

赫美集团投资分析

日期: 2026/5/10 股票: 赫美集团 (002356)

核心摘要

业务转型

公司完成破产重整，实际控制人变更为郑梓豪，正式进入“鹏飞系”，战略重心转向能源领域。

财务风险

扣非净利润已连续9年为负，累计亏损约49.33亿元，主业盈利能力严重不足。

估值挑战

当前市盈率(114.43倍)和市净率(7.66倍)显著高于行业平均，估值与基本面严重不匹配。

赫美集团（002356）全面投资分析报告

一、公司概况与业务模式

1. 公司发展历程

深圳赫美集团股份有限公司（股票代码：002356，简称“赫美集团”）前身为深圳浩宁达仪表股份有限公司，成立于1994年11月，2010年2月在深圳证券交易所挂牌上市，2016年5月更名为“深圳赫美集团股份有限公司”。公司经历了两次重大战略转型：

- 第一次转型**（2010-2016年）：从仪器仪表生产制造与销售转向国际品牌服装、箱包、首饰等商品的零售业务。
- 第二次转型**（2024年至今）：通过控股子公司鹏飞氢美切入能源领域，新增液化天然气（LNG）、氢气销售及加注、共享两轮车等业务，形成“能源+零售”双主业格局。

2023年1月，公司完成破产重整，实际控制人变更为山西鹏飞集团董事长郑鹏之子郑梓豪，标志着公司正式进入“鹏飞系”。这一转变对公司业务转型产生了深远影响。

三 发展路径

过去 (2010-2016) 从仪器仪表制造转向国际品牌服装、箱包等商品零售。

现在 (2024-至今) 通过控股子公司切入能源领域，形成“能源+零售”双主业格局。

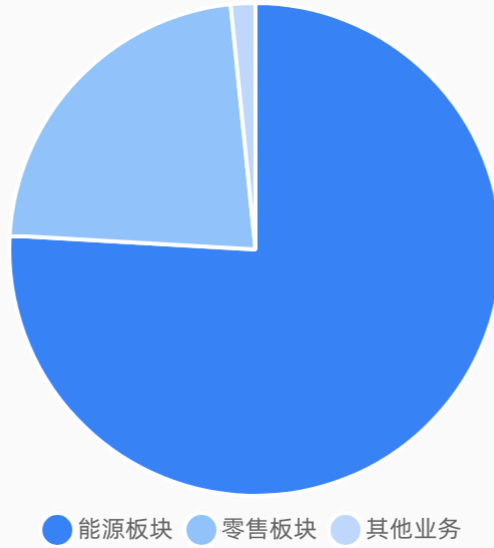
未来 (规划) 待内蒙古风光制氢项目环评获批并顺利开工，明确资产注入时间表。

2. 当前业务模式

截至2025年底，公司业务结构已发生根本性变化：

- **能源板块** (75.91%收入占比)：
 - 综合能源站运营：在山西收购5座LNG加气站和1座LNG+氢气综合能源站，布局主要交通干线。
 - 风光电制绿氢绿醇项目：内蒙古赤峰26.25万千瓦风电制氢项目（已获核准，尚未开工）。
 - 氢能终端应用：在山西等地投放500辆氢电共享单车，探索氢能短途出行场景。
- **零售板块** (22.48%收入占比)：
 - 国际品牌代理：管理超过45个国际知名品牌，包括MCM、FURLA等。
 - 零售网络：覆盖北京、上海、广州、深圳、杭州等50余个城市的260余家门店。
 - 品牌矩阵：包括OBLU、VENITA等自有品牌集合店。
- **其他业务** (1.61%收入占比)：
 - 共享单车运营：2025年实现营收513万元。
 - 商业地产服务：包括会员营销、增值服务等。

📊 2025年业务收入构成



3. 市值与财务概况

截至2026年5月8日，赫美集团总市值约为45.89亿元，流通市值43.27亿元。公司总股本13.11亿股，流通股本13.11亿股，平均市盈率（TTM）为114.43倍，市净率为7.66倍，显著高于行业平均水平。

4. 护城河与行业地位

能源板块：

- **区位优势：** 依托山西能源转型政策支持，但绿电资源有限。
- **政策红利：** 山西对氢能货车免收高速通行费，但氢能制备成本高于内蒙古（17-20元/kg vs 25-30元/kg）。
- **资源整合：** 通过收购关联方鹏飞集团资产快速切入氢能赛道，但资产注入存在不确定性。

零售板块：

- **品牌代理：** 管理45个国际品牌，但缺乏独家资源或供应链优势。
- **渠道网络：** 覆盖全国50多个城市，但门店数量从2024年的30余家缩减至2025年的28家，且坪效同比下降27.20%。
- **会员体系：** 服务超过30万高端品牌消费客群，但会员消费活跃度未披露。

行业地位：

- **能源业务：** 在氢能示范应用领域有一定参与度，但与隆基氢能、阳光电源等头部企业相比存在明显差距。

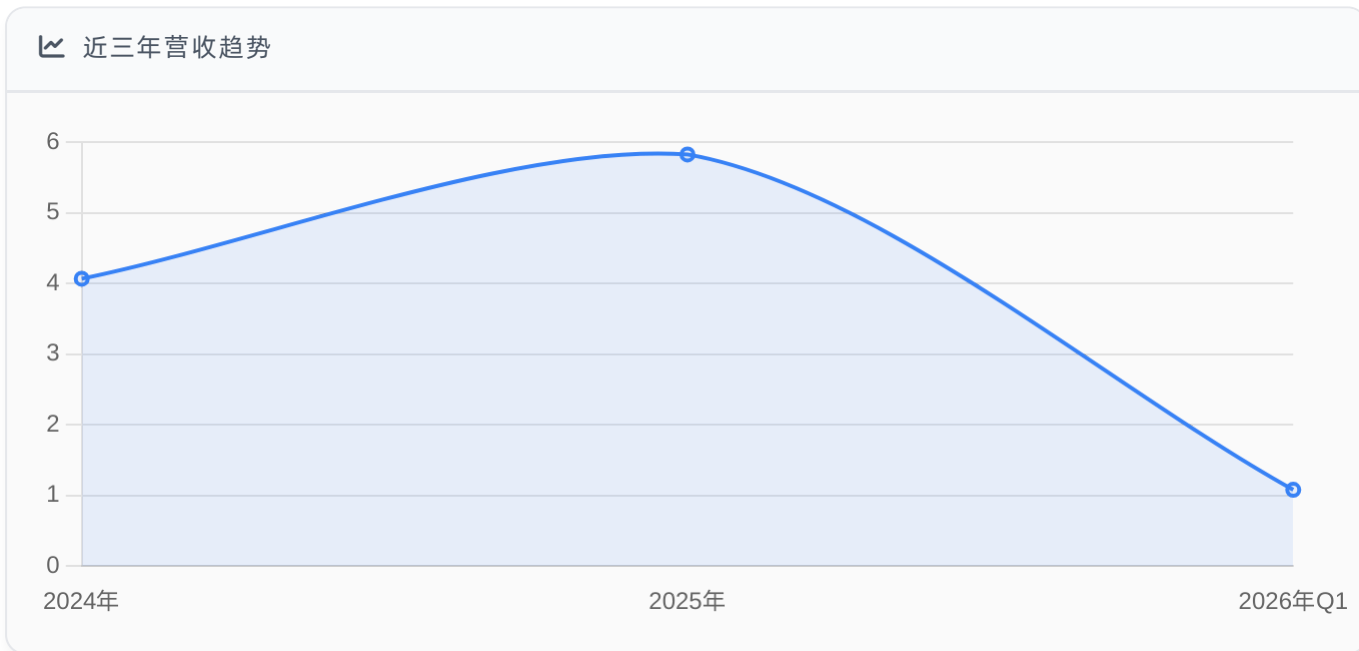
- 零售业务：市场份额较低，未进入高端品牌零售前三，与中免集团（市占率78.7%）差距显著。

二、财务数据分析

1. 营收趋势分析

赫美集团近三年营收呈现"V"型变化：

年份	营业收入(亿元)	同比增长率	收入结构变化
2022年	1.62	-94.67%	传统零售业务为主
2023年	1.65	1.86%	营收基本持平
2024年	4.07	146.43%	新增能源业务
2025年	5.83	43.37%	能源业务占比提升至75.91%
2026年Q1	1.08	-36.78%	能源业务受LNG价格波动影响



营收增长质量分析：

- 能源业务增长：**2025年能源业务收入达4.42亿元，同比增长124.67%，主要依靠低价收购关联方能源资产（如北姚综合能源岛）和区域市场布局。

- **氢能业务发展**：2025年氢能收入3870万元，同比增长732.91%，但基数小且处于示范阶段，尚未形成规模化盈利。
- **零售业务萎缩**：2025年零售收入1.31亿元，同比下降36.55%，收入占比从50.80%滑落至22.48%，反映传统零售业务持续承压。

2. 利润质量评估

2025年公司实现归母净利润3839万元，同比扭亏，但扣非净利润仍为-4721万元，扣非净利润已连续9年为负，累计亏损约49.33亿元。

❗ 核心财务风险

扣非净利润已连续9年为负，累计亏损约49.33亿元，主业盈利能力严重不足，是公司面临的最核心财务风险。

盈利模式可持续性：

- **非经常性损益依赖**：2025年非流动性资产处置损益达7128万元，占归母净利润的185.7%，公司盈利高度依赖资产变卖等非经常性收益。
- **主业亏损扩大**：2025年扣非净利润为-4721万元，同比扩大36.15%，主业盈利能力持续恶化。
- **能源业务盈利能力**：LNG销售毛利率仅为4.13%-6.34%，远低于零售业务的22.96%；氢能业务尚未形成规模效应，毛利率数据未披露。
- **零售业务收缩**：2025年主动关闭低效门店，但剩余门店坪效同比下降27.20%，显示收缩策略未能有效提升运营效率。

3. 资产负债与现金流

截至2025年12月31日，公司总资产8.23亿元，负债合计1.01亿元，资产负债率12.27%，归母净资产6.07亿元。

现金流健康度评估：

- **经营活动现金流**：2025年净流入3741万元，同比大幅改善，但2026年Q1转为净流出800.65万元，显示现金流稳定性不足。
- **投资活动现金流**：2025年净流出2.35亿元，主要用于氢能项目前期投入和能源站升级；2026年Q1进一步扩大至10.89亿元，资本开支压力巨大。

- 筹资活动现金流**: 2025年净流出1568万元，主要因债务重组偿还债务；2026年Q1净流出7483万元，筹资渠道收窄。
- 资产处置依赖**: 2025年通过变卖深圳南山区90套房产获得7365万元收益，是公司扭亏为盈的关键因素。

4. 关键财务指标

指标	2025年	2024年	变化趋势	行业对比
毛利率	13.74%	12.14%	小幅提升	零售业平均25%-30%
净利率	-7.52%	-12.57%	收窄	零售业平均5%-8%
ROE	6.58%	-10.07%	改善	零售业平均8%-12%
ROIC	-1.23%	-3.74%	改善	零售业平均5%-10%
经营现金流/流动负债	-27.96%	-27.96%	稳定	零售业平均10%-15%
资产负债率	12.27%	11.05%	提升	零售业平均30%-40%
市盈率(TTM)	-153.41倍	-144.23倍	恶化	零售业平均25-35倍

关键财务指标 (2025年)

毛利率

13.74%

行业平均 25-30%

净利率

-7.52%

亏损

ROE

6.58%

改善

资产负债率

12.27%

较低

财务风险提示:

- 资产负债率虽低，但经营现金流/流动负债为负值，反映主业造血能力不足。

- 动态市盈率高达114.43倍，市净率7.66倍，显著高于零售业平均估值水平。
- 应收账款周转率平均为14.08次/年，显示销售回款压力较大。

三、技术与市场情绪

1. 股价走势分析

赫美集团2026年股价走势呈现以下特点：

- 2026年2月5日达到年内高点4.90元，随后持续回落。
- 截至2026年5月8日收盘价3.50元，5月8日涨幅0.86%，近期在3.30-3.50元区间窄幅震荡。
- 2026年Q1营收同比下滑36.78%，归母净利润亏损750万元，亏损同比扩大33.17%，基本面承压。

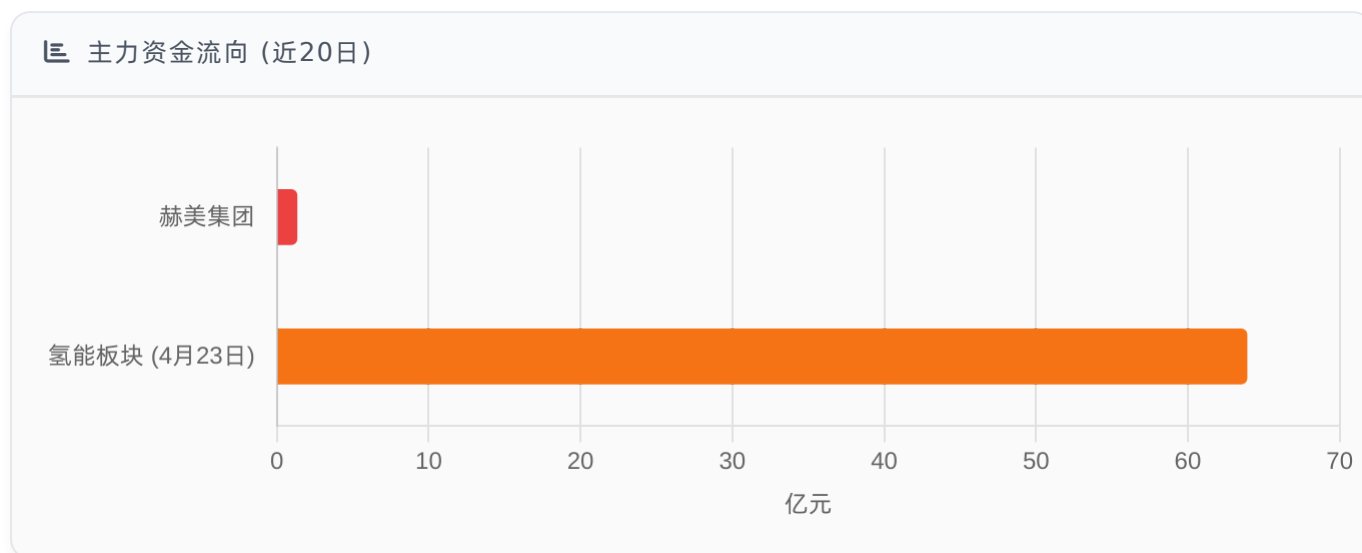
2. 技术指标解读

- MACD指标**：2026年4月13日出现MACD 0轴以下的金叉，5月7日出现牛点，但DIF(-0.07)仍低于DEA(-0.11)，表明短期反弹动能有限。
- RSI指标**：未披露具体数值，但结合股价走势判断处于超买区域，存在回调风险。
- 布林带**：20周期带区间从180元扩展到225元，近期收盘价接近上轨，表明超买条件，增加回撤可能性。
- KDJ指标**：K值为85，D值为75，表明接近超买区域（80阈值），若K值在价格上涨时未能上升，可能出现看跌背离。



3. 资金流向分析

- **主力资金：**2026年4月29日主力资金净流出1934万元，连续3日被主力资金减仓，近20日累计净流出1.35亿元。
- **机构态度：**近90天内无机构评级，显示机构对公司基本面缺乏信心。
- **散户参与：**5月8日散户资金净流入322万元，显示部分散户仍看好公司氢能转型前景。
- **行业对比：**氢能板块4月7日主力资金净流出21.27亿元，4月20日净流出7.98亿元，4月23日净流出63.92亿元，显示氢能概念板块整体资金撤离。



4. 市场情绪评估

- **正面情绪：**
 - 鹏飞集团氢能资产注入预期，尽管目前尚不具备注入条件。
 - 2025年年报扭亏为盈，引发市场对公司转型成功的期待。
 - 部分投资者看好公司在山西布局的氢能示范项目和综合能源站。
- **负面情绪：**
 - 氢能项目进展缓慢，内蒙古风光制氢项目环评未完成，开工时间不确定。
 - 扣非净利润持续亏损，盈利模式不可持续，存在"故事破灭"风险。
 - 能源业务毛利率低（LNG约4%-6%），氢能业务尚未形成规模效应。
 - 零售业务持续萎缩，门店数量减少，坪效下降，缺乏差异化竞争力。

四、竞品对比分析

1. 能源业务竞争对手对比

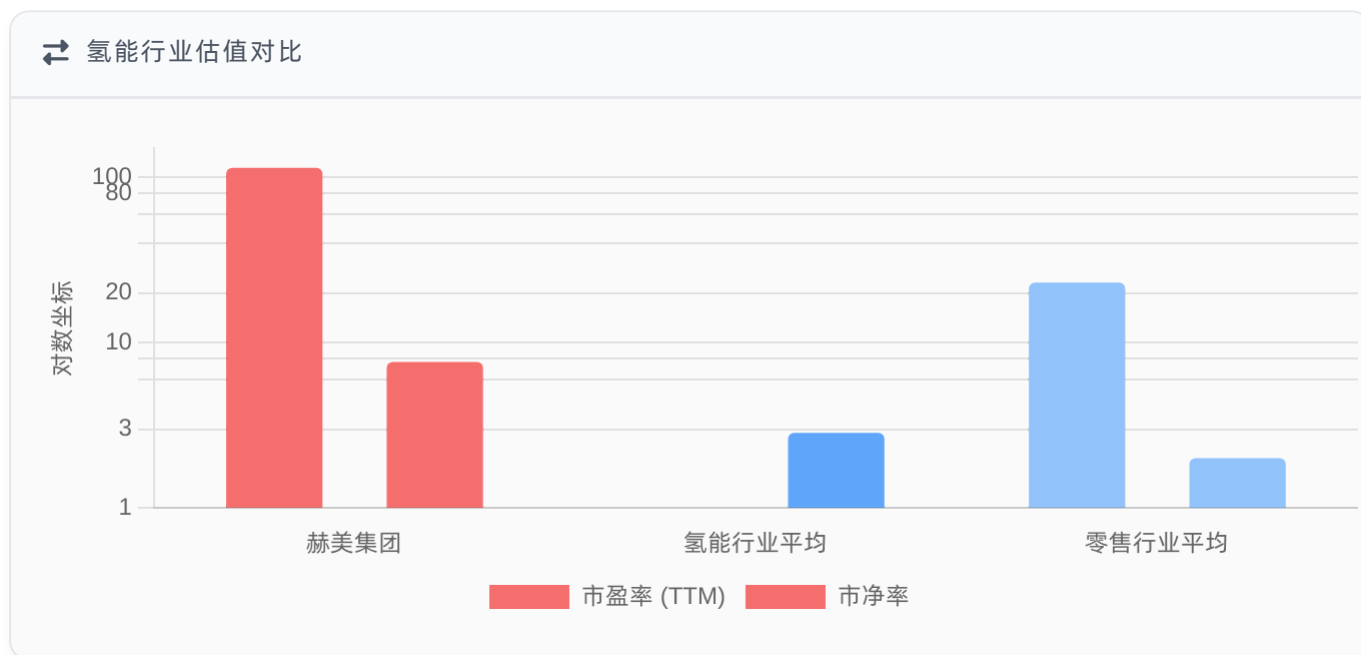
公司名称	业务定位	市场份额	核心优势	财务指标对比
隆基氢能	碱性电解槽设备提供商	全球市占率目标超20%	单槽大型化设计, 光伏业务协同成本控制	电解槽毛利率35%, 获母公司10亿元担保支持
国富氢能	氢能核心装备提供商	国内领先	高压储氢瓶技术	2025年亏损3.83亿元, 市净率2.55倍
亿华通	燃料电池系统提供商	行业领军	燃料电池系统技术	2025年亏损6.71亿元, 市净率2.12倍
鹏飞氢能	集团关联企业	山西区域领先	制氢成本低至8元/公斤	未注入上市公司, 存在同业竞争风险

2. 零售业务竞争对手对比

公司名称	市场定位	市场份额	核心竞争力	财务指标对比
中国中免	免税零售龙头	2024年免税及旅游零售市场市占率78.7%	全球供应链控制, DFS收购强化国际布局	2025年零售毛利率31.76%, 海南地区收入占比53%
安踏集团	多品牌运动零售	零售份额领先	"多品牌+零售"战略, DTC模式提升运营效率	2025年所有其他品牌收入同比增长59.2%, 达169.96亿元
老铺黄金	中国高端珠宝品牌	珠宝行业领先	古法金工艺, 高坪效	2025年PE估值21倍, 远低于赫美集团
高梵	中国高端服饰品牌	本土品牌代表	差异化定位, 高毛利	2025年在顶级商圈入驻, PE估值约25倍

3. 估值合理性分析

指标	赫美集团	氢能行业平均水平	零售行业平均水平	估值合理性评估
市盈率 (TTM)	-153.41倍	-140.71倍	23.1-35倍	极高，反映市场对公司氢能转型的乐观预期
市净率	7.66倍	2.55-3.15倍	1-3倍	极高，远超行业合理水平
市销率	6.51倍	8.96倍	5-8倍	偏高，但低于氢能设备商平均水平
动态估值/ROIC	-1500%	-1000%	-200%	极高，反映市场对公司转型的过度乐观
未来3年PEG	-15	-10	-2	极高，需业绩大幅改善支撑



估值风险提示：

- 当前估值已充分反映公司氢能转型预期，但氢能业务尚未形成规模效应，存在估值透支风险。
- 零售业务持续亏损，需依赖能源业务输血，但能源业务毛利率低，盈利能力有限。
- DCF估值显示，公司当前市值需依赖未来5年营收高速增长和毛利率大幅提升，实现难度较大。

五、主要风险因素

1. 行业竞争风险

- **氢能领域:**

- 行业竞争加剧，2024年央企市占率已达60%，中车株洲等新玩家挤压份额。
- 产能过剩风险，2025年全球电解槽产能或达45GW而需求仅28GW，可能引发价格战。
- 技术路线风险，PEM电解槽在海上风电等场景渗透率2025年订单增长211%，若公司未能及时补充技术储备，可能错失细分市场机会。

- **零售领域:**

- 品牌集中度提升，头部品牌如LVMH、开云集团等通过DFS等渠道强化市场地位。
- 线上渗透率持续提升，传统零售渠道面临替代压力。
- 消费者偏好变化，对性价比和场景体验的关注度提高，挤压高端品牌零售利润空间。

2. 政策风险

- **氢能政策依赖:**

- 氢能项目进展受政策审批影响大，内蒙古风光制氢项目环评未完成，开工时间不确定。
- 绿氢成本较高（30-40元/公斤），需依赖政策补贴维持盈利，而2025年国家补贴政策尚未明确。
- 山西氢能政策侧重交通应用，而内蒙古更注重绿氢制备，公司区域布局面临政策差异挑战。

- **零售政策变化:**

- 消费税政策调整可能影响高端品牌零售利润空间。
- 海南封关政策实施后，免税零售市场竞争格局可能变化，影响公司零售业务发展。

3. 财务风险

- **现金流风险:**

- 经营现金流脆弱，2026年Q1转为净流出，无法支撑主业发展。
- 投资现金流持续大额流出，2026年Q1达10.89亿元，资本开支压力巨大。

- 筹资渠道收窄，筹资现金流依赖债务重组，缺乏新增融资，资金链承压。
- **盈利模式风险：**
 - 扣非净利润连续9年为负，累计亏损约49.33亿元，主业盈利能力严重不足。
 - 能源业务毛利率低（LNG约4%-6%），氢能业务尚未形成规模效应，盈利能力存疑。
 - 零售业务收缩策略未能有效提升坪效，2025年坪效同比下降27.20%，运营效率持续恶化。
- **资产注入风险：**
 - 鹏飞集团承诺将相关氢能资产以市场公允价值转让给上市公司或其控股子公司，但目前尚不具备注入条件，存在不确定性。
 - 若资产注入未能如期完成，公司氢能业务发展可能受限，转型故事面临破灭风险。

4. 地缘风险

- **国际能源市场波动：**
 - 中东地缘冲突导致LNG市场价格上涨，2026年3月山西LNG零售价从4月1日的4700元/吨上涨至5月8日的6100元/吨，涨幅超41%，直接影响公司LNG业务毛利率。
 - 全球能源价格波动对LNG采购成本产生直接影响，而公司未与关联方签订长期价格锁定协议，成本转嫁能力有限。
- **区域发展不平衡：**
 - 能源业务高度集中于山西省，收入与区域煤炭运输、大宗商品物流需求高度绑定，若区域宏观经济波动、煤炭行业景气度下降，将直接影响能源站的业务量与盈利能力。
 - 内蒙古风光制氢项目虽有核准，但环评未完成，且公司与鹏飞集团的资产注入存在不确定性，区域扩张面临阻力。

六、投资建议

1. 短期投资建议（3-6个月）

谨慎观望，不建议追高：

- **技术面压力：**股价处于3.30-3.50元区间窄幅震荡，未突破关键阻力位，且MACD指标显示短期反弹动能有限。

- **资金流向不乐观：**主力资金连续净流出，近20日累计净流出1.35亿元，显示机构对公司短期前景不看好。
- **基本面承压：**2026年Q1营收同比下滑36.78%，归母净利润亏损750万元，亏损同比扩大33.17%，业绩未见改善迹象。
- **估值高企：**当前市盈率114.43倍，市净率7.66倍，显著高于行业平均水平，存在估值回调风险。

若考虑短期参与，建议：

- **严格止损：**设置3.40元（约5%跌幅）止损位，跌破则果断离场。
- **控制仓位：**不超过总仓位的5%，避免大额资金投入。
- **关注催化剂：**内蒙古风光制氢项目环评进展、鹏飞氢能资产注入时间表、LNG价格走势等。
- **规避风险：**若无重大利好，不建议追高；若基本面无改善，建议观望。

2. 长期投资建议（1-3年）

观望为主，暂不推荐：

- **氢能业务不确定性高：**
 - 内蒙古风光制氢项目环评未完成，开工时间不确定，存在政策调整、审批条件变化等风险。
 - 氢能业务尚未形成规模效应，毛利率数据未披露，盈利能力存疑。
 - 行业竞争加剧，产能过剩风险，技术路线不确定性高，公司难以在短期内建立竞争优势。
- **零售业务持续衰退：**
 - 零售业务收入连续两年下滑，2025年同比下降36.55%，且扣非净利润持续亏损。
 - 门店数量从2024年的30余家缩减至2025年的28家，坪效同比下降27.20%，运营效率持续恶化。
 - 面临中国中免等头部企业挤压，市场份额持续下滑，缺乏差异化竞争优势。
- **估值与基本面不匹配：**
 - 当前市盈率114.43倍，市净率7.66倍，显著高于行业平均水平，反映市场对公司转型的过度乐观。
 - DCF估值显示，公司当前市值需依赖未来5年营收高速增长和毛利率大幅提升，实现难度较大。

- 若氢能项目进展不及预期，零售业务持续萎缩，公司可能面临"戴维斯双杀"，股价大幅回调风险。
- **潜在投资机会：**
 - 若内蒙古风光制氢项目顺利投产，且毛利率能达到行业平均水平（25%-30%），公司估值可能得到一定支撑。
 - 若鹏飞集团资产注入顺利，氢能业务形成规模效应，公司盈利能力可能改善。
 - 若零售业务通过数字化转型、品牌优化等措施实现盈利，公司估值可能回归合理水平。

长期投资前提条件：

- 内蒙古风光制氢项目环评获批并顺利开工。
- 鹏飞集团氢能资产注入时间表明确并顺利实施。
- 公司氢能业务毛利率达到行业平均水平以上。
- 零售业务实现盈利或通过资产出售获得足够资金支持转型。

3. 投资者问答

氢能项目进展：内蒙古风光制氢项目26.25万千瓦风电部分已获行政审批核准，但主体工程尚未开工建设，环评未完成，开工前仍需办理其他报建手续，存在不确定性。

资产注入时间表：关联方相关资产暂不具备注入上市公司的条件，资产整合需视资产成熟度、监管政策及审批进度而定，存在不确定性。

盈利预期：2026年Q1亏损扩大，公司表示将"持续推进战略转型，努力提升经营业绩以提升公司整体竞争力"，但未对2026年二季度及全年主业盈利作出明确承诺。

LNG业务前景：山西LNG零售业务受价格波动和物流需求影响较大，2026年Q1因LNG市场价格上涨，物流需求下降导致收入减少，公司表示将"拓展低成本、稳定的气源渠道"，但未与关联方签订长期价格锁定协议。

七、结论

赫美集团正处于战略转型的关键期，从传统零售向氢能和清洁能源领域转型。然而，转型之路充满挑战：

- **能源业务：**虽已成为公司第一大收入来源（2025年占比75.91%），但LNG业务毛利率低（4%-6%），氢能业务尚未形成规模效应，且项目进展缓慢（内蒙古风光制氢项目环评未完成），盈利能力存疑。

- **零售业务**：持续萎缩，2025年收入占比降至22.48%，门店数量减少，坪效下降，缺乏差异化竞争优势，盈利模式不可持续。
- **财务状况**：扣非净利润连续9年为负，累计亏损约49.33亿元，经营现金流脆弱，投资现金流持续大额流出，筹资渠道收窄，资金链承压。
- **估值水平**：当前市盈率114.43倍，市净率7.66倍，显著高于行业平均水平，反映市场对公司转型的过度乐观，但与公司基本面不匹配。

▲ 投资价值判断

赫美集团当前估值已充分反映公司氢能转型预期，但氢能业务尚未形成规模效应，零售业务持续衰退，盈利模式不可持续，存在估值回调风险。

风险提示：本报告基于公开信息分析，不构成投资建议。投资者应充分了解公司氢能项目进展缓慢、零售业务持续衰退、盈利模式不可持续等风险，谨慎评估投资价值。若基本面无改善，建议观望。