依靠存量面积效率提升。

图表4： 全国规模以上建材家居市场面积（万平方米）



资料来源：国家统计局，中信建投

图表5： BHEI 饱和度预警指数



资料来源：中国建筑材料流通协会，中信建投

将规模以上建材家居卖场销售额与市场面积结合，可以得到行业单位面积销售额，即行业坪效：**单位面积销售额 = 全国规模以上建材家居卖场销售额 ÷ 全国规模以上建材家居市场面积**。2012 年行业单位面积销售额约 12,467 元/平方米，此后随卖场面积快速扩张持续下行，至 2020 年受疫情影响降至 3,329 元/平方米低点。该阶段的核心特征是供给扩张快于需求增长，导致单位面积产出被稀释。2021 年后，行业坪效逐年修复，2025 年升至 7,934 元/平方米。该改善本质上是低效供给退出后的效率修复。对于美凯龙这类重资产卖场而言其投资性房地产估值并不取决于总面积本身，而取决于可出租面积、出租率、租金水平和商户销售能力等，行业坪效回升并不等于所有卖场改善，但意味着供给出清后，优质卖场的单位面积经营压力有望边际缓解。

图表6： 单位面积销售额（元/平方米/年）

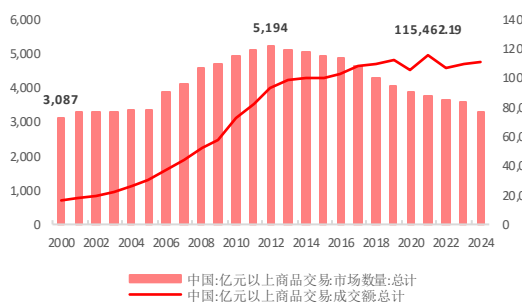


资料来源：中国建筑材料流通协会，中信建投

1.4 亿元以上商品交易市场：数量收缩、单体做大，交易向头部集中

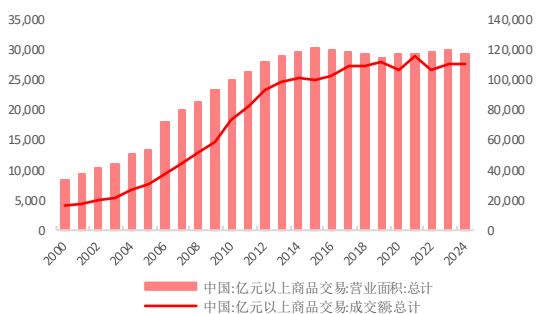
国家统计局亿元以上商品交易市场数据提供了更长周期的流通市场视角。从总量看，2000 年以来亿元以上商品交易市场营业面积持续扩张，2014 年后进入高位平台期；成交额在 2000-2014 年快速增长后，转入高位震荡。市场数量则在 2011 年前后见顶后持续下降，说明全国商品交易市场已从“数量扩张”转向“存量整合”。

图表7： 亿元以上商品交易市场数量（个）；成交额（亿元）



资料来源：国家统计局，中信建投

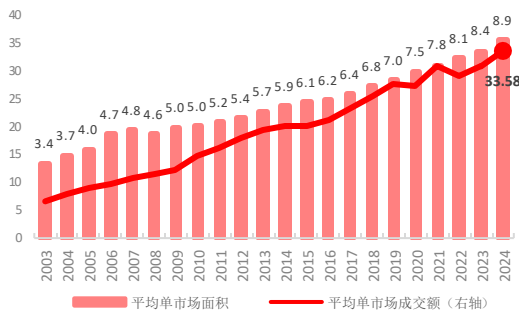
图表8： 亿元以上商品交易营业面积（万平方米）；成交额



资料来源：国家统计局，中信建投

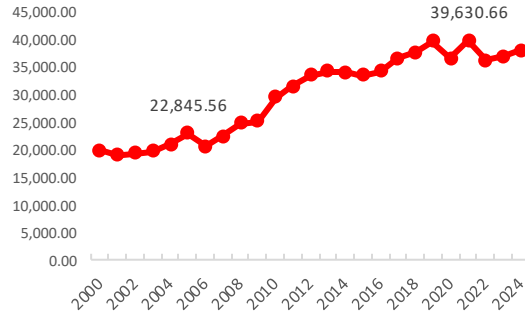
更能体现结构变化的是市场数量和平均单市场规模。平均单市场面积由 2003 年的 3.36 万平方米提升至 2024 年的 8.87 万平方米；平均单市场成交额持续上升，2024 年达到约 33.58 亿元。即市场数量减少，但单体规模扩大，交易向更大、更强的市场集中。单位面积成交额也呈上升趋势，2019 年达到约 39,630.66 元/平方米高点，近年虽有波动但仍保持较高水平。该趋势说明，传统商品交易市场正在经历集中化和效率提升，低效小市场逐步退出，区域龙头和综合型市场承接更多交易。对应建材家居行业，未来竞争格局大概率不是所有卖场同步修复，而是市场份额向具备规模、品牌、招商和服务能力的头部卖场集中。

图表9： 亿元以上商品交易平均单市场面积；成交额



资料来源：国家统计局，中信建投

图表10： 单位面积成交额（元/平方米）

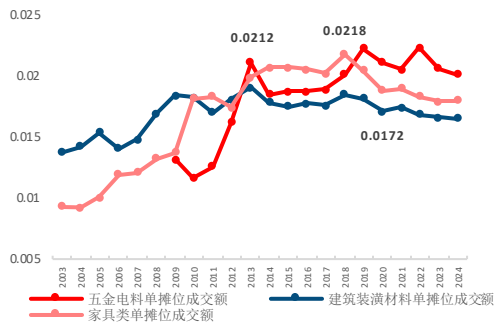


资料来源：国家统计局，中信建投

1.5 五金、建筑装潢材料、家具摊位效率：品类分化明显

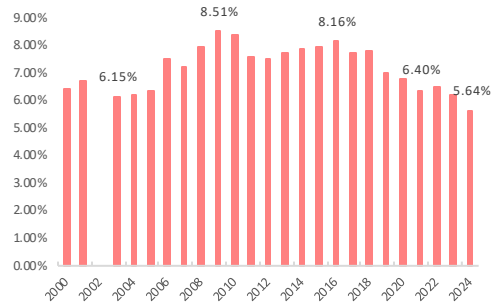
进一步看亿元以上商品交易市场中的品类摊位效率，五金电料、建筑装潢材料和家具类的单摊位成交额呈现差异化走势。五金电料单摊位成交额波动较大，但 2013 年后整体中枢有所抬升，部分年份高于建筑装潢材料和家具类。五金电料不仅服务新房装修，也服务维修、改造和工程需求，因此在地产下行周期中具备一定韧性。建筑装潢材料单摊位成交额 2013 年后趋于平稳，2020 年后有所走弱。该品类与新房硬装、基础装修关联度更高，因此更直接受到房地产销售、开工和交付下行影响。家具类单摊位成交额 2003-2019 年整体上行，2019 年前后达到较高水平，之后有所回落但仍相对稳定。家具需求兼具新房后周期和存量换新属性，受地产影响较大，但也受到旧房翻新、改善型消费和审美升级支撑。因此，建材家居内部供给压力并不均衡：硬装建材受新房链条压制更明显，五金电料和家具类相对具备存量需求支撑。对美凯龙而言，传统硬装品类招商承压更大，家具、软装、电器、设计、局改和存量换新相关业态更具结构调整价值。

图表11：细分市场单摊位成交额（亿元）



资料来源：国家统计局，中信建投

图表12：建材家居相关成交额占比亿元以上商品交易市场（%）



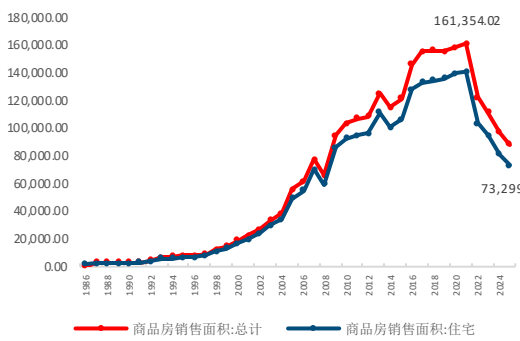
资料来源：国家统计局，中信建投

（二）需求端：新房退潮，存量房成为家居消费主入口

2.1 新房端：销售、开工、竣工全链条收缩，首次装修需求进入下行周期

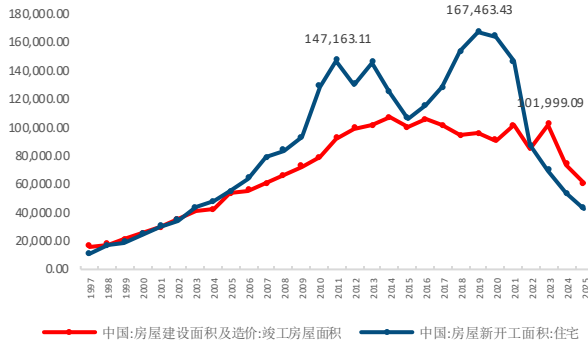
过去家居需求主要由新房销售和交付驱动，但当前新房端已进入系统性收缩阶段。全国商品房销售面积总计在 2021 年前后达到约 161,354 万平方米高点后持续回落，其中住宅销售面积已降至 2025 年的 73,299 万平方米，较高点明显收缩。从供给交付链条看，住宅新开工面积曾在 2019 年前后达到 167,463 万平方米高位，随后快速下行；竣工房屋面积也在 2023 年前后达到 101,999 万平方米后转弱。

图表13：商品房销售面积（万㎡）



资料来源：国家统计局，中信建投

图表14：新开工、竣工房屋面积（万㎡）



资料来源：国家统计局，中信建投

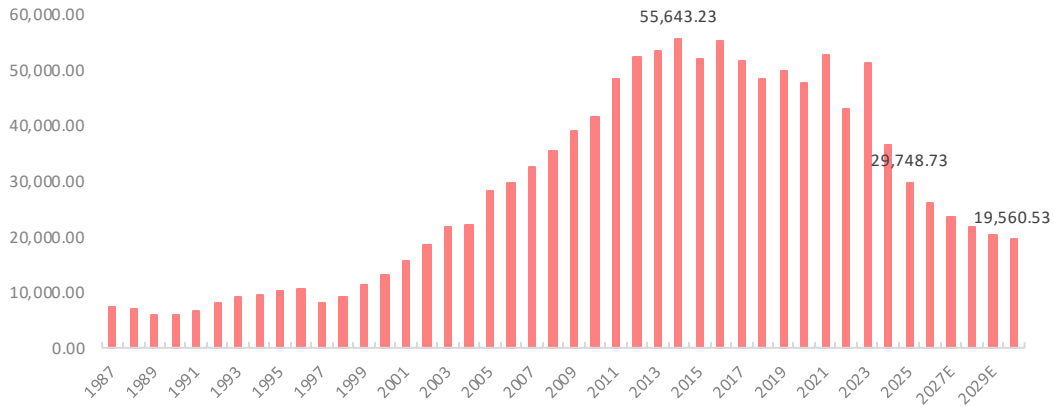
新房装修需求测算方面，以住宅竣工面积作为测算基础：将新房交付后的家居消费需求拆分为两部分：一是毛坯房带来的完整硬装及家居配置需求，二是精装房交付后仍需补充的家具、软装、窗帘、床垫、家电等后装需求。假设新房交付中毛坯房比例为 70%、精装房比例为 30%，并统一设置 75% 的装修转化率。估算公式如下：

$$\text{新房家居消费有效面积} = \text{住宅竣工面积} \times \text{装修转化率} \times (\text{毛坯比例} \times 1 + \text{精装比例} \times \text{精装后装权重})。$$

根据本文测算，新房家居消费有效面积在 2014 年前后达到阶段性高点，约为 55,643 万平方米，此后整体进入平台震荡并逐步回落；2022 年以来下行斜率明显加大，2025 年已降至 29,749 万平方米，较高点下降约 46.5%。这一变化反映出新房端对家居建材消费的拉动明显减弱。由于新房家居消费主要发生在住宅竣工交付之后，因此有效装修面积的回落本质上对应新房交付后首次装修需求的收缩。过去依赖新房集中交付形成的硬装、主材、家具、软装及家电配置需求正在减少，家居卖场来自新房端的自然客流和订单转化均面临压力。

在住宅新开工和销售面积持续回落的背景下，预计未来几年住宅竣工面积仍将继续承压。假设 2026—2030 年住宅竣工面积同比增速分别为 -12%、-10%、-8%、-6%、-4%，并沿用毛坯比例 70%、精装比例 30%、装修转化率 75%、精装后装折算比例 30% 的假设。测算结果显示，新房家居消费有效面积预计由 2025 年的约 2.97 亿平方米下降至 2028—2030 年的约 1.96 亿平方米。新房端家居消费需求预计仍处于低位平台，难以恢复至上一轮地产上行周期水平。

图表 15: 新房家居消费有效面积 (万㎡)



资料来源: 国家统计局, 中信建投

2.2 核心城市: 二手房成交强于新房, 交易触发型再装修成为重要增量

在新房总量下行的同时, 核心城市住房交易结构正在从新房转向二手房。2025 年重点 30 城新建商品住宅成交面积合计 11,612 万平方米, 同比下降 18%。相比之下, 重点 30 城二手住宅成交表现明显更强: 2025 年重点 30 城二手住宅成交面积为 21,352 万平方米, 同比微增 0.2%, 显著高于新房成交面积; 一线城市二手房成交面积合计 5,122 万平方米, 同比增长 2%, 其中上海、深圳分别增长 7%、4%。

图表 16: 2025 年重点 30 城市分能级新建商品住宅成交面积(单位: 万㎡)

能级	城市	2025 年	同比	四季度	环比	同比	能级	城市	2025 年	同比	四季度	环比	同比
一线	北京	441	-7%	97	-10%	-44%	二三线	长沙	314	-21%	63	-17%	-55%
	上海	543	-24%	111	-11%	-51%		南京	309	-29%	82	30%	-49%
	广州	723	-10%	193	17%	-38%		南宁	297	0%	83	20%	-24%
	深圳	376	-23%	90	32%	-63%		苏州	280	-35%	62	22%	-64%
	合计	2083	-16%	492	6%	-49%		长春	268	-21%	50	-42%	-49%
二三线	成都	1161	-18%	226	-11%	-56%		合肥	237	-9%	56	13%	-45%
	青岛	688	-10%	136	-19%	-41%		珠海	186	-3%	43	17%	-29%
	天津	653	-22%	162	6%	-41%		宁波	183	-26%	47	29%	-50%
	西安	647	-16%	179	25%	-16%		东莞	160	-24%	47	14%	-36%
	武汉	646	-20%	171	16%	-53%		无锡	159	-21%	42	6%	-42%
	杭州	599	-17%	124	-6%	-49%		常州	142	-22%	30	-3%	-49%
	重庆	480	-11%	106	10%	-48%		徐州	134	-16%	52	152%	-16%
	佛山	386	-28%	104	29%	-47%		厦门	128	-26%	26	-12%	-69%
	惠州	352	-14%	116	71%	-14%		福州	101	-13%	23	2%	-47%
	昆明	347	1%	74	-20%	-40%		合计	9529	-18%	2256	6%	-45%
	济南	340	-23%	77	1%	-41%	总计	11612	-18%	2748	6%	-46%	
	郑州	332	-27%	76	1%	-56%							

资料来源: 克而瑞中国房地产决策咨询系统, 中信建投

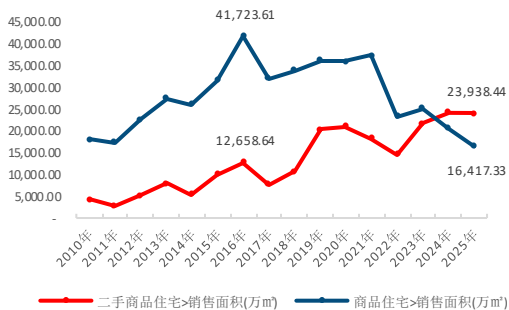
图表17: 2025年重点30城市分能级二手住宅成交面积(单位: 万㎡)

能级	城市	2025年	同比	四季度	环比	同比	能级	城市	2025年	同比	四季度	环比	同比
一线	北京	1585	-3%	384	0%	-31%	二线	长春	541	-6%	120	-19%	-8%
	上海	1961	7%	516	15%	-16%		昆明	490	8%	128	4%	4%
	广州	1008	-1%	237	-1%	-23%		济南	459	-6%	108	-11%	-35%
	深圳	567	4%	142	6%	-34%		南宁	333	3%	77	2%	-26%
	合计	5122	2%	1280	6%	-25%		福州	287	-6%	69	-3%	-6%
二线	成都	1912	7%	465	-1%	-25%		大连	266	-5%	59	-21%	6%
	重庆	1247	13%	280	-5%	0%		宁波	264	-34%	63	-9%	-44%
	天津	1229	-6%	271	-13%	-28%		厦门	199	-5%	45	-5%	-36%
	西安	1021	17%	225	-11%	-13%		合计	14231	-1%	3236	-7%	-22%
	武汉	1018	-1%	248	5%	-17%		佛山	612	-8%	152	-17%	-17%
	杭州	856	0%	184	-5%	-31%	无锡	402	-7%	102	5%	-18%	
	南京	835	-11%	194	3%	-27%	东莞	336	15%	86	3%	-13%	
	长沙	697	-10%	136	-25%	-40%	常州	317	-2%	89	14%	0%	
	合肥	679	18%	166	8%	2%	烟台	170	50%	44	-2%	13%	
	苏州	653	-6%	116	-29%	-41%	扬州	163	8%	49	40%	35%	
	青岛	633	-7%	144	-11%	-24%	合计	1999	1%	522	0%	-9%	
	郑州	611	-10%	142	-8%	-15%	总计	21352	0.2%	5038	-3%	-21%	

资料来源: 国家统计局, 中信建投

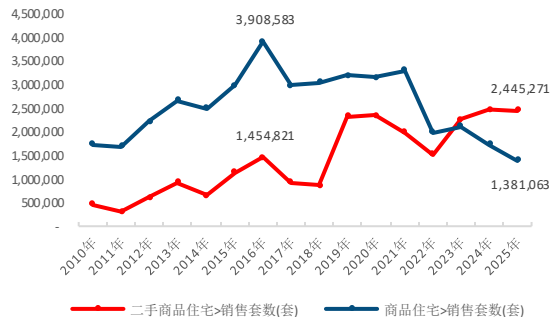
根据中指数据显示, 商品住宅销售面积在 2016 年达到 41,723.61 万平方米高点, 此后整体下行, 2025 年降至 16,417.33 万平方米, 较高点下降约 60.7%; 同期二手商品住宅销售面积则由 2016 年的 12,658.64 万平方米提升至 2025 年的 23,938.44 万平方米, 较 2016 年增长约 89.1%。2024 年以来, 二手住宅销售面积已经持续高于新房, 2025 年二手房成交面积约为新房的 1.46 倍, 说明核心住房交易需求正在明显向存量房切换。从销售套数看, 趋势同样清晰: 商品住宅销售套数在 2016 年达到 3,908,583 套高点, 2025 年降至 1,381,063 套, 较高点下降约 64.7%; 二手商品住宅销售套数则由 2016 年的 1,454,821 套提升至 2025 年的 2,445,271 套, 较 2016 年增长约 68.1%。2025 年二手住宅销售套数约为新房的 1.77 倍, 二手房已成为住房交易的主要组成部分。家装需求的触发机制正在发生变化。过去新房集中交付带来首次装修需求, 而当前二手房成交后的再装修、局部翻新正在成为家居消费的重要来源。

图表18: 新房、二手房销售面积(万㎡)



资料来源: 中指数据, 中信建投

图表19: 新房、二手房销售套数



资料来源: 中指数据, 中信建投

2.3 存量端：房龄老化与局部翻新提供长期需求底盘

除二手房交易外，非交易存量住宅也会持续释放翻新需求。随着存量住宅房龄上升，厨卫更新、墙地面翻新、定制柜替换、家具家电更新、适老化改造等需求逐步增加，家装消费从过去的“新房一次性装修”转向“存量房周期性更新”。测算上，本文以城镇住宅存量面积作为基础：

$$\text{城镇住宅存量面积} = \text{城镇常住人口} \times \text{城镇人均住宅建筑面积}$$

其中，城镇人均住宅建筑面积采用 CEIC 披露的“所有城镇均值”口径。考虑并非全部存量住宅均已进入翻新周期进一步假设 10 年以上住宅占比为 50%，由此得到可翻新的老旧住宅基础面积：

$$\text{可翻新住宅面积} = \text{城镇住宅存量面积} \times 10 \text{ 年以上住宅占比}$$

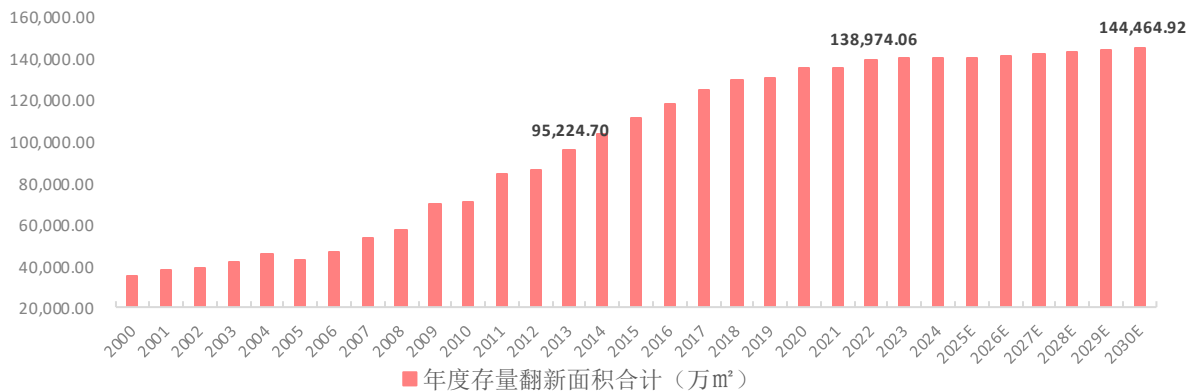
在此基础上，本文将非交易存量房翻新需求拆分为全屋翻新和局部翻新两部分。全屋翻新主要对应房龄较长、居住功能需要系统性更新的住宅，假设年化全屋翻新率为 5%；局部翻新主要对应厨卫、墙地面、柜类、门窗、家具家电及适老化等改善需求，假设局部翻新率为 8%，且局部翻新面积折算比例为 25%。因此：

$$\begin{aligned} \text{年度全屋翻新面积} &= \text{可翻新住宅面积} \times \text{全屋翻新率} \\ \text{年度局部翻新面积} &= \text{可翻新住宅面积} \times \text{局部翻新率} \times \text{局部翻新面积比例} \\ \text{年度存量翻新面积合计} &= \text{年度全屋翻新面积} + \text{年度局部翻新面积} \end{aligned}$$

基于上述假设，年度存量翻新面积合计从 2000 年前后的约 3.5 亿 m² 持续提升，2015 年达到 9.5 亿 m²，2023 年进一步提升至接近 14 亿平方米级别。即使新房交付面积下降，存量住宅仍会通过周期性翻新、局部改造、家具家电替换和适老化更新等方式持续形成家居建材需求。

以城镇住宅存量面积为基础，并假设 10 年以上住宅占比为 50%、年化全屋翻新率为 5%、局部翻新率为 8%、局部翻新面积折算比例为 25%。其中，城镇住宅存量面积由“城镇常住人口 × 城镇人均住宅建筑面积”测算：预测期内，假设城镇人均住宅建筑面积维持在 2024 年的 42.25 m²/人，城镇常住人口增速则逐步放缓。我们预计年度存量翻新面积预计由 2024 年的约 13.95 亿 m² 提升至 2025 年的 14.10 亿 m²，至 2030 年提升至 14.47 亿 m²。

图表20：年度存量翻新面积合计（万m²）



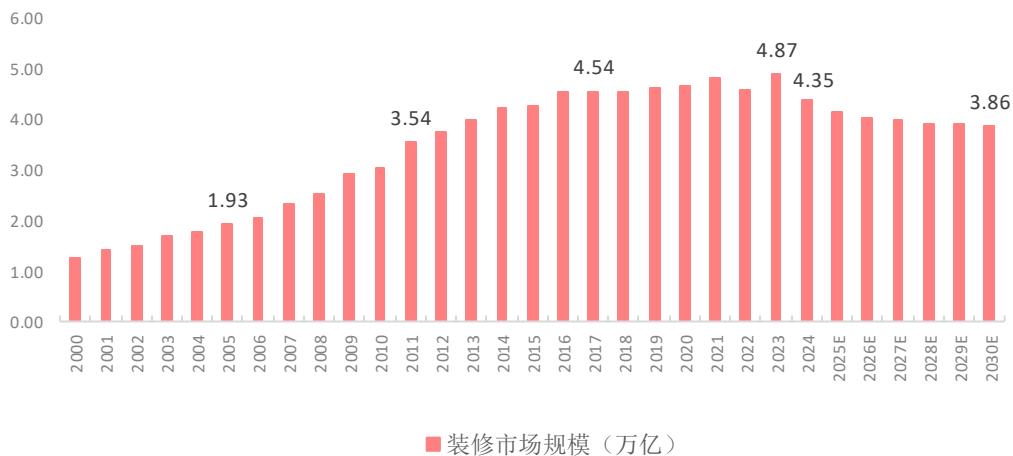
资料来源：国家统计局，中信建投

2.4 规模端：家装家居仍是万亿级市场，需求从增量房转向存量房

家装家居需求总量并未消失，而是结构发生迁移。本文通过“装修面积×单平支出”估算家装家居市场规模：**装修市场规模=新房装修面积×新房单平支出+存量房装修面积×存量房加权单平支出**。其中，新房装修需求主要对应首次完整配置，假设单平支出为 3500 元/m²；存量房内部，二手房装修通常涉及拆旧、水电、厨卫、墙地面及家具家电重配，假设单平支出为 3000 元/m²、权重为 35%；非交易存量房翻新以局改、家具家电更新、适老化改造为主，假设单平支出为 1750 元/m²、权重为 65%。基于前文测算的新房装修面积和存量房装修面积对应 2024 年市场规模合计约 4.35 万亿元。虽然新房端需求下行，但存量房周期性翻新支撑家装家居总需求。

在预测期内，本文继续采用“装修面积 × 单平支出”的方法测算家装市场规模：**装修市场规模=新房装修面积×新房单平支出+存量房装修面积×存量房加权单平支出**。其中，新房家居消费有效面积沿用前文测算逻辑，由住宅竣工面积预测得到；存量房翻新面积则以城镇住宅存量面积为基础，按 10 年以上住宅占比、全屋翻新率、局部翻新率及局部翻新面积比例进行测算。单平支出方面，本文假设：新房装修按 3500 元/m² 测算；存量房内部，二手房成交后装修按 3000 元/m²、权重 35%，非交易存量翻新按 1750 元/m²、权重 65%，加权后存量房单平支出约 2200 元/m²。测算结果显示，家装市场规模预计由 2024 年的约 4.35 万亿元降至 2025 年的约 4.13 万亿元，随后在新房端继续承压的背景下小幅回落，2026—2030 年分别约为 4.03、3.96、3.91、3.88、3.86 万亿元。整体看，新房家居消费有效面积下降仍是总规模回落的主要原因，但存量房翻新面积维持在 14 亿平方米左右，对家装需求形成明显支撑。

图表 21： 装修市场规模（万亿元）



资料来源：中信建投

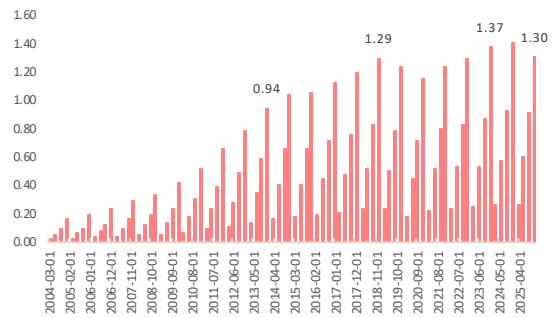
从行业产值口径看，窄口径的家装行业总产值也印证了住宅装修市场仍具规模基础。家装行业总产值从 2016 年的 1.78 万亿元提升至 2021 年的 2.85 万亿元，随后受地产下行及消费承压影响有所回落，2022 年约 2.60 万亿元，2023 年修复至 2.77 万亿元，2024 年约 2.59 万亿元。（该口径偏住宅装饰装修施工及相关材料服务，低于本文测算的宽口径家装家居市场规模）。此外，建筑业总产值中的装饰装修产值（偏工程施工端的统计口径）2014 年约 0.94 万亿元，2019 年约 1.29 万亿元，2024 年约 1.37 万亿元，2025 年约 1.30 万亿元。三类口径共同指向：住宅装修及家居消费仍是万亿级市场，但家装施工、装饰装修工程、家装家居总需求之间存在明显口径差异，需求结构已经从新房驱动转向存量房驱动。

图表22: 家装行业总产值（万亿元）



资料来源: 中指数据, 中信建投

图表23: 装饰装修季度累计产值（万亿元）



资料来源: 中指数据, 中信建投

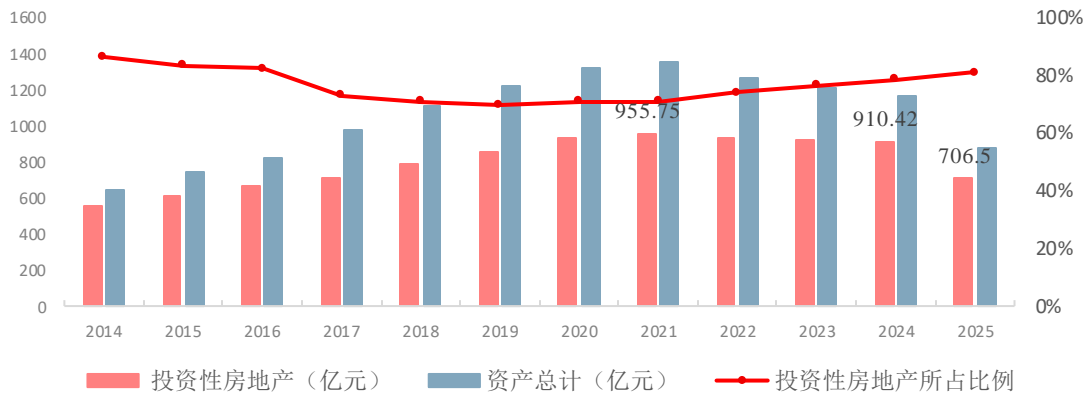
综合来看, 新房销售、开工、竣工链条下行决定了传统卖场增量客流承压, 但二手房成交和存量翻新正在重构家装需求来源。以当前测算, 新房装修需求约 3 亿平方米, 存量房装修需求约 13 亿平方米, 存量房已经成为家装面积需求的主体。对美凯龙而言, 行业并非没有需求, 而是需求入口发生变化: 过去公司依靠新房交付、集中装修和商场到店转化; 未来更需要围绕二手房交易、老房翻新、局改、家电家居一体化、适老化改造等场景重新组织客流。

二、美凯龙：资产重估压力集中释放，底层经营现金流仍具韧性

（一）资产端：投资性房地产仍是核心资产，重估风险集中释放

2014年以来，公司投资性房地产和资产总计整体呈扩张后回落态势。2021年前后，公司资产总计和投资性房地产均处于高位；2024-2025年投资性房地产余额明显下降，2025年降至约706.5亿元，资产总计同步收缩。这反映出公司正在经历典型的重资产估值出清阶段：公允价值下修对利润表造成较大扰动，但其本质是非现金项目，并不直接等同于经营现金流恶化。投资性房地产仍是公司核心的资产基础，只要出租率和租金现金流稳定，资产价值就具备支撑。

图表24：美凯龙投资性房地产价值（亿元）及所占比例（%）



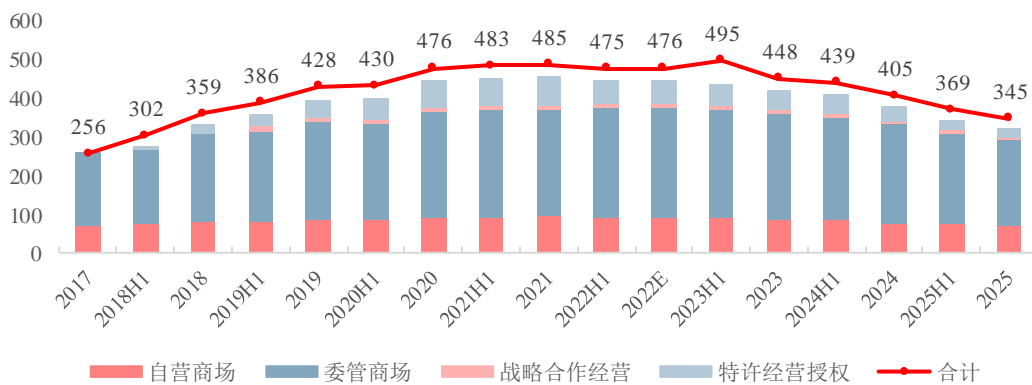
数据来源：美凯龙财报，中信建投证券

（二）经营端稳健：自营商场出租率与现金流保持稳定

2.1 门店端：主动收缩低效门店，经营网络仍保持全国化规模

从门店数量看，美凯龙门店总数在 2020-2022 年维持高位，2023 年后进入收缩阶段，2025 年降至 345 家（自营商场数量 74 家，委管商场 218 家，战略合作及特许经营项目 26 家），自营商场数量保持相对稳定，委管商场和特许经营授权项目有所减少。这一变化并不是经营能力下降，而是美凯龙在行业出清阶段的主动网络优化。在家居卖场供给过剩、低效门店承压背景下，公司减少低效委管和特许经营项目，降低管理消耗、提升网络质量。2025 年公司仍保有 345 家家居建材店/产业街，覆盖 181 个城市，总经营面积约 1,913.5 万平方米，其全国化经营基础并未丧失。

图表25：美凯龙门店情况

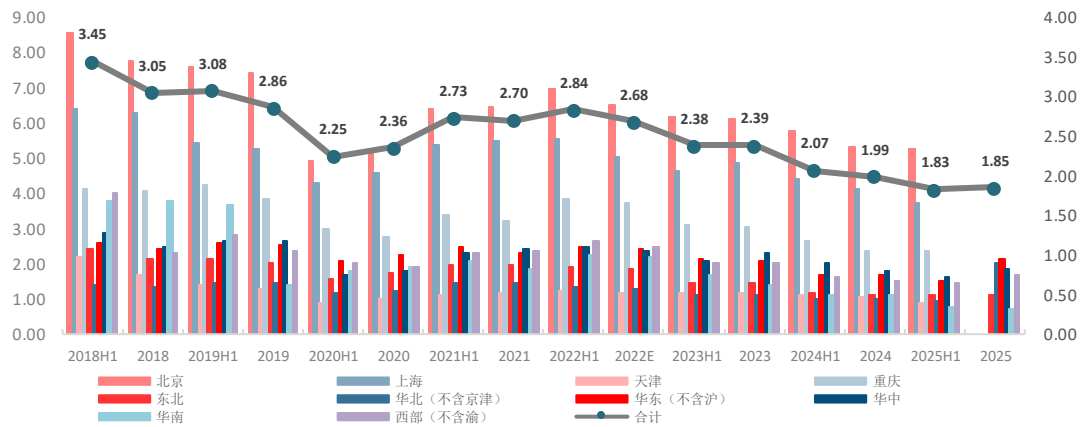


数据来源：美凯龙财报，中信建投证券

2.2 租金端：单位租金处下行通道，但出租率企稳与结构调改支撑现金流稳定

单位租金方面，公司平均租金自 2018 年以来整体呈下降趋势，合计平均租金由 2018 年的约 3.05 元/平方米/天下降至 2025 年的约 1.85 元/平方米/天。租金下行主要来自两方面：一是传统家居建材商户受新房装修需求下降影响，租金承受能力减弱；二是公司为维持出租率和商户稳定，阶段性采取降租、免租期、业态调整等措施，导致单位面积收入下降。美凯龙当前经营策略并非单纯追求租金单价，而是在行业下行周期中优先稳定出租率和现金流。区域结构上，美凯龙租金表现存在明显分化：北京、上海等核心城市单位租金仍显著高于全国平均，核心城市和优质商圈资产仍具较强租金韧性；华东、华北等区域收入贡献较高，是公司租金现金流的重要支撑。

图表26: 美凯龙分区域租金情况 (元/m²/天)



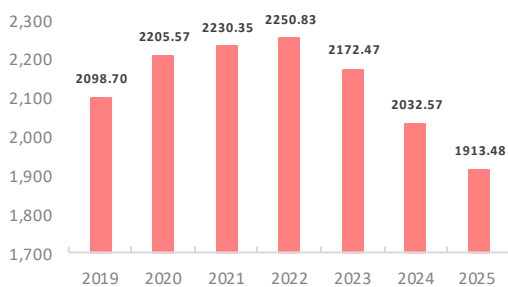
数据来源: 美凯龙财报, 中信建投证券

2.3 经营面积与出租率: 委管持续瘦身, 自营出租率企稳回升

公司经营面积自 2022 年约 2250 万平方米高点回落至 2025 年约 1830 万平方米, 连续三年下降。面积收缩反映公司不再追求粗放扩张, 而是主动压缩低效面积、优化存量资产。公司重点提高单位面积出租率、租金收入和现金回报。

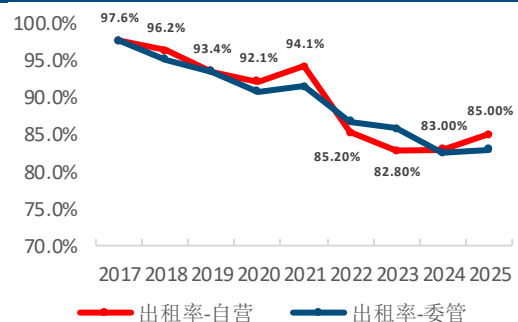
公司自营商场出租率从 2017 年的 97.6% 下降至 2023 年的 82.8%, 主要受地产下行、家居消费疲弱及商户经营压力影响。2024 年出租率为 83.0%, 2025 年进一步回升至 85.0%, 已经出现企稳修复。委管商场出租率同样在 2022 年后下行, 但 2024-2025 年基本稳定在 85%。出租率企稳说明公司核心卖场仍具备招商能力, 商户并未大规模流失, 租金和管理费现金流仍具备延续性。

图表27: 美凯龙经营面积 (万m²)



资料来源: 美凯龙财报, 中信建投

图表28: 美凯龙出租率 (%)

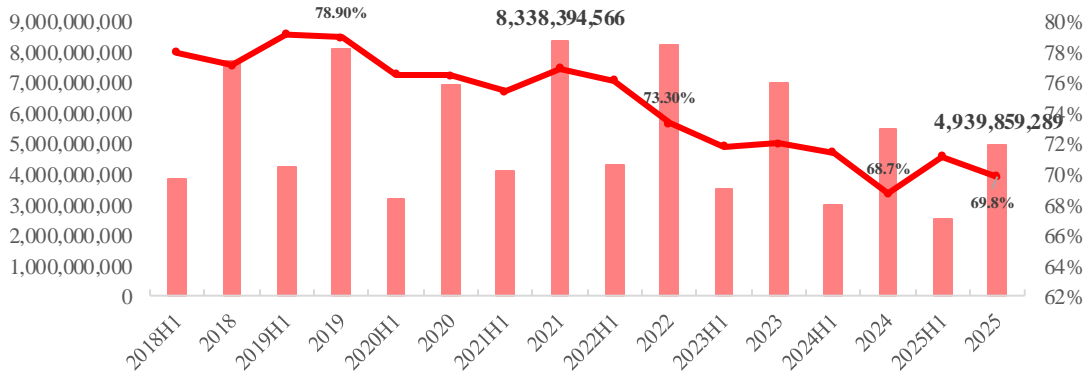


资料来源: 美凯龙财报, 中信建投

2.4 经营收入与毛利率：自营收入承压，但毛利率仍处高位

从自营商场收入和毛利率看，2021-2022 年公司自营收入处于高位，此后受行业需求下行影响有所回落，2025 年自营收入约 49.4 亿元。但毛利率仍维持在约 69.8%，虽低于早期高点，但仍处于较高水平。美凯龙自营商场业务仍是高毛利的租赁与运营服务模式，收入下行主要来自租金优惠、出租率压力和部分低效面积退出，但业务本身并未变成低毛利或失血型业务。出租率稳定，租赁业务仍能够持续贡献经营现金流。一旦单位租金恢复增长，毛利率也会相应提升。

图表29：美凯龙自营商场收入（元）与毛利率（%）

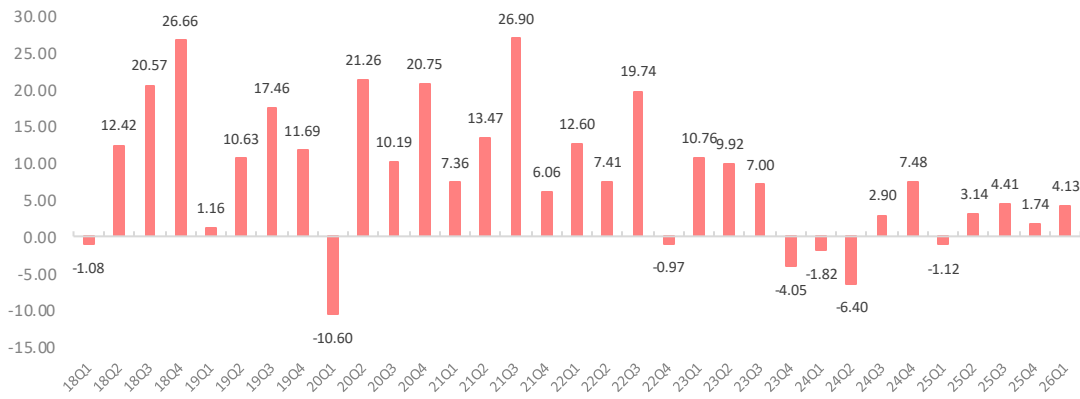


数据来源：美凯龙财报，中信建投证券

（三）现金流量端：经营性现金流回弹，公司“造血”能力恢复

2018-2023 年，公司经营活动现金流多数季度保持正值，核心租金及运营服务业务长期具备现金回收能力；2024 年受行业需求疲弱、商户经营承压及费用支出影响，部分季度经营现金流转负，其中 2024Q2 为-6.40 亿元，但 2024Q3、2024Q4 已分别恢复至 2.90 亿元和 7.48 亿元，显示经营现金流已开始修复。2025 年公司各季度经营现金流整体维持正值，全年经营现金流净额进一步改善至约 8.16 亿元。进入 2026Q1，公司经营活动现金流净额达到 4.13 亿元，较 2025Q4 的 1.74 亿元明显改善，反映公司租金回收、费用控制及商户经营支持政策的边际效果逐步体现。整体来看，尽管公司利润表受到投资性房地产公允价值下修扰动，但经营现金流并未出现持续恶化，且 2024 年下半年以来呈现修复趋势。26Q1 现金流改善进一步验证公司核心卖场仍具备租金回收和经营造血能力，为持续经营提供了重要支撑。

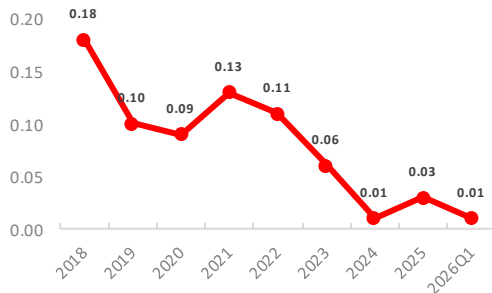
图表30：经营活动产生的现金流量净额（亿元）



数据来源：美凯龙财报，中信建投证券

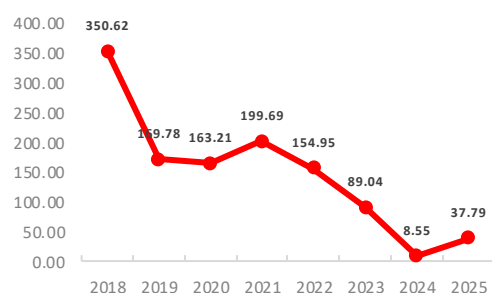
从现金流偿债覆盖看，美凯龙经营活动现金流净额/带息债务自 2018 年的 0.18 持续回落至 2024 年的 0.01，反映地产下行及家居消费承压背景下，公司经营现金流对带息债务的覆盖能力显著弱化。2025 年该指标回升至 0.03，现金流量利息保障倍数亦由 2024 年的 8.55% 提升至 2025 年的 37.79%，显示公司经营现金流在低基数基础上出现修复，租金及经营服务现金回收能力并未失效。

图表31：经营活动现金流净额/带息债务



资料来源：美凯龙财报，中信建投

图表32：现金流量利息保障倍数（%）



资料来源：美凯龙财报，中信建投

（四）业态创新：家电、汽车、餐饮及设计中心提升出租率及客流稳定性

为应对传统家居卖场需求结构变化，美凯龙持续推进业态创新，通过电器、新能源汽车、餐饮、高端设计中心等品类补充传统家居商户结构，核心目标在于提升商场出租率、延长消费者停留时间并增强客流稳定性。2025年，公司电器业态经营面积达到140.5万平方米，可租面积占比提升至10.1%，并在全国布局41家潮电荟门店；汽车业态面积由16万平方米提升至32万平方米，覆盖46个城市，有助于承接大面积铺位需求；餐饮业态面积达到9.2万平方米，自营商场餐饮覆盖率达到96%，进一步提升商场日常客流和消费频次。

与此同时，公司围绕存量房翻新、局改和整装需求强化设计服务入口。2025年，高端设计中心面积达到70.8万平方米，入驻设计师超过6,300人，带单销售额超过1.5亿元，体现出公司从单一卖场租赁向“设计引流+商户转化”的经营模式延伸。政策承接方面，公司以旧换新业务全年承接订单102.9万单，实现销售金额99.1亿元，对应政府补贴16.0亿元，公司仍具备较强的终端消费承接能力。数字化方面，小程序PV达到2,366万、UV达到280万，会员贡献消费金额达到100亿元，反映线上流量与线下商场运营正在形成一定协同。

整体来看，上述创新业态能够有效补充传统家具建材需求下行后的招商缺口，增强商场客流韧性，并对出租率形成支撑。对于美凯龙而言，业态创新的核心意义不在于重构主营业务边界，而在于通过丰富租户结构、提升到店频次和强化消费转化，稳定核心商业物业的租金现金流，从而增强公司持续经营能力。

图表33：美凯龙“车居一体”新场景



资料来源：公开资料，中信建投

图表34：美凯龙 M+设计中心



资料来源：公开资料，中信建投

估值测算

（一）投资性房地产重估

第一种方法是从资产端出发，采用调整 NAV 法。对于美凯龙而言，传统 PE 估值意义有限，公司利润表受投资性房地产公允价值变动扰动较大，真正决定公司价值的是自营商场所对应的投资性房地产及其未来租金现金流。2025 年公司投资性房地产约 706.5 亿元，占总资产比例超过 80%，是公司最主要的资产基础和现金流来源。因此，在估值中将投资性房地产单独重估：

$$\begin{aligned} \text{股权价值} &= \text{资产价值} - \text{负债} - \text{少数股东权益} \\ \text{股权价值} &= \text{投资性房地产价值} + \text{其他资产价值} + \text{现金类资产} - \text{总负债} - \text{少数股东权益} \end{aligned}$$

其中，投资性房地产进行流动性折价，考虑到公司已经进行了大额减值计提，并且对于未来增长假设较为谨慎（前七年增长 0.75%，永续增长 2.00%），我们认为仅考虑地产流动性相关折价 10% 较为合理，折扣估值 634 亿元；

其他资产考虑可变现性折价 20%，对应折扣 91.32 亿元，现金类资产按可动用资金估算，对应 30.05 亿元；扣除总负债 634.38 亿元及少数股东权益 13.91 亿元后，对应股权价值约 155 亿元，每股价值约 3.57 元。

图表35： 投资性房地产重估企业价值（亿元）

	账面价值	折价比例	折价后计入估值
1-投房			
投资性房地产	706.5	90% 流动性折价	635.85
2-其他非经营周转资产价值			
2-1经营性长期资产			
固定资产	19.21		
无形资产	0.43		
长期待摊费用	1.16		
在建工程	0.28		
2-2 投资类、其他非流动资产			
长期股权投资	23.66		
其他权益工具投资	5.09		
其他非流动金融资产	0.93		
其他非流动资产	9.75		
总计	60.51	80%	48.41
3-现金类资产			
货币资金	32.21		
交易性金融资产	0		
受限及非现金等价物	4.33		
总计	32.21	100%	32.21
4-有息及类有息负债			
4-1 流动负债			
短期借款	20.37		
一年内到期的非流动负债	78.4		
4-2 非流动负债			
长期借款	176.58		
长期应付款	4.41		
递延收益	1.55		
其他非流动负债	50.33		
总计	331.64	100%	331.64
5-可抵消项目			
		折价比例	净额
5.1-使用权资产与负债			
使用权资产	15.36		
租赁负债	16.15		
总计	0.79	100%	0.79
5.2-递延所得税资产与负债			
递延所得税资产	26.08		
递延所得税负债	90.4		
总计	64.32	80%	51.46
5.3-经营周转资产与负债			
经营周转资产			
应收票据+应收账款	4.49		
其他应收款	5.09		
预付款项	1.1		
存货	0.26		
合同资产	4.11		
一年内到期的非流动资产	7.07		
其他流动资产	10.02		
长期应收款	0.74		
经营周转资产总和	32.88		
经营周转负债			
应付账款	9.62		
预收款项	6.24		
合同负债	5.75		
应付职工薪酬	3.51		
应交税费	3.68		
其他应付款	165.54		
其他流动负债	1.85		
经营周转负债总和	196.19		
总计	163.31	100%	163.31
6-少数股东权益			
少数股东权益	13.91		
总计	13.91	100%	13.91
合计			155.36

数据来源：美凯龙财报，中信建投证券

（二）自由现金流倍数法

第二种方法从经营造血能力出发，采用自由现金流倍数法：

$$FCFF = EBIT \times (1 - \text{税率}) + \text{折旧与摊销} - \text{资本性支出} - \text{营运资本变动}$$

2025 年公司经营活动现金流净额约 8.16 亿元，资本开支约 2.67 亿元，对应实际 FCFF 约 5.49 亿元，仍偏保守；但考虑 2026Q1 经营现金流已改善至 4.13 亿元，且公司核心卖场仍具备租金回收和经营造血能力，采用 2026-2028 年预测 FCFF 作为估值基础：公司 2026-2028 年 FCFF 分别为 16.39 亿元、17.61 亿元和 19.09 亿元。

考虑到目前公司有息负债较高，进行债券系数调整后 WACC 给到 11.57%，永续增长率以公司测算 2% 为基准，对应公司 FCFF 折现后企业价值 EV 约 174 亿元，结果高于资产负债重估得出的 155 亿元。由于 FCFF 需要涉及较多参数假设，且零售卖场复苏亦需要关注宏观经济形势，我们采取资产重估法的 155 亿元作为合理估值。

图表 36：自由现金流倍数法重估企业价值：估值倍数敏感性分析（亿元）

	2026E	2027E	2028E	TV	合计
EBIT	19.45	21.04	22.98		
EBIT*(1-t)	14.59	15.78	17.23		
D&A	5.80	5.83	5.85		
CAPEX	3	3	3		
营运资本净变动	1	1	1		
	16.39	17.61	19.09	203.45	
现值	14.69	14.14	13.74	131.30	173.88

数据来源：美凯龙财报，中信建投证券

投资评价和建议

我们预计公司 2026-2028 年收入分别为 63.34 亿元/63.67 亿元/64.22 亿元，对应归母净利润分别为 0.71 亿元/2.81 亿元/5.22 亿元，对应 PE 分别为 163X/41X/22X。考虑公司当前仍处于利润修复初期，更适用于资产价值重估方法，我们认为公司已进入重资产修复和价值重估阶段，首次覆盖，予以“增持”评级。

报表预测

资产负债表(百万元)					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	8,975.76	6,436.81	5,226.32	4,348.76	3,987.07
现金	3,794.66	3,221.39	2,050.17	1,183.64	812.63
应收票据及应收账款合计	1,607.96	860.83	780.96	767.50	756.62
其他应收款	694.14	509.43	519.69	522.35	526.92
预付账款	265.41	109.99	95.45	87.22	87.98
存货	53.07	25.93	44.85	43.99	43.60
其他流动资产	2,560.51	1,709.24	1,735.21	1,744.07	1,759.33
非流动资产	107,261.47	80,918.86	80,353.74	79,786.98	79,218.52
长期投资	3,329.21	2,366.12	2,366.12	2,366.12	2,366.12
固定资产	4,160.25	3,456.79	2,915.13	2,372.93	1,830.18
无形资产	64.17	42.72	39.12	35.47	31.78
其他非流动资产	99,707.84	75,053.24	75,033.37	75,012.46	74,990.44
资产总计	116,237.22	87,355.67	85,580.07	84,135.75	83,205.59
流动负债	28,931.13	29,497.83	28,416.89	27,442.12	26,721.77
短期借款	2,142.39	2,037.38	1,837.38	1,637.38	1,437.38
应付票据及应付账款合计	1,712.15	962.35	931.23	913.50	905.43
其他流动负债	25,076.59	26,498.10	25,648.27	24,891.23	24,378.96
非流动负债	37,785.30	33,941.23	33,170.33	32,399.44	31,628.54
长期借款	19,327.97	19,272.44	18,501.54	17,730.64	16,959.75
其他非流动负债	18,457.33	14,668.79	14,668.79	14,668.79	14,668.79
负债合计	66,716.43	63,439.06	61,587.22	59,841.55	58,350.31
少数股东权益	3,031.10	1,391.37	1,396.41	1,416.25	1,453.20
股本	4,354.73	4,354.73	4,354.73	4,354.73	4,354.73
资本公积	7,235.57	7,235.02	7,235.02	7,236.02	7,238.02
留存收益	34,899.40	10,935.48	11,006.68	11,287.19	11,809.33
归属母公司股东权益	46,489.70	22,525.24	22,596.44	22,877.94	23,402.08
负债和股东权益	116,237.22	87,355.67	85,580.07	84,135.75	83,205.59

现金流量表(百万元)					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	632.14	1,097.83	1,705.14	1,938.55	2,361.93
净利润	-3,190.13	-25,466.20	76.24	300.35	559.09
折旧摊销	1,087.22	756.47	580.12	582.76	585.47
财务费用	2,487.79	2,157.31	1,864.59	1,786.42	1,706.84
投资损失	29.58	216.05	-8.24	-8.24	-8.24
营运资金变动	-1,953.21	-1,053.81	-841.68	-763.74	-529.66
其他经营现金流	2,170.89	24,488.01	34.12	41.01	48.44
投资活动现金流	631.16	-616.70	-40.88	-47.77	-55.20
资本支出	-2,268.17	4,055.37	15.00	16.00	17.00
长期投资	408.74	-709.80	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	2,490.58	-3,962.26	-55.88	-63.77	-72.20
筹资活动现金流	-242.64	-522.82	-2,835.49	-2,757.31	-2,677.74
短期借款	-2,829.44	-105.01	-200.00	-200.00	-200.00
长期借款	-4,500.58	-55.53	-770.90	-770.90	-770.90
其他筹资现金流	7,087.38	-362.28	-1,864.59	-1,786.42	-1,706.84
现金净增加额	1,020.80	-41.91	-1,171.22	-866.53	-371.01

利润表(百万元)					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	7,821.27	6,581.94	6,334.44	6,366.78	6,422.48
营业成本	3,264.97	2,646.12	2,316.72	2,272.60	2,252.52
营业税金及附加	391.41	491.85	475.08	477.51	481.69
销售费用	1,028.35	837.16	671.45	655.78	642.25
管理费用	1,025.71	777.32	690.45	687.61	687.21
研发费用	13.37	4.76	0.00	0.00	0.00
财务费用	2,487.79	2,157.31	1,864.59	1,786.42	1,706.84
资产减值损失	-246.55	-2,995.08	-63.34	-31.83	0.00
信用减值损失	-930.16	-908.81	-63.34	-63.67	-32.11
其他收益	61.72	50.02	62.90	62.90	62.90
公允价值变动收益	-2,028.66	-23,441.58	-50.00	-50.00	-50.00
投资净收益	-29.58	-216.05	8.24	8.24	8.24
资产处置收益	165.72	18.56	10.00	5.00	0.00
营业利润	-3,397.84	-27,825.51	220.59	417.50	641.01
营业外收入	76.30	86.37	60.00	50.00	50.00
营业外支出	281.09	259.67	200.00	150.00	100.00
利润总额	-3,602.64	-27,998.80	80.59	317.50	591.01
所得税	-412.51	-2,532.60	4.35	17.15	31.93
净利润	-3,190.13	-25,466.20	76.24	300.35	559.09
少数股东损益	-206.63	-1,743.94	5.04	19.85	36.95
归属母公司净利润	-2,983.50	-23,722.26	71.20	280.50	522.14
EBITDA	-27.63	-25,085.02	2,525.30	2,686.68	2,883.32
EPS (元)	-0.69	-5.45	0.02	0.06	0.12

主要财务比率					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	-32.08	-15.85	-3.76	0.51	0.87
营业利润 (%)	-82.11	-718.92	100.79	89.27	53.53
归属于母公司净利润 (%)	-34.61	-695.12	100.30	293.97	86.14
获利能力					
毛利率 (%)	58.26	59.80	63.43	64.31	64.93
销售净利率 (%)	-38.15	-360.41	1.12	4.41	8.13
ROE (%)	-6.42	-105.31	0.32	1.23	2.23
ROIC (%)	0.41	-8.29	4.80	5.05	5.35
偿债能力					
资产负债率 (%)	57.40	72.62	71.96	71.13	70.13
净负债比率 (%)	35.69	75.63	76.23	74.85	70.75
流动比率	0.31	0.22	0.18	0.16	0.15
速动比率	0.22	0.16	0.12	0.09	0.08
营运能力					
总资产周转率	0.07	0.08	0.07	0.08	0.08
应收账款周转率	4.87	7.65	8.11	8.30	8.49
应付账款周转率	2.33	2.75	2.49	2.49	2.49
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	-0.69	-5.45	0.02	0.06	0.12
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.15	0.25	0.39	0.45	0.54
每股净资产 (最新摊薄)	10.68	5.17	5.19	5.25	5.38
估值比率					
P/E	-3.88	-0.49	162.65	41.29	22.18
P/B	0.25	0.51	0.51	0.51	0.49
EV/EBITDA	-1228.18	-1.25	12.39	11.62	10.63

数据来源：公司公告，中信建投证券

风险分析

为检验投资性房地产账面价值的安全边际，我们以 2025 年自营商场现金流约 23 亿元为基础，假设折现率为 5.5%，前七年增长率为 g_1 ，七年后永续增长率为 g_2 ，对投资性房地产价值进行敏感性测算。其中，2025 年投资性房地产账面价值约 706.5 亿元；基准情形下假设前七年增长率 g_1 为 0.75%，七年后永续增长率 g_2 为 2.0%，测算投资性房地产价值约 706.69 亿元，与账面价值基本一致，说明在温和增长假设下，当前账面投房价值具备支撑。

从敏感性结果看，投资性房地产价值对永续增长率 g_2 更敏感，而对前七年增长率 g_1 的敏感性相对有限。在 g_2 维持 2.0% 的情况下，即使 g_1 从 0.75% 下调至 0.45%，测算价值仍约 695.48 亿元，对应潜在减值约 11.02 亿元；若 g_1 上调至 1.05%，测算价值提升至 718.06 亿元，基本不存在减值压力。这说明短期租金低速修复对估值影响有限，核心仍在于长期租金和出租率能否维持稳定。

如果永续增长率下降，减值压力会明显放大：在 g_1 维持 0.75% 的情况下，若 g_2 由 2.0% 降至 1.8%，测算价值降至 675.05 亿元，对应潜在减值约 31.45 亿元；若 g_2 降至 1.6%，测算价值降至 646.66 亿元，对应潜在减值约 59.84 亿元；若 g_2 进一步降至 1.2%-1.4%，对应潜在减值约 85-109 亿元；若 g_2 降至 1.0%，测算价值约 576.62 亿元，对应潜在减值约 129.88 亿元。

图表37： 增长率（%）与投房价值（亿元）敏感性分析

		前七年 g_1							
		706.69	0.45%	0.55%	0.65%	0.75%	0.85%	0.95%	1.05%
七年后永续 g_2	0.60%	531.22	533.95	536.70	539.46	542.24	545.02	547.82	
	0.80%	548.69	551.53	554.39	557.25	560.13	563.03	565.93	
	1.00%	567.72	570.67	573.64	576.62	579.62	582.63	585.65	
	1.20%	588.52	591.60	594.69	597.80	600.92	604.06	607.21	
	1.40%	611.35	614.56	617.79	621.04	624.30	627.57	630.87	
	1.60%	636.51	639.88	643.26	646.66	650.07	653.50	656.95	
	1.80%	664.40	667.94	671.48	675.05	678.64	682.24	685.85	
	2.00%	695.48	699.20	702.93	706.69	710.46	714.25	718.06	
	2.20%	730.32	734.25	738.20	742.16	746.15	750.15	754.17	
	2.40%	769.66	773.82	778.01	782.21	786.43	790.68	794.94	
	2.60%	814.43	818.86	823.31	827.78	832.28	836.80	841.34	
	2.80%	865.82	870.56	875.32	880.11	884.92	889.75	894.60	
	3.00%	925.44	930.54	935.66	940.81	945.98	951.17	956.39	

数据来源：美凯龙财报，中信建投证券

综合来看，当前投资性房地产账面价值能否维持关键不在于未来一两年租金是否快速反弹，而在于长期经营现金流能否稳定在低速增长区间。若公司出租率维持企稳、租金降幅收窄，且长期现金流增长率维持在 2% 左右，当前投房价值基本可被支撑；但若行业需求继续走弱、租金长期增长中枢下移至 1.5% 以下，则投资性房地产仍存在进一步公允价值下修压力，对利润表和净资产形成扰动。

分析师介绍

刘乐文

社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事商社行业研究十数年，对于美容护理、餐饮酒店、零售贸易、新兴消费等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新财富最佳海外研究第五名，新浪最佳分析师等评选。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk